

传媒

2025 年 07 月 29 日

南方传媒 (601900)

——立足广东，主业扎实，积极布局新业态

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 07 月 28 日

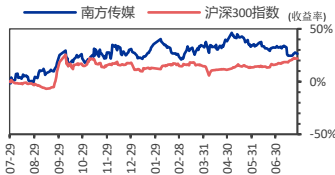
收盘价 (元)	14.32
一年内最高/最低 (元)	17.98/10.92
市净率	1.5
股息率 (分红/股价)	3.84
流通 A 股市值 (百万元)	12,630
上证指数/深证成指	3,597.94/11,217.58

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	9.59
资产负债率%	49.07
总股本/流通 A 股 (百万)	882/882
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

林起贤 A0230519060002

linqx@swsresearch.com

任梦妮 A0230521100005

renmn@swsresearch.com

联系人

任梦妮

(8621)23297818x

renmn@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **南方传媒是广东省地方出版发行公司。**公司于 2009 年承接广东出版集团所有图书出版、发行、印刷及物资等业务及相关资产，并于 2016 年登陆上交所。公司是广东省地方国有企业，广东省出版集团有限公司（广版集团）是公司第一大股东，直接和间接合计持有公司 61.59% 股权。南方传媒主营出版和发行，主要产品是教材教辅和一般图书。从财务表现看，公司主营业务经营稳定，现金资产储备充足，有能力维持稳定分红。公司拟将 2022 年回购 1.05 亿股份注销，股东回报有望进一步提升。
- **广东是人口大省有人口红利优势，南方传媒主营教辅教材业务稳健增长。**1) **教材教辅行业具备强许可、弱周期的属性。**出版行业准入门槛高，教辅教材管控严格，地方出版集团掌握牌照优势、竞争格局稳定。南方传媒是广东省从事中小学教科书发行业务的唯一合法机构。2) **人口因素对中小学阶段免费教材的供给影响有限，对于初高中阶段来说，由于教材及教辅配套数量更多，市场需求更为刚性。**广东省省内义务教育人数增长，生均用数量增长，主业中期有确定性。3) **定价稳定，成本加成下保证盈利能力。**4) **长期看，公司有可能完成广东省内发行资源的整合。**
- **南方传媒积极拓展数智教育、图书智能体等新业态。**1) **数智教育：**公司持续提升数字教材平台服务能力，粤教翔云数字教材平台 3.0 荣获 2022 年广东省电子信息行业科学技术奖一等奖；万卷要义学习大模型入选“第八届数字出版创新发展论坛创新案例”；与科大讯飞联合推出讯飞 E 听说，赋能中学英语教学；创新性推出“粤教—爱思通”AI 围棋和薪火美育，用 AI 给出围棋和美育教学整套解决方案。2) **图书智能体：**公司与腾讯研发了“岭南城市通”、“广东方言研究助手”、“粤菜大师”等十余个图书智能体产品，探索 AI 驱动的出版业数智化转型路径。
- **目标市值 157 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。**我们预计公司 2025-2027E 实现收入 98.06 亿元、104.95 亿元及 112.42 亿元，同比分别增长 7%、7%及 7%；我们预计 2025-2027E 实现归母净利润 11.30 亿元、12.15 亿元及 13.08 亿元，同比分别增长 39%，增长 8%及增长 8%。现价对应 25-27 年 PE 仅为 11x/10x/10x。参考出版公司 2025 年平均 PE 13.9x，给予公司 25 年目标 PE 13.9x，目标市值 157 亿。**首次覆盖给予“买入”评级。**
- **风险提示：生育率下降带来人口持续下滑的风险；教材教辅相关监管政策变化导致收入不稳定的风险；一般图书市场承压导致收入大幅下滑的风险。**

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	9,172	2,113	9,806	10,495	11,242
同比增长率 (%)	-2.1	1.2	6.9	7.0	7.1
归母净利润 (百万元)	810	320	1,130	1,215	1,308
同比增长率 (%)	-36.9	110.3	39.5	7.5	7.7
每股收益 (元/股)	0.92	0.36	1.28	1.38	1.48
毛利率 (%)	33.5	38.2	33.2	33.2	33.2
ROE (%)	9.8	3.7	12.7	12.6	12.7
市盈率	16		11	10	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

目标市值 157 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2025-2027E 实现收入 98.06 亿元、104.95 亿元及 112.42 亿元，同比分别增长 7%、7%及 7%；我们预计 2025-2027E 实现归母净利润 11.30 亿元、12.15 亿元及 13.08 亿元，同比分别增长 39%，增长 8%及增长 8%。现价对应 25-27 年 PE 仅为 11x/10x/10x。参考出版公司 2025 年平均 PE13.9x，给予公司 25 年目标 PE 13.9x，目标市值 157 亿。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

我们预计公司 2025E-2027E:

(1) 教材教辅收入分别为 90.96 亿元，97.79 亿元及 105.12 亿元，同比分别增长 7.5%、7.5%及 7.5%，主要由于学龄人口总数短期仍有增长，配套教材教辅量、市场化教辅数量仍有增长；

(2) 一般图书收入分别为 17.59 亿元，17.07 亿元及 16.55 亿元，同比分别下降 3%、3%及 3%，主要由于一般图书市场整体承压；

(3) 其他收入分别为 26.79 亿元，28.13 亿元及 29.54 亿元，同比分别增长 5%、5%及 5%。

(4) 假设内部抵消随收入增长而增加，分别为-37.28 亿元、-38.03 亿元及-38.79 亿元。

有别于大众的认识

市场对南方传媒新业务布局信心不足。我们认为，南方传媒背靠广东省，有人口优势、教育经费优势及互联网大厂资源，有能力持续对 AI 相关产品投入。目前公司 AI+ 教育及 AI+ 出版产品均有布局。

市场对南方传媒提升股东回报预期不充分。我们认为，南方传媒是广东省出版发行集团，主业稳健，市场化竞争充分，公司有能力持续提升分红金额，且公司回购股份已公告注销，有望进一步提升股东回报。

股价表现的催化剂

AI 相关产品有新进展或商业化；广东省内资源整合超预期。

核心假设风险

生育率下降带来人口持续下滑的风险；教材教辅相关监管政策变化导致收入不稳定的风险；一般图书市场承压导致收入大幅下滑的风险。

目录

1. 南方传媒：承接广东省出版发行集团，主业稳健	5
1.1 概况：依托广版集团，整合广东出版发行资源	5
1.2 股权结构：地方国有企业，管理层稳定	5
1.3 财务分析：主营教辅教材稳定，财务状况良好	7
2. 教辅教材：弱周期强许可的稳健主业	10
2.1 高准入门槛，市场格局稳定	10
2.2 广东是人口第一大省，为教材教辅业务稳健提供保障	11
2.3 一般图书整体承压，南方传媒跑赢大盘	13
3. 多元布局，打造 AI 产品矩阵	14
3.1 AI 赋能教育与大众图书	14
3.2 数智教育：打造“AI+教育”产品矩阵	15
3.3 图书智能体：探索 AI 赋能大众图书	17
4. 盈利预测与估值	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值分析	19
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 南方传媒发展历程.....	5
图 2: 南方传媒股权结构 (截至 2025 年一季报)	6
图 3: 2020 年-25Q1 南方传媒营业收入及同比增速 (亿元, %)	7
图 4: 2020 年-25Q1 南方传媒归母净利润及同比增速 (亿元, %)	7
图 5: 2020 年-2024 年南方传媒各产品收入 (亿元)	8
图 6: 2020 年-2024 年南方传媒各产品收入 (亿元)	8
图 7: 2020 年-2024 年南方传媒毛利率及归母净利率 (%)	8
图 8: 2020 年-2024 年南方传媒各项费用率 (%)	8
图 9: 2020 年-25Q1 南方传媒现金类资产金额 (亿元)	9
图 10: 2016 年-2024 年南方传媒现金分红金额 (亿元)	9
图 11: 广东省教育经费及财政性教育经费 (亿元)	12
图 12: 2022 年各省义务教育在校生数量 (万人)	12
图 13: 广东省教材正文纸张单价 (元/页)	12
图 14: 公司获审批教材单价变化 (元/本)	12
图 15: 粤教翔云学生端数字教材	15
图 16: 粤教翔云教师端教研平台	15
图 17: 万卷要义学习大模型界面	16
图 18: “粤教—爱思通” AI 围棋课程.....	16
图 19: “薪火美育” 系统各模块	16
表 1: 南方传媒管理层概况.....	6
表 2: 部分省份教材目录入选情况	10
表 3: 公司 AI 产品矩阵	14
表 4: 南方传媒盈利预测简表 (亿元, %)	18
表 5: 南方传媒收入拆分简表 (亿元, %)	18
表 6: 地方出版可比公司估值表 (2025 年 7 月 28 日收盘价)	19

