

教材教辅实力稳健，新兴业务布局完善

核心观点：

● 传统出版、发行业务根基深厚，发展稳健

中南传媒在教材教辅领域根基深厚，多年来一直是湖南省政府教材单一来源采购供应商。公司凭借高质量的教育类图书、成熟的省内线下发行渠道，在省外市场的提前布局，可有效应对由湖南省专项整治行动导致的短期销量下滑的压力。公司一般图书业务的科普、文艺等领域优势明显，随着少儿教育重视程度提升及文化消费需求日益旺盛，公司有望受益行业回暖。控股中南博集，补充一般图书板块，带动泛娱乐领域变现。

● 数字教育、金融板块初具规模，增长迅猛

公司数字教育布局早，该业务已初具规模，2016 年营收达 5.38 亿元，2014-2016 年增速达 71.6%、72.6%、35.4%。金融板块毛利率也超过 50%。数字教育业务空间大，公司产品覆盖面广，数字教育业务有望维持增长。

● 财务费用下降明显，现金充沛分红比例高

2010-2016 年七年间，中南传媒的销售、管理、财务三大费率逐渐下降。同时，公司现金流充沛，货币资金保持稳定增长，占总资产比重 60% 以上。公司上市以来持续维持高分红比例。2016 年分红高达 8.98 亿，股利支付率近 50%。充沛的现金流有助公司业务良性运转。

● 投资建议

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.03、1.11、1.23 元，2018 年 1 月 31 日收盘价对应 2017-2019 年每股收益的市盈率分别为 13.9x、12.9x、11.6x。我们看好公司作为出版业龙头公司在教材教辅领域的实力，首次覆盖给予买入评级。

● 风险提示

教辅业务持续受到政策冲击；教辅教材市场增速缓慢；文学图书增速放缓，中南博集版权运营业务增长不及预期；数字教育业务市场拓展受阻。

盈利预测：

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10085.43	11104.52	11335.59	11936.45	12951.37
增长率(%)	11.58%	10.10%	2.08%	5.30%	8.05%
EBITDA (百万元)	1839.63	2030.11	1834.87	1939.05	2125.23
净利润(百万元)	1695.09	1804.71	1854.81	1985.02	2206.98
增长率(%)	15.41%	6.47%	2.78%	7.02%	11.18%
EPS (元/股)	0.94	1.00	1.03	1.11	1.23
市盈率 (P/E)	25.32	16.58	13.89	12.90	11.60
市净率 (P/B)	3.75	2.35	1.76	1.55	1.36
EV/EBITDA	17.10	8.65	6.04	4.58	2.94

公司评级

当前价格

买入

14.31 元

报告日期

2018-02-02

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,796/1,796
流通 A 股市值 (百万元)	25900
每股净资产 (元)	7.22
资产负债率 (%)	30.12
一年内最高/最低 (元)	18.76/13.44

相对市场表现



相关研究：

目录索引

一、公司沿革：出版传媒界全产业链上市第一股	4
二、教育类图书：回顾与展望	6
三、一般图书：以科普和文艺类图书占领高地	15
四、发展数字教育，天闻数媒股权激励落地	24
五、财务分析：增长放缓、高分红的出版龙头	25
六、盈利预测	29

图表索引

图 1: 中南传媒 2010-2016 年营业收入构成 (亿元)	6
图 2: 2010-2016 年度公司教材教辅出版业务情况	7
图 3: 2010-2016 年度教材教辅发行业务情况	7
图 4: 2014-2016 中南传媒出版教材教辅的自编图书与租型图书的零售码洋	8
图 5: 2010-2016 年度实体渠道、网店渠道图书零售码洋情况	9
图 6: 2012-2016 年新教材公司净利润情况	10
图 7: 2016 年全国人均消费支出及其构成	15
图 8: 2012-2016 年人均可支配收入及其增速	15
图 9: 2016 年中国综合图书零售市场细分类别增长状况 (%)	16
图 10: 2016 年各细分品类码洋占比	16
图 11: 2013-2016 中南博集经营数据	18
图 12: 历年大众畅销书 TOP100 品种结构比较	19
图 13: 销量排名前 5% 的图书品种对市场的码洋贡献率 (%)	21
图 14: 中南博集在天猫开设的旗舰店	23
图 15: 天闻数媒数字教育收入规模增长	24
图 16: 中南传媒数字教育解决方案	25
图 17: 2010-2016 年中南传媒营业收入及增速	26
图 18: 2010-2016 年各业务毛利率 (%)	27
图 19: 2013-2016 数字出版业务营收及增速情况	27
图 20: 2010-2016 年公司三大费率变动情况	28
图 21: 公司 2010-2016 年货币资金变动情况 (亿, %)	29
图 22: 公司 2010-2016 年现金分红及股利支付率 (亿, %)	29
表 1: 集团旗下子公司或参股公司	4
表 2: 教辅市场整顿对湖南各市的影响	12
表 3: 教科书正文用纸价格表	13
表 4: 2016 年湖南省各教育阶段学生情况	14
表 5: 中南传媒旗下代表性科普类图书	17
表 6: 2013-2016 当当前 50 名畅销榜中南博集品牌图书数目	20
表 7: 中南博集主要畅销作品	22
表 8: 2010-2016 公司各细分业务营收占比情况 (%)	27
表 9: 盈利预测基础假设	31
表 10: 可比公司 PE 估值比较 (倍)	32

一、公司沿革：出版传媒界全产业链上市第一股

（一）公司基本介绍

中南出版传媒集团股份有限公司于 2008 年成立，2010 年 10 月 28 日在上海证券交易所挂牌上市，首次公开发行股票 3.98 亿股，募集资金总额 42.43 亿元，在当时创造了中国传媒业史上规模最大的融资记录。随着中南传媒的上市，其成为中国第一家涵盖出版传媒编、印、供、发全产业链整体上市的出版传媒龙头公司。

在上市至今的七年间，公司通过不断的发展与整合，积极布局全产业链。布局了包括出版、发行、印刷、媒体、数字出版和金融业务在内的各个领域。

表 1：集团旗下子公司或参股公司

	序号	公司名称
出版业务	1	湖南教育出版社分公司
	2	湖南人民出版社有限责任公司
	3	湖南文艺出版社有限责任公司
	4	湖南岳麓书社有限责任公司
	5	湖南科学技术出版社有限责任公司
	6	湖南少年儿童出版社有限责任公司
	7	湖南美术出版社有限责任公司
	8	湖南电子音像出版社有限责任公司
	9	民主与建设出版社有限责任公司
	10	湖南出版中心分公司
	11	海浦睿文化传播有限责任公司
	12	中南博集天卷文化传媒有限公司
	13	湖南天闻动漫传媒有限公司
发行业务	1	湖南天闻新华印务有限公司
	2	湖南印刷物资有限责任公司
出版业务	1	湖南省新华书店有限责任公司
	2	湖南省新教材有限责任公司
	3	湖南珈汇教育图书发行有限公司
	4	湖南联合教育出版物发行有限公司
媒体	1	红网
	2	大湘网
	3	枫网
	4	潇湘晨报
	5	快乐老人报
	6	天闻地铁传媒
数字出版	1	天闻数媒科技(北京)有限公司
金融业务	1	湖南出版投资控股集团财务有限公司
	2	泊富基金

（二）股权结构

1、控股股东：湖南出版投资控股集团有限公司

中南传媒是由湖南出版集团进行整体改制重组，并联合旗下全资子公司盛力投资于 2008 年 12 月 25 日共同发起设立的。目前湖南出版集团直接持有公司 61.46%的股权，通过子公司盛力投资间接持有 3.23%的股权，合计持有公司 64.69%股份，为中南传媒控股股东。

湖南出版投资控股集团有限公司，前身是国有独资公司湖南出版集团有限责任公司，成立于 2001 年，全部股权归湖南省人民政府持有。公司的实际控制人为湖南省人民政府。

（三）主要业务

中南传媒主要业务包括出版、发行、印刷、媒体、数字出版和金融业务。

- 出版业务：主要包括一般图书的编辑出版与湘版九个科目的十种教材及其配套教辅的出版。
- 发行业务：包括湖南省（部分省外）教材教辅、一般图书、文化用品的发行。教材教辅省内主要由湖南省新华书店发行，省外通过新教材公司发行。一般图书通过批发、零售等方式销售，文化用品发行主要指代理厂家产品，并通过新华书店门店销售。发行业务占公司营业收入的比例最大。
- 印刷：主要承接公司教材教辅及部分一般图书的印刷业务，同时外接部分市场订单。
- 印刷物资供应：集中采购教材用纸等印刷物资，主要对内进行销售。
- 媒体：涵盖报纸、杂志、框架媒体、网站及移动端等多个媒体形态，依托《潇湘晨报》与《红网》的优势媒体地位进行媒体运营。
- 数字教育：以天闻数媒公司为基础，提供智慧教育云、智慧校园、智慧课堂、智慧沟通等教育信息化方案，以 B2B2C 的方式对全国各地教育系统及学校进行销售。
- 金融服务：成立国内文化传媒业首家财务公司，主要业务为其成员单位提供存贷款、结算等服务，并与银行等金融机构开展同业往来业务；成立泊富基金管理公司，首期发起 5 亿元的产业基金，以市场化手段对相关标的进行投资。

