

广东教育出版龙头，稳健发展+高股息

华泰研究

2024年10月19日 | 中国内地

首次覆盖

出版与广播

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

17.60

研究员 朱璐
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711 +(86) 10 6321 1166

研究员 周劼
SAC No. S0570517070006 zhouzhao@htsc.com
SFC No. BQA910 +(86) 10 5679 3958

首次覆盖南方传媒并予以“买入”评级，目标价 17.6 元。公司为广东省教育出版领军企业，主业稳健发展，具有区域内垄断性。背靠广东，人口资源禀赋较好；深化数智战略、拓展课后服务、积极探索“AI+教育”业务，打造多个新增长点；现金储备丰厚，分红比例有提升空间。

人口资源&学龄人口结构有禀赋，为主业稳健发展提供基础

a) 需求数量维度：广东人口资源丰富。出生人口对 K12 人数影响有滞后性，广东省 2018-2021 年出生人数（即 2024-2027 年新入学学生数）仍大于 2006-2009 年出生人数（即 2024-2027 年高三毕业学生数），因而我们预计 2024-2027 年广东省 K12 在校学生总数仍保持增长；b) 因学龄人口中不同年级学生人数结构有差异，中学教辅教材科目多于小学，且单本教辅教材平均价格：高中>初中>小学，我们测算广东教材教辅市场规模未来一段时间依然将保持稳中有升，2031 年之后才会出现下行趋势。

深化数智战略，拓展课后服务，AI 技术赋能

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。推进“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。“粤教翔云数字教材应用平台”平台服务能力稳步提升，23 年用户活跃人次逾 4300 万，同比提升 96%。积极探索“AI+教育”业务，涵盖多领域，产品包括：粤教 AI 听说、薪火美誉、粤教讯飞 E 听说学习机、粤教爱思通等。

现金储备充裕，分红比例有提升空间

现金储备总体充裕，分红金额和股息率总体保持提升态势。分红比例近两年在 40% 左右，较行业内其他主流各省教育出版公司平均 50% 的分红比例（22 年），以及最高 77% 的分红比例，仍有明显提升空间。

我们与市场的不同之处：对广东省学龄人口和教材教辅市场更为乐观

市场担心教育出版公司受到近年出生人口下降的影响，学龄人口后续会萎缩，公司业绩将进行下行通道。我们则认为，通过定量的测算，广东省学龄人口的拐点会在 2027 年之后，整体教辅教材相关收入的明显拐点会在 2031 年之后，主业短中期稳健增长可期，没有市场之前担心的那么悲观。

盈利预测与估值

我们预计 24-26 年归母净利润 8.96/9.88/10.82 亿元，25 年可比公司 Wind 一致 PE 均值 14X，基于上文投资逻辑，我们给予 25 年 16X PE 估值，对应目标价 17.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：K12 人数不及预期、政策监管风险、创新业务发展不及预期。

经营预测指标与估值

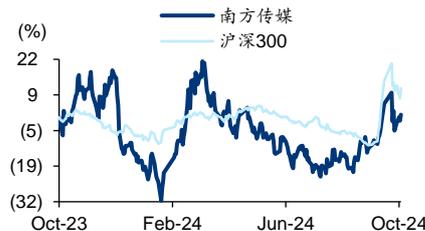
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	9,055	9,365	9,821	10,506	11,191
+/-%	19.17	3.43	4.87	6.97	6.52
归属母公司净利润 (人民币百万)	943.36	1,284	896.39	988.49	1,082
+/-%	16.70	36.07	(30.17)	10.27	9.44
EPS (人民币，最新摊薄)	1.05	1.43	1.00	1.10	1.21
ROE (%)	13.15	16.91	11.00	11.46	11.76
PE (倍)	13.39	9.84	14.09	12.78	11.68
PB (倍)	1.75	1.59	1.51	1.42	1.33
EV EBITDA (倍)	8.29	7.27	7.19	6.19	5.45

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (人民币)	17.60
收盘价 (人民币 截至 10 月 18 日)	14.10
市值 (人民币百万)	12,632
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	135.72
52 周价格范围 (人民币)	9.97-17.68
BVPS (人民币)	8.67

股价走势图



资料来源：Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7,400	7,389	7,675	8,279	8,733
现金	3,271	3,194	3,246	3,655	3,869
应收账款	1,466	1,474	1,609	1,689	1,824
其他应收账款	91.75	92.18	100.70	105.63	114.16
预付账款	105.68	101.76	115.77	116.93	130.95
存货	1,455	1,400	1,474	1,584	1,666
其他流动资产	1,009	1,128	1,128	1,128	1,128
非流动资产	7,418	8,848	9,245	9,744	10,185
长期投资	298.39	397.41	488.07	599.20	711.95
固定投资	923.98	819.13	1,093	1,362	1,601
无形资产	3,012	2,929	2,990	3,048	3,104
其他非流动资产	3,183	4,703	4,674	4,735	4,768
资产总计	14,818	16,238	16,919	18,023	18,917
流动负债	5,447	5,836	6,018	6,464	6,648
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	3,699	3,841	4,093	4,299	4,511
其他流动负债	1,749	1,995	1,925	2,165	2,136
非流动负债	1,323	1,645	1,609	1,592	1,548
长期借款	729.03	989.47	953.99	936.64	892.34
其他非流动负债	593.82	655.29	655.29	655.29	655.29
负债合计	6,770	7,481	7,627	8,056	8,195
少数股东权益	810.82	810.79	933.02	1,068	1,215
股本	895.88	895.88	895.88	895.88	895.88
资本公积	836.53	694.49	694.49	694.49	694.49
留存公积	5,612	6,477	7,047	7,631	8,246
归属母公司股东权益	7,237	7,946	8,359	8,900	9,507
负债和股东权益	14,818	16,238	16,919	18,023	18,917

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	2,425	1,587	1,143	1,583	1,465
净利润	1,062	1,441	1,019	1,123	1,229
折旧摊销	234.97	265.11	228.45	300.61	385.54
财务费用	(41.00)	(65.60)	(14.41)	(17.29)	(20.92)
投资损失	(52.62)	(43.92)	(41.00)	(41.00)	(41.00)
营运资金变动	1,026	222.80	(9.65)	257.77	(46.50)
其他经营现金	195.28	(231.87)	(38.79)	(40.16)	(41.74)
投资活动现金	(305.39)	(1,472)	(567.37)	(743.09)	(769.04)
资本支出	(272.98)	(577.57)	(465.39)	(620.18)	(625.23)
长期投资	54.47	(807.93)	(90.66)	(111.13)	(112.76)
其他投资现金	(86.87)	(86.31)	(11.33)	(11.78)	(31.06)
筹资活动现金	(1,015)	(264.90)	(523.39)	(431.01)	(482.63)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	173.78	260.44	(35.48)	(17.35)	(44.30)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(980.33)	(142.04)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(208.36)	(383.30)	(487.91)	(413.66)	(438.33)
现金净增加额	1,104	(149.16)	52.45	409.12	213.05

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,055	9,365	9,821	10,506	11,191
营业成本	6,212	6,384	6,426	6,839	7,269
营业税金及附加	42.93	46.89	47.14	52.53	55.95
营业费用	868.44	982.35	1,015	1,072	1,130
管理费用	851.96	974.81	1,070	1,135	1,186
财务费用	(41.00)	(65.60)	(14.41)	(17.29)	(20.92)
资产减值损失	(35.25)	(0.22)	(29.46)	(31.52)	(33.57)
公允价值变动收益	(112.57)	143.49	15.20	15.00	15.00
投资净收益	52.62	43.92	41.00	41.00	41.00
营业利润	1,121	1,346	1,356	1,496	1,637
营业外收入	2.87	14.48	5.00	5.00	5.00
营业外支出	9.57	9.25	3.00	3.00	3.00
利润总额	1,114	1,352	1,358	1,498	1,639
所得税	51.95	(89.28)	339.54	374.43	409.78
净利润	1,062	1,441	1,019	1,123	1,229
少数股东损益	118.65	157.32	122.24	134.79	147.52
归属母公司净利润	943.36	1,284	896.39	988.49	1,082
EBITDA	1,300	1,547	1,567	1,776	1,998
EPS (人民币, 基本)	1.06	1.46	1.00	1.10	1.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	19.17	3.43	4.87	6.97	6.52
营业利润	32.51	20.14	0.72	10.29	9.45
归属母公司净利润	16.70	36.07	(30.17)	10.27	9.44
获利能力 (%)					
毛利率	31.39	31.83	34.56	34.90	35.05
净利率	11.73	15.39	10.37	10.69	10.99
ROE	13.15	16.91	11.00	11.46	11.76
ROIC	26.80	32.78	23.01	25.25	26.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.69	46.07	45.08	44.70	43.32
净负债比率 (%)	(27.03)	(19.59)	(19.61)	(22.39)	(23.07)
流动比率	1.36	1.27	1.28	1.28	1.31
速动比率	0.98	0.90	0.91	0.92	0.95
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.60	0.59	0.60	0.61
应收账款周转率	5.91	6.37	6.37	6.37	6.37
应付账款周转率	1.83	1.69	1.62	1.63	1.65
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.43	1.00	1.10	1.21
每股经营现金流(最新摊薄)	2.71	1.77	1.28	1.77	1.63
每股净资产(最新摊薄)	8.08	8.87	9.33	9.93	10.61
估值比率					
PE (倍)	13.39	9.84	14.09	12.78	11.68
PB (倍)	1.75	1.59	1.51	1.42	1.33
EV EBITDA (倍)	8.29	7.27	7.19	6.19	5.45

