

评级: 买入(维持)

市场价格:

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qizq.com.cn

分析师: 熊亚威

执业证书编号: S0740517090002

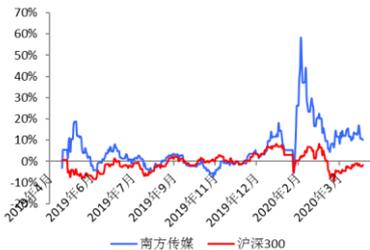
电话:

Email: xiongyw@r.qizq.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	895.88
流通股本(百万股)	889.45
市价(元)	9.61
市值(百万元)	8,609.37
流通市值(百万元)	8,547.61

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,597	6,525	6,947	8,057	8,987
增长率 yoy%	6.60%	16.58%	6.46%	15.98%	11.54%
净利润	655	733	670	782	871
增长率 yoy%	7.18%	11.87%	-8.60%	16.65%	11.38%
每股收益(元)	0.73	0.82	0.75	0.87	0.97
每股现金流量	0.53	0.96	1.42	1.16	1.13
净资产收益率	11.97%	12.13%	10.28%	11.05%	11.32%
P/E	13.14	11.74	12.85	11.01	9.89
PEG	2.17	1.99	9.00	1.82	1.68
P/B	1.57	1.42	1.32	1.22	1.12

备注:

### 投资要点

- **事件 1:** 南方传媒发布 2019 年年度报告, 公司全年实现营收 65.25 亿元, 同比增长 16.58%; 实现归母净利润 7.33 亿元, 同比增长 11.87%; 实现归母扣非净利 5.20 亿元, 同比减少 3.14%; 实现经营净现金流 8.62 亿元, 同比增长 8 2.05%。Q4 单季营收同比增长 13.16%, 归母净利润同比减少 26.96%。
- **事件 2:** 公司发布 2020 年第一季度报告, Q1 实现营收 14.40 亿元, 同比减少 2.17%; 实现归母净利 1.14 亿元, 同比减少 58.68%; 归母扣非净利 1.21 亿元, 同比减少 5%。

### 2020 一季报点评:

- **疫情对公司一季度经营产生影响, 但整体可控。** Q1 营收与归母扣非净利维持平稳, 表现优于行业平均水平。我们认为:
  - 一方面, 出版发行行业中受疫情影响较大的业务包括一般图书、市场化教辅、线下书店, 而这些业务在南方传媒中的收入占比较小;
  - 另一方面, 公司加大线上销售, 同时通过快递将教材及目录教辅送到学生手中, 保证了收入的正常确认。
- **Q1 业绩下滑主要由于上年同期公允价值变动净收益较大导致的高基数。** 由于公司参股的长城证券于 2018 年 Q4 上市, 为公司 2019Q1 贡献了 1.3 亿的公允价值变动净收益, 使得公司上年同期的基数较高, 同时长城证券股价同比下降。

### 2019 年报点评

- **营收利润增长稳健。** 公司 2019 年营收同比增长 16.58%, 增速相较于 2017 与 2018 年的 6.78%、6.60% 显著提升; 业绩同比增长 11.87%, 增速高于 2018 年的 7.18%, 公司渠道整合等工作取得良好效果。Q4 单季业绩下滑近 27%, 主要由于公司在 Q4 计提了 1744 万元的资产减值损失与 2275 万元的信用减值损失, 资产质量更加扎实, 且后续存在冲回的可能。
- **利润率与费用率保持平稳。** 公司 2019 年毛利率为 29.51%, 净利率为 11.23%, 相比上年同期分别下降 2.00pct 与 0.47pct。销售费用率、管理费用率、财务费用率分别下降 0.33pct、0.49pct、0.21pct。毛利率的下降主要由于公司业务规模扩大, 部分业务毛利率相对较低。
- **发挥主渠道优势, 发行业务表现亮眼。**
  - 公司出版与发行业务合计占公司总收入 70% 以上, 是主要的收入和利润来源。其中出版业务实现收入 25.84 亿元, 同比增长 5.4%, 毛利率 25.08, 较上期增加 1.01pct; 发行业务实现收入 36.50 亿元, 同比增长 24.40%。

