

评级：买入（首次覆盖）

市场价格：17.59元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7,598	9,055	9,647	10,895	12,215
增长率 yoy%	10%	19%	7%	13%	12%
净利润（百万元）	808	943	1,254	1,019	1,127
增长率 yoy%	6%	17%	33%	-19%	11%
每股收益（元）	0.90	1.05	1.40	1.14	1.26
每股现金流量	1.40	2.71	1.66	1.83	2.02
净资产收益率	11%	12%	14%	10%	10%
P/E	19.50	16.70	12.56	15.46	13.99
P/B	2.22	2.18	1.89	1.72	1.56

备注：股价取自 2024 年 03 月 22 日收盘

报告摘要

■ **公司概要：广东出版发行代表，打造教育新业态。**南方传媒作为广东出版发行龙头，形成了集传统出版发行业务与数字出版、智慧教育、课外教育等创新业务于一体的综合性传媒业务架构，拥有出版、印刷、发行、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。2018-2022年，公司营业收入由 56.0 亿元增长至 90.5 亿元，4 年 CAGR 达 12.8%。

■ **行业分析：图书竞争格局稳定，教育业态商业化可期。**

➢ 图书出版行业竞争格局稳定，量价齐增驱动图书零售额持续向上。其中，教材教辅增长稳健，中短期内受出生人口下滑影响有限，而一般图书各品类在疫后恢复明显。另外，AI 等新技术对教育加成效果较好，智慧教育产品加速落地可期；课后服务需求旺盛，看好出版公司持续深耕变现。

■ **经营分析：立足主业，推动教育新业态建设，拓展新变现路径。**

➢ **出版发行主业基本盘稳固，彰显增长韧性。**公司推进教育出版集约化+大众出版专业化改革，出版盈利能力有望提升。发行渠道持续整合，有效提升发行竞争力。我们认为，公司出版发行业务方面的持续改革结合公司所处广东省人口、文化资源优势，内外部因素共同作用下公司教材教辅和一般图书产品有望明显受益。我们既看好公司教材教辅完成资源、渠道整合后，在广东省 K12 阶段学生人数增长、人均教材教辅持有量+素质教育需求增加带动客单价提升逻辑下，业绩增速有望提升，又看好公司一般图书自身出版实力增强、多元化渠道拓展，在市场景气度回暖背景下向上弹性可期。

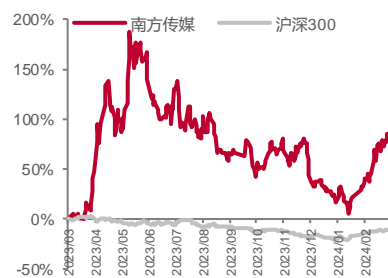
➢ **积极拓展教育业态，挖掘业绩增长新动能。**公司积极利用自身内容、渠道优势，一方面推进智慧教育建设，打造智慧教育产品矩阵，综合智慧教育平台建设运营持续向好，粤教讯飞 E 听说、粤教-爱思通等 AI+教育产品布局语言听说、素质培训等细分赛道。另一方面，公司承接课后教育需求，打造课后服务教育新业态，有望基于基础课后托管、研学服务，拓展定制化增值服务等衍生变现新路径。

■ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计南方传媒 2023-2025 年收入分别为 96.47/108.95/122.15 亿元，分别同比增长 6.54%/12.94%/12.11%。考虑到税收政策变化会对公司 2023 年当期确认递延所得税资产金额及非经常性损益产生影响，并会对 2024-2025 年净利润产生影响，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 12.54/10.19/11.27 亿元，分别同比增长 32.96%/-18.73%/10.54%，对应 PE 估值分别为 12.6x/15.5x/14.0x。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、中文传媒、山东出版。参考同业可比公司，考虑到公司教材教辅基本盘稳固，且智慧教育、课后服务等创新业务布局领先，有望打开业绩成长空间，故给予其一定估值溢价具备合理性，建议持续关注，首次覆盖，给予买入评级。

基本状况

总股本(百万股)	896
流通股本(百万股)	896
市价(元)	17.59
市值(百万元)	15,758
流通市值(百万元)	15,758

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- **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。

内容目录

公司概览：广东出版发行代表，打造教育新业态	6
以出版发行主业为基石，多元布局教育新业态	6
教材教辅和一般图书稳健，持续推动业绩增长	7
行业分析：图书竞争格局稳定，教育业态商业化可期	10
图书竞争格局稳定，看好教材教辅和一般图书需求稳中有升	10
AI 对教育加成效果优异，智慧教育产品落地可期	15
课后服务需求旺盛，看好出版公司持续深耕变现	16
经营分析：主业基本盘稳固，教育业态布局领先	17
主业基本盘稳固，彰显增长韧性	19
积极拓展教育业态，挖掘业绩增长新动能	26
盈利预测与估值	29
盈利预测	29
风险提示	32
文化监管端的政策风险	32
国有传媒企业优惠政策变动	32
短视频直播电商图书折扣力度加大	32
研报使用的信息数据更新不及时的风险	33

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司股权架构（截至 2023Q3）	7
图表 3：2022 年公司营收按业务拆分（亿元）	7
图表 4：2018-2022 年公司营收按业务拆分（亿元）	7
图表 5：2018-2023H1 公司营收及增速（亿元）	8
图表 6：2018-2022 年公司营收按产品拆分（亿元）	8
图表 7：2018-2023H1 公司毛利率（%）	8
图表 8：2018-2022 年公司毛利构成（亿元）	8
图表 9：2018-2023H1 公司归母净利润及归母净利率情况（亿元，%）	9
图表 10：2018-2023H1 公司费用率情况（%）	9
图表 11：2018-2023H1 公司资产负债率（%）	9
图表 12：2018-2023H1 公司经营活动现金流量净额及增速（亿元）	9
图表 13：2018-2023H1 公司账上现金（亿元）	9
图表 14：2018-2022 年公司分红情况（%）	9
图表 15：2018-2023H1 公司存货周转率和应收账款周转率（次）	10
图表 16：2018-2023H1 公司商誉占净资产比重（%）	10

图表 17: 出版行业竞争格局情况	- 11 -
图表 18: 2017-2021 年全国图书零售金额及增速 (亿元)	- 11 -
图表 19: 2017-2021 年全国图书零售数量及零售平均单价 (亿册, 元)	- 11 -
图表 20: 2022 年代表地方国企出版公司主要产品营收占比 (%)	- 12 -
图表 21: 2006-2023 年全国出生人口及对应的学习阶段 (万人)	- 12 -
图表 22: 2018-2038 年我国 K12 阶段出生人口数情况 (万人)	- 13 -
图表 23: 2018-2022 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口增速对比 (%) ...	- 14 -
图表 24: 2018-2022 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口客单价增速对比 (亿元, %)	- 14 -
图表 25: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)	- 14 -
图表 26: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)	- 14 -
图表 27: 2021-2024 年 1 月实体书店渠道指数变化情况	- 14 -
图表 28: 2021-2024 年 1 月网店渠道指数变化情况	- 14 -
图表 29: 智慧教育全流程应用场景	- 15 -
图表 30: AI 对教育影响示意图	- 16 -
图表 31: 2023 年 8 月-2024 年 1 月海外 AI+教育网站访问量 (百万)	- 16 -
图表 32: 2018-2022 年中国人均教育文化娱乐支出情况 (元)	- 16 -
图表 33: 2022-2027E 全国及华南地区课后服务市场规模及增速 (亿元)	- 16 -
图表 34: 课后服务商业模式	- 17 -
图表 35: 公司商业模式	- 18 -
图表 36: 公司重要投资项目梳理	- 18 -
图表 37: 2018-2022 年公司出版业务收入及增速 (亿元)	- 19 -
图表 38: 2018-2022 年公司发行业务收入及增速 (亿元)	- 19 -
图表 39: 2018-2022 年公司出版业务收入拆分 (亿元)	- 19 -
图表 40: 2018-2022 年公司发行业务收入拆分 (亿元)	- 19 -
图表 41: 公司旗下出版社	- 20 -
图表 42: 2019-2022 年 1-10 月地图社营收及净利润情况 (百万元)	- 20 -
图表 43: 2019-2022 年 1-10 月岭南社营收及净利润情况 (百万元)	- 20 -
图表 44: 广东省教材发行渠道情况	- 21 -
图表 45: 2019-2021 年教育书店营收及净利润情况 (亿元)	- 21 -
图表 46: 公司销售渠道示意图	- 22 -
图表 47: 2018-2022 年公司教材教辅收入及增速 (亿元)	- 22 -
图表 48: 2018-2022 年公司教材教辅毛利及其占比 (亿元)	- 22 -
图表 49: 2018-2022 年公司教材教辅码洋及增速 (亿元)	- 23 -
图表 50: 2018-2022 年公司教材教辅销量及增速 (亿册)	- 23 -
图表 51: 2019-2022 年全国代表省份出生人口情况 (万人)	- 23 -

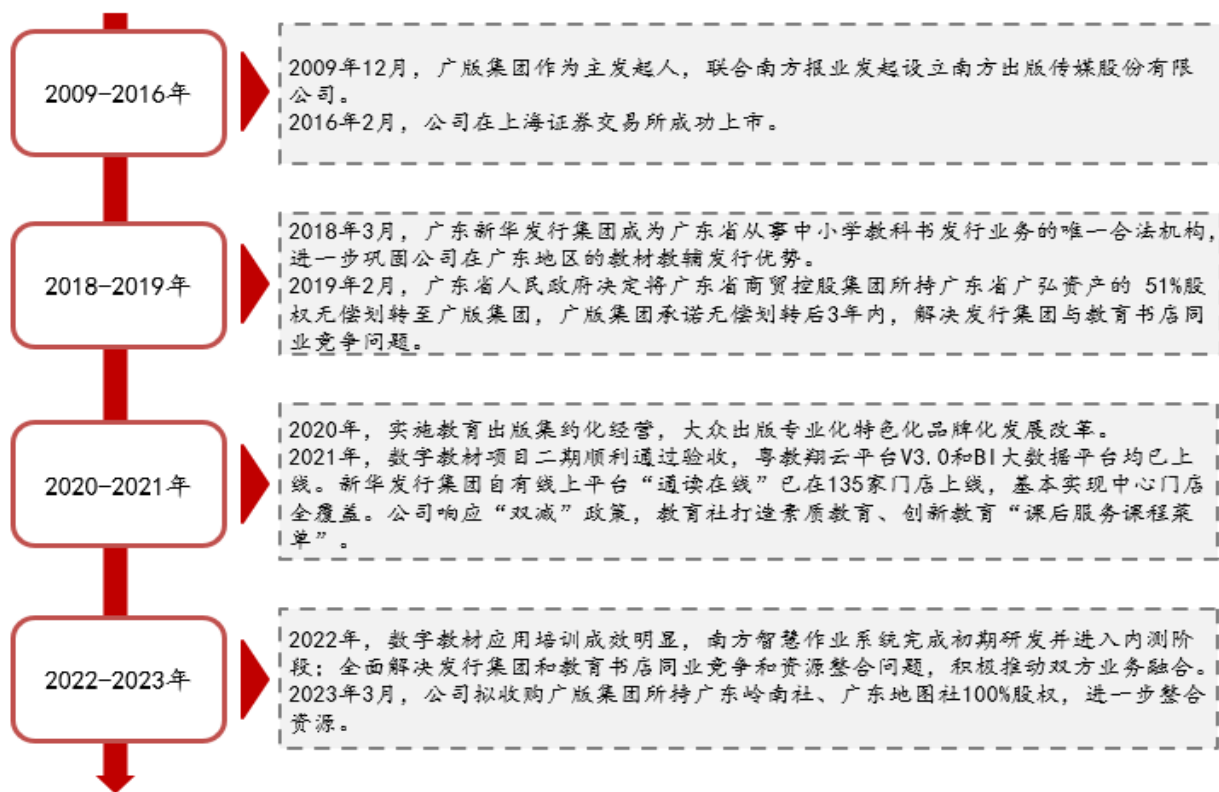
图表 52: 2019-2022 年全国代表省份人口净流入情况 (万人)	- 23 -
图表 53: 2018-2022 年广东省 K12 在校学生数 (万人)	- 24 -
图表 54: 2018-2022 年公司 K12 阶段学生人均教材教辅持有量 (册/人/年)	- 24 -
图表 55: 2018-2022 年广东省一般公共预算教育经费 (亿元)	- 24 -
图表 56: 2018-2022 年广东省居民人均可支配收入及增速 (元)	- 24 -
图表 57: 2018-2022 年主要省份 K12 阶段学生教材教辅客单价 (元)	- 24 -
图表 58: 2018-2022 年广东省 K12 阶段学生教材教辅客单价及增速 (元)	- 24 -
图表 59: 2018-2022 年公司一般图书收入及增速 (亿元)	- 25 -
图表 60: 2018-2022 年公司一般图书毛利及其占比 (亿元)	- 25 -
图表 61: 2018-2022 年公司一般图书码洋及增速 (亿元)	- 25 -
图表 62: 2018-2022 年公司一般图书销量及增速 (亿册)	- 25 -
图表 63: 公司一般图书产品矩阵	- 26 -
图表 64: “粤教翔云”数字教材应用平台界面	- 26 -
图表 65: 粤高中学习平台	- 26 -
图表 66: AI+英语听说读写产品粤教讯飞 E 听说	- 27 -
图表 67: AI+听说产品粤教 AI 听说	- 27 -
图表 68: AI+音乐测评产品花城艺测	- 27 -
图表 69: AI+围棋产品粤教-爱思通	- 27 -
图表 70: 新华乐育校内课后服务平台基础架构	- 28 -
图表 71: 线下新华乐育学堂	- 28 -
图表 72: 编程猫夏令营	- 28 -
图表 73: 编程猫冬令营日程概览	- 28 -
图表 74: 新华书店大湾区青少年研学实践教育基地资质	- 29 -
图表 75: 基地研学实践活动	- 29 -
图表 76: 公司分产品收入及毛利率预测 (百万元)	- 31 -
图表 77: 可比公司估值	- 32 -

