

# 教材护城河壁垒深厚、数字智能转型加速

## —— 中原传媒公司深度报告

分析师：岳铮 分析师：祁天睿



# 教材护城河壁垒深厚、数字智能转型加速

## —— 中原传媒公司深度报告

2025年12月22日

### 核心观点

- 区域全链布局，数字化转型加速** 公司是河南省人民政府控股的国有企业，股权结构稳定。公司通过多家子公司构筑覆盖出版、发行、印刷、物资供应的全产业链闭环，拥有全品类出版资质以及河南省新华书店独家发行资质。近年来，公司积极探索数字化转型，依托两大国家级实验室，拥抱 AI 技术，积极打造“河南省中小学智慧教育平台”，实现教育教学全环节的数字化探索，推动商业模式从“纸质教辅”向“智慧教育平台”升级。
- 主营业务壁垒坚固，支撑业绩韧性** 发行出版为公司的支柱业务。其中：发行业务 2024 年营收 80.56 亿，占比 57.38%，毛利率 30.40%；出版业务 2024 营收 32.69 亿，占比 23.28%，毛利率 35.06%。发行出版业务维持稳定，其中 K12 教材教辅是最主要的细分业务，构成公司核心护城河。在供给方面，公司作为 2024-2027 年义务教育免费教科书单一供应商，且系人教版、人音社等权威教材的河南独家代理商，并取得了全渠道牌照，具有独家优势。在需求方面，虽然人口出生率有所下滑，可能导致需求长期承压，但短期来看，河南 K12 在校生人数依然维持稳定，需求稳固。
- AI+教育驱动第二曲线，产业融合开辟增量空间** 公司以“AI+数据”发展智慧教育平台，开辟增长新路径：政策端，河南省《2025 年“人工智能+”行动》明确支持教育垂直大模型建设，支持中原传媒的智慧教育平台在全省进行规模化试点与落地工作；技术端，平台接入“豫教 AI”，依托丰富的教育资源，集成豫教助手、智慧作业、智慧备授课等应用，覆盖“教、学、考、评”全场景。此外，近年来研学市场发展迅速，有望带来新增量，公司依托中原文化 IP 开发 5 大系列、14 门课程，打造“场馆+课程+平台”沉浸式研学模式，将渠道优势和资源优势相结合，探索开展研学相关的新业务模式。
- 投资建议：**公司作为河南省地方国有出版企业，是唯一上市的河南省文化国有企业。旗下业务覆盖出版、发行、印刷等传统出版公司业务领域，同时积极开拓第二增长曲线，在 AI+教育、研学游学、文创产品等新兴领域均有布局。我们认为，公司主营业务持续保持稳健，新兴业务有望为公司带来一定的业绩增量。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.23、13.87 和 14.80 亿元，同比增速分别为 28.4%、4.9%和 6.7%。对应 PE 为 9x/9x/8x。  
此外，公司在手现金充裕，且分红意愿高，具备较高的安全边际。综合考虑公司相对估值与绝对估值的合理股价区间，我们认为公司的合理股价区间为 15.53-18.21 元，对应公司总市值为 158.90-186.32 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**实体书店销售码洋下降风险、AI 技术的发展及应用不及预期的风险、新兴业务发展不及预期的风险。

**中原传媒** (股票代码: 000719)**推荐** 首次评级

### 分析师

岳铮

☎: 010-80927630

✉: yuezheng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030006

祁天睿

☎: 010-8092-7603

✉: qitianrui\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525080003

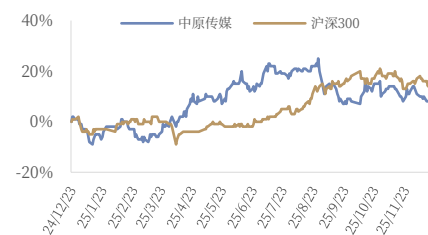
### 市场数据

2025年12月22日

股票代码	000719
A 股收盘价(元)	11.81
上证指数	3,917.36
总股本(万股)	102,320
实际流通 A 股(万股)	66,715
流通 A 股市值(亿元)	79

### 相对沪深 300 表现图

2025年12月22日



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

## 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	9,857	9,775	10,226	10,740
收入增长率%	0.24	-0.83	4.62	5.03
归母净利润(百万元)	1,030	1,323	1,387	1,480
利润增长率%	-25.84	28.45	4.87	6.67
分红率%	59.61	59.61	59.61	59.61
毛利率%	39.20	40.21	40.18	40.23
摊薄 EPS(元)	1.01	1.29	1.36	1.45
PE	11.99	9.34	8.90	8.35
PB	1.07	1.00	0.94	0.88
PS	1.25	1.26	1.21	1.15

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

# 目录

## Catalog

- 一、 深耕出版十余年，数字化建设拓宽成长边界 ..... 4
  - (一) 公司概况 ..... 4
  - (二) 主营业务概述：发行出版为主，数字化开辟新增长点 ..... 6
- 二、 教材教辅构筑护城河，积极探索新兴业务 ..... 8
  - (一) 教材教辅市场稳定，迎来数字化窗口期 ..... 8
  - (二) AI 赋能，研学文创新业态 ..... 11
- 三、 传统业务稳健运营，AI 教育增量空间大 ..... 13
  - (一) 财务情况：营收利润稳健，分红比例高 ..... 13
  - (二) 独家资质与全链运营形成区域市场壁垒 ..... 15
  - (三) AI 技术开辟智能教育前景 ..... 16
- 四、 盈利预测及估值 ..... 19
  - (一) 主营业务拆分及盈利预测 ..... 19
  - (二) 绝对估值 ..... 20
  - (三) 相对估值 ..... 20
- 五、 风险提示 ..... 22

# 一、深耕出版十余年，数字化建设拓宽成长边界

## (一) 公司概况

公司成立于 1996 年 12 月，总部位于河南省郑州市，2011 年，公司将出版业务相关资产注入焦作鑫安科技股份有限公司，完成借壳上市，登陆深圳证券交易所主板，正式进入资本市场。公司一直积极推进数字化转型，2012 年成为国家首批 MPR 技术试点单位，随后成立数字出版中心，联合企业与高校共建国家级出版融合发展实验室。公司也承载着国际交流、文化传承等文化责任，牵头成立中巴文化联合编辑部，探索跨国出版合作；策划《中华文脉》等重大文化工程，以全球招募形式整合顶级创作资源，推动中原文化的国际传播。

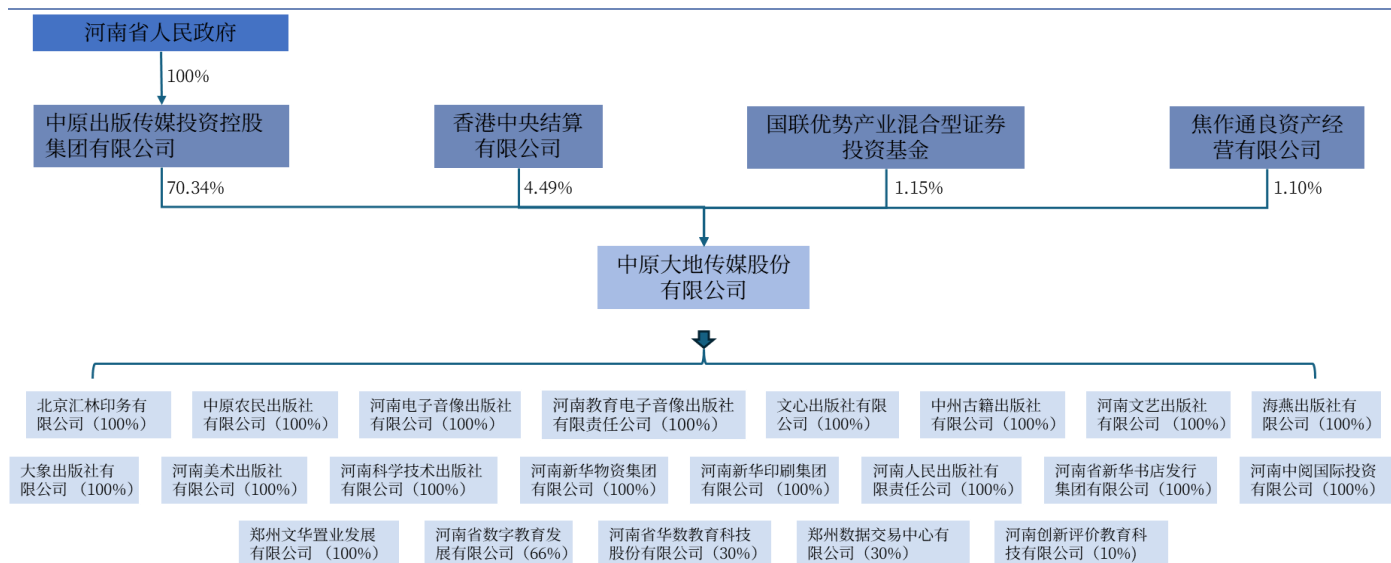
图1：公司发展历程图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

**股权高度集中且稳定，子公司发挥产业协同效应。**河南省人民政府通过中原出版传媒投资控股集团有限公司持有公司 70.34% 的股份，为公司的实际控制人，具有坚实的控制权。

图2：公司股权结构图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：仅列示持股比例大于1%的股东

同时，公司子公司覆盖了出版、发行、印刷、教育服务等多个领域，拥有河南人民出版社、大象出版社、河南科学技术出版社、海燕出版社等 11 家出版社，以及河南省新华书店发行集团、河南新华印刷集团、河南新华物资集团、北京汇林印务有限公司、河南中阅国际投资有限公司等的控制权，形成了完整的产业链条，为公司带来了显著的产业协同效应，提升了公司整体运营效率和市场竞争力。

