

出版行业+公司首次覆盖

业绩稳健增长，AI 打开新空间

增持（维持）

2023 年 05 月 08 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

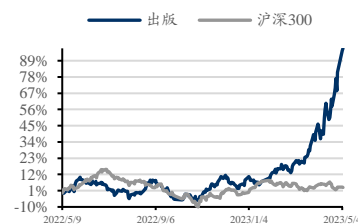
zhoulj@dwzq.com.cn

关键词：#第二曲线 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **大众图书零售行业逐步修复，线上渗透率持续提升。**2022 年由于疫情反复和消费疲软，图书零售规模同比下降 12%，较 2019 年下降 57%；2023Q1 随着疫情影响减弱，图书零售销售规模降幅逐月收窄，1-3 月同比增速分别为-17.43%/-10.33%/-7.46%。分渠道来看，2015 年以来，线上图书销售增速持续高于线下销售增速，仅 2021 年略低于线下销售增速。2022-2023Q1 延续了此趋势，线上渗透率继续提升。
- **出版行业增速提升，利润率基本延续稳定。**2022Q4/2023Q1 出版行业营收分别为 433/327 亿元，同比增长 2%/6%，增速提升；2022Q4/2023Q1 行业毛利润分别为 145/104 亿元，毛利率 33%/32%；2022Q4/2023Q1 行业归母净利润分别为 44/35 亿元，归母净利率 10.1%/10.6%，毛利率和归母净利率基本延续稳定。
- **大多数出版企业实现收入增长，利润端表现分化。**收入方面，29 家上市出版企业中，2022 年有 19 家实现了营收增长，营收增长主要来自互联网渠道占比提升及作为刚需的教材教辅销售维稳。利润方面，7 家企业的销售净利润增速与收入增速基本保持一致（二者相差 ± 3pct），其他企业的销售净利润增速偏离收入增速，非经常损益占比变化是重要影响因素，毛利率和费用率变化也不可忽视。
- **出版行业估值低于其他 AI 概念行业，部分绩优股安全边际较高。**今年 1 月以来出版行业 PE-TTM 逐步回升，截至 2023/5/5 为 23.8x，处于历史估值区间 49.3%百分位，接近历史均值，但仍显著低于其他 AIGC 相关行业估值水平。其中部分业绩表现良好的公司目前估值仍有较强安全边际，比如 2022 年收入增速前三的皖新传媒、中南传媒和凤凰传媒，其 PS-TTM 分和 PE-TTM 均处于出版行业均值附近。
- **AI+教育+版权，实现降本增效、打开第二增长曲线。**我们认为 AI 对出版行业的变革将体现于三个方面。第一，出版企业作为数据之源，将其 IP 和数据集提供给大模型厂商，并参与收入分成；第二，AIGC 赋能出版企业的出版、发行、销售和新业务，并深度参与 AI+教育的行业变革；第三，AIGC 变革传统图书形式，图书、影视剧和游戏的边界逐渐消融，优质 IP 成为核心流量入口。
- **投资建议：**出版行业业绩稳健增长，估值有望提升。业绩层面，作为第一增长曲线的图书出版与发行有望在 2023 年迎来行业整体复苏，同时 AI 技术发展有助于打开数字教育业务和版权业务的第二增长曲线。估值层面，出版行业目前 PE-TTM 低于传媒行业整体水平，也远低于 AIGC 概念指数估值水平，未来随着技术落地和业绩增长，估值有进一步提升空间。此外，出版行业整体资产流动性高且偿债压力小，现金分红比率稳定提升，股东回报得到兑现。方向上，建议关注估值安全边际较高、具有版权和渠道优势且 AI 技术领先的公司。个股层面，我们推荐凤凰传媒、南方传媒、皖新传媒、山东出版、新华文轩、中文传媒、中信出版，建议关注世纪天鸿、中国出版、中国科传、长江传媒等。
- **风险提示：**行业市场竞争加剧风险，知识产权纠纷及诉讼风险，出版选题风险，新技术转型升级不及预期风险。

行业走势



相关研究

表 1: 重点公司估值 (截至 2023/5/5)

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601928	凤凰传媒	392.68	15.43	0.82	0.94	1.09	18.86	16.33	14.15	买入
601900	南方传媒	199.42	22.26	1.06	1.31	1.51	21.00	16.99	14.72	买入
601801	皖新传媒	190.57	9.58	0.36	0.42	0.47	26.61	23.01	20.48	买入
601019	山东出版	259.82	12.45	0.81	0.88	0.95	15.46	14.19	13.07	买入
601811	新华文轩	249.11	20.19	1.13	1.23	1.33	17.87	16.42	15.23	买入
600373	中文传媒	252.99	18.67	1.42	1.61	1.71	13.15	11.61	10.94	买入
300654	世纪天鸿	68.33	18.97	0.10	0.12	0.15	191.90	154.71	128.87	增持

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (EPS 预测来源于东吴证券研究所)

内容目录

1. 行业表现：大众图书零售降幅逐月收窄，出版公司业绩转好	5
1.1. 市场维度：2022 年大众图书零售受疫情影响，2023Q1 降幅逐月收窄	5
1.2. 行业维度：2023 一季度出版行业收入和净利增速均改善	7
1.3. 公司维度：2022 年大多实现收入增长，而利润承压	9
1.3.1. 收入端：各公司增速分化，线上销售和教材教辅为核心变量	10
1.3.2. 利润端：2022 年毛利率整体改善，而净利率表现分化	11
1.3.3. 资产端：现金分红比率稳定提升，整体资产质量高	12
2. 估值表现：行业估值仍有提升空间，关注业绩优质企业	14
2.1. 行业维度：1 月以来出版行业估值回暖，但仍低于其他 AI 概念行业	14
2.2. 公司维度：各出版企业估值差异较大，部分优质公司估值偏低	16
3. 业绩表现：AI+教育+版权，实现降本增效，打开第二增长曲线	16
3.1. 数据之源：出版企业拥有海量优质 IP，是 AI 大模型训练的必要资源	17
3.2. 降本增效：AIGC 提升开发效率，赋能传统出版和教育新业务	17
3.3. 文生万物：各媒体介质的边界消融，IP 成为核心流量入口	20
4. 投资建议	22

图表目录

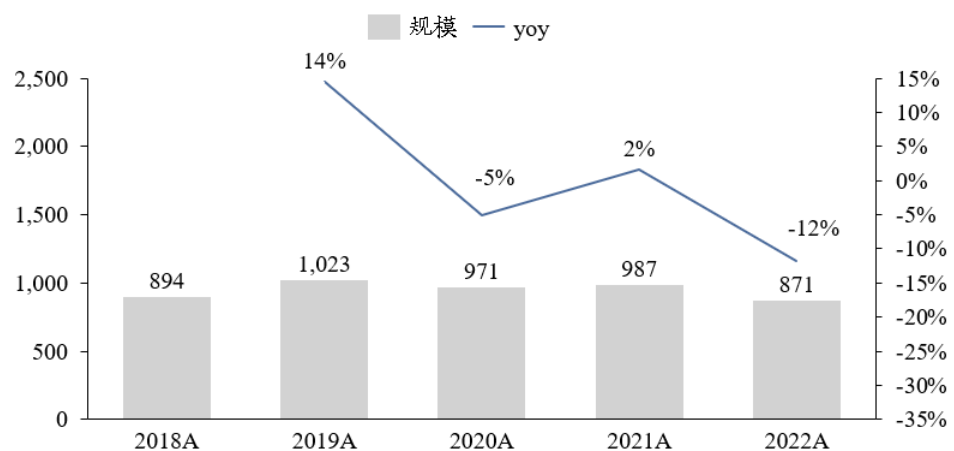
图 1:	2018-2022 中国图书零售市场规模及同比增速 (亿元, %)	5
图 2:	2014-2022 中国图书线上与线下渠道销售额及同比增速 (亿元, %)	6
图 3:	2023Q1 图书出版各细分市场销售码洋同比增速	6
图 4:	出版行业季度收入及同比增速 (亿元, %)	7
图 5:	出版行业毛利及同比增速 (亿元, %)	7
图 6:	出版行业毛利率及同比变化 (% , pct)	7
图 7:	出版行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)	8
图 8:	出版行业净利率及同比变化 (% , pct)	8
图 9:	出版行业销售费用及同比增速 (亿元, %)	8
图 10:	出版行业销售费用率及同比变化 (% , pct)	8
图 11:	出版行业管理费用及同比增速 (亿元, %)	8
图 12:	出版行业管理费用率及同比变化 (% , pct)	8
图 13:	出版行业现金股息率稳步提升	13
图 14:	出版行业资产负债率低于全部 A 股	14
图 15:	出版行业流动比率高于全部 A 股	14
图 16:	出版行业 PE-TTM 倍数	15
图 17:	AIGC 概念指数及传媒行业的 PE-TTM 倍数 (截至 2023/5/5)	15
图 18:	2015-2022 年全国教育经费投入 (亿元)	20
图 19:	2017-2022 年中国教育信息化市场总收入 (亿元)	20
表 2:	2022 及 2023Q1 各出版公司业绩表现	9
表 3:	2022 年出版公司收入、增速及驱动力	10
表 4:	2022 年出版行业上市公司财务表现	11
表 5:	2022 年出版行业上市公司分红预案	13
表 6:	出版企业估值指标 (截至 2023/5/5)	16
表 7:	部分出版企业的 AI 相关布局	18
表 8:	教育信息化相关政策内容	19
表 9:	部分出版企业的版权布局	21

1. 行业表现：大众图书零售降幅逐月收窄，出版公司业绩转好

1.1. 市场维度：2022 年大众图书零售受疫情影响，2023Q1 降幅逐月收窄

根据开卷数据，2022 年图书零售市场销售额同比下降 12%。分渠道来看，实体店渠道零售图书市场同比下降了 37%，较 2019 下降 57%，实体店零售形势依然比较严峻。而短视频电商作为新兴电商，短视频电商零售码洋占比已赶超实体店渠道。从大众出版各类别同比增长情况来看，大部分细分市场均出现负增长，主要分类中只有文学和传记类呈现正向增长。

图1：2018-2022 中国图书零售市场规模及同比增速（亿元，%）

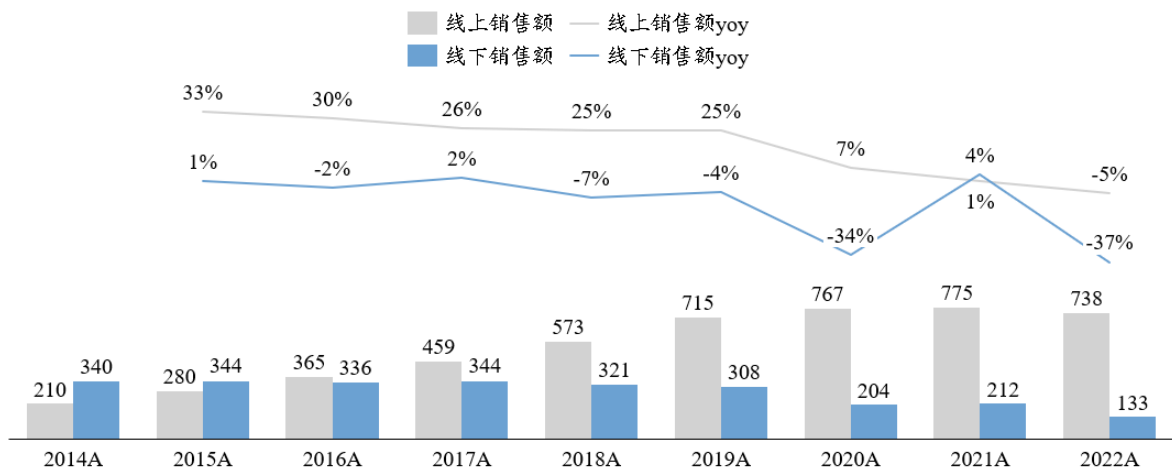


数据来源：开卷信息，东吴证券研究所

疫情加速图书销售线上化率提升。2016 年，线上图书销售首次超过线下图书销售。2020 年疫情导致线下新华书店、机场高铁书店、民营书店等在疫情期间暂停营业，线下零售市场下滑-34%，网上销售相对具有韧性。2021 年国内疫情得到有效控制，线下实体书店恢复营业，线下销售额同比增长 1%。2022 年疫情再次反复扰动，致线下销售额下滑 37%。根据中国书刊发行业协会数据，在全国 994 家受访对象中，2022H1 营收 50 万元以下的占比超过 56%，其中无收入的占比 9.56%，复工营业期间，人气恢复缓慢；且受到图书电商折扣的严重冲击。

预计未来将形成线上线下相互补充的市场格局。线上渠道具有品种丰富、宣传促销覆盖面广、信息化程度高、仓储物流形成规模效应等竞争优势。随着互联网技术的快速发展，基础设施以及综合物流模式的逐渐完善，线上销售对于线下销售的分流作用将更为明显，线上销售将持续保持增长态势。但由于实体书店提供的阅读体验无法被完全取代，并且实体书店在销售图书的同时能提供增值服务，线下销售无法被线上销售取代。

图2: 2014-2022 中国图书线上与线下渠道销售额及同比增速 (亿元, %)



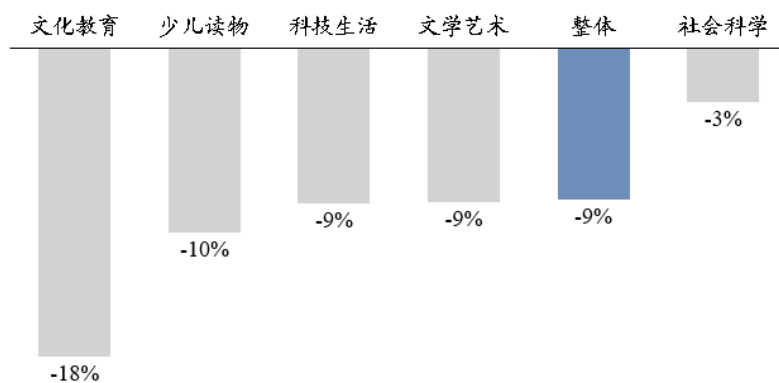
数据来源: 开卷信息, 东吴证券研究所

2023Q1 随着疫情影响减弱, 大众图书零售态势逐渐向好。全国图书零售市场同比降幅逐月收窄, 从1月份的-17.43%, 收窄至2月份的-10.33%, 再收窄至3月份的-7.46%, 市场回落趋缓。虽然3月份的销售降幅收窄为各位数, 但由于1、2月份的降幅相对较大, 导致2023Q1图书市场销售码洋同比下降8.56%。

线上渠道表现优于线下。实体店渠道自1月之后, 各月指数同比降幅不断收窄, 网店渠道指数在2、3月均实现了正向增长。网上书店从最早的自营电商到现在的平台电商、直播带货、短视频电商等新兴营销业态, 推动图书消费往线上转移。线上渠道因其折扣优势、送达时效等便捷因素, 仍将继续促进销售增长。