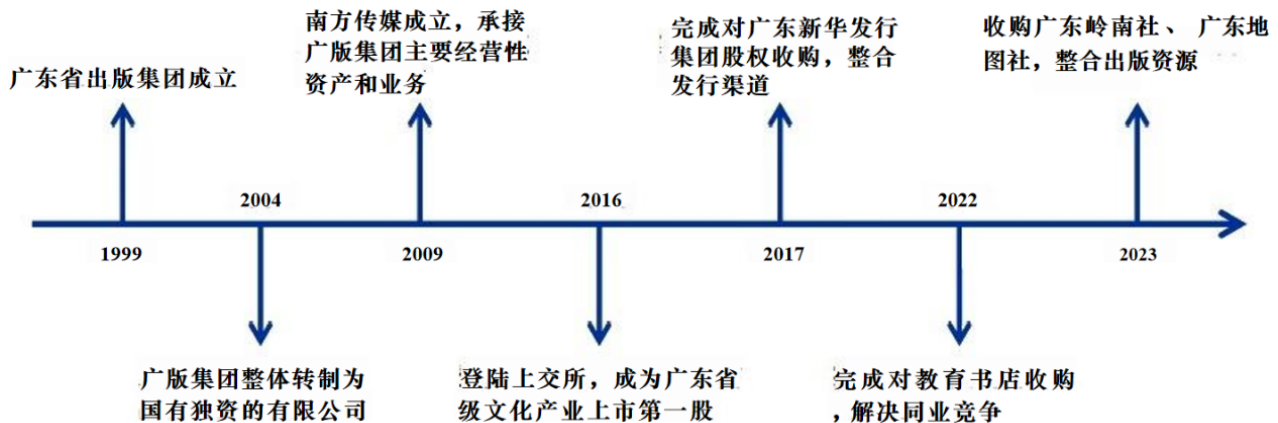
1. 南方传媒：承接广东省出版发行集团，主业稳健

1.1 概况：依托广版集团，整合广东出版发行资源

南方传媒继承广版集团主业，逐步整合出版发行资源。公司成立于2009年12月，由广东省出版集团联合南方报业发起设立，承继了广版集团全部出版和发行主业资产。公司主营业务为图书、报刊、电子音像出版物的出版和发行，以及印刷物资供应和印刷业务，其中图书出版物主要为中小学教材、教辅和一般图书。

公司于2016年2月登陆上交所，是广东省文化产业在境内主板上市第一股。2017年公司完成对广东新华发行集团剩余股权收购，实现对其99.39%控股，整合省内发行资源。2019年广东省人民政府将广东商贸所持广弘资产的51%股权无偿划转至广版集团，为解决发行集团与广弘控股旗下教育书店同业竞争问题，2022年公司通过换股完成了对教育书店的收购，实现了省内两大教材发行渠道的统一。2023年，为解决与出版集团同业竞争及关联交易问题，公司以现金收购广版集团所持广东岭南社和广东地图社100%股权，进一步整合出版社资源。

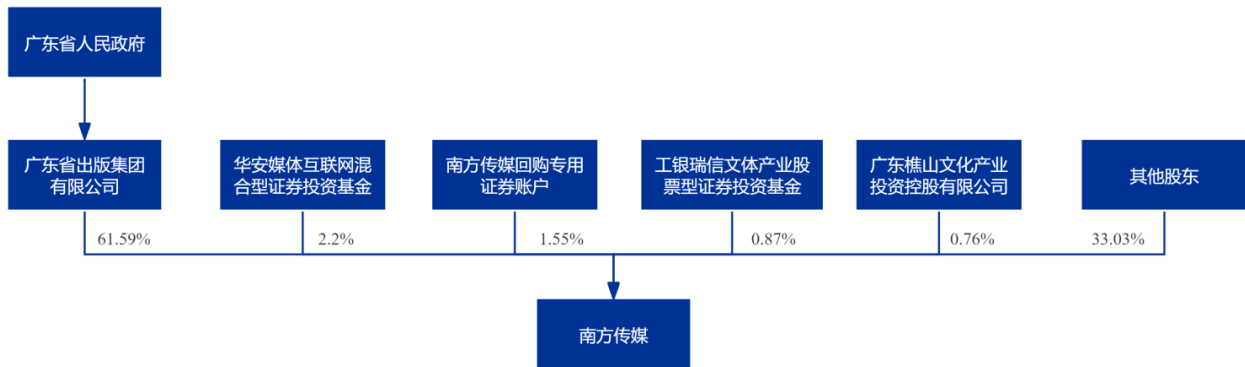
图 1：南方传媒发展历程



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 股权结构：地方国有企业，管理层稳定

公司是广东省地方国有企业，股权结构集中。广东省出版集团有限公司（广版集团）是公司第一大股东，直接和间接合计持有公司61.59%股权。广版集团成立于1999年12月，是全国首批成立集团的出版改革试点单位，2004年整体改制为国有独资的有限公司，多年入选“全国文化企业30强”名单。

图 2: 南方传媒股权结构 (截至 2025 年一季报)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

核心高管团队经验丰富, 行业资历深厚。公司管理层多数毕业于中山大学和武汉大学, 具备管理学、教育学或经济学背景。职业履历涵盖政府部门、高校、教研中心、出版社等, 主要集中在管理、出版和传媒领域, 多年积累丰富的行业实践经验。核心管理及执行团队多数任职 5 年以上, 人员结构稳定。

表 1: 南方传媒管理层概况

姓名	职务	任职日期	履历
谭君铁	董事长	2018 年 11 月	中山大学管理学硕士。历任广东省阳江市江城区委常委、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。现任广版集团党委书记、董事长, 南方传媒党委书记、董事长。
叶河	董事	2017 年 4 月	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。
	总经理	2017 年 10 月	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。
蒋鸣涛	董事	2022 年 4 月	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。
	副总经理	2017 年 6 月	现任南方传媒党委委员, 副总经理, 广东新华发行集团股份有限公司党委书记, 董事长。
雷鹤	董事	2022 年 4 月	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。
	副总经理	2017 年 8 月	现任南方传媒党委委员, 副总经理, 董事会秘书。
肖风华	董事会秘书	2015 年 12 月	华中师范大学文学硕士学位, 副编审。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)。
	副总经理	2021 年 11 月	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）。