中南传媒主营业务出版发行增长稳健，同时积极布局数字教育、金融服务等新领域。

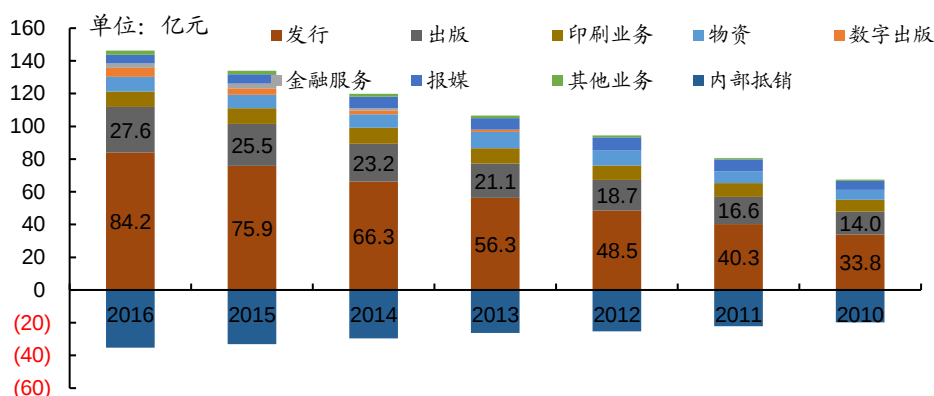
教材出版层面，一方面公司持续稳定代理“人教社”产品。同时，公司自有版权湘版教材教辅，该套教材全面覆盖中小学义务教育阶段 9 个科目，共 10 种教材（英语有湘少版与湘教版两个版本），牢牢占据地方版教材的高地；在发行层面，在湖南省内，公司为湖南省义务教育免费教材的政府“单一来源采购”供应商，同时加大开拓校园网点，以扩大零售渠道。在湖南省外，公司利用多年积累的省外渠道优势，举办多场教材相关大型线下活动，多形式组织送教下乡活动，不断扩大影响，带动湘版教材教辅“走出去”。

一般图书层面，公司在科普和文学类图书两大细分领域优势明显，拥有丰富的作者资源库。科普图书上，公司拥有霍金等长销书作者；文学类图书层面通过持有中南博集 51% 股权，增强内容策划能力，收获张嘉佳、最世文化旗下作者等系列畅销书作家。众多的畅销书作家为公司带来了丰富的头部作品资源。中南博集于 15 年设立版权运营的新媒体公司与影视公司，利用其掌握的优质内容资源，开始由传统图书向“图书+泛娱乐”进行布局。2016 年，参股的博集影业推出首部网剧《法医秦明 1》在搜狐视频平台上播放量接近 15 亿。并同时推出了《法医秦明》的新媒体有声书、电子书产品，协同效应彰显。

在媒体业务上，公司顺应媒介转型，在传统报业中瞄准老年市场；并通过“户外媒体+新媒体”双向拓宽媒介资源。在传统报业媒体式微的背景下，老年群体对媒介迭代的敏感性较低，中南传媒以《快乐老年报》瞄准老年人市场，并以此为涵盖报、刊、网、出版及旅行业务的综合平台，在老年新媒体领域行业领先，有望享受中国人口结构老龄化红利。其他媒介资源层面，公司同时开展地铁广告平台等户外媒体业务和“红网”、“时刻”APP等新媒体业务，双向拓宽媒介资源。此外，中南会展还举办长沙车展、草莓音乐节等展会活动，树立品牌拓宽社会影响力。

战略布局，推进“大教育”产业，中南图书走出国门。公司旗下的天闻数媒目前已经形成了三大业务主线，包括：B2B2C 产品的教育业务线，旗下数字教育产品已覆盖全国 30 个省（区、市）2900 余所学校；公共文化、融媒体服务为主要应用的数字文化业务线；以及面向海外的文化输出业务线。同时，中南传媒向海外输出图书版权逐年增加，2016 年图书版权输出达 224 项，公司优质内容产品加快海外输出步伐。

图1：中南传媒2010-2016年营业收入构成（亿元）



从 2012 年-2016 年公司收入拆分可以看到，发行业务和出版业务五年间都不断上升，数字出版和金融服务业务经历了从无到有的过程。

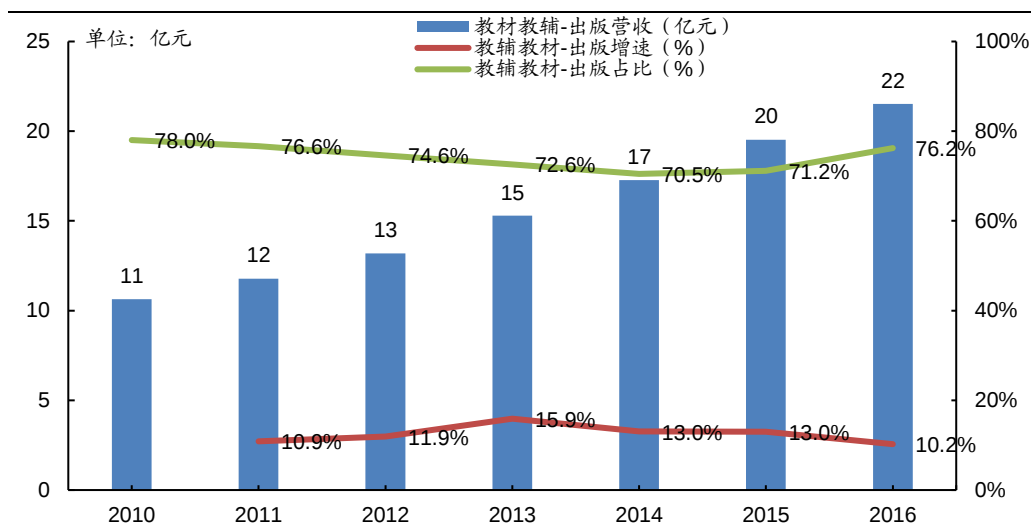
在各项业务中，发行业务占营业收入的比重最大，出版业务次之，公司的核心业务仍是出版发行业务；2016 年全年，发行业务营业额比去年同期增长 10.27%，占当年营业收入的 75.80%，出版业务比去年同期增长 8.28%，占当年营业收入的 24.85%。两项核心业务收入实现稳健增长。与此同时，发行业务与出版业务的毛利率分别为 35.84%和 27.57%，明显高于其他业务的毛利率。新兴发展的数字教育、金融服务业务目前在公司的营业收入中占比较小。

二、教育类图书：回顾与展望

（一）发展历程：需求大、实力强，教材教辅根基深厚

中南传媒的核心业务为出版发行。从产品线来看，出版发行的产品主要包括教育类图书、大众图书和专业类图书。其中教育类图书是公司出版发行业务的核心产品线。自中南传媒集团 2008 年底成立以来，教材教辅一直是公司最主要的收入来源。在发行业务中，教育类图书的比重最大且不断上升，从 2010 年的 69.7% 上升到 2016 年的 81.1%。在出版业务中，教育类图书仍是主力，营收占比一直维持在 70% 以上。但在 2010-2014 年间，由于中南传媒的一般图书发展势头显著，教材教辅在出版业务中的营收比例下降。从 2010 年的 78% 下降至 2014 年的 70.5%，到 2015、2016 年这一数字有所回升。

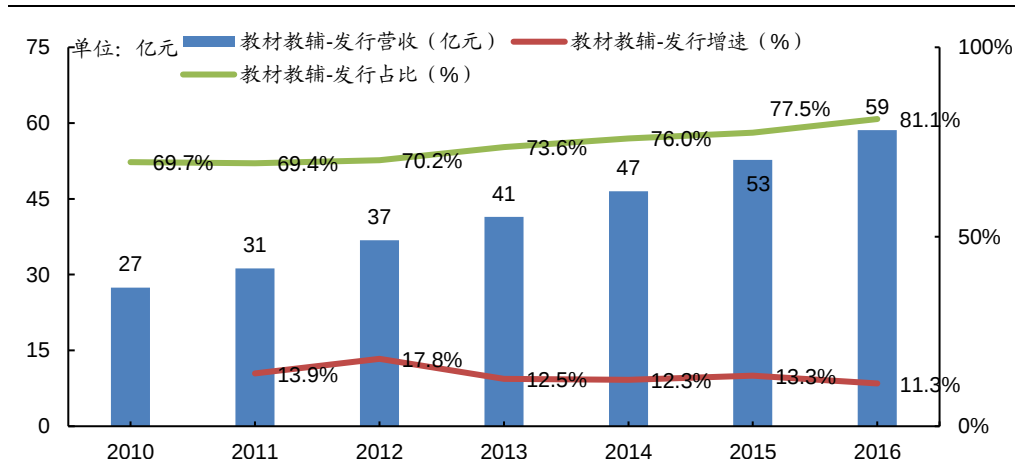
图2：2010-2016年度公司教材教辅出版业务情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：“教材教辅出版占比”指出版业务中，教材教辅产品的收入占比

图3：2010-2016年度教材教辅发行业务情况



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：“教材教辅发行占比”指发行业务中，教材教辅产品的营收占比