文教书细分市场降幅较前收窄。2023Q1图书出版各细分市场的销售码洋同比均下滑。社会科学书降幅最小 (YoY-3.06%); 少儿读物、科技生活书、文学艺术书降幅接近, 下滑8%~11%。文化教育书细分市场降幅最大 (YoY-17.53%), 但其季度降幅已比1月降幅收窄10.98pct, 比2月收窄17.37pct。

图3: 2023Q1 图书出版各细分市场销售码洋同比增速

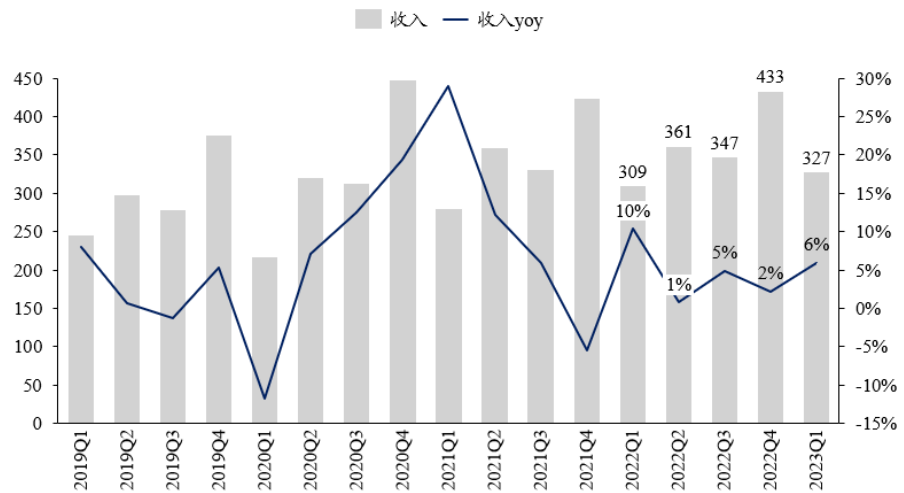


数据来源: 中国出版传媒商报, 东吴证券研究所

1.2. 行业维度：2023 一季度出版行业收入和净利增速均改善

上市公司层面，2022Q4/2023Q1 出版行业实现营业收入 433/327 亿元，同比增速分别为 2%/6%。

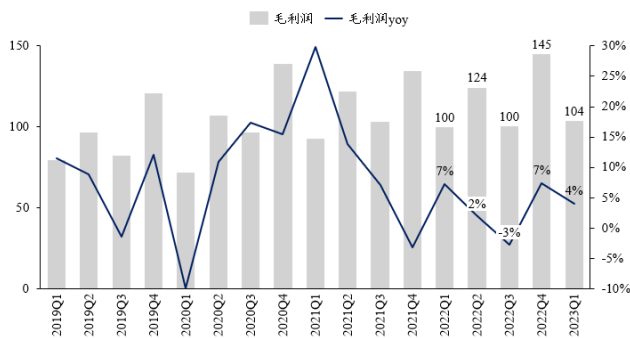
图4：出版行业季度收入及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

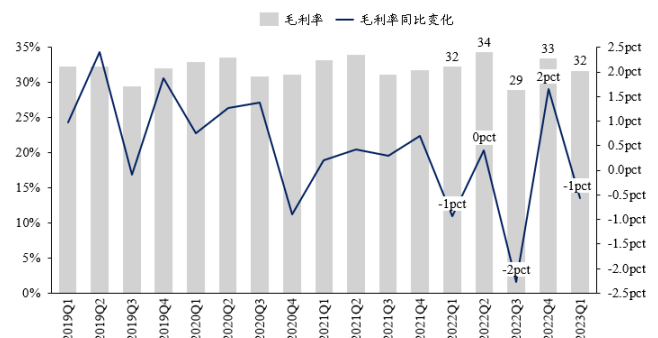
行业毛利率基本延续稳定，2022Q4/2023Q1 出版行业整体毛利润 145/104 亿元，同比变动 7%/4%；毛利率分别为 33%/32%，同比变动分别为 1.7pct/-0.6pct。

图5：出版行业毛利及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

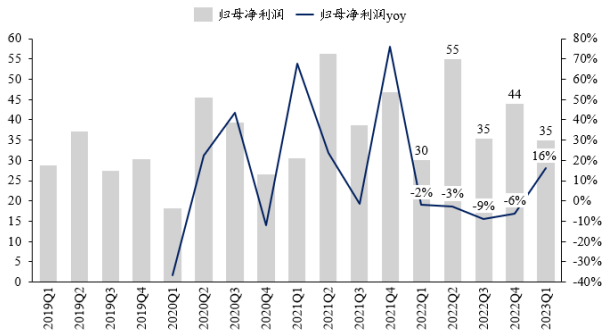
图6：出版行业毛利率及同比变化（%，pct）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

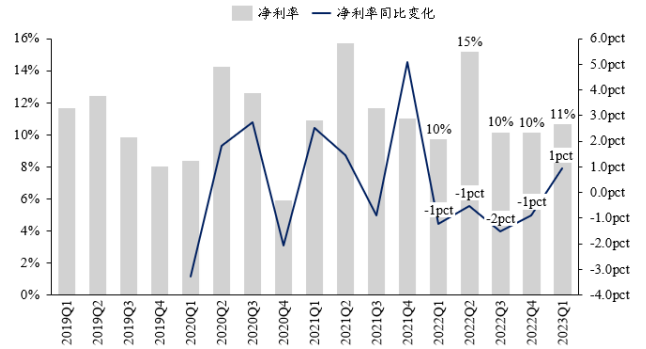
2022Q4/2023Q1 行业归母净利 44/35 亿元，同比变动-6%/16%。2022Q4/2023Q1 行业净利率为 10.1%/10.6%，同比变动分别为-0.9pct/0.9pct。

图7: 出版行业归母净利润及同比增速 (亿元, %)



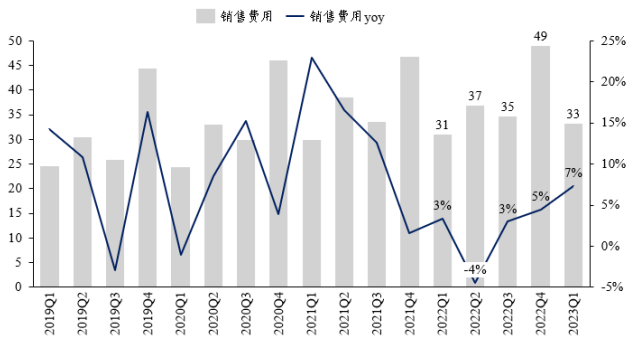
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 出版行业净利率及同比变化 (% , pct)



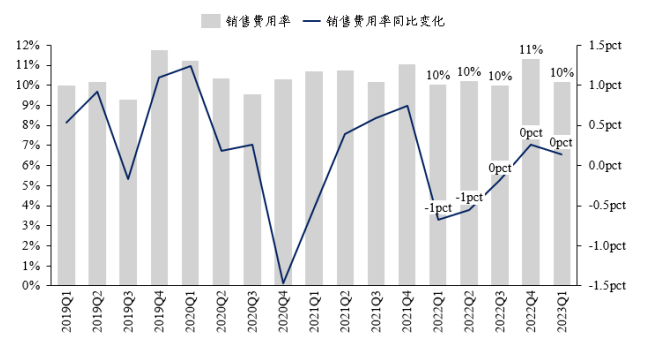
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 出版行业销售费用及同比增速 (亿元, %)



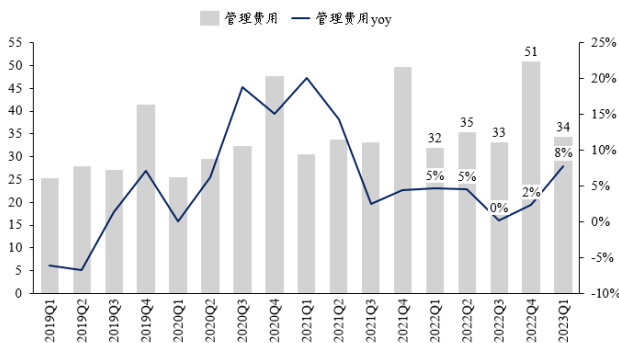
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 出版行业销售费用率及同比变化 (% , pct)



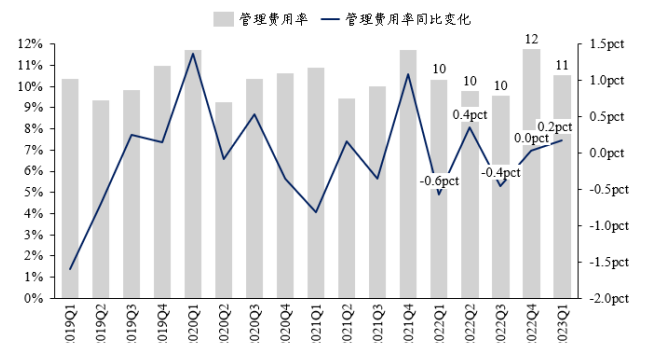
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 出版行业管理费用及同比增速 (亿元, %)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 出版行业管理费用率及同比变化 (% , pct)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 公司维度：2022 年大多实现收入增长，而利润承压

表2：2022 及 2023Q1 各出版公司业绩表现

亿元	2022年营收	yoy	2022年归母净利润	yoy	2023Q1营收	yoy	2023Q1归母净利润	yoy
凤凰传媒	135.96	9%	20.82	-15%	32.36	1%	4.83	2%
中南传媒	124.65	10%	13.99	-8%	26.64	11%	3.47	29%
浙版传媒	117.85	3%	14.14	7%	26.86	3%	1.46	17%
皖新传媒	116.87	16%	7.08	11%	30.97	11%	3.38	12%
山东出版	112.15	3%	16.80	10%	21.72	7%	2.12	-1%
新华文轩	109.30	4%	13.97	7%	23.11	5%	2.00	18%
中文传媒	102.36	-4%	19.30	-6%	24.91	-4%	4.28	11%
中原传媒	96.29	4%	10.32	6%	18.69	6%	1.01	5%
南方传媒	90.55	7%	9.43	-3%	22.03	7%	2.23	37%
时代出版	76.46	-3%	3.44	-4%	16.98	5%	0.87	7%
长江传媒	62.95	5%	7.29	5%	20.23	21%	3.86	31%
中国出版	61.41	-3%	6.51	-17%	10.19	23%	0.33	760%
广弘控股	34.18	-6%	9.17	177%	5.82	-27%	0.20	-59%
中国科传	27.09	3%	4.69	-4%	4.50	22%	0.43	125%
出版传媒	26.11	-9%	0.75	-31%	5.34	-6%	-0.04	-49%
城市传媒	25.54	6%	3.36	21%	6.37	10%	0.97	10%
龙版传媒	18.06	1%	4.78	8%	6.18	-4%	1.41	2%
中信出版	18.01	-6%	1.26	-48%	4.27	4%	0.42	3%
内蒙新华	16.58	4%	2.68	17%	5.18	12%	1.42	26%
读者传媒	12.91	6%	0.86	1%	2.21	14%	0.08	15%
新华传媒	12.59	-2%	0.09	-74%	1.66	-9%	0.04	-343%
中文在线	11.80	-1%	-3.62	-466%	2.88	25%	-0.37	130%
新经典	9.38	2%	1.37	5%	2.05	-1%	0.45	6%
华闻集团	7.59	-25%	-6.83	-5190%	1.38	-35%	-0.22	-55%
粤传媒	5.46	0%	0.44	-51%	1.02	-13%	-0.09	-269%
读客文化	5.14	-1%	0.62	-7%	1.04	-8%	0.06	-21%
果麦文化	4.62	0%	0.41	-28%	1.15	9%	0.14	225%
世纪天鸿	4.33	5%	0.36	3%	0.85	32%	0.08	19%
荣信文化	3.21	5%	0.23	-33%	0.66	-9%	0.03	4%
板块合计	1,449.39	3%	163.71	-6%	327.27	5%	34.84	15%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

①2022 年营收整体增长，23Q1 增速提升。

2022 年，29 家上市出版企业中，2022 年营收增加的有 19 家，下滑的有 9 家。

从营收规模看，有 7 家营收超过 100 亿元，与 2021 年数量相等。其中，位居榜首的是凤凰传媒，实现营收 135.96 亿元，同比增长 8.62%；中南传媒排第二，实现营收 124.65 亿元，同比增长 10.00%；浙版传媒居第三位，实现营收 117.85 亿元，同比增长 3.42%。此外，皖新传媒、山东出版、新华文轩、中文传媒均入围“百亿”阵营。

2022 年营收在 50 亿元~100 亿元之间的出版企业共有 5 家，分别是中原传媒、南方传媒、时代出版、长江传媒和中国出版。其中，接近百亿大关的中原传媒，实现营收 96.29 亿元，同比增长 3.97%。营收在 20 亿元~49 亿元之间的出版企业共有 4 家，分别是广弘控股、中国科传、出版传媒和城市传媒。营收在 10 亿元~19 亿元之间的出版企业共有 6 家，分别是龙版传媒、中信出版、内蒙新华、读者传媒、新华传媒和中文在线。

2022 年营收在 10 亿元以下的出版企业共有 7 家，分别是新经典、华闻集团、粤传媒、读客文化、果麦文化、世纪天鸿和荣信文化，均属于民营性质。民营图书策划公司往往是“小而美”，对某个 IP 或产品线依赖程度高，无论是疫情期间生产压力的骤然增加，还是教育培训市场的洗牌，抑或愈演愈烈的图书折扣战冲击，都成为导致民营书企现金流周转不畅的原因。2022 年新经典的 K12 教材教辅销售码洋为 14.8 亿元，同比减

少 10.63%。果麦文化受 2022 年市场萎缩、广告客户投放缩减的影响，互联网广告收入下滑 37.02%至 309 万元。

②2023Q1 归母净利润显著改善。

2022 年归母净利润正增长的有 13 家，下滑的有 16 家。盈利规模上，29 家出版企业中，位居榜首的依然是凤凰传媒，实现净利润 20.82 亿元。净利润在 10 亿元~19 亿元之间的出版有 6 家，分别是中文传媒、山东出版、浙版传媒、中南传媒、新华文轩和中原传媒。归母净利润在 1 亿元~10 亿元之间的出版企业有 11 家，分别是南方传媒、长江传媒、皖新传媒、中国出版、龙版传媒、中国科传、时代出版、城市传媒、内蒙新华、新经典和中信出版。归母净利润在 0~1 亿的出版企业为 7 家，分别是读者传媒、出版传媒、读客文化、果麦文化、世纪天鸿、荣信文化和新华传媒。

