

评级：买入（维持）

市场价格：10.74元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：18521305887

Email: kangyw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标        | 2022   | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,215 | 12,154 | 13,348 | 14,826 | 16,491 |
| 增长率yoy%   | 3%     | 8%     | 10%    | 11%    | 11%    |
| 净利润(百万元)  | 1,680  | 2,376  | 1,847  | 2,055  | 2,301  |
| 增长率yoy%   | 10%    | 41%    | -22%   | 11%    | 12%    |
| 每股收益(元)   | 0.81   | 1.14   | 0.89   | 0.98   | 1.10   |
| 每股现金流量    | 1.03   | 1.16   | 0.80   | 1.18   | 1.32   |
| 净资产收益率    | 13%    | 16%    | 11%    | 11%    | 12%    |
| P/E       | 13.34  | 9.43   | 12.14  | 10.91  | 9.74   |
| P/B       | 1.68   | 1.51   | 1.37   | 1.25   | 1.13   |

备注：估值取自2024年4月18日收盘

基本状况

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 2,087  |
| 流通股本(百万股) | 2,087  |
| 市价(元)     | 10.74  |
| 市值(百万元)   | 22,413 |
| 流通市值(百万元) | 22,413 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1【中泰传媒】山东出版三季报点评：Q3业绩超预期，教育服务多维展开
- 2【中泰传媒】山东出版事件点评：曲阜研学营地开营，稳步推进新业态建设
- 3【中泰传媒】山东出版半年报点评：主业稳中向上，教育业态持续推进

投资要点

- **事件：**山东出版发布2023年年报，公司2023年营业总收入121.5亿元，同比增长8.2%；归母净利润为23.8亿元，同比增长41.1%；扣非归母净利润为15.7亿元，同比增长6.5%。2023Q4营收41.0亿元，同比增长5.8%；利润端归母净利润11.2亿元，同比增长105.7%；扣非归母净利润4.0亿元，同比减少10.3%。
- **点评：**分红大超预期，主业稳中有升，创新业务有望加速落地
- **1) 分红大超预期。**公司2023年拟分配现金红利达11.7亿元，同比增长43.6%，拟分红比例达49.2%，同比提升0.8pct，分红金额和比例将再创历史新高。
- **2) 主业稳中有升。**未剔除内部抵消口径下，2023年，公司出版业务实现营收36.9亿元，同比增长11.4%，毛利率26.6%，同比减少1.0pct；发行业务营收88.9亿元，同比增长4.9%，毛利率34.2%，同比增长0.4pct。公司不断拓展教材教辅品类，新增《跨学科阅读》等42个品种（系列）；发力中职教材教辅市场，2023年，中职教材教辅征订码洋1.85亿元，同比增长96.1%。另外，公司聚焦精品出版，《风筝是会飞的鱼》等7个项目获得第八届中华优秀出版物奖，获奖数量在各地出版集团中位居第四。
- **3) 智慧教育产品实现突破，加速推广可期。**公司实施智慧校园建设工程，开发建设了融合教辅出版和大数据技术的“作业+学情诊断大数据反馈”项目，该项目被列为山东省基础教育教学改革重大委托项目，并已获批在省内一个地市作为“基于学情诊断的中小学个性化作业改革”项目落地试点，近万名学生试用，加速推广可期。
- **4) 积极拓展课后服务，研学表现亮眼。**公司旗下新铎教育公司发起设立“鲁出书社”阅读机构，其产品致力于全面提升孩子核心素养，截至2023年末已完成第一阶段课程内容研发、线上配套课程录制及配套小程序的委托开发，正筹备省内全面运营。同时，公司持续完善研学布局，研学文旅业务2023年实现出团6,000多次，70多万人次，营业收入3亿多元，同比增长4倍多。2024年2月，公司所属新华书店集团牵头成立中国新华书店协会研学教育专业工作委员会、全国新华研学协作共同体，有望进一步巩固和提升公司在全国研学文旅领域优势及影响力。