毛利率 23.69%，较上期减少 4.16pct。

- 发行版块，受益于教材结算政策改变，拓展教育装备业务，拓展馆配、采配等售书渠道等，收入、利润持续增长；教材结算政策改变及新拓展业务毛利率较低，销售结构调整使得毛利率同比下降。其中，教育装备业务开展项目 69 个，实现销售金额 9722 元；大客户营销中心实现收入 2.34 亿元，同比增长 18.83%。
- **深耕教育出版，教辅市场整合初见成效。**公司稳步拓展教育出版市场，2019 年教材教辅业务实现营收 46.95 亿元，同比增长 17.26%。市场教辅渠道整合初见成效，合作产品和合作范围进一步扩大，新开发了《课时夺冠》《同步作文》《动态探究 E 课程》《美好阅读》等多个市场教辅品牌。广东新华发行集团发货码洋 1.29 亿元，同比增长 17%。
- **粤教翔云数字教材应用平台基本实现全省覆盖，开通用户超 1021 万人。**粤教翔云平台主要为广东省内(深圳除外)义务教育阶段师生提供各版本数字教材及相关配套教育资源，2019 年平台建设如期完成，实现粤版、岭南版、北师大版数字教材共计 88 个品种上线。全面推动网络安全保障工作，获得国家公安部信息系统安全等级保护三级。有序开展市场推广及培训工作。全年组织 8 场省级、126 场市和县(区)级规模化培训，平台已开通用户数超过 1021 万人。
- **加速推进融合发展，完善新媒体矩阵。**广东时代传媒有限公司推出“时代数据”和“时代商学院”项目，逐步完善以“时代财经”APP 为龙头的新媒体矩阵；新周刊正式上线“新周刊”APP，联合旗下新周刊、新周猫、有间大学等新媒体，打造自主内容传播阵地。新周刊官方微博公众号粉丝数达 2000 万，微信公众号粉丝达 130 多万并进入全国公众号排名 100 强。广东新华发行集团整合互融现有线上销售终端和服务平台，打造“广东新华通读在线”主平台，壮大网络发行主阵地。广东人民出版社继续以电商运营中心为核心，发力营销新战略。
- **由出版发行公司向教育服务平台升级，公司价值有望重估。**随着公司线下渠道整合、市占率提升，线上逐步卡位，公司有望成为将线上线下资源打通的教育服务平台，优质的内容与资源可以通过南方传媒触达更多的校内师生。公司价值有望重估。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测南方传媒 2020-2022 年实现营收分别为 69.47 亿元、80.57 亿元、89.87 亿元，同比增长 6.46%、15.98%、11.54%；实现归母净利润分别为 6.70 亿元、7.82 亿元、8.71 亿元，同比增长-8.6%、16.65%、11.38%；对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.75 元、0.87 元、0.97 元。
- **风险提示：**产业政策变化风险；新技术冲击；竞争加剧。