非经常损益是重要影响因素。2022 年归母净利润增速最高的是广弘控股，达 177%，主要由于非经常性收益大幅提升；归母净利润降幅最大的是华闻集团，同比下降 5190%。则是由于非经常性损失显著扩大。剔除非经常性损益影响后的扣非归母净利润整体稳健。

2023Q1 由于收入端增速提升以及降本增效方面多措并举，归母净利润同比增长 15%，较 2022 年有了显著提升。29 家出版企业中，有 22 家均实现了归母净利润增长。

1.3.1. 收入端：各公司增速分化，线上销售和教材教辅为核心变量

表3：2022 年出版公司收入、增速及驱动力

	公司	2022 收入增速	2022 年收入变化驱动力
中高速增长	皖新传媒	16%	一般图书及音像业务增长 18%，物流及供应链服务增长 29%。
	中南传媒	10%	分地区来看，湖南省内业务收入占比较高且增长 17%，湖南省外业务收入虽下滑 9%但占比较小；分渠道来看，线上销售收入增长 460%，线下销售-5%。
	凤凰传媒	9%	教材教辅、一般图书均较快增长。国家三科统编教材全替换后仍拥有中小学课标教材总数为 18 套，市场占有率居全国第 2。2022 年公司在一般图书零售市场的实洋占有率为 3.45% (YoY+0.08pct)。
稳健增长	南方传媒	7%	广东省内业务占比较高且增长 10%，广东省外业务下滑 9%但占比较小。
	长江传媒	5%	湖北省内业务增长 7%，抵消了湖北省外业务收入下滑 6%的影响。
	新华文轩	4%	互联网销售增长 12%，抵消了门店销售下滑 4%的影响。
	浙版传媒	3%	线上销售收入增长 17%，抵消了零售端收入下滑 40%的影响。
	山东出版	3%	教材教辅收入增长 9%，抵消了一般图书下滑 11%的影响。
	新经典	2%	少儿图书、数字内容和海外业务增长，抵消了大众图书的下滑。
收入下滑	读客文化	-1%	纸质图书收入增长 3%，被数字内容和推广服务收入分别下滑 5%和 42%所抵消。
	中文传媒	-4%	教材教辅业务增长 20%，抵消了一般图书下滑 5%的影响。
	出版传媒	-9%	一般图书收入下滑 14%，教材教辅收入下滑 2%。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

①教材教辅受宏观经济影响较小，成为稳定业务的压舱石。

教材教辅相比于面向普通大众类图书，属于刚需市场，受宏观经济的影响较小，也成为头部上市出版企稳定收入的压舱石。2022年山东出版、中文传媒、出版传媒的教材教辅业务收入增速分别为9%、20%、-2%，而其一般图书业务收入分别下滑11%、5%、14%。凤凰传媒持续推进教育出版精品体系建设，凤凰版及租型课标教材、省级教材、评议教辅、助学读物、职业教育出版总码洋均实现增长。时代出版积极开展高中统编三科和人教版教材网络培训工作，建立教材培训本地专家库，2022年人教版高中选修教材实现销售额890万元，利润460万元，销量位居全国首位。新华文轩2022年教学用书实现销售收入59.33亿元（YoY+10.56%）。读者传媒依托“读者”品牌，有重点地进行市场教辅选题开发，2022年教辅毛利贡献5038.90万元，占比总毛利24.58%，2022年全年“两教”发货码洋达14.95亿（YoY+8.38%）。城市传媒在西南、华南、长三角及西北等地区的属地业务不断强化，青版教材在全国市场占有率不断提升，2022年新增1个回款超千万元省份。

②跨省业务和线下销售受疫情影响更大，省内业务和线上销售成为收入增长点。

分地区来看，跨省业务由于涉及物流配送等线下交付环节，受疫情影响更明显。如中南传媒、南方传媒、长江传媒分别集中于湖南省、广东省、湖北省，同时兼有部分跨省业务，2022年省外业务收入分别下滑9%、9%、6%，但占比较小，且其省内业务收入分别增长17%、10%、7%，因此营收仍然呈增长态势。

分渠道来看，2022年线上收入分别增长460%、12%、17%，而线下收入则分别下滑5%、4%、40%。线上销售的良好表现部分对冲了疫情影响。

1.3.2. 利润端：2022年毛利率整体改善，而净利率表现分化

表4：2022年出版行业上市公司财务表现

		销售净利润增速-收入增速	营收增速	毛利率变化	销售费用率变化	管理费用率变化	研发费用率变化	非经常性收益占收入比例变化	销售净利率变化
净利润增速 高于 收入增速	000529.SZ	182.9%	-6.0%	-7 pct	0 pct	0 pct	0 pct	38 pct	17 pct
	600229.SH	14.9%	5.8%	7 pct	2 pct	1 pct	0 pct	2 pct	2 pct
	603230.SH	13.0%	4.2%	15 pct	3 pct	4 pct	0 pct	3 pct	2 pct
	605577.SH	7.1%	0.8%	15 pct	2 pct	3 pct	0 pct	1 pct	2 pct
	601019.SH	6.7%	3.0%	9 pct	2 pct	2 pct	0 pct	1 pct	1 pct
	601921.SH	3.9%	3.4%	6 pct	3 pct	2 pct	0 pct	1 pct	0 pct
	603096.SH	3.1%	1.7%	13 pct	7 pct	1 pct	1 pct	2 pct	0 pct
净利润增速 接近 收入增速	601811.SH	2.5%	4.5%	7 pct	2 pct	2 pct	0 pct	2 pct	0 pct
	000719.SZ	1.9%	4.0%	7 pct	3 pct	2 pct	0 pct	0 pct	0 pct
	600757.SH	0.1%	4.5%	13 pct	3 pct	4 pct	0 pct	-2 pct	0 pct
	600551.SH	-1.0%	-3.1%	3 pct	1 pct	1 pct	0 pct	-6 pct	0 pct
	600373.SH	-1.1%	-4.5%	8 pct	0 pct	4 pct	0 pct	-18 pct	0 pct
	601900.SH	-2.5%	19.2%	10 pct	2 pct	2 pct	0 pct	-6 pct	1 pct
	300654.SZ	-2.5%	5.3%	9 pct	3 pct	3 pct	0 pct	-1 pct	0 pct
净利润增速 低于 收入增速	603999.SH	-4.6%	5.7%	3 pct	1 pct	1 pct	2 pct	2 pct	0 pct
	601801.SH	-4.9%	15.6%	5 pct	1 pct	1 pct	0 pct	-2 pct	0 pct
	301025.SZ	-6.3%	-1.0%	8 pct	3 pct	5 pct	0 pct	4 pct	-1 pct
	601858.SH	-6.5%	2.9%	3 pct	1 pct	1 pct	0 pct	0 pct	-1 pct
	601949.SH	-14.0%	-2.6%	4 pct	2 pct	4 pct	0 pct	-2 pct	-2 pct
	601098.SH	-17.7%	10.0%	7 pct	1 pct	2 pct	1 pct	-4 pct	-3 pct
	601999.SH	-21.7%	-9.0%	3 pct	2 pct	3 pct	0 pct	1 pct	-1 pct
	601928.SH	-23.9%	8.6%	10 pct	2 pct	3 pct	0 pct	-12 pct	-4 pct
	301052.SZ	-28.2%	0.2%	14 pct	3 pct	8 pct	0 pct	-8 pct	-3 pct
	300788.SZ	-41.5%	-6.3%	7 pct	5 pct	2 pct	0 pct	-2 pct	-6 pct
	301231.SZ	-47.4%	5.0%	7 pct	7 pct	5 pct	0 pct	2 pct	-3 pct
	002181.SZ	-50.6%	0.0%	6 pct	-2 pct	7 pct	0 pct	1 pct	-8 pct
	600825.SH	-71.8%	-1.9%	3 pct	0 pct	3 pct	0 pct	-5 pct	-2 pct
	300364.SZ	-465.7%	-0.8%	-9 pct	14 pct	4 pct	4 pct	-15 pct	-43 pct
000793.SZ	-5164.9%	-24.8%	-7 pct	1 pct	8 pct	-3 pct	-82 pct	-118 pct	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

通过计算 2022 年销售净利润增速与收入增速之差，并按照 $\pm 3\text{pct}$ 作为分界线，将 29 家公司分为三类：第一类是销售净利润增速高于收入增速 3pct 以上，第二类是销售净利润增速与收入增速之差在 $\pm 3\text{pct}$ 以内，第三类是收入增速高于销售净利润增速 3pct 以上。并将主要影响因素拆解为毛利率变化、费用率变化和非经常性收入占比变化。

①**销售净利润增速高于收入增速 3pct 以上的公司共有 7 家。**其中广弘控股净利润增长 176.9%，主要由于非经常收益占比大幅提升；城市传媒、内蒙新华、龙版传媒、山东出版、浙版传媒的销售净利润增速均在 5%以上，得益于毛利率提升、费用率相对稳定以及非经常收益占比的小幅提升；新经典毛利率提升 13pct，但由于销售费用率增长 7pct，致销售净利润增速有限。

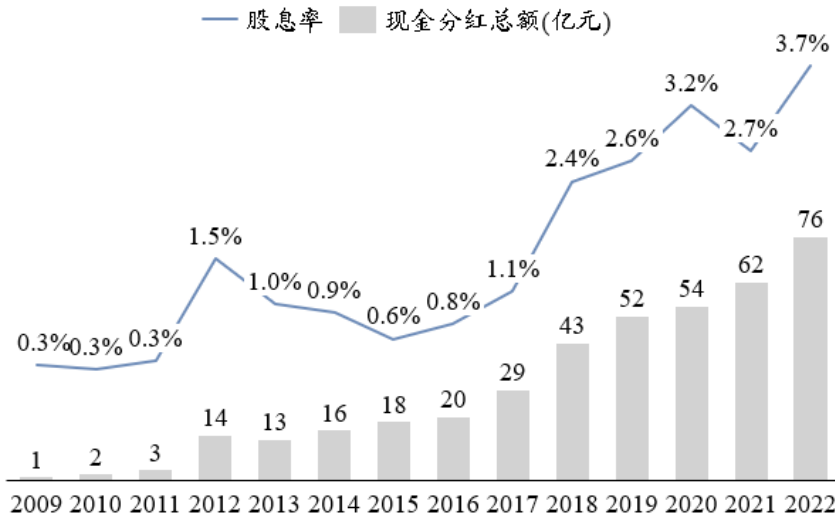
②**销售净利润增速接近收入增速的公司共有 7 家。**7 家公司均实现了毛利率提升，范围从 3%至 13%不等，且三项费用率保持相对稳定，销售费用率变化幅度在 0pct~3pct，管理费用率变化幅度在 1pct~4pct，研发费用率基本持平 2021 年。

③**销售净利润增速低于收入增速 3pct 以上的公司共有 15 家。**其中中华闻集团、中文在线、凤凰传媒的销售净利润下滑主要受非经常性损失扩大的影响，其他公司则是因为费用率提升高于毛利率提升。中文在线在 2022 年受到大环境影响，业务订单减少，渠道等成本增加，同时，在线教育平台项目等计提减值准备及公允价值变动损失 1.95 亿元，导致公司净利润亏损。销售净利润降幅较大的公司还有新华传媒 (-73.7%)、中信出版 (-47.81%)、荣信文化 (-42.8%)、出版传媒 (-30.7%)、果麦文化 (-28.1%)。出版传媒主要系 2022 年北方图书城的盛文北方新生活项目因调整经营策略缩减营业面积，长期摊销费用一次性计入，以及由于图书市场整体需求下降，公司图书出版、印刷及物资供应业务同比减少导致。值得一提的是，读客文化 2022 年公司实现净利润 6232.08 万元，经营活动产生的现金净流量为-1221.12 万元，两者差异主要系公司为加大了优质版权采购力度，导致经营活动现金流出较去年同期上升了 13.87%，大于经营活动现金流入 2.53%的增幅所致。

1.3.3. 资产端：现金分红比率稳定提升，整体资产质量高

出版行业现金分红比率从 2009 年的 0.3%提升至 2022 年的 3.7%，整体呈上升趋势。以头部公司为例，凤凰传媒的股利支付率从 2011 年的 28%提升至 2017 年的 33%，此后稳定在 50%~60%；中南传媒的股利支付率从 2010 年的 18%提升至 2016 年的 50%，此后稳定在 70%~80%；皖新传媒的股利支付率从 2010 年的 28%提升至 2018 年的 32%，此后稳定在 50%~60%。

图13: 出版行业现金股息率稳步提升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

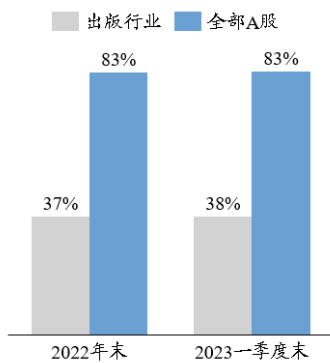
表5: 2022年出版行业上市公司分红预案

公司	分红说明	现金分红(元/股)	公司	分红说明	现金分红(元/股)
中文传媒	10派6.80元(含税)	0.68	时代出版	10派1.64元(含税)	0.16
中南传媒	10派6.5元(含税)	0.65	广弘控股	10派1.5元(含税)	0.15
新经典	10派6元(含税)	0.60	中国出版	10派1.29元(含税)	0.13
中信出版	10派5.08元(含税)	0.51	果麦文化	10派1.05元(含税)	0.11
凤凰传媒	10派5元(含税)	0.50	龙版传媒	10派1元(含税)	0.10
长江传媒	10派3.7元(含税)	0.37	读客文化	10派0.84元(含税)	0.08
山东出版	10派3.5元(含税)	0.35	浙数文化	10派0.8元(含税)	0.08
中原传媒	10派3.3元(含税)	0.33	世纪天鸿	10派0.75元(含税)	0.08
南方传媒	10派3.3元(含税)	0.33	内蒙新华	10派0.65元(含税)	0.07
浙版传媒	10派3.2元(含税)	0.32	出版传媒	10派0.6元(含税)	0.06
新华文轩	10派3.2元(含税)	0.32	读者传媒	10派0.45元(含税)	0.05
中国科传	10派2.54元(含税)	0.25	粤传媒	10派0.48元(含税)	0.05
皖新传媒	10派1.7元(含税)	0.17	新华传媒	10派0.1元(含税)	0.01
城市传媒	10派1.68元(含税)	0.17			

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

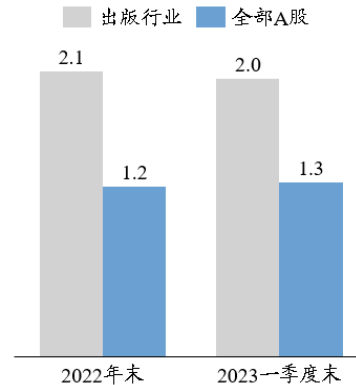
出版行业资产质量整体较好, 体现为较低的负债率和较高的资产流动性。

图14: 出版行业资产负债率低于全部A股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 出版行业流动比率高于全部A股