- **5) 加大老年文化产业布局。**2023年,公司收购了《老干部之家》杂志社;公司所属新铎文旅集团收购了山东红叶旅行社,定位于中高端旅行及老年文旅业务。同时,公司探索形成“老年大学新华分校”等新商业模式,打造全新文化服务场景。
- **6) 稳控费用率,费用率稳定。**公司2023年销售、管理、研发费用率分别为10.9%、12.5%、0.2%,分别同比增加+0.12/+0.03/+0.02pct。
- **盈利预测与估值:**考虑到公司2023年业绩表现符合预期,以及税收政策变化会对公司2024-2026年净利润产生影响,我们适当调整公司业绩预期,预计山东出版2024-2026年营业收入分别为133.48/148.26/164.91亿元(2024-2025年收入前值分别为138.75/151.82亿元),分别同比增长9.82%、11.08%、11.23%;归母净利润分别为18.47/20.55/23.01亿元(2024-2025年利润前值分别为21.13/23.42亿元),分别同比增长-22.26%、11.27%、11.94%。当前市值对应公司的估值分别为12.1x、10.9x、9.7x,维持“买入”评级。
- **风险提示事件:**文化监管端的政策风险;国有传媒企业优惠政策变动;短视频直播电商图书折扣力度加大;研报使用的信息数据更新不及时的风险。

## 内容目录

|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| 山东出版 2023 年及 2023Q4 主要财务数据分析 ..... | - 4 - |
| 营收利润稳健增长，业绩符合预期 .....              | - 4 - |
| 稳控费用率，费用率稳定 .....                  | - 4 - |
| 归母净利率提升明显，2023 年达 19.5% .....      | - 5 - |
| 盈利预测及估值 .....                      | - 5 - |
| 风险提示 .....                         | - 6 - |
| 文化监管端的政策风险 .....                   | - 6 - |
| 国有传媒企业优惠政策变动 .....                 | - 6 - |
| 短视频直播电商图书折扣力度加大 .....              | - 6 - |
| 研报使用的信息数据更新不及时的风险 .....            | - 6 - |

## 图表目录

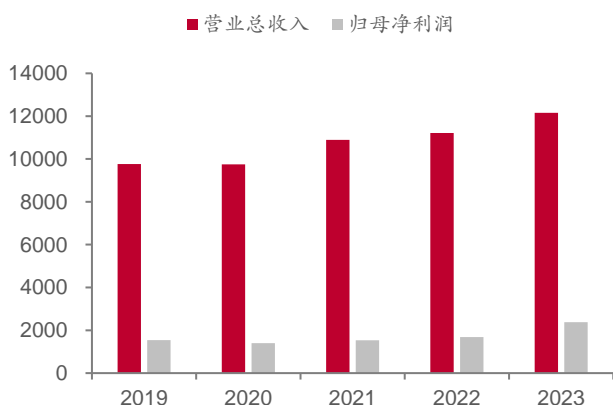
|  |       |
|--|-------|
| 图表 1: 2019-2023 年公司营收及归母净利润 (百万元) .....        | - 4 - |
| 图表 2: 2021Q4-2023Q4 公司营收及归母净利润 (百万元) .....     | - 4 - |
| 图表 3: 2019-2023 年公司销售、管理、研发费用率情况 (%) .....     | - 4 - |
| 图表 4: 2021Q4-2023Q4 年公司销售、管理、研发费用率情况 (%) ..... | - 4 - |
| 图表 5: 2019-2023 年公司毛利率及归母净利率情况 (%) .....       | - 5 - |
| 图表 6: 2021Q4-2023Q4 年公司毛利率及归母净利率情况 (%) .....   | - 5 - |
| 图表 7: 2019-2023 年山东出版主要产品毛利率情况 (%) .....       | - 5 - |

## 山东出版 2023 年及 2023Q4 主要财务数据分析

### 营收利润稳健增长，业绩符合预期

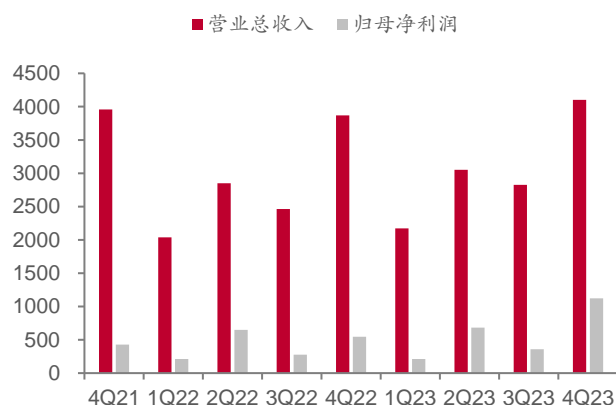
- 公司 2023 年营业总收入 121.5 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润为 23.8 亿元，同比增长 41.1%；扣非归母净利润为 15.7 亿元，同比增长 6.5%。2023Q4 营收 41.0 亿元，同比增长 5.8%；利润端归母净利润 11.2 亿元，同比增长 105.7%；扣非归母净利润 4.0 亿元，同比减少 10.3%。

图表 1: 2019-2023 年公司营收及归母净利润 (百万 元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2021Q4-2023Q4 公司营收及归母净利润 (百 万元)

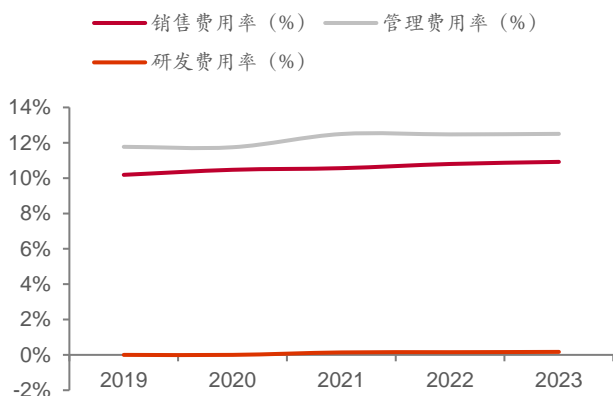


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 稳控费用率，费用率稳定

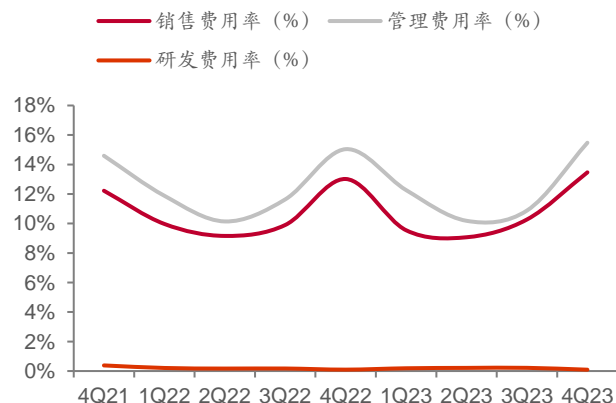
- 公司 2023 年销售、管理、研发费用率分别为 10.9%、12.5%、0.2%，分别同比增加+0.12/+0.03/+0.02pct。公司 2023Q4 销售、管理、研发费用率分别为 13.5%、15.5%、0.1%，分别同比增加+0.45/+0.44/-0.01pct。

图表 3: 2019-2023 年公司销售、管理、研发费用率 情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2021Q4-2023Q4 公司销售、管理、研发费 用率情况 (%)

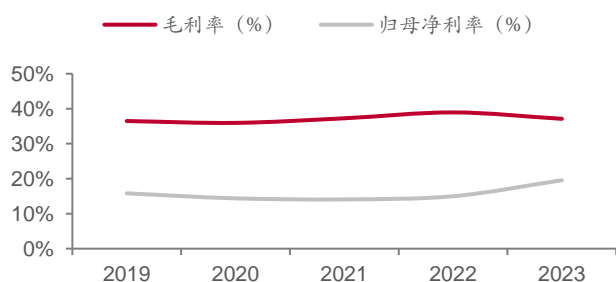


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 归母净利率提升明显，2023 年达 19.5%

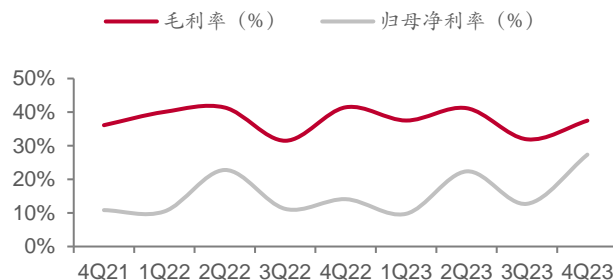
- 公司 2023 年毛利率达 37.1%；归母净利率达 19.5%，同比增加 4.6pct，主要由于非流动资产处置损益、政府补助、税收政策调整等非经常性损益增加以丰厚利润。公司 2023Q4 毛利率达 37.5%；归母净利率达 27.4%，同比增加 13.3pct。

图表 5：2019-2023 年公司毛利率及归母净利率情况 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

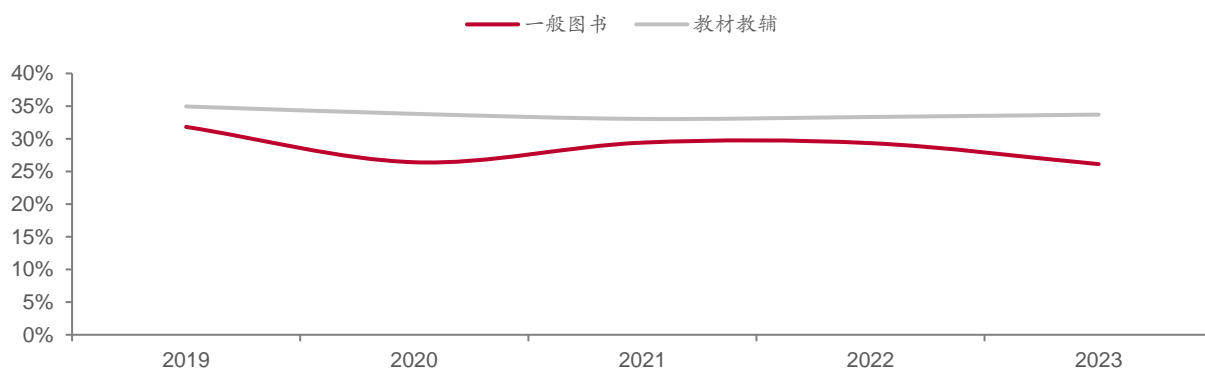
图表 6：2021Q4-2023Q4 公司毛利率及归母净利率情况 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

- 分产品来看，教材教辅盈利能力稳定，2023 年毛利率 33.7%，同比增加 0.4pct；一般图书毛利率受新媒体渠道折扣影响略承压，2023 年毛利率 26.1%，同比减少 3.2pct。

图表 7：2019-2023 年山东出版主要产品毛利率情况 (%)



来源：Wind，中泰证券研究所

## 盈利预测及估值

- 考虑到公司 2023 年业绩表现符合预期，以及税收政策变化会对公司 2024-2026 年净利润产生影响，我们适当调整公司业绩预期，预计山东出版 2024-2026 年营业收入分别为 133.48/148.26/164.91 亿元（2024-2025 年收入前值分别为 138.75/151.82 亿元），分别同比增长 9.82%、11.08%、11.23%；归母净利润分别为 18.47/20.55/23.01 亿元

(2024-2025 年利润前值分别为 21.13/23.42 亿元), 分别同比增长 -22.26%、11.27%、11.94%。当前市值对应公司的估值分别为 12.1x、10.9x、9.7x, 维持“买入”评级。

## 风险提示

### 文化监管端的政策风险

- 图书出版属于内容行业, 监管较严。公司作为内容出版发行平台, 存在内容不合规导致产品下架风险。

### 国有传媒企业优惠政策变动

- 国有文化传媒企业享受税收优惠政策, 若税收政策发生变动, 存在影响行业内公司盈利情况风险。

### 短视频直播电商图书折扣力度加大

- 短视频直播电商在零售渠道增速明显, 若其图书折扣力度进一步增强, 恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。

### 研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究, 若信息数据更新不及时, 则存在报告结论不基于最新数据的风险。

## 盈利预测表

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 会计年度            | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金           | 6,871         | 8,153         | 10,089        | 12,367        | 营业收入            | 12154        | 13348        | 14826        | 16491        |
| 应收票据           | 146           | 174           | 193           | 214           | 营业成本            | 7644         | 8189         | 9096         | 10007        |
| 应收账款           | 1,370         | 1,852         | 1,962         | 2,052         | 税金及附加           | 79           | 83           | 91           | 100          |
| 预付账款           | 331           | 355           | 394           | 434           | 销售费用            | 1,327        | 1,435        | 1,591        | 1,773        |
| 存货             | 2,057         | 2,295         | 2,549         | 2,804         | 管理费用            | 1,520        | 1,652        | 1,744        | 1,959        |
| 合同资产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 研发费用            | 21           | 27           | 30           | 49           |
| 其他流动资产         | 2,102         | 2,248         | 2,315         | 2,349         | 财务费用            | -128         | -133         | -105         | -122         |
| 流动资产合计         | 12,878        | 15,077        | 17,502        | 20,220        | 信用减值损失          | -62          | -63          | -82          | -107         |
| 其他长期投资         | 382           | 378           | 381           | 386           | 资产减值损失          | -77          | -77          | -101         | -131         |
| 长期股权投资         | 50            | 50            | 50            | 50            | 公允价值变动收益        | 15           | 16           | 16           | 17           |
| 固定资产           | 3,772         | 3,545         | 3,395         | 3,296         | 投资收益            | 45           | 53           | 61           | 70           |
| 在建工程           | 302           | 302           | 302           | 302           | 其他收益            | 72           | 78           | 80           | 81           |
| 无形资产           | 841           | 823           | 809           | 761           | <b>营业利润</b>     | <b>2,021</b> | <b>2,212</b> | <b>2,467</b> | <b>2,767</b> |
| 其他非流动资产        | 4,629         | 4,647         | 4,749         | 4,839         | 营业外收入           | 90           | 95           | 100          | 105          |
| 非流动资产合计        | 9,975         | 9,744         | 9,686         | 9,634         | 营业外支出           | 14           | 14           | 14           | 15           |
| <b>资产合计</b>    | <b>22,854</b> | <b>24,821</b> | <b>27,188</b> | <b>29,854</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,098</b> | <b>2,293</b> | <b>2,552</b> | <b>2,856</b> |
| 短期借款           | 80            | 66            | 71            | 71            | 所得税             | -274         | 449          | 500          | 560          |
| 应付票据           | 22            | 23            | 16            | 19            | <b>净利润</b>      | <b>2,372</b> | <b>1,844</b> | <b>2,052</b> | <b>2,297</b> |
| 应付账款           | 3,346         | 3,609         | 4,036         | 4,440         | 少数股东损益          | -4           | -3           | -4           | -4           |
| 预收款项           | 18            | 27            | 30            | 33            | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,376</b> | <b>1,847</b> | <b>2,055</b> | <b>2,301</b> |
| 合同负债           | 1,897         | 2,083         | 2,313         | 2,573         | NOPLAT          | 2,227        | 1,737        | 1,967        | 2,199        |
| 其他应付款          | 511           | 511           | 511           | 511           | EPS (按最新股本摊薄)   | 1.14         | 0.89         | 0.98         | 0.00         |
| 一年内到期的非流动负债    | 16            | 16            | 16            | 16            |                 |              |              |              |              |
| 其他流动负债         | 755           | 820           | 874           | 971           |                 |              |              |              |              |
| 流动负债合计         | 6,645         | 7,155         | 7,866         | 8,634         |                 |              |              |              |              |
| 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |                 |              |              |              |              |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             |                 |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 1,346         | 1,346         | 1,346         | 1,346         |                 |              |              |              |              |
| 非流动负债合计        | 1,346         | 1,346         | 1,346         | 1,346         |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | <b>7,991</b>  | <b>8,501</b>  | <b>9,212</b>  | <b>9,981</b>  |                 |              |              |              |              |
| 归属母公司所有者权益     | 14,865        | 16,308        | 17,949        | 19,833        |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | -3            | 12            | 27            | 41            |                 |              |              |              |              |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>14,863</b> | <b>16,320</b> | <b>17,976</b> | <b>19,873</b> |                 |              |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>22,854</b> | <b>24,821</b> | <b>27,188</b> | <b>29,854</b> |                 |              |              |              |              |

| 现金流量表          |               |              |              |              |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2023          | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,422</b>  | <b>1,672</b> | <b>2,470</b> | <b>2,749</b> |
| 现金收益           | 2,563         | 2,075        | 2,288        | 2,508        |
| 存货影响           | -395          | -238         | -254         | -255         |
| 经营性应收影响        | 232           | -455         | -68          | -20          |
| 经营性应付影响        | 476           | 272          | 423          | 411          |
| 其他影响           | -454          | 18           | 81           | 106          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-2,403</b> | <b>-91</b>   | <b>-226</b>  | <b>-176</b>  |
| 资本支出           | -429          | -118         | -179         | -186         |
| 股权投资           | -50           | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期资产变化       | -1,924        | 27           | -47          | 10           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-854</b>   | <b>-298</b>  | <b>-308</b>  | <b>-295</b>  |
| 借款增加           | -33           | -14          | 4            | 1            |
| 股利及利息支付        | -816          | -394         | -400         | -469         |
| 股东融资           | 0             | 0            | 0            | 0            |
| 其他影响           | -5            | 110          | 88           | 173          |

| 主要财务比率          |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度            | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 营业收入增长率         | 8.38%   | 9.82%   | 11.08%  | 11.23%  |
| EBIT 增长率        | 22.09%  | 9.67%   | 13.24%  | 11.77%  |
| 归母公司净利润增长率      | 41.38%  | -22.26% | 11.27%  | 11.94%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 毛利率             | 37.11%  | 38.65%  | 38.65%  | 39.32%  |
| 净利率             | 19.51%  | 13.81%  | 13.84%  | 13.93%  |
| ROE             | 15.99%  | 11.32%  | 11.43%  | 11.58%  |
| ROIC            | 20.08%  | 19.27%  | 19.16%  | 18.72%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 资产负债率           | 34.97%  | 34.25%  | 33.88%  | 33.43%  |
| 债务权益比           | 9.70%   | 8.75%   | 7.97%   | 7.21%   |
| 流动比率            | 193.81% | 210.73% | 222.50% | 234.19% |
| 速动比率            | 162.85% | 178.66% | 190.10% | 201.71% |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
| 总资产周转率          | 53.18%  | 53.78%  | 54.53%  | 55.24%  |
| 应收账款周转天数        | 44      | 43      | 46      | 44      |
| 应付账款周转天数        | 148     | 153     | 151     | 152     |
| 存货周转天数          | 88      | 96      | 96      | 96      |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益            | 1.14    | 0.89    | 0.98    | 0.00    |
| 每股经营现金流         | 1.16    | 0.80    | 1.18    | 1.32    |
| 每股净资产           | 7.12    | 7.81    | 8.60    | 9.50    |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| P/E             | 9       | 12      | 11      | 10      |
| P/B             | 2       | 1       | 1       | 1       |
| EV/EBITDA       | 21      | 19      | 18      | 16      |

来源: wind, 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。