

传媒

报告日期：2024年08月05日

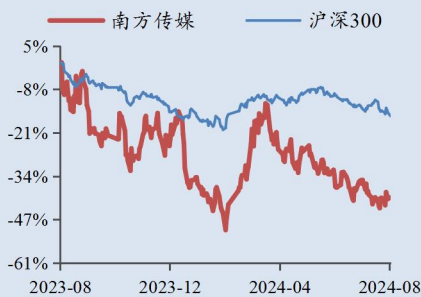
## 广东龙头出版企业，积极推进 AI+教育新业态

### ——南方传媒（601900.SH）公司深度研究

#### 华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

#### 最近一年走势



#### 市场数据

2024年08月05日

当前价格（元）	11.44
52周价格区间（元）	9.30-20.87
总市值（百万元）	10,248.83
流通市值（百万元）	10,248.83
总股本（万股）	89,587.66
流通股（万股）	89,587.66
近一月换手（%）	22.13

分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzqgs.com

#### 相关阅读

《主业稳健增长，分红派息持续增强——南方传媒(601900.SH)2023年报及2024年一季报点评》2024.04.30

#### 摘要：

- 广东省头部出版国企，国内领先的综合性出版传媒企业。依托广东省出版集团，形成了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传媒业务架构。公司教育出版集约化经营改革成效突显，在教育出版领域的影响力和话语权显著增强。公司以教辅发行出版为主，布局出版全产业链，并不断进行出版社的资源整合。
- 主业稳健增长，盈利能力保持稳定。公司主营业务涵盖出版、发行、物资、印刷和报媒五大类业务，其中发行和出版占80%以上，成为公司主要的收入和利润来源。2023年公司营业收入实现93.65亿元，同比增长3.35%；归母净利润12.84亿元，同比增长34.39%；总资产162.38亿元，同比增长8.27%；归母净资产79.46亿元，同比增长8.68%。
- 公司依靠国企背景，有较高准入壁垒，具有丰富的资源及优势渠道，竞争格局稳定。公司业务稳健增长，主要受益发行业务的拓展和公司整合力度加大，出版业务方面因目录教辅改版提价、拓展市场教辅渠道、推进电商渠道等方式使其收入不断增加。公司主营教辅教材类图书消费群体稳定，由于教育刚需，受经济宏观波动影响较小。
- “AI+教育”布局不断完善，多场景应用百花齐放。公司积极探索“AI+教育”业务发展，现已推出一系列相关产品，教学内容涵盖语言、艺术、围棋等领域，产品包含粤教AI听说、薪火美誉、粤教讯飞E听说学习机、粤教爱斯通。随着人工智能技术持续迭代升级，公司“AI+教育”产品布局有望得到进一步扩充，依靠先期积累的庞大用户基础迎来新的增长曲线。
- 盈利预测及投资评级：从营业收入来看，基于学生人数的稳定增加，公司业务拓展和整合力度的加大，公司粤版教辅稳中有进，目录教辅完成全面修订，发行码洋同比显著增长，我们预计公司主营业务保持稳定增长。预计公司2024-2026年收入为96.65亿元、100.13亿元、103.63亿元。从营业成本来看，公司现今具有较大的规模优势，有利于本公司降低单位成本、提高盈利能力和竞争力。我们预计公司2024-2026年成本为68.43亿元、70.39亿元、71.51亿元。预计公司2024-2026年毛利率分别为29.2%、29.7%、31%。归母净利润2024-2026年分别为9.53亿元、10.37

亿元、11.62 亿元。

我们选取主营业务类似的凤凰传媒、中南传媒、山东出版作为可比公司。我们看好南方传媒主业的稳健增长和积极拓展新业务，2024 年 8 月 5 日南方传媒股价 11.44 元,当前股价对应南方传媒 2024-2026 年 PE 分别为 10.7/10/8 倍。维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**教育政策变化；出生率下滑；成本上涨风险；新业务拓展不及预期；新技术冲击的风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,055	9,365	9,665	10,013	10,363
增长率（%）	19.17	3.43	3.20	3.60	3.50
归母净利润（百万元）	943	1,284	949	1,022	1,204
增长率（%）	16.70	36.07	-26.07	7.66	17.83
ROE（%）	13.20	16.45	10.90	11.03	12.08
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.05	1.43	1.06	1.14	1.34
市盈率（P/E）	10.8	7.9	10.7	10.0	8
市净率（P/B）	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 内容目录

<b>1 公司概况：广东省头部出版国企，国内领先的综合性出版传媒企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 以教辅教材出版发行为主业，布局出版全产业链.....	1
1.2 依靠国资背景，股权较为集中.....	2
1.3 管理层长年共事，管理经验丰富.....	2
1.4 主业稳健增长，盈利能力保持稳定.....	3
<b>2 行业概览：高壁垒行业，出版发行主业格局稳定</b> .....	<b>5</b>
2.1 出版行业公司以国企为主，竞争格局稳定.....	5
2.2 教育需求刚性，教辅教材类国家指导定价稳定.....	10
<b>3 把握政策变化积极转型，AI 应用注入向上新动力</b> .....	<b>11</b>
3.1 “双减”政策致教辅教材需求承压，“AI+教育”打开长期成长空间.....	11
3.2 AIGC 应用化推广逐步落地，出版主业再添新活力.....	13
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>16</b>

## 图目录

图 1：公司发展历程.....	1
图 2：公司股权结构.....	2
图 3：2020-2024 年 Q1 公司营业收入及同比增速.....	3
图 4：2020-2024 年 Q1 年公司归母净利润及同比增速.....	3
图 5：公司主要业务.....	4
图 6：2019-2023 年主营业务收入（百万元）.....	4
图 7：2019-2023 年主营业务毛利率.....	4
图 8：2019-2023 年公司费用率表现.....	5
图 9：2019-2023 年公司盈利能力表现.....	5
图 10：2019-2023 年公司期末现金及现金等价物.....	5
图 11：2019-2023 年公司现金分红与股息率.....	5
图 12：出版行业年度收入及同比增速.....	6
图 13：出版行业年度归母净利润及同比增速.....	6
图 14：出版行业毛利及同比增速.....	7
图 15：出版行业毛利率及同比变化.....	7
图 16：2019-2023 年中小学生人数情况.....	10
图 17：2016-2022 年广东省在校中小学学生人数.....	10
图 18：语言乐学平台.....	11
图 19：南方教育传媒校内课后服务管理系统服务对象.....	11
图 20：粤教翔云数字教材应用平台 V3.0 产品架构.....	12
图 21：“粤教 AI 听说”界面.....	12
图 22：“粤教 E 听说”界面.....	13
图 23：“粤教爱思通”界面.....	13
图 24：ChatGPT 操作界面.....	13
图 25：《ChatGPT: AI 革命》.....	13

## 表目录

表 1：南方传媒旗下出版社.....	1
--------------------	---

表 2: 公司高级管理层概况 .....	2
表 3: 出版行业政策监管 .....	6
表 4: 出版企业股利支付率 (央国企) .....	7
表 5: 出版企业股息率 (央国企) .....	8
表 6: 出版行业企业营业收入及同比增长率 .....	8
表 7: 出版行业企业归母净利润及同比增长率 .....	9
表 8: AIGC 在出版各环节的作用 .....	14
表 9: 盈利预测简表 .....	15
表 10: 公司主营业务收入分拆预测 .....	15
表 11: 公司主营业务成本分拆预测 .....	15
表 12: 可比公司估值 .....	16

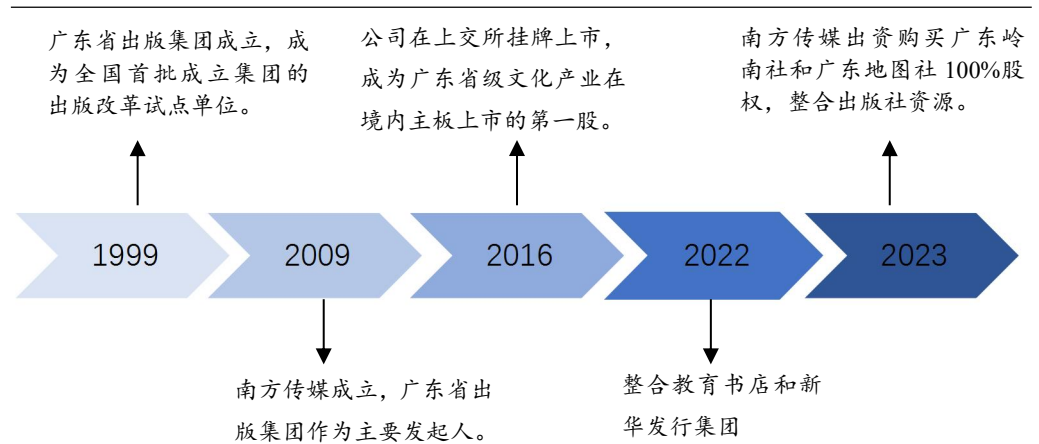
## 1 公司概况：广东省头部出版国企，国内领先的综合性出版传媒企业

### 1.1 以教辅教材出版发行为主业，布局出版全产业链

南方传媒依托广东省出版集团，聚合了图书、期刊、报纸、电子音像、新媒体等多种介质，形成了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传媒业务架构。公司拥有 10 家出版社，按照专业化特色化品牌化的发展思路，深耕内容生产，成为广东文化产业的龙头企业，中国出版业的重要力量。