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 估值表现: 行业估值仍有提升空间, 关注业绩优质企业

2.1. 行业维度: 1月以来出版行业估值回暖, 但仍低于其他AI概念行业

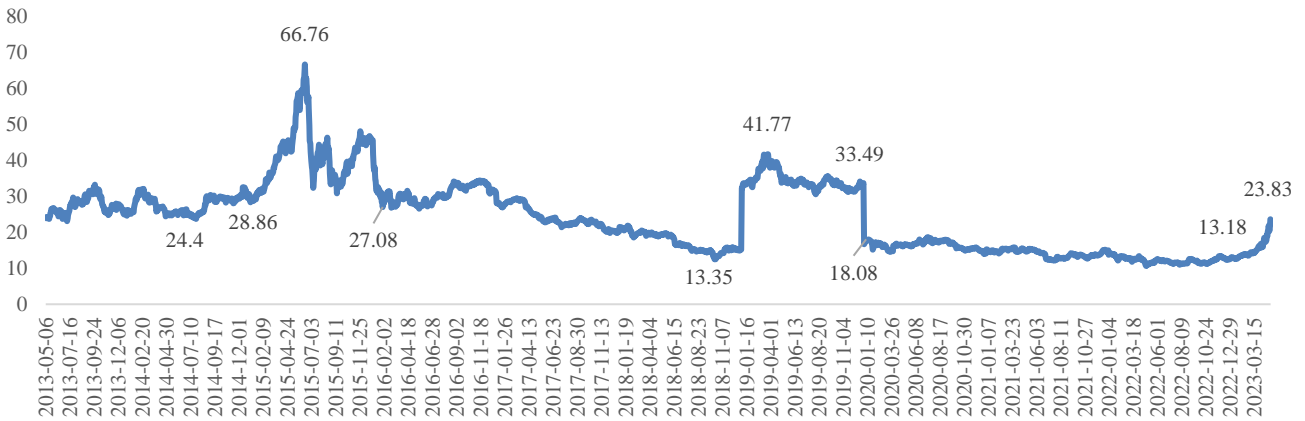
2013年5月以来, 出版行业 PE-TTM 倍数主要经历了两轮波动。

第一轮发生于2015年1月至2016年2月, PE-TTM 倍数从29x大幅涨至67x, 然后回调至27x。行业估值上涨的驱动力包括三个方面。一是传统出版与新兴出版融合发展提速, 数字化成为行业新的增长引擎, 2014年数字出版实现营业收入3388亿元, 较2013年增长33.4%, 较2010年增长222%, 在新闻出版营业收入中所占比重由2010年的8.5%增加到2014年的17%。二是资本化运营, 2015年多家出版企业实现上市目标并受到资本市场追捧, 出版类上市公司的数量从11家增加到14家, 多家民营图书策划公司及网络出版公司先后在全国中小企业股份交易系统挂牌。三是“外延式”扩张, 出版企业通过跨行业、跨地区、跨媒体、跨所有制、跨国界等方式, 构建外延式发展链条, 产业布局涉及新媒体、影视、动漫、金融、健康、旅游、地产等多领域。

第二轮是在2019年1月至2019年12月, PE-TTM 倍数从13x涨至42x, 其后回调至18x, 主要由于2018年出版行业整体归母净利润同比下滑52%, 导致基数计算PE-TT基数较低。在其他时期, 出版行业PE倍数比较稳定, 在2014年以前介于20~30x, 在2016~2018年从30x左右逐步下行至15x左右, 2020~2022年则围绕15x波动。

今年1月以来, 出版行业PE倍数开始回升。截至5月5日收盘, 出版行业PE-TTM为23.8x, 处于历史估值区间49.3%百分位, 接近历史均值。

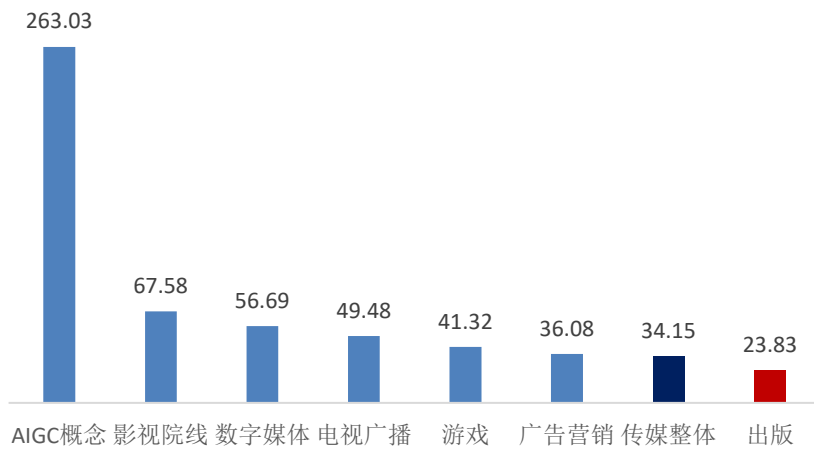
图16: 出版行业 PE-TTM 倍数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

尽管当前出版业 PE-TTM 倍数接近历史均值,但相比于其他 AIGC 相关行业,其估值仍然偏低。截至 2023 年 5 月 5 日, AIGC 概念指数和传媒行业整体 PE-TTM 分别为 263x 和 34x。出版业估值倍数低于传媒整体,具有较高的安全边际。此外,考虑到 AI 对整体出版行业的收入和利润提升作用,随着后续季度报告的发布,估值仍有提升空间。

图17: AIGC 概念指数及传媒行业的 PE-TTM 倍数 (截至 2023/5/5)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: AIGC 概念指数代码为 886019.TI, 传媒行业及细分行业采用申万行业分类。

2.2. 公司维度：各出版企业估值差异较大，部分优质公司估值偏低

表6：出版企业估值指标（截至 2023/5/5）

代码	简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	2022年EPS（元）	PE-TTM	PS-TTM
300654.SZ	世纪天鸿	68.33	60.58	0.10	185.52	15.07
002181.SZ	粤传媒	77.44	75.67	0.03	258.01	14.57
601858.SH	中国科传	384.82	384.82	0.62	78.14	13.80
300364.SZ	中文在线	146.64	130.60	-0.52	--	11.86
301052.SZ	果麦文化	53.08	40.21	0.69	105.61	11.25
301025.SZ	读客文化	55.32	13.24	0.15	91.06	10.96
301231.SZ	荣信文化	28.29	7.07	0.28	120.21	9.02
000793.SZ	华闻集团	55.72	54.71	-0.33	--	8.15
600825.SH	新华传媒	64.89	64.89	0.01	444.26	5.22
603096.SH	新经典	42.17	42.17	0.86	30.26	4.51
300788.SZ	中信出版	79.86	79.86	0.67	62.82	4.40
603999.SH	读者传媒	51.78	51.78	0.15	59.55	3.93
605577.SH	龙版传媒	66.80	28.31	1.08	13.90	3.75
601949.SH	中国出版	219.79	219.79	0.37	32.31	3.47
603230.SH	内蒙新华	57.20	14.47	0.84	19.27	3.34
600229.SH	城市传媒	75.78	75.78	0.51	21.96	2.90
601928.SH	凤凰传媒	392.68	392.68	0.82	18.79	2.88
	指数均值	136.18	120.68	0.58	23.83	2.74
600373.SH	中文传媒	252.99	252.99	1.45	12.83	2.50
601019.SH	山东出版	259.82	259.82	0.80	15.47	2.29
601811.SH	新华文轩	188.29	159.89	1.16	17.46	2.26
601900.SH	南方传媒	199.42	199.42	1.12	19.87	2.17
601098.SH	中南传媒	269.76	269.76	0.82	18.27	2.12
600757.SH	长江传媒	140.06	140.04	0.68	17.04	2.11
601921.SH	浙版传媒	230.00	43.70	0.65	16.03	1.94
601999.SH	出版传媒	44.35	44.35	0.14	55.82	1.72
601801.SH	皖新传媒	190.57	190.57	0.37	25.60	1.59
000719.SZ	中原传媒	143.25	93.40	1.01	13.82	1.47
000529.SZ	广弘控股	42.09	41.09	1.52	4.75	1.31
600551.SH	时代出版	68.05	68.05	0.72	19.45	0.88

数据来源：Wind，东吴证券研究所（PE-TTM 显示为“-”表示 2022 年净利润为负）

从 PS-TTM 来看，截至 2023/5/5，世纪天鸿等 6 家公司的 PS-TTM 均为 10x 以上，远高于 2.74x 的行业均值，而最低者时代出版的 PS-TTM 仅 0.88x。从 PE-TTM 来看，世纪天鸿、粤传媒、果麦文化、荣信文化、新华传媒的 PE-TTM 均在 100x 以上，主要由于 2022 年净利润相对承压，同时亦有多家出版企业的 PE-TTM 处于 10x~20x 区间。

部分业绩表现良好的公司，目前估值不高。比如 2022 年收入增速前三的皖新传媒、中南传媒和凤凰传媒，其 PS-TTM 分别为 1.6x/2.1x/2.9x，PE-TTM 分别为 26x/18x/19x，基本接近行业均值。

3. 业绩表现：AI+教育+版权，实现降本增效，打开第二增长曲线

出版行业的发展一直与新技术的应用有着紧密的联系。回顾出版历史，无论是出版介质从硬质到软质再到虚拟，还是每一次新技术在出版中的应用，都会提高出版生产力、

扩大出版物生产与传播能力，从而带动知识与信息的普及化和大众化。近年来，出版实践中有二维码技术、XR 技术、音视频技术、数据库技术等大量数字新技术的应用，正在重构着知识服务方式并推动出版形式创新。以 ChatGPT 为代表的人工智能新技术的普及和应用也将为出版行业带来新的变化。

我们认为 AI 对出版行业的变革将体现于三个方面。第一，出版企业作为数据之源，将其 IP 和数据集提供给大模型厂商，并参与收入分成；第二，AIGC 赋能出版企业的出版、发行、销售和新业务，实现降本增效；第三，AIGC 变革传统图书形式，图书、影视剧和游戏的边界逐渐消融，优质 IP 成为核心流量入口。

3.1. 数据之源：出版企业拥有海量优质 IP，是 AI 大模型训练的必要资源

输入数据的质量是模型优化的必要条件。出版公司拥有大模型训练所必需的高质量文本数据库和优质 IP，有望通过分成等形式参与大模型变现。比如中文在线拥有刘慈欣《流浪地球》数字版权及 AVG 全球全语种游戏改编权，已推出 RESTART 元宇宙空间，探索数字资产等商业化方法。再比如，基于 AI 的开放式文字冒险类游戏 AI Dungeon，则是采用 OpenAI 发布的语言预测模型 GPT-2、GPT-3 和来自冒险类互动小说生产社区 choose your story 的训练文本，创建了高度自由的开放性叙事结构，通过会员付费进行商业化变现。回顾 2013-2015 年，拥有优质 IP 的公司的确获得了较强的市场红利。我们看好出版企业商作为大模型数据提供方参与到 AI 产业发展，进一步释放已有内容版权的价值。

3.2. 降本增效：AIGC 提升开发效率，赋能传统出版和教育新业务

我们认为，AI 的应用将遍及整个出版业务流程，提升出版公司的生产效率，减少产能瓶颈的制约，从而提升业绩天花板。AI 技术赋能产品研发，可以为传统出版产品提档升级，创新融合出版产品形态和服务模式；AI 技术赋能内容生产，可以降低人工成本和时间成本，提高内容的质量和编校效率；AI 技术赋能产品营销，可以更好优化营销策略，提升数字时代营销服务的精准性和体验感；AI 技术促进产业链的延伸，可以促进“出版+”“文化+”的实施落地，提升出版机构在文化事业和文化产业中的服务能力和水平；AI 技术赋能企业管理，可以进行数据分析和决策支持，提高出版机构的治理能力和水平；AI 引领数字阅读行业进入新时代，实现降本增效、个性化内容生成和多业态拓展。目前，较多出版企业已积极拥抱 AI 技术，将 AI 应用于各业务环节。

出版企业的 AI+布局中，教学业务为热门方向。如凤凰传媒、中南传媒、山东出版均投入研发 AI 课堂产品。以 GPT-4 为代表的通用型大模型侧重于“文科”能力，如语言翻译、摘要、理解和生成等，但教育领域的垂类模型对数学能力要求更高，如数学问题的解决、讲解、问答和推荐。目前，学而思的自研数学解题大模型 MathGPT 已经取得阶段性成果，将于年内推出产品级应用。

表7: 部分出版企业的 AI 相关布局

公司	AI 相关布局	
凤凰传媒	AI+教学	2022 年学科网营收同比增长 20.2%至 3.8 亿元, 其中 C 端收入同比增长 27.6%至 1.0 亿元。新增 K12 理化生仿真实验、课后服务和中职服务等产品, 新增阅卷功能, 集成 AI 学科个性化报告服务。
中南传媒	AI+教学	天闻数媒以“平台+数据”为核心, 教学为主要应用, 重点建设 ECO 云开放平台、ECR 教育资源云平台、AI 课堂、AI 评测等产品。
山东出版	AI+教学	公司充分利用和挖掘内容和数字资源, 初步搭建了“智慧校园”平台, 运用 AI 和大数据等技术, 提供教育教学评价、数字化教研、课后作业诊断提升等功能, 推动了智能化平台与传统出版内容融合。智能化教辅“小荷评测”教师端、学生端、家长端已经全部上线试运行。
南方传媒	AI+教学	于 2022 年 12 月完成豫教音像项目。豫教音像是人工智能教育服务平台, 服务于小学、初高中及中、高职阶段的人工智能领域的学校教育和校外机构教育, 打造青少年教育实践基地, 集课程研发、人才选拔和师资培训于一体。“南方 E 课堂”智慧教育平台打造教学资源、素养测评、粤教培训等应用矩阵; “花城艺测”平台完成广州市第一批 37 所学校音乐科目测评; “AI 英语课堂”系列、孤独症儿童辅助训练游戏《星星生活乐园》成为融媒体出版的有益探索。
出版传媒	AI+教学 AI+数字阅读	公司加速推进有声书和电子书的制作推广, 数字产品收入在出版社收入占比中逐步扩大; 开发 AI 实时动画与影像生产平台, 入选辽宁省文化产业发展项目; “尖子生云课堂”、“辽海一起学”、“鼎籍学堂”、“慧谷阅读”等数字化项目, 持续改进升级, 付费转化率逐步提高。
中信出版	AI+出版	2023 年 4 月表示, 将设立“平行出版实验室”, 启动“AIGC 数智化出版项目”, 加速推动 AI 技术在出版流程的应用, 提高出版效率、降低成本费用, 并积极孵化财经翻译图书、智能数字营销、少儿 IP 等领域的创新项目。
荣信文化	AI+数字阅读	公司推出智能阅读硬件乐趣小火箭 AI 智能点读笔。
世纪天鸿	AI+教育	通过投资方式, 与专业技术公司深度合作, 加大在大数据、云计算、人工智能 NLP、AIGC 等技术领域的应用研究及开发投入。

