

证券研究报告·公司动态报告

长江传媒：
小而美，核心教育业务占比高，经营稳健性强

发布日期：2024年6月14日

核心观点

过去几年，由于低毛利的物资业务的战略收缩、信用减值等影响，对公司表观利润造成一定的扰动，同时也影响了市场的公司持续稳定经营能力的认识。

1、收入侧：扣除物资销售业务，过去5年，公司的收入增速CAGR为8.24%，证明公司在湖北省内的经营能力和稳健性。

2、利润侧，我们将信用减值和2023年一次性的所得税影响还原，过去5年，公司核心图书业务利润分别为7.92/8.56/8.61/9.02/9.82亿元，CAGR为6.14%，同样展现经营的稳健性。

3、资产质量及股东回报：1) 资产负债率低，1Q24末仅31%，且主要为运营相关的流动负债；2) 现金储备充足，银行存款和各类理财合计超80亿；3) 2023年经营性现金流超分红总额2倍；4) 分红稳定，过去三年稳定在4亿元左右。

投资建议：

我们看好公司在低毛利业务收缩，信用减值进入尾声后，在湖北省内稳健高效的图书出版发行能力，以及由此带来的股东回报能力。

预计24-26年归母净利润7.14/7.57/8.04亿元，同比-29.70%/+5.98%/+6.18%，6月12日收盘价对应PE为14.55/13.73/12.93x，积极推荐，给予“买入”评级。

投资建议

1、核心教材教辅业务占比高：

1) **核心出版发行业务占比高：**公司教材教辅的收入占比高达75%，出版和发行业务合计收入占比超95%。扣除其他业务后，过去5年的教材教辅业务收入CAGR为8.24%。

2) **低毛利业务收缩，减值风险已释放：**过去几年不断收缩大宗物资、印刷等其他低毛利业务，带动扣非后归母净利率从15年的2%增长至23年的13%。信用减值风险计提充分，尚未减值余额仅剩0.36亿元。将信用减值和2023年一次性的所得税影响还原，过去5年，公司核心图书业务利润分别为7.92/8.56/8.61/9.02/9.82亿元，CAGR为6.14%。

2、在校生持续上涨：

未来5年预计湖北省初高中在校生将逆势增长。虽然湖北省在校人数绝对体量不在全国前列，但湖北省初高中学生有增长趋势，19-23年小学在校生377/381/383/385/390万人，呈现明显上涨趋势。

3、最新股息率同业第一名，现金储备丰富

1) 按最新收盘价计算，长江传媒股息率为5.16%，列行业第一。

2) **24Q1公司货币资金+保本理财+定期存款等广义现金合计80.78亿元，占公司市值比例约80%。**

4、估值

预计2024年长江传媒净利润为7.14亿元，按2024年6月12日收盘价，对应PE为14.55x。PB为1.11x，处于行业较低水平。

1.1 长江传媒：湖北省国有教育出版公司

- **湖北省国有出版公司：**公司是湖北长江出版传媒集团有限公司控股的国有教育出版公司，业务涵盖教材教辅、书刊杂志、电子出版物的出版、发行和印刷，并经营出版产业所需要的图书用纸、包装用纸、油墨等物资贸易业务。基于出版发行产业的稳健经营，公司在过去十年中逐步向数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等领域拓展，形成跨领域的全产业链布局。
- **出版图书在实体书店码洋进入全国前十，其中美术、少儿的细分领域具有强优势。**据开卷数据，2023年长江传媒图书在实体书店实洋占有率为1.93%，在全国出版集团排名前十；在细分领域，公司美术类图书排在主要出版集团的第2位，少儿类图书排在主要出版集团的第3位。

图表：长江传媒发展历程

2004年5月：

湖北长江出版集团获中共湖北省委、湖北省人民政府的批复而成立。

2012年：

借壳ST源发，完成上市。

2016年：

新华集团组建了教育服务专员和文化服务专员两支骨干队伍，加强店社合力营销。

2021年：

湖北省新华书店集团组织全省线上联合直播、上线“微店”线上电商平台电商销售码洋2.51亿元。

2007年9月：

湖北省人民政府同意，湖北长江出版集团整体转企改制，设立“湖北长江出版传媒集团有限公司”。

2014年：

全面完成长江少儿集团组建工作，并启动教育出版集团、印刷物资集团组建工作。

2020年：

建成“长江云校2.0”产品线，数字化综合运营服务平台上线运行。

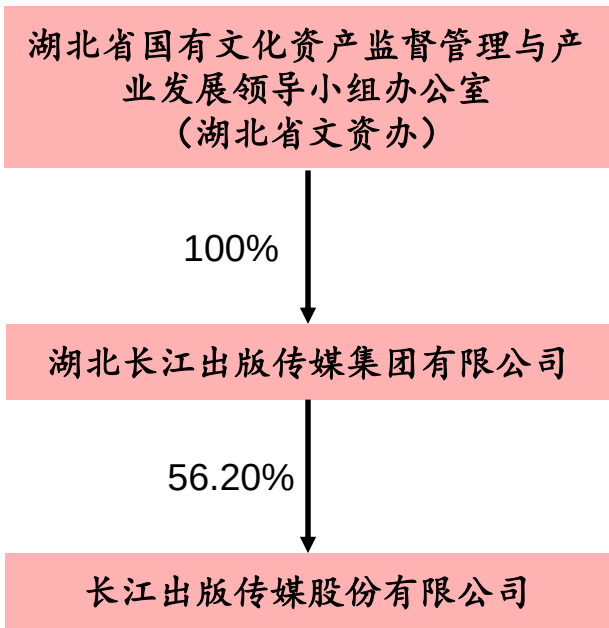
2022年：

以课后服务助力“教育强省”建设，制定《助力课后服务一体化方案》。

1.2 股权结构和管理层：湖北省文资办为公司实控人

- 公司实控人为湖北省文资办。长江传媒的第一大股东为湖北长江出版传媒集团有限公司，截至2024年一季度末，持股56.20%；实际控制人为湖北省文资办。
- 核心管理层在湖北省教育厅、集团和公司内具有多年经验。公司现任董事长黄国斌在2017年4月至2019年12月担任湖北省教育厅副厅长、党组成员，2019年12月开始在长江传媒任职；董事兼总经理李植于2020年9月开始在长江传媒任职，于2023年11月在长江传媒正式担任司 副书记、董事、总经理。