图表 1: 财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5,597.4	6,525.3	6,946.9	8,057.1	8,987.3	成长性					
减: 营业成本	3,833.8	4,599.9	4,894.1	5,673.8	6,328.0	营业收入增长率	6.6%	16.6%	6.5%	16.0%	11.5%
营业税费	37.1	33.2	35.3	41.0	45.7	营业利润增长率	5.7%	11.8%	-21.3%	19.7%	11.7%
销售费用	652.2	738.5	807.2	886.3	988.6	净利润增长率	7.2%	11.9%	-8.6%	16.7%	11.4%
管理费用	567.2	629.3	693.3	789.6	871.8	EBITDA增长率	11.3%	24.3%	-1.5%	16.9%	10.9%
财务费用	5.4	-7.1	-4.6	-3.7	-2.5	EBIT增长率	12.5%	26.3%	-15.1%	20.0%	11.9%
资产减值损失	7.0	-29.9	-	15.0	15.0	NOPLAT增长率	10.7%	7.4%	-21.2%	20.0%	11.9%
加: 公允价值变动收益	-0.0	125.1	20.0	-	-	投资资本增长率	2.5%	-49.2%	-33.7%	-21.1%	-12.5%
投资和汇兑收益	33.4	-5.8	35.0	35.0	30.0	净资产增长率	12.0%	12.8%	7.7%	8.4%	8.7%
营业利润	655.5	732.5	576.5	690.2	770.7	利润率					
加: 营业外净收支	-2.7	14.2	106.0	106.0	116.0	毛利率	31.5%	29.5%	29.6%	29.6%	29.6%
利润总额	652.8	746.7	682.5	796.2	886.7	营业利润率	11.7%	11.2%	8.3%	8.6%	8.6%
减: 所得税	-10.0	4.9	4.5	5.2	5.8	净利润率	11.7%	11.2%	9.6%	9.7%	9.7%
净利润	655.3	733.1	670.0	781.6	870.6	EBITDA/营业收入	11.2%	12.0%	11.1%	11.2%	11.1%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	9.5%	10.3%	8.2%	8.5%	8.5%
货币资金	1,341.3	1,911.8	2,624.2	3,401.7	4,136.3	运营效率					
交易性金融资产	0.0	145.2	145.2	145.2	145.2	固定资产周转天数	41	18	-2	-6	-10
应收账款	1,046.3	987.5	1,356.2	1,258.5	1,715.8	流动营业资本周转天数	-55	-59	-74	-74	-66
应收票据	26.7	0.3	41.3	20.4	29.3	流动资产周转天数	256	230	267	279	295
预付账款	82.9	78.5	96.4	104.5	120.6	应收账款周转天数	65	56	61	58	60
存货	1,043.6	1,300.8	1,217.2	1,688.3	1,559.8	存货周转天数	64	65	65	65	65
其他流动资产	163.2	191.8	191.8	191.8	191.8	总资产周转天数	592	553	582	546	527
可供出售金融资产	752.2	-	-	-	-	投资资本周转天数	180	118	62	38	28
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	58.6	66.8	66.8	66.8	66.8	ROE	12.0%	12.1%	10.3%	11.1%	11.3%
投资性房地产	493.3	502.6	535.1	544.3	561.3	ROA	7.1%	6.9%	5.8%	6.2%	6.5%
固定资产	645.1	-	-78.3	-189.6	-312.6	ROIC	24.3%	25.5%	39.6%	71.7%	101.7%
在建工程	387.6	-	90.0	153.0	191.7	费用率					
无形资产	3,148.1	3,083.9	2,984.3	2,883.9	2,783.5	销售费用率	11.7%	11.3%	11.6%	11.0%	11.0%
其他非流动资产	129.9	2,476.0	2,459.5	2,438.2	2,412.0	管理费用率	10.1%	9.6%	10.0%	9.8%	9.7%
资产总额	9,319.0	10,745.2	11,729.6	12,706.9	13,601.4	财务费用率	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
短期债务	3.0	5.0	-	-	-	三费/营业收入	21.9%	20.9%	21.5%	20.8%	20.7%
应付账款	2,321.0	2,430.0	3,040.1	3,423.2	3,515.3	偿债能力					
应付票据	183.2	166.9	296.4	188.1	381.7	资产负债率	40.7%	42.0%	42.7%	42.7%	41.8%
其他流动负债	747.3	1,173.1	1,173.9	1,312.2	1,289.3	负债权益比	68.6%	72.3%	74.6%	74.5%	71.9%
长期借款	0.3	230.3	-	-	-	流动比率	1.14	1.22	1.26	1.38	1.52
其他非流动负债	536.8	502.5	502.5	502.5	502.5	速动比率	0.82	0.88	0.99	1.04	1.22
负债总额	3,791.7	4,507.7	5,012.9	5,425.9	5,688.7	利息保障倍数	98.27	-95.24	#####	#####	#####
少数股东权益	52.7	192.5	200.4	209.7	220.1	分红指标					
股本	895.9	895.9	895.9	895.9	895.9	DPS (元)	0.22	0.22	0.22	0.25	0.28
留存收益	4,457.0	5,151.3	5,620.4	6,175.4	6,796.8	分红比率	30.1%	26.9%	30.0%	29.0%	28.6%
股东权益	5,527.3	6,237.5	6,716.7	7,281.0	7,912.8	股息收益率	2.3%	2.3%	2.3%	2.6%	2.9%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	662.8	741.8	670.0	781.6	870.6	EPS (元)	0.73	0.82	0.75	0.87	0.97
加: 折旧和摊销	116.0	136.8	198.8	214.6	230.5	BVPS (元)	6.11	6.75	7.27	7.89	8.59
资产减值准备	7.0	29.9	-	-	-	PE (X)	13.1	11.7	12.8	11.0	9.9
公允价值变动损失	0.0	-125.1	20.0	-	-	PB (X)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
财务费用	15.3	5.7	-4.6	-3.7	-2.5	P/FCF	37.7	3.7	9.4	8.8	8.9
投资收益	-33.4	5.8	-35.0	-35.0	-30.0	P/S	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	7.5	8.7	8.0	9.3	10.4	EV/EBITDA	7.8	4.7	3.9	2.5	1.6
营运资金的变动	-62.4	-1,846.5	413.0	73.7	-64.8	CAGR (%)	6.1%	5.9%	1.4%	6.1%	5.9%
经营活动产生现金	473.4	861.7	1,270.3	1,040.5	1,014.1	PEG	2.2	2.0	9.0	1.8	1.7
投资活动产生现金	-320.5	-429.3	-128.3	-40.1	-32.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	-536.0	-34.3	-429.6	-222.8	-246.7	REP					

来源: 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 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。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。