

出版行业深度研究报告

# 出版系列之红利篇：从筹码结构、商业模式、股息率估值视角看传媒稀缺红利

- 出版是逻辑&股息双驱动的非典型红利。** 1) 行情复盘看：出版指数走势驱动因素较为多元，弹性&红利两手抓。①18年-20年7月（红利驱动）：受益于业绩稳定+普遍提高高分率红利属性被挖掘；②2023年（主题驱动）：AI驱动行情；③2024年（红利驱动）：截至24/7/26，24年出版指数下跌13%，与红利指数（下跌7%）趋势接近，但弹性更大且阶段性分化（主要为所得税担忧导致）。2) 如何理解出版是“逻辑&股息双驱动非典型红利”？①筹码结构看，出版是偏股型基金和险资的红利增配方向；②行业视角看，行业分红率与股息率日益提升，红利属性日渐凸显，其中国有出版作为分红主力军，17年行业平均分红率为37%，对应当年股息率为1.57%，23年分别提升至43%/3.76%。
- 如何理解国有出版红利属性：优质商业模式下的业绩稳定&分红抬升**  
**商业模式看，中小学教材教辅天然稳生意：** 1) 业务本质类似于“区域垄断的牌照生意”，整体业务模式、竞争格局稳定度较高；2) 收入视角看，量中期或仍处于上升通道，价稳。①量维度，在校学生数宏观中性，中短期不悲观；人均持有量具备结构性机会（一般年级越高，人均持有量越多，二胎高峰阶段出生的学生正在进入初高中阶段，有望部分抵消小学入学人数下滑）。②价维度，教材及评议类教辅政府指导定价，且折扣稳定度高；3) 成本&费用视角：纸张成本、发行采购折扣等主要成本项及三费整体稳定度较高。  
**稳定高分红的意愿及能力：** 1) 分红意愿：地方国有出版大股东占比高，且部分为实控人稀缺融资平台，单一大股东下分红符合逻辑；同时主业资本再投入有限，稳定高分红“可实现度”高；2) 分红能力：账上资金充沛，经营现金流好，货币资金闲置度高，具备“稳定高分红”能力。同时，高在手现金也使板块安全边际较高，剔除货币资金后PE具备极高性价比；从历史来看，出版板块仍在逐步的抬升分红率。
- 出版估值新范式：股息率定价，分红率为核心影响因素。** 基于分红视角看，公司目标市值=当前分红/公司目标股息率=(公司归母净利润\*现金分红率)/目标股息率，其中分子端与公司相关，分母端与宏观长端利率、板块系统性风险更为相关。拆解看，1) 归母净利润：板块高稳健属性凸显，预计剔除税后归母净利润有望保持稳定；2) 现金分红率（预计为核心影响因素）：公司最重要的可调节项，与公司承诺、分红能力及分红意愿挂钩；3) 目标股息率：主要受长端利率影响，其次还受行业及公司整体风险溢价（e.g.:对出版所得税、长期出生率下滑对业绩影响的担忧）等影响。建议积极关注基本面稳健+分红率继续有提升空间和意愿的标的。
- 投资建议：** 从商业模式及分红维度出发，我们认为出版板块依旧是优质的红利布局方向，高稳健+高股息+积极布局新业务等价值并未发生根本改变，结合上文股息率定价公式，我们认为应优选基本面稳健+分红率继续有提升空间的标的，此外也可积极关注各公司新业务弹性，首推南方传媒，建议关注凤凰传媒、山东出版、新华文轩-H、长江传媒、中南传媒、皖新传媒、浙版传媒等。
- 风险提示：** 纸张成本上涨，教育政策变化，消费者需求改变，出生率下滑，新业务进展不及预期。

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：刘欣

电话：010-63214660

邮箱：liuxin3@hcyjs.com

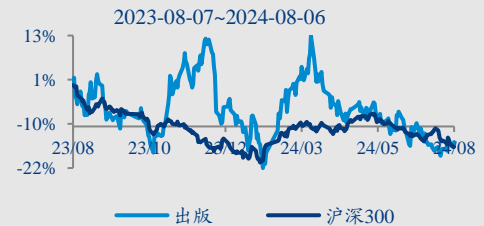
执业编号：S0360521010001

行业基本数据

|          |          | 占比%  |
|----------|----------|------|
| 股票家数(只)  | 31       | 0.00 |
| 总市值(亿元)  | 2,752.89 | 0.34 |
| 流通市值(亿元) | 2,386.19 | 0.37 |

相对指数表现

| %    | 1M    | 6M   | 12M    |
|------|-------|------|--------|
| 绝对表现 | -4.1% | 6.1% | -12.6% |
| 相对表现 | -1.5% | 5.2% | 4.3%   |



相关研究报告

《再看国有出版：可攻可守，高股息显防御价值，新业务创长期增量》

2024-02-28

## 投资主题

### 报告亮点

出版由于业务稳健+稳定高分红被认作为传媒中稀缺的红利板块,本文从红利角度出发,探讨了1)出版历史走势与红利的关系,试图从筹码结构及行业发展变化维度去理解出版究竟是何种类型红利资产;2)从商业模式及分红意愿&能力角度拆解板块红利属性来源;3)从红利角度出版应该如何定价,试图更好理解出版的红利投资价值。

### 投资逻辑

从商业模式及分红维度出发,我们认为出版板块依旧是优质的红利布局方向,高稳健+高股息+积极布局新业务等价值并未发生根本改变,结合上文股息率定价公式,我们认为应优选基本面稳健+分红率继续有提升空间的标的,此外也可积极关注各公司新业务弹性,首推南方传媒,建议关注凤凰传媒、山东出版、新华文轩-H、长江传媒、中南传媒、皖新传媒、浙版传媒等。

# 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、 市场复盘：红利&amp;弹性，谁在买出版？因何买出版？</b>      | <b>6</b>  |
| (一) 从行情复盘说起，如何定义出版？——逻辑&股息双驱动的非典型红利        | 6         |
| 1、 复盘历年走势：弹性&红利两手抓，24年红利属性凸显               | 6         |
| 2、 对比其他红利资产：出版与长端利率相关性更弱，而弹性更大             | 7         |
| (二) 再看筹码结构与行业变化：如何理解出版是“逻辑&股息双驱动的非典型红利”    | 8         |
| 1、 筹码结构视角看弹性：23Q4起偏股型资金重回增配，险资为明显增量        | 8         |
| 2、 行业变化视角看红利：分红率与股息率日益提升                   | 10        |
| <b>二、 如何理解出版红利属性：优质商业模式下的业绩稳定&amp;分红稳定</b> | <b>12</b> |
| (一) 要素一：商业模式看，中小学教材教辅天然稳生意                 | 12        |
| 1、 市场参与者视角：本质是牌照生意，区域垄断，竞争格局稳定             | 12        |
| 2、 收入视角：量中期或仍处于上升通道，价稳                     | 15        |
| 3、 成本&费用视角：变化较小，整体利润空间稳定                   | 18        |
| (二) 要素二：出版公司具备稳定高分红的意愿及能力                  | 19        |
| 1、 分红意愿：大股东占比高，资本再投入有限，稳定高分红“可实现度”高        | 19        |
| 2、 分红能力：账上资金充沛且闲置度高，经营现金流好，具备“稳定高分红”能力     | 22        |
| (三) 不止是红利，出版也是高资产质量、高安全边际板块                | 23        |
| 1、 资产质量较优，财务风险较小                           | 23        |
| 2、 扣除在手资金后安全边际高                            | 25        |
| <b>三、 估值与投资建议：股息率视角下如何估值及选股？</b>           | <b>26</b> |
| 1、 出版估值新范式：股息率定价，分红率为核心影响因素                | 26        |
| 2、 新范式下如何选股？重点关注分红率提升                      | 26        |
| <b>四、 风险提示</b>                             | <b>27</b> |

## 图表目录

|       |                                     |    |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图表 1  | 2015 年至今出版（申万）指数 PE（TTM）            | 6  |
| 图表 2  | 2018 年至今出版（申万）指数与红利（长江）指数涨跌幅（%）     | 7  |
| 图表 3  | 2023-2024 年出版（申万）指数、AIGC 指数涨跌幅（%）   | 7  |
| 图表 4  | 2024 年出版（申万）指数、红利（长江）指数涨跌幅（%）       | 7  |
| 图表 5  | 2023-2024 中证红利指数-十年期国债收益率涨跌幅（%）     | 8  |
| 图表 6  | 2024 出版（申万）指数-十年期国债收益率涨跌幅（%）        | 8  |
| 图表 7  | 出版（申万）个股自由流通股占总股本比例及自由流通市值（亿元，%）    | 8  |
| 图表 8  | 公募偏股基金出版持仓比例                        | 9  |
| 图表 9  | 22Q4-24Q1 出版行业保险资金持仓占自由流通股比例（%）     | 9  |
| 图表 10 | 出版（申万）指数成分股 2015-2023 年分红率（%）       | 10 |
| 图表 11 | 出版（申万）指数成分股 2015-2023 年对应当年股息率（%）   | 11 |
| 图表 12 | 出版产业链                               | 13 |
| 图表 13 | 出版行业政策监管                            | 13 |
| 图表 14 | 出版公司商业模式（以全产业链公司为例）                 | 15 |
| 图表 15 | 出生率与在校人数传导示意图                       | 15 |
| 图表 16 | 中国新生儿出生率（%）                         | 16 |
| 图表 17 | 中小学在校人数与出生率变化（万人）                   | 16 |
| 图表 18 | 义务教育教材+评议类教辅合计人均持有量                 | 16 |
| 图表 19 | 各年级在校学生数 yoy 及占比（%）                 | 17 |
| 图表 20 | 各图书出版平均定价（元/册）                      | 17 |
| 图表 21 | 各教育阶段图书出版平均定价（元/册）                  | 17 |
| 图表 22 | 浙版传媒发行板块销售折扣率（%）                    | 18 |
| 图表 23 | 上市公司出版成本构成                          | 18 |
| 图表 24 | 浙版传媒 2018-2020 年出版教材销售折扣率（~发行采购折扣率） | 18 |
| 图表 25 | 双铜纸价格（元/吨）                          | 19 |
| 图表 26 | 双胶纸价格（元/吨）                          | 19 |
| 图表 27 | 地方国有出版公司 19-23 年费率                  | 19 |
| 图表 28 | 地方国有出版公司 19-23 年净利率&毛利率             | 19 |
| 图表 29 | 地方国有出版公司控股股东及实控人梳理                  | 20 |
| 图表 30 | 主要地方国有出版公司资本性支出与占归母净利润比重梳理（亿元，%）    | 21 |
| 图表 31 | 地方国有出版公司 2015-2023 年分红频次梳理          | 21 |
| 图表 32 | 传媒细分行业平均现金及现金等价物（亿，%，2023 年）        | 22 |
| 图表 33 | 主要出版公司现金及现金等价物（亿，%，2023 年）          | 22 |

|       |                                  |    |
|-------|----------------------------------|----|
| 图表 34 | 地方国有出版公司经营活动现金净额及现金分红占比（亿元，%）    | 22 |
| 图表 35 | 传媒细分行业长期股权投资及占总资产比例（亿，%，2023 年）  | 23 |
| 图表 36 | 传媒细分行业商誉及占总资产比例（亿，%，2023 年）      | 23 |
| 图表 37 | 传媒细分行业平均资产负债率（%，2023）            | 24 |
| 图表 38 | 主要出版公司资产负债率（%，2023Q3）            | 24 |
| 图表 39 | 传媒细分行业平均商誉（亿元，%，2023）            | 24 |
| 图表 40 | 出版公司商誉及占比（亿元，%，2023）             | 24 |
| 图表 41 | 出版（申万）2013-2023 年 ROE            | 25 |
| 图表 42 | 地方国有出版 2023 年 ROE（摊薄）            | 25 |
| 图表 43 | 地方国有出版公司总市值、PE、2023 年在手资金量梳理（亿元） | 25 |
| 图表 44 | 出版股息率定价公式推理图                     | 26 |
| 图表 45 | 出版公司归母净利润-现金分红率-股息率梳理            | 26 |