**管理层结构稳定性，高管团队从业经验丰富。**中原传媒的高管团队人数在近五年内保持相对稳定，公司董事长王庆、副董事长林疆燕等人在公司任职多年；从高管职位来看，部分高管同时担任董事职务，如张建和王广照同时任职董事和副总经理，体现出管理层与董事会的高度协同。此外，中原传媒的高管团队普遍具备深厚的出版行业背景和多年管理经验，如总经理林疆燕长期在出版传媒行业担任管理职务，董事董中山曾主导多个出版项目及战略规划，具备丰富的出版与管理经验，在未来的数字化转型和 AI 教育业务推进中也将发挥战略指导作用。

表1：公司董事会及高管团队部分成员简介

姓名	职务	个人经历
王庆	董事长，董事	男，汉族,1969年4月出生，中共党员，河南新野人，研究生学历，工学学士,1992年12月入党,1990年9月参加工作，历任河南省南阳地区人事局考务中心干部科科长，南阳市人事局干部科副主任科员，办公室副主任，监察室主任，河南省唐河县长助理，副县长，共青团南阳市委书记，党组书记，河南省南阳市宛城区委副书记（正处级），区长，河南省委宣传部副部长，中原大地传媒股份有限公司第八届董事会董事长。现任中原出版传媒投资控股集团有限公司党委书记，董事长，总裁，中原大地传媒股份有限公司第九届董事会董事长。
林疆燕	副董事长，董事	女，汉族，1967年6月出生，中共党员，四川西昌人，大学学历，法律硕士，正高级经济师，1988年4月入党，1988年7月参加工作，历任河南省新华书店业务部干部、总经办干部、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，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。现任中原出版传媒投资控股集团有限公司党委副书记、总经理、副董事长，中原大地传媒股份有限公司第九届董事会董事。
董中山	董事，总编辑	男，汉族,1966年2月出生，中共党员，河南社旗人，大学学历，教育学学士，副编审职称,1985年11月入党,1988年8月参加工作，历任河南教育出版社编辑，办公室副主任，办公室主任，大象出版社社长助理，总编辑助理，副社长，总编辑，党总支委员，社长，海燕出版社有限公司党总支书记，执行董事（法人代表），社长，现任中原大地传媒股份有限公司第九届董事会董事，总编辑。
张建	董事，副总经理	男，汉族,1972年12月出生，中共党员，河南方城人，河南省委党校经济管理专业毕业，经济师职称,2002年8月入党,1993年12月参加工作，历任河南省新华书店财务处出纳，办事员，人力资源部科员，副主任，主任，河南省新华书店发行集团有限公司纪委书记，监事，中原出版传媒投资控股集团有限公司人力资本创新部主任，党委组织部主任，人才招聘办主任，现任中原大地传媒股份有限公司第九届董事会董事，副总经理。
李文平	董事	女，汉族，1967年5月出生，中共党员，河南栾川人，大学学历，法学学士，副编审。历任黄河大学党委宣传部干事，郑州大学党委宣传部干事，河南新闻出版报社副总编辑，河南出版集团出版业务部副主任，文化时报社总编辑，文心出版社副社长兼副总编辑，河南美术出版社党支部书记、执行董事、社长，中原传媒第七届监事会监事、第八届董事会董事、总编辑，中原出版传媒集团党委委员、常委、副书记、副总经理。现任中原出版传媒集团党委委员、常委、副书记。

赵新杰	董事, 总经理	男, 汉族, 1979年5月出生, 中共党员, 河南新野人, 研究生学历, 高级经济师。历任河南新华印刷集团部门副主任、主任、支部书记, 中原传媒经营管理部副主任、知识产权公司筹备组组长, 河南新华物资集团总经理、党委副书记、党委书记、执行董事, 中原传媒副总经理, 河南省新华书店发行集团党委副书记、总经理、董事, 河南创新评价教育科技有限公司董事长。现任中原出版传媒集团党委委员、常委、总编辑, 中原传媒九届董事会董事候选人, 河南省新华书店发行集团党委副书记、董事、总经理, 河南创新评价教育科技有限公司董事长。
刘永民	副总经理	刘永民, 男, 汉族, 1970年12月出生, 中共党员, 河南宁陵人, 大学学历, 1992年12月入党, 1986年8月参加工作, 历任河南省商丘市梁园区双八镇政府团委书记、副镇长, 梁园区平台镇党委副书记, 商丘市经济技术开发区平台镇党委书记, 梁园区委政法委副书记, 梁园区孙福集乡党委书记, 河南省永城煤电集团行政办公室主任、复垦公司副总经理, 河南煤化永煤公司永锦能源党委书记、安阳鑫龙煤业党委书记兼永安煤业党委书记、永鑫煤业党支部书记, 河南煤化鹤煤公司党委常委、纪委书记, 河南能源焦煤公司党委常委、纪委书记、监事会主席, 河南能源化工集团纪委干部、党委巡查工作办公室主任、纪检监察部部长、监察部部长, 中原出版传媒投资控股集团有限公司纪检监察审计部主任、党委巡察办主任、纪委副书记、纪委(监察专员办公室)副书记、兼集团公司直属单位纪委书记。现任中原大地传媒股份有限公司副总经理。
吴东升	财务总监, 董事会秘书	男, 汉族, 1970年12月出生, 中共党员, 河南焦作人, 大学学历, 经济学学士, 高级会计师, 高级税务风险管理师, 高级国际财务管理师, 1993年7月参加工作, 历任焦煤集团韩王矿财务科主管会计, 河南省煤炭工业厅财务处副主任科员, 河南省煤炭工业局财务处(经济运行处)主任科员、助理调研员、副处长, 河南省工业和信息化厅财务处副处长, 义马煤业集团股份有限公司副总会计师, 河南大有能源股份有限公司财务总监, 义马煤业集团股份有限公司总会计师, 郑州粮食批发市场有限公司财务部部长, 中原大地传媒股份有限公司财务总监、财务部(财务共享中心)主任(兼)。现任中原大地传媒股份有限公司财务总监。

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

## (二) 主营业务概述: 发行出版为主, 数字化开辟新增长点

**发行业务作为营收的支柱业务, 主要包括一般图书与教材教辅。**其中, 一般图书主要是公司租型出版的图书、允许在国内销售的其他一般图书及文化用品等, 在省内通过覆盖全河南省的新华书店渠道网络、云书网电商平台和新媒体平台, 以独家代理、分销或代销的形式发行; 教材教辅指的是所属出版单位自有知识产权的教材教辅, 在河南省内主要通过政府采购进行销售。一般图书与教材教辅在省外的发行渠道主要有全国各地新华书店、国内有影响力的电商平台以及出版单位自有销售平台等。

**出版业务稳中有升, 主要包含本版图书、租型教材以及党和国家重要理论的出版。**本版图书指公司组织策划、选题论证、组稿编辑、拥有专有出版权的图书(含纸质和数字化教材教辅); 租型出版是公司与人民教育出版社、人民音乐出版社等合作, 支付租型费用获得教材在河南省内的印制权和发行权; 公司亦承担党和国家重要理论出版物的推广和发行工作。

**物资销售保障供应 印刷承接内外订单。**印刷物资由子公司物资集团专业经营, 包括纸张、纸浆、印刷机械、印刷耗材等, 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源, 并通过销售渠道将教材用纸或社会用纸等印刷物资销售给客户; 此外, 公司会根据用户订单印制生产, 主要由旗下印刷集团和汇林印务负责, 对公司租型及自有教材教辅、一般图书等出版物印制生产,

同时承接本公司以外的出版物订单，其中，汇林印务主要拓展北京区域出版社的印制业务。

表2：公司主营业务介绍

主营业务	业务介绍
发行业务	一般图书发行、教材教辅发行
出版业务	本版图书出版、租型出版、党和国家重要理论出版物的租型出版
物资销售业务	向客户销售教材用纸或社会用纸等印刷物资
印刷业务	公司租型及自有教材教辅、一般图书、公司外的出版物印制
数字教育业务	智慧教育平台

资料来源：公司年报、中国银河证券研究院

**数字化促进商业模式升级 开辟增长新路径。**公司以“出版融合发展（郑州）重点实验室”和“数字出版应用智能部署重点实验室”两大国家级重点实验室为支撑，全面推进教育数字化。中小学智慧教育云平台的产品矩阵和功能模块不断丰富，数字教材实现全学科全学段覆盖，数智化作业评价系统应用已在全省部分市县推广使用，构建了“教、学、评、创、培”全流程服务体系。随着数字化平台的建设，公司的商业模式逐渐从单一的教辅图书供给向“内容+平台”升级，实现更好的内容活化和用户触及。

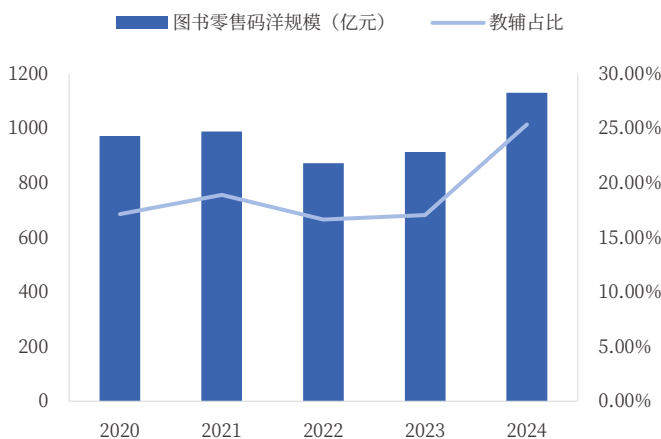
## 二、教材教辅构筑护城河，积极探索新兴业务

### （一）教材教辅市场稳定，迎来数字化窗口期

**图书零售市场承压，行业处于转型升级关键窗口期。**从市场形势看，图书零售市场规模小幅减少，2024 年整体图书零售市场码洋规模 1129 亿，较 2023 年下降 1.52%。从图书分类来看，少儿类与教辅类占比较高，分别占总体码洋量的 28.16%和 25.33%，生活类和教辅类图书等偏刚需板块正向涨幅明显。从渠道上看，实体书店、平台电商、垂直及其他电商平台均呈现负增长态势，内容电商仍保持正向增长，但增速明显放缓。