公司概况：广东出版发行代表，打造教育新业态

以出版发行主业为基石，多元布局教育新业态

- **以出版发行主业为基石，推动创新业务建设和数字化转型。**南方传媒经过多年的整合与发展，确立了在广东地区出版发行的领先地位。公司聚合了图书、期刊、新媒体等多种介质，形成了集传统出版发行业务与数字出版、智慧教育、课后教育等创新业务于一体的综合性传媒业务架构，拥有出版、印刷、发行、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。
- 2009年，广版集团作为主发起人，发起设立南方传媒。2016年，公司登陆上交所成功上市。随后，公司通过整合出版社、教材发行渠道等方式，逐步巩固强化图书出版发行业务优势。同时，公司积极挖掘自身教育资源价值，并探索同新兴技术结合。2021年，公司响应“双减”政策，旗下教育社打造素质教育、创新教育“课后服务课程菜单”。2022年，公司南方智慧作业系统完成初期研发并进入内测阶段。

图表 1：公司发展历程

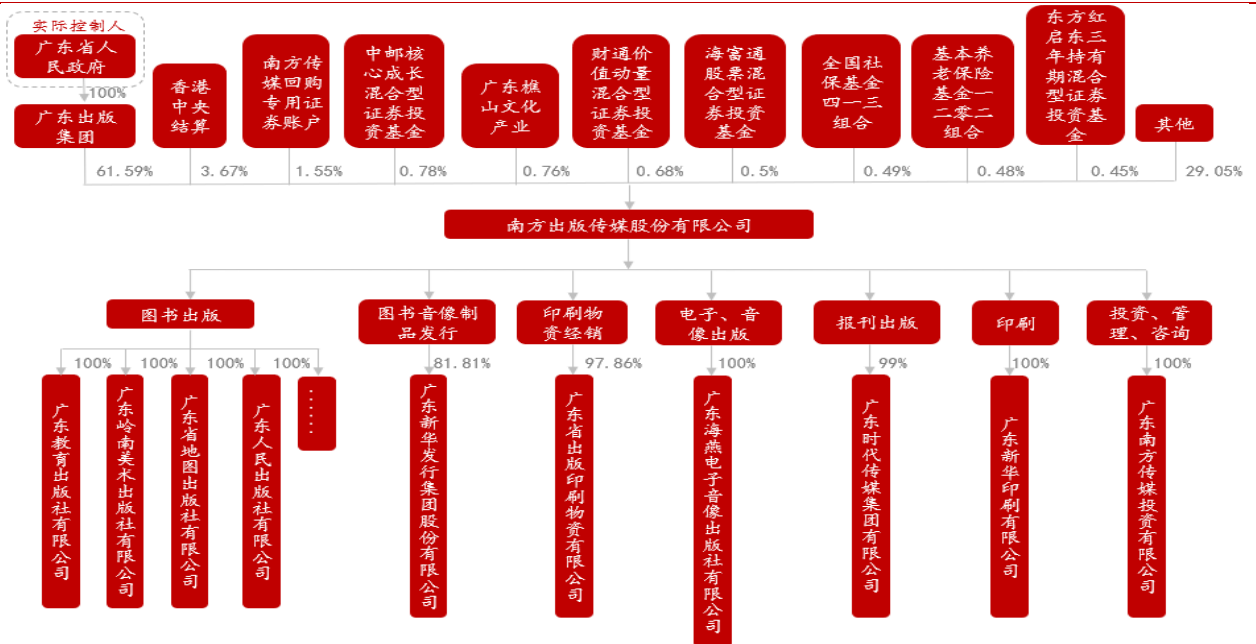


来源：公司招股说明书，公司公告，中泰证券研究所

- **国资控股，股东背景良好。**截至 2023Q3，广东省出版集团直接持有公司 61.6%的股权，为公司的控股股东。广版集团是集图书、报刊、发行、印务、数字、投资、文化地产等于一体的大型企业集团，实现多业态共融。广东省人民政府则为公司实际控制人，全资持有广版集团并授权广

东省财政厅对广版集团授权经营的经营性国有资产进行监督。

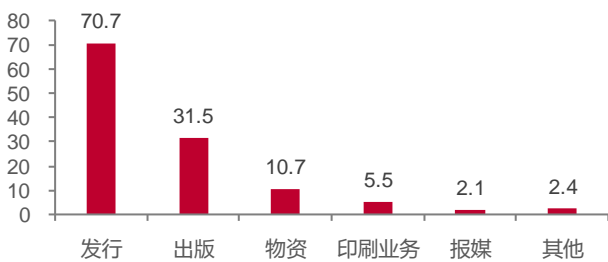
图表 2: 公司股权架构 (截至 2023Q3)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 股权结构中, 子公司数据截至 2023H1)

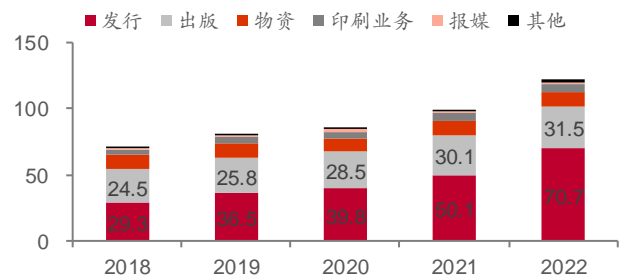
- **业务结构清晰, 出版发行为主要收入来源。**公司主要经营图书出版、发行、物资等业务。其中, 出版及发行业务为主要收入来源, 2022 年收入分别达 31.5 亿元及 70.7 亿元, 合计营收占比达 83.2%。

图表 3: 2022 年公司营收按业务拆分 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 营收拆分为未剔除内部抵消口径)

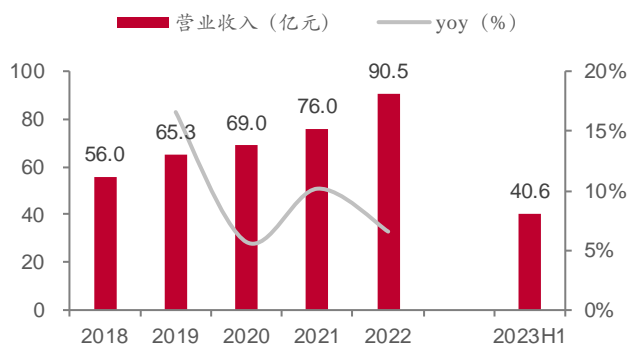
图表 4: 2018-2022 年公司营收按业务拆分 (亿元)



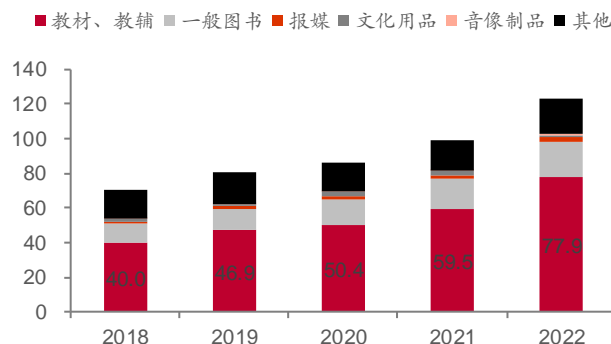
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 营收拆分为未剔除内部抵消口径)

教材教辅和一般图书稳健, 持续推动业绩增长

- **教材教辅和一般图书稳增。**2018-2022 年, 公司营业收入由 56.0 亿元增长至 90.5 亿元, 4 年 CAGR 达 12.8%。其中, 公司教材教辅及一般图书产品稳步增长, 2022 年收入 (未剔除内部抵消口径) 分别达 77.9 亿元及 20.5 亿元, 4 年 CAGR 分别达 18.1% 及 16.4%, 营收占比分别达 63.5% 及 16.7%。

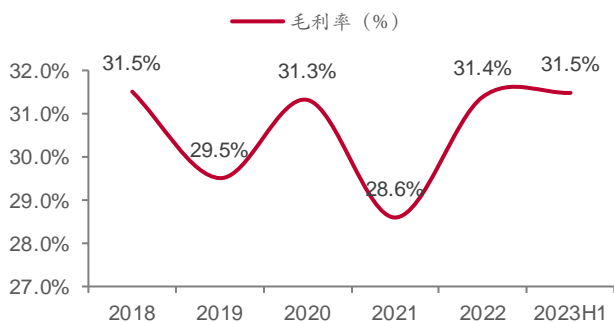
图表 5: 2018-2023H1 公司营收及增速 (亿元)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

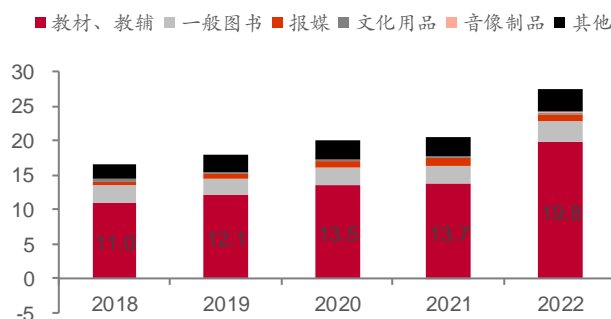
图表 6: 2018-2022 年公司营收按产品拆分 (亿元)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 营收拆分为未剔除内部抵消口径)

- **教材教辅和一般图书持续贡献毛利, 支撑综合毛利率稳定。**公司毛利率较为稳定, 近 5 年保持在 30% 左右, 毛利主要由教材教辅和一般图书构成, 2022 年毛利占比分别达 72.1% 及 11.0%, 共同推动毛利持续增长。

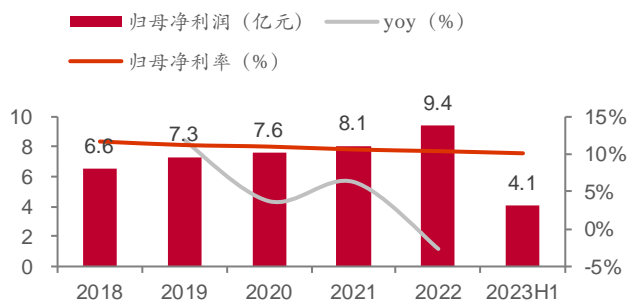
图表 7: 2018-2023H1 公司毛利率 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

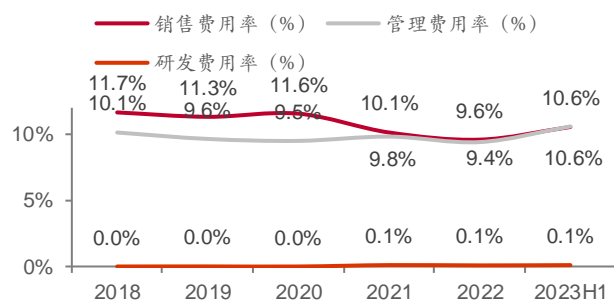
图表 8: 2018-2022 年公司毛利构成 (亿元)


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)

- **加强费用控制, 盈利能力有望改善。**2018-2022 年, 公司归母净利润保持增长趋势, 由 6.6 亿元增至 9.4 亿元。公司归母净利率 2018-2021 年有所下滑, 主要由于销售费用率及管理费用率处于高位, 2022 年归母净利率下滑主要受义务教育国家课程教材取消配套数字音像材料统一征订及投资收益变动影响, 但伴随公司加强费用控制, 销售费用率及研发费用率整体已呈下降趋势, 盈利能力有望改善向上。

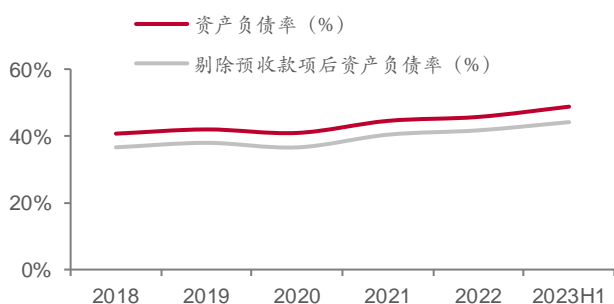
图表 9: 2018-2023H1 公司归母净利润及归母净利率情况 (亿元, %)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

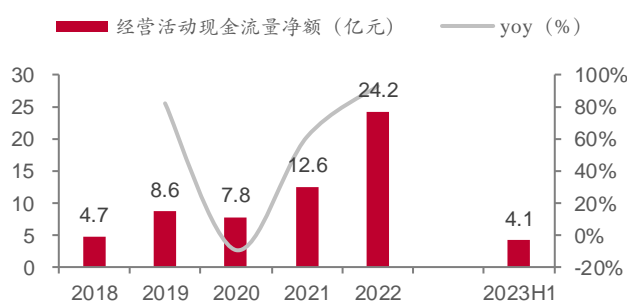
图表 10: 2018-2023H1 公司费用率情况 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

