

| 证券研究报告 |

# 出版一季报总结：主业经营稳健，创新业务有望加速落地

2024.05.15

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：

2024Q1出版行业营收329.3亿元，同比增长0.6%；归母净利润25.1亿元，同比减少27.7%，营收及利润在税收政策变化带来所得税费用增加叠加一般图书消费复苏偏弱情况下有所承压，但教材教辅发挥主基石作用，营收依然保持正向增长。其中，央企出版集团利润端面临一定压力，费用率平稳；地方国企出版集团分红金额稳中有升，经营稳健，稳控费用支出；民营出版公司业绩持续分化，费用率波动较大。伴随步入Q2图书促销活动密集期，市场景气度有望逐步回暖。

我们持续看好出版公司运用账上现金优势，加大对外并购以及资本运作力度，提高资金使用效率。同时，出版公司在手教育资源优势明显，有望利用内容、资金、渠道优势，突破智慧教育（教育数字化、AI+教育等）产品、研学业务、课后服务、老年业务落地，有望为业绩增长提供新动能。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10-12倍，安全边际明显，建议关注教育数字化布局领先，垂类内容位居前列，红利优势明显，边际改善明显的国有出版公司：山东出版（601019.SH）、凤凰传媒（601928.SH）、中文传媒（600373.SH）、中南传媒（601098.SH）、新华文轩（601811.SH）、浙版传媒（601921.SH）、中原传媒（000719.SZ）、皖新传媒（601801.SH）。

AI+教育布局领先的相关标的：城市传媒（600229.SH）、南方传媒（601900.SH）、世纪天鸿（300654.SZ）。

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）	2017-2023年营收CAGR（%）	2017-2023年净利润CAGR（%）	2020-2023年平均ROE	2023年货币资金占市值比（%）	PE
央企出版集团	中信出版	27.5	52.3	5.1%	-8.6%	10.0%	31.8%	46.7
	中国科传	22.5	178.1	6.2%	7.9%	10.6%	7.1%	35.5
	中国出版	7.0	133.3	5.0%	13.8%	10.1%	32.6%	14.3
地方国企出版集团	山东出版	11.8	245.4	5.3%	11.8%	13.8%	28.0%	10.3
	凤凰传媒	10.8	275.9	3.6%	19.6%	14.0%	11.1%	9.8
	中文传媒	15.8	213.6	-4.5%	6.1%	12.0%	57.7%	11.8
	南方传媒	13.7	122.7	10.1%	17.3%	13.4%	26.0%	10.1
	城市传媒	7.7	51.5	5.3%	4.2%	10.7%	26.1%	12.9
	中南传媒	12.8	230.6	4.7%	3.9%	10.8%	49.8%	12.9
	中原传媒	10.2	104.6	3.1%	14.9%	11.3%	50.4%	7.9
	皖新传媒	7.3	145.4	4.3%	-3.4%	6.6%	73.4%	16.3
民营出版公司	果麦文化	24.2	23.9	11.9%	12.8%	9.5%	10.3%	77.6
	中文在线	22.5	164.5	11.9%	2.1%	-2.1%	2.1%	282.6
	掌阅科技	21.1	92.4	8.9%	-21.1%	7.5%	23.1%	-
	新经典	18.7	30.4	-0.8%	-7.5%	8.2%	9.7%	18.6
	世纪天鸿	10.3	37.4	4.9%	6.6%	6.0%	10.6%	90.1
	读客文化	10.7	42.9	8.5%	-157.4%	8.0%	6.4%	-

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5月15日）

# 目录

## CONTENTS

- ① 出版行业收入稳定，景气度有望回暖
- ② 国有出版经营稳健，民营出版继续分化
- ③ 看好国有出版公司持续整合资源，加速拓展创新业务
- ④ 投资建议及风险提示



1

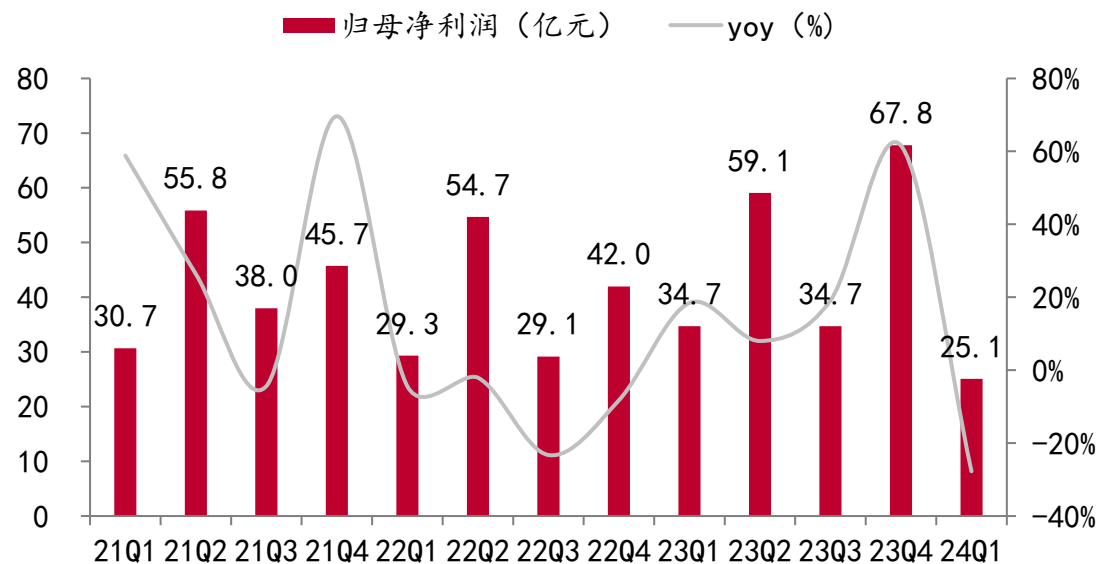
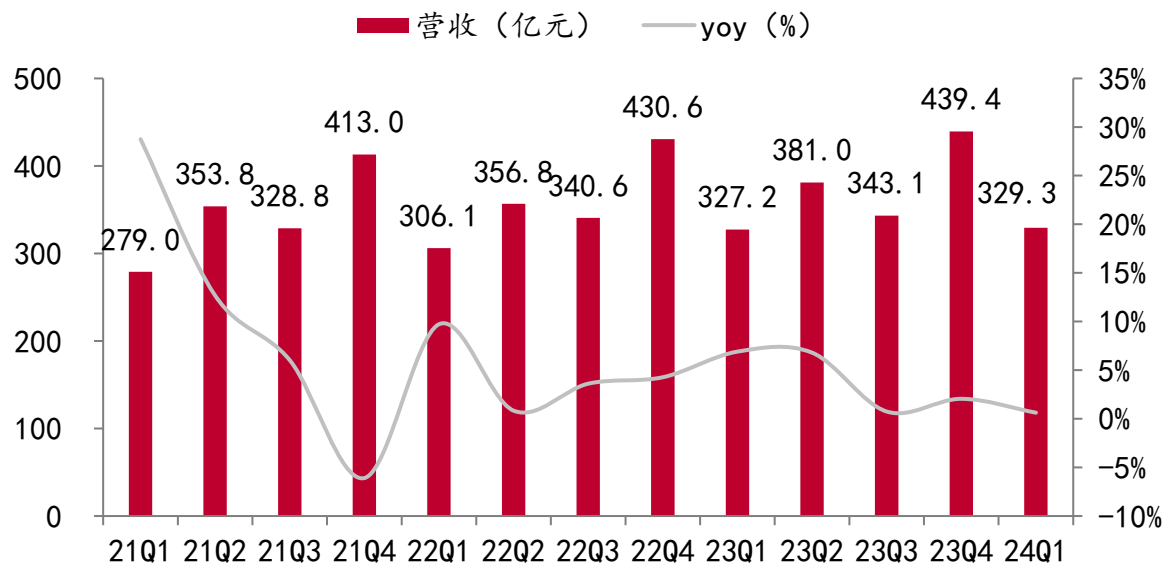
出版行业收入稳定，景气度  
有望回暖