广东省出版集团有限公司成立于 1999 年 12 月，是全国首批成立集团的出版改革试点单位。南方传媒成立于 2009 年，2016 年在上交所挂牌上市，是广东省级文化产业第一股。2022 年整合教育书店和新华发行集团。2023 年公司出资购买广版集团所持广东岭南社和广东地图社 100% 股权，进一步整合出版社资源。

图 1：公司发展历程



数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：南方传媒旗下出版社

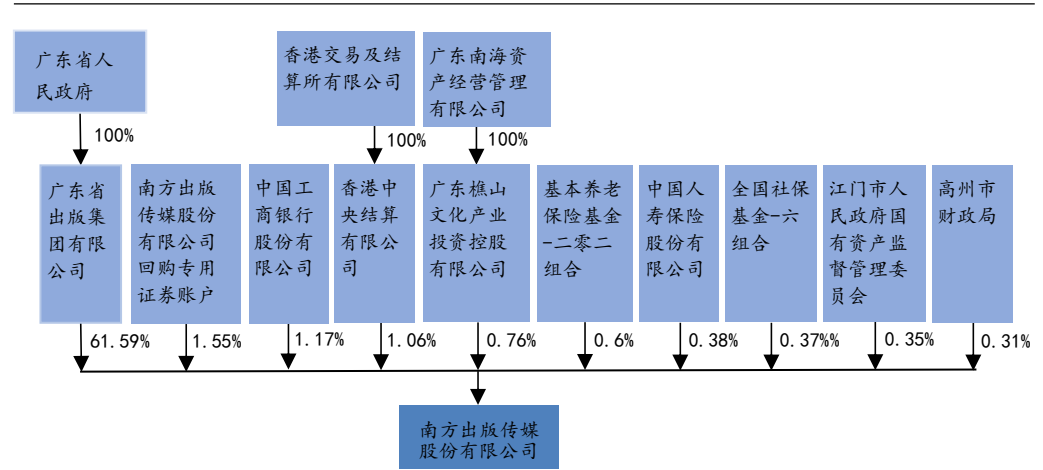
出版社名称	
广东人民出版社有限公司	广东经济出版社有限公司
广东教育出版社有限公司	广东岭南美术出版社有限公司
广东科技出版社有限公司	广东海燕电子音像出版社有限公司
广东花城出版社有限公司	广东语言音像电子出版社有限公司
广东新世纪出版社有限公司	广东省地图出版社有限公司

数据来源：公司官网，华龙证券研究所

## 1.2 依靠国资背景，股权较为集中

根据 2024 年一季报显示，广东省人民政府通过 100% 控股广东省出版集团，持有南方传媒约 61.59% 的股权。公司前十大股东持股比例合计数约为 68.14%，股权结构较集中，基本以国有法人为主。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 1.3 管理层长年共事，管理经验丰富

管理层团队多位毕业于中山大学、武汉大学及其他高等学府，专业以经济学、管理学为主，多位获取硕士及博士学位并曾任职于政府、高校及出版社，业内相关管理经验丰富，管理团队结构稳定。

表 2：公司高级管理层概况

姓名	职务	任职时间	性别	国籍	学历	出生年份
叶河	总经理	2017/10	男	中国	硕士	1972
	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(广东新粤教材研究开发有限公司)副总经理，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。					
蒋鸣涛	副总经理	2017/06	男	中国	本科	1966
	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(期间兼任高要书店总经理)，副总经理，总经理，党委委员。					
雷鹤	副总经理	2017/08	女	中国	硕士	1971
	董事会秘书	2015/12				
	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部门经理助理，门市部主任，广东海燕电子音像出版社发行部副经理(主持工作)，广东省出版集团文秘科					



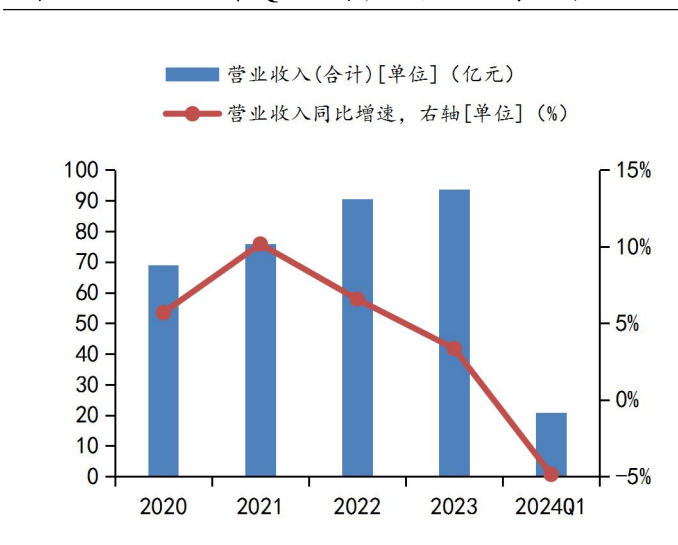
	副科长,人力资源部副总监,上市办副主任,南方传媒证券部总监. 现任南方传媒党委委员, 副总经理, 董事会秘书。					
肖风华	副总经理	2021/11	男	中国	硕士	1973
	华中师范大学文学硕士学位, 副编审。历任广东人民出版社有限公司方志编辑室编辑, 广东人民出版社有限公司市场图书编辑部副主任, 主任, 广东人民出版社有限公司党委委员, 董事, 副总经理(副社长), 广东人民出版社有限公司党委委员, 董事长, 总经理(社长)。					
孙波	副总经理	2023/06	男	中国	硕士	1976
	首席执行官	2023/10				
武汉大学企业管理专业硕士。历任广东新粤教材研究开发有限公司市场一部经理, 副总经理; 广东时代传媒集团有限公司副总经理, 执行董事, 总经理。						
崔松	总会计师	2021/05	女	中国	硕士	1970
	中山大学会计硕士学位, 正高级会计师, 正高级经济师, 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, 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。					

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

#### 1.4 主业稳健增长, 盈利能力保持稳定

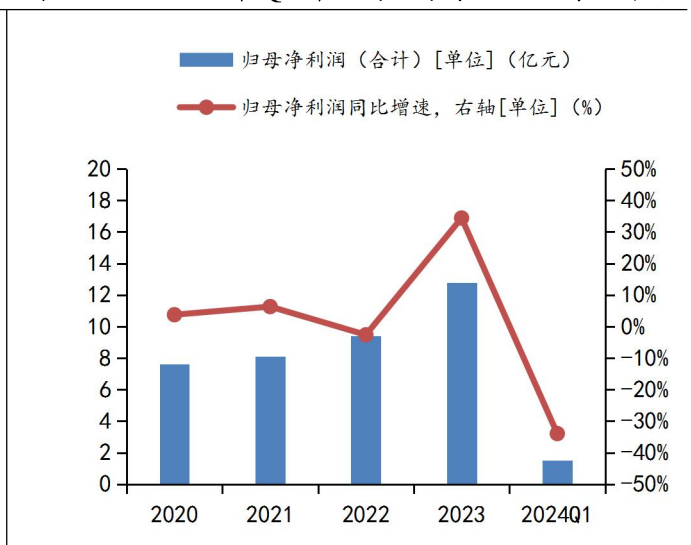
**主营业务收入和归母净利润稳健增长。**2020-2024 年 Q1, 公司营收和归母净利润稳步增长, 2020-2023 年营业收入 CAGR 达 7.95%, 2020-2023 年归母净利润 CAGR 达 13.92%。2023 全年营业收入 93.65 亿元, 同比增长 3.35%; 归母净利润 12.84 亿元, 同比增长 34.39%; 2024 年 Q1 营业收入 20.88 亿元, 同比下降 4.86%; 归母净利润 1.52 亿元, 同比下降 33.96%。

