

评级：买入（维持）

市场价格：12.59元

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：18521305887

Email: kangyw@zts.com.cn

联系人：李昱喆

Email: liyz05@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

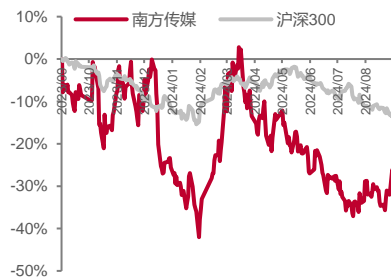
指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,055	9,365	10,032	10,660	11,309
增长率 yoy%	19%	3%	7%	6%	6%
归母净利润(百万元)	943	1,284	881	959	1,026
增长率 yoy%	17%	36%	-31%	9%	7%
每股收益(元)	1.05	1.43	0.98	1.07	1.15
每股现金流量	2.71	1.77	1.25	1.50	1.48
净资产收益率	12%	15%	9%	9%	9%
P/E	11.96	8.79	12.80	11.77	10.99
P/B	1.56	1.42	1.30	1.20	1.10

备注：股价取自2024年09月06日收盘

### 基本状况

总股本(百万股)	896
流通股本(百万股)	896
市价(元)	12.59
市值(百万元)	11,279
流通市值(百万元)	11,279

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 【中泰传媒】南方传媒年报及一季报点评：分红总额提升明显，教育业态稳步拓展

### 投资要点

- 事件：**南方传媒发布2024年半年报，公司2024H1营业总收入40.2亿元，同减0.8%；利润端利润总额4.7亿元，同减6.1%；归母净利润3.0亿元，同减27.2%；扣非归母净利润为3.3亿元，同减6.0%。2024Q2营收19.4亿元，同增3.9%；利润端利润总额2.5亿元，同增1.2%；归母净利润1.5亿元，同减18.6%；扣非归母净利润1.6亿元，同减1.9%。
- 点评：收入端稳健，教育业态逐步构建，资本运作有序推进**
  - 1) 收入端稳健，利润端略承压。**公司2024H1收入端同比略有下降，整体较为稳健；利润端有所承压，下降主要因税收政策变化，所得税费用增加，叠加股权投资的公允价值变动导致。
  - 2) 教材教辅稳步推广，一般图书有望改善。**公司教材教辅推广稳中有增，24年春季目录教辅实现发行码洋6.45亿元，同比增长4%，并加大职业教育、学前教育产品研发推广，《人工智能技术与应用》等13种教材入选首批“十四五”广东省职业教育规划教材书目。一般图书方面，一般图书出版收入1.8亿元（未剔除内部抵消口径），受图书零售大盘复苏偏弱影响有所承压。但是，公司强化系列品牌产品的营销推广，李娟的现象级图书《我的阿勒泰》销售已突破百万册，多日位列当当网畅销总榜第一，并迅速带动李娟系列作品掀起新一轮销售热潮，后续有望伴随市场景气度回暖有所改善。
  - 3) 教育业态逐步构建。**智慧教育方面，公司持续提升粤教翔云数字教材平台服务能力，平台覆盖全省义教阶段99.3%的学校、93.5%的教师和79.7%的学生；“南方E课堂”平台新增“喜悦AI听说”板块和中小学科学教育服务模块。同时，推动新华发行集团全省82家分、子公司进行教育服务网格化管理改革，加快提升教育服务专业水平和经营质量。
  - 4) 资本运作有序推进。**公司聚焦“文化+”“+文化”，推动形成多层次多维度的资本运作格局，投资设立金莲花（珠海横琴）文化科技有限公司，运营规划有序推进。