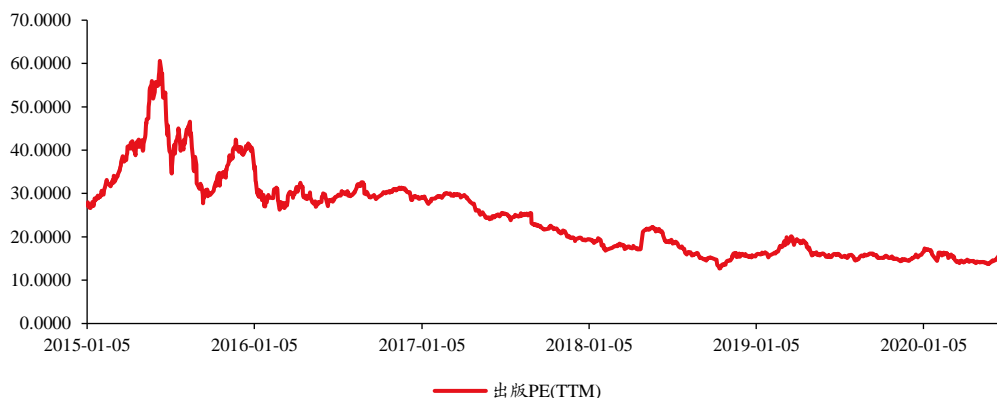
## 一、市场复盘：红利&弹性，谁在买出版？因何买出版？

### （一）从行情复盘说起，如何定义出版？——逻辑&股息双驱动的非典型红利

#### 1、复盘历年走势：弹性&红利两手抓，24年红利属性凸显

我们选取时间维度为【2018年-至今】的出版（申万）指数进行复盘，核心考虑因素为出版整体估值水平在2018年以后进入相对平稳阶段，因此以该时间点为始复盘更具代表性。

图表 1 2015 年至今出版（申万）指数 PE（TTM）



资料来源：wind，华创证券

**复盘 18 年至今出版历史走势，与红利走势并不完全一致。**我们复盘出版（申万）指数走势，发现行情驱动因素较为多元。我们将出版走势总结为 4 个阶段，即 **1) 2018 年-2020 年 7 月**：出版受益于业绩稳定+普遍提高分红率，红利属性被初次挖掘，整体走势与红利指数类似；**2) 2020 年 7 月-2022 年**：受疫情、内容监管等影响传媒板块整体承压，出版指数与红利指数有所偏移，但在传媒中仍跑出超额（该阶段传媒指数下跌 32%VS 出版指数下跌 15%）；**3) 2023 年（AI 行情）**：23 年出版指数年涨幅为 31%，整体指数走势与 AIGC 指数（年涨幅 44%）趋势更为吻合，即 23 年出版主要为 AI 驱动行情（语料库、AI+教育等）；**4) 2024 年（红利行情）**：截至 24/8/6，2024 年出版指数下跌 12%，走势明显弱于 AIGC 指数（上涨 2%），而与红利指数（下跌 7%）趋势更为接近，24 年出版重回红利驱动行情。

**为什么有分化？**我们推测有两点原因（后文也将对此进行验证），1) 行业发展阶段原因：早期行业分红率并不算非常高，红利属性不明显；2) 板块原因：归属传媒板块，仍有 AI 等主题催化机会；3) 暗含市场对出生率下滑影响板块业绩的担忧。

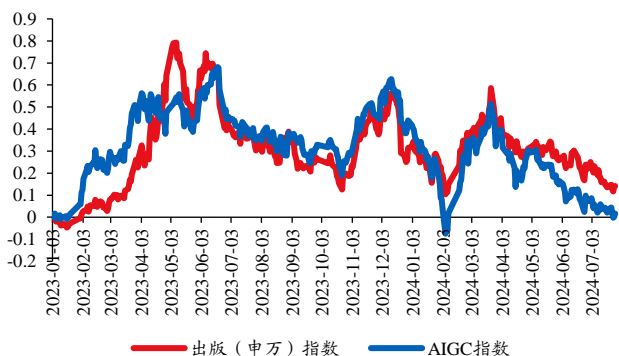
图表 2 2018 年至今出版（申万）指数与红利（长江）指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，华创证券

如何从走势复盘定义出版？24 年拆解：红利属性日渐凸显，但弹性更大。进一步拆解 24 年出版指数与红利指数走势，大体类似但不完全一致，核心差异点在于 1) 弹性更大：复盘每一轮上涨/下跌，出版涨跌幅都大于红利指数，例如 24/1/1-24/2/7，出版-15%VS 红利-4%；24/2/7-24/3/27，出版+22%VS 红利+5%，或与其归属传媒板块有关；2) 阶段性有分化：以 24 年 4 月为例，出版-9%VS 红利+2%，主要系出版行业受所得税政策影响 24Q1 业绩普降承压；3) 暗含主题特征：虽 24 年出版走势明显弱于 AIGC，但趋势仍有相似性，一定程度上反映出版仍具备某些隐性“AI”主题特征。

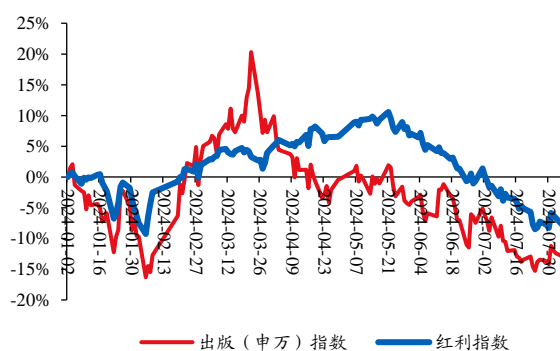
图表 3 2023-2024 年出版（申万）指数、AIGC 指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，华创证券

注：指数涨跌幅相较于 23 年初为基准计算

图表 4 2024 年出版（申万）指数、红利（长江）指数涨跌幅（%）



资料来源：wind，华创证券

注：指数涨跌幅相较于 24 年初为基准计算

## 2、对比其他红利资产：出版与长端利率相关性更弱，而弹性更大

我们拟选取中证红利指数作为对比对象，其成分主要包括能源、港口、银行等传统红利资产。一般而言，红利资产走势与国债收益率强相关，例如长端利率上行会通过资产比价降低红利吸引力。我们对比了中证红利、出版（申万）指数与十年期国债利率走势，发

现中证红利指数与长端利率呈现明显负相关关系；而出版指数相关性稍弱，且出版弹性更大，也再次验证我们上述观点，即出版为“逻辑&股息双驱动的非典型红利”。

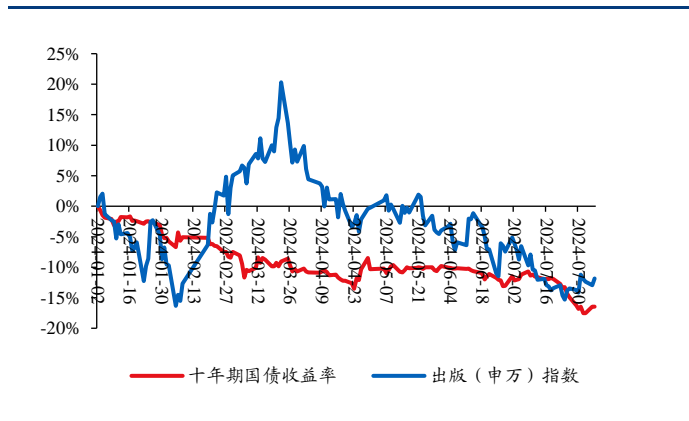
**图表 5 2023-2024 中证红利指数-十年期国债收益率涨跌幅 (%)**



资料来源: wind, 华创证券

注: 指数涨跌幅相较于 23 年初为基准计算

**图表 6 2024 出版 (申万) 指数-十年期国债收益率涨跌幅 (%)**



资料来源: wind, 华创证券

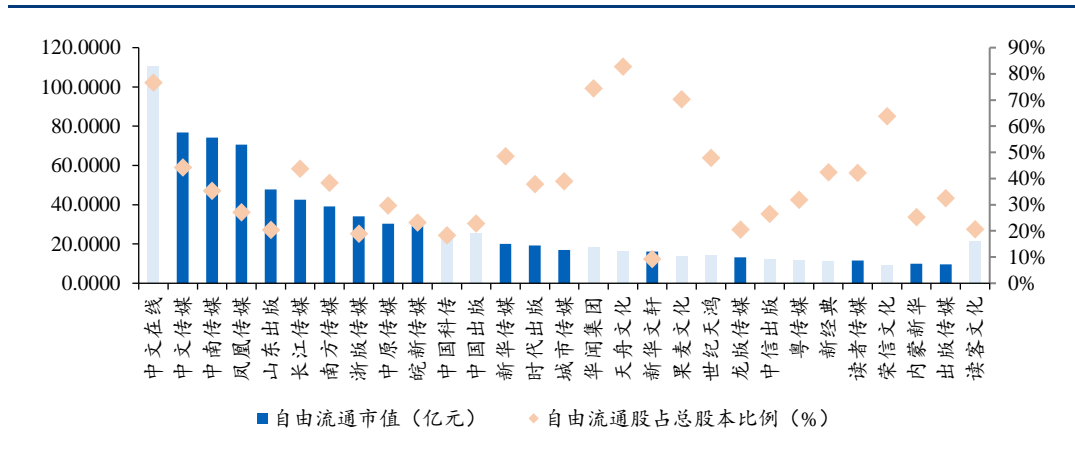
注: 指数涨跌幅相较于 24 年初为基准计算

**(二) 再看筹码结构与行业变化: 如何理解出版是“逻辑&股息双驱动的非典型红利”**

**1、筹码结构视角看弹性: 23Q4 起偏股型资金重回增配, 险资为明显增量**

出版大股东占比较高, 整体流通盘并不大。梳理出版 (申万) 指数中个股自由流通股占比, 其中国有出版由于大股东占比高, 流通盘基本都在 45% 以下, 流通市值基本皆小于 80 亿, 整体流通盘并不大。

**图表 7 出版 (申万) 个股自由流通股占总股本比例及自由流通市值 (亿元, %)**



资料来源: wind, 华创证券, 数据截至 2024/8/2

偏股型基金持仓波动, 但 23Q4 后有所增配。我们梳理了 22Q1 至今偏股型基金出版持仓比例, 整体波动较大, 其中 23Q1-Q3 为配置高峰期, 23Q4 明显减配, 或与出版“主题”属性 (AIGC) 相关。进一步观测 23Q4-24Q2 期间持仓比例, 发现权益资金有所缓慢加配, 或与其今年以来红利行情相关。

**图表 8 公募偏股基金出版持仓比例**

| 股票名称              | 22Q1          | 22Q2          | 22Q3          | 22Q4          | 23Q1          | 23Q2          | 23Q3          | 23Q4          | 24Q1          | 24Q2          |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 南方传媒              | -             | -             | -             | -             | -             | 0.030%        | 0.013%        | 0.001%        | 0.004%        | 0.009%        |
| 新经典               | 0.003%        | 0.002%        | 0.003%        | 0.003%        | 0.004%        | -             | -             | -             | 0.007%        | 0.008%        |
| 长江传媒              | -             | -             | -             | -             | 0.000%        | -             | -             | 0.001%        | 0.004%        | 0.007%        |
| 中南传媒              | 0.021%        | 0.017%        | 0.025%        | 0.021%        | 0.013%        | 0.011%        | 0.010%        | 0.001%        | 0.006%        | 0.005%        |
| 新华文轩              | -             | -             | -             | 0.003%        | 0.004%        | 0.000%        | 0.001%        | -             | 0.003%        | 0.002%        |
| 凤凰传媒              | 0.021%        | 0.017%        | 0.027%        | 0.028%        | 0.030%        | 0.003%        | 0.012%        | 0.000%        | 0.003%        | 0.002%        |
| 中国出版              | 0.001%        | -             | -             | 0.000%        | -             | -             | 0.002%        | 0.001%        | 0.005%        | 0.001%        |
| 中国科传              | -             | -             | -             | -             | 0.002%        | -             | 0.001%        | 0.002%        | 0.002%        | 0.001%        |
| 山东出版              | -             | -             | 0.003%        | 0.004%        | 0.006%        | 0.000%        | 0.001%        | 0.001%        | 0.002%        | 0.001%        |
| 皖新传媒              | -             | -             | 0.003%        | 0.004%        | 0.004%        | 0.016%        | 0.010%        | 0.001%        | 0.000%        | 0.001%        |
| 中文传媒              | 0.001%        | 0.000%        | -             | 0.000%        | 0.002%        | 0.014%        | 0.015%        | 0.002%        | 0.013%        | 0.001%        |
| 中原传媒              | 0.000%        | 0.000%        | 0.000%        | 0.000%        | 0.000%        | -             | -             | 0.001%        | 0.003%        | 0.000%        |
| 时代出版              | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | -             | 0.000%        | 0.000%        |
| 中文在线              | -             | 0.001%        | -             | -             | 0.011%        | 0.019%        | 0.003%        | 0.011%        | 0.010%        | 0.000%        |
| <b>持仓合计</b>       | <b>0.047%</b> | <b>0.038%</b> | <b>0.061%</b> | <b>0.064%</b> | <b>0.077%</b> | <b>0.093%</b> | <b>0.069%</b> | <b>0.022%</b> | <b>0.060%</b> | <b>0.039%</b> |
| <b>地方国有出版持仓合计</b> | <b>0.043%</b> | <b>0.035%</b> | <b>0.058%</b> | <b>0.060%</b> | <b>0.059%</b> | <b>0.074%</b> | <b>0.064%</b> | <b>0.009%</b> | <b>0.038%</b> | <b>0.028%</b> |