图 3: 2020-2024 年 Q1 公司营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 华龙证券研究所

图 4: 2020-2024 年 Q1 年公司归母净利润及同比增速

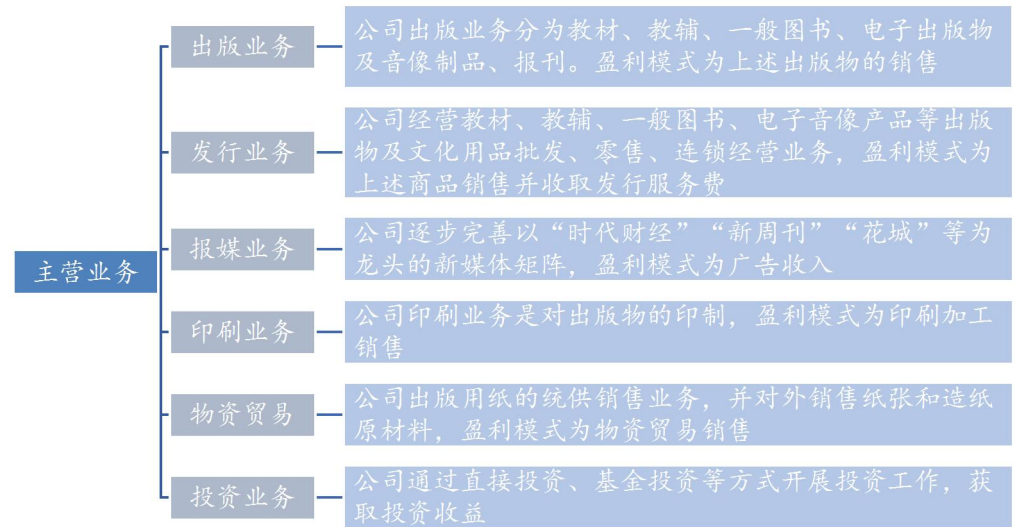


数据来源: Wind, 华龙证券研究所

**业务结构稳定, 以出版发行为主。**2023 年, 公司坚持中国特色社会主义思想为指导, 坚持“四新引领、四轮驱动”, 推动出版主业供给侧结构性

改革走深走实。公司主营业务涵盖出版、发行、物资、印刷和报媒五大类业务。出版业务的收入来源主要来自销售教材、教辅、一般图书等，发行业务主要以收取出版物发行及文化用品批发、零售、连锁经营等的销售及发行服务费盈利。

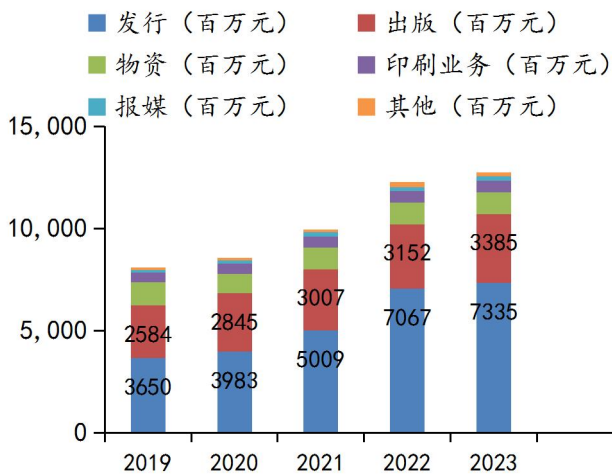
图 5：公司主要业务



数据来源：公司年报，华龙证券研究所

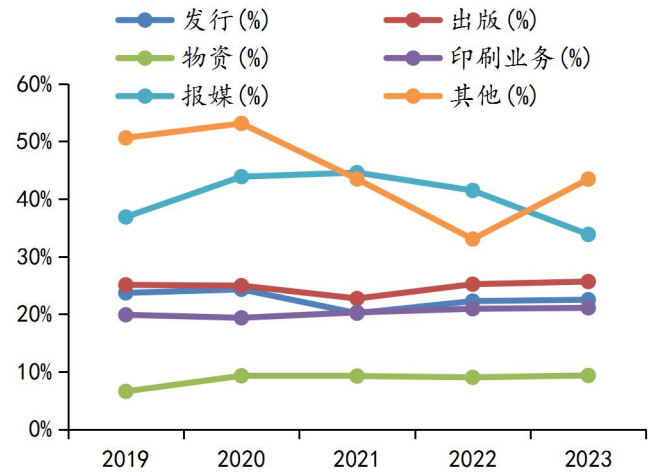
发行/出版占主营业务收入 80%以上，为公司主要利润来源。2023 年公司发行/出版业务收入为 73.35 亿元/33.85 亿元，占比 57.52%/26.54%，营收稳定增长。发行业务方面受益业务拓展和整合力度加大，出版业务方面因目录教辅改版提价、拓展市场教辅渠道、推进电商渠道等方式使其收入不断增加。报媒业务毛利率相对其他业务较高，主要原因为广告业务利润率较高。

图 6：2019-2023 年主营业务收入（百万元）



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 7：2019-2023 年主营业务毛利率

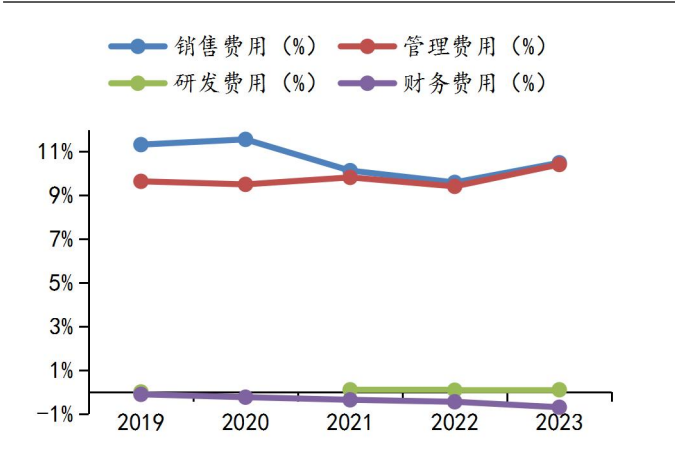


数据来源：Wind，华龙证券研究所



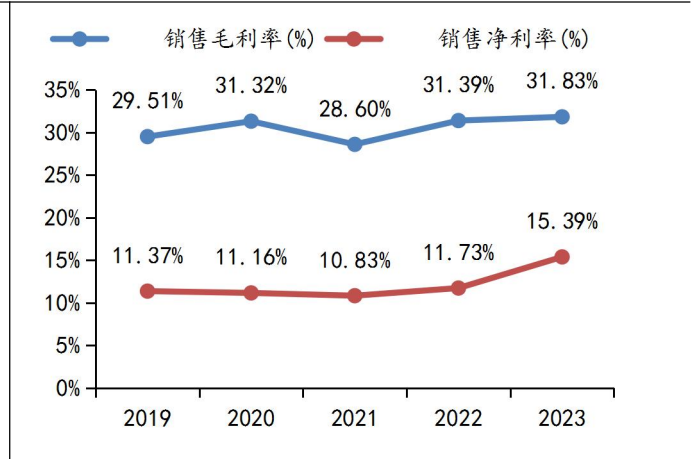
盈利能力稳定，费用率平稳。公司毛利率稳中有升，保持在30%左右，2019年至2023年期间，分别达到29.51%、31.32%、28.60%、31.39%、31.38%。2019年至2023年管理费用率和销售费用率稳定在10%左右。

图 8：2019-2023 年公司费用率表现



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 9：2019-2023 年公司盈利能力表现

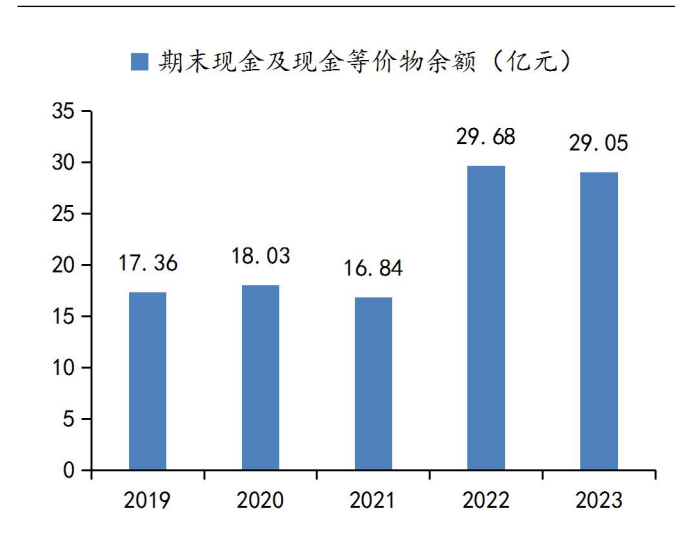


数据来源：Wind，华龙证券研究所

现金流充裕，分红水平稳定。2019年至2023年现金及现金等价物分别为17.36亿元、18.03亿元、16.84亿元、29.68亿元、29.05亿元，公司现金储备充裕。

