

南方传媒(601900)/传媒
渠道整合加速推进,市占率提升及新业务拓展大有可为
评级: 买入(首次)
市场价格:
分析师: 康雅雯
执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

分析师: 熊亚威
执业证书编号: S0740517090002

电话:

Email: xiongyw@r.qlzq.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)	8.59
市值(百万元)	7,695.58
流通市值(百万元)	7,640.38

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,251	5,597	6,407	7,431	8,288
增长率 yoy%	6.78%	6.60%	14.46%	15.98%	11.54%
净利润	611	655	777	899	1,034
增长率 yoy%	44.80%	7.18%	18.55%	15.72%	15.04%
每股收益(元)	0.68	0.73	0.87	1.00	1.15
每股现金流量	0.37	0.53	1.94	0.56	2.34
净资产收益率	12.53%	11.97%	12.81%	13.42%	13.91%
P/E	12.44	11.61	9.79	8.46	7.35
PEG	1.05	0.71	0.61	0.71	0.45
P/B	1.56	1.39	1.25	1.14	1.02

备注:

投资要点

- **广东文化产业第一股。**南方传媒是广东地区出版发行龙头,2016年上市后,公司业务层面发展迅速,一方面确立教材发行业务总供应商地位,另一方面突出“教育+新媒体”特色,围绕主营业务多元化拓展。公司股权集中,广版集团持股近70%,实控人为广东省人民政府,拥有牌照、资源等多重优势。
- **财务状况优良。**营收利润长期保持稳健增长,自上市以来,营收每年保持了6.5%以上的同比增长,业绩受并表与投资收益的影响,增速波动较大,整体远高于营收增长。公司整体利润率稳步提升,费用率维持平稳,现金状况优良。
- **教材教辅为基石,一般图书占比持续提升。**教材教辅为公司最核心业务,2018年贡献近6成总收入、近7成总毛利。一般图书营收、毛利占比稳步提升,2015-2018年,营收占比从11.63%提升至15.86%,毛利占比从12.86%增加至15.39%。
- **大环境向好,需求持续提升。**
 - 市场需求刚性,学生数量与教育经费持续提升,推升教材教辅需求。广东省K12阶段学生数量于2014年开始触底回升,并呈现加速趋势,增长速度高于全国增速,2018年同比增长近4%。作为人口第一大省,广东净流入人口与新生儿数量持续提升,奠定教材教辅需求基数。
 - 纸张价格回落,成本下降带来业绩弹性。2019年至今双胶纸平均价格为6006元/吨,相较2018年均价下降15.46%,我们预测相比2018年其他条件不变的情况下,有望为公司带来10%以上的业绩弹性。
- **渠道整合加速推进,市占率提升及新业务拓展可期**
 - **公司市场化教辅业务市占率低,提升空间巨大。**2018年,公司的人均教材教辅消费量19.59册/人/年及人均消费金额162.85元/年均远低于所选同行42.69册/人/年与374.48元/人/年的平均水平。提升空间巨大。
 - **政策助力+积极开拓,教材教辅业务持续发力。**三科统编、独家资质等政策的推行,助力公司租型教材教辅业务快速增长,带动整体教材教辅业务提升。
 - **一般图书成重要增长点,增速领先行业。**2018年公司一般图书收入同比增长19%,远超行业11.3%的增速。实施精品战略,打造岭南文化新高地。
 - **渠道整合加速,四大业务蓄势待发。**公司上市后,收编发行集团,同时控股股东广版集团接受广东教育书店国有股权的无偿划转,省内发行格局持续优化,公司还实施精准化营销,拓宽多元化经营的广度和深度。其中市场化教辅、大中专教材、大客户业务、教育装备业务呈现出较大的潜力与

良好的态势。

- **高管换届注入新活力，考核激励机制不断优化。**2017-2018年，公司陆续完成董事会与管理团队换届，2018年11月谭君铁先生担任公司董事长，上任以来先后推动了多项业务发展，包括竞购黑龙江出版股权、南方传媒广场开工、教育书店划转至广版集团等。公司狠抓工作落实，通过与各单位签订经营目标责任书、设立专项基金等方式不断优化机制与人才结构。
- **发挥区位优势，“走出去”步伐加快。**公司积极服务于“一带一路”和“粤港澳大湾区”建设，充分发挥华人华侨第一大省的区位优势和资源优势。“走出去”版权输出成绩骄人。
- **加码投资，收益可观。**公司多次参与对外投资，成功投资了广州银行、长城证券、龙版传媒等项目，且在参股龙版传媒后进一步推动战略合作，实现财务与业务方面的双收。长城证券已成功IPO，2019年有望为公司带来超1.1亿的投资收益。
- **推进数字教材全省落地，打造数字教育服务平台。**广东提出拟在义务教育阶段推出全学科、全学段国家课程数字教材，并预期2020年实现全面普及。南方传媒是广东省教育厅“粤教翔云”数字教材应用平台的总供应商，目前粤教翔云平台用户超23.7万，覆盖广东省内超21个地级市。公司也在积极打造用于跨网络教育内容聚合服务平台，形成内容、平台加终端的数字教育整体解决方案。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测南方传媒2019-2021年实现营收分别为64.07亿元、74.31亿元、82.88亿元，同比增长14.46%、15.98%、11.54%；实现归母净利润分别为7.77亿元、8.99亿元、10.34亿元，同比增长18.55%、15.72%、15.04%；对应2019-2021年EPS分别为0.87元、1.00元、1.15元。首次覆盖，给予买入评级。
- **风险提示：**产业政策变化风险；新技术冲击；竞争加剧；市场风险偏好下行。

内容目录

广东文化产业第一股，不断整合省内资源.....	- 6 -
广版集团主业改制上市，省级文化产业第一股.....	- 6 -
股权集中，实控人为广东省人民政府.....	- 7 -
业务结构清晰，教材教辅贡献近六成收入.....	- 8 -
业务稳健发展，财务状况优良.....	- 8 -
营收利润稳健增长，利润率稳步提升.....	- 8 -
资本结构持续改善，营运能力有待提升.....	- 9 -
现金状况良好.....	- 11 -
教材教辅为基石，一般图书占比持续提升.....	- 12 -
大环境向好，需求持续提升.....	- 14 -
教材教辅市场需求刚性，学生规模触底回升.....	- 14 -
人口经济第一大省，图书行业空间广阔.....	- 16 -
纸张价格回落，成本下降带来业绩弹性.....	- 17 -
渠道整合加速推进，市占率提升及新业务拓展可期.....	- 18 -
教辅市场渗透率低，提升空间大.....	- 18 -
政策助力+积极开拓，教材教辅业务持续发力.....	- 20 -
一般图书成重要增长点，打造岭南文化新高地.....	- 21 -
渠道整合加速，四大业务蓄势待发.....	- 22 -
内外兼修，守正创新.....	- 25 -
高管换届注入新活力，多项业务加速推进.....	- 25 -
经营效率持续提升，考核激励机制不断优化.....	- 26 -
发挥区位优势，“走出去”步伐加快.....	- 28 -
加码投资，借力资本.....	- 28 -
推进数字教材全省落地，打造数字教育服务平台.....	- 29 -
盈利假设与预测.....	- 31 -
风险提示.....	- 32 -

图表目录

图表 1: 广版集团改制及南方传媒发展历程图.....	- 6 -
图表 2: 南方传媒股权架构及重要子公司示意图.....	- 7 -
图表 3: 2018 年公司按行业划分的收入结构.....	- 8 -
图表 4: 2018 年公司按产品划分的收入结构.....	- 8 -
图表 5: 2018 年公司按行业划分的毛利结构.....	- 8 -
图表 6: 2018 年公司按产品划分的毛利结构.....	- 8 -
图表 7: 2014-2019H1 公司营业收入情况.....	- 9 -
图表 8: 2014-2019H1 公司归母净利润情况.....	- 9 -
图表 9: 2014-2019H1 公司毛利率、净利率情况.....	- 9 -

图表 10: 2014-2019H1 公司三费率情况.....	- 9 -
图表 11: 南方传媒资本结构情况.....	- 10 -
图表 12: 南方传媒营运资本情况.....	- 10 -
图表 13: 五家出版发行公司应收账款周转率对比 (%)	- 10 -
图表 14: 五家出版发行公司存货周转率对比 (%)	- 10 -
图表 15: 五家出版发行公司固定资产周转率对比 (%)	- 11 -
图表 16: 公司的现金流相关指标情况.....	- 11 -
图表 17: 公司在手现金情况.....	- 12 -
图表 18: 公司分业务营收占比情况 (剔除内部抵消)	- 12 -
图表 19: 公司分业务毛利占比情况 (剔除内部抵消)	- 12 -
图表 20: 公司分业务营收情况 (单位: 百万元)	- 13 -
图表 21: 公司分业务毛利情况 (单位: 百万元)	- 13 -
图表 22: 公司分业务营收增速情况.....	- 13 -
图表 23: 图书业务毛利率情况	- 14 -
图表 24: 公司收入的地区分布	- 14 -
图表 25: 中小学课本出版规模情况.....	- 15 -
图表 26: 在校学生规模.....	- 15 -
图表 27: 2010-2018 年广东省常住人口数量	- 16 -
图表 28: 2006-2018 年广东省新生人口数量 (万人)	- 16 -
图表 29: 广东省 K12 阶段在校学生数量 (单位: 万人)	- 17 -
图表 30: 南方传媒及同类企业所在省份 2018 年财政收入情况 (单位: 亿元) -	17 -
图表 31: 广东与全国教育经费增速对比.....	- 17 -
图表 32: 双胶纸市场价格 (元/吨)	- 18 -
图表 33: 南方传媒纸张成本对业绩影响测算 (单位: 百万元)	- 18 -
图表 34: 教材教辅发行公司人均消费金额对比 (元/人/年)	- 19 -
图表 35: 教材教辅发行公司人均消费数量对比 (册/人/年)	- 20 -
图表 36: 南方传媒获国家中小学教材省内发行独家资质	- 20 -
图表 37: 公司租型教材教辅业务收入及增速.....	- 21 -
图表 38: 南方传媒教材教辅人均消费金额.....	- 21 -
图表 39: 自编教材教辅出版业务收入及增速.....	- 21 -
图表 40: 粤版教材省内发行码洋情况.....	- 21 -
图表 41: 公司一般图书业务收入及占比.....	- 22 -
图表 42: 公司一般图书收入增速与行业增速对比	- 22 -
图表 43: 公司一般图书出版业务情况.....	- 22 -
图表 44: 公司一般图书发行业务情况.....	- 22 -

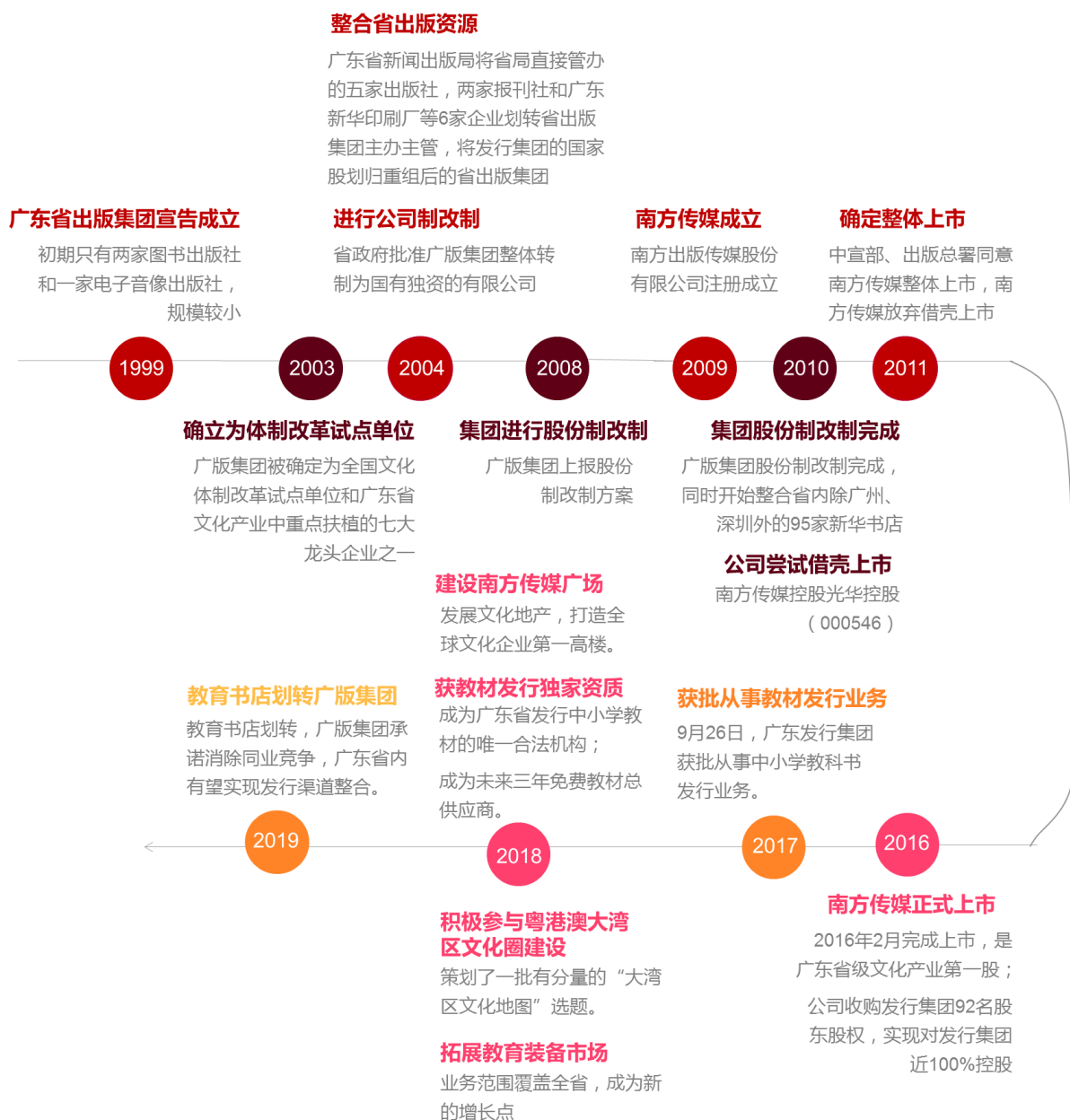
图表 45: 广东省教材发行渠道情况.....	- 23 -
图表 46: 教育书店营收情况.....	- 23 -
图表 47: 教育书店净利润情况.....	- 23 -
图表 48: 发行集团现有网点分布示意图.....	- 24 -
图表 49: 公司线下网点布局情况.....	- 24 -
图表 50: 新华四阅东汇城店.....	- 25 -
图表 51: 渠道整合助推四大业务.....	- 25 -
图表 52: 四大业务及发行集团收入增强情况.....	- 25 -
图表 53: 新任董事长上任以来多项业务加速推进.....	- 26 -
图表 54: 6 省出版发行公司人均创收情况 (万元).....	- 26 -
图表 55: 6 省出版发行公司人均创利情况 (万元).....	- 26 -
图表 56: 6 省出版发行公司人均薪酬情况 (万元).....	- 27 -
图表 57: 公司狠抓落实的六大工作部署.....	- 27 -
图表 58: 南方传媒重要投资项目.....	- 28 -
图表 59: 数字教育、数字出版的相关支持政策.....	- 29 -
图表 60: 南方传媒旗下的部分数字教育产品.....	- 30 -
图表 61: 2019 年广东省数字教材规模化应用全覆盖试点单位.....	- 31 -
图表 62: 公司主要业务收入预测 (百万元).....	- 31 -
图表 63: 可比公司估值比较 (截至 2019 年 11 月 4 日).....	- 32 -
图表 64: 南方传媒财务报表预测 (单位: 百万元).....	- 33 -