图表：长江传媒股权结构



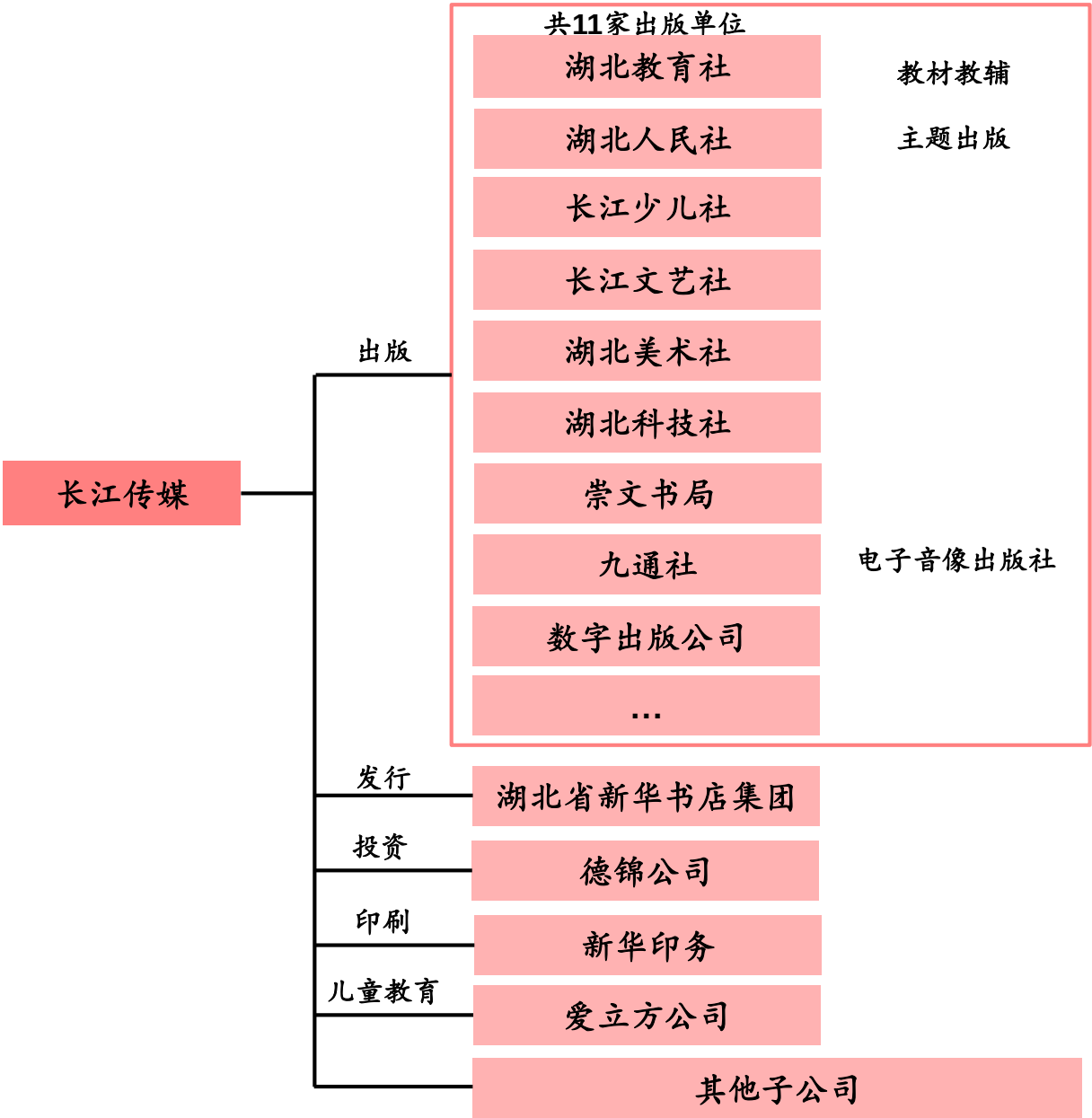
图表：长江传媒董高监历史任职单位梳理

姓名	职位	曾任职单位
黄国斌	董事长	湖北省教育厅副厅长、党组成员、湖北省委教育工委委员
李植	董事、总经理	长江出版传媒股份有限公司 委员
廖生彪	监事会主席	长江传媒纪委 委员、纪委书记、监事会主席
王勇	总会计师	长江传媒财务部部长
冷雪	董事、董事会秘书	长江传媒董事
章雪峰	副总经理	湖北科学技术出版社有限公司总编辑/执行董事、总经理
徐德欢	董事	长江传媒编委会主任委员
陈辉平	董事	湖北美术出版社有限公司总经理

1.3 通过18家子公司布局去出版发行全产业链，并逐步向在线阅读、投资等创新领域延伸

- 通过子公司布局出版发行全产业链。据官网，公司旗下有18家子（分）公司，包括11家图书报刊出版单位，1家数字出版公司，6家专业性文化单位。经营业务包括图书、报纸、期刊、音像、电子、网络、动漫等多种媒介，形成了涵盖“编、印、发、供、媒”的出版全产业链，并逐步向数字阅读、在线教育、学前教育、投资金融等产业延伸，构建了跨领域、多介质、全链条的发展格局。
- 一般图书出版中，美术类和少儿类出版位居全国前三。在专业细分领域，公司美术类图书排在主要出版集团的第2位，少儿类图书排在主要出版集团的第3位。
- 通过长江数字出版公司布局数字内容服务。公司与多家大型互联网龙头建立了战略合作关系，承担了多项国家级重大项目，包括国家数字复合出版系统工程，以及中央文化扶持项目——长江出版K12 在线教育综合服务平台、智慧书店及数字化网点建设工程等。

