

凝心聚力挺拔主业，构建融媒业务新生态

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 公司为国内领先的出版发行平台，业绩稳步增长，2017-2021年营业收入 CAGR 为 9.1%，2017-2021 年归母净利润 CAGR 达 10.1%。2) 毛利率维持较高水平，2016-2021 年，公司毛利率维持在 30% 的水平；3) 多年来深耕出版与发行业务，集中优势资源，做优存量、做大增量，拥有出版、印刷、发行、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。
- **凝心聚力挺拔主业，巩固教育出版核心优势。**1) 教育出版集约化经营成效显著，公司将各出版社粤版教材教辅资源进行整合统一，同质化竞争和资源内耗问题得到有力解决。全年出版教材 1234 种，教辅 2911 种，全年免费教材确认册数约 1.9 亿册，码洋 14.5 亿元。2) 深入推进大众出版专业化特色化品牌化改革，以改革助推大众出版开启新局面。全年出版图书 8133 种，其中大众图书 3988 种，音像制品 187 种，电子出版物 328 种。
- **线上线下双渠道结合，构建融媒业务新生态。**1) 2021 年新建及改造门店 13 家，建设面积达 1.36 万平方米；新华发行集团自有线上平台“通读在线”已在 135 家门店上线，形成双线结合、覆盖全省、设施完备、服务规范、多元融合、营销活跃、双效俱佳的发行网络。2) 时代传媒集团融媒业务迅速发展，全网年流量超 27 亿，各平台累计用户数达 1 亿，阅读量 10 万+文章突破 1000 篇。
- **战略收购粤新公司股权，提升业务协同效应。**公司旗下子公司新华发行和新华印刷，拟分别出资 1.2 亿元和 5917.9 万元，购买粤新公司 65.7%、33.3% 股权。粤新公司持有位于肇庆高新区的地块，符合新华发行集团物流及新华印刷开发建设需求。公司通过股权购买，并对对标的地块开发建设，未来有望增强物流配送、印刷能力等主营业务保障能力，加大新业务的拓展能力，实现资源集约化，功能多元化，有力推动发行集团、新华印刷业务转型升级与高质量发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-24 年 EPS 分别为 0.98 元、1.03 元、1.07 元，对应的 PE 分别为 8 倍、7 倍、7 倍。公司传统出版发行业务强者恒强，新业务报媒或将贡献第二增长曲线，给予公司 2022 年 10x PE，对应市值 87.8 亿元，对应股价 9.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**新业务拓展不达预期的风险、税收优惠政策的风险、数字化转型升级的风险、疫情蔓延影响线下销售的风险、收购进度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7598.08	8175.15	8808.01	9333.32
增长率	10.17%	7.59%	7.74%	5.96%
归属母公司净利润（百万元）	808.33	877.75	919.85	960.00
增长率	6.30%	8.59%	4.80%	4.37%
每股收益 EPS（元）	0.90	0.98	1.03	1.07
净资产收益率 ROE	11.26%	11.11%	10.64%	10.19%
PE	8	8	7	7
PB	0.95	0.87	0.79	0.72

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘言
执业证号：S1250515070002
电话：023-67791663
邮箱：liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.96
流通 A 股(亿股)	8.96
52 周内股价区间(元)	6.86-9.02
总市值(亿元)	70.33
总资产(亿元)	135.77
每股净资产(元)	7.81

相关研究

目 录

1 公司概况：国内领先的综合性出版传媒企业	1
1.1 业务发展稳中有新，顺应潮流转型升级	1
1.2 广版集团稳定控股，管理层经验丰富	1
1.3 业绩稳步增长，经营能力较为突出	3
1.4 上下游产业链完整，出版发行为主要业务	4
2 行业概览：教育刚需奠定基础，线上销售成为主流	5
2.1 图书市场态势良好，教育刚需确保教辅需求	6
2.2 国家重点战略部署，法律完善补贴良好	7
2.3 线上销售不断增加，数字教育成为主流	9
3 竞争优势：出版发行主业挺拔，多业态共融开创新局	10
3.1 教育出版稳步发展，大众出版开启新局面	10
3.2 创新渠道建设，线上销售开新局	12
3.3 深化媒体融合，构建融媒业务新生态	12
3.4 优化资源配置助力外延扩张，文化产业园扎实推进	14
4 盈利预测与投资建议	15
5 风险提示	17

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	2
图 3: 公司 2016 年以来营业收入及增速.....	3
图 4: 公司 2016 年以来归母净利润与增速.....	3
图 5: 公司 2016 年以来毛利润 (亿元) 及毛利率.....	4
图 6: 公司 2016 年以来费用率与增速.....	4
图 7: 公司主要业务.....	4
图 8: 公司 2019 年以来主营业务收入 (亿元)	5
图 9: 公司 2019 年以来主营业务收入占比	5
图 10: 公司 2019 年以来主营业务毛利率.....	5
图 11: 中国图书零售市场规模及增速	6
图 12: 2016-2021 年中小学生人数情况.....	6
图 13: 2019 年中国图书零售市场细分品类份额	6
图 14: 2020 年中国图书零售市场细分品类份额	6
图 15: 2016-2020 年中国图书线上线下销售情况	9
图 16: 中国大学 MOOC 平台	9
图 17: 国家智慧教育公共平台	9
图 18: 《通用技术》	10
图 19: 《信息技术》	10
图 20: 粤教翔云数字教材应用平台 V3.0.....	11
图 21: “新华乐育”课后服务托管平台	11
图 22: 《双循环论纲》	11
图 23: 《活力粤港澳大湾区丛书》	11
图 24: 广东新华品牌书店.....	12
图 25: 通读在线运营平台系统.....	12
图 26: 爱花城文学平台主页	13
图 27: 广东新华发行集团官方抖音账号	14
图 28: 《星星生活乐园》发布会	14
图 29: 南方传媒广场	15
图 30: 新华文化中心	15
图 31: 南方传媒中心工程示意图	15
图 32: 南方传媒中心现场图片	15

表 目 录

表 1：管理团队主要构成及介绍	2
表 2：教辅出版社竞争格局	7
表 3：出版行业政策	8
表 4：表 4：线下销售门店数量	12
表 5：新周刊各新媒体平台关注人数	13
表 6：公司在资本运作方面取得的成果	14
表 7：分业务收入及毛利率	16
表 8：可比公司估值	16
附表：财务预测与估值	18