广东文化产业第一股，不断整合省内资源

广版集团主业改制上市，省级文化产业第一股

- 南方传媒 2009 年由广东省出版集团发起设立，纳入了出版、发行、物资供应、印刷等主要经营性资产和业务，2016 年 2 月登陆上交所，成为广东省级文化产业第一股。经过多年的整合与发展，确立了在广东地区出版发行的龙头地位。

图表 1: 广版集团改制及南方传媒发展历程图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2016 年上市后，公司业务层面发展迅速：
 - 确立省内教材发行业务总供应商地位。教材教辅一直是南方传媒的

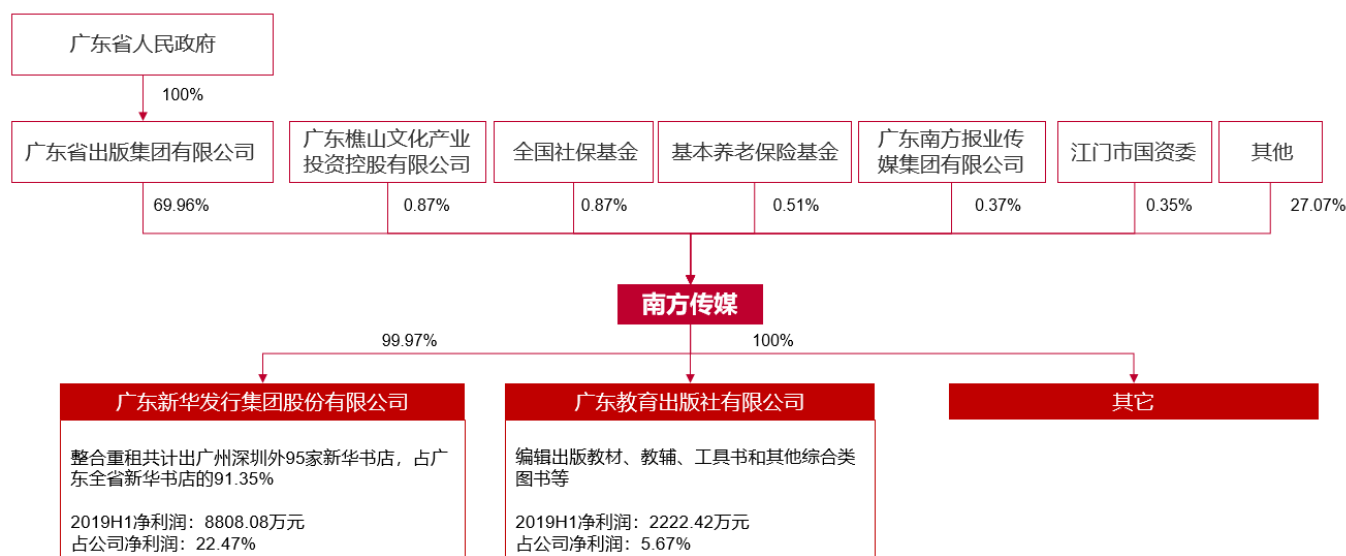
核心业务。2017年9月，广东新华发行集团获批从事中小学教科书发行业务；2018年3月，获国家中小学教材发行独家资质，成为广东省发行中小学教材的唯一合法机构；2018年与省教育厅签订《2018年秋季—2021年春季广东省义务教育阶段免费教材政府采购出版供应合同书》，锁定并巩固了未来三年免费教材总供应商地位。

- **突出“教育+新媒体”特色，围绕主营业务多元化拓展。**教育方面，公司积极开拓教育设备供应商及区域市场，以全省覆盖项目为基础拓展数字教材，推进粤教翔云数字教材应用平台建设；新媒体方面，《时代周报》《新周刊》等传统媒体推进媒体融合发展，进行“两微一端”新平台建设，粉丝关注数及App下载量增长明显。
- **结合粤港澳大湾区区位优势，借力资本市场快速发展。**（1）公司充分发挥“粤港澳大湾区文化教育交流中心”的平台作用，2018年以澳门启元出版社为平台，推动港澳文化读本出版与推广使用工作。（2）继续推进文化地产战略：2018年建设南方传媒广场，打造全球文化企业第一高楼。（3）投融资创新迈出新步伐，投资的长城证券已成功IPO，并已完成对广州银行、龙版传媒的投资。

股权集中，实控人为广东省人民政府

- 公司股权集中，控股股东为持股69.96%的广版集团，实控人为广东省人民政府。
- 子公司中，发行集团和教育出版社地位突出。发行集团整合了全省除广州、深圳外的所有新华书店；教育出版社负责编辑出版教材教辅。2018年两家子公司合计贡献公司总利润的46.42%。

图表 2：南方传媒股权架构及重要子公司示意图

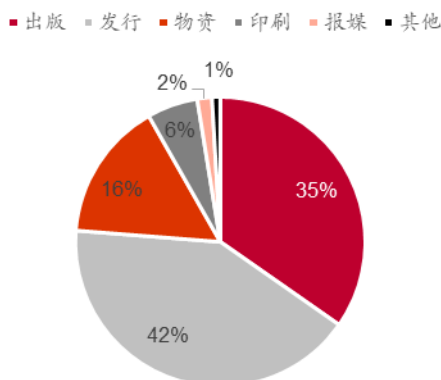


来源：公司公告，中泰证券研究所

业务结构清晰，教材教辅贡献近六成收入

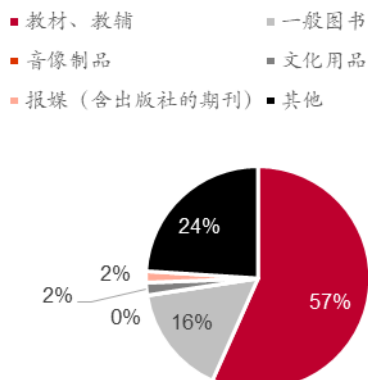
- 公司业务结构清晰，目前仍以传统出版发行业务为主。拥有出版、印刷、发行、零售、印刷物资销售、跨媒体经营等出版传媒行业一体化完整产业链。此外兼有新媒体、教育设备等新兴业务，但规模相对较小。
- 按产品来看，教材教辅为公司最核心产品：2018 年教材教辅贡献收入 57%，贡献毛利 67%。

图表 3: 2018 年公司按行业划分的收入结构



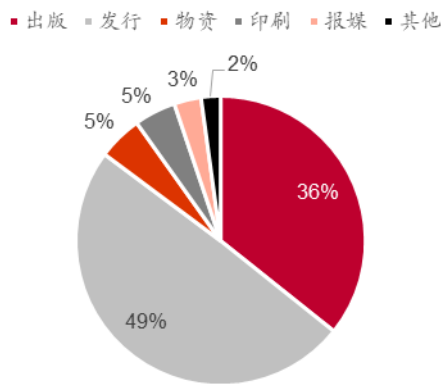
来源：公司公告、中泰证券研究所（注：未扣除内部抵消数）

图表 4: 2018 年公司按产品划分的收入结构



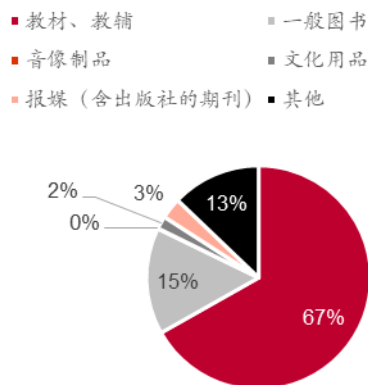
来源：公司公告、中泰证券研究所（注：未扣除内部抵消数）

图表 5: 2018 年公司按行业划分的毛利结构



来源：公司公告、中泰证券研究所（注：未扣除内部抵消数）

图表 6: 2018 年公司按产品划分的毛利结构



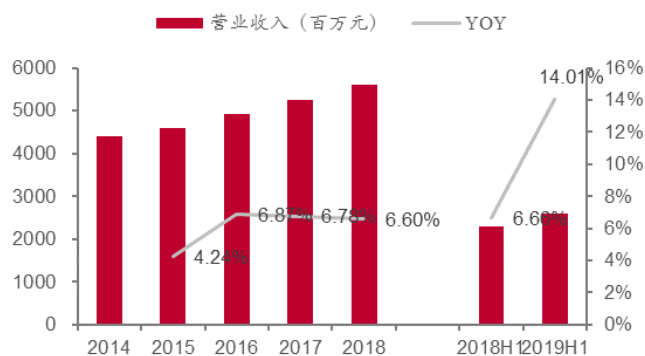
来源：公司公告、中泰证券研究所（注：未扣除内部抵消数）

业务稳健发展，财务状况优良

营收利润稳健增长，利润率稳步提升

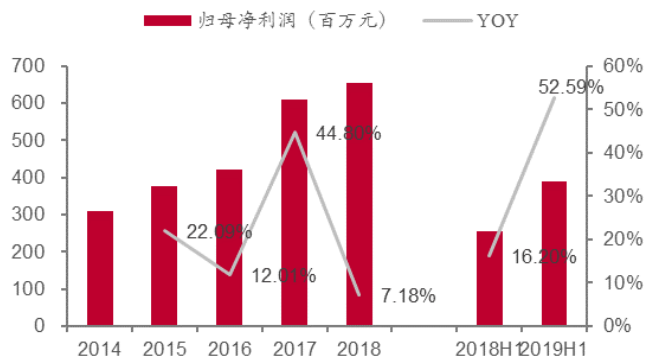
- 营收利润长期保持稳健增长。南方传媒自上市以来，营收每年保持了 6.5% 以上的同比增长，归母净利由于并表与投资收益的影响，增速出现了较大的波动，但整体要远高于营收的增长。2019 年上半年，受益于长城证券上市，投资收益增加，公司归母净利同比增长 52.59%，有望带动全年业绩高增。

图表 7: 2014-2019H1 公司营业收入情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

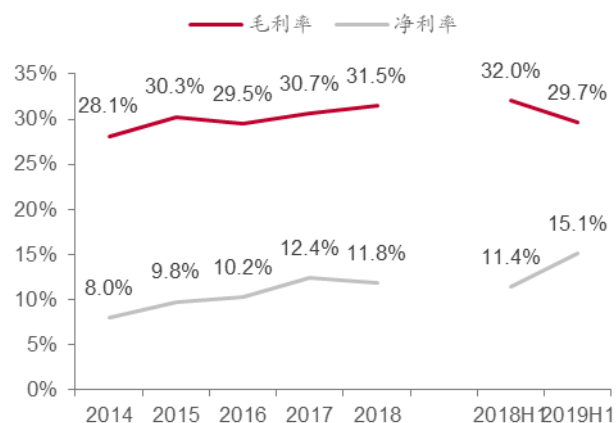
图表 8: 2014-2019H1 公司归母净利润情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

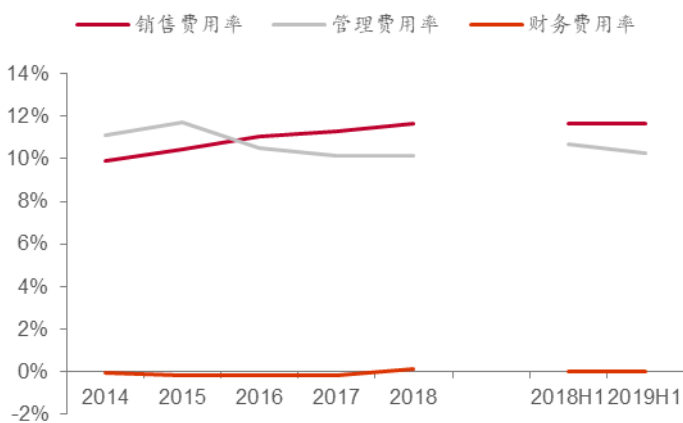
- 利润率稳步提升, 费用率维持平稳。**公司毛利率与归母净利率 2014 年以来整体维持稳步向上的趋势。公司上市以来销售费用率略微增加, 管理费用率略微减少, 费用端整体稳定可控。

