

## 主业稳健，教育服务拓展新增长曲线

——南方传媒首次覆盖报告

### 核心观点

- **广东省出版发行龙头企业，以教材教辅为核心支柱，业绩增长稳健。**公司作为地方出版发行龙头，主营业务涵盖图书出版、报刊、新媒体及印刷，构建了完整的出版产业链，近年积极推动数字教育和教育服务的多元化布局。2019-2023年，公司营收从65.25亿元增长至93.65亿元，CAGR达9.45%；归母净利润从7.33亿元增长至12.84亿元，CAGR达15.03%
- **出版发行主业稳健，基本盘稳固。**广东省作为全国人口和教育资源大省，K12学生人数保持小幅增长，为教材教辅业务提供了稳定的市场空间。且K12学生人口结构变化（初高中学生占比提升），有望驱动教材教辅保持增长。一般图书业务专业化、特色化、品牌化改革，看好公司把握图书市场细分垂类赛道机遇。2019-2023年，公司出版业务收入从25.8亿元增至33.8亿元，4年CAGR为7.0%；发行业务收入从36.5亿元增至73.4亿元，4年CAGR为19.1%。
- **积极探索教育相关业态，致力于构建新增长曲线。**教育信息化和智慧教育方面，公司推出了粤教翔云平台、南方智慧作业系统、语言乐学平台等系列创新产品，并实现了商业化运营。此外，公司还推出了粤教-爱思通AI围棋课程、花城艺测音乐学习平台、粤教讯飞E听说等面向素质教育和个性化学习的产品。教育服务领域，公司打造了“新华乐育”课后服务托管平台及“南方教育传媒课后服务平台”，积极承接课后服务需求，探索业绩增长变现新路径。
- **稳定高分红，23年股息率达4.16%。**自上市以来公司累计进行10次现金分红，总金额约22.97亿元，分红金额逐年增长。2019年至2023年，现金分红总额从2.24亿元上升至4.76亿元，分红比例维持在30%至45%之间。股息率在过去五年中也呈提升趋势，从2019年的2.7%增长到2023年的4.16%，坚定回馈股东。

### 盈利预测与投资建议

- 公司为广东省出版发行龙头企业，核心业务教材教辅、一般图书保持稳健增长，同时教育服务等有望成为业绩又一增长点。我们预计24-26年归母净利润分别为8.87/10.16/11.07亿元，对应EPS 0.99/1.13/1.24元。根据可比公司2024年P/E调整后均值15倍，对应目标价14.85元，首次给予买入评级。

**风险提示** 政策风险；K12学生人数减少风险；成本风险；新业务拓展不及预期风险；公允价值变动、减值等项目波动风险

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,061	9,365	10,518	11,245	11,981
同比增长(%)	6.7%	3.4%	12.3%	6.9%	6.6%
营业利润(百万元)	1,132	1,346	1,307	1,500	1,633
同比增长(%)	0.9%	18.9%	-3.0%	14.8%	8.9%
归属母公司净利润(百万元)	955	1,284	887	1,016	1,107
同比增长(%)	-1.4%	34.4%	-30.9%	14.6%	8.9%
每股收益(元)	1.07	1.43	0.99	1.13	1.24
毛利率(%)	31.8%	31.8%	32.2%	32.4%	32.8%
净利率(%)	10.5%	13.7%	8.4%	9.0%	9.2%
净资产收益率(%)	12.9%	16.8%	10.8%	11.5%	11.6%
市盈率	12.2	9.1	13.1	11.5	10.5
市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入 (首次)

股价 (2024年09月25日)	13元
目标价格	14.85元
52周最高价/最低价	17.79/8.9元
总股本/流通A股(万股)	89,588/89,588
A股市值(百万元)	11,646
国家/地区	中国
行业	传媒
报告发布日期	2024年09月26日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	3.59	15.66	15.47	-12.84
相对表现%	-3.68	13.43	17.1	-4.41
沪深300%	7.27	2.23	-1.63	-8.43



### 证券分析师

项雯倩	021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860517020003 香港证监会牌照: BQP120
李雨琪	021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520050001 香港证监会牌照: BQP135

### 联系人

金沐阳	jimmuyang@orientsec.com.cn
-----	----------------------------

## 目录

一、南方传媒：广东省出版发行龙头，积极探索培育高质量发展动能 .....	5
1.1 发展历程：地方出版发行龙头，教材教辅为核心主业 .....	5
1.2 股权结构：背靠国资，体系完备 .....	5
1.3 管理团队：管理层行业经验丰富 .....	6
二、财务分析：盈利能力增强，分红持续提升 .....	8
2.1 整体业绩：近5年业绩稳健增长，24H1受所得税影响利润端波动 .....	8
2.2 分业务：教材教辅收入超六成 .....	9
2.3 资金和分红状况：现金流稳健，分红稳健增长 .....	10
三、主营业务：主业根基坚固，实现稳健增长 .....	12
3.1 教材教辅：巩固优势，推动教材教辅业务稳步发展 .....	12
3.1.1 资源优势：人口基数大，教育投入位于全国前列 .....	12
3.1.2 整合优势：出版发行集约整合，经营效率提高 .....	14
3.2 一般图书：收入与销量总体实现增长 .....	15
四、新业务：教育信息化持续推进，教育服务为新增长点 .....	18
4.1 教育信息化，打造智慧教育产品矩阵 .....	18
4.1.1 数字教育平台：平台建设持续向好，多个项目实现商业化运营 .....	18
4.1.2 智慧教学产品：多品类兴趣学习平台，助推素质教育深化发展 .....	18
4.2 拓展教育服务市场，探索课后需求 .....	19
盈利预测与投资建议 .....	22
盈利预测 .....	22
投资建议 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构及部分子公司（截至 24H1）.....	6
图 3: 广东省出版集团旗下主要资产.....	6
图 4: 2019-2024H1 公司营业收入及同比情况.....	8
图 5: 2019-2024H1 公司年度归母净利润及同比情况.....	8
图 6: 19Q1-24Q2 公司单季度营业收入及同比情况.....	8
图 7: 19Q1-24Q2 公司单季度归母净利润及同比情况.....	8
图 8: 2019-2024H1 公司毛利率和净利率.....	9
图 9: 2019-2024H1 公司销售/管理/研发/财务费用率.....	9
图 10: 2019-2023 年公司分业务营收情况（亿元）.....	9
图 11: 2019-2023 年公司分业务毛利率（%）.....	9
图 12: 2019-2023 年公司分产品营收结构（亿元）.....	10
图 13: 2019-2023 年公司分产品毛利率（%）.....	10
图 14: 2019-24H1 公司现金流情况（亿元）.....	10
图 15: 2019-24H1 账上现金情况（货币资金与交易性金融资产）.....	10
图 16: 2019-2023 年公司现金分红金额及现金分红率.....	11
图 17: 2019-2023 年公司的每股分红金额及股息率.....	11
图 18: 2023 年常住人口规模前六省份.....	13
图 19: 2022 年在校生总数前六省份情况.....	13
图 20: 广东省 2010-2023 年出生人口数情况.....	13
图 21: 广东省 2010-2022 年 K12 人数情况.....	13
图 22: 广东省 2010-2022 年 K12 人数结构变化（万人）.....	13
图 23: 2022 年各省一般公共预算教育经费支出及占比情况.....	14
图 24: 2019-2022 年广东省教育经费总投入及同比增长.....	14
图 25: 2019 年至 2022 年 1~10 月岭南社营业收入和净利润.....	15
图 26: 2019 年至 2022 年 1~10 月地图社营业收入和净利润.....	15
图 27: 2019 年至 2021 年 1~9 月教育书店营业收入和净利润.....	15
图 28: 2019 年至 2024H1 新华发行集团营业收入和净利润.....	15
图 29: 公司一般图书内容出版展示.....	17
图 30: 公司线上线下渠道共同推动销量提升.....	17
图 31: 粤教翔云数字教材应用平台展示.....	18
图 32: 粤教-爱思通展示.....	19
图 33: 花城艺测界面展示.....	19
图 34: 新华乐育 APP 及线下课堂.....	20

图 35：编程猫官网及线下辅导课堂 .....	20
图 36：粤科普揭牌/大湾区研学实践基地 .....	21
表 1：公司管理层介绍 .....	7
表 2：教材教辅业务经营概况 .....	12
表 3：公司旗下主要出版社 .....	14
表 4：一般图书业务经营概况 .....	16
表 5：可比公司估值情况 .....	23

# 一、南方传媒：广东省出版发行龙头，积极探索培育高质量发展动能

## 1.1 发展历程：地方出版发行龙头，教材教辅为核心主业

南方传媒是隶属于广东省人民政府的地方出版发行龙头企业，由广东省出版集团实际控制。公司成立于 2009 年，主营业务涵盖图书出版发行、报刊、新媒体、印刷及物资供应等领域，拥有出版传媒行业一体化的完整产业链。公司实控人广版集团前身为广东省出版公司，1999 年变更为广版集团。2009 年南方传媒成立后，广版集团的出版发行、印刷及物资供应等主营业务全部并入公司。2016 年，公司在上海证券交易所挂牌上市，现已成为广东省出版发行龙头，教育出版优势突出，积极探索多元化布局。

- **教材教辅为业务基石。**2017 年公司完成对广东新华发行集团 45.19% 的剩余股权收购，获批中小学教科书发行业务；2022 年完成教育书店与新华发行集团的整合工作，统一两大教材发行渠道，解决因国有股权无偿划转形成的同业竞争问题。
- **数字教育建设持续推进。**数字教育方面，2021 年公司数字教材项目粤教翔云平台和 BI 大数据平台上线，截至 2023 年粤教翔云平台全年用户活跃人次超 4300 万。2023 年公司提出“数智南传”发展战略，“南方智慧作业系统”“语言乐学平台”“粤高中学习平台”等多个平台项目落地实现商业化运营。
- **教育服务稳步拓展。**公司把握“双减”政策机遇，打造素质教育、创新教育，开发“多元产品研发+定制化服务方案”，推进“南方教育传媒课后服务平台”及“大湾区大研学服务平台”建设，在新华书店实施教育服务网格化改革，多元化探索教育服务路径。2023 年课后服务营收合计 2 亿元。