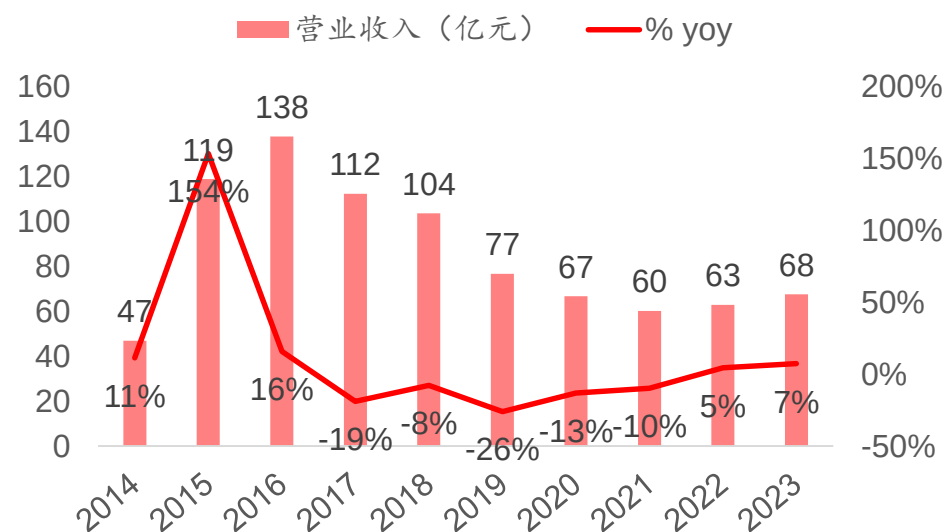
图表：长江传媒子公司



2.1 营业收入：2023年收入保持高个位数增长

- 23年收入增速略高于湖北GDP增速。23年实现收入67.59亿元，同比增长7.37%，略高于23年湖北省GDP增速为6.0%。
- 2017-2021年收入增速持续为负主要系物资销售业务的战略性收缩。该业务的营业收入已从2016年的107.56亿元收窄至2022年的5.05亿元。目前该业务调整已基本结束，2023年已实现逆跌，同比增长4.48%至5.28亿元。

图表：长江传媒营业收入和同比增速（亿元）



图表：近两年，公司营业收入增速均超越湖北省GDP增速

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收入增速	13.5%	33.5%	20.7%	11.4%	153.5%	16.0%	-18.9%	-7.7%	-26.0%	-13.0%	-9.8%	4.5%	7.4%
GDP增速	13.8%	11.3%	10.1%	9.7%	8.9%	8.1%	7.8%	7.8%	7.5%	-5.0%	12.9%	4.3%	6.0%
差额	-0.3pct	22.2pct	10.6pct	1.7pct	144.7pct	7.9pct	-26.7pct	-15.5pct	-33.5pct	-8.0pct	-22.6pct	0.2pct	1.2pct
扣非增速	10.3%	10.6%	16.3%	-68.4%	149.1%	105.1%	2.7%	21.6%	19.4%	-8.1%	1.1%	18.2%	14.0%
GDP增速	13.8%	11.3%	10.1%	9.7%	8.9%	8.1%	7.8%	7.8%	7.5%	-5.0%	12.9%	4.3%	6.0%
差额	-3.5pct	-0.7pct	6.2pct	-78.1pct	140.3pct	97.0pct	-5.1pct	13.8pct	11.9pct	-3.1pct	-11.8pct	13.9pct	8.0pct