图表 9: 2014-2019H1 公司毛利率、净利率情况



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 2014-2019H1 公司三费率情况

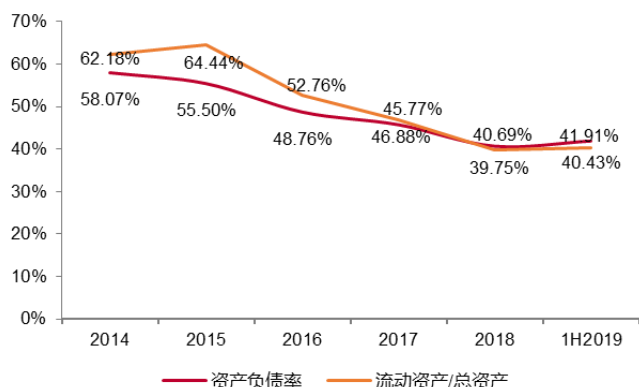


来源: 公司公告、中泰证券研究所

资本结构持续改善, 营运能力有待提升

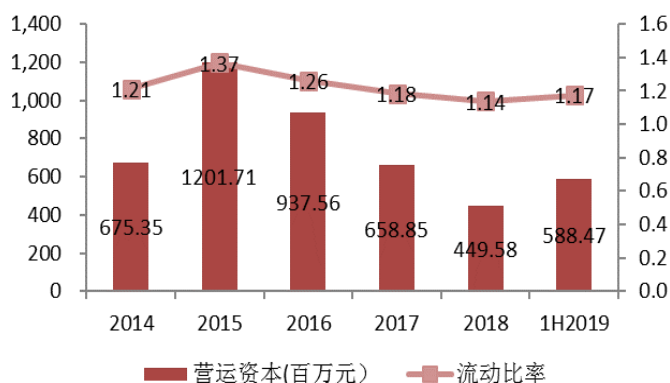
- 资本结构持续改善, 偿债无压力。**
 - 南方传媒自 2014 年以来资产负债率持续下降, 流动资产的占比也出现下滑, 主要由于公司近年来加大了在优质资产投资方面的布局。
 - 营运资本与流动虽有下降, 但仍保持了较高水平, 短期偿债无压力。

图表 11: 南方传媒资本结构情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 12: 南方传媒营运资本情况

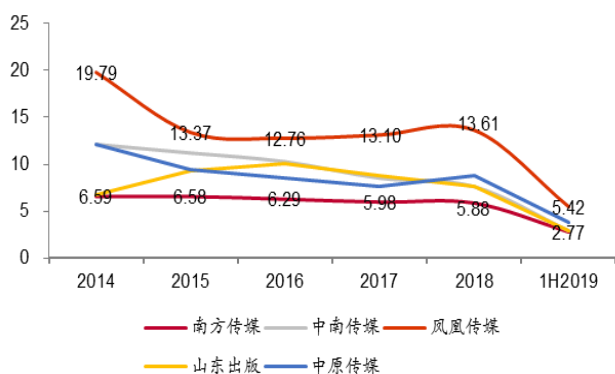


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ **营运能力仍有提升空间。**我们对南方传媒、中南传媒、凤凰传媒、山东出版、中原传媒的主要资产周转情况进行对比。

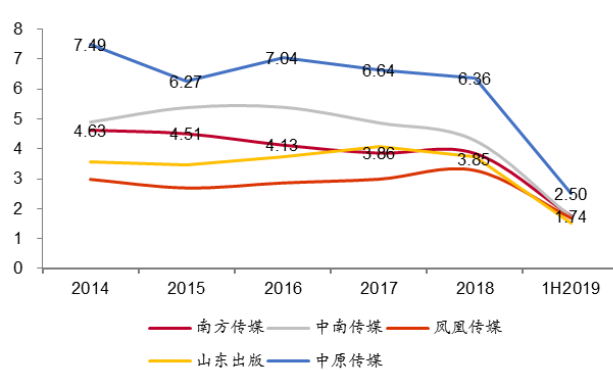
- 从主要的流动资产周转率来看,公司在应收账款、存货方面相对于同行有一定差距。南方传媒近五年的应收账款平均周转率不足凤凰传媒一半;而南方传媒 2018 年的存货周转率仅为中原传媒 60%左右。提升潜力较大。

图表 13: 五家出版发行公司应收账款周转率对比(%)



来源: wind, 中泰证券研究所

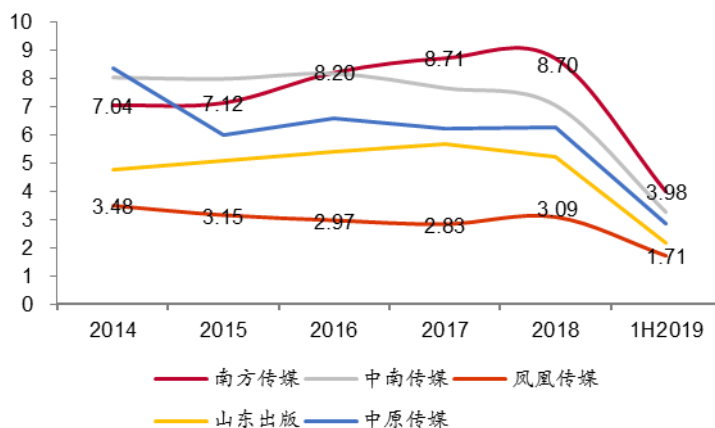
图表 14: 五家出版发行公司存货周转率对比 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 固定资产周转率方面,南方传媒在同行中表现相对突出。

图表 15: 五家出版发行公司固定资产周转率对比 (%)

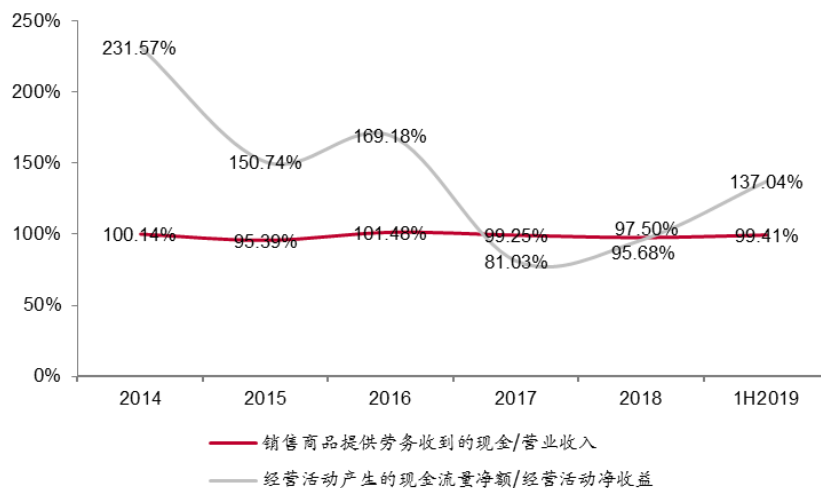


来源: wind, 中泰证券研究所

现金状况良好

- **南方传媒现金流状况良好。**2014 年以来, 销售商品提供劳务收到的现金与营收比维持在 100% 左右; 经营现金流净额比经营净收益于 2017 年见底后, 呈现回升趋势, 主要由于 2017 年公司归还出版集团欠款所致。

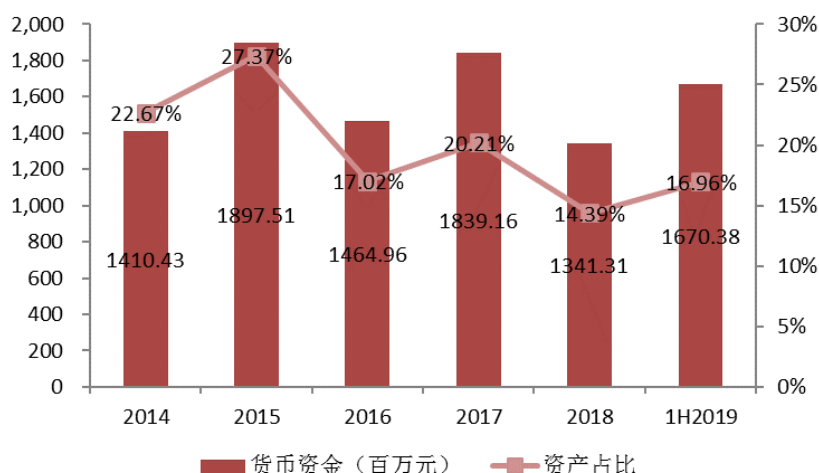
图表 16: 公司的现金流相关指标情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- **在手现金有望迎来回升。**2014 年以来, 公司货币资金量及在总资产占比波动较大, 其中 2018 年下降较多, 主要由于公司加大投资力度, 支付购买广州银行及黑龙江出版股权款。随着长城证券上市, 及其他项目不断推进, 后续的投资退出有望使现金增加。

图表 17: 公司现金在手情况

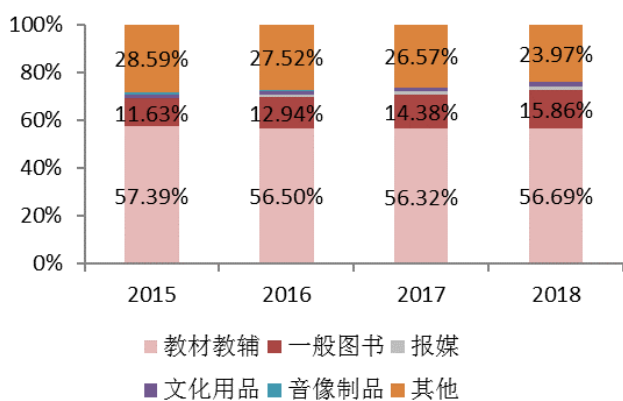


来源: wind, 中泰证券研究所

教材教辅为基石，一般图书占比持续提升

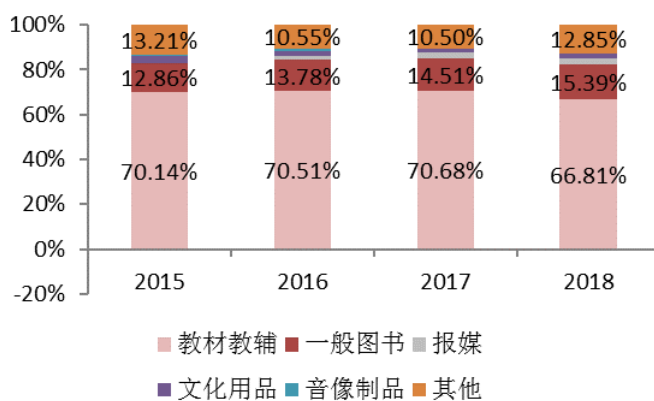
- 教材教辅贡献七成左右的毛利，一般图书营收、毛利占比稳步提升。分业务来看，2015 年以来，教材教辅作为公司的核心业务，营收与毛利占总业务比重保持平稳，其中营收占比近 56%（剔除内部抵消），毛利占比在 70%左右。一般图书的占比则稳步提升，2015-2018 年，营收占比从 11.63%提升至 15.86%，毛利占比从 12.86%增加至 15.39%。

图表 18: 公司分业务营收占比情况 (剔除内部抵消)



来源: wind, 中泰证券研究所

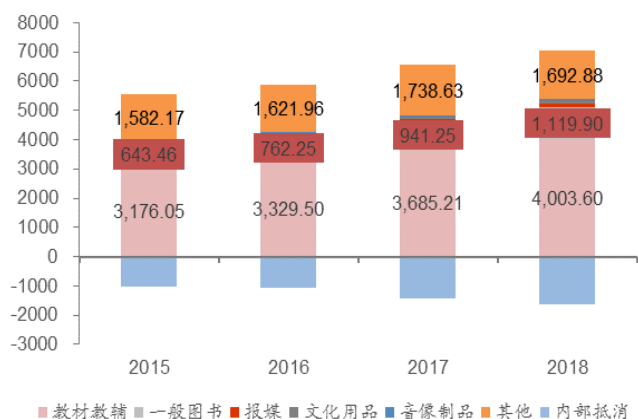
图表 19: 公司分业务毛利占比情况 (剔除内部抵消)



来源: wind, 中泰证券研究所

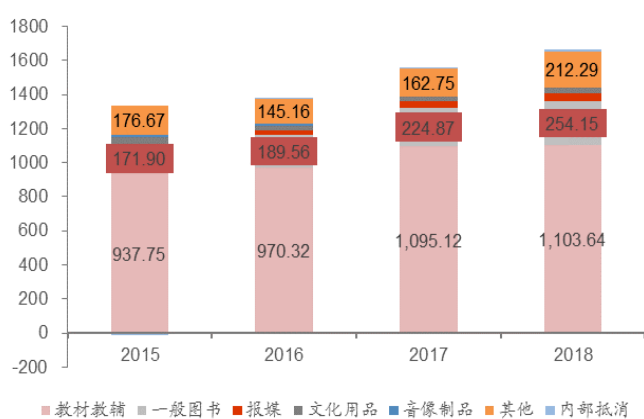
- 教材教辅增长平稳，一般图书、报媒、文化用品增长亮眼。2015 年至今，公司主要业务中，除了音像制品收缩之外，其他业务均取得正增长。其中教材教辅近两年同比收入增速维持在 10%左右，一般图书维持在 20%左右。报媒与文化用品则趋势上呈加速态势。

图表 20: 公司分业务营收情况 (单位: 百万元)



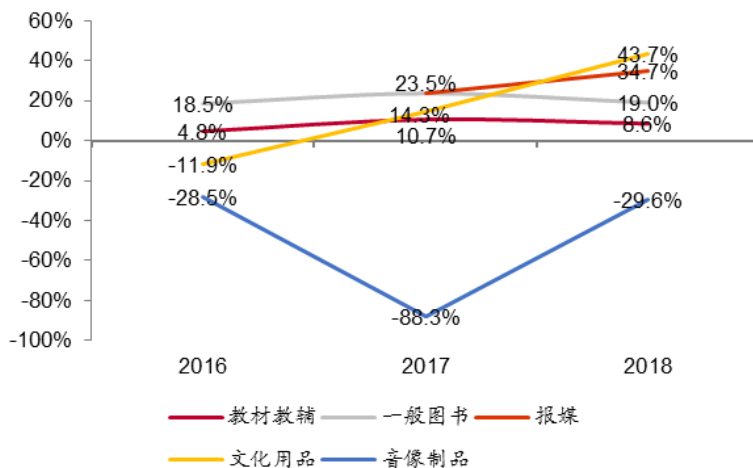
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 21: 公司分业务毛利情况 (单位: 百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

