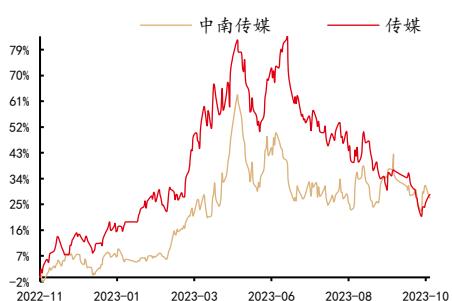


股票投资评级

中南传媒(601098)

买入|维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

| | |
|--------------|----------------|
| 最新收盘价（元） | 11.33 |
| 总股本/流通股本（亿股） | 17.96 / 17.96 |
| 总市值/流通市值（亿元） | 203 / 203 |
| 52周内最高/最低价 | 15.25 / 9.19 |
| 资产负债率(%) | 37.8% |
| 市盈率 | 14.53 |
| 第一大股东 | 湖南出版投资控股集团有限公司 |

研究所

分析师:王晓萱
SAC登记编号:S1340522080005
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com
分析师:刘依然
SAC登记编号:S1340523100004
Email:liuyiran@cnpsec.com

出版发行主业稳健增长，数字化转型持续深化

● 事件

公司发布2023年三季报，2023年前三季度实现营业收入92.07亿元，同比增长5.93%，实现归母净利润12.36亿元，同比增长15.38%；实现扣非归母净利润11.94亿元，同比增长5.11%。

2023Q3单季度实现营业收入24.35亿元，同比增长0.02%；归母净利润2.65亿元，同比增长11.34%；扣非归母净利润2.63亿元，同比增长1.76%。

● 点评

深耕出版发行主业，龙头地位稳固。出版业务方面，截至2023H1末，公司在全国综合图书零售市场的实洋占有率为3.52%，同比提升0.4 pct，全国排名第二。2023 Q1-Q3公司一般图书出版业务销售码洋为13.48亿元，同比增长15.07%；营业收入为4.55亿元，同比增长3.90%。发行业务方面，湖南省新华书店持续发力教育服务市场，进一步搭建覆盖全省的教育服务体系。2023 H1湖南省新华书店实现营业收入49.18亿元，同比增长13.01%；净利润6.52亿元，同比增长12.41%。2023 H1，新教材公司持续拓展教辅多元化和地方教材业务，整体业务稳中有升；珈汇公司收入与利润持续增长，中职教材春季发行码洋同比增长约两成，公开课教材发行达95万册。

盈利能力保持稳健，期间费用率有所下降。2023 Q1-Q3公司销售毛利率/净利率分别为42.13%/14.04%，分别同比-2.39/+1.07 pct；Q3单季度销售毛利率/净利率分别为44.13%/11.58%，分别同比-2.18/+1.40 pct、环比+3.02/-4.39 pct。分业务来看，费用方面，2023 Q1-Q3公司期间费用率为27.11%，同比下降1.48 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为14.89%/12.42%/0.69%/-0.89%，分别同比-1.83/+0.65/-0.40/+0.09 pct。公司销售费用率同比下降主要系本期按照新收入准则将履约义务相关的运输费用调整至营业成本所致。

数字化转型持续深化，中南传媒马栏山园区项目稳步推进。天闻数媒执行深改计划，数字教育各类产品服务一万多所学校。贝壳网积极转型升级，重点打造湘教智慧云平台。中南迅智着力开展教育质量监测考试服务，以试卷、教辅等纸媒为流量入口，重点打造考试阅卷系统、考试测评系统等产品。截至2023 H1末，中南迅智移动端应用注册用户数超560万，同比增长35万。中南传媒马栏山园区已实现全面封顶，预计2024年8月底竣工验收。园区定位为融短视频、融媒体、数字教育等产业于一体的湖南出版“梦工厂”，培育引领中南传媒未来发展的新引擎，将为公司图书出版选题策划、短视频新媒体、互联网教育、新老人服务等产业发展提供坚实支撑。

● 盈利预测与投资建议

基于公司出版发行主业稳健增长，数字化转型持续深化；我们预计公司 2023–2025 年营业收入分别为 133.86/141.91/149.32 亿元，归母净利润分别为 15.39/16.78/18.21 亿元，EPS 分别为 0.86/0.93/1.01 元；当前股价对应 P/E 分别为 13.22/12.13/11.17 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观人口下降风险；图书发行不及预期风险；内容吸引力下降风险；政策超预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 12465 | 13386 | 14191 | 14932 |
| 增长率（%） | 10.00 | 7.39 | 6.01 | 5.22 |
| EBITDA（百万元） | 1702.92 | 2045.52 | 2251.86 | 2477.46 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1399.23 | 1538.78 | 1677.59 | 1821.33 |
| 增长率（%） | -7.67 | 9.97 | 9.02 | 8.57 |
| EPS（元/股） | 0.78 | 0.86 | 0.93 | 1.01 |
| 市盈率（P/E） | 14.54 | 13.22 | 12.13 | 11.17 |
| 市净率（P/B） | 1.39 | 1.36 | 1.32 | 1.28 |
| EV/EBITDA | 4.37 | 4.99 | 4.41 | 3.99 |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 财务报表(百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 主要财务比率 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 利润表 | | | | | | | | | |
| 营业收入 | 12465 | 13386 | 14191 | 14932 | 成长能力 | | | | |
| 营业成本 | 7198 | 7615 | 8002 | 8366 | 营业收入 | 10.0% | 7.4% | 6.0% | 5.2% |
| 税金及附加 | 71 | 77 | 81 | 85 | 营业利润 | -8.8% | 10.3% | 8.9% | 8.5% |
| 销售费用 | 1937 | 2276 | 2412 | 2538 | 归属于母公司净利润 | -7.7% | 10.0% | 9.0% | 8.6% |
| 管理费用 | 1559 | 1673 | 1746 | 1792 | 获利能力 | | | | |
| 研发费用 | 145 | 155 | 165 | 173 | 毛利率 | 42.3% | 43.1% | 43.6% | 44.0% |
| 财务费用 | -126 | -152 | -146 | -151 | 净利率 | 11.2% | 11.5% | 11.8% | 12.2% |
| 资产减值损失 | -132 | -150 | -180 | -200 | ROE | 9.6% | 10.3% | 10.9% | 11.4% |
| 营业利润 | 1528 | 1686 | 1836 | 1992 | ROIC | 9.1% | 10.7% | 11.7% | 12.6% |
| 营业外收入 | 5 | 5 | 5 | 5 | 偿债能力 | | | | |
| 营业外支出 | 23 | 25 | 25 | 25 | 资产负债率 | 37.8% | 37.7% | 38.0% | 37.7% |
| 利润总额 | 1510 | 1666 | 1816 | 1972 | 流动比率 | 2.44 | 2.47 | 2.45 | 2.49 |
| 所得税 | 26 | 29 | 32 | 35 | 营运能力 | | | | |
| 净利润 | 1484 | 1637 | 1785 | 1938 | 应收账款周转率 | 11.80 | 11.64 | 12.11 | 13.22 |
| 归母净利润 | 1399 | 1539 | 1678 | 1821 | 存货周转率 | 7.12 | 7.49 | 7.92 | 8.05 |
| 每股收益(元) | 0.78 | 0.86 | 0.93 | 1.01 | 总资产周转率 | 0.51 | 0.53 | 0.55 | 0.55 |
| 资产负债表 | | | | | | | | | |
| 货币资金 | 10858 | 10502 | 10785 | 10837 | 每股指标(元) | | | | |
| 交易性金融资产 | 1252 | 1252 | 1252 | 1252 | 每股收益 | 0.78 | 0.86 | 0.93 | 1.01 |
| 应收票据及应收账款 | 1113 | 1193 | 1156 | 1109 | 每股净资产 | 8.15 | 8.34 | 8.58 | 8.87 |
| 预付款项 | 341 | 343 | 360 | 376 | 估值比率 | | | | |
| 存货 | 1827 | 1746 | 1836 | 1874 | PE | 14.54 | 13.22 | 12.13 | 11.17 |
| 流动资产合计 | 21128 | 21876 | 22971 | 23931 | PB | 1.39 | 1.36 | 1.32 | 1.28 |
| 固定资产 | 1318 | 1583 | 1576 | 1515 | 现金流量表 | | | | |
| 在建工程 | 448 | 90 | 18 | 4 | 净利润 | 1484 | 1637 | 1785 | 1938 |
| 无形资产 | 977 | 982 | 987 | 992 | 折旧和摊销 | 242 | 268 | 253 | 251 |
| 非流动资产合计 | 3691 | 3603 | 3530 | 3459 | 营运资本变动 | 32 | -1112 | -604 | -986 |
| 资产总计 | 24819 | 25479 | 26501 | 27390 | 其他 | 269 | 194 | 240 | 286 |
| 短期借款 | 276 | 276 | 276 | 276 | 经营活动现金流净额 | 2027 | 988 | 1673 | 1489 |
| 应付票据及应付账款 | 3823 | 3919 | 4217 | 4289 | 资本开支 | -424 | -100 | -100 | -100 |
| 其他流动负债 | 4552 | 4679 | 4869 | 5048 | 其他 | -225 | -33 | -29 | -25 |
| 流动负债合计 | 8651 | 8874 | 9361 | 9613 | 投资活动现金流净额 | -649 | -133 | -129 | -125 |
| 其他 | 721 | 721 | 721 | 721 | 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动负债合计 | 721 | 721 | 721 | 721 | 债务融资 | 276 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 9372 | 9595 | 10082 | 10334 | 其他 | -1354 | -1211 | -1261 | -1311 |
| 股本 | 1796 | 1796 | 1796 | 1796 | 筹资活动现金流净额 | -1078 | -1211 | -1261 | -1311 |
| 资本公积金 | 4450 | 4450 | 4450 | 4450 | 现金及现金等价物净增加额 | 300 | -356 | 283 | 52 |
| 未分配利润 | 6972 | 7080 | 7256 | 7504 | | | | | |
| 少数股东权益 | 804 | 902 | 1010 | 1126 | | | | | |
| 其他 | 1425 | 1656 | 1908 | 2181 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 15447 | 15884 | 16419 | 17056 | | | | | |
| 负债和所有者权益总计 | 24819 | 25479 | 26501 | 27390 | | | | | |

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|--|-------|------|---------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内相对市场表现，即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编: 518048