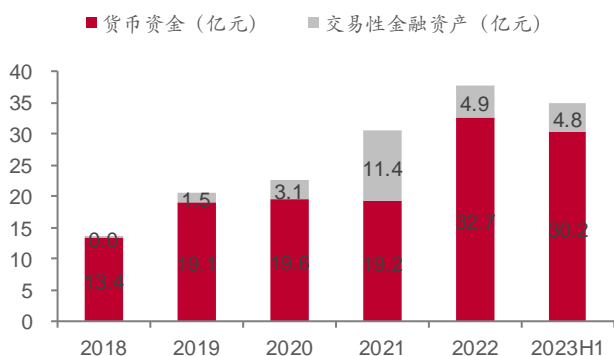
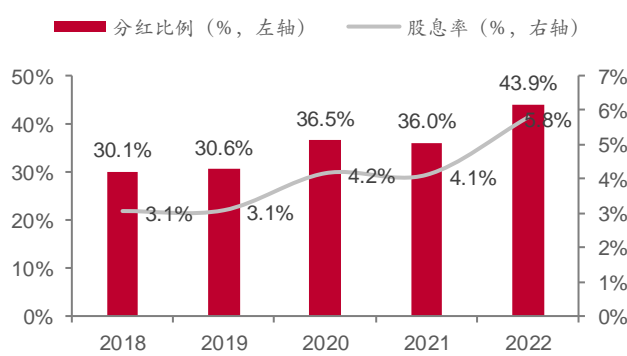
- 资本结构良好, 分红水平稳步提升。** 资本结构方面, 2021-2022 年公司资产负债率增加主要由于文化物业项目持续建设, 贷款同步到位增加了长期借款, 公司资产负债率近 5 年保持在 40-50% 水平, 较为稳定。现金流方面, 2018-2022 年, 公司经营活动现金流量净额整体较快增长, 2022 年增加主要由于免费教材和纸张木浆业务回款增加及整合教育书店收回原股东归集资金等因素综合影响; 账上现金充沛, 2022 年达 37.6 亿元。分红方面, 公司分红比例稳步提升, 2022 年分红比例达 43.9%。

图表 11: 2018-2023H1 公司资产负债率 (%)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 12: 2018-2023H1 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

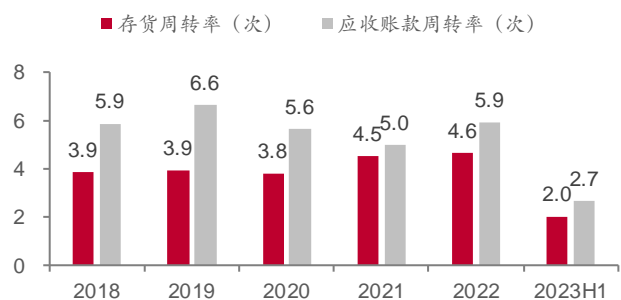
图表 13: 2018-2023H1 公司账上现金 (亿元)

图表 14: 2018-2022 年公司分红情况 (%)


来源：Wind，中泰证券研究所

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）

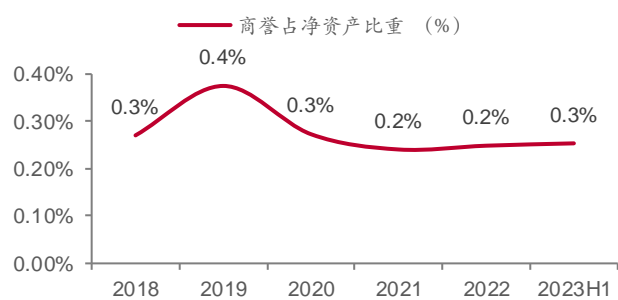
- 营运能力良好，商誉占比较低。**2018-2022年，公司存货周转率及应收账款周转率保持整体提升趋势，流动性及经营效率较高。另外，公司在2019年合并珠海市新华书店使得商誉达高点后，商誉占净资产比重明显降低，并充分计提商誉减值准备，商誉减值风险对公司经营及盈利活动影响小。

图表 15: 2018-2023H1 公司存货周转率和应收账款周转率 (次)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 16: 2018-2023H1 公司商誉占净资产比重 (%)



来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所

行业分析：图书竞争格局稳定，教育业态商业化可期

图书竞争格局稳定，看好教材教辅和一般图书需求稳中有升

- 出版行业具有准入壁垒，竞争格局稳定。**出版行业因属于高意识形态领域，根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》，行业内企业国有资本控股需达51%以上，国有属性的要求决定了行业整体竞争格局为国有综合出版集团为主、民营为辅，市场格局稳定，其中中央出版集团包括以专业及大众出版为定位的中国出版等，地方出版集团包括凤凰传媒、山东出版等，民营出版包括新经典、果麦文化等。地方国企出版集团如南方传媒因具备区域资源优势，营收体量较大且增速稳定，2022年营收达90.5亿元，4年CAGR达12.8%。

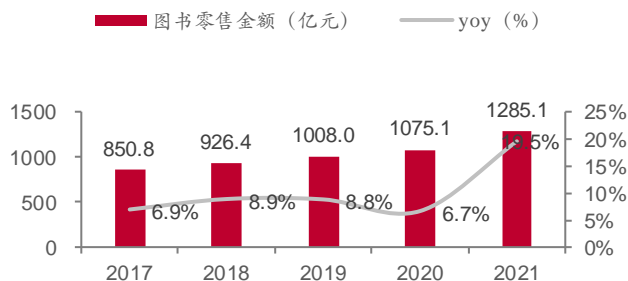
图表 17: 出版行业竞争格局情况

证券代码	公司名称	主要市场	2022年营收(亿元)	2022年净利润(亿元)	2018-2022年营收CAGR(%)	公司属性
601928.SH	凤凰传媒	江苏省	135.96	21.07	3.6%	地方国有企业
601098.SH	中南传媒	湖南省	124.65	14.84	6.8%	地方国有企业
601921.SH	浙版传媒	浙江省	117.85	14.17	4.6%	地方国有企业
601801.SH	皖新传媒	安徽省	116.87	7.32	4.4%	地方国有企业
601019.SH	山东出版	山东省	112.15	16.66	4.6%	地方国有企业
601811.SH	新华文轩	四川省	109.30	13.91	7.5%	地方国有企业
600373.SH	中文传媒	江西省	102.36	19.17	-2.9%	地方国有企业
000719.SZ	中原传媒	河南省	96.29	10.39	1.7%	地方国有企业
601900.SH	南方传媒	广东省	90.55	10.62	12.8%	地方国有企业
600551.SH	时代出版	安徽省	76.46	3.49	4.4%	地方国有企业
600757.SH	长江传媒	湖北省	62.95	7.32	-11.7%	地方国有企业
601949.SH	中国出版	全国	61.41	6.79	3.6%	中央国有企业
601858.SH	中国科传	全国	27.09	4.77	5.0%	中央国有企业
601999.SH	出版传媒	辽宁省	26.11	0.74	2.8%	地方国有企业
603533.SH	掌阅科技	全国	25.82	0.58	7.9%	民营企业
600229.SH	城市传媒	山东省	25.54	3.34	4.2%	地方国有企业
605577.SH	龙版传媒	黑龙江省	18.06	4.78	6.5%	地方国有企业
300788.SZ	中信出版	全国	18.01	1.10	2.5%	中央国有企业
603230.SH	内蒙新华	内蒙古自治区	16.58	2.68	11.0%	地方国有企业
603999.SH	读者传媒	甘肃省	12.91	0.86	14.1%	地方国有企业
600825.SH	新华传媒	上海	12.59	0.09	-2.5%	地方国有企业
300364.SZ	中文在线	全国	11.80	-3.59	7.4%	民营企业
603096.SH	新经典	全国	9.38	1.40	0.3%	民营企业
000793.SZ	华闻集团	全国	7.59	-8.43	-33.1%	民营企业
002181.SZ	粤传媒	广东省	5.46	0.44	-9.0%	地方国有企业
301025.SZ	读客文化	全国	5.14	0.62	12.6%	民营企业
301052.SZ	果麦文化	全国	4.62	0.41	10.9%	民营企业
300654.SZ	世纪天鸿	全国	4.33	0.37	3.2%	民营企业
301231.SZ	荣信文化	全国	3.21	0.23	-2.2%	民营企业

来源: Wind, 中泰证券研究所

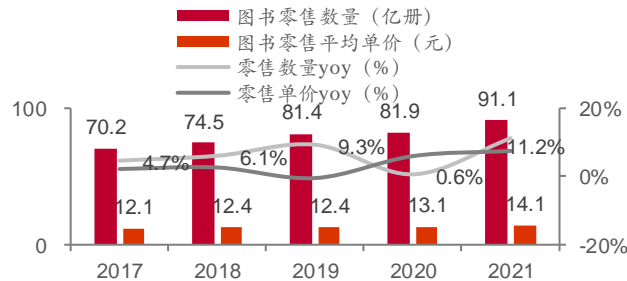
- 量价齐增驱动图书零售额持续向上。根据国家广播电视总局及国家新闻出版署数据, 2017-2021年全国图书零售金额持续向上, 2021年图书零售金额达1,285.1亿元, 4年CAGR达10.9%。从量价角度分析图书零售金额, 2021年图书零售数量达91.1亿册, 伴随新书出版效率提升上升明显, 4年CAGR达6.7%, 图书零售平均单价为14.1元, 4年CAGR达3.9%, 数量及价格端持续抬升驱动零售额规模增长。

图表 18: 2017-2021年全国图书零售金额及增速(亿元)



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

图表 19: 2017-2021年全国图书零售数量及零售平均单价(亿册, 元)

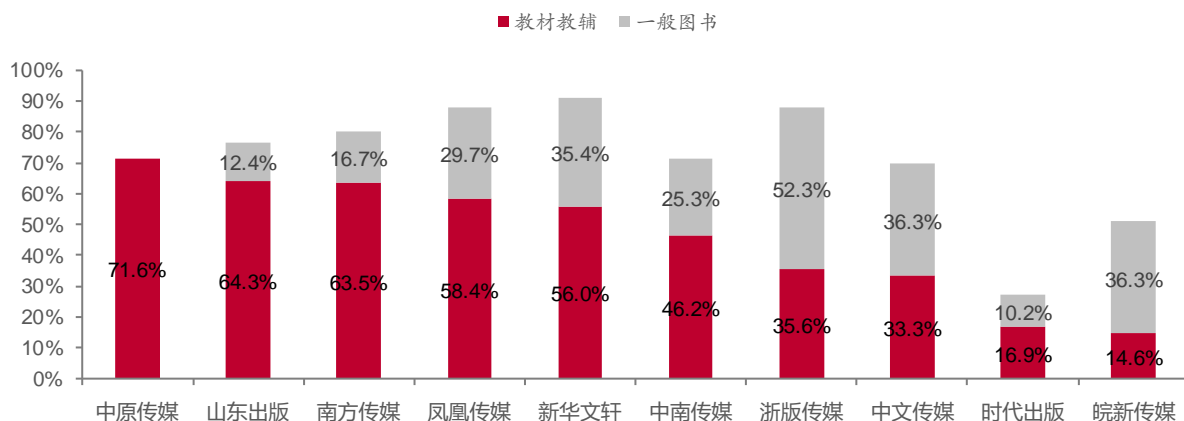


来源: 国家广播电视总局, 中国政府网, 中国出版传媒网, 国家新闻出版署, 中泰证券研究所

- 出生人口下滑对教材教辅影响中短期内无虞。地方国企出版集团主要产品为教材教辅及一般图书, 教材教辅营收占比较高。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

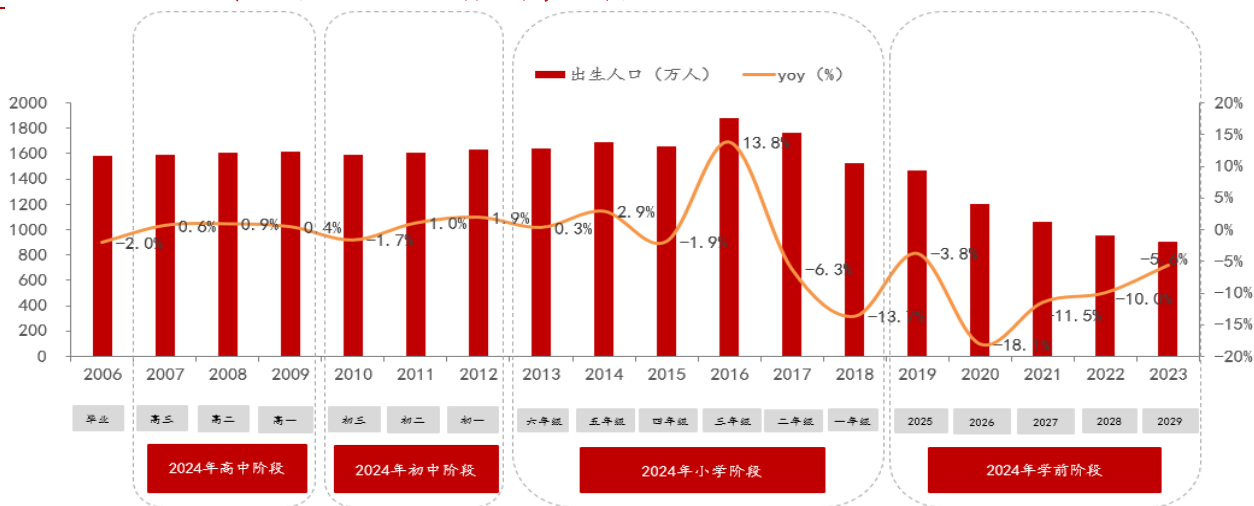
对教材教辅收入增速中短期内影响有限。2024年小学阶段出生人数仍位于2016-2017年二胎开放后的出生人口高峰。同时，K12在校学生整体基数较大，单个年级学生人数减少对于整体规模影响较小。

图表 20：2022 年代表地方国企出版公司主要产品营收占比 (%)