正文目录

核心推荐逻辑	4
南方传媒：广东教育出版龙头	5
广东地区出版产业龙头.....	5
深化战略改革，整合出版资源.....	6
地方国资背景，股权结构集中.....	6
主业稳健增长，盈利能力保持稳定	7
财务分析：盈利能力稳健，股息率和分红金额总体持续增长.....	7
营业收入总体平稳增长，利润端展现相对韧性.....	7
现金储备充裕，分红比例仍有提升空间.....	8
以教辅教材出版发行为主，全产业链布局.....	10
发行业务：21-23 年营收稳健增长，毛利率稳中有升.....	11
出版业务：国家教材重要出版基地之一，毛利率稳中有升.....	12
人口资源&学龄人口结构有禀赋，为主业稳健发展提供基础	14
教育出版竞争格局相对稳定，国有属性强、壁垒高.....	14
广东学龄人口结构相对全国有优势，短中期教辅教材收入持续增长可期.....	14
深化数智战略，拓展课后服务，AI 技术赋能	17
盈利预测与估值	18
可比公司估值.....	20
风险提示.....	21

核心推荐逻辑

南方传媒第一大股东为广东省出版集团，最终控制方为广东省人民政府。公司背靠广东省出版集团的出版与发行业务资产，拥有中小学教辅材料出版资质，为广东省国资出版业的领军企业。公司已形成出版传媒行业一体化完整产业链，深耕内容生产与传播。我们的核心推荐逻辑为：

1) 背靠广东，人口资源&学龄人口结构有禀赋，为主业提供坚实基础。

- a) 需求数量维度：广东省人口资源丰富，提供庞大的教材教辅市场。根据 23 年年报，23 年末广东省常住人口 1.27 亿人，比 22 末增加 49 万人，其中全年出生人口 103 万人，广东连续四年成为唯一一个出生人口超 100 万的省份，连续六年成为全国第一生育大省。由于出生人口对 K12 人数影响有一定滞后（依入学时间约 6 年），当前 K12 基本盘依然稳固，且 2018-2021 年出生人数（即 24-27 年新入学学生数）仍大于 2006-2009 年出生人数（即 24-27 年高三毕业学生数），因而我们预计 24-27 年广东省 K12 在校学生总数仍能保持增长；
- b) 支出水平维度：22 与 23 年广东省教育支出规模分别达到 3,871、4,008 亿元，均位列全国第 1 名，占一般公共预算支出比重则达 20.9%、21.7%，位列全国第 3、1 名。在教育支出经费规模及占公共预算支出比例上，广东省均在全国前列；
- c) 教材教辅市场规模：我们测算广东省一教一辅的市场规模在未来一段时间内依然将保持稳中略升，2031 年之后才会出现明显的趋势下行。

2) 深化数智战略，拓展课后服务，AI 技术赋能

- a) 积极把握“双减”政策机遇，推进“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；
- b) 提出“数智南传”发展战略，以信息化、数字化为企业高质量发展赋能增效；
- c) “粤教翔云数字教材应用平台”平台服务能力稳步提升，23 年用户活跃人次逾 4,300 万，同比提升 95.77%；
- d) 积极探索“AI+教育”业务，涵盖语言、艺术、围棋等领域，产品包括：粤教 AI 听说、薪火美誉、粤教讯飞 E 听说学习机、粤教爱思通等。

我们与市场的不同之处：

市场担心教育出版公司受到近年来出生人口下降的影响，学龄人口后续会萎缩，使得公司业绩进行下行通道。我们则认为，通过定量的测算，广东省学龄人口的拐点会在 2027 年之后，而受到不同年级学龄人口结构的影响以及高年级教材教辅平均单价高于低年级的影响，整体教辅教材相关收入的明显拐点会在 2031 年之后，主业短中期稳健增长可期，没有市场之前担心的那么悲观。

此外，公司在积极开拓第二增长曲线。创新业务方面，公司不仅积极顺应发行新趋势，短视频电商打造新业态，而且积极推进 AI+教育融合发展，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。推进“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；提出“数智南传”发展战略；“粤教翔云数字教材应用平台”平台服务能力稳步提升，均有望提供新的增长点。

且作为高股息品种，公司后续的分红比例有提升空间，有望增大吸引力。截至 24 年 H1 末，南方传媒的类现金资产余额为 45.3 亿元，为后续分红提供基础。分红比例近年来保持在 40% 左右，23 年为 37.69%，相较行业内其他主流的各省教育出版龙头公司平均 50% 的分红比例（23 年归母净利润均受因税收、会计等法律、法规的调整对当期损益产生的一次性影响，因而以 22 年为基础），以及最高 77% 的分红比例来看，仍有明显提升空间。

南方传媒：广东教育出版龙头

广东地区出版产业龙头

南方传媒成立自 2009 年，为广东省国资出版业的领军企业。公司主业涵盖发行、出版、物资、印刷和报媒五大类业务：

- 1、出版业务：公司出版业务分为教材出版、教辅出版、一般图书出版、电子出版物及音像制品、报刊。盈利模式为上述出版物的销售。
- 2、发行业务：公司经营教材、教辅、一般图书、电子音像产品等出版物及文化用品批发、零售、连锁经营业务。盈利模式为上述商品销售及发行服务费收取。
- 3、报媒业务：利用传统媒体优势，逐步完善以“时代财经”“新周刊”“花城”等为龙头的新媒体矩阵，不断突破传统传播模式。盈利模式为广告收入。
- 4、印刷业务：公司印刷业务是对出版物的印制。盈利模式为印刷加工销售。
- 5、物资贸易：公司出版用纸的统供销售业务，并对外销售纸张和造纸原料；包括印刷设备、印刷耗材、印刷油墨、印刷包装材料、光盘 PC 材料、文化用纸、包装用纸、UV 光油、热熔胶和造纸杀菌剂等产品。盈利模式为物资贸易销售。

其中，出版业务、发行业务占公司主营业务收入 80%（21-23 年，不考虑内部抵消）以上，为公司的核心收入来源。近年来，公司依托教辅教材发行出版主业，结合图书、期刊、报纸与数字平台等多媒体产业运营，集成传统纸媒平台、数字出版发行与新媒体矩阵的综合性传媒公司，形成出版传媒行业一体化完整产业链，深耕内容生产与传播。

教辅教材出版发行为公司经营主业。其中有一些业务资质及特性：

- 1、教材教辅出版方面，根据 23 年年报，公司早在 2012 年 4 月 16 日取得了中小学教辅材料出版资质。子公司教育社取得了全部科目教辅出版资质。由于授权文件没有限定有效期，公司认为应视为长期有效。

根据广东省教育厅颁布的《广东省义务教育阶段课程实施办法（2024 年版）》，9 年义务教育中的国家课程设置的学科包括道德与法治、语文、数学、外语（初中阶段开设外语，可在英语、日语、俄语等语种中任选一种）、历史、地理、科学、物理、化学、生物学、信息科技、体育与健康、艺术、劳动、综合实践活动等。公司拥有以上所有学科的教材和匹配的教辅（一教一辅）的出版资质。

公司教材在广东省市占率较高，其中也包括代理人教社的教材部分（即租型教材）。

在教辅方面，根据 2012 年由教育部等七部门下发《关于治理教育乱收费、规范教育收费工作的实施意见》时提出的一教一辅政策，即指在中小学教育阶段，对于每门课程只配备一套教辅材料。因而用户在使用公司所出版教材的同时，通常也会选择公司所出版的相应的教辅，因而在一教一辅政策所要求的教辅范围内，公司的市占率也位于较高水平。