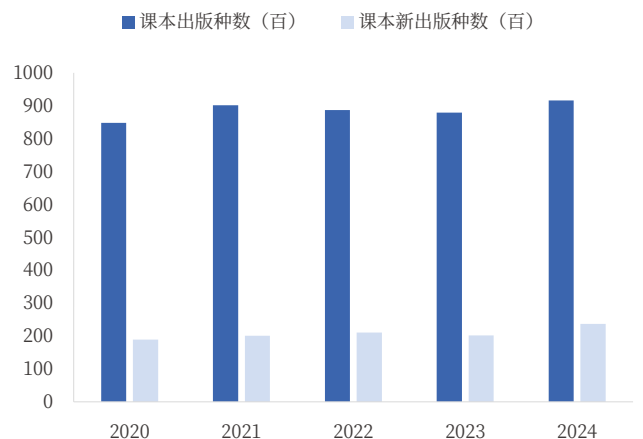
**教材教辅保持稳定，K12 教辅占主要份额。**教材教辅是出版行业的重要组成部分，近年来呈现出出版稳健与需求坚挺的特点。根据国家统计局数据，近年来中国课本出版整体规模保持稳定，2023 年出版总数为 87,922 种，其中新出版 20,135 种；同时，根据中国出版协会、中国书刊发行行业协会发布的《2024 年图书零售市场年度报告》，2024 年教材教辅图书洋码规模为 286 亿，占全部图书码洋规模的比例上升至 25.33%。教材教辅市场可细分为 K12 市场与职业教育市场。其中 K12 教辅（学前教育至高中教育）具有需求刚性和用户基数庞大的特点，占据最主要份额。职业教育教辅（含中高职院校教材与职业培训资料）具有用户群体分散、品类专业化程度高的特点，其市场规模较小但客单价显著更高。

图3：2020-2024 国内图书码洋规模及教辅占比



资料来源：北京开卷，国家新闻出版署，中国银河证券研究院

图4：2020-2024 国内课本出版种类和新出版种类变化



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

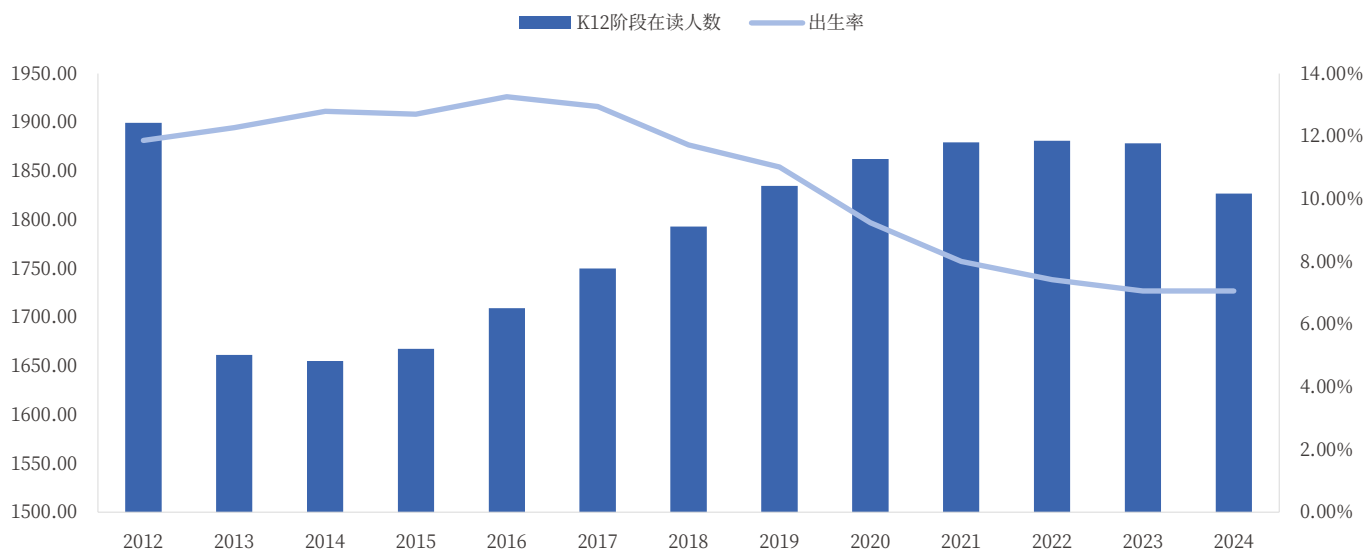
**K12 短期来看仍维持稳定，但长线维度看有需求端下降的风险。**

**短期来看，近年 K12 人数稳中有进，维持在 1800 万以上的高位，虽 2023-2024 年经历小幅下降但总体态势平稳。**根据河南省教育厅的数据，2024 年初中在校生 507.73 万人，毕业生 167.75 万人，招生 170.07 万人；普通高中在校生 403.02 万人，毕业生 83.92 万人，招生 98.25 万人。初高中毕业人数均小于招生人数，形成阶段性学龄人口支撑。

**从长期来看，未来 K12 人数可能会经历阶段性减少，自 2018 年起河南省出生率逐渐下滑，从 2019 年至 2024 年，河南省出生率从 11.02% 逐渐下降至 7.78%，2022-2024 年逐渐稳定在 7% 左右。**小学阶段人数对此反映明显，2024 年河南省小学在校生 915.96 万人，毕业生 170.86 万人，招生 128.54 万人，毕业生和招生人数之间出现明显缺口，2022-2024 年小学在读人数分别为 987.36/962.88/915.96 万人，yoy 分别为 -2.4%/-2.5%/-4.8%，出现明显下降趋势。

**根据河南省出生率和近年 K12 阶段在校生人数数据，我们预测 2025-2028 年 K12 年龄段在校生人数将会有小幅下降，但幅度有限，而毛入学率将会稳步提升。**

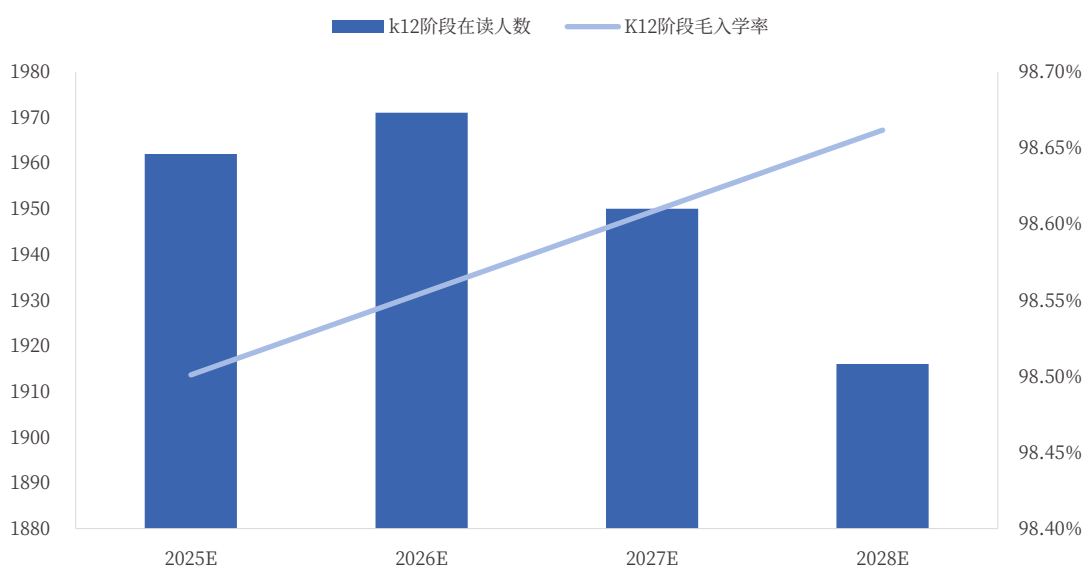
图5：2020-2024 河南省出生率和 K12 阶段在读人数（万人）



资料来源：河南省统计年鉴、河南省教育厅、中国银河证券研究院

**生育支持政策为教辅市场提供长期稳定性支撑。**近年来，河南省出台多方面政策措施以优化生育政策，促进人口长期增长。2022 年 5 月，河南省人民政府印发《河南省优化生育政策促进人口长期均衡发展实施方案》（以下简称方案），提出健全人口服务体系，发展普惠托育体系，降低生育、养育、教育成本和加强政策调整有序链接等相关方面内容。具体而言，人口服务体系方面，对网上生育登记平台进行改造，实现三孩生育登记跨省通办；托育体系方面，将社区托育服务纳入本省“十四五”城乡社区服务体系建设规划，引导专业机构进社区、进家庭；降低“三育”成本方面，完善生育休假和生育保险制度、落实税收、住房优惠政策等。这些举措一定程度上减缓了河南省出生率下降带来的影响，有助于本省教辅出版市场的长期稳定。

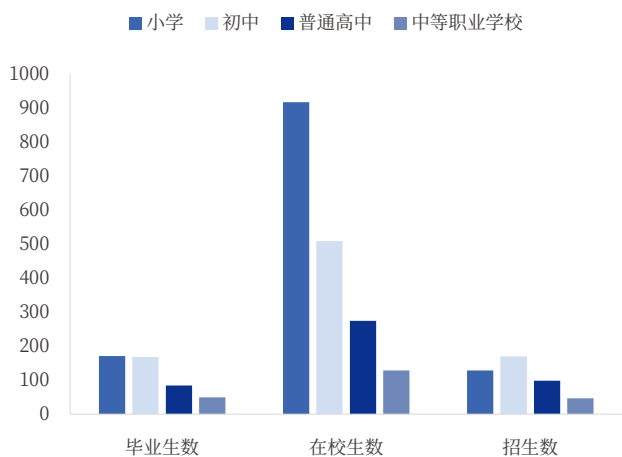
图6：2025-2028 河南省 K12 阶段人数和入学率预测（万人）



资料来源：河南省教育厅，中国银河证券研究院

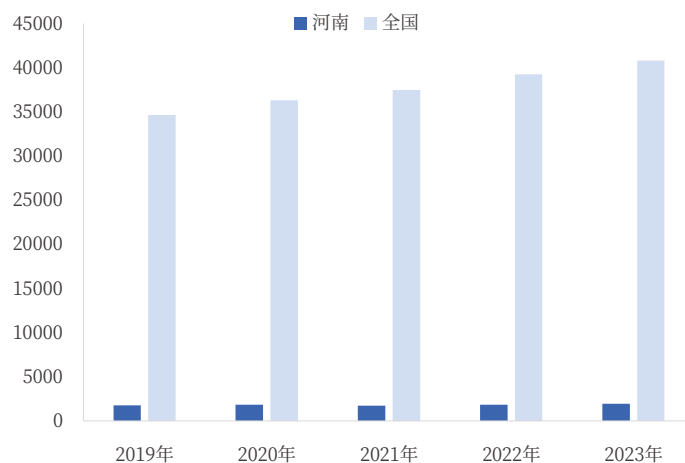
“低价+高投”模式强化区域壁垒。教材教辅的定价采用微利保供的模式，由河南省发改委对教科书和教辅材料实施政府指导价管理，按照微利原则统一确定正文印张、封面、插页等价格标准，明确最高零售价格计算公式。根据河南省发改委的两次教材定价公开信息，2016-2021 年省内教材所用的纸张已经经历了一轮提价。以 32 开和 16 开的铜板纸和胶板纸为例，两次定价之间各类克重的纸张均提价 3%左右。同时河南省一般公共预算教育经费在全国排名第 5（2023 年），且近年增速略高于全国一般公共预算教育经费增速，体现了河南省政府对教育的大力支持。另外，自 2024 年秋季起，全省义务教育阶段采用第十二版人教版教材。我们认为，在发行新教材的背景下，新一轮的教材定价有望提升，或使公司主营受益。

图7：河南省 K12 阶段人数情况（万人）



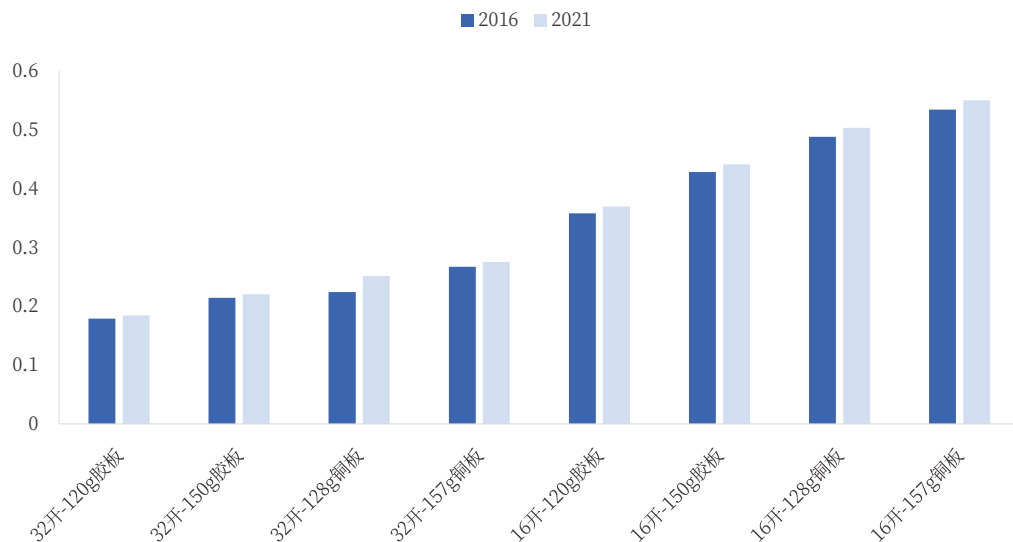
资料来源：河南省教育厅，中国银河证券研究院

图8：2019-2023 河南和全国一般公共预算教育经费（亿）



资料来源：教育部，河南省教育厅，中国银河证券研究院

图9：2016→2021 河南省教材封面用纸定价上涨（元/个）



资料来源：河南省发改委，中国银河证券研究院

## (二) AI 赋能，研学文创新业态

**政策引领行业发展，AI 技术赋能数字化转型。**出版行业是国家意识形态传播的重要渠道，为了维护社会意识形态的正确导向和发展，出版行业表现出更强的政策引领和宏观调控性。

国家层面，作为国家文化战略，“全民阅读”已经连续 12 年被写入《政府工作报告》，同时，财税支持政策也在持续发力，符合条件的转制文化企业恢复税收优惠政策，至 2027 年 12 月 31 日免征企业所得税，降低企业转型成本。

省级层面，河南省政府聚焦细分领域的创新突破，出台多项举措，如 2025 年 3 月 17 日河南省发改委发布《河南省 2025 年推进“人工智能+”行动工作要点》，“人工智能+教育”被列入重点应用行业，要求通过构建教育管理服务垂直大模型，构建教育领域高质量数据集，推动人工智能助学、助教、助管、助研四大核心场景，为教育数字化转型指明了方向。

表3: 近年河南省促进 AI+出版、教育、文创的相关举措

时间	部门/单位	政策文件/活动
2024 年 6 月 27 日	郑州数据交易中心等主办；省工信厅、省委网信办指导	河南省数字文化文创设计大赛
2025 年 3 月 17 日	河南省发改委	《河南省 2025 年推进“人工智能+”行动工作要点》
2025 年 3 月 28 日	河南省教育厅	《河南省“人工智能+教育”三年行动计划（2025-2027 年）》
2025 年 8 月 4 日	河南省人民政府	《河南省支持人工智能产业生态发展若干政策措施》
2025 年 8 月 28 日	中国新闻出版研究院主办、国家新闻出版署、河南省委、省政府指导	第十五届中国国际数字出版博览会
2024 年 10 月 23 日	河南省人民政府办公厅	《河南省推动“人工智能+”行动计划（2024 年—2026 年）》

资料来源：河南省政府官网，中国银河证券研究院

**在政策的引领下，中原传媒也在逐步进行 AI 布局，在课程研发方面，开发 200 多门涵盖手工、美育等各类课程，服务于百余所学校和数百万学生。**智慧教育产品方面，推出包括大象 e 教、大象 e 学、大象 e 考、海燕 e 学、伴学 365、中小学数字图书馆等在内的数字教育产品系列。此外，公司运营的“河南省中小学智慧教育平台”推出特色应用“豫教大模型”，通过打造 AI 学习助手，为全年龄段学生提供在线辅导、个性化学习资源推送等个性化服务，优化学习体验；在教师端，通过豫教精灵为教师提供教学建议、智能备课等服务，提升教学效率与教学质量。另外，平台集成“智慧作业”系统实现自动批改，并依托知识图谱技术构建跨学科资源整合，全面推动精准教学与教育均衡发展。

**产业融合催生新增长点，研学旅行市场增长。**出版行业依托技术创新驱动的内容生态重构与跨领域价值延伸，与文旅、教育、文化服务等产业深度融合，迎来业态重塑与价值跃升的战略机遇期。近年来，素质教育的理念逐渐深入人心，随着公共卫生事件后线下娱乐生态修复以及供给端研学主题和内容不断丰富，学生家长对于研学消费的需求也逐步修复。据艾媒咨询，2022 年国内研学市场规模已经超过 900 亿元，预计 2023 年恢复性增长至近 1500 亿元后，将继续保持平稳增长，至 2026 年研学市场规模预计将超过 2400 亿元，市场规模仍有相当可观的增长空间。目前，已有多家出版公司积极利用其自有的线下书店等场所和自身丰富的图书版权资源，将渠道优势和资源优势相结合，探索开展研学相关的新业务模式。**公司依托旗下数字文创研学中心**，深度整合中原文化相关的城市、遗迹、人物和河南故事等符号性内容与数字技术资源，打造“场馆+课程+平台”一体化课后延时服务新模式，围绕科技与创新、戏剧表演等五大系列，通过沉浸式互动、项目式学习，将中原文化、

黄河故事融入课后教育场景。目前公司已研发 14 门精品课程，如皮影、泥人等河南非遗文化特色手工艺课程、博物馆类研学课程等，课程价格有 69.9、128 等多个档位，致力于以尽量实惠的价格让广大学子享受到优质的、集大成的研学服务。

图10: 公司旗下部分研学产品



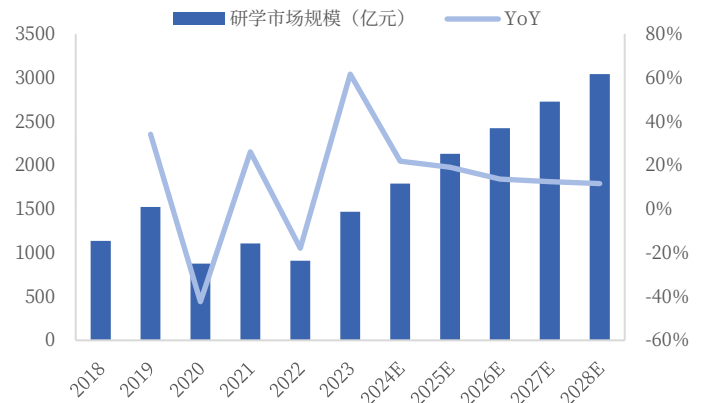
**家在黄河边 (NPC演绎版)**  
国内首个以黄河文化主题  
"沉浸式"书店研学项...  
¥128.00  
沉浸式