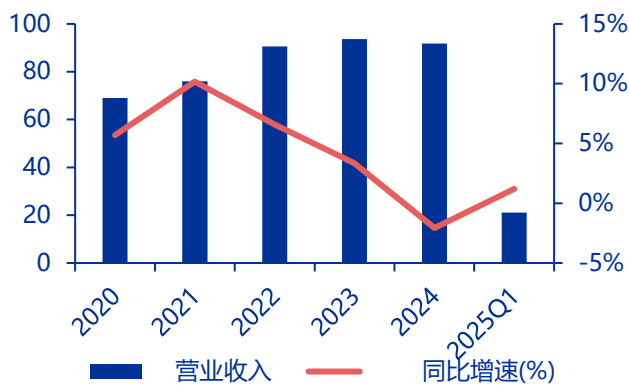
孙波	副总经理	2023年6月	武汉大学企业管理专业硕士。历任广东新粤教材研究开发有限公司市场一部经理，副总经理；广东时代传媒集团有限公司副总经理，执行董事，总经理。 现任南方传媒党委委员，副总经理，广东时代传媒集团有限公司党委书记，董事长，广东新周刊杂志社有限公司执行董事，总经理（社长），总编辑，广东大沿海出版工贸有限公司总经理，执行董事，广东少先队员杂志社有限公司执行董事（社长），广东黄金时代杂志社有限公司执行董事（社长），广东省省情调查研究中心有限公司董事长。
	首席信息官	2023年6月	
崔松	总会计师	2021年5月	中山大学会计硕士学位，正高级会计师，正高级经济师，注册会计师，注册税务师。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，董事，总会计师，广东省出版集团有限公司财务部总监。 现任南方传媒党委委员，总会计师（财务负责人），南方传媒财务部总监。

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 财务分析：主营教辅教材稳定，财务状况良好

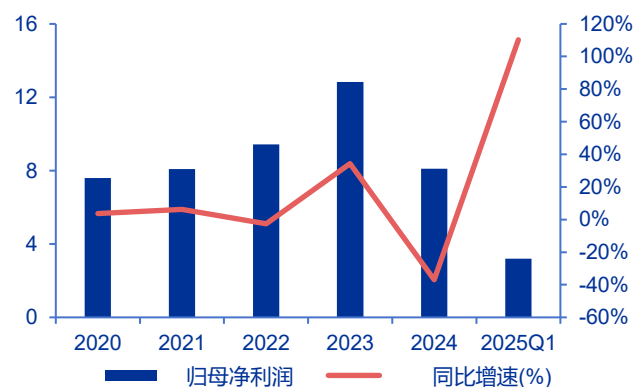
营业收入稳健增长，归母净利润增速较快。2024年，公司实现营业收入91.72亿元，同比下降2.07%，主要受主题教育读物品种减少的影响；2024年归母净利润为8.1亿元，同比下降36.91%，归母净利润下滑主要是所得税政策调整导致的递延所得税资产变化影响、公允价值变动影响导致；2024年，南方传媒扣非净利润为9.41亿元，同比增长5.6%，主业经营稳健。25Q1，南方传媒实现营业收入21.13亿元，同比增长1.21%，归母净利润同比增加110.25%，主要由于：1) 纸张成本下行，毛利率同比提升；2) 25Q1 延续免征所得税。

图 3：2020 年-25Q1 南方传媒营业收入及同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

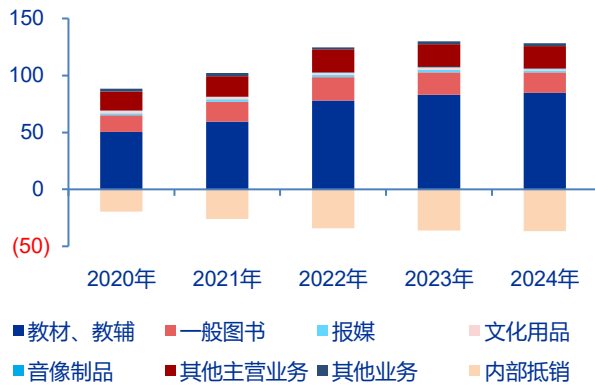
图 4：2020 年-25Q1 南方传媒归母净利润及同比增速（亿元，%）



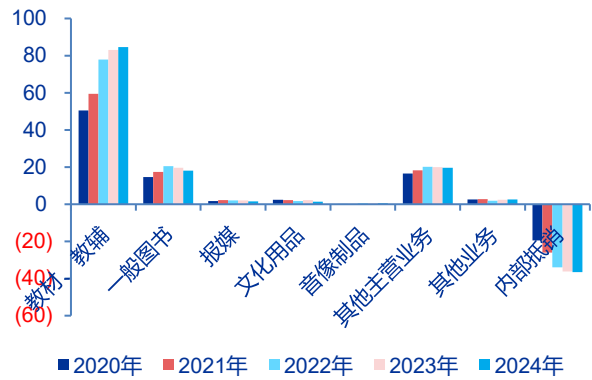
资料来源：Wind，申万宏源研究

南方传媒主营出版发行，主要产品是教材教辅和一般图书。从产品分类看，南方传媒主要有教材教辅、一般图书、报媒、文化用品、音像制品等产品。2024年公司营业收入91.72亿元（内部抵消后），教材教辅和一般图书贡献主要收入，其中教材教辅收入84.62亿，

一般图书收入 18.14 亿元。教材教辅收入逐年增长，从 2020 年的 50.43 亿增长至 2024 年的 84.62 亿，主要是人口增长、省内资源整合导致的。

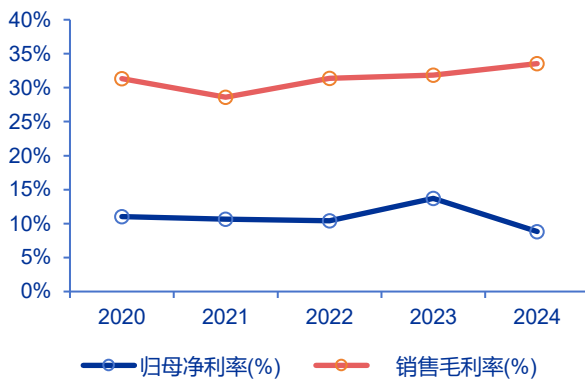
图 5：2020 年-2024 年南方传媒各产品收入（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

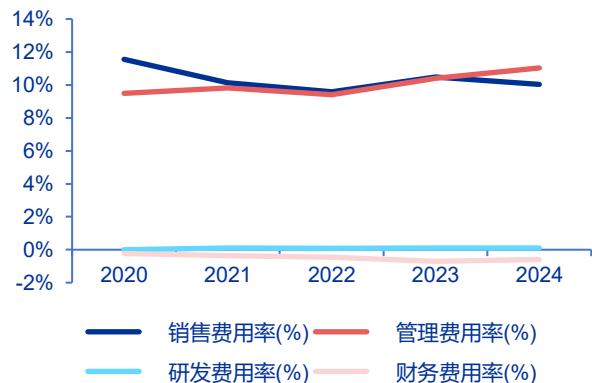
图 6：2020 年-2024 年南方传媒各产品收入（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

公司整体盈利能力稳定，费用控制良好。南方传媒毛利率小幅提升，主要是纸张成本下降，低毛利业务占比下降。归母净利润率整体稳定，2023 年归母净利润率明显提升主要是所得税政策调整导致的一次性递延所得税收益确认，2024 年归母净利润率下降主要是所得税调整导致的一次性递延所得税资产损失确认。在费用方面，公司持续改善经营，主要的销售费用率呈现降低趋势、财务净收入呈现增加趋势。公司资金状况良好，近年来持续获得利息收入。研发费用略有增加，主要系公司积极拥抱数字化改革，加码投入 AI 等数字化创新业务。

图 7：2020 年-2024 年南方传媒毛利率及归母净利润率（%）


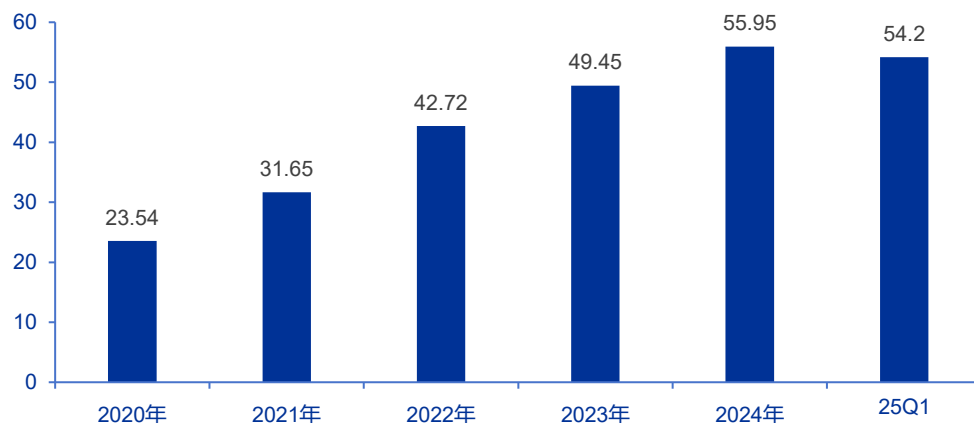
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2020 年-2024 年南方传媒各项费用率（%）


资料来源：Wind，申万宏源研究

南方传媒现金资产储备充足，有能力维持分红稳定。25Q1，南方传媒账面类现金资产合计 54.20 亿，其中货币资金 25.92 亿，交易性金融资产 13.80 亿元，其他流动资产 7.26 亿，其他非流动资产 7.22 亿。公司现金类资产储备充足，主业稳健，有能力维持分红金额稳定。

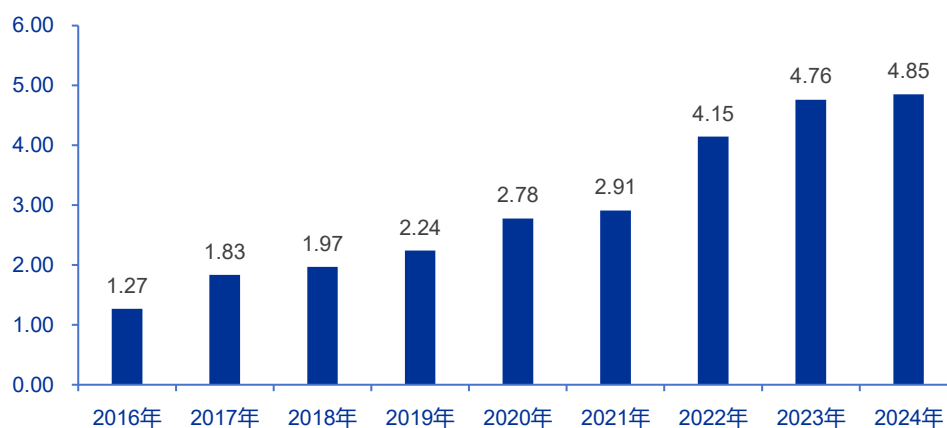
图 9：2020 年-25Q1 南方传媒现金类资产金额（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

南方传媒上市以来稳定分红，提升股东回报。公司自 2016 年上市以来有长期的分红历史，通过分红派息方式提升股东回报，上市至今累计分红 11 次，累计实现净利润 77 亿元，累计分红金额 27.8 亿元，上市以来平均分红率 36.02%。2024 年，南方传媒分红 4.85 亿（考虑回购账户未减持部分不参与利润分配），占归母净利润的 59.90%，分红比例、分红金额较 2023 年提升。此外，2025 年初，南方传媒发布《关于变更回购股份用途并注销的公告》，拟将 2022 年股份回购方案回购的全部 1391 万股全部注销，对应回购金额 1.05 亿元。公司目前已将改部分股票注销，总股本由 8.96 亿减少至 8.82 亿，有利于进一步提升股东回报。

图 10：2016 年-2024 年南方传媒现金分红金额（亿元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

2. 教辅教材：弱周期强许可的稳健主业

2.1 高准入门槛，市场格局稳定

从主业看，地方国有出版集团在教辅教材业务的经营上拥有较高的区域市场地位，因而盈利能力稳定，现金流好，有持续、稳定的分红能力。省级出版集团主营两大业务：1) 一般图书的出版发行；2) 教材教辅的出版和发行。其中，一般图书的出版发行通过集团的各个出版社开展，与普通出版社没有明显差异。但是教材教辅的出版发行有较高的进入门槛。根据2019年教育部发布的《中小学教材管理办法》，教材出版、发行单位必须取得国家出版主管部门批准的教材出版、发行资质。教材出版单位要严格按照审定通过的出版稿印刷，并向相关教育行政部门备案。

对于教材可以分为两种：

1) 本版教材教辅：出版社自行组织人员进行编写，拥有版权的教材教辅图书。

值得注意的是，本版教材的出版门槛较高，必须满足两个条件：1) 入选教育部印发的教材目录；2) 各省自主选择。义务教育教材必须在教育部印发的中小学教学用书目录中才能使用，因此并非所有省份都使用各省的本版教材。根据《中小学教材管理办法》，中小学教材选用单位由省级教育行政部门根据当地实际情况确定。教材选用单位应当组建由多方代表参与的教材选用委员会，具体负责教材的选用工作。上市公司中，中南传媒、凤凰传媒、浙版传媒、中文传媒、山东出版均有本版教材入选。出版公司提升教材市占率主要靠提高本省的份额和将教材销售到省外甚至海外。其中，入选教材目录较多的省份如江苏的凤凰传媒、湖南的中南传媒在教材教辅“走出去”上优势明显。

2) 租型图书：向人民教育出版社“租赁”教材版权，在省内组织教材的印刷发行等工作。2017年秋季学期开始，语文、道德与法治、历史三大科目采用全国统编本教材，各地方出版集团需要向人教社租赁三科教材。

对于教辅的出版：各省出版集团有评议类和非评议类教辅材料出版发行业务。评议类教辅材料不需要国家审核，由各地教育局审核，因此各省基本都有教辅出版发行。除评议类教辅外，各省级出版公司也有非评议类教辅材料的出版发行，与其他市场化教辅材料类似，在零售渠道销售。

表 2：部分省份教材目录入选情况

省份	出版社	义务教育教科书（一至六年级）	义务教育教科书（七至九年级）	义务教育教科书（五·四制）
北京	人民教育出版社	13 本	19 本	7 本
	北京教育科学研究院	6 本	9 本	
	北京出版社	3 本	3 本	
	北京师范大学出版社	3 本	6 本	
	北京市仁爱教育研究所		3 本	
江苏	凤凰传媒	7 本	8 本	
湖南	湖南教育出版社	1 本	2 本	
	湖南美术出版社	2 本	1 本	
	湖南文艺出版社	本	本	

	湖南少年儿童出版社	1 本		
	湖南科学技术出版社	1 本		
浙江	浙江教育出版社		2 本	
	浙江人民美术出版社	1 本	1 本	
江西	江西美术出版社	1 本	1 本	
湖北	湖北省教育出版社	2 本	1 本	
山东	山东教育出版社	1 本	1 本	8 本
	山东科学技术出版社			3 本