1、教材教辅出版业务：

公司一向拥有较强的教材教辅出版实力，旗下湖南教育出版社、湖南美术出版社、湖南少年儿童出版社主要从事教育类图书的出版。其中，湖南教育出版社作为旗下主要负责

教材出版的子公司，2016 年时利润首次破亿，同比增长 35%。

我国教学用书目录受教育部规定，入围教材壁垒优势明显。每科目教材版本数量有限，供各地市选择使用，具有地域性。中南传媒紧握湖南省内教材出版权，自主产品“湘版教材”覆盖全国 31 个省（区、市）。公司在教材教辅出版方面具有自主知识产权，自主开发的 9 科 10 种“湘版”新课程标准实验教材通过教育部审定。主要涵盖小学、初中、高中三个教育阶段，包括语文、数学、科学、英语、音乐、美术、历史、地理等课程。特别是在近年推出的新增科目《书法》教材，在全国占据较高的市场份额。

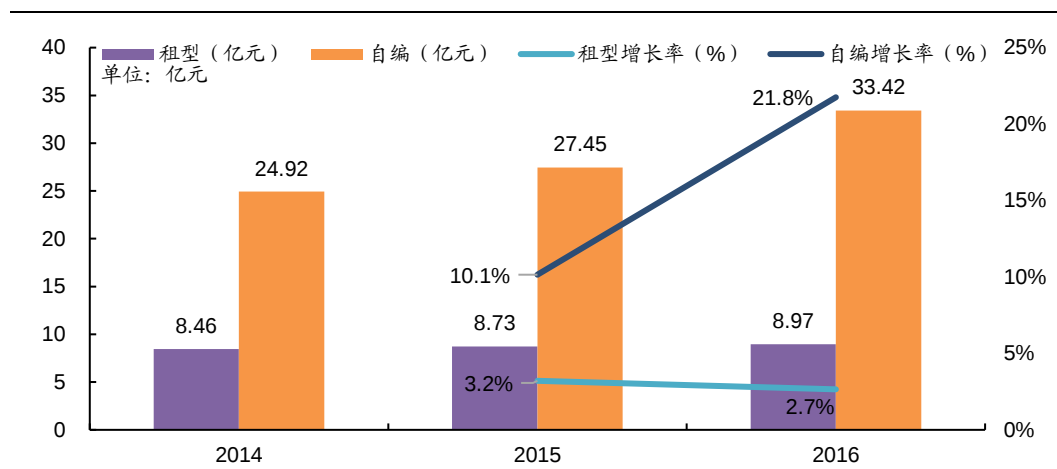
教辅方面，目前中南传媒的教辅品种共计上千种，受益于湘版教材在湖南地区的广泛使用，公司出版的同步配套练习市场知名度大，有稳定的市场需求。其中影响力较突出的有《新课标基础训练》、《学法大视野》、《单元测试卷》、《新课标实验探究指导》、《新课标实验指导和实验报告》、《课程基础训练》等。

2014 年秋季湖南“一课一辅”政策落地，湖南教育出版社出版的《学法大视野》、湖南少儿出版社《课程基础训练》及公司代理的人教社的《能力培养与测试》**三套同步教辅均进入湖南省政府推荐评议目录，根据公司 2014 年年报，推荐评议教辅的市场占有率达 80%以上。**

中南传媒依靠在湖南地区教材市场的品牌影响力，除了出版自己编写的教材教辅，也有一定的外版图书“租型”。外版图书租型指的是公司负责外版教材在湖南省内的代理，公司需向原出版社支付租型费，**目前公司代理的最重要的外版教材为人教版。**

公司自 2015 年年报开始披露租型教材教辅的销售情况，租型教材教辅的销售码洋从 2014 年的 8.46 亿元，增长至 2016 年的 8.97 亿元，2015、2016 年增长率分别为 3.2%、2.7%。而对比来看，公司自编的教材教辅由 2014 年的 24.92 亿元增长至 2016 年的 33.42 亿元，2015、2016 年的增速分别为 10.1%和 21.8%。**公司自行编辑的教材教辅贡献了主要码洋，且保持较高速度增长，带动了整体教材教辅营收的稳步增长。**

图4：2014-2016中南传媒出版教材教辅的自编图书与租型图书的零售码洋



2、教材教辅发行业务：教材单一来源采购供应商，积极布局线下销售渠道

1) 受益“免费教材”政策，多年来为省政府“单一来源采购供应商”。

中南传媒的教材教辅发行业务主要通过湖南省新华书店和新教材公司完成，其中湖南省新华书店主要负责省内业务，新教材公司主要负责省外部分。

在湖南省内，中南传媒作为最大的图书发行商，凭借长期以来积累的资金、渠道、经验等优势，一直是湖南省义务教育免费教材的政府“单一来源采购”供应商。在公司成立初期，对公司影响较大的相关教育政策有：

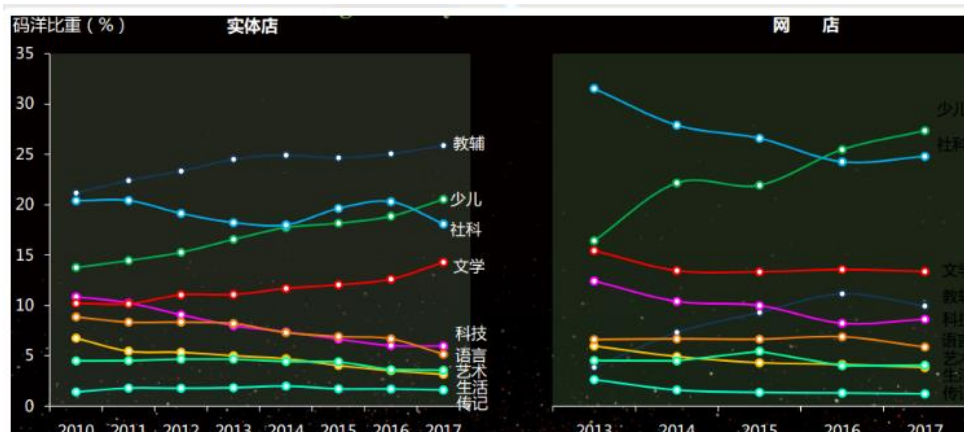
- 2007 年秋季开始，全国农村义务教育阶段 1.5 亿册(套)学生教材全部由政府采购。
- 2008 年春季起，农村义务教育阶段学生教科书，包括国家课程教科书、省级地方教材和部分教学辅导资料由政府统一采购，免费向学生发放。

因此，目前在教材发行领域，主要采购方为政府。而公司作为省内的龙头出版企业，一直为湖南省义务教育免费教材政府“单一来源采购”供应商。这一供应商地位确保了公司在教材发行领域的绝对优势。

2) 线下渠道是关键，重点布局校园书店

在教辅的销售中，除了受教育政策影响外，线下销售渠道也扮演了重要角色。根据开卷信息数据，2010-2017 年期间，实体渠道码洋占比最高的图书品类为教辅图书，且教辅在实体书店的码洋比重远高于网络书店。在网店渠道，教辅的码洋占比排在少儿、社科、文学之后。由此说明线下书店渠道对教辅销售的重要性。

图5：2010-2016年度实体渠道、网店渠道图书零售码洋情况



数据来源：开卷信息，广发证券发展研究中心

为拓展线下销售渠道，公司近年来积极布局以新华书店体系为核心的线下销售渠道。公司的新华书店零售网点包括中心门店、校园书店、社区书店、特色门店等多种形式。中心门店建设较早，多分布在人流密集的商业中心，是早期公司最主要的线下销售渠道。在特色门店建设上，新华书店推行多业态、多主题布局，先后在长沙、岳阳等地开设阅读花园、儿童书店、二十四小时书店、集装箱书店等多种新兴形式的门店，形成多元化布局。校园书店，能够近距离触达学生群体，是公司近年来布局的重点方向。2014 年，159 家校园书店投入运营；2015 年新开张 30 家校园书店；2016 年，公司重点加大校园连锁书店的建设力度，新开业 627 家，累计开业数增加至 816 家，另有 200 家正在建设中。

整体来看，公司子公司湖南省新华书店的规模和效益均稳步提升，截止至 2016 年底，

中南传媒旗下新华书店在全省有 981 家连锁门店，其中中心门店 107 家，校园连锁书店 816 家，集镇门店 46 家，社区门店 7 家，其他门店 5 家。**2016 年营收 71.92 亿元，同比增长 11.3%。除零售外，新华书店还圆满完成了春秋两季中小学教材教辅发行任务，确保“课前到书，人手一册”。**