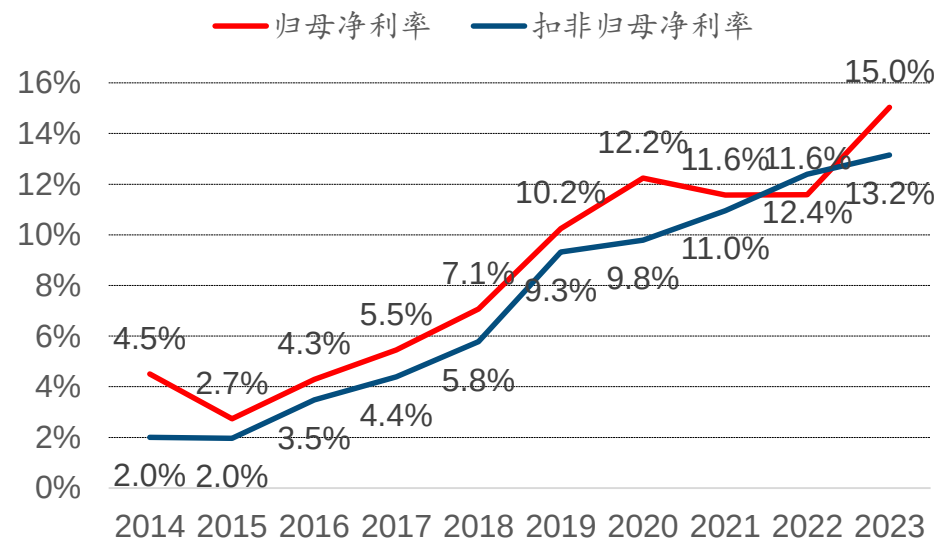
2.2 净利润：受益低毛利业务调整，净利率实现稳步增长

➤ 同样受益低毛利的物资销售业务收缩，净利率近年保持稳步增长。其中扣非后归母净利润从2015年的2.0%增长至2023年的13.2%。

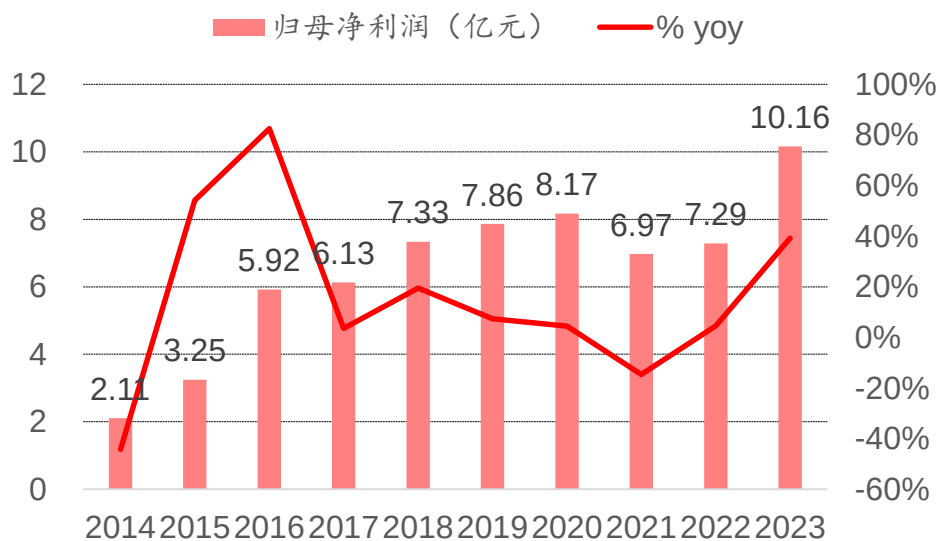
➤ 2023年实现归母净利润10.16亿元，同比增长39.27%，归母净利率为15.03%，较去年同期+3.44pct，主要系24年起所得税政策变动导致的1.22亿元一次性调整；

