

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

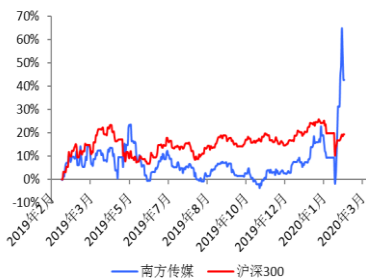
电话:

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)	12.15
市值(百万元)	10,884.90
流通市值(百万元)	10,806.82

### 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	17.80	16.61	14.01	12.11	10.52
PEG	1.50	1.01	0.87	1.02	0.64
P/B	2.23	1.99	1.79	1.62	1.46

备注:

### 投资要点

- **事件:** 近日,广东省教育厅防控新型冠状病毒肺炎疫情防控工作领导小组印发了《延迟开学期间中小学线上教学工作指引》,引导全省各地在线教学工作有序、规范开展。其中提出,要强化平台统筹,建设和部署课程管理平台、教学管理平台,实现各级互联互通,全面普及推广“粤教翔云”数字教材应用服务平台,实现全省(深圳地区除外)的义务教育阶段教师和学生可免费使用数字教材服务平台开展在线教与学活动,各地可结合本地实际,用好国家教育资源平台、本地网络平台等。(《指引》全文见下方附件)
- **粤教翔云数字教材应用平台由南方传媒多年打造。**2014年公司即开始布局,2015年数字教材开始试点应用,2017年广东省教育厅启动全省义务教育阶段国家课程数字教材规模化应用全覆盖项目,2018年9月平台正式上线,2019年完成教研员、电教人员、骨干教师的培训。广东成为全国范围内率先于义务教育阶段推出全学科、全学段国家课程数字教材平台的省份。
- **官方背书,广东省教育信息化重点项目,实施全省覆盖。**粤教翔云数字教材应用平台为官方背书,由南方传媒打造,广东省教育厅出资购买应用服务,是广东省教育信息化的重点项目。2019年3月,广东省教育厅正式出台《国家课程数字教材规模化应用全覆盖实施方案》,该方案是对2018年启动实施的数字教材应用全覆盖项目推进工作的指导性文件,实施方案中进一步明确了目标任务,到2021年,全省绝大多数师生将数字教材应用的理念、内容和要求全面落实到学科教学的各个环节。
- **疫情期间,平台普及加速推进。**公司启动了紧急方案,同广东教育厅为全省(除深圳)义务教育阶段师生配发使用账号。数字教材下载量和使用量均大幅增加,线上活跃度大涨。我们认为该平台有官方的背书和推广,经过多年时间打造,拥有诸多优质资源与特色功能,同时早在去年就完成大批骨干教师的培训,在这个关键节点,为疫情期间在线教育开展带来了极大的便利。
- **平台价值巨大,发展空间广阔。**公司也在不断开发新的功能与平台,随着在全省普及,用户粘性与活跃度提升,公司未来有望打造出市场化应用聚合平台,成为在线教育领域的应用商店。实现盈利模式的拓展,发展空间广阔。
- **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。
- **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。
- **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	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	EBIT/营业收入	9.0%	9.5%	10.6%	10.6%	11.0%
货币资金	1,839.2	1,341.3	2,445.3	2,559.7	4,269.9	运营效率					
交易性金融资产	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	固定资产周转天数	41	41	38	34	31
应收帐款	986.0	1,046.3	1,262.1	1,425.5	1,566.7	流动营业资本周转天数	-46	-55	-70	-64	-65
应收票据	17.1	26.7	13.9	38.8	16.9	流动资产周转天数	302	256	251	265	291
预付帐款	56.6	82.9	100.5	99.2	130.2	应收帐款周转天数	64	65	65	65	65
存货	947.4	1,043.6	1,250.2	1,412.3	1,548.2	存货周转天数	65	64	64	64	64
其他流动资产	420.4	163.2	163.2	163.2	163.2	总资产周转天数	607	592	572	546	541
可供出售金融资产	125.6	752.2	920.0	920.0	920.0	投资资本周转天数	176	180	140	116	94
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	58.6	58.6	58.6	58.6	58.6	ROE	12.5%	12.0%	12.8%	13.4%	13.9%
投资性房地产	507.4	493.3	518.0	555.7	571.8	ROA	7.1%	7.1%	7.1%	7.9%	7.8%
固定资产	640.9	645.1	691.0	704.6	708.6	ROIC	25.4%	24.3%	24.3%	37.3%	34.9%
在建工程	226.7	387.6	438.8	466.9	474.3	费用率					
无形资产	3,195.4	3,148.1	3,070.8	2,993.1	2,915.3	销售费用率	11.3%	11.7%	11.6%	11.0%	10.8%
其他非流动资产	80.1	129.9	116.7	98.1	73.9	管理费用率	10.1%	10.1%	10.0%	9.8%	9.6%
资产总额	9,101.3	9,319.0	11,049.3	11,495.6	13,417.5	财务费用率	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%
短期债务	361.0	3.0	-	-	-	三费/营业收入	21.2%	21.9%	21.5%	20.7%	20.4%
应付帐款	2,289.3	2,321.0	3,194.6	3,088.9	3,964.0	偿债能力					
应付票据	250.9	183.2	429.5	216.3	538.2	资产负债率	45.8%	40.7%	44.6%	41.1%	44.0%
其他流动负债	706.7	747.3	762.2	882.0	861.9	负债权益比	84.4%	68.6%	80.4%	69.8%	78.5%
长期借款	0.3	0.3	-	-	-	流动比率	1.18	1.14	1.19	1.36	1.43
其他非流动负债	557.6	536.8	536.8	536.8	536.8	速动比率	0.92	0.82	0.91	1.02	1.15
负债总额	4,165.7	3,791.7	4,923.2	4,724.0	5,900.9	利息保障倍数	-54.26	98.27	#####	#####	#####
少数股东权益	54.4	52.7	61.6	71.9	83.7	分红指标					
股本	895.9	895.9	895.9	895.9	895.9	DPS(元)	0.20	0.20	0.26	0.29	0.34
留存收益	3,985.3	4,457.0	5,168.6	5,803.9	6,537.0	分红比率	30.0%	28.0%	30.0%	29.3%	29.1%
股东权益	4,935.6	5,527.3	6,126.0	6,771.6	7,516.6	股息收益率	1.7%	1.7%	2.1%	2.4%	2.8%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	649.8	662.8	776.9	899.0	1,034.2	EPS(元)	0.68	0.73	0.87	1.00	1.15
加: 折旧和摊销	105.2	116.0	107.9	118.8	129.2	BVPS(元)	5.45	6.11	6.77	7.48	8.30
资产减值准备	53.9	7.0	-	-	-	PE(X)	17.8	16.6	14.0	12.1	10.5
公允价值变动损失	0.0	0.0	165.7	50.0	50.0	PB(X)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.5
财务费用	2.4	15.3	-4.7	-4.0	-3.0	P/FCF	18.9	47.7	7.4	28.1	5.5
投资收益	-72.7	-33.4	-35.0	-45.0	-40.0	P/S	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
少数股东损益	38.4	7.5	8.9	10.3	11.9	EV/EBITDA	14.7	7.8	8.9	7.6	4.9
营运资金的变动	307.6	-62.4	720.9	-529.6	914.8	CAGR(%)	11.9%	16.4%	16.1%	11.9%	16.4%
经营活动产生现金	332.4	473.4	1,740.6	499.5	2,097.1	PEG	1.5	1.0	0.9	1.0	0.6
投资活动产生现金	-5.3	-320.5	-450.9	-125.4	-88.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	135.3	-536.0	-185.7	-259.8	-298.1	REP					

来源: 中泰证券研究所

附件：广东省教育厅印发《延迟开学期间中小学线上教学工作指引》

近日，广东省教育厅防控新型冠状病毒肺炎疫情工作领导小组印发了《延迟开学期间中小学线上教学工作指引》，引导全省各地在线教学工作有序、规范开展，使线上教学切实有效服务于德智体美劳“五育并举”育时代新人，确保学生身心健康有保障、学习能力有发展、学生素养有提升。

## 一、坚持“五育并举”，强化科学统筹

（一）做好课程分类。要将“五育并举”的育人常态延展到假期、延迟开学期间，切忌“突击行为”。强调课程育人，统筹考虑国家课程、地方课程、校本课程的实施，做到学科课程与综合课程兼顾。要加强疫情专题综合课程开发和实施，通过跨学科主题探究、项目研究等方式开展安全教育、科普教育、生命教育和责任教育，引导学生学习防疫阻击战中涌现的先进事迹，弘扬社会美德，增强爱党爱国爱人民爱社会主义的思想情感，将立德树人落到课程、回到生活、延到家庭。

（二）加强统筹协调。要强化工作统筹，完善“三联四通”工作机制，各级教育行政部门、教研部门、电教部门积极联动，教育行政部门做好政策引导、统筹协调，教研部门做实在线教学设计、实施指导，技术部门做强平台、技术保障；省、市、县（市、区）、校要互联互通，促进优质教育资源共享，减少低水平重复建设。要强化教师资源统筹，充分发挥骨干教师作用，组织各级各类名师、优秀教师适当开发普适性课程资源，设计高质量的导学任务和练习，开展针对性的网络直播教学。要强化普适性数字教学资源汇聚统筹，各级教研部门、电教部门应做好现有教学资源的整合、梳理和遴选工作，精心遴选和推荐适合中小学生的优质资源，切实减轻学校收集、整合资源的负担，不提倡推荐不成体系的、没有合法出处的资源，避免网络迷航。**要强化平台统筹，建设和部署课程管理平台、教学管理平台，实现各级互联互通，全面普及推广“粤教翔云”数字教材应用服务平台，全省（深圳地区除外）的义务教育阶段教师和学生可免费使用数字教材服务平台开展在线教与学活动，各地可结合本地实际，用好国家教育资源平台、本地网络平台等。**

（三）兼顾个性差异。全省区域差异、校际差异、家庭差异和学生个体差异较大，既要强调全省、区域一盘棋统筹，也要尊重地区差异、校际差异，各地各学校在制定线上教学方案过程中要因地制宜、因校而定，切忌“一刀切”。鼓励有条件的学校结合本校实际，开发校本综合课程，开展校本特色的在线教学与线下学习活动。线上教学既要考虑普适性要求，更要充分发挥技术优势，科学采集学生学习行为数据，精准分析学情，精准施策、因材施教。

## 二、坚持遵循规律，有序开展教学

（一）线上线下融合。各级教研部门、各学校要深入研究线上教学的规律、特点、实施策略，不要简单将线下课堂教学直接搬到线上进行教学，注意线上教学和线下学习场景的不同，防止照搬套用正常课堂教学方式、时长和教学安排，原则上线上重导学、答疑，线下重自学、实践。要吃透教材、把准学生，教学指导要尽量具体、形象、生动，确保线上导学、答疑高效高质，有效控制学生使用电子产品的时间。充分利用居家学习特点，合理安排学生线上学习、自主学习、综合实践、亲子讨论、阅读名著名篇等多样化学习任务，学习任务和内容要体现三个“有利于”，即有利于居家学习，有利于学生主动参与，有利于学生自主进行。

（二）坚持能力导向。要高度重视学习任务、探究问题和作业评价的设计质量。学习任务要体现科学性、趣味性和实践性，实现学习思考与动手实践、身体锻炼有机结合；要强调问题引导，注重问题的情境性、思维性、发展性，积极引导以解决问题的方式展开深入的学习；要加强学习反馈，及时提供能自我检测的达标测试，让学生及时了解自己的学习任务完成情况，增强学生成就体验。突出学科德育功能，积极结合疫情防控工作开展德育教育，落实立德树人要求。要充分关注学生学习能力、自律能力培养，注重学生自主学习策略、思维策略、资源运用策略的指导，确保学习真实发生。要减少知识单向讲授、机械重复练习，尽量减少学生在网络学习中的文字

输入量，鼓励学生用语音、思维导图、图片、视频、演示文稿等形式提交思维性作业。

(三) 体现学段特点。线上教学可以用录播、直播、答疑的方式进行，各地各学校也可根据本地本学校实际，根据不同学段的教学要求，合理安排线上教学。普通高中以学校为主，灵活采用集中教学、分层教学、个性化辅导等方式，鼓励有条件的地区和学校探索网络直播形式。初中由县(市、区)统筹安排或有条件的学校以校为单位组织，开展集中教学、个性化辅导、主题探究和项目学习等方式。小学由县(市、区)统筹安排，语文、数学、英语等学科要强化学科学习能力和生活能力培养，引导学生预习，在家庭成员陪伴下开展亲子阅读、绘制思维导图、创意创作、游戏锻炼等，综合学科(道德与法治、音乐、美术、体育、科学)建议开展有趣味、有意义的实践活动。要关注重点年级，高三、初三以学校为单位组织，要积极引导学生学会梳理重难点、强化薄弱点、研究新热点，力争做到“一班一案、一生一表”。

(四) 重视综合学习。倡导学科的综合化教学，鼓励采用大概念、大单元的教学设计，便于学生系统学习，掌握学科学习规律。要重视音体美劳等科目的教学，关注学生由于疫情防控、延迟开学而产生的心理特点，根据居家特点，可以采用“线上学习+欣赏，线下实践+创作”的方式，培养学生健康生活能力、审美鉴赏能力、劳动实践能力，引导学生积极向上的乐观心态。

(五) 坚持适度教育。要充分考虑到线上教学和居家学习的特殊性，建议放慢进度，以课程标准的达标为宜，严禁超进度、超要求、超标准教学，避免偏题、难题、怪题。要合理安排学生学习时间，对小学低年级线上学习不作统一硬性要求，由家长和学生自愿选择；要统筹安排好其他学段各门学科的线上课程内容，线上课程时间一般不能超过 20 分钟，各学科每天的学习容量要合适，避免各自为政增加学生负担。要指导学生合理安排作息时间，通过增大休息间隔、做视力保健操、强化体育锻炼等方式，做到劳逸结合，保护视力，增强体魄，保障身心健康。

### 三、坚持规范优质，确保教学质量

(一) 加强线上课程与教学资源审核。各级教育行政部门要按照安全、易用、优学的原则，严格把好线上教学资源的质量关。教学资源的来源要合法合规，推荐的 APP 须经教育行政部门审核备案，线上教学资源链接或资源须为正规渠道资源，教师们教学中引用的教学资源要明确注明出处、合法引用。各地各学校要建立健全线上课程审核机制，合格一门上线一门；线上课程按照属地管理原则，谁开发、谁提供、谁负责，分级审核；要高度重视教学资源的政治审查、内容审查，尤其是意识形态和学科知识性错误审查。

(二) 做实实施方案与过程管理。各地各学校要把线上课程实施方案做细做透，确保教研部门、技术部门、学校教师“三个到位”。线上教学原则上以原班级为单位组织上课，各校各年级可统一时间统一课表，以培养学生的自我管理能力和自律能力，但不得强行要求学生每天上网“打卡”。有条件的学校可以开展一个年级、一个学科的“大课”。各学校和老师要充分利用线上班级开展学习指导、作业批阅、学情分析、答疑辅导等。各地教研部门、学校要加强教学常规检查，确保任课教师在线到位。

(三) 强化学习条件保障。要关注线上教学对学生在线学习能力的要求，降低技术使用门槛，尽可能利用一站式应用的平台，或者成熟度高、公众使用率高的免费平台和工具，如微信、QQ、钉钉等，做到少培训甚至“零培训”。各地电教部门要切实做好线上教学的技术指导，充分考虑到学生在家庭上网学习的各种条件，要大力提升清晰度、稳定性、可获得性，确保录播、直播的视频便于网络传输、利于学生学习。要特别关注农村地区、留守儿童的学习条件，部分开展线上教学有困难的地区和学校可以采用广播教学、电视教学等作为补充。要加大对学习困难学生的帮扶力度，特别要加强对防疫阻击战一线人员子女和农村留守儿童的学习指导和关爱。

(四) 做好教学衔接。各地教育行政部门要认真研究和制订正式开学方案、教学计划，确保线上教学与课堂教学有效衔接。各地各学校要对延迟开学期间的学习情况进行摸底，对学习效果和进行诊断评估，精准分析学情，

提升教学计划的针对性，要防止以居家学习完全代替学校课堂教学，做到延迟开学期间的学习和正常开学后的教学有效衔接，确保课程教学质量。

**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。