数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

教育数字化受到政策支持。中央网络安全和信息化委员会印发的《“十四五”国家信息化规划》, 重点提出了开展终身数字教育、开展“互联网+教育”云网一体化建设等内容。国务院印发的《“十四五”数字经济发展规划》提出, 在深入推进智慧教育示范区建设, 进一步完善国家数字教育资源公共服务体系, 提升在线教育支撑服务能力, 推动“互联网+教育”持续健康发展。《教育部 2022 年工作要点》提出, 实施教育数字化战略行动, 推进教育新型基础设施建设, 探索大中小学智慧教室和智慧课堂建设, 深化网络学习空间应用。2022 年 9 月, 国常会、教育部、央行相继出台政策, 对高校、职业院校的设备更新及数字化转型建设进行专项再贷款和贴息政策支持, 推动教育新基建加速发展, 智慧教室、智慧校园、实训基地等建设需求快速释放, 推动行业发展。

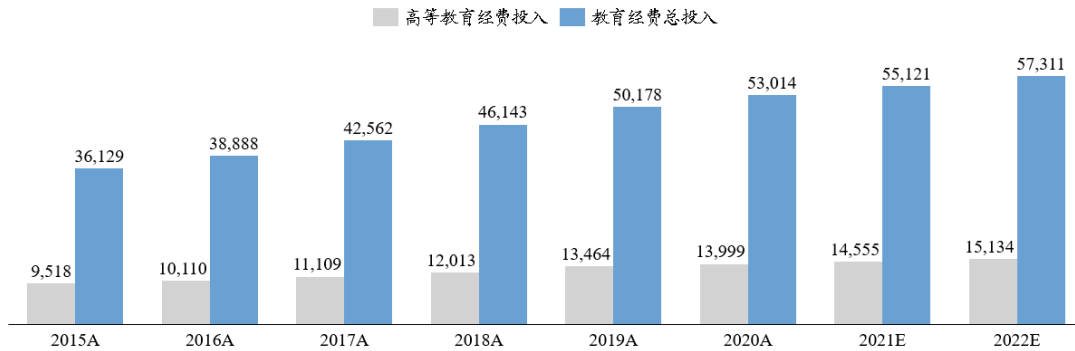
表8: 教育信息化相关政策内容

发布日期	发布机构	文件名称	相关内容
2022/04	教育部办公厅	《关于开展国家智慧教育平台地方和学校试点工作的通知》	要求近 20 个省市教育主管部门试点推动建好国家、省、市、县、校五级贯通和联动的智慧教育平台体系；鼓励加强国家、区域、城市间的交流，深化合作与对话，率先建立数字教育的国际或区域性组织”
2022/02	教育部	《教育部 2022 年工作要点》	积极发展“互联网+教育”，加快推进教育数字转型和智能升级。推进教育新型基础设施建设，建设国家智慧教育公共服务平台。强化数据挖掘和分析，构建基于数据的教育治理新模式。指导推进教育信息化新领域新模式试点示范，深化信息技术与教育教学融合。
2022/03	教育部高等教育司	《教育部高等教育司 2022 年工作要点》	提出全面推进高等教育教学数字化，具体任务包括：加快完善高等教育教学数字化体系、提升数字化应用能力、提升数字化治理能力、提升数字化国际影响力等。
2021/12	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	提升教育信息化基础设施建设水平，构建高质量教育支撑体系。完善国家数字教育资源公共服务体系，扩大优质资源覆盖面。推进信息技术、智能技术与教育教学融合的教育教学变革。发挥在线教育、虚拟仿真实训等优势，深化教育领域大数据分析应用。
2021/07	教育部等六部门	《关于推进教育新型基础设施建设构建高质量教育支撑体系的指导意见》	到 2025 年基本形成集约高效的教育新型基础设施体系。建设教育专网和“互联网+教育”大平台，为教育高质量发展提供数字底座。
2021/03	十三届全国人大四次会议	《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	培育壮大人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全等新兴数字产业。聚焦教育、医疗、养老、抚幼、就业、文体、助残等重点领域，推动数字化服务普惠应用，持续提升群众获得感。推进学校、医院、养老院等公共服务机构资源数字化，加大开放共享和应用力度。
2021/03	教育部	《关于加强新时代教育管理信息化工作的通知》	到 2025 年，新时代教育管理信息化制度体系基本形成，信息系统实现优化整合，一体化水平大幅提升；数据实现“一数一源”，数据孤岛得以打通，数据效能充分发挥；在线服务灵活便捷。
2021/03	教育部	《高等学校数字校园建设规范（试行）》	以标准规范促进教育信息化支撑引领教育现代化发展，指导全国各高等学校充分云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能等技术，不断改善学校办学条件，营造网络化、数字化、智能化、个性化、终身化的教育教学环境。

数据来源：各政府部门官网，东吴证券研究所

高效教育信息化建设的财政投入不断加大。根据教育部数据，2015-2020 年全国教育经费总投入金额自 36,129 亿元增长至 53,014 亿元（CAGR=7.97%）；其中高等教育经费投入金额自 9,518 亿元增长至 13,999 亿元（CAGR=8.02%）。2018 年国务院出台《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》，政策强调教育经费支出逐年只增不减。根据 2019-2020 年高等教育经费投入增长率 3.97%测算，2022 年全国教育经费总投入预计可达 57,311 亿元，其中高等教育经费投入预计可达 15,134 亿元，占全国教育经费总投入的比例约为 26.41%。

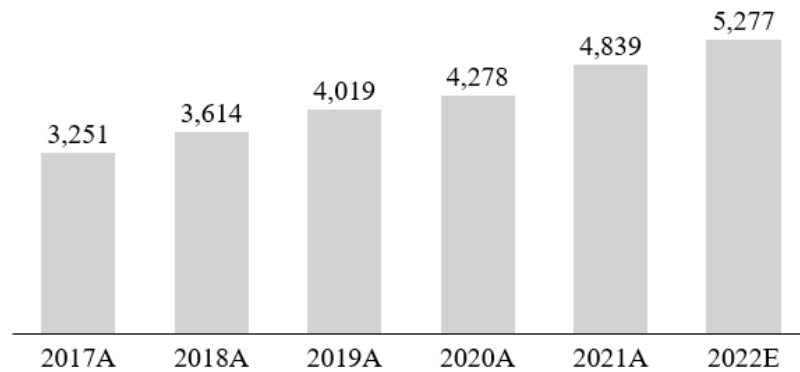
图18: 2015-2022年全国教育经费投入(亿元)



数据来源: 教育部历年全国教育经费执行情况统计公告, 东吴证券研究所

2017-2021年, 我国教育信息化市场总收入由 3,251 亿元增至 4,839 亿元 (CAGR=10.45%), 预计 2022 年市场规模可达 5,277 亿元。按高等教育经费投入占全国教育经费总投入的比例测算, 2022 年我国高校信息化市场规模预计可达 1,394 亿元。

图19: 2017-2022年中国教育信息化市场总收入(亿元)



数据来源: 中商情报网, 东吴证券研究所

3.3. 文生万物: 各媒体介质的边界消融, IP 成为核心流量入口

在单一媒体时代, 一部作品的传播形式主要体现为图书。在跨媒体时代, 一部作品的传播形式体现为图书、动漫、游戏、电影、音乐、数字产品等多种介质。但是, 不管是在单一或者多介质的传播过程中, 内容始终是根本。出版企业拥有优质的、合规的内容版权, 涵盖文学、古籍、音乐、美术、社科、工具书等领域, 拥有丰富的作者、译者、内容资源。优质内容资源可应用于电影、动漫、游戏、设计、演艺、互联网、旅游等各个领域, 打造新兴产品, 培育新兴业态, 提升品牌价值。

AI 将降低文本转化为影视剧、游戏等其他内容形式的成本，更多优质 IP 有望通过影视剧化等方式进行变现。如光线传媒将深度使用 AI 对小说《去你的岛》进行动画改编，中文在线推出基于《流浪地球》世界观的 RESTART 元宇宙空间。

内容也有望成为流量入口，如小说 IP 可通过内嵌类 ChatGPT 软件实现对话、互动的陪伴功能。随着生产门槛的降低、智慧化程度的提升，IP 有望替代传统的工具类应用，扮演类生活助理的角色，大幅打开 C 端空间，实现智能入口式赋能。

表9：部分出版企业的版权布局

企业	版权方面的布局
凤凰传媒	版权输出： 2022 年输出图书版权 433 种，超 20 部作品走进海外图书市场。深化与海外出版机构、智库学者的合作机制，建成已有 120 名专家的“凤凰国际出版翻译专家库”，累计建成 14 家海外“凤凰书架”。2022 年集团有 7 家图书出版单位入选中国图书海外馆藏影响力 100 强，46 个项目入选国家级工程。
中南传媒	版权储备： 公司拥有湘版教材的自主知识产权，教材覆盖湖南、广东、澳门、台湾等市场，湘版数学、历史、书法、汉语教材通过版权贸易、合作出版、实物出口的方式，进入印度、韩国、新加坡、马来西亚、美国、西班牙、孟加拉、哈萨克斯坦等国。 版权输出： 2022 年输出版权 331 项，包含 32 个语种、覆盖 35 个国家及地区。
山东出版	版权输出： 2022 年对外输出版权 92 种，外版书出书共 68 种。入选丝路书香工程、经典中国国际出版工程、中国当代作品翻译工程等国家级“走出去”工程 54 种。
中文传媒	版权输出： 2022 年输出版权 431 项，涉及 32 个语种和 35 个国家和地区。旗下 8 家图书出版社全部入围 2022 年中国图书海外馆藏 100 强。
中原传媒	版权保护与运营： 升级迭代河南省著作权登记平台，发挥平台资源聚集、版权确权、版权存证功能；充分利用郑州数据交易中心，探索数字资产、数字版权交易模型；加速引入区块链技术，探索新型版权呈现形式，以黄河文化、中原文化、红色文化等主题为重点，推动优质 IP 的立体开发。
南方传媒	版权输出： 2022 年输出版权 311 种，11 个项目入选国家级专项资助，4 家出版社入围“2022 年中国图书海外馆藏影响力出版 100 强”。
中国出版	2022 年公司出版图书 2.02 万种，拥有大量优质图书的版权和著名作者的多介质版权。 2022 年公司输出版权 900 余种；入选国家出版“走出去”重点项目超百种，在“中国图书对外推广计划”年度综合排名中稳居全国第一。
出版传媒	版权保护与运营： 北方国家版权交易中心加强服务平台体系建设，集聚海量版权资源、知识产权资源，加速版权业务开发运营。
中信出版	版权输出： 2022 年对外输出版权 415 种，国家级海外输出项目共 34 项。 版权储备： 公司已成立文艺动漫集团，围绕青少年群体打造潮流读物。公司已尝试对部分图书版权开展文创商品的授权和运营，也将积极推进图书版权和知名 IP 的综合开发和衍生授权运营。
新经典	版权储备： 公司版权资源储备丰富、结构合理，截至 2022 年末拥有海内外版权（包括纸质图书、电子书、有声书及相关衍生权利）7000 余种。
读客文化	版权储备： 公司从原创小说起步，2012 年进军国际版权市场，2017 年进入国内主流版权市场。目前合作作家超 700 位，国内原创作者近 200 位。自 2021 年起，公司每年运营“读客科幻文学奖”，累计收稿 1.6 万余篇，总字数超 2 亿。公司已与包括全球四大版代在内的数十家版权代理公司保持长期合作，涵盖英语、法语、西班牙语、日语等语种。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

出版行业业绩稳健增长，估值有望提升。业绩层面，作为第一增长曲线的图书出版与发行有望在 2023 年迎来行业整体复苏，同时 AI 技术发展有助于打开数字教育业务和版权业务的第二增长曲线。估值层面，出版行业目前 PE-TTM 低于传媒行业整体水平，也远低于 AIGC 概念指数估值水平，未来随着技术落地和业绩增长，估值有进一步提升空间。此外，出版行业整体资产流动性高且偿债压力小，现金分红比率稳定提升，股东回报得到兑现。

方向上，建议关注估值安全边际较高、具有版权和渠道优势且 AI 技术领先的公司。个股层面，我们推荐凤凰传媒、南方传媒、皖新传媒、山东出版、新华文轩、中文传媒、中信出版，建议关注世纪天鸿、中国出版、中国科传、长江传媒等。

凤凰传媒 (601928)

出版发行龙头，AI+教育赛道优势领先 买入 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	13,596	15,012	16,357	17,746
同比	9%	10%	9%	8%
归属母公司净利润 (百万元)	2,082	2,405	2,775	3,178
同比	-15%	16%	15%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.82	0.94	1.09	1.25
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.86	16.33	14.15	12.35

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- 业绩稳健增长，高分红回报股东。**凤凰传媒是头部的区域性出版发行公司，主营业务为图书、报刊、电子出版物、音像制品的编辑出版、发行，同时公司积极拓展智慧教育等行业，逐步形成新旧媒体融合、新老业务相辅相成的产业布局。2022年及2023Q1公司实现营业收入135.96/32.36亿元，yoy+8.62%/+1.25%，归母净利润20.82/4.83亿元，yoy-15.26%/+1.77%，扣非归母净利润17.91/4.59亿元，yoy+30.64%/+12.51%，业绩保持高质量稳健增长。同时公司保持高分红回馈股东，公司自2011年上市以来现金分红累计金额为68.71亿元（包含已公布但尚未实施的2022年度分红金额），分红率达41.49%。
- 出版业务优势稳固，发行业务线上化转型稳步推进。**出版业务方面，公司下属10家出版社，其中5家从事中小学教材出版业务，7家具备中小学教辅出版资质，10家均从事一般图书出版业务。2022年公司出版业务收入达45.25亿元，yoy+5.17%，其中1)教育出版保持领先优势，拥有18套中小学课标教材，市占率居全国第2位；2)一般图书出版方面，公司开卷总体零售市场实洋占有率为3.45%，同比上升0.08pct，排第2位。发行业务方面，2022年实现收入104.31亿元，yoy+12.80%，截至2022年末，公司共有网点1414个，总建筑面积116.35万平方米。同时公司积极强化线上发行能力，2022年凤凰新华电商实现ERP和WMS两系统融合，物流拣货效率提升20%，克服春季物流不畅等不利影响，完成销售码洋20亿元，与2021年持平。
- 合作中移加大转型力度，文化产业生态圈初具雏形。**基于传统业务，公司积极布局数据中心、新媒体、文化消费综合体、影视剧等相关新兴产业，各项业务进展顺利。同时公司引入中国移动作为战略投资者，将汇聚双方技术、能力、资源和平台优势，在智慧教育、数字阅读、新媒体、信息化等领域展开全面合作，加快公司数字化转型。
- 前瞻布局智慧教育业务，看好AI+教育应用探索落地。**公司重点布局智慧教育业务，学科网已成为国内权威专业的教育信息化内容提供商。2022年学科网实现营收3.78亿元，yoy+20.20%，净利润0.66亿元，yoy+47.84%，其中C端收入0.97亿元，yoy+27.63%。2022年学科网加大产品开发力度，已推出集成AI学科个性化报告服务。我们认为AI+教育在海外已有应用落地验证，前景可期，我们看好公司具备教材教辅业务优势，以及面向C端的在线教育平台，积极拥抱AI技术，有望率先落地相关AI应用。
- 盈利预测与投资评级：**公司业绩稳健且维持较高分红率，我们看好公司AI+教育应用有望率先落地，预计2023-2025年归母净利润达24.05/27.75/31.78亿元，同比增长15.50%/15.41%/14.54%，参考行业估值水平，给予公司2023年20倍PE，对应市值481亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**业务发展不及预期，AI技术及应用发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.43
一年最低/最高价	6.22/15.89
市净率(倍)	2.21
流通A股市值(百万元)	39,267.81
总市值(百万元)	39,267.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.97
资产负债率(% ,LF)	40.50
总股本(百万股)	2,544.90
流通A股(百万股)	2,544.90