## 出版行业收入稳定，景气度有望回暖

- 出版行业收入稳定，景气度有望回暖。**2023年，出版行业营收1,490.7亿元，同比增长3.9%；归母净利润196.2亿元，同比增长26.5%，归母净利润提升明显主要因税收政策变化带来一次性非经常性损益。分季度来看，2024Q1行业营收329.3亿元，同比增长0.6%；归母净利润25.1亿元，同比减少27.7%，营收及利润在税收政策变化带来所得税费用增加叠加一般图书消费复苏偏弱情况下有所承压，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，出版市场景气度尤其是一般图书景气度后续有望随着步入Q2图书促销活动密集期逐步回暖。

图表：2021Q1-2024Q1出版行业营收及同比增速（亿元）

图表：2021Q1-2024Q1出版行业归母净利润及同比增速（亿元）

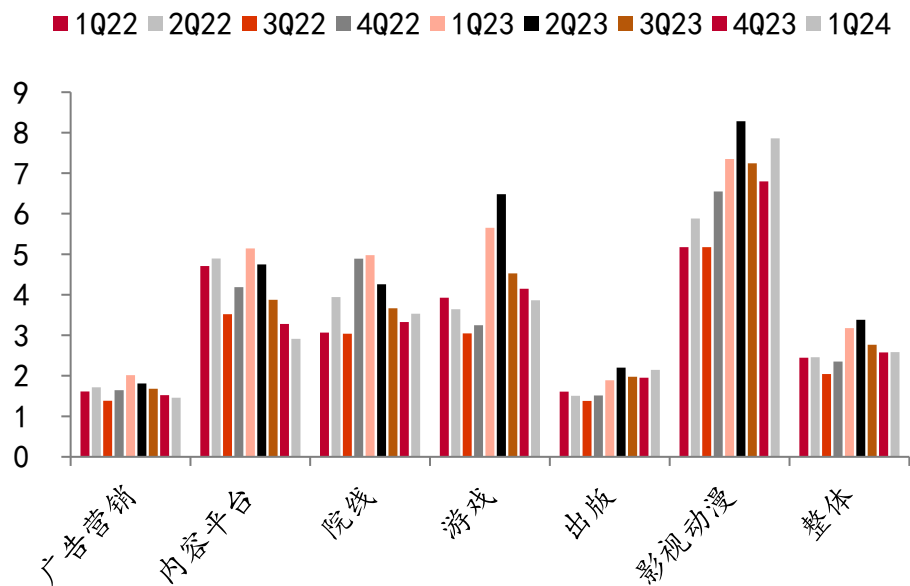


资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所（注：营收及利润数据采用Wind申万出版板块成分股（剔除广弘控股）及掌阅科技数据之和）

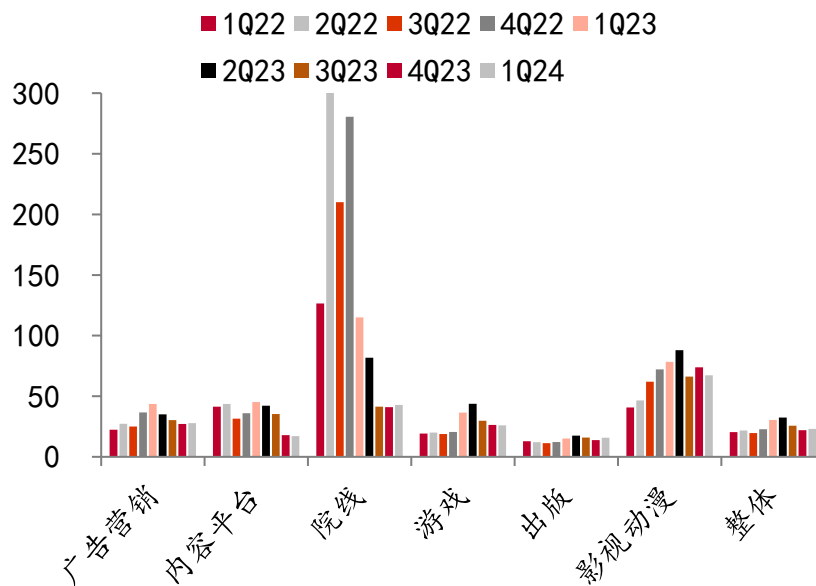
## 出版行业估值低于板块平均水平，市场震荡凸显其较强Alpha属性

- 出版行业估值低于板块平均水平，市场震荡凸显其较强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，2024Q1出版板块PE（TTM）仅为15.8X，PS（TTM）仅为2.1X，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2024Q1收益率达10.2%位列传媒板块第一。