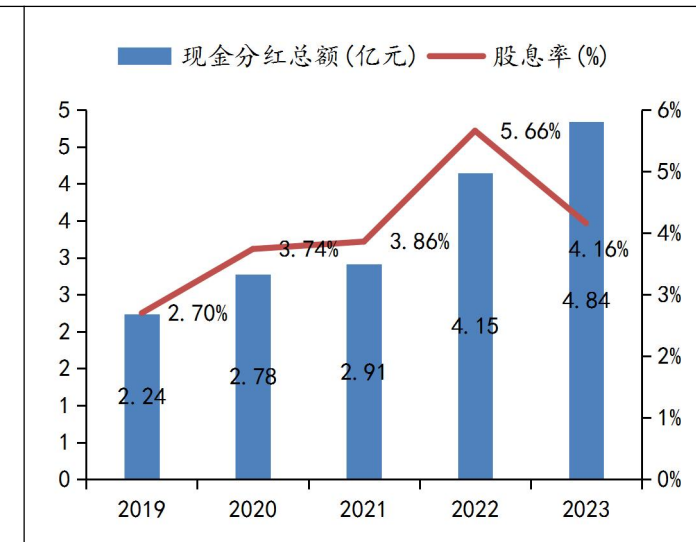
2019年至2023年现金分红金额分别为2.24/2.78/2.91/4.15/4.84亿元，股息率分别为2.70%/3.74%/3.86%/5.66%/4.16%，分红派息方面持续加强。

图 10：2019-2023 年公司期末现金及现金等价物



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 11：2019-2023 年公司现金分红与股息率



数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2 行业概览：高壁垒行业，出版发行主业格局稳定

### 2.1 出版行业公司以国企为主，竞争格局稳定

A股出版行业公司大都为央国企背景，具有丰富的资源及优势渠道，出版行业公司营收稳健，且出版业务和教材教辅业务均有较高的准入门槛，有较高规定的准入条件及所需资质，竞争格局稳定。

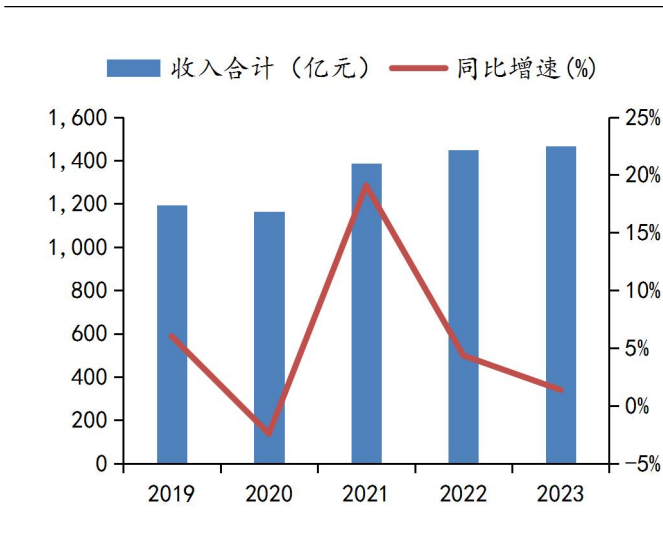
表 3:出版行业政策监管

相关单位	准入条件/所需资质
出版单位	(一) 有出版单位的名称、章程；
	(二) 有符合国务院出版行政主管部门认定的主办单位及其主管机构；
	(三) 有确定的业务范围；
	(四) 有 30 万元以上的注册资本和固定的工作场所；
	(五) 有适应业务范围需要的组织机构和符合国家规定的资格条件的编辑出版专业人员；
	(六) 法律、行政法规规定的其他条件。
	审批设立出版单位，除依照前款所列条件外，还应当符合国家关于出版单位总量、结构、布局的规划。

数据来源：国家新闻出版署，华龙证券研究所

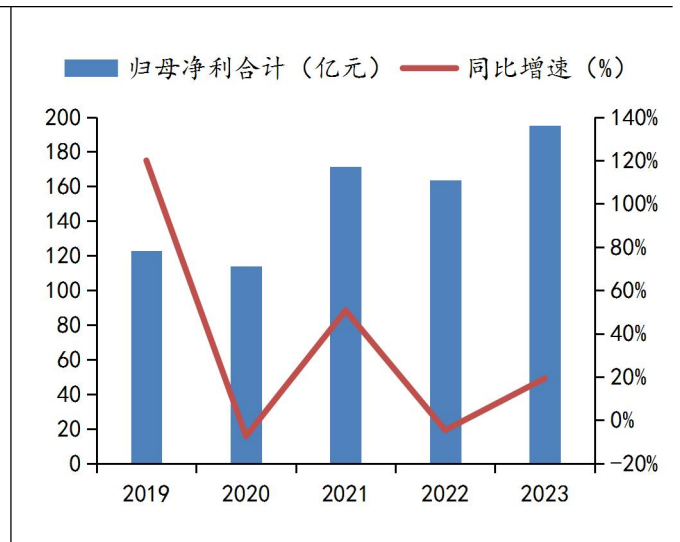
出版行业（根据申万一级行业分类）2023 年总营收同比增长 1.37%至 1467 亿元；归母净利润同比增长 19.32%至 195 亿元；出版行业毛利率维持稳定，2023 年出版行业整体毛利同比增长 3.7%至 485.5 亿元，毛利率同比增长 0.75%至 33.11%。

图 12：出版行业年度收入及同比增速



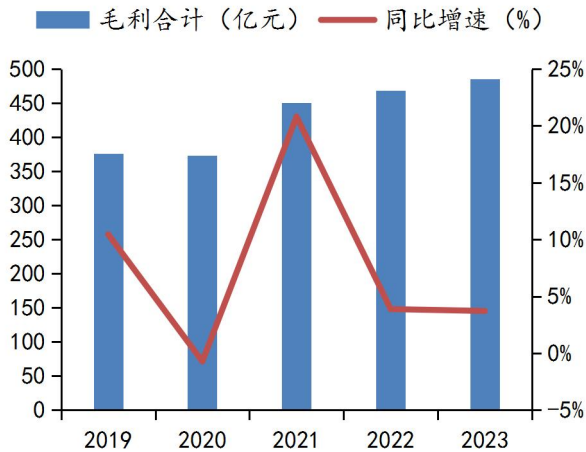
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 13：出版行业年度归母净利润及同比增速



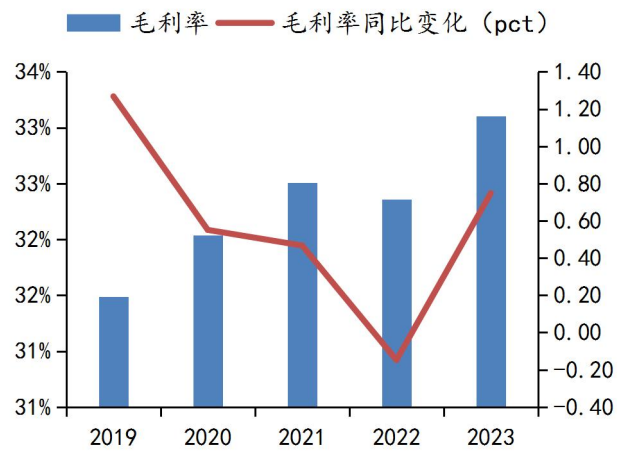
数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 14：出版行业毛利及同比增速



数据来源：Wind，华龙证券研究所

图 15：出版行业毛利率及同比变化



数据来源：Wind，华龙证券研究所

• 出版企业多年维持稳定分红，维持高股息率。2019-2023年，多数出版企业股利支付率在30%-60%之间，皖新传媒、中文传媒、中信出版等企业多年维持着稳定的股利支付率。2023年，中文传媒、长江传媒、山东出版、中南传媒、浙版传媒、凤凰传媒股息率超5%。

