

中原传媒 (000719.SZ)

河南省文化产业领军企业，“数字中原”赋能主业成长，研学业务打造新增长点

公司是河南省最大的综合性文化传媒集团，主营业务包括出版、发行、物资贸易、印刷及其他业务，构建覆盖“编印发供”的全产业链。公司是河南省义务教育教科书的独家代理商，出版业务持续稳步提升。线上销售赋能发行业务，2024 年线上销售占比提升至 35%，数字化转型成效显著。我们预计 2025/2026/2027 公司将实现归母净利润 13.81/14.58/ 15.31 亿元。首次覆盖给予强烈推荐评级。

- 中原传媒是集图书出版、发行、印刷、数字教育、文化地产等业务的全产业链文化企业。公司前身为焦作鑫安科技股份有限公司，2009 年中原出版传媒集团通过司法拍卖以及增持的方式成为焦作鑫安第一大股东；2011 年，中原出版传媒集团将旗下出版、印刷等相关业务板块注入 ST 鑫安，实现借壳上市。“国资主导、机构辅助”的集中股权架构受益于河南省“文化强省”战略的政策支持，为公司在数字教育、研学服务等新兴赛道的拓展提供了稳定的治理基础。
- 营业收入及归母净利润稳健增长。公司 2019 至 2020 年营收小幅上升，然而受疫情冲击教材招标延迟的影响，营收由 2020 年的 95.90 亿元降至 2021 年的 92.61 亿元，此后由于河南出生人口红利驱动回升，2024 年公司营收恢复至 98.57 亿元。公司归母净利润保持稳健增长，2023 年受益于河南出生人口红利优势达 13.89 亿元，创历史新高，2019-2023 年年复合增长率为 13.78%。2024 年因所得税政策原因同比下滑 25.84%至 10.3 亿元。
- 区位优势：受益于河南人口优势，主业未来 2-3 年稳中有增。公司业务根植于全国人口大省和教育大省——河南省。截至 2024 年末，河南省在校学生人数为 2529.72 万。在全国出生人口呈现大幅下降的趋势下，河南省在校人数未出现较大幅度的下滑，仍维持在 2500 万人以上。人口红利+教育刚需为公司教育服务提供了广阔的市场空间。
- 产业链优势：公司涵盖出版、发行、物资贸易、印刷及其他业务，构建覆盖“编印发供”的全产业链。发行业务为公司主要营收利润来源，2022/2023/2024 年营收占比分别为 80.79%/81.36%/81.73%。公司拥有强大的线下销售网络，依托 130 家新华书店实现了省、市、县、乡四级覆盖，线上通过云书网电商平台整合 120 万种出版物，2024 年线上销售占比提升至 35%，数字化转型成效显著。
- 创新优势：研学赋能教育服务，25 年有望成为新增长点。公司以“新华少年研学营”为载体，深耕教育服务，构建第二增长曲线。2024 年公司研发精品校本课程 84 门，覆盖学生达 14 万人次；在林州、南阳等 6 地试点课后服务选课收费，形成了可复制推广的区域运营经验。全年共开展研学活动 3889 场，推动“书店+研学”新模式在 11 个市县实现商业化落地，“新华少年研学营”品牌 IP 初具规模。公司通过 AIGC 技术赋能数字平台

强烈推荐（首次）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

当前股价：12.87 元

基础数据

总股本（百万股）	1023
已上市流通股（百万股）	667
总市值（十亿元）	13.2
流通市值（十亿元）	8.6
每股净资产（MRQ）	11.3
ROE（TTM）	9.5
资产负债率	36.3%
主要股东	中原出版传媒投资控股集团
主要股东持股比例	70.34%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	17	30
相对表现	1	19	23



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

建设,持续推进“豫版链”“豫教链”平台建设,联合腾讯、蜜度等 AIGC 厂商及稻壳、数盒等前沿技术企业,推动内容生产智能化。

- **资金优势: 现金流充裕, 分红动力强。** 现金分红总额呈现持续上涨趋势, 从 2020 年的 3.17 亿元(含税)增长到 2024 年的 6.14 亿元(含税), CAGR 达 17.97%。公司积极回馈消费者, 分红金额占归母净利润比例呈现波动上涨趋势, 其中 2024 年占比为 59.61%, 创历史新高。公司原有的产业园区建设项目总投资概算为 35 亿元, 预计将在今年完成验收并转入固定资产。重大资本支出收尾, 经营稳健现金充沛, 公司秉持“为股东创造最大价值”的经营理念, 将持续提升分红回报。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。** 公司是河南省文化产业领军企业, 区位优势显著, 主营业务稳健发展, 我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 104.87/110.37/115.94 亿元, 同比增速分别为 6%/5%/5%。实现归属母公司所有者净利润分别为 13.81/14.58/15.31 亿元, 同比增速分别为 34%/6%/5%, 对应 PE 分别为 9.5/9.0/8.6 倍。
- **风险提示: 宏观经济与政策风险, 市场竞争风险, 行业与技术风险, 项目周期性风险。**

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	9833	9857	10487	11037	11594
同比增长	2%	0%	6%	5%	5%
营业利润(百万元)	1208	1330	1445	1525	1601
同比增长	12%	10%	9%	6%	5%
归母净利润(百万元)	1389	1030	1381	1458	1531
同比增长	35%	-26%	34%	6%	5%
每股收益(元)	1.36	1.01	1.35	1.42	1.50
PE	9.5	12.8	9.5	9.0	8.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、 中原出版领军者，数智融合驱动主业跃升	5
1、 公司简介：河南省文化产业的领军企业	5
2、 国资领航全链布局，资深团队稳舵前行	5
3、 业务分析：“数字中原”赋能主业成长，创新发展打开成长空间	7
4、 财务分析：业绩增长稳健，经营风险小，股息率较高	8
二、 出版发行市场格局稳定，数字化引领行业升级	10
1、 图书零售市场回暖复苏，公共文化服务加速拓展	10
(1) 图书终端销售额超千亿，零售市场售书单价承压	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) 加速拓展公共文化服务，深入推进全民阅读	11
2、 教辅发行市场格局稳定，教育服务体系转型带来机遇	12
(1) 教材教辅发行存在准入门槛，地域属性较强	12
(2) 教辅类码洋比重大，发展势头良好	13
(3) 教育服务多元化，教育体系智慧化	14
三、 公司分析：主业收入稳中有增，创新研学业务有望成为新增长点	15
1、 区位优势：受益于河南人口优势，主业未来 2-3 年稳中有增	15
2、 资金优势：现金流充裕，分红动力强	16
3、 创新优势：AI 赋能教育服务，打造研学与数智双轮驱动增长曲线	17
4、 股息率较高，位于出版公司前列	19
四、 盈利预测	20
五、 风险提示	21

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 25 年一季度末）	6
图 3：2019-2024 年主营业务营业收入构成（亿元）	8
图 4：2019-2024 年主营业务分业务毛利率	8
图 5：2019-2025Q1 营业收入及增速	9
图 6：2019-2025Q1 归母净利润及增速	9

图 7: 2019-2025Q1 公司费用率情况.....	9
图 8: 2019-2025Q1 公司盈利能力表现.....	9
图 9: 2019-2025Q1 公司期末现金及现金等价物.....	10
图 10: 全国图书销售金额.....	10
图 11: 2019-2024 年中国一般图书零售市场总规模.....	11
图 12: 2024 年整体图书零售市场渠道结构.....	11
图 13: 2018-2023 年我国成年国民阅读方式接触率.....	12
图 14: 2022 年成年国民倾向的阅读方式.....	12
图 15: 2024 年中国一般图书零售市场各类读物码洋占比（前十）.....	13
图 16: 2016-2024 年河南省在校人数（万人）.....	14
图 17: 2019-2024 河南省新出生人口数量.....	16
图 18: 2019-2024 年图书出版及发行收入.....	16
图 19: 2019-2024 年图书出版、图书发行及所有业务毛利率.....	16
图 20: 2018-2024 年现金分红金额及现金分红金额占归母净利润比例.....	17
图 21: 《风雅梦华》沉浸式研学活动.....	18
图 22: 《洛水寻仙》沉浸式研学活动.....	18
图 23: 河南省中小学智慧教育平台.....	19
表 1: 公司部分管理层概况（截至 25 年一季度末）.....	6
表 2: 公共文化服务政策梳理.....	11
表 3: 具备中小学教材发行业务资质集团信息（截至 2024 年 12 月 31 日）..	13
表 4: 智慧教育政策梳理.....	14
表 5: 截止 2024 年 12 月 31 日产业园项目建设情况.....	17
表 6: 2024 年度股息率（以 2025.4.24 股价为准）.....	19
表 7: 分产品营业收入预测.....	20
附: 财务预测表.....	22

