

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：13.46元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@zts.com.cn

分析师：朱骏楠

执业证书编号：S0740523080003

Email: zhuqn01@zts.com.cn

联系人：李昱喆

Email: liyz05@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	10,236	10,084	11,963	13,358	14,468
增长率 yoy%	-4%	-1%	19%	12%	8%
归母净利润（百万元）	1,930	1,967	1,761	1,891	2,026
增长率 yoy%	-6%	2%	-10%	7%	7%
每股收益（元）	1.42	1.45	1.30	1.40	1.49
每股现金流量	1.54	1.44	1.20	1.08	1.21
净资产收益率	11%	11%	9%	9%	10%
P/E	9.45	9.27	10.36	9.64	9.00
P/B	1.04	0.99	0.95	0.91	0.87

备注：股价取自 2024 年 8 月 15 日收盘

报告摘要

■ **公司概要：江西出版发行领头羊，打造多元新业态。**中文传媒主要从事出版、发行、印刷包装、物资贸易、新媒体新业态、投资等业务，是一家具有多介质、平台化、全产业链特点的地方国企出版集团。2023 年，公司归母净利润达 19.7 亿元，4 年 CAGR 达 3.3%。

■ **行业分析：图书市场格局稳定，看好 SLG 类游戏付费率持续提升。**

➢ 图书市场格局稳定，新书出版效率提升明显。其中，教材教辅需求刚性，出生人口下滑对其影响中短期内无虞，而一般图书伴随疫后线下生态恢复，多数品类明显回暖。另外，出海游戏市场步入成熟期，SLG 类游戏市场份额稳定，生命周期长，看好整体付费率持续提升。

■ **经营分析：加固主业基础，拓展新业态变现路径。**

➢ **出版发行主业基本盘稳固，彰显增长韧性。**公司出版发行业务稳中有增，内生品牌规模优势显著，并通过外延并购夯实出版实力；拓展发行渠道，渠道控制力不断强化。我们认为，公司教材教辅受益于素质教育育人所需知识覆盖范围增加、K12 学生结构优化，以及公司自身推进资源整合，积极拓展市场，看好人均教材教辅持有量和客单价实现量价齐升，助力教材教辅业绩实现稳中有升。另外，一般图书多品类硕果累累，少儿图书盈利能力逆势向上，看好一般图书持续增长。

➢ **积极拓展新业态，挖掘业绩增长新动能。**公司积极利用自身资金、内容、渠道优势，布局多元新业态。**1) 游戏业务：**现有产品流水稳定，新游表现良好，有望贡献业绩增量。**2) 教育业务：**全通教育技术基底扎实，新华云成果丰硕，看好智慧教育版图扩张。**3) 收购营销业态：**在有望收获可观现金流基础上，布局 AI+营销赛道，同主业产生协同效应可期。

➢ **运用账上现金优势，加大对外投资并购力度。**公司运用充足账上现金优势，积极对外投资、资源整合，优化产业布局，我们看好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。

■ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计中文传媒 2024-2026 年收入分别为 119.63/133.58/144.68 亿元，分别同比增长 18.63%/11.67%/8.31%。考虑到税收政策变化会对公司 2024-2026 年净利润产生影响，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 17.61/18.91/20.26 亿元，分别同比增长-10.47%/7.41%/7.11%，对应 PE 估值分别为 10.4x/9.6x/9.0x。我们选择出版行业内同样从事图书出版发行公司作为可比对象，包括凤凰传媒、中南传媒、浙版传媒、南方传媒、山东出版。参考同业可比公司，考虑到公司教材教辅

基本状况

总股本(百万股)	1,355
流通股本(百万股)	1,355
市价(元)	13.46
市值(百万元)	18,239
流通市值(百万元)	18,239

股价与行业-市场走势对比



相关报告

稳健增长，且积极利用账上现金进行对外投资并购，有望打开业绩成长空间，且估值低于可比公司平均水平，建议持续关注，首次覆盖，给予买入评级。

- **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。

内容目录

公司概览：江西出版发行领头羊，打造多元新业态	6
夯实主业，多元布局新业态	6
教材教辅和一般图书稳健，盈利能力出色	7
行业分析：图书市场格局稳定，看好 SLG 类游戏付费率持续提升	10
图书市场格局稳定，教材教辅和一般图书规模有望稳步向上	10
出海游戏市场步入成熟期，看好 SLG 类游戏付费率持续提升	14
经营分析：加固主业基础，拓展新业态变现路径	15
主业基本盘稳固，彰显增长韧性	16
游戏经营利润稳定，新游有望提供增量	23
教育基底扎实，看好版图扩张	24
收购营销业态，赋能主业可期	25
运用账上现金优势，加大对外投资并购力度	27
盈利预测与估值	28
盈利预测	28
风险提示	32
文化监管端的政策风险	32
国有传媒企业优惠政策变动	32
短视频直播电商图书折扣力度加大	32
研报使用的信息数据更新不及时的风险	32

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权架构（截至 2024Q1）	7
图表 3：2023 年公司营收按业务拆分（亿元）	7
图表 4：2019-2023 年公司营收按业务拆分（亿元）	7
图表 5：2019-2023 年公司营收及增速（亿元）	8
图表 6：2019-2023 年公司营收按产品拆分（亿元）	8
图表 7：2019-2023 年公司毛利率情况（%）	8
图表 8：2019-2023 年公司毛利构成（亿元）	8
图表 9：2019-2023 年公司归母净利润及归母净利率情况（亿元）	9
图表 10：2019-2023 年公司费用率情况（%）	9
图表 11：2019-2023 年公司资产负债率（%）	9
图表 12：2019-2023 年公司经营活动现金流量净额及增速（亿元）	9
图表 13：2019-2023 年公司账上现金（亿元）	9
图表 14：2019-2023 年公司分红情况（%）	9

图表 15: 2019-2023 年公司存货周转率和应收账款周转率 (次)	- 10 -
图表 16: 2019-2023 年公司商誉占净资产比重 (%)	- 10 -
图表 17: 出版行业竞争格局情况	- 10 -
图表 18: 2018-2022 年图书零售市场新老书品种数及出版效率情况 (种)	- 11 -
图表 19: 2006-2023 年全国出生人口及对应的学习阶段 (万人)	- 11 -
图表 20: 2018-2038 年我国 K12 阶段出生人口数情况 (万人)	- 12 -
图表 21: 2019-2023 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口增速对比 (%)	- 13 -
图表 22: 2019-2023 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口客单价增速对比 (亿元, %)	- 13 -
图表 23: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)	- 13 -
图表 24: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)	- 13 -
图表 25: 2021-2024 年 1 月实体书店渠道指数变化情况	- 14 -
图表 26: 2021-2024 年 1 月网店渠道指数变化情况	- 14 -
图表 27: 2014-2023 年自研移动游戏海外收入及占整体收入比重 (亿美元)	- 14 -
图表 28: 2023 年流水 TOP200 移动游戏玩法分布 (按流水, %)	- 14 -
图表 29: 2022-2023 年全球 SLG 移动游戏收入规模 (亿元)	- 15 -
图表 30: 2023 年 SLG 移动游戏产品数量上线时间占比分布 (%)	- 15 -
图表 31: 公司商业模式	- 16 -
图表 32: 2019-2023 年公司出版业务收入及增速 (亿元)	- 16 -
图表 33: 2019-2023 年公司发行业务收入及增速 (亿元)	- 16 -
图表 34: 2019-2023 年公司出版业务营收拆分 (亿元)	- 17 -
图表 35: 2019-2023 年公司发行业务营收拆分 (亿元)	- 17 -
图表 36: 公司旗下图书出版社梳理	- 17 -
图表 37: 2021-2023 年江教传媒营收及归母净利润情况 (亿元)	- 18 -
图表 38: 2021-2023 年高校出版社营收及归母净利润情况 (亿元)	- 18 -
图表 39: 公司销售渠道示意图	- 18 -
图表 40: 2019-2023 年公司教辅教材收入及增速 (亿元)	- 19 -
图表 41: 2019-2023 年公司教材教辅毛利及其占比 (亿元)	- 19 -
图表 42: 2019-2023 年公司教材教辅码洋及增速 (亿元)	- 19 -
图表 43: 2019-2023 年公司教材教辅销量及增速 (亿册)	- 19 -
图表 44: 2019-2023 年江西省 K12 在校学生数 (万人)	- 20 -
图表 45: 2019-2023 年公司 K12 阶段学生人均教材教辅持有量 (册/人/年)	- 20 -
图表 46: 江西省小学、初中、高中阶段单个学生平均教材教辅支出测算 (元/学期)	- 20 -
图表 47: 2018-2022 年江西省一般公共预算教育经费及增速 (亿元)	- 21 -
图表 48: 2019-2023 年江西省居民人均可支配收入及增速 (元)	- 21 -
图表 49: 2019-2023 年主要省份 K12 阶段学生教材教辅客单价 (元)	- 21 -

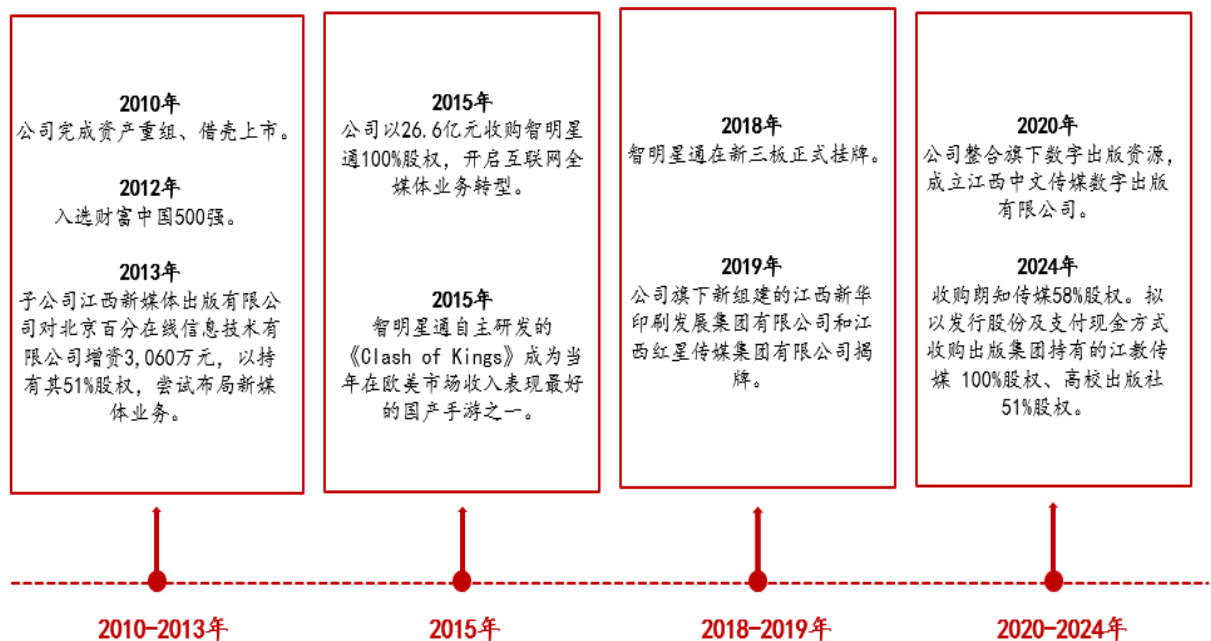
图表 50: 2019-2023 年江西省 K12 阶段学生教材教辅客单价及增速 (元)	- 21 -
图表 51: 2019-2023 年公司一般图书收入及增速 (亿元)	- 22 -
图表 52: 2019-2023 年公司一般图书毛利及其占比 (亿元)	- 22 -
图表 53: 2019-2023 年公司一般图书码洋及增速 (亿元)	- 22 -
图表 54: 2019-2023 年公司一般图书销量及增速 (亿册)	- 22 -
图表 55: 公司一般图书产品矩阵	- 22 -
图表 56: 二十一世纪出版社集团畅销产品线	- 23 -
图表 57: 2021-2023 年二十一世纪出版社集团市场图书毛利率 (%)	- 23 -
图表 58: 2019-2023 年游戏业务收入及扣非归母净利润增长情况 (亿元)	- 23 -
图表 59: 2019-2023 年游戏业务收入构成 (亿元)	- 23 -
图表 60: 2020Q1-2024Q1 《列王的纷争》流水 (亿元)	- 24 -
图表 61: 《列王的纷争》长周期价值运营方法论	- 24 -
图表 62: 2022Q1-2024Q1 《The Walking Dead: Survivors》流水 (亿元)	- 24 -
图表 63: 第三方监测《荒野迷城》国内 ios 端收入量情况 (美元)	- 24 -
图表 64: 2019-2023 年全通教育收入及归母净利润 (亿元)	- 25 -
图表 65: 2023 年全通教育收入构成 (亿元)	- 25 -
图表 66: 新华云教育大数据分析平台架构	- 25 -
图表 67: 新华云 AI 智慧体育系统	- 25 -
图表 68: 2021-2028E 朗知传媒收入及增速 (亿元)	- 26 -
图表 69: 2020-2028E 朗知传媒毛利率 (%)	- 26 -
图表 70: 2022 年-2023 年 11 月朗知传媒净利润 (亿元)	- 26 -
图表 71: 2024-2026 年朗知传媒承诺扣非归母净利润及增速 (亿元)	- 26 -
图表 72: 朗知传媒 AIGC 科幻短剧《逃出万圣 机器觉醒》	- 27 -
图表 73: 朗知传媒轻慕数字人	- 27 -
图表 74: 2019-2023 年公司投资收益 (亿元)	- 27 -
图表 75: 2019-2023 年公司投资收益占营业利润比重 (%)	- 27 -
图表 76: 公司资本运作项目梳理	- 28 -
图表 77: 公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)	- 31 -
图表 78: 可比公司估值	- 32 -

公司概况：江西出版发行领头羊，打造多元新业态

夯实主业，多元布局新业态

- **夯实主业基础，积极谋划转型升级。** 中文传媒主要从事出版、发行、印刷包装、物资贸易、新媒体新业态、投资等业务，是一家具有多介质、平台化、全产业链特点的地方国企出版集团。
- 2010年，公司借壳鑫新股份上市。2013年以来，公司共有200多种出版物荣获/入选国家级多项奖项及项目。2015年，公司并购智明星通，推进互联网平台布局，旗下《列王的纷争（Clash of Kings）》成为当年欧美市场营收表现最好的国产手游之一。2020年，公司组建江西中文传媒数字出版作为转型升级重要平台，加快新媒体与数字出版领域布局。2024年，公司收购朗知传媒布局AI+营销赛道，并拟收购江教传媒及高校出版社以夯实主业。