➤ 2023年实现扣非归母净利润为8.89亿元，同比增长13.98%，扣非归母净利率为13.15%，较去年同期+0.76pct。

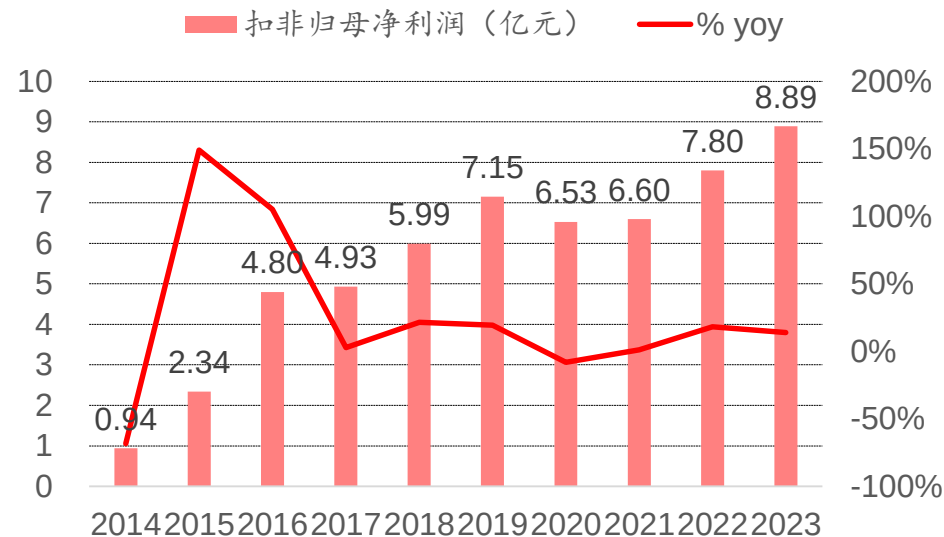
图表：长江传媒归母净利率和扣非后归母净利率



图表：长江传媒归母净利润和同比增速（亿元）



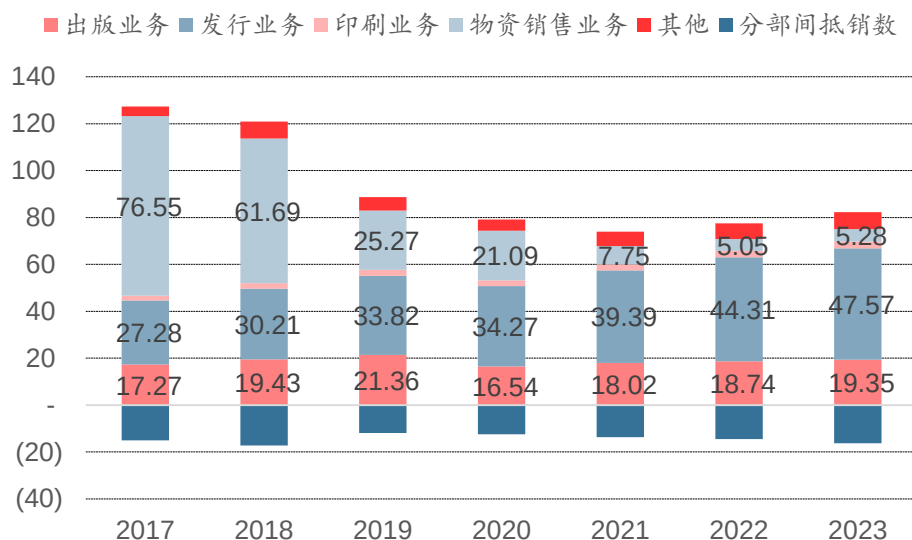
图表：长江传媒扣非后归母净利润和同比增速（亿元）



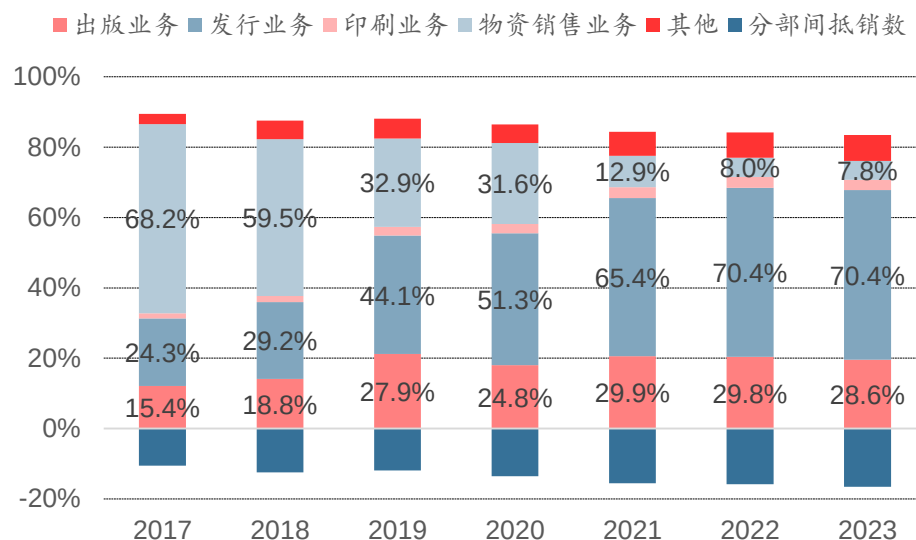
2.3 收入结构：出版和发行合计占比超95%

- 物资销售调整基本结束，现出版和发行业务收入合计占比超95%。从2023年的收入结构看，发行业务占比最高，其次为出版业务，物资销售业务已收窄至7.8%。2023年按业务划分的收入结构：
 - 出版业务：收入占比28.6%，较去年同期-1.1pct，以一般图书、教材教辅的出版业务为主。
 - 发行业务：收入占比最高，为70.4%，同比持平，同样以一般图书、教材教辅的发行业务为主。
 - 物资销售：近年持续战略性收缩物资销售业务，收入占比已由18年的59.5%收窄至23年的7.8%。从2023年报刊，该业务的调整已基本结束，23年收入占比仅同比收窄0.2pct，收入绝对值同比实现4.48%的增长，近年首次止跌。
- 按产品划分：23年教材教辅出版和发行业务占营业收入的75.7%，同比持平；一般图书出版和发行占营业收入的20.1%，同比-1.0pct。

图表：长江传媒各业务收入（亿元）



图表：长江传媒各业务收入结构



2.3 收入结构：出版和发行合计占比超95%， 且是毛利最高的业务

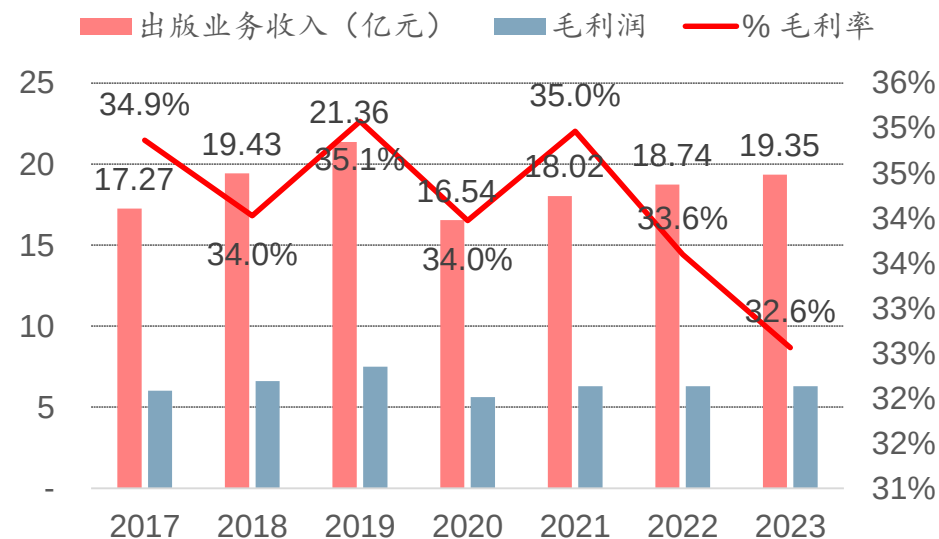
➤ 公司拥有完整的出版和发行产业链，纸张由物资公司供应，印刷主要由新华印务完成，因此可以严格控制业务经营中的各类生成成本。

➤ 出版业务：

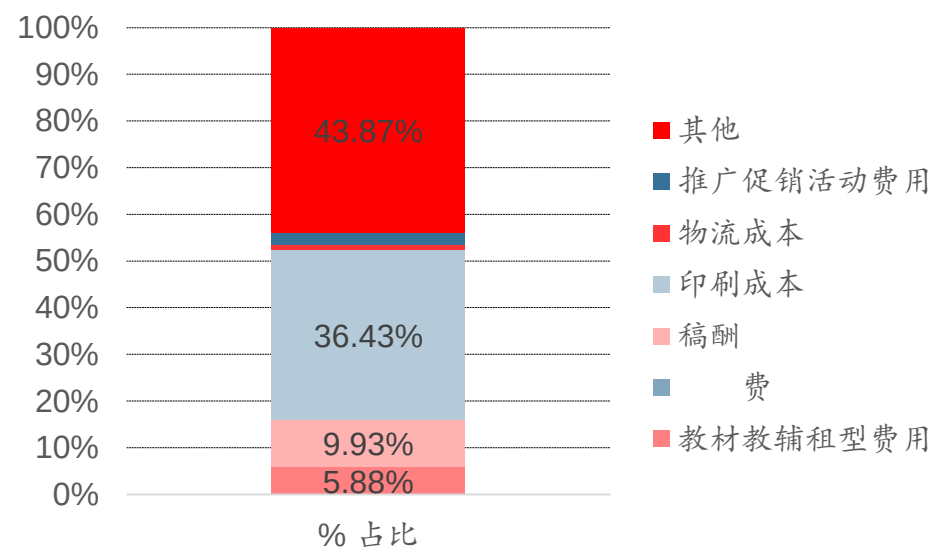
➤ 23年出版业务整体的毛利率为32.6%，较去年同期-1.0pct。成本主要包括教材教辅租赁费用（教材教辅出版）、费（一般图书出版）、费、稿酬、印刷成本、物流成本、推广促销活动费用等。