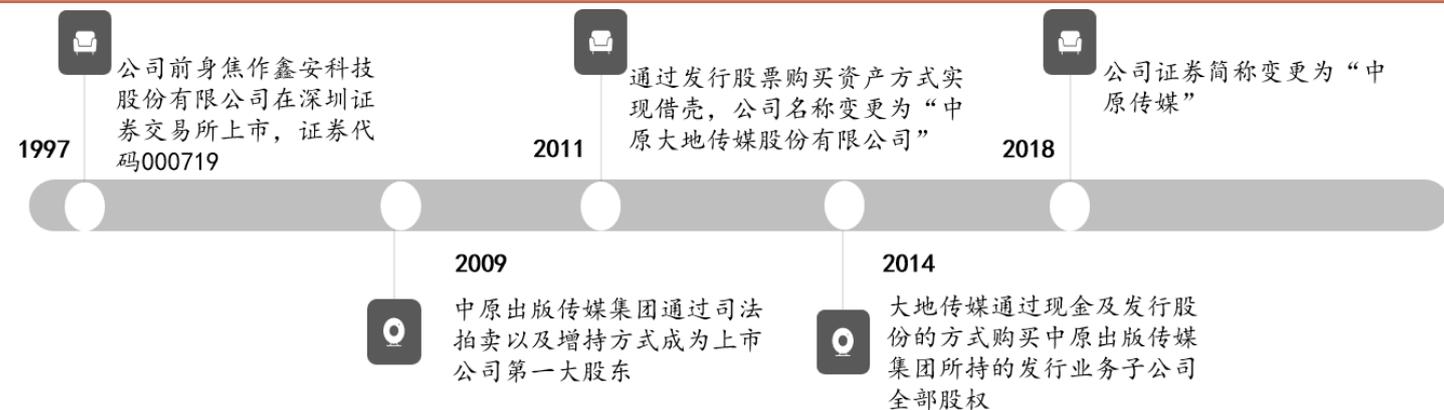
一、中原出版领军者，数智融合驱动主业跃升

1、公司简介：河南省文化产业的领军企业

中原传媒是河南省最大的综合性文化传媒集团，是一家集合了图书出版、发行、印刷、数字教育、文化地产等业务的全产业链文化企业，也是河南省中小学教材发行主导企业和全国文化体制改革标杆企业。公司前身为焦作鑫安科技股份有限公司，2009 年中原出版传媒集团通过司法拍卖以及增持的方式成为焦作鑫安第一大股东；2011 年，经中国证监会核准，中原出版传媒集团将旗下出版、印刷等相关业务板块注入 ST 鑫安，实现借壳上市；2014 年，公司再次资产重组，购买控股股东旗下河南省新华书店发行等业务，打造“出版、印刷、发行、物资贸易”为一体的全产业链文化行业旗舰上市公司；2018 年，公司为提高在河南市场的品牌影响力及市场占有率，将股票简称由“大地传媒”变更为“中原传媒”。

公司主营业务涵盖出版物的编辑、生产和市场推广，包括图书、期刊、报纸、电子音像制品、网络出版物等的出版、发行、印刷以及印刷物资供应、媒体、数字教育及服务、文化产品贸易等领域。1) 出版业务：包括本版图书（含教材教辅）的出版，与教材出版单位合作获得重印权、代印权的教材出版，以及党和国家重要理论出版物的租型出版；2) 发行业务：利用河南省新华书店覆盖全省的渠道网络和云书网电商平台，向全国范围的出版社采购图书产品或向生产厂家采购文化用品、电子产品等进行销售；其中，教材教辅主要通过政府采购、直供、直销、代销等方式进行销售，一般图书则主要通过新华书店、电商平台等渠道以分销、包销和自营等方式进行销售；3) 印刷业务：提供纸张或客户自行采购纸张，按照客户订单需求生产教材教辅、报纸、期刊等，并直接向客户销售；4) 物资供应销售：通过招标方式或市场直接采购印刷物资，并按照合同向客户销售；5) 其他业务：包括期刊出版、新媒体业务（如中国教育出版网、完美手工网等）与线下经营活动（如中国手工产业博览会）以及大象 e 教、大象 e 学、大象 e 考等一系列数字教育产品业务。

图 1：公司发展历程



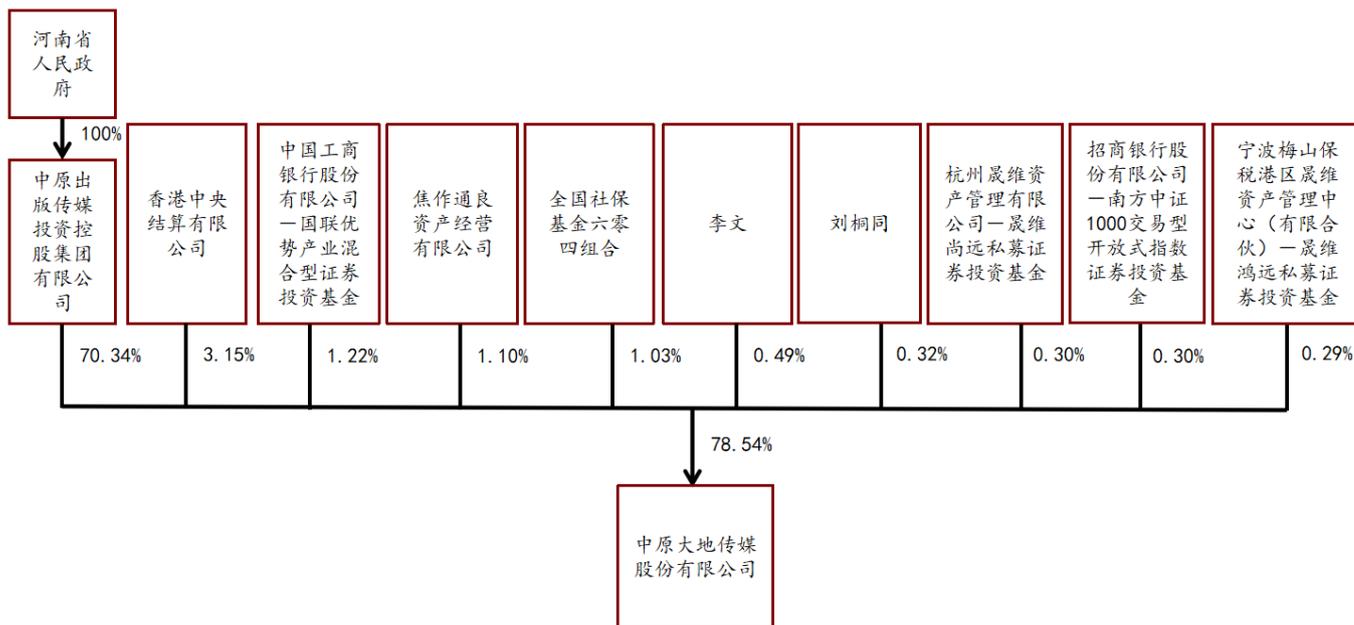
资料来源：同花顺、招商证券

2、国资领航全链布局，资深团队稳舵前行

公司实际控制人为河南省人民政府，通过全资控股的中原出版传媒投资控股集团

实现对上市主体的绝对控制。截至 2025 年一季度末，中原出版传媒集团持有公司 70.34% 股份，较 2011 年借壳上市初期 75.78% 的持股比例虽因可交换债发行等资本运作有所波动，但始终维持绝对控制地位。除控股股东外，公司前十大股东持股比例均不超过 5%，整体股权结构呈现“国资主导、机构辅助”的集中特征，预计未来控制权稳定性较强。这一高度集中的股权架构受益于河南省“文化强省”战略的政策支持，为公司在数字教育、研学服务等新兴赛道的拓展提供了稳定的治理基础。