资料来源: wind, 华创证券

注: 持仓比例为公募对于单只股票的持仓市值占比公募持仓总市值; 持仓市值单位为亿元(人民币); 数据截至2024年7月21日

**险资 23Q4 起有所增配。**我们梳理了 22Q4 至今险资持仓及占流通盘比例, 可以发现 23Q3 前险资持仓皆在 0.2% 以下, 而从 23Q4 起持仓明显增多(23Q4/24Q1 分别为 0.48%/1.81%)。险资作为稳健性资金, 我们认为也可以作为出版红利属性日益凸显的重要标志。

**图表 9 22Q4-24Q1 出版行业保险资金持仓占自由流通股比例 (%)**

| 保险   | 22Q4  | 23Q1  | 23Q2  | 23Q3  | 23Q4  | 24Q1  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中原传媒 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 华闻集团 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 粤传媒  | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 天舟文化 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 中文在线 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 世纪天鸿 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.01% |
| 中信出版 | 0.00% | 2.42% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.14% |
| 读客文化 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 果麦文化 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.91% | 0.80% |
| 荣信文化 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 城市传媒 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 中文传媒 | 0.00% | 0.99% | 0.00% | 1.18% | 2.92% | 3.08% |
| 时代出版 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

|         |       |       |       |       |       |        |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 长江传媒    | 2.09% | 1.39% | 1.30% | 0.00% | 1.85% | 2.01%  |
| 新华传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 山东出版    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.04% | 1.35%  |
| 中南传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.24% | 6.90%  |
| 皖新传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 3.57%  |
| 新华文轩    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 2.02%  |
| 中国科传    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 南方传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 1.25% | 2.13% | 2.55%  |
| 浙版传媒    | 0.00% | 0.00% | 2.91% | 2.91% | 2.91% | 17.07% |
| 凤凰传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 11.10% |
| 中国出版    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 出版传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 新经典     | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 内蒙新华    | 0.00% | 0.75% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 读者传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| 龙版传媒    | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00%  |
| average | 0.07% | 0.19% | 0.15% | 0.18% | 0.48% | 1.81%  |

资料来源: wind, 华创证券

## 2、行业变化视角看红利: 分红率与股息率日益提升

分红率与股息率日益提升, 红利属性日渐凸显。我们梳理了出版(申万)指数成分股 2015 年-2023 年分红率及当年对应股息率数据, 主要基于两个维度进行统计: 1) 全口径成分股: 2017 年行业平均分红率为 31.8%, 对应当年股息率为 1.1%, 2023 年分别提升至 36%/2.6%; 2) 国有地方出版口径(分红主力军): 2017 年行业平均分红率为 37%, 对应当年股息率为 1.57%, 2023 年分别提升至 43%/3.76%。因此, 基于该维度数据对比, 我们认为相较于 18-20 年, 当下出版行业(尤其是国有出版)红利属性得到进一步加强。

图表 10 出版(申万)指数成分股 2015-2023 年分红率(%)

|      | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 城市传媒 | 30.09 | 30.96 | 31.98 | 40.35 | 37.49 | 43.08 | 39.86 | 39.34 | 43.75 |
| 中原传媒 | 20.15 | 27.36 | 26.57 | 34.84 | 34.58 | 34.19 | 34.63 | 37.67 | 30.94 |
| 中文传媒 | 10.42 | 12.76 | 37.97 | 42.26 | 39.27 | 41.28 | 45.09 | 52.65 | 53.66 |
| 时代出版 | 30.12 | 0.00  | 70.43 | 27.92 | 0.00  | 30.12 | 38.96 | 35.17 | 43.63 |
| 长江传媒 | 11.81 | 10.25 | 19.79 | 24.85 | 30.87 | 52.02 | 64.38 | 53.25 | 47.79 |
| 新华传媒 | 30.73 | 30.22 | 34.82 | 33.01 | 35.55 | 0.00  | 31.28 | 0.00  | 37.54 |
| 中南传媒 | 30.73 | 49.76 | 71.21 | 88.50 | 87.29 | 78.74 | 77.04 | 77.01 | 53.26 |
| 皖新传媒 | 30.62 | 30.06 | 30.28 | 32.03 | 57.14 | 51.86 | 52.86 | 51.99 | 63.81 |
| 南方传媒 | 28.25 | 30.01 | 30.01 | 30.08 | 30.55 | 36.52 | 36.01 | 43.94 | 37.10 |
| 读者传媒 | 30.72 | 34.18 | 30.61 | 31.19 | 30.29 | 30.18 | 30.47 | 30.15 | 30.51 |
| 出版传媒 | 30.23 | 21.06 | 30.10 | 34.17 | 30.46 | 30.66 | 30.39 | 30.70 | 30.47 |

|                 |       |        |       |       |        |       |       |       |       |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 凤凰传媒            | 45.28 | 32.63  | 32.74 | 57.62 | 56.82  | 63.80 | 51.79 | 61.12 | 43.11 |
| 新华文轩            | -     | 114.34 | 40.07 | 39.71 | 32.50  | 30.29 | 30.23 | 30.04 | 45.32 |
| 山东出版            | -     | -      | 33.64 | 40.76 | 43.25  | 47.65 | 47.65 | 48.43 | 49.19 |
| 龙版传媒            | -     | -      | -     | -     | -      | -     | 10.03 | 10.23 | 10.32 |
| 浙版传媒            | -     | -      | -     | -     | -      | -     | 53.99 | 55.02 | 57.43 |
| 内蒙新华            | -     | -      | -     | -     | -      | -     | 10.06 | 19.80 | 50.53 |
| 华闻集团            | 11.17 | 10.57  | 10.83 | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 粤传媒             | 0.00  | 0.00   | 11.20 | 25.55 | 109.26 | 22.22 | 62.15 | 81.44 | 0.00  |
| 天舟文化            | 9.59  | 12.01  | 9.80  | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 中文在线            | 7.68  | 32.50  | 14.01 | 0.00  | 0.00   | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| 世纪天鸿            | -     | -      | 29.76 | 30.82 | 31.25  | 46.51 | 45.87 | 47.60 | 42.97 |
| 中信出版            | -     | -      | -     | -     | 31.56  | 32.36 | 39.98 | 53.08 | 0.00  |
| 读客文化            | -     | -      | -     | -     | -      | -     | 49.96 | 69.37 | 0.00  |
| 果麦文化            | -     | -      | -     | -     | -      | -     | 13.33 | 13.06 | 13.43 |
| 荣信文化            | -     | -      | -     | -     | -      | -     | -     | 57.68 | 42.11 |
| 中国科传            | -     | 9.32   | 37.91 | 20.11 | 32.29  | 43.15 | 41.28 | 46.89 | 40.04 |
| 中国出版            | -     | -      | 30.22 | 30.30 | 30.08  | 30.01 | 30.14 | 30.24 | 0.00  |
| 新经典             | -     | 31.61  | 34.78 | 33.71 | 42.23  | 45.44 | 72.76 | 92.55 | 86.76 |
| 国有地方出版<br>平均分红率 | 27.43 | 32.59  | 37.16 | 39.81 | 39.00  | 40.74 | 40.28 | 39.79 | 42.85 |
| 全口径<br>平均分红率    | 22.35 | 27.35  | 31.76 | 31.72 | 35.77  | 34.35 | 37.15 | 40.29 | 35.67 |

资料来源: wind, 华创证券

图表 11 出版(申万)指数成分股 2015-2023 年对应当年股息率(%)

|      | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 城市传媒 | 0.56 | 1.05 | 1.95 | 2.98 | 2.82 | 2.23 | 2.24 | 2.83 | 3.58 |
| 中原传媒 | 0.88 | 1.56 | 1.99 | 3.18 | 3.91 | 4.55 | 4.39 | 4.73 | 4.32 |
| 中文传媒 | 0.34 | 0.59 | 2.36 | 3.84 | 3.67 | 5.45 | 5.50 | 7.84 | 5.92 |
| 时代出版 | 1.03 | 0.00 | 3.56 | 2.20 | 0.00 | 2.27 | 3.63 | 2.46 | 4.59 |
| 长江传媒 | 0.29 | 0.60 | 1.44 | 2.30 | 3.25 | 6.62 | 6.92 | 5.61 | 5.37 |
| 新华传媒 | 0.14 | 0.16 | 0.24 | 0.20 | 0.12 | 0.00 | 0.21 | 0.00 | 0.29 |
| 中南传媒 | 1.21 | 3.00 | 4.32 | 4.88 | 5.19 | 6.61 | 6.79 | 6.01 | 5.41 |
| 皖新传媒 | 0.80 | 0.91 | 1.61 | 2.62 | 2.92 | 3.37 | 3.28 | 3.55 | 4.39 |
| 南方传媒 | 0.00 | 0.99 | 1.76 | 2.61 | 2.70 | 3.74 | 3.86 | 5.66 | 4.16 |
| 读者传媒 | 0.22 | 0.34 | 0.52 | 0.48 | 0.46 | 0.71 | 0.82 | 0.77 | 0.76 |
| 出版传媒 | 0.35 | 0.42 | 1.19 | 2.17 | 1.38 | 1.43 | 0.86 | 0.64 | 0.83 |
| 凤凰传媒 | 1.26 | 1.43 | 1.85 | 3.78 | 3.94 | 6.32 | 6.18 | 6.31 | 5.68 |
| 新华文轩 | 0.00 | 2.70 | 2.23 | 3.22 | 2.27 | 3.41 | 3.53 | 3.43 | 4.25 |

|                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|-----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 山东出版            | 0.00 | 0.00 | 1.71 | 3.71 | 4.60 | 5.66 | 5.69 | 6.21 | 5.97 |
| 龙版传媒            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.68 | 1.11 | 0.34 |
| 浙版传媒            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 3.32 | 4.73 | 5.10 |
| 内蒙新华            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.25 | 1.36 | 2.90 |
| 华闻集团            | 0.30 | 0.40 | 0.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 粤传媒             | 0.00 | 0.00 | 0.14 | 0.33 | 1.41 | 1.38 | 1.05 | 0.49 | 1.17 |
| 天舟文化            | 0.23 | 0.22 | 0.19 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 中文在线            | 0.01 | 0.10 | 0.15 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 世纪天鸿            | 0.00 | 0.00 | 0.34 | 0.50 | 0.67 | 0.91 | 0.79 | 0.79 | 0.44 |
| 中信出版            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.82 | 1.13 | 1.72 | 1.74 | 1.07 |
| 读客文化            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.39 | 1.07 | 0.00 |
| 果麦文化            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.29 | 0.33 | 0.22 |
| 荣信文化            | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.76 | 0.20 |
| 中国科传            | 0.00 | 0.00 | 1.65 | 1.24 | 1.73 | 2.68 | 2.88 | 2.57 | 1.05 |
| 中国出版            | 0.00 | 0.00 | 1.17 | 2.28 | 1.83 | 2.16 | 2.21 | 2.16 | 1.89 |
| 新经典             | 0.00 | 0.00 | 0.89 | 0.97 | 1.36 | 1.44 | 2.03 | 4.02 | 4.57 |
| 国有地方出版<br>平均股息率 | 0.42 | 0.81 | 1.57 | 2.25 | 2.19 | 3.08 | 3.42 | 3.72 | 3.76 |
| 全口径<br>平均股息率    | 0.26 | 0.50 | 1.08 | 1.50 | 1.55 | 2.14 | 2.40 | 2.66 | 2.57 |