来源：各公司公告，中泰证券研究所（注：中原传媒未拆分教材教辅及一般图书收入，考虑到其主要产品为教材教辅，故将图书产品营收划分至教材教辅部分。另外，时代出版及皖新传媒收入为剔除内部抵消口径，其他公司收入均为未剔除内部抵消口径）

图表 21：2006-2023 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

■ **K12 学生结构优化长期亦能部分对冲出生人口下滑影响。**长期维度，从 K12 在校学生构成来看，初高中学生因拥有较强的升学需求，其人均消费教材教辅金额明显高于低年级学生，为消费教材教辅的主要群体。目前处于学龄人口红利起步阶段，按照正常升学比例变化，初高中在校学生人数在存量市场中占比有望持续上升，学生结构优化利于释放教材教辅需求，故能一定程度上对冲出生人口下滑的影响。

➢ 按照正常升学节奏推测，伴随小学阶段出生人口高峰步入初高中阶段，我们判断初中阶段出生人口将于 2028-2030 年迎来高峰，高中阶段出生

人口将于 2031-2033 年迎来高峰，给予了出版行业公司充足时间以利用在手教育资源优势拓展创新业务方向。

图表 22: 2018-2038 年我国 K12 阶段出生人口数情况 (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 (%)
2018	9644		4794		4948		19386	
2019	9690	0.5%	4795	0.0%	4839	-2.2%	19324	-0.3%
2020	9769	0.8%	4786	-0.2%	4809	-0.6%	19364	0.2%
2021	9809	0.4%	4817	0.6%	4794	-0.3%	19420	0.3%
2022	10104	3.0%	4811	-0.1%	4795	0.0%	19710	1.5%
2023	10265	1.6%	4807	-0.1%	4786	-0.2%	19858	0.8%
2024	10153	-1.1%	4827	0.4%	4817	0.6%	19797	-0.3%
2025	9978	-1.7%	4879	1.1%	4811	-0.1%	19668	-0.7%
2026	9491	-4.9%	4962	1.7%	4807	-0.1%	19260	-2.1%
2027	8898	-6.2%	4982	0.4%	4827	0.4%	18707	-2.9%
2028	7971	-10.4%	5225	4.9%	4879	1.1%	18075	-3.4%
2029	7108	-10.8%	5303	1.5%	4962	1.7%	17373	-3.9%
2030			5171	-2.5%	4982	0.4%		
2031			4753	-8.1%	5225	4.9%		
2032			4188	-11.9%	5303	1.5%		
2033			3727	-11.0%	5171	-2.5%		
2034			3218	-13.7%	4753	-8.1%		
2035			2920	-9.3%	4188	-11.9%		
2036					3727	-11.0%		
2037					3218	-13.7%		
2038					2920	-9.3%		

来源: Wind, 中泰证券研究所

- **初高中阶段学生人数及总体客单价为教材教辅收入增长核心变量。** K12 阶段出生人口数相较于在校学生数具备较好的历史回溯性、未来趋势预测性等优势，故我们尝试使用 K12 阶段出生人口群体来判断影响教材教辅收入增速的关键因素。

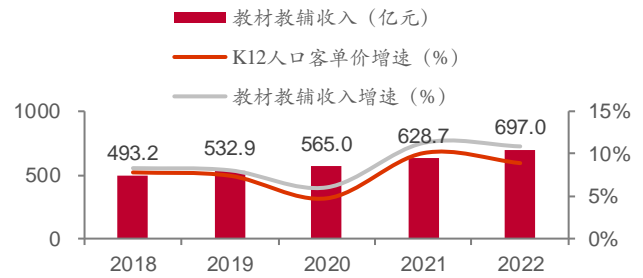
 - 从数量维度，我们通过拟合 2018-2022 年主要省份 K12 阶段出生人口数增速与当地的地方国企出版集团教材教辅合计收入增速趋势，发现由于初高中阶段学生人均消费教材教辅金额明显高于小学阶段，所以主要省份教材教辅收入增速与初高中阶段人数增速正向相关性明显高于 K12 及小学阶段人数增速。
 - 从价格维度，我们将 K12 阶段出生人口客单价增速同教材教辅收入增速趋势再次进行拟合，发现客单价在初高中学生数量增长及素质教育需求增加影响下，近 4 年 CAGR 达 7.8%，其增速同教材教辅收入增速同样呈高度正相关性。因此，我们判断，初高中阶段学生人数及总体客单价为教材教辅收入增长的核心变量。
 - 我们在锚定教材教辅收入增长的核心变量后，对于未来教材教辅收入增长趋势判断，认为未来 K12 学生结构优化叠加素质教育需求增加带动客单价上行能部分对冲出生人口长期下滑影响，故教材教辅收入仍有望保持稳健增长。

图表 23: 2018-2022 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口增速对比 (%)

	2018	2019	2020	2021	2022
教材教辅收入增速 (%)	8.3%	8.0%	6.0%	11.3%	10.9%
滞后一年小学出生人口yoy (%)	0.5%	1.5%	1.2%	1.8%	1.2%
滞后一年初中出生人口yoy (%)	-1.6%	-0.6%	0.0%	0.7%	1.0%
滞后一年K12出生人口yoy (%)	-0.6%	0.5%	0.6%	1.2%	1.1%
小学人口增速同教材教辅收入增速相关系数					0.4
初中人口增速同教材教辅收入增速相关系数					0.6
K12人口增速同教材教辅收入增速相关系数					0.5

来源: 各省市统计局, Wind, 中经数据, 中泰证券研究所 (注: 主要省份包括山东省、江苏省、河南省等 11 个省市; 出生人口增速指该学习阶段 (可分为小学、初高中) 出生人口总量的同比增速; 主要省份教材教辅收入中, 安徽省收入为剔除内部抵消口径, 其他省份收入均为未剔除内部抵消口径)

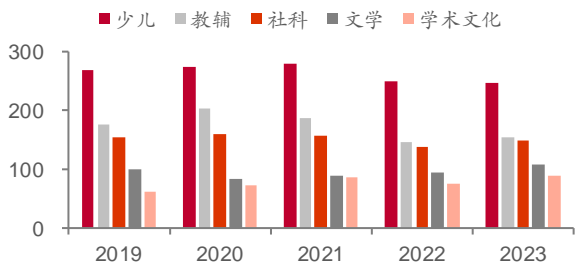
图表 24: 2018-2022 年主要省份教材教辅收入增速同 K12 阶段出生人口客单价增速对比 (亿元, %)



来源: 各省市统计局, Wind, 中经数据, 中泰证券研究所 (注: 主要省份包括山东省、江苏省、河南省等 11 个省市; 出生人口增速指该学习阶段 (可分为小学、初高中) 出生人口总量的同比增速; 主要省份教材教辅收入中, 安徽省收入为剔除内部抵消口径, 其他省份收入均为未剔除内部抵消口径)

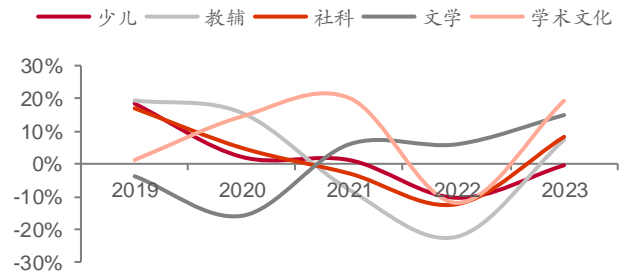
- **零售市场实现正向增长, 一般图书各品类恢复明显。**一般图书具备可选消费属性, 同宏观环境相关性较高。2023 年, 伴随疫后线下娱乐生态、物流运力的恢复, 线上线下渠道边际改善明显, 整体零售市场由负转正, 码洋规模达 912 亿元, 同比上升 4.7%。一般图书各品类码洋增速均出现明显回暖, 码洋规模前三品类为少儿、教辅及社科类图书, 市场景气度后续有望持续回暖向上。

图表 25: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋规模 (亿元)



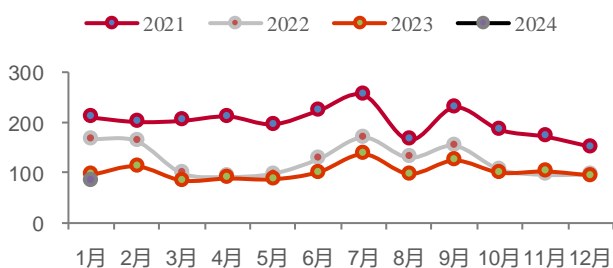
来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

图表 26: 2019-2023 年全国图书零售市场各品类码洋增速 (%)

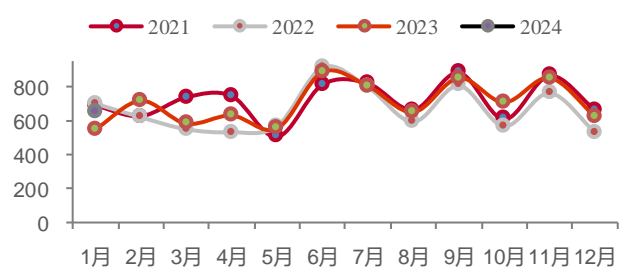


来源: 北京开卷, 中泰证券研究所

图表 27: 2021-2024 年 1 月实体书店渠道指数变化情况



图表 28: 2021-2024 年 1 月网店渠道指数变化情况



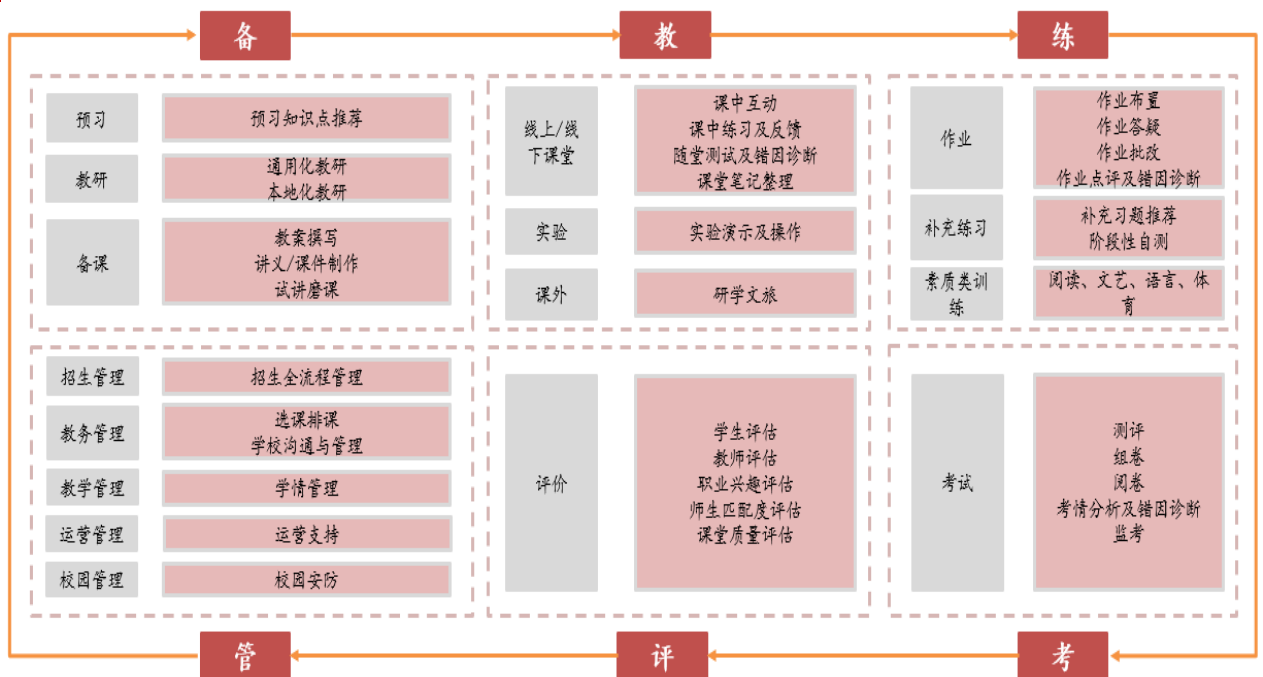
来源：北京开卷，中泰证券研究所

来源：北京开卷，中泰证券研究所

AI对教育加成效果优异，智慧教育产品落地可期

- **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等新兴前沿技术成熟度增长，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。

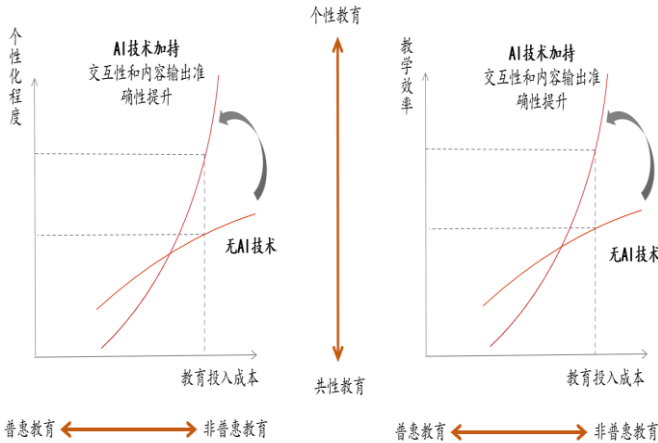
图表 29：智慧教育全流程应用场景



来源：好未来，罗兰贝格管理咨询，中泰证券研究所

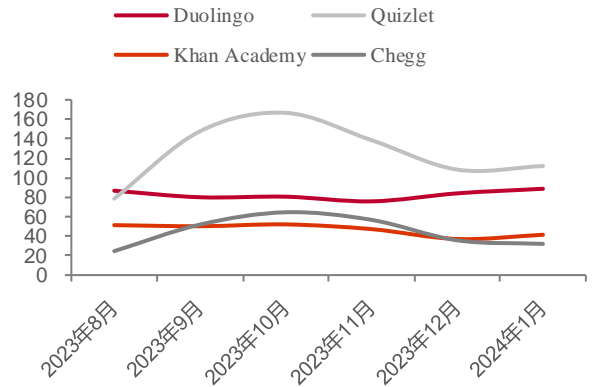
- **AI对教育加成效果优异，看好用户对AI+教育应用粘性增长。**我们认为，AI对教育产品交互性和内容输出准确性提升明显，加成效果优异，低成本提升教学效率可期。2023年秋季学期开学以来，海外AI+教育公司网站流量提升明显，学生及家长对于教育产品使用需求增加显著，需求较为刚性，我们看好后续AI和教育持续结合下对于学生、教师等群体学习及教学效率提升以及用户使用相关AI+教育应用频次及时长持续增长。