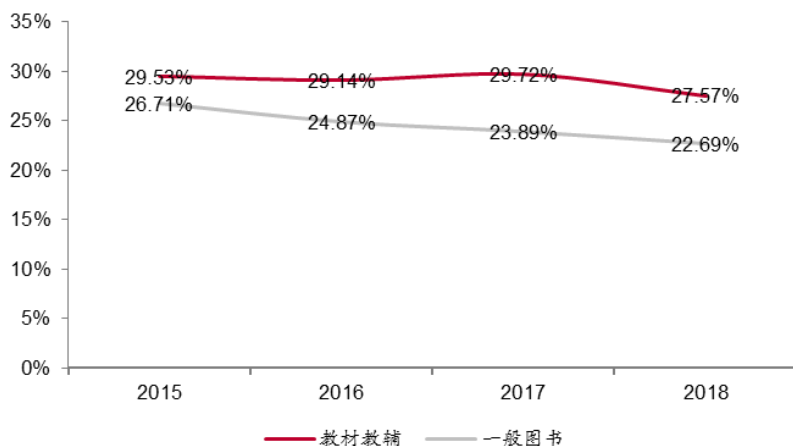
图表 22: 公司分业务营收增速情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司主要的图书业务毛利率相对平稳, 2018 年教材教辅与一般图书毛利率均出现下滑。我们认为这与纸价及人工等成本上升相关, 随着 2018 年中纸价见顶, 后续毛利率有望维持平稳。

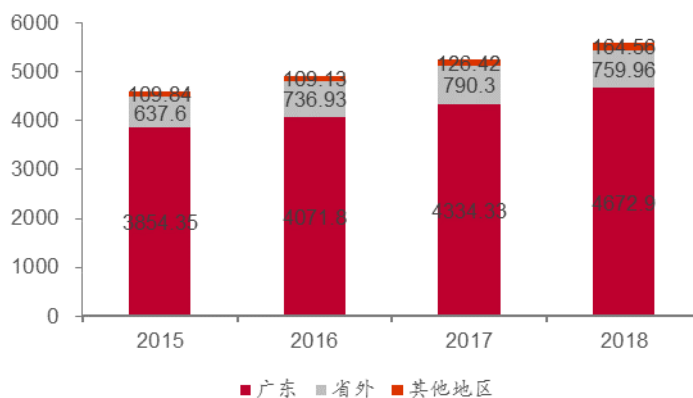
图表 23: 图书业务毛利率情况



来源: wind, 中泰证券研究所

- 从业务区域分布来看,公司在广东省内业务占据主导地位,省内收入占比近年来维持在 83%左右。公司积极拓展省外业务,增长潜力大,但由于省内业务仍有较大空间,我们认为省外及其他地区业务占比短期内不会发生明显提升。

图表 24: 公司收入的地区分布 (单位: 百万元)



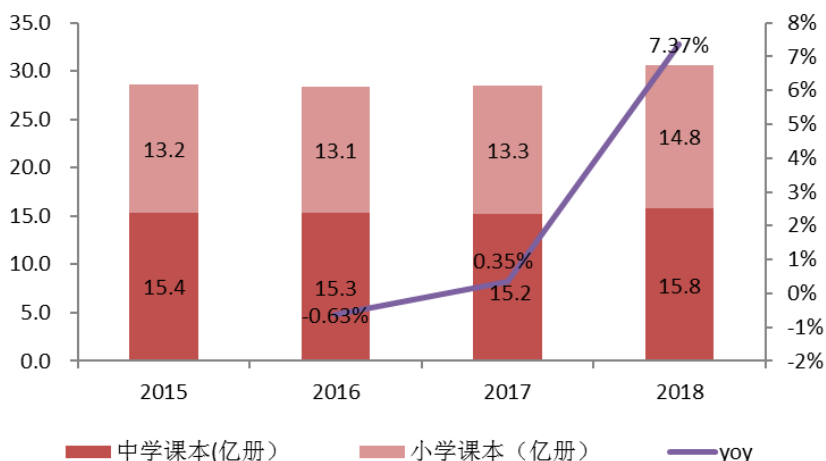
来源: wind, 中泰证券研究所

大环境向好,需求持续提升

教材教辅市场需求刚性,学生规模触底回升

- 全国教育出版市场规模稳步提升。教育出版是中国图书出版市场中最大的门类,同时具有强大的需求刚性。根据新闻出版总署公布数据,我们测算教育出版市场规模超千亿元,其中教材市场规模超 300 亿元。教材市场规模相对稳定,中小学课本总印数 2018 年增速加快,同比增长 7.37% 至 30.6 亿册,其中小学课本增长 11.4%,中学课本增长 4.3%。

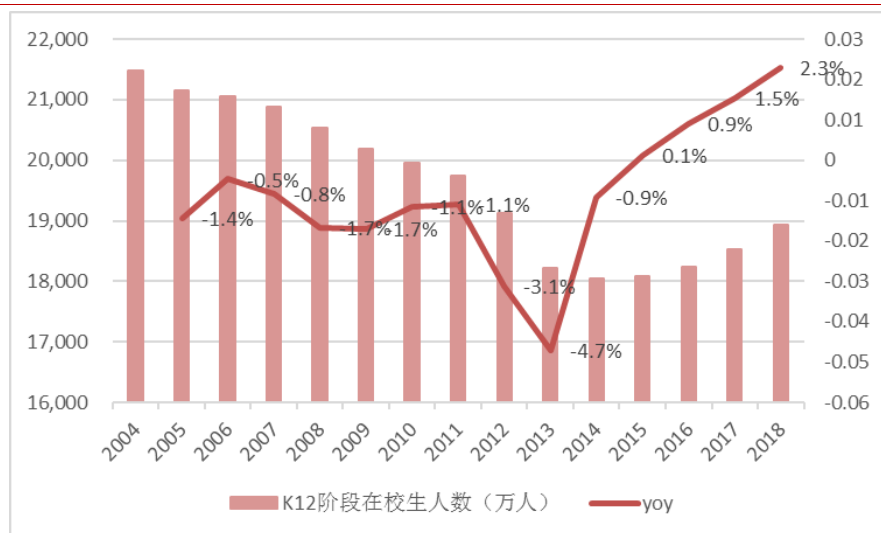
图表 25: 中小学课本出版规模情况



来源:《新闻出版产业分析报告》,中泰证券研究所

- **学生规模是教育出版的重要支撑, 2013 年开始触底回升。**在校学生数量是影响教育出版市场规模的主要因素, 随着处于第三次婴儿潮的 80-90 后逐步进入生育高峰、子女陆续入学以及二胎政策放开, 我国在校学生数量自 2014 年开始触底回升。

图表 26: 在校学生规模



来源: wind, 中泰证券研究所

- **教育出版需求刚性, 业务壁垒高。**

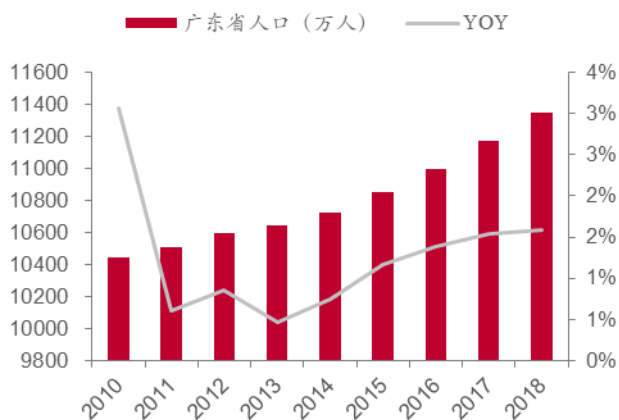
 - 由于升学制度等原因,教材教辅为主的教育出版在需求上具有刚性。同时很大一部分教材教辅由教育部门采购买单, 与一般图书会受读者喜好、购买力等影响不同。
 - 中小学教材属于特殊品类图书, 对教材的内容、质量、数量、时间等具有较高要求, “课前到书、人手一册”的实现需要强大的资金资源调配、物流、发行能力作为保证。虽然教材的发行经历了政府指定出版、发行单位到推行招投标制度的变革,但资质限制依然较高。

目前总体上，各省中小学教材出版和发行主要由省属出版社与新华书店完成。

人口经济第一大省，图书行业空间广阔

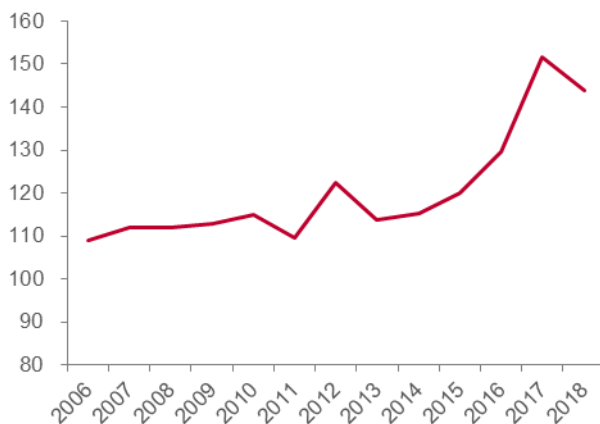
- **人口第一大省，净流入人口与新生儿数量持续提升，奠定教材教辅需求基数。**2018年广东省常住人口11346万人，位列全国第一。根据广东省政府发布的《广东省人口发展规划（2017-2030年）》，广东省人口总量预期进一步提升，2020年全省常住人口总量达到11400万人左右，2030年达到12500万人左右。庞大的人口基数为南方传媒的省内业务发展提供了巨大的需求。

图表 27: 2010-2018 年广东省常住人口数量



来源: wind, 中泰证券研究所

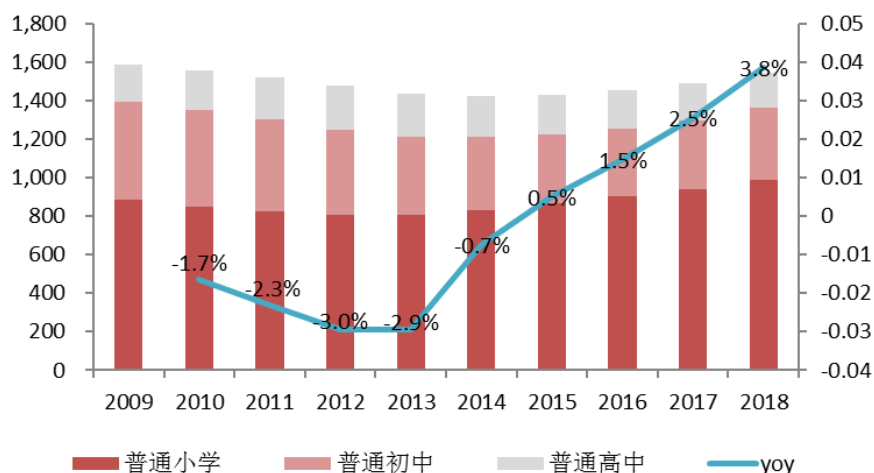
图表 28: 2006-2018 年广东省新生人口数量 (万人)



来源: wind, 中泰证券研究所

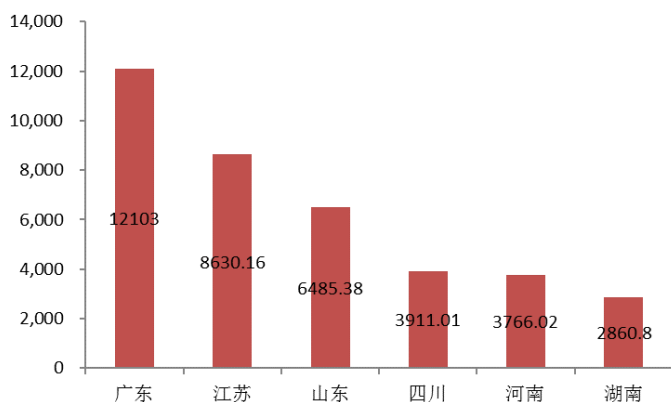
- **学生数量持续提升与学生结构变化，推升教材教辅需求。**

 - 广东省 K12 阶段学生数量于 2014 年开始触底回升，并呈现加速趋势，增长速度高于全国增速。伴随着新生人口的增加，学生数量预计在 2024 年内保持增长。
 - 在学生结构方面，小学在校生从 2012 年的 808 万人提升到 2018 年的 988 万人，增长 22%。初中在校生数量于 2016 年开始触底回升，随着中学生数量提升，人均教材教辅使用量也有望提升。

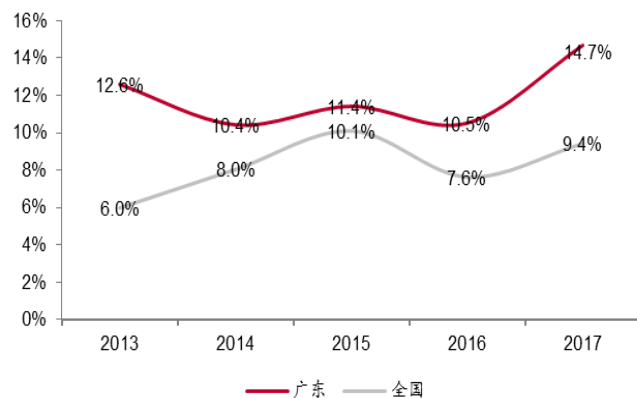
图表 29: 广东省 K12 阶段在校学生数量 (单位: 万人)


来源: wind, 中泰证券研究所

- 经济第一大省, 教育经费投入持续提升。**广东省经济发达, 财政收入充裕, 在教育方面投入高, 教育经费增速领跑全国。2013 年以来, 广东教育经费投入占财政收入比重稳定在 33%-35%, 2017 年达 3861 亿元。

图表 30: 南方传媒及同类企业所在省份 2018 年财政收入情况 (单位: 亿元)