资料来源: wind, 华创证券

## 二、如何理解出版红利属性：优质商业模式下的业绩稳定&分红稳定

正如上文历史分红梳理一样，国有地方出版其分红明显高于其他出版公司，因此从本部分起，我们主要挑选更具备红利属性的**国有地方出版**作为研究对象来作进一步探讨。后面我们将核心解决以下几个问题：1) 出版商业模式究竟如何？2) 从生意模式出发，如何理解出版的红利属性？3) 如何基于红利视角给公司估值？

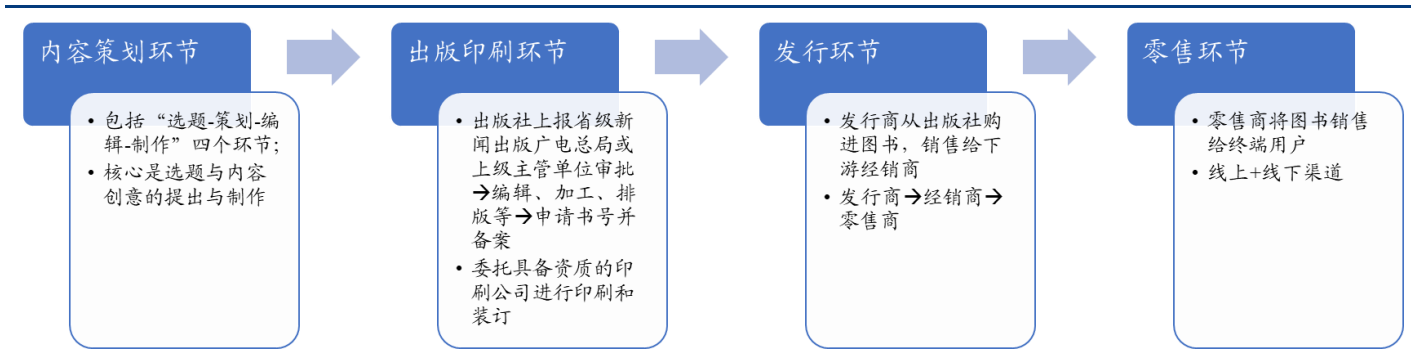
一般而言， $\text{现金分红} = \text{公司当年净利润} * \text{现金分红率}$ ，因此红利股需要具备【业绩稳定】和【分红稳定】两大要素。

### (一) 要素一：商业模式看，中小学教材教辅天然就是稳生意

#### 1、市场参与者视角：本质是牌照生意，区域垄断，竞争格局稳定

一般而言，国有地方出版上市公司业务涵盖全产业链（包括出版/印刷/发行等，但收入大头为教材教辅出版发行），其中核心环节为出版和发行，相应也是壁垒最高的两大环节。

图表 12 出版产业链



资料来源：华创证券绘制

**1) 出版环节：有准入壁垒，教材教辅壁垒更高。**当前国内图书出版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。此外，由于教材教辅类图书主要涉及未成年人教育，对相关出版社资质审核要求更高。

一般而言，国内教材教辅分为**本版教材**（即地方出版社自行编写/策划的教材）和**租型教材**（指人教版或其他出版社的教材，即出版社本身不拥有其版权，主要通过原创出版社签订租型代理协议，并每年缴纳版权授予费于省内发行，人教版每省以独家代理居多）。

当前国内竞争格局看，1) 教材：格局较为稳定，人教版全国市占率较高，此外部分省份会采用本版教材，使用以省内为主，少量可外省发行收取版权费；2) 教辅：格局较教材分散，市场化教辅有较多民营书商参与策划，逻辑整体更偏“内容导向”，部分出版能力较强的省外公司及非上市公司也具备一定市场扩张能力。

**2) 发行环节：准入壁垒高，竞争格局高度稳定。**根据国家《出版管理条例》《出版物市场管理规定》等政策要求，中小学教科书发行必须取得由国家新闻出版总署颁发的发行资质，纳入教育行政部门《目录》管理的评议教辅由具备教科书发行资质的单位组织发行，并在批准区域范围内开展发行业务，一般由地方国企控股的新华书店直接统一征订给学校。因此，1) 对教材&评议类教辅而言，牌照准入与展业区域限制带来了市场参与者&竞争格局的高度稳定；2) 对市场化教辅而言，国有出版集团与民营书商存在一定竞合关系。并且，由于新华书店在当地覆盖度更高（教科书发行资质申请要求在申请区域内企业所属出版物发行网点覆盖不少于当地 70%的县/市/区），与当地学校对接更为密切与广泛，相较于民营公司而言也更具备渠道优势。

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。 |

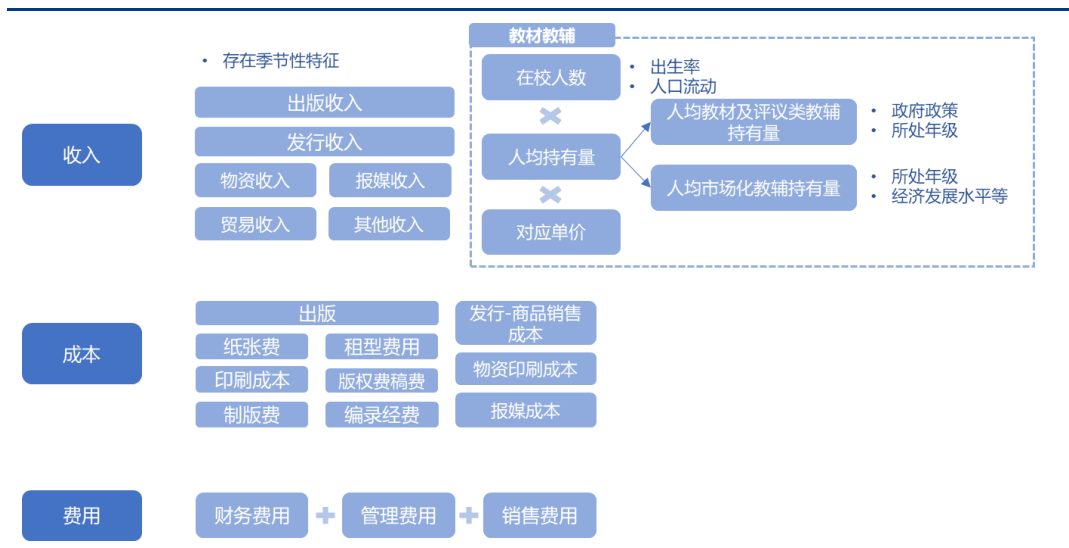
|   |   |
|---|---|
|   | 书号实名申领：属地管理和主管负责原则；出版单位按书稿实名申领书号，一书一号，且不得出售转让   |
| 中小学教科书出版  | （一）具有教育出版背景或相关专业出版背景，具有与所申请的教科书学科专业相对应的出版范围以及5年以上的出版经验；   |
|   | （二）设有专门的中学小学教科书编辑部门；  |
|   | （三）所申请的每个教科书学科，有不少于3名具有相关学科专业背景并具有中级以上出版专业职业资格的在编专职编辑人员；  |
|   | （四）具有确保中学小学教科书出版质量的编辑、审核、校对、印制制度；   |
|   | （五）具有教材培训、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：人民政府官网，国家新闻出版署，华创证券

综上，由于出版行业中价值量最大的出版+发行两大环节皆具备较高的行政壁垒，对市场参与者及参与区域都做出了一定的筛选和限制，因此教材教辅业务本质类似于“区域垄断的牌照生意”，商业模式及竞争格局稳定度较高。

此外，我们进一步从出版公司的商业模式入手，以上市公司的教材教辅主业为例，拆解行业收入/成本/费用构成来探讨业绩稳健的来源。

图表 14 出版公司商业模式（以全产业链公司为例）



资料来源：华创证券绘制

## 2、收入视角：量中期或仍处于上升通道，价稳

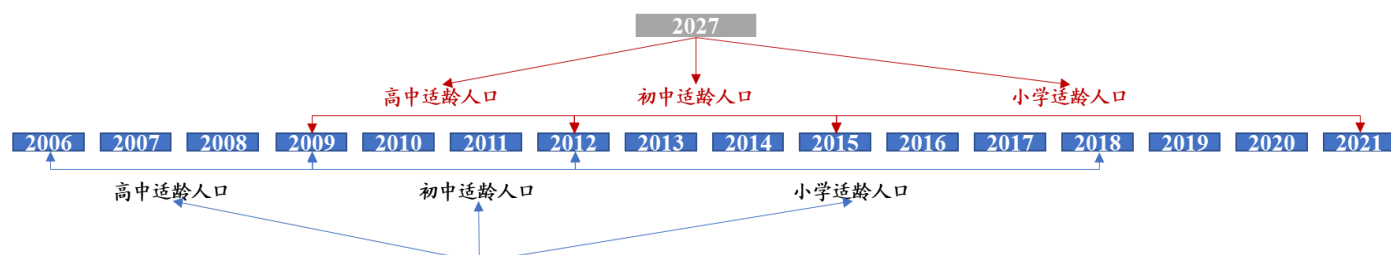
教材教辅收入=教材教辅出货量\*对应单价=在校人数\*人均持有量\*价格=在校学生数\*(人均教材及评议类教辅持有量+人均市场化教辅持有量)\*价格

### a) 量角度：在校学生数宏观中性，理性看待出生率下滑影响，重点关注有人口流入优势地区

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。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，对在校学生数不悲观。诚然国内新生儿出生率近几年有所下滑，但传导至行业有明确的滞后性；当前国家规定的小学入学年龄是六周岁，在校学生数并非反映当下的波动，而是对过去6-18年新生儿出生情况的反映。展望当下，2024年在校学生数反映的是2006-2018年新生儿出生率（受益11-17年二胎高峰，06-18年国内新生儿平均出生率为12.7%，处于新世纪以来高位水平），在校学生数绝对值中期预计还处于增长阶段。

图表 15 出生率与在校人数传导示意图



注：本图仅列举2024/2027年在校学生数所对应的入学年份，2021年出生率将在2027年首次反映于在校学生数，其余年份以此类推

资料来源：华创证券绘制

图表 16 中国新生儿出生率 (%)



资料来源: wind, 华创证券

图表 17 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 | 10732  | 4916   | 2474   | 18123 |
| 2023E | 11114  | 5022   | 2479   | 18615 |
| 2024E | 10947  | 5278   | 2470   | 18695 |
| 2025E | 10497  | 5490   | 2472   | 18459 |
| 2026E | 10050  | 5714   | 2526   | 18290 |
| 2027E | 9325   | 5672   | 2654   | 17651 |
| 2028E | 8717   | 5531   | 2761   | 17009 |
| 2029E | 7832   | 5554   | 2873   | 16260 |

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, 未考虑特殊教育等

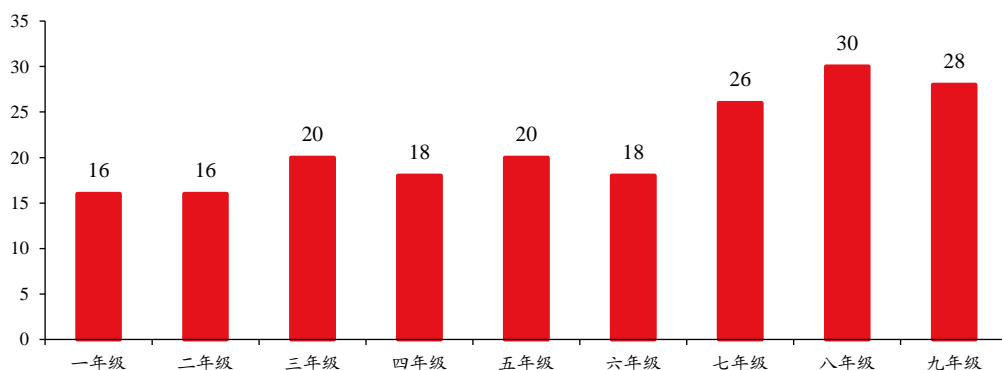
本表采用 excel 条件格式的色阶表示数据值的大小变化, 数值越大底色就越偏向红色调, 数值越小则偏向绿色调。

b) 量角度: 关注人均持有量结构性机会

人均持有量是另一核心驱动因素, 也具备较强韧性。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 18 义务教育教材+评议类教辅合计人均持有量



资料来源: 教育部, 华创证券

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, 但事实或并非每科都配 (e.g.: 音乐等), 因此该值为理论上限, 事实人均持有量低于该值