图表 30: AI 对教育影响示意图



来源：中泰证券研究所

图表 31: 2023 年 8 月-2024 年 1 月海外 AI+教育网站访问量 (百万)

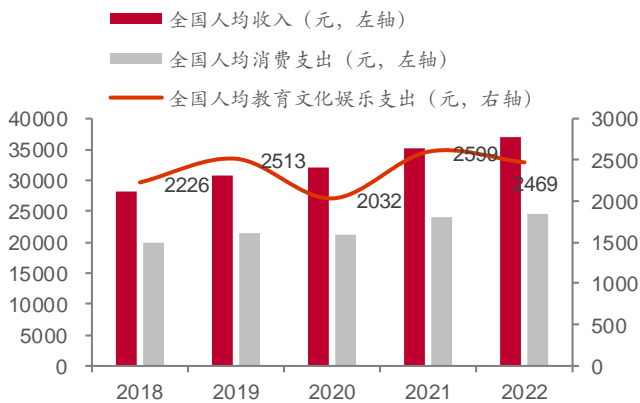


来源：各公司官网, similarweb, 中泰证券研究所

课后服务需求旺盛，看好出版公司持续深耕变现

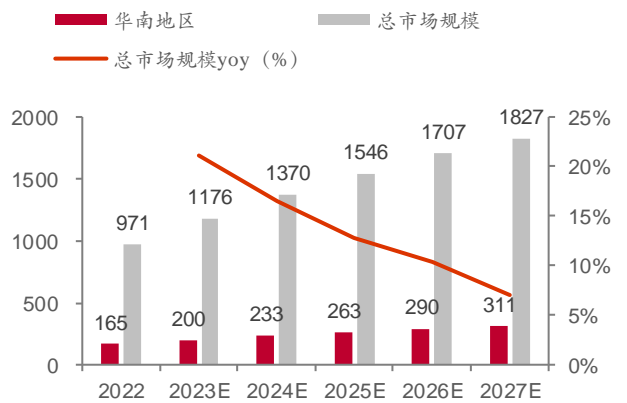
- **课后服务需求旺盛，市场空间广阔。**2018-2022 年，我国人均教育文化娱乐支出整体呈上升趋势，2022 年人均支出达 2,469 元。随着疫情影响逐渐消散，“双减”政策对于提升课后服务水平要求的落地，课后服务内容与形式愈发多样灵活，家长对于课后服务需求较为旺盛。艾瑞数据显示，全国课后服务市场规模预计 2027 年将达 1,827 亿元，5 年 CAGR 达 13.5%，其中华南地区由于财政扶持力度较大，家长付费意愿和能力更强，位居全国第二位。

图表 32: 2018-2022 年中国人均教育文化娱乐支出情况 (元)



来源：艾媒咨询，中泰证券研究所

图表 33: 2022-2027E 全国及华南地区课后服务市场规模及增速 (亿元)

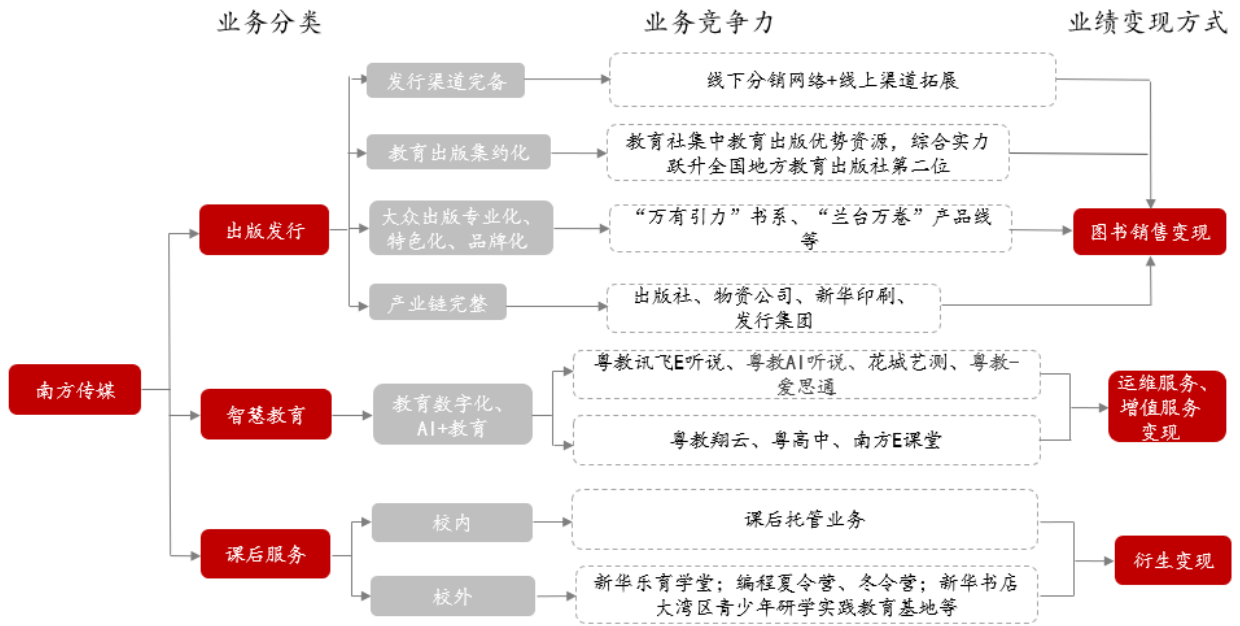


来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

- **出版公司内容渠道兼修，变现途径通畅。**目前课后服务外部参与主体以专业集成企业和地方特色机构为主。我们认为，出版公司既有专业集成企业所具备的内容、运营专业性优势，又有地方特色机构独特的渠道优

变现路径可期。

图表 35：公司商业模式



来源：公司公告，Wind，粤高中学习平台，粤教AI听说，中国出版传媒网，广东新华发行集团，广东南传科技，梅州市新华书店，中泰证券研究所

- **资本运作有序运行，投资收益可观。**公司推动“业务+资本”发展模式，打造首个专业资本运作平台-广东南方传媒投资，实现外延扩张，投资广州银行、长城证券等标的，同时布局股权及资管业务，投资收益较为可观，我们看好公司有序推进资本运作下持续收获丰厚投资收益。

图表 36：公司重要投资项目梳理

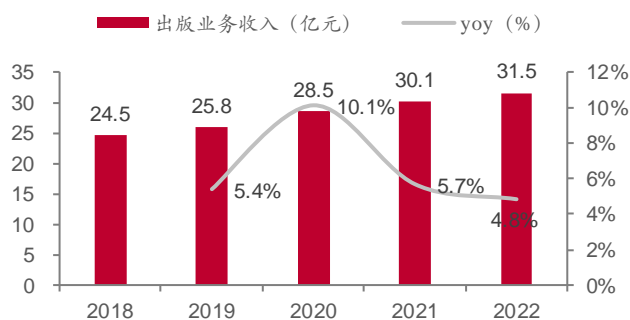
时间	被投资公司	股权比例	投资额	进展
2013年首次持股； 2015年增资	长城证券	0.86%	1.2亿元	长城证券于2018年10月成功IPO，南方传媒择机减持长城证券股权。
2017年11月	广州银行	1.13%	4.2亿元	2023年3月，深圳交易所已受理广州银行IPO上市请求。
2018年10月	龙版传媒	4.41%	8,768万元	完成龙版传媒股权投资项目，并与其签署战略合作协议。龙版传媒于2021年8月成功IPO。截至2023Q3，南方传媒减持其股份，持有龙版传媒2.8%的股权。
2022年8月	广汽埃安	28.90%	1亿元	
2023年8月	老凤祥有限	24.88%	5,000万元	

来源：公司公告，各公司招股说明书，证券时报网，中泰证券研究所

主业基本盘稳固，彰显增长韧性

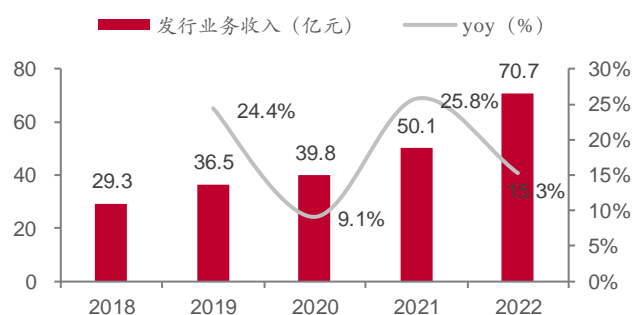
- 出版发行稳健推进。**2018-2022年，公司出版业务收入由24.5亿元增长至31.5亿元，4年CAGR达6.5%，发行业务受益于公司推动渠道整合，收入由29.3亿元增至70.7亿元，4年CAGR达24.6%。其中，教材教辅为出版及发行业务主要收入产品。出版业务中，公司推进自编教材教辅建设，2022年教材教辅出版收入达25.8亿元，占出版收入比重为81.9%。发行业务中，2022年教材教辅发行收入达52.1亿元，占发行收入比重为71.6%。

图表 37: 2018-2022 年公司出版业务收入及增速 (亿元)



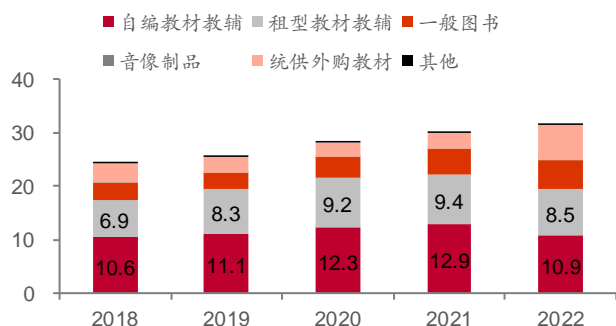
来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所（注：出版营收为未剔除内部抵消口径）

图表 38: 2018-2022 年公司发行业务收入及增速 (亿元)



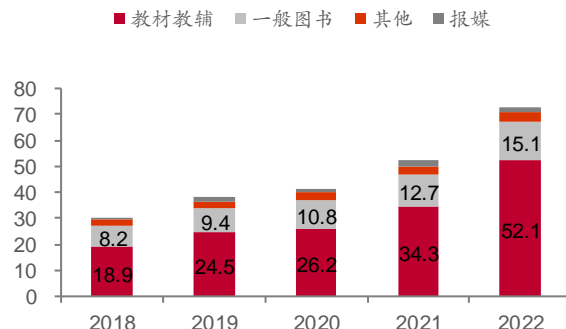
来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所（注：发行营收为未剔除内部抵消口径）

图表 39: 2018-2022 年公司出版业务收入拆分 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：出版营收拆分为未剔除内部抵消口径）

图表 40: 2018-2022 年公司发行业务收入拆分 (亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所（注：发行营收拆分为未剔除内部抵消口径）

- 巩固教育出版实力，深入实施大众出版改革。**公司拥有10家出版社，其中教育社为国家一级出版社。教材教辅方面，公司集中教育出版优势资源解决资源内耗等问题，教育出版集约化经营成效日益显现，教育社2022年营收增长10%，净利润增幅超20%。一般图书方面，公司深入实施大众出版专业化特色化品牌化改革，根据各出版社特色深入挖掘优势赛道，有望提高单品种效率。在公司推进教育出版集约化+大众出版专

业化改革背景下，公司出版盈利能力有望提升。

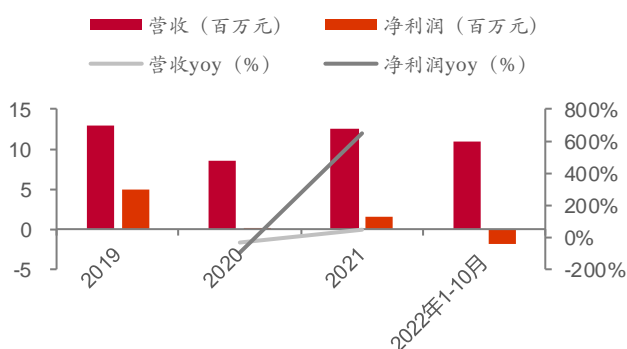
图表 41：公司旗下出版社

出版社	简称	国家一级出版社	主要方向
广东人民出版社有限公司	人民社		综合性出版社，主要出版政治、哲学、古籍、历史、社会科学、经济等党政精品、学术专著和大众读物。
广东教育出版社有限公司	教育社	✓	以教材教辅作为重点业务，主攻基础教育、学前教育、职业教育、高等教育，积极推进智慧教育服务，同时一体推进主题图书、精品图书等立体产品线。
广东科技出版社有限公司	科技社		主攻医学、科技科普、农业、大众生活、工业、职业教育等板块。
广东花城出版社有限公司	花城社		以文学图书、艺术类教材为主。
广东新世纪出版社有限公司	新世纪社		主要服务 0~18 岁的青少年及儿童，出版婴幼儿图画书、幼教教材、少儿教养类等适合少年儿童阅读的图书。
广东经济出版社有限公司	经济社		出版涵盖经济管理、投资理财、金融证券、财务会计、学术文化、大众生活、教育出版等领域。
广东岭南美术出版社有限公司	广东岭南社		美术专业出版社，涵盖中小学美术教育教材教辅、高职教材、美术理论、技法、书法、画册、设计、摄影和艺术文献等艺术相关读物出版。
广东海燕电子音像出版社有限公司	海燕社		在文化、教育、科技、文艺、游戏等领域策划出版了大量音像制品、电子出版物、图书及网络游戏作品。
广东语言音像电子出版社有限公司	语言社		主要方向为语言文化教育。
广东省地图出版社有限公司	广东地图社		出版地图、地理、测绘、天文、海洋、岭南文化、历史、科普、旅游等各类图书。