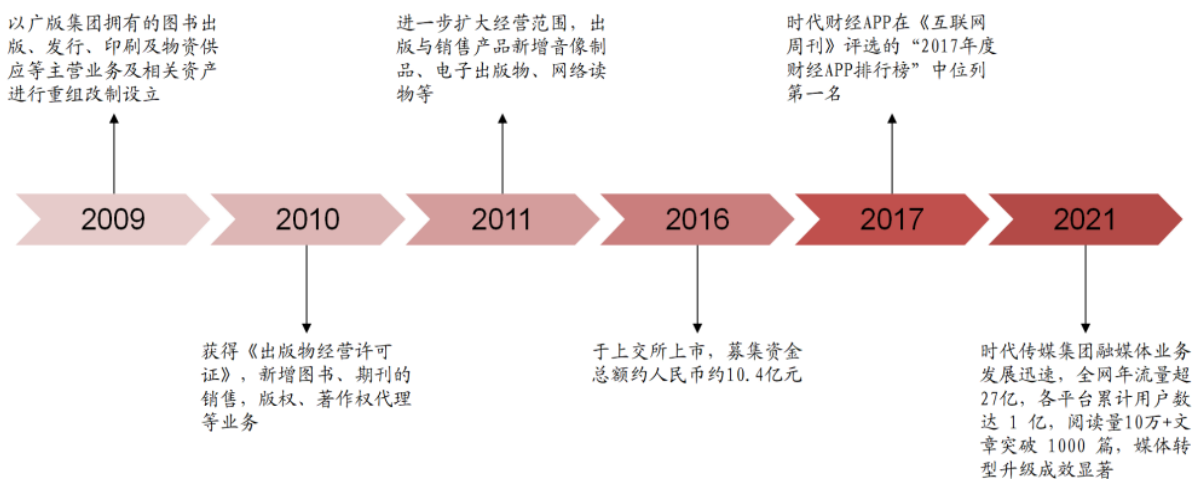
1 公司概况：国内领先的综合性出版传媒企业

南方传媒是聚合图书、期刊、电子出版物、新媒体等多种介质，集传统出版发行业务与数字出版、移动媒体等新媒体业务于一体的综合性出版传媒企业，拥有出版、印刷、批发、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。公司拥有 10 家出版社，旗下有 4 报 24 刊，按照专业化品牌化特色化的发展思路，深耕内容生产，多次获国家级奖项。近年来，公司积极响应国家政策，教育出版核心业务集约化经营、数字化创新成效显著。同时，公司顺应媒体转型浪潮，深化媒体融合，以时代传媒集团为代表的融媒体业务发展迅速、势头强劲。

1.1 业务发展稳中有新，顺应潮流转型升级

公司发展历程：南方传媒成立于 2009 年，是以广版集团和南方报业作为发起人而成立的股份有限公司，以广版集团 2008 年拥有的图书出版、发行、印刷及物资供应等主营业务及相关资产进行重组改制设立，注册资本为 6.5 亿元。2010 年，公司获得《出版物经营许可证》，新增图书、期刊的销售，版权、著作权代理等业务。2011 年，公司进一步扩大经营范围，出版与销售产品新增音像制品、电子出版物、网络读物等。2016 年，公司成功于上交所上市，募集资金总额约人民币约 10.4 亿元。公司大力推进新媒体业务发展，2017 年，时代财经 APP 在《互联网周刊》评选的“2017 年度财经 APP 排行榜”中位列第一名。2021 年，时代传媒集团融媒体业务发展迅速，全网年流量超 27 亿，媒体转型升级成效显著。

图 1：公司发展历程

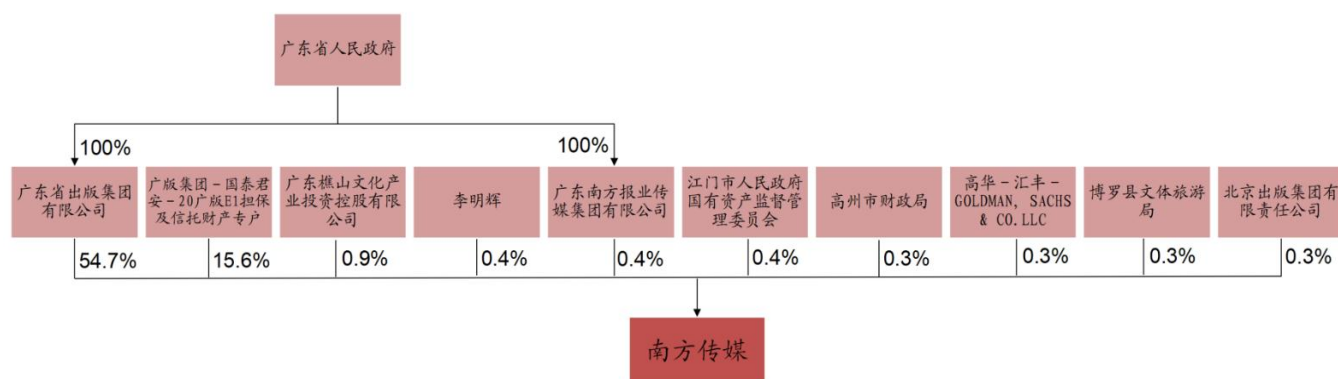


数据来源：公司招股书，iFinD，西南证券整理

1.2 广版集团稳定控股，管理层经验丰富

公司股权结构：公司实控人为广东省出版集团有限公司，直接持有约 54.7% 的股权，通过广版集团国泰君安专户持有约 15.6% 的股权，合计持有公司 70.3% 的股权，公司最终控制方为广东省人民政府。公司前十大股东持股比例合计数约为 73.5%。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司招股书，iFinD，西南证券整理

公司高管：公司管理及执行团队成员毕业于中山大学、武汉大学及其他知名学府，专业背景以经济学、管理学为主，多位成员曾任职政府部门、高校，专业知识及管理经验丰富。董事长谭君铁自 2018 年起任职，董事、总经理叶河于 2017 年起任职，核心管理及执行团队已共事近 5 年，管理团队较为稳定。

表 1：管理团队主要构成及介绍

姓名	职位	任期起始日期	过往经历
谭君铁	董事长	2018/11/14	正高级经济师，中山大学管理学硕士。 历任广东省政府副秘书长，广东省港澳办主任、党组书记，广东省梅州市委副书记、市政府市长、党组书记，梅州市委书记、市人大常委会主任。 现任南方传媒党委书记、董事长，广东省出版集团党委书记、董事长。
叶河	董事	2017/4/5	正高级经济师，中山大学高级工商管理硕士，华南师范大学教育硕士。 历任广东省出版集团课程教材研究中心党委书记、总经理，南方传媒党委委员、副总经理，广东省出版集团副总经理。
	总经理	2017/10/28	现任南方传媒党委副书记、董事、总经理，广东省出版集团党委副书记、董事。
肖延兵	总编辑	2018/3/12	高级经济师，中山大学管理学博士，广东省社科院产业经济学硕士。 曾任安徽农业大学，历任广东省委宣传部新闻出版处主任科员，新闻处主任科员，网络新闻协调处处长，广东省委宣传部办公室主任，广东花城出版社有限公司党委书记、执行董事、总经理。 现任南方传媒党委委员、董事、总编辑。
蒋鸣涛	副总经理	2017/6/7	高级经济师，武汉大学图书发行专业学士。 曾任职广东省出版成人中专学校、广东新华发行集团股份有限公司、广东人民出版社，历任广东新华发行集团股份有限公司董事会秘书、副总经理、总经理、党委委员。 现任南方传媒党委委员、董事、副总经理，发行集团党委书记、董事长。
雷鹤	董事会秘书	2015/12/22	正高级经济师，武汉大学图书发行专业和经济学专业学士，中山大学工商管理硕士。 历任广东省新华书店门市部主任、广东海燕电子音像出版社发行部副经理，广东省出版集团人力资源部副总监、上市办副主任，南方传媒证券部总监。现任南方传媒党委委员、副总经理、董事会秘书。
	副总经理	2017/8/28	