- 人均市场类教辅持有量——类似于必选消费: 市场类教辅又可进一步划分为【进校补充征订类】和【C端自主选购类】, 但无论何种类型本质都是升学需求下学生及家长为应对选拔压力做出的类必选选择, 我们认为其持有量受双减、一教一辅等政策冲击影响较小。

建议重点关注人均持有量的结构性机会。一般而言, 年级越高, 人均持有量越多 (参考

上图人均持有量的测算，学科越多+升学压力越大），单价也越高（参考下图）。我们进一步复盘近几年各年级学生数走势，发现初高中学生数增加（2017年前生育高峰出生的学生正在进入初高中阶段），小学在校学生数最先受到出生率影响从而下滑。因此，初高中人数增加+人均持有量高有望部分抵消小学入学人数的下滑，行业收入增长韧性有望强于在校学生数，建议关注人均持有量的结构性机会。

图表 19 各年级在校学生数 yoy 及占比 (%)

|       | 小学yoy | 初中yoy | 高中yoy | 小学占比 | 初中占比 | 高中占比 |
|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 2013  | -3%   | -7%   | -1%   | 58%  | 27%  | 15%  |
| 2014  | 1%    | -1%   | -1%   | 58%  | 27%  | 15%  |
| 2015  | 3%    | -2%   | -1%   | 59%  | 26%  | 14%  |
| 2016  | 2%    | 0%    | 0%    | 60%  | 26%  | 14%  |
| 2017  | 2%    | 3%    | 0%    | 60%  | 26%  | 14%  |
| 2018  | 2%    | 5%    | 0%    | 60%  | 27%  | 14%  |
| 2019  | 2%    | 4%    | 2%    | 59%  | 27%  | 14%  |
| 2020  | 2%    | 2%    | 3%    | 59%  | 27%  | 14%  |
| 2021  | 1%    | 2%    | 4%    | 59%  | 27%  | 14%  |
| 2022E | 0%    | -2%   | -5%   | 59%  | 27%  | 14%  |
| 2023E | 4%    | 2%    | 0%    | 60%  | 27%  | 13%  |
| 2024E | -2%   | 5%    | 0%    | 59%  | 28%  | 13%  |
| 2025E | -4%   | 4%    | 0%    | 57%  | 30%  | 13%  |
| 2026E | -4%   | 4%    | 2%    | 55%  | 31%  | 14%  |
| 2027E | -7%   | -1%   | 5%    | 53%  | 32%  | 15%  |
| 2028E | -7%   | -2%   | 4%    | 51%  | 33%  | 16%  |
| 2029E | -10%  | 0%    | 4%    | 48%  | 34%  | 18%  |

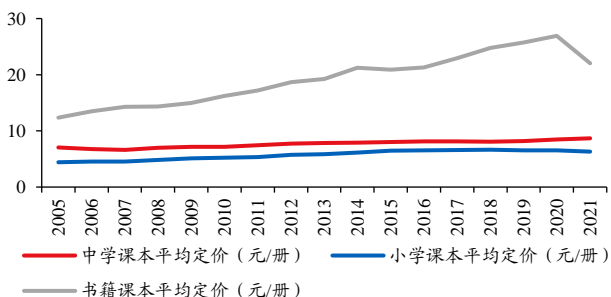
资料来源: wind, 华创证券测算

c) 价角度：国家定价，成本导向，稳定为主

一般而言， $实际销售价格 = 码洋（即标准定价） * 折扣率$ ，我们也基于【码洋】和【折扣率】（由于一般国有出版公司拥有全产业链业务，发行的上游采购环节-面对出版社和下游的销售环节-面对消费者皆具备折扣率，我们这里主要探讨面向终端消费者的折扣率，而不细究公司上下游之间利润分配问题）对教程教辅价格进行理解：

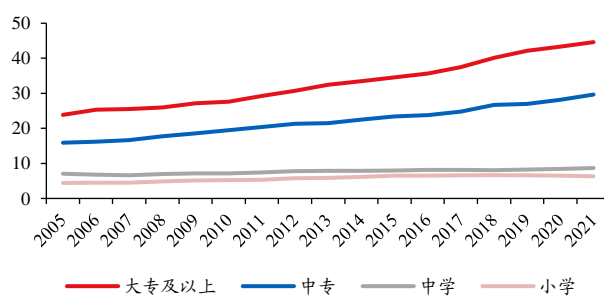
**码洋（即标准定价）：教材及评议类教辅遵循微利原则，国家指导定价。教材为政府定价管理，评议类教辅由政府指导定价，遵循成本导向与薄利原则，皆呈现定价低且稳定的特点。**具体来看， $评议类教辅零售价格 = (印张单价 * 印张数量 + 封面价格 + 插页价格 * 插页数量) * (1 + 增值税率)$ （其中单价不得超过所给的基准价）。15年起中小学教材定价开始由各省管理，价格在一定选用周期内需保持相对稳定（一般定价细则出台后预计2-3年内保持稳定），一般隔几年调价一次，但各地节奏不一致且调价动作相对谨慎。此外，市场化教辅定价相对更为宽松和市场化，本质是“内容”逻辑，即优质内容具备更有竞争力的定价。

图表 20 各图书出版平均定价 (元/册)



资料来源: wind, 华创证券

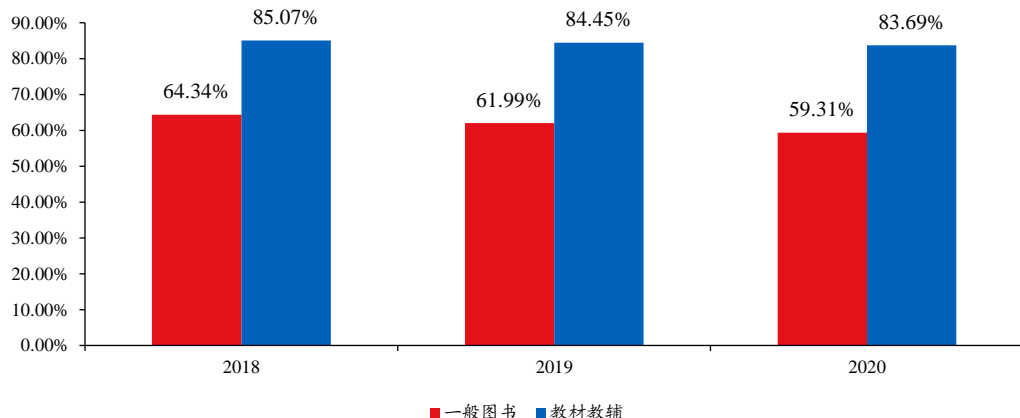
图表 21 各教育阶段图书出版平均定价 (元/册)



资料来源: wind, 华创证券

**折扣率：教辅图书折扣率稳定，一般图书折扣率有所波动。**根据内蒙新华及浙版传媒招股说明书显示，一般而言，1) 教辅图书的主要客户为各学校，其折扣主要由政府主导，且一般合作关系长期稳定，销售折扣率相对稳定；2) 一般图书（一般口径中包含市场化教辅）折扣率由公司自主决定，受民营书商、线上渠道等竞争，折扣率有所波动，一般线上折扣率低于线下。

图表 22 浙版传媒发行板块销售折扣率（%）

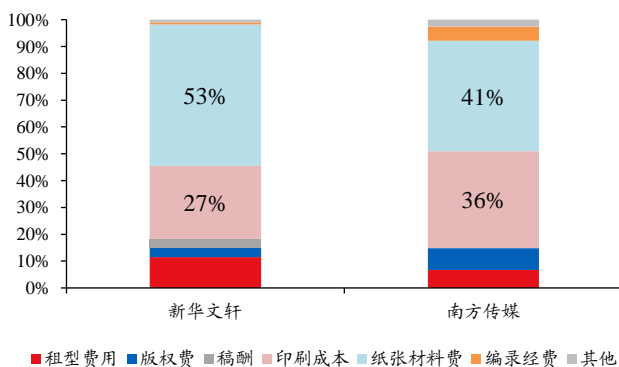


资料来源：公司招股说明书，华创证券

### 3、成本&费用视角：变化较小，整体利润空间稳定

我们主要拆解价值量占比相对较高的出版及发行端成本。1) **出版业务**：成本主要包括版权费、纸张材料、印刷成本、租型费等，其中纸张材料和印刷成本是主要构成（占比超60%）；2) **发行业务**：作为出版业务下游，其成本主要以书籍采购成本为主（即出版社销售收入=书籍定价\*折扣率）。

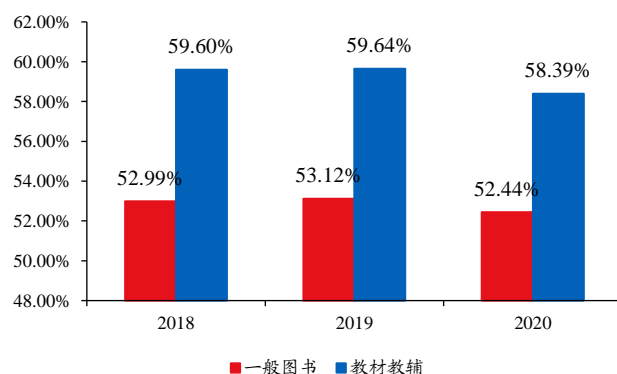
图表 23 上市公司出版成本构成



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

图表 24 浙版传媒 2018-2020 年出版销售折扣率（≈发行采购折扣率）



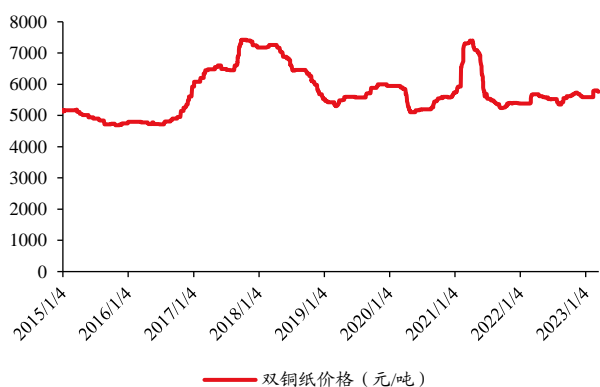
资料来源：公司招股说明书，华创证券

**出版侧，纸张价格长周期内稳定性高。**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

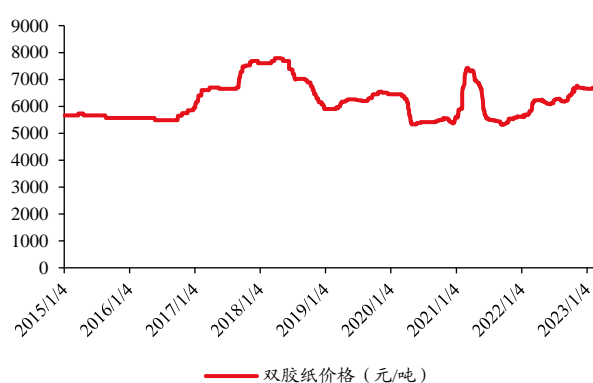
动，但长期基本维稳，并未出现明显的提价，该行业亦具备较稳定的利润空间。此外，头部公司具备明显的规模优势，其在纸张招标上的议价权亦可保障利润率的稳定。

**发行侧，整体采购折扣率稳定。**以浙版传媒招股说明书为例，1) 一般图书采购折扣率需综合考虑图书畅销程度、是否为包销采购、公司商品周转率、终端销售折扣率等因素与供应商协商确定；2) 教材教辅采购折扣率主要依据公司征订团购模式下教材教辅的销售折扣率，保留一定发行费率确定。根据其披露的浙江新华发行集团 18-20 年采购折扣率，整体稳定度较高。

图表 25 双铜纸价格 (元/吨)



图表 26 双胶纸价格 (元/吨)