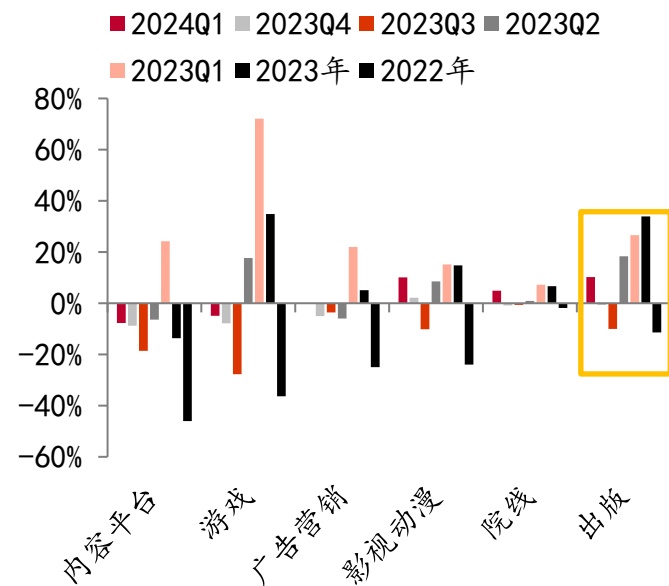
图表：2022Q1-2024Q1传媒各板块PS（TTM）趋势图



图表：2022Q1-2024Q1传媒各板块PE（TTM）趋势图



图表：2022-2023年/2023Q1-2024Q1传媒各板块收益率情况（%）



资料来源：Wind 中泰证券研究所（注：在计算PE-TTM时剔除盈利为负值的数据）



2

国有出版经营稳健， 民营出版继续分化



## 央企出版集团利润端略承压

- 央企出版集团利润端略承压。**一般图书处于弱复苏状态，线下渠道仍面临一定压力。年度维度，央企出版集团2023年业绩整体稳增，其中中信出版业绩承压主要因消费市场疲软，以及图书渠道结构性变化导致折扣进一步降低的影响。季度维度，2024Q1央企出版集团收入端受一般图书大盘整体下行而有所下降，利润端利润总额保持稳定，归母净利润及扣非归母净利润则因税收政策变化导致所得税费用增加而有所下降。

图表：2023年央企出版集团业绩情况（亿元）

属性	简称	营收（亿元）		利润总额（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）	
		2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)
央企出版集团	中国科传	28.8	6.3%	4.9	1.5%	5.1	9.5%	5.0	13.4%	26.7%	-0.6%	18.3%	0.7%
	中国出版	63.0	2.6%	9.1	23.7%	9.7	48.6%	5.6	7.6%	31.6%	0.6%	15.9%	4.9%
	中信出版	17.2	-4.7%	0.8	-29.0%	1.2	-7.7%	0.6	-47.7%	34.9%	0.6%	7.0%	0.9%

图表：2024Q1央企出版集团业绩情况（亿元）

属性	简称	营收（亿元）			利润总额（亿元）			归母净利润（亿元）			扣非归母净利润（亿元）			毛利率（%）			净利率（%）		
		24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)
央企出版集团	中国科传	4.7	3.3%	-54.1%	0.4	10.8%	-77.2%	0.3	-26.5%	-85.6%	0.3	-26.9%	-85.3%	33.6%	-0.2%	8.9%	6.3%	-2.4%	-16.3%
	中国出版	9.4	-7.8%	-61.0%	0.1	-70.0%	-98.1%	-0.1	-115.4%	-100.9%	-0.3	-19028.8%	-111.3%	30.3%	1.7%	-2.7%	-0.7%	-3.3%	-25.0%
	中信出版	4.0	-5.8%	-6.8%	0.5	23.7%	-197.7%	0.4	-9.9%	-481.6%	0.4	-9.6%	-162.9%	38.3%	2.6%	5.8%	9.5%	-0.2%	12.0%

资料来源：各公司公告 Wind 北京开卷 中泰证券研究所



## 央企出版集团费用率平稳

- 央企出版集团费用率平稳。**费用率方面，各央企出版集团在稳控费用率水平的前提下适当加强研发投入，整体费用率保持平稳状态，2024Q1央企出版集团销售费用率整体下降主要由于Q1为图书零售淡季，促销活动较少。

图表：2023年央企出版集团费用率情况（%）

属性	简称	销售费用率（%）		管理费用率（%）		研发费用率（%）	
		2023	yoy（%）	2023	yoy（%）	2023	yoy（%）
央企出版集团	中国科传	5.0%	-0.2%	8.4%	-0.6%	0.3%	0.1%
	中国出版	7.6%	0.2%	13.9%	0.1%	0.9%	0.1%
	中信出版	20.4%	1.3%	7.7%	0.2%	0.7%	0.2%

图表：2024Q1央企出版集团费用率情况（%）

属性	简称	销售费用率（%）			管理费用率（%）			研发费用率（%）		
		24Q1	yoy（%）	qoq（%）	24Q1	yoy（%）	qoq（%）	24Q1	yoy（%）	qoq（%）
央企出版集团	中国科传	7.4%	-1.9%	3.9%	12.2%	0.6%	3.3%	0.6%	0.4%	0.3%
	中国出版	9.2%	-1.1%	2.1%	21.3%	2.3%	9.2%	1.3%	0.4%	0.2%
	中信出版	17.0%	-0.5%	-12.1%	7.7%	0.6%	-2.1%	0.6%	0.2%	-0.1%

## 地方国企出版集团分红金额稳中有升

- 地方国企出版集团分红金额稳中有升。**地方国企出版集团2023年分红金额整体稳中有增，其中皖新传媒、新华文轩、山东出版、时代出版、长江传媒、城市传媒等公司分红金额均有25%及以上的程度提升。分红比例则因税收政策变化带来一次性非经常性损益影响使得归母净利润基数增加而有所分化，但整体分红比例保持在40-50%水平，具备较大提升空间。我们预计凤凰传媒、浙版传媒、山东出版、南方传媒等公司未来分红金额有望稳中有增，凤凰传媒、浙版传媒、新华文轩、南方传媒、长江传媒、城市传媒等公司分红比例具有提升空间及提升能力，有望向上增长。

图表：2023年地方国企出版集团分红情况（亿元，%）

属性	简称	分红金额（亿元）		分红比例（%）		股息率（%）
		2023年	yoy（%）	2023年	yoy（%）	2023年
地方国企出版集团	凤凰传媒	12.7	0.0%	43.1%	-18.0%	5.7%
	中南传媒	9.9	-8.3%	53.3%	-23.8%	5.4%
	皖新传媒	6.0	62.3%	63.8%	11.8%	4.3%
	浙版传媒	8.7	11.4%	57.4%	2.4%	5.1%
	新华文轩	7.2	70.6%	45.3%	15.3%	4.3%
	山东出版	11.7	43.6%	49.2%	0.8%	6.0%
	中文传媒	10.6	4.0%	53.7%	1.1%	5.9%
	中原传媒	4.3	10.5%	30.9%	-6.7%	4.3%
	时代出版	2.4	100.0%	43.6%	8.5%	4.6%
	南方传媒	4.8	14.9%	37.1%	-6.8%	4.1%
	长江传媒	4.9	25.0%	47.8%	-5.5%	5.4%
	城市传媒	1.8	35.0%	43.7%	4.4%	3.5%
	出版传媒	0.3	47.6%	30.5%	-0.2%	0.8%
	龙版传媒	0.4	-27.3%	10.3%	0.1%	0.3%
	内蒙新华	1.6	200.0%	50.5%	30.7%	2.9%
	新华传媒	0.1	-	37.5%	37.5%	0.3%
读者传媒	0.3	15.6%	30.5%	0.4%	0.8%	
粤传媒	0.6	100.0%	749.9%	668.5%	1.2%	

资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所（注：股息率=当年分红金额/当年年末市值）

## 地方国企出版集团业绩稳中有升，盈利能力稳中向上

- 地方国企出版集团业绩稳中有升，盈利能力稳中向上。年度维度，教材教辅需求刚性，地方国企出版集团收入端整体稳步向上，利润端中归母净利润因税收政策变化带来一次性非经常性损益增加有明显增长，扣非归母净利润则因业内公司经营质效提升，叠加教材教辅受益于学龄人口红利启动增长明显，增速表现亮眼，有9家公司2023年扣非归母净利润同比增速超10%。

图表：2023年地方国企出版集团业绩情况（亿元）

属性	简称	营收（亿元）		利润总额（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）	
		2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)
地方国企出版集团	凤凰传媒	136.5	0.4%	23.3	9.4%	29.5	41.8%	20.7	15.8%	37.6%	-0.8%	21.7%	6.2%
	中南传媒	136.1	9.2%	17.4	15.2%	18.5	32.6%	15.5	5.7%	41.4%	-0.9%	14.4%	2.5%
	皖新传媒	112.4	-3.8%	8.4	11.9%	9.4	32.2%	7.5	9.7%	21.4%	1.9%	8.5%	2.2%
	浙版传媒	116.7	-0.9%	12.7	-11.6%	15.1	6.8%	11.2	-9.1%	27.0%	-0.8%	13.0%	0.9%
	新华文轩	118.7	8.6%	15.6	13.3%	15.8	13.1%	16.2	20.7%	38.0%	1.3%	13.7%	1.0%
	山东出版	121.5	8.4%	21.0	25.7%	23.8	41.4%	15.7	6.8%	37.1%	-1.8%	19.5%	4.7%
	中文传媒	100.8	-1.5%	17.1	-12.8%	19.7	1.9%	15.6	-10.1%	41.8%	3.0%	19.4%	0.7%
	中原传媒	98.3	2.1%	12.2	12.2%	13.9	34.6%	11.1	11.8%	38.4%	1.9%	14.2%	3.5%
	时代出版	86.4	13.0%	4.6	32.5%	5.6	61.2%	3.5	28.9%	10.3%	-1.1%	6.4%	1.8%
	南方传媒	93.7	3.4%	13.5	21.3%	12.8	36.1%	8.9	1.4%	31.8%	0.4%	15.4%	3.7%
	长江传媒	67.6	7.4%	9.0	23.5%	10.2	39.3%	8.9	14.0%	35.5%	0.0%	15.0%	3.4%
	城市传媒	26.9	5.4%	3.5	4.4%	4.1	21.4%	2.3	-12.0%	30.5%	-1.7%	15.2%	2.1%
	出版传媒	24.1	-7.6%	0.7	0.5%	1.1	48.8%	0.1	415.9%	20.4%	2.3%	4.1%	1.3%
	龙版传媒	18.4	2.1%	3.0	-37.2%	3.4	-27.9%	2.8	36.2%	43.2%	0.0%	18.7%	-7.8%
	内蒙新华	18.4	10.9%	3.2	17.8%	3.1	17.5%	2.6	22.4%	40.2%	0.8%	17.1%	1.0%
新华传媒	13.1	3.6%	0.4	318.2%	0.4	312.1%	0.0	-87.1%	31.0%	0.4%	2.8%	2.1%	
读者传媒	12.9	0.2%	0.8	-13.0%	1.0	14.2%	0.7	35.4%	18.0%	2.1%	7.3%	0.7%	
粤传媒	5.6	2.3%	0.0	-109.6%	0.1	-78.3%	-0.1	-476.6%	27.2%	-8.0%	1.5%	-5.6%	

资料来源：山东出版公司公告 Wind 中泰证券研究所

## 地方国企出版集团24Q1经营稳健

- 地方国企出版集团24Q1经营稳健。**季度维度，各地方国企出版集团2024Q1经营层面保持正常，但教材回款节奏存在波动，会对各公司收入确认有所扰动。收入端山东出版收入表现超预期主要由于教材教辅受益于山东省K12在校学生数量增长稳步向上，叠加研学业务逐渐开始贡献收入增量；读者传媒收入超预期主要因教材结算价提升及教辅产品结构优化带动教材教辅业务增长明显，24Q1教材教辅码洋达4.7亿元，同增31.6%；收入达1.2亿元，同增16.8%；毛利率达26.0%，同增3.2pct。
- 地方国企出版集团利润端利润总额整体仍保持稳中有增态势（地方国企出版集团24Q1整体利润总额达35.5亿元，同增2.8%），归母净利润则因税收政策变化导致所得税费用增加而有所下降（地方国企出版集团24Q1整体归母净利达25.8亿元，同减22.6%），其中皖新传媒、新华文轩、山东出版、龙版传媒、读者传媒税率控制较好，归母净利润保持稳健，表现突出。

**图表：2024Q1各地方国企出版集团业绩情况（亿元）**

属性	简称	营收 (亿元)			利润总额 (亿元)			归母净利润 (亿元)			扣非归母净利润 (亿元)			毛利率 (%)			净利率 (%)		
		24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)
地方国企出版集团	凤凰传媒	33.4	3.3%	-16.3%	4.9	-3.2%	-4.7%	3.6	-26.3%	-69.8%	3.5	-24.5%	-7.8%	35.9%	-2.7%	4.3%	10.8%	-4.7%	-18.1%
	中南传媒	30.0	12.6%	-31.9%	4.2	15.4%	-1.4%	2.8	-18.2%	-54.1%	2.5	-24.5%	-30.3%	40.9%	-1.0%	1.1%	10.0%	-3.3%	-5.0%
	皖新传媒	29.3	-5.4%	100.0%	3.9	7.8%	305.2%	2.9	-13.3%	713.3%	3.1	17.1%	280.5%	27.5%	7.1%	11.5%	10.3%	-1.0%	13.7%
	浙版传媒	27.0	0.6%	-30.5%	1.5	0.9%	-63.4%	1.1	-24.2%	-83.0%	1.1	-11.9%	-73.5%	21.9%	-2.7%	-7.2%	4.1%	-1.3%	-12.6%
	新华文轩	24.7	7.0%	-36.2%	2.5	14.8%	-57.1%	2.1	3.3%	-67.7%	2.2	-1.2%	-65.2%	34.2%	1.9%	-8.1%	8.6%	-0.3%	-8.2%
	山东出版	24.7	13.7%	-39.8%	2.8	30.7%	-67.2%	2.1	-0.4%	-81.2%	2.0	15.8%	-50.0%	38.6%	1.1%	1.1%	8.5%	-1.3%	-18.8%
	中文传媒	21.6	-13.2%	-28.5%	3.7	-15.2%	-14.5%	2.6	-38.3%	-63.1%	3.2	1.1%	-11.2%	44.0%	7.8%	-1.2%	12.1%	-5.1%	-10.3%
	中原传媒	19.0	1.5%	-40.8%	1.2	8.6%	-75.3%	0.3	-67.5%	-95.3%	0.3	-65.4%	-93.3%	33.3%	0.2%	-8.7%	1.9%	-3.6%	-20.0%
	时代出版	16.4	-3.2%	-32.3%	0.9	-1.4%	-57.2%	0.6	-29.2%	-79.0%	0.5	-21.0%	-48.2%	9.9%	0.5%	-2.8%	3.9%	-1.2%	-8.0%
	南方传媒	20.9	-5.2%	-28.5%	2.3	-12.9%	-58.7%	1.5	-31.8%	-74.7%	1.7	-9.5%	-38.4%	34.0%	4.3%	3.3%	8.2%	-3.3%	-14.8%
	长江传媒	19.2	-5.0%	12.0%	3.5	-8.1%	471.6%	2.6	-32.1%	49.7%	2.5	-32.5%	275.4%	35.4%	-3.0%	6.4%	13.5%	-5.4%	3.3%
	城市传媒	6.7	4.4%	-10.1%	1.3	30.0%	37.2%	0.9	-9.7%	-42.5%	0.5	-46.3%	470.8%	34.6%	-0.7%	8.3%	13.1%	-2.0%	-7.6%
	出版传媒	5.4	1.2%	-10.2%	0.0	48.4%	-119.1%	-0.1	-81.0%	-115.6%	-0.1	-36.0%	57.4%	20.2%	1.1%	-3.0%	-1.7%	-0.6%	-8.5%
	龙版传媒	6.5	4.4%	218.7%	1.7	17.3%	389.0%	1.4	-2.9%	1160.6%	1.3	-2.0%	309.4%	48.5%	1.0%	15.0%	21.3%	-1.6%	27.7%
	内蒙新华	5.6	8.0%	50.7%	1.4	-4.4%	1046.3%	1.3	-9.8%	979.5%	1.1	-19.2%	369.9%	41.9%	-4.7%	6.8%	22.9%	-4.6%	26.9%
	新华传媒	1.6	-1.8%	-69.0%	0.0	17.2%	-64.2%	0.0	-62.1%	-80.2%	-0.1	-235.7%	-201.1%	32.9%	-1.0%	3.7%	1.0%	-1.5%	-0.5%
	读者传媒	2.5	13.8%	-38.4%	0.1	44.7%	85.4%	0.1	14.3%	-69.4%	0.1	3.5%	79.5%	22.2%	0.3%	5.0%	3.1%	-0.1%	-3.1%
粤传媒	1.1	8.8%	-39.0%	-0.1	-5.4%	14.4%	-0.1	-48.5%	-560.5%	-0.1	-52.8%	36.3%	26.3%	-2.5%	-7.0%	-12.0%	-3.2%	-13.6%	

资料来源：各公司公告 Wind 山东省统计局 中泰证券研究所

## 地方国企出版集团费用稳控费用支出

- 地方国企出版集团稳控费用支出。费用率方面，地方国企出版集团落实降本增效，稳控费用支出，管理费用率及研发费用率保持稳定，销售费用率因职工薪酬、营销费用等费用增加有所提升，但上升幅度有限。

图表：2023年地方国企出版集团费用率情况（%）

属性	简称	销售费用率（%）		管理费用率（%）		研发费用率（%）	
		2023	yoy（%）	2023	yoy（%）	2023	yoy（%）
地方国企出版集团	凤凰传媒	11.9%	-0.2%	12.7%	0.4%	0.3%	-0.1%
	中南传媒	15.6%	0.1%	12.6%	0.1%	0.7%	-0.4%
	皖新传媒	8.3%	1.0%	5.3%	0.9%	0.3%	0.0%
	浙版传媒	11.8%	0.9%	7.3%	0.4%	0.1%	0.0%
	新华文轩	11.8%	0.7%	13.6%	0.8%	0.2%	0.0%
	山东出版	10.9%	0.1%	12.5%	0.0%	0.2%	0.0%
	中文传媒	8.1%	-1.0%	16.5%	1.3%	2.3%	-0.2%
	中原传媒	14.1%	1.1%	10.8%	0.8%	0.3%	0.1%
	时代出版	2.0%	-0.6%	3.5%	-0.3%	0.4%	0.0%
	南方传媒	10.5%	0.9%	10.4%	1.0%	0.1%	0.0%
	长江传媒	9.5%	0.6%	13.7%	-0.2%	0.3%	0.0%
	城市传媒	11.2%	0.4%	9.0%	-0.4%	0.3%	0.0%
	出版传媒	6.7%	0.4%	11.5%	0.5%	0.6%	0.0%
	龙版传媒	12.3%	-1.6%	16.2%	12.2%	0.1%	-0.1%
	内蒙新华	11.0%	-0.2%	15.4%	-0.7%	0.0%	0.0%
	新华传媒	22.1%	0.2%	7.1%	-1.2%	0.0%	0.0%
读者传媒	4.6%	0.8%	9.3%	1.0%	0.0%	-0.8%	
粤传媒	15.1%	-2.1%	22.2%	-2.3%	0.5%	-0.1%	

资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所



## 地方国企出版集团费用稳控费用支出

- 地方国企出版集团稳控费用支出。**分季度来看，2024Q1为传统图书销售淡季，各地方国企出版集团相关促销活动开展较少，故费用率水平尤其是销售费用率环比下降较明显，同比增速则保持正常范围波动。费用率波动较大的公司中，中文传媒2024Q1管理费用率及研发费用率上升主要由于公司着眼“控规模、调结构、提质量、增效益、防风险”，主动压缩物资贸易收入规模，收入基数降低导致相关费用占收入比重提升。

图表：2024Q1地方国企出版集团费用率情况（%）

属性	简称	销售费用率（%）			管理费用率（%）			研发费用率（%）		
		24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)
地方国企出版集团	凤凰传媒	11.4%	-0.6%	0.0%	11.6%	-0.4%	-2.1%	0.2%	-0.1%	-0.3%
	中南传媒	13.3%	-1.1%	-3.9%	13.0%	0.9%	0.1%	0.6%	-0.4%	-0.2%
	皖新传媒	6.1%	0.7%	-5.1%	4.4%	0.7%	-12.2%	0.1%	0.0%	-1.1%
	浙版传媒	11.4%	0.8%	-0.2%	7.1%	-2.0%	-0.5%	0.2%	0.1%	0.3%
	新华文轩	10.1%	0.8%	-2.6%	14.0%	0.2%	-0.6%	0.2%	0.0%	0.0%
	山东出版	8.9%	-0.6%	-4.6%	11.0%	-1.2%	-4.4%	0.3%	0.1%	0.2%
	中文传媒	7.0%	-1.1%	-0.9%	15.8%	3.1%	-5.1%	2.8%	0.8%	0.4%
	中原传媒	15.3%	-1.1%	0.0%	13.3%	1.1%	2.8%	0.3%	-0.1%	0.4%
	时代出版	2.4%	0.1%	0.6%	4.0%	0.2%	-0.5%	0.5%	0.2%	0.1%
	南方传媒	9.4%	0.2%	-2.1%	11.0%	1.9%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
	长江传媒	7.7%	-0.8%	-1.3%	10.8%	-0.9%	-4.1%	0.1%	0.0%	-0.4%
	城市传媒	11.1%	0.9%	-0.4%	6.7%	-1.1%	-5.8%	0.2%	0.0%	-0.4%
	出版传媒	8.2%	0.0%	1.6%	11.1%	-0.7%	-5.4%	0.5%	0.0%	-0.2%
	龙版传媒	8.3%	-1.6%	-22.5%	10.0%	-1.4%	-39.0%	0.2%	0.1%	-0.2%
	内蒙新华	9.1%	-2.0%	-9.4%	12.0%	1.5%	-19.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	新华传媒	38.3%	5.1%	21.5%	12.1%	0.1%	6.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	读者传媒	4.2%	0.3%	-1.9%	9.3%	-1.3%	-5.2%	0.0%	0.0%	0.0%
粤传媒	16.5%	-0.7%	0.1%	20.0%	-5.8%	-3.6%	0.5%	-0.1%	0.2%	

资料来源：中文传媒公司公告 Wind 中泰证券研究所

## 民营出版公司业绩持续分化

- 民营出版公司业绩持续分化。** 民营出版公司产品一般图书市场化程度较高，公司间战略布局、产品设计、营销推广、渠道布局等维度竞争易造成业绩明显波动。年度维度，2023年，民营出版公司业绩保持分化趋势，中文在线营收及利润增幅明显，而读客文化等公司业绩有所承压。季度维度，一季度作为图书零售淡季叠加图书零售大盘有所下滑，2024Q1民营出版公司整体业绩略承压。其中，掌阅科技利润端下滑主要因拓展衍生业务，销售费用上涨所致；中文在线业绩下滑主要因原控股子公司Crazy Maple Studio不再纳入合并报表范围，文化业务收入减少所致。

图表：2023年民营出版公司业绩情况（亿元）

属性	简称	营收（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非归母净利润（亿元）		毛利率（%）		净利率（%）	
		2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)
民营出版公司	掌阅科技	27.8	7.6%	0.3	-39.5%	0.1	-75.2%	74.9%	1.8%	1.4%	-0.9%
	中文在线	14.1	19.4%	0.9	124.7%	-0.4	90.2%	44.7%	-5.2%	6.4%	36.8%
	新经典	9.0	-3.9%	1.6	16.8%	1.4	12.1%	48.7%	-0.2%	18.0%	3.1%
	华闻集团	5.7	-2.3%	-11.0	-60.9%	-7.3	-22.3%	21.2%	-0.9%	-207.2%	-61.9%
	读客文化	4.3	-15.5%	0.0	-105.3%	-0.1	-124.8%	30.2%	-8.4%	-0.8%	-12.9%
	果麦文化	4.8	3.5%	0.5	31.5%	0.6	16.1%	48.9%	-0.5%	11.2%	2.4%
	世纪天鸿	5.1	17.2%	0.4	18.9%	0.4	27.2%	37.2%	4.1%	8.6%	0.1%
荣信文化	2.7	-14.7%	0.1	-57.5%	0.0	-87.4%	35.8%	0.3%	3.6%	-3.7%	

图表：2024Q1民营出版公司业绩情况（亿元）

属性	简称	营收（亿元）			归母净利润（亿元）			扣非归母净利润（亿元）			毛利率（%）			净利率（%）		
		24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)
民营出版公司	掌阅科技	6.8	13.4%	-16.8%	-0.7	-1196.9%	-11280.2%	-0.8	-1670.2%	-429.4%	70.8%	-4.7%	-3.4%	-10.8%	-12.2%	-10.9%
	中文在线	2.2	-22.8%	-42.8%	-0.7	-83.9%	-178.7%	-0.7	-15.5%	-197.6%	23.2%	-25.6%	-28.2%	-30.3%	-17.6%	-52.7%
	新经典	2.3	10.0%	-7.6%	0.5	7.8%	59.4%	0.4	4.6%	68.0%	48.5%	-3.9%	1.4%	21.9%	-0.4%	9.4%
	华闻集团	0.9	-36.6%	-31.6%	-0.3	-57.0%	96.5%	-0.3	17.5%	94.7%	18.6%	2.7%	-6.3%	-39.6%	-24.0%	775.2%
	读客文化	0.9	-9.6%	-14.1%	0.0	-32.8%	119.8%	0.0	290.5%	107.3%	40.7%	11.5%	25.3%	4.3%	-1.5%	23.0%
	果麦文化	0.9	-19.2%	-29.6%	-0.1	-167.2%	-166.5%	-0.1	-173.1%	-156.6%	45.8%	-4.2%	-2.7%	-9.9%	-21.7%	-20.3%
	世纪天鸿	1.0	16.8%	-28.5%	0.1	-9.9%	-35.5%	0.1	-23.3%	-45.7%	38.6%	-0.4%	-3.6%	7.2%	-3.1%	-0.8%
荣信文化	0.5	-18.4%	-19.5%	-0.1	-263.0%	-421.7%	-0.1	-351.2%	-196.6%	37.3%	-0.7%	1.4%	-10.4%	-15.5%	-12.9%	

资料来源：各公司公告 Wind 北京开卷 中泰证券研究所



## 民营出版公司费用率波动较大

- **民营出版公司费用率波动较大。**费用率方面，各民营出版公司之间存在较大差异且波动较大，其中2024Q1果麦文化销售费用率上升至17.2%，同比增加7.5pct，主要由于增加人才导致的人事费用增长所致；掌阅科技销售费用率上升至71.8%，同比增加10.2pct，主要系拓展衍生业务导致销售费用增长所致。

图表：2023年民营出版公司费用率情况 (%)

属性	简称	销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		研发费用率 (%)	
		2023	yoy (%)	2023	yoy (%)	2023	yoy (%)
民营出版公司	掌阅科技	61.4%	2.6%	4.9%	-1.1%	8.3%	-0.2%
	中文在线	34.2%	-5.0%	7.4%	-7.2%	6.1%	-5.2%
	新经典	17.9%	0.5%	8.6%	-0.5%	1.1%	-0.1%
	华闻集团	4.0%	-0.6%	21.2%	-4.7%	0.8%	-2.5%
	读客文化	11.0%	0.0%	17.9%	4.8%	0.0%	0.0%
	果麦文化	11.0%	1.5%	22.4%	0.4%	2.5%	-0.4%
	世纪天鸿	14.6%	3.5%	10.6%	0.7%	1.0%	-0.1%
	荣信文化	22.2%	4.2%	11.3%	2.1%	0.9%	0.3%

图表：2024Q1民营出版公司费用率情况 (%)

属性	简称	销售费用率 (%)			管理费用率 (%)			研发费用率 (%)		
		24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)	24Q1	yoy (%)	qoq (%)
民营出版公司	掌阅科技	71.8%	10.2%	8.9%	4.1%	0.0%	-1.4%	7.6%	-1.9%	1.2%
	中文在线	38.2%	-7.1%	13.4%	10.4%	-1.6%	7.4%	5.8%	-4.3%	1.0%
	新经典	17.9%	-1.0%	0.2%	6.3%	-2.0%	-4.7%	0.8%	-0.3%	-0.5%
	华闻集团	5.5%	1.1%	2.1%	21.1%	3.1%	-14.3%	1.0%	-0.1%	0.3%
	读客文化	11.4%	0.7%	-0.2%	17.0%	0.8%	-6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	果麦文化	17.2%	7.5%	4.4%	29.7%	7.7%	8.0%	1.7%	-0.5%	0.6%
	世纪天鸿	16.8%	3.5%	-1.4%	14.0%	-0.2%	3.1%	1.2%	-0.1%	0.0%
	荣信文化	25.5%	5.9%	1.5%	13.4%	1.4%	2.6%	1.1%	0.3%	-0.1%

资料来源：各公司公告 Wind 中泰证券研究所



3

看好国有出版公司持续整合资源，加速拓展创新业务

## 运用账上现金优势，加大对外并购力度

图表：出版行业代表公司对外并购/拟并购梳理

公司	时间	标的	简况
中文传媒	2024年3月	朗知传媒	公司为拓展新媒体营销渠道，优化产业布局，提升整体盈利能力，出资6.4亿元收购朗知传媒58%股份。
中文传媒	2024年4月	江教传媒、高校出版社	公司拟以发行股份及支付现金方式收购江西省出版传媒集团持有的江教传媒100%股权、高校出版社51%股权，助力夯实主业竞争力，交易价格22.7亿元。
南方传媒	2023年3月	广东岭南社、广东地图社	公司为解决同业竞争及关联交易问题，分别出资1.9亿元、0.2亿元购买广版集团所持广东岭南社、广东地图社100%股权。
山东出版	2023年2月	山东老干部之家杂志社	公司以现金0.7亿元收购山东出版集团持有的全资子公司山东老干部之家杂志社。
新华文轩	2021年11月	四川民族出版社	控股股东四川新华出版发行集团承诺在四川民族出版社工商变更登记及国有产权变更登记完成后五年内且条件成熟时尽快将其注入新华文轩。
中南传媒	2023年12月	湖南教育报刊集团、湖南教育音像电子出版社、湖南地图出版社	控股股东湖南出版投资控股集团承诺两年内将相关资产注入中南传媒。

- 运用账上现金优势，加大对外并购力度。以中文传媒为代表的国企出版公司通过积极运用充足账上现金优势进行对外投资、资源整合，在夯实主业的同时优化产业布局，我们看好国企出版公司提高资金使用效率，发挥国资优势，通过投资做强业务版图。

资料来源：各公司公告 中泰证券研究所

## 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	旷云人工智能产业基金、 皖新金智创投、中以数字教育、 皖新资本、中以智教等	依托旷云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、索途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。
城市传媒	城喜科技	通过投资兴旺美元基金间接持有Ximalya Inc股权。

- 充分开展资本运作，推进转型升级节奏。国有出版公司除了收购以外，也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

## 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2023年末，注册用户超1,800万。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



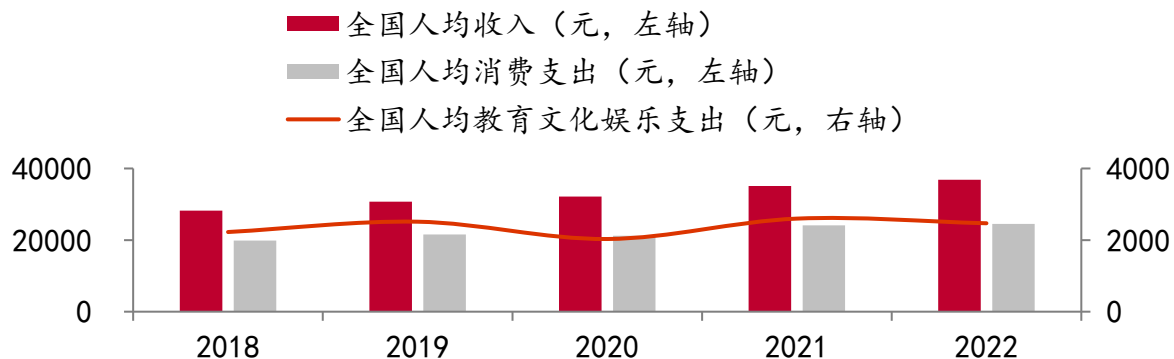
资料来源：各公司公告 Wind 知享读 青岛市大数据发展促进会 青知智教 青岛出版集团 E听说 南方+ 中国出版传媒网 笔神作文 小鸿助教 中泰证券研究所



