

## 南方传媒（601900）深度研究报告

# 主业昂扬向上，积极拥抱 AI+教育，看好公司成长预期

- ❖ **南方传媒：广东省头部出版国企。**公司是广东省地方国企，拥有当地中小学教材教辅的出版与发行权。公司主业包括教材教辅/一般图书/报刊等出版、发行、报媒、物资贸易、印刷等。业务类型看，发行占大头（22年营收占比为79.64%），出版其次（占比35.52%）。产品类型看，以中小学教材教辅为主（占比87.82%）。
- ❖ **如何理解教材教辅行业？弱周期的稳健型赛道。**教材教辅是典型的弱周期稳健型赛道，我们认为稳健本质在于供需双重保障。供给端，教材教辅出版及发行具备较高的区域性行政许可壁垒，保障各公司市场地位及下游客户稳定；需求端主要源于教育的刚需+销售以 B 端为主（以学校为主体）。进一步从量价拆分看，1) 在校人数：出生率传导至在校人数变化具备时滞性，22-24 年在校学生基数由 04-18 年出生率（新世纪以来出生率高位）决定，基数韧性较强。此外，我们进一步测算未来各地区在校学生数变动，广东、山东等地未来更具优势。2) 人均持有量：教材及评议类教辅持有量由各地政府决定，具备较强刚性；市场类教辅持有量由于高考升学+教育刚性需求，支出波动受宏观影响或更小；3) 价：教材及评议类教辅政府指导定价，价格端刚性较强，同时成本端主要由印刷及纸张成本构成，纸张价格稳定性较强，行业利润空间稳定。
- ❖ **AI+教育逻辑顺畅，想象空间较大。**公司基于自身的教材教辅资源优势，积极布局 AI+教育领域。1) AI 听说：AI 青少年语言学习平台，背靠拥有英语/语文教材的教育社，AI 辅助语言听/读/背/默学习；2) 花城评测：艺考评级系统，背靠花城社的音乐教材资源，目前已完成广州市第一批 37 所学校音乐科目测评。我们认为相较于其他 AI+教育产品，公司拥有教材教辅背书，与校内学习契合程度更高，且与相关教育部门、学校都有良好稳定的合作关系，理论上可覆盖的学生基数或更大，此外 APP+相关图书的配套或将产生协同，为公司带来较大想象空间。
- ❖ **公司主业安全垫较高+有增长预期。**1) 预测广东地区未来在校学生数仍保持增长+人均消费水平较高+教育刚性需求，已有业务的安全垫较高。2) 外延并购驱动增长。公司 22 年并购广州教育书店，我们认为也贡献一定利润增量；23 年有望收购广州岭南美术出版社及地图出版社，我们预计也将贡献千万级利润增量。展望未来，一方面广东发行渠道与出版社整合仍有一定空间，或可继续贡献业绩增量；另一方面，渠道与出版社的整合有望形成规模效应，提升公司市场竞争力。3) 内部集约化+专业化经营提升盈利能力。一方面，公司将粤版教材教辅资源统一整合至教育出版社，解决同质化竞争和资源内耗问题，有利于提升出版社经营效率；另一方面，其余出版社将专注一般图书出版及营销水平提升，可期待后续进展。
- ❖ **投资建议：**我们看好公司业务增长性。一方面，经我们预测广东地区未来在校学生数仍保持增长+较高的人均消费水平，已有主业预计可保持稳健增长；另一方面，公司也积极进行外延并购贡献利润增量，且外延增长或在未来 2-3 年仍可持续，此外，公司也积极进行内部渠道及出版社整合与改革，有望进一步提升盈利能力。中短期看好公司主业内生增长+外延提供增量，长期有望受益于拥抱 AI。我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 12.33/13.61/15.14 亿元，同比增速 31%/10%/11%，当前股价对应 12/11/10 倍 PE。采用相对估法进行估值，参考可比公司 23 年平均 PE，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标市值 246.52 亿元，对应目标价 27.52 元，首次覆盖，予以“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**纸张成本上涨，教育政策变化，在校学生数变化，并购进展不及预期，新业务进展不及预期

## 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	9,055	12,040	14,171	16,089
同比增速(%)	19.2%	33.0%	17.7%	13.5%
归母净利润(百万)	943	1,233	1,361	1,514
同比增速(%)	16.7%	30.7%	10.4%	11.2%
每股盈利(元)	1.05	1.38	1.52	1.69
市盈率(倍)	16	12	11	10
市净率(倍)	2.1	1.8	1.5	1.3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

## 强推（首次）

目标价：27.52 元

当前价：16.78 元

## 华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

执业编号：S0360521010001

## 公司基本数据

总股本(万股)	89,587.66
已上市流通股(万股)	89,587.66
总市值(亿元)	150.33
流通市值(亿元)	150.33
资产负债率(%)	47.20
每股净资产(元)	8.33
12 个月内最高/最低价	18.61/7.03

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 投资主题

### 报告亮点

本文详细阐述了公司 23 年业绩增长动因,同时梳理了公司在 AI 方面相关布局,有利于市场进一步理解公司价值。

### 投资逻辑

**我们看好公司主业增长性。**一方面,广东地区未来在校学生数仍保持增长+较高的人均消费水平,已有主业预计保持稳健增长;另一方面,公司也积极进行外延并购贡献利润增量,且外延增长或在未来 2-3 年仍可持续,此外,公司也积极进行内部渠道及出版社整合与改革,有望进一步提升盈利能力。

**AI+教育逻辑顺畅,想象空间较大。**公司基于自身的教材教辅资源优势,积极布局 AI+教育领域。1) AI 听说: AI 青少年语言学习平台,背靠拥有英语/语文教材的教育社;2) 花城评测: AI 艺考评级系统,背靠花城社的音乐教材资源,当前已在部分地区、学校有落地。相较于其他 AI+教育产品,公司拥有教材教辅背书,与校内学习契合程度更高,且与相关教育部门、学校都有良好稳定的合作关系,理论上可覆盖的学生基数或更大,此外 APP+相关图书的配套或将产生协同,为公司带来较大想象空间。

### 关键假设、估值与盈利预测

**我们看好公司业务增长性。**一方面,广东地区未来在校学生数仍保持增长+较高的人均消费水平,已有主业保持稳健增长;另一方面,公司也积极进行外延并购贡献利润增量,且外延增长或在未来 2-3 年仍可持续,此外,公司也积极进行内部渠道及出版社整合与改革,有望进一步提升盈利能力。中短期看好公司主业内生增长+外延提供增量,长期有望受益于拥抱 AI。我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 12.33/13.61/15.14 亿元,同比增速 31%/10%/11%,当前股价对应 12/11/10 倍 PE。采用相对估值法进行估值,参考可比公司 23 年平均 PE,我们给予公司 2023 年 20 倍 PE,目标市值 246.52 亿元,对应目标价 27.52 元,首次覆盖,予以“强推”评级。

# 目 录

一、南方传媒：广东省全产业链布局出版国企 .....	6
（一）南方传媒：以教材教辅发行出版为主业 .....	6
（二）股权结构：股权结构集中，高管业内经验丰富 .....	7
（三）财务分析：业绩稳健增长，高分红彰显信心 .....	8
二、教材教辅行业：高壁垒+高稳健 .....	11
（一）教材教辅：出版与发行环节具备行政许可壁垒 .....	11
（二）量价角度理解行业稳定性 .....	12
1、教辅教材：弱周期稳健型赛道 .....	12
2、量角度：关注在校人数与人均持有量，皆具备较强韧性 .....	13
3、价角度：国家定价，成本导向，想象空间相对较小 .....	16
三、布局 AI+教育，逻辑顺畅且想象空间较大 .....	18
四、主业：安全垫较高，外延增长+内部改革提升成长预期 .....	20
1、已有业务安全垫较高：人口多且有增长+消费能力强 .....	20
2、外延增长：并购带来利润增量，后续仍有空间 .....	20
3、内部改革：集约化+专业化，盈利能力有望提升 .....	22
五、投资建议 .....	24
六、风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1	南方传媒发展历程 .....	7
图表 2	南方传媒股权结构图（截至 23Q1） .....	7
图表 3	南方传媒高管团队 .....	7
图表 4	公司营业收入及同比增长（亿元，%） .....	9
图表 5	公司主营收入构成占比分产品（%） .....	9
图表 6	公司分业务毛利率（%） .....	9
图表 7	公司毛利率与净利率（%） .....	9
图表 8	公司历年费用率变化(%).....	10
图表 9	公司归母净利润及增速(亿元，%).....	10
图表 10	公司资产负债率（%） .....	10
图表 11	公司期末现金余额（亿元） .....	10
图表 12	公司现金分红率与股息率 .....	10
图表 13	出版行业政策监管 .....	11
图表 14	传媒各细分行业增速对比（%） .....	12
图表 15	教材教辅行业收入（亿元，%，以主要上市公司营收加总进行计算） .....	12
图表 16	各图书品类零售量价拆分增速对比（%） .....	13
图表 17	中国新生儿出生率（%） .....	14
图表 18	中小学在校人数与出生率变化（万人） .....	14
图表 19	各地区在校学生数预测（万人，%） .....	14
图表 20	义务教育教材+评议类教辅合计人均持有量（2021 年） .....	15
图表 21	各可比公司教辅销售量（万册） .....	15
图表 22	各图书出版平均定价（元/册） .....	16
图表 23	各教育阶段图书出版平均定价（元/册） .....	16
图表 24	上市公司出版成本构成（2021 年） .....	16
图表 25	双铜纸价格（元/吨） .....	17
图表 26	双胶纸价格（元/吨） .....	17
图表 27	粤教“AI 听说”配音练习 .....	18
图表 28	粤教“AI 听说”背诵+单词听说练习 .....	18
图表 29	花城艺测 APP 界面.....	19
图表 30	各省份教育经费合计（亿元，2021 年） .....	20
图表 31	各省人均可支配收入（元，2021 年） .....	20
图表 32	广东省教育书店盈利情况 .....	21
图表 33	广州岭南美术出版社经营数据（万元） .....	22

图表 34	广州地图出版社经营数据（万元） .....	22
图表 35	各出版公司在手百佳出版社（按 2017 年百佳名单） .....	22
图表 36	获奖图书出版情况 .....	23
图表 37	南方传媒盈利预测（亿元） .....	24
图表 38	可比公司估值 .....	25

## 一、南方传媒：广东省全产业链布局出版国企

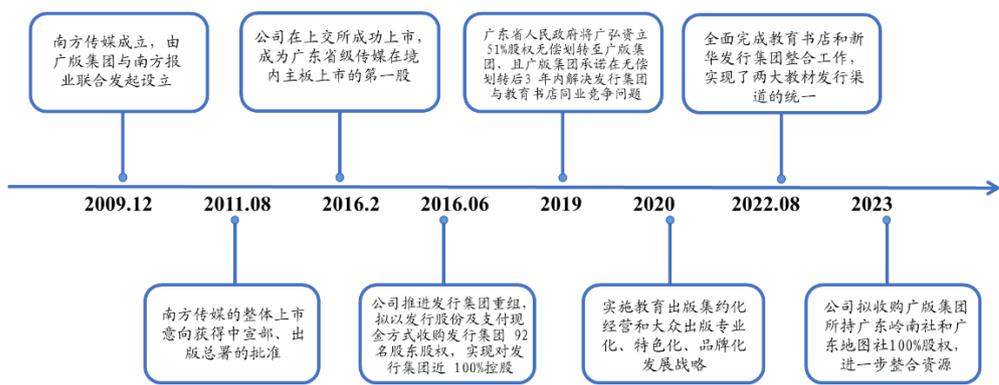
### （一）南方传媒：以教材教辅发行出版为主业

南方传媒 2009 年 12 月成立，2016 年上交所上市，是广东省出版集团以主要经营性资产和业务发起设立的股份制公司。公司主营业务包括图书、报刊、电子音像出版物的出版和发行，印刷物资供应与印刷以及部分投资业务，其中以中小学教材教辅的出版发行业务为主。从业务类型看，发行业务占大头，其 22 年营收占比约为 79.64%；从产品类型看，以中小学教材教辅为主，其 22 年营收占比约为 87.82%，构成公司主要收入。

- **发行业务：**22 年营收占比约为 79.64%，主要涉及教材教辅、一般图书、电子音像产品等出版物及文化用品批发、零售、连锁经营业务（其中教材教辅/一般图书分别占发行总收入的 87.82%/23.15%）。当前公司发行主体包括传统线下渠道（新华发行集团与广东教育书店），以及线上的新兴渠道（与民营企业合资成立广东新荷传媒有限公司，搭建自有新媒体矩阵布局电商渠道等）。
- **出版业务：**22 年营收占比为 35.52%，主要分为教材教辅、一般图书、报刊等产品的出版（其中教材教辅/一般图书分别占发行总收入的 87.82%/23.15%）。其中，教材教辅出版已变为广东教育出版社全权负责，一般图书出版则根据图书出版门类不同分别由旗下不同出版社进行专业化经营。
- **报媒业务：**22 年营收占比为 2.33%。传统媒体与新媒体一同发力，传统纸媒领域，拥有 4 报 24 刊，涵盖财经、生活、文学、教育等多领域，包括《时代周报》、《新周刊》、《花城》、《随笔》、《少年文摘》等老牌刊物。此外，利用传统媒体优势，逐步完善以“时代财经”“新周刊”“花城”等为龙头的新媒体矩阵，盈利模式为广告收入。
- **物资贸易：**22 年营收占比为 12.02%，主要为出版用纸的统供销售业务，并对外销售纸张和造纸原料等。
- **印刷业务：**22 年营收占比为 6.15%，主要为出版物的印制业务。
- **投资业务：**通过直接投资、基金投资等方式开展投资工作，获取投资收益。

我们复盘公司发展历程，主要时间轴如下：2009 年 12 月南方传媒由广版集团与南方报业联合发起设立。2016 年公司在上交所上市，成为广东省级传媒在境内主板上市的第一股。同年 6 月 6 日，公司推进发行集团重组，拟以发行股份及支付现金方式收购发行集团 92 名股东股权，实现对发行集团近 100% 控股，本次重组将为公司发行板块转型升级、提升竞争力以及盘活发行存量资产打下坚实基础。2019 年广东省人民政府决定将广弘资立 51% 股权无偿划转至广版集团（公司控股股东），且广版集团承诺在无偿划转后 3 年内解决发行集团与教育书店同业竞争问题；并于 2022 年 8 月全面完成教育书店和新华发行集团整合工作，实现了两大教材发行渠道的统一。此外，2020 年公司实施出版集约化经营和大众出版专业化、特色化、品牌化发展战略。2023 年公司拟出资购买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。

图表 1 南方传媒发展历程

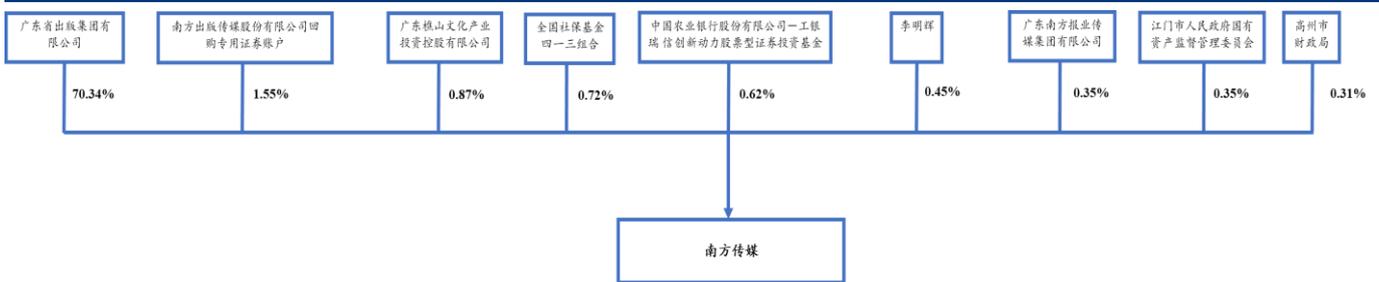


资料来源：公司财报，华创证券

**（二）股权结构：股权结构集中，高管业内经验丰富**

地方国有出版公司，股权结构较为集中。截止 23Q1，广东省出版集团有限公司为公司第一大股东，直接持有约 54.7% 的股权，此外通过广版集团-国泰君安-20 广版 E1 担保及信托财产专户持有约 15.6% 的股权，合计持有公司 70.3% 的股权，为公司实控人。此外，公司前十大股东基本都以国有法人为主。

图表 2 南方传媒股权结构图（截至 23Q1）



资料来源：公司公告，华创证券

高管团队稳定，人员经验丰富。公司管理层皆具备丰富的业内工作经验，多数曾在出版社任职，并且共事多年，对集团文化认同感较强。总经理叶河曾任广东省出版集团副总经理；发行集团董事长蒋鸣涛曾于广东新华发行集团、广东人民出版社等地认知，总编辑肖延兵曾于广东省委宣传部、花城出版社等地任职，皆具有丰富的行业经验。

图表 3 南方传媒高管团队

姓名	职务	履历
谭君铁	董事长	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，广东省珠海市委副书记、市政府市长、党组书记，珠海市委书记、市人大常委会主任 现任南方传媒党委书记、董事长，广东省出版集团党委书记、董事长
叶河	董事、总经理	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（广东新粤教材研究开发有限公司）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 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

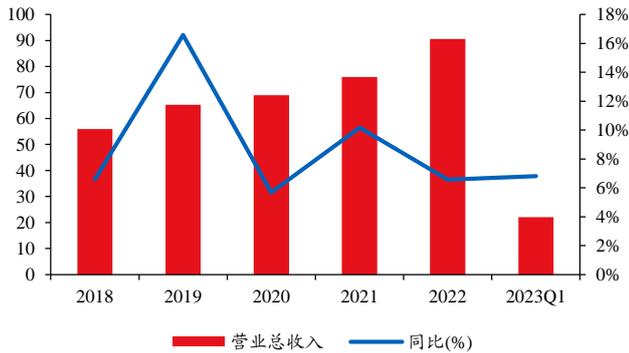
孙泽军	副总经理、董事	男，副编审，华东师范大学经济学学士 曾任职北京航空学院、广东人民出版社，历任广东经济出版社副总经理（副社长）、董事，广东新世纪出版社有限公司党委书记、董事长、总经理（社长），广东新世纪音像电子出版社有限公司执行董事，北京广版新世纪文化传媒有限公司总经理 现任南方传媒党委委员、董事、副总经理
雷鹤	董事，副总经理， 董事会秘书	武汉大学图书发行专业和经济学专业学士，中山大学工商管理硕士。 历任广东省新华书店部门经理助理，门市部主任，广东海燕电子音像出版社发行部副经理(主持工作)，广东省出版集团文秘科副科长，人力资源部副总监，上市办副主任，南方传媒证券部总监。现任南方传媒党委委员，副总经理，董事会秘书。
蒋鸣涛	发行集团董事长、 公司副总经理	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 现任南方传媒党委委员、董事、副总经理，发行集团党委书记、董事长
肖延兵	董事、总编辑	中山大学管理学博士，广东省社科院产业经济学硕士 曾任职安徽农业大学，历任广东省委宣传部新闻出版处副主任科员、主任科员，新闻处主任科员、副处长，广东省互联网信息办公室网络宣传评论处副处长，网络新闻协调处副处长、处长，广东省委宣传部办公室主任，广东花城出版社有限公司党委书记、执行董事、总经理(社长) 现任南方传媒党委委员、董事、总编辑
肖风华	副总经理、副总编辑	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) 现任南方传媒党委委员、副总经理、副总编辑，人民社党委书记、执行董事、总经理(社长)
崔松	总会计师	中山大学会计硕士学位，高级会计师，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、财务总监、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，华创证券

### （三）财务分析：业绩稳健增长，高分红彰显信心

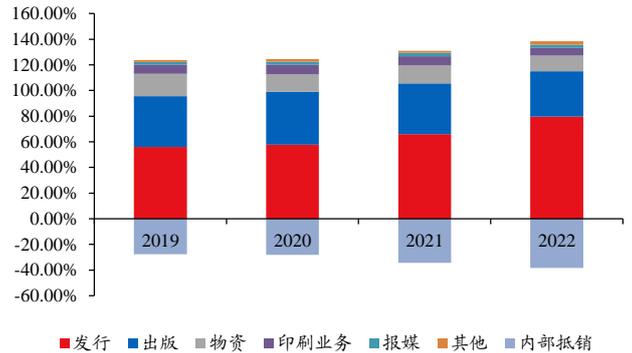
**营收增长较为稳健。**17-22 年公司营业收入整体呈上升趋势，21 年营业收入为 76 亿元，同比增长 10%。22 年公司完成对教育书店收购（同一控制下合并需要追溯调整），实现收入 91 亿元，调整后同比增长 6.57%，23 年 Q1 实现收入 22 亿元，调整后同比增长 6.80%，主要系报告期内所在地区学生数稳健增长、市场教材教辅业务增长等。**营收结构看，发行和出版为核心主业。**22 年公司发行/出版业务收入为 70.67/31.52 亿元，占比分别为 79.64%/35.52%。

图表 4 公司营业收入及同比增长（亿元，%）



资料来源：公司公告，华创证券

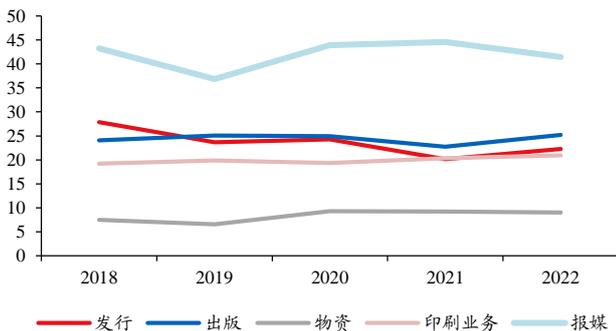
图表 5 公司主营业收入构成占比分产品（%）



资料来源：公司公告，华创证券

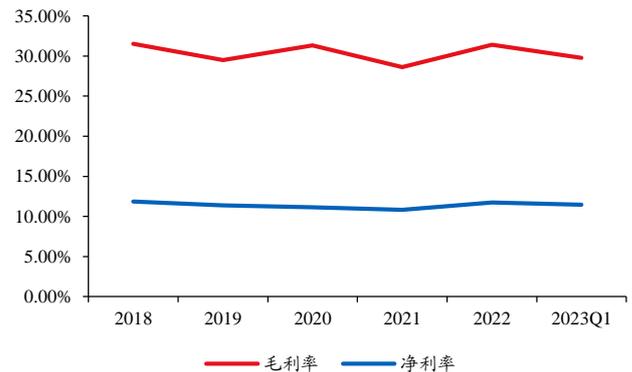
**毛利率与净利率有所波动。**18-22 年维度看，公司毛利率有所波动，2018 年公司毛利率为 31.51%，21 年毛利率小幅下滑至 28.60%，我们认为主要系受到纸张价格波动的影响；22 年毛利率略有所回升。分业务看，公司发行和出版业务毛利率均有上涨；报媒业务毛利率受纸张价格上涨影响有所波动。

图表 6 公司分业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 7 公司毛利率与净利率（%）

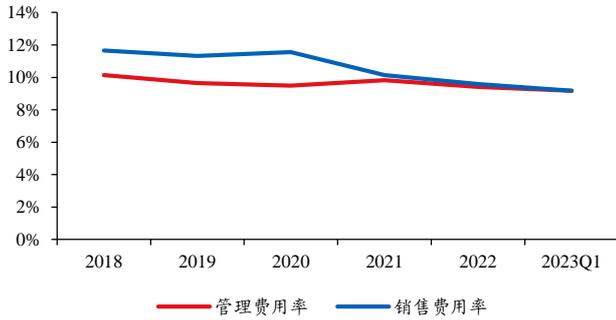


资料来源：公司公告，华创证券

**费率稳中有降。**纵观 18-22 年费率趋势，销售费率基本维持在 9%-12% 之间，管理费率稳定在 9%-11% 之间，23 年 Q1 费用率进一步下降。

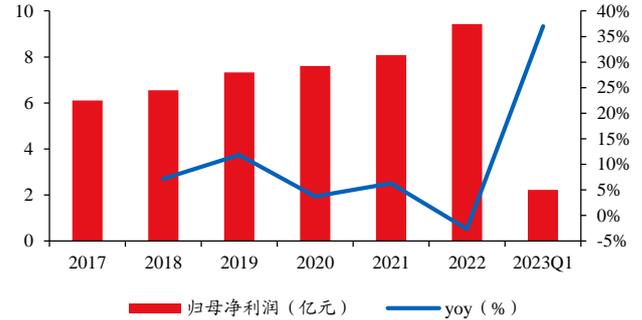
**公司利润端有所波动。**21 年之前归母净利润总体呈上升趋势。21 年公司实现归母净利润 8.08 亿元（追溯调整前利润口径），同比增长 6%。22 年实现归母净利润 9.43 亿元，追溯调整后同比下滑 2.65%（21 年追溯调整后归母净利润为 9.69 亿元），22 年利润端承压主要受取消教材配套数字音像材料+投资公允价值变动拖累，同时会计准则追溯调整也对增速产生一定影响。23Q1 实现归母净利润 2.23 亿元（追溯前同增 72%，追溯后同增 37%）。23Q1 归母净利润快速增长主要系实现较多投资收益（23Q1 共实现投资收益+公允价值变动收益 0.2 亿元，去年同期净亏损 0.72 亿元）。

图表 8 公司历年费用率变化(%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 9 公司归母净利润及增速(亿元, %)

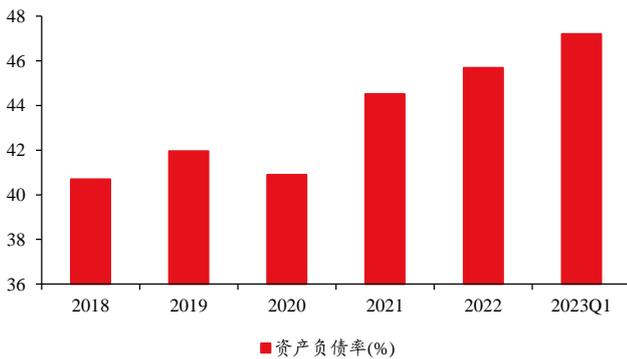


资料来源: 公司公告, 华创证券

注: 公司 21 年及之前的归母净利润为追溯调整前口径

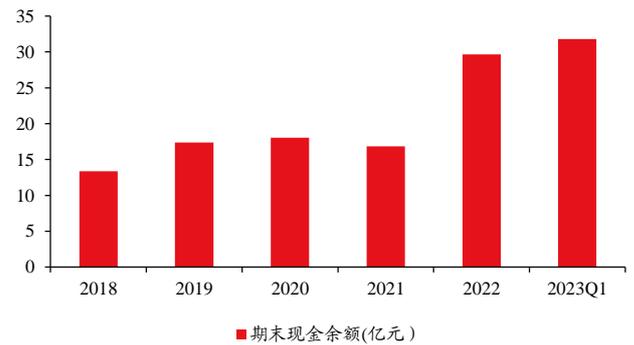
公司资产质量较好, 现金流充沛。资本结构角度, 公司 20 年至今资产负债率维持在 40%-50% 左右, 基本保持稳定。现金流角度, 截止 23Q1, 公司期末现金余额已达 31.81 亿元, 在手现金流充沛。

图表 10 公司资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, 华创证券

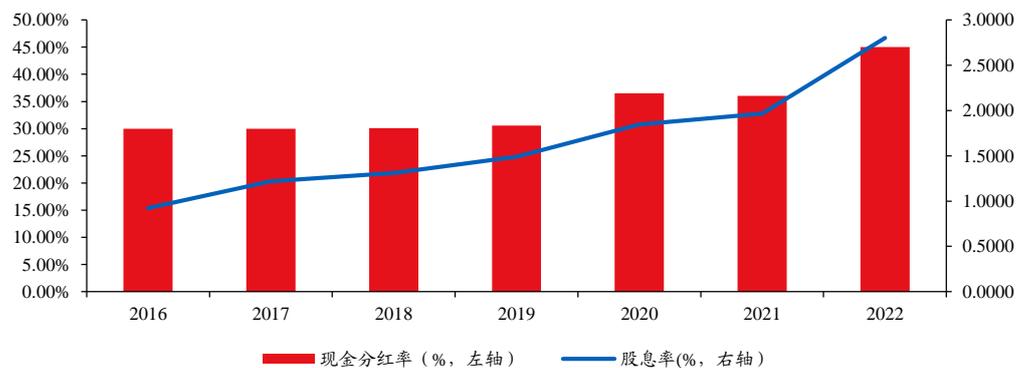
图表 11 公司期末现金余额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华创证券

公司分红水平较高且有所提升。2016-2019 年公司现金分红率稳定在 30% 左右, 2020 年起提升至 36% 左右, 22 年分红水平提升至 45% 左右。

图表 12 公司现金分红率与股息率



资料来源: 公司财报, 华创证券

## 二、教材教辅行业：高壁垒+高稳健

### （一）教材教辅：出版与发行环节具备行政许可壁垒

**教材教辅出版发行环节拥有行政许可壁垒。**由于教材教辅行业特性，其在某些环节准入具备较强的行政许可壁垒。**1) 出版环节：**当前国内图书出版均需提前备案和申请版号，且不允许私营企业申请书号，因此具备出版资质的公司皆为国企。其中，由于教材教辅类图书主要涉及未成年人教育，国务院教育部门亦对相关出版社资质进行审批和监管，较一般图书而言行政许可壁垒更高。**2) 发行环节：**一般图书发行业务民企可参与发行，但教材及教辅发行具备较强的行政许可壁垒。国家新闻出版广电总局要求发行单位具备中小学教科书发行资质，并在批准区域范围内开展发行业务。具体来看，教材及评议类教辅（即课本配套目录教辅）由地方新华书店直接销售给学校（少量教材教辅在零售渠道直接面向消费者销售），本质为B端业务，准入壁垒较高，以地方国企为主；而市场类教辅为To B与To C混合销售模式，国有出版集团与民营书商存在合作、竞争关系。

图表 13 出版行业政策监管

相关单位	准入条件/所需资质
出版单位	（一）有出版单位的名称、章程；
	（二）有符合国务院出版行政主管部门认定的主办单位及其主管机关；
	（三）有确定的业务范围；
	（四）有30万元以上的注册资本和固定的工作场所；
	（五）有适应业务范围需要的组织机构和符合国家规定的资格条件的编辑出版专业人员；
	（六）法律、行政法规规定的其他条件。
	审批设立出版单位，除依照前款所列条件外，还应当符合国家关于出版单位总量、结构、布局的规划。 书号实名申领：属地管理和主管负责原则；出版单位按书稿实名申领书号，一书一号，且不得出售转让
中小学教科书出版	（一）具有教育出版背景或相关专业出版背景，具有与所申请的教科书学科专业相对应的出版范围以及5年以上的出版经验；
	（二）设有专门的中学小学教科书编辑部门；
	（三）所申请的每个教科书学科，有不少于3名具有相关学科专业背景并具有中级以上出版专业职业资格的在编专职编辑人员；
	（四）具有确保中学小学教科书出版质量的编辑、审核、校对、印制制度；
	（五）具有教材培训、回访服务、内容修订等与中学小学教科书使用相配套的可持续专业化服务能力；
	（六）具有与中学小学教科书出版相适应的资金和经营规模；
	（七）3年内没有严重违反出版法规规章的不良记录。
	出版单位从事少数民族文字中学小学教科书、特殊教育中学小学教科书出版业务，在编辑人员、资金和经营规模等方面的条件可适当放宽。 许可程序：出版单位从事中学小学教科书出版业务，由其主办单位向所在地省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门提出申请；省、自治区、直辖市人民政府出版行政主管部门审核同意后，报国家新闻出版署审批。
中小学教科书发行	（一）以出版物发行为主营业务的公司制法人；
	（二）有与中小学教科书发行业务相适应的组织机构和发行人员；
	（三）有能够保证中小学教科书储存质量要求的、与其经营品种和规模相适应的储运能力，在拟申请从事中小学教科书发行业务的省、自治区、直辖市、计划单列市的仓储场所面积在5000平方米以上，并有与中小学教科书发行相适应的自有物流配送体系；
	（四）有与中小学教科书发行业务相适应的发行网络，在拟申请从事中小学教科书发行业务的省、自治区、直辖市、计划单列市的企业所属出版物发行网点覆盖不少于当地70%的县（市、区），且以出版物零售为主营业务，具备相应

的中小学教科书储备、调剂、添货、零售及售后服务能力；
（五）具备符合行业标准的信息化管理系统；
（六）具有健全的管理制度及风险防控机制和突发事件处置能力；
（七）从事出版物批发业务五年以上，最近三年内未受到出版行政主管部门行政处罚，无其他严重违法违规记录。
审批中小学教科书发行资质，除依照前款所列条件外，还应当符合国家关于中小学教科书发行单位的结构、布局宏观调控和规划。

资料来源：国家新闻出版署，华创证券

## （二）量价角度理解行业稳定性

### 1、教辅教材：弱周期稳健型赛道

基于教材教辅行业收入规模口径看，教材教辅行业至今仍保持稳健的正增长（21年零售规模达852亿，yoy+14%），即使弱宏观下增速稳定且明显跑赢其他娱乐消费、图书大盘与一般图书细分赛道，弱周期属性明显。此外，我们选取了以教材教辅出版/发行为主业的7家主要上市公司，用其加总的营收作为行业大盘估算值，也可看出其较为稳定的增速。

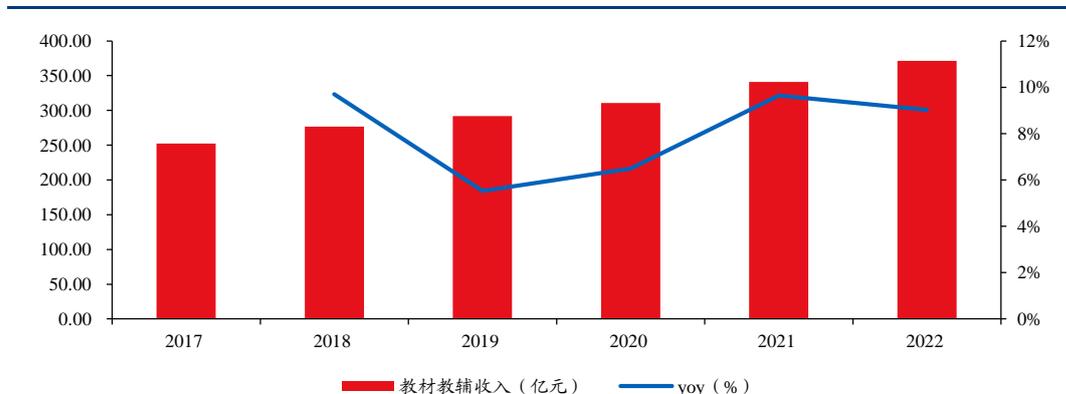
图表 14 传媒各细分行业增速对比（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
教辅零售额	19.56%	19.65%	9.09%	34.39%	12.74%	12.27%	20.68%
游戏	22.90%	17.68%	22.98%	5.32%	7.66%	20.71%	6.40%
视频			12.35%	19.03%	7.21%	-12.18%	17.22%
电影	47.88%	3.82%	15.30%	7.98%	5.07%	-68.70%	131.56%
GDP	7.04%	8.35%	11.47%	10.49%	7.31%	2.74%	12.84%

资料来源：伽马数据，国家新闻出版署，弗若斯特沙利文 转引自异观财经，猫眼专业版，国家统计局，华创证券

本表采用 excel 条件格式的色阶表示数据值的大小变化，数值越大底色就越偏向红色调，数值越小则偏向绿色调。

图表 15 教材教辅行业收入（亿元，%，以主要上市公司营收加总进行计算）



资料来源：wind，华创证券

注：主要包括长江传媒、新华传媒、中文传媒、山东出版、皖新传媒、新华文轩、凤凰传媒的教材教辅收入，中南传媒、出版传媒等截至2024/4/24尚未披露22年业绩的公司尚未被纳入

**图表 16 各图书品类零售量价拆分增速对比（%）**

		2016	2017	2018	2019	2020	2021
中小学课本及教学用书	零售金额 yoy	5%	7%	7%	10%	6%	5%
	量 yoy	1%	6%	8%	13%	6%	8%
	价 yoy	4%	0%	-1%	-2%	0%	-3%
教辅	零售金额 yoy	20%	9%	34%	13%	12%	21%
	量 yoy	10%	8%	40%	10%	4%	9%
	价 yoy	9%	1%	-4%	3%	8%	11%
一般图书	零售金额 yoy	11%	6%	-9%	3%	1%	31%
	量 yoy	6%	-1%	-33%	1%	-21%	27%
	价 yoy	4%	6%	35%	2%	27%	4%

资料来源：国家新闻出版署，华创证券

我们认为出版业绩的高稳健性本质来源于供需的双重保障。供给端，教材教辅出版及发行具备较高的区域性行政许可壁垒，参与者以地方国企为主，保障各公司市场地位以及下游客户稳定；需求端，出版上市公司大多以教材教辅出版发行为主业，教育刚需属性（高考升学+九年制义务教育）+销售以 B 端为主（以学校为主体）使其具备明显弱周期属性，受宏观波动较小。

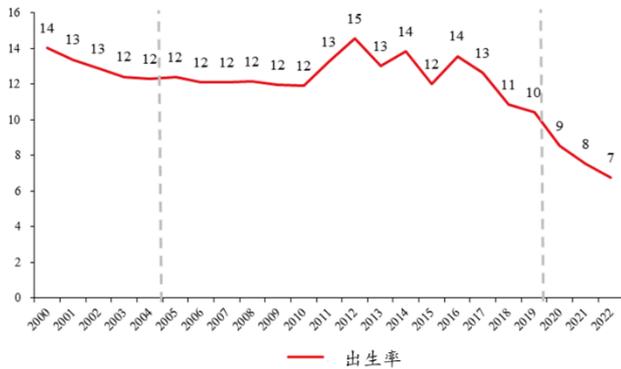
行业可从量价角度进行理解，即教材教辅行业规模=教材教辅出货量\*对应单价=在校人数\*人均持有量\*价格，其中在校人数\*人均持有量是量的核心驱动因素。

## 2、量角度：关注在校人数与人均持有量，皆具备较强韧性

在校学生人数决定行业用户基数的大小。在校学生由于教育等需要，是购买教材教辅的主力军，直接决定行业的用户基数。进一步拆分，行业整体用户基数主要取决于国内人口的出生率，而若关注某一地区的在校学生人数还将受到该地区适龄人口流入流出的影响。

中短期看，出生率变动传导至在校人数的变化具备时滞性，用户基数韧性较强。当前国家规定的小学入学年龄是六周岁，也意味着近三年（2023 年-2025 年）的小学至高中在校人数是由 2005 年-2019 年出生的人口所决定。诚然，国内新生儿出生率不可避免会受到宏观经济影响，但传导至行业有明显的滞后性，在校学生数并非是反映当下宏观经济的波动，而是对过去 6-18 年宏观经济的反映。回望 2005-2019 年，国内新生儿平均出生率为 12%，处于新世纪以来高位水平。预计行业未来 3 年内（2023 年-2025 年）用户基数保持稳健。

图表 17 中国新生儿出生率 (%)



资料来源: 国家统计局, 华创证券

图表 18 中小学在校生人数与出生率变化 (万人)

	小学在校生数	初中在校生数	高中在校生数	合计
2012	9696	4763	2467	16926
2013	9361	4440	2436	16237
2014	9451	4385	2400	16236
2015	9692	4312	2374	16379
2016	9913	4329	2367	16609
2017	10094	4442	2375	16910
2018	10339	4653	2375	17367
2019	10561	4827	2414	17803
2020	10725	4914	2494	18134
2021	10780	5018	2605	18403
2022E	11033	4912	2463	18408
2023E	11198	5043	2509	18750
2024E	11087	5297	2520	18904
2025E	10721	5467	2493	18681
2026E	10225	5683	2555	18463
2027E	9562	5695	2677	17934
2028E	8904	5610	2769	17283

资料来源: 教育部, 国家统计局, 华创证券测算

注: 此测算仅统计普通中小学在校生人数, 测算逻辑为适龄人口数\* (实际在校生数/适龄人口) 预测值 (详细过程见下文)

本表采用 excel 条件格式的色阶表示数据值的大小变化, 数值越大底色就越偏向红色调, 数值越小则偏向绿色调。

此外, 我们也进一步去预测重点地区未来在校学生数的变化。测算结果显示, 未来 5 年在校学生数预计基本处于普涨状态, 其中人口基数与增速皆具备较大优势的区域分别为广东、山东、河南、四川等地。

图表 19 各地区在校学生数预测 (万人, %)