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 31: 广东与全国教育经费增速对比


来源: wind, 中泰证券研究所

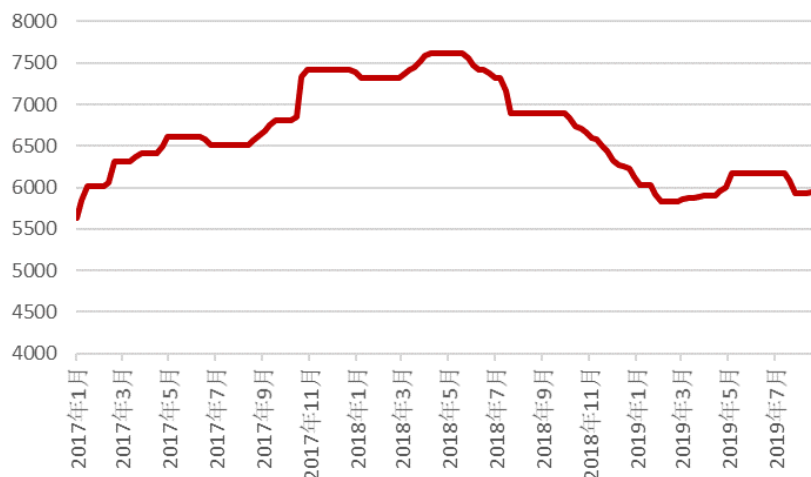
- 享受粤港澳大湾区建设与“一带一路”双重政策红利。**粤港澳大湾区建设已被提升到国家发展战略层面, 写入十九大报告和政府工作报告。大湾区与“一带一路”双政策红利加持, 为优质人才吸引、文化产业走出去等带来重大利好, 南方传媒迎来国际化发展新机遇。

纸张价格回落, 成本下降带来业绩弹性

- 纸价 2018 年中见顶后持续回落。**我们以印刷主要用纸双胶纸为例, 2018 年 5 月纸价突破 7600 元/吨后, 持续回落, 目前位于 6000 元/吨以下。

2019 年至今双胶纸平均价格为 6006 元/吨，相较 2018 年均价下降 15.46%。

图表 32: 双胶纸市场价格 (元/吨)



来源: 卓创科技、中泰证券研究所

- 纸价下行降低出版业务成本，有望带来业绩弹性。省级出版发行公司多为一年 2 次采购纸张，为春秋教材教辅备货，因此 2018 年是行业纸张成本压力最大的一年。2018 年南方传媒出版业务中纸张费用为 6.29 亿元，占总成本的 11.63%。假设其它条件不变，按双胶纸市场价格目前较去年下降 15.46% 计算，南方传媒纸张成本今年将下降 0.97 亿元，毛利率将从 31.51% 上升至 33.25%，上升 1.74pct。有望为公司带来 10% 以上的业绩弹性。

图表 33: 南方传媒纸张成本对业绩影响测算 (单位: 百万元)

南方传媒	2017年	2018年
营收	5251.05	5597.42
归母净利	611.42	655.29
出版收入	2228.07	2451.23
出版收入占比	42.43%	43.79%
出版成本	1615.44	1861.14
出版毛利率	27.50%	24.07%
纸张原材料	509.21	629.05
纸张/出版收入	22.85%	11.24%
纸价下降10%节省成本	50.92	62.91
纸价下降10%的业绩弹性	8.33%	9.60%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

渠道整合加速推进，市占率提升及新业务拓展可期

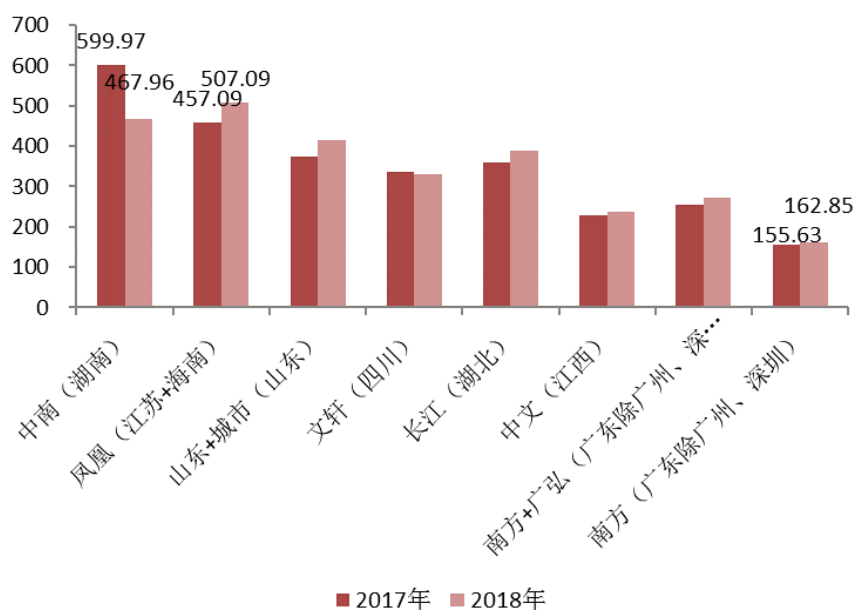
教辅市场渗透率低，提升空间大

- 公司市场化教辅业务市占率低，覆盖学生人均教材教辅数量及金额处于行业较低水平。我们根据各家省级出版发行集团披露的教材教辅发行数

量及金额测算出学生人均使用量及金额，南方传媒均处于较低水平，一个主要原因是公司在市场化教辅领域的市占率依然较低。

- 在中小学学生人均教材教辅消费金额方面，拥有江苏及海南发行市场的凤凰传媒在 2018 年的人均消费金额达到 507.09 元，领跑全行业；而覆盖广东除广州、深圳地区的南方传媒仅为 162.85 元，提升空间巨大。若考虑广弘控股旗下教育书店的影响，人均消费依然仅有 272 元，在行业中处于较低水平。选取 7 省份平均消费水平为 374.48 元/人/年。

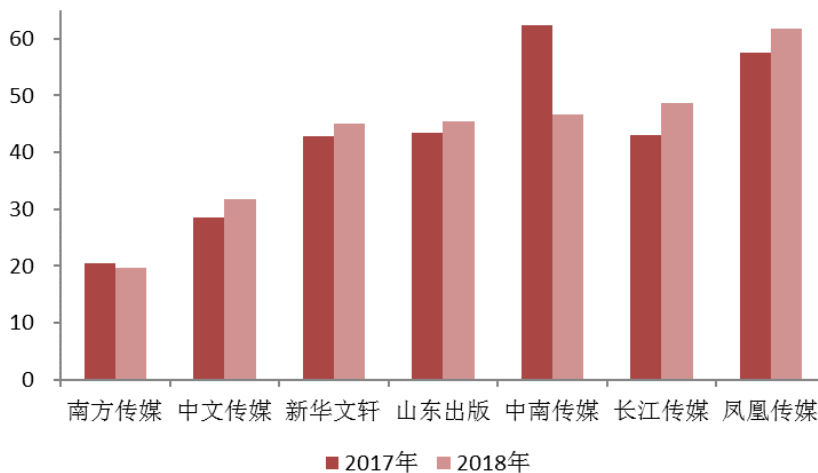
图表 34: 教材教辅发行公司人均消费金额对比 (元/人/年)



来源: wind、中泰证券研究所

- 人均教材教辅消费量方面，凤凰传媒 2018 年对应人均教材教辅消费量为 61.67 册，而南方传媒仅为 19.59 册，不足凤凰传媒的 1/3。选取 7 省份平均消费量为 42.69 册/人/年。

图表 35: 教材教辅发行公司人均消费数量对比 (册/人/年)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

政策助力+积极开拓, 教材教辅业务持续发力

- **强大的政策壁垒, 三科统编助力教材教辅市占率持续提升。**三科统编、独家资质等政策的推行, 助力公司租型教材教辅业务快速增长, 带动整体教材教辅业务提升。
 - 2018年3月, 南方传媒获国家中小学教材省内发行独家资质, 成为广东省发行中小学教材的唯一合法机构。

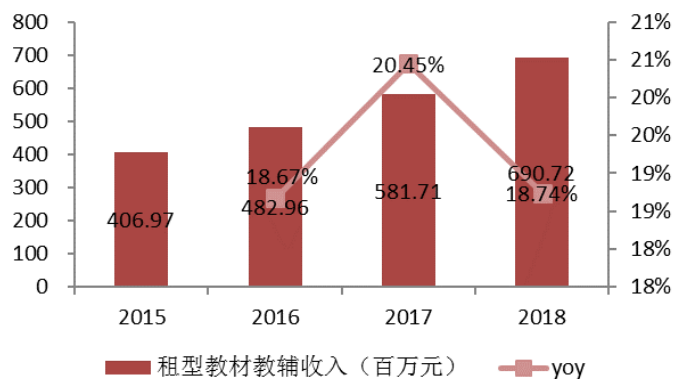
图表 36: 南方传媒获国家中小学教材省内发行独家资质



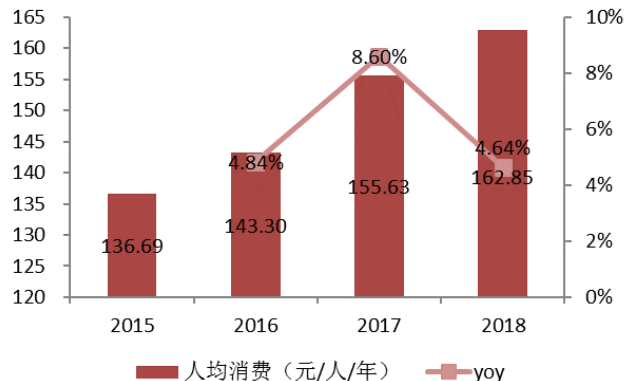
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 2018年, 南方传媒成功与省教育厅签订了《2018年秋季—2021年春季广东省义务教育阶段免费教材政府采购出版供应合同书》, 锁定并巩固了免费教材总供应商地位。

- 2017年秋季,国家统编三科教材首次投入使用,推动南方传媒人教出版教材市场占有率创新高,义务教育阶段达61.64%,同比增长11%。2018年,人教版义务教育阶段、高中阶段教材市场占有率再创新高,分别为67.59%和70.23%。

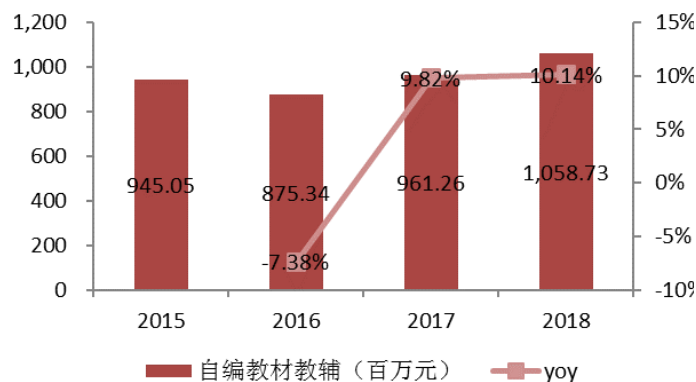
图表 37: 公司租型教材教辅业务收入及增速


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

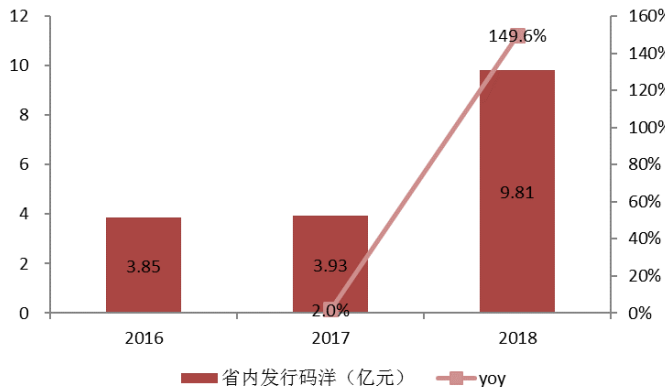
图表 38: 南方传媒教材教辅人均消费金额


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **积极开拓自编教材业务。**公司积极在粤版教材等自编教材方面的布局与开拓,取得了可圈可点的成效。2018年粤版教材在省内销售码洋9.81亿元,占全省总销售码洋的36.33%。粤版教材的特色及优势集中在科学、信息技术等科目,因此三科统编未对公司自编教材产生明显影响,同时随着科技在经济、社会等发展中扮演越来越重要的角色,科技相关的教育也将越发受到重视,公司自编教材有望进一步受益。

图表 39: 自编教材教辅出版业务收入及增速


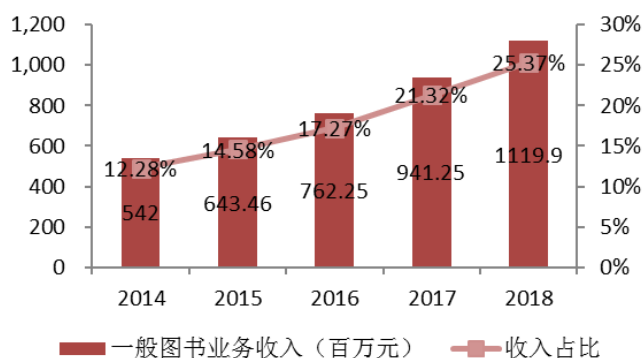
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 40: 粤版教材省内发行码洋情况


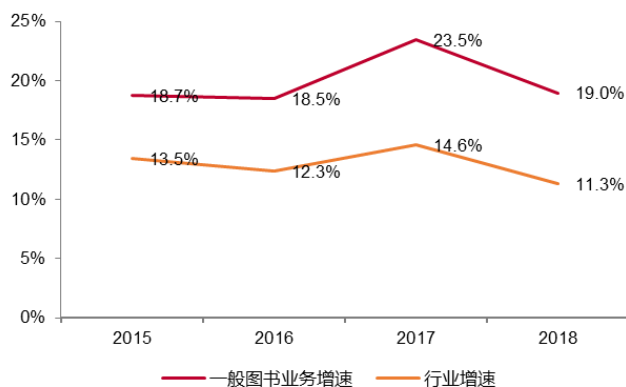
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