图 1：公司发展历程



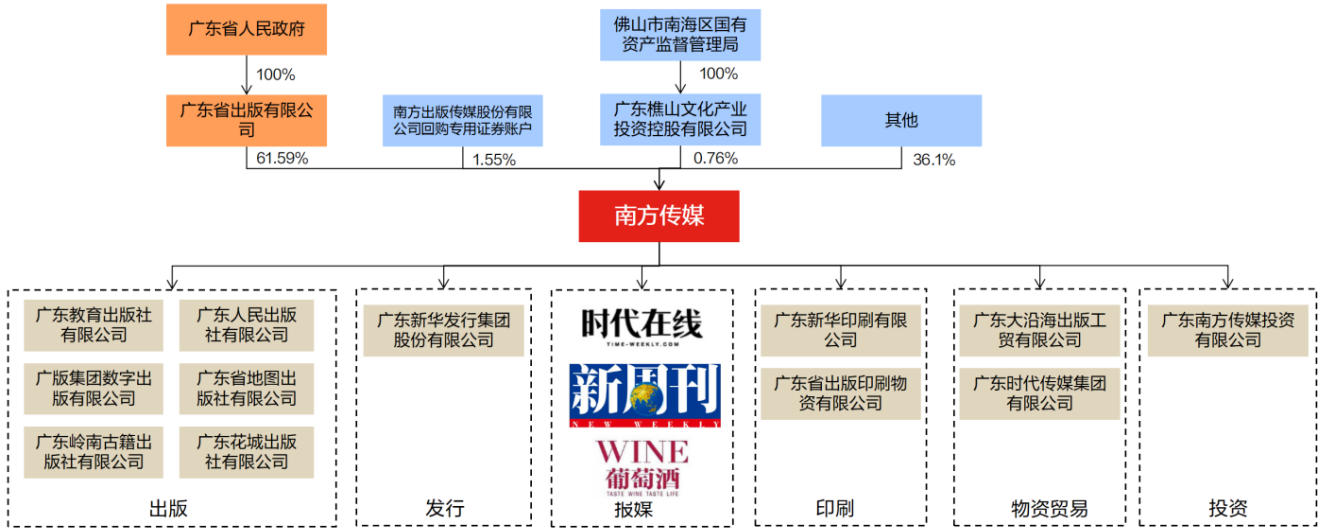
数据来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

## 1.2 股权结构：背靠国资，体系完备

公司大股东为广东省出版集团有限公司，以国有资本为主导，股权集中度较高。截至 2024 上半年，广东省人民政府通过全资控股广东省出版集团持有南方传媒 61.59% 的股权，佛山市南海区国有资产监督管理局通过广东樵山文化产业投资控股有限公司持有 0.76% 股权。股权结构相对集中，为公司稳定发展奠定了坚实基础。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

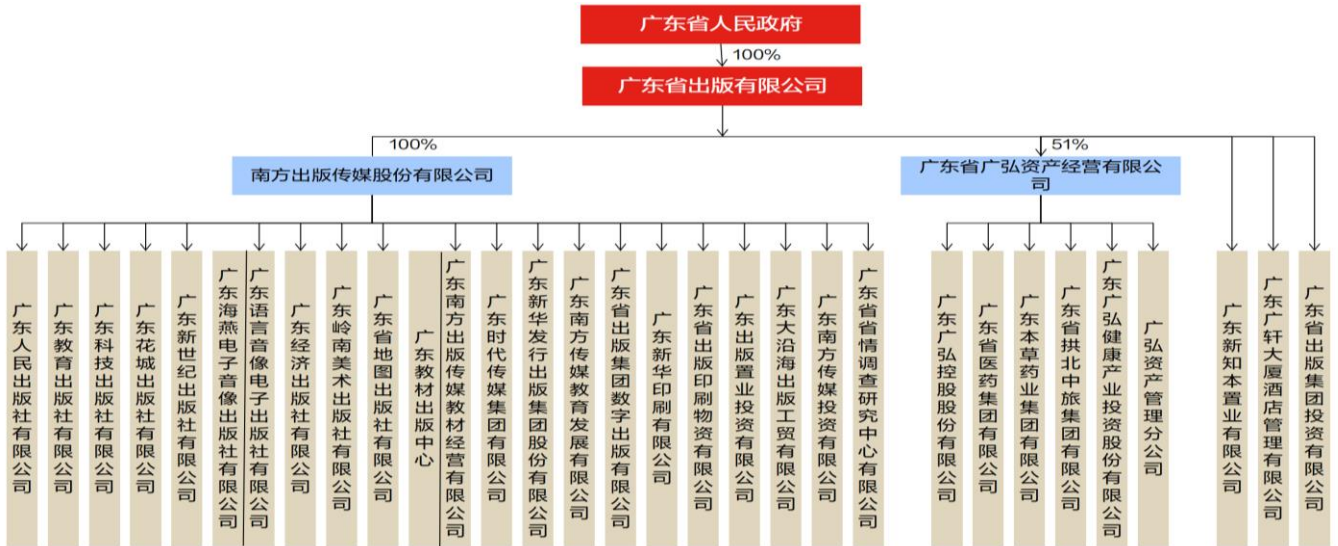
图 2：公司股权结构及部分子公司（截至 24H1）



数据来源：Wind，公司官网，东方证券研究所

公司实际控制人广版集团成立于 1999 年，是全国首批成立的出版改革试点单位之一。广版集团旗下拥有南方传媒和广弘资产经营有限公司两大主要经营实体，其中南方传媒、广弘控股均实现主板上市。

图 3：广东省出版集团旗下主要资产



数据来源：公司官网，东方证券研究所

### 1.3 管理团队：管理层行业经验丰富

管理层行业经验丰富，在出版领域拥有多年积累。团队成员多毕业于知名学府，具备丰富的实践和管理经验。凭借深厚的行业经验、优质的教育背景，公司管理团队有望高效整合内外部资源、知识和技术，推动公司主业稳健增长、创新与可持续发展。

表 1: 公司管理层介绍

姓名	职位	工作经历
谭君铁	董事长, 董事	正高级经济师, 中山大学管理学硕士。历任广东省阳江市江城区常委、区委办公室主任, 广东省阳西县委常委、组织部长, 阳西县委副书记、县长, 团广东省委副书记、党组成员, 团广东省委书记、党组书记, 广东省政府副秘书长, 广东省港澳办主任、党组书记, 广东省梅州市委副书记、市政府市长、党组书记, 梅州市委书记、市人大常委会主任。现任南方传媒党委书记、董事长, 广东省出版集团党委书记、董事长。
叶河	董事, 总经理	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。现任南方传媒党委副书记、董事、总经理, 广东省出版集团党委副书记、董事。
崔松	董事, 总会计师	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副主管、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, 南方传媒财务部总监。现任南方传媒党委委员、总会计师(财务负责人)。
肖风华	副总经理	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)。现任南方传媒党委委员, 副总经理, 副总编辑, 广东人民出版社有限公司党委书记, 执行董事, 总经理(社长)。
蒋鸣涛	董事, 副总经理	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。现任南方传媒党委委员、副总经理、董事, 发行集团党委书记、董事长。
孙波	副总经理, 首席信息官	武汉大学企业管理专业硕士。现任南方出版传媒股份有限公司总经理助理, 广东时代传媒集团有限公司党委书记, 董事长, 广东新周刊杂志社有限公司执行董事, 总经理(社长), 总编辑, 广东大沿海出版工贸有限公司总经理, 执行董事, 广东少先队员杂志社有限公司执行董事(社长), 广东黄金时代杂志社有限公司执行董事(社长), 广东省省情调查研究中心有限公司董事长。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。
雷鹤	董事, 副总经理, 董事会秘书	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、董事兼董事会秘书。

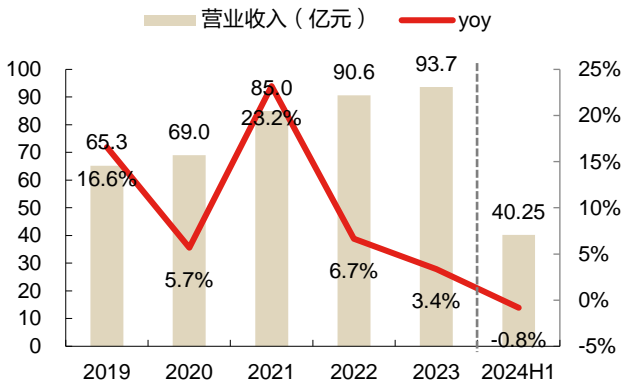
数据来源: Wind, 东方证券研究所

## 二、财务分析：盈利能力增强，分红持续提升

### 2.1 整体业绩：近 5 年业绩稳健增长，24H1 受所得税影响利润端波动

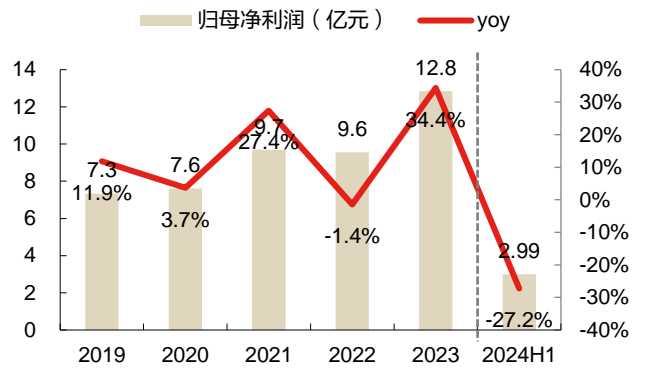
公司近 5 年业绩呈现稳健增长态势。2019-2023 年，公司营收从 65.25 亿元增长至 93.65 亿元，CAGR 达 9.45%；归母净利润从 7.33 亿元增长至 12.84 亿元，CAGR 达 15.03%，增长态势良好。2023 年营收同比增长 3.4%，归母净利润同比增长 34.4%，归母净利润增幅较高，一是公允价值变动净收益 1.43 亿影响，二是因财税 2023 年第 71 号文件规定，自 2024 第一季度起公司不再享受经营性文化事业单位转制为企业的免征企业所得税的税收优惠政策，公司考虑税率调整导致递延所得税资产增加约 1.28 亿。24H1 公司营收同比小幅下降 0.8%为 40.25 亿元，归母净利润同比下滑 27.2%为 2.99 亿元，主要系税收政策变化所得税费用增加、公允价值变动导致。