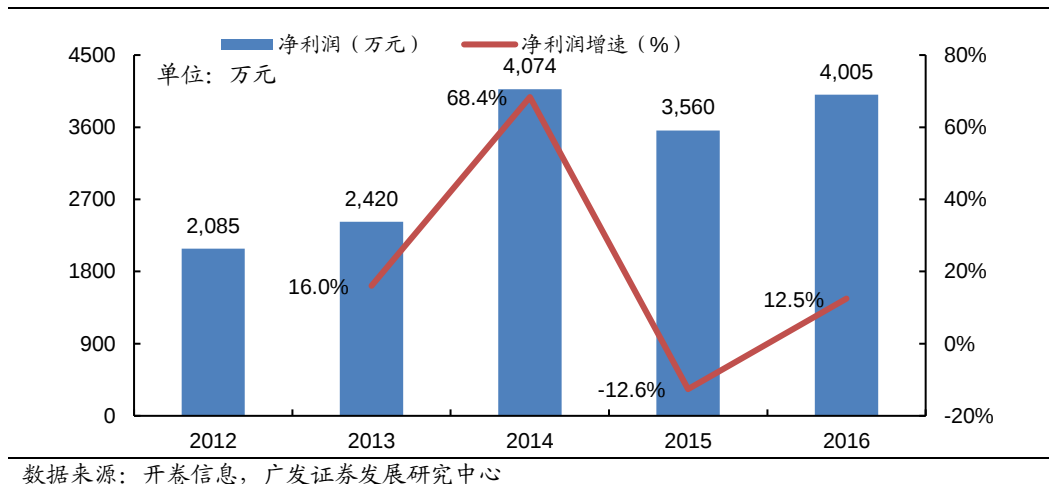
3) 深耕省内，发展省外

中南传媒在湖南省内的教材教辅市场拥有绝对优势，同时也通过子公司“新教材”拓展省外市场。从营收来看，2015 年新教材营收 5.58 亿元，而 2016 年大幅增长至近 9 亿元，增长的动力为区域拓展，2016 年教材在广西、广东、海南等省份市场拓展情况理想。从净利润来看，2014 年新教材公司净利润大幅增长 68.4%至 4074 万元，之后相对稳定，2015 年为 3560 万，有所回落；2016 年为 4005 万。值得关注的是，2016 年净利润增幅不及营收增速，表明在省外市场开拓阶段前期投入成本大。

公司的重点教材教辅，在湖南省外仍然表现出优秀的竞争实力。**公司 2015 年秋季学期投入销售的湘版新品教材《书法练习指导》进入全国 24 个省，占据同类产品全国约三分之一市场份额。**且 2015 年仅有小学三年级使用该教材，后续年度三至六年级全面使用此教材，据 2015 年公司年报估算，该教材有望每年实现 2 亿元的销售码洋，并且带动与之配套的教辅产品。

中南传媒在省外市场的开拓层面进行了多层次努力。1) 注重差异化竞争，积极推广应试性弱，不受地域局限的书法教材：教材教辅市场区域性较强，在省外市场主课教材体系较为稳定，难以实现突破，而新开设的书法副课教材竞争者较少。公司 2015 年秋季学期投入销售的湘版新品教材《书法练习指导》进入全国 24 个省，占据同类产品全国约三分之一市场份额。**2) 通过活动提升湘版教材在省外竞争力：子公司新教材公司向省级综合服务商转型，**举办多场关注教材建设、深化课程改革的全国性赛事和论坛，多形式组织送教下乡活动。2017H1 向全国十余个省份安排课程培训约 50 场次，提供更优服务，助力湘版教材的品牌推广；在努力夯实原有教材主业基础上，不断拓展教辅多元化。**3) 海外输出：**中南传媒承接苏丹文化援外项目，包括顶层教育规划、教材开发、教师培训、ICT 教师培训中心建设和教材印刷等五大板块。此外，2016 年，中南传媒全年向海外输出图书版权达 224 项。通过一系列的推广，到 2016 年新教材公司实现销售码洋近 9 亿元，湘版教材教辅在广西、广东、海南等多省的市场和品种有新突破。

图6：2012-2016年新教材公司净利润情况



（二）政策动向

我国 K12 教育领域受政策影响较大，目前在出版发行领域相关政策及规定将对教育出版领域的发行招投标、教材价格等形成影响。

1、教辅市场整顿

1) 针对湖南教辅市场资料泛滥等问题，专项整治力度加大

湖南动员全省各级教育行政部门和中小学校，自 2017 年秋季学期开始对教辅市场进行专项整治，造成湖南教辅市场短期受到一定冲击。

教辅市场乱象由来已久，只有约 20% 的由家长和学生自由选购（零售）。而按照统一征订量的大小，又分为县级以上统一征订的“大征订”，学校一级的统一征订为“小征订”。其中，“大征订”一般是由省教育厅、新华书店制作推荐目录，各地教育局推荐使用，由于是教育主管部门推荐用书，该类图书销量大而稳定，但能位列推荐目录的教辅种类数量较少，一般为“标准化”教辅材料，需要能较好地适用于各个层次水平的学生。而以学校为单位的“小征订”，“高码洋低折扣”问题突出，这些教辅一般定价很高，但发货折扣很低（根据《中国青年报》报道，一般两折至四折），给流通环节留下很大的利润空间。

2011 年至今，中央已经牵头多部委联合下发多项通知，针对教辅市场存在的问题进行整治，但各地监管的执法重点和力度不一。根据湖南省纪委办公厅发布的专项整治，此次整顿由省纪委主导，教育部门和相关职能部门协同配合，上下联动推动专项整治，执行力度较大。根据专项整治方案，专项整治工作时间为 2017 年 6 月--2018 年 12 月，分三个阶段进行。本次整治主要针对湖南省内征订教辅材料中存在的问题，具体主要包括：

- 向小学一、二年级学生推荐并代购教辅材料；
- 在省、市、州推荐目录以外推荐教辅材料；
- 征订“一课多辅”；
- 学生“被自愿”征订教辅材料。

总体来看，本次湖南省专项整治针对的是教辅市场的“小征订”问题，意图将教辅选择权交还给教辅使用者。因此整顿后，教辅市场将得到净化，高质量的教辅图书凸显优势。同时，教材采购由统一征订逐渐向零售转变的情况下，销售渠道的作用将进一步显现

2) 教辅材料征订额下降

根据青年人网、湖南日报、永州新闻网，从已公布数据的湖南省内五个地级市来看，2017 年秋季各市教辅材料征订总额相比于春季的降幅均在 40% 以上，最高为 70.9%，查处力度较大。

表 2：教辅市场整顿对湖南各市的影响

地级市	影响	2016 年在校中 小学生人数 (万人)	2017 年秋季教辅 材料征订金额人 均减少(元)
衡阳市	2017 年秋季，全市教辅征订金额比春季减少约 7500 万元， 减少了 42.8%。	102.78	72.97
郴州市	2017 年春季，全市中小学校共征订教辅材料 1.38 亿元，整 治工作开展后，2017 年秋季，全市教辅材料征订总额降至 5600 余万元，同比减少 59.6%，生均减负 89 元。	76.75	106.84
永州市	2017 年秋季，全市教辅材料征订总额预计减少 1.02 亿元， 其中“一科一辅”，比春季减少 1183.97 万元。	91.67	111.27
怀化市	2017 年秋季，全市中小学教辅材料征订总金额约为 4500 万 元，比 2017 年春季征订金额 1.3 亿减少 8500 万元，下降 65.38%，其中为贫困学生人均减轻负担 300 元，共计 3600 万元。	62.7	135.57
常德市	2017 年秋季，征订教辅材料金额较春季减少 70.9%，减幅 列全省第一。	69.18	
湖南省		895.3	

资料来源：湖南省教育厅、郴州市政府、永州新闻网、怀化新闻网、怀化新闻网、新华社，广发证券发展研究中心

3) 利用丰富的线下渠道，积极应对政策变化

教辅虽然与教材同属于教育类图书，受政策影响较大，但同时教辅也具备一定的一般图书属性。在中、高考制度导向下，在校学生尤其是应届考生，为一门主课配备两本及以上的辅导书较为常见。目前湖南省的教辅市场整顿，由“一课多辅”变成了“一课一辅”，教辅图书市场有所缩减。从中长期来看，中国中考、高考升学制度不变的情况下，优质教辅仍为刚需。在应对湖南省内教辅市场整体的规模缩减时，中南传媒有以下几方面优势：一是“湘版教材教辅”产品与品牌优势；二是公司在湖南省内强大完善的销售网络，三是中南传媒省外市场开拓布局早，能一定程度缓解省内销售下滑的不利影响。

A. 教辅市场优胜劣汰，湘版教材教辅竞争力高

教材的编写、出版和发行均属于行政许可范围内，而教辅市场政策限制较小，大量的民营企业从事教辅图书的内容策划与编写，目前行业已经高度市场化。根据世纪天鸿招股说明书，全国近 600 家出版社中，90%的出版社出版教辅，而其中全国民营策划和发行机构涉及此领域的占 60%。渠道方面，在全国超 3 万家的书店中，有近 80%的书店经营教辅图书。

而此轮教辅市场整顿，使得一些非法和中小规模的教辅退出市场，具有权威性的教辅更受市场认可，市场集中程度将有所提升。教辅图书用于辅助中小学生的课业学习，其内容、质量尤为重要。中南传媒旗下湖南教育出版社成立于 1982 年，拥有三十多年的教材教辅编写、出版经验，在湖南地区领先优势明显。

B. 销售网络：新华书店+校园书店，为教辅销售提供全方位渠道

公司近年来加大了线下书店的建设力度，为应对教材教辅市场整治起到了防御的作用。公司在湖南地区的线下教材教辅销售渠道更是具有绝对优势，截止至 2016 年底，中南传媒旗下新华书店在全省有 981 家连锁门店，其中中心门店 107 家，校园连锁书店 816

