

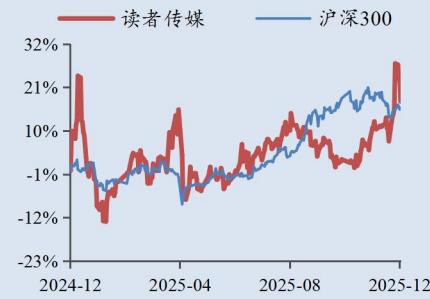
内容生态升级，加速布局第二增长曲线

——读者传媒（603999.SH）公司深度研究

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2025年12月04日

当前价格（元）	7.35
52周价格区间（元）	5.27-8.75
总市值（百万元）	4,233.60
流通市值（百万元）	4,233.60
总股本（万股）	57,600.00
流通股（万股）	57,600.00
近一月换手（%）	86.06

分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzq.com

相关阅读

摘要：

- 依靠甘肃省政府，老牌出版行业国企实力雄厚。读者传媒起源甘肃人民出版社。作为依托国民级IP《读者》成长起来的老牌出版国企，在传统出版业承压的背景下，正展现出显著的转型韧性。公司以“品牌价值多维转化”为核心战略，在稳固教材教辅基本盘的同时，积极开拓新媒体电商、数字出版、文创文旅等新增长点。公司砥砺前行二十年，曾连续多年入选“全国文化企业30强”提名企业，其“读者”品牌被世界品牌实验室评为“中国500最具价值品牌”。
- 主营业务短期承压，盈利韧性逐步显现。公司积极响应甘肃“八个一”文化品牌建设，锐意改革创新。2025年Q1-Q3营业收入6.60亿元，同比减少14.69%；归母净利润0.80亿元，同比增加11.15%。在营收阶段性调整下，归母净利润实现双位数增长，彰显盈利质量改善与费用管控成效。在2024年公司主营业务收入中，教材教辅和新媒体及其他占比达到55.56%，成为公司主要的收入和利润来源。
- 公司所处出版行业经历阶段性调整，开拓营销新模式。2022年至2024年末，出版行业略有承压，但图书零售市场逐渐恢复活力。2018年至2024年，甘肃省中小学在校人数不断增加，2024年甘肃省小学至高中学生群体在校人数已达358万人。学生数量的上升意味着对教材教辅的需求也不断加大。甘肃省中小学生人数逐年增加为公司教材教辅业务发展提供坚实基础。为支持文化产业企业转型，近二十年来，国务院及甘肃省政府相继发布一系列文件为文化产业高质量发展提供政策指导与支持。同时，新时代下，线上销售、数字出版开始成为出版行业主流销售模式与新兴业务形式。
- “读者”品牌底蕴深厚，新媒体数字化渠道成长迅速。公司基于“读者”这一国民级文化IP，实现品牌价值的多维转化，通过布局线下文创空间、手工原创图书及多元期刊方阵，将品牌影响力延伸至文创、文旅等领域。公司不仅在新媒体电商实现收入快速增长，更在数字出版领域深耕，通过“敦煌书坊”、古籍数字化等标杆项目，确立了行业前沿地位，“线下分印+线上全域覆盖”的立体化渠道网络，确保了品牌能精准触达并服务更广泛的用户群体。
- 盈利预测及投资评级：从营业收入来看，受行业周期性调整及公司主动优化低毛利业务影响，营业收入规模有所波动，但收入结

构持续优化，公司盈利韧性逐步显现，我们预计公司主营业务后续回稳，预计公司2025-2027年收入为8.49亿元、8.21亿元、8.53亿元。从盈利能力来看，高毛利的教材教辅业务占比稳步提升，同时新媒体等创新业务贡献增量，共同驱动整体盈利能力增强。我们预计公司2025-2027年成本为6.60亿元、6.24亿元、6.45亿元。归母净利润2025-2027年分别为0.92亿元、1.04亿元、1.12亿元。

我们选取主营业务类似的凤凰传媒、中南传媒、山东出版作为可比公司。我们看好读者传媒内容生态升级并且快速布局第二成长曲线，2025年12月4日读者传媒股价7.35元，当前股价对应读者传媒2025-2027年PE分别为45.9/40.8/37.9倍。

➤ **风险提示：**教育政策依赖风险；人口结构变动风险；原材料价格波动风险；新业务孵化不确定性风险；技术变革冲击风险。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,295	967	849	821	853
增长率（%）	0.24	-25.34	-12.20	-3.20	3.80
归母净利润（百万元）	98	62	92	104	112
增长率（%）	14.28	-36.58	48.26	12.31	7.89
ROE（%）	4.81	3.06	4.36	4.74	4.89
每股收益/EPS（摊薄/元）	0.17	0.11	0.16	0.18	0.19
市盈率（P/E）	46.0	36.1	45.9	40.8	37.9
市净率（P/B）	2.1	1.8	2.1	2.0	1.9

数据来源：Wind，华龙证券研究所

内容目录

1	公司概况：老牌出版国企，主营业务稳健发展	1
1.1	公司依托《读者》转型，国企联合推动上市	1
1.2	公司以国有控股为主，股权结构集中	2
1.3	管理层具备复合背景，工作经验丰富	2
1.4	主营业务短期承压，盈利韧性逐步显现	5
2	行业概览：出版行业阶段性调整，开拓新营销模式	8
2.1	出版行业小幅回落，图书市场逐渐恢复	8
2.2	国家政策支持，推动文化出版产业发展	11
2.3	线上销售发展迅速、数字出版迎来机遇	13
3	竞争优势：“读者”品牌底蕴深厚，新媒体数字化渠道成长迅速，全渠道网络建设精准多维	14
3.1	依托“读者”品牌优势，实现价值转化	14
3.2	加强新媒体建设，加快融合创新	15
3.3	教材教辅业务稳中向好，不断提升服务质量	16
3.4	积极探索新销售渠道，逐步增强渠道优势	17
3.5	三方激活第二增长曲线，实现未来持续增长	17
4	盈利预测与估值	18
5	风险提示	18

图目录

图 1:	公司历程	1
图 2:	公司股权结构	2
图 3:	2020-2025 年 Q1-Q3 公司营业收入及同比增长	5
图 4:	2020-2025 年 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速	5
图 5:	公司主营业务	6
图 6:	2020-2024 年主营业务营业收入	7
图 7:	2020-2024 年主营业务毛利率	7
图 8:	2020-2025 年 Q1-Q3 公司费用率表现	7
图 9:	2020-2025 年 Q1-Q3 公司盈利能力表现	7
图 10:	2020-2025 年 Q1-Q3 公司期末现金及现金等价物	8
图 11:	2020-2025 年 Q1-Q3 公司资产负债率	8
图 12:	2020-2024 年公司现金分红与股息率	8
图 13:	2020-2024 年出版行业年度收入及同比增速	9
图 14:	2020-2024 年出版行业年度归母净利润及同比增速	9
图 15:	2020-2024 年出版行业毛利及同比增速	9
图 16:	2020-2024 年出版行业毛利率及同比变化	9
图 17:	2020-2024 年出版行业净资产收益率	10
图 18:	2020 年-2024 年图书零售市场规模及同比增速	10
图 19:	2024 年图书零售市场码洋占比	10
图 20:	甘肃省 2018-2024 年中小学生在校人数	11
图 21:	2023 年与 2024 年图书销售不同渠道码洋占比	13

图 22: 2015-2024 年中国数字出版产业收入情况	13
图 23: 《读者》1981 年首刊	14
图 24: 《读者》纪念碑	14
图 25: 《读者 (校园版)》荣誉证书	15
图 26: 《读者》艺术沙龙直播海报	15
图 27: 《小学数学教育研究》	16
图 28: 《小学语文教育研究》	16

表目录

表 1: 高级管理层概况	2
表 2: 文化产业政策	11
表 3: 盈利预测简表	17
表 4: 可比公司估值	18
表 5: 公司财务预测表	19

1 公司概况：老牌出版国企，主营业务稳健发展

1.1 公司依托《读者》转型，国企联合推动上市

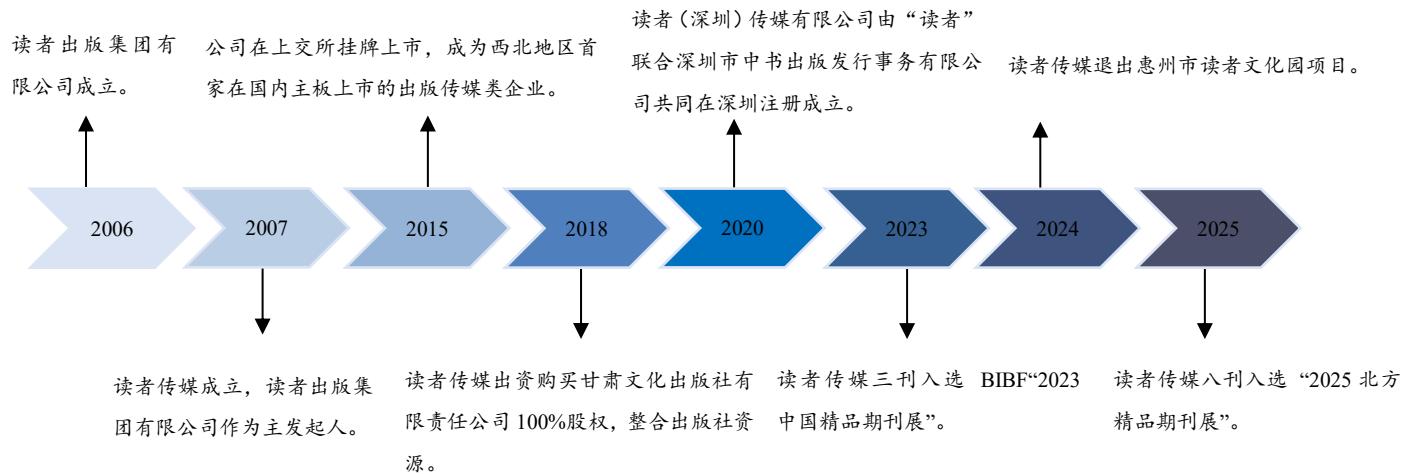
读者传媒起源于 1951 年成立的甘肃人民出版社。2006 年，甘肃人民出版社经历重大变革，依托其知名杂志《读者》的品牌影响力，成功转型为一个集多元化、综合性文化业务于一体的现代文化集团——读者出版集团有限公司。

2009 年 12 月，集团的发展迈入新阶段。读者出版集团有限公司携手中国化工集团公司、时代出版传媒股份有限公司、甘肃省国有资产投资集团公司及酒泉钢铁（集团）有限责任公司四家实力雄厚的国有大型企业，共同发起设立了读者出版传媒股份有限公司，进一步强化了企业的综合实力与市场竞争力。

2015 年 12 月 10 日，公司在上海证券交易所成功上市。读者传媒的成功上市打破了甘肃省文化企业在股市上的空白，成为了西北地区首例登陆国内主板市场的出版传媒企业。

2018 年，读者传媒收购甘肃文化出版社有限责任公司。2020 年 4 月读者（深圳）传媒有限公司由“读者”联合深圳市中书出版发行事务有限公司共同在深圳注册成立。2023 年读者传媒三刊入选 BIBF“2023 中国精品期刊展”。2024 年读者传媒退出惠州市读者文化园项目，并公开挂牌转让读者传媒及下属子公司读者数码持有的惠州市读者文化发展有限公司合计 10% 的股权。2025 年读者传媒八刊入选 BIBF“2025 北方精品期刊展”。

图 1：公司历程

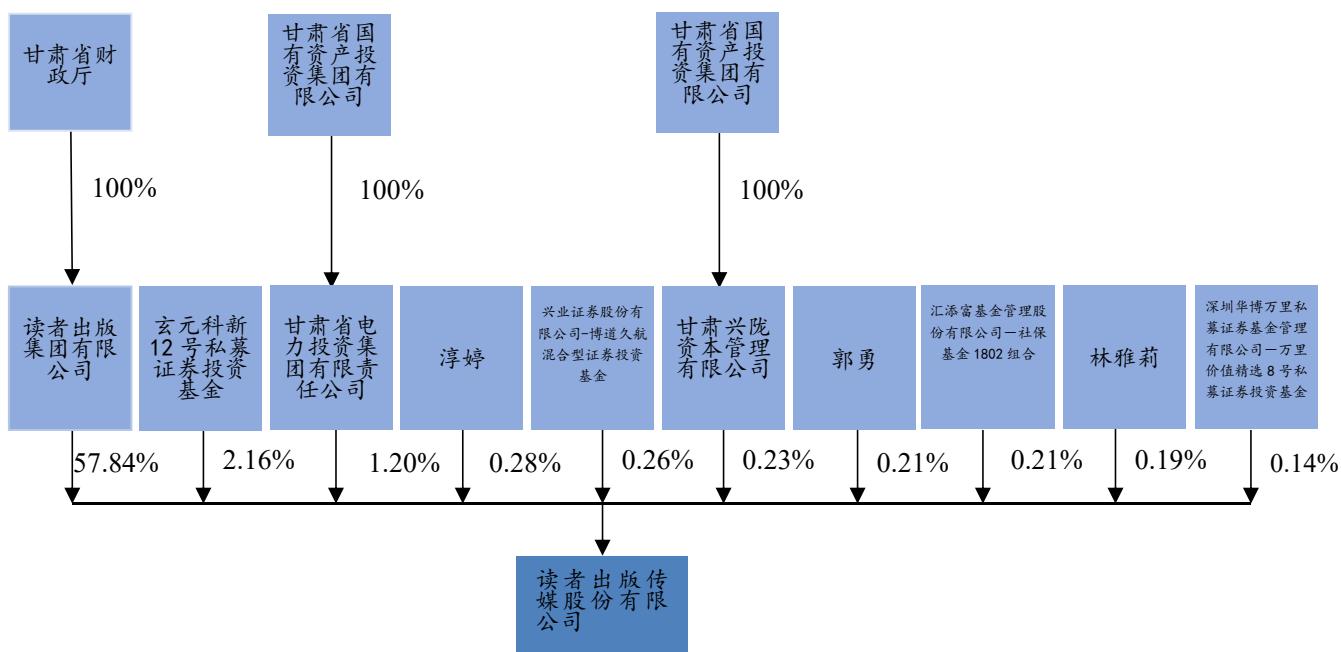


数据来源：甘肃文化出版社官网，读者好礼，读者微光，读者出版传媒股份有限公司官网，读者出版传媒股份有限公司公众号，公司公告，华龙证券研究所

1.2 公司以国有控股为主，股权结构集中

截至 2025 年 11 月 30 日，公司最终控制方为甘肃省财政厅，通过 100% 控股读者出版集团有限公司，持有读者传媒 57.84% 的股权。公司前十大股东持股比例合计数约为 62.72%，股权关系稳定。公司股权结构较为集中，其中以国有法人持股为主。

图 2：公司股权结构



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

1.3 管理层具备复合背景，工作经验丰富

公司管理及执行团队成员以中共党员为主，所学专业多为文学、历史学、工商管理学。多位成员曾任职于政府机关、出版社、高校，传媒专业知识及相关管理经验丰富。

表 1：高级管理层概况

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历
	党委书记、董事长	2025-04-25	男	中国	本科
张斌强		男，汉族，甘肃会宁人，1969 年 10 月出生，中共党员，复旦大学历史学学士。历任甘肃日报社编辑记者，甘肃日报社兰州晨报新闻部副主任，甘肃日报社兰州晨报新闻出版部主任，甘肃日报社兰州晨报副总编辑，甘肃日报社记者部主任，甘肃日报社编辑委员会委员、记者部主任，甘肃日报社编辑委员会委员、记者部主任、社委会办公室主任，甘肃日报社编辑委员会委员、社委会办公室主任，甘肃日报报业集团党委委员，甘肃日报报业集团副总经理、党委委员、董事，甘肃			

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历
	日报报业集团副总经理、党委委员、董事，甘肃云新媒体集团有限责任公司党总支书记、执行董事，中共甘肃省委宣传部副部长，甘肃省委宣传部副部长、甘肃省政府新闻办公室主任（兼），读者出版集团有限公司党委书记、董事长，至今任读者出版集团有限公司党委书记、董事长，读者出版传媒股份有限公司党委书记、董事长。				
	董事	2022-10-26	男	中国	博士
周蔚华	男，汉族，1963年9月生，安徽亳州人，经济学博士。历任中国人民大学《教学与研究》编辑部编辑、副总编辑，中国人民大学出版社副社长、副总编辑、总编辑，民政部中国社会报社党委书记、社长、总编辑，新闻出版总署新闻出版专业高级职称评审委员会委员、中国出版政府奖出版人物奖评审委员会委员、全国出版专业教学指导委员会委员、国家出版基金评审专家、国家社科基金重大项目评审专家和教育部社科重大项目评审专家等。2022年10月起任读者出版传媒股份有限公司独立董事。				
李树军	董事，总经理	2019-10-30	男	中国	硕士
	男，出生于1968年6月，西北师范大学历史学硕士，历任甘肃人民出版社第二编辑室副主任，现任读者出版传媒股份有限公司党委副书记，董事，总经理，总编辑				
文海东	董事	2025-10-28	男	中国	本科
	男，汉族，1980年5月出生，法学学士学位，中共党员，二级律师。历任甘肃正天合律师事务所合伙人、专职律师，甘肃杰隆律师事务所党支部书记、主任、合伙人、专职律师，兰州市城关区律师行业党委委员、党委副书记，获得甘肃省律师协会2020年“甘肃省优秀律师”“金融证券保险专业律师”，2021年甘肃省“最美人物”等荣誉。				
薛英昭	董事，副总经理	2024-04-26	男	中国	本科
	男，出生于1972年10月，兰州大学历史学学士，历任甘肃教育出版社副社长，甘肃教育出版社有限责任公司副总经理、副总编辑，读者出版传媒股份有限公司职工代表监事，现任甘肃教育出版社有限责任公司执行董事、总经理、总编辑，读者出版传媒股份有限公司党委委员、副总经理。				
李宗义	董事	2022-10-26	男	中国	硕士
	男，汉族，1970年出生，甘肃兰州人，工商管理硕士，正高级会计师、资深中国注册会计师、英国皇家特许会计师、资深澳洲注册会计师、资深澳大利亚公共会计师、美国注册管理会计师、注册资产评估师、税务师、律师，全国会计领军人才、全国先进会计工作者、享受省政府津贴的甘肃省领军人才（第二层次）。现任大信会计师事务所（特殊普通合伙）高级合伙人、甘肃分所所长，甘肃省注册会计师协会常务理事、申诉与法律维权委员会主任，甘肃省新的社会阶层联谊会副会长。兼任兰州大学、北京外国语大学、兰州财经大学、兰州理工大学、甘肃政法大学等高校客座教授和研究生导师，西北师范大学特聘教授。现兼任宁夏银星能源股份有限公司独立董事，读者出版传媒股份有限公司独立董事，甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司董事，甘肃银行股份有限公司独立非执行董事，兰州广益管理咨询服务有限责任公司监事。2022年12月至今任甘肃国芳工贸（集团）股份有限公司独立董事、审计委员会主任委员、提名委员会委员、薪酬与考核委员会委员。				
李军	职工董事	2025-10-27	男	中国	硕士
	男，1971年9月出生，汉族，甘肃天水人，中共党员，大学本科学历。历任天水市新华书店中心门市副主任。天水市新华书店农村发行部、中心门市主任、教材部主任，业务科副科长。2006年12月至2008年12月任天水市新华书店经理，甘肃飞天传媒股份有限公司天水分公司经理，甘肃省新华书店有限责任公司党委委员、副总经理，甘肃新华书店飞天传媒股份有限公司党委委员、副总经理，读者出版传媒股份有限公司甘肃教材出版中心副总经理（兼）。2024年1月至今任读				

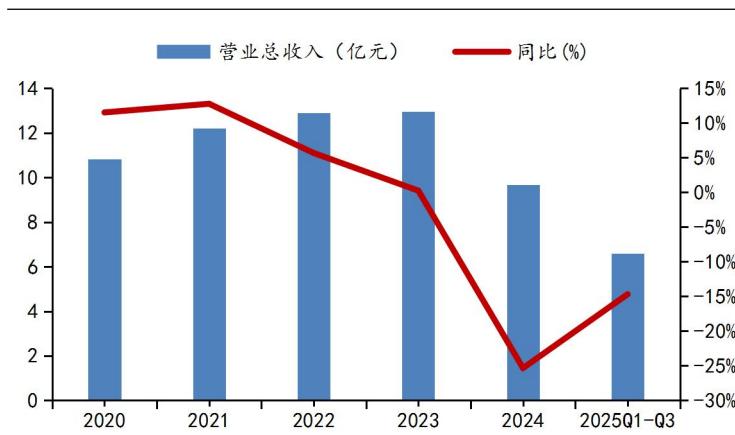
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历
	者出版传媒股份有限公司甘肃教材出版中心总经理, 读者文化传播有限责任公司董事长、总经理(法定代表人), 甘肃读者印务有限公司监事会主席。				
	董事	2025-10-28	女	中国	本科
李燕	女, 1974年3月生, 汉族, 甘肃张掖人, 中共党员, 大学本科学历, 经济学学士, 正高级会计师。历任甘肃省审计事务所、甘肃正源会计师事务所公司业务助理、注册会计师、项目经理, 甘肃省电投集团公司审计监察部生产审计专责, 甘肃电投集团财务有限公司党支部委员、副总经理, 甘肃电投集团财务有限公司党委书记、董事长, 2025年9月至今任甘肃省电力投资集团有限责任公司资本管理部主任。				
	董事	2025-10-28	男	中国	本科
王铁军	男, 1973年1月出生, 汉族, 甘肃陇西人, 中共党员, 编审。历任读者出版集团有限公司读者杂志社《读者欣赏》主编, 读者出版传媒股份有限公司读者原创期刊中心副总经理、副总编辑, 《读者欣赏》主编, 读者出版传媒股份有限公司期刊出版中心总经理、总编辑, 甘肃华夏理财报社有限责任公司执行董事(法定代表人)、总经理、总编辑, 2025年9月至今任读者出版传媒股份有限公司党委委员、副总经理。				
	副总经理	2018-11-15	男	中国	硕士
杨宗峰	男, 1983年6月出生, 汉族, 甘肃正宁人, 中共党员, 工商管理硕士, 高级经济师, 全国企业法律顾问, 甘肃省优秀青年文化人才, 第16届全国新财富金牌董秘、第15届主板上市公司优秀董秘。历任中国建材集团甘肃祁连山水泥集团股份有限公司证券事务代表, 董事会办公室主任、总裁办公室主任, 法律事务部部长; 读者甘肃数码科技有限公司董事长、读者文化传播有限责任公司董事长、甘肃阡陌文化旅游产业有限公司董事长、甘肃华夏理财报社有限责任公司执行董事等职务。2020年11月至今任读者出版传媒股份有限公司党委委员、副总经理、董事会秘书, 读者(上海)文化创意有限公司执行董事、甘肃读者印务有限公司董事、北京旺财传媒广告有限公司董事长、新星出版社有限责任公司董事。				
	副总经理	2019-10-30	男	中国	硕士
袁海洋	男, 1983年11月出生, 汉族, 陕西靖边人, 中共党员, 管理学硕士, 正高级会计师, 甘肃省首批会计高端人才, 全国会计高端人才, 陇原青年英才。历任读者出版传媒股份有限公司财务部会计, 读者出版传媒股份有限公司财务部副部长兼信息中心副主任(主持工作), 读者出版传媒股份有限公司监事会主席, 读者出版传媒股份有限公司副总经理、财务总监、财务部部长, 2020年11月至今任读者出版传媒股份有限公司党委委员、副总经理、财务总监、财务部部长, 读者融创科技(北京)有限公司董事长、上海阿法迪智能数字科技股份有限公司监事, 黄河财产保险股份有限公司监事会主席。				
	财务总监	2025-09-24	男	中国	本科
钱光吕	男, 1978年8月出生, 汉族, 云南宣威人, 中共党员。历任读者出版传媒股份有限公司财务部总账会计, 甘肃新华书店飞天传媒股份有限公司党委委员、副总经理、财务总监, 甘肃省新华书店有限责任公司党委委员、副总经理、财务总监, 兼任甘肃人民出版社有限责任公司、甘肃少年儿童出版社有限责任公司、读者甘肃数码科技有限公司监事, 甘肃省文化产权交易中心股份有限公司监事, 甘肃读者印务有限公司党总支委员、副总经理、财务总监; 2025年9月至今任读者出版传媒股份有限公司财务部部长职务。				

数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

1.4 主营业务短期承压，盈利能力逐步显现

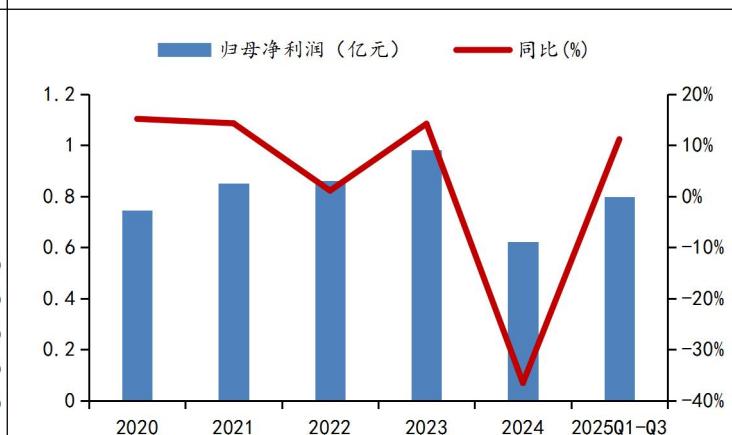
近年来，受行业周期性调整及公司主动优化低毛利业务影响，营业收入规模有所波动。2023 年全年营业收入 12.95 亿元，同比增长 0.24%；归母净利润 0.98 亿元，同比增长 14.18%。2024 年全年营业收入 9.67 亿元，同比减少 25.34%；归母净利润 0.62 亿元，同比减少 36.58%。2025 年 Q1-Q3 营业收入 6.60 亿元，同比减少 14.69%；归母净利润 0.80 亿元，同比增加 11.15%。公司盈利能力逐步显现，“减收增利”表明公司收入结构持续优化，高毛利的教材教辅业务占比稳步提升，同时新媒体等创新业务贡献增量，共同驱动整体盈利能力增强。

图 3：2020-2025 年 Q1-Q3 公司营业收入及同比增长



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 4：2020-2025 年 Q1-Q3 公司归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

公司以出版业务为主，寻求多元发展。2024 年，公司深入学习贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，积极响应甘肃“八个一”文化品牌建设，锐意改革创新，狠抓任务落实，各项工作稳步推进，实现良好的社会效益与经济效益。2024 年公司主要业务涵盖期刊、图书、教材教辅等纸质出版物的出版、阅读服务及电子出版物、文化创意等领域，形成主业突出、产业多元化的发展格局。

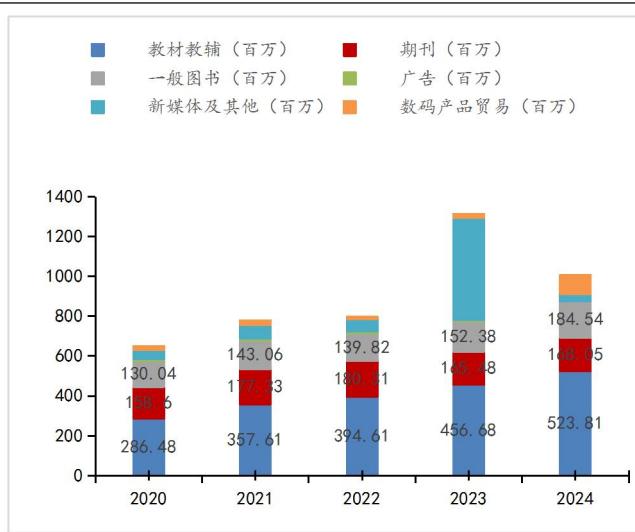
图 5：公司主营业务



数据来源：公司公告，华龙证券研究所

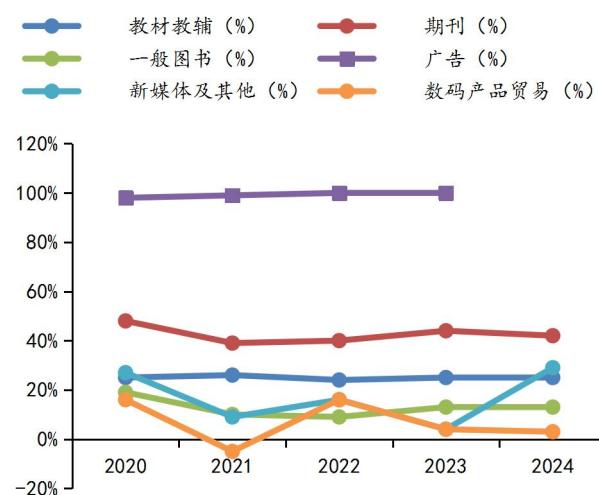
在 2024 年公司主营业务收入中，教材教辅和新媒体及其他占比达到 55.56%，成为公司主要的收入和利润来源。2024 年公司教材教辅/新媒体及其他收入为 5.23/0.36 亿元，占比分别为 51.98%/3.58%。

图 6: 2020-2024 年主营业务营业收入



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

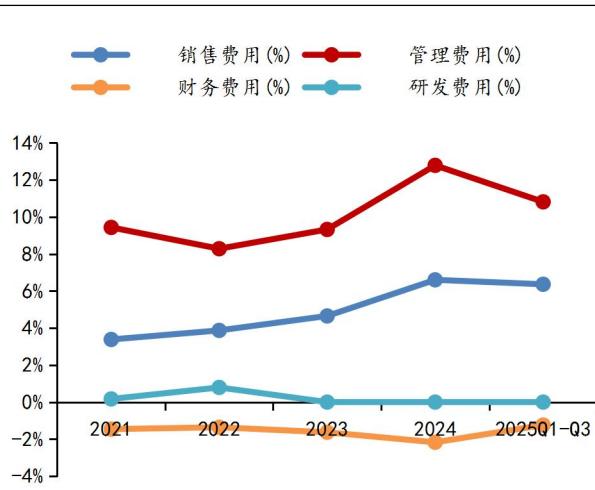
图 7: 2020-2024 年主营业务毛利率



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

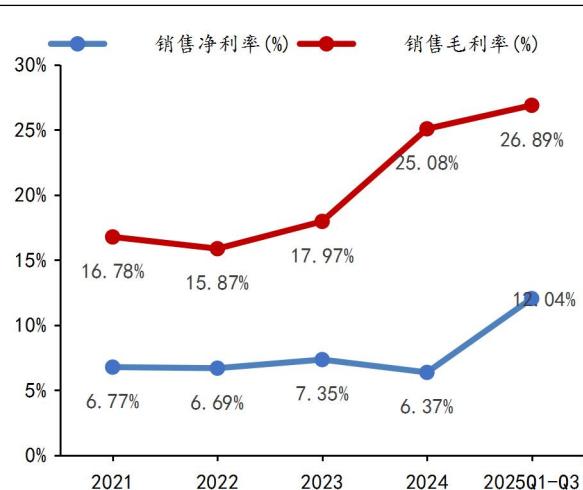
公司各费用率平稳，盈利能力逐年增强。2020 年至 2023 年销售费用率和管理费用率分别稳定在 4%/9% 左右水平。公司销售毛利率呈现波动上涨态势，2021 年至 2025Q3 期间，分别达到 16.78%/15.87%/17.97%/25.08%/26.89%。

图 8: 2021-2025 年 Q1-Q3 公司费用率表现



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图 9: 2021-2025 年 Q1-Q3 公司盈利能力表现

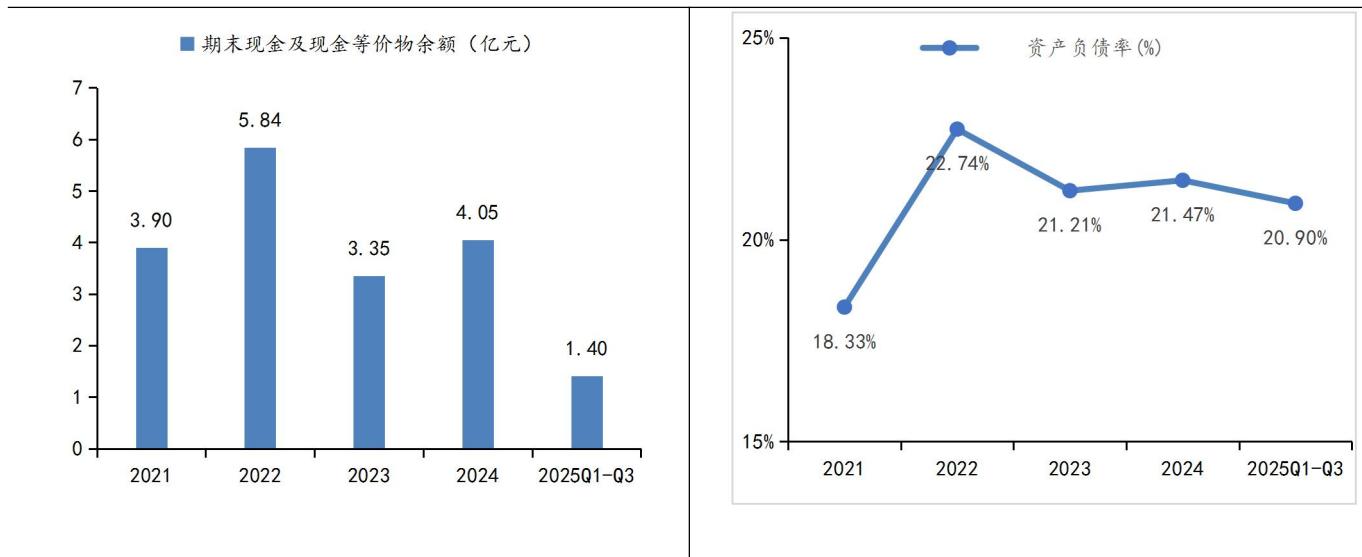


数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

公司资产质量较好，分红彰显自信。2021 年至 2025 年 Q3 现金及现金等价物分别为 3.90/5.84/3.35/4.05/1.40 亿元，公司现金储备充裕。2021 年至 2025 年 Q3 公司资产负债率大约在 20% 左右，常年维持在一个较低的水平说明公司偿债压力较小，资产质量较高。2020 年至 2024 年期末现金分红金额分别为 0.23/0.26/0.26/0.30/0.19 亿元，股息率分别为 0.71%/0.82%/0.77%/0.76%/0.54%。

图 10：2021-2025 年 Q1-Q3 公司期末现金及现金等价物余额
图 11：2021-2025 年 Q1-Q3 公司资产负债率

物



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

图 12：2020-2024 年公司现金分红与股息率



数据来源: iFinD, 华龙证券研究所

2 行业概览：出版行业阶段性调整，开拓新营销模式

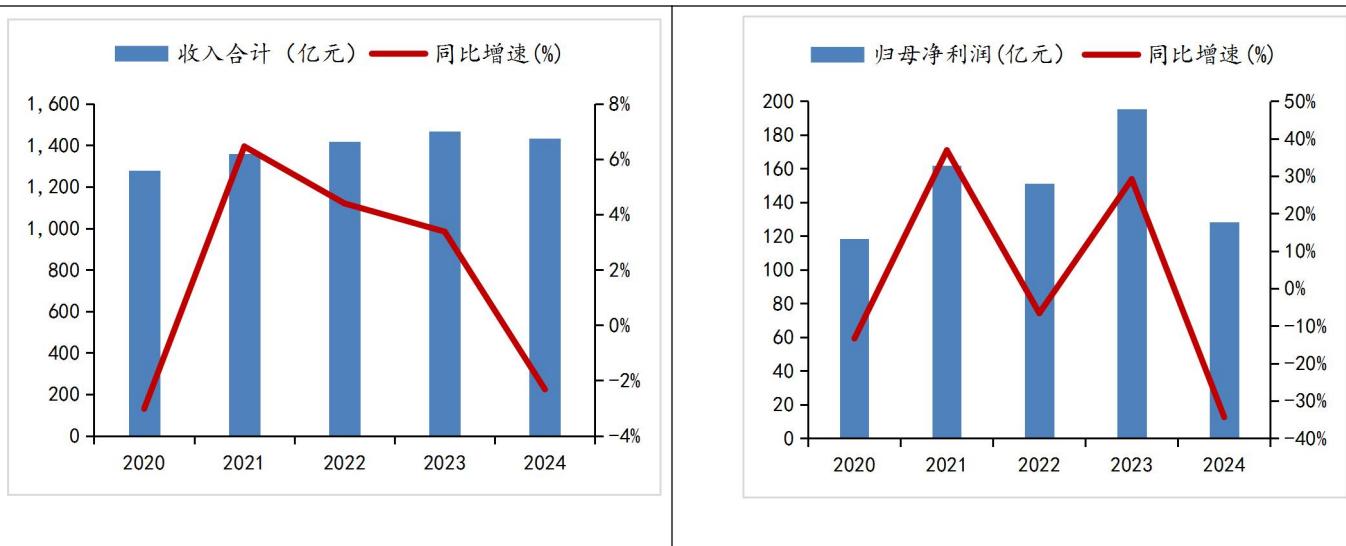
2.1 出版行业小幅回落，图书市场逐渐恢复

2023 年，出版行业累计收入达 1467.41 亿元，同比增长 3.38%，归母净利润合计为 195.27 亿元，同比增长 29.16%。2024 年，出版行业累计收入达 1433.33 亿元，同比减少 2.32%，归母净利润合计为 128.16 亿元，同

比减少 34.37%。

图 13：2020-2024 年出版行业年度收入及同比增速

图 14：2020-2024 年出版行业年度归母净利润及同比增速



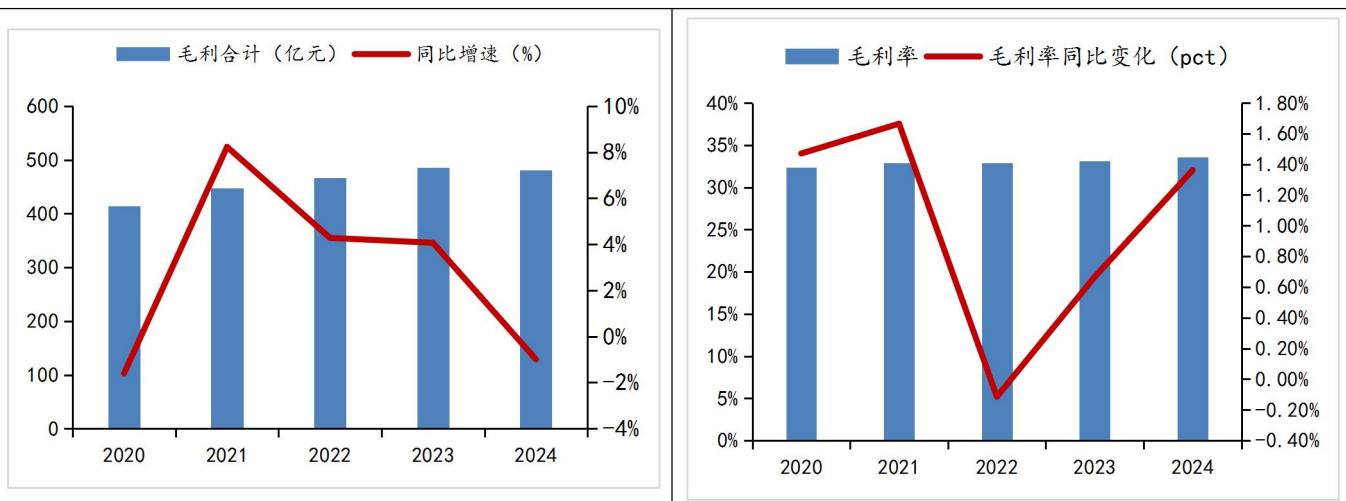
数据来源：iFinD，华龙证券研究所

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

出版行业的毛利与毛利率基本趋势为上涨，净资产收益率略微波动。2023 年整体毛利总额达到 485.8 亿元，同比增长 4.07%，而毛利率水平为 33.11%，相较于 2022 年，提升了 0.67pct。2024 年整体毛利总额达到 480.98 亿元，同比下降 1%，而毛利率水平为 33.56%，相较于之前，提升了 1.36pct。2020 至 2024 年，出版行业的净资产收益率分别为 7.84%/10.10%/8.87%/10.83%/6.85%。

图 15：2020-2024 年出版行业毛利及同比增速

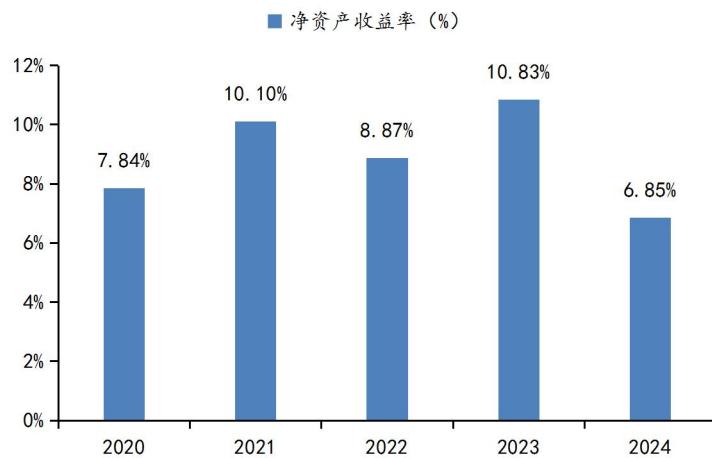
图 16：2020-2024 年出版行业毛利率及同比变化



数据来源：iFinD，华龙证券研究所

数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图 17：2020-2024 年出版行业净资产收益率

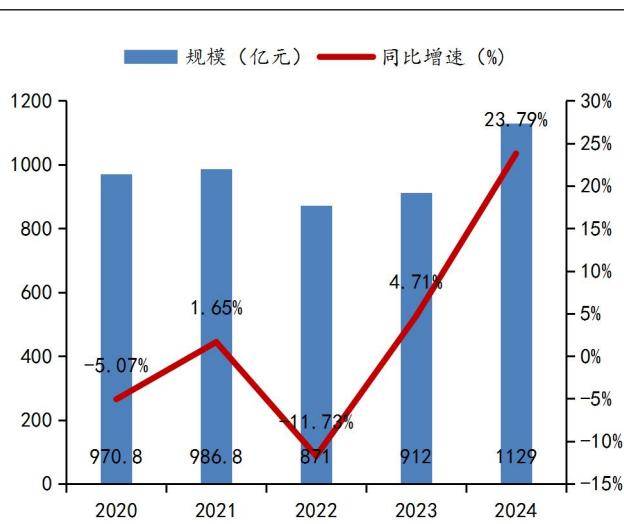


数据来源：iFinD，华龙证券研究所

图书零售市场逐渐恢复。2022 年中国图书零售市场码洋规模为 871 亿，同比下降 11.73%；2023 年规模为 912 亿，同比增长 4.7%；2024 年规模为 1129 亿，同比增长 23.79%。尽管受疫情影响，图书零售市场规模在 2022 年出现过缩减，但是随即反弹。2024 年各类图书的码洋占比中，少儿类是码洋占比最大的类别，达到 28.16%；教辅类占比第二，占比 25.33%。

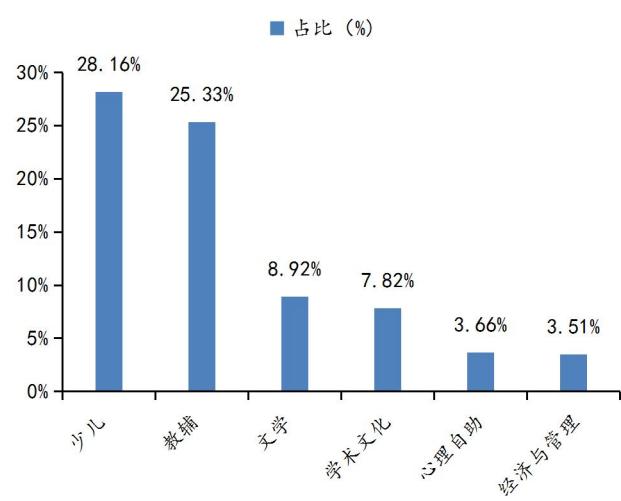
2018 年至 2024 年，甘肃省中小学在校人数不断增加，2024 年甘肃省小学至高中学生群体在校人数已达 358 万人。学生数量的上升意味着对教材教辅的需求也不断加大。读者传媒作为甘肃省最大的中小学教材出版代理单位，教材教辅收入仍是其主要收入来源。

图 18：2020 年-2024 年图书零售市场规模及同比增速



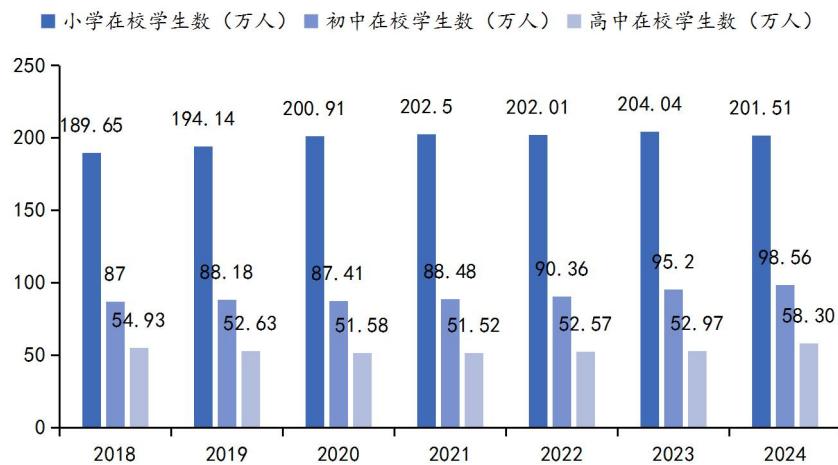
数据来源：北京开卷公众号，华龙证券研究所

图 19：2024 年图书零售市场码洋占比



数据来源：北京开卷公众号，华龙证券研究所

图 20：甘肃省 2018-2024 年中小学生在校人数



数据来源：国家统计局，甘肃省教育厅，华龙证券研究所

2.2 国家政策支持，推动文化出版产业发展

自 2004 年以来，国务院及甘肃省政府高度重视文化传媒出版企业的发展，出台了一系列具有深远影响的政策文件，旨在深化文化体制改革，推动文化产业繁荣发展。2017 年，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》意在强调加快文化发展改革；2021 年国家新闻出版署发布《出版业“十四五”时期发展规划》提出要在 2035 年建成出版强国的目标；2025 年国家新闻出版署发布《国家新闻出版署关于组织实施 2025 年度出版融合发展工程的通知》提出加大对出版深度融合发展的支持力度，推动出版融合发展各项任务落到实处。这些政策文件不仅体现了党中央、国务院和甘肃省政府对文化传媒出版企业发展的高度重视，更为文化出版产业的转型升级和高质量发展奠定了坚实的政策基础。

表 2：文化产业政策

时间	颁发机构	名称	主要内容
2025.3	国家新闻出版署	《国家新闻出版署关于组织实施 2025 年度出版融合发展工程的通知》	组织推荐“出版融合发展重点项目”。从全国范围内遴选内容、技术、模式俱佳的优质项目，通过培育、推广和宣传，打造精品案例和产品矩阵。引导全行业扩大优质内容供给，优化产品结构，发挥示范引领作用；持续举办出版融合发展研讨班和常态化交流活动。以示范单位为核心，分享先进经验，共同探讨并试图解决融合发展过程中的共性瓶颈问题。促进经验共享与思想碰撞，培养领军人才，为行业注入新动能，形成新优势；

			指导编写并发布《年度出版融合发展报告》。基于深入调研，系统梳理年度行业总体态势、重点业务和实践案例。为所有出版单位提供权威的行业洞察和发展路径参考，引导行业科学地进行革新与升级。
2021.12	国家新闻出版署	《出版业“十四五”时期发展规划》	规划强调了加强主题出版、打造出版精品、壮大数字出版产业、促进印刷产业提质增效、加强出版公共服务体系建设、健全现代出版市场体系、推动出版业高水平走出去、提高出版业治理能力与管理水平等重点任务，并提出了相应的保障措施和专栏项目，以实现到2035年建成出版强国的远景目标。
2017.5	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》	深入贯彻落实党的十八大精神，加快文化发展改革，建设社会主义文化强国。内容涵盖了深化拓展群众性精神文明创建活动、推动基层公共文化设施资源共建共享、传承振兴民族民间文化、保护和发展传统工艺、提高文化开放水平、推进文化体制改革创新等方面。
2014.11	甘肃省人民政府	《甘肃省人民政府办公厅关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展实施的意见》	旨在通过一系列政策支持，包括资产和土地处置、社会保障、人员分流、财税优惠等措施，促进省内经营性文化事业单位向企业的转型，加快国有文化企业的发展，同时鼓励社会资本参与，以期实现文化资源的有效配置和文化产业的持续健康发展。
2014.4	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》	主要涉及国有文化资产管理、资产和土地处置、收入分配、社会保障、人员分流安置、财政税收、法人登记和党的建设等方面。目的是进一步深化文化体制改革，推进国有经营性文化事业单位转企改制，促进文化企业发展。
2004.10	甘肃省人民政府	《甘肃省人民政府关于加快和促进文化产业发展的意见》	通过深化文化体制改革、完善规划体系、建立优惠政策、加强科技支撑、创新体制机制、加快人才培养、组建文化产业集团以及强化宏观调控等措施，充分发挥甘肃文化和旅游资源优势，推动文化产业成为经济增长的新动力，实现文化资源的优化配置和文化产业的规模化、市场化、高科技化发展。

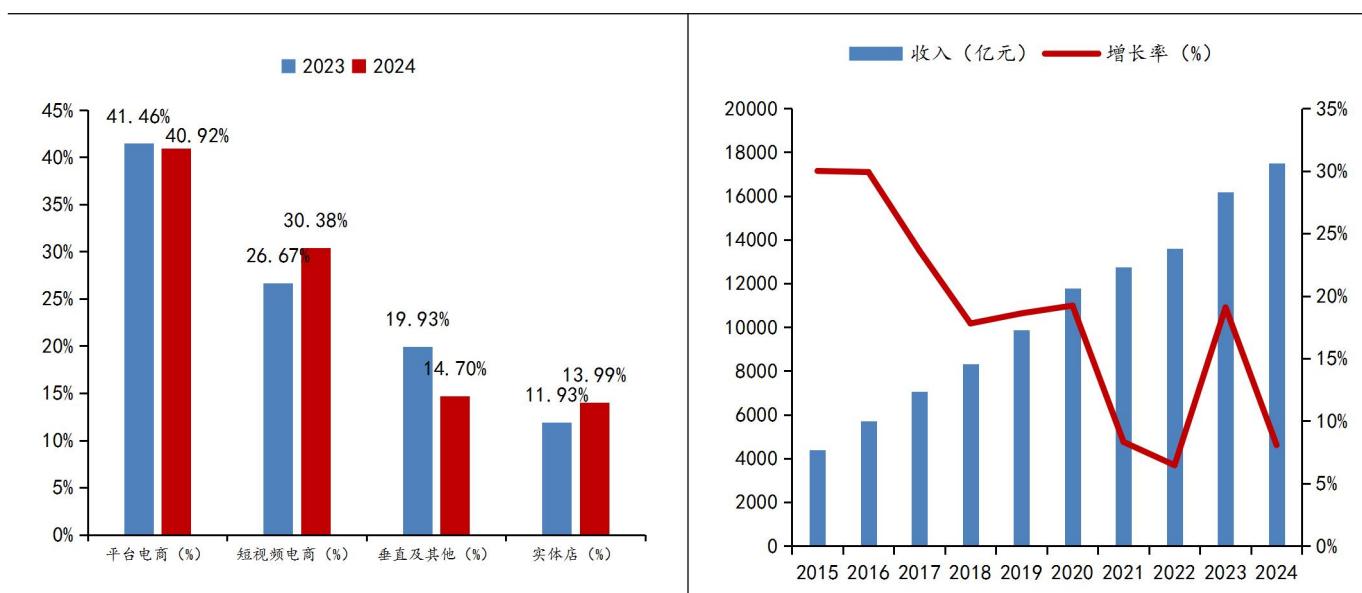
数据来源：甘肃省人民政府官网，中共中央办公厅，国务院办公厅，国家新闻出版署，华龙证券研究所

2.3 线上销售发展迅速、数字出版迎来机遇

线上图书销售已成为零售市场主导的销售模式。截至 2024 年，平台电商以 40.92% 的码洋占比占据图书销售渠道的首位。值得注意的是，短视频电商快速增长，其码洋比重达到了 30.38%，超越了垂直及其他电商平台，成为了图书销售的第二大渠道。短视频电商，作为电商领域的新兴力量，正在以其独特的方式激发消费者的购买欲望，推动图书市场的繁荣。而相比之下，传统实体店的码洋比重仅占 13.99%。

随着图书零售市场驱动模式的演变，品牌已成为出版规模化闭环和延伸的重要支点，出版单位规模扩张不再单纯体现为某一领域品种的叠加，而是通过构建子品牌实现出版领域的拓展以及原有垂类领域的深耕。伴随着新媒体渠道的发展，出版产业链的连接方式也在发生变化，品牌成为上游单位在零售终端进行图书销售以及和读者建立连接的重要手段，构建起从内容策划、图书出版到市场销售的完整闭环。以品牌为支点的运营模式打破了传统出版的边界限制，为内容向有声读物、数字产品、文创衍生品等多元载体的产业延伸提供了无限可能。

图 21：2023 年与 2024 年图书销售不同渠道码洋占比 图 22：2015-2024 年中国数字出版产业收入情况



数据来源：北京开卷公众号，华龙证券研究所

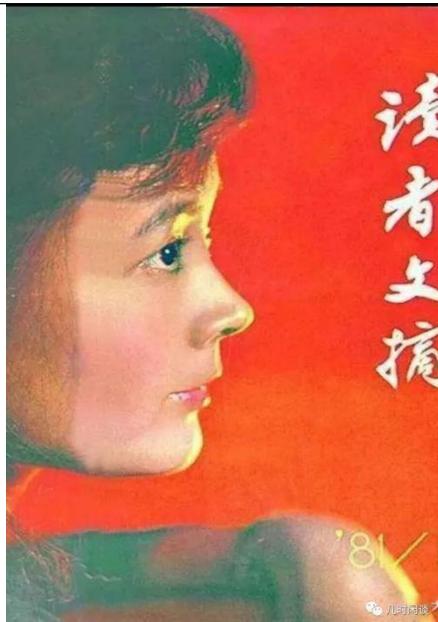
数据来源：中国出版网，中国出版协会，华龙证券研究所

3 竞争优势：“读者”品牌底蕴深厚，新媒体数字化渠道成长迅速，全渠道网络建设精准多维

3.1 依托“读者”品牌优势，实现价值转化

自 1981 年首刊问世以来，《读者》杂志便遵循“博采中外、荟萃精华、启迪思想、开阔眼界”的办刊宗旨。几十年间，构筑了一个包含《读者》《读者》（校园版）、《读者》（海外版）、《读者》（台湾版）、《读者》（港澳版）等期刊在内的多元化系列，累计销量逾 23 亿册，广泛覆盖各年龄段与地域的读者群体，赢得了“中国人的心灵读本”的美誉。《读者》始终恪守正确的舆论引导，致力于传播中华文化精髓与社会主义核心价值观，其深远的社会影响与时代价值得到了广泛赞誉。经过四十年的辛苦耕耘，《读者》不仅连续多年被评为“中国 500 最具价值品牌”，其品牌价值在 2025 年前半年攀升至 576.85 亿元，相较于 2024 年增加 63.23 亿元，彰显了文化传播与品牌建设上的卓越贡献，也展现了其与时俱进、不断创新的品牌活力。

图 23：《读者》1981 年首刊



数据来源：石家庄邮政官微公众号，华龙证券研究所

图 24：《读者》纪念碑



数据来源：浙江树人学院图书馆公众号，华龙证券研究所

至今，《读者》依托已有品牌搭建出一个完整的文化创意矩阵：（1）读者（上海）文化创意有限公司作为公司转型发展的关键点，以运营“读者”品牌线下书店、品牌跨界与 IP 授权业务、品牌活动策划、文化创意生活服务为主要业务方向。2018 年“读者”品牌第一家线下书店在上海外滩开业；（2）读者晋林工作室是将“产、学、研”融于一体，始终坚持研发手工原创

图书，致力于深入挖掘独特的文化资源，宣传中国传统文化、少数民族文化和敦煌文化；（3）文华来风——读者期刊出版中心，作为专业期刊营运部门，现出版《读者》（原创版）、《读者欣赏》、《老年博览》、《飞碟探索》、《故事作文》《读者》（乡土人文版）等6种杂志及其相关图书、新媒体产品、文创产品等，并策划一系列文化活动。《读者》深厚的品牌资产为新媒体转型提供信任背书与初始流量。

3.2 加强新媒体建设，加快融合创新

在品牌信任的基础上，“读者”品牌持续探索与创新，构建了融媒体矩阵，加速了数字转型的步伐。2025年上半年，“读者”公众号用户数增长至773.57万，累计阅读量4,642.3万；聚焦线上线下联动，社群文创和对外合作取得新进展。2025年上半年，公司共直播155天656场，总观看量达283.04万人次，直播总成交额207.18万元，较上年同期增长4.72%；实现了内容制作的稳定输出和用户黏性的增强。

图 25：《读者（校园版）》荣誉证书



数据来源：读者家公众号，华龙证券研究所

图 26：《读者》艺术沙龙直播海报



数据来源：读者出版集团有限公司公众号，华龙证券研究所

公司积极推进甘肃省“八个一”文化品牌建设项目之一的文溯阁《四库全书》数字化工程建设，完成文溯阁《四库全书》数据质检，数据处理总体进度达到100%；完成文溯阁《四库全书》史部分册、组版及编辑校对工作量的50%；文溯阁《四库全书》（经部）影印本交付出版社出版发行；

持续建设文溯四库数字资源文创 IP 库，收集文创元素 580 个，并进行文创元素释义及关键词标注。公司加速推进数字出版产品开发，围绕阅读、教育等主题开发读者 App 数字出版频道，数字产品开发与销售取得初步成效。

3.3 教材教辅业务稳中向好，不断提升服务质量

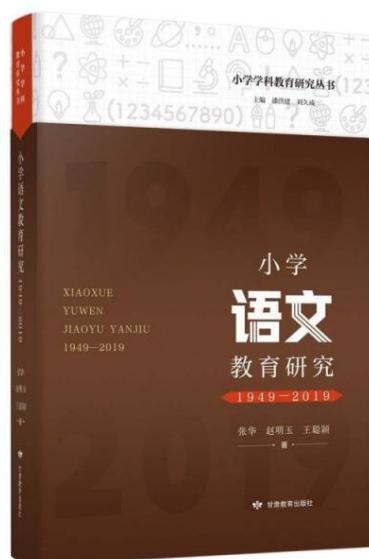
公司及其旗下甘肃教材出版中心、甘肃教育出版社和甘肃少年儿童出版社承担着甘肃省省内中小学教材教辅出版、印刷、代理等工作，受到各级教育行政部门的肯定支持，业务稳居甘肃省教材市场首位。2024 年度，公司共计推出了 2634 种教材教辅类图书，教材教辅业务实现营业收入 5.24 亿元，较上年同期增长 14.7%。公司全面协调完成 2025 年春季全省中小学生教材“课前到书、人手一册”的政治任务。为确保每本教材的卓越品质，公司实施了“先签样后送书”机制，倾心锻造能够“培根铸魂、启智增慧”的一流教材。

图 27：《小学数学教育研究》



数据来源：中图网，华龙证券研究所

图 28：《小学语文教育研究》



数据来源：中图网，华龙证券研究所

公司的不懈努力与卓越表现获得了广泛认可，荣获了获人教社中小学教材宣传工作优秀组织奖、中小学教材培训服务优秀组织奖等多项荣誉。依托读者教师培训中心，组织开展 2025 年基础教育教材培训、2025 年甘肃省义务教育新教材专题培训和 2025 年人教版义务教育阶段教材网络培训等，线下线上培训辐射全省 14 个市（州）及兰州新区教研员、一线教师 40,000 余人，不断提高教材培训、教研活动服务水平。这一系列举措不仅体现了公司对教材教辅业务的重视程度与责任担当，更彰显了其在教材教辅出版领域的专业素养与创新能力。公司正以实际行动践行着自己的教育使命，为甘肃省广大学子的成长之路铺设坚实的基石，为我国教育事业的发展贡献力量，也为公司新媒体转型发展提供稳定现金流和线下教育入口。

3.4 积极探索新销售渠道，逐步增强渠道优势

公司形成了一个高效、灵活的物流配送体系。以全国化印点布局与省级邮政深度绑定的方式构建高效供应链体系，依托全国 10 个分印点形成的区域印刷枢纽网，并联 25 个省级邮政分发中心。这种模式不仅确保了产品能迅速渗透市场，减少了发行成本，同时也为《读者》深入挖掘各地区市场潜力创造了有利条件，为品牌的市场扩张铺设了坚实的基石。

同时，《读者》杂志敏锐地捕捉到了电子商务的崛起趋势，积极拓展线上销售渠道。逐步搭建起覆盖有赞、淘宝、天猫、京东、拼多多、抖音等主流电商平台的全方位销售网络。通过线上线下无缝对接、直播营销、阅读推广活动等多种创新方式，《读者》成功触达了更广泛的潜在读者群，实现了品牌曝光度与销量的双重提升。这种多元化、立体化的营销策略，不仅增强了《读者》的市场竞争力，也展示了《读者》在新时代背景下锐意进取、不断创新的品牌形象。更实现了“品牌流量-数字互动-精准化全渠道网络沉淀初步化”的闭环，形成竞争对手难以复制的协同体系。

3.5 三方激活第二增长曲线，实现未来持续增长

基于“品牌+渠道+数据”的协同基础，公司正从三个方向开拓“第二增长曲线”，拓展 IP 活化与知识服务生态的发展空间：（1）IP 商业化深化：突破杂志载体限制，通过文创产品开发、线下文化空间拓展、跨行业联名合作等方式，将“读者”品牌从文化读本升级为“慢生活、深阅读”的生活方式标识，实现品牌价值的场景化渗透；（2）教育服务延伸：依托教材教辅业务的线下渠道优势与教师资源，从“教材出版”向“教育服务”领域延伸，探索课后阅读指导、教师专业培训、教育内容 SaaS 系统等增值服务，打造“出版+教育”一体化解决方案；（3）数字资产运营：以文溯阁《四库全书》数字化成果、敦煌文化资源库等独特内容为核心，探索数字藏品发行、付费知识数据库、定制化文化内容服务等模式，将稀缺文化资源转化为可持续的数字营收增长点。

4 盈利预测与估值

从营业收入来看,受行业周期性调整及公司主动优化低毛利业务影响,营业收入规模有所波动,但收入结构持续优化,公司盈利韧性逐步显现,我们预计公司主营业务后续回稳,预计公司2025-2027年收入为8.49亿元、8.21亿元、8.53亿元。

从盈利能力来看,“减收增利”表明公司收入结构持续优化,高毛利的教材教辅业务占比稳步提升,同时新媒体等创新业务贡献增量,共同驱动整体盈利能力增强。我们预计公司2025-2027年成本为6.60亿元、6.24亿元、6.45亿元。归母净利润2025-2027年分别为0.92亿元、1.04亿元、1.12亿元。

我们选取主营业务类似的凤凰传媒、中南传媒、山东出版作为可比公司。我们看好读者传媒内容生态升级并且快速布局第二成长曲线,2025年12月4日读者传媒股价7.35元,当前股价对应读者传媒2025-2027年PE分别为45.9/40.8/37.9倍。

表 3: 盈利预测简表

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,295	967	849	821	853
增长率(%)	0.24	-25.34	-12.20	-3.20	3.80
归母净利润(百万元)	98	62	92	104	112
增长率(%)	14.28	-36.58	48.26	12.31	7.89
ROE(%)	4.81	3.06	4.36	4.74	4.89
每股收益/EPS(摊薄/元)	0.17	0.11	0.16	0.18	0.19
市盈率(P/E)	46.0	36.1	45.9	40.8	37.9
市净率(P/B)	2.1	1.8	2.1	2.0	1.9

数据来源: Wind, 华龙证券研究所

表 4: 可比公司估值

重点公司 代码	股票 名称	2025/12/04		EPS(元)						PE			
		股价(元)	市值(亿元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
601928.SH	凤凰传媒	10.34	263.14	1.16	0.63	0.86	0.88	0.91	7.6	18.4	12.0	11.7	11.4
601098.SH	中南传媒	11.05	198.46	1.03	0.76	0.91	0.94	0.97	9.8	19.7	12.2	11.7	11.4
601019.SH	山东出版	8.49	177.18	1.14	0.61	0.76	0.82	0.89	8.2	18.7	11.2	10.4	9.6
/	可比公司均值	/	/	1.11	0.67	0.84	0.88	0.92	8.6	18.9	11.8	11.3	10.8
603999.SH	读者传媒	7.35	42.34	0.17	0.11	0.16	0.18	0.19	46.0	36.1	45.9	40.8	37.9

数据来源: iFinD, 华龙证券研究所; 其中, 读者传媒盈利预测来自华龙证券研究所, 其他公司盈利预测来自 iFinD 一致预期。

5 风险提示

教育政策依赖风险：公司主营业务与教育政策高度关联。课程改革、教材审定等政策的调整，可能导致现有产品与市场准入要求脱节，对业务稳定性与可持续性构成系统性影响。

人口结构变动风险：伴随出生率持续走低，K12 学龄人口基数呈趋势性收缩，将对以教材教辅为核心业务的收入基础产生长期且结构性的稀释作用。

原材料价格波动风险：纸张作为主要生产资料，其价格受供需及宏观环境多重影响。若价格持续上行，公司将面临生产成本管控压力及毛利率下行风险。

新业务孵化不确定性风险：公司在“AI+教育”等新兴领域的布局，面临技术迭代、市场接受度及商业化落地等多重挑战，存在拓展进度滞后或效益不及预期的转型风险。

技术变革冲击风险：人工智能等技术正加速重构出版行业生态。若未能及时推进技术与业务的深度融合与模式创新，将面临核心竞争力弱化与价值链地位边缘化的挑战。

表 5：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)						
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,674	1,737	1,774	1,900	1,958	营业收入	1,295	967	849	821	853
现金	1,044	1,162	1,243	1,353	1,406	营业成本	1,062	724	660	624	645
应收票据及应收账款	155	134	120	126	129	税金及附加	6	6	4	4	4
其他应收款	15	10	12	9	13	销售费用	60	64	50	51	52
预付账款	36	12	30	10	32	管理费用	121	123	93	90	85
存货	167	187	136	169	146	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	256	232	232	232	232	财务费用	-21	-21	-20	-20	-18
非流动资产	837	823	796	786	785	资产和信用减值损失	-11	-21	-4	-4	-5
长期股权投资	53	66	67	67	67	其他收益	14	22	20	22	19
固定资产	168	159	130	115	109	公允价值变动收益	0	0	1	1	1
无形资产	31	101	104	109	116	投资净收益	7	11	12	11	10
其他非流动资产	585	497	496	495	493	资产处置收益	0	0	2	1	1
资产总计	2,511	2,560	2,570	2,687	2,743	营业利润	76	83	90	102	110
流动负债	430	447	385	425	396	营业外收入	1	1	2	1	1
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	1	1	2	1	1
应付票据及应付账款	113	148	90	135	97	利润总额	75	82	90	102	109
其他流动负债	317	299	295	290	299	所得税	-20	21	-0	-0	-0
非流动负债	103	103	103	103	103	净利润	95	62	91	102	110
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-3	-1	-1	-1	-2
其他非流动负债	103	103	103	103	103	归属母公司净利润	98	62	92	104	112
负债合计	533	550	488	527	498	EBITDA	117	128	136	150	160
少数股东权益	25	25	24	23	21	EPS (元)	0.17	0.11	0.16	0.18	0.19
股本	576	576	576	576	576	主要财务比率					
资本公积	245	241	241	241	241	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	1,158	1,190	1,254	1,325	1,401	成长能力					
归属母公司股东权益	1,953	1,985	2,058	2,137	2,224	营业收入同比增速(%)	0.24	-25.34	-12.20	-3.20	3.80
负债和股东权益	2,511	2,560	2,570	2,687	2,743	营业利润同比增速(%)	-9.62	8.85	8.94	12.59	7.75
现金流量表 (百万元)					归属于母公司净利润同比增速(%)	归属于母公司净利润同比增速(%)	14.28	-36.58	48.26	12.31	7.89
经营活动现金流	195	151	66	117		获利能力					
净利润	95	62	91	102		毛利率(%)	17.97	25.08	22.20	24.00	24.30
折旧摊销	20	24	23	24		净利率(%)	7.35	6.37	10.70	12.45	12.88
财务费用	-21	-21	-20	-20		ROE(%)	4.81	3.06	4.36	4.74	4.89
投资损失	-7	-11	-12	-11		ROIC(%)	5.96	3.73	5.26	5.64	5.80
营运资金变动	90	27	-18	18		偿债能力					
其他经营现金流	18	71	1	3		资产负债率(%)	21.21	21.47	18.97	19.63	18.17
投资活动现金流	-424	-40	19	-2	-13	净负债比率(%)	-47.74	-52.70	-54.98	-58.10	-58.24
资本支出	5	6	-5	14	24	流动比率	3.89	3.88	4.61	4.47	4.95
长期投资	-428	-52	-1	-0	-0	速动比率	3.40	3.41	4.13	4.01	4.46
其他投资现金流	9	18	14	12	11	营运能力					
筹资活动现金流	-20	-41	-4	-5	-7	总资产周转率	0.52	0.38	0.33	0.31	0.31
短期借款	0	0	0	0	0	应收账款周转率	8.80	7.42	7.22	8.10	7.89
长期借款	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.96	6.18	6.80	7.10	7.30
普通股增加	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
资本公积增加	0	-4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.11	0.16	0.18	0.19
其他筹资现金流	-20	-37	-4	-5	-7	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.26	0.11	0.20	0.13
现金净增加额	-250	71	81	110	53	每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.45	3.57	3.71	3.86
						估值比率					
						P/E	46.0	36.1	45.9	40.8	37.9
						P/B	2.1	1.8	2.1	2.0	1.9
						EV/EBITDA	26.54	23.26	21.35	18.55	17.04

数据来源：Wind, 华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。
本报告信息均来源于公开资料，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，本公司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，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。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。
本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。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。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门外大街189号天鸿宝景大厦配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046