来源：公司公告，各公司官网，中泰证券研究所

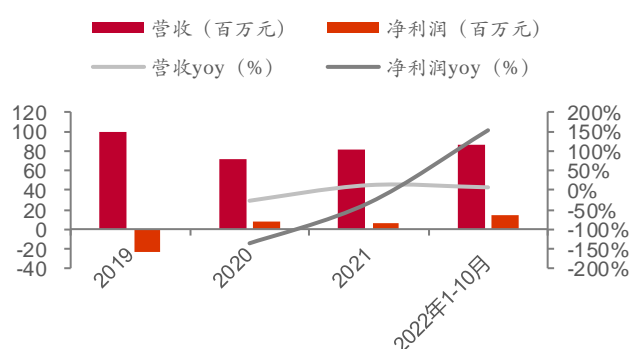
- 收购岭南社及地图社获取外延增长，强化一般图书出版能力。公司于 2023 年分别出资 1.9 亿元、0.2 亿元购买广版集团所持广东岭南社、广东地图社 100% 股权，在有效解决同业竞争问题的同时，丰富一般图书品类方向，强化一般图书出版能力。

图表 42：2019-2022 年 1-10 月地图社营收及净利润情况（百万元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 43：2019-2022 年 1-10 月岭南社营收及净利润情况（百万元）



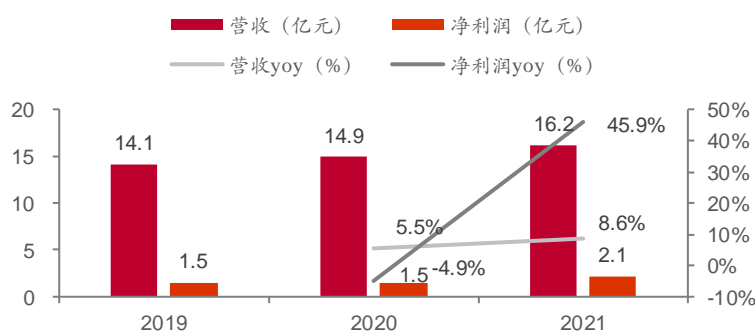
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **收购教育书店，加强渠道发行力。**广东新华发行集团及教育书店为广东省各教材分销渠道的总发行商，是广东省教材发行的核心渠道。公司持续推进渠道整合，子公司广东新华发行集团于 2022 年向广弘控股收购广东教育书店 100% 的股权，收购完成后公司发行品种可覆盖各科教材，在广东省的市场份额（不包括广州、深圳）可达近 100%，省内教材主要发行渠道基本统一。
- 根据 2019-2021 年教育书店营收及利润情况，该收购可为公司贡献每年超过 1 亿+的净利润。此外，发行渠道的统一有望减少相互竞争和资源内耗，使公司集中精力和资源开拓渠道，加强渠道发行力，有助于提升市场份额。

图表 44：广东省教材发行渠道情况

发行商	分销商	发行品种	发行范围	市场份额
广东新华发行集团 (南方传媒子公司)	各地新华书店（不包括广州、深圳）	语文、数学、英语等主科教材	广东全省（不包括广州、深圳）	65%左右（不包括广州、深圳）
广东教育书店 (广东新华发行集团子公司)	教育书店各地分销渠道	音乐、美术等副科教材	广东全省（不包括广州、深圳）	35%左右（不包括广州、深圳）
广州市新华书店集团 (广州市人民政府 100% 控股)	广州市新华书店及旗下书城等	各科教材	广州市	100%
深圳出版发行集团 (深圳国资局 100% 控股)	深圳市新华书店及旗下书城等	各科教材	深圳市	100%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 45：2019-2021 年教育书店营收及净利润情况（亿元）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **发行渠道持续拓展，夯实发行力。**截至 2022 年底，公司旗下发行集团线下销售网点合计 631 家，连锁经营网络覆盖全省 94 个市县城乡。同时，公司在传统电商平台布局的基础上，积极利用具备流量红利的抖音、小红书等新媒体平台，进一步拓展线上渠道。其中，广东新华直播基地

2023H1 累计直播 289 场，销售超 1,600 万元。

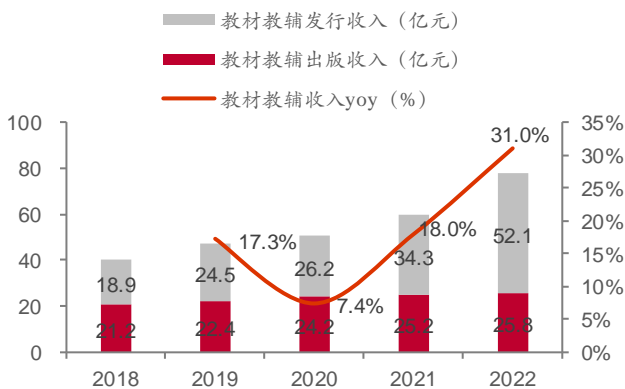
图表 46：公司销售渠道示意图



来源：公司官网，楠枫书院，珠海新华书店，印象南沙，东莞新华书店，京东，淘宝，拼多多，抖音，小红书，微博，微信，中泰证券研究所

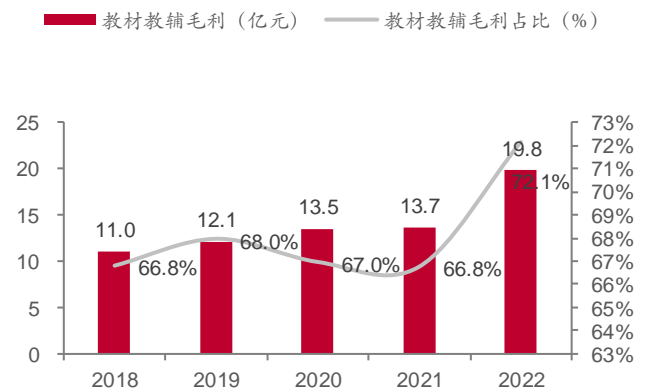
- **教材教辅出版集约化改革效果显现，发行资质优势明显。**公司教材教辅伴随集约化改革、渠道整合推进，近 5 年收入、毛利、码洋及销量均呈上升趋势。2022 年，公司出版教材 1,112 种，教辅 2,549 种，积极开拓自编教材，粤版教材省外市场稳中有增，《初高中仿真实验操作手册》等拳头产品取得新突破。同时，公司子公司发行集团取得广东省 2021 年秋季至 2024 年春季义务教育阶段免费教科书和正版学生字典的发行权，资质优势明显。

图表 47：2018-2022 年公司教材教辅收入及增速（亿元）

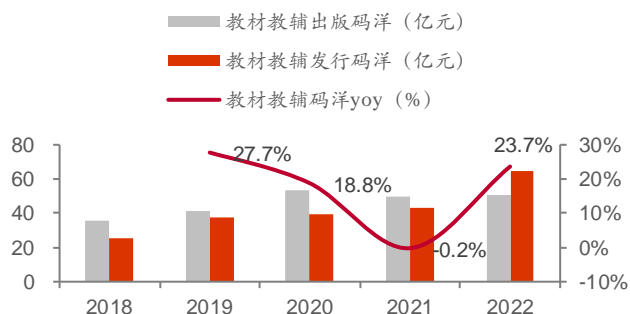


来源：公司公告，中泰证券研究所（注：教材教辅收入为未剔除内部抵消口径）

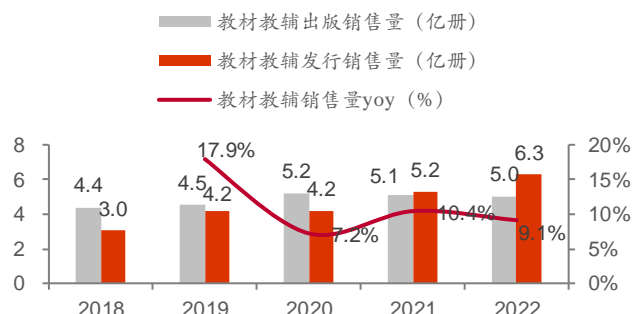
图表 48：2018-2022 年公司教材教辅毛利及其占比(亿元)



来源：公司公告，Wind，中泰证券研究所（注：教材教辅毛利为未剔除内部抵消口径）

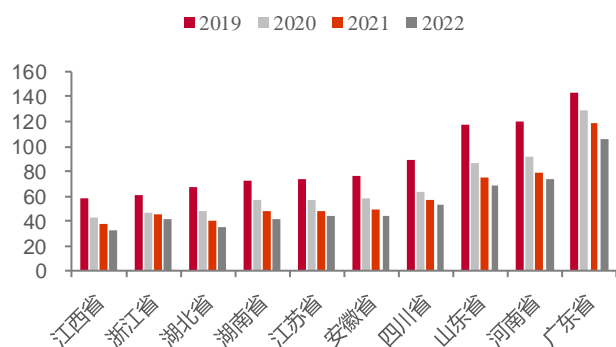
图表 49: 2018-2022 年公司教材教辅码洋及增速 (亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

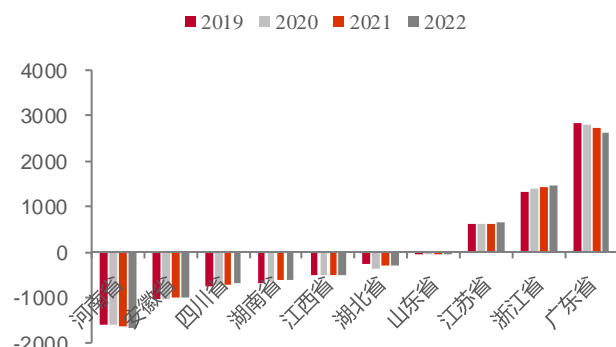
图表 50: 2018-2022 年公司教材教辅销量及增速 (亿册)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 省属人口优势明显, 教育服务基本盘牢固。** 数量维度, 各省统计局数据显示, 广东省出生人口近 4 年均位于全国领先地位, 2022 年出生人口达 105.2 万人, 占当年全国出生人口比重达 11.0%。同时, 广东省保持人口净流入趋势, 2022 年常住人口和户籍人口均实现过亿规模。出生人口和人口净流入稳定为公司教育服务业务提供了长期增长动能和广阔的市场空间。

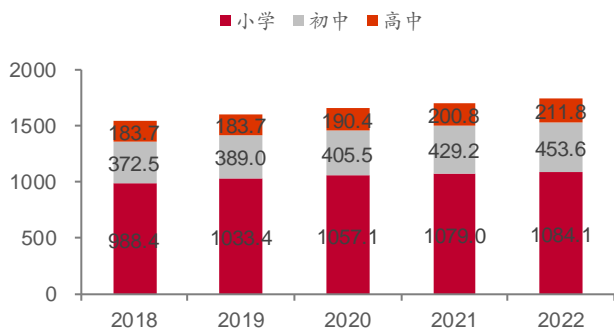
图表 51: 2019-2022 年全国代表省份出生人口情况 (万人)


来源: 各省统计局, Wind, 中泰证券研究所

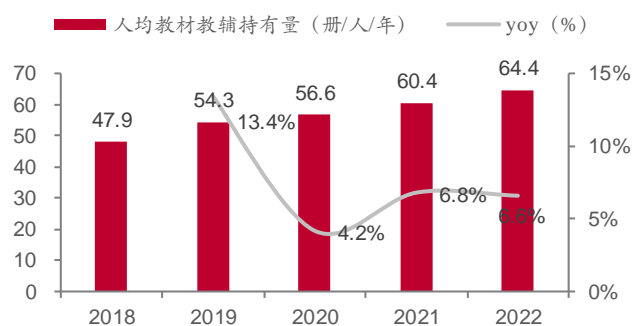
图表 52: 2019-2022 年全国代表省份人口净流入情况 (万人)


来源: 各省统计局, Wind, 中泰证券研究所

- 初高中学生占比提升, 看好人均教材教辅持有量持续提升。** 根据广东省统计局数据, 2018-2022 年, 广东省 K12 在校学生数稳步提升, 其中初高中学生数量占比提升较明显, 2022 年初高中学生占比达 38.0%。初高中阶段学生相较小学阶段学生存在刚性升学需求, 故人均教材教辅持有量较高, 我们看好公司在广东省初高中学生占比提升趋势下, K12 阶段学生人均教材教辅持有量的持续提升。

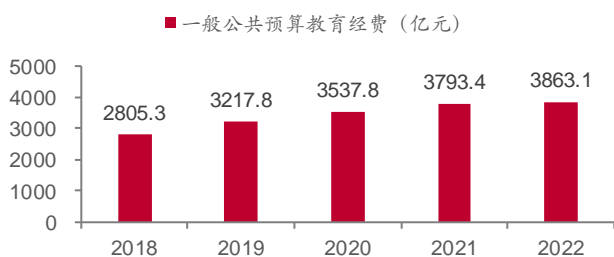
图表 53: 2018-2022 年广东省 K12 在校学生数 (万人)