凤凰传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,835	22,110	24,677	28,682	营业总收入	13,596	15,012	16,357	17,746
货币资金及交易性金融资产	7,828	10,066	12,937	15,780	营业成本(含金融类)	8,371	9,284	10,209	11,165
经营性应收款项	1,192	1,011	1,440	1,202	税金及附加	55	60	65	71
存货	2,328	3,407	2,845	4,022	销售费用	1,640	1,867	1,963	2,041
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,672	1,846	1,881	1,952
其他流动资产	7,487	7,626	7,455	7,679	研发费用	58	60	65	71
非流动资产	10,867	11,825	12,720	13,595	财务费用	-264	-191	-259	-345
长期股权投资	1,245	1,316	1,390	1,462	加:其他收益	191	225	245	284
固定资产及使用权资产	6,002	6,932	7,790	8,633	投资净收益	264	150	164	177
在建工程	568	568	568	568	公允价值变动	-5	0	0	0
无形资产	790	770	757	740	减值损失	-349	-2	-3	-3
商誉	82	73	67	60	资产处置收益	9	0	0	0
长期待摊费用	366	366	366	366	营业利润	2,175	2,459	2,837	3,250
其他非流动资产	1,815	1,800	1,782	1,766	营业外净收支	-47	0	0	0
资产总计	29,702	33,934	37,398	42,278	利润总额	2,128	2,459	2,837	3,250
流动负债	10,706	12,504	13,158	14,821	减:所得税	21	25	28	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	155	159	155	155	净利润	2,107	2,434	2,809	3,217
经营性应付款项	5,770	6,881	7,091	8,155	减:少数股东损益	26	29	34	39
合同负债	3,643	4,167	4,513	4,973	归属母公司净利润	2,082	2,405	2,775	3,178
其他流动负债	1,138	1,296	1,400	1,538	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.94	1.09	1.25
非流动负债	1,444	1,444	1,444	1,444	EBIT	1,653	2,119	2,419	2,730
长期借款	107	107	107	107	EBITDA	2,135	2,940	3,290	3,628
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.43	38.15	37.59	37.08
租赁负债	300	300	300	300	归母净利率(%)	15.31	16.02	16.96	17.91
其他非流动负债	1,037	1,037	1,037	1,037	收入增长率(%)	8.62	10.41	8.96	8.49
负债合计	12,149	13,947	14,602	16,265	归母净利润增长率(%)	-15.26	15.50	15.41	14.54
归属母公司股东权益	17,263	19,667	22,442	25,620					
少数股东权益	290	320	354	393					
所有者权益合计	17,553	19,987	22,796	26,013					
负债和股东权益	29,702	33,934	37,398	42,278					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,507	3,865	4,482	4,441	每股净资产(元)	6.78	7.73	8.82	10.07
投资活动现金流	1,242	-1,630	-1,607	-1,598	最新发行在外股份(百万股)	2,545	2,545	2,545	2,545
筹资活动现金流	-1,251	4	-4	0	ROIC(%)	9.29	10.85	10.91	10.83
现金净增加额	2,511	2,238	2,871	2,843	ROE-摊薄(%)	12.06	12.23	12.36	12.41
折旧和摊销	482	821	871	898	资产负债率(%)	40.90	41.10	39.04	38.47
资本开支	-592	-1,418	-1,403	-1,410	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.86	16.33	14.15	12.35
营运资本变动	-193	758	962	501	P/B(现价)	2.27	2.00	1.75	1.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

南方传媒 (601900)

核心主业稳增长，关注 AI+教育落地场景 买入 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

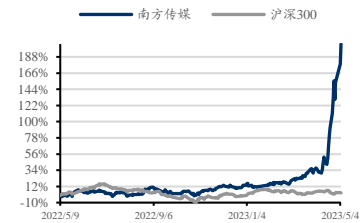
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	9,055	10,814	12,778	14,528
同比	7%	19%	18%	14%
归属母公司净利润 (百万元)	943	1,174	1,355	1,557
同比	-3%	24%	15%	15%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.05	1.31	1.51	1.74
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.14	16.99	14.72	12.80

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **广东省内头部出版公司，业绩增长稳健：**公司是广东省出版集团以主要经营性资产和业务发起设立的股份制公司。公司旗下拥有出版、印刷、发行、报刊、数字、投资等一体化完整产业链。2022年公司营业收入 90.55 亿元 (YoY+6.57%)，归母净利润 9.43 亿元 (YoY-2.65%)。23Q1 公司营业收入 22.03 亿元 (YoY+6.8%)，归母净利润 2.23 亿元 (YoY+37.03%)。
- **聚力核心主业，出版发行业务持续深化。**出版方面，公司深入实施大众出版专业化特色化品牌化改革，发力市场图书。2022 年公司教材教辅出版收入 25.82 亿元 (YoY+2.44%)，综合实力跃升全国地方教育出版社第二位；一般图书出版实现年收入 5.44 亿元 (YoY+15.19%)。发行业务方面，公司拓展创新渠道，公司投资成立新荷传媒公司，发力短视频营销，其中“广东新华严选”单日成交额最高达 182 万元，单月突破 700 万元。2022 年发行板块收入 70.67 亿元 (YoY+15.28%)。
- **推动数字化转型升级，探索 AI+教育落地场景。**公司着力推动数字化转型升级和融媒体业务高质量发展，2022 年公司时代传媒集团全媒体矩阵全网流量超 38 亿，同比增长 38%；“南方 E 课堂”智慧教育平台打造教学资源、素养测评、粤教培训等应用矩阵；“花城艺测”平台完成广州市第一批 37 所学校音乐科目测评；“AI 英语课堂”系列、孤独症儿童辅助训练游戏《星星生活乐园》成为融媒体出版的有益探索。2022 年，报媒板块实现年收入 2.07 亿元，同比下降 4.49%。
- **资本运作稳步开展，为业务发展提供动能。**公司战略性重组和专业化整合有序开展。已解决发行集团和教育书店同业竞争和资源整合问题；完成少先队员、黄金时代杂志社托管协议签订工作等。同时，公司积极筛选符合产业发展优质项目，组建专项基金；耗资 1.05 亿元，回购南方传媒 1.55% 股份；择机减持龙版传媒；完成恒新智行基金设立、广汽埃安项目投资工作；参与设立的央视融媒体基金已正式运营。公司积极推进资源整合及寻求投资机会，提供业务增长动能。
- **盈利预测与投资评级：**公司依托广东省资源禀赋，积极探索 AI+教育落地场景，通过资本运作为业务发展提供动能，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润达 11.7/13.6/15.6 亿元，同比增长 24%/15%/15%，选取中南传媒、山东出版、凤凰传媒为可比公司，给予公司 2023 年 22 倍 PE，对应市值 258 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道格局变化风险，盗版风险，政策变动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.26
一年最低/最高价	7.22/22.32
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	19,942.21
总市值(百万元)	19,942.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.33
资产负债率(% ,LF)	47.20
总股本(百万股)	895.88
流通 A 股(百万股)	895.88

南方传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,400	9,271	11,832	13,495	营业总收入	9,055	10,814	12,778	14,528
货币资金及交易性金融资产	3,764	4,676	6,824	7,697	营业成本(含金融类)	6,212	7,505	8,950	10,228
经营性应收款项	1,589	1,670	2,173	2,215	税金及附加	43	50	59	67
存货	1,455	1,875	2,136	2,425	销售费用	868	1,044	1,201	1,337
合同资产	0	0	0	0	管理费用	852	1,053	1,245	1,402
其他流动资产	592	1,051	699	1,159	研发费用	7	6	10	11
非流动资产	7,418	7,963	8,437	8,938	财务费用	-41	-17	-27	-49
长期股权投资	298	414	538	658	加:其他收益	122	151	166	182
固定资产及使用权资产	1,117	1,205	1,231	1,282	投资净收益	53	60	70	82
在建工程	1,617	1,949	2,233	2,540	公允价值变动	-113	10	8	6
无形资产	3,012	3,015	3,057	3,080	减值损失	-57	-51	-33	-30
商誉	18	18	18	18	资产处置收益	4	2	3	4
长期待摊费用	184	184	184	184	营业利润	1,121	1,345	1,554	1,776
其他非流动资产	1,172	1,178	1,176	1,176	营业外净收支	-7	0	0	0
资产总计	14,818	17,234	20,269	22,433	利润总额	1,114	1,345	1,554	1,776
流动负债	5,447	6,511	8,027	8,480	减:所得税	52	56	81	83
短期借款及一年内到期的非流动负债	50	50	50	50	净利润	1,062	1,290	1,472	1,693
经营性应付款项	3,885	4,581	5,782	5,908	减:少数股东损益	119	116	118	135
合同负债	593	716	854	976	归属母公司净利润	943	1,174	1,355	1,557
其他流动负债	919	1,165	1,340	1,547	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.05	1.31	1.51	1.74
非流动负债	1,323	1,354	1,384	1,386	EBIT	1,136	1,327	1,495	1,680
长期借款	729	799	823	842	EBITDA	1,371	1,719	1,903	2,085
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.39	30.60	29.96	29.60
租赁负债	156	118	123	106	归母净利率(%)	10.42	10.85	10.60	10.72
其他非流动负债	438	438	438	438	收入增长率(%)	6.57	19.43	18.16	13.70
负债合计	6,770	7,865	9,410	9,867	归母净利润增长率(%)	-2.65	24.40	15.43	14.98
归属母公司股东权益	7,237	8,442	9,814	11,386					
少数股东权益	811	927	1,045	1,180					
所有者权益合计	8,048	9,369	10,858	12,567					
负债和股东权益	14,818	17,234	20,269	22,433					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,425	1,761	2,935	1,701	每股净资产(元)	8.08	9.42	10.95	12.71
投资活动现金流	-305	-766	-706	-755	最新发行在外股份(百万股)	896	896	896	896
筹资活动现金流	-1,015	16	13	-14	ROIC(%)	12.30	13.17	12.77	12.60
现金净增加额	1,104	1,011	2,242	933	ROE-摊薄(%)	13.04	13.90	13.80	13.68
折旧和摊销	235	392	407	405	资产负债率(%)	45.69	45.64	46.43	43.98
资本开支	-271	-648	-587	-616	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.14	16.99	14.72	12.80
营运资本变动	1,026	85	1,087	-351	P/B(现价)	2.76	2.36	2.03	1.75

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

皖新传媒 (601801)

业绩稳健增长，期待教育及游戏 AI 探索 买入 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

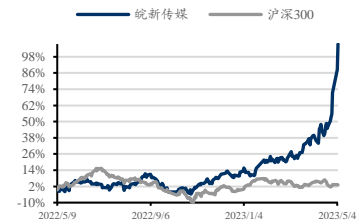
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,687	13,381	14,978	16,411
同比	16%	14%	12%	10%
归属母公司净利润 (百万元)	708	828	930	1,039
同比	11%	17%	12%	12%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.36	0.42	0.47	0.52
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.92	23.01	20.48	18.35

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **区域性出版发行龙头，经营业绩稳健提升。**皖新传媒拥有 100 多家全资、控股子公司，通过安徽、江苏、北京等地的 802 家实体网点，形成覆盖安徽全省、辐射周边的完整出版物分销服务及教育服务体系。公司主要业务包括文化消费、教育服务、全供应链管理及其他文化相关业务等。2022 年及 2023Q1 公司分别实现营收 116.87、30.97 亿元，同比增长 15.57%、11.43%，归母净利润 7.08、3.38 亿元，同比增长 10.65%、12.16%。
- **教育服务：强化优势，拓展创新业务。**公司是安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司，承担安徽省中小学教材发行业务。公司不断升级教育服务网络及教育服务专员体系，为安徽省中小学校及师生提供教材教辅、教育装备、教育信息化、数字教育产品、素质教育课程等相关教育服务，同时积极拓展 K12 智慧学校、大中专等高校及省外教育服务业务，并积极探索延展业务领域，开展教师培训、研学教育、职业教育、学前教育等业务。2022 年皖新智慧教育平台新增 7 个专项解决服务方案，智慧阅读系列产品实现销售收入 8442 万元，同比增长 192.62%。我们认为公司从事教育服务多年，已在教材教辅、数字教育产品等方面积累了独特优势，于“AI+教育”应用落地具备先发优势。
- **文化消费：出版发行业务稳健增长，打造新零售业态。**2022 年公司一般图书及音像制品实现营收 42.40 亿元，yoy+18.03%，主要系公司文教类图书及电商平台图书销售增加，公司拓展天猫、京东、拼多多、抖音、快手等多渠道网上商城，新型文化电商规模不断壮大，2022 年实现销售码洋约 5.7 亿元，同比增长 42.5%。公司持续推进集电商平台、微店、“阅+优选”等多种电商营销模式为一体的新零售体系，获客渠道、流量入口不断攀升，“皖新云书店”在 172 家门店上线应用，月访问量 8 万人次。
- **拓展供应链新模式服务领域，游戏业务市场竞争力不断提升。**2022 年公司供应链及物流服务业务实现收入 39.37 亿元，yoy+29.49%，主要系公司开拓公司外部物流和供应链业务。公司积极打造现代物流业与电商、现代制造业、现代农业等产业的跨界融合新模式，皖新徽三臭鳊鱼标准化工厂于 2022 年 1 月 22 日开业，推出创新产品臭鳊鱼系列预制菜，打造具有“徽州传统名菜”特色的预制菜品牌。年产能达 3000 吨，2022 年实现销售收入 1.1 亿元。游戏业务方面，方块游戏平台已累计上架产品 393 款，注册用户突破 190 万人，我们看好公司游戏业务或将直接受益于 AI 技术进步带来的游戏制作降本增收。
- **盈利预测与投资评级：**公司经营业绩稳健，教育及游戏业务场景有望承接 AI 应用落地，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 8.28/9.30/10.39 亿元，同比增长 16.99%/12.36%/11.63%，参考可比公司估值，给予公司 2023 年 30 倍 PE，对应市值 248 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.58
一年最低/最高价	4.42/9.58
市净率(倍)	1.65
流通 A 股市值(百万元)	19,056.58
总市值(百万元)	19,056.58

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.80
资产负债率(% ,LF)	36.14
总股本(百万股)	1,989.20
流通 A 股(百万股)	1,989.20

皖新传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,731	14,533	15,771	17,878	营业总收入	11,687	13,381	14,978	16,411
货币资金及交易性金融资产	9,327	9,447	11,497	11,782	营业成本(含金融类)	9,402	10,902	12,299	13,559
经营性应收款项	1,220	1,239	1,534	1,524	税金及附加	36	40	45	49
存货	1,840	3,307	2,391	3,951	销售费用	860	1,044	1,078	1,149
合同资产	15	13	17	17	管理费用	509	669	719	738
其他流动资产	329	527	332	604	研发费用	34	27	30	33
非流动资产	4,774	5,039	5,025	5,145	财务费用	-210	-169	-168	-207
长期股权投资	1,356	1,208	1,069	925	加:其他收益	38	40	45	49
固定资产及使用权资产	1,468	1,930	2,105	2,418	投资净收益	-2	0	0	0
在建工程	399	362	326	289	公允价值变动	-17	0	0	0
无形资产	233	226	214	205	减值损失	-320	0	0	0
商誉	24	24	24	24	资产处置收益	33	0	0	0
长期待摊费用	112	112	112	112	营业利润	788	908	1,020	1,139
其他非流动资产	1,181	1,178	1,174	1,171	营业外净收支	-37	0	0	0
资产总计	17,505	19,572	20,796	23,023	利润总额	751	908	1,020	1,139
流动负债	5,265	6,469	6,723	7,869	减:所得税	19	45	51	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	446	497	545	595	净利润	732	863	969	1,082
经营性应付款项	2,885	3,738	3,679	4,528	减:少数股东损益	24	35	39	43
合同负债	1,050	1,229	1,380	1,525	归属母公司净利润	708	828	930	1,039
其他流动负债	884	1,005	1,119	1,221	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.36	0.42	0.47	0.52
非流动负债	904	904	904	904	EBIT	609	739	852	932
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	841	1,013	1,129	1,212
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.55	18.53	17.89	17.38
租赁负债	724	724	724	724	归母净利率(%)	6.06	6.19	6.21	6.33
其他非流动负债	180	180	180	180	收入增长率(%)	15.57	14.50	11.94	9.57
负债合计	6,169	7,373	7,627	8,773	归母净利润增长率(%)	10.65	16.99	12.36	11.63
归属母公司股东权益	11,196	12,024	12,955	13,993					
少数股东权益	141	175	214	257					
所有者权益合计	11,337	12,199	13,169	14,251					
负债和股东权益	17,505	19,572	20,796	23,023					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,725	621	2,280	655	每股净资产(元)	5.63	6.04	6.51	7.03
投资活动现金流	-541	-538	-263	-400	最新发行在外股份(百万股)	1,989	1,989	1,989	1,989
筹资活动现金流	-487	37	32	31	ROIC(%)	4.78	5.42	5.81	5.90
现金净增加额	697	120	2,049	285	ROE-摊薄(%)	6.32	6.89	7.18	7.42
折旧和摊销	232	273	277	280	资产负债率(%)	35.24	37.67	36.68	38.10
资本开支	-61	-606	-321	-463	P/E(现价&最新股本摊薄)	26.92	23.01	20.48	18.35
营运资本变动	671	-529	1,018	-726	P/B(现价)	1.70	1.58	1.47	1.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

山东出版 (601019)

出版全产业链布局，加快文学研旅发展 买入 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

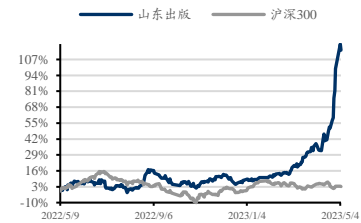
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	11,215	12,165	12,928	13,513
同比	3%	8%	6%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,680	1,831	1,988	2,148
同比	10%	9%	9%	8%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.81	0.88	0.95	1.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	15.46	14.19	13.07	12.09

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **出版全产业链布局，向研学文旅领域不断延伸：**公司拥有以出版、印刷复制、发行及零售、物资贸易为主的全产业链业务，逐步融合移动媒体、互联网媒体、数字出版、信息技术等新兴业态，延伸开拓研学文旅等领域。2022年公司营业收入112.15亿元 (YoY+2.98%)，归母净利润16.8亿元 (YoY+9.63%)。2023Q1公司营业收入21.72亿元 (YoY+6.54%)，归母净利润2.12亿元 (YoY-0.59%)。
- **出版业务稳健增长，行业地位逐步提升。**公司教材教辅业务多年来保持稳健增长的态势；2022年，公司出版业务实现营收32.96亿元，同比增长3.88%。2022年公司共出版图书12,956种、音像电子出版物323种、期刊8种，在全国图书零售市场整体实洋排第14名，较上年提升2位；年内监控销量超过10万册的图书有51种；累计销量超过50万册的图书有86种，累计销量超过100万册的图书。
- **发行业务深化转型升级，助力业绩增长。**发行业务近年来通过转型升级、发展相关多元产业，业绩取得显著增长。2022年书店集团实现营业收入87.06亿元 (YoY+2.32%)；实现利润总额10.32亿元 (YoY+2.43%)。2022年“新华悦购”平台新注册用户87.93万人，销售额1.71亿元；截至2022年底，全省新华书店会员已达1,274.61万人。
- **加快研学文旅业务发展，推进出版发行数字化。**截至2022年底，公司已与近20家研学旅行合作单位签订战略合作协议；持续研发精品课程，培育核心竞争力，推出“云上研学”系列课程；公司新开发音频书新型态图书30余种，并与学习强国山东学习平台、招商银行、海看网络电视端等多行业进行跨界融合；智能化教辅“小荷评测”教师端、学生端、家长端已经上线试运行；公司所属出版单位自建新媒体矩阵与营销团队，培养社内主播，开展图书宣传与营销。
- **盈利预测与投资评级：**公司布局出版全产业链，加快新业务及数字化转型，我们预计2023-2025年归母净利润达18.3/19.9/21.5亿元，同比增长9%/9%/8%，选取中南传媒、凤凰传媒、南方传媒作为可比公司，给予公司2023年19倍PE，对应市值348亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道格局变化风险，盗版风险，政策变动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.45
一年最低/最高价	5.66/13.51
市净率(倍)	1.91
流通 A 股市值(百万元)	25,981.90
总市值(百万元)	25,981.90

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.50
资产负债率(% ,LF)	35.21
总股本(百万股)	2,086.90
流通 A 股(百万股)	2,086.90

《山东出版(601019): 核心主业连续双位数增长，盈利能力保持较高水平》

2019-04-14

《山东出版(601019): 处地利、享天时，守正出新驱动成长》

2019-01-20

山东出版三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,769	15,500	17,234	19,428	营业总收入	11,215	12,165	12,928	13,513
货币资金及交易性金融资产	9,828	11,402	12,876	14,947	营业成本(含金融类)	6,847	7,524	7,994	8,356
经营性应收款项	2,159	2,340	2,386	2,551	税金及附加	70	71	76	81
存货	1,662	1,664	1,883	1,848	销售费用	1,211	1,363	1,435	1,486
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,399	1,545	1,616	1,682
其他流动资产	120	95	89	81	研发费用	17	21	20	21
非流动资产	6,798	7,238	7,842	8,322	财务费用	-56	-115	-140	-163
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	77	89	91	95
固定资产及使用权资产	3,551	3,883	4,339	4,661	投资净收益	32	38	34	39
在建工程	468	471	493	521	公允价值变动	17	32	25	20
无形资产	909	958	1,031	1,120	减值损失	-289	-202	-176	-176
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	106	109	79	111
长期待摊费用	139	139	139	139	营业利润	1,668	1,823	1,981	2,138
其他非流动资产	1,730	1,787	1,840	1,880	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	20,566	22,738	25,076	27,750	利润总额	1,669	1,823	1,981	2,138
流动负债	5,952	6,213	6,539	7,066	减:所得税	3	6	7	6
短期借款及一年内到期的非流动负债	129	154	179	227	净利润	1,666	1,817	1,974	2,132
经营性应付款项	2,945	3,395	3,392	3,735	减:少数股东损益	-14	-15	-14	-17
合同负债	1,684	1,659	1,882	1,955	归属母公司净利润	1,680	1,831	1,988	2,148
其他流动负债	1,194	1,004	1,086	1,150	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.88	0.95	1.03
非流动负债	1,254	1,348	1,386	1,401	EBIT	1,457	1,830	1,973	2,071
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,793	2,372	2,556	2,673
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.94	38.15	38.17	38.16
租赁负债	118	212	250	265	归母净利率(%)	14.98	15.05	15.38	15.90
其他非流动负债	1,136	1,136	1,136	1,136	收入增长率(%)	2.98	8.47	6.27	4.52
负债合计	7,206	7,561	7,925	8,467	归母净利润增长率(%)	9.63	8.98	8.56	8.06
归属母公司股东权益	13,361	15,192	17,180	19,329					
少数股东权益	0	-14	-29	-46					
所有者权益合计	13,361	15,178	17,152	19,283					
负债和股东权益	20,566	22,738	25,076	27,750					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,145	2,258	2,460	2,921	每股净资产(元)	6.40	7.28	8.23	9.26
投资活动现金流	-1,046	-705	-970	-850	最新发行在外股份(百万股)	2,087	2,087	2,087	2,087
筹资活动现金流	-760	120	63	63	ROIC(%)	11.11	12.51	11.87	11.05
现金净增加额	340	1,672	1,553	2,134	ROE-摊薄(%)	12.58	12.05	11.57	11.12
折旧和摊销	336	542	583	602	资产负债率(%)	35.04	33.25	31.60	30.51
资本开支	-369	-553	-781	-651	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.46	14.19	13.07	12.09
营运资本变动	10	-123	-135	181	P/B(现价)	1.94	1.71	1.51	1.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

新华文轩（601811）

四川地区出版龙头，关注教育服务业务优化升级

买入（首次）

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001
021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002
021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	10,930	11,596	12,287	12,923
同比	4%	6%	6%	5%
归属母公司净利润（百万元）	1,397	1,517	1,636	1,754
同比	7%	9%	8%	7%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.13	1.23	1.33	1.42
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.84	16.42	15.23	14.20

关键词：#新需求、新政策

投资要点

- **四川地区出版龙头，业绩增长稳健：**公司以出版发行为主业的全国一流文化企业，集出版物编辑、出版、销售及多元文化产业投资于一体，公司负责发行四川省小学及初中政府资助和非政府资助教材、高中非政府资助教材，同时为四川省在校学生及部分大学、图书馆及其它机构发行教辅。2022年公司营业收入109.3亿元（YoY+4.49%），归母净利润13.97亿元（YoY+6.95%）。2023Q1公司营业收入23.11亿元（YoY+4.73%），归母净利润2亿元（YoY+18.01%）。
- **内容把控及渠道协同并举，主营业务稳步发展。**内容方面，公司强化出版导向管理，加强对网络、文教等意识形态重点领域的管理；加强内容审读，把握出版导向及质量；渠道方面，公司加强渠道协同，通过传统电商渠道保住存量，多元渠道销售获得增量，实现整体经营稳定发展。据开卷数据显示，公司在大众出版市场码洋占有率排全国10/37，实洋占有率排11/37。2022年，公司出版业务实现营收27.5亿元，同比-2.83%；发行业务实现营收96.5亿元，同比+6.94%。
- **发力教育服务，打造全品类、全覆盖、高效率的教育服务能力。**公司不断提升产品研发能力和市场服务能力，实现教育服务业务稳步增长。教学用书方面，公司不断加强市场与上游出版资源的协同，2022年教学用书实现销售收入59.33亿元，同比增长10.56%。教育信息化及教育装备销售收入3.03亿元，同比下降18.70%，主因地方财政资金投入较上年同期大幅度下降。同时，公司不断推进渠道创新、机制创新和业务创新，2022年，公司持续推进“优学优教”线上服务平台的优化和升级，共覆盖学校6,319所，服务学生452.58万人。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为四川地区出版行业龙头，具备出版能力、阅读服务能力、教育服务能力优势。我们看好公司核心主业稳健提升，教育服务业务贡献业绩增量，预计2023-2025年归母净利润达15.2/16.4/17.5亿元，同比增长9%/8%/7%，选取凤凰传媒，山东出版，南方传媒为可比公司，给予公司2023年21倍PE，对应市值319亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**渠道格局变化风险，盗版风险，政策变动风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.19
一年最低/最高价	8.45/22.28
市净率(倍)	1.96
流通 A 股市值(百万元)	15,988.54
总市值(百万元)	24,911.25

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.29
资产负债率(%，LF)	40.17
总股本(百万股)	1,233.84
流通 A 股(百万股)	791.90

新华文轩三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,750	14,472	16,214	18,068	营业总收入	10,930	11,596	12,287	12,923
货币资金及交易性金融资产	7,802	9,191	10,733	12,265	营业成本(含金融类)	6,913	7,354	7,811	8,238
经营性应收款项	1,788	1,752	1,880	1,976	税金及附加	43	49	52	54
存货	2,573	2,950	2,986	3,237	销售费用	1,211	1,287	1,364	1,421
合同资产	10	24	18	23	管理费用	1,402	1,484	1,573	1,654
其他流动资产	578	555	597	566	研发费用	14	15	16	17
非流动资产	7,901	8,113	8,473	8,626	财务费用	-143	-117	-138	-161
长期股权投资	748	764	768	778	加:其他收益	91	93	100	105
固定资产及使用权资产	2,833	2,964	3,213	3,379	投资净收益	112	121	129	136
在建工程	47	38	30	24	公允价值变动	-135	-128	-122	-116
无形资产	391	409	424	440	减值损失	-183	-124	-118	-106
商誉	623	684	775	852	资产处置收益	40	23	23	25
长期待摊费用	44	44	44	44	营业利润	1,415	1,509	1,622	1,742
其他非流动资产	3,215	3,211	3,218	3,110	营业外净收支	-35	0	0	0
资产总计	20,651	22,585	24,687	26,694	利润总额	1,380	1,509	1,622	1,742
流动负债	7,542	8,054	8,596	8,912	减:所得税	-11	-3	-8	-6
短期借款及一年内到期的非流动负债	110	119	132	143	净利润	1,391	1,512	1,630	1,748
经营性应付款项	5,455	5,906	6,290	6,505	减:少数股东损益	-5	-4	-6	-6
合同负债	584	611	654	687	归属母公司净利润	1,397	1,517	1,636	1,754
其他流动负债	1,393	1,418	1,520	1,577	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.13	1.23	1.33	1.42
非流动负债	447	358	286	229	EBIT	1,397	1,624	1,689	1,748
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,581	1,934	2,019	2,093
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	36.75	36.58	36.42	36.25
租赁负债	315	252	201	161	归母净利率(%)	12.78	13.08	13.32	13.57
其他非流动负债	132	106	85	68	收入增长率(%)	4.49	6.09	5.95	5.18
负债合计	7,989	8,411	8,882	9,141	归母净利润增长率(%)	6.95	8.60	7.86	7.21
归属母公司股东权益	12,490	14,007	15,643	17,397					
少数股东权益	172	168	162	156					
所有者权益合计	12,662	14,174	15,805	17,553					
负债和股东权益	20,651	22,585	24,687	26,694					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,024	1,961	2,247	2,022	每股净资产(元)	10.12	11.35	12.68	14.10
投资活动现金流	232	-506	-659	-453	最新发行在外股份(百万股)	1,234	1,234	1,234	1,234
筹资活动现金流	-493	-66	-46	-36	ROIC(%)	11.47	11.78	11.07	10.32
现金净增加额	1,764	1,389	1,542	1,532	ROE-摊薄(%)	11.18	10.83	10.46	10.08
折旧和摊销	288	310	330	345	资产负债率(%)	38.69	37.24	35.98	34.24
资本开支	-175	-450	-617	-534	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.84	16.42	15.23	14.20
营运资本变动	212	45	212	-123	P/B(现价)	1.99	1.78	1.59	1.43