一般图书成重要增长点, 打造岭南文化新高地

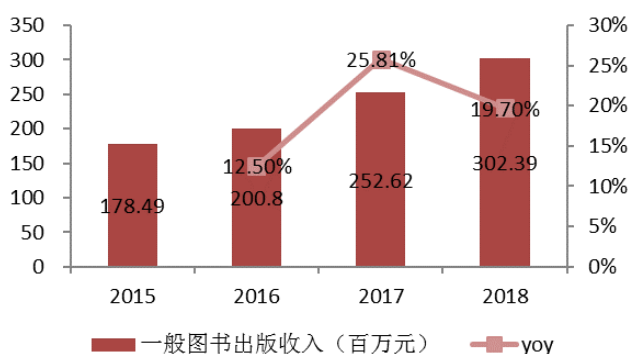
- **一般图书业务占比快速提升, 增速领先行业。**南方传媒一般图书业务近五年持续高速增长, 在公司总营收占比持续提升, 已成为公司第二大业务。其收入增速高于开卷数据披露的图书零售市场增速。

图表 41: 公司一般图书业务收入及占比


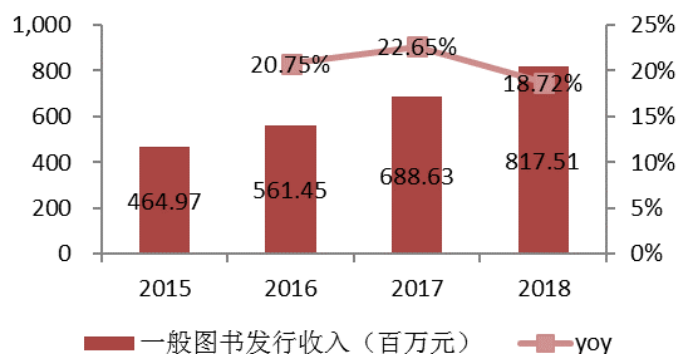
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 42: 公司一般图书收入增速与行业增速对比


来源: 公司公告, 开卷数据, 中泰证券研究所

图表 43: 公司一般图书出版业务情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 44: 公司一般图书发行业务情况


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **实施精品战略, 打造岭南文化新高地。**公司实施精品化战略, 兼顾社会效益与经济效益。一般图书品类逐年提升, 2018 年公司出版一般图书 3576 种, 比 2017 年增加 76 种。积极参与粤港澳大湾区文化圈建设, 策划了一批有分量的“大湾区文化地图”选题。

渠道整合加速, 四大业务蓄势待发

- **渠道整合加速, 持续优化省内发行格局。**与多省份教材由省新华发行集团统一发行的情况不同, 广东省此前教材发行渠道相对分散, 包括南方传媒旗下的发行集团, 广州市、深圳市旗下的新华书店集团, 以及广东教育书店。南方传媒上市后, 对渠道进行整合, 先后进行了如下布局:
 - **收编新华发行集团:** 广东新华发行集团成立于 1999 年 6 月, 前身是成立于 1949 年的广东省新华书店。全国首批发行体制改革三家试点集团之一。由于此前在整合广东 95 家新华书店时多采用换股的方式收购, 南方传媒持有的发行集团股份持续被稀释。南方传媒上市后, 推进剩余股权的收购工作, 于 2017 年 7 月完成发行集团 45.2% 的股权过户, 总持股比例达 99.97%。加强了对发行集团的管控, 进一步强化了公司在广东省的发行地位。
 - **控股股东广版集团接受广东教育书店国有股权的无偿划转:** 2019

年2月，广东人民政府决定将广东商贸持有的广弘资产51%股权无偿划转至广版集团。广东教育书店为广弘资产控股的上市公司广弘控股的全资子公司。广版集团承诺在过户36个月内，消除同业竞争问题。教育书店是广东副科教材教辅的重要渠道，若成功消除同业竞争，将与南方传媒产生巨大的协同作用。

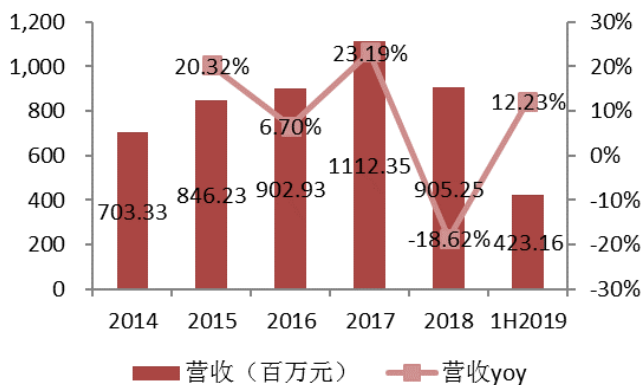
图表 45: 广东省教材发行渠道情况

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)	语数英等主科教材	全省(不包括广州、深圳)	65%(不包括广州、深圳)
广东教育书店 (广弘控股全资子公司, 51%股权已划转至广版集团旗下)	各地教育书店	音乐、美术等副科教材	全省(不包括广州、深圳)	35%(不包括广州、深圳)
广州新华出版发行集团 (实控人为广州市人民政府)	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

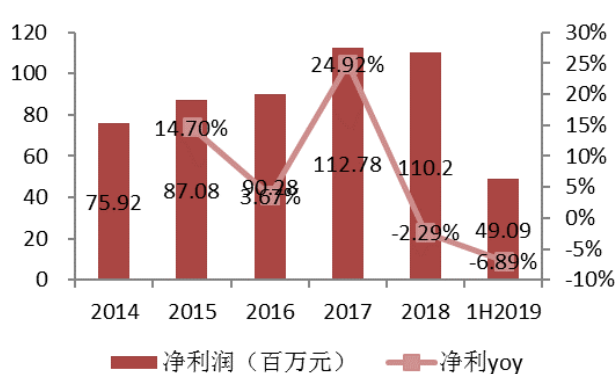
- **教育书店渠道整合可期。**教育书店除了负责广东初广州、深圳外地区副科的教材发行外，在目录内理科教辅方面也具有较大优势。但教育书店母公司广弘控股主营肉类食品供应与教育发行业务，缺乏全产业链优势，广版集团未来的整合将为教育书店赋能，同时减少与新华书店竞争造成的资源浪费，形成业务合力，充分发挥规模效应及省内人口优势。

图表 46: 教育书店营收情况



来源: 广弘控股公司公告, 中泰证券研究所

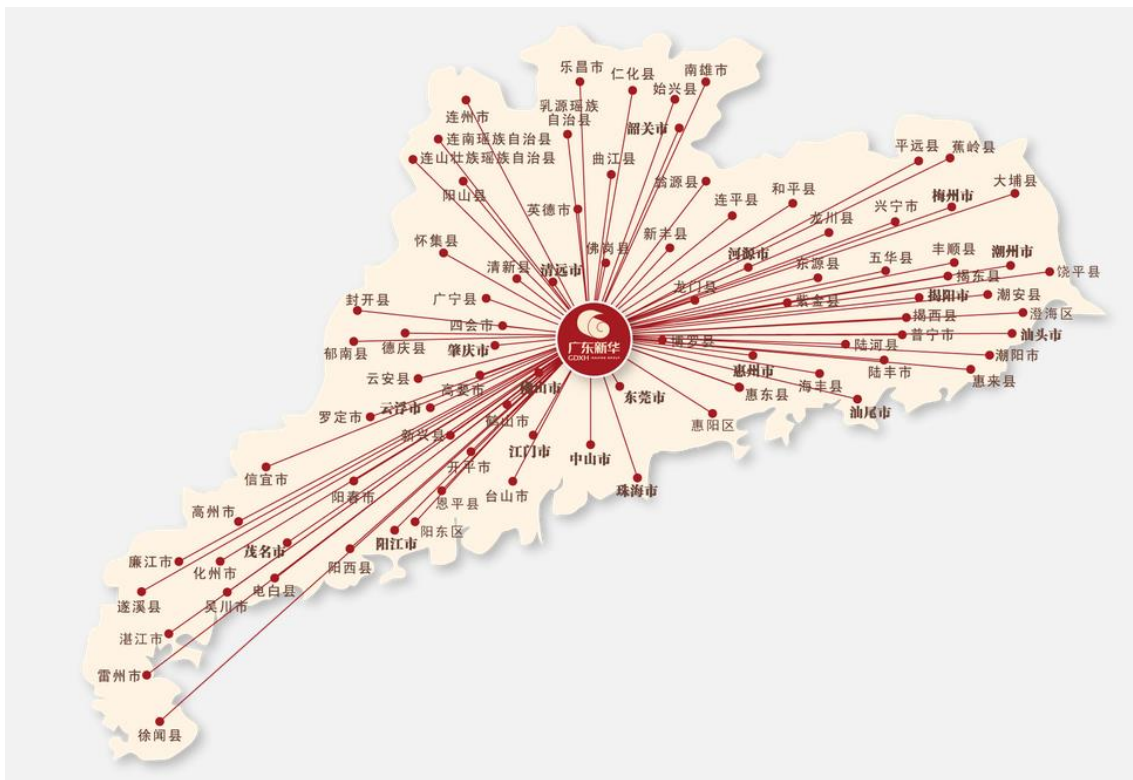
图表 47: 教育书店净利润情况



来源: 广弘控股公司公告, 中泰证券研究所

- **下沉与升级，渠道扩张稳步推进。**截至2018年底，公司旗下发行集团拥有网点数(包含代发点)合计964个，相比上一年增加276个。其中，新增书店网点57个，包括4家普通中心门店、4家四阅书店、37家校园书店。

图表 48: 发行集团现有网点分布示意图



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 49: 公司线下网点布局情况

项目	数量/个				面积/平米				2018年租赁情况			备注
	2015年	2016年	2017年	2018年	2015年	2016年	2017年	2018年	数量/个	面积/平米	费用/万元/年	
中心门店	105	108	111	112	96444	10041	110053	113247	30	47531	1695	1家门店为部分租赁; 合作经营3家; 其余为自有物业。
校园书店	59	74	100	137	7505	11285	16334	22710	2	373	2	其余全免租金合作。
乡镇书店	19	29	48	57	乡镇书店包含文化驿站, 其中4家为自营、53家为加盟模式经营。57家乡镇书店中38家为教材代发点。							
代发点	430	430	429	696			48496	73440				主要代发中小学教材
合计	613	641	688	964	103949	111726	126387	135957	32	47904	1697	

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 一方面, 公司加大网点的下沉与布局, 尤其在校园书店方面发展迅速。不断加强线下渠道优势, 为公司的发行业务及其他业务的发展提供了强有力的支撑。公司在扩张渠道的同时注重降本增效, 采用自营、加盟、合作经营等多种运营方式, 其中教育书店多以免租金的合作方式, 大大降低了成本及风险。
- 另一方面, 公司对线下门店进行升级。打造的“四阅书店”, 取自春夏秋冬手不释卷、一年四季书香润染之意, 相比传统书店, 集美学、生活、创意、文化交流等多种元素为一体的高端个性化品质生活书店。截至 2018 年底, 公司已运营 12 家“四阅书店”。

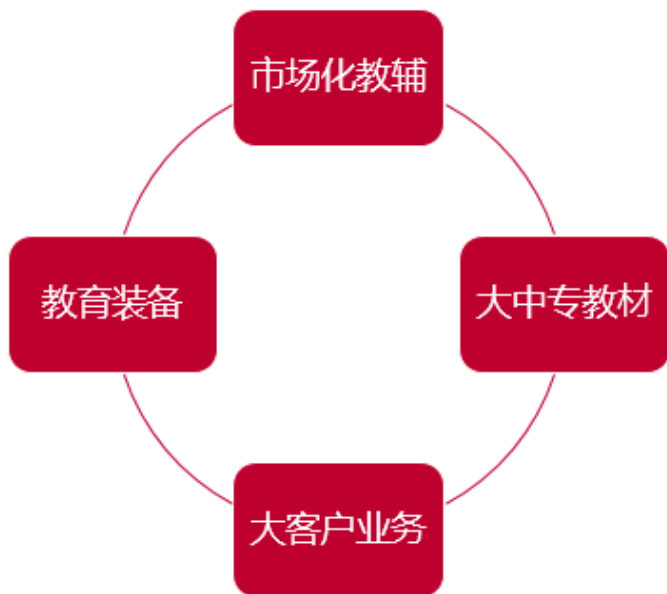
图表 50: 新华四阅东汇城店



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

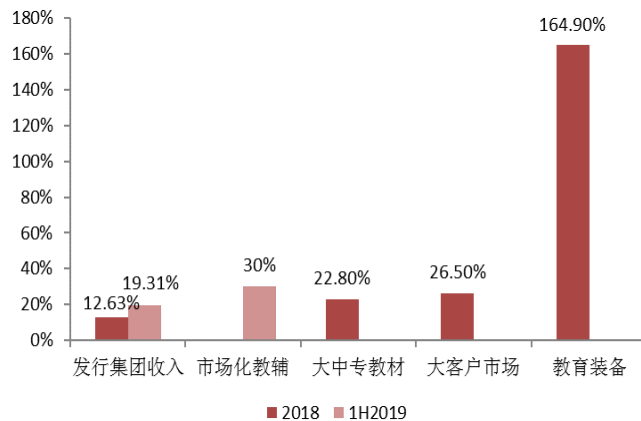
- **四大业务蓄势待发。**随着公司渠道整合与拓展的不断推进, 发行优势不断提升, 除了传统业务优势巩固, 公司还实施精准化营销, 拓宽多元化经营的广度和深度。其中市场化教辅、大中专教材、大客户业务、教育装备业务呈现出较大的潜力与良好的态势。

图表 51: 渠道整合助推四大业务



来源: 中泰证券研究所

图表 52: 四大业务及发行集团收入增强情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

内外兼修, 守正创新

高管换届注入新活力, 多项业务加速推进

- **2017-2018 年, 公司陆续完成董事会与管理团队换届。**新一届董事会及高管团队整体趋于年轻化。2018 年 9 月谭君铁先生担任省出版集团党委书记、董事长, 并于今年 11 月担任南方传媒董事长, 谭董到任前, 曾担任过梅州市市长及市委书记, 广东省人民政府港澳事务办公室党组书记及主任等职务, 有望为南方传媒发展注入新的活力与资源赋能。