来源: 广东省统计局, 中泰证券研究所

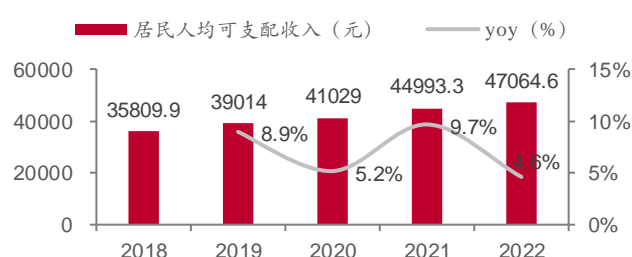
图表 54: 2018-2022 年公司 K12 阶段学生人均教材教辅持有量 (册/人/年)


来源: 公司公告, 广东省统计局, 中泰证券研究所

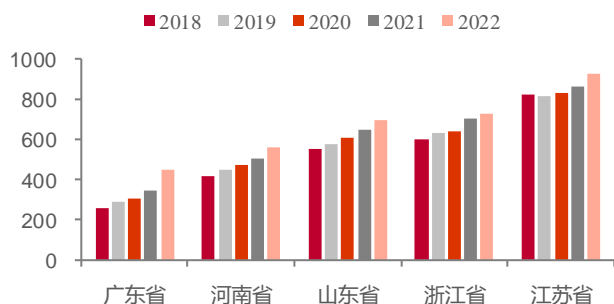
- 教材教辅客单价基数低, 有望延续快速增长趋势。**价格维度, 近 5 年广东省一般公共预算教育经费及人均可支配收入持续上升, 教育重视度及消费能力较强。我们认为, 广东省此前 K12 阶段学生教材教辅客单价因省内教育竞争较温和等因素影响, 客单价基数较低。伴随素质教育育人所需知识覆盖范围增加、广东省 K12 阶段学生结构优化, 以及南方传媒自身推进教材发行渠道整合, 广东省 K12 学生教材教辅客单价已有明显增长趋势, 该趋势有望延续, 助推公司教材教辅收入增长。

图表 55: 2018-2022 年广东省一般公共预算教育经费 (亿元)


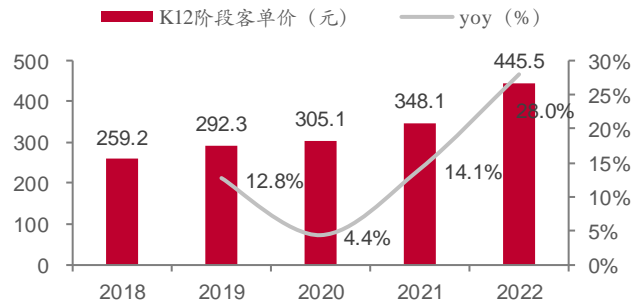
来源: 广东省教育厅, 中泰证券研究所

图表 56: 2018-2022 年广东省居民人均可支配收入及增速 (元)


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 57: 2018-2022 年主要省份 K12 阶段学生教材教辅客单价 (元)


来源: 各省统计局, Wind, 中泰证券研究所 (注: 客单价由各省的省级出版

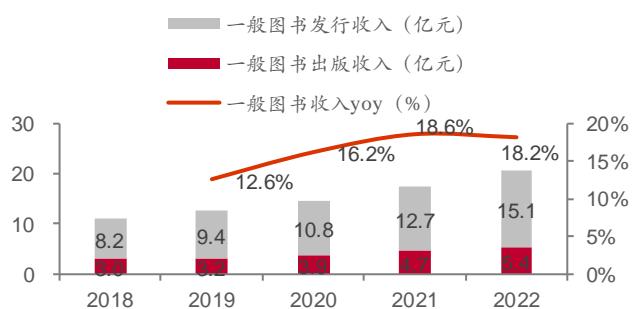
图表 58: 2018-2022 年广东省 K12 阶段学生教材教辅客单价及增速 (元)


来源: 广东省统计局, Wind, 中泰证券研究所 (注: 客单价由公司教材教辅

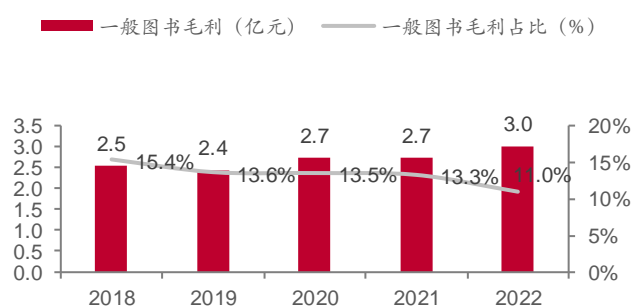
集团教材教辅收入除以当地 K12 在校学生数得出)

收入除以当地 K12 在校学生数得出)

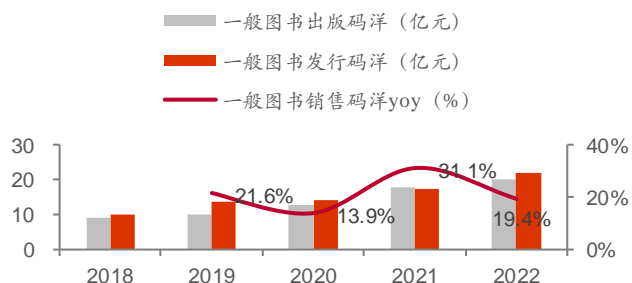
- 一般图书出版专业化改革深入实施,发行渠道持续推进转型。2018-2022 年,公司一般图书收入无惧外部因素影响,保持较快增长。出版业务方面,公司深入实施一般图书出版专业化改革,发力打造市场图书,少儿、社科等品类成果丰硕,“万有引力”书系、“兰台万卷”产品线品牌影响力逐步提升。
- 发行业务方面,公司稳步推进实体书店建设改造,探索实体门店切入社区、下沉公共文化服务新形式,打造新时代青年思想和文化交流空间。同时,公司抢占新媒体营销赛道,投资成立新荷传媒公司,发力短视频营销,产出多个点赞超 5 万、超 10 万的广告视频,推动发行能力持续提升。

图表 59: 2018-2022 年公司一般图书收入及增速(亿元)


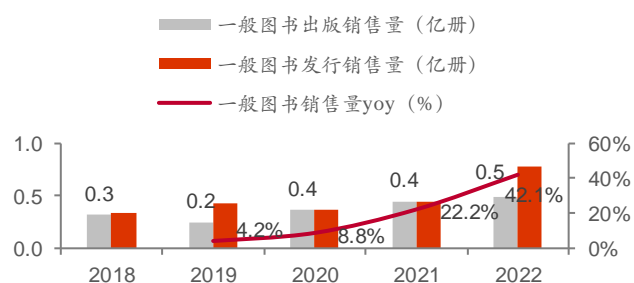
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 一般图书营收为未剔除内部抵消口径)

图表 60: 2018-2022 年公司一般图书毛利及其占比(亿元)


来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所 (注: 一般图书毛利为未剔除内部抵消口径)

图表 61: 2018-2022 年公司一般图书码洋及增速(亿元)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 62: 2018-2022 年公司一般图书销量及增速(亿册)


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 63：公司一般图书产品矩阵

板块	细分板块	代表性书籍	代表作者
生活	美食	《咸鱼白菜也好味》、《惠州味道》	林卫辉、高燕来
	育儿/家教	《养育孩子》	郑明、赵静、方晓娅
少儿	儿童文学	《十四岁的天空也下雨》	安武林
	科普/绘本	《小熊宝宝绘本》、《爸爸变成了透明人》	佐佐木洋子、魏捷
社会科学	人文艺术	《岭南美术工艺》、《岭南品艺录》	陆穗岗、姚默默、徐沛仪、何琮、吴瑾
	经管	《再创均衡》、《粤港澳大湾区发展报告》	陈雳、林广志、刘毅
	历史	《大唐名相》、《马背上的青海》	王心钢、龙仁青
自然科学	医学	《微创结直肠手术策略与临床实践》	霍华德·M. 罗斯
	科技	《质量的本质：开启数字化质量管理新时代》	吴迪
大众读物	文学	《呼兰河传》、《长寿碑》	萧红、田耳
	小说	《猎冰》、《旧天堂》	郭国松、钟二毛

来源：广东人民出版社，新世纪出版社，广东科技出版社，天猫，爱花城，中泰证券研究所

积极拓展教育业态，挖掘业绩增长新动能

- 智慧教育：多维切入，产品矩阵完备。**公司积极将优质内容同大数据、AI 等前沿技术结合，加快转型节奏发力智慧教育赛道，智慧教育产品矩阵较为完备。
- 综合智慧教育平台建设运营持续向好。**教育数字化方面，“粤教翔云”数字教材应用平台包括数字教材、云教案、任务中心、教研天地等模块，提供“课前、课中、课后”服务。截至 2022 年，全省开通用户超 1,300 万人，使用学校 1.6 万所，共上线数字教材 345 册，覆盖小学、初中 21 个学科。同时，粤高中学习平台以教育部制定的普通高中新课程标准为指导，覆盖高中 9 个学科学习资源，并利用信息技术，实现智能交互，为学生理解和掌握教材知识提供帮助。

图表 64：“粤教翔云”数字教材应用平台界面


来源：“粤教翔云”数字教材应用平台，中泰证券研究所

图表 65：粤高中学习平台


来源：粤高中学习平台，中泰证券研究所

- **切入 AI+教育语言听说场景，满足语言学习需求。** AI+教育方面，公司布局广泛，涵盖语言听说、素质培训等细分赛道。语言听说场景，粤教讯飞 E 听说基于语音测评技术，为学生英语“听说读写”学习构建创新学习空间，按照中高考标准提供听说人机对话测评和手写作业智能批改功能。另外，粤教 AI 听说提供听力口语训练、朗诵等趣味性的学习模式，支持 AI 智能多维度评测，帮助学生优化发音情况。

图表 66: AI+英语听说读写产品粤教讯飞 E 听说



来源：E 听说，中泰证券研究所

图表 67: AI+听说产品粤教 AI 听说



来源：粤教 AI 听说，中泰证券研究所

- **布局 AI+教育素质培训场景，助力综合素质提升。** 素质培训场景，AI+音乐测评产品花城艺测支持音频自动评分，学生可以从系统海量题库中，创建试卷进行反复练习。系统具有随机混洗题目和题支功能，并能对节拍和视唱题目进行智能打分。截至 2022 年，该产品已完成广州市第一批 37 所学校音乐科目测评。另外，“粤教-爱思通” AI 围棋课程支持学习者在游戏闯关中就能轻松学会围棋，提高思维能力，大大提高学习效率。该产品已经在全国 20 多个城市的学校使用。

图表 68: AI+音乐测评产品花城艺测



来源：Apple，中泰证券研究所

图表 69: AI+围棋产品粤教-爱思通



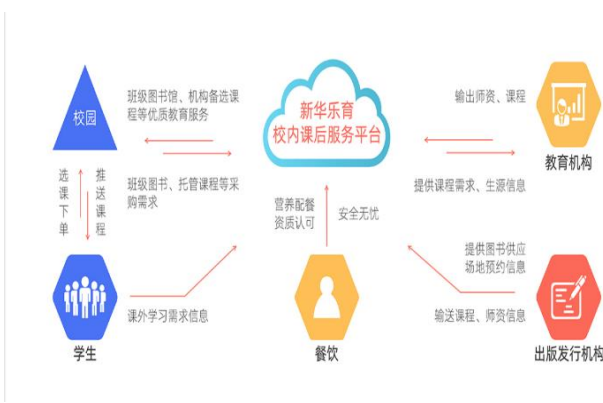
来源：中国出版传媒网，中泰证券研究所

- **课后服务：承接课后教育需求，拓展新变现路径。** 公司积极利用渠道、内容等优势承接课后教育需求，打造课后服务教育新业态，我们看好公

司基于基础课后托管、研学服务，拓展定制化增值服务等衍生变现新路径。

- **加强资源整合，课后托管表现亮眼。** 课后托管方面，公司依托旗下教育社优质内容、新华乐育专业课后服务管理平台和全省新华书店服务网络，加强师资课程资源整合，提供基础托管、素质托管等高质量校内校外课后服务。教育社和新华发行集团 2023H1 课后服务学生达 46 万多人次，课后服务营收合计超过 1.3 亿元。

图表 70：新华乐育校内课后服务平台基础架构



来源：新华乐育，中泰证券研究所

图表 71：线下新华乐育学堂



来源：梅州市新华书店，中泰证券研究所

- **内容科技强强联手，课后培训增长可期。** 课后素质培训方面，公司全资子公司广东南方传媒投资 2023 年与深圳点猫科技（“编程猫”）合资成立广东南传科技，通过组织编程夏令营、冬令营等活动，致力于服务中小学综合素养和科学教育，发挥自身混合所有制优势，为南方传媒教育产业链赋能，增长可期。

