

# 区域教育出版龙头，有望受益 AI+教育信息化

浙版传媒 (601921.SH)

## 核心观点

在以资产质量好、分红比例高、盈利能力稳定等特点著称的出版行业中，公司各经营指标均处行业前列。我们看好：

1) 浙江区位和经济优势具有长期吸引力，常住人口净增长预计未来仍将维持全国前三，保障公司教材教辅业务的基本盘；

2) 多线布局在线教育：一是在教育信息化方面积极顺应教育部指导意见，已形成青云在线和电子社的双平台布局；二是公司在图书电商领域的“博库”已处于头部位置，并在积极拓展直播电商渠道，且有望与自有知识付费平台“火把知识”形成电商和知识付费的用户增长和留存正循环。因此综合看，我们认为公司运营灵活，且对行业变化的敏感度强，有望率先受益 AI+教育信息化大势。

3) 公司分红比例高，2022 年分红率列行业第三，且货币资金充足，列行业第二。无论看 PE，还是看扣除货币资金后的 PE，公司估值均位于行业最低水平。

浙版传媒依托控股股东浙江出版联合集团的背景，布局出版、发行、印刷、在线教育等业务，处区域教育出版龙头地位；同时依托浙江 GDP 长期位于全国第四的经济优势，公司在营业收入、归母净利润、总资产、净资产、货币资金等经营指标上，均位于行业前五水平。

我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 124.91 亿元、132.29 亿元和 139.86 亿元，同比 6.0%、5.9% 和 5.7%，归母净利润 15.63 亿元、16.97 亿元和 18.21 亿元，同比 10.55%、8.60% 和 7.28%，5 月 26 日收盘价对应 PE 为 12.29/11.31/10.55x。首次覆盖给予买入评级。

## 重要财务指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,394.88	11,784.58	12,491.17	13,229.45	13,986.22
增长率(%)	16.18	3.42	6.00	5.91	5.72
净利润(百万元)	1,317.07	1,413.56	1,562.70	1,697.16	1,820.63
增长率(%)	14.66	7.33	10.55	8.60	7.28
EPS(元/股，摊薄)	0.59	0.64	0.70	0.76	0.82
P/E(倍)	14.58	13.58	12.29	11.31	10.55
P/B(倍)	1.54	1.46	1.33	1.21	1.10

资料来源: wind, 中信建投

## 首次评级

## 买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

SAC 编号:s1440519060002

SFC 编号:BQI330

发布日期: 2023 年 05 月 28 日

当前股价: 8.47 元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.84/-10.70	10.14/10.45	14.00/9.23

12 月最高/最低价 (元) 10.83/6.86

总股本 (万股) 222,222.22

流通 A 股 (万股) 42,222.20

总市值 (亿元) 188.22

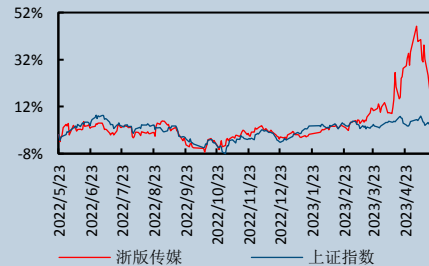
流通市值 (亿元) 35.76

近 3 月日均成交量 (万) 1989.65

主要股东

浙江出版联合集团有限公司 76.95%

## 股价表现



## 相关研究报告

## 目录

一、浙版传媒：浙江省属出版发行集团，主要经营指标列行业前五.....	1
二、主营业务：教材教辅贡献四成收入，其余主要来自一般图书.....	2
2.1 主营业务：涵盖出版、发行、印刷、在线教育等全产业链.....	2
2.2 业务结构：教材教辅贡献四成收入，其余主要来自一般图书.....	3
2.3 从季度业绩看，公司业绩随学期呈现周期性波动.....	6
2.4 教材教辅：区位和经济优势持续吸引全国人口流入，构筑业绩基本盘.....	7
2.5 一般图书：图书零售市场的码洋市占率和排名稳步提升.....	10
三、与同业对比，公司资产质量优，分红率高，渠道建设佳.....	11
3.1 货币资金：存量充沛，扣除货币资金后 PE 处行业最低水平.....	11
3.2 资产负债率：同业公司差距较小，公司处于合理水平.....	11
3.3 ROE：同业公司差异较小，公司处于中位水平.....	12
3.4 省外收入占比：电商渠道建设有效提升省外收入贡献.....	12
3.5 分红率：处于同类公司中较高水平.....	13
四、教育信息化：有望受益 AI+电商/在线教育/知识付费.....	14
4.1 自 2021 年上市后持续发力数字化服务能力.....	14
4.2 以“浙教云”平台为载体，实现双平台发展教育信息化业务.....	15
4.3 致力于建设电商和知识付费双向赋能.....	16
五、盈利预测.....	19
风险分析.....	22

## 一、浙版传媒：浙江省属出版发行集团，主要经营指标列行业前五

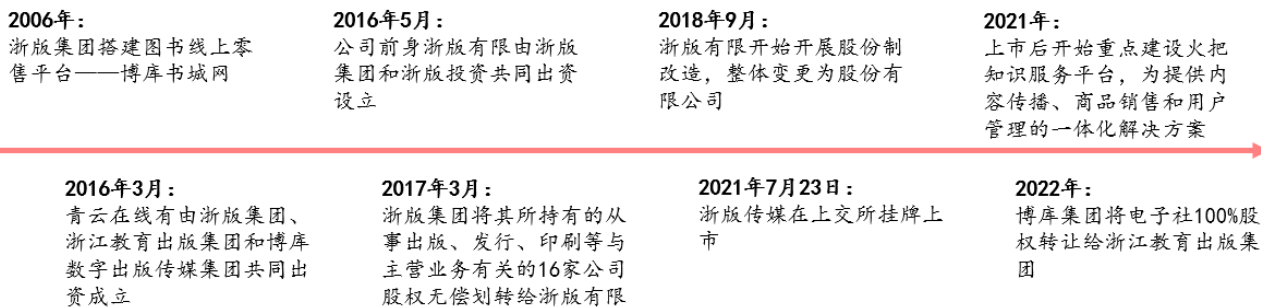
浙版传媒以图书、电子音像制品和期刊等出版物的出版和发行为主业，涵盖教材教辅、一般图书等种类，并积极布局数字出版、在线教育与培训、信息技术服务等新兴业务。依托控股股东浙江出版联合集团的背景，公司在省内具有教材教辅出版和发行的龙头地位；同时依托浙江 GDP 长期位于全国第四的经济优势，公司在主要经营指标上，均位于出版业前五的水平。具体排名如下：

**1、业绩指标：**2022 年，公司营业收入 117.85 亿元，位于出版行业第三；归母净利润 14.14 亿元，位于行业第四。

**2、资产情况指标：**截至 1Q23，公司总资产 224.69 亿元，位于行业第四；净资产 128.93 亿元，位于行业第五；货币资金 103.54 亿元，位于行业第二。

公司主营业务和资产主要来自浙版集团在 2017 年无偿资产转让。2017 年 3 月，控股股东浙版集团向公司前身无偿划转 16 家子公司股权，公司从而获得出版、发行、印刷等与主营业务相关资产，成为浙江省属的出版发行集团。具体的发展历程如下：

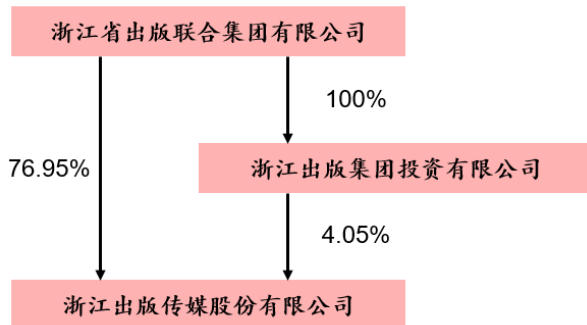
**图表1：浙版传媒发展历程**



资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

**控股股东为浙江出版联合集团有限公司。**截至 1Q23，控股股东直接和间接持有上市公司 81% 的股份。其他主要股东还包括新华网文投（2.34%）、浙商汇融（1.66%）等。

**管理层在浙江省宣传部相关和下属单位的任职经验丰富。**据 2022 年年报，公司现任董事长鲍洪俊曾任人民日报社浙江记者站站长、浙江省委宣传部副部长、浙江日报报业集团总编辑和党委副书记等职务，在浙江省与宣传相关的单位任职超过 20 年。此外，何成梁董事、张建江董事和总经理等多位管理人员，均有浙江日报、浙版集团旗下出版社、浙江省新华书店集团等省内宣传单位的数十年任职经历。

**图表2：浙版传媒股权结构**


资料来源：公司公告，中信建投

**图表3：浙版传媒管理层情况**

姓名	职位	曾任职单位
鲍洪俊	董事长	人民日报社浙江记者站、浙江省委宣传部、浙江日报报业集团
何成梁	董事	浙江人民出版社、浙江文艺出版社、浙江教育出版社
蒋传洋	董事、副总经理	浙江省新闻出版局、浙江省期刊总社、博库、浙江省新华书店集团
张建江	董事、总经理	浙江人民出版社
叶国斌	副总经理	浙江人民出版社
李伟毅	副总经理、董事会秘书	浙江省新闻出版局

资料来源：公司公告，中信建投

## 二、主营业务：教材教辅贡献四成收入，其余主要来自一般图书

### 2.1 主营业务：涵盖出版、发行、印刷、在线教育等全产业链

浙版传媒的子公司涵盖出版行业全产业链，主要包括出版、发行、印刷、数字教育等。具体情况如下：

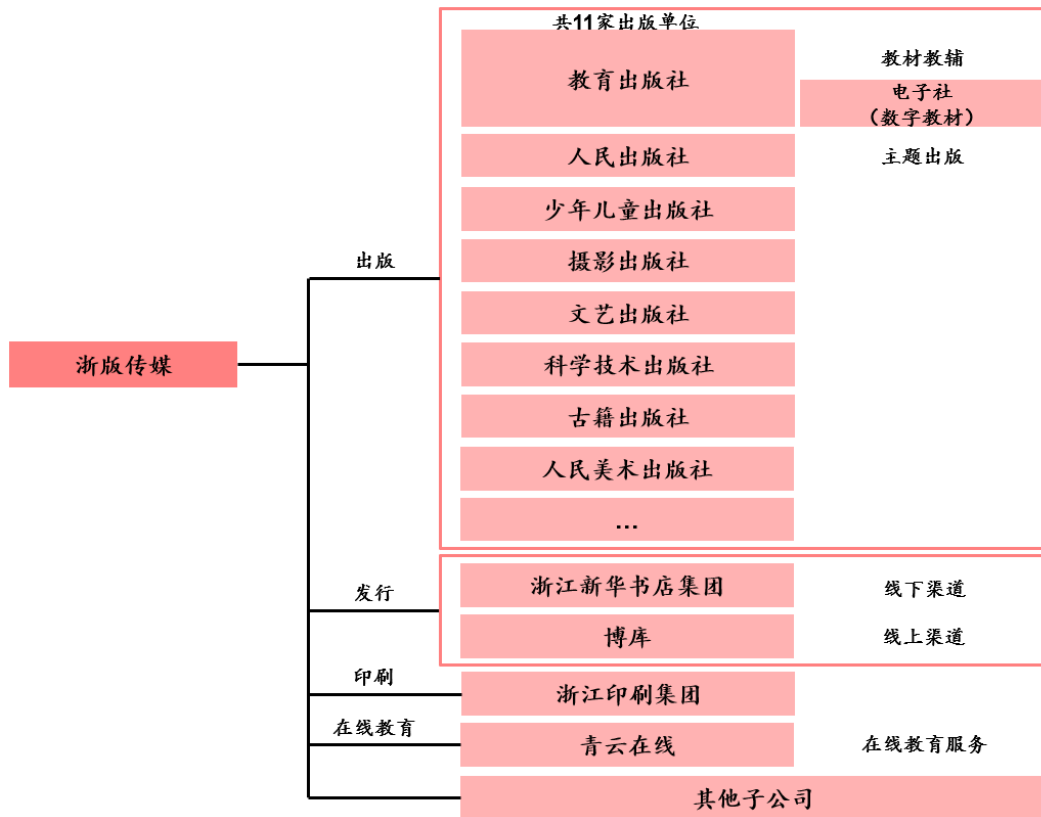
**1、出版：**公司旗下共有 11 家出版单位，包括浙江教育出版社（教材教辅出版）、浙江人民出版社（主题出版）等。在专业产品线方面，公司产品内容涵盖少儿、社科、文学、艺术、文教、生活六大类别。

**2、发行：拥有新华书店和博库两个发行渠道。**1) **浙江省新华书店集团：**具有覆盖全省（除宁波外）的直属新华书店基层店和众多连锁经营书店组成的图书发行网络。2) **博库集团：**有自主互联网平台博库网、博库 APP、自有实体书城和线上连锁书店组成的线上、线下相融合的图书发行网络。

**3、印刷：**主体为浙江印刷集团。印刷业务主要客户为国内外出版社、报刊社等，在服务好系统内出版社的基础上，通过开拓社会市场等方式承接各类图书印刷业务，与需求方签订相应加工合同后，进行加工生产。

**4、数字教育：**主要以电子社、青云在线为主体。其中青云在线为浙版传媒的全资子公司，主要业务为在线教育服务平台；电子社已于 2022 年完成股权转让工作，目前为浙江教育出版社旗下子公司，公司间接持有其 100% 股权，主要业务为教材教辅的数字出版。

图表4：浙版传媒子公司情况



资料来源：公司公告，中信建投

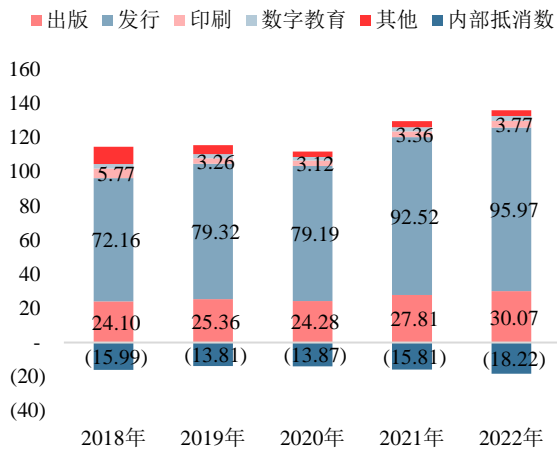
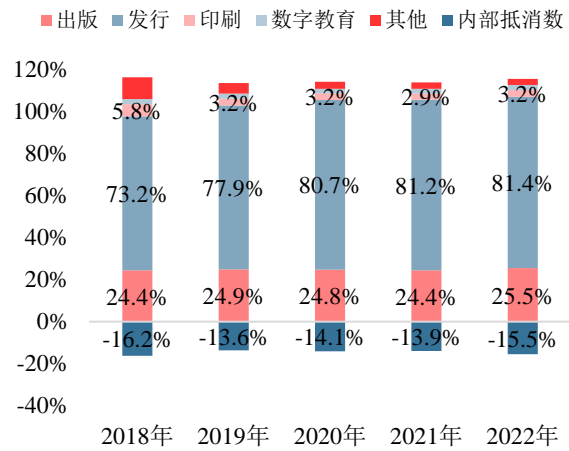
## 2.2 业务结构：教材教辅贡献四成收入，其余主要来自一般图书

据年报，公司 2022 年实现收入 117.85 亿元，同比增长 3.42%，略高于 2022 年浙江省 GDP 增速（为 3.1%）。2022 年，公司实现归母净利润 14.14 亿元，同比增长 7.33%，归母净利率为 12.0%，较去年同期+0.4pct；扣非归母净利润为 12.36 亿元，同比增长 8.66 亿元，扣非归母净利率为 10.5%，较去年同期+0.5pct。

### 1、从收入结构看，教材教辅、一般图书四六分公司总收入。

**按业务分：**1) **出版业务：**2022 年实现收入 30.07 亿元，占总收入的 25.5%，较去年同期+1.1pct，其中以一般图书、教材教辅的出版为主，分别占总收入的 15.1%和 8.5%。2) **发行业务：**2022 年实现收入 95.97 亿元，占总收入的比例最高，为 81.4%，较去年同期+0.2pct，同样以一般图书、教材教辅的发行为主，分别占总收入的 44.0%和 31.6%。

**按内容分：**1) **教材教辅：**2022 年，教材教辅出版、发行业务合计实现收入 47.34 亿元，占比 40.2%，较去年同期+1.0pct；一般图书的出版、发行业务合计实现收入 69.69 亿元，占 59.1%，较去年同期+3.7pct。

**图表5：浙版传媒各业务收入（亿元）**

**图表6：浙版传媒各业务收入结构**


资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

## 2、看毛利情况，教材教辅出版、发行的毛利率更高。

1) **出版业务**：2022年，公司出版业务实现毛利润9.11亿元，毛利率为30.3%，较去年同期-2.5pct，其中教材教辅出版的毛利润为3.95亿元，毛利率为39.2%，较去年同期-1.7pct，一般图书出版的毛利润为4.50亿元，毛利率为25.3%，较去年同期-4.2pct。出版业务的成本主要包括纸张费（占出版业务收入的23.16%，下同）、印刷加工等费用（19.72%）、稿费版权及校订费（7.65%）等。

2) **发行业务**：2022年，发行业务毛利润为19.51亿元，毛利率为20.3%，较去年同期+0.6pct，其中教材教辅发行的毛利润为10.86亿元，毛利率为29.2%，较去年同期+0.2%，一般图书发行的毛利润为7.80亿元，毛利率为15.0%，较去年同期+1.3pct。发行业务的成本主要为商品销售成本（占发行业务收入的80.28%）等。

**图表7：浙版传媒各业务业绩情况（亿元）**

	营业收入（亿元）		收入占比		毛利率	
	2021年	2022年	2021年	2022年	2021年	2022年
总收入	113.95	117.85			26.7%	26.1%
出版	27.81	30.07	24.4%	25.5%	32.8%	30.3%
教材教辅	9.98	10.08	8.8%	8.5%	40.9%	39.2%
一般图书	15.56	17.79	13.7%	15.1%	29.6%	25.3%
电子音像	1.14	1.10	1.0%	0.9%	15.9%	12.8%
期刊	0.22	0.25	0.2%	0.2%	43.5%	42.7%
其他	0.91	0.85	0.8%	0.7%	22.1%	36.2%
发行	92.52	95.97	81.2%	81.4%	19.7%	20.3%
教材教辅	34.64	37.26	30.4%	31.6%	28.9%	29.2%
一般图书	47.57	51.91	41.7%	44.0%	13.7%	15.0%
非图商品	8.73	4.85	7.7%	4.1%	9.1%	12.9%
其他	1.57	1.94	1.4%	1.6%	30.1%	27.9%

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

印刷	3.36	3.77	2.9%	3.2%	10.9%	12.9%
其他	3.53	3.35	3.1%	2.8%	60.7%	53.5%
内部抵消数	-15.81	-18.22	-13.9%	-15.5%		