资料来源：《2023 年中小学教材目录》，申万宏源研究

2.2 广东是人口第一大省，为教材教辅业务稳健提供保障

教材教辅业务收入稳步增长。根据公司 2024 年财报,教材教辅业务收入为 84.62 亿元,同比增长 1.9%, 毛利率为 25.82%, 同比增长 0.21 个百分点。具体收入构成如下: 自编教材教辅出版业务: 收入为 14.83 亿元, 同比减少 0.08%。租型教材教辅出版业务: 收入为 9.89 亿元, 同比增长 0.19%。教材教辅发行业务: 收入为 56.13 亿元, 同比增长 2.4%。

(1) 教材教辅出版: 公司作为广东省出版集团的核心企业, 享有得天独厚的地域优势, 广东省是中国人口最多的省份之一, 拥有庞大的教育市场, 为公司提供了稳定的市场需求。公司在教材教辅领域的专业性和权威性不容忽视, 作为国家教材重要出版基地之一, 南方传媒拥有自主知识产权的粤版新课标教材, 市场占有率高, 且目录教辅已完成全面修订, 发行码洋同比显著增长。通过持续的技术投入和创新, 如推进“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, 积极探索“AI+教育”业务, 涵盖多领域的产品和服务, 如粤教 AI 听说、薪火美育等, 不仅增强了用户体验, 也为公司开辟了新的增长点。公司强大的渠道建设和完善的售后服务体系也是其在教材教辅出版领域保持领先地位的关键因素, 遍布全省的分销网络和校园书店, 确保了产品的高效配送和广泛覆盖。

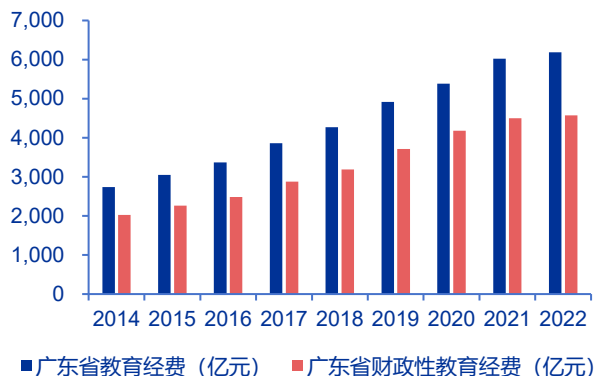
(2) 教材教辅发行: 南方传媒在发行渠道上具有明显的网络优势。公司旗下的发行集团拥有遍布广东省的分销网络, 截至 2024 年底, 发行集团拥有中心门店 138 家, 校园书店 89 家, 乡镇书店 155 家。这种广泛的渠道网络提高了教材教辅的覆盖面。

人口因素对中小学阶段免费教材的供给影响有限, 对于初高中阶段来说, 由于教材及教辅配套数量更多, 市场需求更为刚性。广东省作为全国第一经济大省, 长期保持较高的生育率和人口流入。根据广东省统计局数据, 2024 年广东省常住人口 1.28 亿人, 比上一年增加 74 万人, 其中出生人口 113 万人, 总量、增量、出生人口均位居全国之首, 连续 7 年蝉联中国生育第一大省, 成为全国唯一出生人口破百万的省份, 为教材教辅市场提供了可持续的需求支撑。预期未来随着生育政策的调整优化, 以及家庭对于教育的重视程度不断提高, 在校生人口将保持在一个相对稳定的水平, 为出版企业的发展提供了可预测的市场环境。

广东省省内义务教育人数增长, 生均用数量增长, 主业中期有确定性。市场担心生育率下降对人口带来的影响, 我们统计往年广东省出生人口, 并将对应义务教育阶段的年份加总。在不考虑人口流动的情况下, 预计未来 一年会是义务教育在校生高速增长阶段,

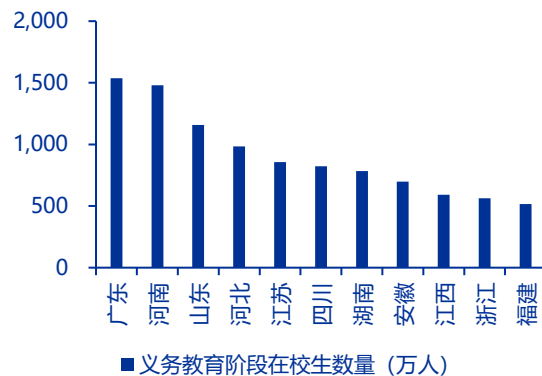
人口的下滑趋势最早于 2027 年影响小学在校生总数。但如果考虑生均用书量（即高年级的学生用书量多），教材教辅整体业务有望在中期内维持稳健。**广东省人口流入量大，贡献学生基数增量。**

图 11: 广东省教育经费及财政性教育经费 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

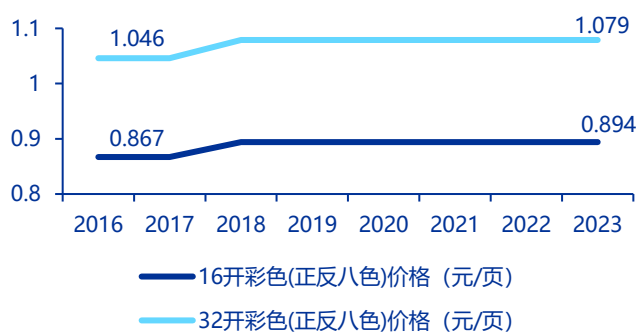
图 12: 2022 年各省义务教育在校生数量 (万人)



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

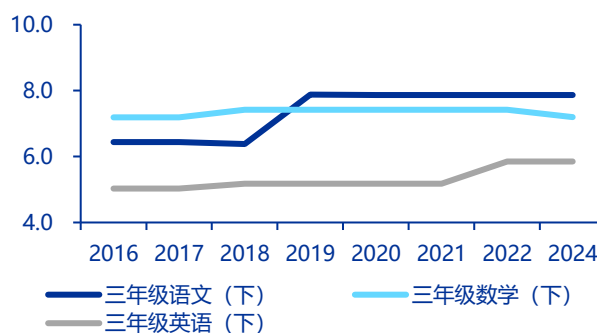
定价稳定，成本加成下保证盈利能力。 教辅教材具有公益普惠属性，教育部《中小学教材管理办法》明确规定，在确保教材编校、印制质量前提下，应严格遵守“保本微利”原则。2016 年 5 月起，国家将教材价格等收费项目下放至省级管理，后省级出版部门将价目表报新闻出版总署。2016 年-2022 年，广东省中小学教材目录整体变化不大，定价主要基于正文、插页和封面的印刷纸张。因此教材提价主要来源包括纸张单价提升、纸张升级或印张数量增加，出版集团利润空间有一定保证。

图 13: 广东省教材正文纸张单价 (元/页)



资料来源: 广州市人民政府, 申万宏源研究

图 14: 公司获审批教材单价变化 (元/本)



资料来源: 广州市人民政府, 申万宏源研究

长期看，公司有可能完成广东省内发行资源的整合。 公司收入增速高于广东省在校生增速，短期业绩增量主要由发行端资源整合驱动。广东省教材教辅发行端，公司主要通过新华发行集团与教育书店进行，体外仍有广州新华、深圳新华两家体量较大发行书店。出版端体外仍有高等教育出版社等。

2.3 一般图书整体承压，南方传媒跑赢大盘

一般图书市场景气度整体承压。开卷数据显示，2024年，中国图书零售市场码洋规模为1129亿元，同比下降1.52%，总体规模保持稳定。

南方传媒推进重点出版项目，做大众出版专业化、特色化、品牌化改革跑赢图书零售市场。2024年，南方传媒出版图书9178种，其中大众图书5291种，教材937种，教辅2950种。音像制品193种，电子出版物453种。图书、音像电子获奖合计570项，其中省部级34项，其他奖536项。2024年，南方传媒一般图书出版实现销售码洋42.47亿元，同比增长51.61%，实现收入为5.27亿元，同比下降1.48%，均跑赢图书市场大盘，毛利率为12.48%，同比增长6.92个百分点。

公司大众图书出版爆款频出。《粤食记》入选2024年度“中国好书”，《不舍昼夜》入围2024年度“中国好书”。“万有引力”书系持续上新，总销量70余万册，荣获“2023/2024年度致敬出版品牌——学术与专业类”奖项。持续做强花城文学院IP，推出麦家、葛亮、李娟的多部作品，其中“李娟非虚构系列”总印数近500万册，《我的阿勒泰》销量破150万册，实现了图书与影视、文旅的融合。公司加强与磨铁、果麦等头部策划企业战略合作，《小屁孩日记》全年销量超146万册，“高中提分笔记”系列超850万册，引进“神奇校车”系列、DK系列等头部产品。

3. 多元布局，打造 AI 产品矩阵

3.1 AI 赋能教育与大众图书

公司积极拓展数智教育、图书智能体等新业态。**数智教育**：公司持续提升数字教材平台服务能力，粤教翔云数字教材平台 3.0 荣获 2022 年广东省电子信息行业科学技术奖一等奖；万卷要义学习大模型入选“第八届数字出版创新发展论坛创新案例”；与科大讯飞联合推出讯飞 E 听说，赋能中学英语教学；创新性推出“粤教—爱思通”AI 围棋和薪火美育，用 AI 给出围棋和美育教学整套解决方案。**图书智能体**：公司与腾讯研发了“岭南城市通”、“广东方言研究助手”、“粤菜大师”等十余个图书智能体产品，探索 AI 驱动的出版业数智化转型路径。

表 3：公司 AI 产品矩阵

产品名称	属性	上线时间	赋能领域	功能
粤教翔云数字教材平台		2018 年正式上线 2022 年推出 3.0 版	以数字化教学资源赋能纸质版教材和课堂教学	1) 提供数字教材：平台提供与纸质教材一致的人教版、粤教版、北师大版、湖南教育版、教育科学版等 36 个版本、9 个年级、21 个学科，一共 188 册数字教材。 2) 赋能课堂教学：平台与国家中小学智慧教育平台实现账号互通、数据融通、资源共享，师生用户能够通过平台便捷地访问国家中小学平台的教育教学资源。实现对课堂导入、知识讲解、举例说明、总结归纳、巩固练习五个环节的赋能。
万卷要义学习大模型	AI+教育	2024 年正式上线	以 AI 赋能中学教学与学习	是一款面向中小学教育应用的大模型，创新性地融合了人工智能大模型、MOE 架构及知识图谱等先进技术，展现出卓越的多功能性与高适配性。能高效应用于包括语文教学设计、语文阅读素养提升、数学解题、英语高频词学习等多个教育场景，在内容生成、知识检索与个性化学习服务等方面实现了重大突破。
讯飞 E 听说		2016 年正式上线 2024 年入驻粤教翔云网络学习空间	以 AI 赋能中学英语学习	具有“三位一体”的英语听说读写创新学习空间，实现了贯穿教、学、考、评、管的全场景、多角色应用，有效提高学生英语语用能力和教师教学管理效率。
“粤教—爱思通”AI 围棋课程		2023 年正式上线	借助 AI，通过游戏闯关方式学习围棋，解决围棋师资短缺的问题	通过围棋冠军设计的 AI 大数据模型，复制最强的 AI 阿尔法狗的学习方式，通过人机互动、“AI 三师课堂”教学模式，给学生提供围棋的游戏化学习，解决围棋师资短缺的问题。
薪火美育		2018 年正式上线	以 AI 赋能中小学生学习美育教育	薪火美育是一套垂直于音乐、美术学科的美育系统，其整体由艺术课堂教学、过程性评价、学生自主测评、数据管理等子系统组成，将教学活动需要的“教、学、评、测、管”完美融合进一体化的数字平台，让美育更高效。
“粤菜大师”图书智能体	AI+大众图书	2025 年正式上线	借助 AI 打造国内首个粤菜文化垂直领域的图书智能体	将超过 300 种粤菜相关图书，借助数字出版，全部转化为智能体知识库，让优质内容以智能交互的方式焕发出新的活力。

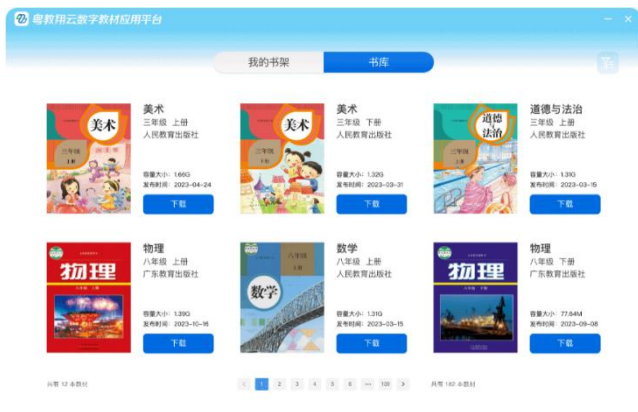
广东方言研究助手	2025 年正式上线	借助 AI 深度整合广东地方文化资源	依托腾讯混元大模型和智能体开发平台，深度整合广东地方文化资源，提供方言语音、词汇、文化习俗等研究支持。
岭南城市通	2025 年正式上线	借助 AI 深度整合广东地方文化资源	该产品依托腾讯混元大模型、元器智能体平台等技术能力，结合南方传媒的图书内容资源，提供整合地方文化、方言研究、美食文化等内容的个性化、场景化的知识服务。

资料来源：公司官网，公司公众号，申万宏源研究

3.2 数智教育：打造“AI+教育”产品矩阵

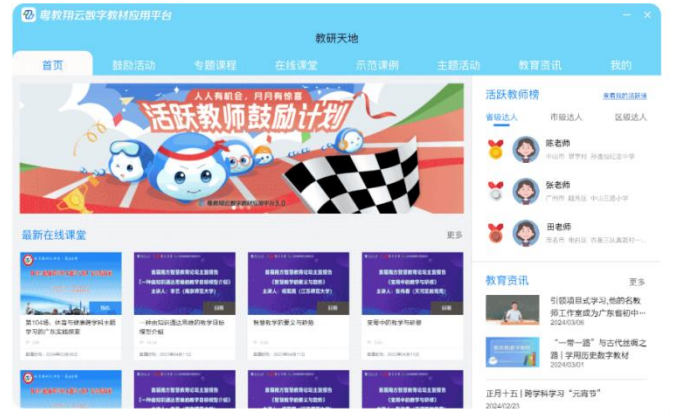
粤教翔云数字教材平台：平台以数字化教学资源赋能纸质版教材和中小学课堂教学。截至 2024 年，已为超过 1.9 万所广东省义务教育阶段学校（含教学点）逾 1600 万师生提供数字教材应用服务。并已与国家中小学智慧教育平台实现账号资源共享，使师生用户可以通过粤教翔云平台便捷地访问国家中小学平台的网络教育教学资源。平台“粤高中”“语言乐学”学习卡发行量突破 1232 万张，同比增幅超 59%。

图 15：粤教翔云学生端数字教材



资料来源：粤教翔云官网，申万宏源研究

图 16：粤教翔云教师端教研平台

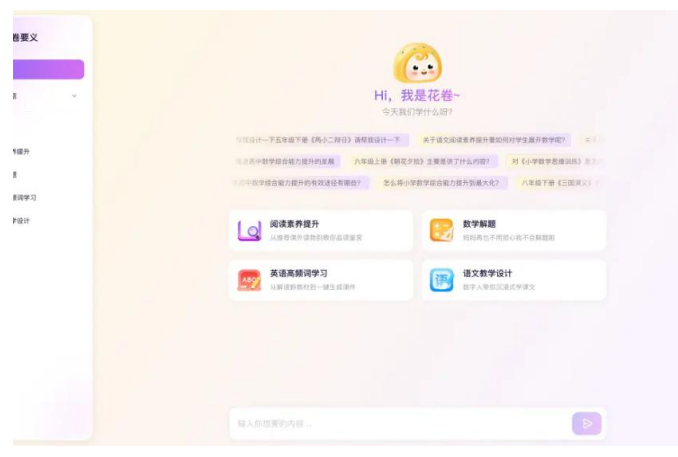


资料来源：粤教翔云官网，申万宏源研究

万卷要义学习大模型：模型入选“第八届数字出版创新发展论坛创新案例”。它创新性地融合了人工智能大模型、MOE（混合专家）架构及知识图谱等先进技术，展现出卓越的多功能性与高适配性。目前，“万卷要义学习大模型”能高效应用于包括语文教学设计、语文阅读素养提升、数学解题、英语高频词学习等多个教育场景，在内容生成、知识检索与个性化学习服务等方面实现了重大突破，能显著提升整体教育效能，为教育数字化转型与出版业高质量发展注入强劲智能动力。

讯飞 e 听说：公司与科大讯飞合作推出的“讯飞 e 听说”应用，包括 E 听说中学和 E 听说小学，依托科大讯飞强大的人工智能及大数据核心技术，拥有语音识别、语音评测、知识图谱等功能。通过打造考试、教学、练习“三位一体”的英语听说读写创新学习空间，构建专业教研体系，实现了贯穿教、学、考、评、管的全场景、多角色应用，有效提高学生英语语用能力和教师教学管理效率。

图 17: 万卷要义学习大模型界面



资料来源: 南方传媒公众号, 申万宏源研究

图 18: 讯飞 E 听说界面



资料来源: E 听说官网, 申万宏源研究

“粤教—爱思通” AI 围棋课程: 整合弈城围棋网的大数据和由围棋世界冠军设计的 AI 模型, 模仿阿尔法元的学习方式, 使学习者通过实战练习快速觉察与把握棋谱脉络, 无须死记硬背, 可大大提升学习效果。全套教材共分四级, 入门级是围棋启蒙, 解决孩子对围棋的学习兴趣问题; 初、中、高级目标是入段, 能把围棋入段的时间缩短 50%, 入段率提高到 70%。课程支持学校在“AI 三师课堂”模式下利用自有师资授课, 解决围棋师资短缺的难题。

薪火美育: 平台针对音乐、美术学科服务。可以给音乐及美术教材出版社提供技术支持, 为教材赋能, 助力各出版社实现符合课标要求的教、学、评一体化。平台内涵盖音乐美术授课工具、课堂互动组件、课件编辑器、打谱器、谱音同步器、艺术特色题型等用于简化教师备课授课难度、加强艺术课堂趣味性的工具; 利用多个资源库做内容支撑; 再结合 AI 智能音乐评分、教学硬件、多角色的管理平台、个性化的学生艺术档案、规范精准的测评服务, 全方位为我国美育教育打造了一个多功能的闭环生态。

图 18: “粤教—爱思通” AI 围棋课程

阶段	学习内容	教学目标	棋力	课时
入门	基本规则、基本原理、闯关实践、9-13路对局	APP挑战目标30级 对局室30级	25-20级	48节
初级	强弱与急所、接触战初级、死活基础、13路对局	APP挑战目标20级 对局室18级	15-10级	80节
中级	接触战中级、死活进阶、布局原理、19路布局	APP挑战目标15级 对局室8级 入门棋王排名战8000分 弈城围棋网16级	8-6级	80节
高级	接触战高级、死活高级、19路实战、名局赏析	APP挑战目标10级 入门棋王排名战12000分 弈城围棋网10级	冲段	80节

爱思通冲段课程——共计288课时

资料来源: 爱思通公众号, 申万宏源研究

图 19: “薪火美育” 系统各模块



资料来源: 南方传媒公众号, 申万宏源研究

3.3 图书智能体：探索 AI 赋能大众图书

“粤菜大师”图书智能体。广东科技出版社自创社以来，始终致力于粤菜文化的传承与创新，累计出版粤菜相关图书超 300 种，凝聚了几代粤菜大师与近千位名厨和药食同源专家的智慧，经过多年积累，逐渐形成了国内最完整的粤菜出版体系。在此基础上，广东科技出版社充分发挥资源优势与数字出版转型经验，通过与腾讯技术端合作，将全部相关图书资源转化为智能体知识库，让优质内容以智能交互的方式焕发出新的活力。目前，“粤菜大师”图书智能体已面向大众开放所有功能，实时共享超 6000 万字知识库，并根据出版社不断丰富的内容与版权更新智能体的内容与服务功能，竭力呈现广东科技出版社在“人工智能+”实践方面在知识体系、交互体验、产业价值三方面的重构。

公司借助 AI 深度整合广东地方文化资源。开发“广东方言研究助手”，依托腾讯混元大模型和智能体开发平台，深度整合广东地方文化资源，提供方言语音、词汇、文化习俗等研究支持。开发“岭南城市通”，依托腾讯混元大模型、元器智能体平台等技术能力，结合南方传媒的图书内容资源，提供整合地方文化、方言研究、美食文化等内容的个性化、场景化的知识服务。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

我们预计公司 2025-2027E 实现收入 98.06 亿元、104.95 亿元及 112.42 亿元，同比分别增长 7%、7%及 7%；我们预计 2025-2027E 实现归母净利润 11.30 亿元、12.15 亿元及 13.08 亿元，同比分别增长 39%，增长 8%及增长 8%。

表 4：南方传媒盈利预测简表（亿元，%）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
营业收入	68.97	84.96	90.61	93.65	91.72	98.06	104.95	112.42
同比增速 (%)		23%	7%	3%	-2%	7%	7%	7%
营业成本	48.45	58.24	61.79	63.84	60.95	65.49	70.11	75.15
同比增速 (%)		20%	6%	3%	-5%	7%	7%	7%
毛利润	20.52	26.72	28.82	29.81	30.76	32.58	34.84	37.27
毛利率	30%	31%	32%	32%	34%	33%	33%	33%
归母净利润	7.60	9.69	9.55	12.84	8.10	11.30	12.15	13.08
同比增速 (%)		27%	-1%	34%	-37%	39%	8%	8%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

关键假设如下：

我们预计公司 2025E-2027E：

- (1) 教材教辅收入分别为 90.96 亿元、97.79 亿元及 105.12 亿元，同比分别增长 7.5%、7.5%及 7.5%，主要由于学龄人口总数短期仍有增长，配套教材教辅量、市场化教辅数量仍有增长；
- (2) 一般图书收入分别为 17.59 亿元，17.07 亿元及 16.55 亿元，同比分别下降 3%、3%及 3%，主要由于一般图书市场整体承压；
- (3) 其他收入分别为 26.79 亿元，28.13 亿元及 29.54 亿元，同比分别增长 5%、5%及 5%。
- (4) 假设内部抵消随收入增长而增加，分别为-37.28 亿元、-38.03 亿元及-38.79 亿元。

表 5：南方传媒收入拆分简表（亿元，%）

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025E	2026E	2027E
教材教辅收入 (亿元)	50.43	59.49	77.93	83.03	84.62	90.96	97.79	105.12
同比增速 (%)		7%	18%	31%	7%	2%	7.5%	7.5%
一般图书收入 (亿元)	14.66	17.38	20.54	19.71	18.14	17.59	17.07	16.55
同比增速 (%)		16%	19%	18%	-4%	-8%	-3%	-3%
其他业务收入 (亿元)	23.30	25.23	26.12	27.16	25.51	26.79	28.13	29.54
同比增速 (%)		22%	8%	4%	4%	-6%	5%	5%
内部抵消	(19.42)	(26.12)	(34.06)	(36.25)	(36.55)	(37.28)	(38.03)	(38.79)

资料来源：公司公告，申万宏源研究

4.2 估值分析

我们选取主流地方出版公司进行对比（见下表），其中中南传媒、凤凰传媒是地方出版企业中的龙头公司，皖新传媒积极布局新业务。根据 Wind 一致预期，可比公司归母净利润口径 2024 年-2027 年的平均 PE 为 17.9/13.9/13.3/12.9x。

目标市值 157 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司 2025-2027E 实现收入 98.06 亿元、104.95 亿元及 112.42 亿元，同比分别增长 7%、7%及 7%；我们预计 2025-2027E 实现归母净利润 11.30 亿元、12.15 亿元及 13.08 亿元，同比分别增长 39%，增长 8%及增长 8%。现价对应 25-27 年 PE 仅为 11x/10x/10x。参考出版公司 2025 年平均 PE13.9x，给予公司 25 年目标 PE 13.9x，目标市值 157 亿。首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：地方出版可比公司估值表（2025 年 7 月 28 日收盘价）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601098.SH	中南传媒	232	13.70	17.33	17.94	18.46	16.9	13.4	12.9	12.6
601928.SH	凤凰传媒	282	15.98	22.38	22.84	23.03	17.7	12.6	12.4	12.3
601801.SH	皖新传媒	135	7.05	8.58	9.19	9.80	19.2	15.7	14.7	13.8
	均值						17.9	13.9	13.3	12.9
601900.SH	南方传媒	126	8.10	11.30	12.15	13.08	15.6	11.2	10.4	9.7

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：中南传媒、凤凰传媒及皖新传媒均为 wind 一致预期的归母净利润。

5. 风险提示

生育率下降带来人口持续下滑的风险：若出生人口数量持续下滑，则公司教材教辅主业对应的销量可能下降，导致公司收入和利润下降。

教材教辅相关监管政策变化导致收入不稳定的风险：若教材教辅征订政策变化，公司无法保证渠道销售的优势，公司的收入和利润有可能下滑。

一般图书市场承压导致收入大幅下滑的风险：国内一般图书市场连续承压，一般图书销售是公司主业之一，若消费者持续转向线上娱乐形式，一般图书收入可能继续下滑。

财务摘要

合并损益表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,365	9,172	9,806	10,495	11,242
营业收入	9,365	9,172	9,806	10,495	11,242
营业总成本	8,332	8,041	8,643	9,233	9,872
营业成本	6,384	6,095	6,549	7,011	7,515
税金及附加	47	60	64	68	73
销售费用	982	920	983	1,052	1,127
管理费用	975	1,012	1,020	1,071	1,124
研发费用	9	9	9	10	11
财务费用	-66	-55	18	20	22
其他收益	144	111	130	150	160
投资收益	44	24	40	36	34
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	143	-88	0	0	0
信用减值损失	-23	-38	5	-3	1
资产减值损失	0	-19	0	0	0
资产处置收益	5	2	2	2	2
营业利润	1,346	1,123	1,341	1,447	1,567
营业外收支	5	-7	0	0	0
利润总额	1,352	1,116	1,341	1,447	1,567
所得税	-89	176	59	64	69
净利润	1,441	940	1,283	1,384	1,498
少数股东损益	157	130	153	169	190
归母净利润	1,284	810	1,130	1,215	1,308

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,441	940	1,283	1,384	1,498
加：折旧摊销减值	223	242	184	208	209
财务费用	-33	-47	18	20	22
非经营损失	-332	181	-43	-39	-36
营运资本变动	223	-64	-95	302	321
其它	89	107	0	0	0
经营活动现金流	1,587	1,321	1,348	1,876	2,014
资本开支	576	687	15	55	71
其它投资现金流	-896	219	-49	-53	-56
投资活动现金流	-1,472	-468	-64	-108	-127
吸收投资	37	3	0	0	0
负债净变化	360	369	281	135	146
支付股利、利息	591	698	511	529	629
其它融资现金流	-72	-70	0	0	0
融资活动现金流	-265	-396	-230	-393	-484
净现金流	-149	457	1,053	1,375	1,403

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,389	8,088	9,319	10,869	12,497
现金及等价物	3,668	4,247	5,389	6,854	8,346
应收款项	1,692	1,773	1,778	1,775	1,775
存货净额	1,400	1,419	1,503	1,592	1,726
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	630	649	649	649	649
长期投资	1,139	958	958	958	958
固定资产	2,991	3,827	3,758	3,724	3,701
无形资产及其他资产	4,718	4,510	4,407	4,294	4,181
资产总计	16,238	17,383	18,442	19,844	21,336
流动负债	5,836	6,355	6,344	6,735	7,190
短期借款	155	132	132	132	132
应付款项	4,420	4,712	4,700	5,091	5,547
其它流动负债	1,261	1,511	1,511	1,511	1,511
非流动负债	1,645	1,989	2,270	2,405	2,551
负债合计	7,481	8,344	8,613	9,140	9,741
股本	896	896	882	882	882
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	585	584	598	598	598
其他综合收益	-11	-19	-19	-19	-19
盈余公积	467	467	467	467	467
未分配利润	6,010	6,344	6,981	7,687	8,388
少数股东权益	811	767	920	1,089	1,279
股东权益	8,757	9,039	9,829	10,704	11,595
负债和股东权益合计	16,238	17,383	18,442	19,844	21,336

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	1.46	0.92	1.28	1.38	1.48
每股经营现金流	1.80	1.50	1.53	2.13	2.28
每股红利	0.47	0.54	0.56	0.58	0.69
每股净资产	9.01	9.38	10.10	10.90	11.70
关键运营指标(%)					
ROIC	22.4	13.9	20.6	23.9	28.1
ROE	16.2	9.8	12.7	12.6	12.7
毛利率	31.8	33.5	33.2	33.2	33.2
EBITDA Margin	15.9	13.6	15.8	15.9	16.0
EBIT Margin	13.7	11.6	13.9	14.0	14.1
营业总收入同比增长	3.4	-2.1	6.9	7.0	7.1
归母净利润同比增长	34.4	-36.9	39.5	7.5	7.7
资产负债率	46.1	48.0	46.7	46.1	45.7
净资产周转率	1.18	1.11	1.10	1.09	1.09
总资产周转率	0.58	0.53	0.53	0.53	0.53
有效税率	-6.8	16.1	4.5	4.5	4.5
股息率	3.3	3.8	3.9	4.0	4.8
估值指标(倍)					
P/E	9.8	15.6	11.2	10.4	9.7
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/Sale	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	10.3	12.5	10.3	9.7	9.2
股本	896	896	882	882	882

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。