家，集镇门店 46 家，社区门店 7 家，其他门店 5 家。新华书店作为官方渠道，在大众心里认可度较高，深受家长、学生的信任。校园书店则将销售渠道进一步向用户延伸，为生活多集中于校园内的学生们提供便利性。

C. 省外市场开拓：省内到省外，多层次努力

教材教辅市场存在一定的地域性，发行量较大的教材、教辅读物基本由本省新华书店等发行。近年来，随着中小学教材发行招投标政策实施，区域性有所打破，优秀教材教辅逐渐走出省内市场，拓展省外市场份额。

我国中、高考命题原具有区域化特点，但近年来高考统考趋势增强。2014 年，高考采用全国卷的省份为 15 个省，2015 年和 2016 年逐步增加到了 18 个省和 26 个省。中南传媒在省外市场积极推广《书法》等教材取得良好成绩。同时，公司在海外承接苏丹文化援外项目，包括顶层教育规划、教材开发、教师培训、ICT 教师培训中心建设和教材印刷等项目。

2、教材教辅定价权下放，湘版教材价格提升

2016 年 3 月，国家发改委下发废止教材价格和部分相关服务收费政策的文件，将中小学教材定价权下放到省级。2017 年 5 月，湖南省发改委公布了《湖南省中小学教材价格管理办法》，对中小学教材价格进行了调整。按照办法规定，教材零售价格=（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），教材零售价格主要取决于“印张单价”。而此次调价，对于两种规格的教科书正文印张，80 克胶版纸（教材的主要正文用纸）价格都有一定幅度的提升。湖南省提高了教材定价水平，主要是因为教材用纸价格上升带来成本上涨。而教材教辅定价权由中央下放到地方，湖南省及时提价从而避免公司利润受到纸张价格上涨的挤压。

表 3：教科书正文用纸价格表

规格	调价前（元/印张）	调价后（元/印张）	调价幅度（%）
双色（正反四色）	0.639	0.701	9.7%
彩色（正反八色）	0.767	0.841	9.6%

数据来源：湖南省发展和改革委员会官网，广发证券发展研究中心

（三）行业前景：人口红利、文化教育支出提高，共同驱动教育类图书稳步增长

1、二胎政策带来人口红利

教材使用为刚性需求，出版发行册数与学生人数相关。出生人口的增长扩大了教育出版的市场。即当年新生人口数，在 7 年之后，会成为学龄人口，进入义务教育阶段。从 2011 年 11 月以来，我国二胎政策逐步放开：

- 2011 年 11 月，全国各地实施双独二孩政策。
- 2013 年 12 月，实施单独二孩政策。

➤ 2015年10月，经十八届中央委员会会议决定，全国实施全面二孩政策，以应对人口老龄化。

目前，自实施“双独二孩政策”已过去6年，距离“全面二孩政策”也已经过去2年，二孩政策带来的人口红利有望在接下来的1-5年内持续影响影响全国的教育产业。国家统计局数据，2016年全国出生人口1786万人，比上年多增131万人，人口出生率为1.30%；人口自然增长率为0.59%，比上年提高0.09个百分点，人口出生率达到过去15年巅峰，人口的自然增长率是过去11年以来的最高值。

目前湖南省的义务教育阶段学生人数已经有了上升势头，2016年湖南省各教育阶段的学生人数都有了一定提升，其中小学毕业生、初中招生、初中毕业的人数同比增长均超过了5%，而此阶段对应的初中生正是教材教辅市场的核心受众。长期来看，“全面二孩”政策的实施将会在未来一定程度上提升教材教辅的销量。这一效应最为明显的是2018-2023年间，即全面放开二孩政策后新出生人口进入义务教育阶段这一时期。

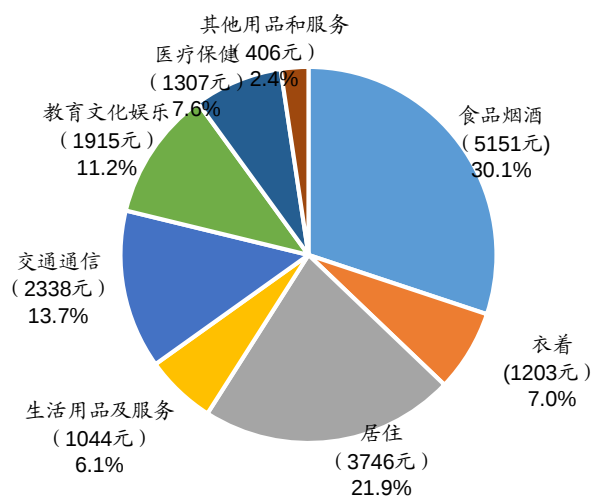
表 4：2016 年湖南省各教育阶段学生情况

阶段	状态	人数（万）	同比增长（%）
幼儿园	在校	224.93	3.83%
	毕业	76.97	5.41%
小学	招生	89.99	1.49%
	在校	501.81	2.65%
初中	毕业	73.99	5.73%
	招生	78.01	5.62%
	在校	225.05	1.19%
高中	毕业	34.2	2.10%
	招生	39.39	3.57%
	在校	110.91	3.23%

2、人均消费水平提升，文化教育支出稳步增长

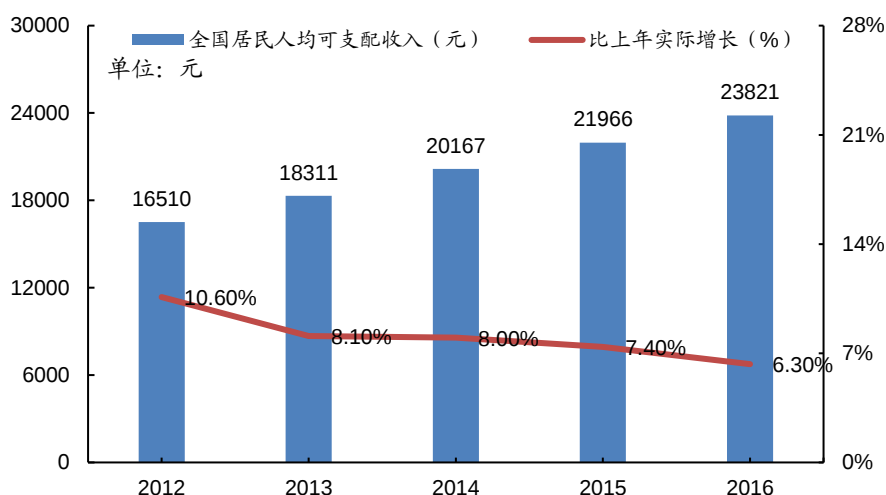
中国家庭具有重视教育的传统，在经济收入增长、人均可支配收入增加的背景下，家庭教育支出也将不断增加。根据国家统计局公布数据，2016 年我国人均可支配收入 2.38 万元，同比增长 6.3%。2016 年全国人均教育文化娱乐支出 1915 元，占人均消费总支出的 11.2%，同比增长 11.4%。

图7：2016年全国人均消费支出及其构成



数据来源：《国民经济和社会发展统计公报》，广发证券发展研究中心

图8：2012-2016年人均可支配收入及其增速



数据来源：《国民经济和社会发展统计公报》，广发证券发展研究中心

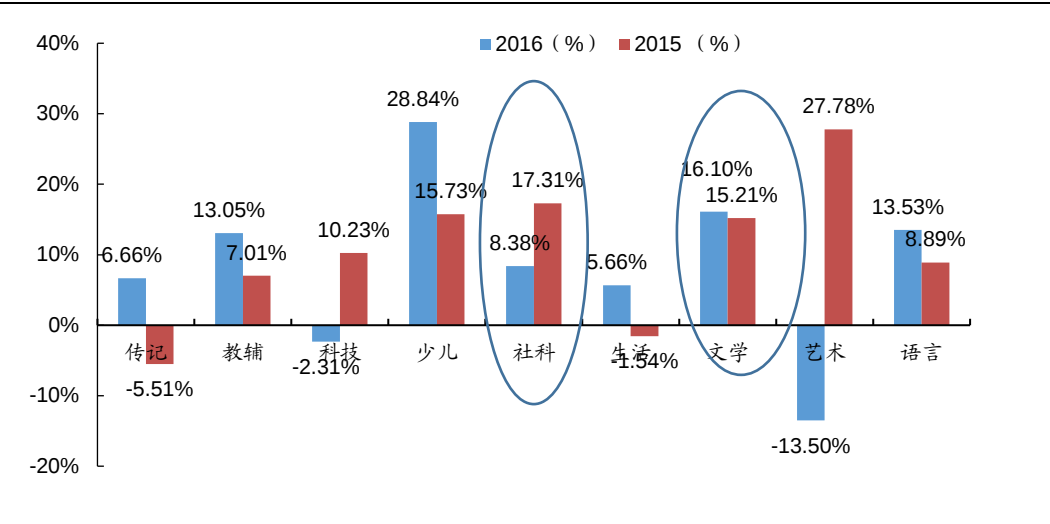
三、一般图书：以科普和文艺类图书占领高地

在教材教辅业务核心地位稳固的同时，中南传媒在一般图书领域同样布局丰富。2011年，公司与博集天卷达成了战略合作，成立了中南博集。2012年12月，公司进一步入股中南博集，最终持有中南博集51%股权，扩充了公司在一般图书的资源储备及策划能力；2013年11月，公司参与民主与建设出版社的增资扩股，拓展经济建设、科学普及等图书品类。2013-2016中南传媒的一般图书业务营收复合增长率为14.61%，毛利率维持在30%水平，实现稳定快速增长。（备注：此部分一般图书业务营收为一般图书的发行+出版业务，两部分业务未进行内部抵扣。）