在校学生数 (万人)	河南省	广东省	山东省	四川省	江苏省	湖南省	安徽省	江西省	湖北省	浙江省	辽宁省	黑龙江	内蒙古	上海市
2012	1725.60	1476.64	1120.31	1016.58	740.65	787.56	747.02	712.35	591.97	583.61	396.02	341.31	255.39	135.08
2013	1514.26	1433.18	1114.46	949.27	732.11	786.19	734.42	671.22	575.45	581.82	378.31	304.57	247.45	138.60
2014	1517.51	1422.68	1134.54	938.63	760.10	800.17	727.68	678.46	550.65	583.49	369.29	295.26	242.01	138.72
2015	1536.17	1429.60	1154.56	935.19	784.16	818.71	726.13	691.62	559.94	582.27	364.73	293.61	238.90	136.92
2016	1581.02	1450.43	1173.71	939.06	812.30	837.77	735.26	697.33	572.12	581.89	359.21	289.32	240.58	136.08
2017	1616.71	1487.33	1203.32	942.28	843.24	855.92	751.18	710.64	585.22	587.20	353.91	286.58	239.78	135.55
2018	1656.54	1544.55	1235.90	956.22	884.28	879.99	773.48	729.05	607.71	598.95	354.87	278.14	242.66	139.09
2019	1696.84	1606.20	1266.69	969.30	920.13	899.16	789.73	737.05	627.07	609.23	356.66	269.58	243.09	143.67
2020	1718.59	1652.93	1291.98	973.58	950.62	913.56	805.56	737.17	640.85	617.27	356.40	271.70	245.35	149.55
2021E	1737.83	1693.45	1306.18	950.17	959.56	923.15	793.47	742.31	653.01	633.90	351.23	262.55	237.75	172.73
2022E	1761.34	1739.81	1362.12	962.03	973.52	938.40	799.71	747.53	674.76	650.71	353.49	255.39	235.89	181.30
2023E	1788.00	1796.31	1425.57	982.43	982.66	950.74	805.60	749.12	695.68	668.51	351.36	250.36	235.52	187.73
2024E	1804.03	1864.72	1464.77	996.04	985.36	956.63	806.22	748.18	714.76	688.46	349.42	242.74	232.78	196.26
2025E	1813.05	1920.37	1478.75	1011.25	988.75	951.97	803.87	746.11	731.26	704.22	351.12	235.61	230.21	198.54
2026E	1805.36	1946.06	1482.27	1012.06	976.11	934.29	790.12	732.20	733.13	704.50	348.28	223.89	225.85	197.55
2027E	1774.05	1962.85	1452.20	996.07	947.30	905.14	769.52	710.51	718.90	698.60	341.66	212.84	219.97	196.64
yoy	河南省	广东省	山东省	四川省	江苏省	湖南省	安徽省	江西省	湖北省	浙江省	辽宁省	黑龙江	内蒙古	上海市
2021E	1.12%	2.45%	1.10%	-2.40%	0.94%	1.05%	-1.50%	0.70%	1.90%	2.69%	-1.45%	-3.37%	-3.10%	15.50%
2022E	1.35%	2.74%	4.28%	1.25%	1.45%	1.65%	0.79%	0.70%	3.33%	2.65%	0.64%	-2.73%	-0.78%	4.96%
2023E	1.51%	3.25%	4.66%	2.12%	0.94%	1.31%	0.74%	0.21%	3.10%	2.74%	-0.60%	-1.97%	-0.15%	3.55%
2024E	0.90%	3.81%	2.75%	1.38%	0.28%	0.62%	0.08%	-0.13%	2.74%	2.98%	-0.55%	-3.04%	-1.17%	4.54%
2025E	0.50%	2.98%	0.95%	1.53%	0.34%	-0.49%	-0.29%	-0.28%	2.31%	2.29%	0.49%	-2.93%	-1.10%	1.16%
2026E	-0.42%	1.34%	0.24%	0.08%	-1.28%	-1.86%	-1.71%	-1.86%	0.26%	0.04%	-0.81%	-4.98%	-1.89%	-0.50%
2027E	-1.73%	0.86%	-2.03%	-1.58%	-2.95%	-3.12%	-2.61%	-2.96%	-1.94%	-0.84%	-1.90%	-4.93%	-2.60%	-0.46%

资料来源: wind, 华创证券测算

注: 此测算仅统计普通小/初/高中在校学生数, 测算逻辑为适龄人口数\* (实际在校学生数/适龄人口) 预测值

本表采用 excel 条件格式的色阶表示数据值的大小变化, 数值越大底色就越偏向红色调, 数值越小则偏向绿色调。

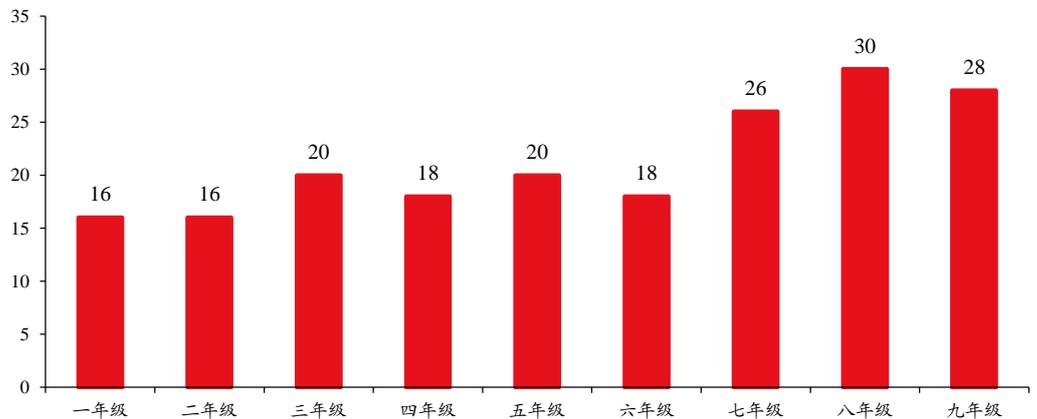
长周期看, 三胎放开+配套政策实施有望提振出生率。自 21 年起, 国家陆续放开三胎, 并积极出台相应配套措施, 以改善影响生育意愿的宏观基本面, 长期看有望改善出生率。具体措施包括: 1) 出台“双减政策”, 积极整顿教培行业, 并实施多校划片、教室轮岗等

制度，推进教育公平与优质教育资源供给；2）强调“房住不炒”，根据中原地产研究中心数据显示，21年全国累积出台651次房地产调控政策，助力降低住房成本；3）完善生育休假与生育保险制度，保障女性就业合法权益等。

人均持有量是另一核心驱动因素，具备刚性+弱弹性双重特点。我们可以将人均持有量拆分成两部分进行理解，即人均教材及评议类教辅持有量+人均市场类教辅持有量。

**人均教材及评议类教辅持有量——具备较强刚性：**人均课本及评议类教辅配备数由各地政府决定，以义务教务阶段为例，教育局评议后确定教辅《征订目录》，学校于其中选择合适的教辅，并严格执行“一教一辅”选用政策，是行业稳定的存量来源。

图表 20 义务教育教材+评议类教辅合计人均持有量（2021年）



资料来源：教育部，华创证券测算

注：严格按“一教一辅”政策测算，即每学科皆配备一本评议类教辅，但实际情境下并非每科都配（e.g.: 音乐等），因此该值为理论上限，实际人均持有量低于该值

**人均市场类教辅持有量——具备弱弹性：**市场类教辅本质是学生家长自愿购买以提升学习成绩，持有量与升学氛围、社会对教育的关注度、经济水平等变量相关。1）**经济角度看**，其虽作为可选消费会受宏观经济影响，但我们认为，教育的必要性远高于娱乐消费，其支出波动或更小；2）**政策角度看**，我们认为，教育的刚需属性使得教育政策的变动对人均市场类教辅持有量的影响并非是冲击性的。学科类教培受到监管后，某种程度或可为教辅带来一定的替代效应，即教培、校内作业量被监管后，①意愿角度，市场类教辅成为为数不多的替代性选择，消费者理论上不会轻易减少合理的市场类教辅购买；②能力角度，教培等大头教育支出缩减后，预计其可分摊至教辅的预算将更多。我们通过分析披露教辅销量的上市公司，亦可明显看出教辅销量的韧性。

图表 21 各可比公司教辅销售量（万册）

	2017	2018	2019	2020	2021
世纪天鸿	4259	4045	4122	3692	4022
中南传媒	51511	42368	48942	48849	50803
新华文轩	24787	27838	28753		31750
山东出版	24052	24992	23569	23480	22989

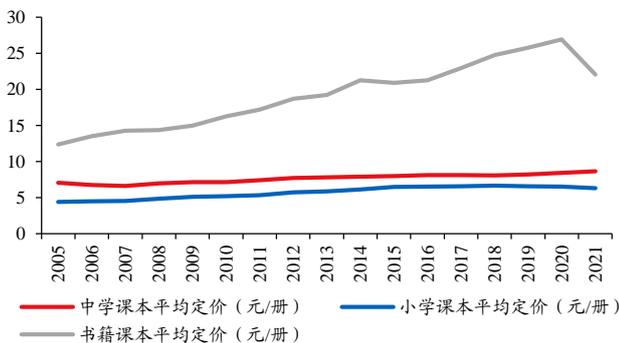
资料来源：各公司财报，华创证券

注：其中中南传媒、新华文轩财报将销量细分为出版与发行，此处选取的是教辅出版销量

### 3、价角度：国家定价，成本导向，想象空间相对较小

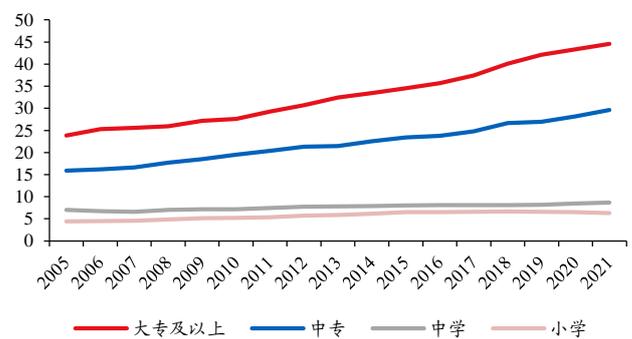
**收入端：教材及评议类教辅遵循微利原则，国家指导定价。**教材为政府定价管理（亦由政府直接采购付款，利润空间较小），评议类教辅由政府指导定价，**遵循成本导向与薄利原则，皆呈现定价低且稳定的特点**（价格管控在中小学阶段更为严格，该阶段之外的教材教辅定价亦相对市场化）。具体来看，根据天津市中小学教材定价标准，教材价格=（印张单价\*印张数量+封面价格+插页价格\*插页数量）\*（1+增值税率）（其中单价不得超过所给的基准价），且价格需在一定选用周期内要保持相对稳定（一般定价细则出台后预计2-3年内保持稳定）。但值得注意的是，**市场类教辅仍由出版单位自主定价，定价逻辑倾向于一般图书，理论上具备更大的空间，利润率天花板天然高于教材及评议类教辅。**

图表 22 各图书出版平均定价（元/册）



资料来源：国家新闻出版署，华创证券

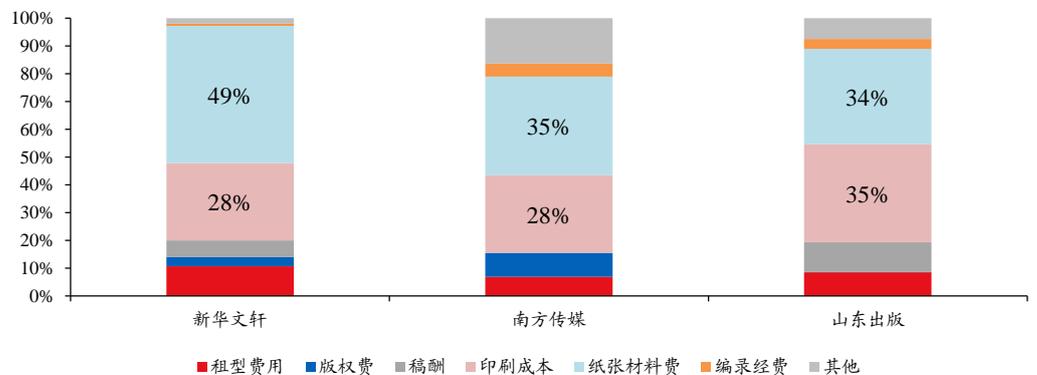
图表 23 各教育阶段图书出版平均定价（元/册）



资料来源：国家新闻出版署，华创证券

**成本端：纸张价格波动影响利润空间。**由于教材及评议类教辅定价有较严格的限制，主要遵循薄利原则，因此终端价格弹性较小。**在不考虑量的情况下，影响利润的关键变为上游成本，纸张材料以及印刷成本是主要构成。**一般而言，教材教辅的封面采用铜版纸（双铜纸）印刷，内页采用双胶纸印刷。回溯 2015 年至今相关纸张价格，**纸张价格虽短期内有所波动，但长期基本维稳，并未出现明显的提价，且 21 年 7 月至今纸张价格稳定性较强，因此即使在薄利原则基础上，该行业亦具备较稳定的利润空间。**此外，头部公司具备明显的规模优势，其在纸张招标上的议价权亦可为利润率提供一定的稳定保障。

图表 24 上市公司出版成本构成（2021 年）



资料来源：各公司财报，华创证券

注：选取的皆为单独披露纸张成本的公司，其中新华文轩、南方传媒为教材教辅出版成本构成，山东出版为图书出版成本构成

图表 25 双铜纸价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华创证券

图表 26 双胶纸价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华创证券

### 三、布局 AI+教育，逻辑顺畅且想象空间较大

公司亦积极布局 AI+教育等新兴领域，赋能教育效率提升。我们可以发现，公司在布局新业务时擅长基于自身优势发挥所长，比如公司在 AI+教育方向的尝试，即是基于自身出版社所拥有的教材教辅资源而开展的。

公司具备较强教材教辅自编能力，并积极向省外拓展。公司目前拥有具备自主知识产权的国标教材 19 科，使用范围覆盖全国，并积极开展省外拓展（21 年粤版教材省外发行码洋突破 4.26 亿元，同比增长约 4%），根据 22 年年报，其教育社总体规模位于全国地方教育出版社第二。

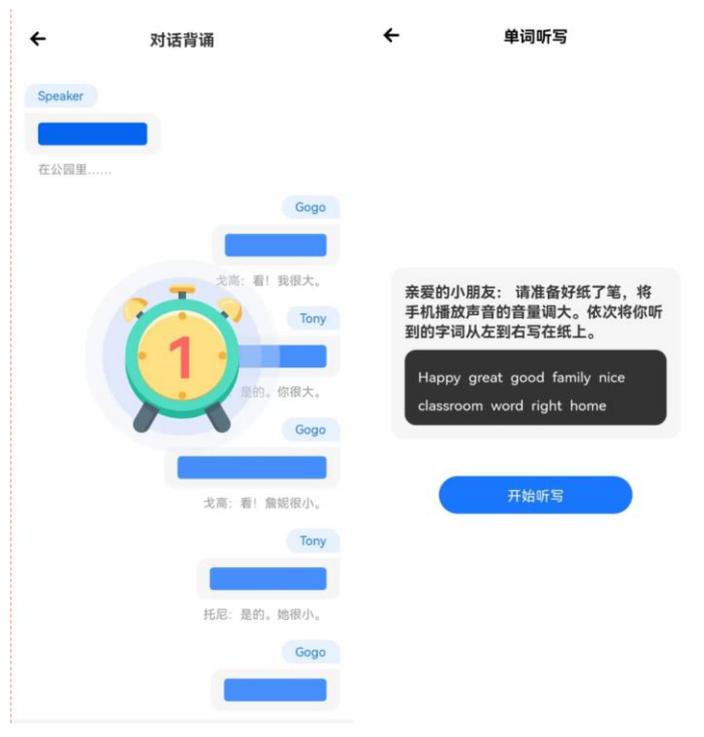
**粤教“AI 听说”：AI+语言学习平台。**广东教育出版社旗下出品的 AI+教育产品，主要面向中小学生日常语言学习（英语&语文）所需“听、读、背、默”的融合出版产品，配有小程序、APP、PC 端。背靠广东教育出版社丰富的教材教辅资源（出版粤版教材+代理人教版），产品分为教辅资源、课内同步和课外拓展三大主要板块，用户可以完成英语、语文学科教材教辅听力、口语、单词、课文、字词的听、读、背、默练习，进行趣味配音、经典诵读等课外素质拓展提升训练，并基于实现 AI 智能多维度测评、自动评分、纠正发音，有效激发学生的学习兴趣，帮助学生提升语言能力。

图表 27 粤教“AI 听说”配音练习



资料来源：广东教育出版社微信公众号，华创证券

图表 28 粤教“AI 听说”背诵+单词听说练习



资料来源：广东教育出版社微信公众号，华创证券

**花城艺测：AI+音乐教育平台。**该产品是由公司旗下的花城出版社打造，背靠花城拥有的音乐教材，创新运用大数据、AI 等技术所开发的中小学艺术素质测评与学习平台。产品主要包括艺术素质测评管理、学生自主测评、终结性考试、学业质量测评、教学质量抽检等系统。该产品以音乐测评为核心，主要服务为学生的音乐考级、艺考等需求，学生可从系统海量题库中创建试卷进行反复练习，系统可借助 AI 对节拍和视唱题目进行智能打分。据花城艺测出版社披露数据，当前已累计覆盖 4 个省市，150+学校，200000+学员，目前已完成广州市第一批 37 所学校音乐科目测评。可持续关注后续进展。

图表 29 花城艺测 APP 界面



资料来源: Appstore, 华创证券

**布局 AI+教育意义及优势何在？——有教材教辅资源背书，覆盖人群及业务的协同效应皆具备较大想象空间。** 1) AI+教育是较为优质的落地方向之一。AI 和教育天然适配，多轮对话、多语言理解等能力无需经过特殊训练和调试，容易落地；且教育行业市场空间大，家长付费意愿强，商业场景清晰，对标海外多邻国、可汗学院已经跑通；2) 相较于其他 AI+教育产品，公司本身拥有教材教辅资源背书，与校内学习契合程度更高，且公司与相关教育部门、学校都有良好稳定的合作关系，考虑国内双减政策，我们认为具备学校端渠道优势的公司理论上可覆盖的学生基数或更大；3) 除 APP 外，公司本身还存在图书销售业务，APP+相关图书的配套或将产生协同，促进图书/市场类教辅销售的同时，为 APP 带来更多潜在用户。

此外，公司也于 22 年上线“粤教翔云”数字教材应用平台 V3.0，已建设成为覆盖教材、教学、资源、教研等教育场景的平台体系。平台上线数字教材 298 册，覆盖小学 8 个学科、初中 13 个学科，基本完成全省数字教材版本全面落地。截至 2022 年 6 月底，“粤教翔云”数字教材应用平台已基本覆盖全省中小学，开通激活师生用户超 1400 万人，累计下载数字教材 28,645,452 册次。开发智慧作业系统，逐步探索更多数字化教育产品。

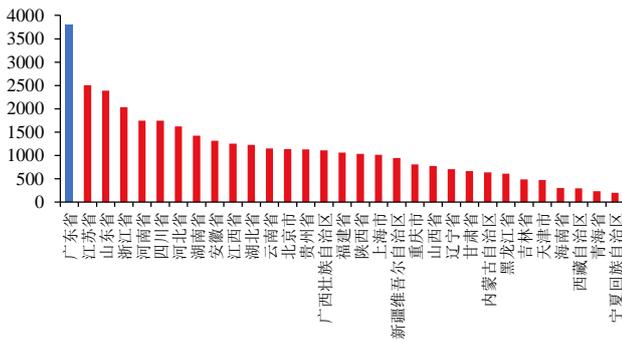
#### 四、主业：安全垫较高，外延增长+内部改革提升成长预期

##### 1、已有业务安全垫较高：人口多且有增长+消费能力强

公司位于广东地区，主要负责当地教材教辅的出版和发行。当地具备人口+消费水平等优势，叠加教育的刚性需求，公司教材+评议类教辅以及市场类教辅预计都有较大增长空间，主业业绩安全垫较高。

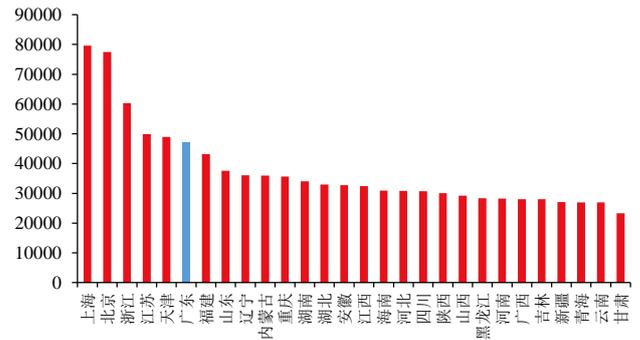
- **在校学生数体量较大，且具备增长预期。**据我们前文测算结果，广东省预计是目前在校学生数增速靠前的省份之一，叠加广东省亦是净人口流入大省，预计未来在校学生数仍能保持不错的增长预期。
- **教育重视程度高。**2000 年以来，广东地方教育经费总投入、财政性教育经费、预算内教育经费一直排在全国首位，占全国地方教育经费总投入的 8%以上，且年均增长超过 15%。
- **消费能力较强。**我们以人均可支配收入进行测算，广东地区排名前列。

图表 30 各省份教育经费合计（亿元，2021 年）



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 31 各省人均可支配收入（元，2021 年）



资料来源：国家统计局，华创证券

**公司当前发行网络与教辅出版已具备一定规模优势。**截至 22 年底，1) 发行端：公司旗下发行集团拥有遍布广东省的分销网络，发行集团拥有中心门店 199 家，校园书店 103 家，销售网点合计 631 家，连锁经营网络覆盖全省 94 个市县城乡。2) 出版端：公司具备较强教材教辅自编能力，并积极向省外拓展。公司目前所拥有具备自主知识产权的国标教材使用范围覆盖全国，数量和整体水平位居全国前列，在广东乃至全国均具有较高的市场占有率。并积极开展省外拓展，粤版教材省外市场稳中有增，《初高中仿真实验操作手册》等拳头产品取得新突破，后续可关注公司自编教材优势保持以及市场类教辅的拓展。

##### 2、外延增长：并购带来利润增量，后续仍有空间

**广东省具备并购整合空间。**以教材教辅发行渠道为例，广东省中小学免费教材发行渠道主要为广东教育书店+广东新华发行集团，此外还有小部分民营渠道参与，市场格局相对分散，我们认为，后续仍具备整合空间。

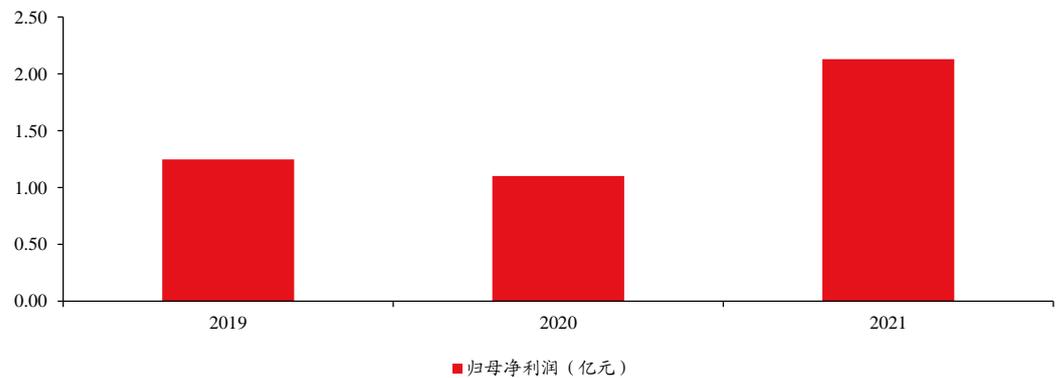
###### ➢ 发行端

**并购广东省教育书店，发行渠道进一步整合。**1) 2019 年广东省人民政府决定将广弘资

立 51%股权无偿划转至广版集团（公司控股股东），且广版集团承诺在无偿划转后 3 年内解决发行集团与教育书店同业竞争问题。2）公司与广弘控股双方于 22 年 4 月签订意向协议，6 月 9 日发布《南方出版传媒股份有限公司关于子公司发行股份购买股权暨关联交易的公告》，南方传媒控股子公司新华发行集团拟发行股价 6496 万股(股价价值 10.48 亿元)购买广弘控股所持教育书店 100%股权。3）2022 年 8 月 17 日，发行集团和教育书店均已完成工商变更登记手续。

**发行渠道整合意义重大，利润增量+战略意义并存。**广东教材教辅发行渠道较为分散，教育书店主要负责广东省中小学全省副科教材教辅发行；而南方传媒旗下的新华发行集团主要负责省内其他科目的中小学教材教辅发行。此次整合，1)增厚了南方传媒体内利润。我们回溯了教育书店 19-21 年盈利情况，基本可稳定为上市公司贡献 1 亿+利润增量。2)战略意义更为重大。此前教育书店与新华发行集团归属两个集团，两者在渠道等方面存在竞争与内耗。此次并购加快了省内发行渠道资源的整合，一方面放大了教材教辅发行业务的规模效应，另一方面有利于减少相互内耗，可集中精力和资源对外进行渠道拓展（或可拓展原归属民营的发行渠道），长期看有利于提升公司的发行竞争力和市占率。

**图表 32 广东省教育书店盈利情况**

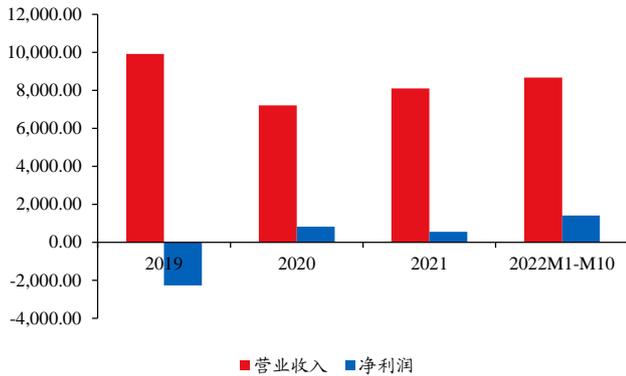


资料来源：《广东教育书店有限公司股东全部权益价值资产评估报告》，公司 22 年中期财报，华创证券

➤ **出版端**

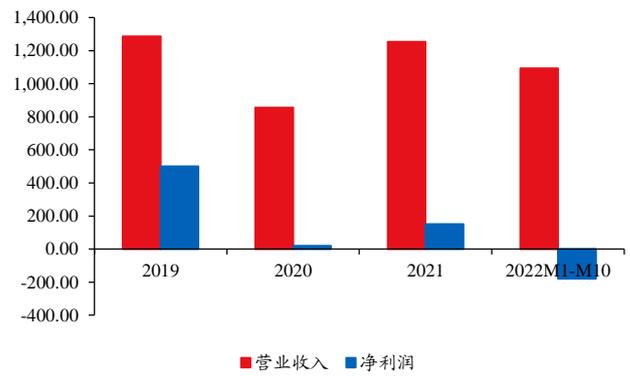
**补全出版社版图，做大影响力。**公司 23 年起拟收购广州岭南美术出版社及广州地图出版社，加速补全一般图书出版社布局。一方面，虽一般图书业务占公司整体体量较小，但爆款产品的出现有利于公司影响力的提升，同时也将对市场类教辅的拓展以及发行渠道产生积极协同作用。另一方面，更多出版社纳入上市公司体内也带来一定的利润增量。以当前拟并购的岭南美术出版社和地图出版社为例，预计将贡献小千万级别业绩增量。截至目前，公司旗下预计将有 10 家出版社（原 8 家出版社+拟收购的广州岭南美术出版社与广州地图出版社），覆盖品类相对齐全，囊括了教材教辅出版、经管类、文艺类、少儿类、工具类、音乐美术类等。

图表 33 广州岭南美术出版社经营数据（万元）



资料来源：公司公告，华创证券

图表 34 广州地图出版社经营数据（万元）



资料来源：公司公告，华创证券

**展望后续，外延增长在未来或仍可持续。**1) 省内情况看，当前仍有部分发行渠道及出版社资源在上市公司体外，比如广州及深圳地区的教材教辅发行，广东教育出版社、广东音像出版社等出版社资源；2) 对标省外，发行渠道与出版社资源统一是大势所趋。以江苏、湖南、山东、安徽等地为例，基本皆已实现省内教材及评议类教辅发行渠道的统一，且公司体内出版社种类也较为齐全。基于此，我们认为南方传媒未来几年外延增长仍有理论上的可能性，或可继续贡献较多业绩增量。

图表 35 各出版公司在手百佳出版社（按 2017 年百佳名单）

证券简称	百佳数量	百佳出版社名称
中国出版	7	人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、生活·读书·新知三联书店、中国民主法制出版社
凤凰传媒	6	人民社、科技社、教育社、少儿社、美术社、译林社、
中南传媒	5	湖南人民出版社、湖南文艺出版社、岳麓书社、湖南科学技术出版社、湖南美术出版社
时代出版	4	安徽人民出版社、安徽少年儿童出版社、安徽美术出版社、黄山书社
浙版传媒	4	浙江教育出版社、浙江少年儿童出版社、浙江人民美术出版社、浙江摄影出版社
中文传媒	3	二十一世纪出版社集团、江西人民出版社、江西美术出版社
山东出版	2	山东人民出版社、明天出版社
中国科传	1	科学出版社
长江传媒	1	长江文艺社
南方传媒	1	广东教育出版社
城市传媒	1	青岛出版社

资料来源：各公司公告，国家新闻出版署，华创证券整理

### 3、内部改革：集约化+专业化，盈利能力有望提升

除积极的进行外延并购外，公司也积极对内部已有资源进行改革，包括对教材教辅出版的集约化以及大众出版的专业化经营，有望提升出版业务毛利率水平：

1) **教育出版集约化经营**：将分散在各出版社的粤版教材教辅资源整合统一至广东教育出版社，加快教育产业延链、补链、强链。整合后，一方面，同质化竞争和资源内耗

问题得到有力解决，成本端或有下降；另一方面，粤版教材矩阵更集中、规模更具优势、结构更加合理。有利于进一步提升教育出版社经营效率，后续教材教辅毛利率有望提升。

- 2) **大众出版专业化、特色化、品牌化发展：**将教材教辅从各出版社剥离至教育出版社后，其余出版社都根据自身资源优势锚定一般图书领域的主赛道，有望使得各出版社专注于提升自身一般图书出版及营销水平，可期待后续一般图书盈利及影响力的提升。
- 3) **改革左右成效：**①教材教辅方面，据羊城晚报新闻资料，广东教育出版社教材教辅年发行量突破2亿册，21年营收11.14亿元，在全国地方教育出版社排名由第10升至第2；在全国首届教材建设奖评选中斩获7个奖项。②大众图书方面，在2月中国出版协会举办的第八届中华优秀出版物奖评选中，广东省出版集团获6项正式奖、6项提名奖，位居全国地方出版集团第2位。其中《建设现代化经济体系丛书》（7册）、《澳门通史——从远古至2019年》、《共和国教育70年》、《汉字结构认知大字典》、《千万与春住》获得正式图书奖项。《三城记：明清时期的粤港澳大湾区与丝绸外销》、《你好，安娜》、《科幻星球：火星使命（三部曲）》、《新病机十九条：中医诊疗疾病新视角》获图书提名奖。

**图表 36 获奖图书出版情况**

正式图书奖项	出版社
《建设现代化经济体系丛书》（7册）	广东经济出版社
《澳门通史——从远古至2019年》	广东教育出版社
《共和国教育70年》	江西教育出版社
《汉字结构认知大字典》	广东人民出版社
《千万与春住》	花城出版社
图书提名奖	出版社
《三城记：明清时期的粤港澳大湾区与丝绸外销》	广东岭南美术出版社
《你好，安娜》	广东花城出版社
《科幻星球：火星使命（三部曲）》	新世纪出版
《新病机十九条：中医诊疗疾病新视角》	广东科技出版社

资料来源：羊城晚报《广东出版何以屡居全国前列？社长总编解析“做书之道”》，华创证券整理

## 五、投资建议

收入端：我们看好公司主业增长性。1）发行业务：受益广东地区在校学生数增长+发行渠道整合，预计发行业务保持稳定增长；2）出版业务：教材教辅出版受益广东地区在校学生数增加保持稳定增长；大众图书主要受益出版社并购+专业化经营，看好后续大众图书发力。其余业务体量较小且未出现明显边际变化，预计保持稳定增长。

成本端：受益发行渠道整合规模效应有望提升，预计发行业务毛利率提升。出版业务受益公司教材教辅的集约化经营+大众图书的专业化经营，后续经营效率（毛利率）有望提升。其余业务体量较小且未出现明显边际变化，预计毛利率保持稳定。

我们预计公司 2023/24/25 年归母净利润分别为 12.33/13.61/15.14 亿元，同比增速 31%/10%/11%，当前股价对应 12/11/10 倍 PE。

我们采用相对估值法进行估值，主要选取业务类似的凤凰传媒、中南传媒、山东出版、新华文轩作为可比公司。可比公司 23 年平均 PE 为 14X（截至 2023/4/27），考虑公司主业增长较快；以及 AI+教育落地较快，后续成长空间较大，我们给予公司 2023 年 20 倍 PE，目标市值 246.52 亿元，对应目标价 27.52 元，首次覆盖，予以“强推”评级。

图表 37 南方传媒盈利预测（亿元）

亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	52.15	55.97	65.25	68.97	75.98	90.55	120.40	141.71	160.90
yoy		7%	17%	6%	10%	19%	33%	18%	14%
发行	26.11	29.34	36.50	39.83	50.09	70.67	83.26	97.88	110.15
yoy		12%	24%	9%	26%	41%	18%	18%	13%
出版	22.28	24.51	25.84	28.45	30.07	31.52	38.51	44.05	49.90
yoy		10%	5%	10%	6%	5%	22%	14%	13%
物资	12.78	10.96	11.50	9.42	10.56	10.66	11.20	11.76	12.35
yoy		-14%	5%	-18%	12%	1%	5%	5%	5%
印刷	3.32	4.00	4.53	5.00	5.49	5.46	5.73	6.02	6.32
yoy		20%	13%	10%	10%	-1%	5%	5%	5%
报媒	0.86	1.16	1.48	1.74	2.17	2.07	2.26	2.44	2.56
yoy		35%	28%	18%	25%	-5%	9%	8%	5%
其他	0.09	0.65	0.98	1.36	1.05	2.41	1.45	1.57	1.62
内部抵销	-14.19	-16.30	-18.02	-19.42	-26.12	-34.06	-22.00	-22.00	-22.00
<b>毛利率</b>	<b>30.20%</b>	<b>31.50%</b>	<b>29.50%</b>	<b>31.32%</b>	<b>28.60%</b>	<b>31.39%</b>	<b>29.80%</b>	<b>29.29%</b>	<b>29.15%</b>
发行	29%	28%	24%	24%	20%	22%	26%	26%	26%
出版	28%	24%	25%	25%	23%	25%	27%	28%	28%
物资	6%	7%	7%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
印刷	19%	19%	20%	19%	20%	21%	20%	20%	20%
报媒	47%	43%	37%	44%	45%	41%	45%	45%	45%
其他	34%	55%	51%	53%	43%	33%	45%	45%	45%
内部抵销	-0.28%	-0.80%	-0.33%	0.05%	0.27%	0.24%	0.27%	0.27%	0.27%

<b>营业成本</b>	<b>36.40</b>	<b>38.34</b>	<b>46.00</b>	<b>47.37</b>	<b>54.25</b>	<b>79.42</b>	<b>84.53</b>	<b>100.21</b>	<b>114.00</b>
发行	18.54	21.17	27.85	30.15	39.99	54.94	61.73	72.60	81.32
出版	16.15	18.61	19.36	21.35	23.24	23.58	27.94	31.84	36.05
物资	12.06	10.15	10.74	8.54	9.59	9.70	10.19	10.70	11.23
印刷	2.67	3.23	3.63	4.03	4.37	4.31	4.57	4.79	5.03
报媒	0.46	0.66	0.93	0.98	1.20	1.21	1.25	1.35	1.42
其他	0.06	0.29	0.48	0.64	0.59	1.62	0.80	0.86	0.89
内部抵销	-14.23	-16.43	-18.08	-19.41	-26.05	-33.97	-21.94	-21.94	-21.94

资料来源：公司财报，华创证券预测

图表 38 可比公司估值

	市值	归母净利润 (百万元)			YoY		PE		PEG	
	(百万元)	2022E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
凤凰传媒	32,447	2,081.8	2,179.4	2,371.6	5%	9%	15	14	3.17	1.55
中南传媒	24,102	1,392.2	1,614.7	1,761.7	16%	9%	15	14	0.93	1.50
山东出版	21,975	1,680.4	1,804.0	1,909.0	7%	6%	12	12	1.66	1.98
新华文轩	23,060	1,396.7	1,526.9	1,660.5	9%	9%	15	14	1.62	1.59

资料来源：wind，华创证券，（数据截至 2023/4/27，利润预测采用 wind 一致预期）

## 六、风险提示

纸张成本上涨：纸张价格变动会影响公司毛利率水平，若后续纸张成本大幅上涨将影响公司盈利能力

教育政策变化：教育政策变化将影响公司业务布局及主业发展

在校学生数变化：公司主业以教材教辅发行出版为主，若后续在校学生数减少，则将影响公司主业收入

并购进展不及预期：公司后续理论上仍有外延增长空间，若进展不及预期或影响公司盈利水平

新业务进展不及预期：公司正在积极布局 AI+教育、数字教材等新业务，若新业务进展不及预期将影响公司表现

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,271	5,441	7,788	10,357
应收票据	1	2	2	2
应收账款	1,466	2,233	2,755	3,052
预付账款	106	155	187	198
存货	1,455	2,114	2,420	2,725
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,100	1,156	1,330	1,595
流动资产合计	7,400	11,101	14,483	17,929
其他长期投资	472	472	473	473
长期股权投资	298	280	280	280
固定资产	924	917	907	900
在建工程	1,617	1,852	2,090	2,328
无形资产	3,012	2,709	2,408	2,137
其他非流动资产	1,094	1,099	1,113	1,130
非流动资产合计	7,418	7,329	7,271	7,248
<b>资产合计</b>	<b>14,818</b>	<b>18,430</b>	<b>21,754</b>	<b>25,176</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	185	263	298	333
应付账款	3,699	4,730	5,687	6,536
预收款项	2	2	3	3
合同负债	593	789	928	1,054
其他应付款	487	487	487	487
一年内到期的非流动负债	50	150	100	100
其他流动负债	432	565	654	737
流动负债合计	5,447	6,986	8,157	9,250
长期借款	729	1,251	1,727	2,204
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	594	638	638	638
非流动负债合计	1,323	1,889	2,365	2,842
<b>负债合计</b>	<b>6,770</b>	<b>8,875</b>	<b>10,522</b>	<b>12,092</b>
归属母公司所有者权益	7,237	8,470	9,830	11,344
少数股东权益	811	1,085	1,402	1,740
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,048</b>	<b>9,555</b>	<b>11,232</b>	<b>13,084</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,818</b>	<b>18,430</b>	<b>21,754</b>	<b>25,176</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,425</b>	<b>1,902</b>	<b>2,104</b>	<b>2,383</b>
现金收益	1,193	1,802	1,915	2,056
存货影响	-238	-659	-306	-305
经营性应收影响	146	-837	-575	-327
经营性应付影响	714	1,110	992	885
其他影响	610	485	79	74
<b>投资活动现金流</b>	<b>-305</b>	<b>-422</b>	<b>-275</b>	<b>-374</b>
资本支出	-491	-356	-332	-335
股权投资	-134	18	0	0
其他长期资产变化	319	-84	57	-39
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,015</b>	<b>690</b>	<b>518</b>	<b>560</b>
借款增加	176	622	427	477
股利及利息支付	-649	-14	-13	-14
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-542	82	104	98

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>9,055</b>	<b>12,040</b>	<b>14,171</b>	<b>16,089</b>
营业成本	6,212	8,452	10,020	11,400
税金及附加	43	58	67	77
销售费用	868	1,155	1,359	1,528
管理费用	852	1,133	1,333	1,514
研发费用	7	10	12	13
财务费用	-41	-17	-22	-25
信用减值损失	-22	-10	-10	-10
资产减值损失	-35	20	20	20
公允价值变动收益	-113	-10	-10	-10
投资收益	53	100	100	100
其他收益	122	100	100	100
<b>营业利润</b>	<b>1,121</b>	<b>1,455</b>	<b>1,606</b>	<b>1,787</b>
营业外收入	3	8	8	8
营业外支出	10	7	7	7
<b>利润总额</b>	<b>1,114</b>	<b>1,456</b>	<b>1,607</b>	<b>1,788</b>
所得税	52	68	75	83
<b>净利润</b>	<b>1,062</b>	<b>1,388</b>	<b>1,532</b>	<b>1,704</b>
少数股东损益	119	155	171	190
<b>归属母公司净利润</b>	<b>943</b>	<b>1,233</b>	<b>1,361</b>	<b>1,514</b>
NOPLAT	1,023	1,371	1,511	1,681
EPS(摊薄) (元)	1.05	1.38	1.52	1.69

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	19.2%	33.0%	17.7%	13.5%
EBIT 增长率	32.4%	34.0%	10.2%	11.2%
归母净利润增长率	16.7%	30.7%	10.4%	11.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.4%	29.8%	29.3%	29.1%
净利率	11.7%	11.5%	10.8%	10.6%
ROE	13.0%	14.6%	13.8%	13.3%
ROIC	14.8%	15.5%	14.1%	13.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	45.7%	48.2%	48.4%	48.0%
债务权益比	17.1%	21.3%	21.9%	22.5%
流动比率	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
应收账款周转天数	61	55	63	65
应付账款周转天数	197	180	187	193
存货周转天数	77	76	81	81
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.05	1.38	1.52	1.69
每股经营现金流	2.71	2.12	2.35	2.66
每股净资产	8.08	9.45	10.97	12.66
<b>估值比率</b>				
P/E	16	12	11	10
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	13	9	8	8

## 团队介绍

### 组长、首席研究员：刘欣

中国人民大学硕士。先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）、民生证券（2019-2020），从事 TMT 行业研究工作。所在团队 2016/2017 年连续两年获得新财富最佳分析师评选文化传媒类第三名，2016 年水晶球评选第三名，2016 年金牛奖第三名，2017 年水晶球第五名，2017 证券时报金翼奖第一名，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名等。

### 分析师：张静雯

中国人民大学硕士。曾就职民生证券，2019 年获得 WIND 第七届金牌分析师评选传播与文化类第五名。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：费磊

南开大学硕士。曾就职民生证券，2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522