- 5) **加强费用控制, Q2 费用率整体下降。**公司 2024H1 销售、管理、研发费用率分别为 10.3%、11.0%、0.1%, 分别同比增加-0.21/+0.38/+0.00pct, 管理费用率提升主要由于人工成本、使用权资产折旧、差旅费和会议费增长使得管理费用增长。公司 2024Q2 加强费用控制, 销售、管理、研发费用率分别为 11.3%、10.9%、0.1%, 分别同比增加-0.86/-1.38/-0.01pct。
- **盈利预测与估值:**考虑到公司一般图书略承压, 以及税收政策变化会对公司 2024-2026 年净利润产生影响, 我们适当调整公司业绩预期, 预计南方传媒 2024-2026 年营业收入分别为 100.32/106.60/113.09 亿元 (2024-2026 年收入前值分别为 104.61/116.99/130.32 亿元), 分别同比增长 7.12%、6.26%、6.09%; 归母净利润分别为 8.81/9.59/10.26 亿元 (2024-2026 年利润前值分别为 10.37/11.61/12.93 亿元), 分别同比增长-31.34%、8.78%、7.07%。当前市值对应公司的估值分别为 12.8x、11.8x、11.0x, 维持“买入”评级。
- **风险提示事件:**文化监管端的政策风险; 国有传媒企业优惠政策变动; 短视频直播电商图书折扣力度加大; 研报使用的信息数据更新不及时的风险。

## 内容目录

南方传媒 2024H1 及 2024Q2 主要财务数据分析 .....	- 4 -
Q2 营收及利润总额实现增长，环比改善明显 .....	- 4 -
加强费用控制，Q2 费用率整体下降 .....	- 4 -
毛利率提升明显，2024H1 达 34.2% .....	- 5 -
盈利预测及估值.....	- 5 -
风险提示 .....	- 6 -
文化监管端的政策风险 .....	- 6 -
国有传媒企业优惠政策变动 .....	- 6 -
短视频直播电商图书折扣力度加大 .....	- 6 -
研报使用的信息数据更新不及时的风险 .....	- 6 -

## 图表目录

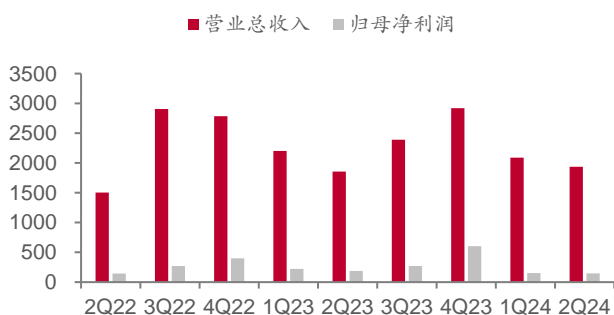
图表 1: 2022Q2-2024Q2 公司营收及归母净利润 (百万元) .....	- 4 -
图表 2: 2019-2024H1 公司营收及归母净利润 (百万元) .....	- 4 -
图表 3: 2022Q2-2024Q2 公司销售、管理、研发费用率情况 (%) .....	- 4 -
图表 4: 2019-2024H1 公司销售、管理、研发费用率情况 (%) .....	- 4 -
图表 5: 2022Q2-2024Q2 公司毛利率及归母净利率情况 (%) .....	- 5 -
图表 6: 2019-2024H1 公司毛利率及归母净利率情况 (%) .....	- 5 -
图表 7: 2019-2023 年南方传媒主要产品毛利率情况 (%) .....	- 5 -

## 南方传媒 2024H1 及 2024Q2 主要财务数据分析

### Q2 营收及利润总额实现增长，环比改善明显

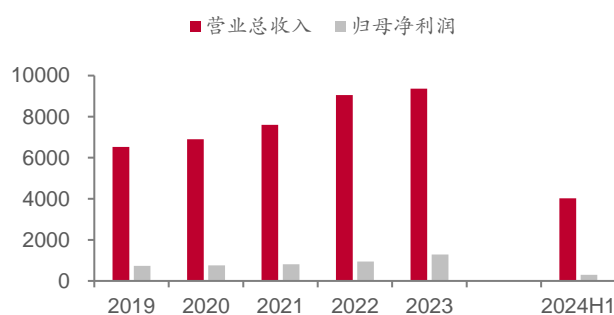
- 公司 2024H1 营业总收入 40.2 亿元，同减 0.8%；利润端利润总额 4.7 亿元，同减 6.1%；归母净利润 3.0 亿元，同减 27.2%；扣非归母净利润为 3.3 亿元，同减 6.0%。2024Q2 营收 19.4 亿元，同增 3.9%；利润端利润总额 2.5 亿元，同增 1.2%；归母净利润 1.5 亿元，同减 18.6%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同减 1.9%。公司收入端下降主要因一般图书、文体用品等同比减少所致；利润端下降则因税收政策变化，所得税费用增加，叠加股权投资的公允价值变动导致。