- **新官上任，多项业务加速推进。** 谭董上任以来，先后推动了多项业务发展，包括竞购黑龙江出版股权、南方传媒广场开工、教育书店划转至广版集团等。

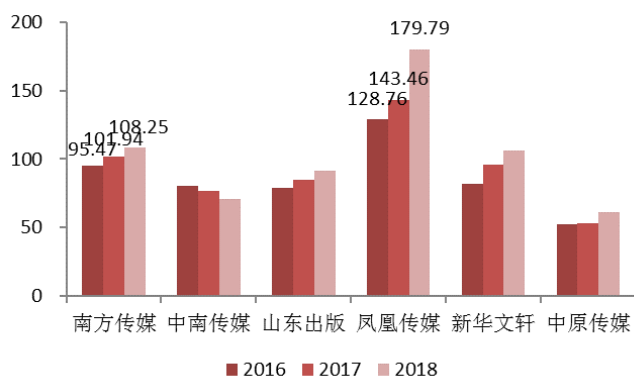
图表 53: 新任董事长上任以来多项业务加速推进

时间	事件	意义
2018年10月	以不高于1.45元/股的价格，投资总额不超过8768万元，竞购黑龙江出版传媒股份有限公司6047万股股份，竞购完成后南方传媒股权份额占其全部股权的4.41%；并签署战略合作协议	外延拓展
2018年11月	南方传媒广场地下2层主体工程按期顺利完成。南方传媒广场主体建筑设计高度320米，建成后将是全球文化企业第一高楼，建成后，除省出版集团、南方出版传媒进驻外，还将引进国内外文化相关企业进驻办公；同时配套了超大体量的复合型特色品牌书店（施工总工期计划5年）	打造文化地标
2019年2月	广东省人民政府决定将广东商贸公司所持有的广弘资产51%的股权无偿划转至南方传媒控股股东广版集团。广东教育书店为广弘资产控股的上市公司广弘控股的全资子公司。同时，广版集团承诺将在过户的36个月内，消除本次股权划转与南方传媒的同业竞争	渠道整合，收回广东省（除广州深圳）的副科教材及相关教辅发行
2019年3月	与澳门科技大学签署战略合作协议，合作开展与粤港澳大湾区经济、社会、文化、历史等领域相关的课题研究与图书出版，同时根据各自业务范围和优势，开展产学研合作	产学研合作，探索大湾区机会
2019年4月	南方传媒（欧洲）有限公司在比利时布鲁塞尔正式成立。公司由南方传媒子公司广东时代传媒有限公司与比利时金源集团共同投资成立，将在文化教育、版权贸易、旅游游学等领域与比利时政府和社会各界开展全方位合作。	文化走出去
2019年6月	新周刊APP正式上线	数字化升级
2019年6月	世界科技出版公司与广东省出版集团、南方出版传媒在新加坡正式成立了“中国主题国际编辑部”，编辑部将以项目制方式运营，广东省出版集团提供优质选题，世界科技出版公司的专业编辑团队对内容进行本地化加工，通过翻译、编辑和审读，充分发挥海外渠道优势，让国外读者进一步认识中国、了解中国、读懂中国	文化走出去

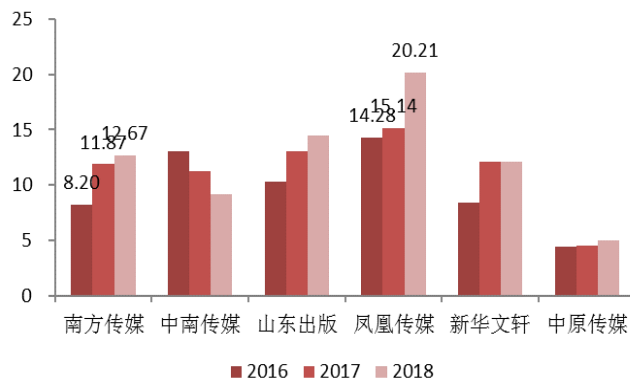
来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

经营效率持续提升，考核激励机制不断优化

- **公司经营效率不断提升。** 我们将公司与湖南、山东、江苏、四川、河南五地的省级出版发行公司进行对比（考虑业务结构相似度较高），公司人均创收与创利水平处于中上游，且呈现逐年上升态势。但与最高的凤凰传媒仍有差距。未来还有较大提升潜力。

图表 54: 6省出版发行公司人均创收情况（万元）


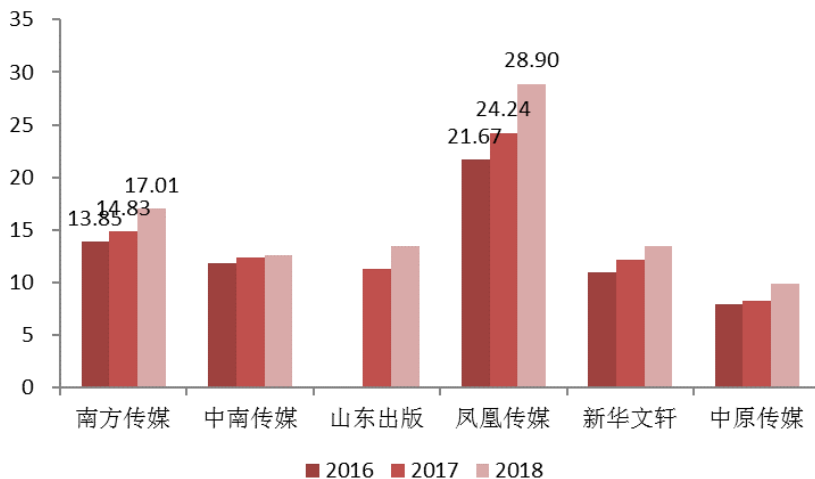
来源：wind，中泰证券研究所

图表 55: 6省出版发行公司人均创利情况（万元）


来源：wind，中泰证券研究所

- 公司在人均薪酬方面持续提升，相对具有吸引力。

图表 56: 6 省出版发行公司人均薪酬情况 (万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

- **不断优化考核激励机制与人才结构，狠抓工作落实。**管理团队不断推动考核与激励机制的优化，并注重工作落实，2019 年 5 月集团召开的经营业绩考核述职会议上，南方传媒总经理叶河与所属单位签订了 2019 年经营目标责任书。董事长谭君铁强调按照“1+1+6”工作部署，狠抓工作落实。
 - **考核:** 签订经营业绩目标责任书;
 - **激励:** 高质量发展专项基金，双百人才工程。

图表 57: 公司狠抓落实的六大工作部署

序号	主题	具体内容
1	聚焦出版主业	聚焦出版主业，加大投入，真抓实干。设立“南方出版传媒高质量发展专项基金”，引导主业做大做强，筑牢集团高质量发展根基
2	推进媒体融合	推进媒体融合，抓住数字化、网络化、智能化融合发展的新机遇，走出一条市场认同、社会认同的媒体融合之路，拓宽集团高质量发展渠道
3	加强资本运作	加强资本运作，运用多种金融工具，形成更多资本运作的经验，搭建专业团队，整合资源，形成合力，打造集团高质量发展的新引擎
4	构建现代发行服务体系	着力构建现代发行产业服务体系，努力将发行服务产业打造成为富有潜力、充满活力的新经济增长点，强化集团高质量发展支撑
5	加强人才队伍建设	加强干部人才队伍建设，以“双百人才工程”为抓手，不断优化干部人才结构，为集团高质量发展提供保障
6	加强企业文化建设	以党的建设为引领，加强企业文化建设，围绕“不忘初心，牢记使命”主题教育活动，将习近平中国特色社会主义重要思想贯穿在各项企业经营管理中，贯彻落实好新时代党的建设总要求，促进党建和业务相互融合，为集团高质量发展营造良好的干事创业氛围

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

发挥区位优势，“走出去”步伐加快

- 公司积极服务于“一带一路”和“粤港澳大湾区”建设，充分发挥华人华侨第一大省的区位优势和资源优势。在版权贸易、出版合作、资本合作等方面顺势而为，“走出去”步伐加快。
 - “走出去”版权输出成绩骄人。以“中国梦”“中国道路”“一带一路”“粤港澳大湾区建设”等为中心话题，连续推出并不断输出特色作品。2018年输出图书版权251种（不含港澳台地区），同比增长6%，再创历史新高，并呈现向“一带一路”沿线国家倾斜的势头，占比70%。
 - 充分发挥“粤港澳大湾区文化教育交流中心”的平台作用，全力参与“粤港澳大湾区”文化建设。2018年，以澳门启元出版社为平台，整合中西文化交融互渗的澳门独特文化资源，推动港澳文化读本的出版与推广使用工作，助力“粤港澳大湾区文化圈”建设。《我的家在中国》等多部作品的繁体版在澳门、香港出版发行。

加码投资，借力资本

- “文化+金融”深度融合，广东文化产业发展走上快车道。南方传媒上市以来，广东省大力推动“文化+金融”深度融合，连续成立南方媒体融合发展投资基金、广东新媒体产业基金、全媒体文化产业基金三个百亿基金，以资本撬动产业，加速转型升级。
- 公司积极参与投资，收益可观。
 - 公司作为省属文化传媒上市第一股，具有较强的禀赋与资源优势，公司成为新媒体产业基金首批投资项目签约单位之一，有望借力广东文化发展的东风。
 - 2017年2月，公司全资子公司广东南方传媒投资有限公司发起设立南方传媒产业并购基金；同年11月，南方传媒投资公司携手广东省新媒体产业基金、横琴粤科母基金投资管理中心成立广东南方传媒创业投资中心，总规模5.05亿元。
 - 公司多次参与对外投资，成功投资了广州银行、长城证券、龙版传媒等项目，且在参股龙版传媒后进一步推动战略合作，实现财务与业务方面的双收。

图表 58：南方传媒重要投资项目

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	0.87%	1.2亿元	长城证券已于2018年10月成功IPO。南方传媒2019年10月底公告拟出售长城证券股权。
2017年11月	广州银行	1.13%	4.2亿元	2018年12月，广州银行股东会已批准其首次公开发行股票并上市的议案，将在深圳证券交易所上市
2018年11月	黑龙江出版传媒股份有限公司	4.41%	8768万元	完成龙版传媒股权投资项目，并与其签署战略合作协议

来源：公司公告，中泰证券研究所

推进数字教材全省落地，打造数字教育服务平台

- 政策支持，数字化升级大势所趋。** 国家与地方多次发文支持教育、出版产业数字化、信息化发展。随着科技发展及教育经费投入逐年提升，数字化升级大势所趋。

图表 59：数字教育、数字出版的相关支持政策

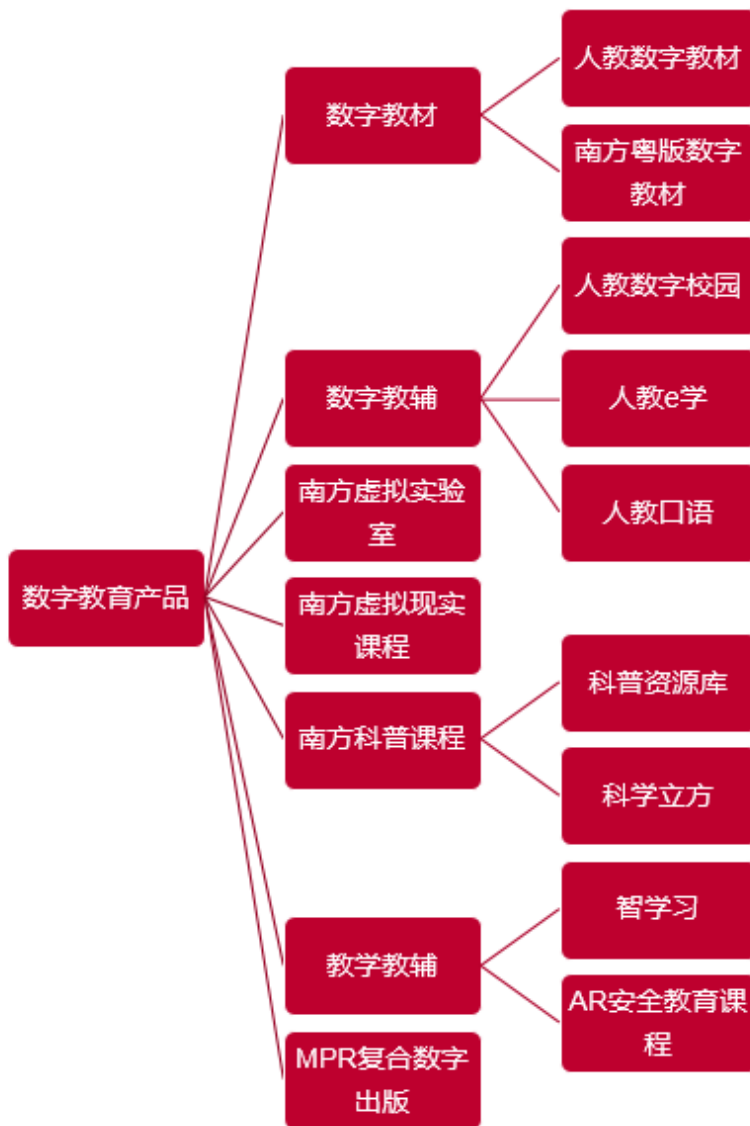
时间	发文部门	文件名称	主要内容
2006	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》	提出大力发展以数字化内容、数字化生产和网络化传播为主要特征的新兴文化产业。鼓励自主研发数字内容、数字传播、数字服务终端的产品和装备，开发数据处理、存储、传输、下载、数字互动等数字出版的增值业务，扩大数字出版的产业群体
2008	广东省委宣传部、省新闻出版局、省信息产业厅	《关于加快推进广东数字出版的若干意见》	从组织领导、协调机制、资金扶持、优化环境、龙头带动、人才培养等方面保障了数字出版发展的相关政策措施；按国家和省有关规定将数字出版纳入现代服务业和高新技术发展范畴，并按国家现行政策享受减免税等优惠政策。
2009	国务院	《文化产业振兴规划》	加大对数字出版产业的扶持力度，将发展数字出版产业作为国家竞争力提升的重要战略。
2010	新闻出版总署	《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》	从总体任务、主要任务、保障措施三方面提出推进出版业升级，加快我国数字出版产业发展。
2010	新闻出版总署	《关于发展电子书产业的意见》	鼓励电子书产业发展，鼓励企业入驻国家级数字出版基地
2010	广东省人民政府	《广东省建设文化强省规划纲要（2011—2020年）》	要加快网络媒体和数字出版业发展，促进网络文化健康繁荣，建设国际性新闻传播平台，打造一批具有国际竞争力的传媒集团，建设传媒强省；支持南方传媒建设出版智能化数据库和全媒体复合出版平台，打造中国南方数字化出版基地；加快建设广东数字出版中心。支持广州打造“创意之城”。
2011	新闻出版总署	《新闻出版业“十二五”时期发展规划》	大力发展数字出版等战略性新兴产业
2012	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》	提出发展壮大数字出版等新兴文化产业
2014	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省云计算发展规划（2014—2020年）的通知》	统筹各级教育部门的公共服务资源，建设省级高性能计算中心、“粤教云”数据中心和“粤教云”公共服务平台，推进“粤教云”示范应用试点，探索基于云计算和大数据的智慧教育。
2015	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》	提出探索和推进出版业务流程数字化改造
2015	国家新闻出版广电总局、中华人民共和国财政部	《关于推动传统出版和新兴出版融合发展的指导意见》	提出探索和推进出版业务流程数字化改造
2015	广东省人民政府	《广东省推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展行动计划（2015-2020年）》	提出支持数字出版研究机构做大做强，建设好广东国家数字出版基地。实施复合数字出版产业化工程，推动广东自主研发的数字出版核心技术产业化。
2015	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省“互联网+”行动计划（2015-2020年）的通知》	加快“粤教云”等在线教育平台建设。建立全省教育大数据库，推进各级各类优质教学资源联网共享。
2017	中共中央办公厅、国务院办公厅	《国家“十三五”时期文化改革发展规划纲要》	提出加快发展数字出版等新兴文化产业
2017	广东省新闻出版广电局	《广东省数字出版“十三五”发展规划》	提出把数字出版打造成广东省新闻出版业的支柱产业
2017	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省战略性新兴产业发展“十三五”规划的通知》	推动数字创意在教育领域的应用，提升学习内容创意水平，加强数字文化教育产品开发和公共信息资源深度利用。
2019	广东省教育厅	《国家课程数字教材规模化应用》	到2020年，全省各学校教师均开展数字教材普遍应用，相关工作推进机制和保障机制进一步健全，涌现一批示范区、示范校和应用成果。

