

| 证券研究报告 |

出版年度策略：估值筑底等风起，教育转型正当时

2024.01.11

中泰证券·传媒互联网研究团队
康雅雯 S0740515080001

核心观点

出版观点总结:

出版行业业绩表现稳健，地方国企出版集团主要产品教材教辅具备刚需属性，为公司经营提供深厚安全垫。同时，地方国企出版集团账上现金充沛，且股息率处于较高水平。虽然市场对于出生人口下滑影响教材教辅收入增长可持续性的担忧是压制出版行业估值的主要因素之一。但是，我们认为，出生人口下滑对教材教辅中短期内影响有限，K12学生结构优化亦能部分对冲出生人口长期下滑影响，这给予了出版公司充足时间以利用在手教育资源优势拓展创新业务方向。另外，一般图书各品类增速分化明显，部分细分赛道上升空间较大，伴随疫后线上线下渠道的边际改善逐渐明显，图书零售市场后续有望焕发活力。

我们持续看好AI+教育短期催化及教育数字化的长线投资逻辑，在“数字中国”框架下，拥有优质教育内容的版权方持续受益于教育数字化战略方向，积极将教育同新技术结合探索智慧教育变现模式，智慧教育平台等落地项目商业模式逐渐清晰，AI+教育精准契合个性化教育需求，对标海外教育公司C端增值变现成功案例，出版公司有望构筑知识付费场景，为业绩增长提供新动能。另外，出版公司拥有海量优质IP资源，现有线下书店再利用是拓展课后教育的良好基础，在研学市场景气度回暖、老年教育市场需求旺盛情况下，看好出版公司凭借内容、渠道等优势挖掘新变现路径。出版板块经历过前期调整后，目前板块内头部公司2024年PE仅处于8-10倍，安全边际明显，建议关注AI+教育布局领先的相关标的：城市传媒（600229.SH）、世纪天鸿（300654.SZ）、南方传媒（601900.SH）。

教育数字化布局领先，垂类内容位居前列，边际改善明显的国有出版公司：中原传媒（000719.SZ）、山东出版（601019.SH）、凤凰传媒（601928.SH）、中文传媒（600373.SH）、中南传媒（601098.SH）、皖新传媒（601801.SH）、中信出版（300788.SZ）、中国科传（601858.SH）。

另外，民营出版公司对IP价值释放创新意愿明显，IP运营方式多元，建议关注优质IP内容储备充足、IP运营变现方式成熟的民营出版公司：中文在线（300364.SZ）、掌阅科技（603533.SH）、果麦文化（301052.SZ）、新经典（603096.SH）、读客文化（301025.SZ）。

图表：重点公司基本情况

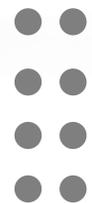
	简称	股价（元）	市值（亿元）	2018-2022年营收CAGR（%）	2018-2022年净利润CAGR（%）	2020-2022年平均ROE	2022年货币资金占市值比（%）	PE	2019-2022年平均股息率
央企出版集团	中信出版	26.4	50.2	2.5%	-13.5%	11.4%	34.6%	44.2	1.4%
	中国科传	21.9	173.1	5.0%	2.8%	10.8%	13.5%	35.8	2.6%
	中国出版	7.5	142.6	3.6%	2.4%	9.8%	8.7%	18.6	2.2%
地方国企出版集团	中原传媒	9.4	96.4	1.7%	8.8%	10.7%	49.6%	9.1	4.9%
	山东出版	9.3	193.5	4.6%	3.1%	12.8%	39.6%	10.8	6.3%
	凤凰传媒	8.9	227.0	3.6%	11.0%	13.3%	28.1%	10.7	6.5%
	南方传媒	12.2	108.8	12.8%	12.5%	12.2%	30.1%	10.1	4.3%
	中南传媒	10.5	188.6	6.8%	2.0%	10.3%	57.6%	12.1	7.2%
	中文传媒	12.8	174.0	-2.9%	4.2%	12.3%	75.7%	8.8	6.3%
	皖新传媒	6.8	134.7	4.4%	-9.8%	6.1%	67.8%	15.7	3.5%
民营出版公司	城市传媒	7.3	49.3	4.2%	-1.0%	10.0%	23.7%	14.2	2.7%
	果麦文化	41.5	30.2	10.9%	-3.1%	9.9%	9.5%	59.8	0.2%
	中文在线	21.7	158.5	7.4%	-30.1%	-5.3%	3.2%	-	0.0%
	掌阅科技	18.2	80.1	7.9%	-19.3%	9.5%	27.7%	146.1	0.6%
	新经典	19.3	31.3	0.3%	-13.2%	8.3%	16.4%	22.4	2.5%
	世纪天鸿	10.1	36.9	3.2%	3.4%	6.3%	9.5%	93.2	1.5%
	读客文化	10.6	42.2	12.6%	4.7%	10.8%	7.3%	138.1	0.4%

风险提示：文化监管端的政策风险；国有传媒企业优惠政策变动；短视频直播电商图书折扣力度加大；研报使用的信息数据更新不及时的风险。
资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所（备注：股价与市值数据截至2024年1月10日）

目录

CONTENTS

- ① 出版业绩稳健，配置性价比彰显
- ② 渠道边际改善明显，看好市场景气度回暖
- ③ 智慧教育创新产品加速落地可期
- ④ 内容优势突出，有望挖掘新变现路径
- ⑤ 投资建议及风险提示
- ⑥ 附录



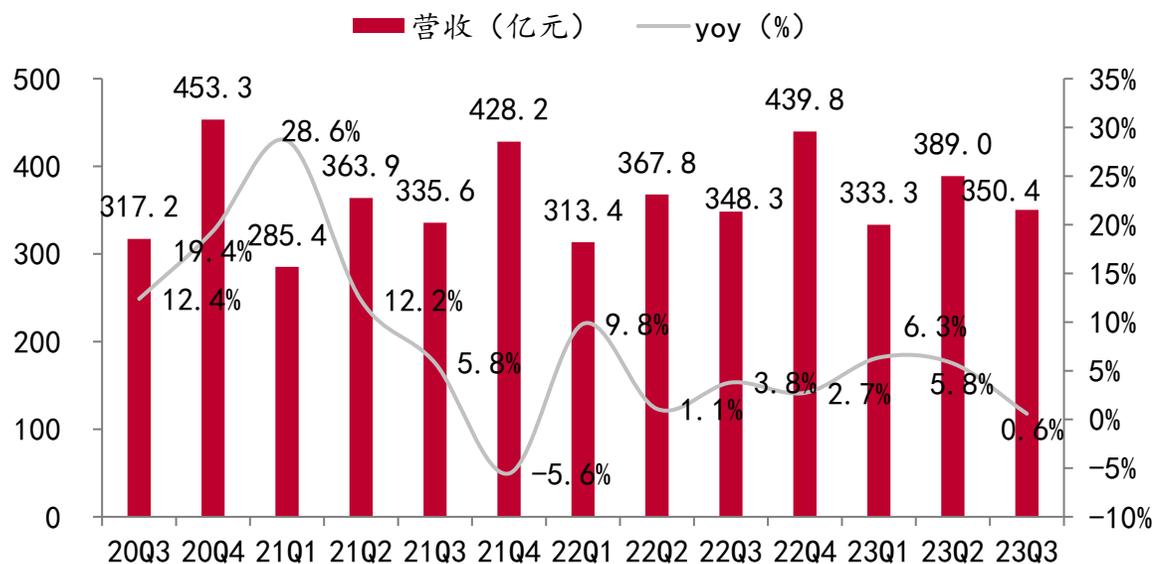
1

出版业绩稳健，配置性价比
彰显

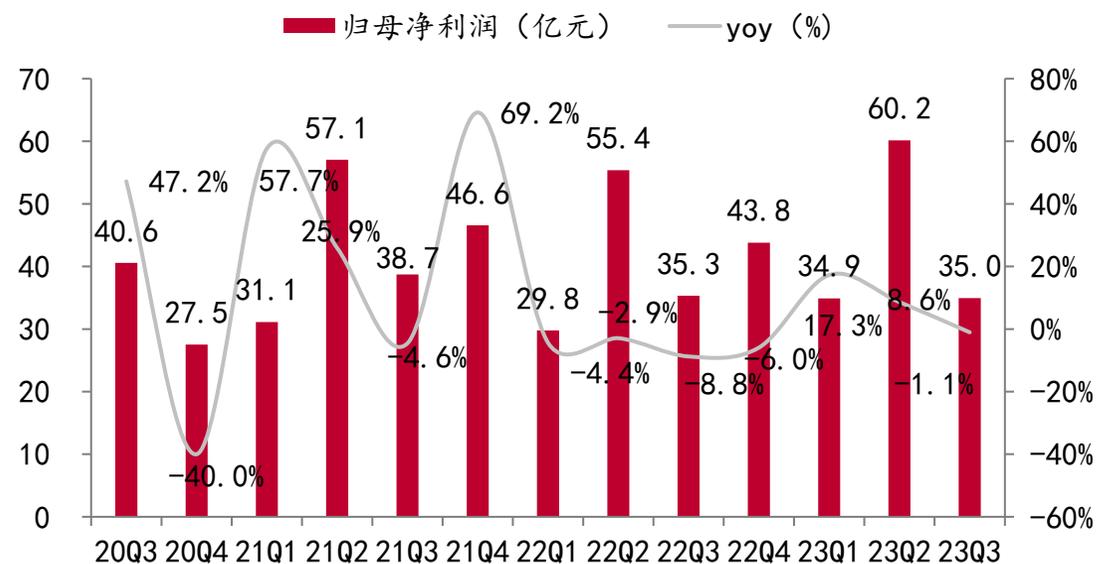
出版业绩总体保持稳健，图书零售市场有望焕发活力

- 出版行业业绩总体保持稳健，图书零售市场有望焕发活力。2023Q1-Q3，出版行业营收1,072.6亿元，同比增长4.2%；归母净利润130.0亿元，同比增长7.9%，总体保持稳健。分季度来看，Q3行业营收350.4亿元，同比增长0.6%；归母净利润35.0亿元，同比减少1.1%，营收及利润在一般图书消费复苏偏弱叠加线上渠道折扣力度加大影响下有所承压，但教材教辅发挥主基石作用，营收依然保持正向增长。我们认为，伴随疫后线上线下渠道的边际改善逐渐明显，图书零售市场后续有望焕发活力，持续向上。

图表：2020Q3-2023Q3出版行业营收及同比增速（亿元）



图表：2020Q3-2023Q3出版行业归母净利润及同比增速（亿元）

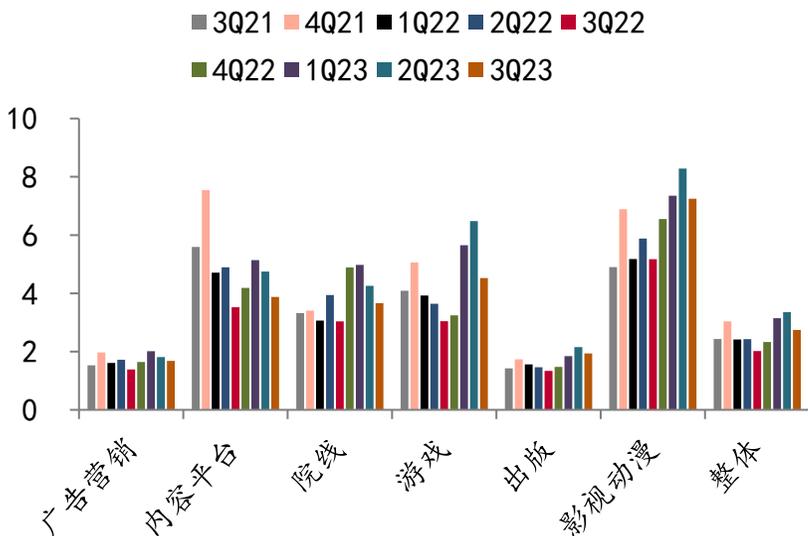


资料来源：Wind 中泰证券研究所（注：营收及利润数据采用Wind申万出版板块成分股及掌阅科技数据之和）

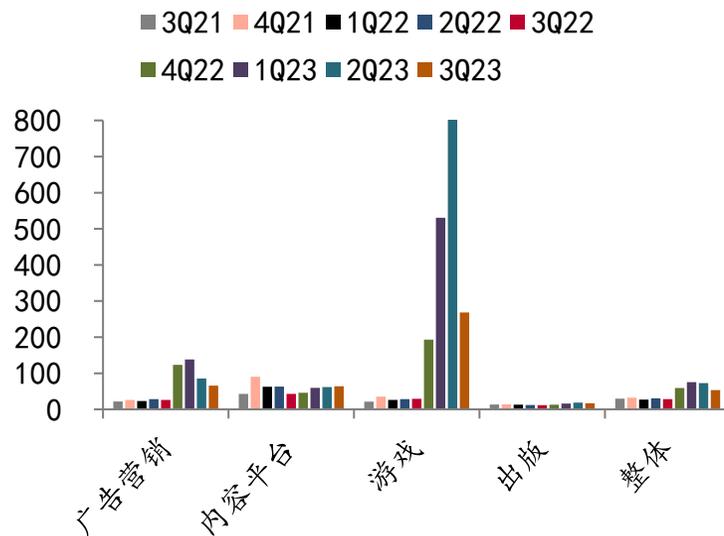
出版估值低于板块平均水平，看好继续展现强Alpha属性

- 出版行业估值低于板块平均水平，看好继续展现强Alpha属性。出版行业在传媒整体板块中PE（TTM）及PS（TTM）明显低于平均水平，2023Q3出版板块PE（TTM）仅为16.8X，PS（TTM）仅为1.9X，具备较高配置性价比。在市场震荡情况下，出版行业内标的凭借稳健业绩增速、充沛在手现金流、高分红等强防御属性跑出较强相对收益，其2023年收益率达33.9%位列传媒板块第二。展望未来，我们看好出版在推进智慧教育（AI+教育、教育数字化）及IP等创新业务下的价值重估机会，出版板块有望继续展现强Alpha属性。