➤ 出版业务的采购成本主要包括纸张和印刷成本。2023年，印刷成本是公司教材教辅和一般图书出版业务中占比最高的成本项目，分别达62.8%和67.4%；此外，教材教辅出版的第二大成本为教材教辅租型费用，占18.9%，一般图书出版的第二大成本为稿酬，占25.6%。

图表：长江传媒出版业务收入、毛利润和毛利率（亿元）



图表：长江传媒出版业务成本结构



2.3 收入结构：出版和发行合计占比超95%， 且是毛利最高的业务

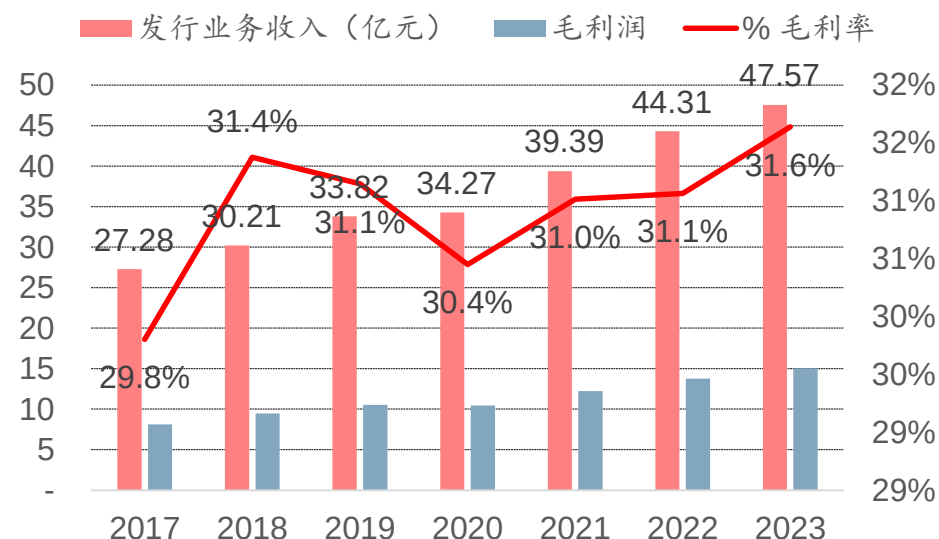
➤ 发行业务：

- 23年发行业务整体的毛利率为31.6%，较去年同期+0.6pct。成本主要包括商品销售成本等。
- 发行业务主要由新华书店集团经营。全省中小学教材按照有关规定，需要保证“课前到书，人手一册”，主要通过各地新华书店和物流系统完成；一般图书包括已经进行市场化运作的教辅用书，主要都是通过各地门店对外销售。