来源：广电总局、广东省人民政府等部门官网，中泰证券研究所

- 广东推进数字教材全省全学科全学段覆盖，南方传媒为总供应商。**
 - 2018年，广东提出拟在义务教育阶段推出全学科、全学段国家课程数字教材。2019年8月，广东省教育厅将广州市教育局等9个单位正式确立为“广东省国家课程数字教材规模化应用全覆盖试点单位”，并预期2020年各地数字教材应用覆盖100%公、民办学校和100%教师。
 - 作为广东省唯一具备中小学教科书发行资质的单位，南方传媒是广东省教育厅“粤教翔云”数字教材应用平台的总供应商，同时公司旗下发行集团将负责数字教材教育平板终端的发行服务工作。2018

年9月，粤教翔云数字教材应用平台已上线运行，提供义务教育阶段全学科全版本超过400册的国家课程数字教材。

图表 60: 南方传媒旗下的部分数字教育产品



来源：公司官网，中泰证券研究所

- 截至2019年中，粤教翔云平台用户23.7万，覆盖广东省内21个地级市。随着2020年广东省数字教材应用的全面普及，南方传媒数字教材业务进入高速增长期。

图表 61: 2019 年广东省数字教材规模化应用全覆盖试点单位

序号	地市	县区	申报单位
地级市			
1	广州市	广州市教育局 (含天河区教育局、白云区教育局、花都区教育局)	
2	肇庆市	肇庆市教育局 (含德庆县教育局)	
(县、区级)			
1	佛山市	高明区	高明区教育局
2	佛山市	南海区	南海区教育局
3	湛江市	赤坎区	赤坎区教育局
4	珠海市	金湾区	金湾区教育局
5	茂名市	信宜市	信宜市教育局
6	清远市	清新区	清新区教育局
7	河源市	东源县	东源县教育局

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 打造数字教育服务平台。**除了发力数字教材, 公司也在积极打造用于跨网络教育内容聚合服务平台 (公司此前定增 2.068 亿用于此方向), 形成内容、平台加终端的数字教育整体解决方案, 为广大学生、家长、教师和学校、教育部门提供全方位的教育产品和服务。线上与线下也有望形成协同, 从教材教辅的发行商到教育服务提供商。

盈利假设与预测

- 我们对公司的预测基于一定假设的基础上, 主要有如下几点:
 - 假设一: 公司业务不发生重大变化, 经营稳定;
 - 假设二: 市场不发生重大政策变化;
 - 假设三: 与各合作方的合作关系维持稳定;
 - 假设四: 短期不出现新的技术及商业模式颠覆现有生态。
- 我们预测南方传媒 2019-2021 年实现营收分别为 64.07 亿元、74.31 亿元、82.88 亿元, 同比增长 14.46%、15.98%、11.54%; 实现归母净利润分别为 7.77 亿元、8.99 亿元、10.34 亿元, 同比增长 18.55%、15.72%、15.04%; 对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.87 元、1.00 元、1.15 元。

图表 62: 公司主要业务收入预测 (百万元)

项目	2018	2019E	2020E	2021E
教材教辅				
营收	4003.60	4585.95	5258.85	5846.66
增速	8.64%	14.55%	14.67%	11.18%
一般图书				
营收	1119.90	1351.56	1572.71	1765.34
增速	18.98%	20.69%	16.36%	12.25%

来源: 中泰证券研究所

- 我们选取同行业 8 家公司做对比，公司在未来预期增长及估值方面具有相对优势。考虑到公司业务未来有较大的发展空间，首次覆盖，给予买入评级。

图表 63: 可比公司估值比较 (截至 2019 年 11 月 4 日)

代码	公司简称	总市值	EPS			PE			
			2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
601098.SH	中南传媒	209.77	0.75	0.82	0.91	16.30	15.49	14.19	12.82
601019.SH	山东出版	143.58	0.76	0.84	0.93	9.87	9.00	8.21	7.42
601928.SH	凤凰传媒	189.85	0.61	0.68	0.75	13.96	12.31	11.03	9.97
600373.SH	中文传媒	163.42	1.32	1.49	1.65	9.69	8.99	7.98	7.20
601811.SH	新华文轩	153.86	0.91	1.02	1.15	14.25	13.75	12.18	10.84
600757.SH	长江传媒	73.55	0.68	0.79	0.87	9.93	8.93	7.68	6.99
600229.SH	城市传媒	49.78	0.58	0.62	0.69	11.93	12.13	11.35	10.24
601999.SH	出版传媒	30.80	0.37	0.41	0.43	19.69	15.23	13.71	13.15
平均						13.20	11.98	10.79	9.83
601900.SH	南方传媒	76.78	0.87	1.00	1.15	9.85	9.88	8.54	7.42

来源: wind, 中泰证券研究所 (可比公司盈利预测选自 wind 一致预期)

风险提示

- **产业政策变化风险。**关于市场准入或行业监管的政策可能发生变化，从而对公司业务发展产生影响。
- **新技术冲击。**随着 5G 等新技术发展，电子阅读可能冲击传统图书市场。
- **竞争加剧：**市场集中度提升的趋势下，公司业务可能面临更加激烈的市场竞争。
- **市场风险偏好下行。**A 股市场风险偏好有下降的可能，会影响公司所在板块的整体估值水平。

图表 64: 南方传媒财务报表预测 (单位: 百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,251.0	5,597.4	6,406.6	7,430.5	8,288.4	成长性					
减: 营业成本	3,640.2	3,833.8	4,422.7	5,130.1	5,706.3	营业收入增长率	6.8%	6.6%	14.5%	16.0%	11.5%
营业税费	31.0	37.1	42.4	49.2	54.9	营业利润增长率	61.6%	5.7%	4.2%	15.6%	15.8%
销售费用	592.2	652.2	744.4	817.4	895.1	净利润增长率	44.8%	7.2%	18.6%	15.7%	15.0%
管理费用	532.2	567.2	639.4	728.2	795.7	EBITDA增长率	22.4%	11.3%	24.9%	15.0%	15.1%
财务费用	-8.7	5.4	-4.7	-4.0	-3.0	EBIT增长率	26.2%	12.5%	27.1%	15.8%	16.0%
资产减值损失	53.9	7.0	80.0	15.0	15.0	NOPLAT增长率	62.0%	10.7%	2.6%	15.8%	16.0%
加: 公允价值变动收益	-0.0	-0.0	165.7	50.0	50.0	投资资本增长率	15.8%	2.5%	-24.3%	23.9%	-36.1%
投资和汇兑收益	72.7	33.4	35.0	45.0	40.0	净资产增长率	11.9%	12.0%	10.8%	10.5%	11.0%
营业利润	620.1	655.5	682.9	789.6	914.3	利润率					
加: 营业外净收支	35.4	-2.7	91.0	106.0	116.0	毛利率	30.7%	31.5%	31.0%	31.0%	31.2%
利润总额	655.4	652.8	773.9	895.6	1,030.3	营业利润率	11.8%	11.7%	10.7%	10.6%	11.0%
减: 所得税	5.6	-10.0	-11.9	-13.7	-15.8	净利润率	11.6%	11.7%	12.1%	12.1%	12.5%
净利润	611.4	655.3	776.9	899.0	1,034.2	EBITDA/营业收入	10.8%	11.2%	12.3%	12.2%	12.6%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	1,839.2	1,341.3	2,445.3	2,559.7	4,269.9	固定资产周转天数	41	41	38	34	31
交易性金融资产	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	流动营业资本周转天数	-46	-55	-70	-64	-65
应收帐款	986.0	1,046.3	1,262.1	1,425.5	1,566.7	流动资产周转天数	302	256	251	265	291
应收票据	17.1	26.7	13.9	38.8	16.9	应收帐款周转天数	64	65	65	65	65
预付帐款	56.6	82.9	100.5	99.2	130.2	存货周转天数	65	64	64	64	64
存货	947.4	1,043.6	1,250.2	1,412.3	1,548.2	总资产周转天数	607	592	572	546	541
其他流动资产	420.4	163.2	163.2	163.2	163.2	投资资本周转天数	176	180	140	116	94
可供出售金融资产	125.6	752.2	920.0	920.0	920.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.5%	12.0%	12.8%	13.4%	13.9%
长期股权投资	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	ROA	7.1%	7.1%	7.1%	7.9%	7.8%
投资性房地产	507.4	493.3	518.0	555.7	571.8	ROIC	25.4%	24.3%	24.3%	37.3%	34.9%
固定资产	640.9	645.1	691.0	704.6	708.6	费用率					
在建工程	226.7	387.6	438.8	466.9	474.3	销售费用率	11.3%	11.7%	11.6%	11.0%	10.8%
无形资产	3,195.4	3,148.1	3,070.8	2,993.1	2,915.3	管理费用率	10.1%	10.1%	10.0%	9.8%	9.6%
其他非流动资产	80.1	129.9	116.7	98.1	73.9	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
资产总额	9,101.3	9,319.0	11,049.3	11,495.6	13,417.5	三费/营业收入	21.2%	21.9%	21.5%	20.7%	20.4%
短期债务	361.0	3.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	2,289.3	2,321.0	3,194.6	3,088.9	3,964.0	资产负债率	45.8%	40.7%	44.6%	41.1%	44.0%
应付票据	250.9	183.2	429.5	216.3	538.2	负债权益比	84.4%	68.6%	80.4%	69.8%	78.5%
其他流动负债	706.7	747.3	762.2	882.0	861.9	流动比率	1.18	1.14	1.19	1.36	1.43
长期借款	0.3	0.3	-	-	-	速动比率	0.92	0.82	0.91	1.02	1.15
其他非流动负债	557.6	536.8	536.8	536.8	536.8	利息保障倍数	-54.26	98.27	#####	#####	#####
负债总额	4,165.7	3,791.7	4,923.2	4,724.0	5,900.9	分红指标					
少数股东权益	54.4	52.7	61.6	71.9	83.7	DPS(元)	0.20	0.20	0.26	0.29	0.34
股本	895.9	895.9	895.9	895.9	895.9	分红比率	30.0%	28.0%	30.0%	29.3%	29.1%
留存收益	3,985.3	4,457.0	5,168.6	5,803.9	6,537.0	股息收益率	2.4%	2.4%	3.1%	3.5%	4.0%
股东权益	4,935.6	5,527.3	6,126.0	6,771.6	7,516.6	业绩和估值指标					
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.68	0.73	0.87	1.00	1.15
净利润	649.8	662.8	776.9	899.0	1,034.2	BVPS(元)	5.45	6.11	6.77	7.48	8.30
加: 折旧和摊销	105.2	116.0	107.9	118.8	129.2	PE(X)	12.4	11.6	9.8	8.5	7.4
资产减值准备	53.9	7.0	-	-	-	PB(X)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	165.7	50.0	50.0	P/FCF	13.2	33.3	5.2	19.7	3.8
财务费用	2.4	15.3	-4.7	-4.0	-3.0	P/S	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
投资收益	-72.7	-33.4	-35.0	-45.0	-40.0	EV/EBITDA	14.7	7.8	4.7	3.9	1.8
少数股东损益	38.4	7.5	8.9	10.3	11.9	CAGR(%)	11.9%	16.4%	16.1%	11.9%	16.4%
营运资金的变动	307.6	-62.4	720.9	-529.6	914.8	PEG	1.0	0.7	0.6	0.7	0.4
经营活动产生现金	332.4	473.4	1,740.6	499.5	2,097.1	ROIC/WACC					
投资活动产生现金	-5.3	-320.5	-450.9	-125.4	-88.8	REP					
融资活动产生现金	135.3	-536.0	-185.7	-259.8	-298.1						

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。