图表 1: 2022Q2-2024Q2 公司营收及归母净利润(百万元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 2019-2024H1 公司营收及归母净利润(百万元)

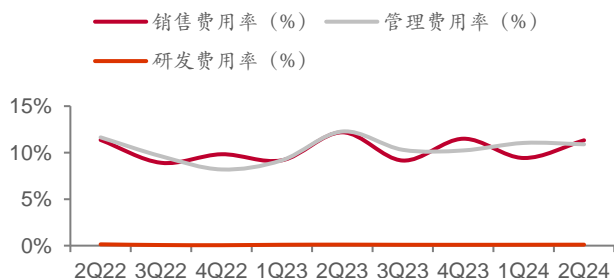


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 加强费用控制，Q2 费用率整体下降

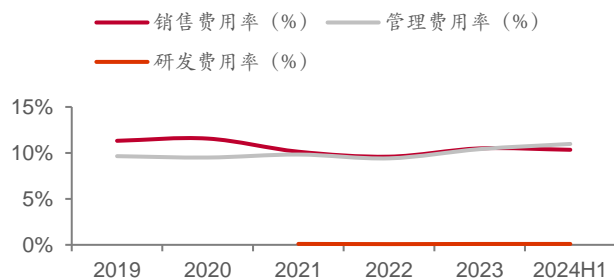
- 公司 2024H1 销售、管理、研发费用率分别为 10.3%、11.0%、0.1%，分别同比增加-0.21/+0.38/+0.00pct，管理费用率提升主要由于人工成本、使用权资产折旧、差旅费和会议费增长使得管理费用增长。公司 2024Q2 加强费用控制，销售、管理、研发费用率分别为 11.3%、10.9%、0.1%，分别同比增加-0.86/-1.38/-0.01pct。

图表 3: 2022Q2-2024Q2 公司销售、管理、研发费用率情况(%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 2019-2024H1 公司销售、管理、研发费用率情况(%)

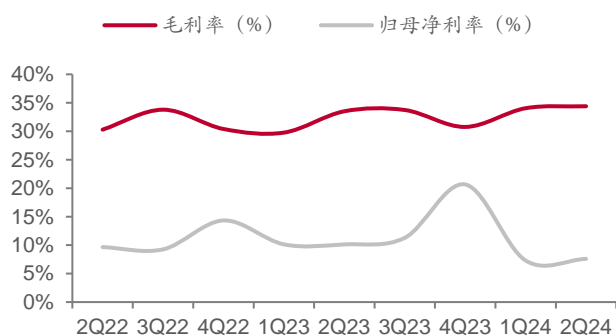


来源: Wind, 中泰证券研究所

### 毛利率提升明显，2024H1 达 34.2%

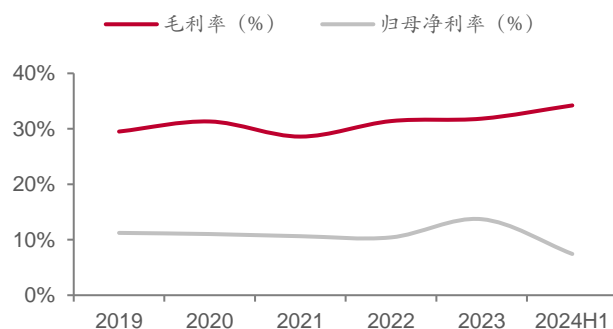
- 公司 2024H1 毛利率达 34.2%，同比增加 2.7pct，主要由于纸张成本下降；归母净利率达 7.4%，同比减少 2.7pct，主要因税收政策变化，所得税费用增加，叠加股权投资的公允价值变动导致归母净利润下降。公司 2024Q2 毛利率达 34.4%，同比增加 0.9pct；归母净利率达 7.6%。

图表 5: 2022Q2-2024Q2 公司毛利率及归母净利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

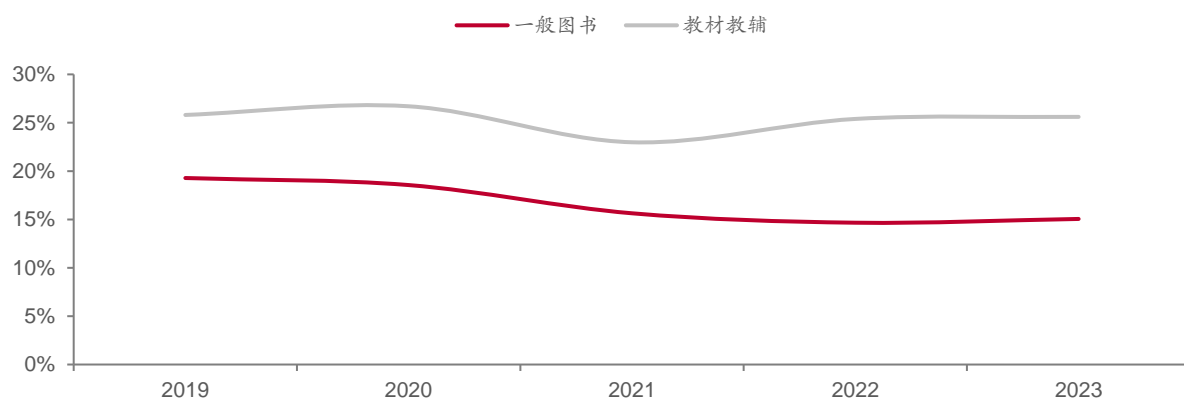
图表 6: 2019-2024H1 公司毛利率及归母净利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 分产品来看，教材教辅盈利能力稳定，2023 年毛利率 25.6%；一般图书毛利率受新媒体渠道折扣影响略承压，2023 年毛利率 15.1%。

图表 7: 2019-2023 年南方传媒主要产品毛利率情况 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 盈利预测及估值

- 考虑到公司一般图书略承压，以及税收政策变化会对公司 2024-2026 年净利润产生影响，我们适当调整公司业绩预期，预计南方传媒 2024-2026 年营业收入分别为 100.32/106.60/113.09 亿元（2024-2026 年收入前值分别为 104.61/116.99/130.32 亿元），分别同比增长 7.12%、6.26%、

6.09%；归母净利润分别为 8.81/9.59/10.26 亿元（2024-2026 年利润前值分别为 10.37/11.61/12.93 亿元），分别同比增长-31.34%、8.78%、7.07%。当前市值对应公司的估值分别为 12.8x、11.8x、11.0x，维持“买入”评级。

## 风险提示

### 文化监管端的政策风险

- 图书出版属于内容行业，监管较严。公司作为内容出版发行平台，存在内容不合规导致产品下架风险。

### 国有传媒企业优惠政策变动

- 国有文化传媒企业享受税收优惠政策，若税收政策发生变动，存在影响行业内公司盈利情况风险。

### 短视频直播电商图书折扣力度加大

- 短视频直播电商在零售渠道增速明显，若其图书折扣力度进一步增强，恐将对行业内公司盈利空间造成挤兑。

### 研报使用的信息数据更新不及时的风险

- 研究报告使用当前可获得的数据进行分析研究，若信息数据更新不及时，则存在报告结论不基于最新数据的风险。

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,194	4,656	6,183	7,692	营业收入	9365	10032	10660	11309
应收票据	0	1	1	1	营业成本	6384	6876	7319	7806
应收账款	1,474	1,825	1,858	1,909	税金及附加	47	48	53	58
预付账款	102	110	117	124	销售费用	982	1,063	1,073	1,070
存货	1,400	1,608	1,670	1,781	管理费用	975	1,170	1,205	1,253
合同资产	0	0	0	0	研发费用	9	10	11	11
其他流动资产	1,220	972	1,082	1,214	财务费用	-66	-66	-58	-63
流动资产合计	7,389	9,172	10,909	12,722	信用减值损失	-23	-23	-26	-28
其他长期投资	544	497	496	499	资产减值损失	0	0	-15	-17
长期股权投资	397	397	397	397	公允价值变动收益	143	141	138	135
固定资产	819	757	718	703	投资收益	44	53	53	54
在建工程	2,172	2,172	2,197	2,222	其他收益	144	154	157	160
无形资产	2,929	2,650	2,418	2,182	营业利润	1,346	1,260	1,369	1,482
其他非流动资产	1,987	1,969	1,997	2,023	营业外收入	14	5	6	6
非流动资产合计	8,848	8,442	8,223	8,027	营业外支出	9	9	10	11
资产合计	16,238	17,614	19,133	20,750	利润总额	1,352	1,257	1,364	1,477
短期借款	0	5	5	5	所得税	-89	314	341	369
应付票据	132	187	190	202	净利润	1,441	943	1,023	1,108
应付账款	3,841	3,974	4,293	4,609	少数股东损益	157	61	65	81
预收款项	2	2	2	3	归属母公司净利润	1,284	881	959	1,026
合同负债	720	771	820	870	NOPLAT	1,371	893	980	1,060
其他应付款	479	479	479	479	EPS	1.43	0.98	1.07	1.15
一年内到期的非流动负债	155	155	155	155					
其他流动负债	507	588	615	647					
流动负债合计	5,836	6,161	6,558	6,968					
长期借款	989	1,250	1,510	1,771					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	655	655	655	655					
非流动负债合计	1,645	1,905	2,166	2,426					
负债合计	7,481	8,066	8,723	9,394					
归属母公司所有者权益	7,946	8,657	9,437	10,283					
少数股东权益	811	890	973	1,072					
所有者权益合计	8,757	9,548	10,409	11,355					
负债和股东权益	16,238	17,614	19,133	20,750					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,587	1,123	1,347	1,325
现金收益	1,575	1,296	1,344	1,397
存货影响	56	-209	-62	-111
经营性应收影响	-3	-360	-24	-43
经营性应付影响	82	188	322	328
其他影响	-122	207	-232	-246
投资活动现金流	-1,472	186	41	40
资本支出	-566	-79	-132	-127
股权投资	-99	0	0	0
其他长期资产变化	-807	265	173	167
融资活动现金流	-265	153	139	144
借款增加	365	265	260	260
股利及利息支付	-591	-163	-179	-215
股东融资	37	10	12	13
其他影响	-76	41	46	86

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	3.43%	7.12%	6.26%	6.09%
EBIT 增长率	19.86%	-7.43%	9.76%	8.19%
归母公司净利润增长率	36.07%	-31.34%	8.78%	7.07%
<b>获利能力</b>				
毛利率	31.83%	31.46%	31.34%	30.98%
净利率	15.39%	9.40%	9.60%	9.80%
ROE	14.66%	9.23%	9.21%	9.04%
ROIC	17.39%	14.15%	13.75%	13.25%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	46.07%	45.80%	45.59%	45.27%
债务权益比	20.55%	21.63%	22.34%	22.77%
流动比率	126.62%	148.86%	166.36%	182.57%
速动比率	102.64%	122.76%	140.89%	157.01%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	57.68%	56.96%	55.72%	54.50%
应收账款周转天数	57	59	62	60
应付账款周转天数	213	205	203	205
存货周转天数	80	79	81	80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.43	0.98	1.07	1.15
每股经营现金流	1.77	1.25	1.50	1.48
每股净资产	8.87	9.66	10.53	11.48
<b>估值比率</b>				
P/E	9	13	12	11
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	16	15	14	14

---

来源: wind, 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。