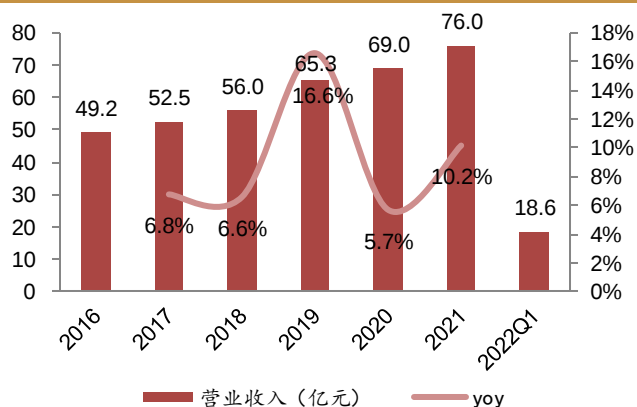
姓名	职位	任期起始日期	过往经历
崔松	总会计师 (财务负责人)	2021/5/18	中山大学会计硕士学位, 高级会计师, 注册会计师, 注册税务师。 历任广东省出版集团有限公司财务部主管, 广东新华发行集团股份有限公司党委委员、财务总监、总会计师, 广东省出版集团有限公司财务部总监。 现任南方传媒党委委员、总会计师(财务负责人), 南方传媒财务部总监。

数据来源: 公司2021 年报, 西南证券整理

1.3 业绩稳步增长, 经营能力较为突出

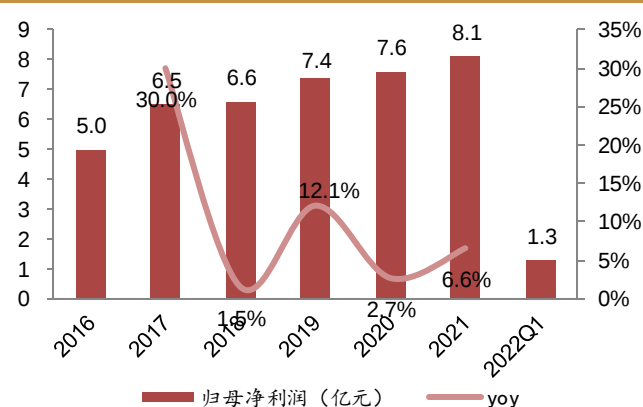
顺应行业发展趋势, 业绩保持稳定增长: 2016-2021 年, 公司营收和归母净利润均维持稳步上涨趋势, 2017-2021 年营业收入 CAGR 达 9.1%, 2017-2021 年归母净利润 CAGR 达 10.1%。2021 年, 公司实现营业收入 76 亿元, 同比增长 10.2%; 实现归母净利润 8.1 亿元, 同比增长 6.6%。主要系报告期内受学生人数增长、高中教辅定价升高、党政读物业务增长等带来的政策性增长, 以及创新营销方式加大电商业务发展、积极拓展大中专院校及大客户业务、广告业务持续发展、纸张社会销售规模增大等带来的市场性增长所致。

图 3: 公司 2016 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

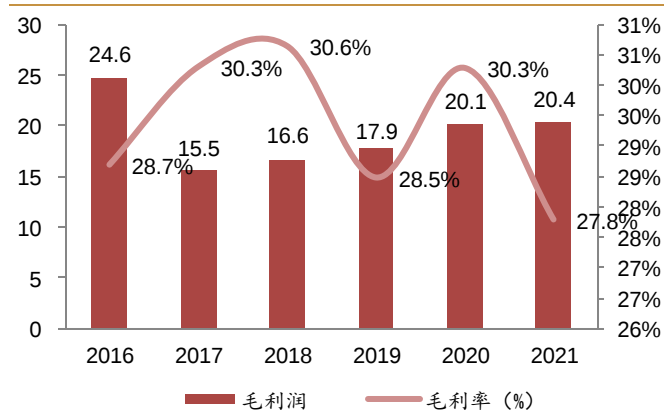
图 4: 公司 2016 年以来归母净利润与增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

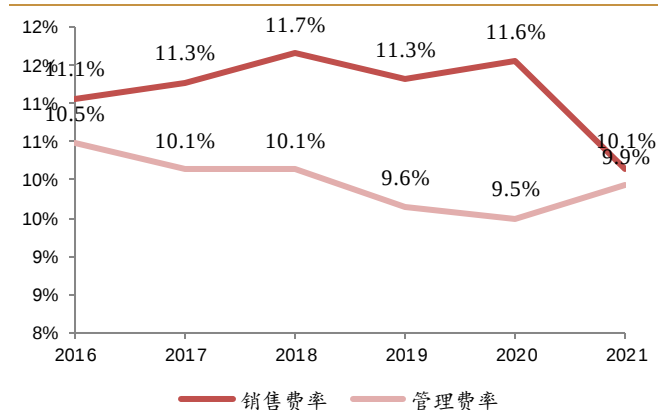
毛利率维持在 30% 水平, 费用率波动下降。 2016-2021 年, 公司毛利率在 30% 的水平上下波动, 2021 年毛利率为 27.8%, 同比下降 8.2%, 主要系公司出版业务的版权费用和稿酬、发行业务的销售成本增加所致。2016 年-2021 年, 公司费用率波动下降, 2021 年销售费用率为 10.1%, 管理费用率为 9.9%。

图 5：公司 2016 年以来毛利润（亿元）及毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2016 年以来费用率与增速

