

长江传媒（600757.SH）

湖北省内出版发行翘楚，全产业链布局+数字化创新驱动提质增效

- 公司是湖北省国资出版企业领导者，聚合图书、期刊、报纸、音像、电子出版物、新媒体等多种介质，形成涵盖“编、印、发、供、媒”的全产业链。教材教辅和一般图书产品的品牌优势显著，已经形成口碑效应，具备稳定的销售渠道和持续增长的客户群体。公司全产业链布局出版发行行业，数字化转型的创新成果显著，业绩增长韧性高。我们预计 2024/2025/2026 公司将实现归母净利润 9.61 亿/11.34/ 11.96 亿元。首次覆盖给予强烈推荐评级。
- 长江传媒是湖北长江出版传媒集团的控股子公司，是一家集了编辑、印刷、发行、出版物资贸易的出版全产业链，并逐步向融媒体、数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等产业延伸的跨领域、多介质、长链条发展的大型综合性文化企业。2004 年，经湖北省委、省政府批准，湖北长江出版集团成立；2007 年，湖北长江出版传媒集团正式成立；2011 年 10 月 20 日，公司成功登陆 A 股市场，正式在上海证券交易所挂牌交易，成为湖北省首家 IPO 上市的国有文化企业。
- 营业收入和扣非归母净利润保持稳定增长。2019 至 2023 年，公司营收分别达到 76.71/66.75/60.23/62.95/67.59 亿元，其中 2021 至 2023 年实现净利润同比稳定增长；公司归母净利润分别达到 7.86/8.17/6.97/7.29/10.16 亿元，除 2021 年外，均实现归母净利润同比增长，其中 2023 年增长率达到了 39.27%。
- 区位优势：湖北省内的出版发行翘楚，区位优势先行铸就护城河。公司业务根植于湖北省，享受人口红利。2023 年公司省内业务营收占比为 91.05%，毛利率高于省外业务 14.3pcts，为公司利润的基础。湖北省区位优势明显，为经济大省、人口大省、教育大省、文化大省，K12 在校人数超 600 万，人口红利显著，为公司主营业务发展和创新业务拓展创造了有利条件。湖北省教育经费保持高增速，教育文化娱乐价格涨幅走强，经济优势显著。同时湖北省历史文化底蕴深厚，近水楼台助力产出特色作品。
- 产业链优势：全链条一体化助力降本增效，探索新业态开行业风气之先。公司拥有涵盖“编、印、发、供、媒”的一体化全产业链条。公司聚焦出版发行全产业链，并逐步向数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等领域拓展，积极探索“出版+文创”、“出版+研学”、“出版+物流”、“出版+金融”等新业态，着力开辟产业新赛道，形成多元支撑的现代产业体系。
- 创新优势：数字化转型持续拓新，深度赋能业务场景。抢抓战略机遇期，数字化转型提速。公司抢抓国家、湖北文化教育数字化战略的机遇期，大力实施“数字化转型”专项行动，深度布局数字管理、数字阅读和数字教育三大核心业务，借助数字技术赋能，加快构建从内容提供、平台建设到终端服务的数字出版产业形态和产业链，推动产业数字化和数字产业化。
- 资金优势：分红金额稳定可观，现金流表现优异成为压舱石。公司的分红

强烈推荐（首次）

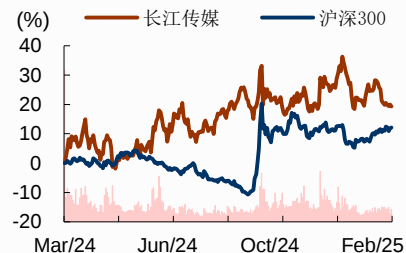
TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：8.5 元

基础数据

总股本（百万股）	1214
已上市流通股（百万股）	1213
总市值（十亿元）	10.3
流通市值（十亿元）	10.3
每股净资产（MRQ）	7.6
ROE（TTM）	9.3
资产负债率	33.4%
主要股东	湖北长江出版传媒集团有限
主要股东持股比例	56.31%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	1	21
相对表现	-8	-19	8



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
刘玉洁 研究助理
liuyujie1@cmschina.com.cn

金额和股息率企稳于较高水平。公司近年实施积极的分红政策，现金分红的金额总体呈提升趋势。2023 年分红金额达 4.85 亿元，创历史新高。公司 21-23 年平均股息率为 5.97%，在 18 家区域性上市国有出版发行集团中表现优异位于行业前列，展现公司回馈股东的能力和意愿较强。2023 年公司期末现金及现金等价物余额为 14.31 亿元，2024Q1-3 的期末现金及现金等价物余额为 11.99 亿元，账上现金储备充足，充沛、稳定的现金流为公司未来的创新与转型、经营活动、并购活动、分红提供了有力支持。

- 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司是湖北省国资出版企业领导者，区位优势显著，主营业务稳健发展，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 71.71/76.66/81.67 亿元，同比增速分别为 6%/7%/7%。实现归属母公司所有者净利润分别为 9.61 亿/11.34/ 11.96 亿元，同比增速分别为 -5%/18%/6%，对应 PE 分别为 10.7/9.1/8.6 倍。
- 风险提示：新业务拓展不及预期的风险、AIGC 技术发展和数字化转型升级的风险、成本变动的风险、出生人口数量下滑风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	6295	6759	7171	7666	8167
同比增长	5%	7%	6%	7%	7%
营业利润(百万元)	796	956	1124	1196	1259
同比增长	2%	20%	18%	6%	5%
归母净利润(百万元)	729	1016	961	1134	1196
同比增长	5%	39%	-5%	18%	6%
每股收益(元)	0.60	0.84	0.79	0.93	0.99
PE	14.1	10.2	10.7	9.1	8.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、跨领域、多介质、长链条发展的大型综合性文化企业.....	5
1、公司简介：跨领域、多介质、长链条发展的大型综合性文化企业.....	5
2、股权结构：国资背景优势显著，背靠湖北出版集团.....	5
3、管理层：管理团队结构合理，具备丰富行业经验.....	6
4、业务分析：坚守出版主业，拓展创新发展。.....	7
5、财务分析：营业收入和扣非归母净利润保持稳定增长，现金储备充足.....	8
二、行业资质审核严格，市场格局稳定.....	10
1、资质审核严格，国有属性较强.....	10
2、一般图书零售市场短暂承压，线上销售渠道增速较快.....	10
3、教辅类码洋比重大，发展势头良好.....	12
三、多重优势得天独厚，打造新质竞争力跑出差异化优势.....	13
1、区位优势：湖北省内的出版发行翘楚，区位优势先行铸就护城河.....	13
2、产业链优势：全链条一体化助力降本增效，探索新业态开行业风气之先...15	15
3、创新优势：数字化转型持续拓新，深度赋能业务场景.....	18
4、资金优势：分红金额稳定可观，现金流表现优异成为压舱石.....	21

图表目录

图 1：长江传媒发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2024Q3）.....	6
图 3：2019-2024H1 主营业务营业收入构成（百万元，未剔除内部抵消）.....	7
图 4：2019-2024H1 主营业务分业务毛利率.....	7
图 5：2019-2024Q3 年公司营业收入及同比增速.....	8
图 6：2019-2024Q3 年公司归母净利润及同比增速.....	8
图 7：2019-2024Q1-3 公司费用率表现.....	9
图 8：2019-2024Q1-3 公司盈利能力表现.....	9
图 9：2019-2024Q1-3 公司期末现金及现金等价物.....	9
图 10：2019-2023 年中国一般图书零售市场总规模.....	11
图 11：2024 年整体图书零售市场渠道结构.....	11
图 12：2024 年中国一般图书零售市场各类读物码洋占比（前十）.....	12

图 13: 2013-2023 年湖北省出生人口数量.....13

图 14: 2019-2023 年湖北省 K12 在校学生数量13

图 15: 2019-2023 年湖北省普通高中招生人数14

图 16: 2023 年全国普通高中录取率排名前十的省份14

图 17: 2021-2023 年湖北省教育经费情况.....14

图 18: 2021-2023 年湖北省居民消费价格涨幅与教育文化娱乐价格涨幅对比 14

图 19: 公司旗下的二级子公司16

图 20: 倍阅文创孵化的 IP 系列产品17

图 21: “倍阅文创在线”共享服务平台提供的专题设计服务17

图 22: 长江出版传媒文化科技园18

图 23: 江夏物流产业园.....18

图 24: 长江传媒的数字化转型业务布局19

图 25: “长江出版智云”整体架构.....20

图 26: 长江云数字农家书屋网页版.....21

图 27: “长少学习”APP 页面21

图 28: 2019-2023 年现金分红总额和股利支付率.....22

图 29: 2019-2024Q1-3 经营活动产生的现金流量净额情况23

图 30: 2019-2024Q1-3 公司期末现金及现金等价物余额23

表 1: 公司管理层概况（截至 2024Q3）6

表 2: 2024 年 Q1-3 我国区域性上市国有出版发行集团信息10

表 3: 长江传媒出版发行的关于湖北省特色文化的书籍15

表 4: 长江研学 2024 夏令营17

表 5: 2021-2023 年我国区域性上市国有出版发行集团的平均股息率22

表 6: 分产品营业收入预测.....24

附：财务预测表26

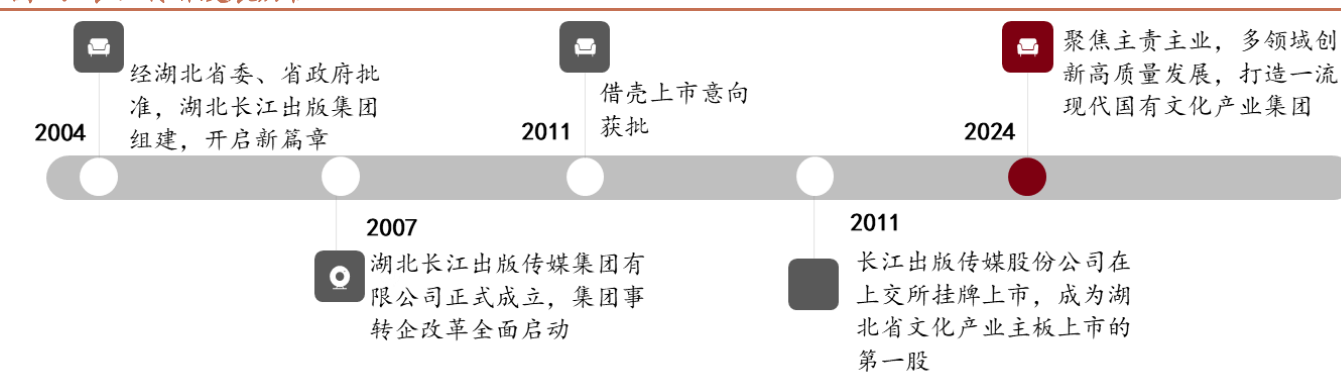
一、跨领域、多介质、长链条发展的大型综合性文化企业

1、公司简介：跨领域、多介质、长链条发展的大型综合性文化企业

长江传媒是湖北长江出版传媒集团的控股子公司，是一家集合了编辑、印刷、发行、出版物贸易的出版全产业链，并逐步向融媒体、数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等产业延伸的跨领域、多介质、长链条发展的大型综合性文化企业。2004 年，经湖北省委、省政府批准，湖北长江出版集团成立；2007 年，湖北长江出版传媒集团正式成立；2011 年 10 月 20 日，公司成功登陆 A 股市场，正式在上海证券交易所挂牌交易，成为湖北省首家 IPO 上市的国有文化企业。

坚守出版主业，拓展创新发展。公司主要业务包括 1) 传统出版业务：一般图书、教材教辅、报刊的出版业务，图书、报刊、电子音像制品、数码产品的发行业务，图书、报刊印刷和纸质包装品印刷业务，印刷物资自主采购和销售业务等。2) 创新发展业务：融媒体、数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等创新发展业务。公司成立以来，坚守传统出版主责主业，不断拓展经营包括融媒体、出版服务教育、出版数字化转型、海外版权输出、文化产业投资、电子商务等创新发展业务，成为了一家掌握图书、报纸、期刊、音像、电子、网络、动漫等多种媒介，涵盖出版全产业链，融媒体、数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融多领域发展，传统出版和创新业务齐头并进的大型综合性文化企业。

图 1：长江传媒发展历程



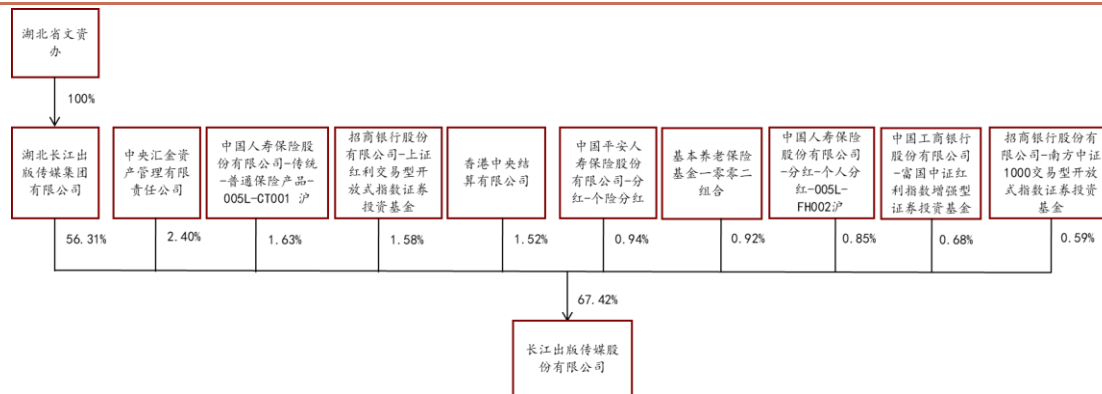
资料来源：公司官网，招商证券

2、股权结构：国资背景优势显著，背靠湖北出版集团

股权集中，背靠湖北出版集团，国资背景优势显著。截至 2024Q3，公司实际控制人为湖北省文资办。湖北长江出版传媒集团有限公司为公司第一大股东，持股比例 56.31%。前十大股东共持股 67.42%，股权结构集中，国资背景特征优势显著。

公司拥有编、印、发、供出版全产业链，旗下拥有多家子公司。长江传媒旗下有 18 家子（分）公司，包括 11 家图书报刊出版单位，1 家数字出版公司，6 家专业性文化单位。

图 2：公司股权结构（截至 2024Q3）



资料来源：公司官网，招商证券

3、管理层：管理团队结构合理，具备丰富行业经验

公司管理层构成合理，行业经验丰富。长江传媒管理层多数为研究生及以上学历，专业涵盖经济学、文学、法学、企业管理等领域，与公司所在出版发行行业高度对口，具备传媒出版行业专业知识技能和政府部门、国有企业多年工作经验，管理理论和实践经验丰富。

表 1：公司管理层概况（截至 2024Q3）

姓名	职务	任职时间	过往经历
黄国斌	董事长	2022 年 10 月 27 日	经济学博士,中共党员,2017 年 4 月至 2019 年 4 月任湖北省教育厅副厅长、党组成员、湖北省委高校工委委员;2019 年 4 月至 2019 年 12 月任湖北省教育厅副厅长、党组成员、湖北省委教育工委委员;2019 年 12 月至 2022 年 10 月任湖北长江出版传媒集团有限公司党委副书记、总裁;2022 年 10 月至今任长江出版传媒股份有限公司董事,2022 年 11 月至今任湖北长江出版传媒集团有限公司党委书记、董事长,长江出版传媒股份有限公司党委书记、董事长。
李植	董事	2023 年 8 月 14 日	党校研究生学历。曾任湖北省长江产业投资集团有限公司综合办公室主任,湖北省农业信贷担保有限公司董事长、总经理、法定代表人,长江出版传媒股份有限公司党委委员、副总经理,现任湖北长江出版传媒集团有限公司党委委员、长江出版传媒股份有限公司党委副书记、总经理。
廖生彪	监事会主席	2019 年 4 月 19 日	哲学学士。曾任湖北省委宣传部理论处处长、长江出版传媒股份有限公司纪委副书记、长江出版传媒股份有限公司党委委员、纪委书记;2019 年 4 月至今任长江出版传媒股份有限公司党委委员、纪委书记、监事会主席。

王勇 总会计师 2017 年 3 月 20 日

硕士研究生学历,高级会计师。2012 年 12 月至 2017 年 3 月任长江出版传媒股份有限公司财务部部长;2017 年 3 月至 2017 年 11 月任长江出版传媒股份有限公司总会计师、财务部部长;2017 年 11 月至今任长江出版传媒股份有限公司总会计师。

冷雪 董事 2016 年 12 月 5 日

大学学历, 历任长江出版传媒股份有限公司战略与投资委员会办公室主任、长江出版传媒股份有限公司董事、董事会秘书、长江出版传媒股份有限公司党委委员、董事、董事会秘书、湖北长江出版传媒集团有限公司董事, 现任湖北长江出版传媒集团有限公司董事, 长江出版传媒股份有限公司党委委员、董事、董事会秘书

董事会秘书 2016 年 12 月 5 日

章雪峰 副总经理 2024 年 3 月 5 日

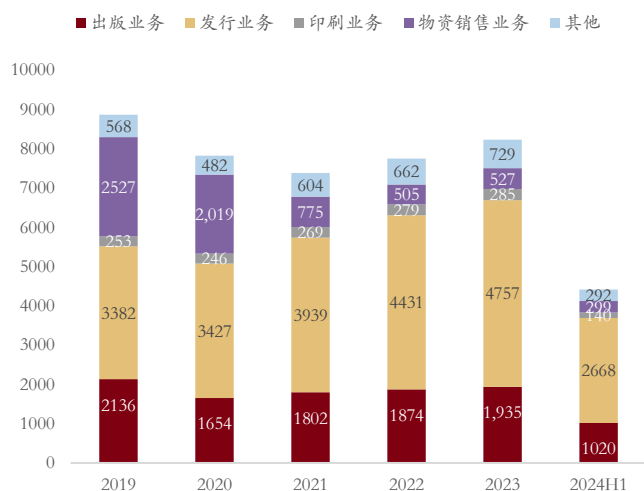
历史学硕士。曾任湖北科学技术出版社有限公司总编辑,现任长江出版传媒股份有限公司党委委员,湖北科学技术出版社有限公司执行董事、总经理。

资料来源: 同花顺、招商证券

4、业务分析: 坚守出版主业, 拓展创新发展。

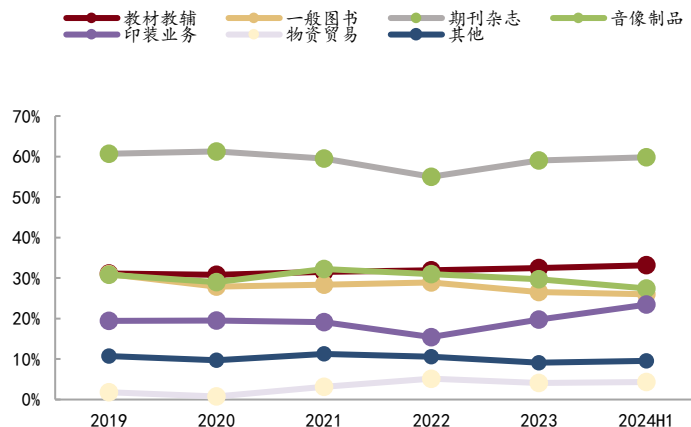
公司主营业务包括出版、发行、印刷、物资销售四大类别, 其中出版业务、发行业务收入占公司主营业务收入 60%以上, 是公司营收和利润的基础。2024 年 H1, 公司出版、发行业务收入分别为 10.20 亿元、26.68 亿元, 合计占公司主营业务收入 80%以上(未剔除内部抵消), 为公司收入和利润的基础。近年来, 公司出版发行主业坚挺, 营收稳步增长。公司出版发行业务主要包括教材教辅、一般图书的发行, 教材教辅和一般图书、期刊杂志持续贡献营收。

图 3: 2019-2024H1 主营业务营业收入构成(百万元, 未剔除内部抵消)



资料来源: 同花顺、招商证券

图 4: 2019-2024H1 主营业务分业务毛利率



资料来源: 同花顺、招商证券

教材教辅: 公司背靠湖北人口、教育大省, 享有教材发行业务资质, 教材教辅为公司带来稳定的收入, 贡献利润较大。在 2021/2022/2023 分别实现营收 43.11/47.66/51.14 亿元, 营收占比分别为 58.34/61.49/62.11%。

敬请阅读末页的重要说明

一般图书：一般图书业务为公司收入贡献的重要组成部分，在 2021/2022/2023 分别实现营收 14.08/13.32/13.62 亿元，营收占比分别为 19.06/17.19/16.54%。

公司创新发展业务包括融媒体、数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等多个领域。公司通过打造融媒体矩阵进行营销推广，利用数字技术开展数字出版，拓展出版 + 教育服务生态圈，布局投资金融与文化创意产业，以及开展海外出版拓展业务，实现多领域协同发展。

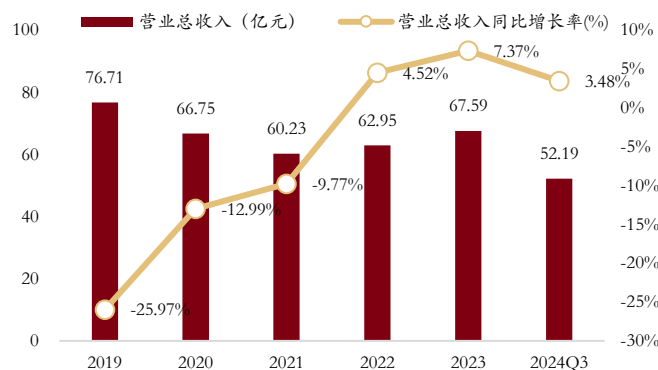
爱立方：爱立方（股票代码：836859），是长江传媒旗下专注于学前教育板块的子公司。提供包括托育产品、幼教产品、幼小衔接产品、智库产品在内的涵盖 0-6+ 岁学前年龄阶段的，可一站式获取平台教学视频的学前教育产品，并着力于在教育装备，幼教，托育等方面进行智库开发，目前该子公司已在新三板上市。

长江数字：长江数字是长江传媒负责数字阅读板块的全资子公司，提供包括长江出版智云、出版数字化产品加工、知识服务、网络小说出版平台、电子音像出版、公共数字化阅读服务等数字出版相关服务。

5、财务分析：营业收入和扣非归母净利润保持稳定增长，现金储备充足

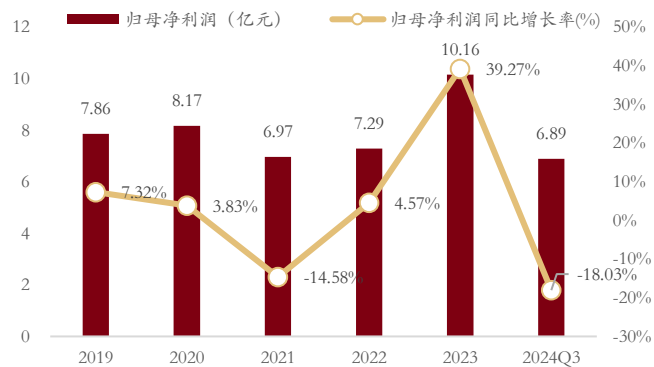
营业收入和扣非归母净利润保持稳定增长。2019 至 2023 年，公司营收分别达到 76.71/66.75/60.23/62.95/67.59 亿元，其中 2021 至 2023 年实现净利润同比稳定增长；公司归母净利润分别达到 7.86/8.17/6.97/7.29/10.16 亿元，除 2021 年外，均实现归母净利润同比增长，其中 2023 年增长率达到了 39.27%。

图 5：2019-2024Q3 年公司营业收入及同比增速



资料来源：同花顺、招商证券

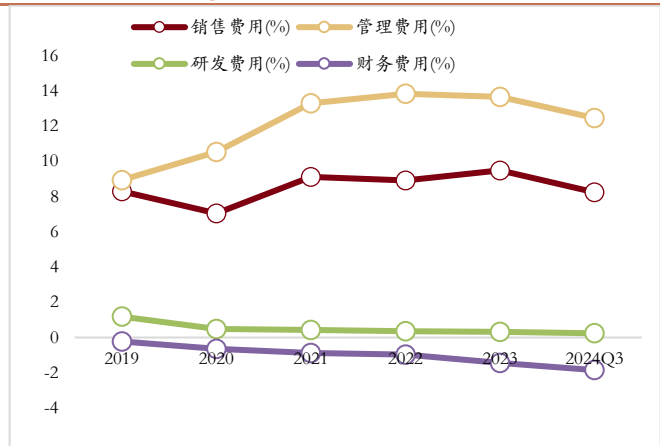
图 6：2019-2024Q3 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：同花顺、招商证券

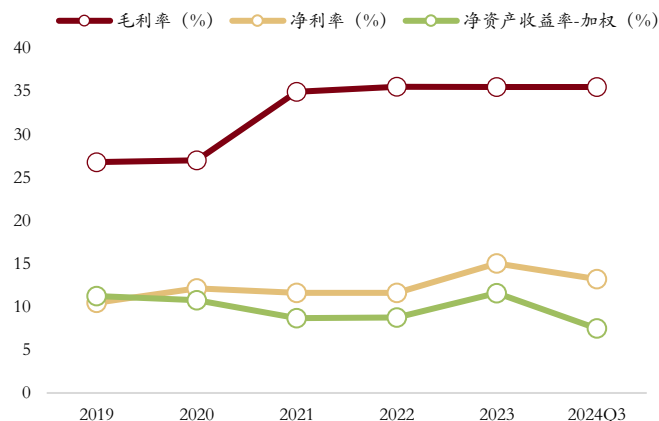
公司费用端控制良好，盈利能力稳定。公司不断优化费用管理，管理费用率自 2023 年 13.67% 降到 2024 年 Q1-3 的 12.47%；销售费用率近两年有所浮动；财务费用方面近年来利息收入增加大于支出。公司毛利率几年来维持稳定上升趋势，保持在 35% 左右，主要得益于毛利较高的一般图书和教材教辅业务。净利率呈上升趋势，2023 年公司净利率达 15.03%，2024Q1-3 公司受税收政策影响，净利率回落至 13.22%。

图 7：2019-2024Q1-3 公司费用率表现



资料来源：同花顺、招商证券

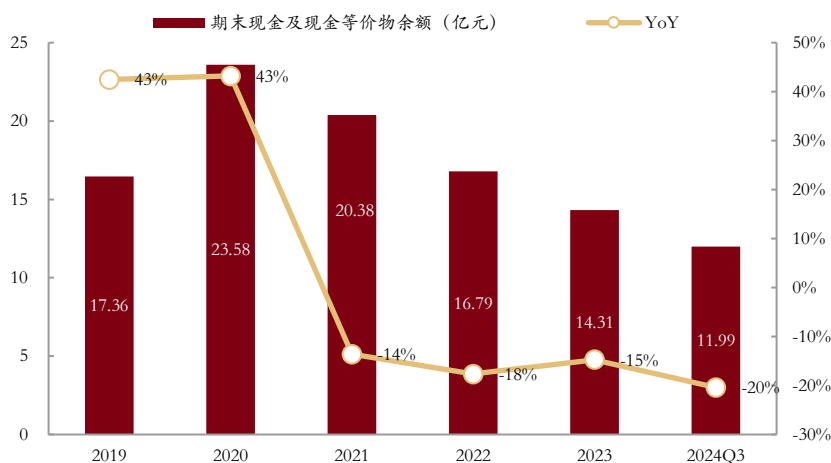
图 8：2019-2024Q1-3 公司盈利能力表现



资料来源：同花顺、招商证券

公司现金储备充足。2020年至2024Q1-3，公司货币资金分别为23.61/20.43/16.84/14.34/12.03亿元，货币资金占总资产比重分别为21.57/17.47/13.50/10.84/8.60%。2020年至2024Q1-3公司期末现金及现金等价物保持在10亿元以上。

图 9：2019-2024Q1-3 公司期末现金及现金等价物



资料来源：同花顺、招商证券

二、行业资质审核严格，市场格局稳定

1、资质审核严格，国有属性较强

图书出版与发行资质审核较为严格，我国以国有企业为主。《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》规定出版物印刷、发行等文化类企业国有资本必须控股 51%以上，各地方政府将旗下出版集团和发行集团打包成为区域性国有出版集团来进行上市融资。地方出版集团具备牌照优势和股权优势，在区域内有较高的地位。

表 2：2024 年 Q1-3 我国区域性上市国有出版发行集团信息

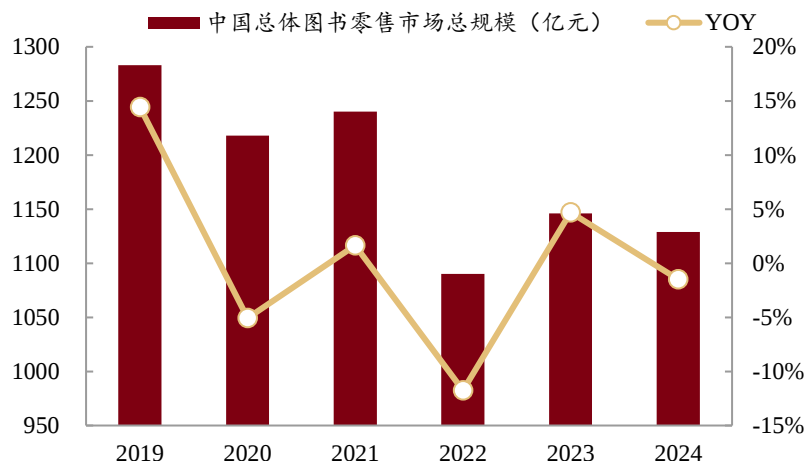
证券名称	主要市场	营业收入(亿元)	净利润(亿元)
凤凰传媒	江苏	95.60	13.63
中南传媒	湖南	93.66	10.34
浙版传媒	浙江	70.94	4.37
皖新传媒	安徽	83.38	8.24
山东出版	山东	85.15	9.68
新华文轩	四川	84.38	9.34
中文传媒	江西	67.52	7.48
中原传媒	河南	66.99	5.24
南方传媒	广东	64.78	6.09
时代出版	安徽	62.76	3.26
长江传媒	湖北	52.19	6.90
出版传媒	辽宁	17.91	0.39
城市传媒	山东	19.31	1.31
龙版传媒	黑龙江	14.02	2.24
内蒙新华	内蒙古	14.69	2.96
读者传媒	甘肃	7.73	0.72
新华传媒	上海	7.97	0.10

数据来源：同花顺、招商证券

2、一般图书零售市场短暂承压，线上销售渠道增速较快

一般图书零售市场短暂承压。中国图书零售市场（只考虑 To C 零售渠道，不包括教材教辅的集中发行）在 2017-2019 年之间保持着 10%以上的增速，2020 年受疫情因素影响首次出现负增长。2022 年中国总体图书零售市场码洋约为 1100 亿元，较 2021 年同比下降 10%以上，主要是由于疫情、大厂裁员、居民收入下降等影响因素，一定程度上抑制了大众消费的意愿。但随着二十大报告对新时代出版工作指明方向，实体书店转型升级深入以及政府扩大对书店的扶持政策，2023 年中国总体图书零售市场有所反弹，码洋规模约为 1150 亿元，同比增长约 5%，2024 年，受外部经济大环境影响，大众消费更加谨慎，中国总体零售市场码洋约为 1129 亿，同比下降约 1.52%。

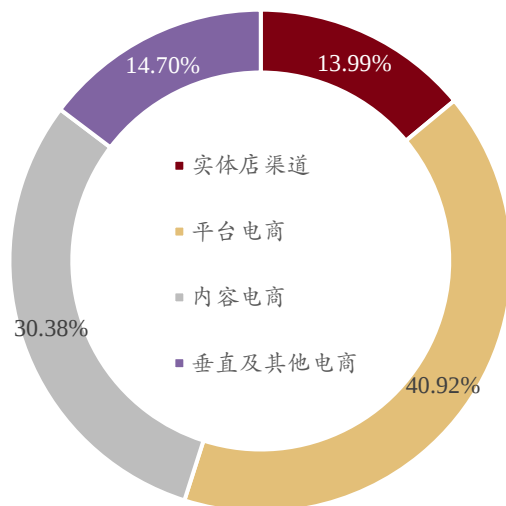
图 10: 2019-2023 年中国一般图书零售市场总规模



资料来源：北京开卷，招商证券

内容电商码洋占比超过实体店渠道零售占比，保持高速增长态势。线上图书销售模式从最早的自营电商到现在的平台电商、内容电商，目前内容电商作为新兴电商，更加吸引用户的注意力，从零售图书码洋规模占比看，平台电商码洋规模占比最高，超过 40%，其次是内容电商，码洋比例超过 30%，是第二大销售渠道；实体店渠道所占码洋比重仅为 13.99%。

图 11: 2024 年整体图书零售市场渠道结构

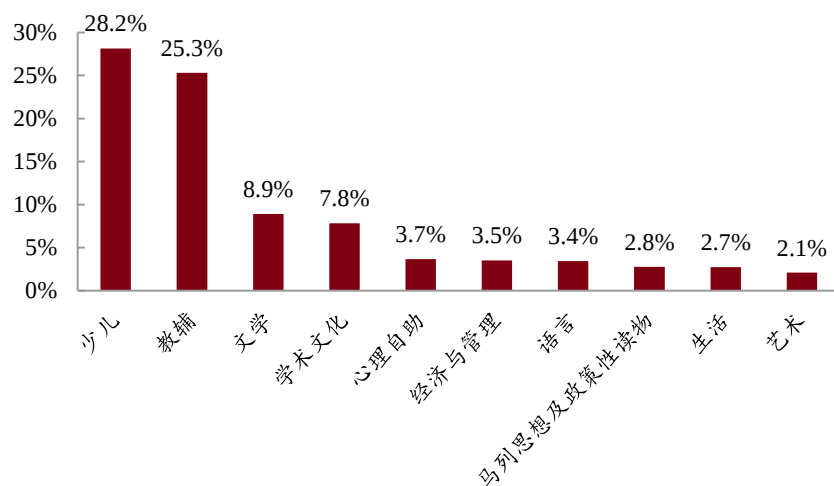


资料来源：北京开卷，招商证券

3、教辅类码洋比重较大，发展势头良好

教辅类码洋占比较高，发展势头良好。从 2024 年各类图书的码洋构成来看，少儿类是码洋比重最大的类别，教辅类码洋比重位居第二，占比为 25.3%，占比较 23 年增加 8.2%。随着三孩政策的落地以及父母对教育重视程度进一步提升，少儿图书以及教材教辅需求有望持续释放。

图 12：2024 年中国一般图书零售市场各类读物码洋占比（前十）



资料来源：北京开卷，招商证券

教材教辅为刚需市场，受宏观经济和政策影响较小。教辅教材的核心目标群体为中小學生，相对于一般图书，教辅教材需求较为刚性，受到宏观经济和政策的影响较小，在我国使用高考选拔人才的制度模式下，预计教材教辅需求会保持旺盛。同时，教材教辅价格受到国家政策的限制，定价权未市场化，整个教材教辅市场取决于在校学生人数。

三、多重优势得天独厚，打造新质竞争力跑出差异化优势

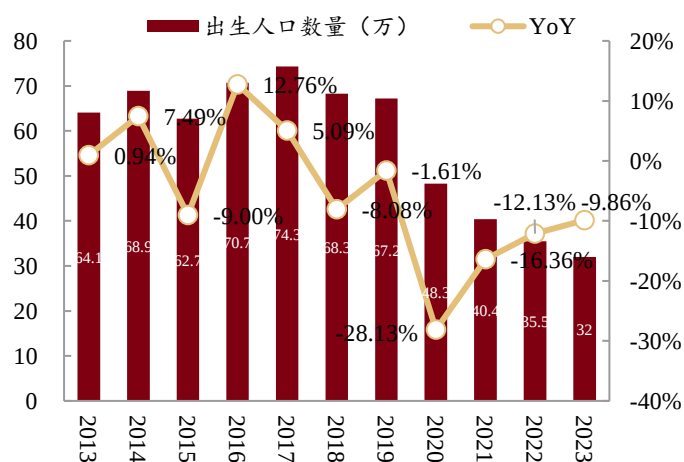
1、区位优势：湖北省内的出版发行翘楚，区位优势先行铸就护城河

公司业务根植于湖北省，享受人口红利。2023 年公司省内业务营收占比为 91.05%，毛利率高于省外业务 14.3pcts，为公司利润的基础。湖北省区位优势明显，为经济大省、人口大省、教育大省、文化大省，K12 在校人数超 600 万，人口红利显著，为公司主营业务发展和创新业务拓展创造了有利条件。

湖北省新出生人口下滑，但短期内对公司业绩影响有限。2016 年和 2017 年为湖北省人口出生高峰，2018-2023 年，出生人口数量逐步下跌，人口规模下降明显。但 2016-2019 年的高基数出生人口逐步入学会推动 2022-2025 年湖北省 K12 在校人数继续增长。2019 年之后新出生人群入学时，即 2026 年之后，公司主营业务会受到出生人口数量下跌的影响。

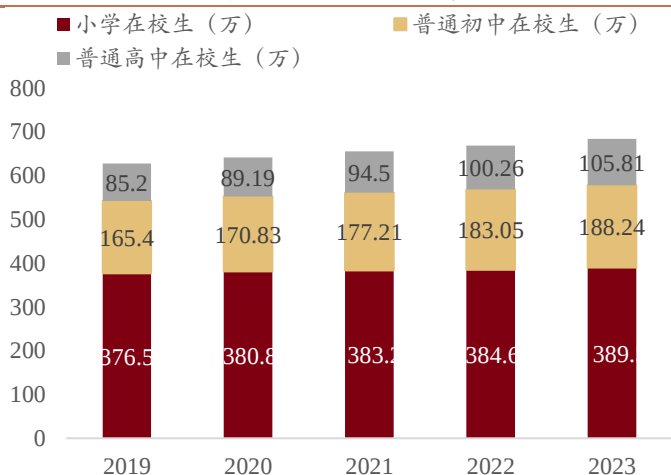
湖北省普高招生人数逆势增长，或成未来教辅消费主力。湖北省 K12 在校学生数量超 600 万，基数庞大。2014-2019 年高基数出生人口在五年后将步入高中阶段，且湖北省普通高中录取率较高，2023 年达 60.31%，在全国 31 个省份中位列第十，或继续推高普通高中的招生人数，扩充教辅消费的主力人群数量。由于高中阶段学生的教辅刚性需求增强，人均持有教辅数量增加，对教辅的购买力增强，教育性支出增长出现结构性改善，能够对冲新出生人口数量下跌带来的不利影响，因此，虽然湖北省新出生人口下滑，但预计对公司业绩影响有限。

图 13: 2013-2023 年湖北省出生人口数量



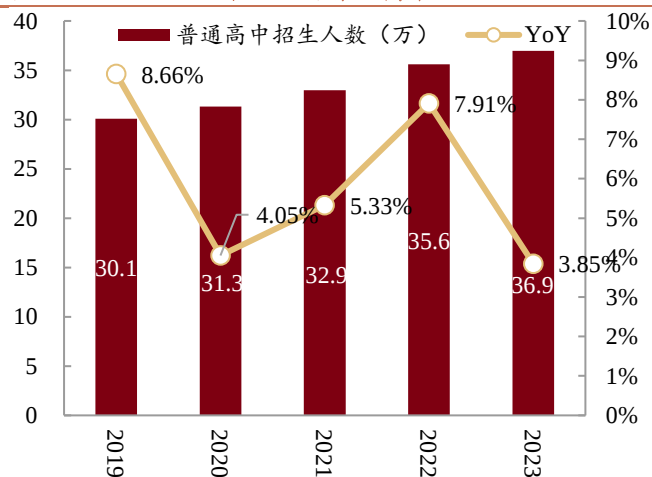
资料来源：湖北省统计局、招商证券

图 14: 2019-2023 年湖北省 K12 在校学生数量



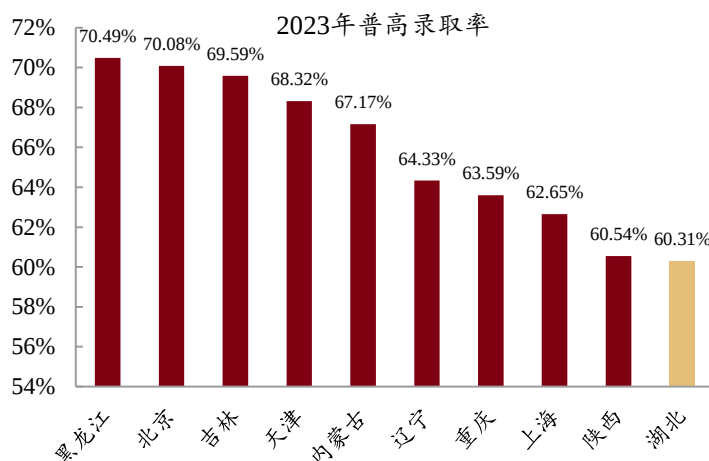
资料来源：湖北省国民经济和社会发展统计公报、招商证券

图 15: 2019-2023 年湖北省普通高中招生人数



资料来源: 湖北省国民经济和社会发展统计公报、招商证券

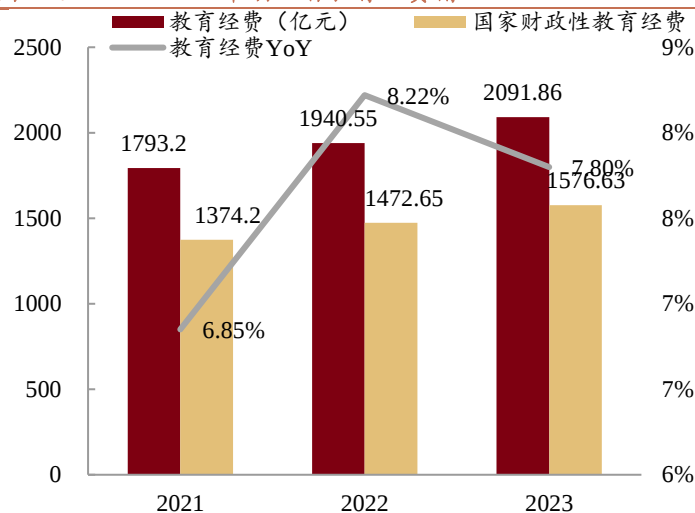
图 16: 2023 年全国普通高中录取率排名前十的省份



资料来源: 21 世纪经济报道、招商证券

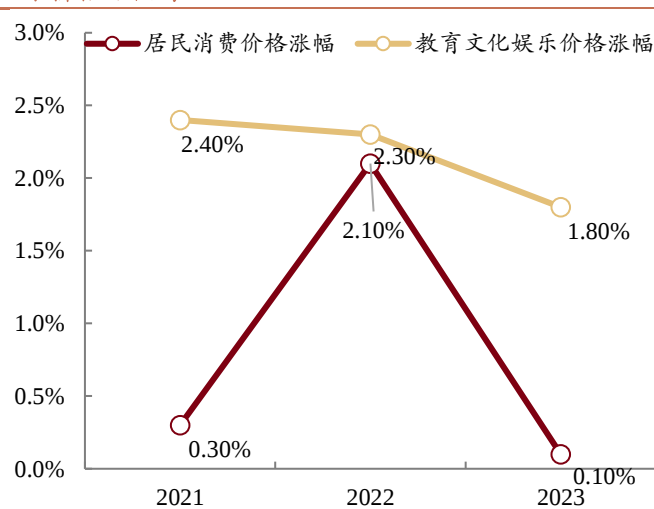
湖北省教育经费保持高增速，教育文化娱乐价格涨幅走强，经济优势显著。2021-2023 年，湖北省教育经费总投入依次为 1793.2/1940.55/2091.86 亿元，同比分别增长 6.85%/8.22%/7.80%，其中国家财政性教育经费分别为 1374.2/1472.65/1576.63 亿元，均保持持续增长态势，表现出湖北省在教育经费总投入和增长比例上较强的财政支持力度。2021-2023 年湖北省教育文化娱乐价格涨幅分别为 2.40%/2.30%/1.80%，均高于同期居民消费价格涨幅的 0.30%/2.10%/0.10%，说明湖北省消费者对教育服务、教育文化用品的消费意愿持续走强，教育文化娱乐价格向上拉动居民消费价格，消费能力和经济优势凸显。

图 17: 2021-2023 年湖北省教育经费情况



资料来源: 湖北省教育厅、招商证券

图 18: 2021-2023 年湖北省居民消费价格涨幅与教育文化娱乐价格涨幅对比

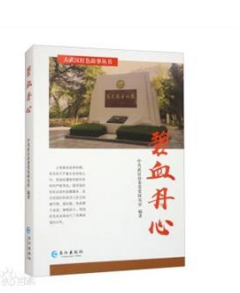
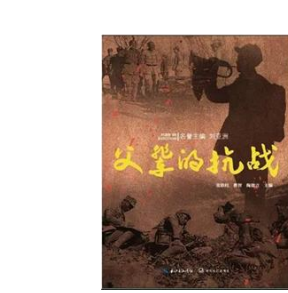


资料来源: 湖北省国民经济和社会发展统计公报、招商证券

湖北省历史文化底蕴深厚，近水楼台助力产出特色作品。湖北省是长江文明重要发源地、楚文化发祥地、革命文化富集地，历史底蕴深厚，文化环境优良，为公司发展文化产业提供了丰富的内容资源，有利于公司出版发行独具地域文化特色的经典作品，打造特色系列品牌：如有关长江文明的书籍《家住长江边》、《长江！长江！》、《长江的微笑：中国长江江豚保护手记》、《神鱼驮屈原》等，讲述楚文化的作品《荆楚文化史》、《楚艺术全集》、《楚国的货币》、《楚国青铜器文物艺术》等，以及记述中国革命历史的书籍《中流砥柱：中国共产党在

抗战中的地位 and 作用》、《武汉沦陷史》、《碧血丹心》、《父辈的抗战》等。

表 3：长江传媒出版发行的关于湖北省特色文化的书籍

湖北省特色文化	长江传媒出版发行的相关书籍
长江文明	   
楚文化	   
革命文化	   

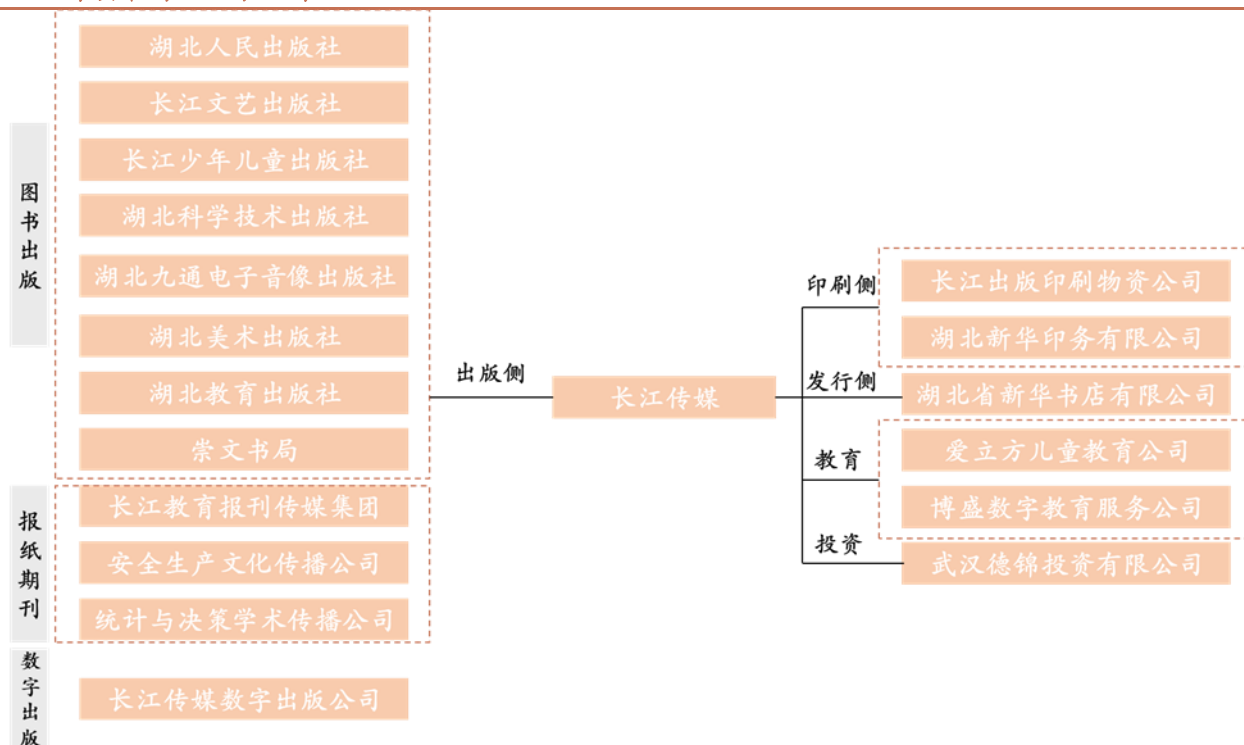
资料来源：百度百科、招商证券

2、产业链优势：全链条一体化助力降本增效，探索新业态开行业风气之先

公司拥有涵盖“编、印、发、供、媒”的一体化全产业链条。公司产业布局完整，经营业务包括图书、报纸、期刊、音像、电子、网络等多种媒介，目前已形成涵盖“编、印、发、供、媒”的全链条、跨媒介、多业态发展格局。

通过子公司实现细分领域的精细覆盖，助力降本增效。公司旗下有二级子（分）公司 18 家，包括湖北人民出版社、长江文艺出版社、湖北教育出版社、崇文书局、湖北长江报刊传媒集团等 11 家图书报刊出版单位，1 家数字出版公司湖北长江传媒数字出版公司，湖北省新华书店有限公司、湖北新华印务公司、长江出版印刷物资公司等 6 家专业性文化单位，各子公司专门负责精研和覆盖产业链的细分环节，帮助公司打通产业链上下游进行一体化联动，有效降低交易成本，减少资源损耗，形成较强的市场竞争力。

图 19：公司旗下的二级子公司



资料来源：公司官网，招商证券

产业链各细分环节独具特色，持续夯实差异化竞争优势。 **出版侧：**获得人民教育出版社中小学教科书同步类公告教辅湖北省内独家出版授权，旗下 7 家出版社拥有中小学教辅材料出版资质。各出版单位已打造亿元级产品线 9 条、五千万元级以上产品线 15 条、千万元级以上产品线 39 条。旗下湖北美术社、长江少儿社在细分领域较具优势，公司美术类图书以 6.51% 的实洋占有率在全国排名第三、少儿类图书以 3.32% 的实洋占有率排名第八。 **发行侧：**打造“教育服务平台+倍阅网”线上发行服务体系、推动公告教辅、课外读物、市场型教辅等全面向线上销售，截止 24 年 H1，春季读物、公告教辅、市场型教辅、读书活动用书等在 2 个平台实现全品种上线，净预售额达 4.39 亿元，较 2023 年秋季增长 92.9%。 **销售侧：**公司所属湖北省新华书店集团以打造区域性中盘为目标，快速拓展连锁市场，目前已建成 78 家发行分公司、440 余家实体书店，以及京东、天猫、拼多多、抖音等多个线上电商销售平台，线上线下一体化的销售服务体系日渐完善。 **媒体侧：**建成线上微店 84 家，打造“微店+微信社群+短视频+公众号宣传”微生态圈，通过“视频号+微店”双平台积极开展全省联合直播和单店直播，24H1 开展直播活动 300 余场，带动微店销售 3300 万码洋、同比增长 33%。

积极探索新业态，推进产业强链延链放大优势。公司聚焦出版发行全产业链，并逐步向数字阅读、在线教育、文化创意、投资金融等领域拓展，积极探索“出版+文创”、“出版+研学”、“出版+物流”、“出版+金融”等新业态，着力开辟产业新赛道，形成多元支撑的现代产业体系。

“出版+文创”业务蓬勃发展，倍阅文创成为 IP 建设先锋。倍阅文创于 2019 年 4 月成立，所属于长江传媒旗下的子公司湖北省新华书店集团。公司已打造倍阅、BestU、研之有物等三大主要文创品牌。公司坚持线上线下并重，线下依托湖北

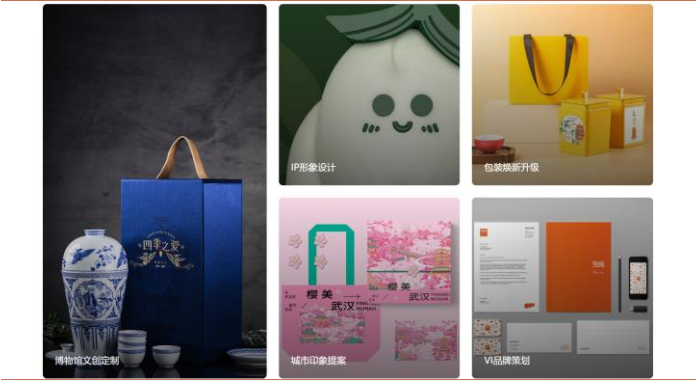
省新华书店集团旗下中心门店、校园书店以及特色书店打造销售基地，同时打通山西新华、江苏新华等省外新华系统渠道，增加辐射力；线上开设淘宝企业店铺、拼多多店铺、抖音小店，入驻学习强国-强国城-文创专区。同时 24 年 9 月“倍阅文创在线”共享服务平台正式上线，打造“一站式”文化创意服务供应链共享平台。该平台聚合了设计、生产、服务三段资源，具备 IP 形象设计、包装焕新升级、城市印象提案、VI 品牌策划等设计服务，已孵化出长江城市礼物系列、倍阅书香系列、遇见猫系列、四季之爱系列新品等。

图 20：倍阅文创孵化的 IP 系列产品



资料来源：倍阅文创公众号、招商证券

图 21：“倍阅文创在线”共享服务平台提供的专题设计服务



资料来源：“倍阅文创在线”官网、招商证券

“长江研学”品牌力持续提升，文旅融合打造出版业的新增长极。2019 年，公司按照集团关于文旅产业发展的总体部署，全力打造研学品牌“长江研学”，充分发挥新华书店在湖北省 15 个地市州的渠道优势，以研学服务、课程开发、基地（营地）运营的“三位一体”的模式开展研学实践活动。近年来已成功组织了省内 20 多个地区的学校近 10 万名学生参加研学活动。

疫情后出游场景复苏叠加研学成为教育新风尚，助推公司文旅业务规模扩张。2024 年，公司打造“翰林少年 圆梦北京游学营”、“极客启航 飞天逐梦荆门游学营”、“探学海之广博 品名校之厚重武汉游学营”等精品夏令营，深受广大青少年学生的青睐。

表 4：长江研学 2024 夏令营

夏令营名称	费用	时间	行程亮点
探学海之广博 品名校之厚重武 汉游学营	288 元/人	1 天	武汉大学：武汉大学牌楼、万林艺术博物馆、樱花大道、樱花、城堡、梅园餐厅用餐。 华中农业大学：华中农业大学博物馆、校园书店、华中农业大学校史馆。
极客启航 飞天 逐梦荆门游学营	1988 元/人	24 年 8 月 5 日-8 月 8 日（4 天）	Day1: 开营仪式、参观荆门爱飞客航空小镇、在极客公园的幻境球幕影院观看影片《飞跃神州》； Day2: 真人 CS 攻防对战、安-26 真机体验+模拟逃生、学生动手完成掐丝珐琅作品、观看航空电影等； Day3: 航模大课堂、航空文化馆 VR 体验+水火箭制作、学生晚会活动； Day4: 参观漳河水库、沿爱飞客小镇环库公路行军。
穿越古今品江南 江苏游学营	2740 元/人	24 年 7 月 9 日-7 月 12 日、7 月 23 日-7 月 26 日、8 月 6 日-8 月 9 日、8 月 13 日至 8 月 16 日（4 天）	Day1: 参观南京博物馆； Day2: 参观游览中华恐龙园、峡谷餐厅享用晚餐； Day3: 参观环球动漫嬉戏谷； Day4: 参观苏州拙政园。

古今穿越 寻梦
徽州黄山游学营

2980 元/人 (14 岁以下)、3240 元/人 (14 岁以上)

24 年 7 月 15 日-7 月 19 日、8 月 12 日-8 月 16 日 (5 天)

Day1: 出发前往黄山、餐厅举行开营仪式;
Day2: 参观雕刻艺术博物馆并参与戒尺雕刻体验; 走进徽州古城, 进入徽墨工厂探究徽墨古法工艺;
Day3: 研学世界遗产地宏村、感受徽派建筑、认知徽州园林植物、进行《徽派园林》实景课;
Day4: 深入茶山体验徽州名茶古法制作工艺和徽式茶礼、做客地道徽州农家学做包袱饺、感受徽州地道糕点、亲手制作徽州烧饼、参观徽州文化博物馆。

翰林少年 圆梦
北京游学营

4280 元/人

24 年 7 月 12 日-7 月 16 日 (5 天)

Day1: 圆梦见面会: 与清北学霸面对面、专家讲座: 梦想大会;
Day2: 参观天安门广场、故宫博物院、天坛、听讲座清北学霸话当年;
Day3: 参观国家科技馆、圆明园、清华大学/北京大学;
Day4: 攀登长城、结营晚会: 璀璨之夜·奏响华章;
Day5: 精英课堂讲座: 五种关系·成长年轮、总结回顾: 清北之约·圆梦计划。。

资料来源: 公司公众号、招商证券

出版+物流产业协同发展, 聚合效应凸显。公司以长江传媒文化科技园、江夏物流基地等重大项目建设为牵引, 25 年 1 月 8 日, 长江出版传媒文化科技园项目一期主体结构全面封顶。该项目是集教材仓储物流中心、绿色印刷中心、出版交易中心、出版文化产业供应链管理中心等功能于一体的大型现代化出版文化产业基地, 建成后可实现教材教辅及图书年发货 80 亿码洋、教材教辅年印刷 45 万令 (一令为五百张纸)、出版印刷物资及纸质包装文化产品和类文化产品发货 10 万吨、第三方物流年货物周转量 35 万吨。对于补强区域文化与物流产业, 实现“出版+物流”的双向互济具有重大战略意义。

图 22: 长江出版传媒文化科技园



资料来源: 倍阅文创公众号、招商证券

图 23: 江夏物流产业园

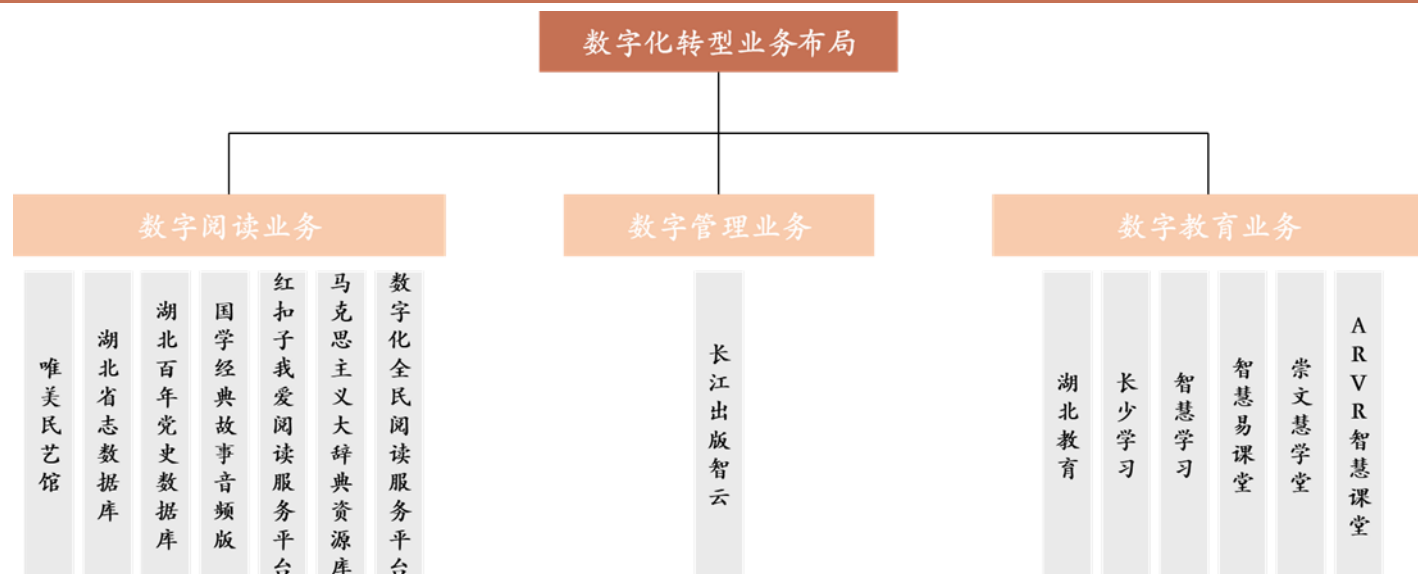


资料来源: 湖北长江文化地产投资管理有限公司新闻、招商证券

3、创新优势: 数字化转型持续拓新, 深度赋能业务场景

抢抓战略机遇期, 数字化转型提速。公司抢抓国家、湖北文化教育数字化战略的机遇期, 大力实施“数字化转型”专项行动, 深度布局数字管理、数字阅读和数字教育三大核心业务, 借助数字技术赋能, 加快构建从内容提供、平台建设到终端服务的数字出版产业形态和产业链, 推动产业数字化和数字产业化。

图 24：长江传媒的数字化转型业务布局

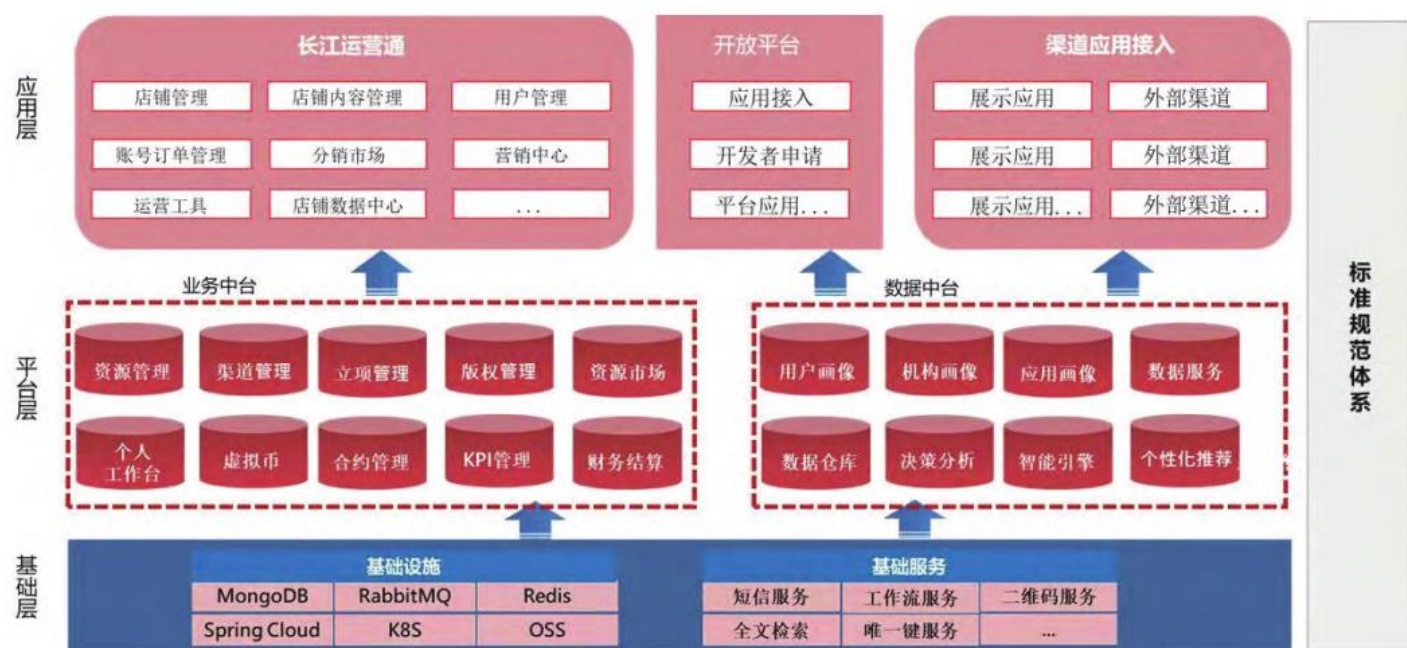


资料来源：公司年报、中国出版传媒商报、鲸平台公众号、招商证券

数字管理业务：公司推出的融合出版新基建工程“长江出版智云”于2020年上线运行。“长江出版智云”用于支撑融合出版业务开展的基础设施平台，可以向各出版单位提供内容资源管理、数字产品发布、统一渠道运营等方面的工具化服务，实现对数字资产的有效管理和增值应用，助力打造数字化文化消费新场景，积极促进出版行业融合发展。

“长江出版智云”采用“大中台、轻前台”的架构，分层设计，搭建基础层、平台层、应用层三大层级，面向编辑、出版单位、用户等不同用户角色提供相应模块化的使用工具。其中，基础层提供基础设施与技术服务，实现了服务的广泛复用，同时也为接入平台的应用提供了基础服务；平台层包括业务中台与数据中台两部分，采用类中台模式设计，业务中台主要提供面向公共的、可共享的需求聚合服务；应用层提供不同对象、不同场景下具备不同功能的前端应用。**创新点和亮点突出：**1) 引入虚拟币机制，提升线上资源交换效率；2) 开发运营通工具模块，助力入驻单位打造自有品牌店铺；3) 创新版权管理方式，支持线上“握手”机制，版权管理的概念不再局限于实体出版物的版权，而是外延到用户、资源、数据的统一集中管理；4) 搭建多维可视化数据展示系统，助力决策分析。

图 25：“长江出版智云”整体架构



资料来源：伏羲云公众号、招商证券

数字阅读业务：公司数字阅读、数字出版项目迎来密集落地期：“湖北省志数据库”、“湖北百年党史数据库”、“红扣子我爱阅读服务平台”等一批重点融合出版项目顺利实施、“唯美民艺馆”等重点项目实施和结项、《国学经典故事》（音频版）成为全国首份“全民阅读有声数字藏书”、“梨子提琴”“龙月”数字资源被国家图书馆数字馆收藏、《马克思主义大辞典》融媒体资源库实现迭代升级。

数字公共文化服务逆势而上。公司在大众阅读领域数字内容资源聚集度显著提升，完成数字化生产工具配置和数字化全民阅读服务平台开发，包括数字农家书屋、数字职工书屋、数字馆配、数字校园书屋等一体化解决方案，打通不同形态的阅读体验。如“长江云阅读”数字农家书屋运用信息技术，创新性地将资源与平台、内容和渠道完美融合。产品通过PC网站、微信阅读平台以及长江云数字阅读机，为全省农民提供权威、专业、全面的数字化阅读服务。截止至2024年7月，湖北数字农家书屋平台的注册用户量近800万，总访问量超过1亿次。

图 26：长江云数字农家书屋网页版



资料来源：长江云数字农家书屋网页，招商证券

数字教育业务：公司不断创新教辅数字化产品，积极探索“互联网+”营销模式，各出版单位依托教材教辅打造了“湖北教育”、“智慧易课堂”、“长少学习”、“智慧学习”、“崇文慧学堂”、“AR/VR 智慧课堂”等数字品牌产品，累计注册用户近 700 万。

图 27：“长少学习”APP 页面



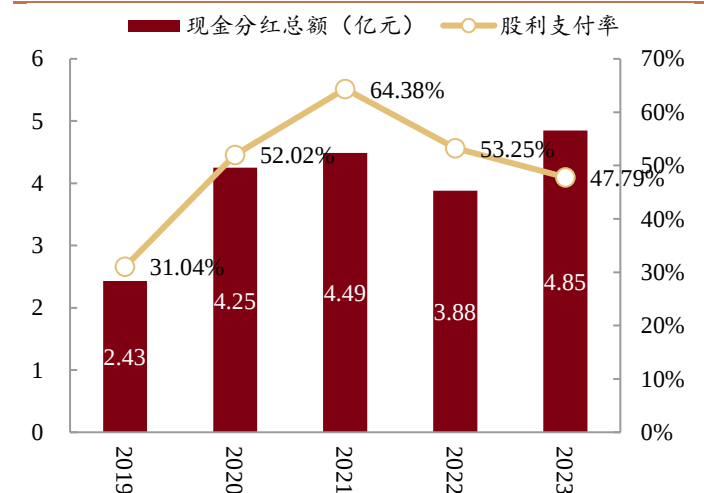
资料来源：长少学习 APP，招商证券

4、资金优势：分红金额稳定可观，现金流表现优异成为压舱石

分红金额和股息率企稳于较高水平。公司近年实施积极的分红政策，现金分红的金额总体呈提升趋势，2019-2023 年的分红率分别为 31.04%、52.02%、64.38%、

53.25%、47.79%，在 22 年达到峰值后稍有回落，仍稳定在 50%左右，2023 年分红金额达 4.85 亿元，创历史新高。以各年末收盘价计，公司 21-23 年平均股息率为 5.97%，在 18 家区域性上市国有出版发行集团中排名第 4，表现优异位于行业前列，展现公司回馈股东的能力和意愿较强。

图 28：2019-2023 年现金分红总额和股利支付率



资料来源：同花顺、招商证券

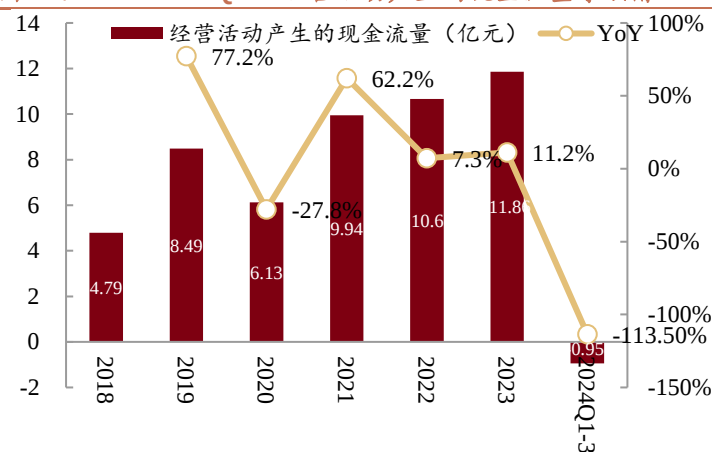
表 5：2021-2023 年我国区域性上市国有出版发行集团的平均股息率（以各年末收盘价计）

证券名称	主要市场	2021-2023 年平均股息率
中文传媒	江西	6.42%
中南传媒	湖南	6.07%
凤凰传媒	江苏	6.06%
长江传媒	湖北	5.97%
山东出版	山东	5.85%
南方传媒	广东	4.56%
中原传媒	河南	4.48%
浙版传媒	浙江	4.38%
皖新传媒	安徽	3.74%
新华文轩	四川	3.74%
时代出版	安徽	3.56%
城市传媒	山东	2.88%
内蒙新华	内蒙古	1.50%
粤传媒	广东	0.90%
读者传媒	甘肃	0.78%
出版传媒	辽宁	0.78%
龙版传媒	黑龙江	0.71%
新华传媒	上海	0.17%

数据来源：同花顺、招商证券

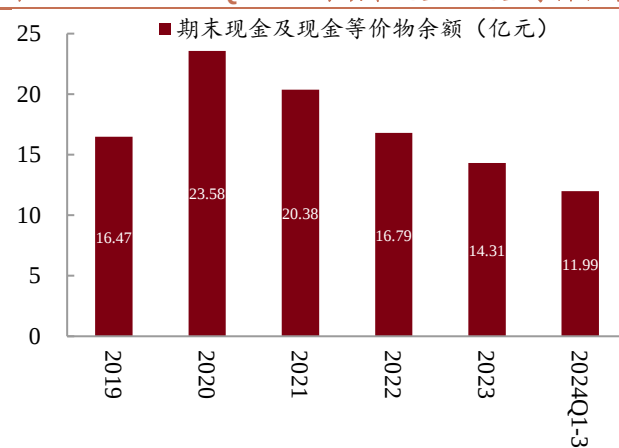
经营活动现金流量整体呈增长态势，现金储备充足。2019-2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额整体呈现上涨趋势，2023 年达 11.86 亿元，同比增长 11.2%，净现比为 1.17，证明公司盈利质量较高。2023 年公司期末现金及现金等价物余额为 14.31 亿元，2024Q1-3 的期末现金及现金等价物余额为 11.99 亿元，账上现金储备充足，充沛、稳定的现金流为公司未来的创新与转型、经营活动、并购活动、分红提供了有力支持。

图 29: 2019-2024Q1-3 经营活动产生的现金流量净额情况



资料来源：同花顺、招商证券

图 30: 2019-2024Q1-3 公司期末现金及现金等价物余额



资料来源：同花顺、招商证券

四、盈利预测

公司是湖北省国资出版企业领导者，聚合图书、期刊、报纸、音像、电子出版物、新媒体等多种介质，形成涵盖“编、印、发、供、媒”的全产业链。教材教辅和一般图书产品的品牌优势显著，已经形成口碑效应，具备稳定的销售渠道和持续增长的客户群体，产品生命周期长久。我们分产品进行盈利预测：

（1）教材教辅：公司享有湖北省独家教材发行业务资质，同时取得人民教育出版社、人民音乐出版社等 6 家出版单位在湖北省教材教辅产品的独家租型代理权，获得人民教育出版社中小学教科书同步类公告教辅湖北省内独家出版授权，在湖北省内教材教辅市场的龙头地位得到巩固。且受益于湖北省 K12 在校学生人数稳中有升、普通高中在校人数逆势增长，教材教辅购买力或提升。公司的教材教辅业务展现出高韧性，我们预计 2024-2026 年教材教辅产品营收增速分别为 7.0%、7.3%、6.5%。

（2）一般图书：公司旗下拥有湖北人民出版社、湖北教育出版社、长江文艺出版社、湖北美术出版社等多家著名出版社，涵盖范围广泛。公司着力推出精品力作，强化经典图书系列品牌建设，线上线下销售渠道双向发力。我们预计 2024-2026 年一般图书产品营收增速分别为 2.5%、3.0%、3.0%。

我们预计公司 2024/2025/2026 实现总营业收入 71.71/76.66/81.67 亿元。

首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司是湖北省国资出版企业领导者，区位优势显著，主营业务稳健发展，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 71.71/76.66/81.67 亿元，同比增速分别为 6%/7%/7%。实现归属母公司所有者净利润分别为 9.61 亿/11.34/ 11.96 亿元，同比增速分别为-5%/18%/6%，对应 PE 分别为 10.7/9.1/8.6 倍。

表 6：分产品营业收入预测

单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	62.95	67.59	71.71	76.66	81.67
YoY	4.5%	7.4%	6.1%	6.8%	6.5%
教材教辅	47.66	51.14	54.72	58.71	62.53
YoY	10.6%	7.3%	7.0%	7.3%	6.5%
一般图书	13.32	13.62	13.96	14.31	14.74
YoY	-5.4%	2.2%	2.5%	3.0%	3.0%
期刊杂志	1.45	1.61	1.77	1.93	2.10
YoY	7.5%	11.1%	10.0%	9.0%	9.0%
音像制品	0.61	0.55	0.49	0.44	0.39
YoY	-15.8%	-10.8%	-11.0%	-11.0%	-11.0%
印装业务	2.79	2.85	2.92	2.99	3.05
YoY	3.7%	2.4%	2.5%	2.5%	2.0%
传统及其他物资贸易	5.05	5.28	5.49	5.71	5.91
YoY	-14.5%	4.5%	4.0%	4.0%	3.5%
内部抵销	-15.88	-16.32	-17.14	-17.65	-18.00
YoY	4.6%	2.5%	5.0%	3.0%	2.0%
其他	7.95	8.86	9.48	10.14	10.85
YoY	5.0%	11.4%	7.0%	7.0%	7.0%

资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

（1）新业务拓展不及预期的风险。公司在“出版+”新业务的拓展，以及在研究、资源投入等方面还有进一步加强的空间，新业务的可持续性和盈利能力有待进一步观察，可能存在新业务拓展不达预期的风险。

（2）AIGC 技术发展和数字化转型升级的风险。近年来数字出版发展迅速，AIGC 技术在出版发行全产业链应用场景广泛。如果公司在数字出版领域的资本投入、人才储备未能适应新形势需要，AI 技术与出版发行业务的结合速度不及预期，将导致公司在未来竞争市场处于不利地位，影响公司未来发展空间。

（3）成本变动的风险。如果纸张价格出现大幅度上涨，可能导致公司的原材料成本加大，影响毛利率。

（4）出生人口数量下滑风险。近年出生人口数量下滑，导致后期适龄中小学生数量较大下滑，或引起公司主业需求数量下降。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	7994	6434	6990	7820	8716
现金	1684	1434	1710	2179	2708
交易性投资	48	53	53	53	53
应收票据	48	45	48	51	55
应收款项	819	827	877	938	999
其它应收款	55	53	56	60	64
存货	1386	1207	1261	1348	1436
其他	3953	2815	2986	3192	3401
非流动资产	4478	6800	6826	6852	6878
长期股权投资	324	295	295	295	295
固定资产	1053	1124	1189	1248	1304
无形资产商誉	279	268	241	217	195
其他	2822	5113	5101	5092	5084
资产总计	12472	13234	13816	14672	15593
流动负债	3858	3984	4090	4297	4507
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1801	1813	1894	2025	2157
预收账款	935	1042	1088	1164	1240
其他	1122	1129	1108	1109	1110
长期负债	132	140	140	140	140
长期借款	0	0	0	0	0
其他	132	140	140	140	140
负债合计	3990	4124	4230	4437	4647
股本	1214	1214	1214	1214	1214
资本公积金	1840	1840	1840	1840	1840
留存收益	5386	6013	6489	7137	7848
少数股东权益	43	44	44	45	45
归属于母公司所有者权益	8439	9066	9542	10191	10902
负债及权益合计	12472	13234	13816	14672	15593

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1067	1186	694	866	926
净利润	732	1016	962	1134	1197
折旧摊销	122	119	127	127	127
财务费用	5	3	(68)	(68)	(68)
投资收益	(160)	(113)	(175)	(175)	(175)
营运资金变动	372	278	(154)	(156)	(158)
其它	(4)	(117)	3	3	3
投资活动现金流	(917)	(998)	21	21	21
资本支出	(83)	(82)	(154)	(154)	(154)
其他投资	(835)	(916)	175	175	175
筹资活动现金流	(509)	(436)	(440)	(417)	(417)
借款变动	(98)	(141)	(22)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(449)	(388)	(485)	(485)	(485)
其他	38	93	68	68	68
现金净增加额	(359)	(248)	275	469	530

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6295	6759	7171	7666	8167
营业成本	4058	4359	4553	4868	5186
营业税金及附加	27	30	32	34	37
营业费用	561	642	681	728	775
管理费用	871	924	980	1048	1116
研发费用	22	22	23	25	27
财务费用	(61)	(98)	(68)	(68)	(68)
资产减值损失	(216)	(99)	(20)	(10)	(10)
公允价值变动收益	(12)	3	3	3	3
其他收益	48	58	58	58	58
投资收益	160	113	113	113	113
营业利润	796	956	1124	1196	1259
营业外收入	6	22	22	22	22
营业外支出	70	73	73	73	73
利润总额	732	905	1073	1145	1208
所得税	0	(111)	111	10	11
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属于母公司净利润	729	1016	961	1134	1196

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	5%	7%	6%	7%	7%
营业利润	2%	20%	18%	6%	5%
归母净利润	5%	39%	-5%	18%	6%
获利能力					
毛利率	35.5%	35.5%	36.5%	36.5%	36.5%
净利率	11.6%	15.0%	13.4%	14.8%	14.6%
ROE	8.8%	11.6%	10.3%	11.5%	11.3%
ROIC	8.8%	11.1%	11.2%	11.3%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	31.2%	30.6%	30.2%	29.8%
净负债比率	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.7	1.3	1.4	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.2	3.4	3.7	3.7	3.7
应收账款周转率	7.2	7.8	8.0	8.0	8.0
应付账款周转率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.84	0.79	0.93	0.99
每股经营净现金	0.88	0.98	0.57	0.71	0.76
每股净资产	6.95	7.47	7.86	8.40	8.98
每股股利	0.32	0.40	0.40	0.40	0.40
估值比率					
PE	14.1	10.2	10.7	9.1	8.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	15.8	13.7	10.9	10.3	9.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。