图 2: 公司股权结构 (截至 25 年一季度末)



资料来源: 同花顺、招商证券

公司管理层以深耕文化传媒领域的资深从业者为核心团队。核心团队成员均具有二十年以上图书出版、教育服务或国有文化企业运营背景，具备传媒出版行业专业知识技能以及教材编审、发行渠道管理、文化项目投资等垂直领域工作经验，与公司所处出版发行行业高度对口，管理理论和实践经验丰富。

表 1: 公司部分管理层概况 (截至 25 年一季度末)

姓名	职务	简介
王庆	董事长	硕士学历，正高级经济师，历任河南省南阳地区人事局考务中心干部科科长、干部科副主任科员、办公室副主任、监察室主任，河南省唐河县县长助理、副县长，共青团南阳市市委书记、党组书记，河南省南阳市宛城区委副书记（正处级）、宛城区委副书记、区长，河南省委宣传部副部长，中原出版传媒集团党委副书记、副董事长、总裁，中原出版传媒集团党委书记、董事长、总经理（总裁），中原大地传媒股份有限公司八届董事会董事、副董事长，现任中原出版传媒集团党委书记、董事长，中原大地传媒股份有限公司九届董事会董事长。
林疆燕	副董事长，董事，总经理	硕士学历，正高级经济师，历任河南省新华书店总经办副主任、主任，河南出版集团正科级干部，河南省新华书店发行集团有限公司副总经理，中原大地传媒股份有限公司经营管理部主任，河南省新华书店发行集团有限公司董事、总经理、党委副书记，中原大地传媒股份有限公司总经理兼河南省新华书店发行集团有限公司董事、总经理、党委副书记，中原大地传媒股份有限公司七届、八届董事会董事、总经理。现任中原出版传媒集团党委副书记、总经理、副董事长，中原大地传媒股份有限公司九届董事会副董事长。

董中山	董事，总编辑	学士学历，副编审，历任河南教育出版社编辑、办公室副主任，大象出版社办公室主任、社长助理、总编辑助理、副社长、总编辑、社长，海燕出版社党总支书记、执行董事（法人代表）、社长。现任中原大地传媒股份有限公司九届董事会董事、总编辑、创新研发事业部主任（兼）、河南省数字教育发展有限公司董事。
张建	董事，副总经理	高级经济师，历任河南省新华书店财务处出纳、办事员，人力资源部科员、人力资源部副主任、主任，河南省新华书店发行集团有限公司人力资源部主任，河南省新华书店发行集团有限公司纪委书记、监事，中原出版传媒集团人力资本创新部主任、党委组织部主任，中原大地传媒股份有限公司七届监事会职工监事，中原大地传媒股份有限公司副总经理。现任中原大地传媒股份有限公司九届董事会董事、副总经理，河南省数字教育发展有限公司董事长、总经理（兼）。
王广照	董事，副总经理	硕士学历，编审，历任河南科技出版社编辑、工业编辑室副主任，大象出版社有限公司宣传营销部主任、市场销售中心营销部主任、办公室主任、社长助理兼对外合作部主任，中原大地传媒股份有限公司人力资源部副主任、出版业务部副主任，中原出版传媒集团老干部服务办主任，中原大地传媒股份有限公司经营管理部主任，中原大地传媒股份有限公司副总经理。现任中原大地传媒股份有限公司九届董事会董事、副总经理，河南美术出版社有限公司党支部书记、执行董事（法人代表）、社长（兼）。

资料来源：公司年报，招商证券

3、业务分析：“数字中原”赋能主业成长，创新发展打开成长空间

公司主营业务包括出版、发行、物资贸易、印刷及其他业务，构建覆盖“编印发供”的全产业链。近年来公司以“数字中原”战略为牵引，通过数字化转型和业态创新实现传统业务升级，同时持续拓展研学实践、数字藏品等新兴领域，成长空间进一步打开。

1) 出版业务：公司是河南省义务教育教科书的独家代理商，主要为省内小学、初中、高中学校的师生提供教材教辅。2022/2023/2024 年公司出版业务销售收入分别为 28.65/31.63/32.69 亿元，收入占比分别为 29.75%/32.16%/33.17%。

2) 发行业务：该业务为公司主要营收利润来源，2022/2023/2024 年营收占比分别为 80.79%/81.36%/81.73%。公司拥有强大的线下销售网络，依托 130 家新华书店实现了省、市、县、乡四级覆盖，线上通过云书网电商平台整合 120 万种出版物，2024 年线上销售占比提升至 35%，数字化转型成效显著。

3) 印刷业务：该业务主要负责根据用户订单印制、同时结合用户需求，提供纸张、物流运输等服务，2022/2023/2024 年营收分别为 5.32/5.78/5.94 亿元，营收占比分别为 5.53%/5.88%/6.03%。

4) 物资销售业务：该业务以经营纸张、纸浆、印刷机械、印刷耗材等印刷物资为核心，同时开展进出口及展览贸易，拥有生活用纸、办公用纸、文化用纸等多领域的自主品牌，是河南省中小学教材教辅及公司其它出版物印刷用纸的主要供应渠道，2022/2023/2024 业务营收分别为 20.25/18.17/17.85 亿元，收入占比分别为 21.03%/18.48%/18.11%。

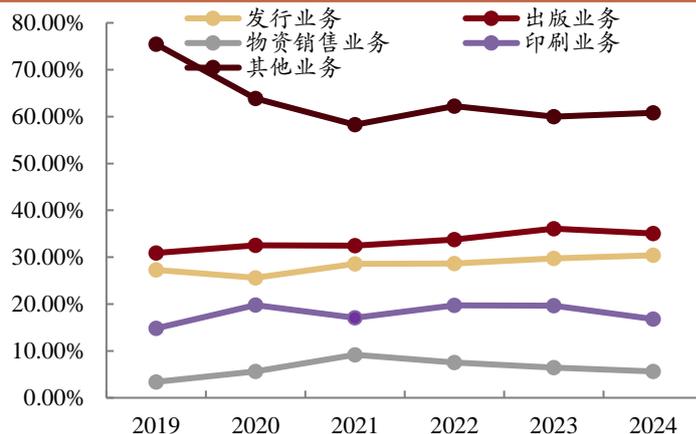
5) 其他业务：包括媒体传播以及文化产品贸易等业务，2022/2023/2024 该业务营收分别为 2.74/3.05/3.36 亿元，收入占比分别为 2.85%/3.10%/3.41%。

6) 抵消数：2024 年抵消数为 41.83 亿元，2023 年抵消数为 40.30 亿元，主要是子公司之间发生的内部销售、采购等交易所带来的收入和成本抵消所致，是合并报表编制的正常结果。

图 3：2019-2024 年主营业务营业收入构成（亿元）



图 4：2019-2024 年主营业务分业务毛利率



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

新业态业务：公司在筑牢主业根基的同时，积极开拓了包括数字教育、数字资产开发在内的多项新业态业务。

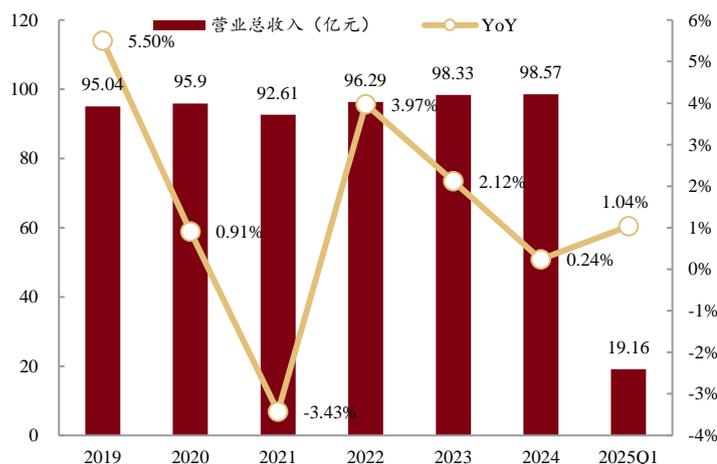
- 1) **数字教育：**公司构建了以出版融合发展（郑州）重点实验室与中国教育出版网为依托的教育服务体系，开发出涵盖“大象 e 教”“大象 e 学”“海燕 e 学”等多元数字产品矩阵。该体系集成智慧题库系统、智能组卷引擎及教学测评平台，通过构建“教育大数据中枢”支撑起包含智慧教育云、智慧校园和智慧课堂的三层信息化架构。该业务主要面向学校及区域教育主管部门提供产品解决方案，并配套持续性运维支持，包括系统升级、内容迭代及技术服务。
- 2) **媒体业务创新：**公司重点培育立体化、联动式、互补性的融媒传播矩阵，最美读书声、书香河南、百姓文化云三大公共文化平台协同发力，总用户规模达 1067.08 万，通过阅读推广、会员权益及社群运营激活用户粘性，实现渠道影响力和商业价值的同步跃升；同时，云书网电商平台全面升级，依托短视频直播强化引流、获客能力，为服务教育“最后一公里”提供了“新华方案”。
- 3) **数字资产开发：**公司数字基建项目取得阶段性突破，“文献中国”资源库完成技术框架搭建，数据中台实现云平台基础部署并启动算法测试，基于 AIGC 技术的《诗经》名物图像平台投入试运行，标志着数据驱动型转型进入实操阶段。并且，公司通过“传记中国”“读懂中国画”等项目重构内容生产流程，依托 VR/AR 技术实现文化资源的场景化呈现，推动传统文化表达方式向沉浸式、交互式演进。

4、财务分析：业绩增长稳健，经营风险小，股息率较高

营业收入：公司 2019 至 2020 年营收小幅上升，然而受疫情冲击教材招标延迟的影响，营收由 2020 年的 95.90 亿元降至 2021 年的 92.61 亿元，此后由于河南省人口红利驱动回升，2024 年公司营收恢复至 98.57 亿元。

归母净利润：公司归母净利润呈现稳步上行趋势，2023 年受益于河南省出生人口红利优势达 13.89 亿元，创历史新高。2019-2023 年年复合增长率达 13.78%。2024 年因所得税政策原因下滑至 10.3 亿元，同比下滑 25.84%。

图 5: 2019-2025Q1 营业收入及增速



资料来源: 公司年报、招商证券

图 6: 2019-2025Q1 归母净利润及增速

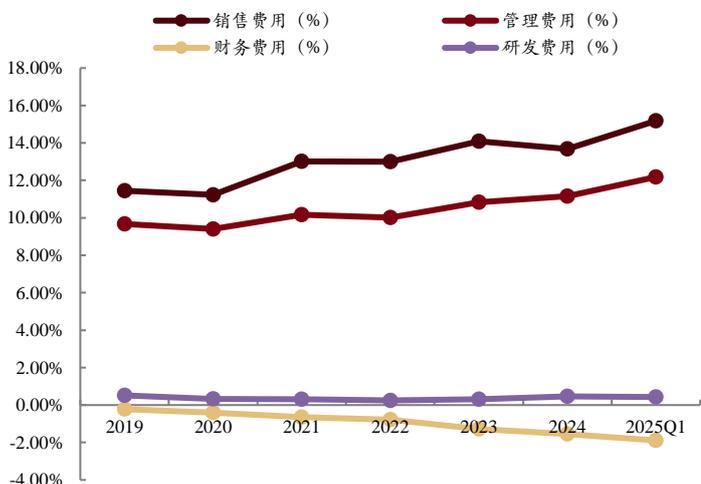


资料来源: 公司年报、招商证券

公司费用管控能力保持稳定。销售费用率从 2019 年的 11.35% 攀升至 2024 年的 13.69%，反映渠道数字化改造投入加大与市场竞争加剧；2024 年管理费用率较 2019 年管理费用率增长 1.73 个百分点至 11.16%；财务费用率持续降低，受益低息贷款置换与存款利息收入增加，2024 年研发费用率微增至 0.45%。

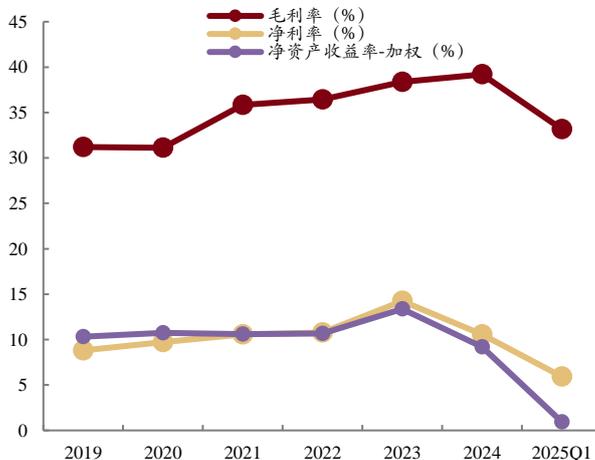
公司盈利能力保持稳定。公司毛利率持续攀升，2024 年上升至 39.20%。2019 至 2023 年，公司净利率呈稳步上升趋势，2024 年因所得税政策调整而下滑。2019-2024 年公司净利率分别为 8.82%/9.74%/10.57%/10.79%/14.24%/10.57%。

图 7: 2019-2025Q1 公司费用率情况



资料来源: 公司年报、招商证券

图 8: 2019-2025Q1 公司盈利能力表现



资料来源: 公司年报、招商证券

公司现金储备丰厚。2019 年至 2025 年第一季度，公司期末现金及现金等价物余额分别为 28.64/27.13/16.36/15.57/16.48/10.69/10.35 亿元，稳定保持在 10 亿元以上，占总资产比重分别为 22.73%/19.88%/10.97%/9.85%/9.42%/5.88%/5.65%。

图 9: 2019-2025Q1 公司期末现金及现金等价物



资料来源: 同花顺, 招商证券

二、出版发行市场格局稳定，数字化引领行业升级

1、图书零售市场回暖复苏，公共文化服务加速拓展

(1) 图书终端销售额超千亿，零售市场售书单价承压

图书终端销售额超千亿，零售市场售书单价承压。根据国家新闻出版署的数据，2023 年我国图书销售金额达 1192 亿元，同比增长 6%，随着疫情稳定，我国图书市场逐步恢复。2019-2023 年图书销售金额 CAGR 为 4.28%。2023 年图书零售市场销售数量同比增长 6.53%，销售码洋同比增长 0.98%；图书零售市场售书单价有所承压，线上线下市场售书单价差异大。根据中国出版传媒商报数据，2023 年，图书零售市场平均售书单价 51.03 元，同比下降 5.53%。其中线下市场平均售书单价 34.88 元，同比下降 2.73%，线上市场平均售书单价 71.83 元，同比下降 0.66%。当年线上市场售书均价为线下市场售书均价的 2.06 倍。

图 10: 全国图书销售金额



资料来源: 国家新闻出版署, 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,主要是宏观经济和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为1129亿,同比下降1.52%。

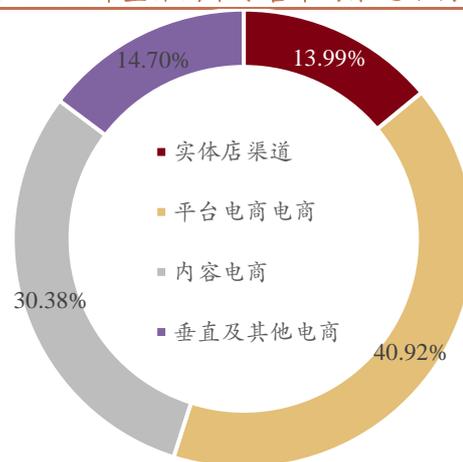
内容电商码洋占比超过实体店渠道零售占比,保持高速增长态势。线上图书销售模式从最早的自营电商到现在的平台电商、内容电商,目前内容电商作为新兴电商,更加吸引用户的注意力,从零售图书码洋规模占比看,平台电商码洋规模占比最高,超过40%,其次是内容电商,码洋比例超过30%,是第二大销售渠道;实体店渠道所占码洋比重仅为13.99%。