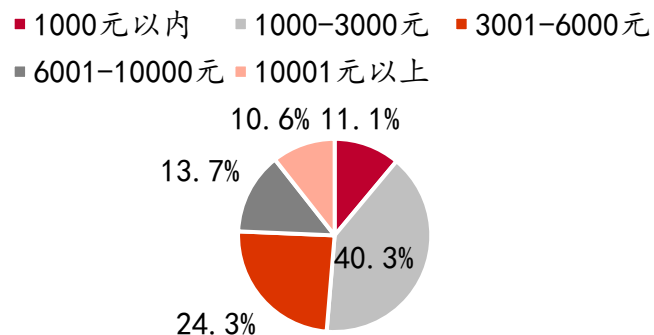
## 研学消费需求旺盛，市场成长空间广阔

- 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。

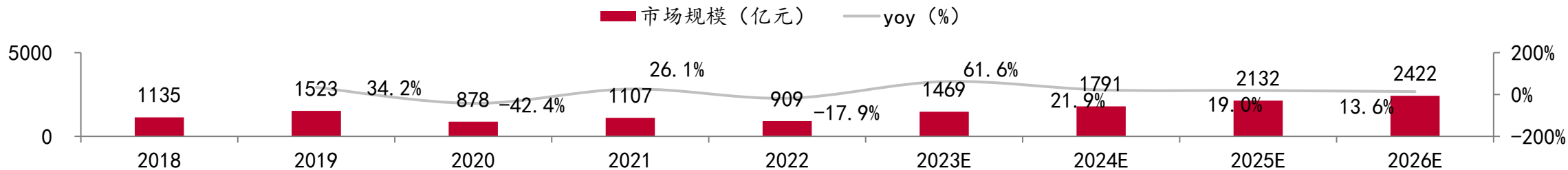
图表：2018-2022年中国人均教育文化娱乐支出情况（元）



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



## 承接课后教育需求，拓展新变现路径

- **承接课后教育需求，拓展新变现路径。**出版公司加强资源整合，提供基础托管、素质托管等高质量校内校外课后服务，拓展新变现路径。以南方传媒为例，公司依托旗下教育社优质内容、新华乐育专业课后服务管理平台和全省新华书店服务网络，其课后服务业务实行“一县一策”“一校一案”，2023年合计营收近2亿元。另外，课后素质培训方面，公司全资子公司广东南方传媒投资2023年与深圳点猫科技（“编程猫”）合资成立广东南传科技，通过组织编程夏令营、冬令营等活动，致力于服务中小学综合素养和科学教育，发挥自身混合所有制优势，为南方传媒教育产业链赋能，增长可期。

图表：南方传媒线下新华乐育学堂



图表：南方传媒编程猫夏令营

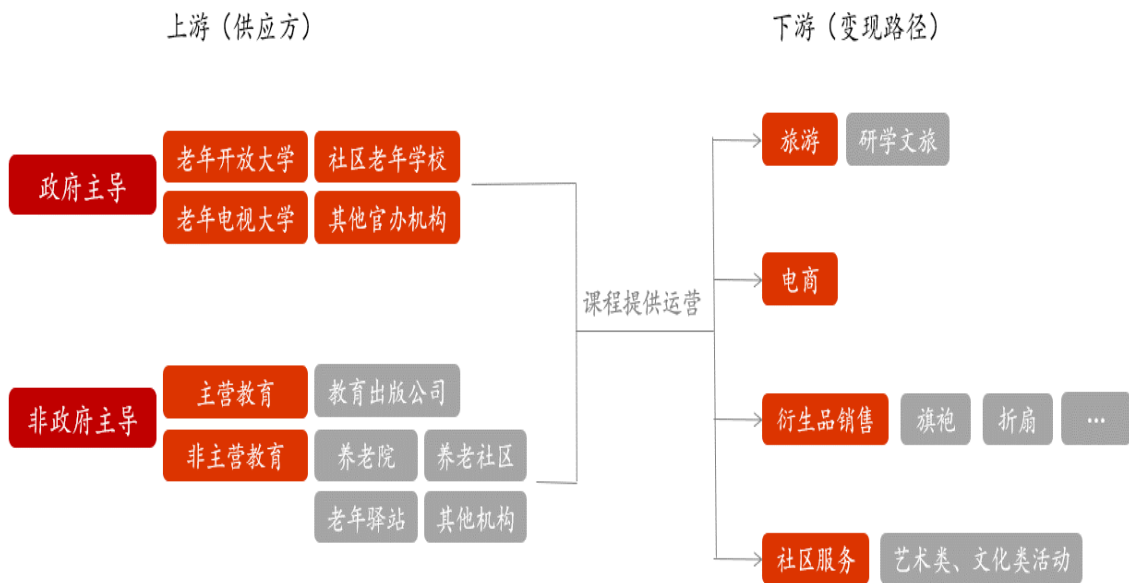


资料来源：南方传媒公司公告 广东新华发行集团 梅州市新华书店 广东南传科技 中泰证券研究所

## 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。山东出版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。中南传媒全资拥有《快乐老人报》，获取该报所有收入并介入老年大学、老年旅游、老年电商、老年出版等相关产业经营。

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：各公司公告 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



4

# 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10-12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) 教育数字化布局领先，垂类内容位居前列，红利优势明显，边际改善明显的国有出版公司：山东出版（601019.SH）、凤凰传媒（601928.SH）、中文传媒（600373.SH）、中南传媒（601098.SH）、新华文轩（601811.SH）、浙版传媒（601921.SH）、中原传媒（000719.SZ）、皖新传媒（601801.SH）。

(2) AI+教育布局领先的相关标的：城市传媒（600229.SH）、南方传媒（601900.SH）、世纪天鸿（300654.SZ）。

(3) 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。



## 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。