表 4：出版企业股利支付率（央企企）

分红比例	2019	2020	2021	2022	2023
皖新传媒	57.14%	51.86%	52.86%	51.99%	63.81%
浙版传媒	0.00%	0.00%	53.99%	55.02%	57.43%
中文传媒	39.27%	41.28%	45.09%	52.65%	53.66%
中南传媒	87.29%	78.74%	77.04%	77.01%	53.26%
中信出版	31.56%	32.36%	39.98%	53.08%	50.66%
内蒙新华	0.00%	0.00%	10.06%	19.80%	50.53%
山东出版	43.25%	47.65%	47.65%	48.43%	49.19%
长江传媒	30.87%	52.02%	64.38%	53.25%	47.79%
新华文轩	32.50%	30.29%	30.23%	30.04%	45.32%
城市传媒	37.49%	43.08%	39.86%	39.34%	43.75%
时代出版	0.00%	30.12%	38.96%	35.17%	43.63%
凤凰传媒	56.82%	63.80%	51.79%	61.12%	43.11%
中国科传	32.29%	43.15%	41.28%	46.89%	40.04%
新华传媒	35.55%	0.00%	31.28%	0.00%	37.54%
南方传媒	30.55%	36.52%	36.01%	43.94%	37.10%
中原传媒	34.58%	34.19%	34.63%	37.67%	30.94%
读者传媒	30.29%	30.18%	30.47%	30.15%	30.51%
出版传媒	30.46%	30.66%	30.39%	30.70%	30.47%
中国出版	30.08%	30.01%	30.14%	30.24%	30.12%
龙版传媒	0.00%	0.00%	10.03%	10.23%	10.32%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 5：出版企业股息率（央国企）

股息率	2019	2020	2021	2022	2023
山东出版	4.60%	5.66%	5.69%	6.21%	5.97%
中文传媒	3.67%	5.45%	5.50%	7.84%	5.92%
凤凰传媒	3.94%	6.32%	6.18%	6.31%	5.68%
中南传媒	5.19%	6.61%	6.79%	6.01%	5.41%
长江传媒	3.25%	6.62%	6.92%	5.61%	5.37%
浙版传媒	0.00%	0.00%	3.32%	4.73%	5.10%
时代出版	0.00%	2.27%	3.63%	2.46%	4.59%
皖新传媒	2.92%	3.37%	3.28%	3.55%	4.39%
中原传媒	3.91%	4.55%	4.39%	4.73%	4.32%
新华文轩	2.27%	3.41%	3.53%	3.43%	4.25%
南方传媒	2.70%	3.74%	3.86%	5.66%	4.16%
城市传媒	2.82%	2.23%	2.24%	2.83%	3.58%
内蒙新华	0.00%	0.00%	0.25%	1.36%	2.90%
中国出版	1.83%	2.16%	2.21%	2.16%	1.89%
中信出版	0.82%	1.13%	1.72%	1.74%	1.07%
中国科传	1.73%	2.68%	2.88%	2.57%	1.05%
出版传媒	1.38%	1.43%	0.86%	0.64%	0.83%
读者传媒	0.46%	0.71%	0.82%	0.77%	0.76%
龙版传媒	0.00%	0.00%	0.68%	1.11%	0.34%
新华传媒	0.12%	0.00%	0.21%	0.00%	0.29%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

2024Q1 中，29 家出版板块公司共有 15 家公司营业收入实现正增长，14 家公司营业收入水平下降，收入排名前五的公司为凤凰传媒、中南传媒、皖新传媒、浙版传媒和新华文轩。盈利排名前五的公司为凤凰传媒、皖新传媒、中南传媒、中文传媒和长江传媒。

表 6：出版行业企业营业收入及同比增长率

证券简称	营业收入（亿元）			营业收入同比增长率（%）		
	2022A	2023A	2024Q1	2022A	2023A	2024Q1
凤凰传媒	135.96	136.45	33.44	8.62	0.36	3.31
中南传媒	124.65	136.13	30	10	9.21	12.61
皖新传媒	116.87	112.44	29.29	15.78	-3.79	-5.44
浙版传媒	117.85	116.75	27.03	3.42	-0.93	0.63
新华文轩	109.3	118.68	24.74	4.49	8.58	7.04
山东出版	112.15	121.54	24.7	2.98	8.23	13.38
中文传媒	102.36	100.84	21.61	-4.46	-1.49	-13.24
南方传媒	90.55	93.65	20.88	6.57	3.35	-4.86
长江传媒	62.95	67.59	19.22	4.52	7.37	-4.99
中原传媒	96.29	98.33	18.96	3.97	2.12	1.46

时代出版	76.46	86.43	16.43	-3.13	13.03	-3.23
中国出版	61.41	62.98	9.4	-2.85	2.55	-7.77
城市传媒	25.54	26.92	6.65	5.77	5.38	4.37
龙版传媒	18.06	18.44	6.45	0.85	2.14	4.44
内蒙新华	16.58	18.4	5.59	4.19	10.93	8
出版传媒	26.11	24.12	5.4	-8.98	-7.64	1.2
中国科传	27.09	28.79	4.65	2.88	6.29	3.26
中信出版	18.01	17.17	4.02	-6.31	-4.65	-5.79
读者传媒	12.91	12.95	2.52	5.67	0.24	13.8
新经典	9.38	9.01	2.25	1.72	-3.94	9.97
中文在线	11.8	14.09	2.23	-0.78	19.44	-22.81
新华传媒	12.59	13.05	1.63	-1.93	3.62	-1.77
粤传媒	5.46	5.59	1.11	0.03	2.33	8.82
世纪天鸿	4.33	5.07	0.99	5.25	17.2	16.79
读客文化	5.14	4.34	0.94	-1.04	-15.49	-9.62
果麦文化	4.62	4.78	0.93	0.16	3.49	-19.19
华闻集团	7.59	5.67	0.88	-24.8	-2.27	-26.97
荣信文化	3.21	2.74	0.54	-15.39	-14.67	-18.38
天舟文化	6.06	4.48	0.49	19.86	-26.07	-6.84

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 7：出版行业企业归母净利润及同比增长率

证券简称	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增长率（%）		
	2022A	2023A	2024Q1	2022A	2023A	2024Q1
凤凰传媒	20.82	29.52	3.56	-15.26	41.8	-26.26
皖新传媒	7.08	9.36	2.93	10.65	32.21	-13.28
中南传媒	13.99	18.55	2.84	-7.67	32.55	-18.18
中文传媒	19.3	19.67	2.64	-5.53	1.88	-38.32
长江传媒	7.29	10.16	2.62	4.57	39.27	-32.09
山东出版	16.8	23.76	2.11	9.63	41.12	-1.1
新华文轩	13.97	15.79	2.06	6.95	13.06	3.33
南方传媒	9.43	12.84	1.52	-2.65	34.39	-33.96
龙版传媒	4.78	3.44	1.37	7.91	-27.94	-2.9
内蒙新华	2.68	3.15	1.28	17.2	17.55	-9.81
浙版传媒	14.14	15.09	1.1	7.33	6.76	-24.24
城市传媒	3.36	4.08	0.87	20.63	21.39	-9.66
时代出版	3.44	5.55	0.61	-4.16	61.21	-29.22
新经典	1.37	1.6	0.49	4.82	16.48	7.81
中信出版	1.26	1.16	0.38	-47.81	-7.72	-9.89
中原传媒	10.32	13.89	0.33	5.85	34.55	-67.52
中国科传	4.69	5.13	0.31	-3.63	9.53	-26.54



读者传媒	0.86	0.98	0.09	1.08	14.28	14.35
世纪天鸿	0.36	0.42	0.07	2.78	18.86	-9.86
读客文化	0.62	-0.03	0.04	-7.48	-105.27	-32.79
新华传媒	0.09	0.36	0.02	-73.72	312.1	-62.15
天舟文化	-3.29	-0.6	-0.01	51.45	81.83	86.88
中国出版	6.51	9.67	-0.05	-16.66	48.67	-115.37
荣信文化	0.23	0.1	-0.06	-42.38	-57.46	-263.02
出版传媒	0.75	1.12	-0.08	-30.71	48.77	-81.01
果麦文化	0.41	0.54	-0.09	-28.07	31.45	-167.17
粤传媒	0.38	0.08	-0.13	-57.28	-78.28	-48.5
华闻集团	-6.83	-11	-0.34	-5,189.72	-60.91	-56.98
中文在线	-3.62	0.89	-0.68	-466.45	124.71	-83.94

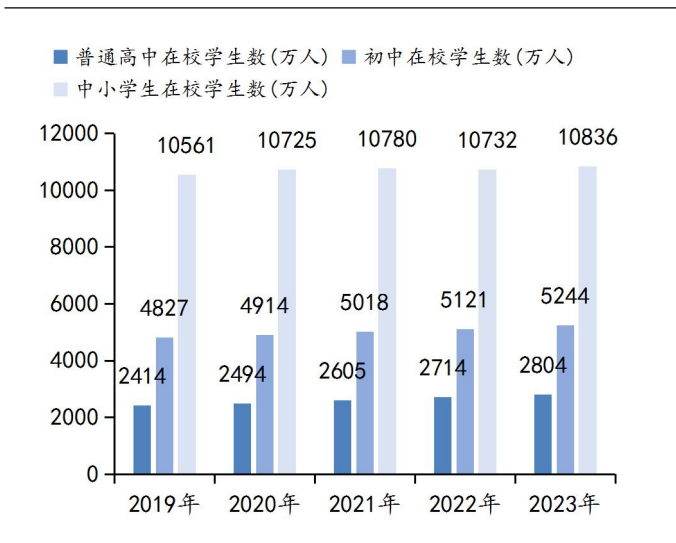
数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 2.2 教育需求刚性，教辅教材类国家指导定价稳定

**教育需求刚性，教辅教材类图书需求释放。**我国小学、初中及高中在校学生人数多且2019年-2023年稳定增长，2019年有约17802万在校生，到2023年末增长至18884万。教辅教材类图书消费群体稳定且数量匹配学生人数，由于教育刚需，受经济宏观波动影响较小。

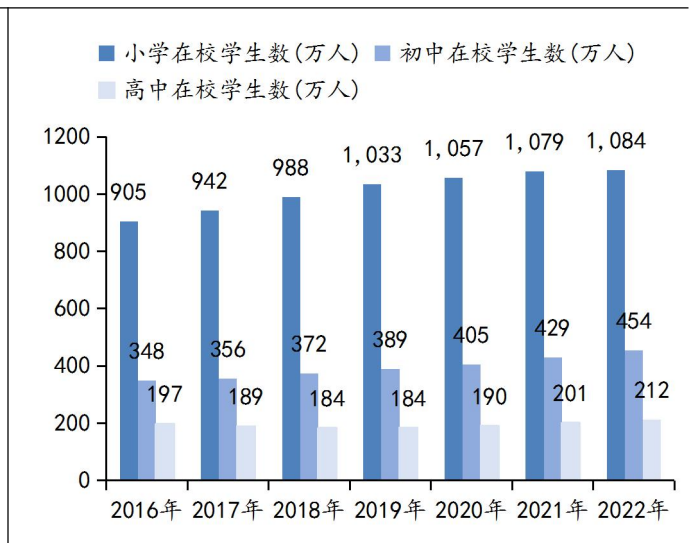
广东省作为人口大省，连续四年成为唯一一个出生人口超100万的省份，出生率达8.12%，人口规模大，人口素质高，在校中小學生人数多，在2018/2019/2020/2021/2022年小学在校生人数分别达到988/1033/1057/1079/1084万人，初中和高中阶段在校生数量也呈现缓慢增长趋势，学生人数的增长也保障教辅教材类图书需求持续释放。

图 16：2019-2023 年中小學生人数情况



数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

图 17：2016-2022 年广东省在校中小學生人数



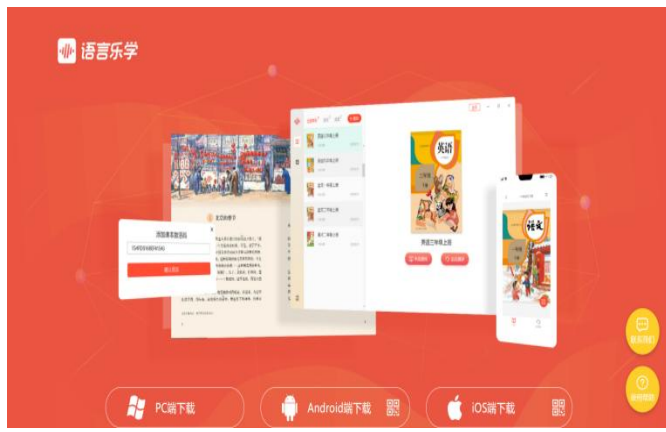
数据来源：国家统计局，华龙证券研究所

### 3 把握政策变化积极转型，AI 应用注入向上新动力

#### 3.1 “双减”政策致教辅教材需求承压，“AI+教育”打开长期成长空间

“双减”政策致教辅行业承压，积极拓展课后/研学服务平台建设。自双减政策实施以来，教辅教材出版行业面临多方面的挑战：政策要求减轻学生的作业负担和校外培训负担，直接影响了教辅书籍的市场需求，其中，系统类教辅图书需要重新送审评议，而市场类教辅图书生存空间则受到较大挤压。这样的政策背景推动了教育出版业向更高质量的服务转型，教辅书籍的品种、形式、结构需要做出针对性的改变，以满足用户对出版服务提出的新需求。此外，由于政策规定校外培训机构不能在义务教育阶段对学生进行学科内容的培训，这迫使教辅出版单位将市场营销的重心从线下转为线上。公司作为广东省从事中小学教科书发行业务的唯一合法机构，具备较高竞争壁垒，受政策影响程度相对有限。同时，近年来公司积极把握双减政策机遇，推进教辅教材业务转型扩张，完善“南方教育传媒课后服务平台”和“大湾区大研学服务平台”建设，两个平台 2023 年合计实现营收近 2 亿元。公司持续开发县域、学校市场，加快从单一教材出版商转变为“多元产品研发+定制化服务方案”供应商，伴随后续平台辐射范围扩大或有望进一步增厚公司业绩。

图 18：语言乐学平台



数据来源：语言乐学平台，华龙证券研究所

图 19：南方教育传媒校内课后服务管理系统服务对象



数据来源：公司官网，华龙证券研究所

公司数字教材平台发展迅速，衍生配套项目共享客源形成合力。在双减政策背景下，各地加快推进数字化教育发展，公司旗下产品“粤教翔云数字教材应用平台”以优质数字内容为核心，是“教育+出版+技术”融合创新探索的成果，2023 年全年用户活跃人次逾 4300 万，同比提升 95.77%。作为“广东省国家课程数字教材规模化应用全覆盖工程”的支撑平台，“粤教翔云”为广东省义务教育阶段 1600 余万师生提供全学段、全学科、多版本的国家课程数字教材及应用服务。平台除提供与广东省现行纸质教材配套的数字教材资源服务，同时构建了线上、线下联动的应用服务体系，全面构建广东基础教育发展新生态。“粤教翔云”为教育数字出版行业发展

提供了典型案例，实施过程中形成的数字出版全流程解决方案复用性强，其产品、技术和服务模式具备很高的行业示范和市场推广价值。在“粤教翔云”用户规模及市场影响力稳步提升的背景下，公司配套开发的“南方智慧作业系统”“语言乐学平台”“粤高中学习平台”等多个市场化项目也均已落地并实现商业化运营，后续或将借助现有用户基础及运营经验和数字教材平台形成合力，进一步强化公司教育领域品牌力及市场影响力。

图 20：粤教翔云数字教材应用平台 V3.0 产品架构

图 21：“粤教 AI 听说”界面



数据来源：粤教翔云公众号，华龙证券研究所

数据来源：广东教育出版社官网，华龙证券研究所

“AI+教育”布局不断完善，多场景应用百花齐放。我国的“AI+教育”发展迅速，已经在多个领域得到了广泛应用。应用层面，AI 技术可以根据学生的学习情况和特点，提供个性化的学习方案，帮助学生更好地掌握知识。例如，智能辅导系统可以通过分析学生的作业和考试成绩，为学生提供有针对性的辅导和建议。同时，AI 教育还可以利用虚拟现实、增强现实等技术，为学生提供更加真实、生动的学习体验。公司积极探索“AI+教育”业务发展，现已推出一系列相关产品，教学内容涵盖语言、艺术、围棋等领域：1) 粤教 AI 听说：面向中小学用户提供英语、普通话发音纠正及其他增值服务，帮助学生改善语言发音，提高语言学习效率；2) 薪火美誉：面向B端提供艺考智能打分评级等服务，利用AI 技术对艺术作品进行评价，为艺术教育提供科学的评价标准；3) 粤教讯飞E听说学习机：可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，帮助学生提升语言综合运用能力；4) 粤教爱思通：由广东教育出版社出版的一套纸媒融合产品，基于弈城围棋网 20 年来积累的数以亿计的真人对弈大数据，由围棋世界冠军设计 AI 模型。展望未来，随着人工智能技术持续迭代升级，公司“AI+教育”产品布局有望得到进一步扩充，依靠先期积累的庞大用户基础迎来新的增长曲线。