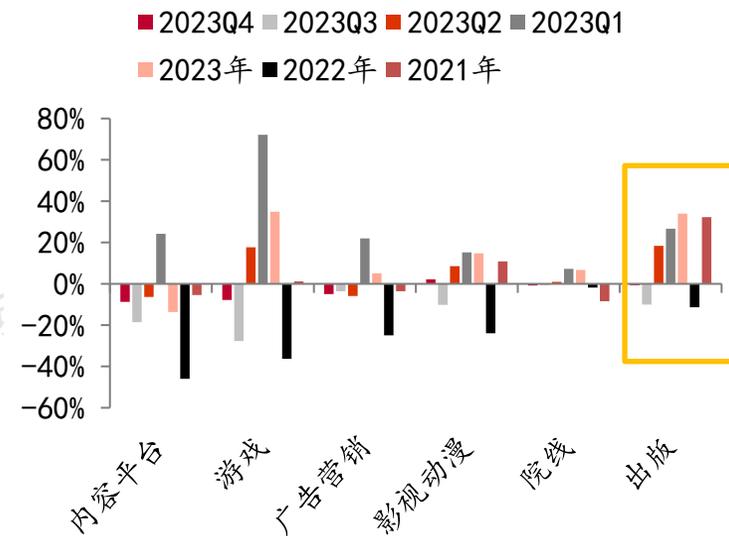
图表：2021Q3-2023Q3传媒各板块PS（TTM）趋势图



图表：2021Q3-2023Q3传媒各板块PE（TTM）趋势



图表：2021-2023年/2023Q1-Q4传媒各板块收益率情况（单位：%）

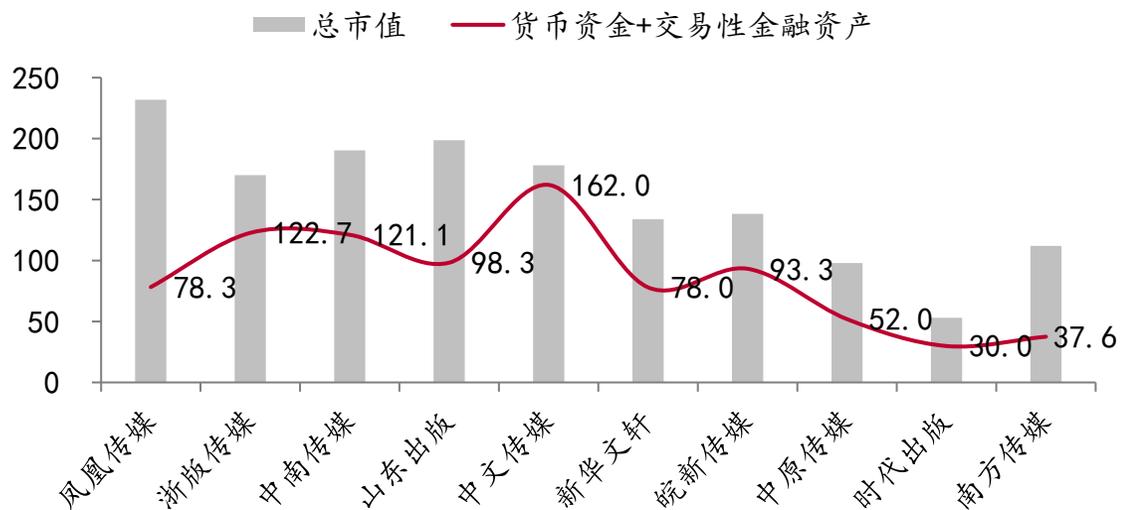


资料来源：Wind 中泰证券研究所

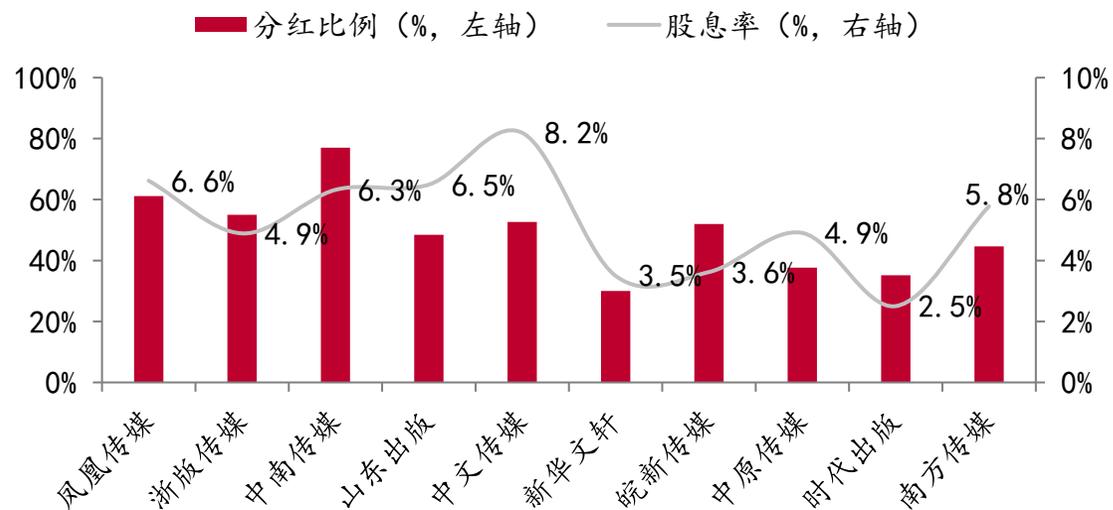
地方国企出版集团具备高分红+充沛现金流，存在较大挖掘价值

- 地方国企出版集团具备高分红+充沛现金流属性，存在较大挖掘价值。地方国企出版集团主要产品教材教辅及一般图书拥有海量优质教育内容资源，存在较大挖掘价值。其中，教材教辅具备刚需属性，为公司经营提供深厚安全垫。同时，地方国企出版集团账上现金充沛，且分红比例及股息率均处于较高水平。

图表：各地方国企出版集团市值及账上现金情况（亿元）



图表：2022年各地方国企出版集团分红比例及股息率情况（%）



资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所（注：市值截至2024年1月8日，货币资金+交易性金融资产截至2022年12月31日。股息率=当年每股分红/2022年12月31日前复权收盘价。）

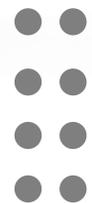
充分开展资本运作，推进转型升级节奏

图表：出版行业部分公司资本运作布局梳理

公司	运作团队	投资简况
中文传媒	江右私募基金	进行文化领域及文化相关产业投资，实现社会效益和经济效益的双丰收。
中南传媒	湖南出版投资控股集团、泊富基金	提升资金收益水平，推进公司产融结合、财团式发展战略的顺利实施。
皖新传媒	旷运人工智能产业基金、皖新金智创投、中以数字教育、皖新资本、中以智教等	依托旷运人工智能产业基金等战略布局新业态，推进领先技术和优质新业务与公司主业的深度融合。通过皖新资本、中以智教开展更为专业化、精准化、系统化的创新资本运营。
浙版传媒	浙江春晓数字出版基金	投资了唯艺数字、Rokid、联泰科技、索迹电子等一批数字技术相关领域优质企业。
新华文轩	文轩投资	以文轩投资为枢纽性资本平台和市场化投融资主体，以打造“文轩资本”品牌和持续贡献利润为目标。
山东出版	鲁版致远数融股权投资基金	促进出版深度融合发展，进一步提高公司资本运作能力。

- 充分开展资本运作，推进转型升级节奏。**出版行业公司积极运用充足账上现金优势，通过设立基金等专业团队进行资本运作，在提升公司资金收益水平的同时，战略布局前景广阔的AI等数字新业态领域，推进转型升级节奏，挖掘业绩增长新亮点。

资料来源：各公司公告 中泰证券研究所



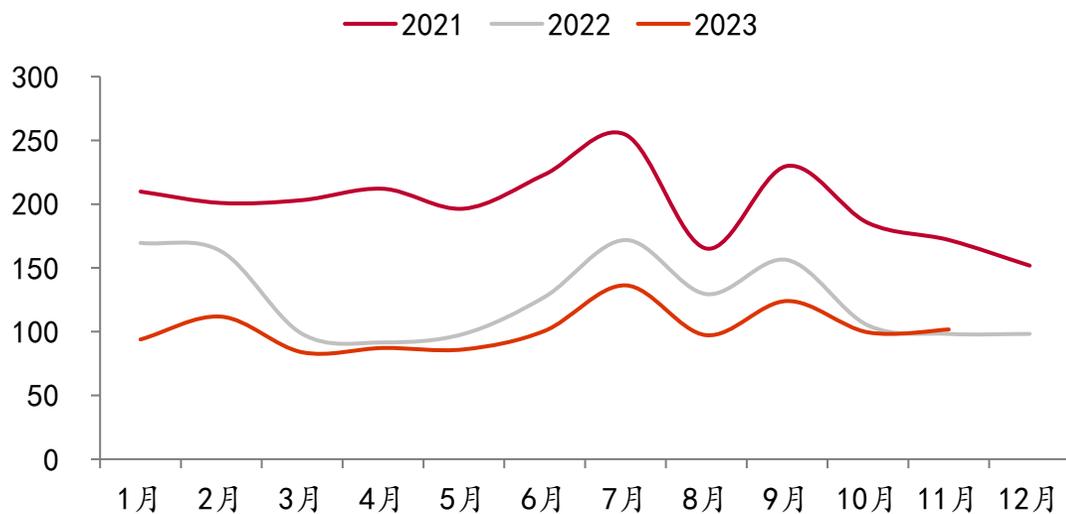
2

渠道边际改善明显，看好
市场景气度回暖

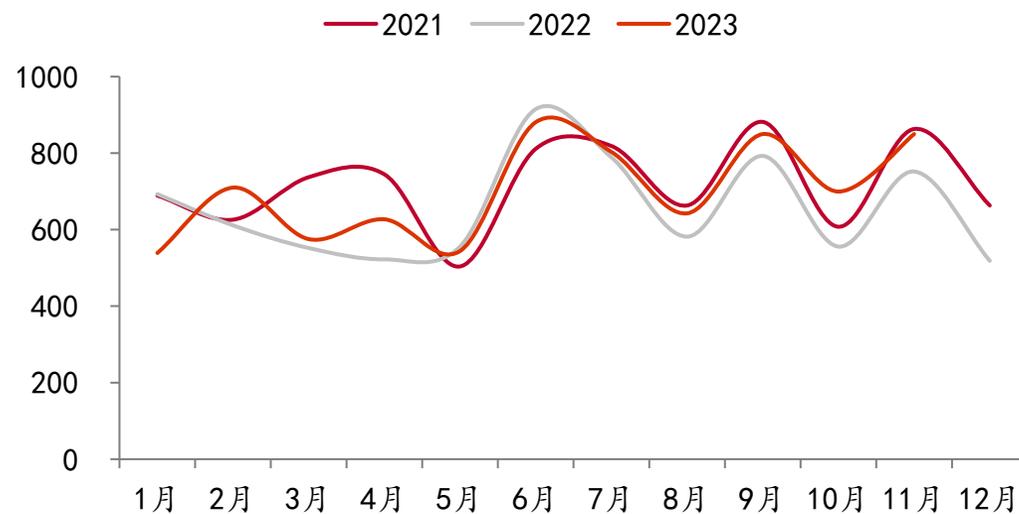
图书零售市场降幅持续收窄，看好市场景气度回暖

- 图书零售市场降幅持续收窄，看好市场景气度回暖。**2023Q3图书零售市场同比下降了1.0%，和2022年全年、2023H1相比降幅继续收窄。图书零售市场随着疫情放开、线下生态修复、物流运力恢复、开学季等因素影响，线下实体店和线上网店渠道均出现复苏态势。11月图书市场迎来促销活动密集期，2023年11月实体渠道指数环比上升2.7%，同比上升4.6%，已恢复并超越2022年同期水平；网店渠道指数继续抬升，环比上升20.6%，同比上升13.7%，已恢复至2021年同期水平，边际改善较明显，看好图书零售市场焕发活力，景气度进一步回暖。

图表：2021-2023年11月实体书店渠道指数变化情况



图表：2021-2023年11月网店渠道指数变化情况

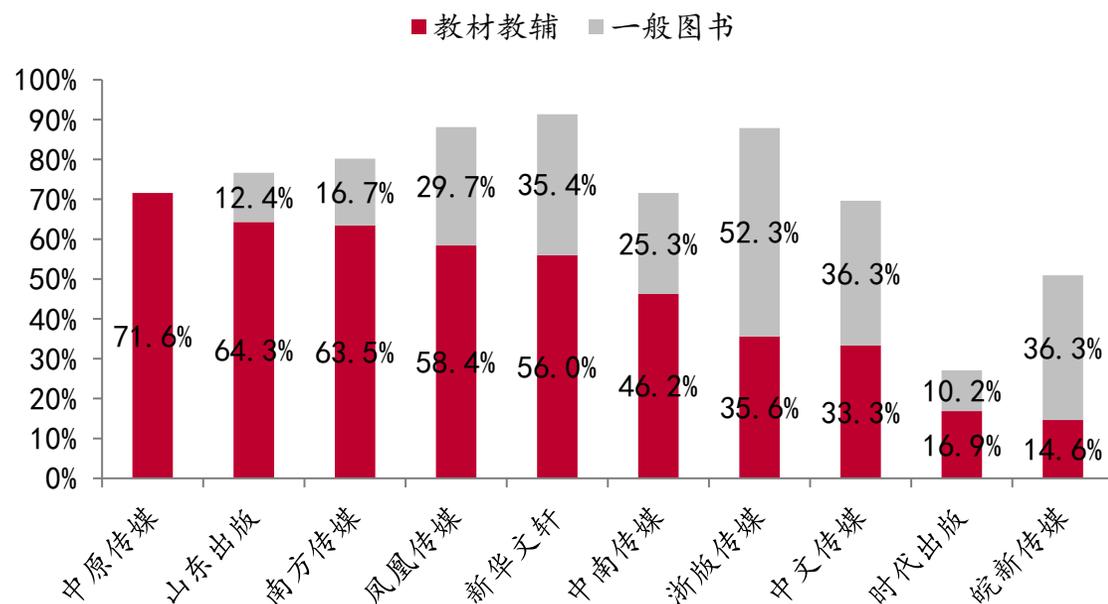


资料来源：北京开卷 中泰证券研究所

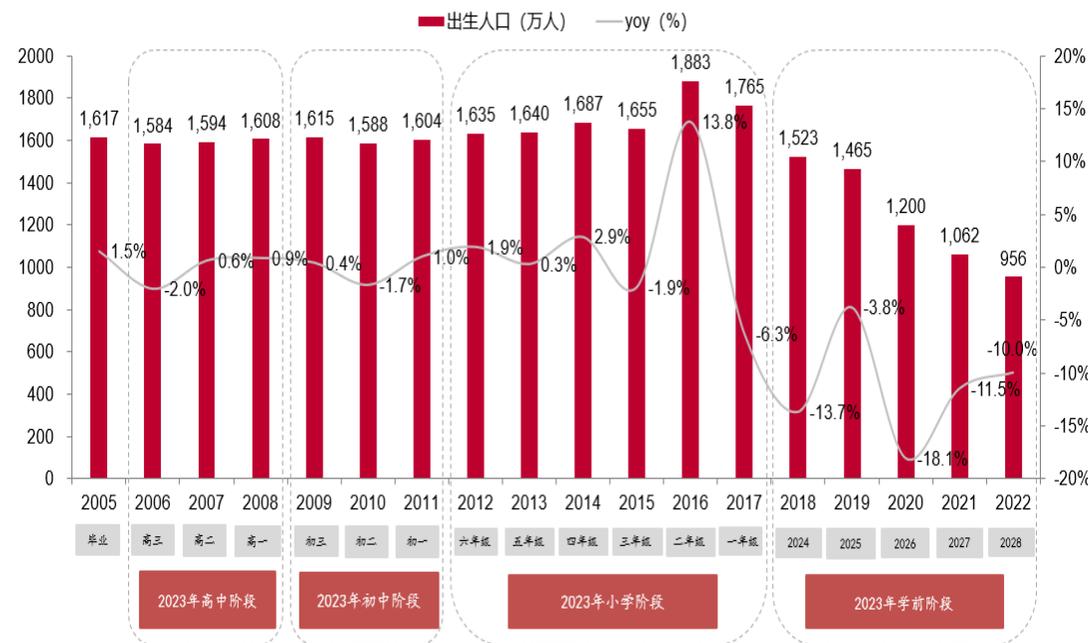
出生人口下滑对于教材教辅收入增速中短期内影响有限

- 出生人口下滑对于教材教辅收入增速中短期内影响有限。地方国企出版集团主要产品为教材教辅及一般图书，教材教辅营收占比较高。从探讨教材教辅营收成长动力角度，市场对于出生人口下滑影响教材教辅收入增长的担忧是压制出版行业估值的主要因素之一。但是，我们认为，出生人口下滑对教材教辅收入增速中短期内影响有限。2023年小学阶段入学人数位于2016-2017年二胎开放后的出生人口高峰，入学人数保持正向增长。同时，K12在校学生整体基数较大，单个年级学生人数减少对于整体规模影响较小。