在一般图书领域，中南传媒旗下拥有湖南文艺社、岳麓书社、湖南科技社等多家知名图书出版社，以及中南博集、上海浦睿文化2家内容策划公司。根据公司公告，旗下这些

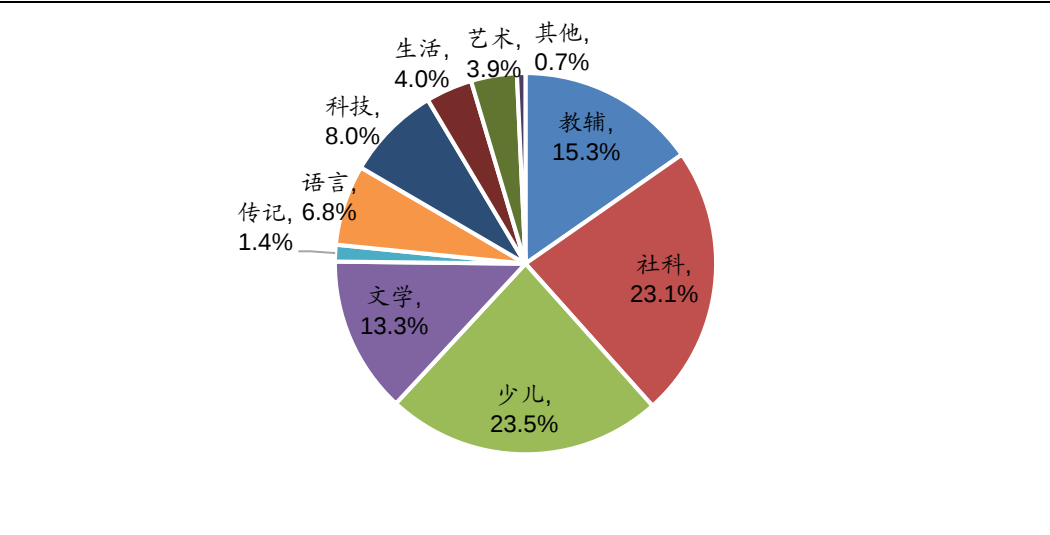
公司出版的书籍在原创文学、科普图书、心理自助图书、中国古典文学、音乐、收藏品牌等细分领域稳居全国前3。根据开卷信息2016年数据，教材教辅、社科、少儿、文学为图书零售市场4大细分板块，中南传媒通过在社科、文学两大品类布局，与其在教材教辅领域的优势共同推进图书出版发行业务。

图 9：2016 年中国综合图书零售市场细分类别增长状况（%）



资料来源：开卷信息，广发证券发展研究中心
*注：艺术品类 2016 年回落明显主要系 2015 年现象级图书《秘密花园》单品影响较大所致

图 10：2016 年各细分品类码洋占比



数据来源：开卷数据，广发证券发展研究中心

➤ 科普类细分市场排名第一
中南传媒旗下的湖南科技出版社深耕科普市场，凭借《时间简史》开发系列读物，让科普读物摆脱“曲高和寡”局面，树立中国科普图书出版标杆。科技社旗下拥有史蒂芬·霍金、托马斯·弗里德曼、吴国盛、吴钟琪、靳羽西等国内外知名作者的图书出版权。世界级畅销书《时间简史》在中国销售势头良好后，湖南科技出版社紧跟热点趋势

深度开发，在 2001 年推出《时间简史（插图版）》，2005 年推出《时间简史（普及版）》，让科普读物“亲民化”。2012 年 1 月 8 日正当霍金 70 岁生日，湖南科技社抓住时间节点推出《时间简史（普及版）》和《大设计》合订本，并在当年的北京图书订货会上举办了发布仪式成功带动新一轮图书销量。此外，湖南教育出版社虽然是以教材教辅业务为主的出版社，但其推出《中国鸟类野外手册》等垂直类科普读物，也取得良好的销售成绩。随着图书收藏价值的提升，80、90 后父母对少儿教育的重视程度增高，预计科普类图书仍将受到市场的欢迎。中南传媒拥有的《时间简史》、《果壳中的宇宙》等多部科普类长销书将帮助公司在细分品类种占据一定优势。

表 5：中南传媒旗下代表性科普类图书

书名	出版社	作者	书籍介绍
《时间简史》	湖南科技出版社	史蒂芬·霍金	《插图版》连续三年位于当当科普畅销榜第 1；《时间简史》简版亦进入科普畅销榜单
《果壳中的宇宙》	湖南科技出版社	史蒂芬·霍金	和欧洲同步发行，2014-2016 年位于当当科普畅销榜前 10
《大设计》	湖南科技出版社	史蒂芬·霍金	2013-2016 都位于当当科普畅销榜前 40
《我的简史》	湖南科技出版社	史蒂芬·霍金	史蒂芬·霍金首度个人自传，2014 年央视“中国好书”榜引进版获奖好书，2015 年位于科普畅销榜 13 名
《大人孩子都能读懂的时间简史》	湖南科技出版社	泡爸	2014 年推出时位于科普畅销榜前 40 名，2016 年国家新闻出版广电总局向全国青少年推荐百种优秀图书之一
《史前帝国 1 恐龙大演化》	湖南科技出版社	杨杨	2013 年科普当当畅销榜单 11 名
《中国鸟类野外手册》	湖南教育出版社	中国环境与发展国际合作委员会主持	书籍描述了 1329 种鸟类，2003 年左右出版后，2014 年仍位于科普畅销榜单中

数据来源：当当，京东，广发证券发展研究中心

➤ 人文图书：中南博集专注优质图书内容挖掘

在人文图书层面，中南博集与公司旗下出版社紧密合作，推出大量知名作品。例如，湖南文艺出版社和中南博集在通俗读物领域展开深度合作，在青春文学、治愈文学、心理学领域领先行业。中南博集与知名主持人乐嘉拥有良好的合作关系，为其出版过《乐嘉性格色彩学入门》、《跟乐嘉学性格色彩》等多部图书，《跟乐嘉学性格色彩》三年畅销百万册。民主与建设出版社则与中南博集合作出版了高晓松的《鱼羊野史》，与浦睿文化合作出版了《耶路撒冷三千年》。在高端人文图书领域，中南传媒旗下各出版社皆有代表性图书。例如，岳麓书社自 2010 年以来推出“古典名著大字本系列”，目标人群锁定老年人和青少年，并利用“经典新读系列”、“古典名著阅读无障碍系列”等成熟书系有效巩固中南传媒在古典图书细分市场的优势地位；湖南人民出版社多本图书获全国优秀社科普及作品奖，树立了品牌；湖南艺术出版社拥有《世界佛教美术图说大典》等知名作品，深耕小众市场。

在一般图书领域，公司擅长挖掘优质图书内容，与优质作者相互成就。张嘉佳的《从你的全世界路过》最初只是在微博连载，湖南文艺社、中南博集最先挖掘故事的出版价值，成就第一本由自媒体向纸质图书进行出版的作品《从你的全世界路过》，该书发行量逾

500 万册，并已实现图书影视联动。此外，中南博集凭借自身在原创文学领域的口碑与出版实力，与王跃文、曹乃谦、柳建伟、张炜、梁晓声等当代文坛头部作家达成深度合作。

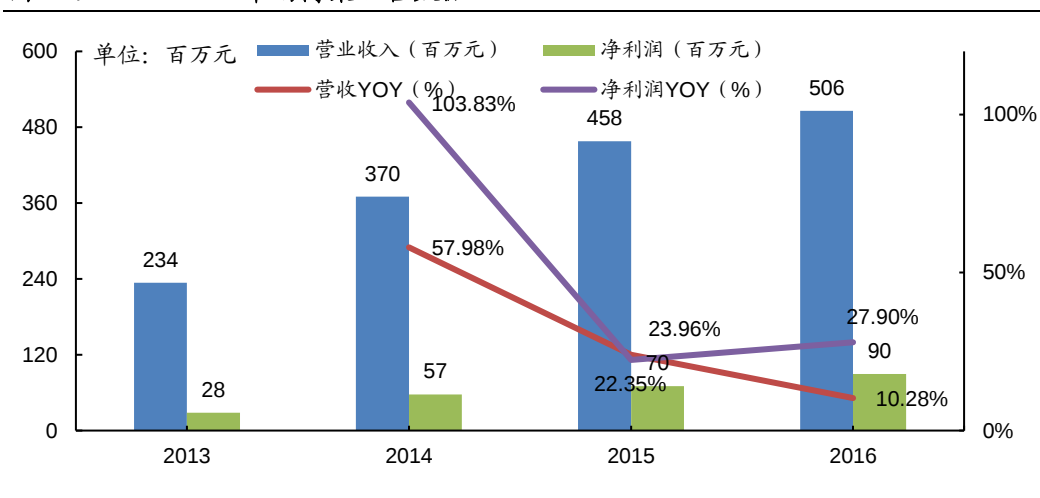
根据公司公告，2017H1 公司加大对其旗下人文版权的开发力度。湖南少儿社围绕“笨狼”IP 进行动画片、音频、电视节目等多环节版权运营。岳麓书社四大名著（名家演播版）有声内容实现在喜马拉雅、咪咕等有声平台的销售。