另外，由于实际需要，在一教一辅所对应的教辅之外，还存在市场化教辅。这部分市场竞争相对比较激烈，也存在众多民营企业；

- 2、教材教辅发行方面，根据 23 年年报，公司是广东省从事中小学教科书发行业务的唯一合法机构。公司广东省发行业务由发行集团（广东新华发行集团，为公司子公司）经营，发行集团负责总发行和分销业务，取得国家新闻出版广电总局颁发的出版物经营许可证，是国家新闻出版广电总局核准的在广东省唯一具备开展中小学教科书发行业务资质的企业。

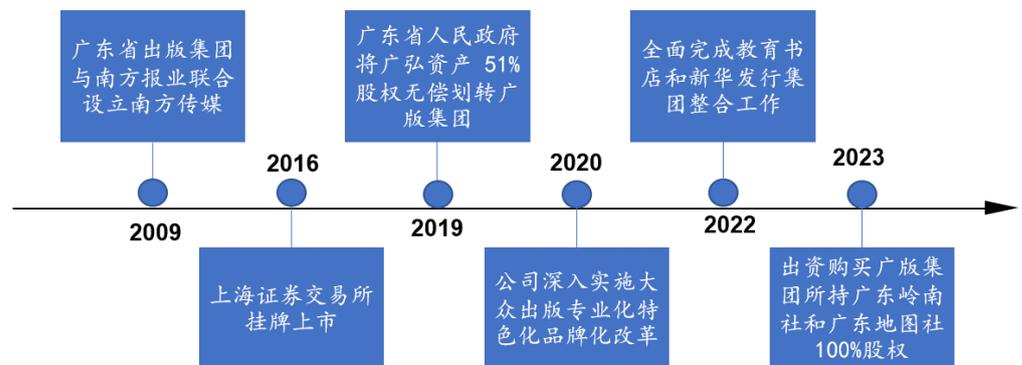
因而在教材发行上，公司在广东省内具有唯一性。在教辅发行上，目录教辅会随目录教材一起发行，但由于还存在市场化教辅，并不具有唯一性。

另外需要说明的是，根据招股说明书，按照中共广东省委、广东省政府有关文件和通知的要求，公司负责完成广东省内 95 家新华书店（不包括广州、深圳）的重组整合。广州、深圳等地新华书店各自由广州出版发行集团、深圳出版发行集团整合。目前，广东省政府有关主管部门并未安排发行集团收购广州和深圳地区的新华书店。

深化战略改革，整合出版资源

南方传媒由广东省出版集团与南方报业于 2009 年 12 月联合设立，并于 2016 年在上海证券交易所挂牌上市，为广东省文化传媒产业在境内主板上市的第一股。2019 年广东省人民政府将广弘资产 51% 股权无偿划转至南方传媒的控股股东广版集团。2020 年公司深入实施大众出版专业化特色化品牌化改革，带来图书出版新气象。2022 年 8 月公司全面完成教育书店和新华发行集团整合工作。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，整合省内优质出版资源。

图表1：公司发展历程

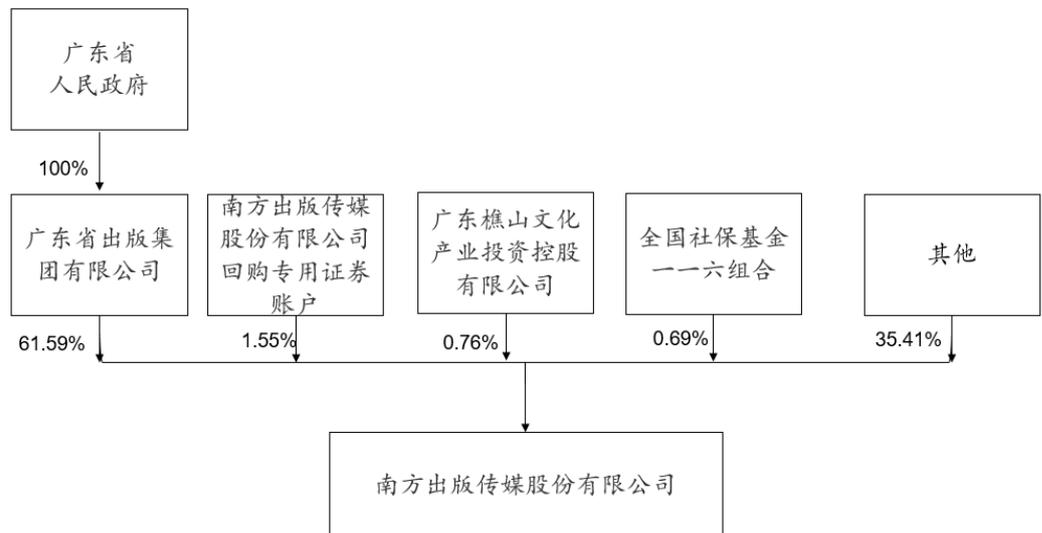


资料来源：Wind，华泰研究

地方国资背景，股权结构集中

据 2024 年半年报显示，南方传媒的第一大股东为广东省出版集团，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 69.46%，股权结构较集中，基本以国有法人为主。

图表2：公司股权结构（截至 24H1）



资料来源：Wind，华泰研究

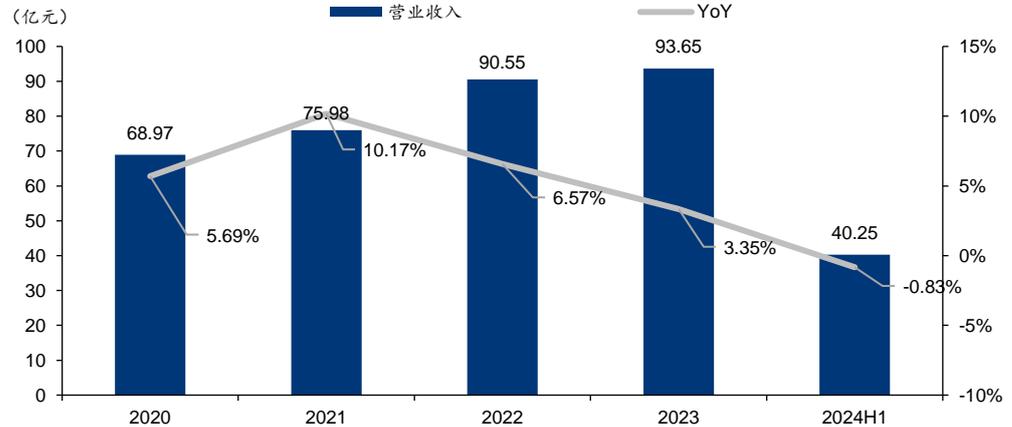
主业稳健增长，盈利能力保持稳定

财务分析：盈利能力稳健，股息率和分红金额总体持续增长

营业收入总体平稳增长，利润端展现相对韧性

近年来公司营收总体上保持平稳增长，20-23 年公司营收增速分别为 5.69%/10.17%/6.57%/3.35%；24H1 营收 40.2 亿元，同降 0.83%，主因一般图书业务因行业影响承压。

图表3：2020-24H1 营业收入及同比增速

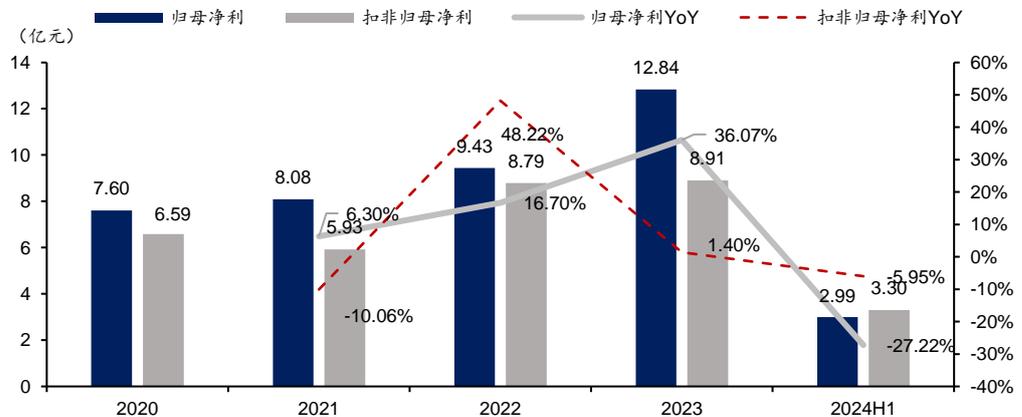


资料来源：公司公告、华泰研究

2020-23 年归母净利润总体呈稳中有升的趋势。20-22 年归母净利润逐年增长，分别为 7.6/8.08/9.43 亿元，分别同增 3.7%/6.3%/16.7%。22 年增速较高也受到 22 年公司并购教育书店和广东粤新的影响。23 年归母净利润较 22 年大幅增长至 12.84 亿元，同比增长 34.4%，主因税收、会计等法律、法规的调整对当期损益产生的一次性影响约 1.39 亿计入非经，扣除此影响，归母净利润同比增长 19.9%。24H1 归母净利润 2.99 亿元，同比下降 27.22%，主要由于税收政策变化导致所得税费用增加而有所下滑。另外，24H1 公允价值变动损益对归母净利润影响较大，为 -0.62 亿元（23H1 为 0.28 亿），主因股票投资所产生。剔除公允价值变动、所得税率变动及其他杂项影响，24H1 内生利润（营收-成本-期间费用）为 5.31 亿元，同增 22%。

21 年扣非归母净利润同比下滑 10.06%主要来自毛利率下降影响。21 年综合毛利率为 28.6%，同降约 2.72pct，主因当年印刷、纸张、商品销售成本增加较多。

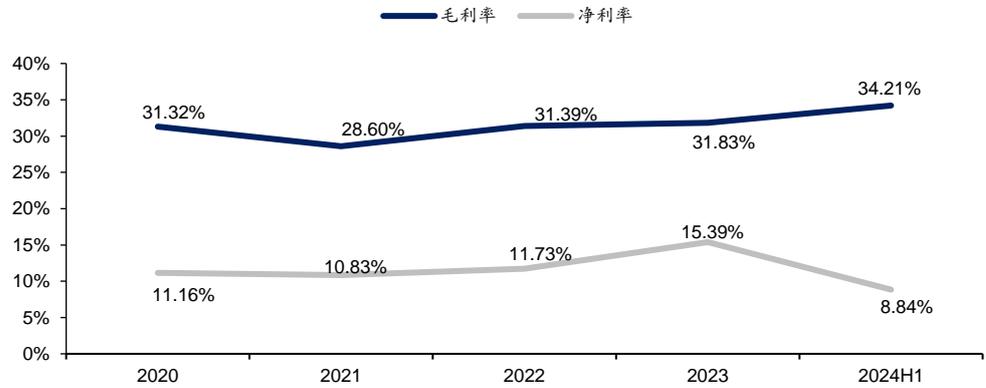
图表4：2020-24H1 公司归母净利润、扣非归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、华泰研究

毛利率和净利率 21-23 年稳中有升，24H1 净利率下降主因所得税政策变化。21-23 年毛利率和净利率稳中有升，其中净利率在 23 年上升至 15.39%，较过往年度中枢明显提升，主因税收、会计等法律、法规的调整对当期损益产生的一次性影响。24H1 净利率为 8.84%，主要为税收政策变化，所得税费用增加。

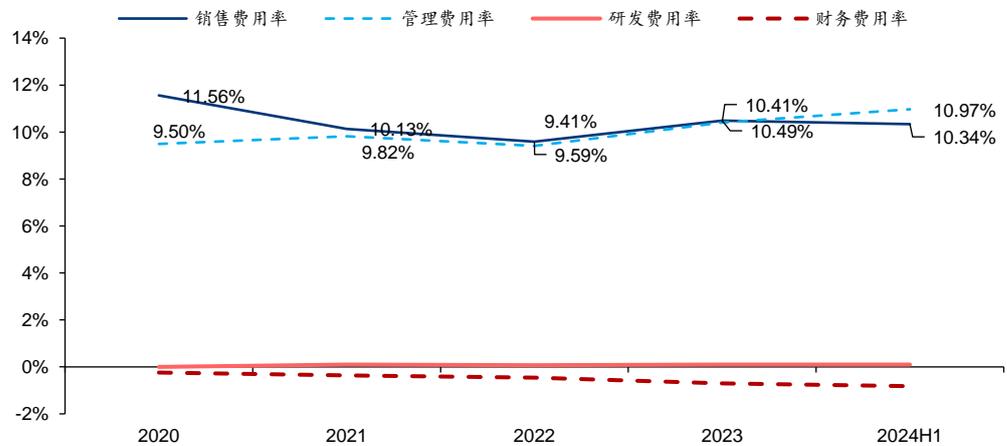
图表5：2020-24H1 毛利率及净利率



资料来源：公司公告、华泰研究

各项费率总体稳定。2020-23 年公司总体费用率基本保持稳定，2020-23 年管理费用率和销售费用率稳定在 10% 左右。

图表6：2020-24H1 各项费用率



资料来源：公司公告、华泰研究

现金储备充裕，分红比例仍有提升空间

现金储备上，公司类现金资产余额位居行业中游，储备充足。截至 24H1，横向对比其他国有出版公司，南方传媒的类现金资产余额为 45.3 亿元，位居行业中游。

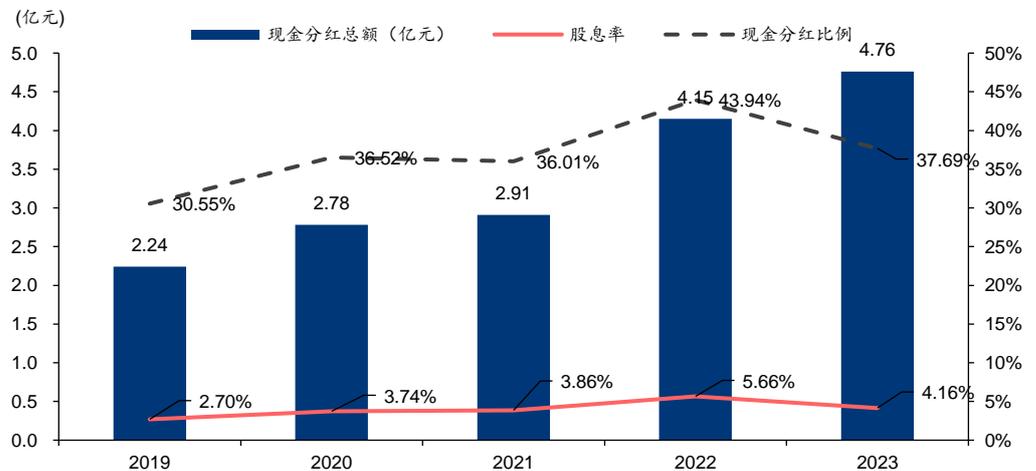
图表7：24H1 教材教辅类出版公司类现金资产余额（单位：亿元）

公司	货币资金	交易性金融资产	其他流动	其他非流动资产	合计
中南传媒	119.1	8.4	46.3	-	173.9
凤凰传媒	18.8	7.2	50.9	82.8	159.8
中文传媒	108.1	48.3	1.0	0.0	157.4
皖新传媒	119.3	-	0.6	0.0	119.9
浙版传媒	60.1	58.5	1.1	0.0	119.6
山东出版	53.8	18.5	0.8	36.7	109.7
新华文轩	82.4	0.0	2.0	17.3	101.7
中原传媒	57.0	1.0	3.0	31.0	92.0
长江传媒	10.6	0.6	25.1	39.5	75.7
南方传媒	24.4	5.4	9.4	6.2	45.3
时代出版	29.5	5.7	3.8	0.0	39.0
内蒙新华	11.9	14.1	0.1	0.0	26.1
龙版传媒	20.3	4.2	0.2	0.0	24.8
城市传媒	13.5	-	0.2	0.0	13.8
读者传媒	9.5	3.2	0.0	0.0	12.7
出版传媒	11.6	-	0.2	0.0	11.8

注：其他非流动资产只统计其中的定期存款。

资料来源：Wind、华泰研究

分红金额和股息率总体保持提升态势，分红比例仍有明显的提升空间。2019-23 年公司现金分红金额分别为 2.24/2.78/2.91/4.15/4.76 亿元，股息率分别为 2.70%/3.74%/3.86%/5.66%/4.16%。分红比例近年来保持在 40%左右，23 年为 37.69%，相较中文传媒（54%）、浙版传媒（57%）、中南传媒（20-23 年为 78.74%/77.04%/77.01%/53.26%）等依然有提升空间。22 年主要教材教辅出版标的平均分红比例为 50%（23 年归母净利润均受因税收、会计等法律、法规的调整对当期损益产生的一次性影响，因而以 22 年为基础）。

图表8：2019-2023 年公司现金分红总额、分红比例和股息率


注：股息率=每股股利（税前）/当年收盘价*100%

资料来源：Wind、华泰研究

图表9：主要教材教辅出版标的 22&23 年分红金额、分红比例及 23 年分红金额对应股息率

代码	股票名称	市值 (亿元)	22 年		23 年		23 年		股息率
			归母净利润	22 年分红	分红比例	归母净利润	23 年分红	分红比例 (23 年分红金额/市值)	
601801 CH	皖新传媒	136.5	7.08	3.68	52%	9.36	5.97	64%	4.4%
601921 CH	浙版传媒	183.8	14.14	7.78	55%	15.09	8.67	57%	4.7%
600373 CH	中文传媒	199.3	19.30	10.16	53%	19.67	10.55	54%	5.3%
601098 CH	中南传媒	236.2	13.99	10.78	77%	18.55	9.88	53%	4.2%
603230 CH	内蒙新华	39.8	2.68	0.53	20%	3.15	1.59	51%	4.0%
601019 CH	山东出版	239.4	16.80	8.14	48%	23.76	11.69	49%	4.9%
600757 CH	长江传媒	105.5	7.29	3.88	53%	10.16	4.85	48%	4.6%
600229 CH	城市传媒	48.3	3.36	1.32	39%	4.08	1.78	44%	3.7%
600551 CH	时代出版	57.3	3.44	1.21	35%	5.55	2.42	44%	4.2%
601928 CH	凤凰传媒	280.2	20.82	12.72	61%	29.52	12.72	43%	4.5%
601900 CH	南方传媒	126.3	9.43	4.15	44%	12.84	4.76	37%	3.8%
601811 CH	新华文轩	185.1	13.97	4.20	30%	15.79	4.94	31%	2.7%
000719 CH	中原传媒	116.5	10.32	3.89	38%	13.89	4.30	31%	3.7%
601999 CH	出版传媒	33.4	0.75	0.23	31%	1.12	0.34	30%	1.0%
605577 CH	龙版传媒	61.7	4.78	0.49	10%	3.44	0.36	10%	0.6%

注：市值以 2024 年 10 月 18 日收盘价计

资料来源：Wind、华泰研究

从估值、涨跌幅和盈利角度，我们也进行了比较，可见南方传媒在同业中也相对较优。如估值和年初至今涨跌幅均处于较低位置，24-26 年盈利预测 CAGR 处于相对靠上区间。

图表10：主要教材教辅出版标的盈利预测、估值和年初至今涨跌幅

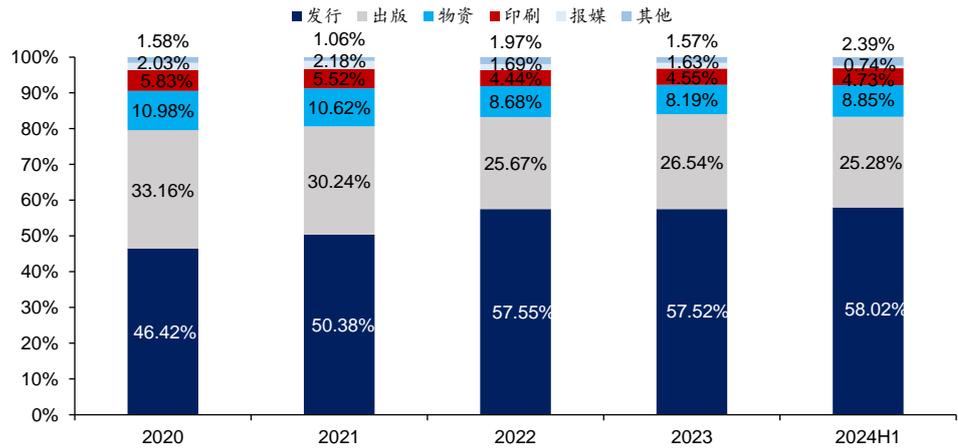
代码	股票名称	市值	PE(x)			归母净利 (亿元) (Wind 一致)			24-26 年 CAGR	年初至 今涨幅
			24E	25E	26E	24E	25E	26E		
601801 CH	皖新传媒	136.5	15.71	13.48	11.89	8.69	10.13	11.48	15%	4.8%
601921 CH	浙版传媒	183.8	16.18	14.94	13.82	11.36	12.30	13.30	8%	13.5%
600373 CH	中文传媒	199.3	11.12	10.40	9.77	17.93	19.16	20.41	7%	17.4%
601098 CH	中南传媒	236.2	16.29	15.26	14.26	14.50	15.48	16.56	7%	36.5%
601019 CH	山东出版	239.4	13.92	12.56	11.75	17.20	19.06	20.37	9%	27.5%
600757 CH	长江传媒	105.5	13.20	12.41	11.65	7.99	8.50	9.06	6%	22.5%
600229 CH	城市传媒	48.3	14.80	12.84	11.41	3.26	3.76	4.23	14%	-0.6%
600551 CH	时代出版	57.3	15.61	14.16	12.95	3.67	4.05	4.43	10%	13.6%
601928 CH	凤凰传媒	280.2	15.15	14.28	13.54	18.50	19.62	20.69	6%	31.1%
601900 CH	南方传媒	126.3	13.66	12.45	11.14	9.25	10.14	11.34	11%	13.4%
601811 CH	新华文轩	185.1	12.21	11.01	10.11	15.16	16.81	18.31	10%	14.4%
000719 CH	中原传媒	116.5	11.74	11.15	10.48	9.93	10.46	11.13	6%	22.1%

注：市值和估值以 2024 年 10 月 18 日收盘价计。我们只选取了有 Wind 一致预测的同类标的。为保持统一口径，对南方传媒也采用 Wind 一致预测，未采用华泰预测。

资料来源：Wind、华泰研究

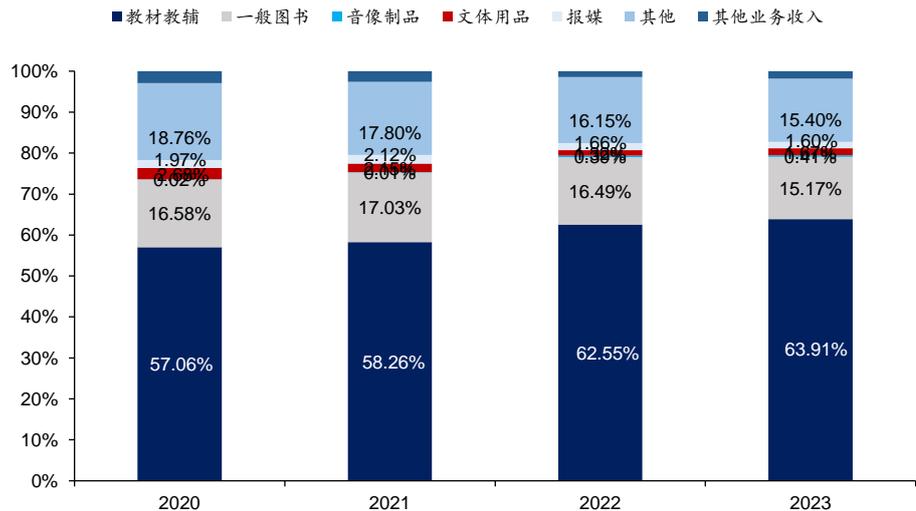
以教辅教材出版发行为主，全产业链布局

公司拥有出版、印刷、批发、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。公司聚合图书、期刊、报纸、音像、电子出版物、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。公司主营业务涵盖出版、发行、物资、印刷和报媒五大类业务，其中出版业务、发行业务收入为公司营收主要构成，21-23 年营收占比超 80%，是公司营收和利润的基础。公司出版发行业务主要包括教材、教辅和一般图书的出版和发行。

图表11：2020-24H1 年各项业务营业收入占比（不考虑内部抵消）


资料来源：公司公告、华泰研究

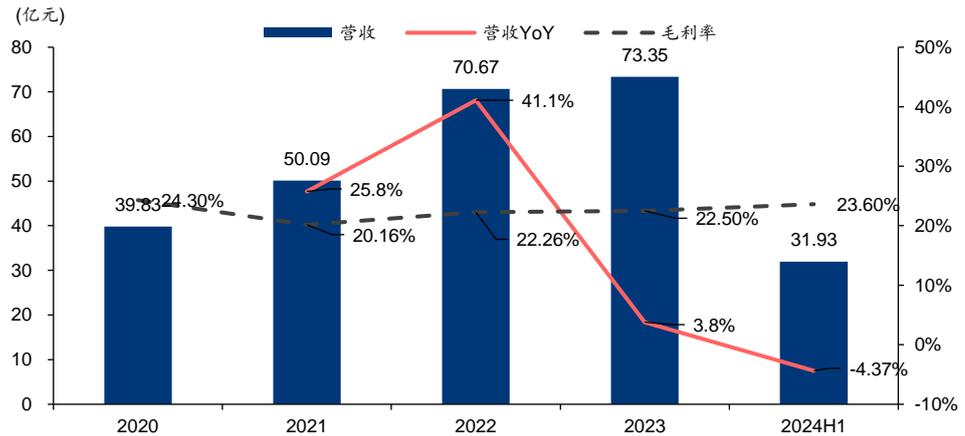
从产品来看，公司主要产品业务涵盖教材、教辅，一般图书，文化用品以及报媒，其中 2020-23 年教材、教辅以及一般图书产品收入占公司主营业务收入 70%-80%。

图表12：2020-2023 年各项产品营业收入占比（不考虑内部抵消）


资料来源：公司公告、华泰研究

发行业务：21-23 年营收稳健增长，毛利率稳中有升

公司发行业务以经营教材、教辅、一般图书、电子音像产品等出版物及文化用品批发、零售、连锁经营为主。公司旗下发行集团拥有遍布广东省的分销网络，至 2023 年末，发行集团拥有中心门店 200 家，校园书店 95 家，乡村书店 118 家，连锁经营网络覆盖全省 94 个市县城乡。同时，公司还积极开拓省外市场，努力扩大公司出版的粤版教材在全国中小学（包括高中）的市场份额。发行业务作为主要的收入来源，2021-23 年占总营收比重分别为 50.38%/57.55%/57.52%（不考虑内部抵消）。

图表13：2020-24H1 发行业务营收、营收同比增速和毛利率


资料来源：公司公告、华泰研究

发行业务近年来通过转型升级、发展相关多元产业，推动 21-23 年营收保持增长，2021-23 年发行业务营收分别为 50.09/70.67/73.35 亿元，分别同比增长 25.8%/41.1%/3.8%。发行业务的成本为商品销售成本，随着收入规模的扩大 21 年以来毛利率保持稳中有升态势。

积极顺应发行新趋势，短视频电商打造新业态。2022 年 5 月，公司旗下广东新华投资成立广东新荷传媒有限公司，开始探索全品类图书发行业务。新荷传媒利用新媒体公司的平台资源和新华书店线下网络优势，结合线上线下的复合型营销策略，定制书籍能够得到更有效的传播和推广，使渠道不仅作为销售终端，更成为品牌塑造和内容传播的重要载体。新荷公司的营销路径有两个层面：一是大主播带货，中小主播直播和投流，各渠道紧跟；二是短视频投流，外发直播间和外发传统电商平台。

出版业务：国家教材重要出版基地之一，毛利率稳中有升

公司出版业务分为教材出版、教辅出版、一般图书出版、电子出版物及音像制品、报刊。公司作为国家教材重要出版基地之一，拥有自主知识产权的粤版新课标教材，使用范围覆盖全国，数量和整体水平位居全国前列，在广东乃至全国均具有较高的市场占有率。

出版业务也为公司重要的营收构成，2021-23 年占总营收比重分别为 30.24%/25.67%/26.54%（不考虑内部抵消）。出版业务营收稳健增长，21-23 年营收 30.07/31.52/33.85 亿元，同比增长 5.68%/4.83%/7.38%；24H1 营收 13.91 亿元，略降 1.69%，主因 24H1 大众图书市场偏弱，一般图书业务承压。公司通过有效控制印刷成本等举措，保持了近年来毛利率稳中有升。

图表14：2020-24H1 年出版业务营收和毛利率



资料来源：公司公告、华泰研究

一般图书业务方面，24H1 图书零售市场码洋呈现出下滑态势，据北京开卷，24H1 图书零售市场码洋同降 6.20%。其中短视频电商渠道依然呈现正向增长态势，码洋同比增长 18.34%；实体店渠道依然呈现负增长，同比下降 4.05%；平台电商和垂直及其他电商分别下降 18.06%和 6.43%。

受此影响，24H1 公司一般图书业务承压。我们认为大众图书消费偏弱主要受外部环境影响，随着各项促增长政策相继出炉，宏观有望进一步转好，推动大众图书市场回升。据北京开卷，24 年 1-8 月图书零售市场同降 3.08%，较 24H1 降幅已有所收窄，显示 7-8 月行业已有所回暖。

人口资源&学龄人口结构有禀赋，为主业稳健发展提供基础

教育出版竞争格局相对稳定，国有属性强、壁垒高

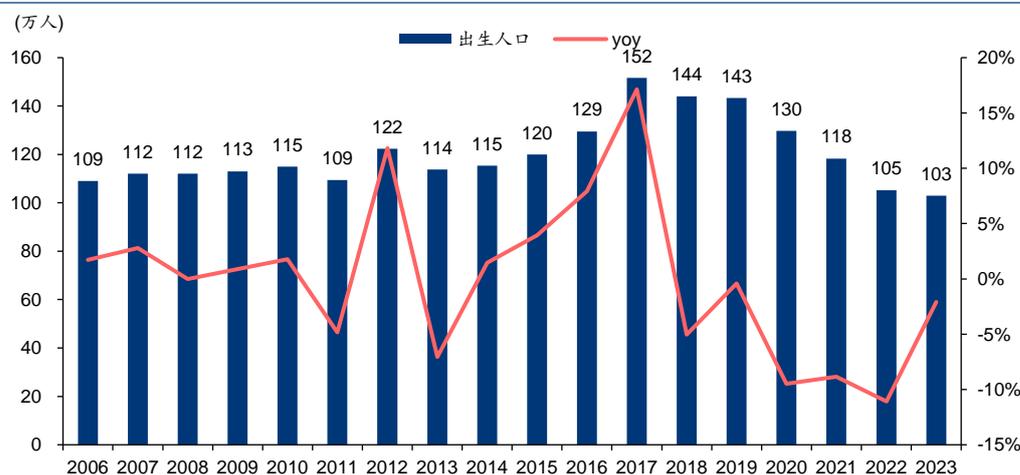
教育出版行业具有准入壁垒，竞争格局相对稳定。国内出版行业受国家监管严格，尤其教育和专业出版领域行业壁垒较高，目前已基本形成行政省及大型出版发行集团分布，省内垄断格局较为稳定。行业内对出版、发行教材教辅的企业要求和限制高于经营一般图书的企业，具备更强的区域垄断性，目前已基本形成每省一个的大型出版发行集团分布。

广东学龄人口结构相对全国有优势，短中期教辅教材收入持续增长可期

广东是我国的经济和人口大省，公司深度扎根广东，为主业提供坚实基础。具体而言可从潜在需求数量维度和支出水平维度进行分析。

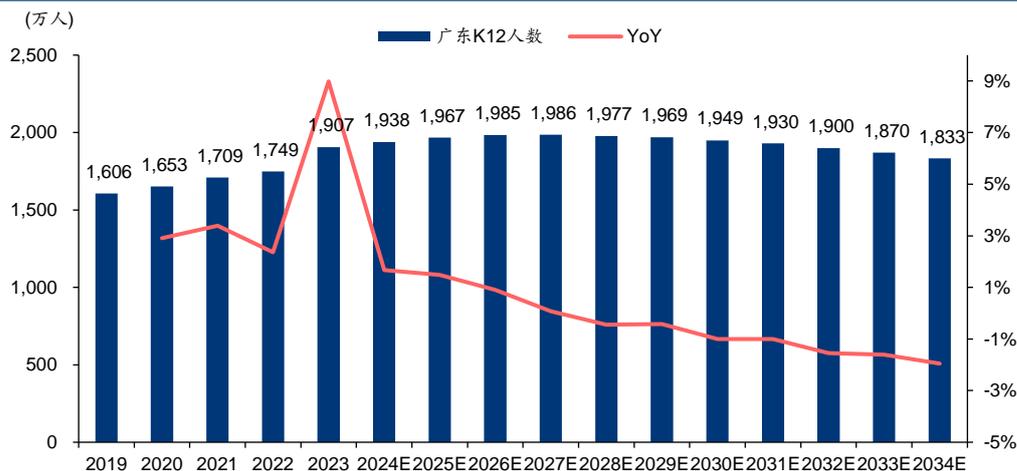
需求数量维度：广东省人口资源丰富，提供庞大的教材教辅市场。根据 2023 年年报，23 年末广东省常住人口 12,706 万人，比 22 年末增加 49 万人，其中全年出生人口 103 万人，出生率达 8.12‰，广东连续四年成为唯一一个出生人口超 100 万的省份，连续六年成为全国第一生育大省。

图表15：2006-2023 年广东省出生人口及增速



资料来源：广东省统计局、华泰研究

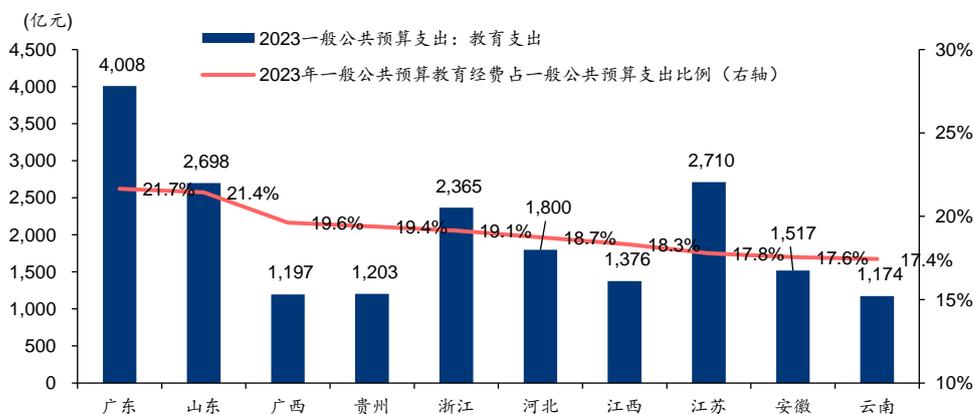
出生率下滑有时滞效应，我们预计 2024-27 年广东省内 K12 总数仍将增加。根据广东统计局，受益于“二孩”政策，广东省出生人数于 2017 年达到高峰，出生人数为 152 万，之后年出生人数呈下滑态势，但由于出生人口对 K12 人数影响有一定滞后（依入学时间约 6 年），当前 K12 基本盘依然稳固，且 2018-2021 年出生人数（即 24-27 年新入学学生数）仍大于 2006-2009 年出生人数（即 24-27 年高三毕业学生数），因而我们预计 2024-27 年广东省 K12 在校学生总数仍能保持增长。

图表16：2019-2034年（预计）广东省K12在校生规模


注：2024E-2034E 数据预测方法为：前一年存量K12人数加上适龄入学人口数（以6岁为基准，即6年前出生人口数，假设其中95%顺利入学），减去高中毕业生人数（以18岁为基准，即18年前出生人口数，假设其中60%进入高中）

资料来源：广东省统计局、华泰研究预测

教育支出维度：教育支出经费及占公共预算支出比例均位于全国前列。广东为经济大省，为教育资源投入提供丰富基础。同时教育支出在公共预算支出占比上也位于全国前列。据各省财政厅，2022与23年广东省教育支出规模分别达到3,871、4,008亿元，均位列全国第1名，占一般公共预算支出比重则达20.9%、21.7%，位列全国第3、1名。在教育支出经费规模及占公共预算支出比例上，广东省均在全国前列。

图表17：23年广东省教育经费支出规模及占一般公共预算支出比例位居全国第1


资料来源：省财政厅、华泰研究

教材教辅市场规模测算：

1、K12在校生规模测算逻辑见上文，即图16；

2、教材教辅数量：学科数我们依据教育部《义务教育课程方案和课程标准（2022年版）》和《普通高中课程方案》（2017年版2020年修订）进行估算。教材教辅数量，根据一教一辅政策，我们假设教辅与对应教材的比例为1:1。需要说明的是，目前一、二年级没有目录教辅。因而一、二年级的教材教辅数量等于学科数量。另外，由于一年是两学期，所以教材教辅数量还需乘以2。具体见图表18；

图表18：教材教辅数量及价格假设

年级	学科数	教材教辅数(册)	平均教材教辅数量(册)	平均教材教辅价格(元)
一年级	6	12		
二年级	6	12		
三年级	8	32		
四年级	8	32	12.67	8.27
五年级	8	32		
六年级	8	32		
初一	10	40		
初二	11	44	21.33	10.75
初三	11	44		
高一	11	44		
高二	11	44	18.67	14.80
高三	6	24		

注：1、学科数根据教育部《义务教育课程方案和课程标准（2022年版）》《普通高中课程方案》（2017年版2020年修订）大致估算；2、平均教材教辅价格根据广东教育出版社《关于2024年秋季广东省中小学教科书、教辅材料零售价格的公示》大致估算。
资料来源：教育部、广东教育出版社、华泰研究预测

3、平均教材教辅价格：根据广东省发展改革委员会等4部门印发的《关于印发中小学教材价格管理办法的通知》（粤发改规〔2022〕3号）和《广东省发展改革委、广东省新闻出版局、广东省教育厅、广东省市场监督管理局关于中小学教材价格的管理办法》有关规定，广东教育出版社公布了供应各学校2024年秋季使用的教材和目录教辅的零售价格，我们据此进行估算。

由于高中不在义务教育范围内，因而平均教材教辅价格相对较高。

图表19：2019-2034年（预计）广东省一教一辅市场规模测算

资料来源：Wind、教育部、广东统计局、华泰研究预测

根据我们的测算（见图19），可见广东省教材教辅市场规模在未来一段时间内依然将保持稳定略增，2031年之后市场规模才会出现明显下行拐点。

深化数智战略，拓展课后服务，AI 技术赋能

公司数字教材平台“粤教翔云”迅速发展，用户规模快速扩张。公司积极把握机遇，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。加快数字化教育发展，大力发展“粤教翔云数字教材应用平台”。该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%。平台整合人教版、北师大版等数字教材，实现义务教育阶段全学科、全学段覆盖；平台内有丰富的媒体教学资源，互动性强；平台打通“课前-课中-课后”三大教学环节，为教师日常教学场景提供资源支撑。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 1300 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。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。

图表20：粤教翔云数字教材及内嵌资源



资料来源：粤教翔云公众号、华泰研究

图表21：粤教翔云数字教材应用平台 V3.0 产品架构



资料来源：粤教翔云公众号、华泰研究

公司积极推进课后研学服务平台建设。公司积极把握“双减”政策机遇，推进“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。课后服务实行“一县一策”“一校一案”，23 年营收近 2 亿元。

积极探索“AI+教育”业务发展，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（老师）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。

不断推进“数智南传”发展战略，以信息化、数字化为企业高质量发展赋能增效。优化“数智南传”顶层设计，深化 ERP、BI 等重点项目建设，持续推动信息化建设与数字化转型总体规划落地实施。加大数字营销力度，顺应图书渠道变革趋势，升级营销模式和手段，持续释放自有新媒体矩阵的引流效应和爆品打造能力，延伸新媒体产品线。持续推进媒体深度融合，深化媒体专业化、特色化、品牌化建设，提升时代周报、时代财经、消费者报道、新周刊等媒体的专业度和影响力。

盈利预测与估值

公司教材教辅和一般图书业务为最主要营收组成，21-23 年两者营收占比合计均超过 100%（不考虑内部抵消）。其中教材教辅业务，我们认为广东 K12 在校生规模在 24-27 年依然将保持增长，构成该业务增长的基础；一般图书业务，我们认为受制于宏观环境，行业需求偏弱，24 年承压，后续随着宏观进一步转好有望恢复。根据开卷，24 年 1-8 月图书零售市场同降 3.08%，较 24H1（同降 6%）有所收窄，显示 7-8 月较上半年已有所回暖。综合看，我们预计 24-26 年归母净利润为 8.96/9.88/10.82 亿元，同比增速为 -30%/10.3%/9.4%。

图表22：盈利预测核心假设（单位：百万元）

核心假设	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,055	9,365	9,821	10,506	11,191
YoY	19.2%	3.4%	4.9%	7.0%	6.5%
教材教辅收入	7,793	8,303	9,108	9,639	10,166
YoY	31.0%	6.5%	9.7%	5.8%	5.5%
一般图书收入	2,054	1,971	1,631	1,884	2,140
YoY	18.2%	-4.1%	-17.3%	15.5%	13.6%
教材教辅毛利率	25.39%	25.61%	27.68%	28.00%	28.40%
一般图书毛利率	14.67%	15.05%	16.00%	17.80%	17.80%
综合毛利率	31.39%	31.83%	34.56%	34.90%	35.05%
期间费用率	18.63%	20.29%	21.19%	20.94%	20.61%
销售费用率	9.59%	10.49%	10.34%	10.20%	10.10%
管理费用率	9.41%	10.41%	10.90%	10.80%	10.60%
研发费用率	0.08%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
归母净利润	943	1,284	896	988	1,082
YoY	16.7%	36.1%	-30.2%	10.3%	9.4%

资料来源：公司年报、华泰研究预测

教材教辅业务：销售量上，广东省作为经济和人口大省，人口规模和教育支出在全国各省中保持领先，我们预计 K12 在校生规模在 24-27 年依然将保持增长，推动公司教材教辅业务销售量保持增长；单本定价上，广东省教育经费支出数额保持高位，但教材教辅定价也受政策严格监管，我们预计其单本定价仍将延续低增长态势。

具体盈利预测见图表 23。教材教辅营收可以拆解为教材教辅发行业务营收+教材教辅出版业务营收。其中教材教辅出版业务又包括自编教材教辅、租型教材教辅、统供外购教材。在销售量预测上，参考测算的 K12 在校生规模、具体业务类型进行假设；销售单价根据上文，假设保持定价增长；码洋折扣根据具体业务类型，参考往年进行假设。

图表23：教材教辅业务盈利预测（单位：百万元）

核心假设	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
教材教辅营收	7,793	8,303	9,108	9,639	10,166
1、教材教辅发行					
销售量（百万册）	626	601	649	678	705
yoy	19.4%	-4.0%	8.0%	4.5%	4.0%
销售码洋	6435	6931	7710	8219	8718
单本定价（元/册）	10.28	11.53	11.88	12.12	12.36
yoy	25%	12%	3%	2%	2%
营业收入	5,211	5,481	6,168	6,575	6,975
码洋折扣	81%	79%	80%	80%	80%
2、教材教辅出版					
1) 自编教材教辅					
销售量（百万册）	176	282	299	309	319
yoy	-27.4%	60.4%	6.0%	3.5%	3.3%
销售码洋	2,650	3,215	3,510	3,706	3,904
单本定价（元/册）	15.08	11.41	11.75	11.98	12.22
yoy	21%	-24%	3%	2%	2%
营业收入	1,085	1,485	1,544	1,630	1,718
码洋折扣	41%	46%	44%	44%	44%
2) 租型教材教辅					
销售量（百万册）	191	179	182	184	186
yoy	-8.3%	-6.5%	2.0%	1.0%	1.0%
销售码洋	1,481	1,466	1,540	1,587	1,635
单本定价（元/册）	7.75	8.21	8.45	8.62	8.80
yoy	3%	6%	3%	2%	2%
营业收入	852	987	1,032	1,063	1,095
码洋折扣	58%	67%	67%	67%	67%
3) 统供外购教材					
销售量（百万册）	134	65	67	67	68
yoy	130%	-51%	2%	1%	1%
销售码洋	944	441	454	463	472
单本定价（元/册）	7.05	6.76	6.83	6.89	6.96
yoy	1%	-4%	1%	1%	1%
营业收入	645	350	363	370	378
码洋折扣	68%	79%	80%	80%	80%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

结合上文所述，我们预计公司教材教辅业务 24-26 年营收为 91.08/96.39/101.66 亿元，同比增长 9.7%/5.8%/5.5%。

一般图书业务：受行业偏弱影响，24 年大众图书市场承压。开卷报告统计，24 年 H1 整体图书零售市场依然呈现负增长，码洋同比下降 6.20%。同时受制于电商平台竞争激烈，行业打折幅度较大，进一步对从业单位营收构成压力。根据《2024 年半年度主要经营数据的公告》，公司上半年一般图书出版业务营收同降 17.21%。但根据开卷，24 年 1-8 月图书零售市场同降 3.08%，较 24H1 有所收窄，显示 7-8 月较上半年已有所回暖。我们预计短期内行业依然将承压，影响公司该业务营收，25-26 年外部环境将有所好转，营收将止跌回升。综合以上因素，我们预计一般图书业务 24-26 年营收为 16.31/18.84/21.4 亿元，同比增速 -17.3%/15.5%/13.6%。

具体盈利预测见图表 24。一般图书营收可以拆解为一般图书发行业务营收+一般图书出版业务营收。在销售量和单价预测上，24 年参考 24 年上半年实际、以及行业第三方统计进行假设，25-26 年假设随着宏观回暖，增速将提升；码洋折扣根据具体业务类型，参考往年进行假设。

图表24：一般图书业务盈利预测（单位：百万元）

核心假设	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一般图书营收	2,054	1,971	1,631	1,884	2,140
1、一般图书发行					
销售量（百万册）	79	89	84	91	98
yoy	75%	14%	-6%	8%	8%
销售码洋	2,171	2,719	2,413	2,736	3,103
单本定价（元/册）	27.61	30.40	28.64	30.07	31.57
yoy	-29.0%	10.1%	-5.8%	5.0%	5.0%
营业收入	1,510	1,436	1,158	1,368	1,583
码洋折扣	70%	53%	48%	50%	51%
2、一般图书出版					
销售量（百万册）	49	53	50	53	55
yoy	10%	7%	-6%	6%	5%
销售码洋	2,025.42	2,800.98	2,485.49	2,713.66	2,934.82
单本定价（元/册）	41.08	52.98	49.91	51.40	52.95
yoy	5%	29%	-6%	3%	3%
营业收入	544	535	472	516	558
码洋折扣	27%	19%	19%	19%	19%

资料来源：华泰研究预测

毛利率方面：

教材教辅业务方面，我们预计由于广东省教育基本面稳健且向好，且公司通过控制纸张成本，带动毛利率上升。据24年半年报，24H1公司综合毛利率34.21%，同比提升2.74pct。将带动24年毛利率趋稳并小幅提升，我们预计24-26年毛利率分别为27.68%/28%/28.4%；一般图书业务同样受益于纸张等成本控制，我们预计其毛利率相对23年将提升，并趋于稳定。根据《2024年半年度主要经营数据的公告》，公司上半年一般图书出版业务毛利率同比提升0.63pct。因而我们预计24-26毛利率分别为16%/17.8%/17.8%。综上，我们预计24-26年综合毛利率为34.56%/34.9%/35.05%。

期间费用方面：

- 1) 销售费用率：公司主业稳健增长，储备丰富优质图书出版与发行资源，随着营收规模扩大，我们预计销售费用率将基本保持稳中略降，其中24年销售费用率参考24上半年（10.34%），假设24-26年销售费用率为10.34%/10.2%/10.1%；
- 2) 管理费用率：我们对24年管理费用率假设参考24上半年（10.97%），我们认为公司主营业务模式完善，内部管理水平持续提升，随着营收规模扩大，未来管理费用率将略有下降，假设24-26年管理费用率为10.9%/10.8%/10.6%；
- 3) 研发费用率：公司大力拥抱AI，积极发展创新业务，我们预计研发费用将有所提升，但考虑营收规模也将增长，我们预计研发费用率将保持稳定，24-26年研发费用率为0.1%/0.1%/0.1%。

可比公司估值

我们选取与公司整体业务相似的其他国有出版公司作为可比公司进行分析，具体选取中南传媒、山东出版、凤凰传媒、皖新传媒与长江传媒进行比较。25年可比公司Wind一致PE均值约为14X，南方传媒作为教材教辅与一般图书行业龙头企业，背靠广东省，经济和人口资源丰富，加之大力发展AI+等创新业务，我们给予公司2025年16X PE估值，对应目标价17.6元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表25：可比公司估值表（Wind一致预期，2024年10月18日）

证券代码	证券简称	预期来源	总市值（亿元）	PE			归母净利润（亿元）		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601098 CH	中南传媒	Wind一致预期	236.2	12.7	16.3	15.3	18.5	14.5	15.5
601019 CH	山东出版	Wind一致预期	239.4	10.1	13.9	12.6	23.8	17.2	19.1
601928 CH	凤凰传媒	Wind一致预期	280.2	9.5	15.1	14.3	29.5	18.5	19.6
601801 CH	皖新传媒	Wind一致预期	136.5	14.6	15.7	13.5	9.4	8.7	10.1
600757 CH	长江传媒	Wind一致预期	105.5	10.4	13.2	12.4	10.2	8.0	8.5
			平均			14X			

资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

- 1) K12 人数不及预期。K12 人数受人口流入流出、常住人口出生率等影响，存在不及预期的风险。
- 2) 政策监管风险。公司主业为教材教辅、大众图书出版发行，政策监管为重要影响因素，存在监管趋严风险。
- 3) 创新业务发展不及预期。公司大力发展创新业务，近年来成效显著，但也受制于宏观经济环境、市场竞争等因素，存在不及预期的风险。

免责声明

分析师声明

本人，朱璐、周钊，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及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，华泰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。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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱璠、周钊本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司