图 22：“粤教 E 听说”界面



数据来源：易听说官网，华龙证券研究所

图 23：“粤教爱思通”界面

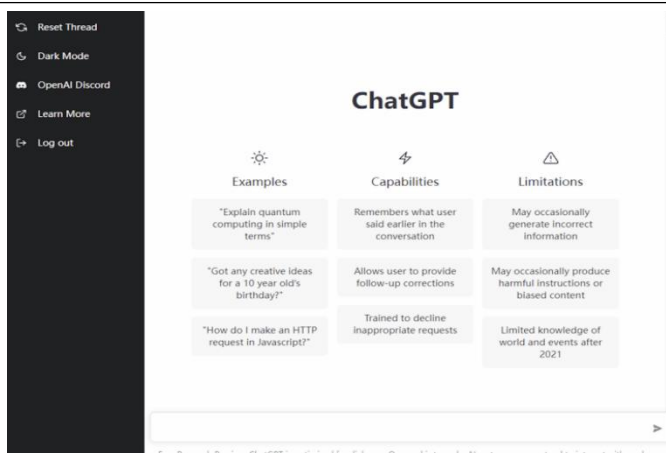


数据来源：爱思通官网，华龙证券研究所

### 3.2 AIGC 应用化推广逐步落地，出版主业再添新活力

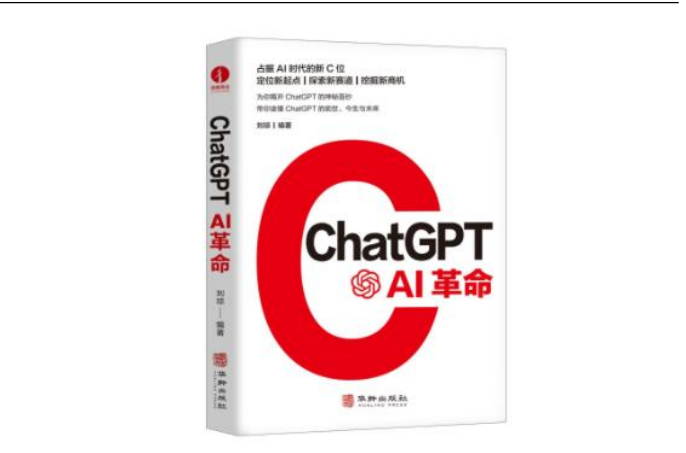
**AIGC 可显著提升创作效率，创作门槛及人力成本更低。**生成式人工智能 (AIGC) 指基于算法、模型和规则生成文本、图片、声音、视频、代码等内容的人工智能。传统的人工智能通常侧重于数据分析，通过深度剖析数据来探究其中的规律。而以 ChatGPT 为代表的生成式人工智能则能够根据已有模型不断生成新的内容，不受限于已有信息，能够生成新的文本、图像、视频和 3D 交互内容等，极大丰富了内容生产和呈现的形式。AIGC 在信息巨量化、数据驱动、自动化、可扩展、创造力、多模态和认知交互等方面的能力特征为其在数字出版领域的应用提供了无限可能。基于大语言模型构建和数据训练，AIGC 能够实现自动写作、图像生成、视频创作、语音合成等多元化内容创作，显著提升了内容生产效率，降低了创作门槛和人力成本。此外，相较于人工创作过程，AIGC 通过持续优化算法和拓展数据资源，有望在创作效率和质量上实现新的突破，为内容创作者提供创新性的支持，从而推动创作领域的持续进步与发展。

图 24：ChatGPT 操作界面



数据来源：ChatGPT 官网，华龙证券研究所

图 25：《ChatGPT: AI 革命》



数据来源：当当网，华龙证券研究所

**AIGC 已在出版行业取得初步应用，各环节提质增效显著。**目前在美国亚马逊平台上，“AI 写作书籍”热潮兴起，普通用户利用 AI 工具在几个小时内便可以创作一部小说并在平台上出版销售。国内出版商也在尝试应用 AIGC 辅助图书出版，如 2023 年 3 月由华龄出版社出版的《ChatGPT: AI 革命》便是作者团队在 ChatGPT 撰写文稿的基础上改编而成。虽然当前人工智能生成内容还无法达到人类高层次水平，但 AIGC 在不同环节的应用可以有效辅助人类进行内容创作，加速和优化出版业务流程。具体来看，AIGC 可在选题策划、组稿与内容创作、编辑加工和审校、美术设计、营销与内容分发等多个环节发挥重大作用，显著提升出版工作效率。公司基于前述教育领域 AI 平台建设及技术应用积累，后期有望将 AIGC 导入传统出版主业，进一步提升出版效率及创新活力，强化出版领域核心竞争力。

表 8:AIGC 在出版各环节的作用

序号	环节	AIGC 的作用
1	选题策划	1) 基于海量的内容资源高效检索并整合信息，为编辑在选题策划过程中提供更准确的参考资料。 2) 帮助编辑对市场趋势、读者偏好进行预测和分析，通过比较和甄别历史数据，策划出优秀选题。 3) 协助编辑拓宽思路，生成多元化的选题，进一步提高编辑的选题策划能力。
2	组稿与内容创作	1) 基于作者和编辑的具体需求自动生成章节、段落甚至是初步的文本。 2) 基于现有文本进行内容的扩充和改写，并为作者提供多种表述方式，从而大幅提升作者的创作速度与创作质量。
3	编辑加工和审校	在我国出版行业“三审三校”制度要求从意识形态、知识性、准确性等各个方面对文稿内容进行严格把关，已有部分审校系统结合 AIGC 能够自动检索字词和标点，从而在一定程度上提升编辑的审校效率
4	美术设计	1) 辅助设计师迅速生成多样化的作品； 2) 根据设计师的指令自动调整色彩，激发设计师的创作灵感。
5	营销与内容分发	1) 帮助编辑和营销人员快速创建宣传文案，并能根据读者兴趣制订营销策略。 2) 通过对读者行为和兴趣的分析，自动推荐相关内容，为读者提供针对性的内容服务，提高内容的传播和营销效果。

数据来源：《数智时代 AIGC 在出版业的应用与发展：创新与挑战》徐晨岷，华龙证券研究所

## 4 盈利预测与估值

**从营业收入来看**，基于学生人数的稳定增加，公司业务拓展和整合力度的加大，公司粤版教辅稳中有进，目录教辅完成全面修订，发行码洋同比显著增长，我们预计公司主营业务保持稳定增长。预计公司 2024-2026 年收入为 96.65 亿元、100.13 亿元、103.63 亿元。

**从营业成本来看**，公司现今具有较大的规模优势，有利于本公司降低单位成本、提高盈利能力和竞争力。我们预计公司 2024-2026 年成本为 68.43 亿元、70.39 亿元、71.51 亿元。预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 29.2%、



29.7%、31%，归母净利润 2024-2026 年分别为 9.53 亿元、10.37 亿元、11.62 亿元。

我们选取主营业务类似的凤凰传媒、中南传媒、山东出版作为可比公司。我们看好南方传媒主业的稳健增长和积极拓展新业务，盈利能力稳定，2024 年 8 月 5 日南方传媒股价 11.44 元，当前股价对应南方传媒 2024-2026 年 PE 分别为 10.7/10/8 倍。维持“买入”评级。

表 9：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	9,055	9,365	9,665	10,013	10,363
增长率（%）	19.17	3.43	3.20	3.60	3.50
归母净利润（百万元）	943	1,284	949	1,022	1,204
增长率（%）	16.70	36.07	-26.07	7.66	17.83
ROE（%）	13.20	16.45	10.90	11.03	12.08
每股收益/EPS（摊薄/元）	1.05	1.43	1.06	1.14	1.34
市盈率（P/E）	10.8	7.9	10.7	10.0	8
市净率（P/B）	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：华龙证券研究所

表 10：公司主营业务收入分拆预测

单位：百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
教材、教辅	5948.70	7793.41	8302.76	8418.90	8618.26	8781.90
YoY	17.95%	31.01%	6.54%	1.40%	2.37%	1.90%
报媒	216.87	207.14	207.32	215.51	219.82	219.37
YoY	24.36%	-4.49%	0.08%	3.95%	2.00%	-0.20%
音像制品	1.52	48.33	53.43	55.00	60.00	50.00
YoY	-22.72%	3086.41%	10.56%	2.93%	9.09%	-16.67%
文化用品	219.70	164.02	216.72	220.00	210.00	220.00
YoY	-7.12%	-25.34%	32.13%	1.51%	-4.55%	4.76%
一般图书	1738.42	2054.47	1971.21	2035.52	2539.07	2594.05
YoY	18.60%	18.18%	-4.05%	3.26%	24.74%	2.17%
其他业务	267.60	180.77	238.21	220.00	245.00	210.00
YoY	3.55%	-32.44%	31.77%	-7.65%	11.36%	-14.29%
其他主营业务	1817.68	2012.00	2000.72	2000.00	2000.00	2000.00
YoY	9.60%	10.69%	-0.56%	-0.04%	0.00%	0.00%

数据来源：华龙证券研究所

表 11：公司主营业务成本分拆预测

单位：百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
教材、教辅	4581.74	5814.36	6176.80	6083.89	6263.54	6416.63
YoY	23.94%	26.90%	6.23%	-1.50%	2.95%	2.44%
报媒	120.18	121.21	137.14	125.00	127.49	130.05
YoY	22.79%	0.86%	13.14%	-8.85%	1.99%	2.01%
音像制品	1.54	38.65	44.38	45.65	49.80	53.95
YoY	35.35%	2401.74%	14.81%	2.87%	9.09%	8.33%

单位：百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
文化用品	186.20	131.69	185.67	187.00	195.50	204.00
YoY	-8.85%	-29.27%	40.99%	0.72%	4.55%	4.35%
一般图书	1469.66	1753.18	1674.46	1814.42	1843.03	2030.83
YoY	23.11%	19.29%	-4.49%	8.36%	1.58%	10.19%
其他业务	132.01	73.65	126.23	120.00	125.00	125.00
YoY	21.81%	-44.21%	71.40%	-4.94%	4.17%	0.00%
其他主营业务	1539.22	1677.02	1637.40	1630.00	1722.00	1804.00
YoY	11.88%	8.95%	-2.36%	-0.45%	5.64%	4.76%

数据来源：华龙证券研究所

表 12:可比公司估值

重点公司	股票	2024/08/05	2024/08/05	EPS (元)			PE		
				代码	名称	股价 (元)	市值 (亿元)	2024E	2025E
601928.SH	凤凰传媒	10.25	260.85	0.72	0.77	0.83	14.3	13.3	12.4
601098.SH	中南传媒	11.88	213.36	0.82	0.87	0.93	14.6	13.7	12.8
601019.SH	山东出版	11.03	230.19	0.81	0.88	0.97	13.7	12.6	11.3
/	可比公司均值	/	/	0.78	0.84	0.91	14.2	13.2	12.2
601900.SH	南方传媒	11.44	102.49	1.06	1.14	1.34	10.7	10.0	8.0

数据来源：Wind，华龙证券研究所；其中，南方传媒盈利预测来自华龙证券研究所，其他公司盈利预测来自万得一致预期。

## 5 风险提示：

教育政策变化：公司主营业务与布局和教育政策密切相关

出生率下滑：公司主营业务以教辅教材出版发行为主，学生人数减少将影响业务收入

成本上涨风险：纸张原材料价格的变化会影响公司成本

新业务拓展不及预期：公司积极布局 AI+教育，若新业务落地不及预期会给公司业务带来影响

新技术冲击的风险：出版公司受到 AI 新技术的冲击风险

表：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7,400	7,389	8,412	9,029	10,555	<b>营业收入</b>	9,055	9,365	9,665	10,013	10,363
现金	3,271	3,194	3,853	4,652	5,791	营业成本	6,212	6,384	6,843	7,039	7,151
应收票据及应收账款	1,467	1,474	1,561	1,583	1,671	税金及附加	43	47	46	49	50
其他应收款	92	92	98	99	105	销售费用	868	982	1,009	1,018	1,054
预付账款	106	102	112	109	120	管理费用	852	975	946	987	1,022
存货	1,455	1,400	1,660	1,487	1,710	研发费用	7	9	7	9	9
其他流动资产	1,009	1,128	1,128	1,098	1,158	财务费用	-41	-66	-30	-17	-78
<b>非流动资产</b>	7,418	8,848	8,778	8,689	8,576	资产和信用减值损失	-57	-23	-34	-39	-43
长期股权投资	298	397	406	417	431	其他收益	122	144	120	119	126
固定资产	924	819	1,218	1,512	1,717	公允价值变动收益	-113	143	40	51	30
无形资产	3,012	2,929	2,849	2,772	2,703	投资净收益	53	44	45	47	47
其他非流动资产	3,183	4,703	4,306	3,988	3,726	资产处置收益	4	5	2	3	3
<b>资产总计</b>	14,818	16,238	17,190	17,717	19,131	<b>营业利润</b>	1,121	1,346	1,018	1,108	1,319
<b>流动负债</b>	5,447	5,836	6,185	5,924	6,320	营业外收入	3	14	5	6	7
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	10	9	9	9	9
应付票据及应付账款	3,883	3,973	4,448	4,214	4,585	<b>利润总额</b>	1,114	1,352	1,014	1,105	1,317
其他流动负债	1,564	1,863	1,737	1,710	1,735	所得税	52	-89	2	-0	-6
<b>非流动负债</b>	1,323	1,645	1,720	1,772	1,860	<b>净利润</b>	1,062	1,441	1,012	1,105	1,323
长期借款	729	989	1,064	1,117	1,204	少数股东损益	119	157	63	83	119
其他非流动负债	594	655	655	655	655	<b>归属母公司净利润</b>	943	1,284	949	1,022	1,204
<b>负债合计</b>	6,770	7,481	7,905	7,696	8,180	EBITDA	1,373	1,648	1,338	1,495	1,773
少数股东权益	811	811	874	958	1,076	EPS (元)	1.05	1.43	1.06	1.14	1.34
资本公积	837	694	601	532	465	<b>主要财务比率</b>					
留存收益	5,612	6,477	7,096	7,765	8,556	<b>会计年度</b>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归属母公司股东权益	7,237	7,946	8,412	9,064	9,875	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	14,818	16,238	17,190	17,717	19,131	营业收入(%)	19.17	3.43	3.20	3.60	3.50
<b>现金流量表 (百万元)</b>						净利率(%)	11.73	15.39	10.48	11.04	12.76
<b>会计年度</b>	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	13.20	16.45	10.90	11.03	12.08
<b>经营活动现金流</b>	2,425	1,587	1,288	1,101	1,459	ROIC(%)	13.74	16.38	11.98	12.28	13.55
净利润	1,062	1,441	1,012	1,105	1,323	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	172	200	171	212	247	资产负债率(%)	45.69	46.07	45.98	43.44	42.76
财务费用	-41	-66	-30	-17	-78	净负债比率(%)	-27.03	-19.59	-27.33	-32.57	-39.77
投资损失	-53	-44	-45	-47	-47	流动比率	1.36	1.27	1.36	1.52	1.67
营运资金变动	1,026	223	189	-138	6	速动比率	0.98	0.90	0.97	1.15	1.28
其他经营现金流	258	-167	-8	-14	10	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-305	-1,472	-13	-22	-54	总资产周转率	0.65	0.60	0.58	0.57	0.56
资本支出	273	578	92	111	121	应收账款周转率	5.91	6.37	6.23	6.16	6.47
长期投资	54	-808	-9	-11	-14	应付账款周转率	1.83	1.69	1.58	1.47	1.88
其他投资现金流	-87	-86	87	100	81	<b>每股指标 (元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	-1,015	-265	-709	-349	-333	每股收益(最新摊薄)	1.05	1.43	1.06	1.14	1.34
短期借款	0	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	2.71	1.77	1.44	1.23	1.63
长期借款	174	260	75	52	88	每股净资产(最新摊薄)	8.08	8.87	9.39	10.12	11.02
普通股增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	-980	-142	-93	-69	-67	P/E	10.8	7.9	10.7	10.0	8
其他筹资现金流	-208	-383	-690	-333	-354	P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
<b>现金净增加额</b>	1,104	-149	659	798	1,139	EV/EBITDA	6.06	5.34	6.01	4.95	3.62

数据来源：Wind，华龙证券研究所

## 免责及评级说明部分

### 分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

### 投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

### 免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

### 版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

### 华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046