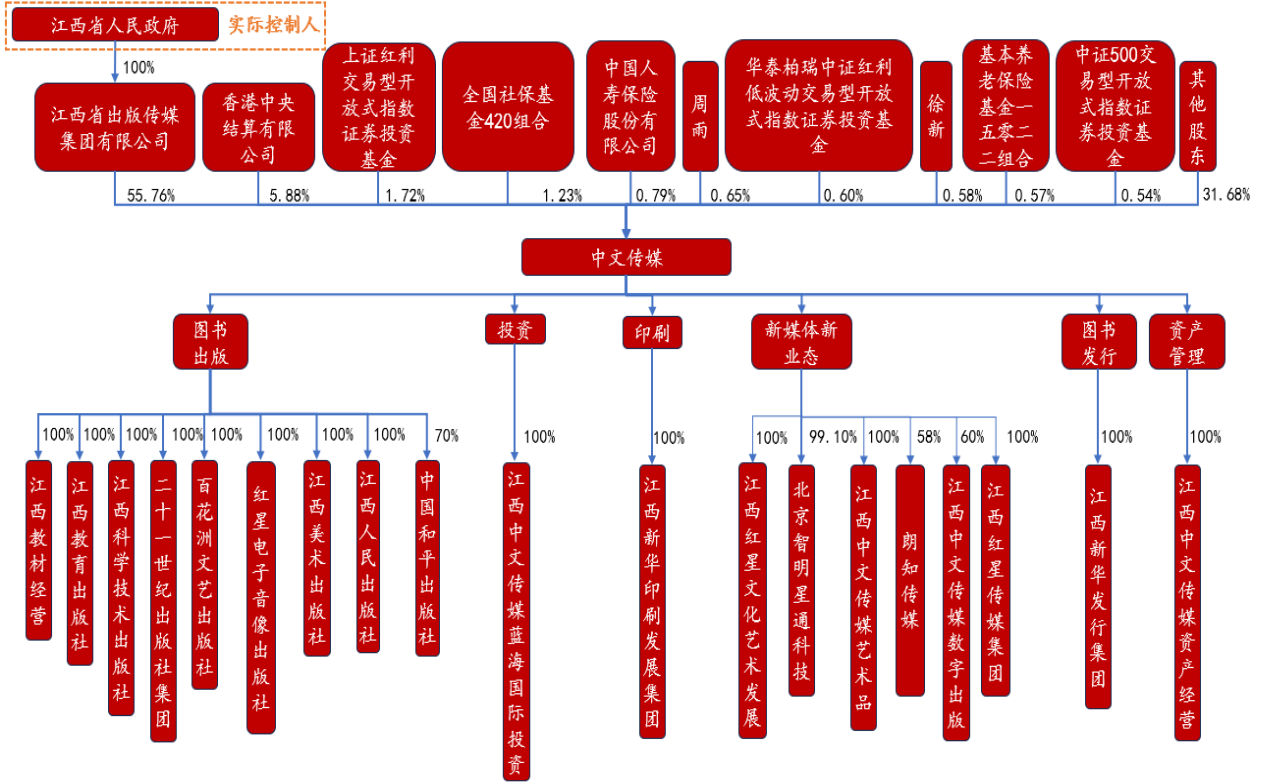
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，公司公告，中文数字出版官网，财富，上海证券报，中国出版传媒商报，中泰证券研究所

- **国有资本加持，股东背景良好。** 截至2024Q1，江西省出版传媒集团直接持有公司55.8%的股权，为公司的控股股东。江西省出版传媒集团作为省政府出资的文化领域国有独资公司，形成了文化出版、文化传媒、文化科创、文化商业、文化资本五大产业板块融合发展的战略格局。江西省人民政府则为公司实际控制人，授权江西省国有文化资产监督管理领导小组办公室履行出资人职责。

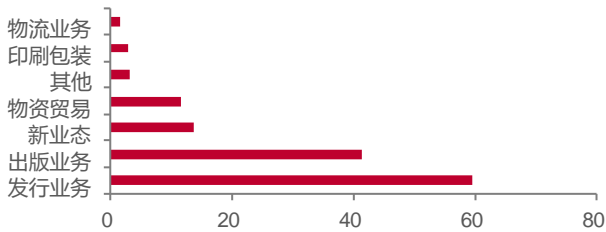
图表 2: 公司股权架构 (截至 2024Q1)



来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

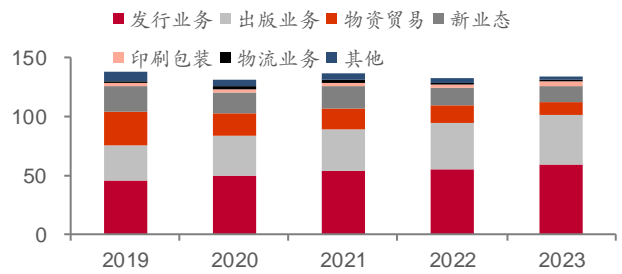
- 出版发行为主要收入来源。公司主要经营图书出版、发行、新业态等业务。其中，出版及发行业务为主要收入来源，未剔除内部抵消口径下，2023 年收入分别达 41.3 亿元及 59.5 亿元，合计营收占比达 75.4%。

图表 3: 2023 年公司营收按业务拆分 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 营收拆分为未剔除内部抵消口径)

图表 4: 2019-2023 年公司营收按业务拆分 (亿元)

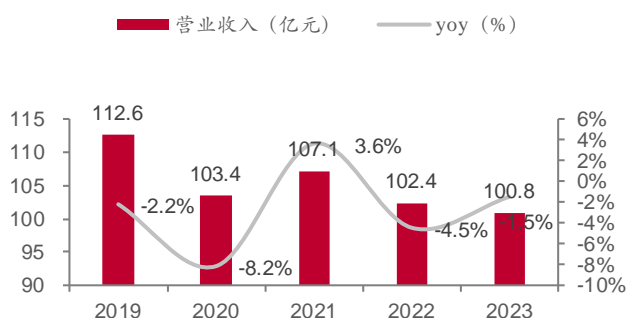


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 营收拆分为未剔除内部抵消口径)

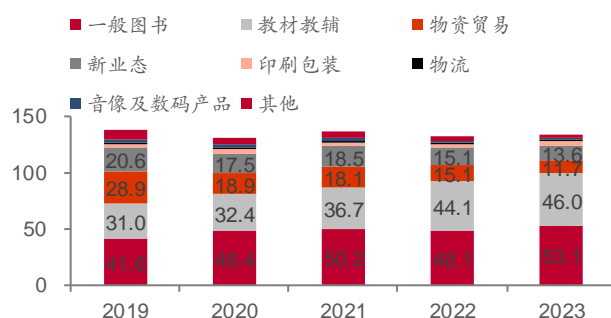
教材教辅和一般图书稳健，盈利能力出色

- 优化收入结构，一般图书和教材教辅稳增。2019-2023 年，公司营收端有所波动，主要由于公司着眼“控规模、调结构、提质量、增效益、防风险”的优质发展战略，主动压缩物资贸易规模，叠加游戏业务现有产品生命周期影响下收入正常下滑所致。其中，公司一般图书及教材教辅产品稳步增长，2023 年收入（未剔除内部抵消口径）分别达 53.1 亿元

及 46.0 亿元, 4 年 CAGR 分别达 6.3% 及 10.4%, 营收占比分别达 39.7% 及 34.4%; 新业态 (主要为游戏) 收入占比 10.2%, 后续伴随新产品上线有望回暖。

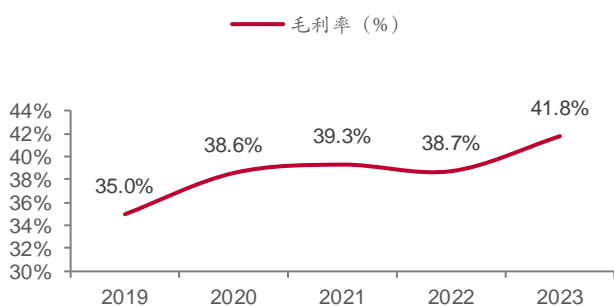
图表 5: 2019-2023 年公司营收及增速 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

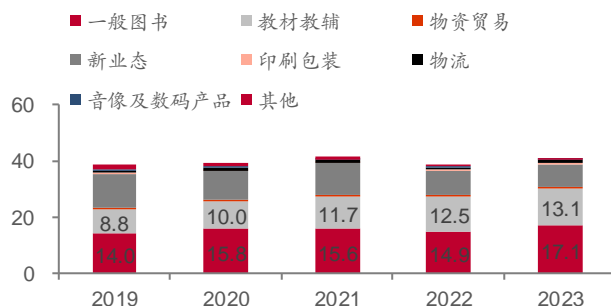
图表 6: 2019-2023 年公司营收按产品拆分 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 营收拆分为未剔除内部抵消口径)

- 一般图书、教材教辅及游戏齐发力, 共同推动盈利能力向上。2019-2023 年, 公司毛利率稳步向上, 2023 年达 41.8%。毛利主要由一般图书、教材教辅、新业态构成, 2023 年毛利占比分别达 41.9%、32.2% 及 19.7%。

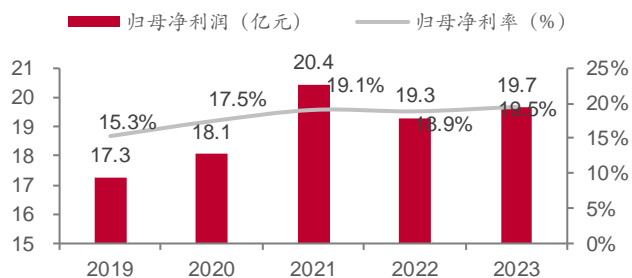
图表 7: 2019-2023 年公司毛利率情况 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

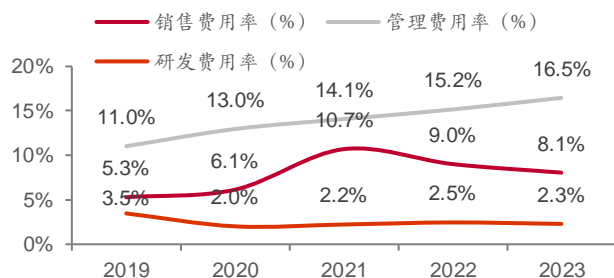
图表 8: 2019-2023 年公司毛利构成 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 毛利拆分为未剔除内部抵消口径)

- 费用率稳定, 归母净利率稳中向好。2019-2023 年, 公司稳控费用端支出, 销售费用率由 2021 年高点 10.7% 下降至 2023 年 8.1%, 下降主要由于子公司智明星通游戏推广费用减少所致; 管理费用支出正常 (主要为职工薪酬支出, 公司员工由 2019 年 6,417 人上升至 2023 年 6,653 人), 管理费用率由 2019 年 11.0% 提升至 2023 年 16.5%, 主要因公司营收基数下降所致; 研发费用率保持稳定。公司归母净利润及归母净利率受益于费用支出稳定, 除 2022 年以外, 整体呈上升趋势, 2023 年分别达 19.7 亿元及 19.5%。

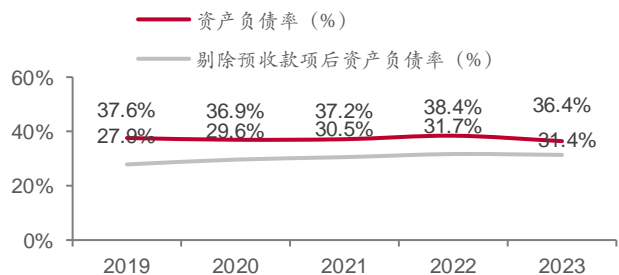
图表 9: 2019-2023 年公司归母净利润及归母净利率情况 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

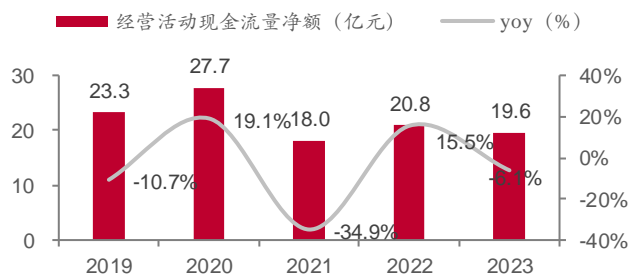
图表 10: 2019-2023 年公司费用率情况 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

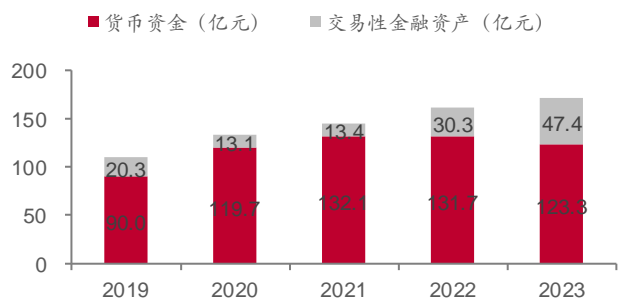
- 资本结构良好, 红利标签显著。**2019-2023 年, 公司资产负债率保持稳定, 2023 年达 36.4%; 现金流充沛, 除 2021 年经营活动现金流量净额下降较明显主要因疫情影响延迟结算收现以及新游戏项目营销推广支出增加等原因所致以外, 每年丰厚经营现金流量净额持续流入使得公司账上现金稳步向上, 2023 年账上现金达 170.7 亿元。分红方面, 公司分红比例稳中有升, 股息率较高, 2023 年分别为 53.7% 及 5.9%, 考虑到公司现金流状况良好, 分红比例仍存在一定提升空间。

图表 11: 2019-2023 年公司资产负债率 (%)