（二）中南博集：补充一般图书业务板块，带动泛娱乐领域变现

2012 年，中南传媒在原有持股 5% 的基础上，收购中南博集 38.5% 的股权，并进一步增资，最终持有中南博集 51% 股权。中南博集对图书进行策划、编辑，将内容交由出版单位出版，再由中南博集面向全国销售。**中南博集凭借雄厚的作者资源及内容挖掘能力，打造了多本畅销书作品。**据开卷数据，在收购前的 2012 年 1-8 月，中南博集在全国图书零售市场的码洋占有率为 1.09%，位居民营图书公司第二位；收购后，博集连续三年在民营图书公司中占有率排名第一。

中南传媒通过控股中南博集，提升一般图书市场占有率。中南传媒原计划自行设立中南天闻出版策划分公司，但由于自行设立品牌培育期较长，改而通过战略并购的方式控股中南博集。收购后，中南博集在提供优质作者合作资源的同时，为中南传媒带来了图书选题策划及渠道管理经验，而中南传媒则提供资金、渠道、新媒体等资源支持。**自并购以来，中南博集营业收入增速稳定，且通过开展新媒体和影视业务扩大收入。**2013-2016 年，中南博集分别实现营业收入 2.3 亿元、3.7 亿元（+58.0%）、4.6 亿元（+24.0%）、5.1 亿元（10.3%）。净利润分别为 0.3 亿元、0.6 亿元（+103.8%）、0.7 亿元（+22.4%）、0.9 亿元（+27.9%）。2013-2016 年营收复合增长率达到 23.31%，净利润复合增长率达到 47.21%，高于同期公司一般图书业务整体的复合增长率，为中南一般图书业务板块提供了增长动力。

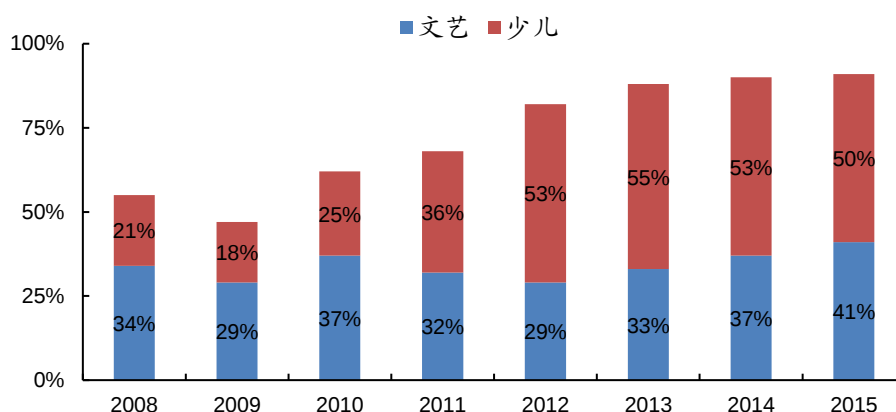
图 11：2013-2016 中南博集经营数据



1、上游：携手畅销作家，实现双赢

通过与天涯、起点中文网、红袖添香等各大文学网站建立合作关系，并与百余名畅销书作者签约，包括马伯庸、桐华、高晓松、郭敬明及其旗下作者等，中南博集在文学类图书领域拥有强大的版权储备。而根据开卷数据，由于中产阶级消费能力的崛起和文化需求的旺盛，文学类图书在过去两年增速达15%以上，文艺类图书在畅销书中的占比达40%以上（其中文学类图书为主要畅销细类）。

图 12：历年大众畅销书 TOP100 品种结构比较



资料来源：开卷数据，广发证券发展研究中心

➤ 优质作者与中南博集合作实现双赢。一方面，中南博集通过对内容的理解，挖掘优质内容，并为作者提供优质出版服务，实现作品良好销量；另一方面，优秀作品的出版，进一步在业内塑造中南博集品牌，吸引更多优秀作者资源加盟。2016年3月，郭敬明与中南博集签约，最世文化旗下的67位作者、34名插画师的所有作品都由中南博集进行出版发行，并拥有“影游书联动”的IP运营的规划，协约期为5年。郭敬明认为，和中南博集签约的主要原因，为中南博集雄厚的出版实力与影游联动能力。最世旗下知名写手安东尼的《绿：陪安东尼度过漫长岁月》上市即取得了开卷信息2017年6月非虚构榜第1名的成绩。中南博集出版的大冰作品《乖，摸摸头》自2014年畅销后，其后续作品《阿弥陀佛么么哒》和《好吗好的》都在良好读者基础和出版策划的助推下，登上当年度畅销榜单。

表 6：2013-2016 当当前 50 名畅销榜中南博集品牌图书数目

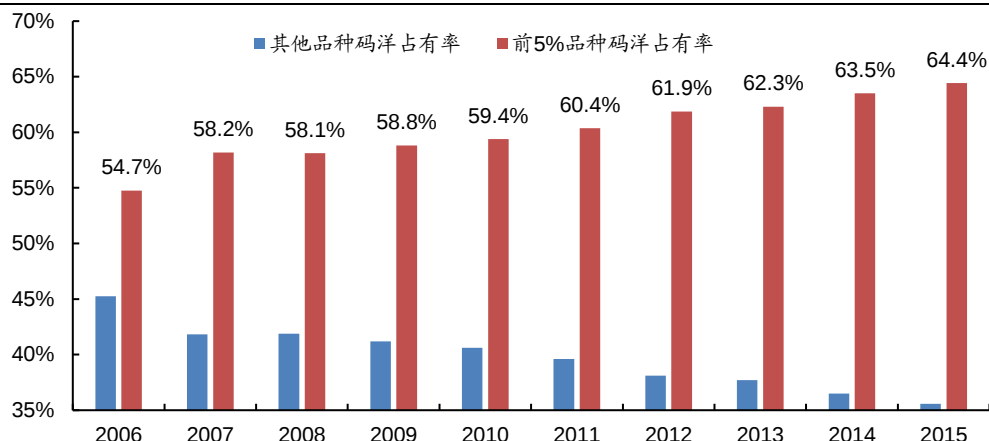
年份	书名	排名	定价（元）	作者
2013	《谢谢你离开我》	3	30	张小娴
	《遇见未知的自己》	10	29	张德芬
	《从你的全世界路过》	32	36	张嘉佳
2014	《从你的全世界路过》	2	36	张嘉佳
	《偷影子的人》	6	29.8	马克·李维
	《愿有人陪你颠沛流离》	25	35.8	卢思浩
	《乖，摸摸头》	34	36	大冰
	《你是最好的自己》	43	36.8	杨杨/张皓宸
	《青蛙弗洛格的成长故事》	47	57.6	马克思·维尔修斯
2015	《从你的全世界路过》	3	36	张嘉佳
	《偷影子的人》	6	29.8	马克·李维
	《阿弥陀佛么么哒》	9	38	大冰
	《乖，摸摸头》	10	36	大冰
	《遇见未知的自己》	25	29	张德芬
	《愿有人陪你颠沛流离》	35	35.8	卢思浩
	《你是最好的自己》	38	36.8	杨杨/张皓宸
	《蔡康永说话之道套装》	45	65	蔡康永
2016	《从你的全世界路过》	3	36	张嘉佳
	《偷影子的人》	9	29.8	马克·李维
	《好吗好的》	14	39	大冰
	《阿弥陀佛么么哒》	22	38	大冰
	《我喜欢这个功利的世界》	31	38	咪蒙
	《乖，摸摸头》	39	36	大冰

数据来源：当当，广发证券发展研究中心

2、经营逻辑：把握大众图书市场脉搏

近年来图书市场口碑作用显现，“二八效应”明显。根据开卷数据显示，前 5%的品种码洋占有率维持 60%以上，且呈现逐年递增趋势。而中南博集在打造畅销书方面，拥有一系列的制度优势。

图 13: 销量排名前 5% 的图书品种对市场的码洋贡献率 (%)



资料来源: 开卷信息, 广发证券发展研究中心

- **策划编辑负责制:** 中南博集在发展早期凭借资深股东的从业时长, 收获许多名家名作资源。但中南博集意识到持续运营需要“机制化”的内容打造能力。博集在成立之初便实行“策划编辑负责制”: 策划编辑凭借自身对作品和作者的了解, 把握内容品质, 并对图书市场的需求进行提前预判, 引导作者去创新。例如, 中南博集在 14 年便加大治愈类图书的推出力度, 在治愈类图书布局上领先同业。2014 年接连推出的《乖, 摸摸头》、《偷影子的人》、《从你的全世界路过》等畅销作品, 在 15-16 年治愈类图书持续流行的情况下, 这些作品连续 3 年登上当当前 50 畅销榜。中南博集凭借其准确和超前的内容把握能力, 在治愈系图书领域的提前布局, 为旗下图书的畅销提供了保证。
- **善用互联网, 多层次营销:** 中南博集重视营销团队的培养, 除拥有公司层面的营销团队, 还为编辑团队匹配相应的营销人员。在中南博集内部, 公司将产品按重点层级分为 3 类, 在产品实施阶段开始营销: 从产品定价、书名推销、封面设计与广告语和话题设计等多个细节维度展开策划。同时, 中南博集以“可能畅销品”的营销逻辑来打造所有产品, 提高普通图书畅销概率, 方便及时为畅销潜力图书提供资源的倾斜与支撑, 实现更大的销售规模。此外, 中南博集善用互联网营销, 成就《从你的全世界路过》、《谢谢你离开我》等畅销书。新媒体贯穿在公司图书销售的系列营销环节。图书问世前, 公司在微博、微信等平台发布消息, 根据话题的参与度和用户的反馈, 预判其市场反应。图书问世后, 再通过新媒体发起抽奖赠书、转发精彩语录等活动, 加大推广力度。