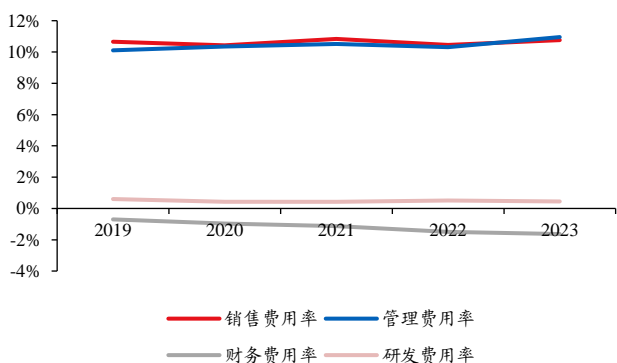


资料来源: 卓创资讯, 华创证券

资料来源: 卓创资讯, 华创证券

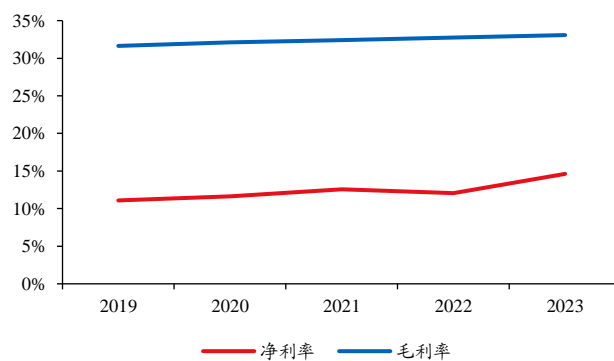
**费用端：行业内三费占比都不高且稳定性较强，其中管理费用率与销售费用率都稳定在 10% 上下，核心构成以人员薪酬为主。**

图表 27 地方国有出版公司 19-23 年费率



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 地方国有出版公司 19-23 年净利率&毛利率



资料来源: wind, 华创证券

## (二) 要素二：出版公司具备稳定高分红的意愿及能力

### 1、分红意愿：大股东占比高，资本再投入有限，稳定高分红“可实现度”高

**股东结构角度看分红意愿：大股东占比高，实控人稀缺融资平台，高分红符合其意愿。**通过梳理地方国有出版上市公司控股股东及实控人情况，可以发现：1) **大股东持股比较高**：截至 24Q1，地方国有出版第一大股东平均持股比达 61%，其中持股比 > 70% 共有 4

家, 持股比介于 60%-70% 共有 6 家。对地方国有出版而言, 大股东对公司有绝对话语权, 高分红也与大股东利益相一致; 2) **实控人稀缺融资平台**: 基于实控人角度看, 出版公司实控人多为地方政府或国资委等, 且部分公司为实控人旗下唯一/二上市公司, 稀缺融资平台属性凸显, 持续高分红同样符合实控人利益诉求。

**图表 29 地方国有出版公司控股股东及实控人梳理**

| 公司   | 控股股东             | 第一大股东持股比例 | 实控人                       | 实控人旗下上市公司数 | 2023 年现金分红率 |
|------|------------------|-----------|---------------------------|------------|-------------|
| 皖新传媒 | 安徽新华发行(集团)控股有限公司 | 71%       | 安徽省人民政府                   | 2          | 64%         |
| 浙版传媒 | 浙江出版联合集团有限公司     | 77%       | 浙江省人民政府                   | 1          | 57%         |
| 中文传媒 | 江西省出版传媒集团有限公司    | 56%       | 江西省人民政府                   | 2          | 54%         |
| 中南传媒 | 湖南出版投资控股集团有限公司   | 61%       | 湖南省人民政府                   | 2          | 53%         |
| 内蒙新华 | 内蒙古新华控股有限公司      | 66%       | 内蒙古自治区人民政府                | 3          | 51%         |
| 山东出版 | 山东出版集团有限公司       | 80%       | 山东省人民政府                   | 4          | 49%         |
| 长江传媒 | 湖北长江出版传媒集团有限公司   | 56%       | 湖北省国有文化资产监督管理与产业发展领导小组办公室 | 1          | 48%         |
| 新华文轩 | 四川新华出版发行集团有限公司   | 50%       | 四川省人民政府国有资产监督管理委员会        | 11         | 45%         |
| 城市传媒 | 青岛出版集团有限公司       | 56%       | 青岛市财政局                    | 1          | 44%         |
| 时代出版 | 安徽出版集团有限责任公司     | 62%       | 安徽省人民政府                   | 2          | 44%         |
| 凤凰传媒 | 江苏凤凰出版传媒集团有限公司   | 63%       | 江苏省人民政府                   | 5          | 43%         |
| 新华传媒 | 上海报业集团           | 28%       | 上海市人民政府国有资产监督管理委员会        | 52         | 38%         |
| 南方传媒 | 广东省出版集团有限公司      | 62%       | 广东省人民政府                   | 6          | 37%         |
| 中原传媒 | 中原出版传媒投资控股集团有限公司 | 70%       | 河南省人民政府                   | 2          | 31%         |
| 读者传媒 | 读者出版集团有限公司       | 58%       | 甘肃省人民政府                   | 1          | 31%         |
| 龙版传媒 | 黑龙江出版集团有限公司      | 58%       | 黑龙江省财政厅                   | 1          | 10%         |
| 出版传媒 | 辽宁出版集团有限公司       | 68%       | 辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会        | 8          | 30%         |

资料来源: wind, 华创证券

**资本开支角度看分红稳定性: 业务稳定+再投入少→留存收益多+现金流充沛→分红稳定性高。**正如我们上文所说, 地方国有出版本质是牌照生意, 行业竞争格局及下游需求稳定, 且无需再通过大规模资本开支维持/扩主业, 因此行业整体资本再投入并不大。我们复盘 20-23 年地方国有出版公司资本性支出及占归母净利润比例, 发现整体年均投入金额在 3 亿以下, 占归母净利润比例未超过 35%。我们认为在利润稳定+再投入有限的情况下, 公司将更有能力拿出利润进行稳定的分红。

**图表 30 主要地方国有出版公司资本性支出与占归母净利润比重梳理 (亿元, %)**

|                | 资本性支出 (亿元)  |             |             |             | %归母净利润     |            |            |            |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
|                | 2020/12/31  | 2021/12/31  | 2022/12/31  | 2023/12/31  | 2020/12/31 | 2021/12/31 | 2022/12/31 | 2023/12/31 |
| 山东出版           | 4.99        | 9.47        | 3.69        | 0.60        | 36%        | 62%        | 22%        | 3%         |
| 城市传媒           | 0.24        | 0.55        | 0.16        | 0.19        | 10%        | 20%        | 5%         | 5%         |
| 读者传媒           | 0.11        | 0.69        | 0.23        | 0.05        | 14%        | 81%        | 27%        | 5%         |
| 时代出版           | 0.42        | 0.57        | 0.28        | 0.36        | 16%        | 16%        | 8%         | 7%         |
| 长江传媒           | 1.00        | 1.91        | 0.82        | 0.79        | 12%        | 27%        | 11%        | 8%         |
| 中文传媒           | 1.52        | 1.02        | 1.49        | 2.12        | 8%         | 5%         | 8%         | 11%        |
| 新华文轩           | 2.44        | 2.70        | 1.75        | 1.74        | 19%        | 21%        | 13%        | 11%        |
| 出版传媒           | -1.41       | 0.36        | 0.16        | 0.14        | -92%       | 34%        | 22%        | 12%        |
| 浙版传媒           | 1.79        | 2.42        | 1.60        | 2.21        | 16%        | 18%        | 11%        | 15%        |
| 凤凰传媒           | 5.17        | 8.10        | 5.92        | 4.45        | 32%        | 33%        | 28%        | 15%        |
| 龙版传媒           | 0.23        | 0.57        | 0.78        | 0.68        | 13%        | 13%        | 16%        | 20%        |
| 内蒙新华           | 2.78        | 0.86        | 1.82        | 0.75        | 139%       | 38%        | 68%        | 24%        |
| 中南传媒           | -0.44       | 3.31        | 4.24        | 5.43        | -3%        | 22%        | 30%        | 29%        |
| 皖新传媒           | 1.24        | 1.53        | 0.61        | 2.85        | 20%        | 24%        | 9%         | 30%        |
| 中原传媒           | 4.25        | 6.61        | 5.77        | 5.20        | 46%        | 68%        | 56%        | 37%        |
| 南方传媒           | 3.33        | 4.56        | 2.71        | 5.76        | 44%        | 56%        | 29%        | 45%        |
| <b>Average</b> | <b>1.73</b> | <b>2.83</b> | <b>2.00</b> | <b>2.08</b> | <b>21%</b> | <b>34%</b> | <b>23%</b> | <b>17%</b> |

资料来源: wind, 华创证券

结果看, 稳定高分红“可实现度”高。1) 分红频率: 整体稳定且有提升趋势。绝大部分地方国有出版公司在较长时间维度内保持稳定年度分红, 且频率有提高趋势 (如新华文轩、时代出版等年中会有特殊分红); 2) 分红水平: 分红率稳步提升, 股息率价值日渐凸显。2017 年行业平均分红率为 37%, 对应当年股息率为 1.57%, 2023 年分别提升至 43%/3.76%。

**图表 31 地方国有出版公司 2015-2023 年分红频次梳理**

|      | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 分红总次数 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 新华文轩 |      | 2    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 2    | 10    |
| 凤凰传媒 | 2    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 10    |
| 南方传媒 | 1    | 2    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 10    |
| 皖新传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |
| 中文传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |
| 中南传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |
| 长江传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |
| 城市传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |
| 时代出版 | 1    | 0    | 2    | 1    | 0    | 1    | 2    | 1    | 1    | 9     |
| 中原传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |
| 读者传媒 | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 1    | 9     |

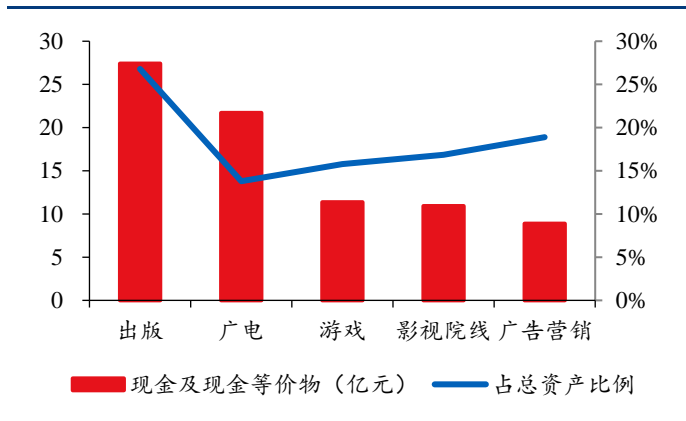
|       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| 出版传媒  | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 9 |
| 山东出版  | -     | -     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 7 |
| 新华传媒  | 1     | 1     | 1     | 1     | 1     | 0     | 1     | 0     | 1     | 7 |
| 浙版传媒  | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 1     | 1     | 1     | 3 |
| 内蒙新华  | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 1     | 1     | 1     | 3 |
| 龙版传媒  | -     | -     | -     | -     | -     | -     | 1     | 1     | 1     | 3 |
| 平均分红率 | 27.43 | 32.59 | 37.16 | 39.81 | 39.00 | 40.74 | 40.28 | 39.79 | 42.85 |   |
| 平均股息率 | 0.42  | 0.81  | 1.57  | 2.25  | 2.19  | 3.08  | 3.42  | 3.72  | 3.76  |   |

资料来源: wind, 华创证券

**2、分红能力：账上资金充沛且闲置度高，经营现金流好，具备“稳定高分红”能力**

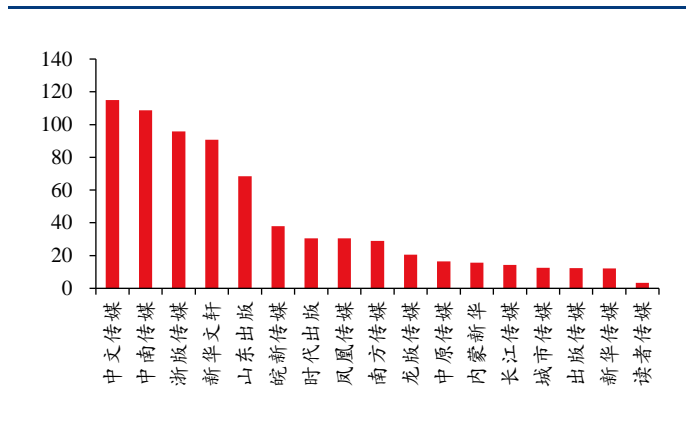
出版公司在手现金充沛。截至 2023 年底，出版公司平均持有的现金及现金等价物达 27 亿元，占总资产比例约为 27%，近半数公司在手现金在 20 亿以上，行业在手资金充沛且再投入少，具备稳定高分红的能力。

图表 32 传媒细分行业平均现金及现金等价物 (亿, %, 2023 年)



资料来源: wind, 华创证券

图表 33 主要出版公司现金及现金等价物 (亿, %, 2023 年)