图表 72：编程猫夏令营



来源：广东南传科技，中泰证券研究所

图表 73：编程猫冬令营日程概览

SCHEDULE 日程安排			
TIME 时间	MORNING 上午	AFTERNOON 下午	EVENING 晚上
DAY1	深圳集合	开营破冰	篝火晚会
DAY2	学习AIGC	完成智慧城市方案初稿	耐力运动会
DAY3	【学术交流】 走进南方科技大学	【感知深圳】 探访深圳城市规划馆	电影之夜
DAY4	【科技零距离】 走进OPPO总部	【揭秘万物互联】 参访冯家及编程猫 和平精英主创团队面对面	分享交流会
DAY5	【走近大湾区】 穿越港珠澳大桥	【航拍新体验】 在大疆学习前沿无人机技术与创新	作品创意交流
DAY6	场景再现 搭建智慧城市蓝图	确定智慧城市设计方案	优化作品 确定演讲内容
DAY7	TED TALK作品发布会	颁奖&结营 返回温暖的家	

来源：广东南传科技，中泰证券研究所

- **研学基地资质完备，看好服务规模持续扩张。** 研学文旅方面，公司借助广东新华发行集团联系图书馆、博物馆等单位开设研学课程，并打造新华书店大湾区青少年研学实践教育基地（首批广东省教育厅认定的研学实践教育基地之一，资质完备），为学生提供优质高效的学习和服务体验。
- 新华发行集团 2023H1 完成共 4,199 人研学实践活动，教育书店组织科普研学活动 20 余场，服务学生近 5,000 人，服务规模有望持续扩张。

图表 74：新华书店大湾区青少年研学实践教育基地资质



来源：四阅研学实践服务平台，中泰证券研究所

图表 75：基地研学实践活动



来源：南方传媒，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教材教辅、一般图书、报媒、文化用品、音像制品、其他业务等部分构成。
- **教材、教辅：**数量维度，K12 在校学生数=K12 阶段出生人口数*入学率。广东省 K12 阶段出生人口数在 2016-2017 年二胎政策放开后的出生人口高峰推动下，有望保持增长态势。同时，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 2023-2025 年广东省 K12 在校学生数有望稳定增长，增速分别为 3.1%/3.9%/2.9%。
- 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，为教材教辅的主力消费人群。按照升学节奏推算，广东省 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提升，有望带动 K12 在校生客单价上行。根据初高中学生增长节奏，教材教辅出版预计 2023-2025 年客单价增速

分别为 4.7%/3.8%/4.9%。教材教辅发行受益于渠道整合，客单价增速弹性更高，预计 2023-2025 年客单价增速分别为 7.1%/9.1%/9.0%。

- 量价齐增有望推动教材教辅收入增长，我们预计公司 2023-2025 年教材教辅出版及发行业务收入增速分别为 8.0%/7.8%/8.0% 和 10.4%/13.4%/12.2%，综合收入增速分别为 9.6%/11.6%/10.9%。
- **一般图书：**根据国家广播电视总局及国家新闻出版署数据，2017-2021 年全国图书零售金额持续向上，4 年 CAGR 达 10.9%。公司深入实施大众出版特色化改革，2023 年完成岭南社、地图社收购，一般图书出版实力得到增强，预计 2023-2025 年一般图书出版收入增速将略高于行业水平，分别为 19.6%/15.1%/15.2%。同时，发行端以新媒体电商为抓手，拓展网络发行渠道，预计 2023-2025 年一般图书发行收入增速将高于行业水平，分别为 16.1%/17.7%/18.2%。
- **报媒：**报媒盈利模式为广告收入，而广告收入增长则跟消费大盘趋势相关性较高。国家统计局及 Wind 数据显示，社会消费品零售总额 2023 年达 47.1 万亿元，4 年 CAGR 达 3.7%。考虑到公司利用传统媒体优势，逐步完善新媒体矩阵提升媒体影响力，预计公司 2023-2025 年报媒收入增速有望略高于社零增速，分别为 4.0%/4.5%/4.3%。
- **文化用品：**文化用品销售场景为新华书店，产品以文具为主。智研咨询数据显示，伴随社会消费升级，教育普及升学率提升，我国文具市场规模由 2015 年 1,085.1 亿元增至 2022 年 1,358.6 亿元，7 年 CAGR 达 3.3%。广东省作为人口大省，学生群体数量庞大，对于文化用品需求旺盛，为公司教育服务业态提供了长期增长动能，叠加疫后线下消费场景修复带动景气度回暖有一定向上弹性，我们预计公司 2023-2025 年文化用品收入将略高于行业增速，分别为 6.5%/6.8%/7.0%。
- **音像制品：**公司音像制品收入体量小，且 2022 年因义务教育国家课程教材取消配套数字音像材料统一征订，改为自愿购买，导致收入口径调整，波动较大，参考历史复合增速意义有限。我们选取拥有音像制品业务的中南传媒、山东出版及凤凰传媒作为可比公司，2015-2022 年，三家可比公司音像制品收入平均增速为 3.4%。考虑到公司音像出版产品储备丰富且音像制品相关政策中短期内已趋于稳定，对业务影响有限，我们预计公司 2023-2025 年音像制品收入增速将趋于稳定并略高于平均增速，分别为 3.9%/4.0%/4.1%。
- **其他业务：**其他业务主要由智慧教育、数字产品等构成，其中智慧教育为主要收入来源。根据锐观咨询数据，我国智慧教育处于快速发展时期，市场规模由 2018 年 5,320 亿元增至 2022 年 10,157 亿元，4 年 CAGR 达 17.5%。公司智慧教育布局中粤教翔云平台已具备一定用户规模，考虑基数因素，预计 2023-2025 年公司其他业务收入增速将略低于行业水平，分别为 13.3%/13.6%/13.7%。

- **毛利率：**公司教材教辅受益于教育出版集约化改革及渠道整合，毛利率有望稳中向上，预计 2023-2025 年毛利率分别为 26.3%/27.3%/27.5%。一般图书在大众出版特色化改革背景下强化出版能力叠加新媒体渠道折扣力度有望改善，毛利率有望企稳回升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 15.2%/15.2%/15.4%。报媒和音像制品商业模式较固定，毛利率稳定，预计 2023-2025 年毛利率分别为 42.3%/41.9%/42.2% 和 20.4%/20.6%/20.5%。文化用品销售场景稳定，预计其毛利率将在现有水平上下范围内略有波动，预计 2023-2025 年毛利率分别为 19.9%/20.3%/20.1%。其他业务毛利率有望在粤教翔云等智慧教育产品功能迭代的带动下稳中向上，预计 2023-2025 年毛利率分别为 17.3%/18.0%/18.6%。剔除内部抵消口径下，公司 2023-2025 年综合毛利率预计分别为 31.6%/31.5%/31.4%。

图表 76：公司分产品收入及毛利率预测（百万元）

产品名称		2022A	2023E	2024E	2025E
教材教辅	收入	7,793.4	8,541.3	9,529.3	10,564.9
	yoy (%)	31.0%	9.6%	11.6%	10.9%
	毛利率 (%)	25.4%	26.3%	27.3%	27.5%
一般图书	收入	2,054.5	2,404.3	2,813.2	3,302.7
	yoy (%)	18.2%	17.0%	17.0%	17.4%
	毛利率 (%)	14.7%	15.2%	15.2%	15.4%
报媒	收入	207.1	215.4	225.1	234.8
	yoy (%)	-4.5%	4.0%	4.5%	4.3%
	毛利率 (%)	41.5%	42.3%	41.9%	42.2%
文化用品	收入	164.0	174.7	186.6	199.6
	yoy (%)	-25.3%	6.5%	6.8%	7.0%
	毛利率 (%)	19.7%	19.9%	20.3%	20.1%
音像制品	收入	48.3	50.2	52.2	54.3
	yoy (%)	3085.9%	3.9%	4.0%	4.1%
	毛利率 (%)	20.0%	20.4%	20.6%	20.5%
其他	收入	2,012.0	2,279.6	2,589.6	2,944.4
	yoy (%)	10.7%	13.3%	13.6%	13.7%
	毛利率 (%)	16.6%	17.3%	18.0%	18.6%
内部抵消	收入	3,405.6	4,018.6	4,500.8	5,085.9
	合计收入	9,054.6	9,646.9	10,895.2	12,214.9
	yoy (%)	19.2%	6.5%	12.9%	12.1%
	毛利率 (%)	31.4%	31.6%	31.5%	31.4%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们预计南方传媒 2023-2025 年收入分别为 96.47/108.95/122.15 亿元，分别同比增长 6.54%/12.94%/12.11%。考虑到税收政策变化会对公司 2023 年当期确认递延所得税资产金额及非经常性损益产生影响，并会对 2024-2025 年净利润产生影响，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 12.54/10.19/11.27 亿元，分别同比增长 32.96%/-18.73%/10.54%，对应 PE 估值分别为 12.6x/15.5x/14.0x。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、中文传媒、山东出版。参考同业可比公司，考虑到公司教材教辅基本盘稳固，且智慧教育、课后服务等创新业务布局领先，有望打开业绩成长空间，故给予其一定估值溢价具备合理性，建议持续关注，首次覆盖，给予买入评级。

图表 77：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		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
601928.SH	凤凰传媒	286.8	29.6	23.2	25.3	9.7	12.3	11.3
601098.SH	中南传媒	234.2	18.4	17.3	18.6	12.7	13.6	12.6
601921.SH	浙版传媒	205.3	15.4	17.1	18.4	13.3	12.0	11.1
600373.SH	中文传媒	224.4	20.1	21.5	22.7	11.2	10.4	9.9
601019.SH	山东出版	237.5	18.8	21.1	23.4	12.6	11.2	10.1
	均值	237.6	20.4	20.0	21.7	11.9	11.9	11.0
601900.SH	南方传媒	157.6	12.5	10.2	11.3	12.6	15.5	14.0

来源：Wind，中泰证券研究所（注：市值数据截至 2024 年 03 月 22 日，除山东出版外，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。

盈利预测表

资产负债表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,271	4,663	6,288	7,971
应收票据	1	1	2	1
应收账款	1,466	1,808	2,069	2,250
预付账款	106	112	127	142
存货	1,455	1,661	1,822	2,012
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,100	854	930	1,035
流动资产合计	7,400	9,100	11,238	13,411
其他长期投资	472	487	486	483
长期股权投资	298	298	298	298
固定资产	924	870	810	818
在建工程	1,617	1,617	1,617	1,617
无形资产	3,012	2,722	2,478	2,282
其他非流动资产	1,094	1,245	1,221	1,230
非流动资产合计	7,418	7,240	6,911	6,728
资产合计	14,818	16,340	18,148	20,138
短期借款	0	5	5	5
应付票据	185	205	222	245
应付账款	3,699	3,693	4,236	4,802
预收款项	2	19	22	24
合同负债	593	632	714	800
其他应付款	487	487	487	487
一年内到期的非流动负债	50	50	50	50
其他流动负债	432	452	501	561
流动负债合计	5,447	5,543	6,236	6,973
长期借款	729	903	1,077	1,250
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	594	604	604	604
非流动负债合计	1,323	1,507	1,680	1,854
负债合计	6,770	7,049	7,917	8,828
归属母公司所有者权益	7,237	8,336	9,157	10,105
少数股东权益	811	954	1,074	1,205
所有者权益合计	8,048	9,291	10,231	11,311
负债和股东权益	14,818	16,340	18,148	20,138

现金流量表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,425	1,484	1,640	1,812
现金收益	1,193	1,771	1,471	1,553
存货影响	-238	-206	-161	-190
经营性应收影响	146	-314	-239	-158
经营性应付影响	714	32	563	591
其他影响	610	200	7	16
投资活动现金流	-305	-132	-50	-164
资本支出	-491	-87	-86	-166
股权投资	-134	0	0	0
其他长期资产变化	320	-45	36	2
融资活动现金流	-1,015	40	35	35
借款增加	176	179	174	174
股利及利息支付	-649	-289	-238	-276
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-542	150	99	137

利润表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9055	9647	10895	12215
营业成本	6212	6598	7464	8375
税金及附加	43	44	46	46
销售费用	868	897	1,016	1,139
管理费用	852	871	974	1,103
研发费用	7	8	9	10
财务费用	-41	-40	-41	-41
信用减值损失	-22	-22	-23	-23
资产减值损失	-35	-36	-37	-37
公允价值变动收益	-113	-64	-66	-67
投资收益	53	53	64	67
其他收益	122	123	132	134
营业利润	1,121	1,326	1,501	1,659
营业外收入	3	3	3	4
营业外支出	10	9	9	10
利润总额	1,114	1,320	1,495	1,653
所得税	52	-60	374	414
净利润	1,062	1,380	1,121	1,239
少数股东损益	119	126	102	113
归属母公司净利润	943	1,254	1,019	1,127
NOPLAT	1,023	1,338	1,091	1,209
EPS (按最新股本摊薄)	1.05	1.40	1.14	1.26

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	19.17%	6.54%	12.94%	12.11%
EBIT 增长率	32.44%	19.27%	13.66%	10.83%
归母公司净利润增长率	16.70%	32.96%	-18.73%	10.54%
获利能力				
毛利率	31.39%	31.60%	31.50%	31.44%
净利率	11.73%	14.30%	10.29%	10.15%
ROE	11.72%	13.50%	9.96%	9.96%
ROIC	14.84%	15.19%	15.26%	14.97%
偿债能力				
资产负债率	45.69%	43.14%	43.62%	43.84%
债务权益比	17.06%	16.81%	16.96%	16.88%
流动比率	135.84%	164.18%	180.19%	192.31%
速动比率	109.12%	134.21%	150.97%	163.46%
营运能力				
总资产周转率	61.11%	59.04%	60.03%	60.65%
应收账款周转天数	61	61	64	64
应付账款周转天数	197	202	191	194
存货周转天数	77	85	84	82
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.40	1.14	1.26
每股经营现金流	2.71	1.66	1.83	2.02
每股净资产	8.08	9.31	10.22	11.28
估值比率				
P/E	17	13	15	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	22	16	15	14

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。