**绘本围读·小马过河** ¥69.90  
小马要把麦子驮到磨坊，半路上被一条小·河拦住了去路。牛伯伯...  
绘本围读

资料来源: 知天地研学, 中国银河证券研究院

图11: 研学市场规模及预测



资料来源: 艾媒咨询, 中国银河证券研究院

**打造“小而美”工作室，“出版+文创”生态闭环。**刘运来工作室为中原传媒旗下专注创新文创的精品团队，聚焦“典籍活化、宋文化美学、新文房生活”三大方向，已构建起以“宋礼”系列（累计销量近万套）、“笺文化”图书及“豫美斋”新文房为核心的产品矩阵。自成立以来工作室已获得 20 余项设计奖项，并通过“线上种草+线下体验”的闭环营销模式推动业务增长：线上依托社交平台与 KOL 合作强化品牌传播，线下通过市集、展览促进体验转化，并成功推出专家联名产品以提升专业认可。面对行业普遍存在的渠道、版权与运营挑战，团队正通过深耕中原文化内容、运用 AIGC 等技术活化传统文化形态，并着力构建“出版+书店+文创+工坊”的生态路径，以期打通从内容到产品的全链路，实现出版文创从“试水”到“深耕”的持续发展。

图12: 工作室设计的书籍外观和旋转日历灯



资料来源: 公司公众号, 中国银河证券研究院

图13: “宋朝的一天”文创礼盒



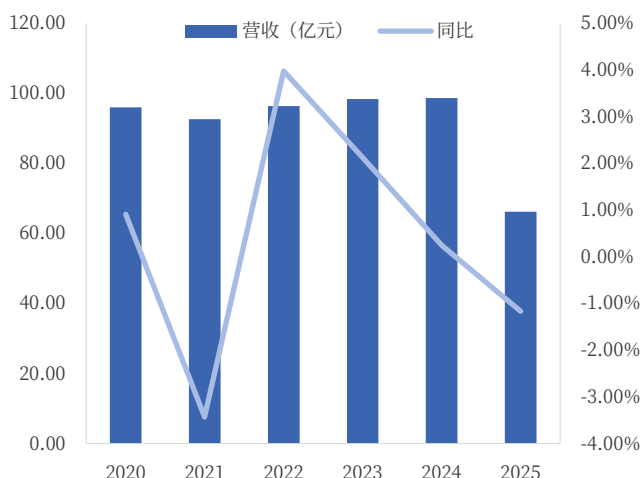
资料来源: 公司公众号, 中国银河证券研究院

### 三、传统业务稳健运营，AI 教育增量空间大

#### (一) 财务情况：营收利润稳健，分红比例高

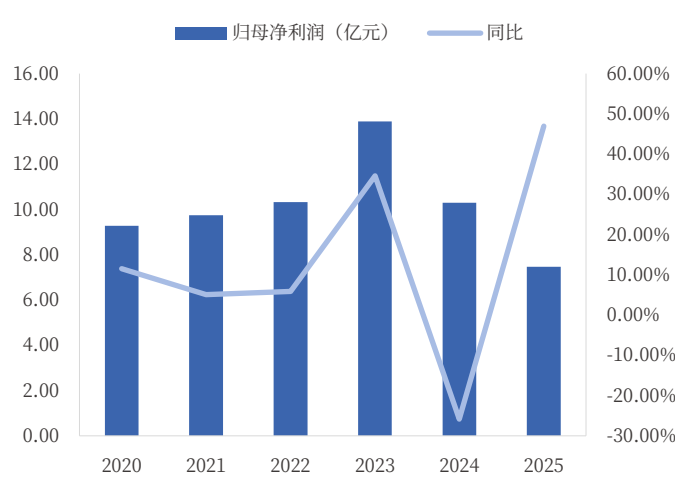
主营业务经营稳健，营业收入与净利润保持稳定。得益于牌照优势带来的区域垄断优势以及全产业链的运营效率，中原传媒的营业收入近年来保持稳定：2024 年，公司实现营业收入 98.57 亿元，同比增长 0.24%；归属于上市公司股东的净利润 10.30 亿元，同比减少 25.84%；2025 年前三季度，公司实现营业收入 66.20 亿元，同比微降 1.17%；归属于上市公司股东的净利润 7.47 亿元，同比上升 46.94%。公司整体营收保持稳健，利润的波动主要是转制文化企业的税收优惠政策于 2023 年底到期并在后续延期至 2027 年底所致。

图14：2020-2025 公司营业收入（2025 年截至前三季度）



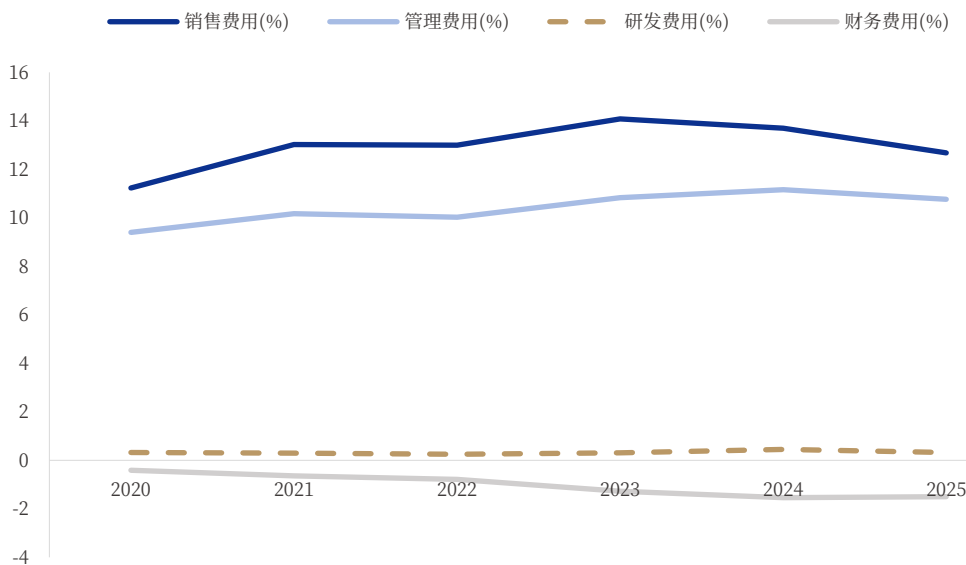
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图15：2020-2025 公司归母净利润（2025 年截至前三季度）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16：2020-2025 年公司费用率（2025 年截至前三季度）



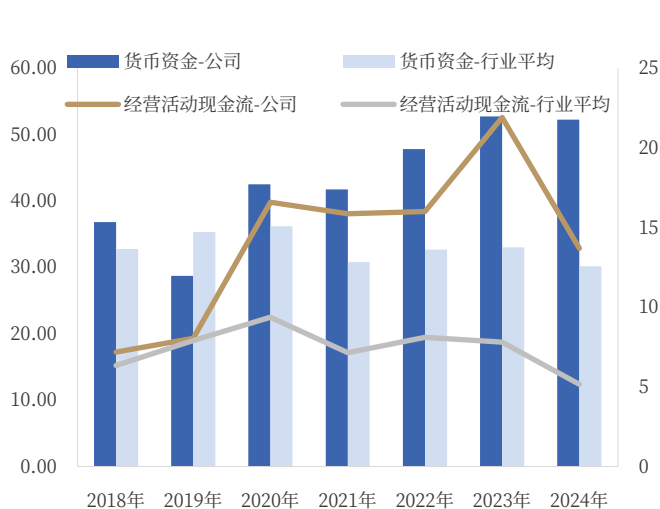
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**费用端有所下降。**截至 2025 年前三季度，公司的销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为 12.67%、10.76%、0.32%，较 2024 年全年分别下降 1.0、0.4、0.1pct。财务费用率始终为负，主要由于公司低负债、高流动性的稳健财务策略，利息收入覆盖融资成本。

**现金储备足。**中原传媒拥有充裕的现金储备，货币资金从 2018 年的 36.8 亿元稳步增至 2024 年 52.25 亿元，对比出版行业 2022-2024 年平均货币资金分别为 32.65 亿、32.98 亿、30.14 亿，公司的现金储备显著高于行业平均水平。公司经营活动现金流净额 2020-2024 年均维持高位，2024 年虽然同比下滑 37%，但仍有 13.7 亿元。

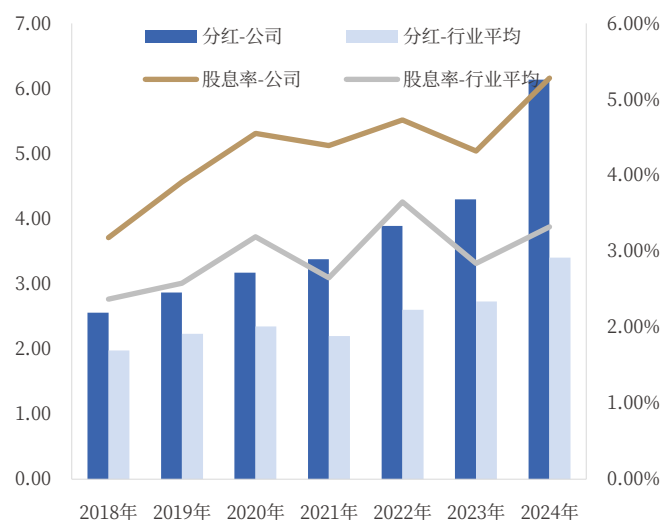
**分红比例高。**中原传媒展现出持续分红的能力和意愿，股息率近 7 年来逐渐增加，从 2018 年的 3.18% 升高到 2024 年的 5.28%；股利支付率 2024 年大幅跃升至 59.61%（此前五年均值 34.5%），分红力度显著提升。对比整个出版行业近 3 年平均每公司分红 6.53 亿，中原传媒 2022-2024 年分红分别为 3.9 亿、4.3 亿、6.1 亿，远高于行业平均水平。

图17: 2018-2024 公司和行业现金情况对比 (亿元)



资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

图18: 2018-2024 公司和行业分红情况对比 (亿元)

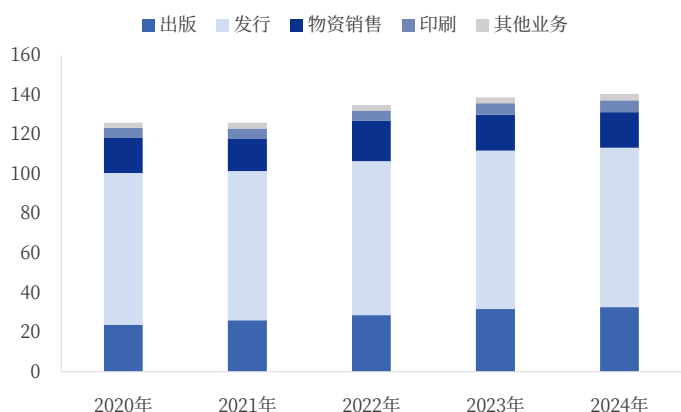


资料来源: ifind, 中国银河证券研究院

**发行+出版两大核心业务贡献超 80%，且毛利率同步提升。**发行业务 2022-2024 年贡献营业收入分别为 77.79 亿、80.01 亿以及 80.56 亿，占比分别为 57.73%、57.71%以及 57.38%，呈现稳健态势，毛利率也在持续优化，五年来逐步提升 4.79 个百分点；出版业务近年来持续增长，2022-2024 年营业收入分别为 28.65 亿、81.63 亿以及 32.69 亿，营收占比分别为 21.26%、22.82%、23.28%，毛利率稳居高位且趋势上行，从 2020 年 32.54% 升至 2024 年 35.06%。

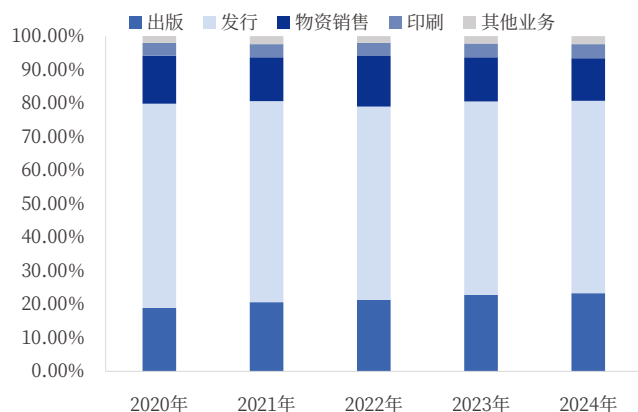
**物资销售与印刷占比 20%左右，毛利率低位承压。**其中，物资销售与印刷 2024 年合计销售 23.8 亿，占比 16.94%，毛利率从 2021 年 9.18% 回落至 2024 年 5.59%。

图19: 公司各项业务营业收入 (亿元)



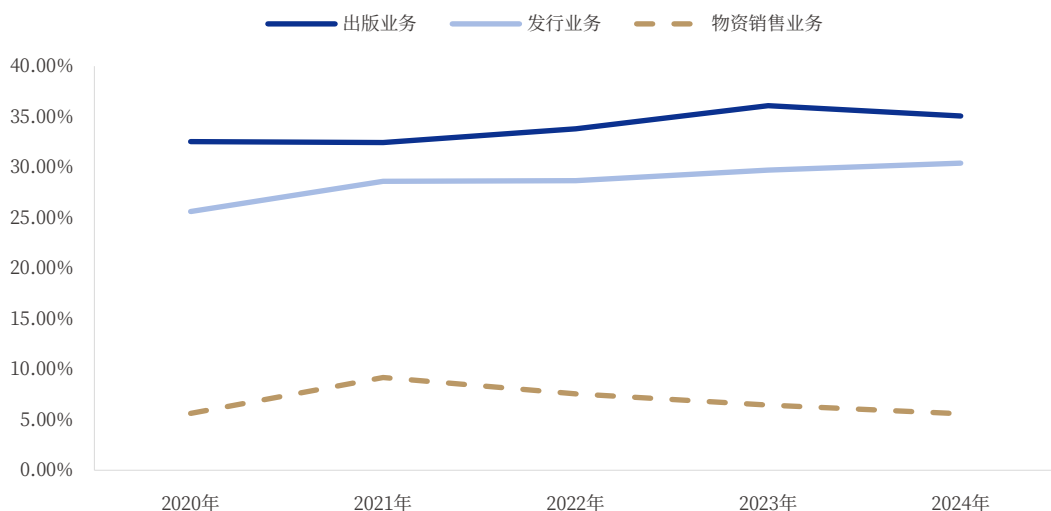
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图20: 公司各项业务营收占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图21: 2020-2024 年公司各项业务毛利率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## (二) 独家资质与全链运营形成区域市场壁垒

**全牌照资质+独家渠道, 铸就河南省高壁垒护城河。**河南是全国人口大省和教育大省, 截至 2024 年末, 共有各级各类学校 4.32 万所, 教育人口 2717.75 万人, 人口基数与教育刚需为公司教育服务提供了广阔的市场空间。短期来看, 公司也是河南省 2024 秋-2027 春义务教育免费教科书的单一供应商, 未来营收基本盘稳固。

长期来看, 公司具有资质优势, 国家实施牌照资质认证制度, 严格限制牌照发放数量, 而公司具备全品类出版资质, 省新华书店作为省域全科教材及评议教辅唯一发行渠道, 锁定教育系统刚性需求;印刷集团是原新闻出版总署公布的首批 29 家国家印刷复制示范企业(且绿色印刷认证), 汇林印务是北京市人民政府认定的“出版物印刷服务首都核心功能重点保障企业”, 印刷示范地位凸显。同时, 公司也是人教社、人音社等主流教辅教材出版社的河南省独家代理商。

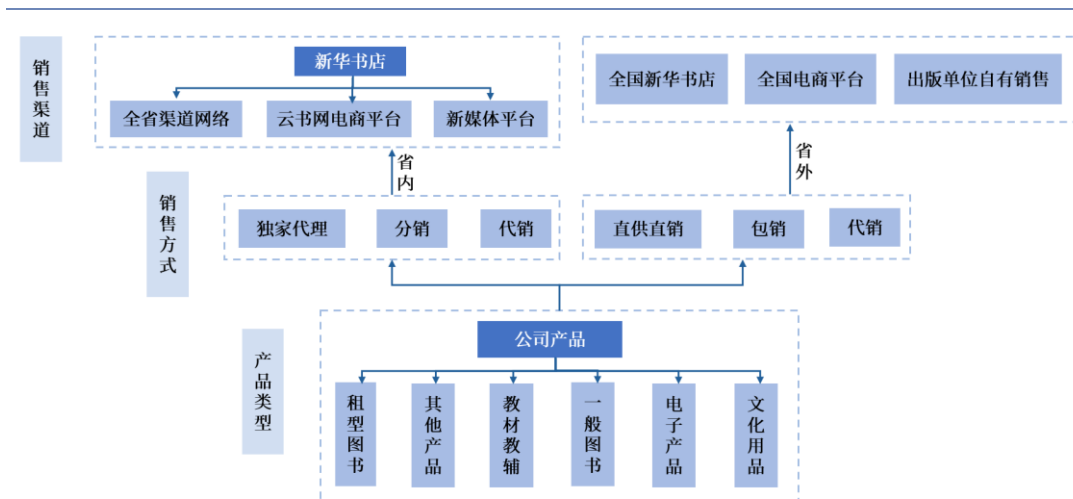
表4: 公司旗下单位的资质优势

单位	资质优势
省新华书店	省域全科教材及评议教辅唯一发行渠道
印刷集团	原新闻出版总署公布的首批 29 家国家印刷复制示范企业(且绿色印刷认证)
汇林印务	北京市人民政府认定的“出版物印刷服务首都核心功能重点保障企业”

资料来源: 公司年报、中国银河证券研究院

**全产业链协同与渠道网络铺设, 维护生产销售核心竞争力。**公司具备全品类出版资质, 兼具印刷、发行和印刷物资贸易等资质, 有效掌控了“内容生产、印刷、发行”全产业链, 降低外部依赖, 提升运营效率。此外, 从省内看, 公司所属省新华书店构建了覆盖全省的立体化渠道网络与服务体系, 线下以省、市、县、乡(镇)四级布局为基础, 建成 244 家书店, 线上全面升级云书网电商平台, 依托短视频直播引流、强化获客能力, 形成线下全场景渗透和线上数字化融合的双轮驱动格局。从省外来看, 公司通过全国新华书店、全国电商平台、出版单位自有销售等渠道将各类产品销向全国。

图22: 公司产品销售流程图



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) AI 技术开辟智能教育前景

**“AI+数据要素”赋能出版行业。**随着政府近年来出台的一系列政策文件, 旨在规范数据要素使用并推动人工智能(AI)技术的发展, 出版行业迎来了结合其丰富数据资源与AI技术的新机遇。这些政策为出版行业提供了法律基础和发展方向, 而且强调了数据安全、算法管理和版权保护, 为行业的转型升级奠定了坚实的基础。出版行业凭借其海量的历史和文化数据资源, 在大数据和AI时代占据了重要地位。AI技术, 尤其是大模型训练, 需要依赖大量高质量的数据, 出版行业具有天然优势。这种结合在个性化内容创作和用户体验提升方面展现出巨大潜力。

表5: 河南智慧教育平台功能介绍

板块	分板块	功能介绍
	教案助手	帮助课内容和具体要求帮助教师撰写教案、提供拓展信息的参考等
	豫教助手	帮助回答课程中学生理解不了的问题，并提供知识延伸
	课表查询助手	帮助教师对比新课标与旧课标中某知识板块的异同，从而帮助教师更好适应新课标
	智慧作业	提供智能题库和智能组题功能、帮助老师发布和批改作业
	听说在线	提供英语听说的线上题库，帮助老师发布和批改听说作业

资料来源: 河南智慧教育平台、中国银河证券研究院

“AI+教育”智慧服务，未来增量空间巨大。中原传媒以“科技+文化”引领产业升级，搭建了数字教育、数字化发行、数字阅读、数据库出版、数字印刷等基础平台，为数字化转型提供了平台支撑。同时积极拥抱 AI 技术，发展智慧教育，投资建设覆盖全省师生的河南省中小学智慧教育平台，在省教育厅的支持下，正在推动全省的规模化试点和落地工作，平台接入“豫教大模型”AI 技术，集成包括教案助手、豫教助手、课标查询助手在内的多个功能，此外还连接英语听说在线、智慧作业等应用，覆盖教学管理的方方面面。

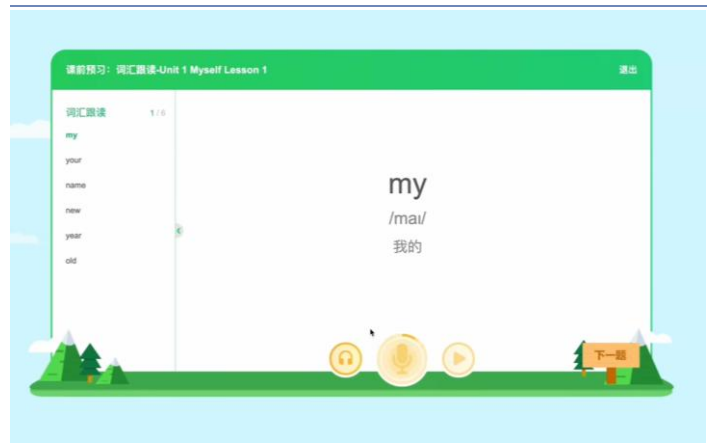
在智慧教育产品矩阵上，公司陆续推出包括大象 e 教、大象 e 学、大象 e 考、海燕 e 学、伴学 365、中小学数字图书馆等在内的数字教育产品系列，逐渐完成对教学全场景的覆盖。其中，“大象 e 教”面向教师端，集成智能备课、教学建议、学情诊断等功能，借助 AI 算法整合优质出版资源，缩短教师备课时间；“大象 e 学”与“大象 e 考”聚焦学生端，通过自适应题库与错因分析实现千人千面的学习路径；伴学 365 提供全场景课程体系，涵盖英语、注意力训练、珠心算等多学科，支持个性化学习方案。

图23: “豫教大模型”功能展示



资料来源: 河南智慧教育, 中国银河证券研究院

图24: “英语听说在线”功能展示



资料来源: 河南智慧教育, 中国银河证券研究院

“AI+IP”用科技激活传统文化。公司积极探索 AI 融合传统文化和文创的相关实践。公司创建在·阅空间，提供给读者阅读与交互的沉浸式空间，其中“华夏手造”AI 剪纸许愿机就是一个 AI 与文创结合的鲜活例子，这款许愿机从图书中的剪纸图案出发，在人工智能的加持下，形成“剪

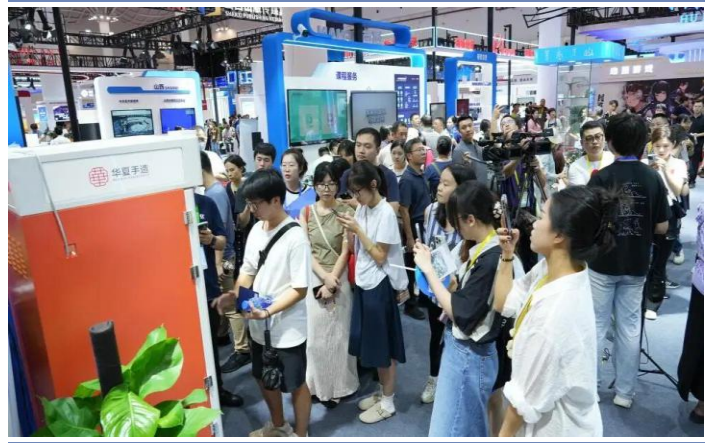
“智绘”图形服务平台，能够理解观众的“愿望”并根据其打造出独一无二的剪纸作品。文献数字化方面，公司目前正在探索建设基于 AIGC 智能生成的《诗经》名物图像智能平台、基于人工智能内容生成技术的宋代笔记史料资源管理和知识服务系统、仲景知识服务平台项目开发，侧重图像语料资源建设、专题模型建设。

图25：阅读与交互的理在·阅沉浸式空间



资料来源：中原出版传媒集团公众号，中国银河证券研究院

图26：“华夏手造”活动体验现场



资料来源：中原出版传媒集团公众号，中国银河证券研究院

## 四、盈利预测及估值

### (一) 主营业务拆分及盈利预测

**发行业务：**发行业务作为营收的支柱业务，主要包括一般图书与教材教辅。由前文估计，河南省 K12 学生人数在未来 3 年时间内下降幅度较为有限，同时市场化教辅、职教类教辅、大众图书等均有一定增长空间。结合公司 2025 年前三季度营收表现，预计发行业务 2025-2027 年的营业收入为 78.94、82.26、85.88 亿元，同比增速分别为-2.0%、4.2%和 4.4%。

**出版业务：**主要包含本版图书、租型教材以及党和国家重要理论的出版。该项业务近年保持较高增速，2024 年增速有所放缓，2025H1 基本同比持平。结合公司 2025 年前三季度营收表现，据此预计出版业务 2025-2027 年的营业收入分别为 32.23、33.27、34.40 亿元，同比增速分别为-1.4%、3.2%和 3.4%。

表6：公司主营业务收入拆分

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
发行业务	营业收入（百万元）	8000.92	8055.57	7894.45	8226.02	8587.97
	YoY	2.8%	0.7%	-2.0%	4.2%	4.4%
	毛利率	36.1%	35.1%	34.4%	34.6%	34.7%
出版业务	营业收入（百万元）	3162.69	3269.16	3223.39	3326.54	3439.64
	YoY	10.4%	3.4%	-1.4%	3.2%	3.4%
	毛利率	36.1%	35.1%	34.4%	34.6%	34.7%
其他业务 (印刷、销售等)	营业收入（百万元）	2699.75	2715.33	2756.83	2855.25	2977.72
	YoY	-4.6%	0.6%	1.5%	3.6%	4.3%
	毛利率	15.3%	14.9%	15.5%	16.1%	16.5%
内部抵消（百万元）		-4029.96	-4183.15	-4099.48	-4099.48	-4181.47

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

公司作为河南省地方国有出版企业，是唯一上市的河南省文化国有企业。旗下业务覆盖出版、发行、印刷等传统出版公司业务领域，同时积极开拓第二增长曲线，在 AI+教育、研学游学、文创产品等新兴领域均有布局。我们认为，公司主营业务持续保持稳健，新兴业务有望为公司带来一定的业绩增量。此外，公司在手现金充裕，且分红意愿高，具备较高的安全边际。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.23、13.87 和 14.80 亿元，同比增速分别为 28.4%、4.9%和 6.7%。

表7：公司 2025-2027 年主要财务指标预测

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9,833	9,857	9,775	10,226	10,740
收入增速	2.1%	0.2%	-0.8%	4.6%	5.0%
归母净利润（百万元）	1,389	1,030	1,323	1,387	1,480
利润增速	34.6%	-25.8%	28.4%	4.9%	6.7%
毛利率	38.4%	39.2%	40.2%	40.2%	40.2%
摊薄 EPS(元)	1.36	1.01	1.29	1.36	1.45
PE	8.89	11.99	9.34	8.90	8.35

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （二）绝对估值

基于 DDM 估值法，以 2025 年 12 月 18 日公司股本为基准，在股权资本成本（ $K_e$ ）为 6.19%、过渡期增长率为 2.00%、永续增长率为 1.00%的前提下，**公司合理每股股价为 16.84 元，在股权资本成本增长/减少 0.3pct、永续增长率增长/减少 0.2pct 时，合理每股股价区间为 15.58-18.36 元。**

表8: DDM 估值参数及说明（截至 2025 年 12 月 18 日）

估值参数	取值	说明
无风险利率 $R_f$	1.85%	参考中国 10 年期国债收益率
市场收益率 $R_m$	8.68%	参考 20 年深证成指的年化收益率
贝塔系数 $\beta$	0.65	以深证成指为基准计算（2022.12.18-2025.12.18）
股权资本成本 $K_e$	6.19%	$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$
过渡期增长率	2.00%	-
永续增长率	1.00%	-

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表9: DDM 估值敏感性分析

永续增长率	股权资本成本						
	5.29%	5.59%	5.89%	6.19%	6.49%	6.79%	7.09%
0.40%	18.54	17.48	16.54	15.70	14.93	14.25	13.62
0.60%	19.07	17.94	16.94	16.05	15.25	14.52	13.87
0.80%	19.66	18.45	17.38	16.43	15.58	14.82	14.13
1.00%	20.29	18.99	17.85	<b>16.84</b>	15.94	15.13	14.41
1.20%	20.99	19.59	18.36	17.28	16.33	15.47	14.71
1.40%	21.76	20.24	18.92	17.76	16.74	15.84	15.03
1.60%	22.62	20.96	19.53	18.28	17.19	16.23	15.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## （三）相对估值

采用 PE 估值法对公司进行相对估值，选取出版行业上市公司凤凰传媒、南方传媒、中南传媒、山东出版、中文传媒作为可比公司，上述 5 家公司 2025E 平均 PE 为 12.95。**据此给予公司 2025E 的 PE 为 12-14 倍，对应公司股价合理区间为 15.48-18.06 元。**

综合考虑公司相对估值与绝对估值的合理股价区间，我们认为公司的合理股价区间为 15.53-18.21 元，对应公司总市值为 158.90-186.32 亿元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表10: 可比公司 PE 估值表 (截至 2025 年 12 月 18 日)

股票代码	股票名称	收盘价	EPS				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
601928.SH	凤凰传媒*	10.04	0.63	0.85	0.88	0.90	15.99	11.74	11.46	11.16
601900.SH	南方传媒*	14.00	0.90	1.27	1.38	1.48	15.49	11.03	10.16	9.46
601098.SH	中南传媒*	11.06	0.76	0.88	0.91	0.94	14.50	12.58	12.15	11.76
601019.SH	山东出版*	8.87	0.61	0.76	0.82	0.89	14.57	11.74	10.82	9.98
600373.SH	中文传媒*	9.56	0.53	0.54	0.73	0.76	18.01	17.65	13.19	12.56
平均							15.71	12.95	11.55	10.98
000719.SZ	中原传媒	12.07	1.01	1.29	1.36	1.45	11.99	9.34	8.90	8.35

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (标\*公司采用 Wind 一致预期 (180 天) 数据)

## 五、风险提示

---

### 1. 实体书店销售码洋下降风险

随着数字媒体时代的到来，数字媒体重塑了阅读的场景与行为逻辑，原本偏向深度、专属的纸质阅读行为，被更具碎片化、开放性的数字阅读所分流，受众接触、选择与反馈内容的方式发生根本性改变，这些可能影响纸质书籍的销售，对公司的出版、发行业务产生一定的影响。

### 2. AI 技术的发展及应用不及预期的风险

AI 技术具有巨大的潜力，但其发展速度或实际应用效果可能无法满足市场和用户的期望。这种风险可能源于技术成熟度不足、算法精确度不够或市场接受度低等因素。如果相关 AI 技术不能为公司提供高质量、高效率、有竞争力的服务，可能会使公司在相关领域的布局进展不及预期。

### 3. 新兴业务发展不及预期的风险

公司积极探索第二增长曲线，发展研学、游学等多项新兴业务。然而，这些业务目前大多数处于初期阶段，未来的发展情况具有一定的不确定性，如果相关新兴业务增长未能达到预期，可能会对公司的业绩端产生一定影响。

## 图表目录

图 1: 公司发展历程图.....	4
图 2: 公司股权结构图.....	4
图 3: 2020-2024 国内图书码洋规模及教辅占比.....	8
图 4: 2020-2024 国内课本出版种类和新出版种类变化.....	8
图 5: 2020-2024 河南省出生率和 K12 阶段在读人数 (万人).....	9
图 6: 2025-2028 河南省 K12 阶段人数和入学率预测 (万人).....	9
图 7: 河南省 K12 阶段人数情况 (万人).....	10
图 8: 2019-2023 河南和全国一般公共预算教育经费 (亿).....	10
图 9: 2016→2021 河南省教材封面用纸定价上涨 (元/个).....	10
图 10: 公司旗下部分研学产品.....	12
图 11: 研学市场规模及预测.....	12
图 12: 工作室设计的书籍外观和旋转日历灯.....	12
图 13: “宋朝的一天” 文创礼盒.....	12
图 14: 2020-2025 公司营业收入 (2025 年截至前三季度).....	13
图 15: 2020-2025 公司归母净利润 (2025 年截至前三季度).....	13
图 16: 2020-2025 年公司费用率 (2025 年截至前三季度).....	13
图 17: 2018-2024 公司和行业现金情况对比 (亿元).....	14
图 18: 2018-2024 公司和行业分红情况对比 (亿元).....	14
图 19: 公司各项业务营业收入 (亿元).....	15
图 20: 公司各项业务营收占比.....	15
图 21: 2020-2024 年公司各项业务毛利率.....	15
图 22: 公司产品销售流程图.....	16
图 23: “豫教大模型” 功能展示.....	17
图 24: “英语听说在线” 功能展示.....	17
图 25: 阅读与交互的理在·阅沉浸式空间.....	18
图 26: “华夏手造” 活动体验现场.....	18
表 1: 公司董事会及高管团队部分成员简介.....	5
表 2: 公司主营业务介绍.....	7
表 3: 近年河南省促进 AI+ 出版、教育、文创的相关举措.....	11
表 4: 公司旗下单位的资质优势.....	16
表 5: 河南智慧教育平台功能介绍.....	17
表 6: 公司主营业务收入拆分.....	19

表 7: 公司 2025-2027 年主要财务指标预测 .....	19
表 8: DDM 估值参数及说明 (截至 2025 年 12 月 18 日) .....	20
表 9: DDM 估值敏感性分析 .....	20
表 10: 可比公司 PE 估值表 (截至 2025 年 12 月 18 日) .....	21

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,266	8,498	9,646	10,826
现金	5,225	5,310	6,447	7,493
应收账款	1,194	1,237	1,234	1,318
其它应收款	50	59	58	60
预付账款	137	200	189	188
存货	926	977	988	1,034
其他	735	715	731	733
非流动资产	9,913	10,105	10,189	10,168
长期投资	224	224	224	224
固定资产	1,988	3,133	3,750	3,987
无形资产	1,121	1,095	1,075	1,045
其他	6,580	5,653	5,141	4,913
资产总计	18,179	18,603	19,836	20,994
流动负债	6,140	5,648	6,083	6,391
短期借款	0	0	0	0
应付账款	3,814	3,438	3,693	3,912
其他	2,326	2,210	2,390	2,479
非流动负债	486	477	477	480
长期借款	0	0	0	0
其他	486	477	477	480
负债总计	6,626	6,125	6,560	6,871
少数股东权益	62	73	86	101
归属母公司股东权益	11,491	12,405	13,189	14,022
负债和股东权益	18,179	18,603	19,836	20,994

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,369	1,196	2,401	2,306
净利润	1,042	1,334	1,400	1,494
折旧摊销	303	304	396	458
财务费用	13	2	2	2
投资损失	4	-8	-3	-2
营运资金变动	-377	-596	378	154
其他	385	159	228	200
投资活动现金流	-1,484	-486	-475	-433
资本支出	-330	-493	-478	-435
长期投资	-1,259	0	0	0
其他	105	8	3	2
筹资活动现金流	-464	-625	-790	-826
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-464	-625	-790	-826
现金净增加额	-579	86	1,136	1,047

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	9,857	9,775	10,226	10,740
营业成本	5,993	5,845	6,117	6,419
税金及附加	84	71	78	84
销售费用	1,349	1,290	1,350	1,418
管理费用	1,100	1,075	1,135	1,198
研发费用	45	33	37	41
财务费用	-152	-80	-82	-106
资产减值损失	-82	-121	-111	-105
公允价值变动收益	4	0	0	0
投资收益及其他	-30	-31	-22	-24
营业利润	1,330	1,389	1,458	1,558
营业外收入	10	21	21	18
营业外支出	15	20	20	19
利润总额	1,325	1,390	1,459	1,557
所得税	283	56	58	62
净利润	1,042	1,334	1,400	1,494
少数股东损益	12	11	13	15
归属母公司净利润	1,030	1,323	1,387	1,480
EBITDA	1,476	1,614	1,773	1,909
EPS (元)	1.01	1.29	1.36	1.45

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	0.2%	-0.8%	4.6%	5.0%
营业利润增长率	10.0%	4.5%	4.9%	6.9%
归母净利润增长率	-25.8%	28.4%	4.9%	6.7%
毛利率	39.2%	40.2%	40.2%	40.2%
净利率	10.6%	13.7%	13.7%	13.9%
ROE	9.0%	10.7%	10.5%	10.6%
ROIC	7.9%	10.0%	9.9%	9.8%
资产负债率	36.4%	32.9%	33.1%	32.7%
净资产负债率	57.4%	49.1%	49.4%	48.6%
流动比率	1.35	1.50	1.59	1.69
速动比率	1.09	1.20	1.30	1.42
总资产周转率	0.55	0.53	0.53	0.53
应收账款周转率	8.51	8.04	8.28	8.42
应付账款周转率	1.63	1.61	1.72	1.69
每股收益	1.01	1.29	1.36	1.45
每股经营现金流	1.34	1.17	2.35	2.25
每股净资产	11.23	12.12	12.89	13.70
P/E	11.99	9.34	8.90	8.35
P/B	1.07	1.00	0.94	0.88
EV/EBITDA	4.88	4.41	3.38	2.59
PS	1.25	1.26	1.21	1.15

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

岳铮，传媒互联网行业分析师，约翰霍普金斯大学硕士，2020年加入银河证券研究院，从事传媒互联网行业研究工作。

祁天睿，传媒互联网行业分析师，毕业于清华大学（本科）、复旦大学（硕士），2023年加入银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：

上海地区：

北京地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn