

中原传媒 (000719.SZ)
 出版

证券研究报告/公司深度报告

2025年02月14日

评级： 买入（首次）

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

Email: kangyw@zts.com.cn

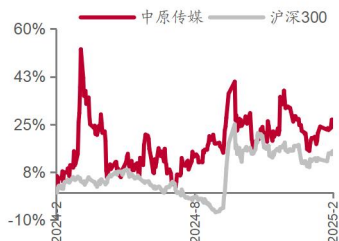
分析师：李昱喆

执业证书编号：S0740524090002

Email: liyz05@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,023.20
流通股本(百万股)	667.15
市价(元)	11.47
市值(百万元)	11,736.15
流通市值(百万元)	7,652.18

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,629	9,833	10,025	10,549	11,008
增长率 yoy%	4%	2%	2%	5%	4%
归母净利润(百万元)	1,032	1,389	998	1,346	1,443
增长率 yoy%	6%	35%	-28%	35%	7%
每股收益(元)	1.01	1.36	0.98	1.32	1.41
每股现金流量	1.56	2.14	1.38	1.62	1.75
净资产收益率	10%	13%	8%	11%	11%
P/E	11.4	8.5	11.8	8.7	8.1
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

备注：股价截止自2025年02月13日收盘价。

报告摘要

- 公司概要：中部地区出版领头羊，融合发展教育服务生态。** 中原传媒主要从事出版、发行、印刷、教育服务等领域业务，产业链完整且持续延展。2023年，公司归母净利润达13.9亿元，4年CAGR达13.8%。
- 行业分析：图书市场展现韧性，综合教育需求旺盛。** 图书市场展现韧性，其中，教材需求稳定，教辅表现亮眼有望延续稳增长态势，出生人口下滑对该类产品影响中短期内无虞。而一般图书略承压，但少儿图书展现韧性。
- 另外，智慧教育受政策支持推动明显，应用场景有望持续拓展，智慧教育平台等产品落地有望赋能出版行业业绩增长新动力。研学实践消费需求旺盛，看好拥有专业资质集成、渠道优势、国有属性背书的出版公司脱颖而出。
- 经营分析：主业稳步向上，打造教育服务生态。**
- 主业稳步向上，区域优势显著。** 公司立足出版发行主业，图书产品实现稳步向上的原因一方面源于公司所在区域人口基数以及教育氛围优势。另一方面，由于公司深耕出版内容、质量与服务，教育出版领先，大众出版专业化、品牌化发展，并推动发行渠道线上线下融合发展，完善融媒传播和销售网络体系，使得公司产品的区域领先地位得以持续巩固。我们认为，公司图书受益于素质教育育人所需知识覆盖范围增加、K12学生结构优化，以及公司自身积极拓展市场，看好客单价上升，助力图书业绩实现稳中有升。
- 拓展教育服务生态，看好加速推广。** 公司面对省内教育资源不均衡现象，利用自身资质、内容、渠道等优势，推出河南省中小学智慧教育平台，并拓展课程研发、课后服务、研学实践市场布局，搭建研学实践智慧平台、课后延时服务智慧云平台，致力成为集大成的优质内容资源建设者和知识服务提供方，看好加速落地推广后贡献业绩增量。
- 盈利预测、估值及投资评级：** 我们预计中原传媒2024-2026年收入分别为100.25/105.49/110.08亿元，分别同增1.95%/5.22%/4.35%。考虑到所得税政策变化会对公司2024-2026年归母净利润产生影响(其中，2024年归母净利润涉及冲回2023年度确认的相关递延所得税资产，所得税免征对于2025-2026年归母净利润构成正向影响)，我们预计2024-2026年归母净利润分别为9.98/13.46/14.43亿元，分别同增-28.14%/+34.90%/+7.22%，对应PE估值分别为11.8x/8.7x/8.1x。我们选择出版行业内同样从事图书出版发行公司作为可比对象，包括凤凰传媒、中南传媒、浙版传媒、南方传媒、山东出版。参考同业可比公司，考虑到公司教材教辅稳健增长，且积极利用内容、渠道优势拓展教育服务生态，有望打开业绩成长空间，且估值低于可比公司平均水平，建议持续关注，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**文化监管端的政策风险；国有传媒企业优惠政策变动；短视频直播电商图书折扣力度加大；研报使用的信息数据更新不及时的风险；第三方数据失真的风险。

内容目录

公司概况：中部地区出版领头羊，融合发展教育服务	5
立足出版发行主业，融合发展教育服务新业态.....	5
主业稳中向上，盈利能力向好.....	6
行业分析：图书市场展现韧性，综合教育需求旺盛	9
图书市场展现韧性，教材教辅和一般图书规模有望稳步向上.....	9
智慧教育受政策支持推动明显，相关产品有望加快落地.....	13
研学消费需求旺盛，出版公司有望崭露头角.....	15
经营分析：主业稳步向上，打造教育服务生态	16
出版发行主业稳步向上，区域优势显著.....	17
拓展教育服务生态，看好加速推广.....	25
盈利预测与估值	28
盈利预测.....	28
风险提示	31
文化监管端的政策风险.....	31
国有传媒企业优惠政策变动.....	31
短视频直播电商图书折扣力度加大.....	31
研报使用的信息数据更新不及时的风险.....	31
第三方数据失真的风险.....	31

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	5
图表 2：公司股权结构（截至 2024Q3）.....	6
图表 3：2023 年公司营收按业务拆分（亿元）.....	6
图表 4：2019-2024H1 公司各业务营收占比（%）.....	6
图表 5：2019-2024H1 公司营收及增速（亿元）.....	7
图表 6：2019-2024H1 公司营收构成（亿元）.....	7
图表 7：2019-2024H1 公司毛利率情况（%）.....	7
图表 8：2019-2023 年公司毛利构成（亿元）.....	7
图表 9：2019-2024H1 公司归母净利润及归母净利率情况（亿元，%）.....	8
图表 10：2019-2024H1 公司费用率情况（%）.....	8
图表 11：2019-2024H1 公司资产负债率（%）.....	8
图表 12：2019-2024H1 公司存货周转率及应收账款周转率（次）.....	8
图表 13：2019-2024H1 公司经营活动现金流量净额及增速（亿元）.....	9
图表 14：2019-2024H1 公司现金储备情况（亿元）.....	9
图表 15：2019-2023 年公司分红比例及股息率（%）.....	9
图表 16：2019-2024H1 公司未分配利润情况（亿元）.....	9
图表 17：2018-2022 年图书市场新老书品种数及出版效率情况（种）.....	10
图表 18：2017-2021 年中小学教材零售金额及增速（亿元）.....	10
图表 19：2020-2024 年教辅图书码洋规模及增速（亿元）.....	11
图表 20：2020-2024Q3 教辅细分品类码洋占比（%）.....	11
图表 21：2007-2024 年全国出生人口及对应的学习阶段（万人）.....	11
图表 22：全国代表地区综合高中班试点情况.....	12
图表 23：2020-2024 年全国图书零售市场各品类码洋规模（亿元）.....	12
图表 24：2020-2024 年全国图书零售市场各品类码洋增速（%）.....	12
图表 25：2022 年全国代表省市 K12 阶段一般公共预算教育经费及在校学生数占比情况（%）.....	13

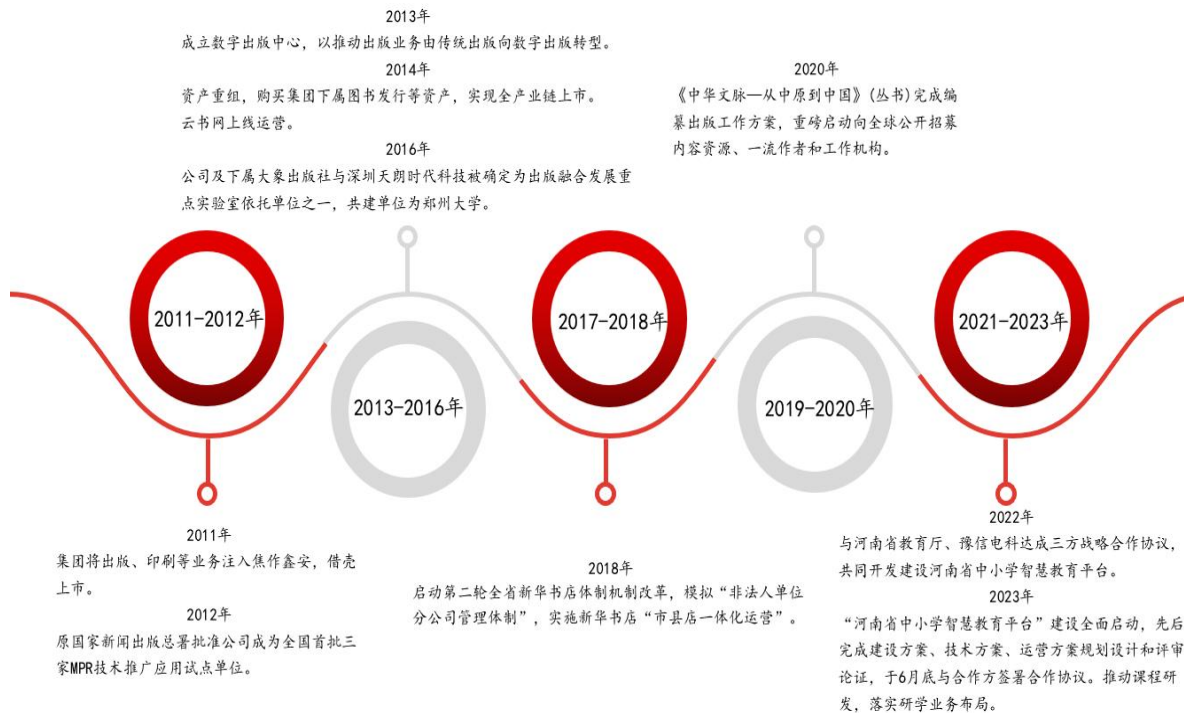
图表 26:	智慧教育相关政策梳理	14
图表 27:	智慧教育全流程应用场景	15
图表 28:	智慧教育平台商业模式示意图	15
图表 29:	2019-2023 年中国人均教育文化娱乐支出情况 (元)	16
图表 30:	2023 年 7 月个人参加研学项目花费分布情况 (%)	16
图表 31:	2019-2028E 我国研学市场规模及增速 (亿元)	16
图表 32:	2024 年 7 月消费者选择研学主要考虑因素 (%)	16
图表 33:	公司商业模式	17
图表 34:	2019-2024H1 公司图书收入及增速 (亿元)	18
图表 35:	2019-2024H1 公司图书毛利及毛利率 (亿元, %)	18
图表 36:	2012-2038 年河南省 K12 阶段对应的出生人口数情况 (万人)	18
图表 37:	2019-2023 年河南省与沿海地区平均人均可支配收入及增速对比 (元)	19
图表 38:	2019-2023 年河南省与沿海地区平均人均收支剩余及增速对比 (元)	19
图表 39:	2019-2023 年中部地区外出农民工流动情况 (万人)	19
图表 40:	2019-2023 年河南省农村劳动力转移就业情况 (万人)	19
图表 41:	2015-2023 年公司图书收入增速同河南省 K12 各阶段在校学生人数增速拟合情况 (%)	20
图表 42:	2019-2023 年河南省 K12 阶段在校学生人数 (万人)	20
图表 43:	2023 年代表省市高考一本上线率 (%)	20
图表 44:	2017-2021 年河南省复读率情况 (%)	20
图表 45:	2019-2023 年河南省 K12 阶段学生教材教辅客单价及增速 (元)	21
图表 46:	2019-2023 年主要省份 K12 阶段学生教材教辅客单价 (元)	21
图表 47:	2019-2023 年河南省居民人均可支配收入及增速 (元)	21
图表 48:	公司旗下出版社梳理	22
图表 49:	2019-2024H1 公司出版业务收入及增速 (亿元)	23
图表 50:	2019-2024H1 公司出版业务毛利率 (%)	23
图表 51:	本科教材《战略管理》	23
图表 52:	高职教材《Java 程序设计案例教程》	23
图表 53:	2019-2024H1 公司发行业务收入及增速 (亿元)	24
图表 54:	2019-2024H1 公司发行业务毛利率 (%)	24
图表 55:	公司销售渠道示意图	24
图表 56:	公司新华书店门店升级改造案例	25
图表 57:	云书网电商平台	25
图表 58:	2018-2022 年河南省一般公共预算教育经费及增速 (亿元)	25
图表 59:	2018-2022 年河南省 K12 阶段生均一般公共预算教育经费 (元)	25
图表 60:	河南省内各地市经济和教育发展情况	26
图表 61:	河南省中小学智慧教育平台	26
图表 62:	智慧教育平台特色应用“豫教大模型”	26
图表 63:	智慧教育平台应用“智慧作业”	27
图表 64:	智慧教育平台应用“智慧新高考”	27
图表 65:	研学实践智慧平台“知天地”	27
图表 66:	沉浸式研学课程《风雅梦华》	27
图表 67:	公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)	30
图表 68:	可比公司估值	30

公司概况：中部地区出版领头羊，融合发展教育服务

立足出版发行主业，融合发展教育服务新业态

- **夯实主业根基，多元发展教育服务生态。**中原传媒是地方国企出版集团代表之一，业务涵盖出版、发行、印刷、教育服务等领域，产业链完整且持续延展。
- 2011年，公司借壳焦作鑫安上市。2013年，公司成立数字出版中心，加快数字转型节奏。2014年，公司完成资产重组，实现全产业链上市。2018年，公司启动二轮新华书店体制改革，激发内生活力。2022-2023年，公司聚焦智慧教育、课程研发、研学实践赛道，全面启动以服务现代教育为核心的智慧教育平台、课后延时服务智慧云平台和研学实践智慧平台建设。

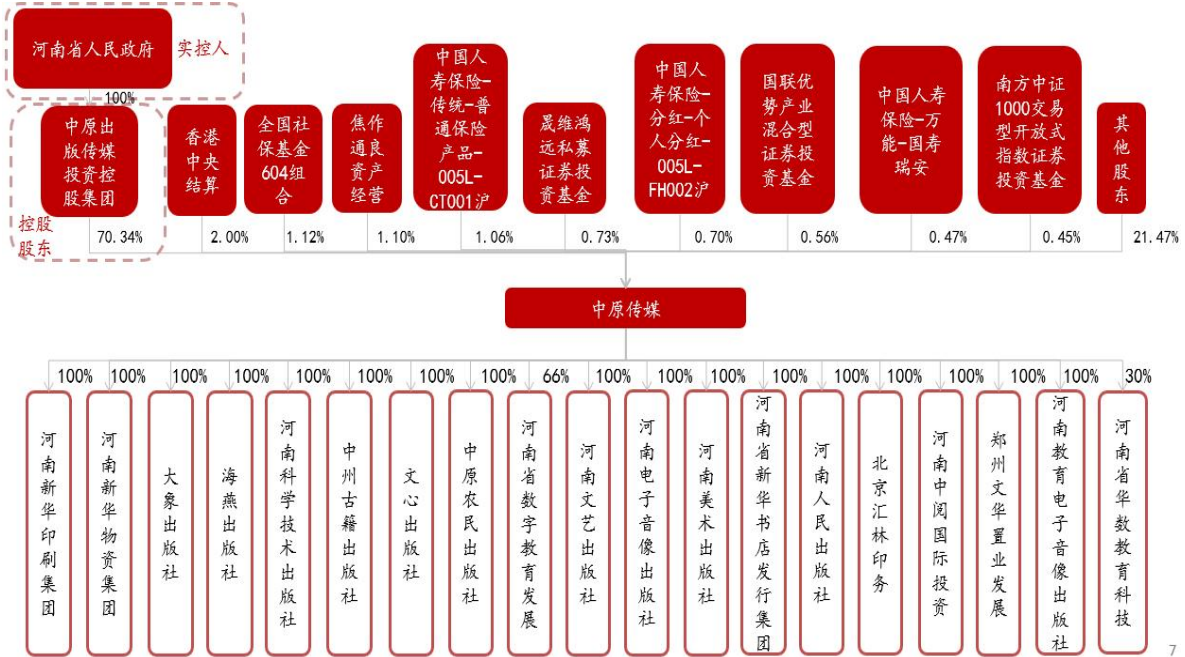
图表 1：公司发展历程



来源：公司公告，公司官网，云书网，中泰证券研究所

- **控股股东产业资源丰富，实控人为河南省人民政府。**截至 2024Q3，中原出版传媒投资控股集团持有公司 70.3%的股权，为公司控股股东；河南省人民政府持有中原出版传媒投资控股集团 100%股权，为公司实控人。中原出版传媒投资控股集团是河南省最大的文化产业集团，主营业务涵盖出版、文创、印制、图书发行、文化地产等；旗下拥有河南人民出版社等 11 家出版社、《销售与市场》等 21 种报刊、130 家省市县新华书店和新华印刷集团、新华物资集团等各级（五级）子（分）公司共 195 家，产业布局遍布全省各地以及北京、深圳等地。

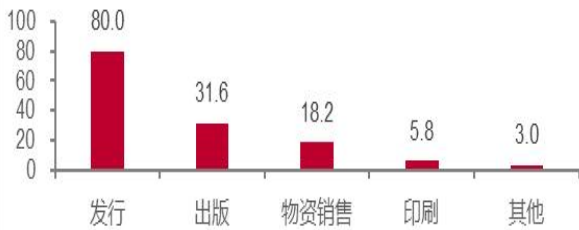
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024Q3)



来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 下属子公司数据截至 2024H1。)

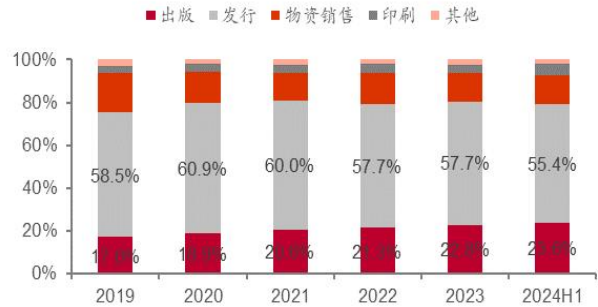
- 出版发行收入占比提升, 收入结构持续优化。公司出版及发行业务为主要收入来源, 公司在此基础上持续提质增效, 压缩物资销售业务收入规模。2019-2023 年, 出版发行两项业务收入占比均保持在 70% 以上, 2023 年收入占比达 80.5%。

图表 3: 2023 年公司营收按业务拆分 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 收入为未剔除内部抵消口径。)

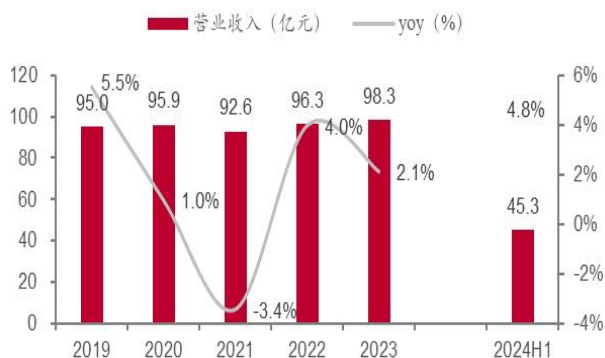
图表 4: 2019-2024H1 公司各业务营收占比 (%)



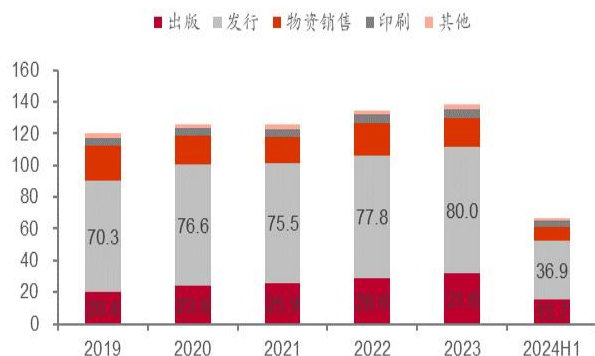
来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 收入为未剔除内部抵消口径。)

主业稳中向上, 盈利能力向好

- 主业稳步推动收入稳中向上。2019-2023 年, 公司因时而进, 在推进创新业务探索的同时, 聚焦主业, 虽然 2021 年收入受疫情等因素影响有所承压, 但整体营收仍然稳定, 从 95.0 亿元增长至 98.3 亿元, 4 年 CAGR 达 0.9%。其中, 主业出版及发行业务(未剔除内部抵消口径) 4 年 CAGR 分别达 11.6% 及 3.3%, 稳步推动公司收入向上。

图表 5: 2019-2024H1 公司营收及增速 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2019-2024H1 公司营收构成 (亿元)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 收入为未剔除内部抵消口径。)

- **毛利率稳步向上, 盈利能力持续向好。**2019-2023 年, 公司积极发挥完备产业链优势提升盈利能力, 毛利率稳步向上, 2023 年达 38.4%。其中, 出版及发行为主要毛利来源, 出版发行业务合计毛利由 2019 年的 25.5 亿元增至 2023 年的 35.2 亿元, 毛利占比达 93.8%。

图表 7: 2019-2024H1 公司毛利率情况 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 8: 2019-2023 年公司毛利构成 (亿元)


来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 毛利构成为未剔除内部抵消口径。)

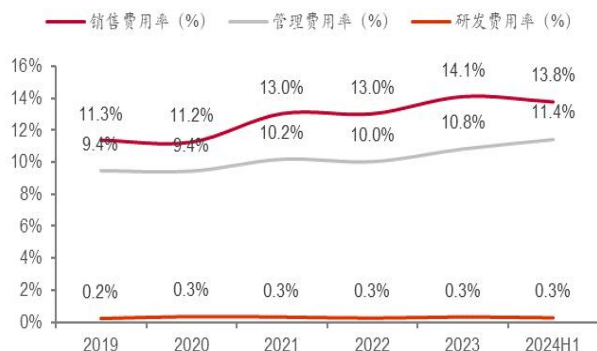
- **归母净利率整体稳中向好, 费用支出稳定。**公司归母净利润及归母净利率 2019-2023 年整体稳中向好, 2023 年分别达 13.9 亿元及 14.1%, 2024H1 有所下降主要因所得税优惠政策变化导致所得税费用增加。费用支出方面, 公司销售费用率因销售费用中职工薪酬及广告宣传费支出增加略有提升; 管理费用率则因管理费用中职工薪酬、折旧与摊销增加而有所上升; 研发费用率保持稳定, 费用支出整体较稳定。

图表 9: 2019-2024H1 公司归母净利润及归母净利率情况 (亿元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

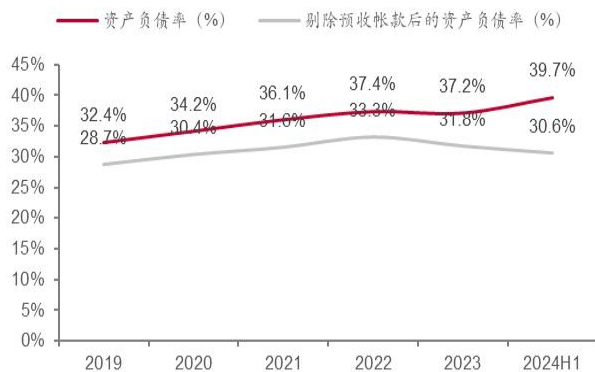
图表 10: 2019-2024H1 公司费用率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

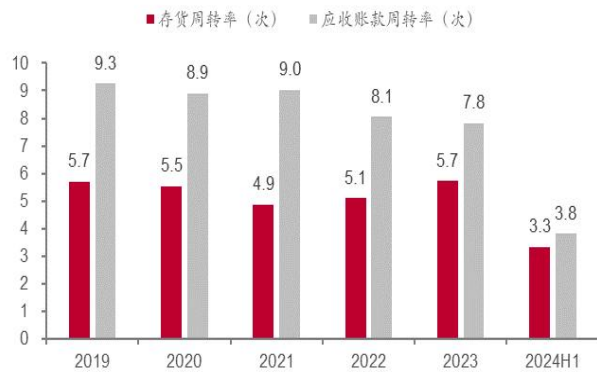
- **资本结构健康, 营运能力良好。**资本结构方面, 公司 2022 年资产负债率有所增长主要由于应付账款中待结算贷款增加, 2023 年增长主要因合同负债增加, 而剔除预收账款后的资产负债率仍保持较低水平, 资本结构健康。营运能力方面, 公司实施了应收账款、存货专项检查, 进一步优化完善内部控制, 建立健全了风险防控长效机制, 企业发展的安全屏障更加牢固, 存货周转率与应收账款周转率均保持较高水平, 2022-2023 年应收账款周转率下降主要因应收账款中应收定向类客户款项增加。

图表 11: 2019-2024H1 公司资产负债率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

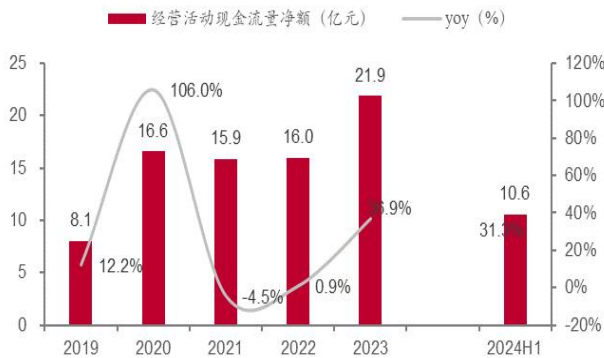
图表 12: 2019-2024H1 公司存货周转率及应收账款周转率 (次)



来源: Wind, 中泰证券研究所

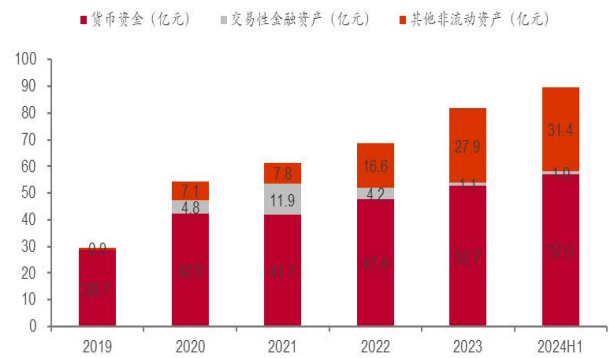
- **现金流充足, 分红比例提升空间较大。**2019-2023 年, 公司经营活动现金流量和账上现金整体呈向上趋势, 现金储备较充足, 以有力支持未来经营活动开展及创新业务拓展。分红方面, 公司近 5 年分红比例维持在 30-40% 水平, 股息率维持在 4.5% 及以上水平, 考虑到公司未分配利润充沛 (母公司以及合并口径体量均较为可观), 现金流状况优异, 后续分红比例仍有较大的提升空间。

图表 13: 2019-2024H1 公司经营活动现金流量净额及增速 (亿元)



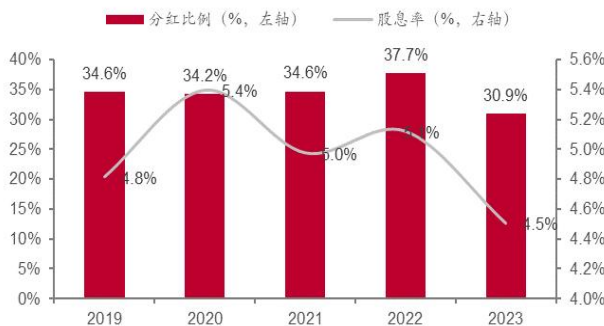
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2019-2024H1 公司现金储备情况 (亿元)



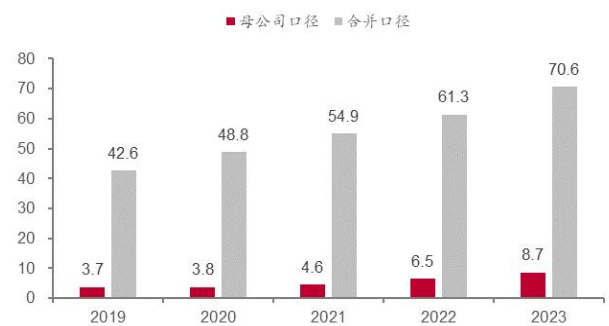
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 其他非流动资产中, 主要为定期存单, 流动性较好, 故可将其纳入现金范畴。)

图表 15: 2019-2023 年公司分红比例及股息率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 股息率计算公式为当年每股分红/当年年末收盘价。)

图表 16: 2019-2024H1 公司未分配利润情况 (亿元)



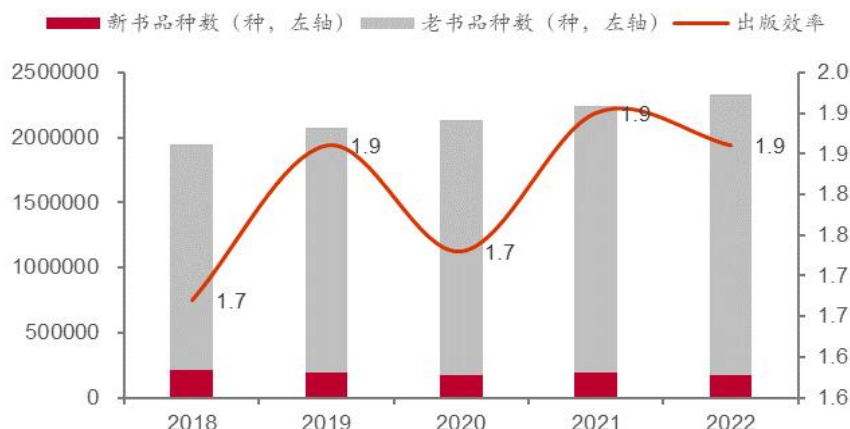
来源: Wind, 中泰证券研究所

行业分析: 图书市场展现韧性, 综合教育需求旺盛

图书市场展现韧性, 教材教辅和一般图书规模有望稳步向上

- **新书出版效率提升, 利于打造内容良性发展业态。**通过追踪读者阅读变化趋势, 及时出版读者关注热点的图书能够有效触达读者, 并基于此第一时间获取销售反馈进行优化, 因此新书的出版效率提升明显。北京开卷数据显示, 2022 年新书出版效率已达 1.9, 反映出新书的单品种获益能力提升, 能有效激发图书创作者的创作动力, 促进新选题策划, 从而持续产出高质量书籍, 利于打造良性发展业态。

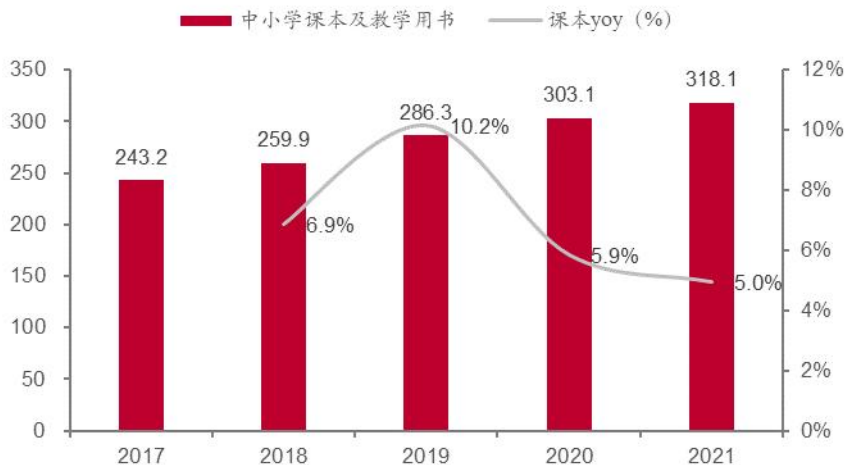
图表 17: 2018-2022 年图书市场新老书品种数及出版效率情况 (种)



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

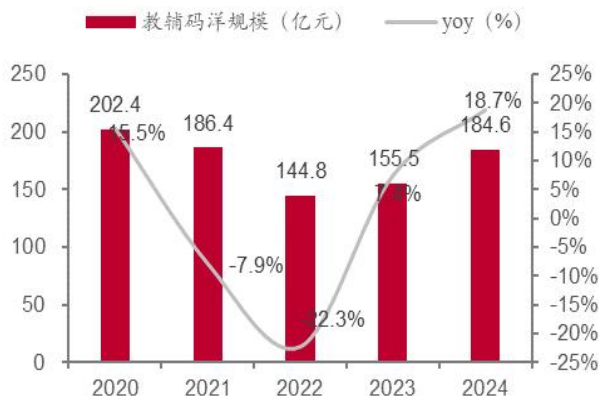
- 教材需求稳定, 教辅表现亮眼有望延续稳增态势。** 国家广播电视总局、国家新闻出版署、北京开卷等数据显示, 教材及教辅产品作为教学刚需品, 长期保持较为稳定的市场需求。其中, 教辅市场虽然 2021 年受双减政策影响有所承压, 但业内玩家已逐步适应常态化监管节奏并进行转型。教辅图书在内容上更多聚焦提升学科素养、掌握有效的学习方法, 该市场码洋规模 2023-2024 年均实现正向增长, 表现亮眼, 后续有望伴随初高中学生人数增加及教育服务多元化延续稳定增长态势。

图表 18: 2017-2021 年中小学教材零售金额及增速 (亿元)



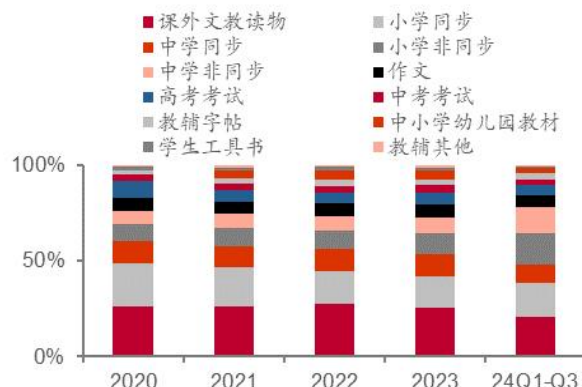
来源: 国家广播电视总局, 中国政府网, 中国出版传媒网, 乌兰察布扫黄打非, 国家新闻出版署, 中泰证券研究所

图表 19: 2020-2024 年教辅图书码洋规模及增速 (亿元)



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

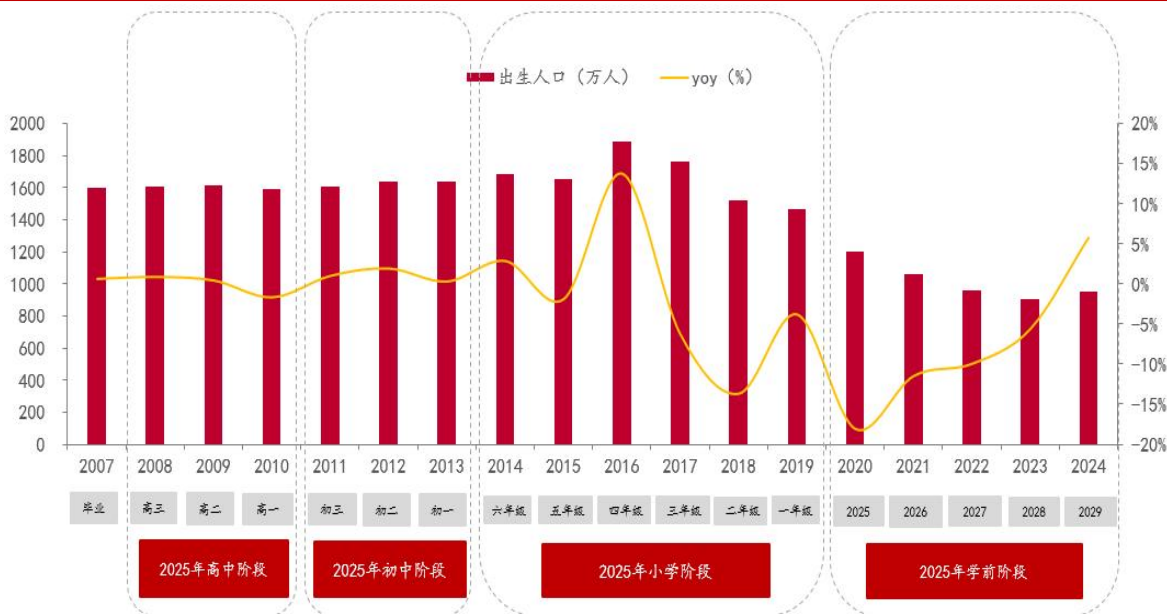
图表 20: 2020-2024Q3 教辅细分品类码洋占比 (%)



来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

■ **出生人口下滑对教材教辅影响中短期内无虞。**地方国企出版集团核心收入产品为教材教辅。从探讨教材教辅营收成长动力角度, 市场对于出生人口下滑影响教材教辅收入增长的担忧是压制出版行业估值的主要因素之一。但是, 我们认为, 出生人口下滑对教材教辅收入 (更准确表述应为 K12 各学习阶段的教材教辅收入) 增速中短期内影响有限。2025 年所对应的小学阶段出生人数规模受益于 2016-2017 年二胎开放后的出生人口高峰保持较高水平, 规模达约 1.0 亿人。同时, K12 在校学生整体基数较大, 单个年级学生人数减少对于整体规模影响较小。

图表 21: 2007-2024 年全国出生人口及对应的学习阶段 (万人)



来源: Wind, 中泰证券研究所

■ **综合高中班试点稳步推进, 看好推动 K12 阶段教材教辅销量向上。**在人口结构变化、经济发展水平平稳向好背景下, 全国层面部分地市已根据当地实际人口、教学资源情况, 进行综合高中班试点, 构建普职融通课程体系, 促进高中阶段教育优质多样发展。出版公司 K12 阶段教材教辅产品有望受益于高中阶段学生数增加, 推动产品销量稳步向上。

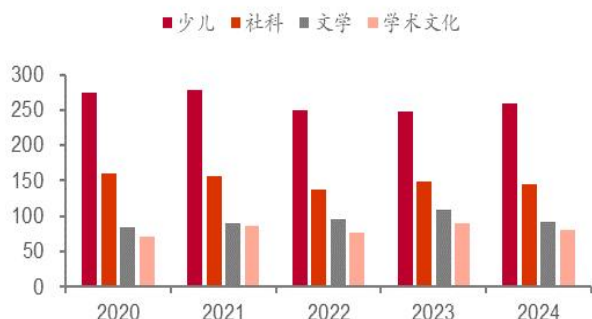
图表 22: 全国代表地区综合高中班试点情况

时间	地区	试点形式
2024 年	广州	以 公办中等职业学校 为建设主体开展综合高中试点， 5 所学校 共计招生 1,100 人 。 综合高中班统筹开设普通高中课程和专业课程，探索 职普课程融合、学分互认 。
2024 年	福建	原则上应由普通高中学校 和中等职业学校组成联合体申报（联合体学校数量控制在 2-4 所）， 并明确牵头学校，也可以 1 所学校单独申报。 综合高中班学生入学后原则上全部注册为 普通高中学籍 。
2024 年	河南	确定 郑州市财贸学校等 33 所 中等职业学校 为河南省首批综合高中班试点学校。 已公布的综合高中班试点，招生计划原则上不超过 2 个班 100 人。
2024 年	成都	积极支持鼓励四川天府新区、成都高新区等举办综合高中， 设置招生计划 1,605 名 ； 在综合高中办学模式改革的基础上，继续支持 25 所中职学校与 29 所普通高中 联合开设普职融通实验班 ，设置招生计划 4,760 名，较 2023 年增加 2,325 名。
2023 年	苏州	综合高中班学籍实行“ 单一注册，双重管理 ”， 高一一年级统一注册普通高中学籍。

来源：各省市教育厅/局，中泰证券研究所

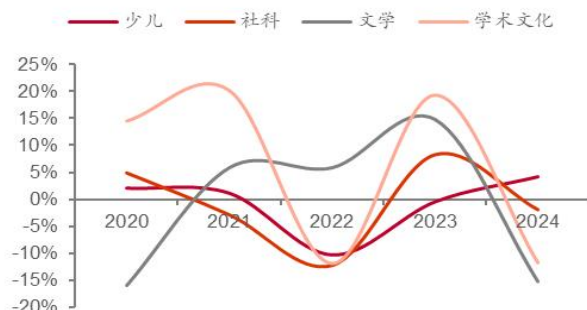
- **一般图书市场略承压，少儿图书展现韧性。**一般图书具备可选消费属性，同宏观环境相关性较高。2024 年，图书零售市场在大众消费偏谨慎情况下，码洋规模（剔除教材教辅）达 868 亿元，同比下降 4.8%。一般图书各品类码洋增速有一定分化，少儿图书恢复正向增长展现韧性，而社科等品类则出现负向增长，后续伴随出版公司挖掘社交电商等流量洼地渠道以及优质内容推出有望驱动市场景气度回暖。

图表 23: 2020-2024 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)



来源：北京开卷，中泰证券研究所

图表 24: 2020-2024 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)

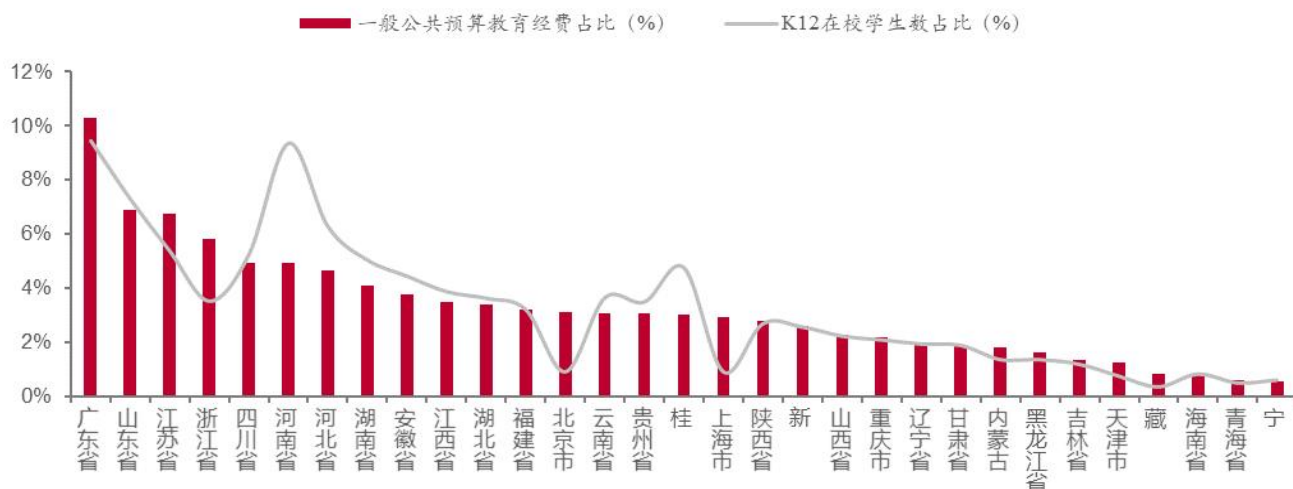


来源：北京开卷，中泰证券研究所

智慧教育受政策支持推动明显，相关产品有望加快落地

- **我国教育公平化需求亟待满足，智慧教育落地重要性愈发凸显。**我国作为教育大国，虽然发展教育公平化已取得丰硕成果，但是仍面临诸多挑战。区域间的经济发展、社会文化、师资储备、教育成本差异，造成不同区域间教育资源及教育发展水平的不平衡，部分地区教育经费占比低于学生占比的现象仍然显著，例如河南省 2022 年 K12 在校学生数占全国代表省市学生数比重达 9.3%，教育经费占比仅 4.9%。
- 在教育公平化需求亟待满足背景下，智慧教育（AI+教育等）低成本、高效率教学的特点较契合国内教育环境，智慧教育的规模化推广、项目落地重要性愈发凸显。

图表 25：2022 年全国代表省市 K12 阶段一般公共预算教育经费及在校学生数占比情况（%）



来源：教育部，各省市统计局，中经数据，中泰证券研究所（注：各自治区使用简称表示。）

- **智慧教育政策顶层设计逐步明确，地方政策落地广度深度明显提升。**近年来，国家围绕科教兴国战略，深化教育科技人才综合改革。智慧教育从宏观战略的优化完善，到地方校内具体场景中智慧教育平台、智慧校园建设的细化落实，反映出地方政策落地措施在广度和深度上都有质的飞跃，成效明显，有力支持“双减”工作，亦为个性化学习、终身学习、扩大优质教育资源覆盖面和教育现代化提供有效支撑。

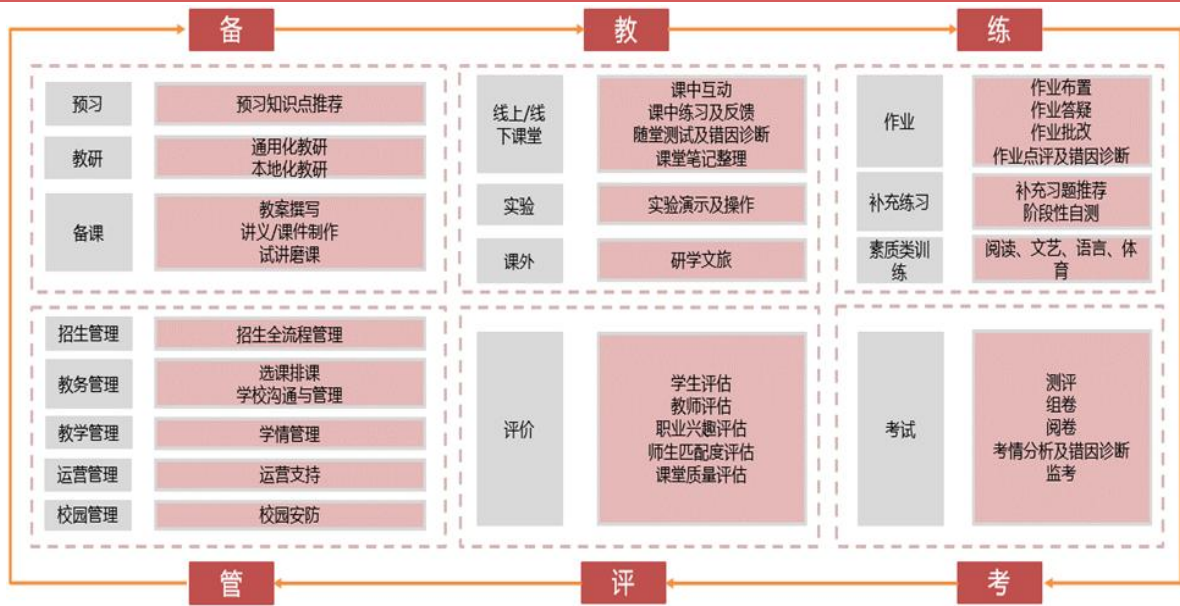
图表 26: 智慧教育相关政策梳理

日期	发布文件/会议	要点
2024.11	《关于加强中小学人工智能教育的通知》	坚持统筹谋划等总体要求，加大对教育薄弱地区支持力度， 2030年前在中小学基本普及人工智能教育。 具体任务方面，各地要加大对人工智能教育投入及经费保障，鼓励将人工智能教育纳入地方课程和校本课程，鼓励各地各校 将AI教育纳入课后服务项目和研学实践 ，进行一体化实施，并引导中小學生合理使用各类AI工具。 编写出版信息科技教材的单位，要同步建设配套的数字教学资源。
2023.05	《基础教育课程教学改革深化行动方案》	充分利用数字化赋能基础教育，推动数字化在 拓展教学时空、共享优质资源、优化课程内容与教学过程、优化学生学习方式、精准开展教学评价 等方面广泛应用，促进教学更好地适应知识创新、素养形成发展新要求， 构建数字化背景下的新型教与学模式 ，助力提高教学效率和质量。
2023.02	《数字中国建设整体布局规划》	促进数字公共服务普惠化，大力实施国家教育数字化战略行动， 完善国家智慧教育平台。
2023.01	《河南省中小学智慧教育平台建设与应用实施方案》	省内中小学和教育管理部门，优先使用全省统一建设的智慧教育平台。 2023 年底前，遴选不少于20个县区、1,000所学校开展试点应用，组织应用培训，形成初期规模效应。 2024 年底前， 平台应用场景持续丰富，配套支持政策和制度体系基本健全，用户范围基本实现全省覆盖 ，品牌效应凸显。
2022.10	《二十大报告》	落实立德树人根本任务， 优化区域教育资源配置，优化职业教育类型定位，完善学校管理和教育评价体系，健全学校家庭社会育人机制。 推进教育数字化，建设全民终身学习的学习型社会、学习型大国。
2022.02	《教育部2022年工作要点》	实施教育数字化战略行动。强化需求牵引，深化融合、创新赋能、应用驱动，积极发展“互联网+教育”，加快推进教育数字转型和智能升级。推进教育新型基础设施建设， 建设国家智慧教育公共服务平台，创新数字资源供给模式，丰富数字教育资源和服务供给。
2021.12	《“十四五”数字经济发展规划》	加快推动文化教育等领域公共服务资源数字化供给和网络化服务， 促进优质资源共享复用。 深入推进智慧教育，提升在线教育支撑服务能力。

来源：中国政府网，教育部，河南省教育厅，广东省人工智能产业协会，中泰证券研究所

- 智慧教育应用场景有望持续拓展，实现教学全流程覆盖。**现有智慧教育模式受制于场景复杂度、数字技术成熟度及适配性等因素，无法实现教学全流程应用覆盖，应用场景较为分散。我们认为，伴随AI、VR/AR等新兴技术成熟度增长，智慧教育应用场景有望持续拓展整合，实现“备课-教学-练习-考试-评价-管理”的教学全流程覆盖，有效提升教师教学效率以及学生学习效率。

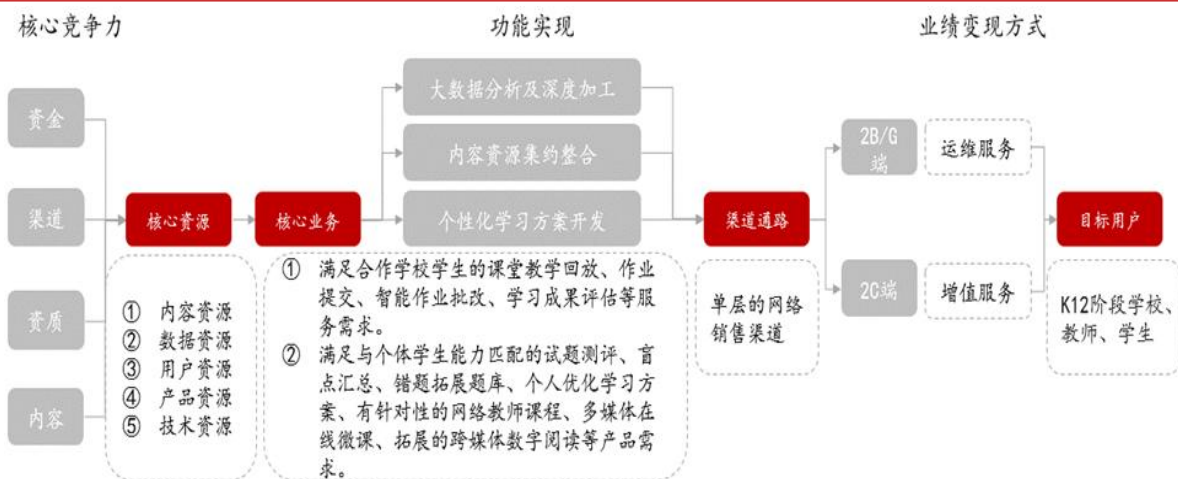
图表 27：智慧教育全流程应用场景



来源：好未来，罗兰贝格管理咨询，中泰证券研究所

- **中小学智慧教育平台扎根校内场景，赋能出版行业业绩增长新动力。** 中小学智慧教育平台应用场景为校内，依赖于内容、教学数据等核心资源，通过对海量信息资源进行深度分析与集约整合，进而为用户量身定制个性化、交互式、多媒体个人学习整体解决方案类型的产品，实现“一个内容多种创意，一个创意多次开发，一次开发多种产品，一种产品多种形态，一次投入多次产出，一次产出多次增值”的效果。出版行业尤其是地方国企出版集团有望凭借资质、内容、渠道等优势布局智慧教育平台，并伴随其商业模式成熟挖掘业绩增长新动能。

图表 28：智慧教育平台商业模式示意图



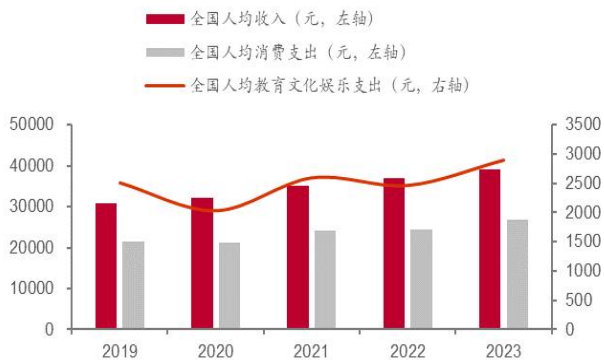
来源：《传播与版权》，中泰证券研究所

研学消费需求旺盛，出版公司有望崭露头角

- **研学实践消费需求旺盛，看好出版公司脱颖而出。** 艾媒咨询和中经数据数据显示，2019-2023 年，我国人均教育文化娱乐支出整体呈上升趋势，2023 年人均支出达 2,904 元。伴随疫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需求旺盛。根据艾媒咨询 2023 年 7 月调研数据，40.3% 消费者在研学项目花费金额保持在 1,000-3,000 元水平。

■ 另外，艾媒咨询数据指出，2023 年我国研学市场规模达 1,469 亿元，随着研学文旅观念持续普及，研学市场景气度有望持续向上，预计 2028 年市场规模将达 3,041 亿元，5 年 CAGR 达 15.7%，市场发展空间广阔。消费者在选择研学项目时更注重相关安全保障及内容深度，拥有专业资质集成、渠道优势、国有属性背书的出版公司有望脱颖而出。

图表 29: 2019-2023 年中国人均教育文化娱乐支出情况 (元)



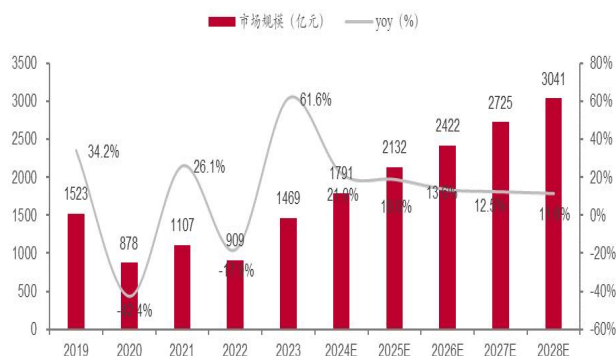
来源：艾媒咨询，中经数据，中泰证券研究所

图表 30: 2023 年 7 月个人参加研学项目花费分布情况 (%)



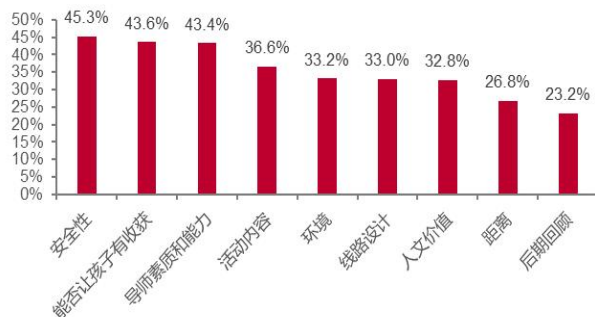
来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

图表 31: 2019-2028E 我国研学市场规模及增速 (亿元)



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

图表 32: 2024 年 7 月消费者选择研学主要考虑因素 (%)



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

经营分析：主业稳步向上，打造教育服务生态

- **公司商业模式：**立足出版发行业，利用内容、资源等优势打造教育服务生态。
- 首先，公司以教材教辅、一般图书的出版发行为主要业务，旗下出版社、物资集团等子公司提供出版完整产业链服务，积累了丰富的 IP 资源（文献集成、小说等类型）。公司是主流教材出版单位的河南省独家代理商，所属出版企业获得了河南省教育行政部门对全科评议教辅出版的行政许可，资质优势明显，开发出版了系列教辅产品。同时，公司积极开拓多元化渠道，包括传统新华书店门店、云书网、新媒体渠道等，助力图书销售转化。

- 其次，公司充分发挥现有渠道和资源优势，利用大数据、人工智能、区块链等技术，延伸开拓智慧教育、数字版权等领域。公司以出版融合发展（郑州）重点实验室和中国教育出版网为两大支撑，形成了大象e教、大象e学等代表产品矩阵，并搭建了河南省中小学智慧教育平台，有望加速推动商业化进展。同时，公司布局数字版权业务，上线了河南省版权登记平台。
- 最后，公司依托河南省深厚文化资源储备，成立了河南创新实践教育公司，搭建了研学实践智慧平台，不断扩大研学合作版图，围绕课后延时服务、研学实践、劳动教育三大产品体系，丰富研学和课后服务课程生态矩阵，有望拓展新变现路径。

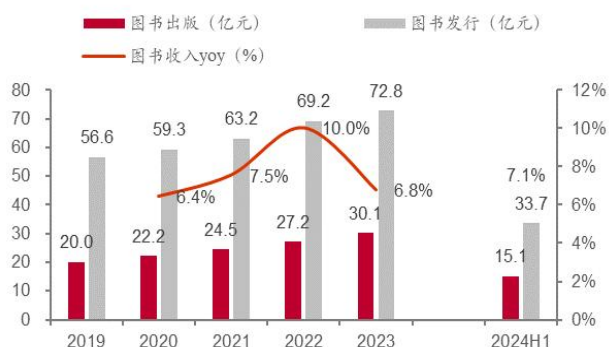
图表 33: 公司商业模式



来源：公司公告，中原出版传媒集团，中泰证券研究所

出版发行主业稳步向上，区域优势显著

■ 图书产品稳步向上，支撑公司收入与毛利向好。公司图书产品由教材教辅和一般图书构成，其中教材教辅为主要收入来源。教材教辅具有刚需特点，给予了公司业绩坚实支撑，2019-2023年，公司图书产品收入（未剔除内部抵消口径）稳步向上，2023年达103.0亿元，4年CAGR达7.7%，毛利率维持在30-35%水平。

图表 34：2019-2024H1 公司图书收入及增速（亿元）


来源：Wind，中泰证券研究所（注：图书收入为未剔除内部抵消口径。）

图表 35：2019-2024H1 公司图书毛利及毛利率（亿元，%）


来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所（注：图书毛利为未剔除内部抵消口径。）

- **河南省人口基数优势明显，K12 在校学生规模中期内有望保持平稳。**数量维度，根据河南省统计局数据，河南省 K12 阶段适龄就读人口数基数较大，近 10 年保持在 1,400-1,500 万人左右。按照出生人口正常的升学节奏推测，从 2026 年开始，河南省小学阶段适龄就读人口规模会出现一定程度下降，但初高中阶段仍将延续增长态势，K12 阶段在校学生规模中期内有望保持平稳。

图表 36：2012-2038 年河南省 K12 阶段对应的出生人口数情况（万人）

年份	小学阶段出生人口数	小学yoy (%)	初中阶段出生人口数	初中yoy (%)	高中阶段出生人口数	高中yoy (%)	合计	合计yoy (%)
2012	699		386		389		1474	
2013	684	-2.1%	381	-1.3%	390	0.3%	1455	-1.3%
2014	678	-0.9%	368	-3.4%	392	0.5%	1438	-1.2%
2015	675	-0.4%	361	-1.9%	386	-1.5%	1422	-1.1%
2016	679	0.6%	348	-3.6%	381	-1.3%	1408	-1.0%
2017	688	1.3%	341	-2.0%	368	-3.4%	1397	-0.8%
2018	700	1.7%	338	-0.9%	361	-1.9%	1399	0.1%
2019	719	2.7%	336	-0.6%	348	-3.6%	1403	0.3%
2020	742	3.2%	337	0.3%	341	-2.0%	1420	1.2%
2021	765	3.1%	337	0.0%	338	-0.9%	1440	1.4%
2022	791	3.4%	343	1.8%	336	-0.6%	1470	2.1%
2023	810	2.4%	351	2.3%	337	0.3%	1498	1.9%
2024	812	0.2%	363	3.4%	337	0.0%	1512	0.9%
2025	802	-1.2%	376	3.6%	343	1.8%	1521	0.6%
2026	758	-5.5%	391	4.0%	351	2.3%	1500	-1.4%
2027	701	-7.5%	402	2.8%	363	3.4%	1466	-2.3%
2028	631	-10.0%	415	3.2%	376	3.6%	1422	-3.0%
2029	561	-11.2%	419	1.0%	391	4.0%	1371	-3.6%
2030			410	-2.1%	402	2.8%		
2031			387	-5.6%	415	3.2%		
2032			339	-12.4%	419	1.0%		
2033			291	-14.2%	410	-2.1%		
2034			244	-16.2%	387	-5.6%		
2035			222	-9.2%	339	-12.4%		
2036					291	-14.2%		
2037					244	-16.2%		
2038					222	-9.2%		

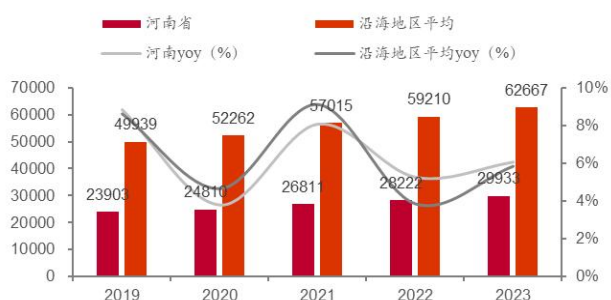
来源：河南省统计局，中泰证券研究所

- **河南省省内就业吸引力增强，人口净流出现象改善可期。**河南省出生人口下降除了出生率影响外，另一个主要影响因素为人口持续流出。河南省既是农业大省，也是传统劳动力输出大省，经济发展不充分不平衡导致省内人口孔雀东南飞现象成为常态，其流出人口主要流向经济发达的沿海地区，如广东、

浙江等。但是，伴随河南省工资水平、公共服务水平提升以及沿海地区生存成本上升，河南省同沿海地区收支剩余增速差距整体已开始收窄。

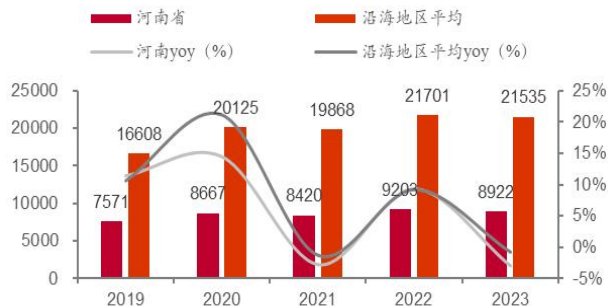
- 中部地区多数省会城市伴随产业结构调整快速发展，带来更多就业机会，使得农村劳动力逐渐开始偏好省内转移就业。我们判断，在河南省同沿海地区收支剩余增速差距收窄情况下，劳动力流向选择有望继续调整，向省内回流，河南省人口净流出现象持续改善可期。

图表 37: 2019-2023 年河南省与沿海地区平均人均可支配收入及增速对比 (元)



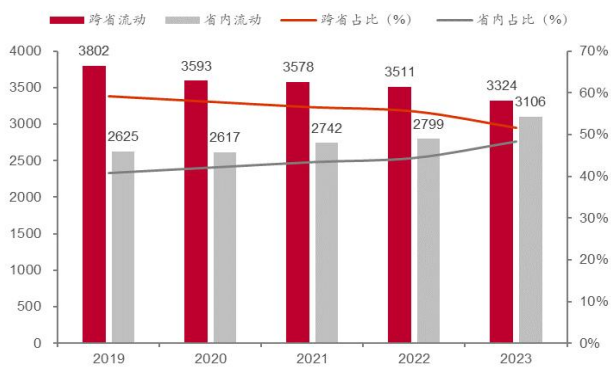
来源: CSMAR, 中经数据, 中泰证券研究所

图表 38: 2019-2023 年河南省与沿海地区平均人均收支剩余及增速对比 (元)



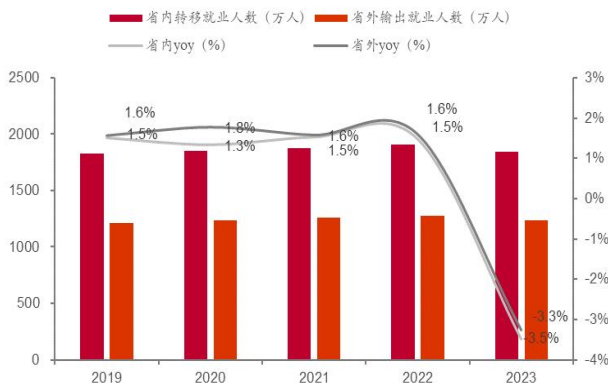
来源: CSMAR, 中经数据, 中泰证券研究所

图表 39: 2019-2023 年中部地区外出农民工流动情况 (万人)



来源: 中国政府网, 国家统计局, 中泰证券研究所

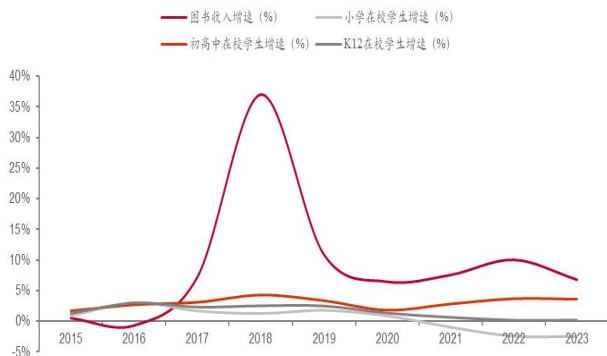
图表 40: 2019-2023 年河南省农村劳动力转移就业情况 (万人)



来源: 河南省人力资源和社会保障厅, 河南省人民政府, 中泰证券研究所

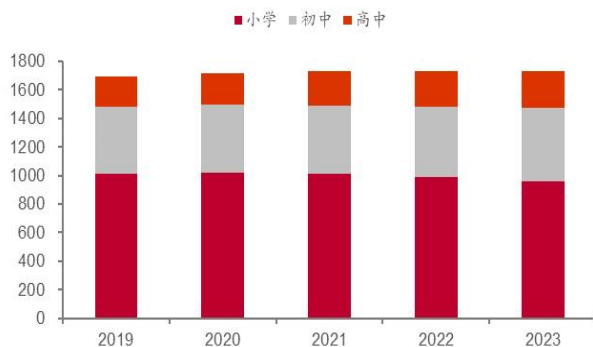
- 初高中学生人数同图书收入增长正向相关性明显，K12 学生结构调整有望支撑图书增长。我们尝试将公司图书（主要为教材教辅）收入增速趋势同河南省 K12 各阶段在校学生人数增速进行拟合，发现图书收入增速同初高中在校学生人数增速呈高度正相关，且明显强于小学及 K12 阶段。而在 K12 在校学生数中，省内初高中学生数占比已由 2019 年的 40.3% 提升至 2023 年的 44.4%，我们预计未来初高中学生人数有望延续增长态势，看好 K12 学生结构调整有效支撑教材教辅产品持续增长。

图表 41: 2015-2023 年公司图书收入增速同河南省 K12 各阶段在校学生人数增速拟合情况 (%)



来源: 河南省统计局, Wind, 中泰证券研究所 (注: 图书收入为未剔除内部抵消口径。)

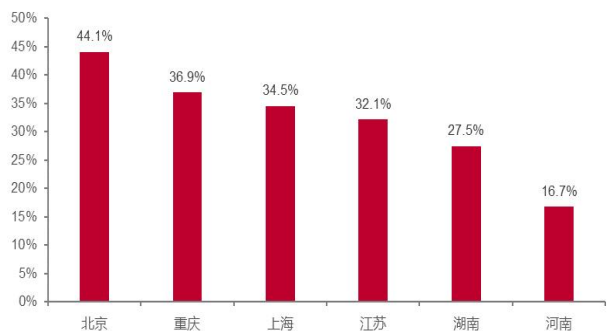
图表 42: 2019-2023 年河南省 K12 阶段在校学生人数 (万人)



来源: 河南省统计局, 中泰证券研究所

■ **河南省教育资源较有限, 复读人群有望提供教材教辅增量。**河南省的教育资源相较于自身人口基数较为有限, 教育竞争程度较激烈, 同发达地区高考一本上线率差距明显, 2023 年仅为 16.7%。因此, 省内学生在发展上升通道较为单一的情况下, 复读概率容易增加, 复读率整体处于较高水平。该类复读人群对于教材教辅使用需求强, 有望为公司教材教辅业绩提供增量。

图表 43: 2023 年代表省市高考一本上线率 (%)



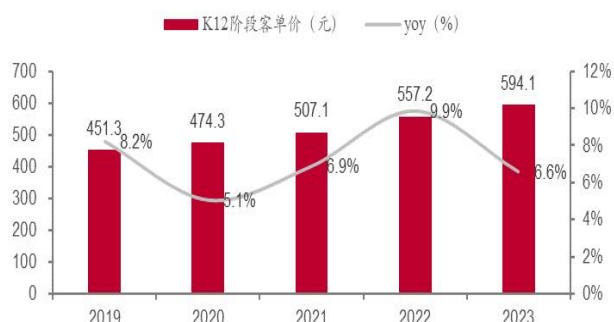
来源: 网易数读, 中泰证券研究所

图表 44: 2017-2021 年河南省复读率情况 (%)



来源: 网易数读, 中泰证券研究所

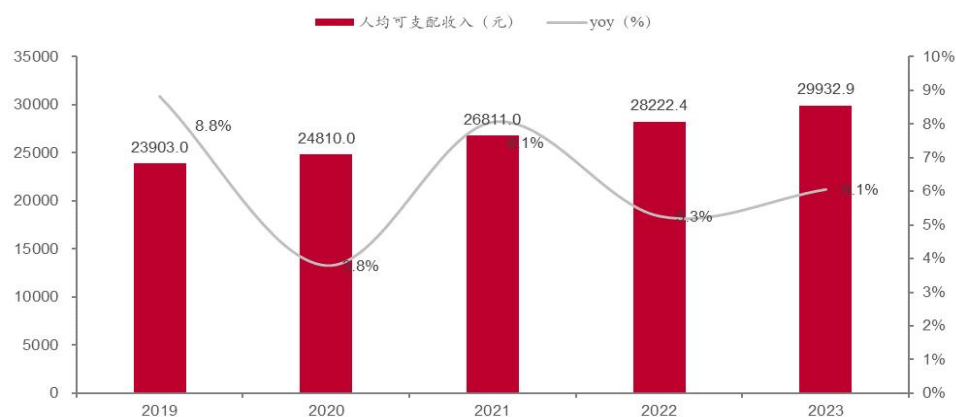
■ **看好省内教材教辅客单价持续增长。**价格维度, 河南省 K12 阶段学生教材教辅客单价亦保持稳中向上趋势, 2023 年达 594.1 元, 4 年 CAGR 达 7.1%, 与其他教育大省相比客单价基数较低, 提升空间广阔。我们认为, 教材教辅作为 K12 阶段学生升学过程中的主要需求品, 位于小升初、中考、高考等阶段的学生存在较旺盛的备考使用需求且生均教材教辅支出较高。伴随素质教育育人所需知识覆盖范围增加、省内初高中学生数量增加及人均可支配收入上升, 看好教材教辅客单价持续增长。

图表 45: 2019-2023 年河南省 K12 阶段学生教材教辅客单价及增速 (元)


来源: 河南省统计局, Wind, 中泰证券研究所 (注: 客单价由各省的省级出版集团教材教辅收入除以当地 K12 在校学生数得出。公司图书收入主要由教材教辅构成, 故选用该收入代表教材教辅收入情况。教材教辅收入为未剔除内部抵消口径。)

图表 46: 2019-2023 年主要省份 K12 阶段学生教材教辅客单价 (元)


来源: 各省市统计局, Wind, 凤凰传媒公司公告, 中泰证券研究所 (客单价由各省的省级出版集团教材教辅收入除以当地 K12 在校学生数得出。山东省在校学生数为剔除青岛地区后数据。教材教辅收入为未剔除内部抵消口径。)

图表 47: 2019-2023 年河南省居民人均可支配收入及增速 (元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 教育出版优势明显, 大众出版推动专业化、品牌化发展。**公司拥有 11 家出版社, 涉及教育、科技、少儿、文艺等多个领域。教材教辅方面, 公司凭借产品内容、质量和服务的独特优势, 出品的系列产品在区域市场处于主导地位。以教育出版为基础的大象出版社 2023 年营收同增 14.2%, 净利润同增 36.3%。一般图书方面, 公司依托地区特色, 积极打造豫版图书品牌, 通过优化资源配置推动出版专业化、品牌化发展。

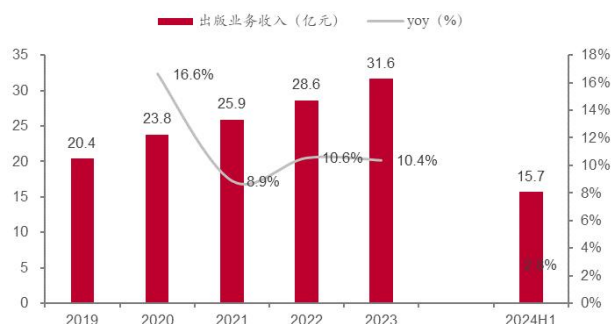
图表 48：公司旗下出版社梳理

出版社	简称	主要方向
河南人民出版社有限责任公司	人民出版社	综合性出版社，主要出版政治、哲学、文化教育、历史等领域的党政精品、学术专著和具有地方特色的图书，形成了主题出版、特色出版和学术出版三大板块为主的产品线。
大象出版社有限公司	大象社	以主题出版为引领，教育出版为基础，数字出版为支撑，形成书籍、期刊和融合产品互动的多元发展格局。
河南科学技术出版社有限公司	科技社	专注于医学、生物、手工和教育四大特色产品线，发展为集图书、音像、电子出版于一体的专业科技出版机构。
海燕出版社有限公司	海燕社	专注出版青少年儿童书籍，涵盖绘本、儿童文学、科普等。
中州古籍出版社有限公司	古籍社	专业从事古籍整理、地方史志和传统文化读物。
河南美术出版社有限公司	美术社	主要担负美术、摄影、书法等专业和普及性读物的编辑出版任务。
文心出版社有限公司	文心社	专注于作文教材、作文研究、作文指导、语法和写作知识类读物等，是国内唯一的作文专业出版社。
河南文艺出版社有限公司	文艺社	主要出版现当代文学艺术作品、文艺理论、传记及文化类图书，兼及中国古代经典作品、外国优秀文学图书。
中原农民出版社有限公司	农民社	专注农民科普读物、农业科技专著、大众文化读物、中医健康读物、青少年文化教育读物、时尚生活读物等出版板块。
河南电子音像出版社有限公司	电子音像社	以编辑出版文化、科技、教育类出版物为主。
河南教育电子音像出版社有限公司	豫教音像	专注于教育领域的音像、电子和网络出版，涵盖基础教育、职业教育和社会教育领域。

来源：公司公告，各出版社官网，中州古籍出版社，河南美术出版社，中原农民出版社，中泰证券研究所

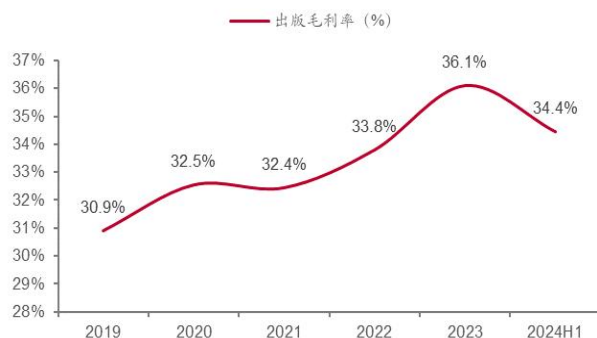
- 出版业务盈利能力向好，教育出版和大众出版区域领先。**2019-2023 年，公司出版业务收入与毛利率稳中向好。教材教辅方面，公司继续成为河南省 2024 秋—2027 春义务教育免费教科书“单一来源采购”供应商，采购预算金额 57.0 亿元，并打造全学科、全品类、全版本、全系列的教辅产品体系，保持区域领先地位。一般图书方面，公司聚焦特色出版，推出《自我突围》《山海经：中国神兽图鉴》等重点项目，为品牌价值提升和市场拓展奠定基础。

图表 49: 2019-2024H1 公司出版业务收入及增速 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 收入为未剔除内部抵消口径。)

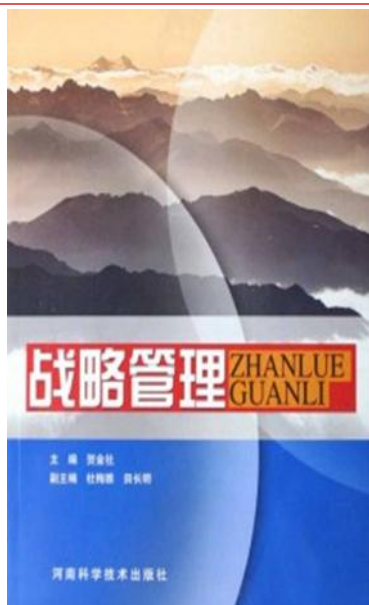
图表 50: 2019-2024H1 公司出版业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 完善教材体系, 拓展本科与职业教育市场。**公司积极完善教材体系, 在深耕 K12 教育领域的基础上, 旗下河南科学技术出版社不断拓展高等教育与职业教育市场, 聚焦本科及职业教材精品出版, 突出高等教育与职业教育特色。在“十四五”首批职业教育河南省规划教材中, 河南科学技术出版社 93 种教材入选, 覆盖公共课、医护、财经等多个领域, 入选种类位居首位。

图表 51: 本科教材《战略管理》



来源: 河南科学技术出版社官网, 中泰证券研究所

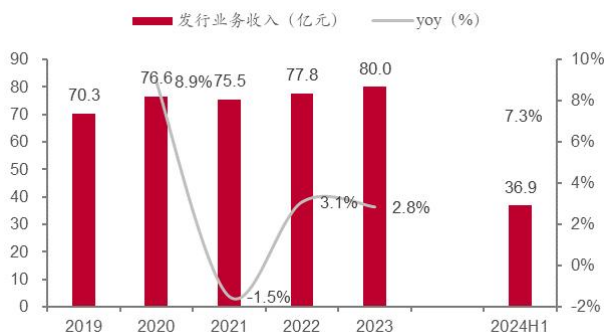
图表 52: 高职教材《Java 程序设计案例教程》



来源: 河南科学技术出版社官网, 中泰证券研究所

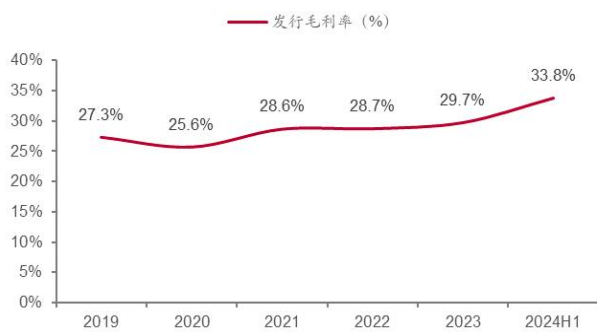
- 发行业务稳中有升, 线上线下融合发展。**公司发行业务收入与毛利率 2019-2023 年整体稳中有升。教材教辅方面, 公司旗下新华发行集团拥有覆盖全省市、县、乡(镇)的渠道和服务体系, 通过该渠道将教材教辅有效触达学校与学生。一般图书方面, 公司拓展多维销售渠道, 并打造云书网电商平台, 整合 120 余万种出版物。

图表 53: 2019-2024H1 公司发行业务收入及增速 (亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 收入为未剔除内部抵消口径。)

图表 54: 2019-2024H1 公司发行业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ **拓展发行渠道, 完善销售网络体系。**公司不断完善销售网络体系, 在线下渠道构建了涵盖门店卖场、物流仓储、配送服务及社会资源的全链条发行网络。同时, 公司在线上渠道布局传统平台电商的基础上, 积极拓展抖音、小红书、微信小店 (品牌自营模式, 图书、文创等产品与微信生态较契合, 看好后续通过节假日等活动进行口碑传播, 提升品牌曝光度) 等新媒体渠道, 挖掘流量价值可期。

图表 55: 公司销售渠道示意图



来源: 河南省新华书店发行集团, 中原出版传媒集团, 京东, 淘宝, 拼多多, 云书网, 抖音, 小红书, 微博, 微信, 中泰证券研究所

■ **门店升级提升坪效, 云书网经营向好。**具体而言, 线下渠道方面, 公司自 2021 年 9 月起, 启动全省门店升级改造工作, 通过主题化、特色化、智能化的焕新再造, 成功打造了适用于省、市、县三级门店的标杆示范。截至 2024 年 11 月, 全省累计升级改造实体门店总面积超 50,000 平方米, 加快“传统卖场”向“复合 IP”的转变进程, 助力经营坪效与品牌效益提升。

■ **线上渠道方面,**云书网基于核心图书产品, 丰富 SKU, 拓展具有文化属性加成的文创、配饰等产品, 线上线下深度融合的运营模式和经营格局不断优化

提升。截至 2024H1，云书网及全省电商直播间订单量突破百万，同比增长 8.2%。

图表 56：公司新华书店门店升级改造案例



来源：河南省新华书店发行集团，中泰证券研究所

图表 57：云书网电商平台



来源：云书网，中泰证券研究所

拓展教育服务生态，看好加速推广

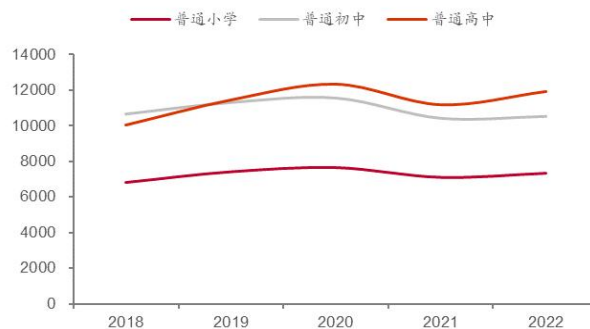
- 省内地市经济发展水平分化，教育资源不均衡现象明显。河南省内较注重教育经费投入，2018-2022 年教育经费整体保持稳定。但是，因资源禀赋、产业结构等因素影响，省内各地市经济发展水平仍呈现分化趋势，而教育资源不均衡现象也较为明显，部分地市同省会城市郑州在师资储备、教育水平等方面存在较大差距。

图表 58：2018-2022 年河南省一般公共预算教育经费及增速（亿元）



来源：河南省教育厅，中泰证券研究所

图表 59：2018-2022 年河南省 K12 阶段生均一般公共预算教育经费（元）



来源：河南省教育厅，中泰证券研究所

图表 60：河南省内各地市经济和教育发展情况

地区名称	GDP (亿元)		人口 (万人)		城镇居民人均可支配收入 (元)		K12在校生数 (万人)		一般公共预算教育经费 (亿元)	
	2023	占比 (%)	2023	占比 (%)	2023	占比 (%)	2023	占比 (%)	2022	占比 (%)
郑州市	13,617.8	22.8%	1,301.0	13.3%	48,740.0	11.3%	195.6	11.3%	217.3	13.8%
开封市	2,534.2	4.2%	471.4	4.8%	36,700.0	4.9%	84.7	4.9%	72.1	4.6%
洛阳市	5,481.6	9.2%	708.0	7.2%	45,727.3	6.2%	107.8	6.2%	110.9	7.1%
平顶山市	2,720.1	4.5%	492.0	5.0%	39,987.2	5.2%	91.0	5.2%	69.0	4.4%
安阳市	2,486.1	4.2%	538.0	5.5%	39,861.0	5.9%	101.7	5.9%	78.8	5.0%
鹤壁市	1,033.2	1.7%	157.0	1.6%	39,390.5	1.5%	25.7	1.5%	27.9	1.8%
新乡市	3,347.7	5.6%	613.0	6.2%	39,165.1	6.2%	108.3	6.2%	87.6	5.6%
焦作市	2,233.9	3.7%	352.0	3.6%	39,175.4	2.8%	48.6	2.8%	48.0	3.1%
濮阳市	1,850.6	3.1%	370.1	3.8%	38,712.0	4.3%	74.1	4.3%	63.5	4.0%
许昌市	3,238.2	5.4%	438.3	4.5%	39,538.0	4.2%	72.6	4.2%	70.6	4.5%
漯河市	1,764.0	3.0%	237.0	2.4%	40,692.2	2.1%	36.5	2.1%	41.8	2.7%
三门峡市	1,620.3	2.7%	202.0	2.1%	37,363.3	1.6%	27.6	1.6%	44.9	2.9%
南阳市	4,572.2	7.6%	950.0	9.7%	39,814.0	11.0%	191.5	11.0%	176.0	11.2%
商丘市	3,109.0	5.2%	766.0	7.8%	37,378.0	8.5%	146.7	8.5%	95.8	6.1%
信阳市	2,959.4	4.9%	605.0	6.2%	36,525.0	6.7%	116.1	6.7%	112.5	7.2%
周口市	3,332.6	5.6%	867.0	8.8%	33,084.2	9.3%	162.0	9.3%	129.8	8.3%
驻马店市	3,097.2	5.2%	677.0	6.9%	36,370.4	7.6%	132.3	7.6%	106.0	6.8%
济源市	788.6	1.3%	73.2	0.7%	43,401.0	0.6%	10.7	0.6%	17.0	1.1%

来源：企业预警通，河南省统计局，河南省教育厅，中泰证券研究所

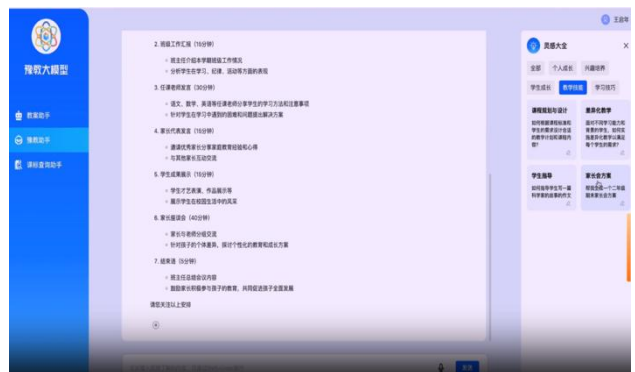
- **智慧教育平台助力提升教育均衡，看好平台加速推广。**公司与河南省教育厅、豫信电科达成三方合作协议，针对省内教育情况，共同开发建设并推出“河南省中小学智慧教育平台”，以“内容为本、智慧为翼、五育并举”为核心理念，打造智学、智教等多元应用场景，提供监测数据支撑，助力提升教育均衡。截至 2025 年 1 月，平台已覆盖了省内 300 所学校，1.3 万教师和 13 万学生。
- 该平台推出特色应用“豫教大模型”，打造 AI 学习助手，为学生提供在线辅导、个性化学习资源推送等个性化服务，豫教精灵为教师提供教学建议、智能备课等服务，帮助优化学习体验，并提升教学效率与教学质量。另外，该平台亦包含支持智能批改功能的“智慧作业”及可提供生涯规划、志愿填报、教学提质增效服务的“智慧新高考”等多项应用。我们看好该平台的国有背书优势，并按照政策指引方向稳步推进省内学校推广落地。

图表 61：河南省中小学智慧教育平台



来源：河南省中小学智慧教育平台，中泰证券研究所

图表 62：智慧教育平台特色应用“豫教大模型”



来源：河南智慧教育，中泰证券研究所

图表 63: 智慧教育平台应用“智慧作业”



来源: 河南智慧教育, 中泰证券研究所

图表 64: 智慧教育平台应用“智慧新高考”



来源: 河南智慧教育, 中泰证券研究所

- **拓展研学布局, 打造多元研学路线。**素质教育方面, 河南省内研学需求旺盛, 但亦存在研学资源开发有限、产品良莠不齐、家长认知局限等挑战。公司凭借国有背书、内容、渠道等优势, 拓展研学市场布局, 致力成为集大成的优质内容资源建设者和知识服务提供方。一方面, 公司成立河南创新实践教育公司, 打造“研学实践智慧平台”, 平台可提供多种研学产品以及研学效果评测等功能, 有望实现研学实践的全周期管理, 并同河南省中小学教育智慧平台关联。
- 另一方面, 公司开发多样化的研学实践课程, 创新结合“剧本娱乐+研学”、“主题出版+研学”等实践形式, 打造沉浸式研学课程如《风雅梦华》等, 取得社会和经济双重效益。截至 2024 年 9 月, 公司已研发 12 条河南省内地区研学路线和 8 条外省研学路线。

图表 65: 研学实践智慧平台“知天地”