图表：2022年各地方国企出版集团主要产品营收占比（%）



图表：2005-2022年全国出生人口及对应的学习阶段（万人）



资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所（注：中原传媒未拆分教材教辅及一般图书收入，考虑到其主要产品为教材教辅，故将图书产品营收划分至教材教辅部分。另外，时代出版及皖新传媒收入为剔除内部抵消口径，其他公司收入均为未剔除内部抵消口径）

K12学生结构优化亦能部分对冲出生人口长期下滑影响

- **K12学生结构优化长期亦能部分对冲出生人口下滑影响。**长期维度，从K12在校学生构成来看，初高中学生因拥有较强的升学需求，其人均消费教材教辅金额明显高于低年级学生，为消费教材教辅的主要群体。按照正常升学比例变化，初高中在校学生人数在存量市场中占比有望持续上升，学生结构优化利于释放教材教辅需求，故能一定程度上对冲出生人口下滑的影响。按照正常升学节奏推测，伴随小学阶段出生人口高峰步入初高中阶段，我们判断初中阶段出生人口将于2028-2030年迎来高峰，高中阶段出生人口将于2031-2033年迎来高峰，给予了出版行业公司充足时间以利用在手教育资源优势拓展创新业务方向。

图表：2018-2037年我国K12阶段出生人口数情况（万人）

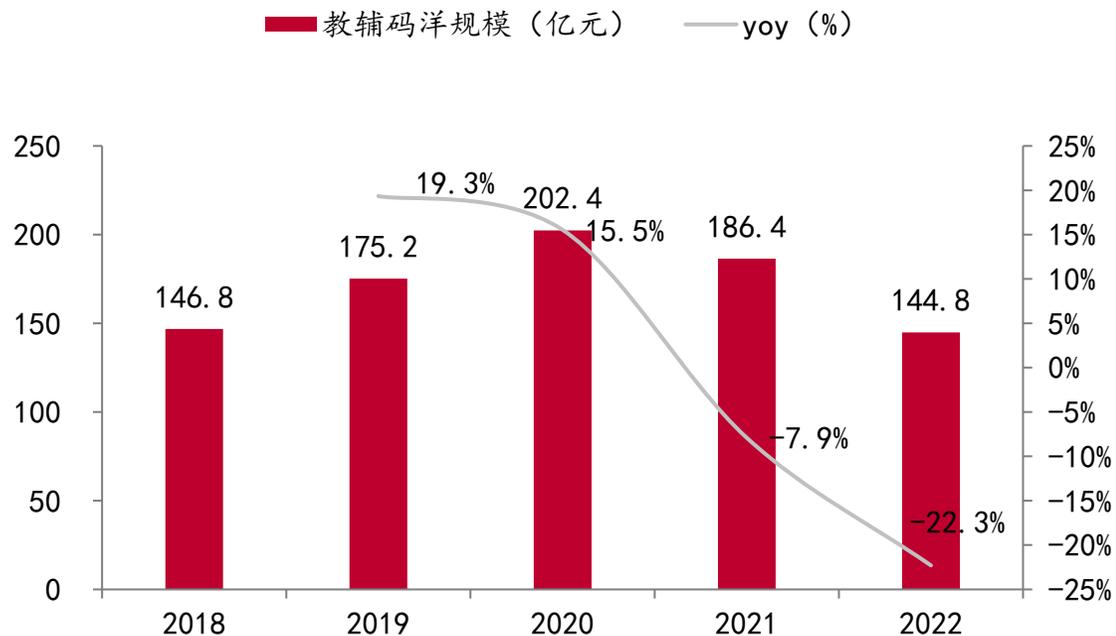
年份	小学阶段出生人口数	小学yoy (%)	初中阶段出生人口数	初中yoy (%)	高中阶段出生人口数	高中yoy (%)	合计	合计yoy (%)
2018	9644		4794		4948		19386	
2019	9690	0.5%	4795	0.0%	4839	-2.2%	19324	-0.3%
2020	9769	0.8%	4786	-0.2%	4809	-0.6%	19364	0.2%
2021	9809	0.4%	4817	0.6%	4794	-0.3%	19420	0.3%
2022	10104	3.0%	4811	-0.1%	4795	0.0%	19710	1.5%
2023	10265	1.6%	4807	-0.1%	4786	-0.2%	19858	0.8%
2024	10153	-1.1%	4827	0.4%	4817	0.6%	19797	-0.3%
2025	9978	-1.7%	4879	1.1%	4811	-0.1%	19668	-0.7%
2026	9491	-4.9%	4962	1.7%	4807	-0.1%	19260	-2.1%
2027	8898	-6.2%	4982	0.4%	4827	0.4%	18707	-2.9%
2028	7971	-10.4%	5225	4.9%	4879	1.1%	18075	-3.4%
2029			5303	1.5%	4962	1.7%		
2030			5171	-2.5%	4982	0.4%		
2031			4753	-8.1%	5225	4.9%		
2032			4188	-11.9%	5303	1.5%		
2033			3727	-11.0%	5171	-2.5%		
2034			3218	-13.7%	4753	-8.1%		
2035					4188	-11.9%		
2036					3727	-11.0%		
2037					3218	-13.7%		

资料来源：Wind 中泰证券研究所

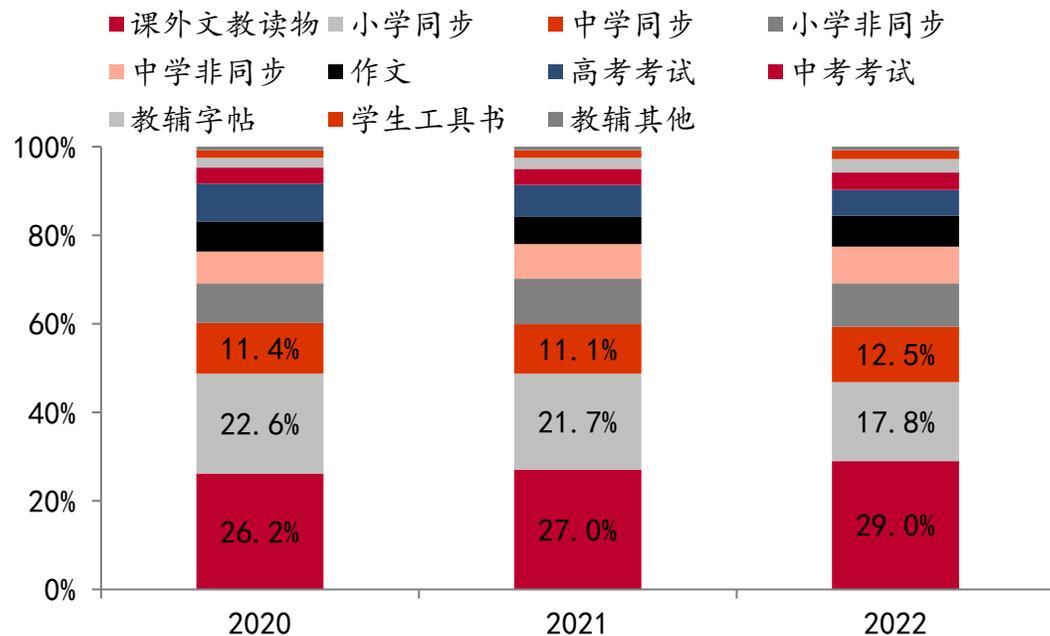
教辅市场企稳，有望恢复稳定增长态势

- 教辅市场企稳，有望恢复稳定增长态势。**教辅类图书作为教学刚需，长期保持较为稳定的市场需求，码洋结构较稳定，在各品类市场中码洋占比排名靠前。2021年，“双减”政策的提出，使得短期内教辅零售市场受挫，但初、高中阶段相较小学阶段而言，具备较高升学需求，故受影响较小。伴随政策端“减轻学生负担”、“增强教学质量”监管态度逐渐明朗清晰，教辅市场玩家已逐步适应常态化监管节奏并进行转型，2023Q1-Q3教辅市场扼住下滑趋势重回正增长，同比增长2.3%。伴随初高中在校学生人数增长，教辅零售市场有望恢复稳定增长态势。

图表：2018-2022年教辅图书码洋规模及增速（亿元）



图表：2020-2022年教辅图书细分品类码洋占比 (%)

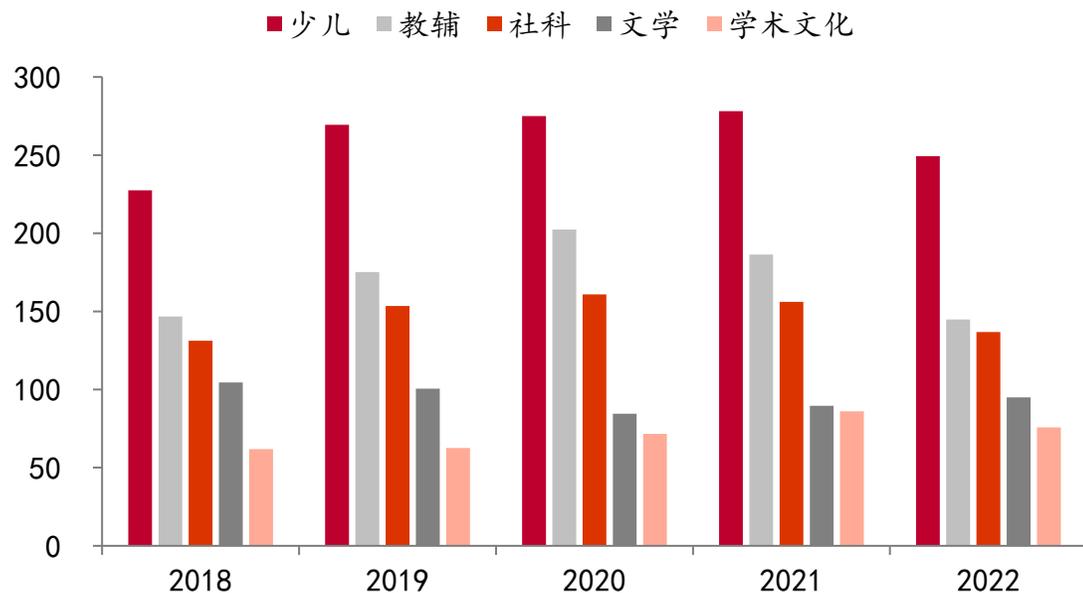


资料来源：北京开卷 中泰证券研究所

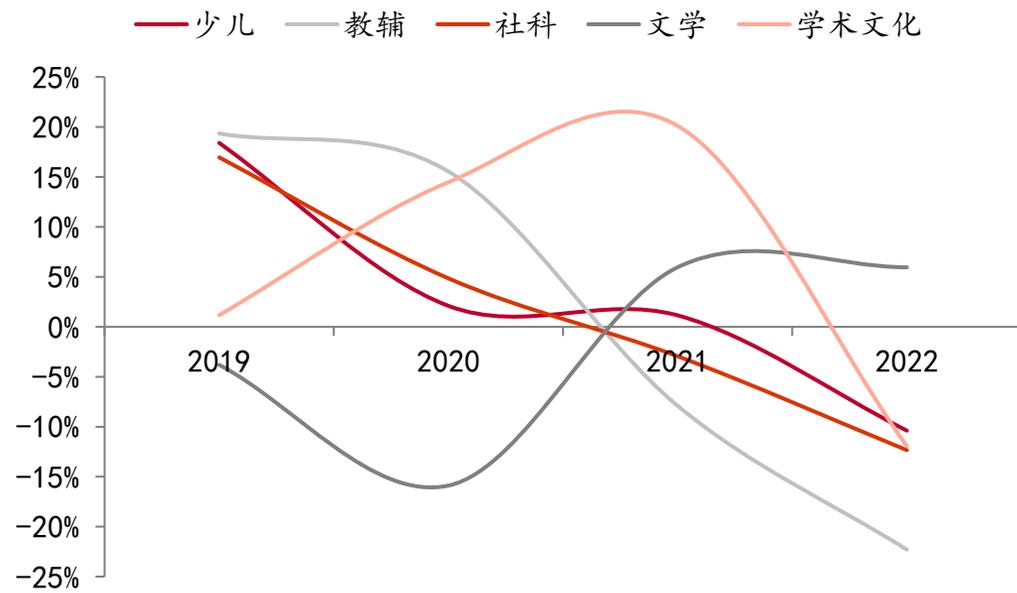
一般图书各品类增速分化明显

- 一般图书各品类增速分化明显。**一般图书具备可选消费属性，同宏观环境相关性较高。2022年，码洋规模前三品类为少儿、教辅及社科类图书，但受双减政策落地、疫情带来的居民收入下降、物流运力下降以及人口出生率降低所导致的适龄少儿同比减少等因素影响，三者码洋规模均出现不同程度缩减。相反，文学类图书实现逆势增长，根据北京开卷数据，2022年其码洋规模为94.9亿元，同比增长6.0%。