图 11: 2019-2024 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

图 12: 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) 加速拓展公共文化服务, 深入推进全民阅读

公共文化服务项目不断拓展, 实体书店作用凸显。“十四五”时期进一步明确了公共文化服务体系向更广空间和更深层次发展的任务, 从服务布局、服务水平、供给方式及数字化建设四方面确立发展目标, 将推进“全民阅读”作为各级公共图书馆的重要任务与公共文化机构数字资源建设的方向。同时进一步认识到实体书店在公共文化服务体系建设中发挥的重要作用, 推动实体书店以高质量可持续发展助力新时代全民阅读活动, 积极参与公共文化服务体系建设。

表 2: 公共文化服务政策梳理

时间	部门	政策	内容
2017年5月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》	完善公共文化服务网络; 推动基层公共文化设施资源共建共享; 创新公共文化服务运行机制; 推动老少边贫地区公共文化跨越发展。
2021年6月	文化和旅游部办公厅	《“十四五”公共文化服务体系建设规划》	公共文化服务布局更加均衡; 公共文化服务水平显著提高; 公共文化服务供给方式更加多元; 公共文化数字化网络化智能化发展取得新突破。

2022年8月	中共中央办公厅、 国务院办公厅	《“十四五”文化发展规划》	提高公共文化服务覆盖面和实效性。推进城乡公共文化服务体系一体建设，推动公共文化数字化建设，创新实施文化惠民工程，提升基本公共文化服务标准化均等化水平。
2023年2月	文化和旅游部办公厅	推进公共文化服务高质量发展 工作会议	着力提升公共文化服务品质、服务能力，推进公共文化服务数字化建设。
2023年4月	中央宣传部办公厅、 文化和旅游部办公厅	《关于推动实体书店参与公共文化服务的通知》	支持实体书店参与政府购买公共文化服务项目，引导实体书店参与公共文化服务网络建设，鼓励实体书店参与公共阅读资源建设，推动实体书店与公共文化机构融合发展。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、招商证券

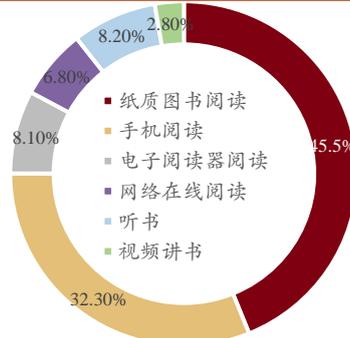
公共文化数字化建设持续推进，数字媒介赋能全民阅读。根据中国新闻出版研究院发布的第二十一次全国国民阅读调查结果，2023年我国成年国民各媒介综合阅读率为81.9%，保持稳定增长。在各媒介中，数字化阅读方式（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad阅读等）的接触率为80.3%，较2022年增长0.2pct，图书阅读率为59.8%，与2022年持平，数字化阅读方式接触率增幅稍高于纸质图书阅读率，为推进全民阅读贡献力量。成年国民阅读量保持总体稳定，2022年有45.5%的成年国民倾向于纸质图书的阅读方式，相比之下数字媒介的阅读方式受到更多国民青睐，通过“听书”和“视频讲书”方式读书成为新的阅读选择。2023年，有36.3%的成年国民表示在2023年通过听书的方式阅读，高于2022年的35.5%。

图 13: 2018-2023 年我国成年国民阅读方式接触率



资料来源：国家新闻出版署，招商证券

图 14: 2022 年成年国民倾向的阅读方式



资料来源：国家新闻出版署，招商证券

2、教辅发行市场格局稳定，教育服务体系转型带来机遇

(1) 教材教辅发行存在准入门槛，地域属性较强

中小学教科书发行活动资质壁垒较高，区域优势显著。教材教辅发行业务一般具备省内义务教育阶段教材独家发行资质，业务壁垒高。根据国家新闻出版广电总局《出版物市场管理规定》，单位从事中小学教科书发行业务，应取得国家新闻出版广电总局批准的中小学教科书发行资质，并在批准的区域范围内开展中小学教科书发行活动，并对从事中小学教科书发行业务单位的储运能力与发行网络等方面提出要求：有与中小学教科书发行相适应的自有物流配送体系、有与中小学教科书发行业务相适应的发行网络等。

表 3: 具备中小学教材发行业务资质集团信息 (截至 2024 年 12 月 31 日)

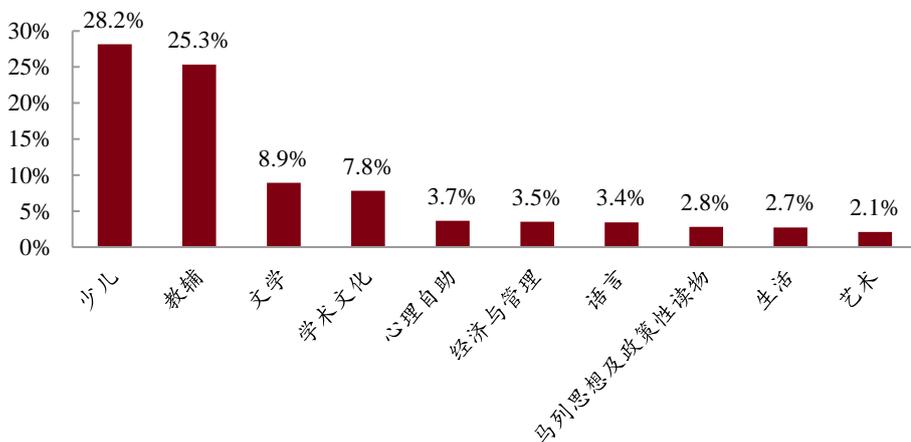
证券代码	证券名称	主要市场	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率
601928.SH	凤凰传媒	江苏	136.1	15.98	38.64
601098.SH	中南传媒	湖南	133.5	13.70	44.35
601921.SH	浙版传媒	浙江	111.9	10.83	27.90
601801.SH	皖新传媒	安徽	107.5	7.05	22.17
601019.SH	山东出版	山东	117.2	12.70	37.20
601811.SH	新华文轩	四川	123.3	15.45	36.71
600373.SH	中文传媒	江西	93.04	7.44	39.59
000719.SZ	中原传媒	河南	98.57	10.30	39.20
601900.SH	南方传媒	广东	91.72	8.10	33.54
600757.SH	长江传媒	湖北	70.72	9.45	34.32
601999.SH	出版传媒	辽宁	24.26	1.02	22.15
605577.SH	龙版传媒	黑龙江	16.63	2.01	43.84
603230.SH	内蒙新华	内蒙古	18.11	3.38	40.30
603999.SH	读者传媒	甘肃	9.67	0.62	25.08
600825.SH	新华传媒	上海	14.32	0.40	30.07

资料来源: 同花顺、招商证券

(2) 教辅类码洋比重大, 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 15: 2024 年中国一般图书零售市场各类读物码洋占比 (前十)

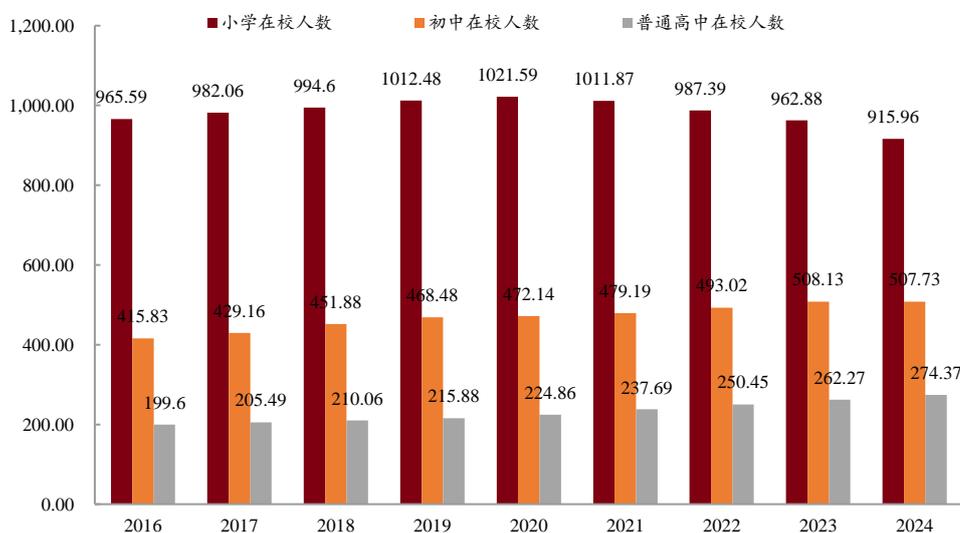


资料来源：北京开卷，招商证券

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学生，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，相关公司教材发行业务毛利率将保持相对稳定。

学生人数增加带动市场需求上升，预计未来河南省在校学生人数稳定。据河南省教育厅统计数据，2024年河南省小学/初中/普通高中在校生分别为915.96/507.73/274.37万人，普通高中在校生人数较上年增长4.61%，呈稳定上升趋势。2019-2021年河南省出生人口数分别为120/91.67/79.3万人，若以6岁为入学年龄界限，预计2025-2027年的小学入学人数较为稳定。

图 16: 2016-2024 年河南省在校人数 (万人)



资料来源：河南省教育厅，招商证券

(3) 教育服务多元化，教育体系智慧化

教育改革催生细分市场新需求，智慧教育服务体系发展空间扩张。在大思政教育、五育并举等政策导向和教育改革趋势下，教育需求不断更新，教育产品结构仍待优化，课后服务、教师培训和职业教育等细分市场有待进一步深耕，专注于教育服务的企业将迎来新的发展机遇。当前，中国数字化教育环境已初步形成，各层次各类型学校基本实现互联网接入；数字化教学的创新应用开始呈现，基于场景的创新应用逐步增加；数字治理框架基本形成，教育数字治理的数据管理、实践应用与安全保障的体系架构初步建立。

表 4: 智慧教育政策梳理

时间	部门	政策	内容
2020年2月	教育部等五部委	《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》	到2025年，基本形成定位清晰、互联互通、共建共享的线上教育平台体系。

2022年1月	国务院办公厅	《“十四五”数字经济发展规划》	深入推进智慧教育；推进教育新型基础设施建设，构建高质量教育支撑体系；进一步完善国家数字教育资源公共服务体系，提升在线教育支撑服务能力。
2022年2月	教育部	《教育部2022年工作要点》	推进教育新型基础设施建设，建设国家智慧教育公共服务平台，创新数字资源供给模式，丰富数字教育资源和服务供给，深化国家中小学网络云平台应用；探索大中小学智慧教室和智慧课堂建设；深化信息技术与教育教学融合创新。
2023年2月	教育部	2023年全国教育工作会议	纵深推进教育数字化战略行动，重点做好大数据中心建设、数据充分赋能、有效公共服务、扩大国际合作四件事。
2023年2月	中共中央办公厅、 国务院办公厅	《数字中国建设整体布局规划》	大力实施国家教育数字化战略行动，完善国家智慧教育平台。

资料来源：中华人民共和国教育部、中华人民共和国中央人民政府、招商证券

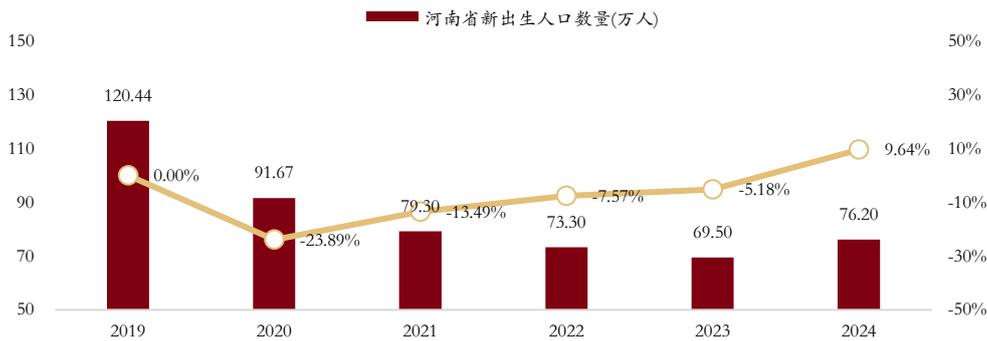
教育数字化战略实施成效显著。教育资源开放共享程度不断深化，国家数字教育资源公共服务体系日益完善，截至2023年底，国家智慧教育平台已汇聚中小学资源8.8万条，同比增长1倍；职业教育在线精品课程超1万门，同比增长近10倍；平台累计注册用户突破1亿，浏览量超过367亿次、访问量达25亿人次。数字化教学条件加速升级，截至2023年10月，我国各级各类学校互联网接入率达到100%，超过3/4的学校实现无线网络覆盖。99.5%的中小学已拥有多媒体教室，进一步夯实信息化教学基础条件。

三、公司分析：主业收入稳中有增，创新研学业务有望成为新增长点

1、区位优势：受益于河南人口优势，主业未来2-3年稳中有增

中原传媒为河南省2024秋—2027春义务教育免费教科书“单一来源采购”供应商，确保未来3年营收基本盘，有效规避市场风险。虽然，全国出生人口呈现大幅下降趋势，河南省新出生人口也呈现出一定程度的下滑。但河南省在校生人数未出现较大程度的下滑，仍维持在2500万人以上。河南是全国人口大省和教育大省，截至2024年末，河南省在校学生人数为2529.72万，其中小学在校生915.96万人，初中在校生507.73万人，普通高中在校生274.37万人。人口红利+教育刚需为公司教育服务提供了广阔的市场空间。

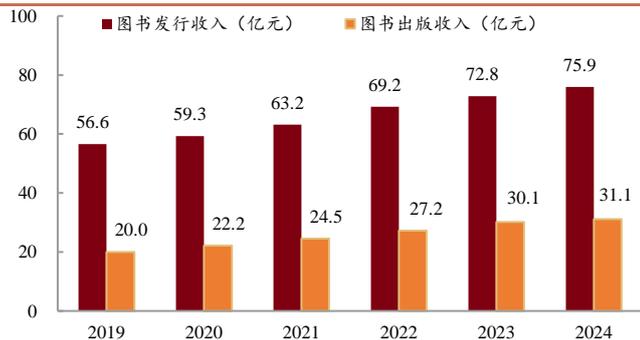
图 17: 2019-2024 河南省新出生人口数量



资料来源: 河南省教育厅, 招商证券

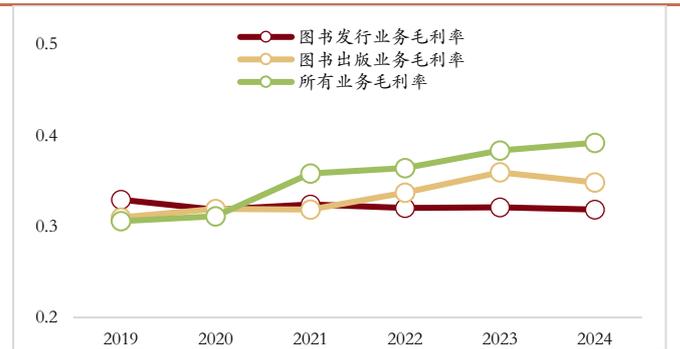
图书产品收入持续上升, 支撑公司毛利率稳步向好。教材教辅与一般图书构成了公司的主要产品。河南省在校人口数量多、教材教辅具有刚性需求, 为公司业绩提供了基础保障。2019-2024 年, 公司图书产品收入呈现持续上涨趋势, 图书发行收入从 2019 年的 56.6 亿元, 增长到 2024 年的 75.9 亿元, CAGR 达 6.05%; 图书出版收入从 2019 年的 20.0 亿元, 增长到 31.1 亿元, CAGR 达 9.25%。所有业务毛利率持续上升, 2024 年达到 39.20%。

图 18: 2019-2024 年图书出版及发行收入



资料来源: 同花顺, 招商证券

图 19: 2019-2024 年图书出版、图书发行及所有业务毛利率

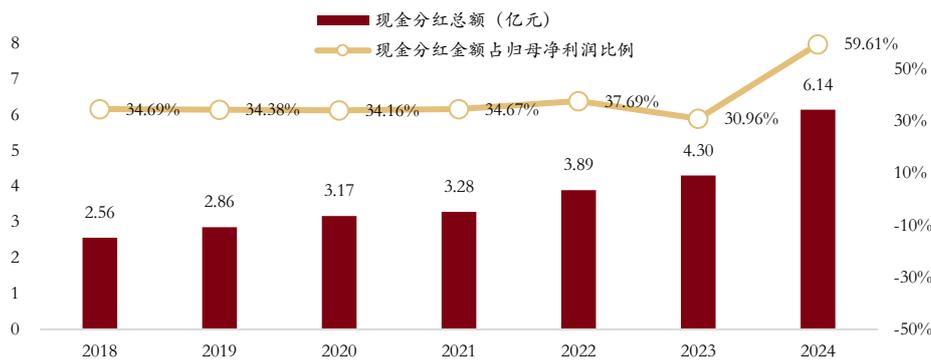


资料来源: 同花顺, 招商证券

2、资金优势: 现金流充裕, 分红动力强

公司历年来始终保持着稳定的分红增长态势。现金分红总额呈现持续上涨趋势, 从 2020 年的 3.17 亿元 (含税) 增长到 2024 年的 6.14 亿元 (含税), CAGR 达 17.97%。公司积极回馈消费者, 分红金额占归母净利润比例呈现波动上涨趋势, 2024 年占比创历史新高, 2020/2021/2022/2023/2024 年分红比例分别为 34.16%/34.67%/37.69%/30.96%/59.61%。

图 20: 2018-2024 年现金分红金额及现金分红金额占归母净利润比例



资料来源: 同花顺, 招商证券

重大基建即将完工释放现金流, 公司大幅提升分红力度。 1) 基建收尾释放资金压力, 资金状况持续充裕。公司原有的产业园区建设项目总投资概算为 35 亿元, 预计将在今年完成验收并转入固定资产, 标志着该项重大资本支出即将收尾。四个产业园项目的建设进度均达到了 50% 以上, 其中中原数字印刷产业园 (物资贸易) 项目已完成 84%。随着项目的完工, 公司整体资金需求大幅减少, 未来也无新建办公楼等大型基建计划, 已基本停止对大型基建项目的持续投入。截至 2024 年底, 公司货币资金规模已达 50 多亿元, 流动性良好, 整体资金状况相对充裕。 2) 经营稳健现金充沛, 持续提升分红回报。公司秉持“为股东创造最大价值”的经营理念。在当前无重大基建投资安排的背景下, 公司经营现金流状况持续向好。基于当前资金充裕的实际情况, 公司决定进一步提升分红比例, 并显著增加现金分红金额。未来, 分红绝对金额将在较高水平上保持稳中有增, 持续增强股东回报。

表 5: 截至 2024 年 12 月 31 日产业园项目建设情况

项目名称	投资方式	是否为固定资产投资	项目进度
中原数字印刷产业园 (数字印刷) 项目	自建	是	77%
中原数字印刷产业园 (物资贸易) 项目	自建	是	84%
中原数字产业园 (西园) 项目	自建	是	51%
中原数字印刷产业园 (出版发行) 项目	自建	是	60%

资料来源: 同花顺, 招商证券

3、创新优势: AI 赋能教育服务, 打造研学与数智双轮驱动增长曲线

以“新华少年研学营”为载体, 深耕教育服务, 构建第二增长曲线。1) 行业前景广阔, 需求持续增长。据 iiMedia Research 数据, 2023 年中国研学游市场规模达 1469 亿元, 2024 年预计达 1791 亿元, 同比增长 21.9%, 2028 年有

望突破 3000 亿元。随着居民关注度持续提升，消费需求不断扩大，行业整体发展潜力巨大。2) 区域试点成熟，运营模式逐步落地。公司全年研发精品校本课程 84 门，覆盖学生达 14 万人次；在林州、南阳等 6 地试点课后服务选课收费，形成了可复制推广的区域运营经验。全年共开展研学活动 3889 场，推动“书店+研学”新模式在 11 个市县实现商业化落地，“新华少年研学营”品牌 IP 初具规模，为后续业务拓展提供支撑。3) 内容创新持续突破，打造标志性项目。“十大工程”建设成效显著：“读懂中国画”项目开发沉浸式“1+9”课程，形成全媒营销传播矩阵；“我们的经典”项目推出《山海经：中国神兽图鉴》AR 与虚拟现实交互体验技术；“趣味学农”“文献中国”“中原文化云课堂”等项目入选“第八届数字出版创新发展论坛创新案例”。4) 数字平台建设加速，AIGC 技术赋能。公司持续推进“豫版链”“豫教链”平台建设，联合腾讯、蜜度等 AIGC 厂商及稻壳、数盒等前沿技术企业，推动内容生产智能化。“文献中国”资源库项目完成前后端开发部署；《诗经》名物图像智能平台项目正式启动，AIGC 技术在内容表达中的应用逐步落地。5) 新业态落地提速，打造第二增长曲线。围绕“创新突破行动”，公司已研发不少于 100 门精品课程。依托“绿色点亮生活，健康护佑生命”主题实践活动，开展大规模入校服务。上半年累计举办如《洛水寻仙》《风雅梦华》《开路先锋盾构机探秘之旅》等研学活动近 2000 场，推出 7 条研学精品线路和 11 门融合课程，在 7 个县区实现课后服务落地选课，累计覆盖学生超 10 万人次，为公司注入可持续增长动能。

图 21:《风雅梦华》沉浸式研学活动



资料来源：中国新华书店协会，招商证券

图 22:《洛水寻仙》沉浸式研学活动



资料来源：中国新华书店协会，招商证券

AI 赋能教育：打造数智转型新体系、培育 IP 化核心项目。1) 深化教育综合改革。完成核心教育产品修订，加快自主研发和数字化迭代。开发地方课程教材，强化教辅产品结构优化与自研，拓展生产线，延长产品生命周期，打造更多自主品牌。2) 推进教育数字化转型。在河南省中小学智慧教育平台一期基础上，启动二期建设，提升 AI 服务能力，实现公司平台全面对接，构建智慧教育生态。实施“数智赋能教育出版专项行动”，研发教育出版专有大模型，推动出版数智化，培育新赛道与新动能。以“创新突破行动”为抓手，推进资本运作，探索并购与战略引进。聚焦智慧教育平台、AI 学伴、数字展馆打造等项目，力争形成 3-5 个具有 IP 影响力的成熟项目。

图 23: 河南省中小学智慧教育平台



资料来源: 河南省中小学智慧教育平台官网, 招商证券

4、股息率较高, 位于出版公司前列

高股息+低估值, 凸显红利资产性价比优势。中原传媒当前股息率达 4.85%, 在可比公司中位列第二, 显著高于凤凰传媒 (4.27%) 和长江传媒 (4.41%), 彰显其稳定且具有吸引力的股东回报能力。同时, 公司当前估值水平仅约 11 倍市盈率, 处于历史相对低位, 具备一定的估值修复空间。相较于运营商、银行、公路港口等传统高分红资产, 中原传媒在兼具高股息率与低估值特征的基础上, 具备更优的配置性价比。

表 6: 2024 年度股息率 (以 2025.4.24 股价为准)

证券代码	证券名称	股息率
600551.SH	时代出版	5.0314%
000719.SZ	中原传媒	4.8465%
603096.SH	新经典	4.4469%
600757.SH	长江传媒	4.4086%
601928.SH	凤凰传媒	4.2662%
603230.SH	内蒙新华	3.9344%

资料来源: 同花顺、招商证券

四、盈利预测

公司是河南省最大的文化传媒产业集团、教育服务集团，全省唯一国有文化上市公司，涵盖出版、传媒、数字融媒、印制、发行、物资贸易、教育装备、实体教育、文化酒店、文旅地产、手工创意、保理金融等 10 余个业务领域和板块。我们分产品进行盈利预测：

(1) 一般图书：省内主要通过省新华书店覆盖全省的渠道网络、云书网电商平台和新媒体平台，以独家代理、分销或代销的形式，销售本公司租型出版的图书、所属出版单位自有知识产权的教材教辅和允许在国内销售的其他一般图书及文化用品、电子产品和其他商品。省外主要通过全国各地新华书店、国内有影响力的电商平台、出版单位自有销售平台及其他出版物营销渠道。同时考虑到图书出版市场承压，我们预计 2025-2027 年一般图书产品营收增速分别为 3%/3%/2%。

(2) 教材教辅：公司是人民教育、人民音乐、北师大等主流教材出版社的河南省独家代理商，拥有优质教育资源；公司所属出版社获得了河南省教育行政部门对全科评议教辅出版的行政许可，开发出版全学科、全版本、全系列品牌教辅，在省域市场处于主导和领先地位；公司为河南省 2024 秋—2027 春义务教育免费教科书“单一来源采购”供应商，确保未来 3 年营收基本盘。我们预计 2024-2026 年教材教辅产品营收增速分别为 5%/4%/3%。

(3) 物资销售：物资集团专业经营纸张、纸浆、印刷机械、印刷耗材等印刷物资，同时开展进出口及展览贸易，拥有生活用纸、办公用纸、文化用纸等多领域的自主品牌，业务涉及出版、印刷、包装等多个领域，是河南省中小学教材教辅及公司其它出版物印刷用纸的主要供应渠道。我们预计 2025-2027 年供应链及物流业务营收增速分别为 2%/1%/1%。

(4) 印刷业务：旗下印刷集团和汇林印务负责本公司租型及自有教材教辅、一般图书等出版物的印制生产，同时承接本公司以外的图书、期刊、报纸等出版物的印制生产。我们预计 2025-2027 年教育装备及多媒体业务营收增速分别为 2%/2%/2%

(5) 其他（包括研学业务）：2025 年研发精品校本课程 84 门，覆盖学生 14 万人次，林州、南阳等 6 地试点课后服务选课收费，形成了可复制的区域运营经验；开展研学活动 3889 场，“书店+研学”新模式在 11 个市县实现商业化运营。我们预计 2025-2027 年教育装备及多媒体业务营收增速分别为 50%/40%/40%

我们预计公司 2025/2026/2027 实现总营业收入 104.87/110.37/115.94 亿元。

首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司是河南省文化产业领军企业，区位优势显著，主营业务稳健发展，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 104.87/110.37/115.94 亿元，同比增速分别为 6%/5%/5%。实现归属母公司所有者净利润分别为 13.81/14.58/15.31 亿元，同比增速分别为 34%/6%/5%，对应 PE 分别为 9.5/9.0/8.6 倍。

表 7：分产品营业收入预测

单位：亿元	2025E	2026E	2027E
总收入	104.87	110.37	115.94

YoY	6.39%	5.24%	5.05%
一般图书	34.99	35.69	36.41
YoY	3%	2%	2%
教材教辅	83.24	86.57	89.17
YoY	5%	4%	3%
物资销售	18.21	18.39	18.57
YoY	2%	1%	1%
印刷业务	6.06	6.18	6.30
YoY	2%	2%	2%
内部抵消	-42.67	-43.52	-44.39
YoY	2%	2%	2%
其他（包括研学业务）	5.04	7.06	9.88
YoY	50%	40%	40%

资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

（1）宏观经济与政策风险。宏观经济波动可能影响文化消费需求。行业发展高度依赖政策导向，若相关支持政策落地效果不及预期或出现调整，可能会对公司业务拓展和战略实施带来不确定性。

（2）市场竞争风险。文化传媒行业竞争日趋激烈，行业内参与者不断增加，竞争格局持续变化。若公司未能在内容创新、渠道建设和品牌塑造等方面保持领先，可能导致市场份额下降，盈利能力受挤压。

（3）行业与技术风险。文化出版行业正处于转型升级阶段，税收、财政补贴等政策变化影响公司盈利模式。数字出版和智能技术正逐步成为推动行业发展的关键力量，若公司在技术研发与应用方面进展缓慢或效果未达预期，可能会在未来的市场竞争中处于不利地位。

（4）项目周期性风险。公司业务具有一定的项目制特点，业绩受重点项目周期性波动的影响较大，可能造成季度或年度间收入与利润的不稳定。此外，随着我国出生人口持续下降，教育用书及教辅材料的需求存在长期下滑的趋势，对公司传统的教材业务构成一定挑战。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8154	8266	9468	10523	11598
现金	5270	5225	6240	7132	8042
交易性投资	115	122	122	122	122
应收票据	4	12	13	13	14
应收款项	1124	1194	1270	1336	1404
其它应收款	58	50	53	56	58
存货	986	926	986	1037	1089
其他	597	738	785	826	868
非流动资产	9333	9913	9780	9662	9557
长期股权投资	24	22	22	22	22
固定资产	1994	1988	1983	1978	1974
无形资产商誉	1152	1121	1009	908	817
其他	6162	6782	6766	6754	6744
资产总计	17487	18179	19247	20185	21154
流动负债	5983	6140	6426	6712	7002
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	3979	4126	4390	4620	4853
预收账款	944	997	1061	1117	1173
其他	1060	1017	975	975	976
长期负债	519	486	486	486	486
长期借款	0	0	0	0	0
其他	519	486	486	486	486
负债合计	6501	6626	6911	7198	7488
股本	1023	1023	1023	1023	1023
资本公积金	2762	2762	2762	2762	2762
留存收益	7139	7706	8473	9107	9770
少数股东权益	61	62	78	94	112
归属于母公司所有者权益	10925	11491	12259	12893	13555
负债及权益合计	17487	18179	19247	20185	21154

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2190	1369	1672	1717	1780
净利润	1400	1042	1397	1474	1549
折旧摊销	275	259	311	296	283
财务费用	17	13	(120)	(120)	(120)
投资收益	(7)	4	(57)	(57)	(57)
营运资金变动	739	(186)	142	123	125
其它	(234)	238	0	0	0
投资活动现金流	(1683)	(1484)	(121)	(121)	(121)
资本支出	(524)	(333)	(178)	(178)	(178)
其他投资	(1159)	(1151)	57	57	57
筹资活动现金流	(416)	(464)	(537)	(703)	(749)
借款变动	(100)	(149)	(43)	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	(389)	(430)	(614)	(823)	(869)
其他	73	115	120	120	120
现金净增加额	90	(579)	1015	892	910

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9833	9857	10487	11037	11594
营业成本	6061	5993	6376	6711	7049
营业税金及附加	69	84	89	94	99
营业费用	1385	1349	1435	1511	1587
管理费用	1065	1100	1171	1232	1294
研发费用	30	45	48	50	53
财务费用	(125)	(152)	(120)	(120)	(120)
资产减值损失	(198)	(150)	(100)	(92)	(88)
公允价值变动收益	4	4	4	4	4
其他收益	47	43	43	43	43
投资收益	7	(4)	10	10	10
营业利润	1208	1330	1445	1525	1601
营业外收入	32	10	10	10	10
营业外支出	24	15	15	15	15
利润总额	1216	1325	1440	1520	1596
所得税	(185)	283	43	45	48
少数股东损益	12	12	16	17	17
归属于母公司净利润	1389	1030	1381	1458	1531

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	0%	6%	5%	5%
营业利润	12%	10%	9%	6%	5%
归母净利润	35%	-26%	34%	6%	5%
获利能力					
毛利率	38.4%	39.2%	39.2%	39.2%	39.2%
净利率	14.1%	10.4%	13.2%	13.2%	13.2%
ROE	13.4%	9.2%	11.6%	11.6%	11.6%
ROIC	11.9%	8.2%	10.7%	10.8%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	37.2%	36.4%	35.9%	35.7%	35.4%
净负债比率	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.3	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	5.7	6.3	6.7	6.6	6.6
应收账款周转率	7.8	8.4	8.4	8.4	8.4
应付账款周转率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	1.36	1.01	1.35	1.42	1.50
每股经营净现金	2.14	1.34	1.63	1.68	1.74
每股净资产	10.68	11.23	11.98	12.60	13.25
每股股利	0.42	0.60	0.80	0.85	0.89
估值比率					
PE	9.5	12.8	9.5	9.0	8.6
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	10.5	9.9	8.2	7.9	7.6

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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、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。