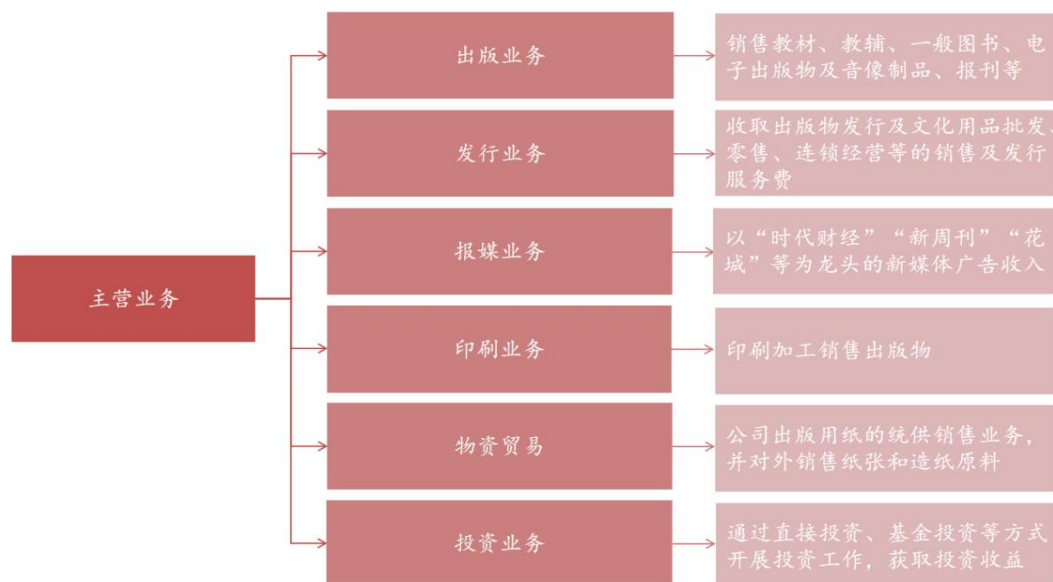


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 上下游产业链完整，出版发行为主要业务

公司主营业务结构：南方传媒的主营业务为图书、报刊、电子音像出版物的出版和发行，出版业务方面，其出版的图书主要为教材、教辅以及一般图书，盈利模式为上述出版物的销售；发行业务方面，公司经营出版物的批发、零售以及连锁经营业务，通过出版物的销售以及收取发行服务费盈利。目前，公司聚合了图书、期刊、报纸、电子音像、新媒体等多种传媒介质，形成了出版、发行、印刷、零售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。其盈利模式如下图所示：

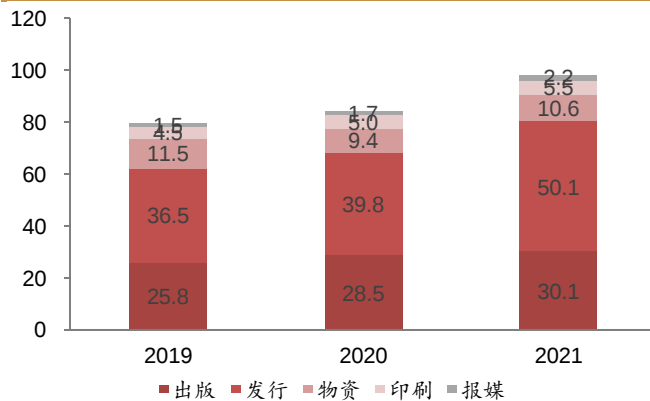
图 7：公司主要业务



数据来源：公司招股书，西南证券整理

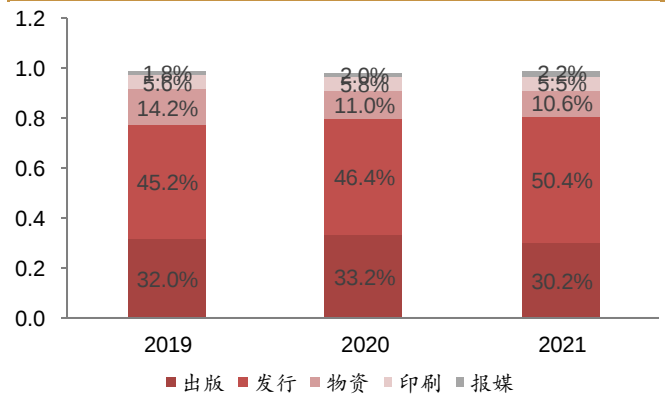
从营收与利润角度来看, 出版和发行合计收入占比超八成, 为公司主要收入与利润来源。2021 年, 公司出版业务收入为 30.1 亿元, 发行业务收入为 50.1 亿元; 出版业务毛利率为 22.7%, 发行业务毛利率为 20.2%, 报媒业务毛利率最高, 2021 年达到 44.6%, 主要原因为广告业务利润率较高。

图 8: 公司 2019 年以来主营业务收入 (亿元)



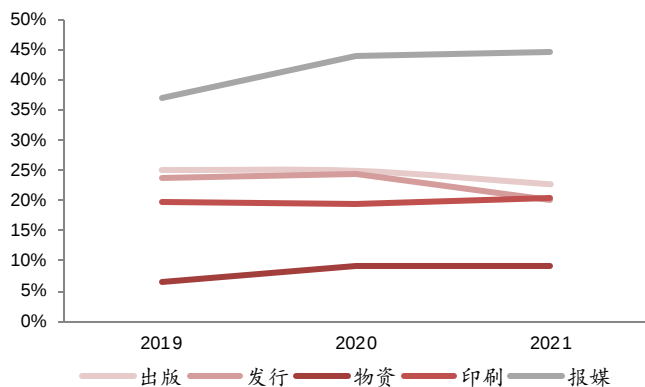
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司 2019 年以来主营业务收入占比



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 10: 公司 2019 年以来主营业务毛利率



数据来源: 公司招股书, 西南证券整理

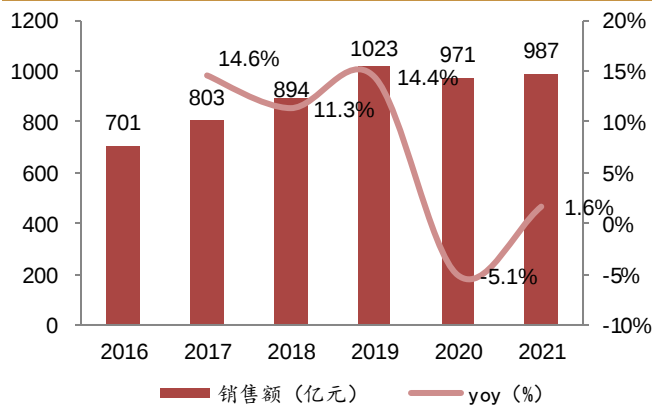
2 行业概览: 教育刚需奠定基础, 线上销售成为主流

按照中国证监会行业分类, 南方传媒属于“新闻和出版业”, 公司所处的出版传媒板块主要从事图书的出版和发行等业务。中华民族历来重视阅读, 伴随全民素质的不断提高, 阅读的重要性越发凸显, 国家“十四五”规划提出要“建成文化强国”, 在相关政策出台和数字化改革的推动下, 出版行业焕发出新的生机。

2.1 图书市场态势良好，教育刚需确保教辅需求

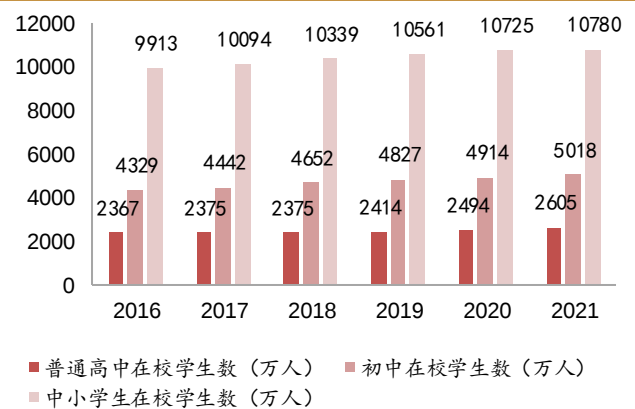
图书市场发展态势良好，年消费图书破千亿。随着我国国民经济增长、文化消费支出增加以及在国家产业政策的有力引导下，图书市场规模呈现良好的发展态势。2019 年，国内图书零售市场销售码洋首次突破千亿元大关，达 1023 亿元；2020 年，受疫情影响，图书消费市场出现了近 20 年来的首次负增长，但仍有 971 亿元销售码洋；2021 年随着环境的改善，图书销售市场已出现回暖。2016 年-2019 年，年同比增长率稳定在 10%-15% 之间。预计随疫情常态化发展，生产生活普遍恢复后，图书销售市场仍有一定幅度的增长空间，行业前景向好。