资料来源: wind, 华创证券

经营现金流健康，足以满足分红需求。出版公司经营性现金流健康，且稳定高于现金分红。行业整体现金流运营情况足以满足持续且稳定的分红。

图表 34 地方国有出版公司经营现金净额及现金分红占比 (亿元, %)

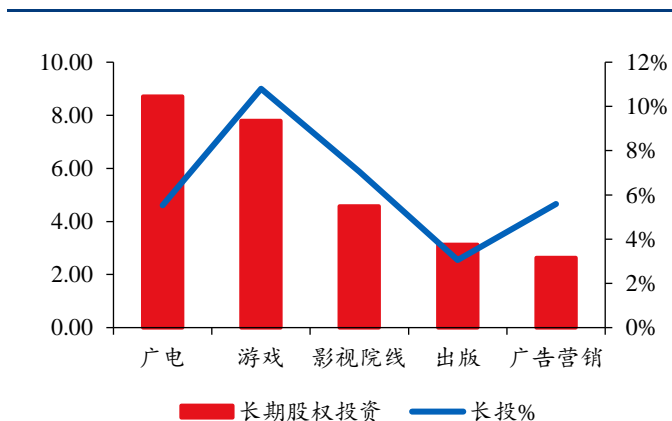
|      | 经营活动现金净额 (亿元) |       |       |       |       |       | 现金分红总额/经营活动现金净额 (%) |      |      |       |      |      |
|------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|------|------|-------|------|------|
|      | 2018          | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2018                | 2019 | 2020 | 2021  | 2022 | 2023 |
| 中文传媒 | 26.06         | 23.27 | 27.70 | 18.04 | 20.84 | 19.56 | 26%                 | 29%  | 27%  | 51%   | 49%  | 54%  |
| 中南传媒 | 12.69         | 30.86 | 9.18  | -4.54 | 20.27 | 19.30 | 86%                 | 36%  | 123% | -257% | 53%  | 51%  |
| 浙版传媒 | 4.85          | 13.06 | 23.12 | 19.69 | 22.21 | 13.91 |                     |      |      | 36%   | 35%  | 62%  |
| 新华文轩 | 9.93          | 13.64 | 18.19 | 20.47 | 20.24 | 23.53 | 37%                 | 27%  | 21%  | 19%   | 21%  | 30%  |
| 山东出版 | 15.17         | 16.90 | 18.15 | 25.57 | 21.45 | 24.22 | 40%                 | 40%  | 37%  | 29%   | 38%  | 48%  |
| 皖新传媒 | 5.89          | 11.43 | 8.40  | 8.90  | 17.25 | 7.90  | 59%                 | 28%  | 38%  | 38%   | 21%  | 76%  |
| 时代出版 | 2.85          | 4.74  | 4.82  | 3.34  | 6.22  | 3.27  | 32%                 | 0%   | 17%  | 42%   | 19%  | 74%  |

|      |       |       |       |       |       |       |      |      |     |     |     |     |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| 凤凰传媒 | 21.88 | 23.89 | 35.98 | 33.21 | 25.07 | 26.03 | 35%  | 32%  | 28% | 38% | 51% | 49% |
| 南方传媒 | 4.73  | 8.62  | 7.81  | 12.57 | 24.25 | 15.87 | 42%  | 26%  | 36% | 23% | 17% | 30% |
| 龙版传媒 | 1.61  | 2.16  | 2.45  | 2.87  | 3.55  | 3.90  |      |      |     | 16% | 14% | 9%  |
| 中原传媒 | 7.18  | 8.05  | 16.59 | 15.85 | 15.99 | 21.90 | 36%  | 36%  | 19% | 21% | 24% | 20% |
| 内蒙新华 | 2.71  | 2.11  | 3.73  | 3.72  | 3.84  | 5.31  |      |      |     | 6%  | 14% | 30% |
| 长江传媒 | 4.79  | 8.49  | 6.13  | 9.94  | 10.67 | 11.86 | 38%  | 29%  | 69% | 45% | 36% | 41% |
| 城市传媒 | 3.27  | 2.75  | 3.16  | 4.45  | 3.38  | 3.57  | 43%  | 51%  | 33% | 25% | 39% | 50% |
| 出版传媒 | -0.97 | 1.77  | 1.47  | 1.36  | 1.26  | 2.36  | -63% | 26%  | 32% | 24% | 18% | 14% |
| 新华传媒 | 5.40  | -9.95 | 3.66  | 5.26  | 2.44  | 1.87  | 2%   | -1%  | 0%  | 2%  | 0%  | 7%  |
| 读者传媒 | 0.94  | -0.37 | 0.94  | 1.51  | 0.98  | 1.95  | 14%  | -53% | 24% | 17% | 26% | 15% |

资料来源: wind, 华创证券

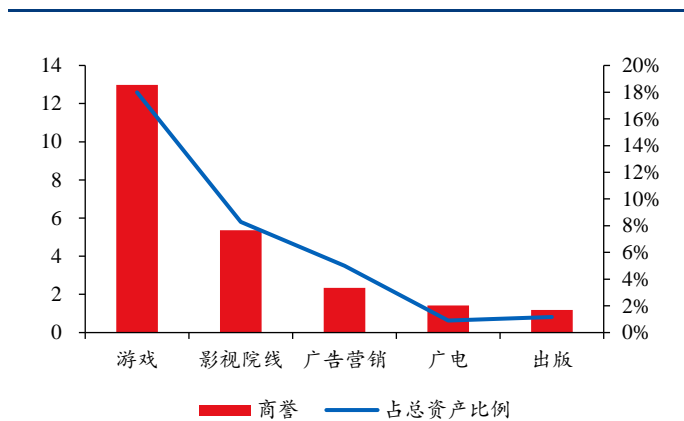
出版板块投资较为谨慎，货币资金闲置度高。我们进一步梳理了传媒各细分行业长期股权投资和商誉情况，可以发现无论是长期股权投资+商誉的绝对值还是占总资产比重都处于传媒中相对较低水平，推测主要系出版国企为主，对外投资决策相对更为谨慎→货币资金的闲置度更高→资金更可能用于分红。

图表 35 传媒细分行业长期股权投资及占总资产比例 (亿, %, 2023 年)



资料来源: wind, 华创证券

图表 36 传媒细分行业商誉及占总资产比例 (亿, %, 2023 年)



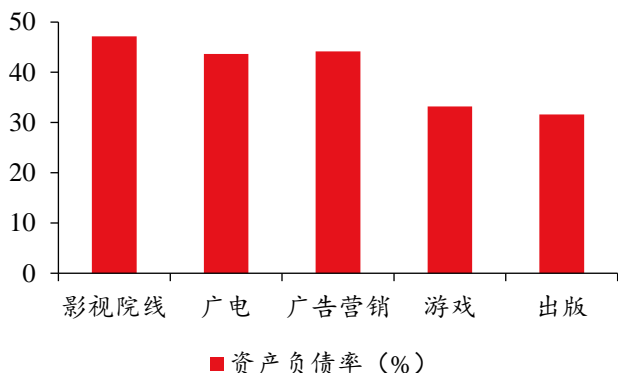
资料来源: wind, 华创证券

### (三) 不止是红利，出版也是高资产质量、高安全边际板块

#### 1、资产质量较优，财务风险较小

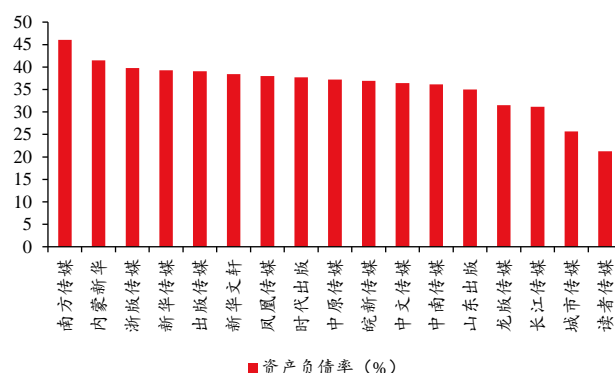
出版公司负债水平较低，对应债务压力较小。以 2023 年口径计算，出版公司平均资产负债率约为 33%，与影视/广告营销/广电/游戏公司相比，处于较低水平。若进一步以有息负债率口径计算，绝大部分地方国有出版公司皆无有息负债，财务风险较小。

图表 37 传媒细分行业平均资产负债率（%，2023）



资料来源: wind, 华创证券

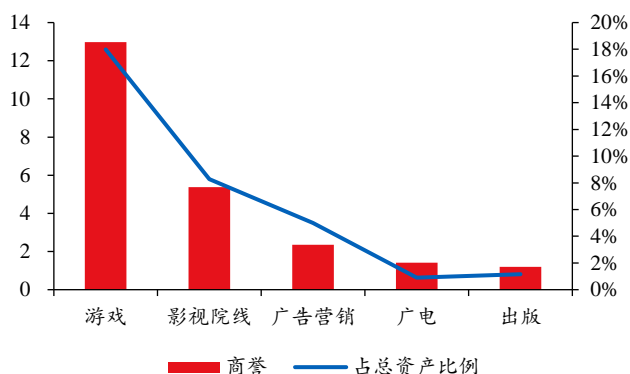
图表 38 主要出版公司资产负债率（%，2023Q3）



资料来源: wind, 华创证券

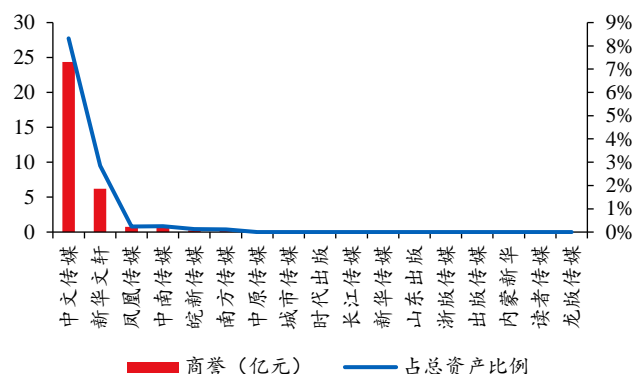
出版公司商誉较少，对应减值风险较小。相较于其他传媒公司，出版公司以国企为主，经营方面较为谨慎，并购等行为相对较少，因此商誉绝对值及占总资产比例皆处于低位。值得注意的是，中文传媒其虽为出版公司，但商誉中近 99%皆来自于游戏板块（收购智明星通），若剔除这一因素，理论上出版公司的商誉水平将更低。

图表 39 传媒细分行业平均商誉（亿元，%，2023）



资料来源: wind, 华创证券

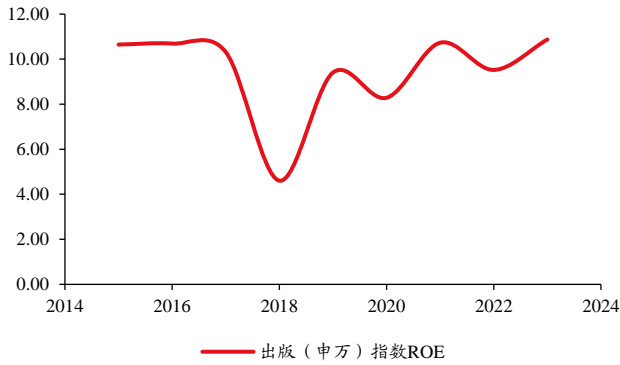
图表 40 出版公司商誉及占比（亿元，%，2023）



资料来源: wind, 华创证券

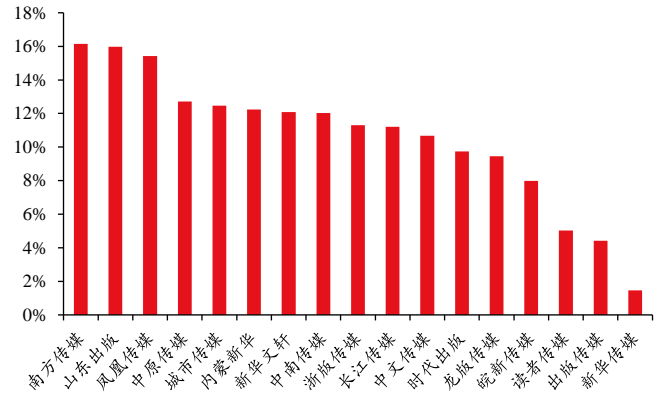
出版行业 ROE 较高且稳定。我们复盘 15-23 年，出版（申万）ROE 基本都稳定在 9%-11%之间，2018 年受个别公司极值影响有所波动。个股看，以 2023 年口径为例，ROE（摊薄）排名靠前主要上市公司为南方传媒（16%），山东出版（16%），凤凰传媒（15%），中原传媒（13%），城市传媒（12%）。