资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

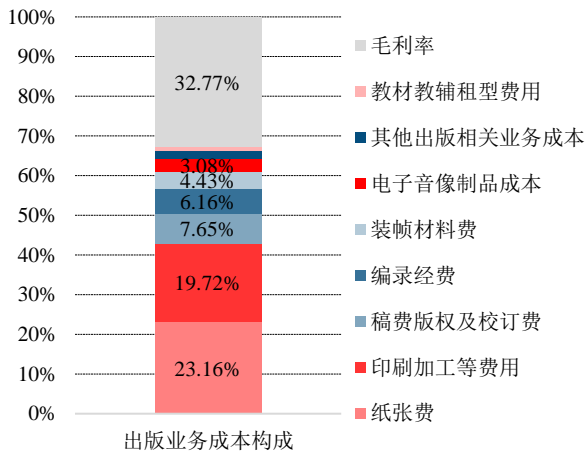
### 3、看各业务成本，符合同行业情况。

出版业务的采购成本主要包括内容和纸张。其中出版业务用纸分为教材教辅用纸和一般图书用纸，主要由公司统一对外公开招标后分别供应给下属各出版单位使用。2022 年，公司出版业务的纸张费在该业务收入中的占比最高，达 23.16%，其次为印刷加工等费用、稿费版权及校订费，分别为 19.72% 和 7.65%。

发行业务主要由新华书店集团和博库集团经营。新华书店集团有覆盖全省（除宁波外）的直属新华书店基层店和连锁经营书店；博库集团有自主互联网平台博库网、博库 APP、自有实体书城和多家线上连锁书店。发行业务的成本主要由商品销售成本构成，2022 年占该业务收入的 80.28%。

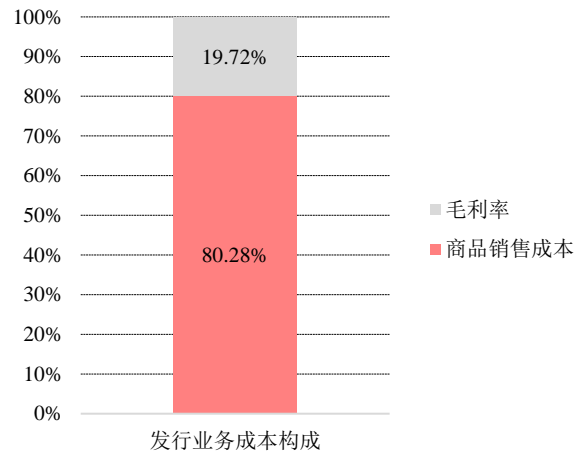
印刷业务主要客户为国内外出版社、报刊社等，在服务好系统内出版社的基础上，开拓社会市场。成本方面，直接材料包括油墨、胶水、预涂膜等原辅材料，2022 年占该业务的 41.14%。订单用纸主要由客户提供，少部分订单用纸由公司自行采购。

图表8：浙版传媒出版业务成本构成



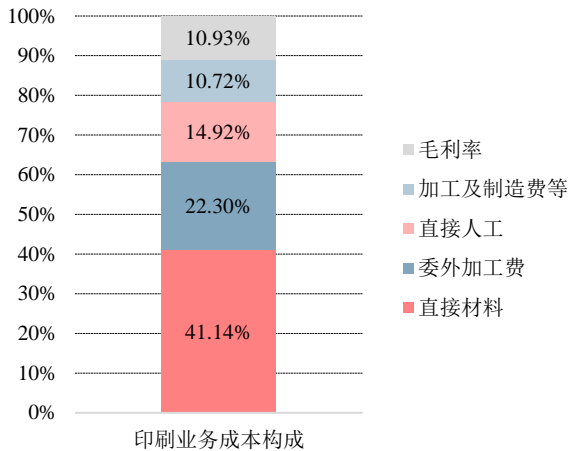
资料来源：公司公告，中信建投

图表9：浙版传媒发行业务成本构成



资料来源：公司公告，中信建投

图表10：浙版传媒印刷业务成本构成



资料来源：公司公告，中信建投

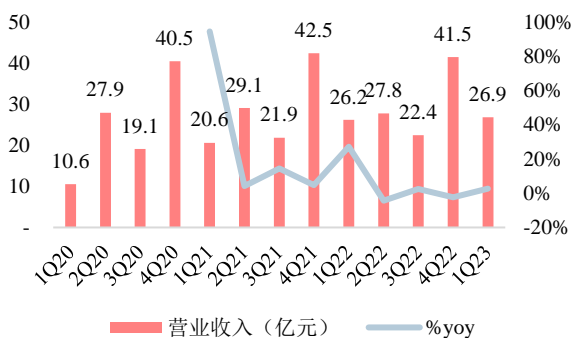
## 2.3 从季度业绩看，公司业绩随学期呈现周期性波动

受毛利更高的教材教相关业务收入集中确认影响，公司二、四季度的收入和利润率更高。公司 1Q23 实现收入 26.86 亿元，同比增长 2.7%，季度间的周期性波动与学校学期相关，二、四季度收入更高，主要系教材教辅收入集中确认。公司 1Q23 的毛利率为 24.7%，较去年同期+0.8pct，保持稳定，季度间的周期性波动同样与教材教辅有关，更高的毛利率加收入集中确认导致二、四季度毛利率更高。

公司各季度期间费用控制稳定。1Q23 期间费用率 17.4%，较去年同期+0.2pct，期间费用率和各费用率控制较好；销售费用率 10.7%，较去年同期-0.1pct；管理费用率 9.1%，较去年同期+0.2pct；研发费用率 0.1%，较去年同期持平；财务费用率-2.6%，较去年同期持平。

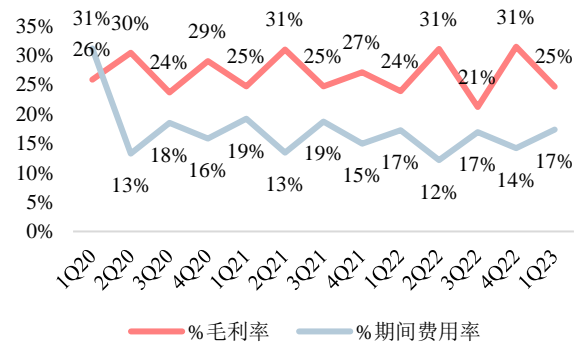
净利润同样反映学期带来的季度波动。公司 1Q23 实现归母净利润 1.46 亿元，同比增长 17.0%，归母净利率为 5.4%，较去年同期+0.7pct；扣非归母净利润为 1.23 亿元，同比增长 8.3%，扣非归母净利率为 4.6%，较去年同期+0.2pct。

图表11：浙版传媒各季度营业收入和同比增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

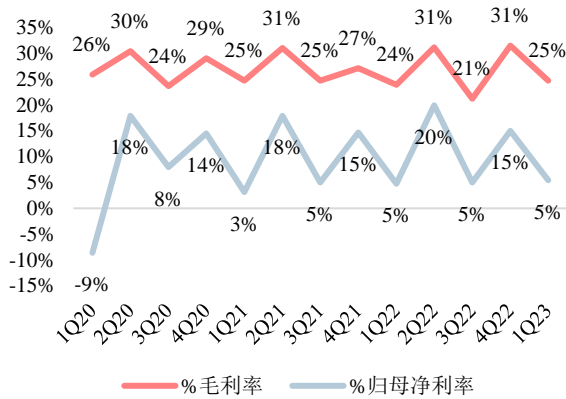
图表12：浙版传媒各季度毛利率和期间费用率



资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

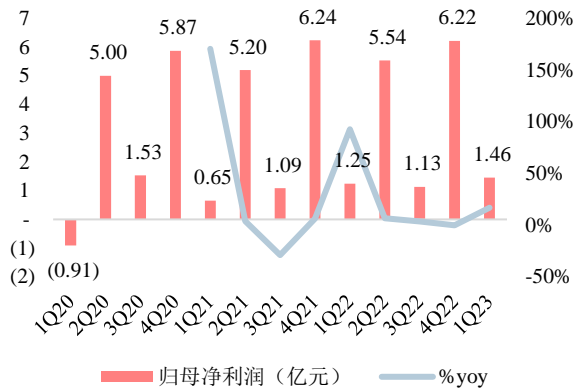


图表13：浙版传媒各季度毛利率和归母净利率



资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

图表14：浙版传媒各季度归母净利润和同比增速（亿元）

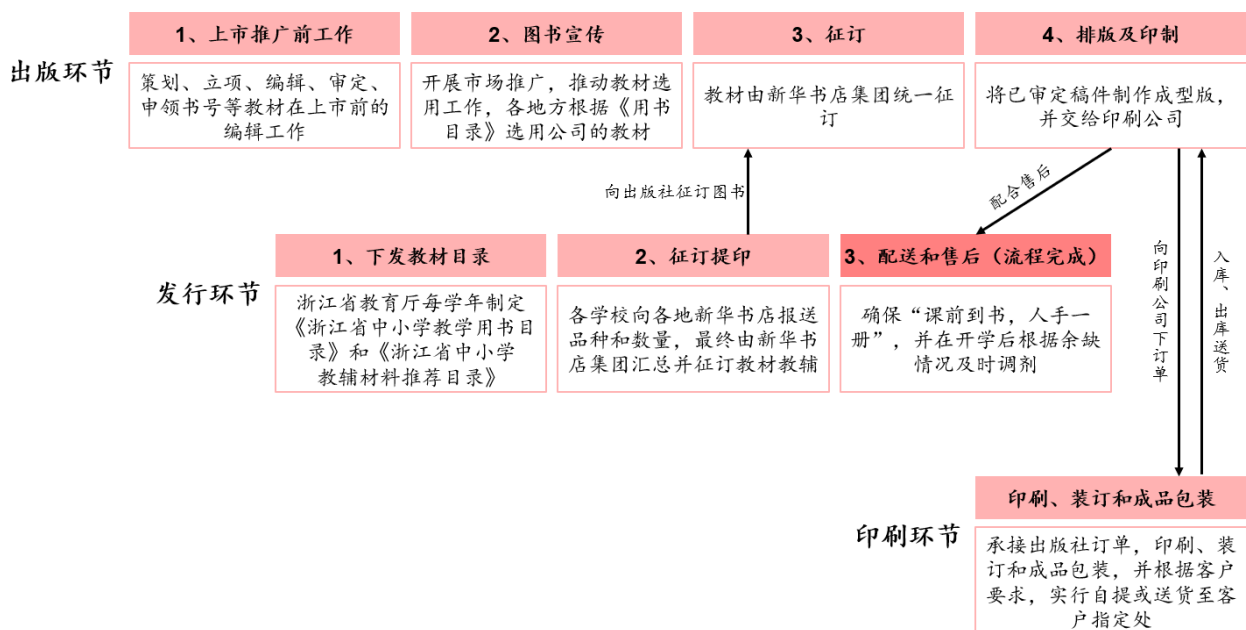


资料来源：公司招股说明书和公告，wind，中信建投

## 2.4 教材教辅：区位和经济优势持续吸引全国人口流入，构筑业绩基本盘

教材教辅的出版发行遵循行业惯例，公司掌握除宁波市外全省的教材教辅市场。据招股书，浙江省教育厅每学年制定《浙江省中小学教学用书目录》和《浙江省中小学教辅材料推荐目录》。省内各地学校根据各年级教学安排和学生人数填写预订品种和数量，并报送当地新华书店，再由浙江新华书店集团汇总，并向浙江教育出版社征订教材教辅。浙江教育出版社根据订单，安排教材教辅的排版和印制，最后配合浙江新华书店集团完成配送和售后，确保“课前到书，人手一册”。

图表15：教材教辅出版、发行和印刷流程

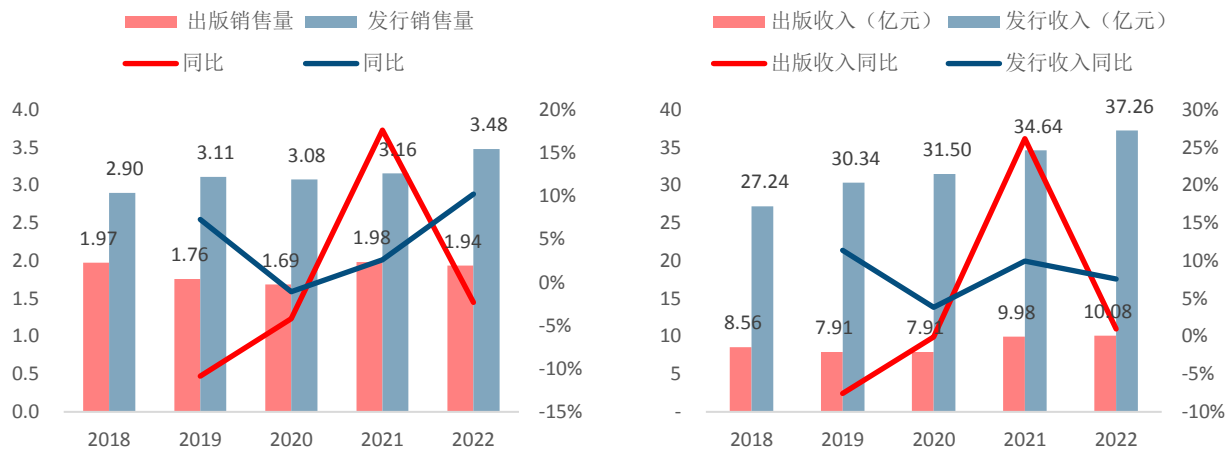


资料来源：公司招股说明书，中信建投

子公司浙江省新华书店集团拥有省内独家开展中小学教科书发行活动资质。据国家新闻出版广电总局《出版物市场管理规定》（2016年），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。在浙江省教育厅履行单一来源采购流程后，子公司浙江省新华书店集团独家负责浙江省内教材的征订及发行，公司向全省（除宁波外）各地财政局或教育局结算。

公司进入《目录》的种类和数量丰富。据2022年年报，集团共有35种249册教材入选《浙江省2022学年中小学教学用书目录》，251种1,119册教辅入选《浙江省2022学年中小学教辅材料推荐目录》。2013年起，浙江省中小学教辅材料评议委员会对进入省内中小学校的教辅材料进行评议，评议后推荐的教辅材料列入《浙江省中小学教辅材料推荐目录》，严格按高中各年级“一科一辅”，小学3-6年级、初中一种综合性寒暑假作业和普通高中各年级分学科寒暑假作业，初中和普通高中毕业年级一套考试辅导类教辅材料的要求向学生推荐使用。

**图表16： 出版和发行教材教辅销售量和同比增速（亿册）**    **图表17： 出版和发行教材教辅收入和同比增速（亿元）**



资料来源：公司招股说明书和公告，中信建投

资料来源：公司招股说明书和公告，中信建投

我们认为尽管浙江省人口总数和出生率不占优势，但每年常住人口净流入列入全国前二，构筑公司教材教辅业务的基本盘。据国家统计局，2022年，浙江省人口为6,577万人，位列全国第八，出生人口41.2万人，出生人口率为6.28%，位列全国第十六。尽管浙江省人口和人口出生率不占优势，但是浙江省的经济优势，配合杭州等城市的人才吸引政策不断出台，近十年常住人口净增长均位列全国前三，2022年成为全国第一。

1、从经济看，2022年浙江省GDP为7.77万亿元，同比增长3.1%，位列全国第四，人均GDP为11.82万元，除直辖市和港澳台地区，列江苏之后，全国第二。

2、从人才吸引政策看，杭州不断推出落户政策，最新一次落户政策调整于5月8日正式实施。杭州根据进一步深化户籍制度改革实施意见，提出进一步放宽落户政策，明确优化普通高校高校毕业生在市区办理落户的程序和条件。

综合看，区位优势、经济实力和人才吸引政策，使浙江不断吸引全国人口流入。近十年，浙江省常住人口净流入均列全国前三，常年第二，更是在 2022 年常住人口净增长了 37 万人，成为全国常住人口净流入最多的省份。因此我们认为，尽管浙江省人口和出生率不占优势，但对省外人口的强吸引力有望持续保障每年的中小学入学人数，从而保障浙版传媒教材教辅业务基本盘。

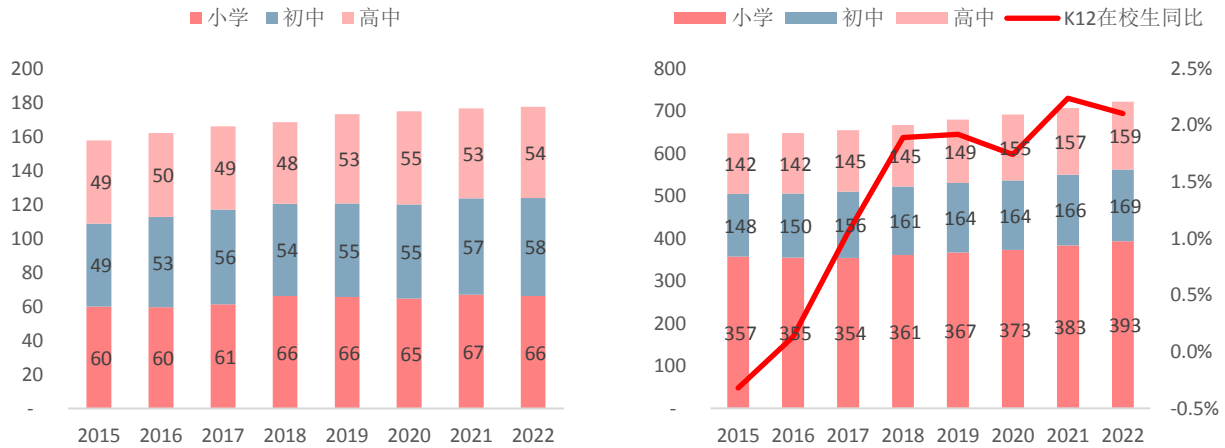
图表18： 2010-2022 年全国常住人口净增长排名前五的省份

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
第 1	广东	广东	广东	广东	广东	广东	广东	广东	广东	广东	广东	湖北	浙江
第 2	北京	江苏	浙江	浙江	浙江	浙江	山东	浙江	浙江	浙江	浙江	浙江	湖北
第 3	浙江	浙江	江苏	江苏	江苏	新疆	浙江	山东	山东	新疆	山东	广东	安徽
第 4	湖南	福建	河南	上海	河南	山东	河南	新疆	新疆	河南	河南	江苏	江西
第 5	河北	山东	贵州	北京	山东	四川	江苏	河南	广西	广西	广西	福建	江苏

资料来源：国家统计局，wind，中信建投

从浙江 K12 招生人数和在校人数看，保持增长趋势。1) 招生人数：2022 年，浙江省小学、初中和高中段教育（包括普通高中和中等职业教育）合计招生 177.47 万人，较去年增加 0.93 万人，其中小学阶段减少 0.79 万人，初中增加 0.92 万人，高中增加 0.80 万人。2) 在校学生人数：2022 年，浙江省小学、初中和高中段教育合计在校生人数为 721.88 万人，较去年增加 14.86 万人，同比增长 2.1%，保持增长趋势。

图表19： 浙江省小学、初中和高中各年招生人数（万人） 图表20： 浙江省小学、初中和高中各年在校生人数（万人）



资料来源：浙江省教育厅官网，中信建投

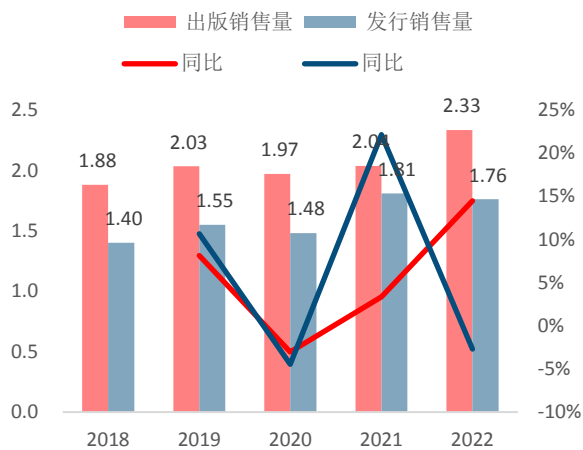
\*高中包括普通高中、中等职业教育（包括职业高中、普通中等专业学校、成人中等专业学校和技工学校）

## 2.5 一般图书：图书零售市场的码洋市占率和排名稳步提升

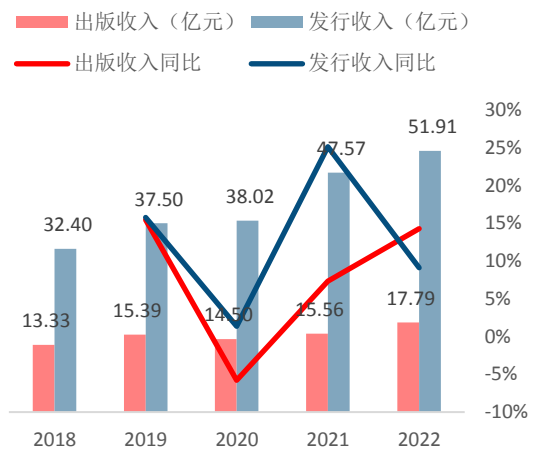
公司坚持精品导向，围绕主题出版、重点出版和专业出版，三线打造优质图书。1) 主题出版：围绕“八八战略”、“四史”、共同富裕等主题的出版项目。2) 重点出版：目标是打造具有全国影响的浙江文化传世之作，公司已围绕宋韵文化推出一系列图书，同时也有《浙江文史记忆》《浙江儒学通史》《中国美容内科学》《中国大科学工程史》等作品。3) 专业出版：涵盖少儿、社科、文学、艺术、文教、生活六大类别。截至 2021 年末，莫言作品系列《丰乳肥臀》《蛙》等产品累计销售超 220 万册；2022 年，莫言作品《生死疲劳》销售 55.87 万册。

公司近年在图书零售市场的码洋市占率和排名稳步提升。据开卷监测数据，2021 年，公司在图书零售市场的销售实洋市场占有率为 2.11%，上升 1 位至全国第 9 位，其中教育社、少儿社和文艺社等 3 家出版社销售码洋占有率进入全国百强，分别为第 29 位、49 位、84 位。同据开卷监测数据，2022 年，公司在整体图书零售市场的销售实洋占有率为 3.07%，列全国第 5 位，其中人民社、教育集团、文艺社、少儿社 4 家出版社在零售市场销售实洋占有率进入全国百强，分列第 17 位、23 位、51 位、59 位。

图表21： 出版和发行一般图书销售量和同比增速（亿册） 图表22： 出版和发行一般图书收入和同比增速（亿元）



资料来源：公司公告，中信建投



资料来源：公司公告，中信建投

### 三、与同业对比，公司资产质量优，分红率高，渠道建设佳

#### 3.1 货币资金：存量充沛，扣除货币资金后 PE 处行业最低水平

公司货币资金充沛，2023 年扣除货币资金后 PE 仅 5.4x。据公告，截至 1Q23，浙版传媒货币资金 103.54 亿元，存量充沛，在地方国有教育出版公司中列第二位，仅次于中文传媒的 138.55 亿元。截至 2023 年 5 月 22 日收盘，浙版传媒的市值为 188.22 亿元，wind 一致预期 PE 为 12.0x，扣除货币资金后的 PE 为 5.4x，处于全行业最低水平。

图表23： 地方国有教育出版公司货币资金和估值情况（更新时间 2023 年 5 月 24 日）

	货币资金 (亿元)	2023 年 PE*		归母净利润同比增速	
		PE	扣除货币资金后 PE	1Q23	2023 年*
中原传媒	45.88	9.8	5.9	5%	13%
中文传媒	138.55	9.6	3.2	11%	11%
龙版传媒	17.01	10.2	7.0	2%	-
山东出版	74.32	11.4	7.3	-1%	7%
<b>浙版传媒</b>	<b>103.54</b>	<b>12.0</b>	<b>5.4</b>	<b>17%</b>	<b>11%</b>
新华文轩	80.22	13.4	8.0	18%	7%
中南传媒	94.67	13.6	7.7	29%	16%
凤凰传媒	22.54	14.0	13.0	2%	9%
长江传媒	17.08	14.3	12.1	31%	-
南方传媒	34.26	14.6	11.6	37%	23%
时代出版	19.85	15.0	9.8	7%	-
城市传媒	10.64	15.3	12.5	10%	13%
内蒙新华	12.28	15.9	11.7	26%	-
皖新传媒	101.42	22.3	9.2	12%	9%
读者传媒	7.31	41.8	34.1	15%	-
出版传媒	9.10	45.3	34.3	49%	-
新华传媒	9.62	531.2	431.6	343%	-

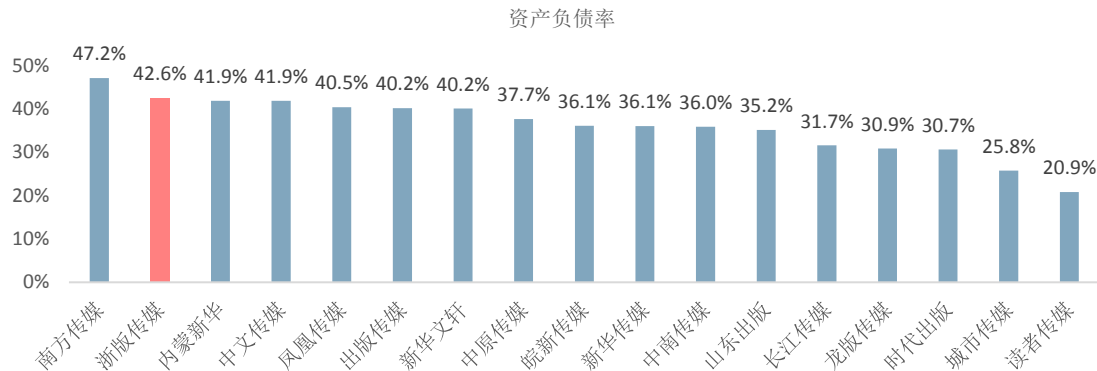
资料来源：wind，中信建投

\*2023 年归母净利润同比增速预测为 wind 一致预期。无一致预期的公司，PE 按 2023 年归母净利润同比增长 10% 计算。

#### 3.2 资产负债率：同行业公司差距较小，公司处于合理水平

浙版传媒的资产负债率处于合理水平。截至 1Q23，浙版传媒的资产负债率为 42.6%，从数值看，处于行业较高水平，仅次于南方传媒的 47.2%，但我们认为浙版传媒的资产负债率仍处合理范围。1) 货币资金充沛。截至 1Q23 末，公司货币资金为 103.54 亿元，处行业头部水平；2) 资产负债率与公司规模和业务拓展有关。浙版传媒近年来持续布局知识付费和电商的仓储基础设施建设，新兴业务有望为公司带来增量 EPS。3) 同业多数公司的资产负债率处于 40% 左右，行业差距较小，浙版传媒的资产负债率处于合理水平。

图表24：截至 1Q23 地方国有教育出版公司资产负债率对比（截至 2023 年一季度末）

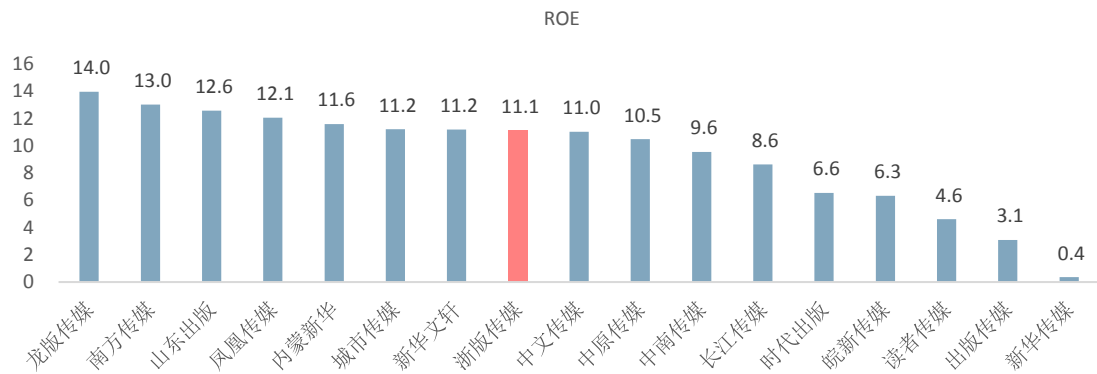


资料来源: wind, 中信建投

### 3.3 ROE：同业公司差异较小，公司处于中位水平

浙版传媒 ROE 处于行业平均水平。2022 年，公司 ROE（摊薄）为 11.1 元，行业 ROE（摊薄）的中位数为 11.0 元，平均数为 9.3 元，公司整体处于行业中位水平。地方教育出版行业具有经营稳健的特点，浙版传媒 2018-2022 年归母净利润 CAGR 为 7.8%，略高于行业中位水平。

图表25：2022 年地方国有教育出版公司 ROE 对比

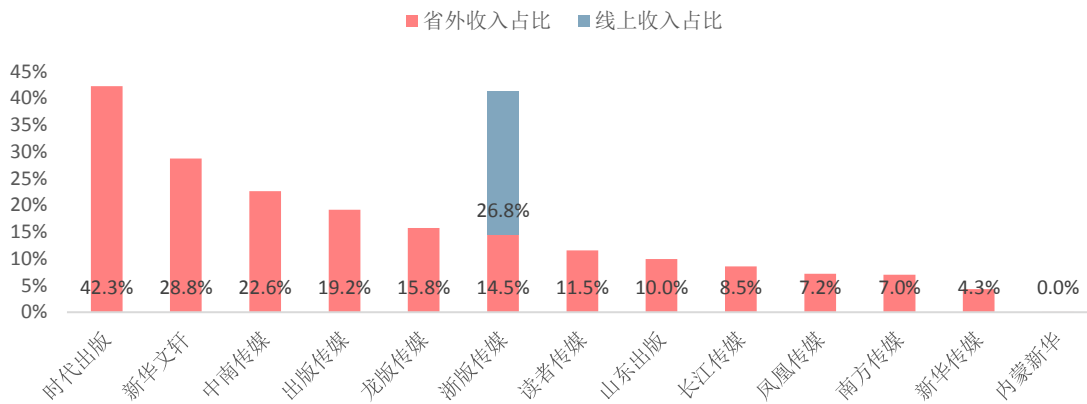


资料来源: wind, 中信建投

### 3.4 省外收入占比：电商渠道建设有效提升省外收入贡献

公司多年的线上图书销售渠道建设助力公司实现收入来源地的多样化。由于多数地方国有教育出版公司专注于为省内学校提供教材教辅的业务特点，以及主要通过省内线下的新华书店网络布局图书零售渠道，因此多数公司的收入来源按地区划分，主要来自于省内。从 2022 年年报中披露省内收入规模的教育出版公司看，浙版传媒的省外收入占总收入的比例列行业第六，如考虑到公司通过图书电商品牌“博库”，公司省外收入+线上渠道收入合计占总收入的 41.3%，处于行业最高水平。（时代出版通过省外子公司运营线下书店“华文书局”，以及经营文化产品和印刷资源的贸易业务，因此省外收入占比较高。）

图表26： 2022 年地方国有教育出版公司省外收入对比

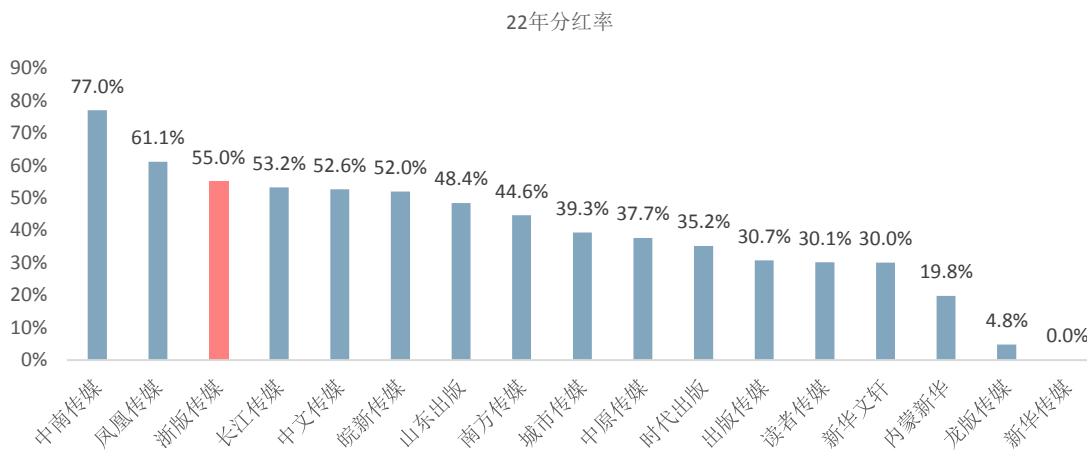


资料来源: wind, 中信建投

### 3.5 分红率：处于同类公司中较高水平

2022 年公司分红率处于同业较高水平。2022 年，浙版传媒的分红率为 55.0%，列同业第三，仅次于中南传媒的 77.0% 和 61.1%。出版公司具有高分红的特点，而在所有地方教育出版公司中，浙版传媒的分红率处于行业头部水平。

图表27： 2022 年地方国有教育出版公司分红率对比



资料来源: wind, 中信建投

## 四、教育信息化：有望受益 AI+电商/在线教育/知识付费

### 4.1 自 2021 年上市后持续发力数字化服务能力

据招股说明书，我们认为公司在 2021 年上市后的发展目标可分为 3 个方向：1) 出版端走精品化；2) 发行端走线上化；3) 教育服务端走数字化。据招股书，2021 年 7 月公司上市时共计划向募投项目投资 22.05 亿元，主要项目如下：

**1、出版端走精品化：**计划向浙江教育出版社、少年儿童出版社、人民出版社、文艺出版社的重点图书出版工程项目，以及浙版传媒的优质内容资源储备项目投资等投资 5.60 亿元，占总募集资金的 25.40%。

**2、发行端走线上化：**主要为浙江新华书店的零售门店系统服务能力提升及智慧书城服务平台建设项目，此外加上相关的仓储物流体系升级优化项目，用于这些项目的融资额为 5.05 亿元，占总募集资金的 22.90%。

**3、教育服务端走数字化：**主要为博库网络旗下的火把知识服务平台建设项目、“青云 e 学”在线教育服务平台建设项目和“青云端”移动学习助手项目，共投资 5.90 亿元，占总募集资金的 26.76%。

其中在“基础配套”下的“信息化系统升级建设项目”中，公司重点提到“智能出版生产系统”。据招股说明书，智能出版生产系统主要包括版权保护、智能化编校排、图书出版、印刷服务、版权管理与媒体运营等功能于一体的出版全产业链信息化系统及对应的人工智能生产工具。公司希望借助这一智能生产系统，让数字成为生产力，实现数字驱动发展战略的需要。

结合今年以来 AIGC 和大模型快速迭代，一方面公司有望借助 AI 优化出版流程，实现降本增效，另一方面也有望将 AI 与教育信息化平台或 C 端 APP 结合，为公司带来潜在增量 EPS，从而提升估值弹性。

图表28： 公司上市募集资金用途说明（万元）

类别	项目名称	项目总投资额	募集资金拟投入额
精品出版	浙江教育出版社集团有限公司重点图书出版工程项目	7,311.50	7,311.50
	浙江少年儿童出版社有限公司重点图书出版工程项目	7,471.42	7,471.42
	浙江人民出版社有限公司重点图书出版工程项目	7,555.50	7,555.50
	浙江文艺出版社有限公司重点图书出版工程项目	8,658.05	8,658.05
	浙江出版传媒股份有限公司优质内容资源储备项目	25,000.00	25,000.00
发行	浙江省新华书店集团有限公司零售门店系统服务能力提升及智慧书城服务平台建设项目	59,955.72	44,873.41
产线技改	新增年产 100 万色令教材、图书印装生产线技术改造项目	17,586.79	17,586.79
数字融合	博库网络有限公司火把知识服务平台建设项目	27,526.05	27,526.05
	“青云 e 学”在线教育服务平台建设项目	11,038.40	11,038.40
	浙江教育出版社集团有限公司“青云端”移动学习助手项目	20,449.05	20,449.05
基础配套	浙江省新华书店集团有限公司仓储物流体系升级优化项目	5,584.22	5,584.22
	浙江出版传媒股份有限公司信息化系统升级建设项目	27,596.10	27,596.10
补流	补充流动资金	17,000.00	10,000.00



合计	242,732.80	220,650.49
----	------------	------------

资料来源：公司招股说明书，中信建投

## 4.2 以“浙教云”平台为载体，实现双平台发展教育信息化业务

目前国内的教育信息化发展已经历了前教育信息化阶段（1978—2000 年）、教育信息化 1.0 阶段（2001—2017 年）、教育信息化 2.0 阶段（2018-2021 年），目前正在教育数字化转型阶段（2022 年以后）。2022 年 2 月，《教育部 2022 年工作要点》提出实施教育数字化战略行动。随后 12 月，教育部发布《加快推进教育数字化 建设教育强国》，提出教育的模式探索将推动范式转变，积极开发、探索、升级人工智能技术辅助的“课堂+线上+实践”混合式教育模式。

**浙版传媒顺应教育部政策，积极布局教育信息化业务，已实现双平台建设。**据 2022 年年报，公司顺利完成电子社股权转让工作，实现教育集团在线教育“双平台”（电子社、青云在线）运行全面推进。全资控股的浙江教育出版社集团，以“浙教云”智慧教育服务平台为主要载体，电子社、青云在线为主体，开展数字教材资源、教学内容应用服务。

**1、电子社（数字教材）：**浙江电子音像出版社是首批经国家新闻出版总署批准的电子音像出版单位。电子社强化教材服务保障，全年营收 1.2 亿元，“浙江省数字教材服务平台”改版上新，秋季学期上线 443 册数字教材教辅。

**2、青云在线（在线教育）：**据 2021 年公司 IPO 的募投项目，公司就已计划推动面向 B 端和 C 端的教育信息化产品的建设项目。具体包括：

**1) B 端产品“青云 e 学”：**据招股说明书，“青云 e 学”在线教育服务平台建设项目是公司“十三五”发展规划中在线教育服务平台建设目标的落地环节，主要面向学校和校外培训市场，主要解决的是校内外教育机构在课堂教育方面所遇到的各类问题，包括在线核心课程开发、智能测评、教学辅助、教学管理、数字阅读等服务。服务目前已覆盖全国 12 个省（市）的超 100 所学校。

**2) C 端产品“青云端”移动学习助手：**借助公司的纸质图书资源，结合信息化手段，面向浙江省内 K12 阶段的学生提供校外课程辅导的学习方案和学习资源，是集学习辅导、互动竞赛、知识共享为一体的移动式教育服务平台。

此外，据 2022 年年报，青云在线与浙江移动共同打造自主学习智慧服务平台，中标中国移动（成都）“和教育”名师课程资源项目。

图表29： 青云在线提供的课程服务



**STEM未来计划**  
结合美国麦格劳希尔出版集团最新STEM教材，重点打造的STEM课程服务解决方案，专为学校和机构提供包括课程、服务、工具等在内的全套服务。



**幼儿智慧教育课程**  
以浙江教育出版社《幼儿智慧游戏》为基础的在线课程，包含纸质图书、PC端在线备授课平台及配套教学资源。



**综合实践活动课程**  
以浙江教育出版社《综合实践活动》为基础的线上课程，包含纸质图书资源及海量综合实践课程相关资讯。



**未来课堂**  
中小学科学实验教学平台将虚拟现实等VR技术与中小学科学教学知识点紧密结合，打造与实际教学高度结合的高仿真、沉浸式、可交互的VR课堂。

资料来源： 青云在线官网， 中信建投

### 4.3 致力于建设电商和知识付费双向赋能

自 2006 年图书线上零售平台“博库书城网”成立，公司已在图书电商领域积累丰富运营经验。近年来，公司发力知识服务平台“火把知识”的建设，致力于打造数字内容制作、交易与公司纸质版权转化的融合业务。我们认为随着市场上 AI 开始逐步融合电商、在线教育等服务，公司也有望受益技术发展所带来的服务和产品升级。

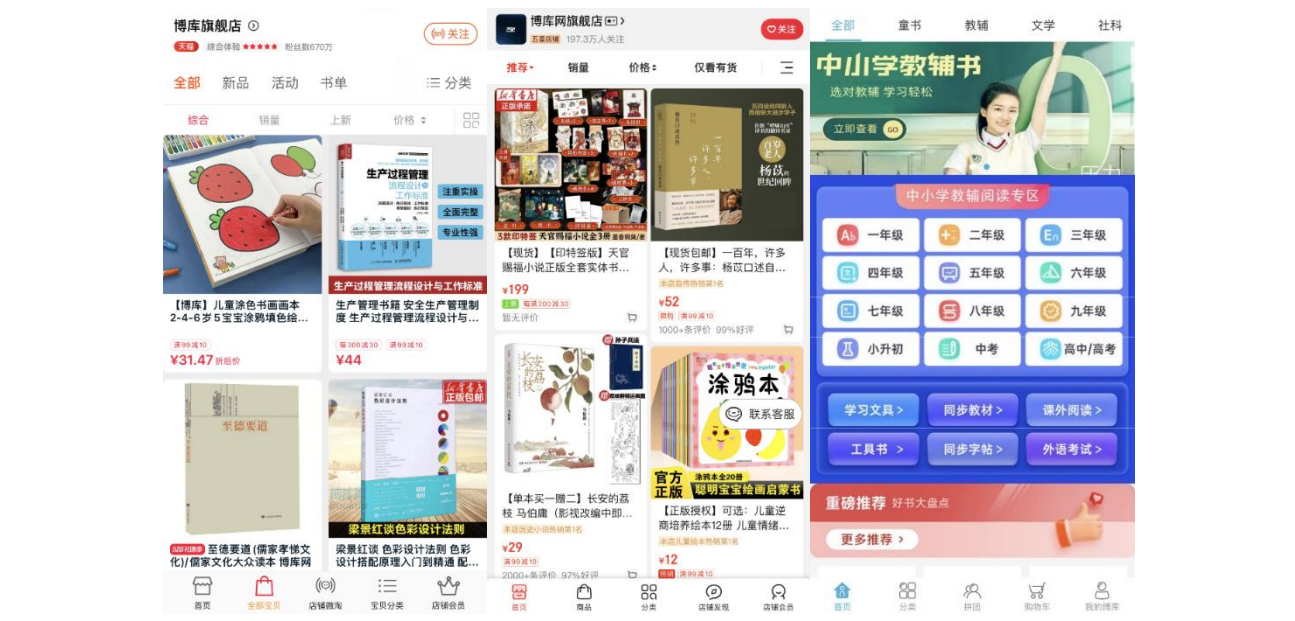
#### 1、博库集团：已完成自有+第三方平台的全线上图书销售渠道覆盖

博库集团是公司的全资子公司，旗下平台是公司的电商销售渠道。截至 2023 年 5 月 18 日，博库网在天猫的旗舰店共有 670 万关注用户，在京东有 197 万关注用户。同为地方国有教育公司的新华文轩旗下的文轩网，在天猫和京东的旗舰店分别有 481 万和 454 万关注用户。在地方国有教育公司旗下的电商平台中，浙版传媒旗下的博库与新华文轩旗下的文轩同属第一梯队。

**线上渠道建设方面，博库集团已完成自有+第三方平台的全线上渠道覆盖。**博库已建立全渠道线上连锁矩阵，打造融合博库网、博库 APP 等自有平台，以及天猫、京东、当当等第三方平台的电商体系，完成电商平台全渠道覆盖。

**物流建设方面，博库集团已建成覆盖全国的五大核心仓，有望受益各教育出版公司推进电商渠道建设。**据公司 22 年年报，博库集团以华东、华北、华中和华南等全国五大核心仓为基础，提升物流时效、用户体验、数字化仓配能力，助力销售增长。在提升自有的电商渠道的服务效率的基础上，公司的核心仓建设也将受益各地方教育出版公司发力线上渠道建设，通过为其他公司提供仓储服务实现收入增量。

图30：博库集团旗下天猫、京东和自有 APP 渠道



资料来源：天猫APP，京东APP，博库APP，中信建投

## 2、火把知识：整合了在线阅读、知识服务、在线教育的内容平台

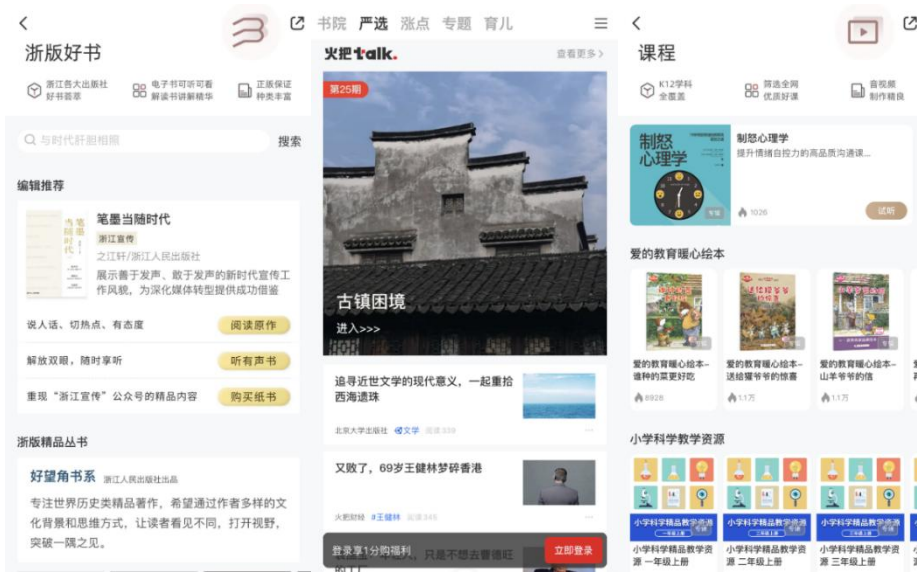
火把知识是以 APP 为主体，整合了数字发行、知识服务和在线教育等内容的知识服务平台。据招股书，在火把知识平台的发展方面，公司将充分整合数字内容制作与资源，依托数字传媒公司打造数字内容制作、交易与公司纸质版权转化的融合业务。各内容情况如下：

1) **知识服务**：严选知识频道提供知识服务，并基于社会热点，增加了内容时效性和多元化。据 2022 年年报，火把知识 APP 内的严选知识频道全年发布文章超过 20,000 篇，已建立内容标准手册 23 个，内容涵盖育儿、健康、商财、历史和文化。

2) **数字发行**：火把书院是打造浙版好书数字发行主阵地。在浙版好书频道中，用户可以选择阅读原作、听有声书、购买纸书等方式阅读公司出版发行的图书。

3) **在线教育**：APP 内提供覆盖 K12 全学科的音视频课程资源，用户需要为购买部分学科资源单独付费，如“小学科学精品教学资源”的购买价格为 199 元。

图表31： 火把知识 APP 内的浙版好书、严选知识、在线课程频道



资料来源：火把知识APP，中信建投

公司旗下经营了多个抖音、快手等平台账号负责公域流量获客，此外博库和火把知识有望实现内部用户转化，从而提高用户留存和粘性。博库集团已在抖音运营有博库图书专营店、博库卖场旗舰店、博库云书城等账号，其中博库图书专营店粉丝达 45.3 万人，为公司旗下粉丝数最多的账号。此外浙江人民出版社、浙江文艺出版社、浙江少年儿童出版社等旗下出版单位，及浙江新华书店集团均已在抖音、快手等平台建立自有账号并开始运营直播电商，推动线上销售渠道建设。

我们认为各平台的账号运营和直播电商将有助为博库引入更多公域流量，满足想要获取知识的消费者的需求。在此基础上，火把书院的用户与博库高度匹配，同样拥有获取知识的消费者的需求。因此，由于高度重合的用户画像，一方面博库可通过抖音、快手等平台为火把知识导流，另一方面火把知识也可在平台内推荐图书，将用户引导至博库，从而形成电商与知识付费双向转化。

图表32： 知识服务平台“火把知识”和电商平台“博库”可实现用户双向转化，提升流量和用户留存



资料来源：公司公告，中信建投

### 公司与阿里在技术、教育服务和电商渠道等层面保持业务合作关系

公司与政采云有限公司签订了战略合作协议。“政采云”是浙江省财政厅与阿里巴巴集团共同成立，是专注服务于“互联网+政企采购”的云服务平台。据投资者交流平台，2021年10月26日，公司与政采云有限公司签订了战略合作协议。通过此次合作，浙江省新华书店集团将加快图书与非图业务的线上渠道体系建设。

与阿里的业务合作包括 1) 为阿里巴巴提供电商培训服务。除 K12 教育以外，公司自 2018 年也在积极强化电商培训服务能力。据招股说明书，公司与淘宝大学有业务合作，并与阿里巴巴（中国）教育科技有限公司在电商培训服务商达成战略合作关系。2) 为淘宝中国提供营销策划服务。据招股说明书，公司主要向淘宝中国控股有限公司提供营销策划服务，2018 年公司进入淘宝中国的供应商名录。

## 五、盈利预测

### 1、教材教辅出版和发行业务收入测算

教材教辅出版和发行业务收入的基础是测算浙江省 K12 在校学生人数。我们根据浙江往年常住人口流入情况、小学到高中的招生人数等数据，测算出 2023-2024 年，浙江 K12 在校学生人数分别为 707.02 万人、721.88 万人和 731.44 万人，同比增长 2.2%、2.1% 和 1.3%。

**教材教辅出版收入：1) 量：**根据测算往年每在校生对应的公司出版教材教辅数量，我们发现这一数值维持在每在校生 26 册的水平，结合我们测算的浙江 K12 在校生人数，我们预计 2023-2025 年公司出版业务的教材教辅销售量为 1.90 亿册、1.93 亿册和 1.96 亿册。2) 价：单价方面，根据测算发现，往年每册教材教辅单价维持小比例增长趋势，我们假设这一增速与物价增速基本同步，预计 2023-2025 年单价按每年 3.5% 增长，则未来三年每册教材教辅出版单价为 5.38 元、5.57 元和 5.76 元。因此，综合量价因素，我们预计 2023-2025 年公司出版业务中教材教辅的收入分别为 10.23 亿元、10.74 亿元和 11.27 亿元，同比增长 1.6%、5.0% 和 4.9%。

图表33：教材教辅出版业务收入测算

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
浙江 K12 在校生人数 (万人)	666.92	679.71	691.55	707.02	721.88	731.44
% yoy	1.9%	1.9%	1.7%	2.2%	2.1%	1.3%
出版销售量 (亿册)	1.69	1.98	1.94	1.90	1.93	1.96
% yoy	-4.2%	17.6%	-2.3%	-1.9%	1.4%	1.4%
每在校生出版量 (万册)	24.38	28.06	26.85	26.00	26.00	26.00
单价 (元)	4.69	5.03	5.20	5.38	5.57	5.76
% yoy	4.3%	7.2%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
出版收入 (亿元)	7.91	9.98	10.08	10.23	10.74	11.27
% yoy	-0.1%	26.2%	1.0%	1.6%	5.0%	4.9%

资料来源：公司招股说明书和年报，中信建投

**教材教辅发行收入：1) 价：**发行业务中教材教辅的单价测算逻辑与出版相同，预计未来与物价保持 3.5% 的小比例增长。2023-2025 年每册教材教辅出版单价为 11.08 元、11.46 元和 11.87 元。2) 量：同样，根据测算每在校生对应发行业务销售量发现，数值维持在 45 册左右。结合浙江 K12 在校生人数，我们预计 2023-2025 年

发行业务的教材教辅销售量为 3.29 亿册、3.34 亿册和 3.38 亿册。结合量价因素，我们预计 2023-2025 年出版业务中教材教辅的收入分别为 36.46 亿元、38.28 亿元和 40.16 亿元，同比-2.2%、+5.0%和+4.9%。

**图表34： 教材教辅出版业务收入测算**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
浙江 K12 在校生人数 (万人)	666.92	679.71	691.55	707.02	721.88	731.44
% yoy	1.9%	1.9%	1.7%	2.2%	2.1%	1.3%
发行销售量 (亿册)	3.08	3.16	3.48	3.29	3.34	3.38
% yoy	-1.1%	2.6%	10.2%	-5.5%	1.4%	1.4%
每在校生发行量 (万册)	44.52	44.68	48.23	45.00	45.00	45.00
单价 (元)	10.23	10.97	10.70	11.08	11.46	11.87
% yoy	5.0%	7.2%	-2.4%	3.5%	3.5%	3.5%
发行收入 (亿元)	31.50	34.64	37.26	36.46	38.28	40.16
% yoy	3.8%	10.0%	7.6%	-2.2%	5.0%	4.9%

资料来源：公司招股说明书和年报，中信建投

## 2、一般图书出版和发行业务收入测算

我们按浙江省常住人口测算一般图书的出版和发行业务销售量，并根据往年趋势，假设保持缓慢增长；单价方面同样根据往年趋势，假设未来涨幅为每年增长 3.5%。综合看，我们预计 2023-2025 年出版业务中一般图书的收入分别为 19.16 亿元、20.53 亿元和 21.95 亿元，同比增长 7.7%、7.2%和 6.9%；发行业务中一般图书的收入分别为 58.43 亿元、62.02 亿元和 65.68 亿元，同比增长 12.6%、6.1%和 5.9%。

**图表35： 一般图书出版和发行业务收入测算**

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
出版销售量 (亿册)	1.97	2.04	2.33	2.43	2.51	2.60
% yoy	-3.0%	3.4%	14.5%	4.1%	3.6%	3.3%
人均销售量	3.05	3.12	3.55	3.65	3.75	3.85
单价 (元)	7.35	7.64	7.62	7.89	8.17	8.45
% yoy	-2.8%	3.8%	-0.2%	3.5%	3.5%	3.5%
出版收入 (亿元)	14.50	15.56	17.79	19.16	20.53	21.95
% yoy	-5.8%	7.3%	14.3%	7.7%	7.2%	6.9%
发行销售量 (亿册)	1.48	1.81	1.76	1.92	1.96	2.01
% yoy	-4.5%	22.1%	-2.7%	8.8%	2.6%	2.3%
人均销售量	2.29	2.77	2.68	2.88	2.93	2.98
单价 (元)	25.65	26.28	29.47	30.50	31.57	32.67
% yoy	6.1%	2.4%	12.1%	3.5%	3.5%	3.5%
发行收入 (亿元)	38.02	47.57	51.91	58.43	62.02	65.68
% yoy	1.4%	25.1%	9.1%	12.6%	6.1%	5.9%

资料来源：公司招股说明书和年报，中信建投

### 3、印刷业务收入测算

1) **量**：我们根据近两年年报中披露的教材教辅和一般图书生产量，我们发现生产量与每年出版业务中的销售量基本一致。因此我们根据此前估算的 2023-2025 年，出版业务中教材教辅和一般图书的销售量约等于生产量。2) **价**：根据往年公司生产总册数测算，每印刷一册教材教辅和一般图书，公司可获得的收入维持在 0.88 元，因此我们假设未来将维持这一水平。综合以上情况，我们预计 2023-2025 年公司印刷业务收入分别为 3.83 亿元、3.93 亿元和 4.03 亿元，同比增长 1.6%、2.6%和 2.5%。

**图表36：印刷业务收入测算**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
教材教辅（亿册）	1.93	1.94	1.90	1.93	1.96
生产量与销售量差额	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
一般图书（亿册）	1.87	2.32	2.43	2.51	2.60
生产量与销售量差额	-0.17	-0.02	0.00	0.00	0.00
合计生产量（亿册）	3.80	4.26	4.33	4.44	4.55
平均每册收入（元）	0.88	0.89	0.88	0.88	0.88
印刷业务收入（亿元）	3.36	3.77	3.83	3.93	4.03
% yoy	7.7%	12.3%	1.6%	2.6%	2.5%

资料来源：公司招股说明书和年报，中信建投

综合以上贡献主要收入的业务及其他业务，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 124.91 亿元、132.29 亿元和 139.86 亿元，同比 6.0%、5.9%和 5.7%。

**投资建议**：在以资产质量好、分红比例高、盈利能力稳定等特点著称的出版行业中，公司各经营指标均处行业前列。我们看好：

1) 浙江区位和经济优势具有长期吸引力，常住人口净增长预计未来仍将维持全国前三，保障公司教材教辅业务的基本盘。

2) 多线布局在线教育：一是在教育信息化方面积极顺应教育部指导意见，已形成青云在线和电子社的双平台布局；二是公司在图书电商领域的“博库”已处于头部位置，并在积极拓展直播电商渠道，且有望与自有知识付费平台“火把知识”形成电商和知识付费的用户增长和留存正循环。因此综合看，我们认为公司运营灵活，且对行业变化的敏感度强，有望率先受益 AI+教育信息化大势。

3) 公司分红比例高，2022 年分红率列行业第三，为 55%，且货币资金充足，截至 1Q23 有 103.54 亿元，余额列行业第二。无论从 PE 看，5 月 24 日收盘价对应 PE 为 11.86x，还是从扣除货币资金后的 PE 看，同日为 5.42x，公司估值均位于行业最低水平。

我们预计 2023-2025 年归母净利润 15.63 亿元、16.97 亿元和 18.21 亿元，同比 10.55%、8.60%和 7.28%，5 月 26 日收盘价对应 PE 为 12.29/11.31/10.55x。首次覆盖给予买入评级。

## 风险分析

**浙江省 K12 学生人数增长不及预期的风险：**我们在公司未来三年业绩预测中的基础，是估算浙江省 K12 学生人数，如人数增长不及预期，将影响公司教材教辅出版和发行基本盘。我们对 2023-2025 年浙江省 K12 学生人数的预测为 707.02 万人、721.88 万人和 731.44 万人，同比增长 2.2%、2.1%和 1.3%，则公司归母净利润为 15.63 亿元、16.97 亿元和 18.21 亿元，同比 10.55%、8.60%和 7.28%。如在悲观预期下，浙江省 K12 学生人数同比保持 0%的平稳预期，则 2023-2025 年公司归母净利润为 15.54 亿元、16.76 亿元和 17.93 亿元，同比 9.95%、7.86%和 6.96%；如在极端悲观情况下，浙江省 K12 学生人数每年同比下降 1%，则 2023-2025 年公司归母净利润为 15.47 亿元、16.62 亿元和 17.70 亿元，同比 9.47%、7.40%和 6.51%。

其他风险包括：实体店恢复不及预期的风险、线上物流经营受限的风险、宏观经济波动的风险、原材料或物流成本上涨的风险、新增人口数量减少的风险、教育政策监管的风险、内容政策监管的风险、用户消费习惯变化风险、版权保护力度不及预期的风险、版权资源流失的风险、知识产权未划分明确的风险、IP 影响力下降的风险、大众审美取向发生转变的风险、拳头产品销量下降的风险、网店渠道折扣力度加大的风险、新业务拓展不及预期的风险、投资转型失败的风险、生成式 AI 技术发展不及预期的风险。



## 分析师介绍

### 杨艾莉

传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015 年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019 年 4 月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。

## 研究助理

### 杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
电话：(8621) 6882-1600  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csci.hk