图 4：2019-2024H1 公司营业收入及同比情况



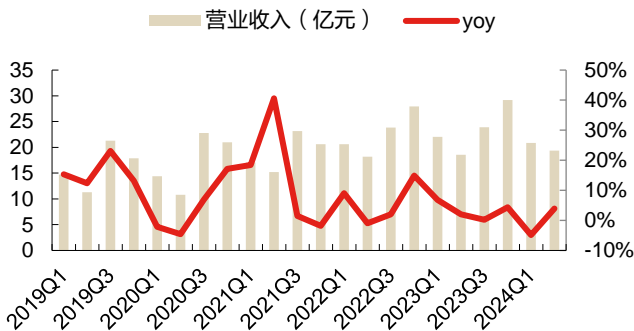
数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2021 和 2022 年为会计政策变更和合并等事项进行调整后的数据。

图 5：2019-2024H1 公司年度归母净利润及同比情况



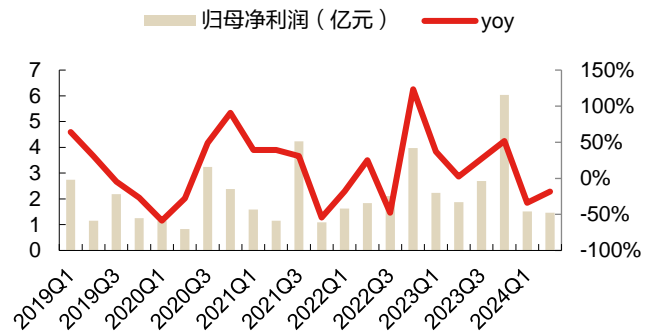
数据来源：Wind，东方证券研究所 注：2021 和 2022 年为会计政策变更和合并等事项进行调整后的数据。

图 6：19Q1-24Q2 公司单季度营业收入及同比情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：19Q1-24Q2 公司单季度归母净利润及同比情况



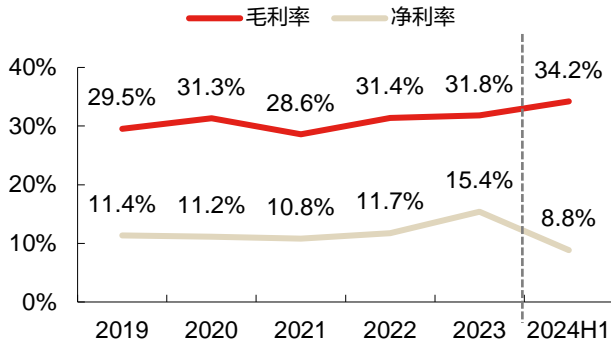
数据来源：Wind，东方证券研究所

盈利能力保持较好水平，费用率整体平稳。2019-2023 年，公司毛利率和净利率分别基本维持在 30%和 11%左右，皆呈现波动上升趋势，毛利率从 2019 年的 29.5% 上升至 2023 年的 31.8%，提升 232bps；净利率从 2019 年的 11.4% 上升至 2023 年的 15.4%（不考虑递延所得税影响净利



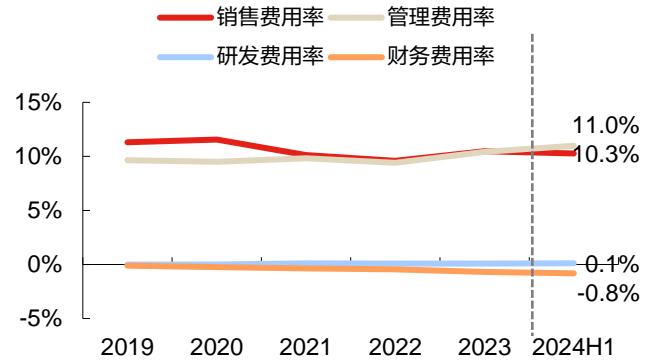
率为 14.0%)。2024H1 毛利率为 34.2%，净利率为 8.8%。费用率方面相对稳定，销售费用率、管理费用率在 10% 上下浮动，2024H1 销售费用率为 10.3%，管理费用率为 11.0%。

图 8：2019-2024H1 公司毛利率和净利率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 9：2019-2024H1 公司销售/管理/研发/财务费用率

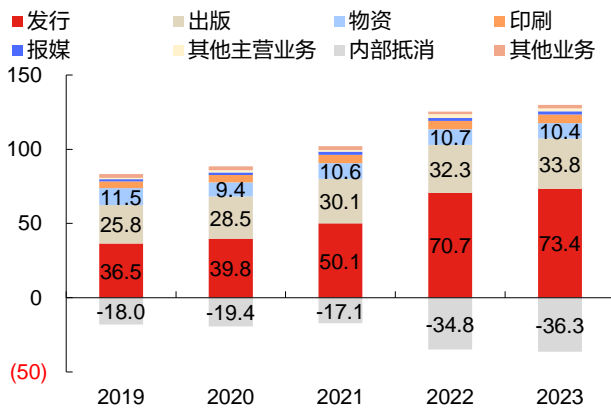


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2 分业务：出版发行主业、教材教辅产品奠定基本盘

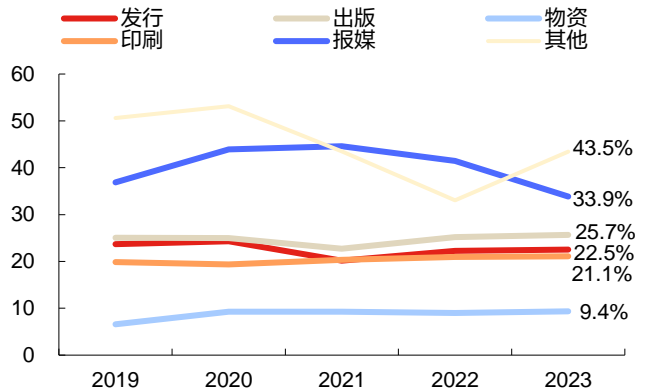
分业务看，发行业务及出版业务为公司的主要收入来源。2019-2023 年，受益于学生人数增长，公司的主营业务收入逐年上升。发行业务从 36.5 亿元增长至 73.4 亿元，4 年 CAGR 为 19.1%；出版业务从 25.8 亿元增长至 33.8 亿元，4 年 CAGR 为 7.0%，出版发行合计营收占内部抵消前收入的比例约为 80%。2019-2023 年，发行业务、出版业务毛利率皆在 20%-25% 区间内波动，物资业务、印刷业务近年分别在 9% 及 20% 左右波动，报媒业务毛利率 2021 年后逐年下滑至 2023 年的 33.85%。公司主业盈利能力整体呈现健康发展态势。

图 10：2019-2023 年公司分业务营收情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

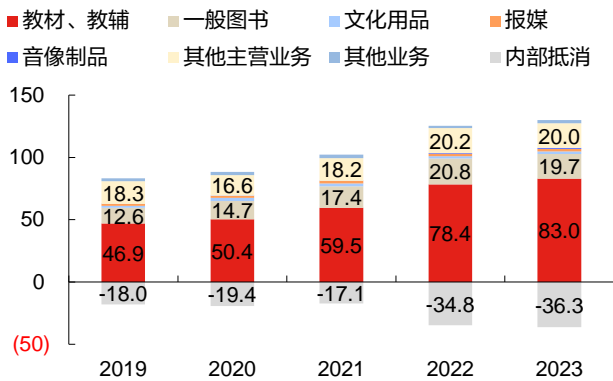
图 11：2019-2023 年公司分业务毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

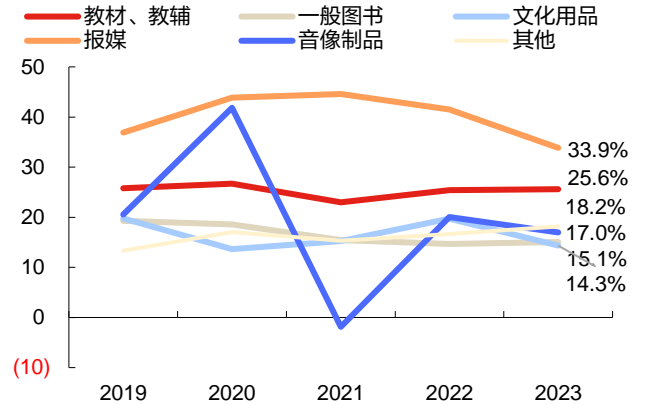
分产品看，教材教辅及一般图书为主要收入来源。2019-2023 年，教材教辅收入从 46.9 亿元增至 83.0 亿元，4 年 CAGR 为 15.3%，占内部抵消前收入的 60% 左右；一般图书收入从 12.6 亿元增至 19.7 亿元，4 年 CAGR 为 11.8%，占内部抵消前收入的 15% 左右。文化用品收入、报媒收入、音像制品收入表现较为稳定。2023 年，教辅教材、一般图书、文化用品、报媒、音像制品产品毛利率分别为 25.61%、15.05%、14.33%、33.85%、16.95%。

图 12：2019-2023 年公司分产品营收结构（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 13：2019-2023 年公司分产品毛利率（%）