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

中文传媒 (600373)

主业经营稳健，多元拓展渐显成效

买入 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

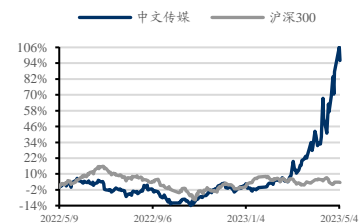
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	10,236	10,978	11,702	12,424
同比	-4%	7%	7%	6%
归属母公司净利润 (百万元)	1,930	2,180	2,312	2,460
同比	-6%	13%	6%	6%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.42	1.61	1.71	1.82
P/E (现价&最新股本摊薄)	13.11	11.61	10.94	10.28

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- 全产业链出版公司，经营业绩稳健。**中文传媒是一家具有多介质、平台化、全产业链的大型出版公司，主营业务包括书报刊和音像电子出版物编辑出版、印刷发行、物资供应等传统出版业务；国内外贸易和供应链业务、现代物流和物联网技术应用等产业链延伸业务；新媒体、数字教育、互联网游戏、数字出版、艺术品经营、文化综合体、投融资等新业态。2022年及2023Q1公司实现营收102.36/24.91亿元，yoy-4.46%/-3.86%，归母净利润19.30/4.28亿元，yoy-5.53%/+10.60%。截至2023Q1，公司现金及现金等价物为135.74亿元，在手现金充裕。
- 夯实出版发行业务优势，构筑业绩稳固基础。**公司传统主业延续高质量发展，稳步贡献利润，为公司长期稳健增长提供重要支撑。出版业务方面，2022年实现营收38.35亿元，yoy+7.64%，根据开卷公司年度报告显示，2022年公司在综合零售市场实洋占有率为2.98%，同比增长0.02pct，实洋品种效率1.95，其中网店渠道实洋占有率为3.25%，逆势增长0.12pct。发行业务方面，2022年实现营收55.55亿元，yoy+3.69%，公司发行板块一般图书销售码洋30.77亿元，截至2022年末，发行板块图书发行网点310家，营业面积20.71万平方米。
- 数字化转型拓展价值链，管理优化激活内生动力。**公司聚焦数字化转型，其中出版融合成效显著，2022年数字出版板块共获得11项国家级、全国性、省部级荣誉。公司已成立数字化建设工作领导小组，加快数字化转型，试水文旅融合、文化数字体验馆等项目，拓展产业链价值链。同时公司积极探索管理模式改善，以激发内生动力，2022年37家“三制”机构经营业绩持续增长。
- 游戏业务：中国手游出海先驱者，SLG品类优势有望持续获验。**智明星通作为中国手游出海的先驱者，已在SLG赛道建立独特的研运优势，于海外地区成功推出《Clash of Kings》《The Walking Dead》等手游。公司面向全球市场的研发、发行能力出色，2022年90%收入均来自海外，根据data.ai数据，2023年2月智明星通位于中国游戏厂商出海收入排行榜第20名。2022年智明星通实现营收15.32亿元，同比下滑16.78%，主要系存量游戏步入成熟期，流水自然下滑。我们看好公司老游延续长线运营，新游陆续上线带动业绩回暖，同时看好AI技术进步将赋能游戏业务降本增收。
- 盈利预测与投资评级：**公司传统主业经营稳健，数字化转型及多元拓展渐显成效，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为21.80/23.12/24.60亿元，同比增长12.91%/6.07%/6.43%，参考行业估值水平，给予公司2023年15倍PE，对应市值327亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**业务发展不及预期，AI技术及应用发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.67
一年最低/最高价	8.13/19.93
市净率(倍)	1.41
流通 A 股市值(百万元)	25,299.04
总市值(百万元)	25,299.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.22
资产负债率(% ,LF)	41.93
总股本(百万股)	1,355.06
流通 A 股(百万股)	1,355.06

《中文传媒(600373)：中文传媒：军心稳固，产品朝多元化结构迈进》

2017-08-25

《中文传媒(600373)：中文传媒：游戏产品成熟推动业绩释放，看好新产品的业绩叠加效应》

2017-04-26

中文传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	19,187	21,186	25,126	27,058	营业总收入	10,236	10,978	11,702	12,424
货币资金及交易性金融资产	16,202	17,790	21,649	23,251	营业成本(含金融类)	6,273	6,804	7,288	7,770
经营性应收款项	1,748	1,686	2,086	1,879	税金及附加	39	44	47	50
存货	1,086	1,393	1,278	1,561	销售费用	923	1,043	1,088	1,155
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,552	1,647	1,732	1,839
其他流动资产	150	318	113	367	研发费用	251	274	293	311
非流动资产	9,544	10,091	10,700	11,254	财务费用	-436	-182	-181	-222
长期股权投资	2,230	2,538	2,746	3,005	加:其他收益	58	55	59	62
固定资产及使用权资产	2,123	2,449	2,938	3,321	投资净收益	607	933	995	1,056
在建工程	79	79	79	79	公允价值变动	-102	0	0	0
无形资产	680	587	488	392	减值损失	-152	-19	-30	-25
商誉	2,438	2,438	2,438	2,438	资产处置收益	6	0	0	0
长期待摊费用	99	99	99	99	营业利润	2,052	2,317	2,458	2,616
其他非流动资产	1,896	1,900	1,912	1,920	营业外净收支	-93	0	0	0
资产总计	28,731	31,276	35,825	38,312	利润总额	1,959	2,317	2,458	2,616
流动负债	8,075	8,418	10,632	10,633	减:所得税	43	116	123	131
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,637	2,203	2,967	3,632	净利润	1,917	2,202	2,335	2,485
经营性应付款项	2,616	2,120	3,255	2,314	减:少数股东损益	-14	22	23	25
合同负债	1,939	1,970	2,182	2,288	归属母公司净利润	1,930	2,180	2,312	2,460
其他流动负债	1,883	2,126	2,229	2,399	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.42	1.61	1.71	1.82
非流动负债	2,966	2,966	2,966	2,966	EBIT	1,169	1,221	1,313	1,362
长期借款	885	885	885	885	EBITDA	1,449	1,781	1,914	1,967
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	毛利率(%)	38.72	38.02	37.72	37.47
租赁负债	88	88	88	88	归母净利率(%)	18.86	19.85	19.76	19.80
其他非流动负债	993	993	993	993	收入增长率(%)	-4.46	7.25	6.59	6.17
负债合计	11,041	11,385	13,598	13,599	归母净利润增长率(%)	-5.53	12.91	6.07	6.43
归属母公司股东权益	17,486	19,665	21,977	24,437					
少数股东权益	205	227	250	275					
所有者权益合计	17,690	19,892	22,227	24,712					
负债和股东权益	28,731	31,276	35,825	38,312					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,084	1,295	3,455	1,213	每股净资产(元)	12.90	14.51	16.22	18.03
投资活动现金流	474	-192	-245	-127	最新发行在外股份(百万股)	1,355	1,355	1,355	1,355
筹资活动现金流	-291	485	650	515	ROIC(%)	5.71	5.11	4.87	4.50
现金净增加额	2,282	1,588	3,860	1,601	ROE-摊薄(%)	11.04	11.08	10.52	10.07
折旧和摊销	280	560	601	604	资产负债率(%)	38.43	36.40	37.96	35.50
资本开支	-149	-443	-642	-542	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.11	11.61	10.94	10.28
营运资本变动	154	-633	1,369	-995	P/B(现价)	1.45	1.29	1.15	1.04

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

世纪天鸿 (300654)

基石业务维持增长态势，前瞻布局“AI+教育”探索第二曲线

增持 (首次)

2023年05月08日

证券分析师 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书: S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	433	509	594	682
同比	5%	18%	17%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	36	44	53	61
同比	3%	24%	20%	14%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.10	0.12	0.15	0.17
P/E (现价&最新股本摊薄)	191.90	154.71	128.87	112.62

关键词: #新产品、新技术、新客户

投资要点

- 民营书业标杆企业，经营业绩稳健。**世纪天鸿主营业务为教辅图书的策划、设计、制作与发行。公司深耕 K12 教育领域，为小学、初中与高中阶段学生与教师，提供同步学习、备考、专题、工具参考、教研教案等全品类的教辅图书。同时公司敏锐把握教育信息化机会，积极布局教育 AI 等项目，延长产业链布局。2022 年及 2023Q1 公司实现营业收入 4.33、0.85 亿元，同比增长 5.25%、31.54%，归母净利润 0.36、0.08 亿元，同比增长 2.78%、18.52%，扣非归母净利润 0.31、0.07 亿元，同比增长 13.50%、85.82%。
- 教辅图书：夯实研发加强推广，升级产品服务推动业绩增长。**教辅图书业务作为公司基石业务，贡献了主要收入和利润，2022 年实现收入 3.66 亿元，yoy+3.16%，营收占比 84.45%。公司坚定执行“研销服科一体化”，在产品研发方面，2022 年及 2023Q1 策划编辑制作图书 3347、837 本，总字数约 13、2.8 亿字；在产品推广方面，2022 年新增陕西、贵州、浙江等省份的评议目录产品 345 种，并加强区域中心建设。同时 2023Q1 公司进一步完善教研服务流程体系，组织召开了 47 场教研服务培训会议，先期覆盖了四川、贵州、山东、安徽、江苏、广东等 6 个省份，教研服务推动业绩增长的发展路线得到初步验证。
- 教育 AI：依托内容资源优势，对外投资补齐技术。**2023Q1 公司确定了以“AI+教育”为公司未来第二曲线增长方向，将以近三十年经营所积累的教研能力、内容资源和学校、教师、学生等用户资源为基础，倾斜资金、人员、时间和精力，积极开发降本增效产品，在教师的教学辅助、学生的学习效率提升等方面提供工具与应用。公司已于 2022 年 3 月完成再融资，募集资金总额 2.44 亿元，将全部用于教育内容 AI 系统建设项目。同时公司积极对接外部企业，战略投资一笔两划、微橡科技，补齐技术短板。
- 股权激励调动团队积极性，彰显发展信心。**公司于 2022 年通过第一期股权激励计划，拟向 142 名激励对象授予限制性股票，并以 2021 年净利润为基数，设定 2022-2024 年净利润（扣非归母净利润，并剔除股份支付费用的影响）增长率不低于 30%、65%、100% 的业绩考核指标，其中第一期考核目标已顺利完成。
- 盈利预测与投资评级：**公司前瞻布局教育 AI，有望取得先发优势，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 0.44/0.53/0.61 亿元，同比增长 24.04%/20.05%/14.43%，对应当前股价 PE 分别为 155/129/113 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.97
一年最低/最高价	7.17/20.04
市净率(倍)	5.21
流通 A 股市值(百万元)	6,058.48
总市值(百万元)	6,832.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.64
资产负债率(% ,LF)	23.92
总股本(百万股)	360.19
流通 A 股(百万股)	319.37

世纪天鸿三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	865	933	988	1,110	营业总收入	433	509	594	682
货币资金及交易性金融资产	591	624	608	700	营业成本(含金融类)	290	346	413	485
经营性应收款项	225	240	311	317	税金及附加	3	3	3	3
存货	32	47	46	63	销售费用	48	56	59	61
合同资产	0	0	0	0	管理费用	43	48	53	58
其他流动资产	17	23	23	30	研发费用	5	5	6	7
非流动资产	177	198	230	256	财务费用	-4	0	0	0
长期股权投资	28	40	58	72	加:其他收益	1	2	2	2
固定资产及使用权资产	51	51	54	55	投资净收益	7	8	12	14
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	30	26	22	18	减值损失	-5	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	53	60	73	83
其他非流动资产	69	80	96	110	营业外净收支	-3	0	0	0
资产总计	1,042	1,131	1,217	1,366	利润总额	50	60	73	83
流动负债	242	303	335	421	减:所得税	13	15	18	21
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	37	45	54	62
经营性应付款项	173	231	244	318	减:少数股东损益	1	1	1	2
合同负债	4	5	6	7	归属母公司净利润	36	44	53	61
其他流动负债	64	66	85	95	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.10	0.12	0.15	0.17
非流动负债	9	9	9	9	EBIT	41	53	61	69
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	49	64	73	82
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.02	32.06	30.41	28.87
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	8.22	8.67	8.93	8.90
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	5.25	17.61	16.61	14.80
负债合计	251	312	344	430	归母净利润增长率(%)	2.78	24.04	20.05	14.43
归属母公司股东权益	777	804	857	918					
少数股东权益	14	15	16	18					
所有者权益合计	791	819	873	936					
负债和股东权益	1,042	1,131	1,217	1,366					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	34	75	16	117	每股净资产(元)	3.67	2.23	2.38	2.55
投资活动现金流	20	-25	-32	-25	最新发行在外股份(百万股)	360	360	360	360
筹资活动现金流	183	-17	0	0	ROIC(%)	4.47	4.90	5.36	5.73
现金净增加额	237	33	-16	93	ROE-摊薄(%)	4.58	5.49	6.18	6.61
折旧和摊销	8	12	12	12	资产负债率(%)	24.11	27.58	28.26	31.49
资本开支	-15	-3	-5	-4	P/E(现价&最新股本摊薄)	191.90	154.71	128.87	112.62
营运资本变动	-3	25	-39	56	P/B(现价)	5.17	8.49	7.97	7.44

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