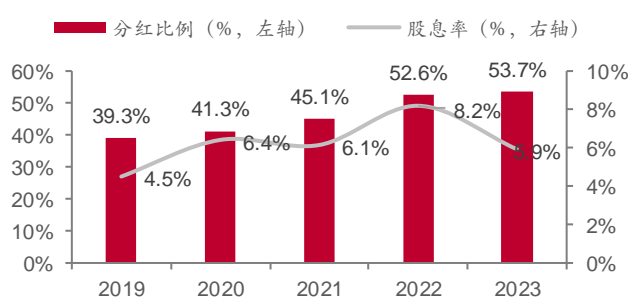
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2019-2023 年公司经营活动现金流量净额及增速 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 2019-2023 年公司账上现金 (亿元)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

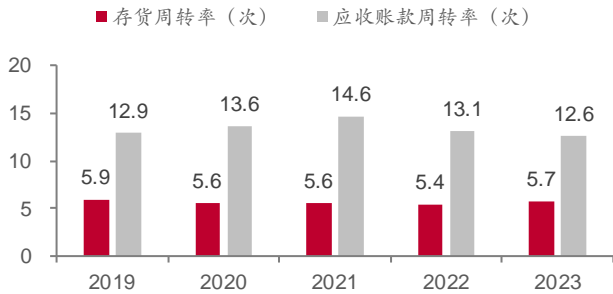
图表 14: 2019-2023 年公司分红情况 (%)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 股息率=当年每股股利/当年年末收盘价)

- 营运能力稳健, 商誉减值压力小。**2019-2023 年, 公司存货周转率和应

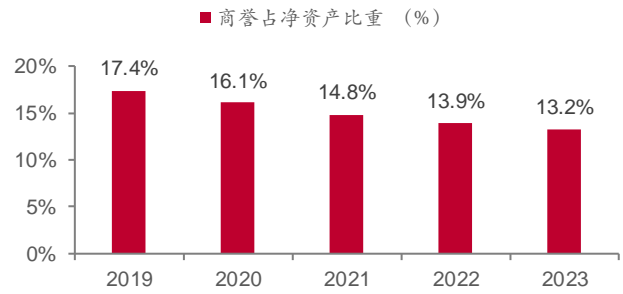
收账款周转率稳健，2023 年分别达 5.7 和 12.6 次，销售顺畅且具有较高的流动性。同时，公司商誉占净资产比重呈逐年下降趋势，考虑到商誉主要来源为智明星通，游戏流水较稳定，故其减值压力较小，对公司业绩影响有限。

图表 15: 2019-2023 年公司存货周转率和应收账款周转率 (次)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 2019-2023 年公司商誉占净资产比重 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

行业分析: 图书市场格局稳定, 看好 SLG 类游戏付费率持续提升

图书市场格局稳定, 教材教辅和一般图书规模有望稳步向上

- **出版行业具有准入壁垒, 竞争格局稳定。**出版行业因属于高意识形态领域, 根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》, 行业内企业国有资本控股需达 51% 以上, 国有属性的要求决定了行业整体竞争格局为国有综合出版集团为主、民营为辅, 市场格局稳定, 其中中央出版集团包括以专业及大众出版为定位的中国出版等, 地方出版集团包括凤凰传媒、中文传媒等, 民营出版包括新经典、果麦文化等。地方国企出版集团如凤凰传媒因具备区域资源优势, 营收体量较大且增速稳定, 2023 年营收达 136.5 亿元, 5 年 CAGR 达 3.0%。

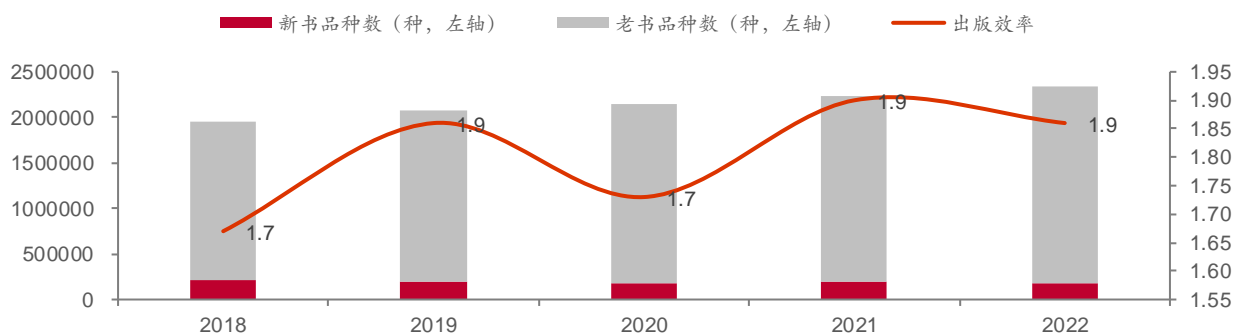
图表 17: 出版行业竞争格局情况

证券代码	公司名称	主要市场	2023 年营收 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)	2018-2023 年营收 CAGR (%)	公司属性
601928.SH	凤凰传媒	江苏省	136.5	29.6	3.0%	地方国有企业
601098.SH	中南传媒	湖南省	136.1	19.5	7.3%	地方国有企业
601019.SH	山东出版	山东省	121.6	23.7	5.4%	地方国有企业
601811.SH	新华文轩	四川省	118.7	16.3	7.7%	地方国有企业
601921.SH	浙版传媒	浙江省	116.7	15.1	3.4%	地方国有企业
601801.SH	皖新传媒	安徽省	112.4	9.6	2.7%	地方国有企业
600373.SH	中文传媒	江西省	100.8	19.5	-2.6%	地方国有企业
000719.SZ	中原传媒	河南省	98.3	14.0	1.8%	地方国有企业
601900.SH	南方传媒	广东省	93.7	14.4	10.8%	地方国有企业
600551.SH	时代出版	安徽省	86.4	5.5	6.1%	地方国有企业
600757.SH	长江传媒	湖北省	67.6	10.2	-8.2%	地方国有企业
601949.SH	中国出版	全国	63.0	10.0	3.4%	中央国有企业
601858.SH	中国科传	全国	28.8	5.3	5.3%	中央国有企业
000529.SZ	广弘控股	广东省	27.9	2.1	2.2%	地方国有企业
603533.SH	掌阅科技	全国	27.8	0.4	7.9%	民营企业
600229.SH	城市传媒	山东省	26.9	4.1	4.4%	地方国有企业
601999.SH	出版传媒	辽宁省	24.1	1.0	0.6%	地方国有企业
605577.SH	龙版传媒	黑龙江省	18.4	3.4	5.6%	地方国有企业
603230.SH	内蒙新华	内蒙古自治区	18.4	3.2	11.0%	地方国有企业
300788.SZ	中信出版	北京	17.2	1.2	1.0%	中央国有企业
300364.SZ	中文在线	全国	14.1	0.9	9.7%	民营企业
600825.SH	新华传媒	上海	13.1	0.4	-1.3%	地方国有企业
603999.SH	读者传媒	甘肃省	12.9	1.0	11.2%	地方国有企业
603096.SH	新经典	全国	9.0	1.6	-0.6%	民营企业
000793.SZ	华闻集团	全国	5.7	-11.7	-31.6%	民营企业
002181.SZ	粤传媒	广东省	5.6	0.1	-6.9%	地方国有企业
300654.SZ	世纪天鸿	全国	5.1	0.4	5.9%	民营企业
301052.SZ	果麦文化	全国	4.8	0.5	9.4%	民营企业
301025.SZ	读者文化	全国	4.3	0.0	6.3%	民营企业
301231.SZ	荣信文化	全国	2.7	0.1	-4.9%	民营企业

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **新书出版效率提升，利于打造内容良性竞争业态。**通过明确自身定位，精准捕捉社会热点，契合读者需求所推出相应选题方向的图书能够有效触达读者，因此零售市场新书的出版效率提升较明显。北京开卷数据显示，2022年新书出版效率已达1.9，反映出新书的单品种获益能力提升，能有效激发图书创作者的创作动力，从而持续产出高质量书籍，为整体零售市场持续注入活力，利于打造良性竞争业态。

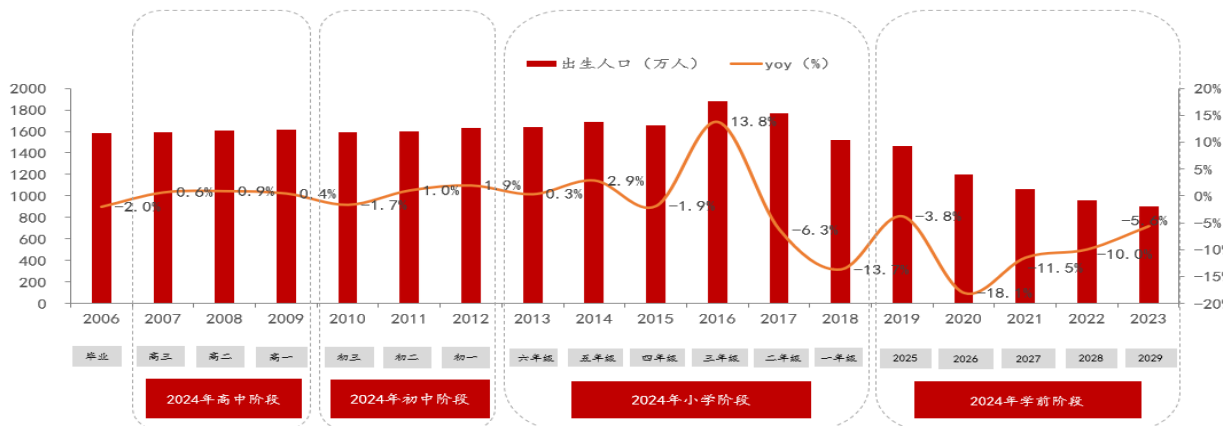
图表 18：2018-2022 年图书零售市场新老书品种数及出版效率情况（种）



来源：北京开卷，中泰证券研究所

- **出生人口下滑对教材教辅影响中短期内无虞。**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（更准确表述应为 K12 各学习阶段的教材教辅收入）增速中短期内影响有限。2024 年所对应的小学阶段出生人数规模受益于 2016-2017 年二胎开放后的出生人口高峰，保持较大水平，对应的小学适龄人口规模达 1.0 亿人。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 19：2006-2023 年全国出生人口及对应的学习阶段（万人）



来源：Wind，中泰证券研究所

- **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。目前处于学龄人口红利起步阶段，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 20：2018-2038 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	7108	-10.8%	5303	1.5%	4962	1.7%	17373	-3.9%
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			2920	-9.3%	4188	-11.9%		
2036					3727	-11.0%		
2037					3218	-13.7%		
2038					2920	-9.3%		

来源：Wind，中泰证券研究所

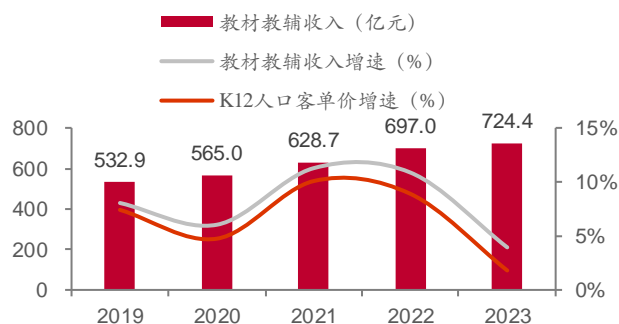
- **初高中阶段学生人数及总体客单价为教材教辅收入增长核心变量。**K12 阶段出生人口数(适龄人口)相较于在校学生数具备较好的历史回溯性、未来趋势预测性等优势，故我们尝试使用 K12 阶段出生人口群体来判断影响教材教辅收入增速的关键因素。
- 从数量维度，我们通过拟合 2019-2023 年主要省份 K12 阶段出生人口数增速与当地的地方国企出版集团教材教辅合计收入增速趋势，发现由于初高中阶段学生人均消费教材教辅金额明显高于小学阶段，所以主要省份教材教辅收入增速与初高中阶段人数增速正向相关性明显高于 K12 及小学阶段人数增速。
- 从价格维度，我们将 K12 阶段出生人口客单价增速同教材教辅收入增速趋势再次进行拟合发现，2019-2023 年，客单价在初高中学生数量增长及素质教育需求增加影响下，4 年 CAGR 达 6.3%，其增速同教材教辅收入增速同样呈高度正相关性。因此，我们结合定量及定性分析后判断，初高中阶段学生人数及总体客单价为教材教辅收入增长的核心变量。

- 我们在锚定教材教辅收入增长的核心变量后，对于未来教材教辅收入增长趋势判断，认为未来 K12 学生结构优化叠加素质教育需求增加带动客单价上行能部分对冲出生人口长期下滑影响，故教材教辅收入仍有望保持稳健增长。

图表 21: 2019-2023 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口增速对比 (%)

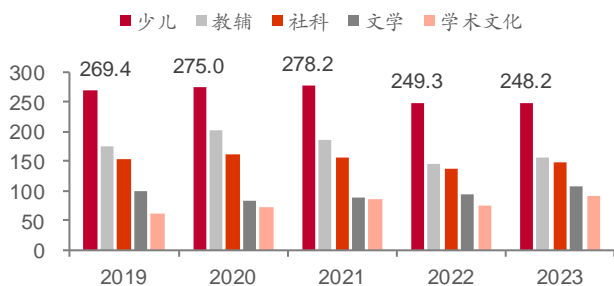
	2019	2020	2021	2022	2023
教材教辅收入增速 (%)	8.0%	6.0%	11.3%	10.9%	3.9%
滞后一年小学出生人口 yoy (%)	1.5%	1.2%	1.8%	1.2%	2.9%
滞后一年初中出生人口 yoy (%)	-0.6%	0.0%	0.7%	1.0%	0.7%
滞后一年 K12 出生人口 yoy (%)	0.5%	0.6%	1.2%	1.1%	1.8%
小学人口增速同教材教辅收入增速相关系数					-0.6
初中人口增速同教材教辅收入增速相关系数					0.3
K12 人口增速同教材教辅收入增速相关系数					-0.2

来源：各省市统计局，Wind，中经数据，凤凰传媒公司公告，澎湃新闻，中泰证券研究所（注：主要省份包括山东省、江苏省、河南省等 11 个省市。出生人口增速指该学习阶段（可分为小学、初高中）出生人口总量的同比增速。主要省份教材教辅收入中，安徽省收入为剔除内部抵消口径，其他省份收入均为未剔除内部抵消口径。）

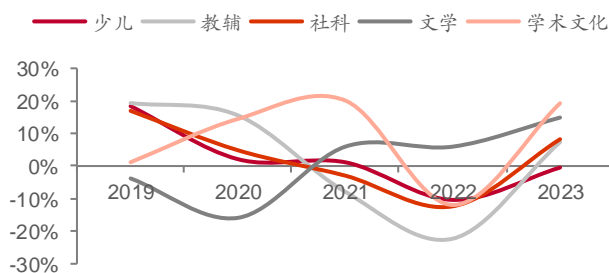
图表 22: 2019-2023 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口客单价增速对比 (亿元, %)


来源：各省市统计局，Wind，中经数据，凤凰传媒公司公告，澎湃新闻，中泰证券研究所（注：主要省份包括山东省、江苏省、河南省等 11 个省市。出生人口增速指该学习阶段（可分为小学、初高中）出生人口总量的同比增速。主要省份教材教辅收入中，安徽省收入为剔除内部抵消口径，其他省份收入均为未剔除内部抵消口径。）

- 零售市场实现正向增长，一般图书各品类恢复明显。**一般图书具备可选消费属性，同宏观环境相关性较高。2023 年，伴随疫后线下娱乐生态、物流运力的恢复，线上线下渠道边际改善明显，整体零售市场码洋增速由负转正，码洋规模达 912 亿元，同比上升 4.7%。一般图书多数品类码洋增速出现明显回暖（少儿类图书码洋增速虽然仍是负向增长，但降幅已明显收窄），码洋规模前三品类为少儿（2023 年码洋规模达 248.2 亿元）、教辅及社科类图书，市场景气度后续有望持续回暖向上。

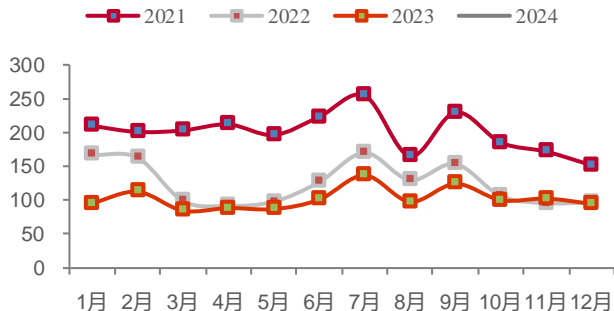
图表 23: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)


来源：北京开卷，中泰证券研究所

图表 24: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)


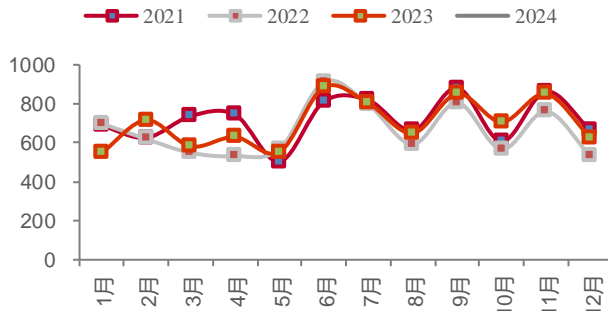
来源：北京开卷，中泰证券研究所

图表 25: 2021-2024 年 1 月实体书店渠道指数变化情况



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

图表 26: 2021-2024 年 1 月网店渠道指数变化情况

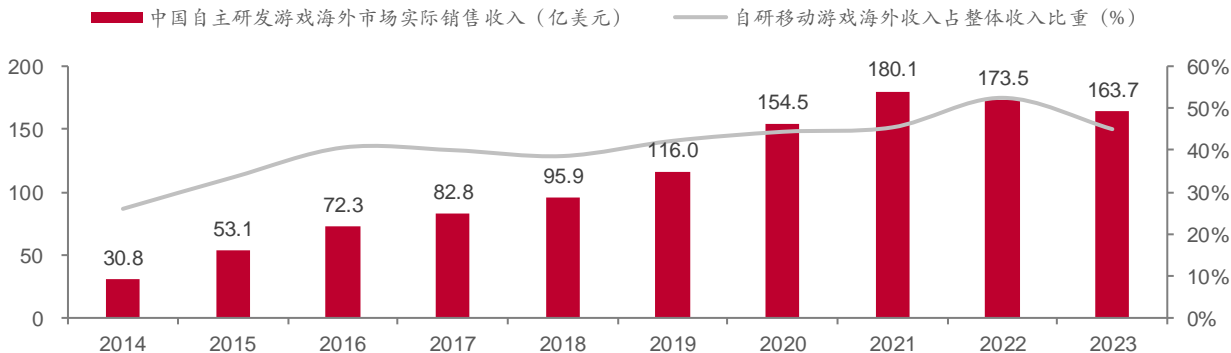


来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

出海游戏市场步入成熟期, 看好 SLG 类游戏付费率持续提升

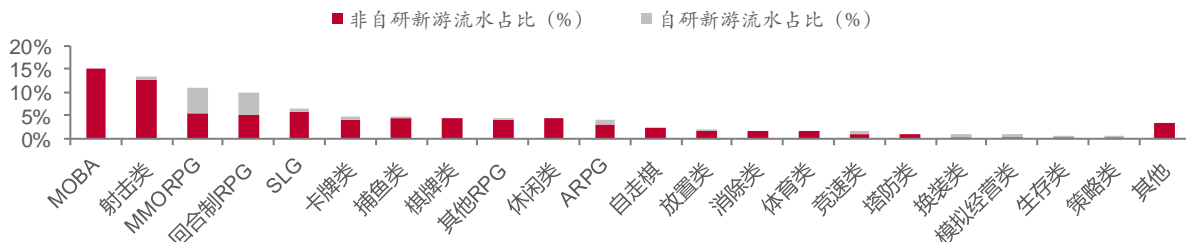
- **出海游戏市场步入成熟期。**2023 年, 我国自研移动游戏海外收入达 163.7 亿美元, 占整体市场收入比重达 45.0%, 在国际局势动荡、市场竞争剧烈以及隐私政策变动等因素影响下, 出海难度和经营成本有所增加, 出海游戏市场已从高速增长阶段步入成熟阶段。而 SLG 类游戏市场份额稳定, 新游中非自研流水占比较大, 其流水占比在 2023 年 TOP200 移动游戏中达 5.8%。

图表 27: 2014-2023 年自研移动游戏海外收入及占整体收入比重 (亿美元)



来源: 游戏产业报告, 中国货币网, 中泰证券研究所

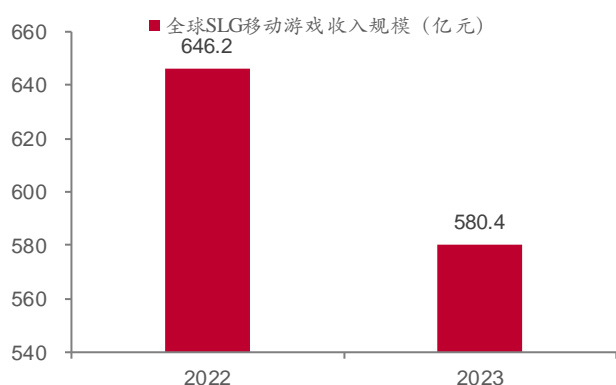
图表 28: 2023 年流水 TOP200 移动游戏玩法分布 (按流水, %)



来源: 游戏产业报告, 中泰证券研究所

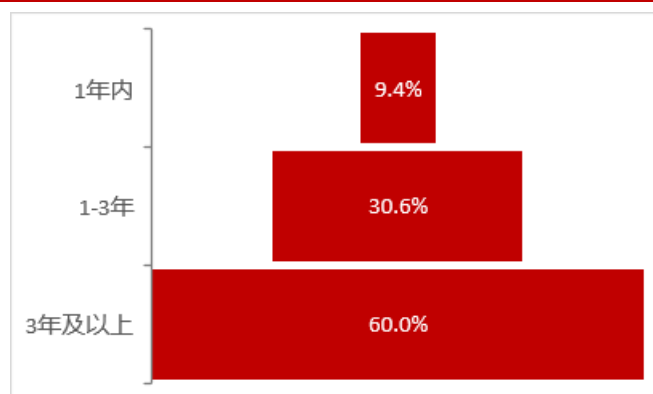
- **SLG 类游戏生命周期较长，看好整体付费率持续提升。**2023 年，处于成熟期的全球 SLG 移动游戏收入规模亦有所下降。但是，SLG 游戏相较于其他游戏品类，往往具有更长的生命周期和更高的 ARPPU，点点数据显示，2023 年该品类中上线时间 3 年及以上的产品数量占比达 60%。未来伴随品类融合、轻度化设计的趋势之下，新品上线有望带动整体付费率持续提升。

图表 29：2022-2023 年全球 SLG 移动游戏收入规模（亿元）



来源：点点数据，中泰证券研究所

图表 30：2023 年 SLG 移动游戏产品数量上线时间占比分布 (%)

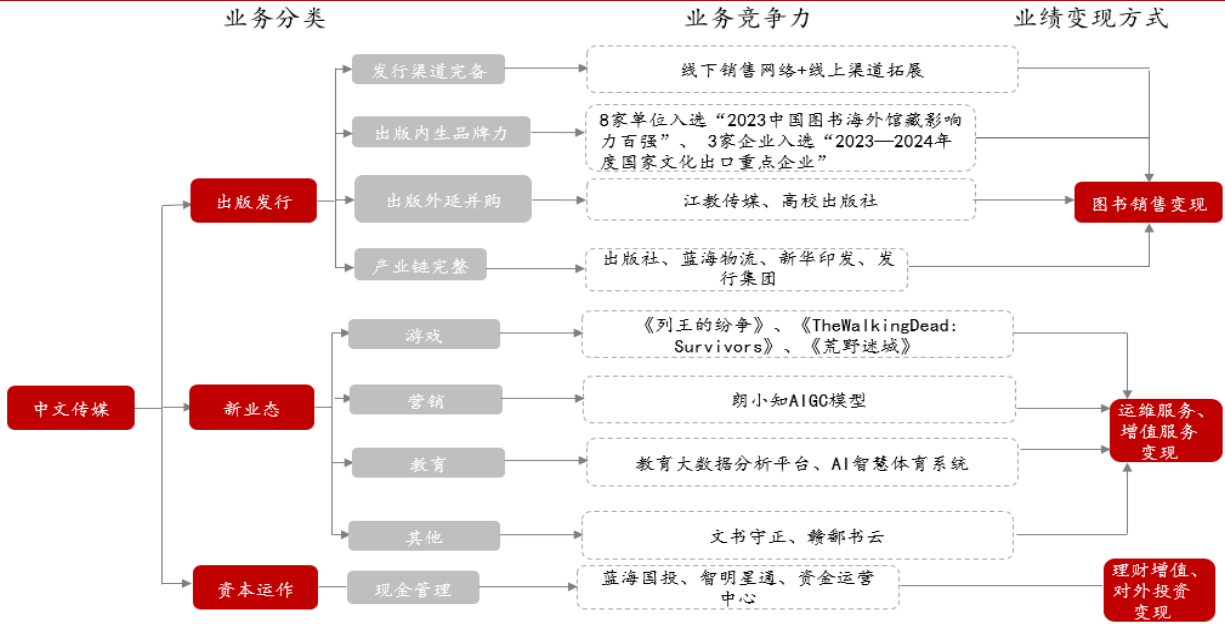


来源：点点数据，中泰证券研究所

经营分析：加固主业基础，拓展新业态变现路径

- **公司商业模式：加固主业基础，推动新业态建设，拓展新变现路径。**
 - 首先，公司主业产业链完整，出版内生品牌力较强，并积极开展外延并购整合资源，夯实出版综合实力。同时，公司在覆盖江西全省的新华书店渠道基础上，拓展线上新媒体渠道，不断提升品牌影响力，实现图书销售有效转化。
 - 其次，公司积极拥抱新兴业态，努力提升新媒体新业态业务占比和贡献率，加快数字化转型。游戏核心产品确保稳定流水，《荒野迷城》等新产品有望贡献增量。营销业务推出朗小知 AIGC 模型布局 AI+营销赛道，处于快速发展期，有望丰厚现金流并同主业产生协同效应。此外，公司也在 AI 校对、数据平台上布局，探索赋能主业新路径。
 - 最后，公司运用账上现金优势，加强现金管理并加大对外投资并购力度，提高资金使用效率，有望发挥国资优势，通过投资做强业务版图。

图表 31: 公司商业模式

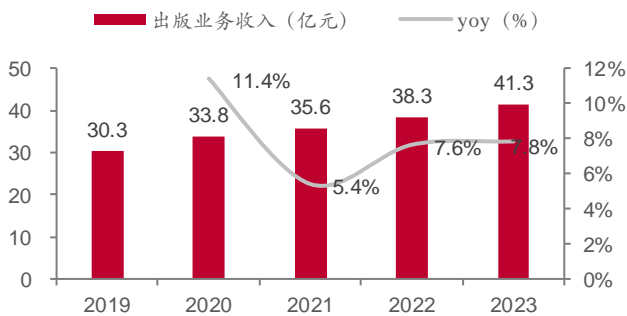


来源：公司公告，游侠网，朗知传媒，新华云，大江新闻，文书守正，中文数字出版，中泰证券研究所

主业基本盘稳固，彰显增长韧性

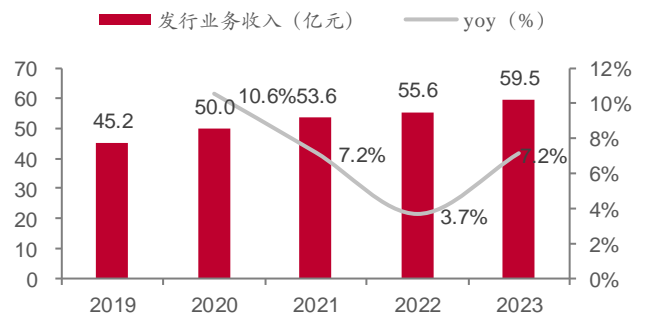
- 出版发行稳中有增。2019-2023年，公司出版业务收入由30.3亿元增长至41.3亿元，4年CAGR达8.0%，发行业务收入由45.2亿元增至59.5亿元，4年CAGR达7.1%。其中，教材教辅为出版及发行业务主要收入产品之一（一般图书中亦包含市场化教辅产品）。出版业务中，公司推进自编教材教辅建设，2023年教材教辅出版收入达19.2亿元，占出版收入比重为46.5%。发行业务中，2023年教材教辅发行收入达26.8亿元，占发行收入比重为45.0%。

图表 32: 2019-2023 年公司出版业务收入及增速 (亿元)

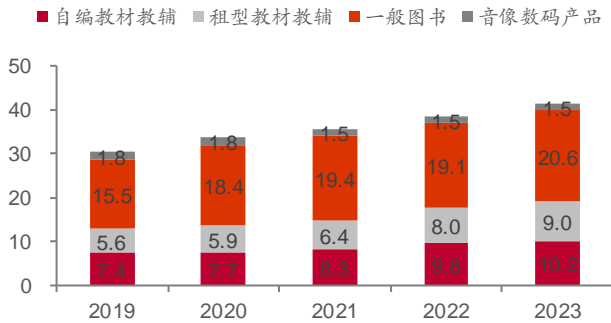


来源：Wind，中泰证券研究所（注：出版营收为未剔除内部抵消口径）

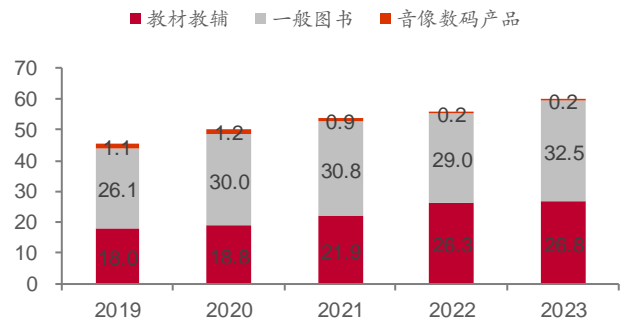
图表 33: 2019-2023 年公司发行业务收入及增速 (亿元)



来源：Wind，中泰证券研究所（注：发行营收为未剔除内部抵消口径）

图表 34: 2019-2023 年公司出版业务营收拆分(亿元)


来源：公司公告，中泰证券研究所（注：出版营收拆分为未剔除内部抵消口径）

图表 35: 2019-2023 年公司发行业务营收拆分(亿元)


来源：公司公告，中泰证券研究所（注：发行营收拆分为未剔除内部抵消口径）

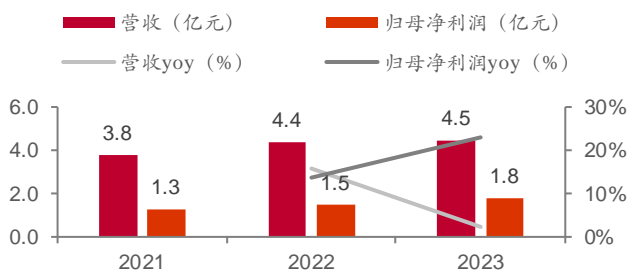
- 内生品牌规模优势显著，外延并购夯实出版实力。**公司旗下拥有 9 家出版社，涵盖了少儿、社科、主题读物、文艺等细分方向，其中 3 家为国家一级出版社，综合出版实力雄厚。同时，江西人民出版社等 8 家单位入选“2023 中国图书海外馆藏影响力百强”，拥有显著的品牌规模优势。
- 另外，公司通过外延并购，拟以 22.7 亿元收购出版集团持有的江教传媒 100% 股权、高校出版社 51% 股权（发行股份 4.5 亿元+支付现金 18.2 亿元），配套定增方案已于 8 月 9 日获得上海证券交易所并购重组审核委员会审核通过，在有效解决同业竞争的同时又夯实自身出版实力，做大业务版图。**

图表 36: 公司旗下图书出版社梳理

出版社	简称	国家一级出版社	主要方向
二十一世纪出版集团有限公司	二十一世纪出版社	✓	专注于少儿图书的出版，致力于“为孩子建设一所没有围墙的学校”。
江西人民出版社有限责任公司	江西人民出版社	✓	在哲学、政治、经济、历史、军事、文化、教育、传记、科普等人文社科出版领域取得了丰硕成果。
江西教育出版社有限责任公司	江西教育出版社		形成了以文教助学读物、少儿启蒙读物为重点，以高品位的主题读物、学术著作、教育理论及辞书工具书为特色，以音像电子、数字出版为延伸的产品线规划。
百花洲文艺出版社有限责任公司	百花洲文艺出版社		以文艺精品图书为主。
红星电子音像出版社有限责任公司	红星电子音像出版社		以教育、社会科学类方向内容为主。
江西科学技术出版社有限责任公司	江西科学技术出版社		主要出版农业、医学保健、生活类图书。
江西美术出版社有限责任公司	江西美术出版社	✓	出版书法篆刻、少儿读物、绘画艺术、教材教辅等方向图书。
中国和平出版社有限责任公司	中国和平出版社		以低幼益智、动漫故事、图画书、儿童文学、少儿科普等图书，以及杂志和音像电子制品为主。
江西高校出版社有限责任公司	高校出版社		主要从事教辅教材等图书的出版。

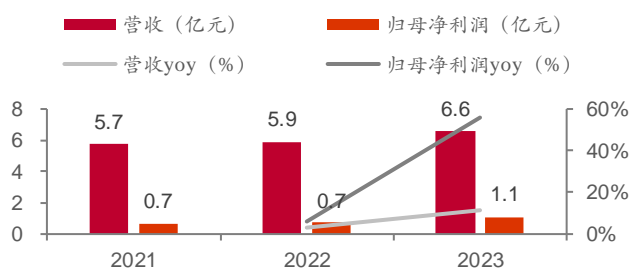
来源：公司公告，各公司官网，爱企查，江西科学技术出版社，中泰证券研究所

图表 37: 2021-2023 年江教传媒营收及归母净利润情况 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 38: 2021-2023 年高校出版社营收及归母净利润情况 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 持续拓展线上线下渠道, 强化渠道控制力。**截至 2023 年末, 公司发行板块拥有图书发行网点 359 家, 旗下市、县新华书店已形成省内强大的渠道控制力和品牌聚合力。同时, 公司在巩固传统电商平台份额的基础上, 积极参与抖音、小红书等新媒体渠道拓展, 大力建设“江西新华在线”项目, 致力打造线上线下场景融合。

图表 39: 公司销售渠道示意图

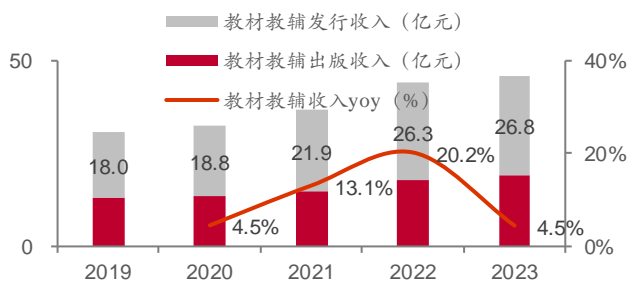


来源: 南昌市新华书店, 江西新华发行集团有限公司, 京东, 淘宝, 拼多多, 抖音, 小红书, 微博, 微信, 中泰证券研究所

- 教材教辅稳中有升。**2019-2023 年, 公司教材教辅收入、毛利、码洋、销量均呈稳步上升态势, 未剔除内部抵消口径下, 2023 年教材教辅收入

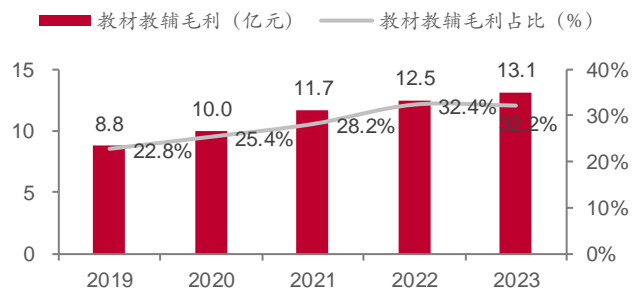
达 46.0 亿元，同比增长 4.5%，毛利达 13.1 亿元，毛利占比 32.2%。公司教材经营格局稳定，教辅以合规为基石，奋力开拓省内和省外市场。同时，公司旗下发行集团顺利完成江西省教育厅 2023—2025 年义务教育阶段学生免费教科书采购项目招投标工作，总金额不超过 26.2 亿元，利于进一步保持公司主营业务收入的稳定性。

图表 40：2019-2023 年公司教辅教材收入及增速（亿元）



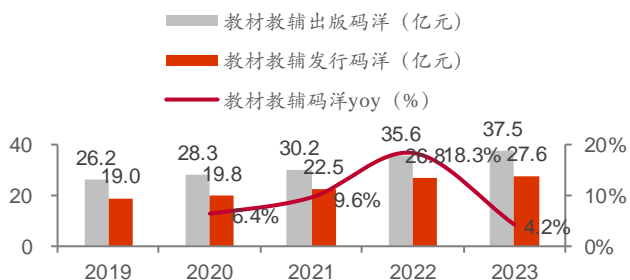
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：教材教辅收入为未剔除内部抵消口径）

图表 41：2019-2023 年公司教材教辅毛利及其占比（亿元）



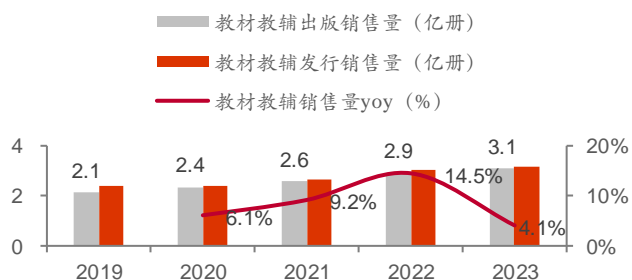
来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所（注：教材教辅毛利为未剔除内部抵消口径）

图表 42：2019-2023 年公司教材教辅码洋及增速（亿元）



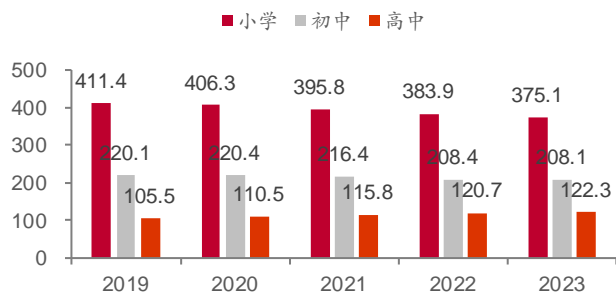
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 43：2019-2023 年公司教材教辅销量及增速（亿册）

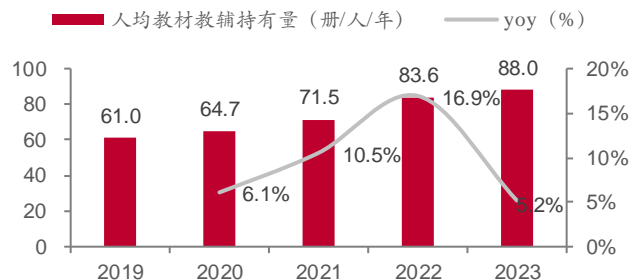


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **K12 在校学生结构优化，看好人均教材教辅持有量提升。**量方面，江西省统计局数据显示，2019-2023 年，江西省 K12 在校学生数较为稳定，其中初高中学生数量占比提升较明显，2023 年占比达 46.8%。同时，公司 K12 阶段学生人均教材教辅持有量稳步上升，2023 年达 88 册/人/年。
- 我们认为，初高中阶段学生相较小学阶段学生存在刚性升学需求且所学知识范围更广，故人均教材教辅持有量较高（江西省小学主要使用教材科目数量为 5 门，初高中科目数量为 9 门），我们看好公司在省内初高中学生占比提升趋势下，K12 阶段学生人均教材教辅持有量的持续提升。

图表 44: 2019-2023 年江西省 K12 在校学生数 (万人)


来源: 江西省统计局, 中泰证券研究所

图表 45: 2019-2023 年公司 K12 阶段学生人均教材教辅持有量 (册/人/年)


来源: 公司公告, 江西省统计局, 中泰证券研究所

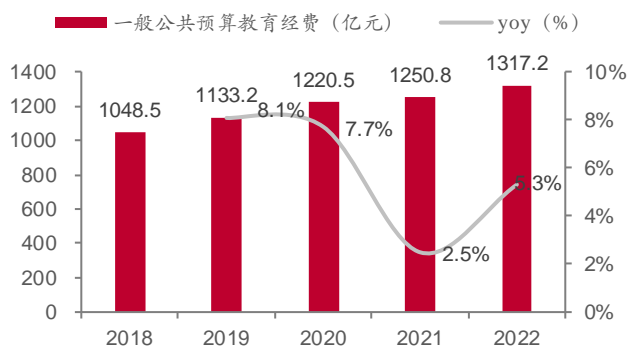
- 初高中学生高客单价优势显著。**价方面, 我们尝试使用省内教材定价以及教辅费用支出标准等数据以推测当地学生在 K12 不同学习阶段的教材教辅支出情况, 发现初高中阶段学生客单价显著高于小学阶段学生, 初高中学生占比的提升能更有效带动教材教辅增长。这进一步验证了初高中阶段学生人数及总体客单价为教材教辅收入增长的核心变量观点的合理性。

图表 46: 江西省小学、初中、高中阶段单个学生平均教材教辅支出测算 (元/学期)

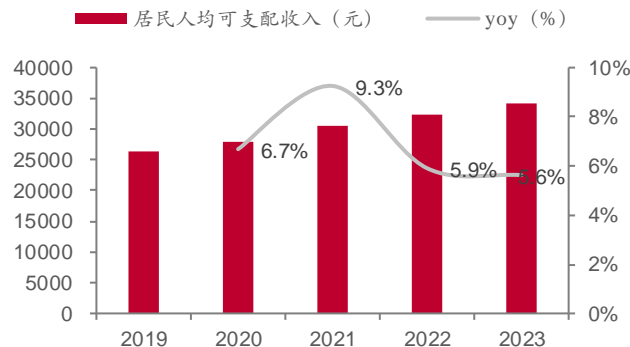
	小学	初中	高中
教材	33.0	68.4	93.6
评议教辅	87.8	338.4	467.0
教辅 (评议教辅+市场化教辅)	96.6	439.9	700.4
教材教辅合计	129.6	508.3	794.0

来源: 江西省人民政府, 南昌市教育局, 江西省发改委, 中泰证券研究所 (注: 在进行 K12 学生教材及教辅支出测算时, 考虑到小学、初中、高中阶段使用各科教材教辅时间段不一, 故选用 6 年级、9 年级和高二收费标准分别代表小学、初中、高中阶段教材及评议教辅收费情况。教材支出中教材定价数据缺失部分用其他年级同类教材定价标准替代。评议教辅支出参考 2022 年秋季南昌市城区公办学校收费标准。市场化教辅方面, 小学、初中、高中阶段一科一辅以外学习需求会给予各阶段评议教辅支出一定系数予以表示。)

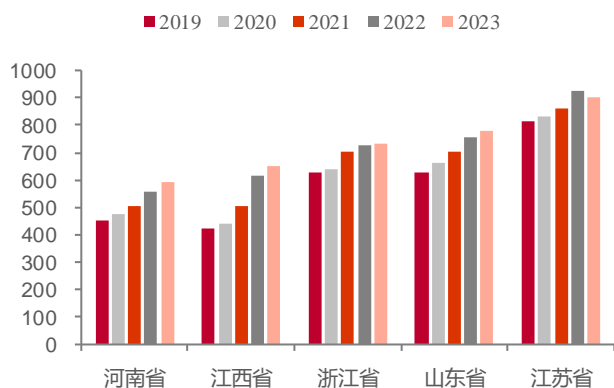
- 看好省内教材教辅客单价持续增长。**2018-2022 年, 江西省一般公共预算教育经费持续增加, 地方行政对教育重视度较强。同时, 江西省居民人均可支配收入也呈上升趋势, 居民消费能力不断增强, 拥有较为肥沃的教育发展土壤。
- 江西省 K12 阶段学生教材教辅客单价相较于传统教育大省客单价, 基数较低, 伴随素质教育育人所需知识覆盖范围增加、省内 K12 阶段学生结构优化, 以及公司自身推进资源整合, 积极拓展市场, 江西省 K12 学生教材教辅客单价已有明显增长趋势, 该趋势有望延续, 助推公司教材教辅收入增长。

图表 47: 2018-2022 年江西省一般公共预算教育经费及增速 (亿元)


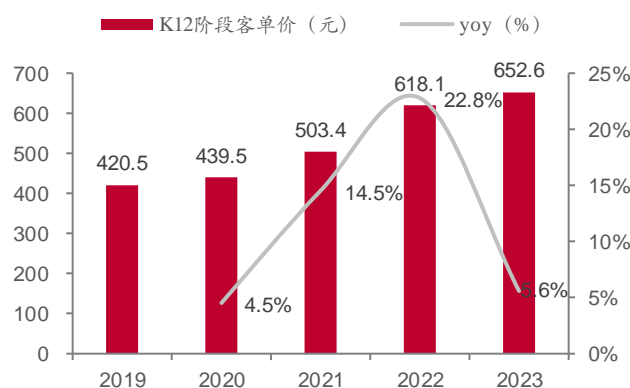
来源: 江西省教育厅, 中泰证券研究所

图表 48: 2019-2023 年江西省居民人均可支配收入及增速 (元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

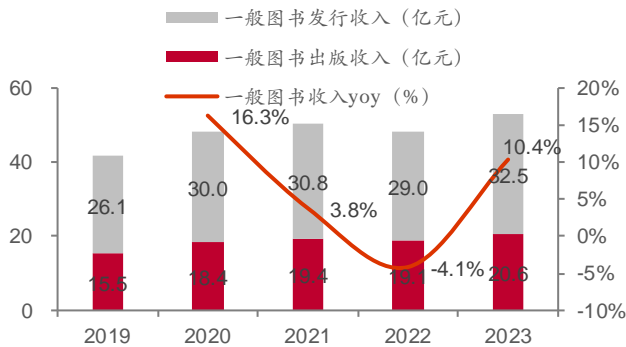
图表 49: 2019-2023 年主要省份 K12 阶段学生教材教辅客单价 (元)


来源: 各省市统计局, Wind, 凤凰传媒公司公告, 中泰证券研究所 (注: 客单价由各省的省级出版集团教材教辅收入除以当地 K12 在校学生数得出。山东省在校学生数为剔除青岛地区后数据。教材教辅收入为未剔除内部抵消口径。)

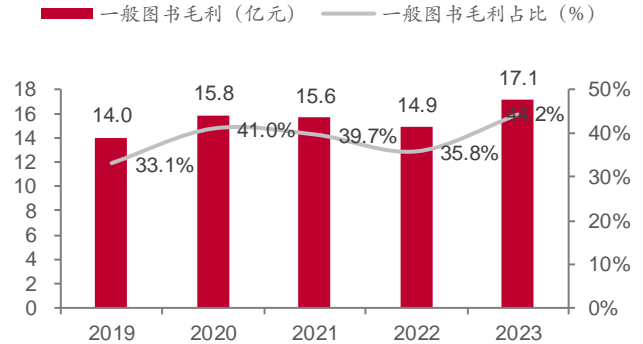
图表 50: 2019-2023 年江西省 K12 阶段学生教材教辅客单价及增速 (元)


来源: Wind, 江西省统计局, 中泰证券研究所 (注: 客单价由各省的省级出版集团教材教辅收入除以当地 K12 在校学生数得出。教材教辅收入为未剔除内部抵消口径。)

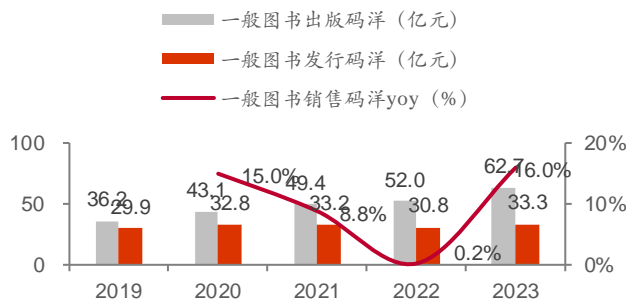
- **一般图书出版稳步向上, 推进发行渠道升级。**2019-2023 年, 公司一般图书面对经济承压等外部因素扰动, 仍保持较快增长。出版方面, 公司旗下各出版社发力打造市场图书, 少儿、社科等品类硕果累累, 公司 2023 年在综合零售市场实洋占有率为 2.96%, 实洋排名第 4。
- **发行方面,** 公司一方面在线下全新改造重点地级市文化综合体, 努力实施“卖场效益倍增计划”, 聚合图书销售、童书馆等多元业态, 打造一站式文化综合服务平台; 另一方面在线上推进“江西新华在线”项目上线运营, 截至 2023 年年报, 平台交易金额超过 9,100 万。

图表 51: 2019-2023 年公司一般图书收入及增速 (亿元)


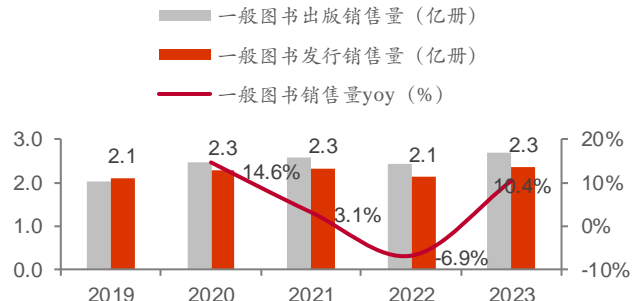
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 一般图书收入为未剔除内部抵消口径)

图表 52: 2019-2023 年公司一般图书毛利及其占比 (亿元)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 一般图书毛利为未剔除内部抵消口径)

图表 53: 2019-2023 年公司一般图书码洋及增速 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 54: 2019-2023 年公司一般图书销量及增速 (亿册)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 55: 公司一般图书产品矩阵

板块	细分板块	代表性书籍	代表作者
少儿	少儿科普	《大中华寻宝记系列》	孙家裕
	少儿绘本	《不一样的卡梅拉手绘本》	克利斯提昂·约里波瓦、沈念驹
	儿童文学	《茶花女》	小仲马、李玉民
社会科学	历史	《欧阳修文化丛书》	刘后滨、徐长青
	人文艺术	《重估俄苏美学》、《延安美术史》、《辛弃疾画传》	凌继尧、韩劲松、朱虹、刘晓毅
自然科学	医学	《健康微言》	万军军
	科技	《城市之光: 南昌固废处理循环经济产业园变迁史》	邓涛、饶开东、宋娟
大众读物	文学	《难以攀登的美》、《幻生书》	刘上洋、海男
	小说	《树化玉》	周文

来源: 天猫, 江西人民出版社, 百花洲文艺出版社, 江西科学技术出版社, 江西美术出版社, 中泰证券研究所

- 少儿图书领域优势明显, 盈利能力逆势向上。公司在少儿图书领域优势明显, 二十一世纪出版社集团持续推出爆款, 精准踩准政策支持科学普及方向, 连续三年分别推爆了《神兽发电站》《柯南科学实验营》《米吴

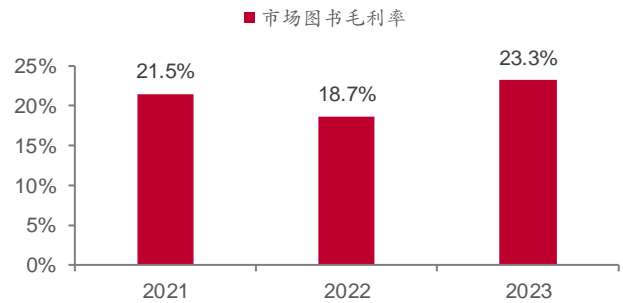
科学漫画》三套科普漫画，诞生三套亿元科普产品线，稳住了市场阵脚。同时，二十一世纪出版社集团采取对独家优秀版权产品进行渠道限价，对市场竞品较多图书进行折扣随行就市的策略，毛利率在渠道端打折力度不减情况下实现抬升，2023年毛利率达23.3%。

图表 56：二十一世纪出版社集团畅销产品线



来源：出版商务网，中泰证券研究所

图表 57：2021-2023 年二十一世纪出版社集团市场图书毛利率 (%)

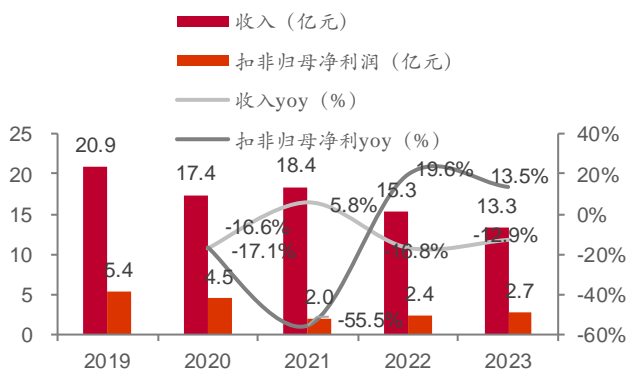


来源：出版商务网，中泰证券研究所

游戏经营利润稳定，新游有望提供增量

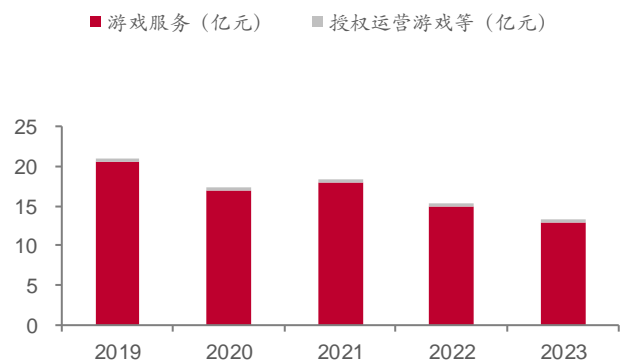
- 游戏业务控制费用支出，经营利润保持稳定。2019-2023年，公司子公司智明星通游戏业务因生命周期影响，收入呈下降趋势，2023年收入达13.3亿元，主要收入为游戏服务收入。但是，智明星通通过控制营销开支，使得游戏业务扣非归母净利润近3年保持稳定，2023年达2.7亿元，同比增长13.5%。

图表 58：2019-2023 年游戏业务收入及扣非归母净利润增长情况 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 59：2019-2023 年游戏业务收入构成 (亿元)



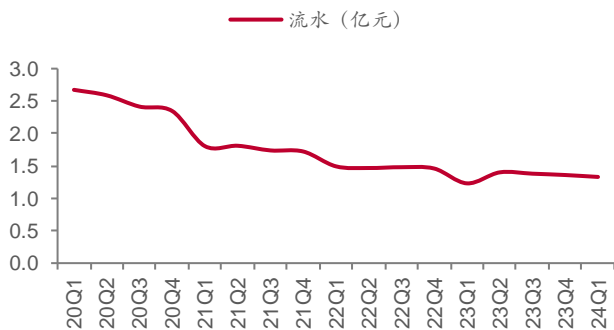
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 现有核心产品稳定贡献流水，新游有望提供增量。主要产品方面，《列王的纷争》及《The Walking Dead: Survivors》均为SLG类游戏，生命周期较长，上线以来流水较稳定，为游戏业务收入提供坚实保障，2023年流水分别达5.4亿元、5.6亿元。其中，《列王的纷争》通过打造多元

成长体系及稳固生态系统，持续加入活动机制，充分挖掘 IP 价值，拥有较强的用户粘性，并保持较高用户活跃度，凸显长周期价值。

- 同时，公司上新产品《荒野迷城》表现良好，截至 2024 年 8 月 13 日，该产品上线至今 ios 端累计贡献收入量约 9,200 万元，有望贡献业绩增量。

图表 60: 2020Q1-2024Q1《列王的纷争》流水(亿元)



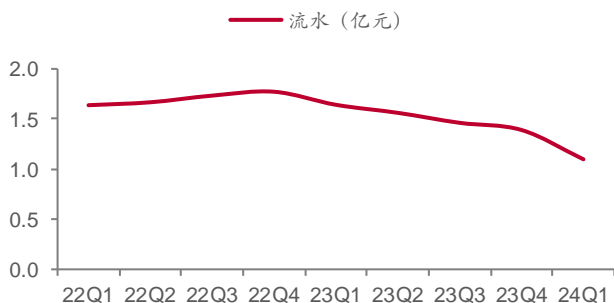
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 61:《列王的纷争》长周期价值运营方法论

分析	
产品端	玩法：支持 PVP 多人竞技，成长体系多元。
	内容：持续快速更新。
	社交关系和生态系统：坚持全球混服，基于联盟生态向外探索。
运营端	线上：基于数据积累，对玩家进行分层，结合探索完成度来合理制订运营节奏；开展敦煌 IP 联动。
	线下：同南昌书城开展品牌联名活动。

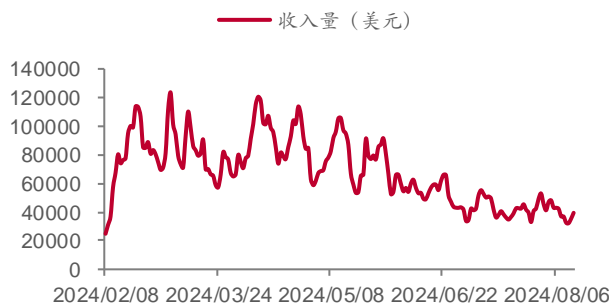
来源：《列王的纷争》官网，白鲸出海，独立出海联合体，列王的纷争，中泰证券研究所

图表 62: 2022Q1-2024Q1《The Walking Dead: Survivors》流水(亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 63: 第三方监测《荒野迷城》国内 ios 端收入量情况(美元)



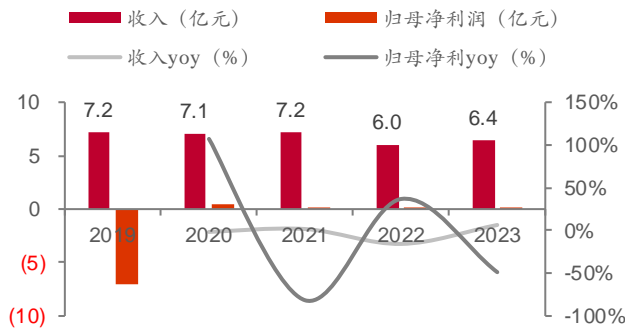
来源：点点数据，中泰证券研究所（注：收入量数据截至 2024 年 8 月 13 日）

教育基底扎实，看好版图扩张

- 教育业务技术、资源、内容基底扎实，看好版图扩张。公司所属子公司蓝海国投与江西东旭投资集团等共同投资设立的合伙企业中文旭顺为全通教育的控股股东（2024Q1 持有 22.9% 股权），同时公司旗下江西新华发行集团组建江西新华云教育科技有限公司以布局教育赛道，拥有扎实的技术、资源及内容基底。
- 全通教育收入较稳定，有望赋能公司教育版图。全通教育深耕教育信息化多年，以基础教育学段家校互动服务起步，业务逐步发展至涵盖基础教育、家庭教育及教师继续教育不同领域。2019 年，全通教育因计提商

誉减值准备、长期股权投资减值准备，导致归母净利润出现明显下滑，随后业绩逐步回暖。收入较为稳定，2023 年收入中主要收入来源为继续教育业务（收入 4.4 亿元，占比达 68.7%），我们看好全通教育深厚教育信息化技术基底有望持续支持公司智慧教育版图扩张。

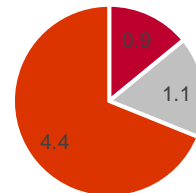
图表 64: 2019-2023 年全通教育收入及归母净利润(亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 65: 2023 年全通教育收入构成 (亿元)

■ 家校互动升级业务 ■ 教育信息化项目建设及运营 ■ 继续教育



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **新华云资源、渠道优势明显，成果丰硕。**新华云教育资源覆盖 K12 全学科、全学段，并取得人教数字教材、北师大数字教材、江西本版数字教辅等独家代理版权。同时，依托全省新华书店网点渠道，在各地市、县、区成立驻地服务团队，提供长期运维提供保障。一方面，新华云搭建综合智慧教育平台，实现教育数据的标准化、集中化存储和管理，助力精准教学。另一方面，新华云打造 AI 智慧体育系统，具有即时分析排名情况等功能，深入体教融合，有望受益于政策催化加速推广。

图表 66: 新华云教育大数据分析平台架构



来源: 新华云, 中泰证券研究所

图表 67: 新华云 AI 智慧体育系统

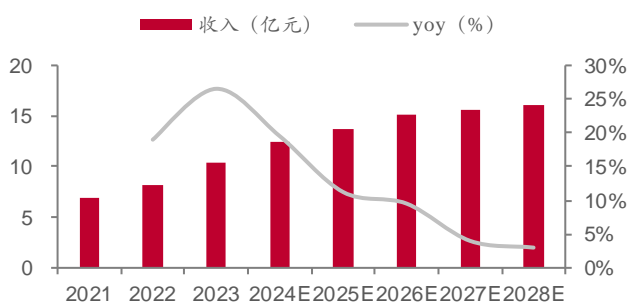


来源: 新华云教育, 中泰证券研究所

收购营销业态，赋能主业可期

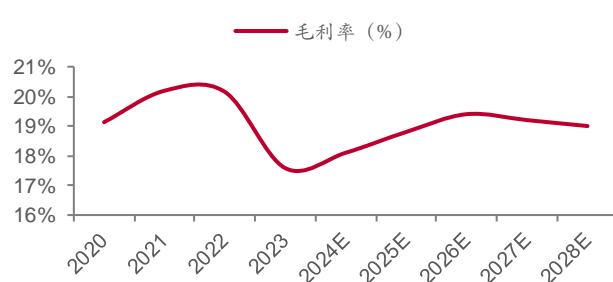
- **收购朗知传媒，有望贡献可观现金流。**公司于2024年3月花费6.4亿元收购朗知传媒58%股份，朗知传媒采用直销的业务模式向客户提供整合营销服务，主要客户均系国民经济重要领域的品牌方，覆盖汽车、电子通信、金融、快消等行业。
- 朗知传媒2023年收入达10.3亿元，同增26.5%，处于快速发展阶段，后续收入增速有望略有下降并趋于稳定。毛利率2023年下降主要因行业竞争加剧导致行业压缩利润空间，后续有望通过降本增效进行改善。另外，朗知传媒原管理股东承诺扣非归母净利润2024-2026年分别不低于0.9亿元/1.1亿元/1.3亿元。

图表 68: 2021-2028E 朗知传媒收入及增速 (亿元)



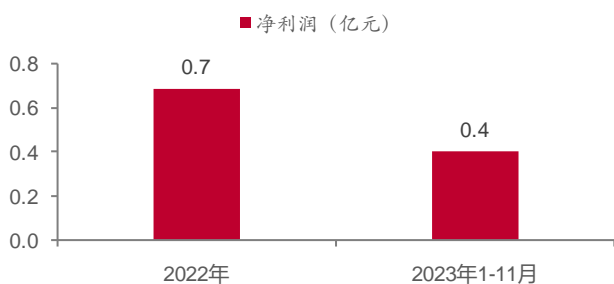
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：2023年数据为未经审计口径）

图表 69: 2020-2028E 朗知传媒毛利率 (%)



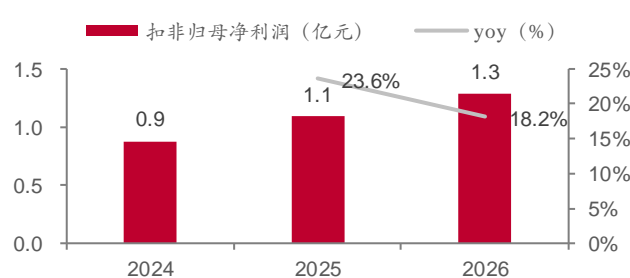
来源：公司公告，中泰证券研究所（注：2023年数据为未经审计口径）

图表 70: 2022 年-2023 年 11 月朗知传媒净利润 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 71: 2024-2026 年朗知传媒承诺扣非归母净利润及增速 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **布局 AI+营销赛道，同主业产生协同效应可期。**朗知传媒积极拥抱 AI 技术，将 AI 同营销主业结合，具有较好的 AIGC 运用能力。具体而言，朗小知 AIGC 模型为朗知传媒自主研发的智能内容生成平台，用户可以通过问答方式，自动化生成文本、图片等多样化内容，大幅提高内容生产效率。
- 同时，公司使用 AI 制作影片，摆脱了传统拍摄需要的场景搭建、道具、服装等线下重投入；朗知的 SR 合成现实技术打造出的数字人可帮助主播快速的进行视频内容生产，降低内容生产成本，未来亦有望同公司主业产生协同效应。

图表 72: 朗知传媒 AIGC 科幻短剧《逃出万圣 机器觉醒》



来源: 朗知传媒, 中泰证券研究所

图表 73: 朗知传媒轻慕数字人

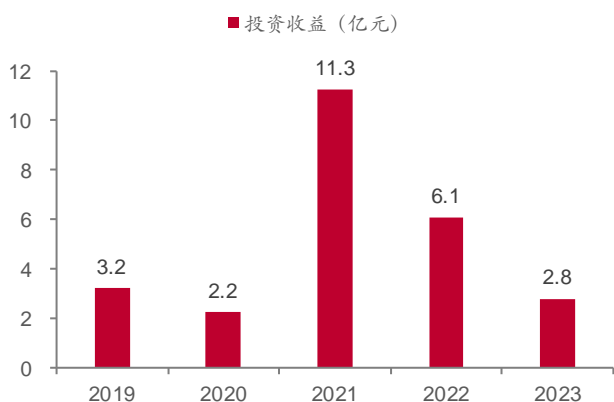


来源: 朗知传媒, 中泰证券研究所

运用账上现金优势, 加大对外投资并购力度

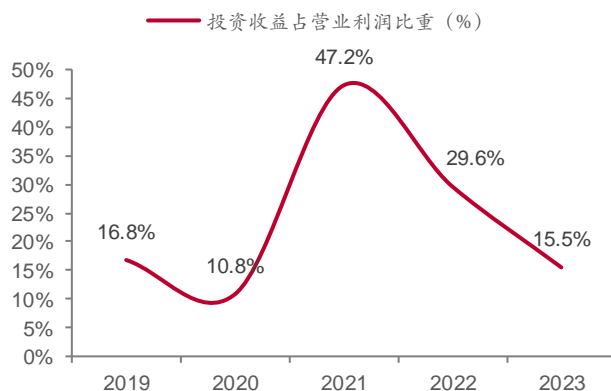
- **运用账上现金优势, 加大对外投资并购力度。**公司通过积极运用充足账上现金优势进行对外投资、资源整合, 也通过设立基金等专业团队进行资本运作, 近 5 年的投资收益占营业利润比重保持在 10%以上, 在夯实主业、提升公司资金收益水平的同时优化产业布局, 我们看好公司提高资金使用效率, 发挥国资优势, 通过投资做强业务版图, 加快数字化转型。

图表 74: 2019-2023 年公司投资收益 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 75: 2019-2023 年公司投资收益占营业利润比重 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 76：公司资本运作项目梳理

时间	项目名称	简况
2013 年	新华联合发行	子公司新华发行集团认购新增注册资本 1.4 亿元，持有新华联合 35% 的股权。
2015 年	智明星通	收购智明星通 100% 股权。
2015 年	蓝海国投	推动全资子公司蓝海国投转型成为公司的投融资平台，成为独立运营的法人化投融资机构，积极推动财务公司的创设。
2018 年	江西新华银洲保险经纪	二级控股子公司新华壹品完成对江西新华银洲保险经纪 51% 股权的收购，成功介入保险经纪业务。
2020 年	全通教育	蓝海国投与东旭投资共同设立中文旭顺开展股权投资业务，合计持有全通教育表决权比例为 23.5%，为全通教育控股股东。
2020 年	新媒体基金	蓝海国投在上海发起设立私募，取得基金运营牌照。
2021 年	新华智云	成功摘牌新华网旗下新华智云 6% 的股权，在同行业中率先抢占媒体智能化赛道。
2021 年	上海沐瞳	智明星通因联营企业北京创新壹舟投资中心处置上海沐瞳项目产生税后投资净收益 6.4 亿元。
2022 年	江娱互动科技	智明星通处置参股公司北京江娱互动科技股权项目，获得了 3.0 亿元税前投资收益。
2024 年	朗知传媒	收购朗知传媒 58% 股权。
2024 年	江教传媒+高校出版社	拟以发行股份及支付现金方式收购出版集团持有的江教传媒 100% 股权、高校出版社 51% 股权。

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们对公司不同业务进行拆分，公司未来收入主要由教材教辅、一般图书、音像及数码产品、印刷包装、物资贸易、新业态等部分构成。
- **教材教辅：**数量维度， $K12$ 在校学生数= $K12$ 阶段出生人口数*入学率。江西省小学阶段出生人口数伴随出生率下降预计将有所下滑，而出生率下降对初高中阶段人口数影响则相对滞后， $K12$ 阶段出生人口数中短期内整体仍将保持稳定状态。另外，根据《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，顶层设计已明确指出要推进基本公共教育服务均等化，显著扩大基础教育优质资源，我们认为，义务教育阶段及高中阶段入学率在该指引下有望稳中向上，其中小学及初中阶段义务教育成果有望巩固，入学率将基于现有水平范围内略有波动，而高中阶段优质教育供给有望进一步提升，带动入学率稳步上升。我们预计 2024-2026 年江西省 $K12$ 在校学生数有望保持稳定，增速分别为+1.6%/+0.1%/-1.7%。
- 价格维度，初高中阶段学生因存在较强升学需求，其人均教材教辅支出金额较高，为教材教辅的主力消费人群。按照升学节奏推算，江西省 $K12$

阶段学生中初高中占比有望持续提升,更充分地释放教材教辅使用需求,叠加素质教育对学习多样化需求增加,有望带动K12在校生客单价上行。根据初高中学生数量增长节奏,教材教辅出版预计2024-2026年客单价增速分别为+4.4%/+4.2%/+3.1%。教材教辅发行预计2024-2026年客单价增速分别为+8.1%/+7.6%/+7.0%。

- 我们预计公司2024-2026年教材教辅出版及发行业务收入增速分别为+6.1%/+4.2%/+1.4%和+9.9%/+7.7%/+5.2%,综合收入增速分别为+8.3%/+6.3%/+3.7%。
- **一般图书:**根据国家广播电视总局及国家新闻出版署数据,2017-2021年全国图书零售金额持续向上,4年CAGR达10.9%。公司拟收购江教传媒与高校出版社以整合资源,夯实一般图书出版综合实力,预计2024-2026年一般图书出版收入增速将高于行业水平,分别为+21.8%/+10.4%/+11.6%。同时,发行端有效拓展新媒体等线上发行渠道,预计2024-2026年一般图书发行收入增速将略高于行业水平,分别为+15.2%/+11.2%/+12.5%。预计2024-2026年一般图书综合收入增速分别为+17.8%/+10.9%/+12.1%。
- **音像及数码产品:**我们选取同样拥有音像产品业务的中南传媒、山东出版及凤凰传媒作为可比公司,2015-2023年,三家可比公司音像产品收入平均增速为2.0%。考虑到公司音像出版内容储备丰富,且音像产品相关政策中短期内已趋于稳定,我们预计公司2024-2026年音像及数码产品收入增速将趋于稳定并略高于平均增速,分别为+3.1%/+2.9%/+3.2%。
- **印刷包装:**智研咨询数据显示,我国印刷业总产值由2019年1.3万亿元增至2022年1.4万亿元,3年CAGR达3.0%。公司积极拓展承接出版企业及社会订单,提高市场化竞争业务占比,实现品牌效应持续夯实局面,我们预计公司2024-2026年印刷包装收入增速将略有加快并高于行业平均增速,分别为+6.6%/+6.9%/+7.0%。
- **物流:**根据智研咨询数据,2023年,我国社会物流总额稳健增长至351.8万亿元,4年CAGR达4.3%。公司物流体系健全,运营稳定,2023年物流收入下滑主要因公司着眼“控规模、调结构、提质量、增效益、防风险”战略方向,主动去除低毛利率业务部分。伴随公司物流业务质量提升,我们预计公司2024-2026年物流收入体量将趋于稳定,增速逐渐恢复正向增长并向行业平均水平靠拢,分别为+0.5%/+2.4%/+4.3%。
- **物资贸易:**我们选取同样从事物资业务的中南传媒、中原传媒及山东出版作为可比公司,2018-2023年,三家可比公司物资收入平均增速为2.6%。考虑到公司着眼“控规模、调结构、提质量、增效益、防风险”战略方向,已开始对于毛利率较低的物资贸易业务进行结构优化,剔除跟主业相关性低的物资部分,公司物资贸易收入规模已由2019年28.9亿元压缩至2023年11.7亿元,优化后物资贸易中剩下的纸张、油墨等物资跟主业相关性较高,该部分收入规模被压缩可能性有限,整体物资

收入规模将趋于稳定，我们预计公司 2024-2026 年物资贸易收入增速将逐渐恢复正向增长，并向平均水平靠拢，2024-2026 年收入增速分别为 +1.5%/+1.6%/+2.1%。

- **新业态：**新业态包括游戏、营销等业务。游戏业务方面，Meetgames 游戏出海数据显示，海外热门 SLG 手游收入稳步增长，由 2018 年 45 亿美元增至 2022 年 70 亿美元，4 年 CAGR 达 11.7%。公司旗下智明星通深耕 SLG 移动游戏赛道，产品研发实力出众，考虑到智明星通现有核心产品流水伴随生命周期影响自然下降，自研产品《荒野迷城》上线有望贡献增量，预计公司 2024 年游戏收入将有所下滑，但伴随新游储备上线逐渐贡献流水，预计 2025-2026 年收入降幅将逐渐收窄企稳，收入增速分别为 -10.8%/-0.5%/+0.2%。
- 营销业务方面，根据华经产业研究院信息，我国数字营销市场规模预计将从 2018 年 3,759 亿元增至 2024 年 6,175 亿元，6 年 CAGR 达 8.6%。公司旗下朗知传媒主要客户包括汽车、电子通信等行业头部品牌方，处于快速成长期，预计 2024-2026 年收入增速将高于行业平均水平并伴随基数提升逐渐向平均水平靠拢，收入增速分别为 +18.6%/+13.3%/+9.1%。
- 考虑到公司收购朗知传媒后有望收获可观现金流，预计公司新业态 2024-2026 年收入增速分别为 +57.1%/+21.7%/+5.0%。
- **其他：**其他业务由文创产品开发制作、艺术培训等构成，并以文创产品为主。智研咨询数据显示，我国文创行业市场规模稳步增长，2023 年达 880.5 亿元，4 年 CAGR 达 4.3%。公司其他业务 2023 年收入受消费复苏节奏波动影响有所下滑，但江西省拥有可观学生数量，对于文创产品需求较旺盛，后续伴随线下消费业态景气度回暖，预计公司 2024-2026 年其他业务收入将企稳，增速逐渐向行业平均水平靠拢，分别为 +1.5%/+3.5%/+4.2%。
- **毛利率：**公司教材教辅伴随对内降本增效，对外拓展多元化业务，毛利率有望保持稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 28.5%/28.5%/28.9%。一般图书受益于资源整合，综合出版实力增强，毛利率有望稳步提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 32.2%/32.6%/33.1%。音像及数码产品商业模式固定，毛利率稳定，预计 2024-2026 年毛利率分别为 10.6%/10.4%/10.6%。印刷包装业务伴随公司品牌效应持续夯实，毛利率有望稳中向上，预计 2024-2026 年毛利率分别为 18.5%/18.6%/18.8%。物流和物资贸易业务受益于业务结构优化，毛利率有望改善，预计 2024-2026 年毛利率分别为 59.2%/59.8%/60.4% 和 3.9%/4.0%/4.2%。新业态方面，游戏业务通过严格控制成本支出，毛利率有望上升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 64.3%/64.9%/65.1%；营销业务通过大数据服务应用以及内部结构调整实现增效降本，毛利率有望提升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 17.9%/18.5%/19.0%；预计新业态 2024-2026 年综合毛利率分别为 45.8%/39.2%/38.6%。其他业务毛利率伴随文创产品受益于疫后线下消费场景景气度回暖，稳中向上可期，预计 2024-2026 年毛

利率分别为 15.8%/15.9%/16.1%。剔除内部抵消口径下，公司 2024-2026 年综合毛利率预计分别为 40.9%/41.1%/42.6%。

图表 77：公司分产品收入及毛利率预测（百万元）

产品名称		2023A	2024E	2025E	2026E
一般图书	收入	5,309.4	6,252.4	6,932.6	7,774.2
	yoy (%)	10.4%	17.8%	10.9%	12.1%
	毛利率 (%)	32.2%	32.2%	32.6%	33.1%
教材教辅	收入	4,604.5	4,986.2	5,300.2	5,494.8
	yoy (%)	4.5%	8.3%	6.3%	3.7%
	毛利率 (%)	28.5%	28.5%	28.5%	28.9%
音像及数码	产品	173.8	179.2	184.3	190.2
	yoy (%)	0.9%	3.1%	2.9%	3.2%
	毛利率 (%)	10.4%	10.6%	10.4%	10.6%
印刷包装	收入	293.3	312.6	334.2	357.6
	yoy (%)	16.9%	6.6%	6.9%	7.0%
	毛利率 (%)	18.2%	18.5%	18.6%	18.8%
物流	收入	154.2	155.0	158.7	165.6
	yoy (%)	-22.5%	0.5%	2.4%	4.3%
	毛利率 (%)	58.6%	59.2%	59.8%	60.4%
物资贸易	收入	1,173.9	1,191.0	1,210.1	1,235.5
	yoy (%)	-22.4%	1.5%	1.6%	2.1%
	毛利率 (%)	3.7%	3.9%	4.0%	4.2%
新业态	收入	1,362.7	2,141.2	2,606.8	2,737.8
	yoy (%)	-9.5%	57.1%	21.7%	5.0%
	毛利率 (%)	59.0%	45.8%	39.2%	38.6%
其他	收入	307.2	311.9	322.8	336.3
	yoy (%)	-18.8%	1.5%	3.5%	4.2%
	毛利率 (%)	15.6%	15.8%	15.9%	16.1%
内部抵消数		3,496.9	3,566.8	3,691.7	3,824.6
合计	收入	10,083.6	11,962.6	13,358.1	14,467.6
	yoy (%)	-1.5%	18.6%	11.7%	8.3%
	毛利率 (%)	41.8%	40.9%	41.1%	42.6%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们预计中文传媒 2024-2026 年收入分别为 119.63/133.58/144.68 亿元，分别同比增长 18.63%/11.67%/8.31%。考虑到税收政策变化会对公司 2024-2026 年净利润产生影响，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 17.61/18.91/20.26 亿元，分别同比增长-10.47%/7.41%/7.11%，对应 PE 估值分别为 10.4x/9.6x/9.0x。我们选择出版行业内同样从事图书出

版发行公司作为可比对象，包括凤凰传媒、中南传媒、浙版传媒、南方传媒、山东出版。参考同业可比公司，考虑到公司教材教辅稳健增长，且积极利用账上现金进行对外投资并购，有望打开业绩成长空间，且估值低于可比公司平均水平，建议持续关注，首次覆盖，给予买入评级。

图表 78：可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601928.SH	凤凰传媒	269.3	18.3	19.6	21.1	14.7	13.7	12.8
601098.SH	中南传媒	232.4	14.6	15.6	16.7	15.9	14.9	13.9
601921.SH	浙版传媒	191.1	11.4	12.3	-	16.7	15.5	-
601900.SH	南方传媒	108.6	10.4	11.6	12.9	10.5	9.4	8.4
601019.SH	山东出版	258.4	18.5	20.6	23.0	14.0	12.6	11.2
	均值	211.9	14.6	16.0	18.4	14.4	13.2	11.6
600373.SH	中文传媒	182.4	17.6	18.9	20.3	10.4	9.6	9.0

来源：Wind，中泰证券研究所（注：市值数据截至 2024 年 08 月 15 日，除南方传媒、山东出版外，可比公司归母净利润均取自 Wind 一致预期。）

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。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。

盈利预测表

资产负债表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,328	13,638	13,706	14,844
应收票据	35	175	197	210
应收账款	800	944	1,058	1,146
预付账款	236	269	308	321
存货	960	1,116	1,258	1,319
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	4,910	5,048	5,162	5,280
流动资产合计	19,268	21,190	21,690	23,121
其他长期投资	516	612	614	617
长期股权投资	2,355	2,236	2,274	2,288
固定资产	2,071	1,931	1,819	1,736
在建工程	86	88	93	98
无形资产	619	536	459	393
其他非流动资产	4,374	4,258	4,287	4,314
非流动资产合计	10,022	9,660	9,545	9,446
资产合计	29,290	30,850	31,235	32,567
短期借款	2,623	2,764	1,832	1,799
应付票据	255	333	371	382
应付账款	2,340	2,279	2,286	2,171
预收款项	0	0	0	0
合同负债	1,483	1,759	1,964	2,127
其他应付款	423	601	592	570
一年内到期的非流动负债	63	76	69	73
其他流动负债	1,334	1,571	1,703	1,929
流动负债合计	8,520	9,382	8,818	9,051
长期借款	0	112	202	302
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	1,150	1,027	1,047	1,072
非流动负债合计	2,150	2,139	2,248	2,374
负债合计	10,670	11,521	11,066	11,425
归属母公司所有者权益	18,436	19,140	19,974	20,943
少数股东权益	183	189	195	200
所有者权益合计	18,619	19,328	20,169	21,142
负债和股东权益	29,290	30,850	31,235	32,567

现金流量表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,956	1,630	1,462	1,637
现金收益	1,939	1,533	1,729	1,886
存货影响	126	-156	-142	-61
经营性应收影响	837	-286	-143	-85
经营性应付影响	-101	196	37	-126
其他影响	-845	343	-19	22
投资活动现金流	-2,482	34	134	144
资本支出	-264	-26	-40	-68
股权投资	-126	119	-38	-15
其他长期资产变化	-2,092	-59	212	227
融资活动现金流	-860	-354	-1,528	-643
借款增加	165	265	-849	71
股利及利息支付	-1,187	-1,061	-1,126	-1,161
股东融资	14	24	26	31
其他影响	148	418	421	416

利润表

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	10084	11963	13358	14468
营业成本	5872	7066	7874	8311
税金及附加	44	46	51	56
销售费用	812	983	1,119	1,261
管理费用	1,660	1,969	2,133	2,426
研发费用	231	266	297	325
财务费用	-259	-462	-374	-337
信用减值损失	-71	-28	-31	-34
资产减值损失	-159	-32	-32	-29
公允价值变动收益	-55	-52	-51	-50
投资收益	279	334	341	351
其他收益	72	78	82	85
营业利润	1,797	2,403	2,575	2,757
营业外收入	32	36	40	41
营业外支出	121	109	109	115
利润总额	1,708	2,331	2,506	2,683
所得税	-246	583	626	671
净利润	1,954	1,748	1,879	2,012
少数股东损益	-12	-13	-12	-13
归属母公司净利润	1,967	1,761	1,891	2,026
NOPLAT	1,658	1,402	1,598	1,760
EPS (按最新股本摊薄)	1.45	1.30	1.40	1.49

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-1.49%	18.63%	11.67%	8.31%
EBIT 增长率	-4.84%	28.91%	14.05%	10.10%
归母公司净利润增长率	1.88%	-10.47%	7.41%	7.11%
获利能力				
毛利率	41.76%	40.93%	41.05%	42.55%
净利率	19.38%	14.61%	14.07%	13.91%
ROE	10.56%	9.11%	9.38%	9.58%
ROIC	13.25%	15.50%	17.76%	18.15%
偿债能力				
资产负债率	36.43%	37.35%	35.43%	35.08%
债务权益比	25.98%	25.76%	20.57%	20.08%
流动比率	226.15%	225.85%	245.97%	255.45%
速动比率	214.88%	213.95%	231.70%	240.87%
营运能力				
总资产周转率	34.43%	38.78%	42.77%	44.42%
应收账款周转天数	29	26	27	27
应付账款周转天数	143	118	104	97
存货周转天数	63	53	54	56
每股指标 (元)				
每股收益	1.45	1.30	1.40	1.49
每股经营现金流	1.44	1.20	1.08	1.21
每股净资产	13.61	14.12	14.74	15.45
估值比率				
P/E	9	10	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	32	25	23	21

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：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）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

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。本报告仅供本公司的客户使用。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。