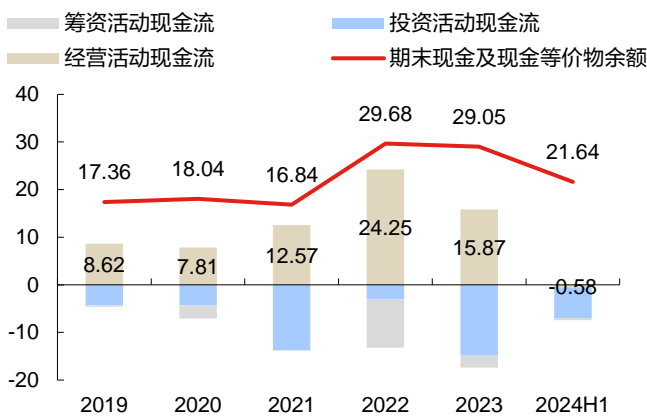


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.3 资金和分红状况：现金流稳健，分红稳健增长

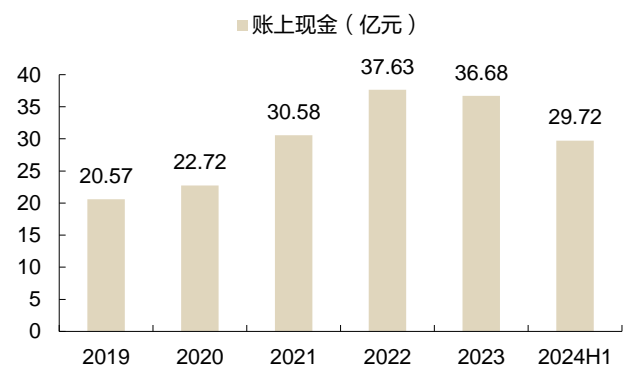
公司现金状况表现良好，资金储备较为充足。期末现金及现金等价物余额在 2021 年略有下降，2022 年显著增加，截至 2024H1 公司现金及现金等价物余额为 21.64 亿元。经营活动产生的现金流量净额波动较为明显，2022 年达到 24.25 亿元的峰值，主要由于免费教材和纸张木浆业务回款增加及整合教育书店收回原股东归集资金等因素所致；2024H1 受销售商品提供劳务收到的现金减少及缴纳企业所得税与支付给职工以及为职工支付的现金增加影响，经营活动现金流有所回落。2019-2022 年公司账上现金逐年增加，近两年维持在 37 亿元左右；2024H1 账上现金达 29.72 亿元。综合来看，公司现金流稳健，账上现金较为充裕。

图 14：2019-24H1 公司现金流情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

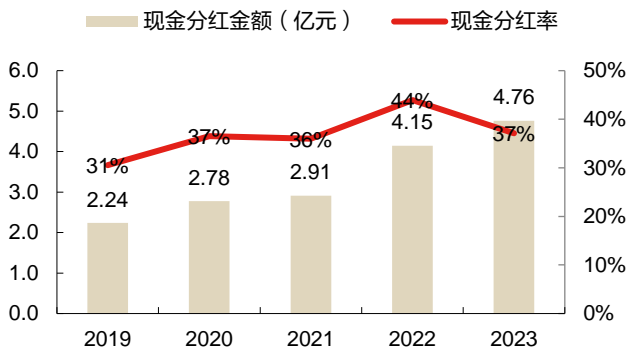
图 15：2019-24H1 账上现金情况（货币资金与交易性金融资产）



数据来源：Wind，东方证券研究所

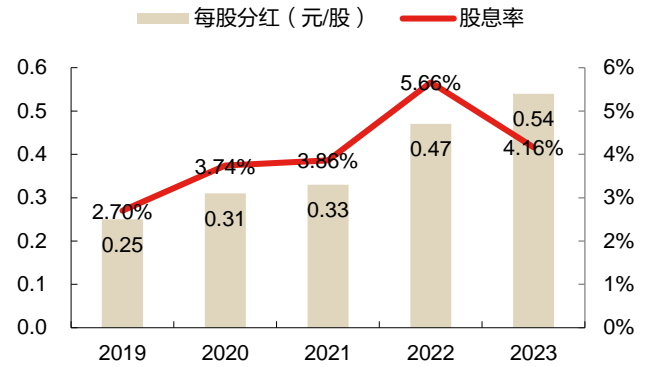
公司现金分红稳健增长。自上市以来，公司已进行 10 次现金分红，总额约为 22.97 亿元。现金分红金额呈现逐年增长的态势，从 2019 年的 2.24 亿元增至 2023 年的 4.76 亿元，现金分红率保持在 30-45% 的区间内。每股分红从 2019 年的 0.25 元逐年增加，至 2023 年达到 0.54 元。股息率在过去五年中稳步上升，从 2019 年的 2.70% 增加到 2022 年的 5.66%，2023 年为 4.16%。公司在分红方面展现出稳定且持续的增长，坚定回馈股东。

图 16：2019-2023 年公司现金分红金额及现金分红率



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：2019-2023 年公司的每股分红金额及股息率



数据来源：Wind，东方证券研究所 注：股息率=当年总分红/当年期末市值

### 三、主营业务：主业根基坚固，实现稳健增长

#### 3.1 教材教辅：巩固优势，推动教材教辅业务稳步发展

**教材教辅出版发行主业整体呈现增长态势。**教材教辅出版业务的营业收入稳步增长，从 2019 年的 22.40 亿元增至 2023 年的 28.21 亿元，4 年 CAGR 为 5.94%。销售量虽有小幅波动，但整体趋于增长，平均售价 2020 年起逐年提升，毛利率也从 2019 年的 24.61% 提升至 2023 年的 28.99%。**教材教辅发行业务**的营业收入增长较为迅猛，2022 年 8 月公司完成教育书店的股权收购，进一步增厚了收入和利润。总体而言，教材教辅业务保持稳健增长。

表 2：教材教辅业务经营概况

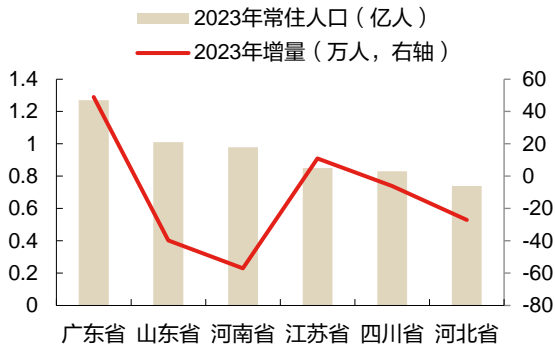
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>教材教辅出版业务</b>					
营业收入（亿元）	22.40	24.24	25.21	26.29	28.21
yoy		8.22%	3.99%	4.31%	7.30%
销售量（亿册）	4.53	5.18	5.09	5.13	5.26
yoy		18.39%	-1.74%	0.85%	2.51%
平均售价（元/册）	4.94	4.68	4.96	5.13	5.37
yoy		-8.59%	5.83%	3.44%	7.30%
销售码洋（亿元）	41.06	53.87	49.96	51.48	51.22
营业成本（亿元）	16.89	17.86	19.00	18.95	20.04
毛利润（亿元）	5.51	6.38	6.21	7.34	8.18
毛利率	24.61%	26.30%	24.64%	27.91%	28.99%
<b>教材教辅发行业务</b>					
营业收入（亿元）	24.55	26.19	34.28	52.11	54.81
yoy		6.70%	30.88%	52.01%	5.19%
销售量（亿册）	4.19	4.18	5.24	6.47	6.01
yoy		38.06%	25.49%	23.51%	-7.19%
平均售价（元/册）	5.85	6.27	6.54	8.05	9.12
yoy		-22.71%	4.29%	23.07%	5.19%
销售码洋（亿元）	37.48	39.83	43.12	65.01	69.31
营业成本（亿元）	17.95	19.56	26.82	39.64	41.73
毛利润（亿元）	6.60	6.64	7.46	12.47	13.08
毛利率	26.89%	25.34%	21.76%	23.93%	23.87%

数据来源：Wind，公司公告，东方证券研究所

##### 3.1.1 资源优势：人口基数大，教育投入位于全国前列

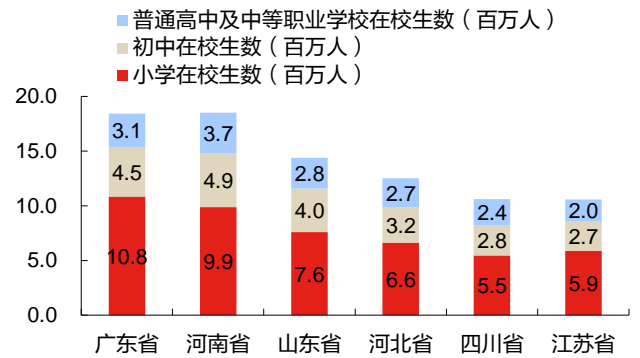
**公司业务面向人口众多、经济发达、重视教育的广东省，拥有显著的资源禀赋优势。**从人口数量和 K12 学生人数看，截至 2023 年末广东省常住人口达到 1.27 亿人，同比增长 49 万人，常住人口规模居全国第一。据中国教育部最新统计数据显示，2022 年广东省在校学生数量达 1843 万人，小学、中学及普通高中的在校生约为 1084 万人、454 万人及 212 万人，K12 学生规模在全国各省份中排名第一。广东省人口资源禀赋优势下，教育相关产品和服务的潜在消费空间广阔。

图 18：2023 年常住人口规模前六省份



数据来源：统计局，东方证券研究所

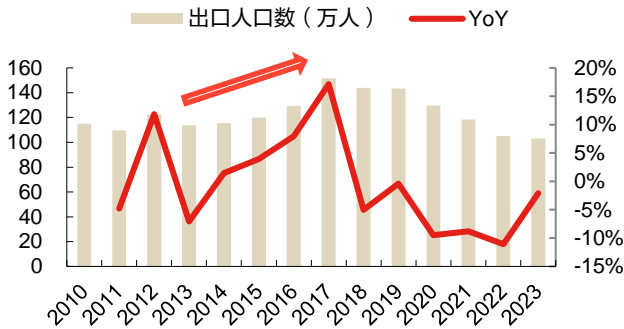
图 19：2022 年在校生总数前六省份情况



数据来源：教育部，东方证券研究所

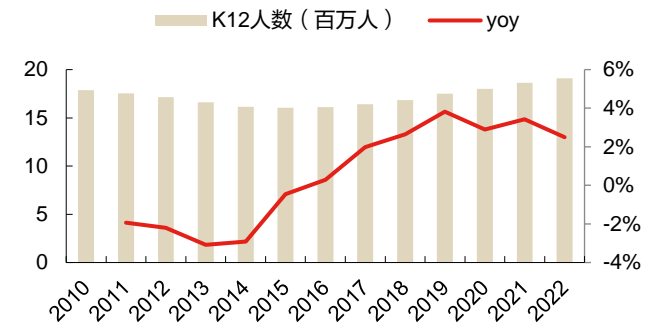
目前广东省 K12 学生人数仍呈小幅增长态势，2022 年为 1909 万人。2013 年中国开始实施“单独二孩”政策，2015 年政策进一步放宽为“全面二孩”政策，带动 2013-2017 年出生人口数持续增长，这一时期出生的孩子自 2019 年起陆续升入小学，预计于 2030 年前陆续完成 K12 教育，从而支撑期间年份的 K12 人数稳中有升。

图 20：广东省 2010-2023 年出生人口数情况



数据来源：统计局，东方证券研究所

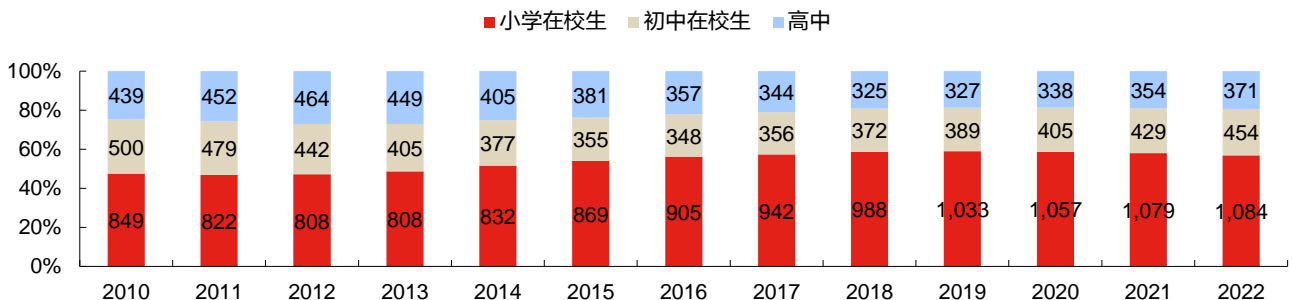
图 21：广东省 2010-2022 年 K12 人数情况



数据来源：教育部，东方证券研究所

K12 人数结构调整初高中人数占比提升，或可减缓人口因素对行业负面影响。从广东省 K12 学生人数的结构变化看，小学在校生人数占 K12 总人数的比例从 2010 年的 47.5% 提升至 2019 年的 59.1%，而后有所回落，至 2022 年小学在校生人数 1084 万人，占比 56.8%。初高中人数在 K12 学生人口数中占比自 2019 年起开始呈现小幅提升，我们认为相较小学生群体，初高中生是教辅需求的主力军，随着初高中人数占比逐步增长，或可减缓人口因素对教材教辅需求的负面影响

图 22：广东省 2010-2022 年 K12 人数结构变化（万人）

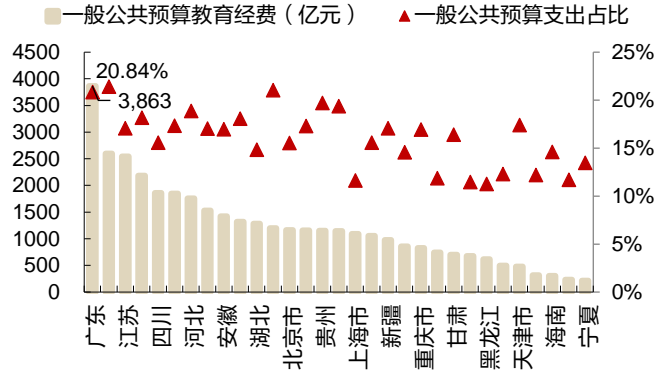


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：教育部，东方证券研究所

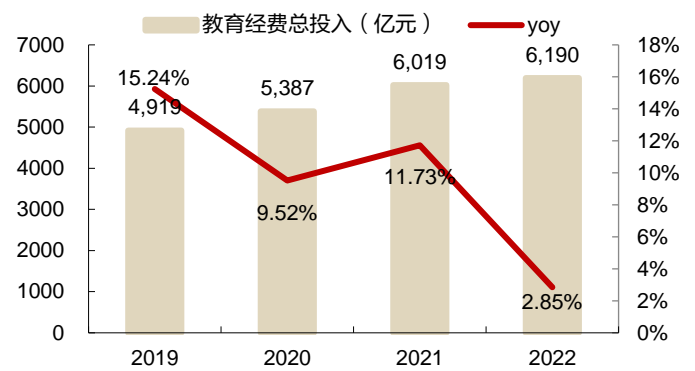
**广东省教育投入位居全国前列。**2022年，广东省一般公共预算教育经费3863亿元，规模全国第一；一般公共预算教育经费占一般公共预算支出比例20.84%，位于全国前列。据广东省教育厅数据，2019-2022年广东省教育经费总投入保持逐年增长趋势，2022年教育经费总投入持续攀升至6190亿元，占全国教育经费总投入的10.09%，体现了政府对教育事业的高度重视。

图 23：2022 年各省一般公共预算教育经费支出及占比情况



数据来源：教育部，东方证券研究所

图 24：2019-2022 年广东省教育经费总投入及同比增长



数据来源：教育部，东方证券研究所

### 3.1.2 整合优势：出版发行集约整合，经营效率提高

**巩固出版核心优势，推动教育出版稳步发展。**公司在教育出版领域影响力显著，旗下教育社是广东省内唯一被国家新闻出版署评定为一级出版社，拥有全科教材教辅的出版资质，且在地方教育出版社中利润规模名列前茅，2023年利润达到2.86亿元，教育出版集约化经营改革成效突显。

表 3：公司旗下主要出版社

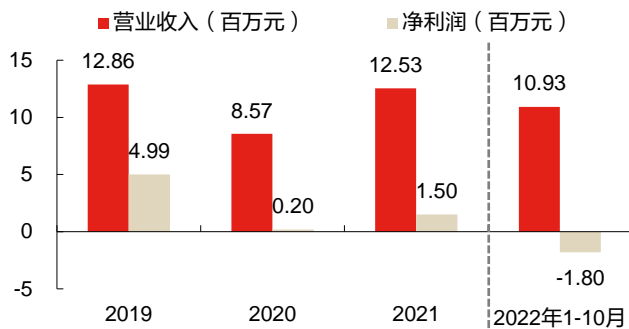
出版社	所属公司	出版方向
人民社	广东人民出版社有限公司	主要出版政治、哲学、古籍、历史、社会科学、经济等党政精品、学术专著和大众读物。
教育社	广东教育出版社有限公司	面向教育、服务教育，具有教材教辅全科出版资质的专业出版社，广东省内唯一被国家新闻出版署评定的一级出版社。
科技社	广东科技出版社有限公司	主攻医学、科技科普、农业、大众生活、工业、职业教育等板块。
花城社	广东花城出版社有限公司	以文学图书为主，曾出版众多著名作家的首发长篇小说，近年致力于文学 IP 的深度开发，推出了许多影视同名书。
新世纪社	广东新世纪出版社有限公司	主要服务 0~18 岁的青少年及儿童，出版婴幼儿图画书、幼教教材、少儿教养类、游戏类、手工类图书、儿童文学读物、英语教学类读物、工具书、漫画书等各种适合少年儿童阅读的图书。
经济社	广东经济出版社有限公司	出版涵盖经济管理、投资理财、金融证券、财务会计、学术文化、大众生活、教育出版等领域。
岭南社	广东岭南美术出版社有限公司	涵盖中小学美术教育教材教辅、高职教材、美术理论、技法、书法、画册、设计、摄影和艺术文献等艺术相关读物出版。
海燕社	广东海燕电子音像出版社有限公司	以教育、主题、少儿类融媒体出版为主，拥有图书、音像、电子、互联网全媒体出版资质及电视节目制作经营资质。
语言社	广东语言音像电子出版社有限公司	以出版语言文化教育出版物为主。
地图社	广东省地图出版社有限公司	出版地图、地理、测绘、天文、海洋、岭南文化、历史、科普、旅游等各类图书。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

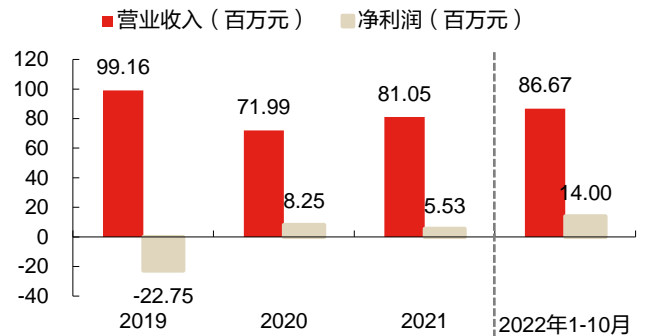
**收购岭南社及地图社，强化公司在美术、地图类教材教辅的出版能力。**2023年4月，公司完成购买广版集团所持广东岭南社、广东地图社100%股权的工商变更登记。根据2019年至2022年1-10月岭南社与地图社的营收及利润情况，此次收购可为公司贡献每年合计约1亿的营收。此外，收购岭南社与地图社丰富了公司的出版方向，强化了在美术、地理图册等教材教辅上的出版能力，有效减少同业竞争与资源内耗。

图 25：2019 年至 2022 年 1~10 月岭南社营业收入和净利润



数据来源：Wind，东方证券研究所

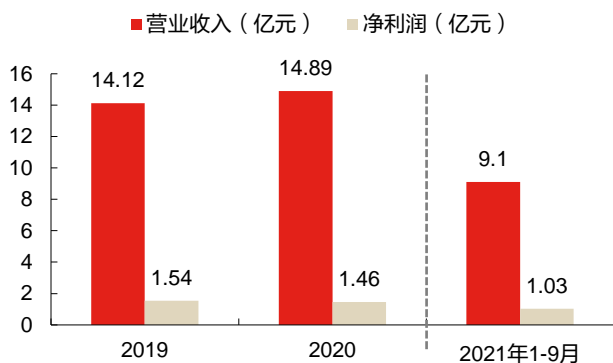
图 26：2019 年至 2022 年 1~10 月地图社营业收入和净利润



数据来源：Wind，东方证券研究所

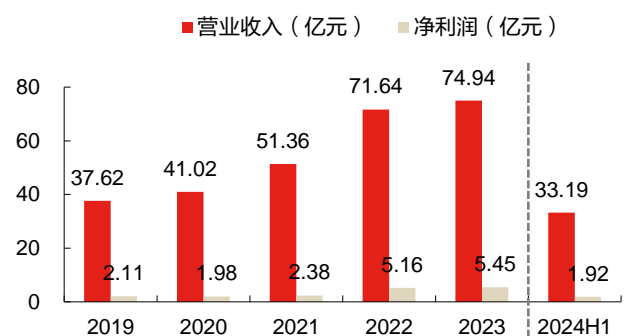
**收购教育书店，进一步整合发行渠道。**公司全资子公司广东新华发行集团于2022年从广弘控股收购广东教育书店100%股权，解决了因国有股权无偿划转导致的南方传媒与教育书店的同业竞争问题，推动了发行渠道的整合，并扩大了教材教辅的发行品类。从教育书店业务体量看，2019年/2020年/2021年1-9月营业收入分别为14.1/14.9/9.1亿元，净利润分别为1.54/1.46/1.03亿元。截至2023年末，公司旗下发行集团在全省设有200家中心门店、95家校园书店和118家乡村书店，连锁经营网络覆盖了广东省的94个市县城乡，并积极拓展省外市场。

图 27：2019 年至 2021 年 1~9 月教育书店营业收入和净利润



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：2019 年至 2024H1 新华发行集团营业收入和净利润



数据来源：公司公告，东方证券研究所

### 3.2 一般图书：收入与销量总体实现增长

**一般图书出版与发行整体呈现增长态势。**一般图书出版业务的营收从2019年的3.17亿元增长到2023年的5.35亿元，其中2020-2022年实现双位数增长；销售量从0.25亿册增至0.53亿册，平均售价从12.93元/册降至10.12元/册；2023年毛利润有所降低至0.3亿元，毛利率为5.56%。一般图书发行业务的营收从2019年的9.44亿元增至2023年的14.36亿元，销售量从0.43亿册

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

增至 0.89 亿册，平均售价从 21.87 元/册降至 16.06 元/册；毛利润从 1.59 亿元增至 2.67 亿元，毛利率从 16.83%增至 18.59%。

表 4：一般图书业务经营概况

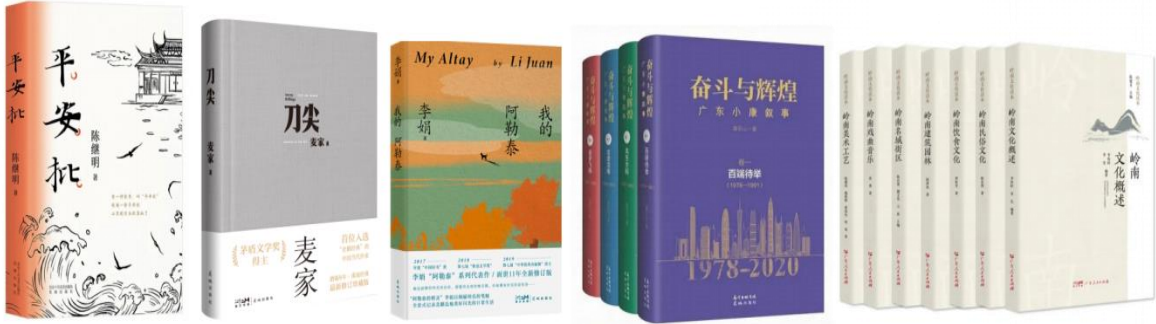
	2019	2020	2021	2022	2023
<b>一般图书出版业务</b>					
营业收入（亿元）	3.17	3.86	4.73	5.70	5.35
yoy		21.90%	22.35%	20.57%	-6.13%
销售量（亿册）	0.25	0.36	0.45	0.50	0.53
yoy		48.91%	23.24%	11.21%	5.72%
平均售价（元/册）	12.93	10.59	10.51	11.39	10.12
yoy		-18.14%	-0.72%	8.42%	-11.21%
销售码洋（亿元）	10.08	12.55	17.63	20.67	28.01
营业成本（亿元）	2.33	3.59	4.21	4.94	5.05
毛利润（亿元）	0.84	0.27	0.51	0.76	0.30
毛利率	26.59%	6.96%	10.84%	13.39%	5.56%
<b>一般图书发行业务</b>					
营业收入（亿元）	9.44	10.79	12.66	15.10	14.36
yoy		14.31%	17.25%	19.31%	-4.88%
销售量（亿册）	0.43	0.37	0.45	0.50	0.89
yoy		-13.95%	21.27%	11.61%	77.89%
平均售价（元/册）	21.87	29.05	28.09	30.03	16.06
yoy		32.83%	-3.32%	6.90%	-46.53%
销售码洋（亿元）	13.47	14.26	17.52	21.07	27.19
营业成本（亿元）	7.85	8.85	10.45	12.52	11.69
毛利润（亿元）	1.59	1.94	2.21	2.58	2.67
毛利率	16.83%	17.97%	17.43%	17.06%	18.59%

数据来源：wind，公司公告，东方证券研究所

**一般图书内容出版实现口碑与销量双丰收。**2023 年，公司稳步推进一般图书重点出版项目，深入实施大众出版专业化、特色化、品牌化改革。全年共出版大众图书 5058 种，音像制品 141 种，电子出版物 336 种，一般图书出版实现销售码洋 28.01 亿元，同比增长 35.48%。**大众出版方面**，2023 年主推的《霞满天》等深受好评，2024 年李娟的现象级图书《我的阿勒泰》销售已突破百万册，持续打造花城文学院 IP，打造特色系列活动，彰显大众出版专业实力。**主题出版方面**，公司发挥背景优势，深耕重点选题，《平安批》等 12 个项目获得中华优秀出版物奖，《西藏妈妈》《时节养生——中国人的健康智慧》入选 2023 年度“中国好书”。**古籍出版方面**，岭南社积极推进岭南古籍出版，截至 2023 年底《岭南文库》累计推出 412 种图书，岭南古籍社于 2024 年 5 月 9 日在柏园正式揭牌运营，积极促进岭南古籍资源转化利用。



图 29：公司一般图书内容出版展示



数据来源：南方传媒公众号，东方证券研究所

**线上线下渠道扩张，推动销量显著提升。**线下开展特色活动，其中以花城文学院为推广平台，举办了“有风自南—花城文学之夜暨 2023 花城文学榜荣誉盛典”及多场交流研讨会等活动，极大地提升了媒体传播度和 IP 影响力。线上营销方面取得显著成效，通过直播带货和短视频投流的方式，公司成功提高了品牌知名度，打造了以“新华严选”为代表的多平台、多内容形式的新媒体传播矩阵，2023 年码洋达 7.5 亿元。

图 30：公司线上线下渠道共同推动销量提升



数据来源：深圳市书刊发行协会公众号，花城文学院公众号，东方证券研究所

## 四、新业务：教育信息化持续推进，教育服务为新增增长点

### 4.1 教育信息化，打造智慧教育产品矩阵

随着人工智能技术的不断进步和教育需求的多样化，公司积极推进 AI+教育战略，致力于打造智慧教育产品矩阵，不断推出创新智能教育产品，推动教育的现代化转型。通过整合人工智能、大数据和云计算等先进技术，公司推出了一系列数字教育平台，持续优化和扩展智慧教学产品，在广东省内确立了领先地位。

#### 4.1.1 数字教育平台：平台建设持续向好，多个项目实现商业化运营

**多个数字教育平台成功落地并实现商业化。**公司提出“数智南传”发展战略，通过信息化和数字化为企业的高质量发展赋能增效。公司充分利用人工智能、大数据、云计算等先进技术，打造了粤教翔云数字教材应用平台，服务能力稳步提升，平台涵盖培训课堂、新课堂、应用研究三大内容板块，覆盖小学和初中共 5 个版本、11 个学科、191 册数字教材。2023 年，该平台的用户活跃人次超过 4300 万，同比增长 95.77%。截至 2024 年上半年，平台覆盖全省义教阶段 99.3% 的学校、93.5% 的教师和 79.7% 的学生，实现与“国家中小学智慧教育平台”对接，并积极对外输出数字教材项目“广东模式”。此外，“南方智慧作业系统”、“语言乐学平台”、“粤高中学习平台”等多个市场化项目相继落地，实现了商业化运营；“南方 E 课堂”平台新增“喜悦 AI 听说”板块和中小学科学教育服务模块，喜阅智能作文平台上线。这些数字教育平台的成功，标志着公司在广东省内数字教育领域的领先地位和创新能力不断增强，为未来的持续发展奠定了坚实基础。

图 31：粤教翔云数字教材应用平台展示



数据来源：粤教翔云官网，粤教翔云数字教材公众号，东方证券研究所

#### 4.1.2 智慧教学产品：多品类兴趣学习平台，助推素质教育深化发展

**智慧教学产品持续推出，功能上持续优化创新。**公司通过持续优化和扩展智慧教学产品，成功打造了多品类兴趣学习平台，推动素质教育向更高效、更个性化的方向迈进。

1) **粤教-爱思通**：AI 围棋课程，由教育社出版的创新纸媒融合产品，充分发挥教育出版社在教材出版方面的专业优势，同时借助最新的人工智能技术和弈城围棋网 20 余年积累的真人对弈大数据，复刻最强 AI“阿尔法元”的学习方式，并配备了线上学习平台。

图 32：粤教-爱思通展示



数据来源：广东教育出版社公众号，东方证券研究所

2) **花城艺测**：由花城出版社打造的以音乐测评为核心功能的音乐学习平台。用户可以从系统的海量题库中创建试卷进行反复练习，系统具备随机混洗题目和题支的功能，并能对节拍和视唱题目进行智能评分；也可以在软件上测评自己的音乐节奏和音准，了解自身的不足，不断练习薄弱环节。此外，花城艺测平台还提供大量与音乐学习相关的资源课程供用户查看，内部丰富的题库信息也方便用户自主学习。平台不仅能提高音乐学习的趣味性和效率，还为音乐教育提供了创新的解决方案，体现花城出版社在推动音乐教育数字化方面的积极探索。

图 33：花城艺测界面展示



数据来源：APP STORE，东方证券研究所

3) **粤教讯飞 E 听说**：由教育社和科大讯飞联合打造，专注于英语听说应用场景的创新应用。该应用基于先进的语音测评技术，为学生的英语“听说读写”学习构建了创新的学习空间，并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，帮助学生提高英语语言应用能力，更高效地提升学科学业水平。

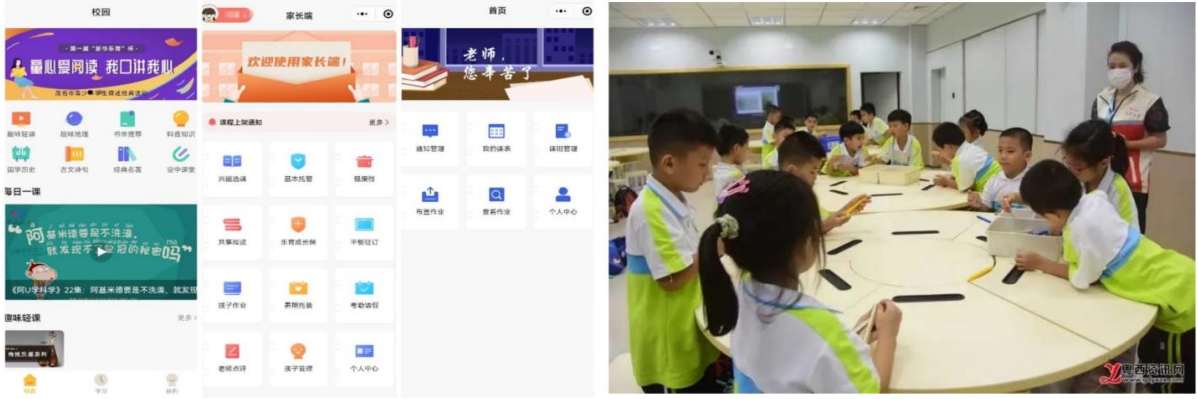
## 4.2 拓展教育服务市场，探索课后需求

公司在课后服务行业中稳步拓展，“课后三点半”承接双减后学生课后服务需求。在线上，教育社创新推出“课后服务课程菜单”，新华发行集团自主研发“新华乐育”课后服务托管平台，为用户提供便捷的在线服务；在线下，公司依托新华书店资源，打造“新华乐育学堂”空间，专门面向 K12 群体提供付费的素质托管服务。此外，公司创立了新华艺术空间，通过自主运营或联合运营的模式

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

式，围绕自然科普、历史地理、艺术鉴赏和美育创作等主题，开设了结合课堂教学与情景教学的“新华书店小课堂”，以满足学生多样化的学习需求。

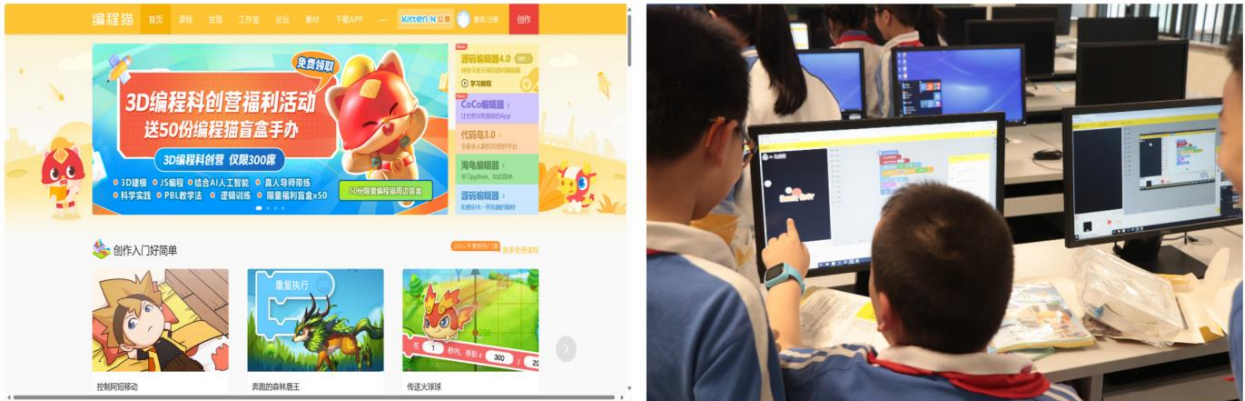
图 34：新华乐育 APP 及线下课堂



数据来源：广华乐育公众号，东方证券研究所

公司与编程猫携手布局少儿编程，进一步强化素质教育领域的发展。编程猫专注于为 7-16 岁孩子提供编程教育，拥有自主研发的在线编程教育平台，课程涵盖图形化编程、Python 编程和硬件编程等内容。公司全资子公司南方传媒投资公司孵化南传科技，赋能公司课后服务产业。南传科技依托编程猫的内容和资源，开展编程课后辅导业务，包括编程课后服务、编程夏令营、线上编程辅导等，并为学校提供课程体系、配套教程、教学工具、教学管理平台、师资培训以及编程赛事等全方位的专业服务。

图 35：编程猫官网及线下辅导课堂



数据来源：点猫校园编程公众号，编程猫官网，东方证券研究所

科普类课后服务为公司带来了更多的变现途径。2023 年 7 月，公司旗下的广东粤科普集团正式揭牌成立，该集团由公司及其子公司与广版集团共同投资组建。“粤科普”持续提供科普类课后服务，以“粤科普”数字公共服务平台为核心，运用大数据和 AI 等新技术。

课后服务稳步推进，研学业务迎来新发展。近年来，公司进一步拓展县域和学校市场，加快从单一教材出版商向“多元产品研发+定制化服务方案”供应商转型，积极把握“双减”政策机遇，利用毗邻港澳的区位优势，推进“南方教育传媒课后服务平台”、布局“大湾区大研学服务平台”建设，推行“一县一策”“一校一案”模式，累计营收近 2 亿元。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 36：粤科普揭牌/大湾区研学实践基地



数据来源：广东出版集团公众号，东方证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

我们按照产品对公司 2024-2026 年营业收入做如下拆分：

- 1) 教材、教辅：基于量和价的逻辑，考虑到广东省为人口流入大省，近几年 K12 学生数量仍保持小幅增长态势，且 K12 学生结构中初高中占比提升，预计教材教辅使用量将保持健康增长态势，因此我们预计 2024-2026 年教材教辅收入增速分别为 4.3%/4.6%/4.7%；毛利率分别为 26.5%/26.6%/26.9%。
- 2) 一般图书：考虑到公司通过收并购、内部集约化提升一般图书出版实力，发行方面线上营销持续取得新突破，我们预计 2024-2026 年一般图书收入增速分别为 23.8%/18.1%/14.3%；毛利率分别为 17.0%/18.2%/19.2%。
- 3) 2024-2026 年预计报媒收入维持在 2.07 亿元，毛利率维持在 38.0%；文化用品收入增速维持在 5.0%，毛利率维持在 20.0%。音像制品收入维持在 0.53 亿元；毛利率维持在 20.0%。物资收入增速分别为 -1.2%/4.0%/4.2%，毛利率维持在 20.0%。印刷收入增速分别为 2.5%/4.5%/4.7%，毛利率维持在 22.0%；其他主营业务收入维持在 3.76 亿元，毛利率维持在 40.0%。其他业务收入增速维持在 15.0%，毛利率维持在 60.0%。

剔除内部抵消，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 105.18/112.45/119.82 亿元，同比分别增长 12.3%/6.9%/6.6%；综合毛利率为 32.2%/32.4%/32.8%。

公司费用率相对稳定，预计 2024-2026 年销售费用率为 10.05%/10.06%/10.07%，管理费用率为 9.91%/9.96%/10.05%，研发费用率为 0.08%/0.08%/0.08%。根据财政部税务总局中央宣传部公告 2023 年第 71 号文件规定，自 2024 第一季度起公司不再享受经营性文化事业单位转制为企业的免征企业所得税的税收优惠政策，出于谨慎性原则考虑，维持公司 24-26 年的所得税率在 25%，2024-2026 年归母净利润分别为 8.87/10.16/11.07 亿元，同比变化分别为 -30.9%/14.6%/8.9%。