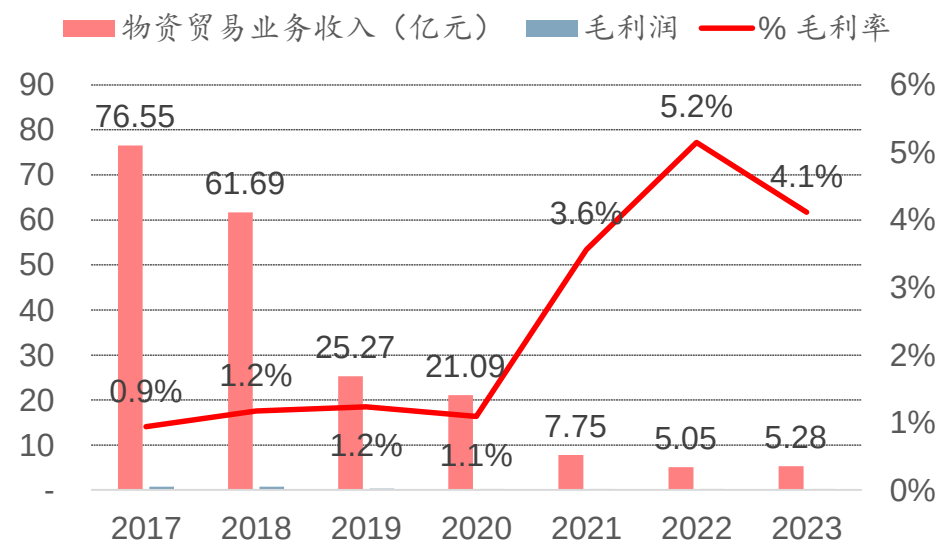
➤ 物资销售业务：

- 为产业链提供原材料、成品运输服务。湖北省新华书店集团具有完全自主的物流体系，各出版单位主要采用社会第三方物流公司服务完成图书配送业务。

图表：长江传媒发行业务收入、毛利润和毛利率（亿元）



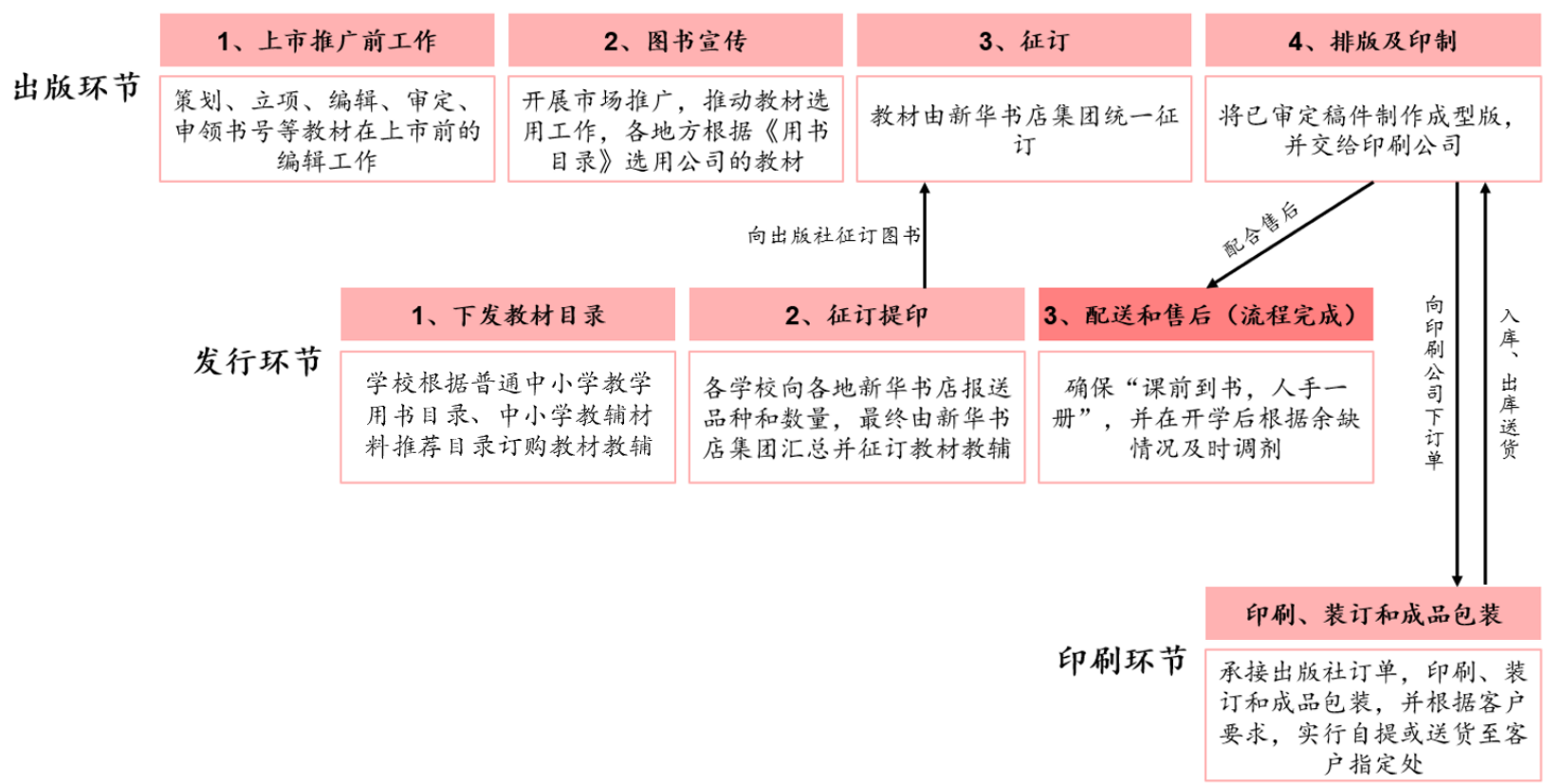
图表：长江传媒物资销售业务收入、毛利润和毛利率（亿元）



3.1 教材教辅：在湖北省内开展租赁型教材出版业务

- **教材教辅出版：**在湖北省内开展租赁型教材出版业务（不包括武汉教辅出版）。公司取得了人民教育出版社、人民音乐出版社等6家出版单位在湖北省教材教辅产品的独家租型代理权，获得人民教育出版社中小学教科书同步类公告教辅湖北省内独家出版授权。公司旗下7家出版社拥有中小学教辅材料出版资质，自编教材教辅品种计4000余种，以中小学教材教辅为主，主要在湖北省内发行。
- **教材教辅发行：**通过旗下新华书店开展全省范围的教材教辅销售。教材发行业务由公司旗下湖北省新华书店集团承担，该公司享有湖北省独家教材发行业务资质。义务教育阶段学生免费教科书采取单一采购方式，采购合同每年一签。义务教育阶段学生免费教科书结算政策为：各县市区分散支付。

图表：教材教辅出版、发行和印刷流程



3.2 常住人口流动：武汉作为位于中部的国家中心城市，具备较强区位优势吸引力

➤ 湖北在中部的区位优势仍具有一定吸引力。尽管从体量看，湖北并不占据优势。湖北省常住人口体量在全国位列中部偏前，2023年为5,838万人，位列全国第10，略低于邻近的河南、湖南、安徽，略高于江西。但是看常住人口，2023年中中部省份净流出最少。2023年中中部省份均现常住人口净流出的趋势：其中河南最多，减少57万人；湖北和安徽并列最少，均减少6万人，流出体量偏小。

➤ 武汉区位优势仍在，位于中部的国家中心城市之一。武汉是辐射带动中部和长江中游地区，支撑长江经济带发展的重要中心城市，中央文件多次提出推动以武汉为中心的中部地区高质量发展：

1. 国家支持其建设国家中心城市：2016年12月14日《国家发展改革委关于支持武汉建设国家中心城市的复函》；
2. 建设武汉国际性综合交通枢纽：2017年2月3日《国务院关于印发“十三五”现代综合交通运输体系发展规划的通知》；
3. 2021年7月26日《中共中央、国务院关于新时代推动中部地区高质量发展的意见》。

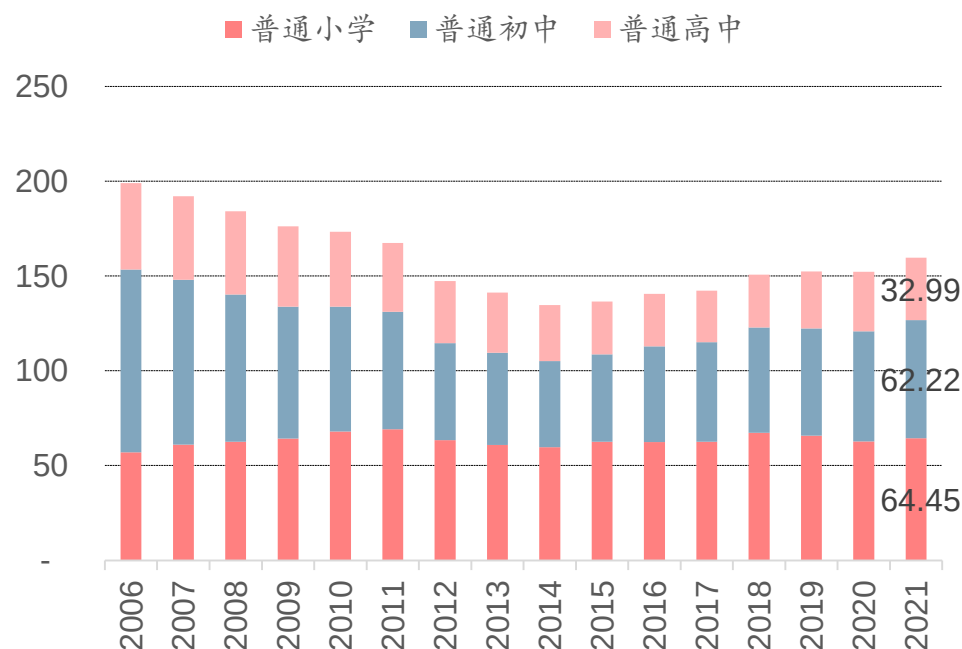
图表：2006-2023年中中部省份常住人口净增长情况（万人）

	湖北	湖南	安徽	河南	江西
2006	-17	16	-10	12	28
2007	6	13	8	-32	29
2008	12	25	17	69	32
2009	9	26	-4	58	32
2010	8	164	-174	-82	30
2011	32	11	15	56	12
2012	21	9	6	71	1
2013	17	10	10	41	1
2014	18	11	9	72	4
2015	34	4	14	56	5
2016	35	10	22	77	11
2017	19	8	24	51	15
2018	13	2	19	35	2
2019	10	5	16	37	3
2020	-182	5	13	40	3
2021	85	-23	8	-58	-2
2022	14	-18	14	-11	11
2023	-6	-36	-6	-57	-13

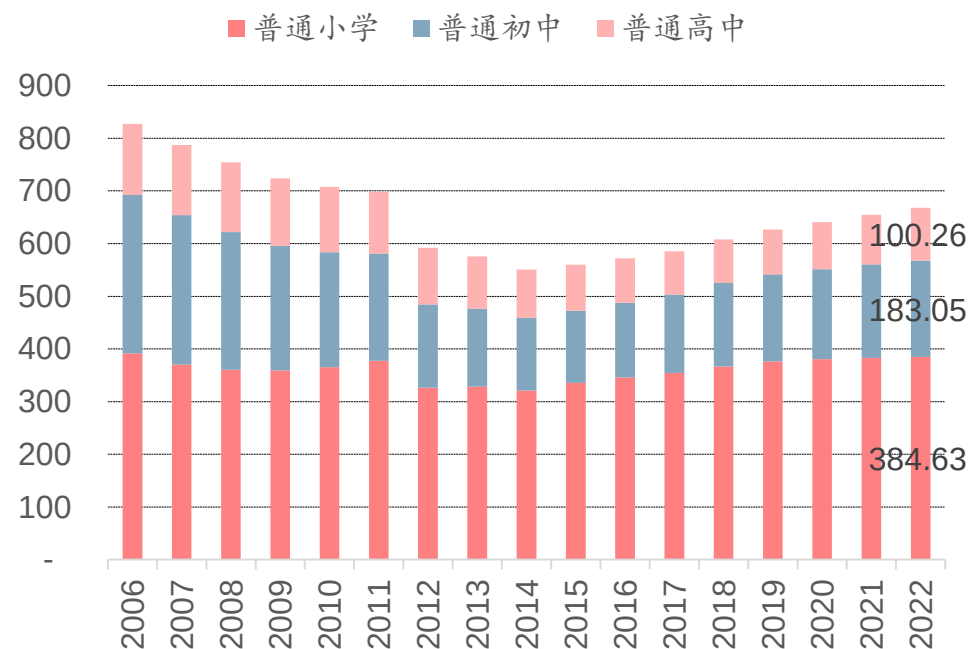
3.3 K12学生人数：湖北近年在校学生、招生人数仍在保持小幅增长趋势

- **人口流动和国家战略发展推动在校学生人数演变。**2014年以前，人口向北上广深及沿海省份迁移，湖北省在校学生和招生人数整体呈下滑趋势。但随着2014年后，国家战略开始逐步加大中部地区扶持力度，人口迁移趋势发生逆转，再配合全国出生人口在2016-2017年达到顶峰，湖北省的学生人数开始缓慢回升。从湖北省K12招生人数和在校人数看，近年整体保持小幅增长趋势。
- **招生人数：**2023年，湖北省小学、初中和高中段教育合计招生159.65万人，净增加7.51万人，同比增长4.93%，其中小学阶段增加1.74万人，初中增加4.10万人，高中增加1.67万人。
- **在校学生人数：**2023年，湖北省小学、初中和高中段教育合计在校生人数为667.94万人，净增加13.03万人，同比增长1.99%，保持增长趋势。

图表：2006-2021年湖北小学、初中、高中招生人数（万人）



图表：2006-2021年湖北小学、初中、高中在校学生人数（万人）



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/885013043342011224>