图表：2018-2022年全国图书零售市场各品类码洋规模（亿元）



图表：2019-2022年全国图书零售市场各品类码洋增速（%）

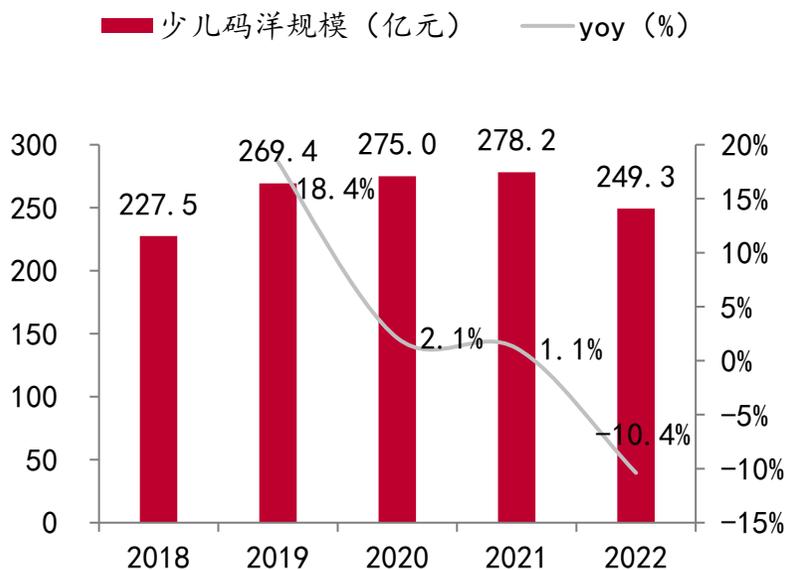


资料来源：北京开卷 中泰证券研究所

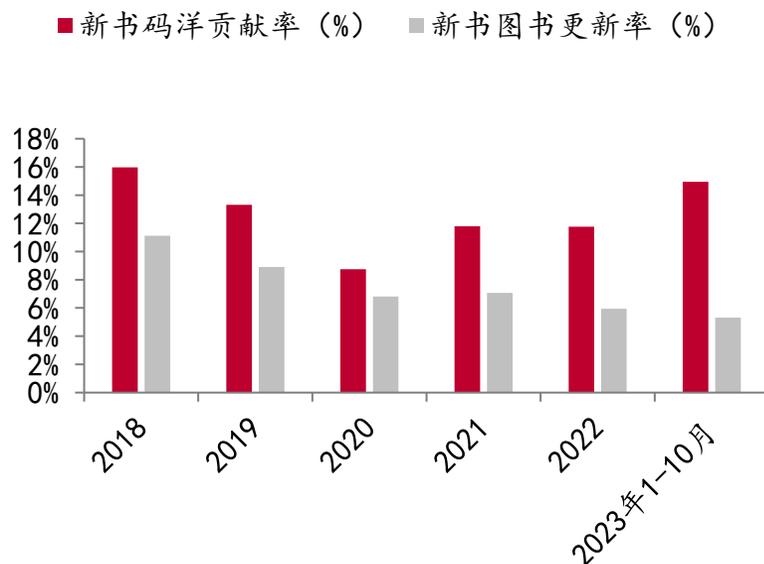
少儿图书细分红利赛道预计上升空间较大

- 少儿图书细分红利赛道预计上升空间较大。**虽然少儿图书码洋规模开始逐渐放缓并呈现下降趋势，但新书表现有所企稳，2023年1-10月，少儿新书品种数及新书码洋贡献率均出现了同比小幅上涨。另外，少儿图书市场结构变动明显，在细分赛道中，少儿科普、少儿绘本受益于政策端支持科普、文化教育的红利明显，码洋占比稳步向上，预计后续上升空间较大。

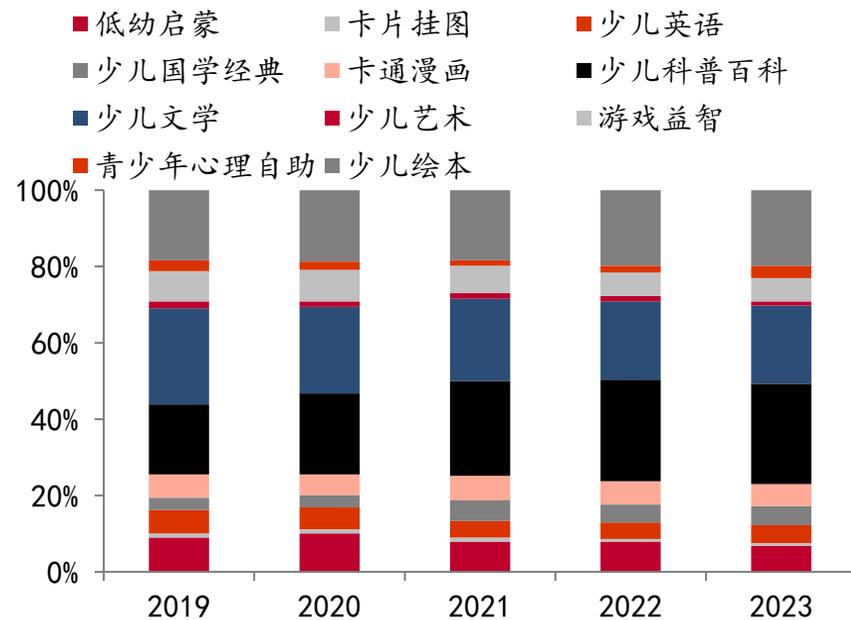
图表：2018-2022年少儿图书码洋规模及增速（亿元）



图表：2018-2023年10月少儿图书新书表现情况（%）



图表：2019-2023年少儿图书细分品类码洋占比（%）

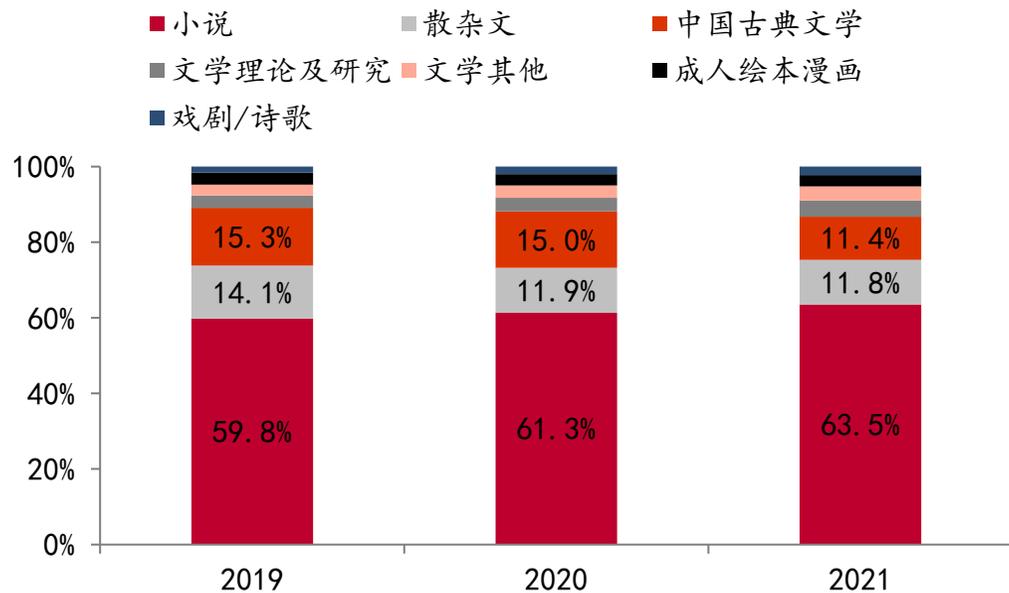


资料来源：北京开卷 中泰证券研究所

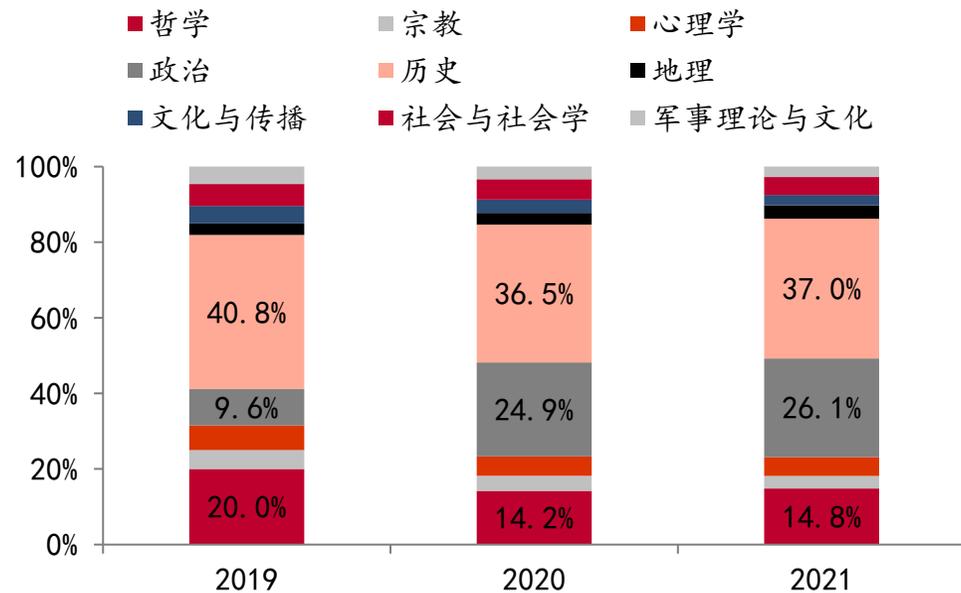
文学图书逆势上扬，学术文化图书细分类别稳中有增

- 文学图书逆势上扬，学术文化图书细分类别稳中有增。北京开卷数据显示，文学类图书在一般图书大盘整体承压情况下实现逆势增长，是2022年图书零售主要细分市场中仅有的2个正增长品类之一，主要受网文纸书、经典读物以及名家新作等网络热度的带动，其中小说类码洋占比持续扩大。学术文化图书多数细分类别均为正向增长，历史类、政治类等品类图书码洋比重稳中有增。

图表：2019-2021年文学图书细分品类码洋占比（%）



图表：2019-2021年学术文化图书细分品类码洋占比（%）



资料来源：北京开卷 中泰证券研究所



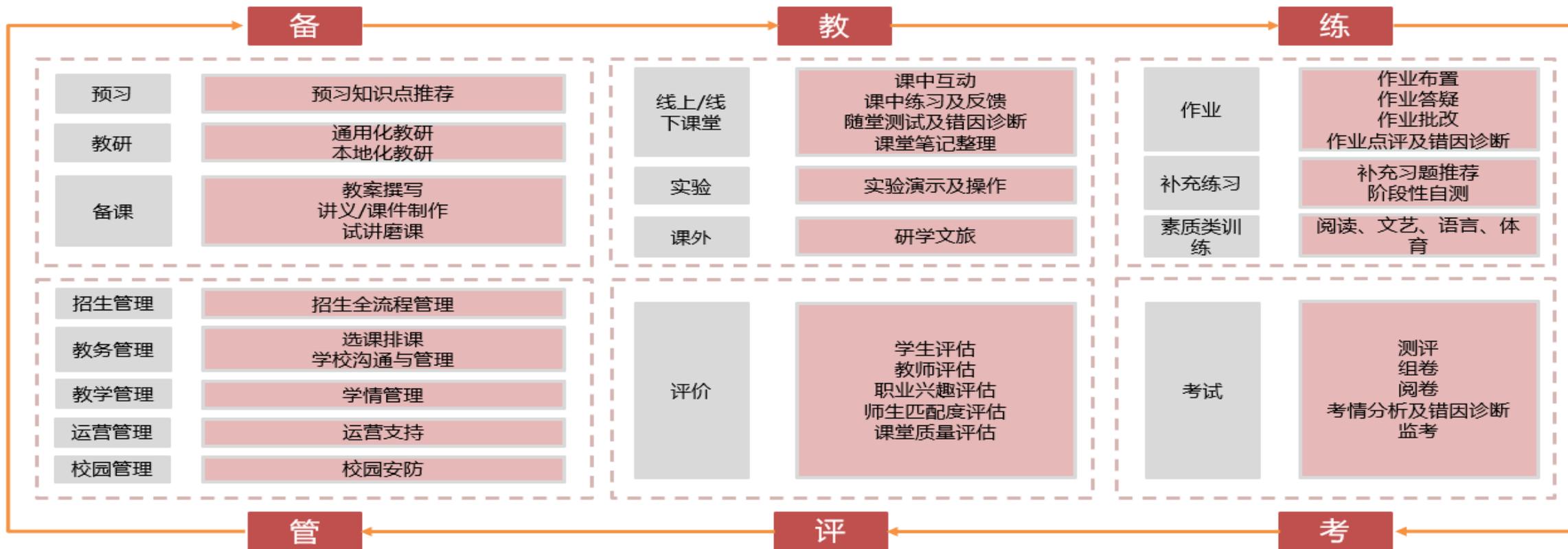
3

智慧教育创新产品加速落地可期

智慧教育应用场景有望持续拓展，实现教学全流程覆盖

- 智慧教育应用场景有望持续拓展，实现教学全流程覆盖。现有智慧教育模式受制于场景复杂度、数字技术成熟度及适配性等因素，无法实现教学全流程应用覆盖，应用场景较为分散。我们认为，伴随AI、VR/AR等新兴技术成熟度增长，智慧教育应用场景有望持续拓展整合，实现“备课-教学-练习-考试-评价-管理”的教学全流程覆盖，有效提升教师教学效率以及学生学习效率。

图表：智慧教育全流程应用场景

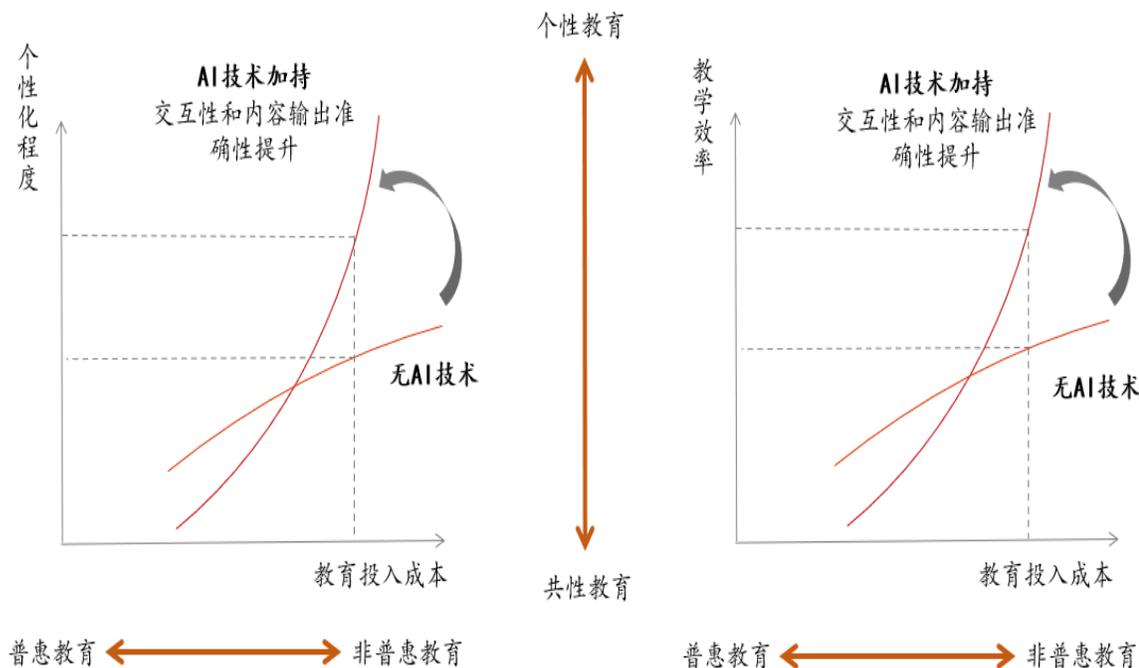


资料来源：好未来 罗兰贝格管理咨询 中泰证券研究所

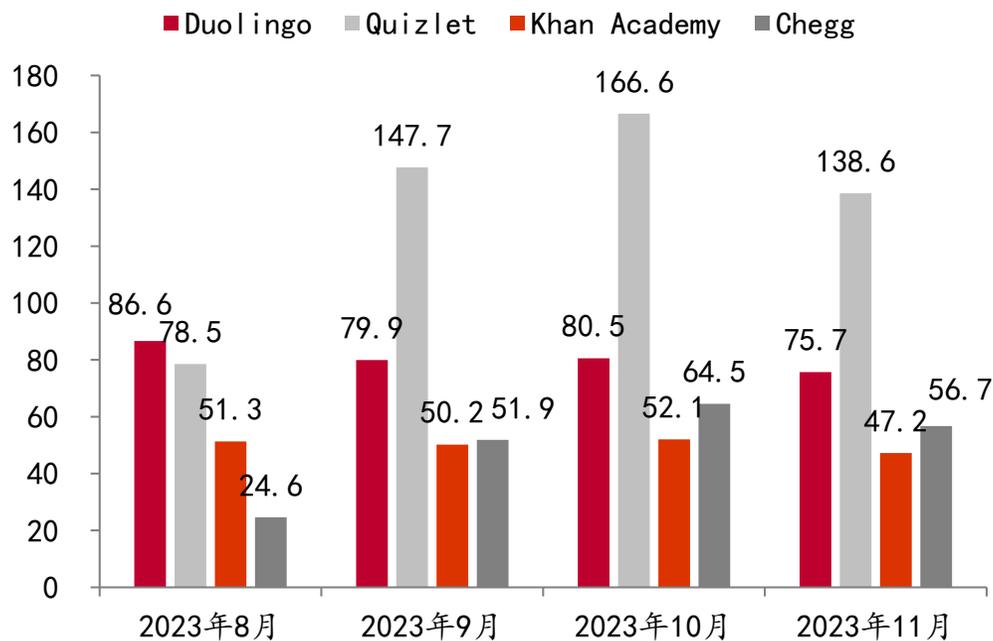
AI对教育加成效果优异，看好用户对AI+教育应用粘性增长

- AI对教育加成效果优异，看好用户使用AI+教育应用频次及时长持续增长。我们认为，AI对教育产品交互性和内容输出准确性提升明显，加成效果优异，低成本提升教学效率可期。秋季学期开学以来，海外AI+教育公司网站流量提升明显，学生及家长对于教育产品使用需求增加显著，需求较为刚性，我们看好后续AI和教育持续结合下对于学生、教师等群体学习及教学效率提升以及用户使用相关AI+教育应用频次及时长持续增长。

图表：AI对教育影响示意图



图表：2023年8-11月海外AI+教育网站访问量（百万）

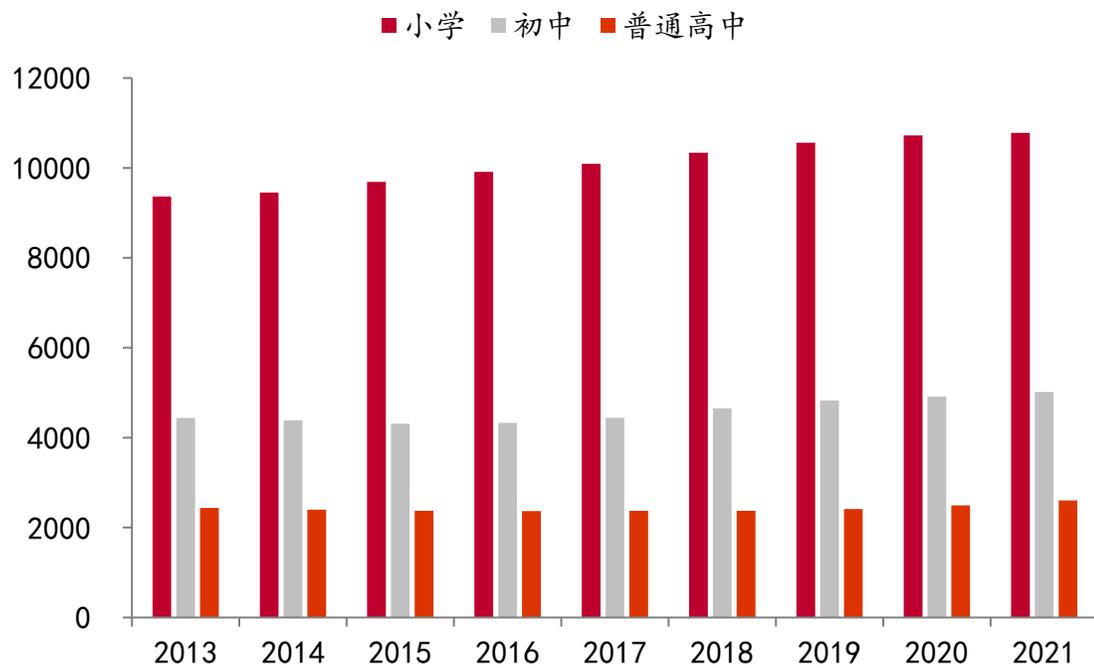


资料来源：各公司官网 similarweb 中泰证券研究所

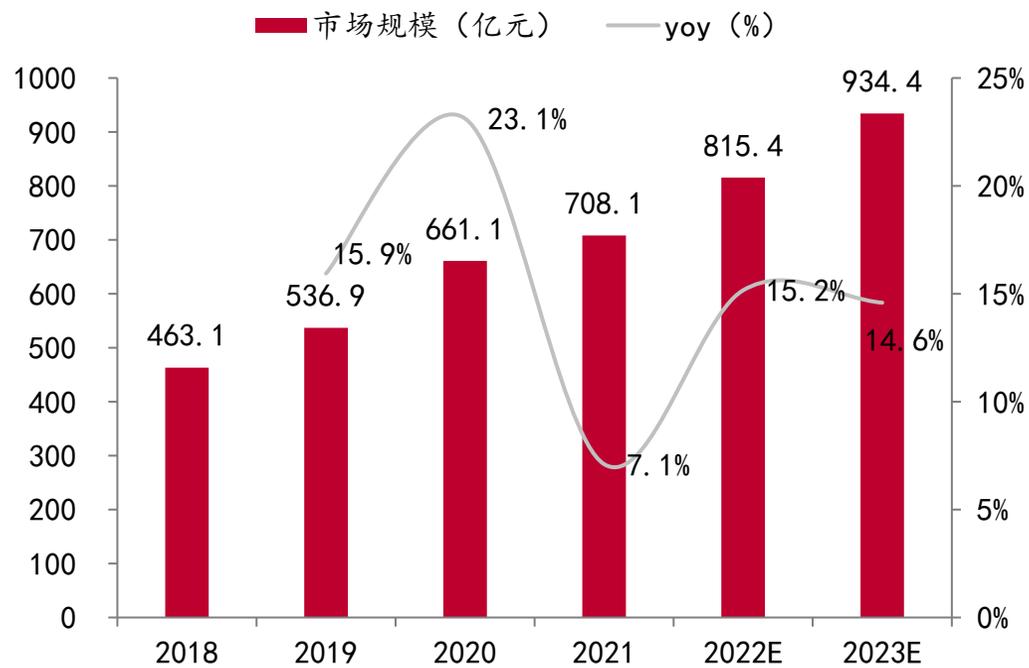
AI+教育需求旺盛，市场前景广阔

- AI+教育需求旺盛，市场前景广阔。**我国K12在校学生规模较大并趋于平稳，2021年在校生规模达1.8亿人，其中小学阶段学生占比较高，2021年占比达58.6%。“双减”政策落地以来，精准教学需求愈发旺盛，AI+教育所能实现的为学生教师群体提效减负效果与该需求较为契合。同时，教育具备刚需特征，用户付费意愿较强，具有优异的商业发展土壤。根据华经产业研究院数据，人工智能教育市场规模由2018年的463.1亿元增至2021年708.1亿元，预计2023年将达934.4亿元。

图表：2013-2021年我国K12各阶段在校人数（万人）



图表：2018-2023E人工智能教育市场规模及增速（亿元）

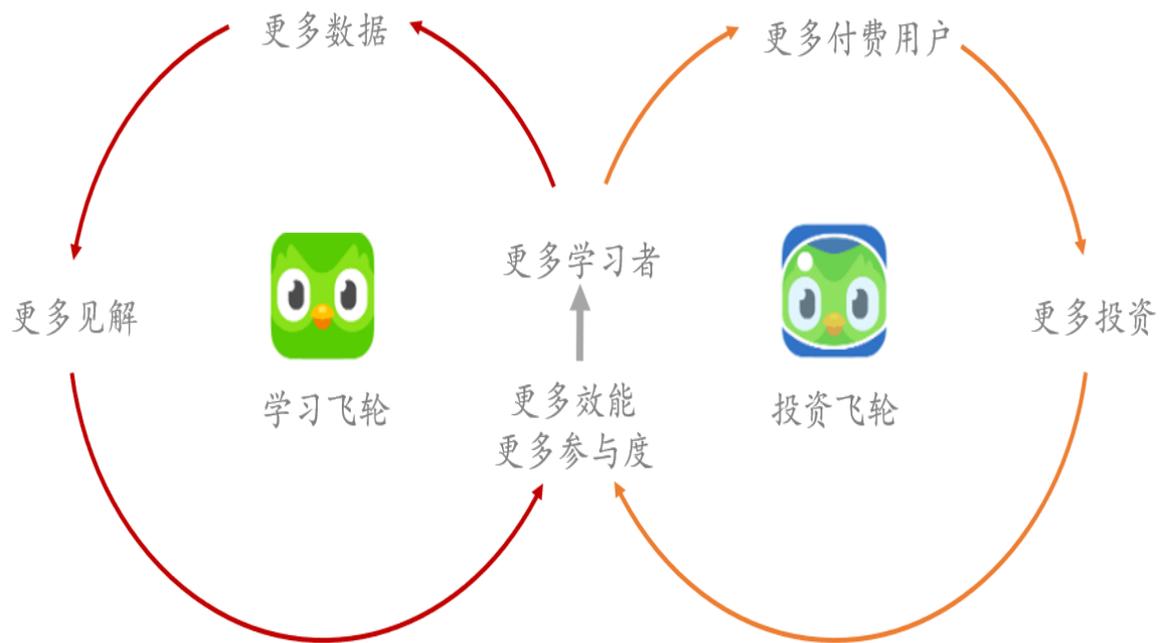


资料来源：世纪天鸿公司公告 教育部 华经产业研究院 中泰证券研究所

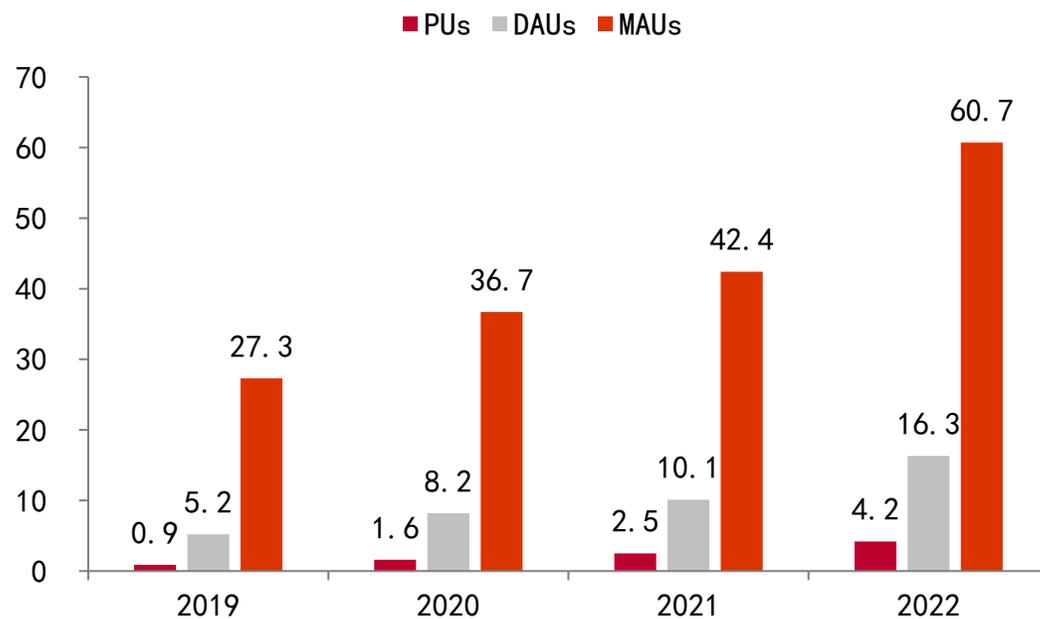
海外Duolingo C端增值变现可行性成功验证

- 海外Duolingo采取双飞轮模式，C端增值变现可行性成功验证。复盘海外教育代表公司Duolingo商业模式，其采用了“免费学习+付费订阅”的双飞轮商业模式。免费用户能提供更多数据反馈用以优化产品性能，同时部分用户实现付费转化，提供现金流，再次为产品性能提升赋能，完成飞轮闭环。2019-2022年，Duolingo的MAU由2,730万提升至6,070万，付费用户数由90万增至420万，用户数量的明显提升验证了公司商业模式以及面向C端增值变现的可行性。

图表：Duolingo“双飞轮”商业模式



图表：2019-2022年Duolingo用户增长情况（百万）

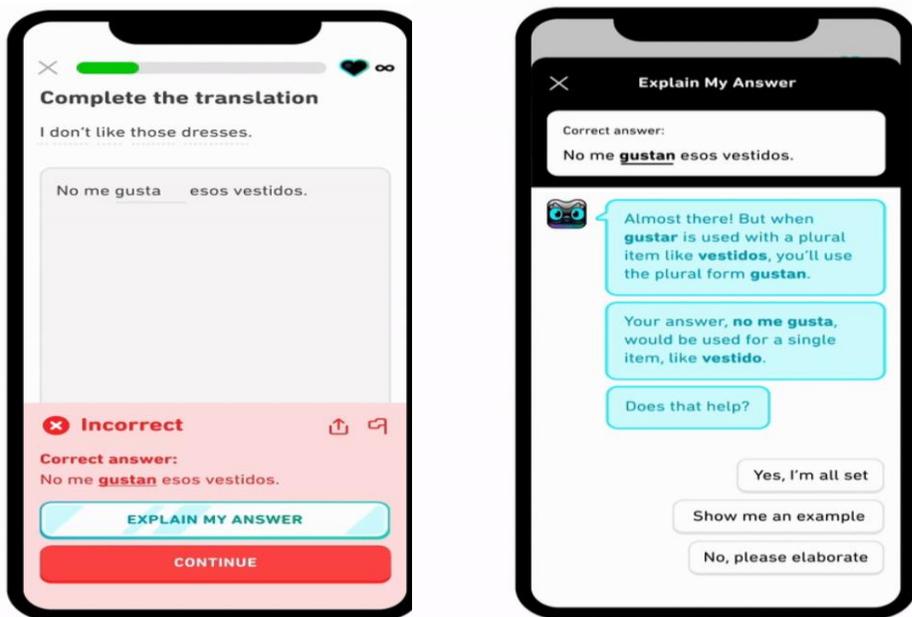


资料来源：公司公告 公司招股说明书 中泰证券研究所

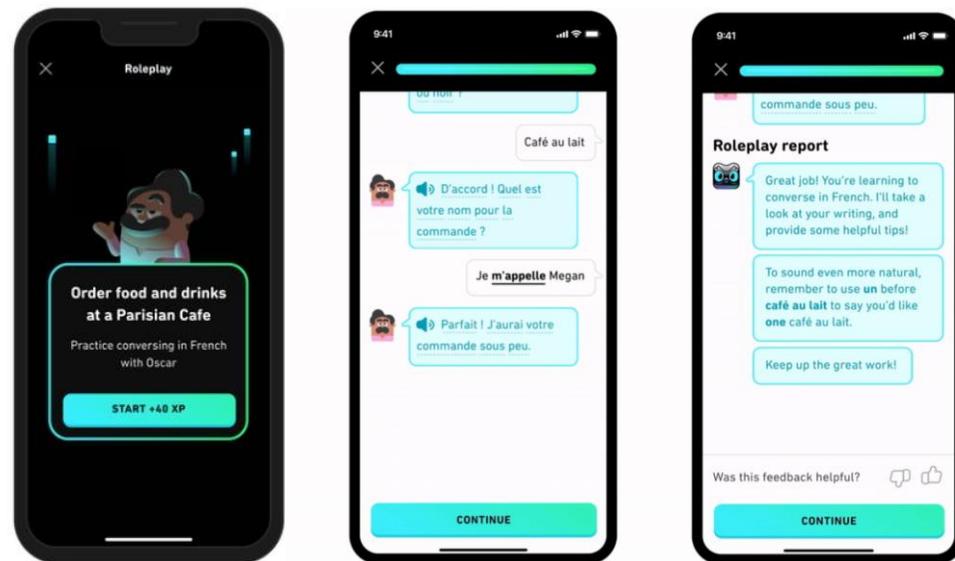
Duolingo Max与AI结合交互性提升明显，看好进一步拓展用户

- **Duolingo Max与AI结合交互性提升明显，看好进一步拓展用户。** Duolingo Max与AI结合，提供“解释答案”、“角色扮演”、“课堂教练”功能，通过学习者与AI之间的问答方式，引导用户进行学习，给予实时反馈建议，产品交互性提升明显。我们看好该产品同AI结合下对于现有用户粘性、付费转化率提升以及潜在用户市场的开拓。

图表：Duolingo Max “解释答案”功能



图表：Duolingo Max “角色扮演”功能



业内公司积极布局AI+教育产品，有望构筑知识付费场景

图表：出版行业内部分公司AI+教育布局梳理

公司	业务名称	主要应用场景	业务布局亮点	
城市传媒	青知智教、《中华优秀传统文化少儿绘本大系》等	综合智慧教育平台、汉语阅读听说等	青知智教提供AI作文精批细改。《绘本大系》附有原典、释文等栏目，辅助小读者理解经典，方便亲子共读。	
南方传媒	粤教翔云、粤教讯飞E听说等	综合智慧教育平台、英语听说读写测评等	粤教翔云提供数字教材、备课、资源等模块，还为老师贴心增加便于课堂教学的工具。粤教讯飞E听说为学生提供听说人机对话测评和手写作业智能批改等功能。	
世纪天鸿	数字化校本、笔神作文、小鸿助教	综合智慧教育平台、作文批改、教师教学办公	数字化校本围绕教辅服务升级建设平台、内容、服务区域一体化平台。笔神作文能实现AI对全写作过程覆盖。小鸿助教可提供备课素材、生成评课评语等功能。	
凤凰传媒	凤凰易学、学科网	综合智慧教育平台、教师教学办公	凤凰易学提供学情数据可视化监测，支持错题本/好题本一键生成，助力个性化学习。学科网可实现优质独家内容推送（教学资源、试题、远程教学），并提供AI研修提升教师教学能力等特色服务。	
中原传媒	大象社-大象课堂 融媒教育云平台	综合智慧教育平台	拥有大象e教等数字教育产品及智慧题库、智能组卷等数字教育服务系统，有望实现教育教学的动态分析，提供准确的学情报告、知识点视频讲解、试题推送等功能。	
山东出版	小荷评测、作业+学情诊断大数据反馈项目	综合智慧教育平台	智能化数字教辅产品小荷评测通过精准化出题、个性化推送，为学生精准推送适合能力的试题。作业+学情诊断大数据反馈项目，已获批在省内落地试点。	
中南传媒	A佳教育、贝壳网	综合智慧教育平台、教师教学办公	A佳教育提供全链条考试服务。贝壳网提供精准优质教育综合解决方案，旗下智能测评云为教师提供在线自由组卷、多维度考试分析结果等服务提升教学效果。	
皖新传媒	皖新学习机	教学辅助	携手华为共同打造教育普惠学习机，邀请了安徽省内知名重点高中一线老师录制课程，自主学习功能强大。	

- 业内公司积极布局AI+教育产品，有望构筑知识付费场景。映射至A股层面，伴随AI等新兴技术迭代，出版行业内公司积极布局相关AI+教育产品，聚焦于综合智慧教育、教师教学办公、作文批改等应用场景，后续有望持续优化产品功能，构筑知识付费场景。

资料来源：各公司公告 Wind 学科网 凤凰易学 大象e课 贝壳网 A佳教育 中国出版传媒商报 小荷评测 广州黄埔教研 E听说 南方+ 笔神作文 小鸿助教 青版学堂 bilibili 中泰证券研究所

业内公司积极布局AI+教育产品，有望构筑知识付费场景

- **城市传媒**：《绘本大系》配以微信小程序、APP互动绘本等数字化产品，支持实时评估儿童语言表达能力，精确评价其阅读水平。青知智教包含AI作文批阅（语文+英语）、AI口语评测、AI表达评价等多项服务。截至2022年年报，用户数已突破80万人。
- **南方传媒**：粤教讯飞E听说基于语音测评技术，按照中高考标准提供听说人机对话测评和手写作业智能批改功能。粤教-爱思通支持学习者在游戏闯关中就能轻松学会围棋，大大提高学习效率。
- **世纪天鸿**：笔神作文能够实现AI对写前、写中、写后的全写作过程覆盖。截至2023H1，注册用户超1,600万，月活180万。小鸿助教可提供备课素材、生成教案大纲、生成评课评语等功能。

图表：城市传媒AI+阅读听说产品《绘本大系》

图表：城市传媒综合智慧教育平台青知智教

图表：南方传媒AI+英语听说读写产品粤教讯飞E听说

图表：南方传媒AI+围棋产品粤教-爱思通

图表：世纪天鸿AI+作文批改产品笔神作文

图表：世纪天鸿AI+教师教学办公产品小鸿助教

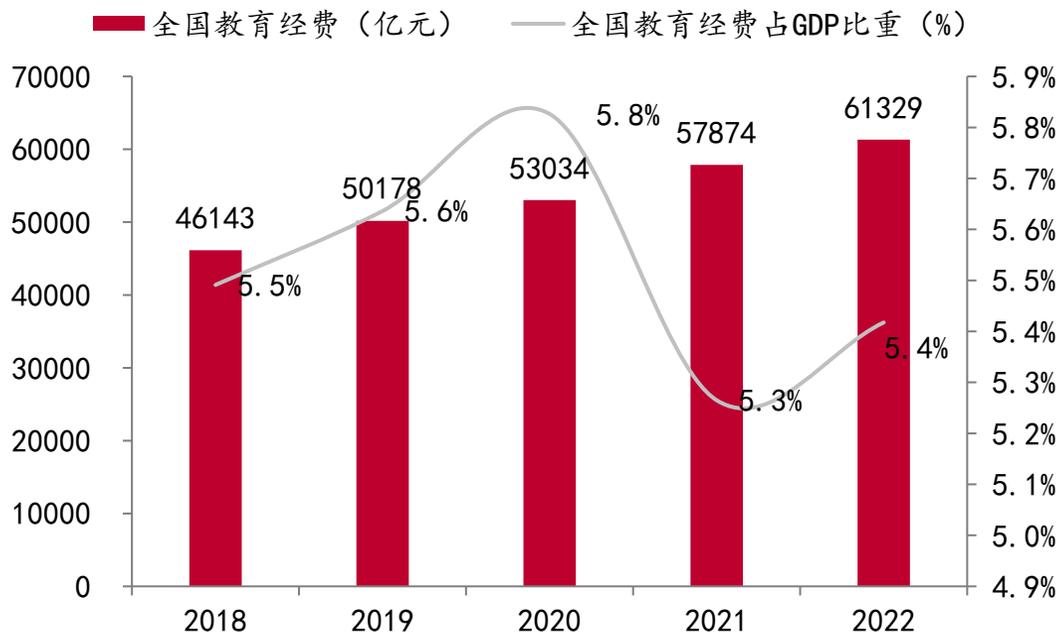


资料来源：各公司公告 Wind 知享读 青岛市大数据发展促进会 青知智教 青岛出版集团 E听说 南方+ 中国出版传媒网 笔神作文 小鸿助教 中泰证券研究所

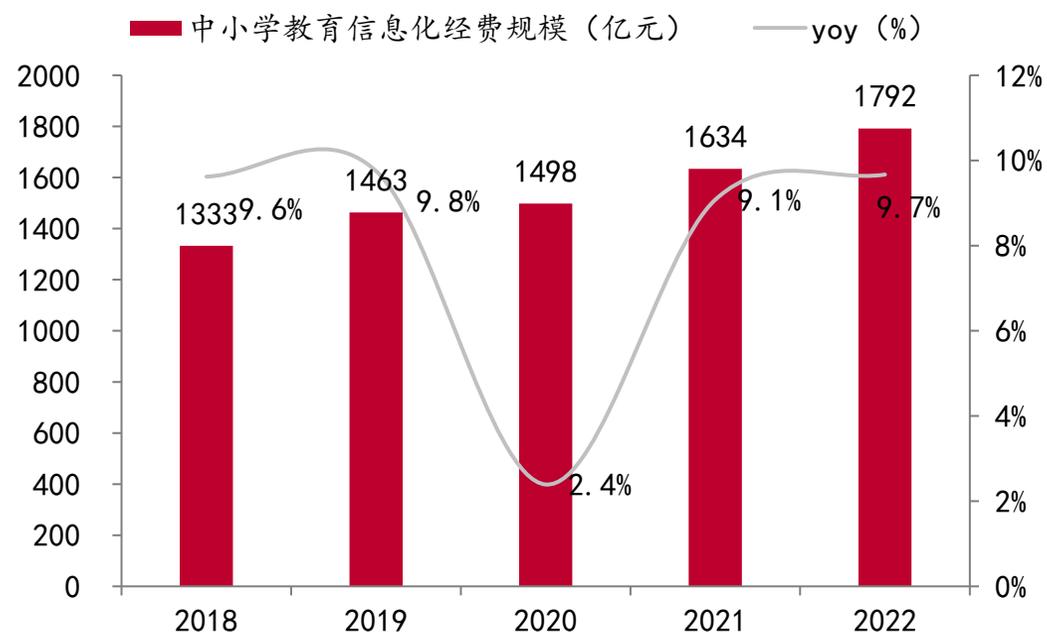
教育投入稳步增加，为教育数字化发展提供有力支持

- 教育经费投入、效益稳步增加，为教育数字化发展提供有力支持。** 2018-2022年全国教育经费稳步增长，2022年达到61,329亿元，每年教育经费占GDP的比重均超5%。针对地方经费使用中存在“重硬件轻软件、重支出轻绩效”等现象，政策端持续调整优化结构，提高教育经费使用效益。根据《关于进一步调整优化结构提高教育经费使用效益的意见》规定，国家财政性教育经费支出占GDP比重不低于4%。同时，《教育信息化十年发展规划（2011-2020年）》强调加大教育投入对教育信息化方面的倾斜，反映出政策端对于教育数字化重视程度，充足经费和高经费使用效益为教育数字化发展提供了有力支持。

图表：2018-2022年全国教育经费及占GDP比重情况（亿元）



图表：2018-2022年我国中小学教育信息化经费规模（亿元）

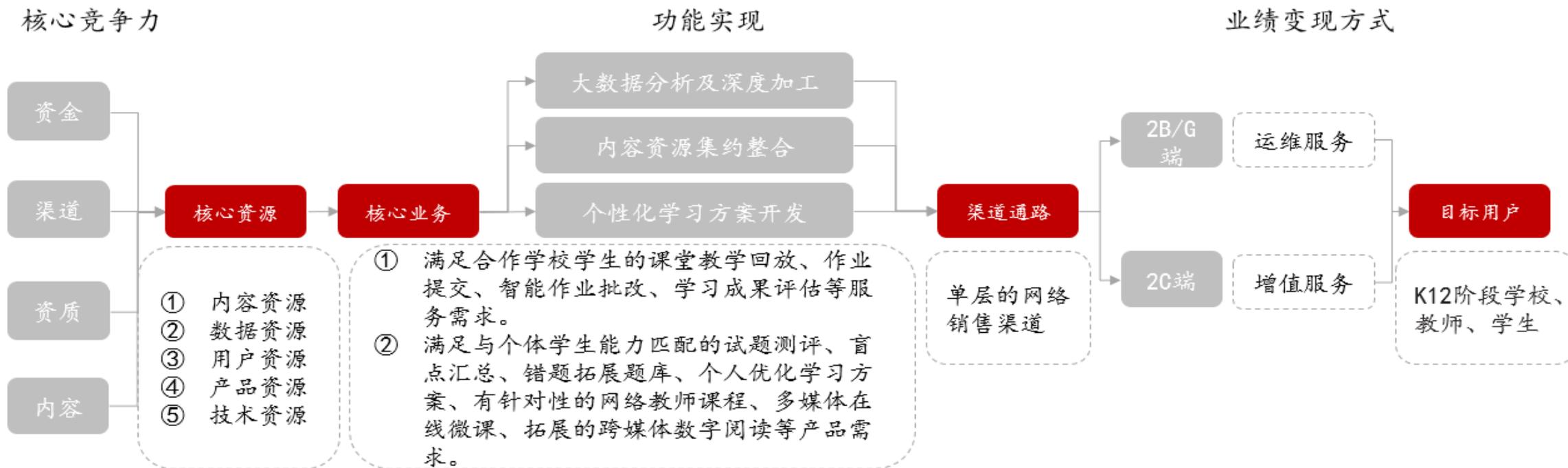


资料来源：Wind 教育部 观研天下 中泰证券研究所

中小学智慧教育平台有望赋能出版业绩增长新动力

- 中小学智慧教育平台扎根校内场景，赋能出版行业业绩增长新动力。** 中小学智慧教育平台应用场景为校内，依赖于内容、教学数据等核心资源，通过对海量信息进行深度分析、对内容资源进行集约整合，进而为用户量身定制个性化、交互式、多媒体个人学习整体解决方案类型的产品，实现“一个内容多种创意，一个创意多次开发，一次开发多种产品，一种产品多种形态，一次投入多次产出，一次产出多次增值”的运营效果。出版行业各公司尤其是地方国企出版集团有望凭借资质、内容、渠道等优势布局智慧教育平台，伴随其商业模式成熟挖掘业绩增长新动能。

图表：智慧教育平台商业模式示意图

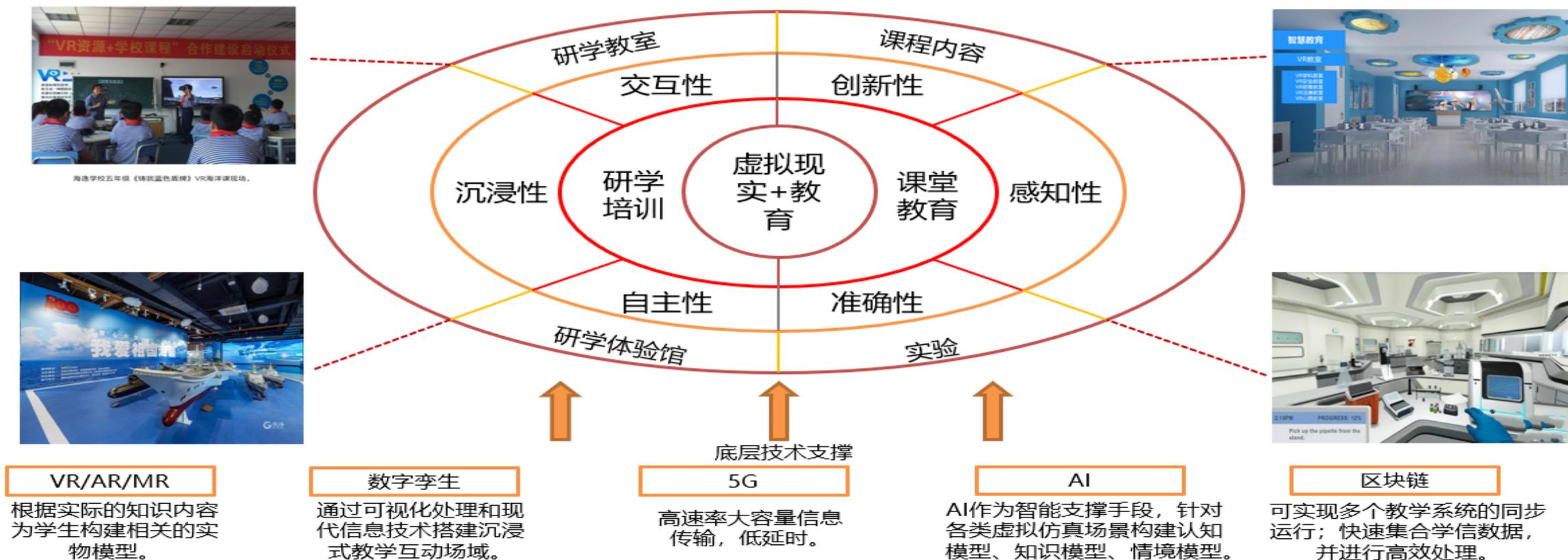


资料来源：《传播与版权》 中泰证券研究所

虚拟现实+教育：有望重塑知识表达运作模式

- **虚拟现实+教育：以数字化技术赋能教育，有望重塑知识表达运作模式。**在教育领域，虚拟现实通过将内容与数字孪生技术、5G、AI技术和区块链等新兴技术结合进行深度内容开发内化，有望迭代现有教学模式，重塑知识表达的运作模式，强化加深学生学习信息记忆及理解，提升实践能力，激发学生自主学习兴趣与动力。

图表：虚拟现实+教育培训架构图



资料来源：CNKI 拟镜科技 城市传媒官网 青网 斯百特 头豹研究院 中泰证券研究所

研学培训与VR结合较快，看好相关项目加速落地推广

研学培训与VR技术结合较快，看好相关项目加速落地全国推广。研学作为课外教育活动，以科技、历史、军事等主题开展实训教育，结合VR/AR技术搭建知识实训平台能充分为学生提供沉浸式体验，加深学生对于相关抽象知识理解与印象。典型案例如城市传媒子公司数字时间深耕虚拟现实+研学领域，不断探索新技术应用、数字产品创新，在全国多省市科技馆、博物馆等场地实现虚拟现实项目落地。“科学大脑”VR主题科普研学和VR数字教育科普产品形成VR应用场景和服务教育新模式，累计在全国25个省市推广落地。随着数字化技术的迭代更新及政策催化，业内布局领先公司凭借突出虚拟现实技术研发应用与数字化服务能力，相关项目有望加速落地并于全国推广。

图表：VR研学实训一体化实践模式



图表：城市传媒虚拟现实+教育方面布局梳理

业务	商业类型	布局简况
校外研学	2B/G端、2C端	开设研学体验馆，使用图文展板、实物模型、VR场景模拟授课等形式，将我国国防、海洋科技等方面成就生动展现。 
校内研学	2B/G端	数字时间传媒公司负责VR航天STEAM课程研发工作，正在加速更多课程的开发和推广。VR航天STEAM课程已在北航附属学校、杭州保俶塔实验学校等全国十多家学校落地。 

资料来源：公司公告 青岛出版集团 《中国新通信》 城市传媒CM 中泰证券研究所



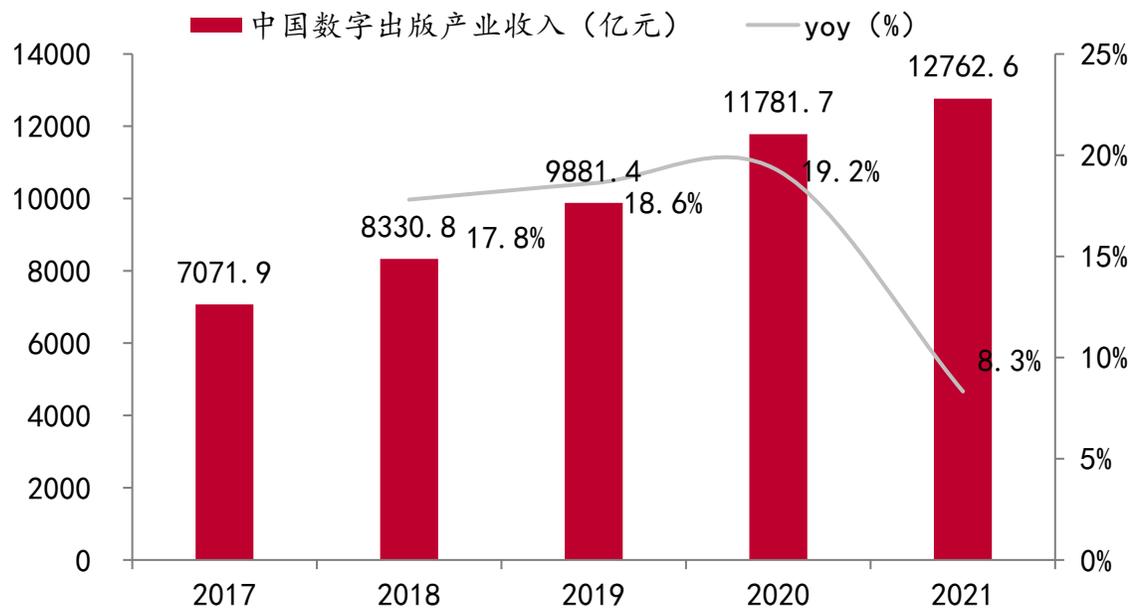
4

内容优势突出，有望挖掘
新变现路径

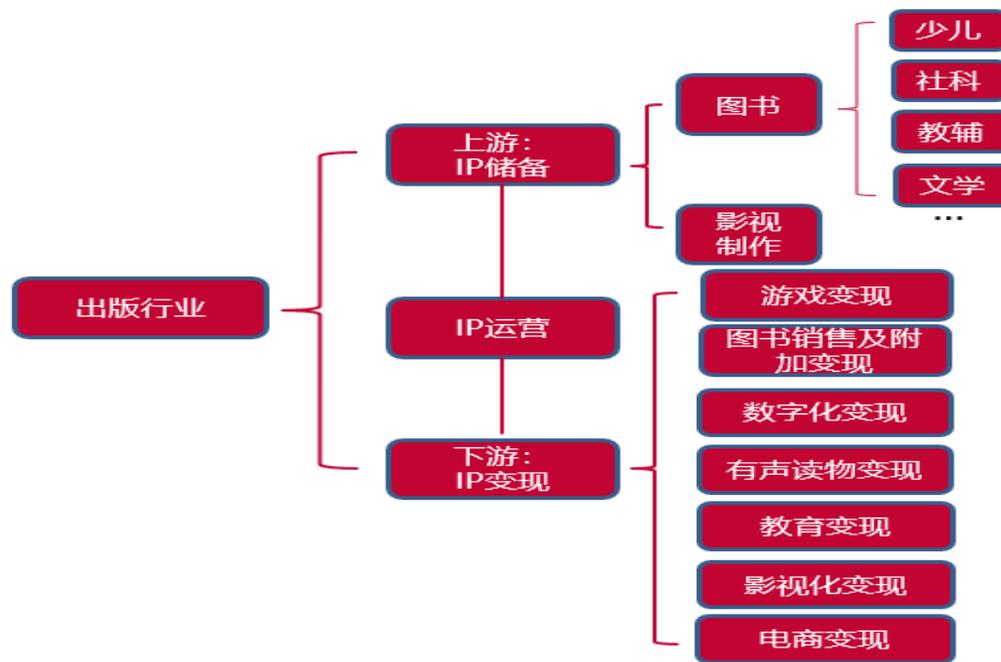
数字化降低IP挖掘壁垒，业内公司海量优质IP价值亟待挖掘

- 数字化降低IP挖掘壁垒，出版行业内各公司海量优质IP价值亟待挖掘。数字化程度提升推动数字出版总收入持续上升，在AI等新兴技术加持下，IP价值的挖掘壁垒明显降低。而出版行业内公司具有内容资源优势，拥有海量优质知识产权，包括大量著作权版权以及众多合法授权的作品，整体处于IP孵化完成但尚未多维度开发阶段。IP多维度开发，是基于基础的图书销售变现渠道上持续拓展新型变现渠道的立体化价值运营模式，有望挖掘IP商业价值和相关品牌影响力。

图表：2017-2021年中国数字出版总产业收入及同比增速（亿元）



图表：IP价值运营和变现方式



资料来源：各公司公告 中国出版传媒商报 中泰证券研究所

业内公司探索IP多维变现方式，有望为业绩增长提供新动能

- 出版行业内公司积极探索IP创新多元运营及变现方式，有望为业绩增长提供新动能。出版行业内公司尤其是民营出版公司在技术迭代背景下积极调整自身定位，整合大众图书等优质IP资源，拓展IP多维度变现模式，图书影视化、有声电子书付费变现等新型变现路径拓展逐渐明确。我们看好行业内公司IP运营和变现方式的持续优化，释放IP价值潜力，有望为各公司业绩增长提供新动能。

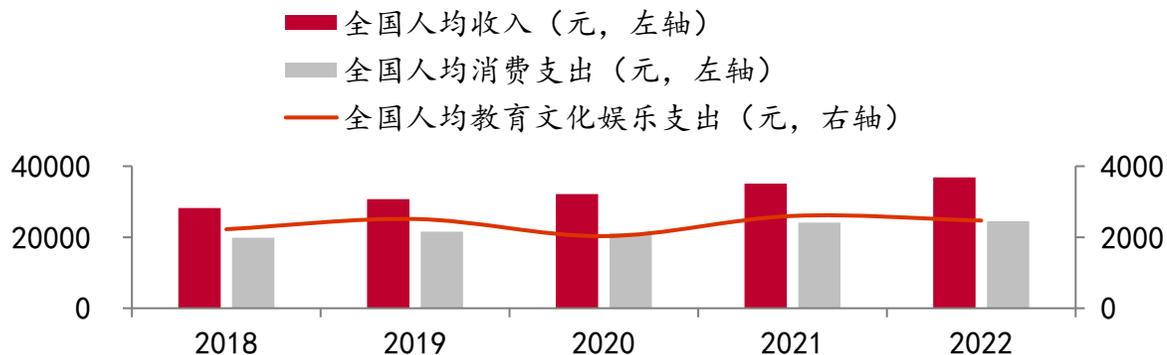
图表：行业内代表公司IP运营及变现方式整理

公司	变现方式	具体情况	
城市传媒	书影联动	挖掘优质影视IP，深耕“悦读纪”品牌，与阅文、晋江等头部网络文学平台开展合作，爆款影视剧同名图书《开端》、《赘婿》、《雪中悍刀行》、《狂飙》等实现热销。	
果麦文化	广告	在建立互联网产品矩阵且拥有较大基数用户规模后，广告商投放至公司互联网账号进行广告营销。	
中文在线	轻度游戏	互动式阅读类游戏Chapters利用玩家原创作品，与玩家对话，让玩家进行互动式阅读。虚拟恋爱互动故事游戏My escape基于海量互动小说构建虚拟角色，玩家可选择剧情体验不同故事。	
读客文化	有声读物	与微信读书、喜马拉雅、知乎在内的主要电子阅读和有声小说剧平台合作上架人气作家有声书，进行付费变现。	
掌阅科技	短剧作品	打造短视频内容矩阵“MCN”，基于IP优势，改编成短剧作品上线抖音各大剧场。	

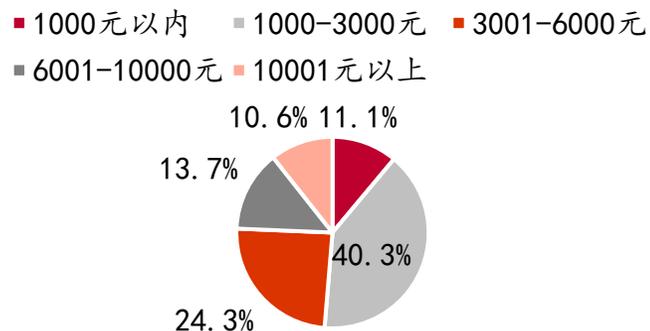
研学消费需求旺盛，市场成长空间广阔

- 研学消费需求旺盛，市场成长空间广阔。**2018-2022年，我国人均教育文化娱乐支出整体呈上升趋势，2022年人均支出达2,469元。伴随疫后线下娱乐生态修复以及供给端研学主题和内容不断丰富，学生家长对于研学消费需求旺盛。根据艾媒咨询2023年7月调研数据，40.27%消费者在研学项目花费金额保持在1,000-3,000元水平。另外，2022年我国研学市场规模达909亿元，随着研学文旅观念持续普及，研学市场景气度有望持续向上，预计2026年市场规模将达2,422亿元，市场发展空间广阔。

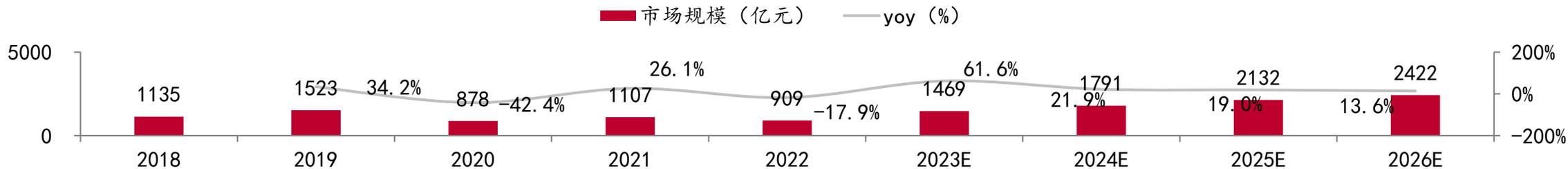
图表：2018-2022年中国人均教育文化娱乐支出情况（元）



图表：2023年7月个人参加研学项目花费分布情况（%）



图表：2018-2026E我国研学市场规模及增速（亿元）



资料来源：艾媒咨询 中泰证券研究所

积极布局研学文旅赛道，拓展研学新变现路径

图表：出版行业代表公司研学业务布局梳理

公司	业务名称	业务布局亮点
山东出版	新铎文旅	打造曲阜中华传统文化国际研学实践教育营地（依托曲阜儒家文化源地、孔子故里头部 IP 优势，定位为立足山东、辐射全国、面向世界的国际中小学专业研学旅行营地）、沂蒙红色教育研学营地、日照新华爱书客 1971 研学营地等特色研学营地矩阵。
中原传媒	数字文创研学中心	结合场馆特点，搭建课后延时服务课程体系，涵盖了科技与创新、戏剧表演等五个系列共14门课程。
中南传媒	红色旅游研学“红课堂”	推出“1堂全国示范课程+1堂省级示范课程+14堂地方特色课程+100堂精品课程”，以课程为向导，引导全省广大党员干部和中小學生坚定理想信念。
南方传媒	新华书店大湾区青少年研学实践教育基地	将中华优秀传统文化与现代科技发展相结合，通过文字、印刷、纸张、现代设备、实践等方式，让学生不仅学习到校本相关延伸课程，而且通过实践体验到优秀传统文化和科技创造的各种发展变化。
皖新传媒	皖新研学	截至2023年9月，累计服务了4,000余所学校，带领125万中小學生开展全国研学活动。



积极布局研学文旅赛道，拓展研学新变现路径。出版行业高度重视传统商业模式转型升级，现有线下书店再利用是拓展课外教育的良好基础。山东出版、中原传媒等国企出版公司已开始在研学赛道上布局并产生收入，提供研学实践、基地运营等综合性教育服务方案，构建课外教育消费场景。我们认为，出版行业内研学布局较领先的公司有望凭借渠道优势，持续受益于政策催化，并基于其现有图书基础变现模式，拓展2B端社会实践服务、2C端高端定制服务等衍生变现新路径。

资料来源：各公司公告 东风新闻 红网 沂蒙红色研学营地 南方传媒 安徽新华发行集团 中泰证券研究所

前瞻切入老年教育领域，探索盈利新增长点

- 前瞻切入老年教育领域，探索盈利新增长点。**在人口老龄化逐步加深趋势下，老年教育受众规模不断扩大。老年群体消费能力充足，付费意愿强，为该群体提供优质内容课程及配套产品服务的需求亟待满足，出版行业公司凭借内容、资源、渠道优势积极切入老年教育赛道，探索盈利新增长点。以山东出版为例，其通过收购在老干部系统及老干部群体中具有较强的组织优势、较强的用户粘性的老干部之家杂志社，并同山东省委老干部局签订战略合作协议，触达消费能力突出的老干部群体，依托老年杂志内容出版，为后续开展老年课程、老年文旅等老年教育服务奠定坚实基础。

图表：老年教育产业链示意图



图表：山东出版老年教育布局动态梳理

时间	概况
2023年2月	收购了控股股东持有的全资子公司山东老干部之家杂志社100%股权，可帮助拓展公司在老年服务产业领域的新经济增长点，形成协同共生。
2023年10月	与山东省委老干部局签订战略合作协议，双方将在为老服务阵地建设、数字化运用、老年教育供给、老年文旅研学、老龄问题研究等方面，开展全方位、多层次、多领域合作。

资料来源：公司公告 山东出版集团 前瞻产业研究院 河北新闻网 中泰证券研究所



5

投资建议及风险提示

投资建议

投资建议：

出版板块经历过前期调整后，目前板块内头部公司2024年PE仅处于8-10倍，安全边际明显，且拥有高股息率优势，具备较高的配置性价比。

建议关注：

- (1) AI+教育布局领先的相关标的：城市传媒（600229.SH）、世纪天鸿（300654.SZ）、南方传媒（601900.SH）。
- (2) 教育数字化布局领先，垂类内容位居前列，预计边际改善明显的国有出版公司：中原传媒（000719.SZ）、山东出版（601019.SH）、凤凰传媒（601928.SH）、中文传媒（600373.SH）、中南传媒（601098.SH）、皖新传媒（601801.SH）、中信出版（300788.SZ）、中国科传（601858.SH）。
- (3) 民营出版公司对IP价值释放创新意愿明显，IP运营方式多元，建议关注优质IP内容储备充足、IP运营变现方式成熟的民营出版公司：中文在线（300364.SZ）、掌阅科技（603533.SH）、果麦文化（301052.SZ）、新经典（603096.SH）、读客文化（301025.SZ）。

风险提示：文化监管端的政策风险；国有传媒企业优惠政策变动；短视频直播电商图书折扣力度加大；研报使用的信息数据更新不及时的风险。

风险提示

- **文化监管端的政策风险：**图书出版属于内容行业，监管较严。业内公司作为内容出版发行平台，存在内容不合规导致产品下架风险。
- **国有传媒企业优惠政策变动：**国有文化传媒企业享受税收优惠政策，若税收政策发生变动，存在影响行业内公司盈利情况风险。
- **短视频直播电商图书折扣力度加大：**短视频直播电商在零售渠道增速明显，若其图书折扣力度进一步增强，恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。
- **研报使用的信息数据更新不及时的风险：**研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。



6

附录

出版行业公司业绩汇总

图表：出版行业公司基本情况梳理

代码	属性	简称	市值(亿元)	股价(元)	股本(亿)	货币资金(亿元)	交易性金融资产(亿元)	账上现金(亿元)	资产负债率(%)	剔除预收款后的资产负债率(%)	营收(亿元)					归母净利润(亿元)					EPS			每股股利			PE		分红比例(%)			股息率(%)		
						2023H1	2023H1	2023H1	2023H1	2023H1	2023H1	2022A	2023Q1-Q3	2023Q3	2023E	2024E	2025E	2022A	2023Q1-Q3	2023Q3	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2022
601858.SH	央企出版集团	中国科传	173.1	21.9	7.9	15.5	5.2	20.7	25.0%	15.1%	27.1	18.7	6.5	29.0	30.7	32.6	4.7	2.9	1.1	5.3	5.6	5.8	0.7	0.7	0.7	0.3	0.3	0.3	31.1	29.6	46.9%	1.3%	1.5%	
601949.SH		中国出版	142.6	7.5	19.0	23.7	14.0	37.7	37.5%	31.9%	61.4	38.9	13.7	-	-	-	6.5	4.1	1.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.2%	-	-	
300788.SZ		中信出版	50.2	26.4	1.9	16.7	1.1	17.8	38.7%	36.7%	18.0	12.9	4.1	19.7	21.9	24.2	1.3	1.3	0.4	2.0	2.5	2.9	1.1	1.3	1.5	0.6	0.7	0.8	20.3	17.5	53.1%	2.0%	2.6%	
601928.SH	地方国企出版集团	凤凰传媒	227.0	8.9	25.4	24.2	4.9	29.1	40.6%	30.2%	136.0	96.5	24.7	144.6	154.1	163.1	20.8	17.7	2.1	22.5	25.0	27.2	0.9	1.0	1.1	0.5	0.6	0.7	9.1	8.3	61.1%	6.1%	6.7%	
601098.SH		中南传媒	188.6	10.5	18.0	88.5	9.4	97.9	36.9%	29.6%	124.6	92.1	24.4	135.0	145.9	157.7	14.0	12.4	2.6	16.4	18.1	19.7	0.9	1.0	1.1	0.7	0.8	0.8	10.4	9.6	77.0%	6.9%	7.4%	
601801.SH		皖新传媒	134.7	6.8	19.9	101.0	0.0	101.0	36.5%	33.5%	116.9	97.8	37.5	139.3	161.4	183.1	7.1	9.8	2.6	9.8	11.5	13.4	0.5	0.6	0.7	0.3	0.3	0.3	11.7	10.1	52.0%	3.7%	4.5%	
601921.SH		浙版传媒	165.6	7.5	22.2	102.3	17.5	119.8	42.3%	37.1%	117.8	77.8	22.7	125.0	132.3	139.7	14.1	8.6	1.4	15.6	17.1	18.4	0.7	0.8	0.8	0.4	0.4	0.5	9.7	9.0	55.0%	5.1%	5.7%	
601811.SH		新华文轩	131.7	13.2	12.3	79.8	0.0	79.8	36.3%	33.5%	109.3	79.9	25.6	118.0	126.6	133.1	14.0	9.4	1.8	15.6	17.2	18.4	1.3	1.4	1.5	0.4	0.4	0.4	7.7	7.2	30.0%	2.8%	3.2%	
601019.SH		山东出版	193.5	9.3	20.9	77.0	19.0	96.0	33.0%	25.6%	112.2	80.5	28.3	124.4	138.8	151.8	16.8	12.5	3.6	18.8	21.1	23.4	0.9	1.0	1.1	0.4	0.5	0.5	9.2	8.3	48.4%	4.7%	5.3%	
600373.SH		中文传媒	174.0	12.8	13.6	147.0	36.4	183.4	45.5%	39.1%	102.4	70.6	20.3	98.3	104.2	110.4	19.3	12.5	4.1	20.1	21.5	22.7	1.5	1.6	1.7	0.8	0.8	0.9	8.1	7.7	52.6%	5.9%	6.5%	
000719.SZ		中原传媒	96.4	9.4	10.2	48.8	1.2	50.1	37.6%	32.5%	96.3	66.3	23.1	100.8	104.9	108.7	10.3	6.9	2.1	11.1	12.1	12.9	1.1	1.2	1.3	0.4	0.4	0.5	8.0	7.5	37.7%	4.2%	4.7%	
600551.SH		时代出版	51.8	10.7	4.8	22.8	6.8	29.5	34.5%	28.7%	76.5	62.2	19.8	-	-	-	3.4	2.6	0.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	35.2%	-	-	
601900.SH		南方传媒	108.8	12.2	9.0	30.2	4.8	35.0	48.8%	44.1%	90.5	64.5	23.9	109.3	123.8	137.1	9.4	6.8	2.7	12.0	13.9	16.0	1.3	1.6	1.8	0.6	0.7	0.8	7.8	6.8	43.9%	4.5%	5.6%	
600757.SH	长江传媒	88.7	7.3	12.1	19.0	0.5	19.5	31.9%	25.9%	63.0	50.4	15.0	-	-	-	7.3	8.4	1.9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	53.2%	-	-		
000529.SZ	广弘控股	39.8	6.8	5.8	29.8	0.0	29.8	51.6%	50.5%	34.2	20.6	7.1	-	-	-	9.2	1.6	0.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.6%	-	-		
600229.SH	城市传媒	49.3	7.3	6.7	10.6	0.0	10.6	24.2%	18.7%	25.5	19.5	6.0	28.5	31.2	34.5	3.4	2.6	0.5	3.7	4.2	4.8	0.6	0.6	0.7	0.2	0.2	0.3	11.7	10.2	39.3%	2.9%	3.4%		
601999.SH	出版传媒	39.7	7.2	5.5	10.6	0.0	10.6	40.2%	35.4%	26.1	18.1	7.2	-	-	-	0.8	0.6	0.5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.7%	-	-			
605577.SH	龙版传媒	95.9	21.6	4.4	21.5	4.7	26.2	33.8%	26.3%	18.1	16.4	8.1	19.8	22.0	24.5	4.8	3.6	2.3	5.6	6.2	7.2	1.3	1.4	1.6	0.1	0.1	0.2	15.6	13.3	10.2%	0.6%	0.7%		
603230.SH	内蒙新华	51.7	14.6	3.5	13.6	10.1	23.8	41.9%	39.0%	16.6	14.7	6.5	-	-	-	2.7	3.3	1.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.8%	-	-			
600825.SH	新华传媒	51.1	4.9	10.4	10.5	8.3	18.8	37.5%	25.8%	12.6	7.8	1.7	-	-	-	0.1	0.3	-0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%	-	-			
603999.SH	读者传媒	38.2	6.6	5.8	8.7	2.2	10.9	23.3%	14.4%	12.9	8.9	3.6	-	-	-	0.9	0.7	0.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	30.1%	-	-			
002181.SZ	粤传媒	51.7	4.5	11.6	4.4	0.0	4.4	19.7%	18.4%	5.5	3.8	1.3	-	-	-	0.4	0.1	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	70.7%	-	-			
603533.SH	掌阅科技	80.1	18.2	4.4	19.8	0.0	19.8	24.2%	16.6%	25.8	19.6	7.0	29.8	35.2	39.6	0.6	0.4	0.0	0.6	1.1	1.5	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	71.5	54.1	114.3%	0.8%	1.6%		
300364.SZ	中文在线	158.5	21.7	7.3	3.3	0.5	3.8	33.2%	25.8%	11.8	10.2	3.7	16.1	20.1	23.9	-3.6	0.0	0.4	1.3	1.8	2.4	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	86.4	65.8	0.0%	0.0%	0.0%		
603096.SH	新经典	31.3	19.3	1.6	2.8	7.7	10.5	7.5%	7.0%	9.4	6.6	2.2	9.8	11.1	12.5	1.4	1.3	0.4	1.7	2.0	2.3	1.0	1.2	1.4	1.0	1.1	1.3	15.6	13.4	92.5%	4.9%	5.9%		
000793.SZ	华闻集团	42.3	2.1	20.0	2.1	1.9	4.0	53.5%	53.1%	7.6	5.0	1.6	-	-	-	-6.8	-1.3	-0.6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0%	-	-			
301025.SZ	读客文化	42.2	10.6	4.0	0.5	2.2	2.8	16.2%	15.7%	5.1	3.2	1.0	-	-	-	0.6	0.2	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	69.4%	-	-			
301052.SZ	果麦文化	30.2	41.5	0.7	2.3	1.8	4.1	17.0%	15.7%	4.6	3.5	1.1	5.7	6.9	8.3	0.4	0.4	0.1	0.9	1.1	1.4	1.2	1.6	1.9	0.2	0.2	0.3	26.7	21.4	13.1%	0.4%	0.5%		
300654.SZ	世纪天鸿	36.9	10.1	3.6	2.6	3.1	5.7	18.0%	17.5%	4.3	3.7	2.2	4.9	5.2	5.6	0.4	0.3	0.2	0.4	0.6	0.6	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	65.9	59.5	47.6%	0.5%	0.7%		
301231.SZ	荣信文化	20.3	24.1	0.8	4.8	1.0	5.8	7.1%	6.8%	3.2	2.1	0.6	-	-	-	0.2	0.1	0.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	57.7%	-	-			

资料来源：iFind Wind 中泰证券研究所（注：股价、股本、市值数据截至2024年1月10日。除山东出版、城市传媒、世纪天鸿以外，其他公司2023-2025年业绩均为iFind一致预期。另外，2024年测算暂时没有考虑所得税变化因素影响，具体业绩数据以公司公告为准）

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。