#### 盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>教材、教辅</b>					
销售收入（百万元）	7,840.9	8,302.8	8,662.6	9,063.7	9,490.0
增长率	31.8%	5.9%	4.3%	4.6%	4.7%
毛利率	25.8%	25.6%	26.5%	26.6%	26.9%
<b>一般图书</b>					
销售收入（百万元）	2,080.0	1,971.2	2,441.3	2,882.5	3,296.0
增长率	19.6%	-5.2%	23.8%	18.1%	14.3%
毛利率	16.1%	15.1%	17.0%	18.2%	19.2%
<b>音像制品</b>					
销售收入（百万元）	48.3	53.4	53.4	53.4	53.4
增长率	3086.4%	10.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	20.0%	17.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>文化用品</b>					
销售收入（百万元）	164.0	216.7	227.6	238.9	250.9
增长率	-25.3%	32.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	19.7%	14.3%	20.0%	20.0%	20.0%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

<b>报媒</b>					
销售收入 (百万元)	207.1	207.3	207.3	207.3	207.3
增长率	-4.5%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	41.5%	33.8%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>物资</b>					
销售收入 (百万元)	1,066.5	1,044.7	1,057.5	1,099.4	1,145.7
增长率	1.0%	-2.0%	1.2%	4.0%	4.2%
毛利率	9.0%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>印刷</b>					
销售收入 (百万元)	548.5	579.8	594.5	621.2	650.7
增长率	-0.1%	5.7%	2.5%	4.5%	4.7%
毛利率	21.3%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>其他主营业务+内部抵消</b>					
销售收入 (百万元)	-3,076.7	-3,248.9	-2,999.9	-3,236.8	-3,474.8
增长率	-104.9%	-5.6%	7.7%	-7.9%	-7.4%
毛利率	-2.3%	-3.6%	-4.7%	-4.3%	-4.0%
<b>其他业务</b>					
销售收入 (百万元)	182.8	238.2	273.9	315.0	362.3
增长率	-31.7%	30.3%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	59.7%	47.0%	60.0%	60.0%	60.0%
<b>合计</b>	<b>9,061.5</b>	<b>9,365.2</b>	<b>10,518.2</b>	<b>11,244.9</b>	<b>11,981.5</b>
增长率	6.7%	3.4%	12.3%	6.9%	6.6%
综合毛利率	31.8%	31.8%	32.2%	32.4%	32.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

## 投资建议

公司为广东省出版发行龙头企业，核心业务教材教辅、一般图书有望保持稳健增长，同时教育服务等持续拓展增长新曲线。我们选择凤凰传媒、中南传媒、皖新传媒、山东出版、浙版传媒等地方龙头出版公司作为可比公司，其面临的政策环境、商业模式与南方传媒有相似之处。根据可比公司 24 年 P/E 调整后均值 15 倍，南方传媒 24 年归母净利润 8.87 亿，对应目标价为 14.85 元，首次给予买入评级。

表 5：可比公司估值情况

公司	代码	最新价格(元)		每股收益 (元)			市盈率			
		2024/9/25	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
凤凰传媒	601928	10.93	1.16	0.73	0.77	0.81	9.42	15.04	14.18	13.45
中南传媒	601098	12.89	1.03	0.81	0.86	0.92	12.48	15.96	14.95	13.98
皖新传媒	601801	6.40	0.48	0.44	0.52	0.59	13.39	14.42	12.37	10.92
山东出版	601019	11.87	1.14	0.81	0.89	0.98	10.43	14.65	13.34	12.16
浙版传媒	601921	8.03	0.68	0.51	0.55	0.60	11.82	15.71	14.50	13.42
调整后平均							11.58	15.13	14.01	13.01

数据来源：wind，东方证券研究所

## 风险提示

**政策风险：**公司出版发行主业受到较严格的监管，政策端的不确定性可能对公司业务开展造成影响。

**K12 学生人数减少风险：**公司教材教辅主业与未来人口数量关系密切，若人口增速持续放缓，未来学生人数下降，可能对教材教辅主业产生不利影响。

**成本风险：**如果出现纸张价格大幅上涨，可能导致公司原材料成本加大，影响毛利率。

**新业务拓展不及预期风险：**公司在新业务拓展，以及在研究、资源投入等方面有进一步加强的空间，可能存在新业务拓展不及预期的风险。

**公允价值变动、减值等项目波动风险：**公司投资带来的公允价值变动损益、投资损益，以及资产减值损失、信用损失等项目波动，可能对业绩产生不利影响。



附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,357	3,194	3,049	3,164	3,328	营业收入	9,061	9,365	10,518	11,245	11,981
应收票据、账款及款项融资	1,463	1,498	2,682	2,867	3,055	营业成本	6,179	6,384	7,133	7,598	8,047
预付账款	106	102	158	169	180	销售费用	878	982	1,057	1,131	1,207
存货	1,465	1,400	1,783	1,900	2,012	管理费用	876	975	1,042	1,120	1,204
其他	1,164	1,196	895	1,016	1,129	研发费用	7	9	8	9	10
<b>流动资产合计</b>	<b>7,555</b>	<b>7,389</b>	<b>8,567</b>	<b>9,115</b>	<b>9,704</b>	财务费用	(40)	(66)	7	4	3
长期股权投资	298	397	397	397	397	资产、信用减值损失	58	23	62	25	24
固定资产	937	819	920	1,048	1,193	公允价值变动收益	(113)	143	(10)	30	37
在建工程	1,618	2,172	2,918	3,627	4,177	投资净收益	53	44	35	43	43
无形资产	3,013	2,929	2,894	2,860	2,825	其他	89	101	72	70	66
其他	1,577	2,531	851	799	749	<b>营业利润</b>	<b>1,132</b>	<b>1,346</b>	<b>1,307</b>	<b>1,500</b>	<b>1,633</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,443</b>	<b>8,848</b>	<b>7,981</b>	<b>8,731</b>	<b>9,342</b>	营业外收入	3	14	9	6	7
<b>资产总计</b>	<b>14,998</b>	<b>16,238</b>	<b>16,548</b>	<b>17,846</b>	<b>19,045</b>	营业外支出	10	9	9	9	9
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>1,126</b>	<b>1,352</b>	<b>1,307</b>	<b>1,497</b>	<b>1,631</b>
应付票据及应付账款	3,903	3,973	4,494	4,787	5,069	所得税	52	(89)	327	374	408
其他	1,595	1,863	1,515	1,716	1,776	<b>净利润</b>	<b>1,074</b>	<b>1,441</b>	<b>980</b>	<b>1,123</b>	<b>1,223</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5,499</b>	<b>5,836</b>	<b>6,008</b>	<b>6,503</b>	<b>6,845</b>	少数股东损益	119	157	93	107	116
长期借款	729	989	989	989	989	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>955</b>	<b>1,284</b>	<b>887</b>	<b>1,016</b>	<b>1,107</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.07	1.43	0.99	1.13	1.24
其他	648	655	176	176	176						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,377</b>	<b>1,645</b>	<b>1,165</b>	<b>1,165</b>	<b>1,165</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>6,876</b>	<b>7,481</b>	<b>7,174</b>	<b>7,668</b>	<b>8,010</b>		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	811	811	904	1,011	1,127	成长能力					
实收资本(或股本)	896	896	896	896	896	营业收入	6.7%	3.4%	12.3%	6.9%	6.6%
资本公积	808	585	694	694	694	营业利润	0.9%	18.9%	-3.0%	14.8%	8.9%
留存收益	5,607	6,477	6,880	7,577	8,318	归属于母公司净利润	-1.4%	34.4%	-30.9%	14.6%	8.9%
其他	0	(11)	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>8,122</b>	<b>8,757</b>	<b>9,374</b>	<b>10,178</b>	<b>11,035</b>	毛利率	31.8%	31.8%	32.2%	32.4%	32.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>14,998</b>	<b>16,238</b>	<b>16,548</b>	<b>17,846</b>	<b>19,045</b>	净利率	10.5%	13.7%	8.4%	9.0%	9.2%
						ROE	12.9%	16.8%	10.8%	11.5%	11.6%
						ROIC	12.0%	14.5%	9.7%	10.5%	10.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	45.8%	46.1%	43.4%	43.0%	42.1%
净利润	1,074	1,441	980	1,123	1,223	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	162	162	126	138	152	流动比率	1.37	1.27	1.43	1.40	1.42
财务费用	(40)	(66)	7	4	3	速动比率	1.05	0.97	1.07	1.05	1.06
投资损失	(53)	(44)	(35)	(43)	(43)	营运能力					
营运资金变动	373	207	(1,038)	105	(55)	应收账款周转率	5.9	6.4	5.1	4.1	4.1
其它	967	(113)	1,187	(5)	(13)	存货周转率	3.6	3.7	3.7	3.4	3.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,482</b>	<b>1,587</b>	<b>1,227</b>	<b>1,322</b>	<b>1,267</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
资本支出	(269)	(419)	(890)	(890)	(760)	每股指标(元)					
长期投资	(117)	(171)	47	1	(3)	每股收益	1.07	1.43	0.99	1.13	1.24
其他	76	(882)	(13)	(1)	25	每股经营现金流	2.77	1.77	1.37	1.48	1.41
<b>投资活动现金流</b>	<b>(310)</b>	<b>(1,472)</b>	<b>(856)</b>	<b>(889)</b>	<b>(738)</b>	每股净资产	8.16	8.87	9.45	10.23	11.06
债权融资	166	365	(135)	5	5	估值比率					
股权融资	(815)	(223)	109	0	0	市盈率	12.2	9.1	13.1	11.5	10.5
其他	(369)	(407)	(491)	(324)	(369)	市净率	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,018)</b>	<b>(265)</b>	<b>(516)</b>	<b>(319)</b>	<b>(364)</b>	EV/EBITDA	7.1	6.2	6.2	5.5	5.0
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.2	7.0	6.8	6.0	5.5
<b>现金净增加额</b>	<b>1,154</b>	<b>(149)</b>	<b>(145)</b>	<b>115</b>	<b>165</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。