图表 41 出版（申万）2013-2023 年 ROE



资料来源: wind, 华创证券

图表 42 地方国有出版 2023 年 ROE (摊薄)



资料来源: wind, 华创证券

## 2、扣除在手资金后安全边际高

我们进一步统计了地方国有出版公司在手货币资金+交易性金融资产+其他流动资产+其他非流动资产（近似看作在手资金）持有情况，部分公司已非常接近其总市值水平，安全边际高，剔除货币资金后 PE 具备极高性价比。

图表 43 地方国有出版公司总市值、PE、2023 年在手资金量梳理（亿元）

|      | 总市值    | PE (TTM) | 货币资金   | 交易性金融资产 | 其他流动资产 | 其他非流动资产 | 合计     |
|------|--------|----------|--------|---------|--------|---------|--------|
| 中文传媒 | 175.62 | 9.74     | 123.28 | 47.43   | 0.83   | 0.44    | 171.97 |
| 中南传媒 | 209.41 | 11.69    | 114.74 | 6.93    | 50.21  | 1.00    | 172.88 |
| 浙版传媒 | 184.00 | 12.49    | 96.22  | 26.50   | 0.95   | 0.87    | 124.54 |
| 新华文轩 | 147.42 | 10.84    | 91.18  | 0.00    | 5.09   | 8.65    | 104.92 |
| 山东出版 | 224.55 | 9.46     | 68.71  | 19.15   | 0.77   | 36.29   | 124.91 |
| 皖新传媒 | 127.31 | 14.29    | 106.77 | 0.00    | 0.80   | 0.16    | 107.73 |
| 时代出版 | 51.40  | 9.70     | 31.77  | 6.64    | 3.17   | 0.01    | 41.58  |
| 凤凰传媒 | 259.83 | 9.20     | 30.74  | 0.69    | 48.11  | 88.81   | 168.35 |
| 南方传媒 | 109.66 | 9.04     | 31.94  | 4.74    | 6.30   | 6.47    | 49.45  |
| 龙版传媒 | 65.33  | 19.20    | 21.35  | 4.23    | 0.23   | 0.02    | 25.83  |
| 中原传媒 | 103.14 | 8.12     | 52.70  | 1.15    | 3.09   | 27.87   | 84.81  |
| 内蒙新华 | 39.31  | 13.06    | 15.65  | 12.11   | 0.11   | 0.00    | 27.87  |
| 长江传媒 | 96.49  | 10.82    | 14.34  | 0.53    | 27.60  | 40.03   | 82.50  |
| 城市传媒 | 43.70  | 10.97    | 13.45  | 0.00    | 0.29   | 0.07    | 13.81  |
| 出版传媒 | 29.80  | 27.42    | 12.99  | 0.00    | 0.24   | 0.65    | 13.87  |
| 新华传媒 | 41.06  | 122.15   | 12.23  | 6.59    | 0.10   | 0.00    | 18.92  |
| 读者传媒 | 27.88  | 28.09    | 10.44  | 2.21    | 0.06   | 0.72    | 13.43  |

资料来源: wind, 华创证券, 数据截至 2024/8/6

### 三、估值与投资建议：股息率视角下如何估值及选股？

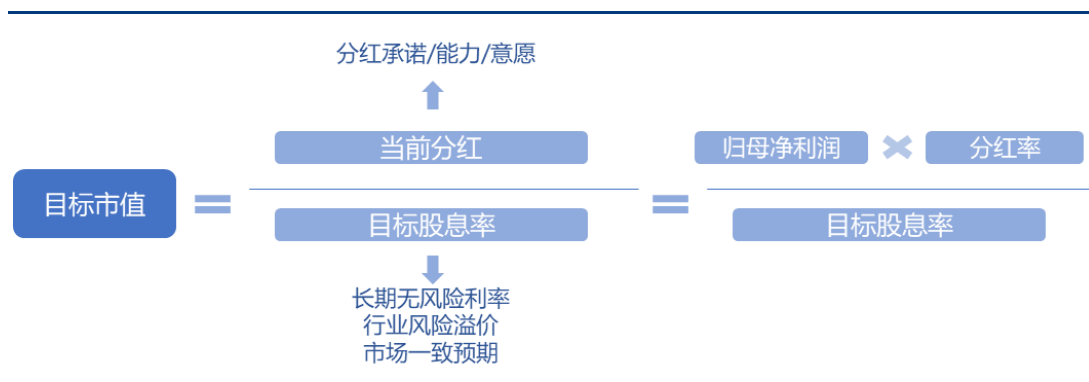
#### 1、出版估值新范式：股息率定价，分红率为核心影响因素

作为逐渐被大家认知的新红利资产，从红利角度出版应该如何定价？是否有更契合行业红利属性的估值新范式？我们尝试从大家较为关心的“股息率”角度去解答该问题：

一般而言，公司股息率=当前分红/总市值，基于此我们可以推导出——**公司目标市值=当前分红/公司目标股息率=(公司归母净利润\*现金分红率)/目标股息率**

由此，我们寻找到三个关键定价指标，其中分子端与公司更为相关，分母端与宏观长端利率、板块系统性风险更为相关。拆解来看，1) 归母净利润：正如我们前文所述，刨去所得税影响，板块高稳健属性凸显，预计别税后归母净利润有望保持稳定；2) 现金分红率（核心影响因素）：公司最重要的可调节项，与公司承诺、分红能力及分红意愿挂钩；3) 目标股息率：主要受长端利率影响，其次还受行业及公司整体风险溢价（e.g.:大家对出版所得税、长期出生率下滑对业绩影响的担忧）、市场一致预期等影响。

图表 44 出版股息率定价公式推理图



资料来源：华创证券绘制

#### 2、新范式下如何选股？重点关注分红率提升

结合上文股息率定价公式，我们认为应**优选基本面稳健+分红率继续有提升空间**（受所得税影响 24 年利润端下滑，因此分红率提升尤为关键，）的标的，首推南方传媒，建议关注凤凰传媒、山东出版、新华文轩-H、长江传媒、中南传媒、皖新传媒、浙版传媒等。

图表 45 出版公司归母净利润-现金分红率-股息率梳理

|      | 股息率 (%) |       |       |       | 归母净利润 (亿元) |       |       |       | 现金分红率 (%) |       |       |       |
|------|---------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|      | 2020    | 2021  | 2022  | 2023  | 2020       | 2021  | 2022  | 2023  | 2020      | 2021  | 2022  | 2023  |
| 中文传媒 | 4.24%   | 5.25% | 5.79% | 6.01% | 18.06      | 20.43 | 19.30 | 19.67 | 41.28     | 45.09 | 52.65 | 53.66 |
| 时代出版 | 1.57%   | 2.72% | 2.36% | 4.71% | 2.68       | 3.59  | 3.44  | 5.55  | 30.12     | 38.96 | 35.17 | 43.63 |
| 浙版传媒 | 0.00%   | 3.86% | 4.23% | 4.71% | 11.49      | 13.17 | 14.14 | 15.09 | 0.00      | 53.99 | 55.02 | 57.43 |
| 皖新传媒 | 2.50%   | 2.66% | 2.89% | 4.69% | 6.14       | 6.40  | 7.08  | 9.36  | 51.86     | 52.86 | 51.99 | 63.81 |
| 山东出版 | 2.97%   | 3.25% | 3.62% | 5.20% | 14.02      | 15.33 | 16.80 | 23.76 | 47.65     | 47.65 | 48.43 | 49.19 |
| 长江传媒 | 4.40%   | 4.65% | 4.03% | 5.03% | 8.17       | 6.97  | 7.29  | 10.16 | 52.02     | 64.38 | 53.25 | 47.79 |
| 新华文轩 | 2.59%   | 2.68% | 2.85% | 4.85% | 12.63      | 13.06 | 13.97 | 15.79 | 30.29     | 30.23 | 30.04 | 45.32 |
| 凤凰传媒 | 3.92%   | 4.90% | 4.90% | 4.90% | 15.96      | 24.57 | 20.82 | 29.52 | 63.80     | 51.79 | 61.12 | 43.11 |

|      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 南方传媒 | 2.53% | 2.65% | 3.78% | 4.34% | 7.60  | 8.08  | 9.43  | 12.84 | 36.52 | 36.01 | 43.94 | 37.10 |
| 中南传媒 | 5.40% | 5.57% | 5.15% | 4.72% | 14.37 | 15.15 | 13.99 | 18.55 | 78.74 | 77.04 | 77.01 | 53.26 |
| 中原传媒 | 3.08% | 3.27% | 3.77% | 4.17% | 9.28  | 9.75  | 10.32 | 13.89 | 34.19 | 34.63 | 37.67 | 30.94 |
| 城市传媒 | 2.41% | 2.54% | 3.02% | 4.08% | 2.44  | 2.78  | 3.36  | 4.08  | 43.08 | 39.86 | 39.34 | 43.75 |
| 内蒙新华 | 0.00% | 0.58% | 1.35% | 4.05% | 2.01  | 2.29  | 2.68  | 3.15  | 0.00  | 10.06 | 19.80 | 50.53 |
| 读者传媒 | 0.81% | 0.93% | 0.93% | 1.07% | 0.74  | 0.85  | 0.86  | 0.98  | 30.18 | 30.47 | 30.15 | 30.51 |
| 龙版传媒 | 0.00% | 0.68% | 0.75% | 0.54% | 1.81  | 4.43  | 4.78  | 3.44  | 0.00  | 10.03 | 10.23 | 10.32 |
| 新华传媒 | 0.00% | 0.25% | 0.00% | 0.33% | -2.91 | 0.33  | 0.09  | 0.36  | 0.00  | 31.28 | 0.00  | 37.54 |
| 出版传媒 | 1.57% | 1.11% | 0.78% | 0.00% | 1.53  | 1.09  | 0.75  | 1.12  | 30.66 | 30.39 | 30.70 | 30.47 |

资料来源: wind, 华创证券, 数据截至 2024/8/6

#### 四、风险提示

纸张成本上涨, 教育政策变化, 消费者需求改变, 出生率下滑, 新业务进展不及预期等。

## 传媒组团队介绍

### 组长、首席分析师：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。

### 联席首席分析师：廖志国

莫纳什大学硕士。2021 年加入华创研究所。

### 分析师：刘文轩

威斯康星大学麦迪逊分校硕士，2024 年加入华创研究所，曾任职于德邦研究所。2023 年所在团队获得 21 世纪金牌分析师传媒互联网第五名，港股及海外市场第五名。

### 分析师：赵海楠

复旦大学硕士。曾任职于浙商证券研究所，2023 年所在团队获得 Wind 第 11 届金牌分析师传媒第二名。2024 年加入华创证券研究所。

### 研究员：郭子萱

哥伦比亚大学硕士。曾任职于瑞银证券，2023 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：吴婧

上海交通大学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

## 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     |
|         | 过云龙 | 高级销售经理         | 010-63214682      | guoyunlong@hcyjs.com    |
|         | 蔡依林 | 资深销售经理         | 010-66500808      | caiyilin@hcyjs.com      |
|         | 刘颖  | 资深销售经理         | 010-66500821      | liuying5@hcyjs.com      |
|         | 顾翎蓝 | 资深销售经理         | 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  |
|         | 王春丽 | 高级销售经理         | 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      |
|         | 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 | 资深销售经理         | 021-20572585      | zhangjiani@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 | 高级销售经理         | 021-20572573      | zhuzhangyu@hcyjs.com    |
|         | 李凯月 | 高级销售经理         |                   | likaiyue@hcyjs.com      |
|         | 易星  | 销售经理           |                   | yixing@hcyjs.com        |
|         | 张玉恒 | 销售经理           |                   | zhangyuheng@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 | 副总监            | 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

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 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<br>恒奥中心 C 座 3A<br>邮编: 100033<br>传真: 010-66500801<br>会议室: 010-66500900 | 地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际<br>商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518034<br>传真: 0755-82027731<br>会议室: 0755-82828562 | 地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号<br>花旗大厦 12 层<br>邮编: 200120<br>传真: 021-20572500<br>会议室: 021-20572522 |