来源: 中原出版传媒集团, 中泰证券研究所

图表 66: 沉浸式研学课程《风雅梦华》



来源: 百道网, 中泰证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们对公司不同业务进行拆分，公司未来收入主要由图书、期刊及其他、物资销售、印刷等部分构成。
- **图书：**图书收入包括教材教辅与一般图书，并以教材教辅为主。数量维度， $K12$ 在校学生数= $K12$ 阶段适龄就读人口数（即合计出生人口数）*入学率。河南省小学阶段适龄就读人口数伴随出生率下降，我们预计或将有所下滑，而出生率下降对初高中阶段人口数影响则相对滞后， $K12$ 阶段适龄就读人口数中短期内整体仍有望保持稳定状态。另外，根据《关于实施新时代基础教育扩优提质行动计划的意见》，顶层设计已明确指出要推进基本公共教育服务均等化，显著扩大基础教育优质资源。我们认为，义务教育阶段及高中阶段入学率在该指引下有望稳中向上，其中小学及初中阶段义务教育成果有望巩固，入学率将基于现有水平范围内略有波动，而高中阶段优质教育供给有望进一步提升，带动入学率稳步上升。我们预计 2024-2026 年河南省 $K12$ 在校学生数有望保持稳定，增速分别为+1.8%/+1.7%/-0.2%。
 - 价格维度，初高中阶段学生因存在较强升学需求，其人均教材教辅支出金额较高，为教材教辅的核心增长变量。按照升学节奏推算，河南省 $K12$ 阶段学生中，初高中占比有望持续提升，更充分地释放教材教辅使用需求，叠加素质教育对学习多样化需求增加，有望带动 $K12$ 在校生客单价上行。根据初高中学生数量增长节奏，我们预计图书出版 2024-2026 年客单价增速分别为+2.5%/+5.8%/+6.4%。我们预计图书发行 2024-2026 年客单价增速分别为+2.3%/+3.9%/+5.1%。
 - 我们预计公司 2024-2026 年图书出版及发行业务收入增速分别为+4.4%/+7.6%/+6.2%和+4.2%/+5.6%/+4.9%，图书综合收入增速分别为+4.2%/+6.2%/+5.3%。
- **期刊及其他：**期刊及其他收入包括期刊及其他出版收入，以及期刊及其他发行收入。其中，出版业务以音像制品为主，发行业务以文具等文化用品为主。出版方面，我们选取同样拥有音像产品业务的中南传媒、山东出版及凤凰传媒作为可比公司，2015-2023 年，三家可比公司音像产品收入平均增速为 2.0%。公司 2017-2023 年期刊及其他出版收入因基数原因增速较快，而 2024H1 收入同增 6.5%，考虑到公司产品储备丰富，且音像产品相关政策中短期内已趋于稳定，看好后续在基数提升情况下有望实现稳定增长，我们预计 2024-2026 年期刊及其他出版收入增速分别为+2.7%/+2.4%/+2.3%。发行方面，根据前瞻产业研究院数据，2024-2029 年我国文具行业收入有望保持约 4.4%复合增速增长，并于 2029 年起 1,390 亿元收入规模。期刊及其他发行收入 2021 年以来虽然受疫情及宏观经济承压等因素影响有所下降，但公司推进改善云书网产品服务和结构，平台经营格局不断优化提升，使得

期刊及其他发行 2024H1 收入降幅收窄明显，同减 9.4%。后续伴随平台经营改善，有望推动相关产品收入逐渐企稳，并恢复正向增长。我们预计 2024-2026 年期刊及其他发行收入增速逐渐由负转正，分别为 -7.5%/-0.5%/+2.8%。

➢ 我们预计公司 2024-2026 年期刊及其他收入整体增速分别为 -5.7%/+0.0%/+2.7%。

- **物资销售：**物资销售主要将纸张等印刷物资通过招标方式采购或从市场采购，直接向客户销售。PR Newswire 信息显示，全球书写纸市场（其中，中国所在亚太地区为主要市场）规模 2026 年预计将达 948.1 亿美元，5 年 CAGR 达 1.8%。公司物资业务聚焦提质增效，虽然 2019-2023 年收入规模整体有所收缩，但公司持续推进智慧物流建设，进一步提高仓储智能化、自动化水平，且物资销售业务 2024H1 收入同增 12.9%，智能化效果已开始逐步显现，后续物供服务水平与质量提升可期。我们预计公司 2024-2026 年物资销售收入伴随物供服务质量提升，有望企稳，实现正向稳定增长，收入增速分别为 +3.4%/+3.3%/+3.1%。
- **印刷：**前瞻产业研究院数据显示，我国印刷业市场规模预计 2026 年将达到 1.4 万亿元，5 年 CAGR 达 0.6%。公司持续推进印刷生产过程绿色化、设备智能化程度，有望明显提升生产效率与产品质量，进而加强客户采购意愿，推动收入增长。我们预计公司 2024-2026 年印刷业务收入在智能化程度提升下保持稳步增长态势并略高于行业水平，收入增速分别为 +1.3%/+1.3%/+1.1%。
- **其他业务：**其他业务收入主要为经营租赁带来的租金收入，占比较小，商业模式固定。其他收入伴随宏观环境回暖，线下商业办公业态复苏，有望延续正向增长趋势，我们预计 2024-2026 年其他业务收入增速分别为 +4.6%/+4.3%/+4.2%。
- **毛利率：**公司图书业务伴随自身加强内容建设以及渠道拓展完善，经营效率有望提升，推动毛利率增长可期，我们预计图书 2024-2026 年毛利率分别为 33.2%/33.6%/33.9%。期刊及其他业务中，出版音像制品商业模式固定，我们预计毛利率保持稳定；而发行文具等文化用品受益于云书网平台经营格局向好，有望稳中向上，我们预计期刊及其他业务 2024-2026 年毛利率分别为 11.8%/12.0%/12.1%。物资销售业务在物供服务质量提升下，看好毛利率改善，我们预计物资销售业务 2024-2026 年毛利率分别为 6.6%/6.6%/6.7%。印刷业务伴随智能化程度提升，毛利率有望向上，我们预计印刷业务 2024-2026 年毛利率分别为 19.9%/20.1%/20.3%。其他业务商业模式固定，毛利率稳定，我们预计 2024-2026 年毛利率分别为 60.6%/60.0%/61.2%。我们预计公司 2024-2026 年综合毛利率分别为 37.3%/37.8%/38.8%。
- **费用率：**销售费用率方面，公司推进营销体系搭建与完善，销售费用率有望保持稳定，我们预计 2024-2026 年销售费用率分别为 14.2%/14.1%/14.6%。管理费用率方面，公司进一步完善考核激励机制，完善岗位体系和多通道晋升体制，以及以业绩为导向的绩效考核机制，有望激发员工创新活力并提升效能，看好管理费用率下降，我们预计 2024-2026 年管理费用率分别为 9.7%/9.3%/9.0%。研发费用率方面，公司加大 AI 技术应用研究，放大创新研发资金效能，研发费用率有望保持稳定，我们预计 2024-2026 年研发费用率分别为 0.3%/0.3%/0.3%。

图表 67：公司分产品收入及毛利率预测（百万元）

产品名称		2023A	2024E	2025E	2026E
图书	收入	10,297.7	10,733.7	11,397.9	11,999.0
	yoy (%)	6.8%	4.2%	6.2%	5.3%
	毛利率 (%)	33.2%	33.2%	33.6%	33.9%
期刊及其他	收入	866.0	816.3	816.7	838.8
	yoy (%)	-13.3%	-5.7%	0.0%	2.7%
	毛利率 (%)	11.1%	11.8%	12.0%	12.1%
物资销售	收入	1,817.0	1,878.7	1,940.7	2,000.9
	yoy (%)	-10.3%	3.4%	3.3%	3.1%
	毛利率 (%)	6.4%	6.6%	6.6%	6.7%
印刷	收入	578.1	585.6	593.0	599.5
	yoy (%)	8.7%	1.3%	1.3%	1.1%
	毛利率 (%)	19.7%	19.9%	20.1%	20.3%
其他业务	收入	304.7	318.7	332.4	346.4
	yoy (%)	8.5%	4.6%	4.3%	4.2%
	毛利率 (%)	60.0%	60.6%	60.0%	61.2%
内部抵消数		4,030.0	4,308.0	4,532.0	4,776.8
合计	收入	9,833.4	10,025.0	10,548.7	11,007.8
	yoy (%)	8.2%	1.9%	5.2%	4.4%
	毛利率 (%)	38.4%	37.3%	37.8%	38.8%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们预计中原传媒 2024-2026 年收入分别为 100.25/105.49/110.08 亿元，分别同增 1.95%/5.22%/4.35%。考虑到所得税政策变化会对公司 2024-2026 年归母净利润产生影响（其中，2024 年归母净利润涉及冲回 2023 年度确认的相关递延所得税资产，所得税免征对于 2025-2026 年归母净利润构成正向影响），我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 9.98/13.46/14.43 亿元，分别同增 -28.14%/+34.90%/+7.22%，对应 PE 估值分别为 11.8x/8.7x/8.1x。我们选择出版行业内同样从事图书出版发行公司作为可比对象，包括凤凰传媒、中南传媒、浙版传媒、南方传媒、山东出版。参考同业可比公司，考虑到公司教材教辅稳健增长，且积极利用内容、渠道优势拓展教育服务生态，有望打开业绩成长空间，且估值低于可比公司平均水平，建议持续关注，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 68：可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601928.SH	凤凰传媒	288.3	18.4	19.5	20.6	15.7	14.8	14.0
601098.SH	中南传媒	244.8	13.8	14.8	15.4	17.7	16.6	15.9
601921.SH	浙版传媒	184.7	10.9	11.9	13.3	16.9	15.6	13.9
601900.SH	南方传媒	140.2	8.8	9.6	10.3	15.9	14.6	13.7
601019.SH	山东出版	230.2	15.1	16.8	18.9	15.3	13.7	12.2
	均值	217.6	13.4	14.5	15.7	16.3	15.0	13.9
000719.SZ	中原传媒	117.4	10.0	13.5	14.4	11.8	8.7	8.1

来源：Wind，中泰证券研究所（注：市值数据截至 2024 年 02 月 13 日，除南方传媒、山东出版外，可比公司归母净利润均取自 Wind 一致预期。）

风险提示

文化监管端的政策风险

- 图书出版属于内容行业，监管较严。公司作为内容出版发行平台，存在内容不合规导致产品下架风险。

国有传媒企业优惠政策变动

- 国有文化传媒企业享受税收优惠政策，若税收政策发生变动，存在影响行业内公司盈利情况风险。

短视频直播电商图书折扣力度加大

- 短视频直播电商在零售渠道增速明显，若其图书折扣力度进一步增强，恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。

研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。

第三方数据失真的风险

- 研究报告部分使用可获得的第三方数据进行分析研究，若参考的第三方数据失真，则存在影响报告分析准确性的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,270	5,971	6,784	7,645	营业收入	9,833	10,025	10,549	11,008
应收票据	4	7	9	8	营业成本	6,061	6,287	6,565	6,740
应收账款	1,124	1,243	1,353	1,358	税金及附加	69	84	87	95
预付账款	217	225	235	241	销售费用	1,385	1,423	1,483	1,609
存货	986	1,163	1,213	1,253	管理费用	1,065	977	977	989
合同资产	0	0	0	0	研发费用	30	31	32	36
其他流动资产	553	564	584	604	财务费用	-125	-156	-164	-166
流动资产合计	8,154	9,172	10,177	11,110	信用减值损失	-68	-34	-98	-88
其他长期投资	740	650	618	587	资产减值损失	-131	-147	-162	-202
长期股权投资	24	22	22	22	公允价值变动收益	4	4	4	4
固定资产	1,983	2,327	2,663	2,893	投资收益	7	-3	1	1
在建工程	1,825	1,770	1,702	1,660	其他收益	47	66	68	67
无形资产	1,152	1,061	982	920	营业利润	1,208	1,266	1,384	1,488
其他非流动资产	3,609	3,359	3,433	3,507	营业外收入	32	31	33	33
非流动资产合计	9,333	9,188	9,420	9,589	营业外支出	24	10	11	13
资产合计	17,487	18,361	19,597	20,699	利润总额	1,216	1,287	1,406	1,508
短期借款	0	0	0	0	所得税	-185	272	42	45
应付票据	425	372	426	450	净利润	1,400	1,015	1,364	1,463
应付账款	3,554	3,706	3,890	3,993	少数股东损益	12	17	17	19
预收款项	26	20	21	22	归属母公司净利润	1,389	998	1,346	1,443
合同负债	918	936	984	1,027	NOPLAT	1,256	892	1,205	1,302
其他应付款	595	595	595	595	EPS (摊薄)	1.36	0.98	1.32	1.41
一年内到期的非流动负债	46	46	46	46					
其他流动负债	419	398	402	407					
流动负债合计	5,983	6,071	6,363	6,540	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	519	519	519	519	营业收入增长率	2.1%	1.9%	5.2%	4.4%
非流动负债合计	519	519	519	519	EBIT 增长率	8.2%	3.7%	9.8%	8.1%
负债合计	6,501	6,590	6,882	7,058	归母公司净利润增长率	34.6%	-28.1%	34.9%	7.2%
归属母公司所有者权益	10,925	11,674	12,584	13,472	获利能力				
少数股东权益	61	96	132	169	毛利率	38.4%	37.3%	37.8%	38.8%
所有者权益合计	10,986	11,771	12,715	13,641	净利率	14.2%	10.1%	12.9%	13.3%
负债和股东权益	17,487	18,361	19,597	20,699	ROE	12.6%	8.5%	10.6%	10.6%
					ROIC	15.2%	13.4%	13.3%	13.1%
					偿债能力				
					资产负债率	37.2%	35.9%	35.1%	34.1%
					债务权益比	5.1%	4.8%	4.4%	4.1%
					流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
					速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	46	42	44	44
					应付账款周转天数	204	208	208	211
					存货周转天数	63	62	65	66
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.36	0.98	1.32	1.41
					每股经营现金流	2.14	1.38	1.62	1.75
					每股净资产	10.68	11.41	12.30	13.17
					估值比率				
					P/E	8	12	9	8
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	20	18	16	15

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。