图 11：中国图书零售市场规模及增速



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

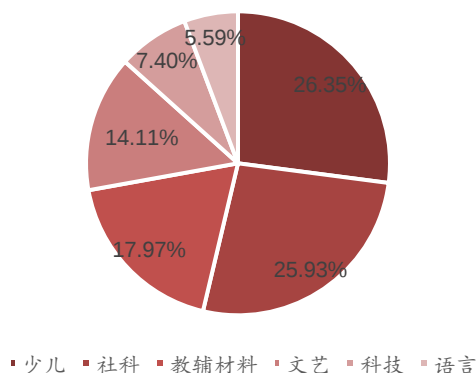
图 12：2016-2021 年中小學生人数情况



数据来源：国家统计局，西南证券整理

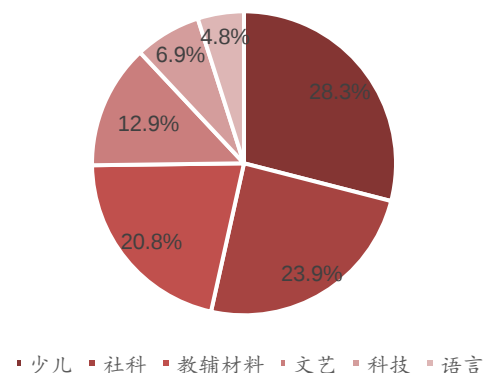
中小學生数量庞大，教材教辅需求量和市场份额双增加。我国小学、初中及高中在校學生人数体量且呈稳定增加的趋势，2016 年有约 16911 万在校學生，到 2021 年末增长至 18403 万在校學生。教辅图书等助学类读物直面中小學生这一庞大的用户群体，消费者几乎遍及每个家庭，教辅图书的需求客观呈现增长态势。2020 年图书零售市场码洋规模出现负增长，但教辅材料所占份额为 20.8%，相比 2019 年的市场份额 18% 仍有所扩大。虽然 2021 年双减规定的出台让图书市场增添了一些变数，但教辅图书依旧是刚需。

图 13：2019 年中国图书零售市场细分品类份额



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

图 14：2020 年中国图书零售市场细分品类份额



数据来源：中商产业研究院，西南证券整理

教辅市场竞争激烈，国家、省市级出版企业占主导地位。目前我国教辅教材出版市场格局主要分为三个梯队，第一梯队由南方出版传媒、长江传媒、凤凰传媒等国家、省市级的出版集团组成。第二梯队由世纪天鸿、世纪金榜、曲一线拥有专属核心产品的规模较大的民营出版企业组成。第三梯队则是由智慧流、书链等产业链不完整或规模相对较小的出版社组成。

表 2：教辅出版社竞争格局

	出版社类别	出版社
第一梯队	国家/省/市级出版社	    
第二梯队	规模较大的民营出版社	     
第三梯队	中小型出版社	    

数据来源：各出版社官网，西南证券整理

2.2 国家重点战略部署，法律完善补贴良好

文化强国助推出版优化，健全政策护航行业发展。国家“十四五”规划提出要“建成文化强国”；中宣部办公厅印发的《关于做好 2021 年全民阅读工作的通知》，对 2021 年全民阅读工作作出总体要求；国家新闻出版署印发的《出版业“十四五”时期发展规划》指出，出版业“十四五”时期要以高质量发展为主题，为建成出版强国奠定坚实基础。1990 年以来，国家陆续出台了《中华人民共和国著作权法》、《出版管理条例》、《出版物市场管理规定》等法律法规、行政规章，对图书行业策划、出版、印刷、发行、销售各个环节进行规定形成了较为完善的法律体系。2013 年 12 月，财政部、国家税务总局发布《关于延续宣传文化增值税和营业税优惠政策的通知》，明确规定自 2013 年 1 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日，免征图书批发、零售环节增值税，后该规定延续至 2023 年 12 月 31 日。政策的鼓励、完善的法律为行业发展营造良好环境，护航行业稳定发展。

表 3：出版行业政策

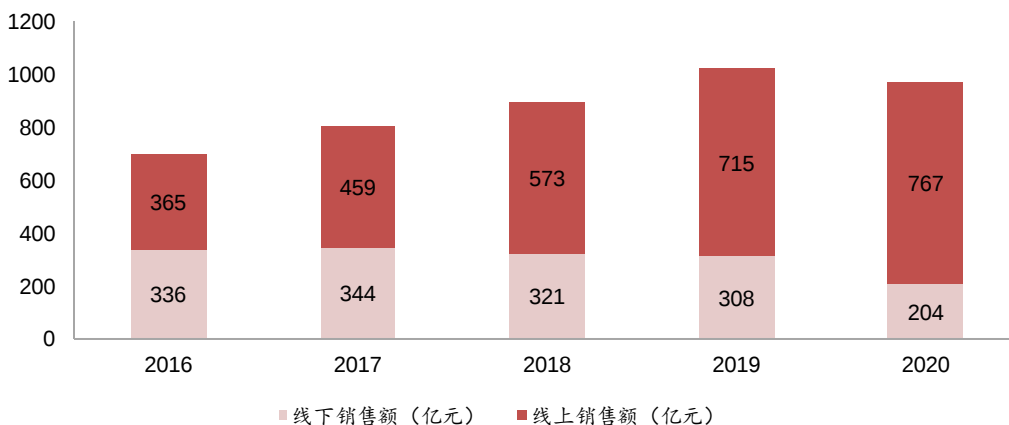
时间	颁发机构	名称	主要内容
2005.2	国务院	《关于鼓励支持和引导个体私营等非公有制经济发展的若干意见》	支持、引导和规范非公有资本投资教育、科研、卫生、文化、体育等社会事业的非营利性和营利性领域。
2009.3	新闻出版总署	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	积极探索非公有出版工作室参与出版的通道问题，开展国有民营联合运营的试点工作。
2011.8	新闻出版总署	《关于进一步加强中小学教辅材料出版发行管理的通知》	严禁出版发行单位委托不具有发行资质的部门、单位和个人发行销售中小学教辅材料，严禁出版发行单位与教育行政主管部门、学校、老师进行地下交易和一切形式的商业贿赂行为，严禁出版发行单位在中小学教辅材料出版发行活动中违规收取费用或向中小学生和家统一征订、搭售教辅材料。
2012.2	教育部、新闻出版总署、国家发展和改革委员会、国务院	《关于下放教材及部分服务价格定价权限有关问题的通知》	建立健全教辅材料评议推荐办法。省级教育行政部门会同新闻出版行政部门、价格主管部门加强对教辅材料使用的指导，组织成立教辅材料评议委员会，对进入本省中小学校的教辅材料进行评议，择优选出若干套进行公告；学生购买教辅材料必须坚持自愿原则。
2015.6	发改委、教育部、司法部、国家新闻出版、广电总局	《关于加强中小学教辅材料使用管理工作的通知》	列入中小学用书目录的教科书和列入评议公告目录的教辅材料印张基准价及零售价格，由省、自治区、直辖市人民政府价格主管部门会同同级出、六政部 S 堆邻每制确定。
2015.8	国家新闻出版广电总局、教育部、国家发展和改革委员会	《中小学教辅材料管理办法》	出版单位出版中小学教辅材料必须符合依法批准的出版业务范围；中小学教辅材料须由新闻出版行政主管部门依法批准、取得《出版物经营许可证》的发行单位发行。未经批准，任何部门、单位和个人一律不得从事中小学教辅材料的发行。
2018.12	国务院	《进一步支持文化企业发展的规定》	进一步深化文化体制改革，促进文化企业发展，在财政税收、投资和融资、资产和土地处置以及工商管理四个方面对文化企业的发展提供支持。
2021.3	中宣部办公厅	《关于做好 2021 年全民阅读工作的通知》	提出了 2021 年全民阅读工作的总体要求，部署了重点工作及组织保障等措施。
2021.7	中共中央办公厅、国务院	《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》	全面压减作业总量和时长，减轻学生过重作业负担；提升学校课后服务水平，满足学生多样化需求；坚持从严治理，全面规范校外培训行为；大力提高教育教学质量。
2021.12	新闻出版总署	《出版业“十四五”时期发展规划》	明确出版业“十四五”时期发展的指导思想、基本原则、目标要求、重点任务、保障措施等，并从 9 个方面，提出 39 项重点任务，列出 46 项重大工程，对推动规划落地实施提出工作要求。

数据来源：国务院、广电总局、教育部、发改委，西南证券整理

2.3 线上销售不断增加，数字教育成为主流

线上销售规模不断增加,数字教育成为主流。2019年全国图书零售市场码洋规模达1023亿元,同比增长14.4%,其中线下销售码洋约为308亿元,同比下降4.2%;线上渠道销售码洋约为715亿元,同比增长24.9%。2020年,受新冠疫情影响,线下销售码洋降至204亿元,同比下降33.8%;线上渠道销售码洋约为767亿元,增长了7.27%,线上渠道的销售码洋约占零售总码洋的79%。

图 15: 2016-2020 年中国图书线上线下销售情况



数据来源: 开卷信息, 西南证券整理

疫情带来机遇挑战,数字教育恰逢其时。疫情迅速催熟了线上学习,“停课不停学”必然导致数字教育的旺盛需求。加上双减政策提出“减轻学生过重作业负担、提高作业设计质量、学校课后服务基本满足学生需要”等要求,K12学科在线教育市场重建,同时教材教辅配套数字化资源、教育教学数据融通和应用等迫切需求给教育出版融合转型的广阔空间。各大公司都快速展开对数字教育的布局,数字教育成为教辅行业的新动向。

图 16: 中国大学 MOOC 平台



数据来源: 中国大学 MOOC 平台, 西南证券整理

图 17: 国家智慧教育公共服务平台



数据来源: 国家智慧教育公共服务平台, 西南证券整理

3 竞争优势：出版发行主业挺拔，多业态共融开创新局

南方传媒多年来深耕出版与发行业务，围绕“主业挺拔、双效俱佳、多业态共融、高质量发展”战略目标，遵循“内容+渠道+数字化+资本”的“四轮驱动”发展思路，深入推进出版主业供给侧结构性改革，取得了良好的社会效益和经济效益。

3.1 教育出版稳步发展，大众出版开启新局面

教材教辅出版强者恒强，集约化经营成效明显。2021 年，公司集中优势资源，做优存量、做大增量。全年出版教材 1234 种，教辅 2911 种，全年免费教材确认册数约 1.88 亿册，码洋约 14.5 亿元。公司将各出版社粤版教材教辅资源进行整合统一，统筹开发与生产，同质化竞争和资源内耗问题得到有力解决，教育出版产业链话语权、影响力显著增强。现有具备自主知识产权的国标教材 19 科，使用范围覆盖全国。教材教辅研发和发行取得突破。在征订政策发生重大调整的情况下，维持目录教辅市场稳定，全年实现征订码洋 6.22 亿元，同比增长超 10%。粤版教材省外发行码洋突破 4.26 亿元，同比增长约 4%。教育社总体规模进入全国地方教育出版社前五。

图 18：《通用技术》



数据来源：学科网，西南证券整理

图 19：《信息技术》



数据来源：学科网，西南证券整理

数字化教材风口正盛。数字教材项目二期顺利通过验收，粤教翔云平台 V3.0 和 BI 大数据平台均已上线。粤教翔云数字教材应用平台已覆盖全省各县（市区）1.8 万所中小学及教学点，开通激活用户达 1273.7 万人，数字教材下载次数达 2552.7 万册次。响应“双减”政策，教育社打造素质教育、创新教育“课后服务课程菜单”，新华发行集团自主研发“新华乐育”课后服务托管平台，覆盖 139 所学校 4 万余学生。

图 20：粤教翔云数字教材应用平台 V3.0



数据来源：粤教翔云数字教材应用平台 V3.0，西南证券整理

图 21：“新华乐育”课后服务托管平台



数据来源：“新华乐育”课后服务托管平台，西南证券整理

主题出版精品迭出，重大出版工程持续推进。2021 年，公司深入推进大众出版专业化特色化品牌化改革，以改革助推大众出版开启新局面。全年出版图书 8133 种，其中大众图书 3988 种，音像制品 187 种，电子出版物 328 种。其中，《双循环论纲》、《建设中国特色的海洋强国》、《乌江引》等入选中宣部 2021 年主题出版重点选题；25 个项目入选 2021 年省委宣传部主题出版重点项目；《中国之治·坚持和完善社会主义基本经济制度》等 17 种出版物获 2021 年度国家出版基金资助，《中国共产党理论武装 100 年》等 7 种图书入选国家出版基金 2021 年专项主题出版项目。除此之外，还策划出版《活力粤港澳大湾区丛书》、《粤港澳大湾区原创儿童文学丛书》、《湾区有段古》等彰显湾区特色的精品力作；成功举办大湾区金融新生态论坛、南国书香节澳门分会场、大湾区高校征文活动、大湾区青少年研学活动。

图 22：《双循环论纲》



数据来源：京东，西南证券整理

图 23：《活力粤港澳大湾区丛书》



数据来源：京东，西南证券整理

3.2 创新渠道建设，线上销售开新局

发行主渠道建设稳步推进，线上销售开新局。线下销售方面，2021 年公司拥有中心书店 127 家、校园书店 135 家、乡镇书店 166 家、代发点 553 个，线下销售网点合计 981 个。2021 年新建及改造门店 13 家，建设面积达 1.4 万平方米，已基本形成覆盖全省、点面结合、设施完备、服务规范、多元融合、营销活跃、双效俱佳的发行网络。2021 年，新华发行集团荣获“全国新闻出版广播影视系统先进集体”。线上销售方面，新华发行集团自有线上平台“通读在线”已在 135 家门店上线，基本实现中心门店全覆盖。各出版社积极打造新媒体矩阵，通过短视频、直播、社群营销等方式带动销售。

表 4：表 4：线下销售门店数量

项目	数量/个		面积/万平方米	
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
中心书店	122	127	12.6	13.5
校园书店	129	135	2.4	2.7
乡镇书店	158	166	2.3	2.5
代发点	560	553	7.3	7.0
合计	969	981	16.2	16.2

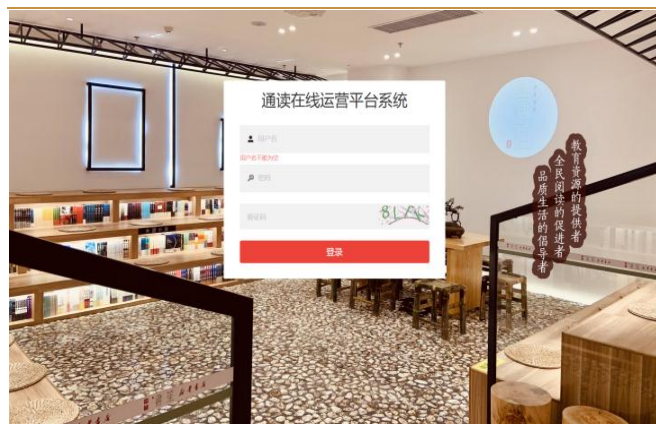
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：广东新华品牌书店



数据来源：广东新华官网，西南证券整理

图 25：通读在线运营平台系统



数据来源：通读在线运营平台系统，西南证券整理

3.3 深化媒体融合，构建融媒业务新生态

报刊板块转型升级，影响力持续提升。2021 年，各报刊着力改革创新，加强内容建设，办好品牌活动。全年报刊板块收入 2.17 亿，同比增长 24.36%，改革成效显著。

其中，公司控股子公司时代传媒集团融媒业务发展迅速。时代传媒全媒体矩阵全网年流量超 27 亿，各平台累计用户数达 1 亿，阅读量 10 万+文章突破 1000 篇。新周刊公众号新榜全国月度排名稳定在前 50。《局外人》上线 31 期视频，累计播放量达 5807 万。

表 5：新周刊各新媒体平台关注人数

平台名称	类型	关注人数/万
新周刊微信公众号	生活	280+
新周刊新浪微博	生活	2025
生活方式研究院	生活	10
九行	旅行	40
惊蛰青年	教育	35
F小姐 MissF	时尚生活、艺术	25
局外人	人物故事、社会话题	10
新周猫	生活	30
硬核读书会	读书	15

数据来源：时代传媒集团官网，西南证券整理

各出版社融媒体项目精品频出。人民社“百年党史·青年说”音频传播项目入选出版融合发展工程 2021 年度数字出版精品遴选推荐计划（全国共 20 种）。爱花城文学平台项目入选国家新闻出版署“百佳数字出版精品项目献礼建党百年专栏”。经济社获批国家融合出版智能服务技术与标准重点实验室。

图 26：爱花城文学平台主页



数据来源：爱花城文学平台官网，西南证券整理

搭建自有新媒体矩阵，跨界合作开新局。广东发行集团与广东荷田田文化传媒有限公司合资成立广东新荷传媒有限公司，借助南方传媒的内容生产力和广东新华的品牌影响力，积极整合图书产业链上下游资源，抓住抖音等新媒体平台快速发展的机遇，实现电商业务弯道超车。广东海燕电子音像出版社与三七互娱共同策划研发的功能性游戏《星星生活乐园》App 于 6 月 1 日正式上线，该项目可以更大范围地辅助孤独症儿童进行社交技能训练，与游戏运营商的跨界合作是公司融合出版的一次全新尝试。

图 27：广东新华发行集团官方抖音账号



数据来源：抖音，西南证券整理

图 28：《星星生活乐园》发布会



数据来源：腾讯网，西南证券整理

3.4 优化资源配置助力外延扩张，文化产业园扎实推进

公司利用上市公司投融资平台，打造资本运作平台，实现外延式扩张。推动“业务+资本”发展模式，打造广东南方传媒投资有限公司，结合直投、多元化金融业务，实现股权投资与资产管理齐头并进、一二级联动。在股权业务方面，公司发起设立南方传媒基金，参与顺德元睿基金投资；基金已投“编程猫”“金版文化”等项目，指头广东南方子衿教育科技有限公司；旗下基金管理公司——广东湾区创业投资有限公司成功获得股权基金管理人牌照，并完成首支基金备案。在资产管理业务方面，设立行业内首个资产管理平台——广东南传资产管理有限公司，成功引进黑龙江出版传媒作为战略投资者。

2021 年，公司继续借助资本运作平台，促进资源整合助推主业发展，积极寻求对外合作与投资机会，扩大业务半径，寻求新的增长点。公司积极推进新华发行集团和教育书店的有效整合，已基本确定整合路径，且顺利完成少先队员杂志社、黄金时代杂志社托管工作。

表 6：公司在资本运作方面取得的成果

成果	具体内容
资源优化重组有序开展	新华发行集团和教育书店同业竞争问题解决有序推进，已基本确定整合路径。顺利完成少先队员杂志社、黄金时代杂志社托管工作。
投资板块效益初显	已投龙版传媒在 A 股主板成功上市。湾区一号基金正式运营。
募集资金投资项目顺利结项	顺利完成了公司首次公开发行股票募集资金投资项目的结项工作。

数据来源：公司 2021 年报，西南证券整理

文化产业园区建设扎实推进，文化物业项目开发稳步进行。2021 年，公司文化产业园区建设落实“两手抓”“两促进”，南方传媒广场、新华文化中心和南方传媒中心三大重点文化物业项目开发建设有序推进。2021 年 11 月，南方传媒中心项目批后公布，该项目是南方文化产业中心首期两大项目之一，占地面积 1.5 万平方米，计容建设面积 4.5 万平方米，规划总建筑面积 6.6 万平方米。规划打造一个粤港澳大湾区极具影响力的融合教育事业、青少年创新创业基地、孵化中心和高新科技中心于一体的教育基地。

图 29：南方传媒广场



数据来源：南方Plus，西南证券整理

图 31：南方传媒中心工程示意图



数据来源：番禺新出彩公众号，西南证券整理

图 30：新华文化中心



数据来源：广东省出版集团官网，西南证券整理

图 32：南方传媒中心现场图片



数据来源：番禺新出彩公众号，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：随着公司收购粤新公司股权，预计出版发行业务将产生较好的协同效应，公司出版发行业务在 2022-2024 年将实现稳步增长，预计出版和发行图书数量增速分别为 5%、5%、5%和 15%、10%、8%，价格保持平稳。

假设 2：随着公司线上流量不断丰富，预计公司报媒业务将实现快速发展，线上流量 2022-2024 年增速分别为 30%、25%、20%，预计广告增速与流量增速成正比。

假设 3：公司出版和发行核心业务毛利率保持稳定，预计未来三年毛利率将分别为 24.2%、24%、25%和 22.7%、22.4%、21.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
出版业务	收入	3006.67	3157.0	3314.9	3480.6
	增速	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	22.7%	24.2%	24.0%	25.0%
发行业务	收入	5009.08	5760.4	6336.5	6843.4
	增速	25.8%	15.0%	10.0%	8.0%
	毛利率	20.2%	22.7%	22.4%	21.8%
物资业务	收入	1056.27	1140.8	1209.2	1269.7
	增速	12.2%	8.0%	6.0%	5.0%
	毛利率	9.2%	8.4%	9.0%	8.9%
印刷业务	收入	548.76	598.1	640.0	672.0
	增速	9.7%	9.0%	7.0%	5.0%
	毛利率	20.3%	19.9%	19.8%	20.0%
报媒业务	收入	216.87	281.9	352.4	422.9
	增速	24.4%	30%	25%	20%
	毛利率	44.6%	42%	43%	43%
其他业务	收入	105.2	110.5	116.0	121.8
	增速	-23%	5%	5%	5%
	毛利率	43.47%	49%	49%	47%
合计	收入	7598.1	8175.2	8808.0	9333.3
	增速	10.2%	7.6%	7.7%	6.0%
	毛利率	28.6%	30.1%	30.1%	30.4%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了中南传媒、凤凰传媒和中信出版作为可比公司。中南传媒和凤凰传媒从事教材发行业务，与公司教材、教辅发行业务类似，2022 年可比公司的平均估值约 12 倍。考虑到公司作为民营教育出版龙头，布局融媒体业务有望进一步打开增长空间，预计 2022-24 年 EPS 分别为 0.98 元、1.03 元、1.07 元，未来三年 CAGR 为 5.9%，给予公司 2022 年 10xPE，对应市值 87.8 亿元，对应股价 9.8 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
601098.SH	中南传媒	9.92	0.84	0.92	1	1.09	11.34	10.63	9.77	8.9
601928.SH	凤凰传媒	7.43	0.97	0.71	0.76	0.8	8.38	10.19	9.49	9.08
300788.SZ	中信出版	20.05	1.27	1.4	1.6	1.83	23.31	14.42	12.64	11.02
平均值							14.34	11.75	10.63	9.67

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截止日期 2022.6.13）

5 风险提示

新业务拓展不达预期的风险、税收优惠政策的风险、数字化转型升级的风险、疫情蔓延影响线下销售的风险、收购进度不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7598.08	8175.15	8808.01	9333.32	净利润	823.18	893.87	936.75	977.63
营业成本	5425.36	5714.70	6153.16	6491.49	折旧与摊销	162.43	425.16	425.16	425.16
营业税金及附加	36.79	38.82	42.10	44.51	财务费用	-27.60	-8.08	-8.56	-7.09
销售费用	769.74	886.53	923.74	995.48	资产减值损失	6.39	0.00	0.00	0.00
管理费用	746.39	735.76	880.80	933.33	经营营运资本变动	389.17	-513.82	27.57	41.18
财务费用	-27.60	-8.08	-8.56	-7.09	其他	-96.10	-405.58	-141.60	-124.06
资产减值损失	6.39	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1257.47	391.55	1239.31	1312.82
投资收益	44.34	42.42	43.38	42.90	资本支出	-448.51	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	132.35	64.09	98.22	81.16	其他	-922.63	108.04	141.60	124.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1371.14	108.04	141.60	124.06
营业利润	845.75	913.94	958.38	999.66	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-7.98	-6.82	-6.85	-6.91	长期借款	404.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	837.77	907.12	951.53	992.75	股权融资	-0.01	0.00	0.00	0.00
所得税	14.59	13.24	14.78	15.11	支付股利	-277.62	-161.67	-175.55	-183.97
净利润	823.18	893.87	936.75	977.63	其他	-133.28	-39.90	8.56	7.09
少数股东损益	14.85	16.12	16.90	17.63	筹资活动现金流净额	-6.51	-201.57	-166.99	-176.88
归属母公司股东净利润	808.33	877.75	919.85	960.00	现金流量净额	-120.26	298.02	1213.92	1260.00
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1915.70	2213.72	3427.64	4687.64	成长能力				
应收和预付款项	1774.15	1848.31	2028.71	2142.66	销售收入增长率	10.17%	7.59%	7.74%	5.96%
存货	1217.66	1597.61	1720.18	1814.77	营业利润增长率	8.24%	8.06%	4.86%	4.31%
其他流动资产	1265.84	1240.59	1248.21	1254.52	净利润增长率	6.98%	8.59%	4.80%	4.37%
长期股权投资	164.16	164.16	164.16	164.16	EBITDA 增长率	7.19%	35.74%	3.30%	3.11%
投资性房地产	487.11	487.11	487.11	487.11	获利能力				
固定资产和在建工程	2304.95	2231.26	2157.58	2083.90	毛利率	28.60%	30.10%	30.14%	30.45%
无形资产和开发支出	2948.22	2612.49	2276.76	1941.04	三费率	19.59%	19.75%	20.39%	20.59%
其他非流动资产	1097.36	1081.61	1065.86	1050.12	净利率	10.83%	10.93%	10.64%	10.47%
资产总计	13175.15	13476.87	14576.22	15625.91	ROE	11.26%	11.11%	10.64%	10.19%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.25%	6.63%	6.43%	6.26%
应付和预收款项	3609.57	3744.04	4044.64	4271.69	ROIC	19.70%	20.98%	21.76%	24.99%
长期借款	555.26	555.26	555.26	555.26	EBITDA/销售收入	12.91%	16.28%	15.61%	15.19%
其他负债	1699.33	1134.38	1171.93	1200.91	营运能力				
负债合计	5864.16	5433.68	5771.82	6027.85	总资产周转率	0.62	0.61	0.63	0.62
股本	895.88	895.88	895.88	895.88	固定资产周转率	8.27	9.21	10.82	12.61
资本公积	1816.86	1816.86	1816.86	1816.86	应收账款周转率	4.96	5.04	5.09	5.00
留存收益	4399.58	5115.66	5859.96	6635.99	存货周转率	3.61	3.67	3.71	3.67
归属母公司股东权益	7110.09	7826.18	8570.48	9346.51	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.22%	—	—	—
少数股东权益	200.90	217.02	233.92	251.55	资本结构				
股东权益合计	7310.99	8043.20	8804.39	9598.06	资产负债率	44.51%	40.32%	39.60%	38.58%
负债和股东权益合计	13175.15	13476.87	14576.22	15625.91	带息债务/总负债	9.47%	10.22%	9.62%	9.21%
					流动比率	1.32	1.63	1.84	2.05
					速动比率	1.06	1.25	1.47	1.67
					股利支付率	34.35%	18.42%	19.08%	19.16%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	980.58	1331.02	1374.98	1417.73	每股收益	0.90	0.98	1.03	1.07
PE	8.38	7.72	7.36	7.06	每股净资产	7.94	8.74	9.57	10.43
PB	0.95	0.87	0.79	0.72	每股经营现金	1.40	0.44	1.38	1.47
PS	0.89	0.83	0.77	0.73	每股股利	0.31	0.18	0.20	0.21
EV/EBITDA	1.95	1.18	0.26	-0.64					
股息率	4.10%	2.39%	2.59%	2.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn