

山东出版（601019.SH）
出版

证券研究报告/公司点评报告

2024年10月31日

评级： 买入（维持）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

Email: kangyw@zts.com.cn

分析师：李昱喆

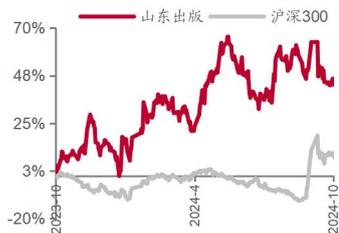
执业证书编号：S0740524090002

Email: liy05@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,086.90
流通股本(百万股)	2,086.90
市价(元)	11.34
市值(百万元)	23,665.45
流通市值(百万元)	23,665.45

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《【中泰传媒】山东出版半年报点评：收入和利润总额实现高增，出版融合创新不断推进》2024-08-31
- 《【中泰传媒】山东出版一季报点评：利润端展现韧性，创新业务成果丰硕》2024-04-30
- 《【中泰传媒】山东出版年报点评：分红大超预期，创新业务有望加速落地》2024-04-19

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	11,215	12,154	12,761	13,714	14,873
增长率 yoy%	3%	8%	5%	7%	8%
归母净利润(百万元)	1,680	2,376	1,507	1,680	1,890
增长率 yoy%	10%	41%	-37%	11%	13%
每股收益(元)	0.81	1.14	0.72	0.80	0.91
每股现金流量	1.03	1.16	0.61	0.96	1.07
净资产收益率	13%	16%	9%	10%	10%
P/E	14.1	10.0	15.7	14.1	12.5
P/B	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3

备注：股价截止自2024年10月30日收盘价

报告摘要

- 事件：**山东出版发布2024年三季报，2024Q1-Q3收入85.2亿元，同增5.8%；利润总额13.2亿元，同增5.3%；归母净利润9.7亿元，同减22.7%；扣非归母净利润9.0亿元，同减23.4%。2024Q3收入25.7亿元，同减9.1%；利润总额2.9亿元，同减21.1%；归母净利润2.1亿元；扣非归母净利润2.0亿元。
- 点评：Q1-Q3 业绩稳定，主业经营稳健，创新业态持续推进**
 - 2024Q1-Q3 业绩稳定。**公司Q1-Q3收入和利润总额仍保持正向增长，较为稳健，Q3收入及归母净利润下滑主要因市场教辅收入下滑导致，另外归母净利润还因所得税费用同比增加有所下降。
 - 教材教辅积极拓展品类及市场，一般图书加强新书推广。**未剔除内部抵消口径下，出版Q1-Q3收入25.7亿元，同增0.3%；发行Q1-Q3收入60.1亿元，同增3.6%。教材教辅方面，公司全力保障秋季教材教辅征订工作，积极拓展教材教辅品类，稳健推进中职教材教辅业务。一般图书方面，公司加强新版图书的品质开发及营销推广，在新书市场份额提升明显。
 - 创新业态持续推进。**创新业态方面，智慧教育领域，“作业+学情诊断大数据反馈”项目平稳有序推进。研学文旅领域，业务较快发展，2024H1营业收入同比增长超过60%；山东出版集团信息显示，公司旗下山东新铎文旅发展集团与安徽时代教育发展签订战略合作协议，双方将在中小研学、中高端定制旅游等方面进行深度合作，看好双方共同打造精品路线吸引客户参与。老年领域，公司积极拓展老年服务业务，打造了数字化平台“轻龄家”。
 - 销售费用率有所下降，管理费用率有所上升。**公司2024Q3销售、管理、研发费用率分别为9.3%、12.4%、0.2%，分别同增-0.93/+1.48/+0.02pct，管理费用率上升主要因职工薪酬、折旧费增加导致管理费用增加。
- 盈利预测与估值：**考虑到公司市场教辅收入有所下降以及所得税政策变化导致所得税费用增加，我们对公司的此前业绩预期进行适当调整，预计山东出版2024-2026年营业收入分别为127.61/137.14/148.73亿元（2024-2026年收入前值分别为133.48/148.26/164.91亿元），分别同比增长4.99%、7.47%、8.46%；归母净利润分别为15.07/16.80/18.90亿元（2024-2026年利润前值分别为18.47/20.55/23.01亿元），分别同比增长-36.55%、11.43%、12.53%。当前市值对应公司的估值分别为15.7x、14.1x、12.5x，考虑到山东省人口优势显著，对于教材教辅产品需求旺盛，公司市场教辅收入后续有望伴随加大推广力度向上增长，我们仍看好公司长期投资价值，故维持“买入”评级。

- 风险提示：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。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,871	7,773	9,260	11,046	营业收入	12,154	12,761	13,714	14,873
应收票据	146	166	178	193	营业成本	7,644	8,026	8,548	9,093
应收账款	1,370	1,771	1,815	1,851	税金及附加	79	71	78	86
预付账款	331	348	371	394	销售费用	1,327	1,372	1,471	1,599
存货	2,057	2,249	2,395	2,548	管理费用	1,520	1,580	1,613	1,767
合同资产	0	0	0	0	研发费用	21	26	27	45
其他流动资产	2,102	2,235	2,291	2,314	财务费用	-128	-133	-105	-122
流动资产合计	12,878	14,542	16,310	18,347	信用减值损失	-62	-87	-114	-148
其他长期投资	382	378	381	386	资产减值损失	-77	-78	-102	-132
长期股权投资	50	50	50	50	公允价值变动收益	15	19	19	20
固定资产	3,772	3,545	3,395	3,296	投资收益	45	72	82	95
在建工程	302	302	302	302	其他收益	72	105	107	109
无形资产	841	823	809	761	营业利润	2,021	1,923	2,149	2,424
其他非流动资产	4,629	4,647	4,749	4,839	营业外收入	90	90	94	99
非流动资产合计	9,975	9,744	9,686	9,634	营业外支出	14	7	7	7
资产合计	22,854	24,286	25,996	27,980	利润总额	2,098	2,007	2,236	2,516
短期借款	80	66	71	71	所得税	-274	502	559	629
应付票据	22	23	15	17	净利润	2,372	1,505	1,677	1,887
应付账款	3,346	3,537	3,793	4,035	少数股东损益	-4	-3	-3	-3
预收款项	18	26	27	30	归属母公司净利润	2,376	1,507	1,680	1,890
合同负债	1,897	1,991	2,140	2,321	NOPLAT	2,227	1,405	1,598	1,796
其他应付款	511	511	511	511	EPS (摊薄)	1.14	0.72	0.80	0.91
一年内到期的非流动负债	16	16	16	16					
其他流动负债	755	789	815	883	主要财务比率				
流动负债合计	6,645	6,958	7,388	7,883	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	8.4%	5.0%	7.5%	8.5%
其他非流动负债	1,346	1,346	1,346	1,346	EBIT 增长率	22.1%	-4.9%	13.7%	12.4%
非流动负债合计	1,346	1,346	1,346	1,346	归母公司净利润增长率	41.4%	-36.5%	11.4%	12.5%
负债合计	7,991	8,305	8,734	9,230	获利能力				
归属母公司所有者权益	14,863	15,981	17,262	18,750	毛利率	37.1%	37.1%	37.7%	38.9%
少数股东权益	-3	13	28	43	净利率	19.5%	11.8%	12.2%	12.7%
所有者权益合计	14,863	15,981	17,262	18,750	ROE	16.0%	9.4%	9.7%	10.1%
负债和股东权益	22,854	24,286	25,996	27,980	ROIC	20.1%	17.1%	17.6%	17.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	35.0%	34.2%	33.6%	33.0%
					债务权益比	9.7%	8.9%	8.3%	7.6%
单位: 百万元					流动比率	1.9	2.1	2.2	2.3
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	速动比率	1.6	1.8	1.9	2.0
经营活动现金流	2,422	1,268	1,996	2,229	营运能力				
现金收益	2,563	1,736	1,913	2,099	总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
存货影响	-395	-192	-146	-153	应收账款周转天数	44	44	47	44
经营性应收影响	232	-359	23	58	应付账款周转天数	148	154	154	155
经营性应付影响	476	199	250	246	存货周转天数	88	97	98	98
其他影响	-454	-116	-44	-21	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-2,403	-68	-201	-148	每股收益	1.14	0.72	0.80	0.91
资本支出	-429	-118	-179	-186	每股经营现金流	1.16	0.61	0.96	1.07
股权投资	-50	0	0	0	每股净资产	7.12	7.65	8.26	8.96
其他长期资产变化	-1,924	50	-22	38	估值比率				
融资活动现金流	-854	-298	-308	-295	P/E	10	16	14	13
借款增加	-33	-14	4	1	P/B	2	1	1	1
股利及利息支付	-816	-322	-328	-386	EV/EBITDA	18	19	17	15
股东融资	0	0	0	0					
其他影响	-5	38	16	90					

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。