表 7：中南博集主要畅销作品

作品	作者	出版社	主要成绩
《从你的全世界路过》	张嘉佳	湖南文艺出版社	6 个月热卖 200 万册，打破 10 年来单本畅销书的销售记录，连续 3 个月蝉联 3 大畅销排行榜榜首，14 亿次阅读
《正能量》	理查德·怀斯曼	湖南文艺出版社	当当评价逾 2.5 万，与《从你的全世界路过》同为超级畅销书
《谢谢你离开我》	张小娴	湖南文艺出版社	央视《朗读者》推荐作家，张小娴经典畅销散文，上市四年，销量突破 200 万册
《偷影子的人》	马克·李维	湖南文艺出版社	49 国总销量超 4000 万册，法国年度图书销售总榜冠军，内地销量逾百万
《半暖时光》	桐华	湖南文艺出版社	上市不久便创造 20 多万册的销售佳绩

数据来源：京东，当当网，《出版人杂志》，广发证券发展研究中心

有效的经营逻辑为中南博集实现了畅销图书打造能力。《南渡北归》作为一部 170 万字的大体量人文性作品，销售初期业内的乐观预期为 2 万套，但中南博集成功实现了逾 20 万套的销量。中南博集用强大的畅销书打造能力，带动中南传媒大众图书业务的快速增长。

3、下游渠道

据收购公告，中南博集与国有新华书店、民营图书批发商、专业销售商共 200 多家渠道形成战略合作关系，与全国 300 多家平面媒体建立了紧密的联系。中南传媒并购后，中南博集可以借助中南在线下渠道上的优势。同时随着电商的兴起，下游渠道目前集中趋势明显，对于上游出版商来说也更加有利。

- 电商渠道：中南博集与京东、当当、亚马逊等主要的电商渠道建立起良好的合作关系。同时，还在以上几大电商平台和天猫上拥有自营的官方旗舰店。实现了主要线上渠道的全面覆盖。
- 新华书店渠道：一方面，中南博集可以借助中南传媒在湖南省内的新华书店零售系统，包括新华书店的门店、校园书店、社区书店等，针对不同的覆盖人群，提供不同的图书产品。另一方面，公司通过多年的运营，已经与各地的新华书店系统建立起良好的合作关系。
- 其他渠道：对于机场、高铁车站等人流密集的渠道，中南博集一直在稳步深耕。同时，各类型民营书店也是博集的长期合作伙伴。

图 14：中南博集在天猫开设的旗舰店



资料来源：天猫，广发证券发展研究中心

4、“图书+新媒体+影视”协同发展，带动中南传媒泛娱乐领域布局

中南博集旗下包含中南博集、博集新媒、博集影业三大板块，分别负责出版行业、新媒体、影视业三大业务(其中中南博集为中南控股公司，博集新媒与影业为中南参股公司。泛娱乐业务的协同发展，充分利用公司优质的图书内容资源，以有声书、影视等形式延伸产业链，实现多种变现方式，扩充收入结构。

➤ 博集新媒：协同效应，付费变现

2015 年 12 月，中南博集成立博集新媒，以新媒体为流量入口，拓展变现模式。博集新媒以传统纸书、有声书为基础，开展电商业务。截止 2016 年，有声书出版近 150 个品种，总时长逾 3200 小时。包括《法医秦明》系列电子书、有声书等作品销量良好，彰显与中南博集、博集影业的协同效应。2016 年博集新媒实现营业收入 1800 余万元。

➤ 博集影业：版权运营，创造价值

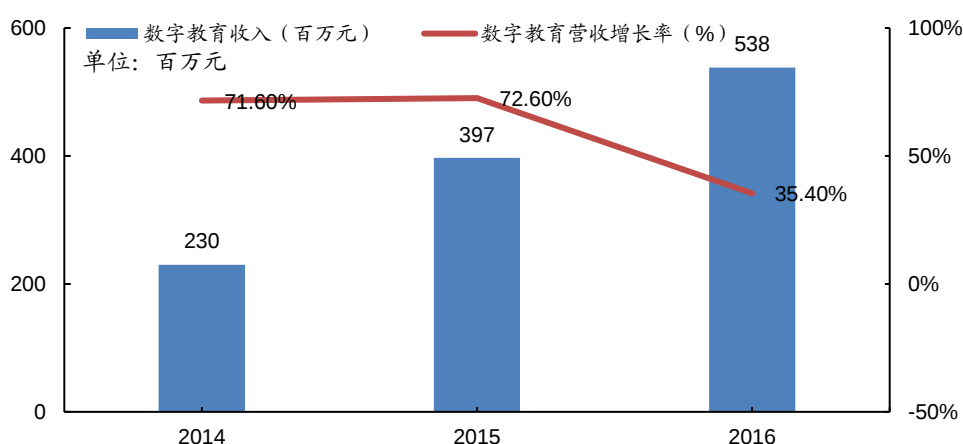
博集影业于 2015 年 8 月成立。影视业务可充分利用图书 IP 资源，由原先单一的影视剧授权升级为自行研发与制作，向 IP 产业链上游延伸。根据艺恩数据，2016 年播放量前 10 名的网络自制剧中，有 9 部为 IP 改编剧。版权运营已成为行业趋势，中南博集充分利用内容优势，开展 IP 运营业务，带动中南博集在泛娱乐领域的转型与突破。公司推出的首部主控作品《法医秦明》全网播放量达 15 亿次，成为 2015 年的重要网剧作品。未来中南博集仍有《乖，摸摸头》、《法医秦明第二季》、《金牌投资人》等 IP 作品开播。

四、发展数字教育，天闻数媒股权激励落地

中南传媒作为教材教辅出版领军企业，一方面拥有种类全、质量高的教育内容资源，另一方面有较为成熟的销售渠道，这些核心竞争力为其转型数字教育提供领先优势。中南传媒数字教育布局早，在教育信息化中占据先发优势。

2013~2016 年公司数字教育（对应报表中“数字出版”）业务收入分别为 1.34 亿、2.30 亿、3.97 亿和 5.38 亿，营收增速分别为 71.6%、72.6%、35.4%，连年高速增长；占中南传媒总营业收入的比例分别为 1.7%、2.6%、3.9%和 5.0%。目前数字出版占整体营收的比例还较小，但其连续数年保持了较高增长。

图 15：天闻数媒数字教育收入规模增长



资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

由于数字教育业务对比图书出版发行，业务模式更为复杂，产品类型也不尽相同，因此出版发行公司原有的架构难以满足数字教育的发展需求，因此，中南传媒的数字教育业务就是全部依托于天闻数媒这一运营主体开展。天闻数媒为中南传媒和华为的合资公司，在基因上实现了教育和技术的结合，目前中南传媒对天闻数媒的控股比例达到 85%，其中直接控股 60%，间接控股 25%。

2016 年 8 月，中南传媒推出了对子公司天闻数媒管理层与骨干员工的持股计划，通过成立合伙企业，向不超过 130 人的天闻数媒管理层，受让华为持有的部分股权，受让股权比例不超过 10%，股权转让价格以天闻数媒整体估值 6.4 亿元人民币为基础。此举，有助于充分发挥天闻数媒管理团队和员工的积极性。

天闻数媒主要业务模式是提供数字教育解决方案获得收入。目前数字教育的主要购买方是学校，经费则主要来源于地方政府财政支出或教育主管部门购买。截止至 2016 年，天闻数媒的数字教育产品覆盖全国 30 个省（区、市）239 个区（县）约 2600 所学校。天闻数媒在数字教育领域拥有完整的产品线，形成了“平台+内容+服务+运营”的闭环生态圈。

图 16：中南传媒数字教育解决方案



数据来源：天闻数媒官网，广发证券发展研究中心

A. 平台方面，依托于区域教育云、CCE云课堂及“三通两平台”。其中区域云教育，强调同一地区内的教学资源在线共享，目前已在深圳龙岗、上海闵行、青岛市南、厦门同安等 20 多个城市试点应用。CCE云课堂主要指信息技术与课堂教育结合。而“三通两平台”具体包括校校通、班班通、人人通，教育资源公共服务平台、教育管理公共服务平台，该部分为学校提供包括软件、硬件、运营等整体解决方案，目前已在湖南益阳南县、岳阳临湘等十个区县落地实施。新开发的校比邻APP项目进入 189 所学校，用户约 18 万，付费用户近 7 万。

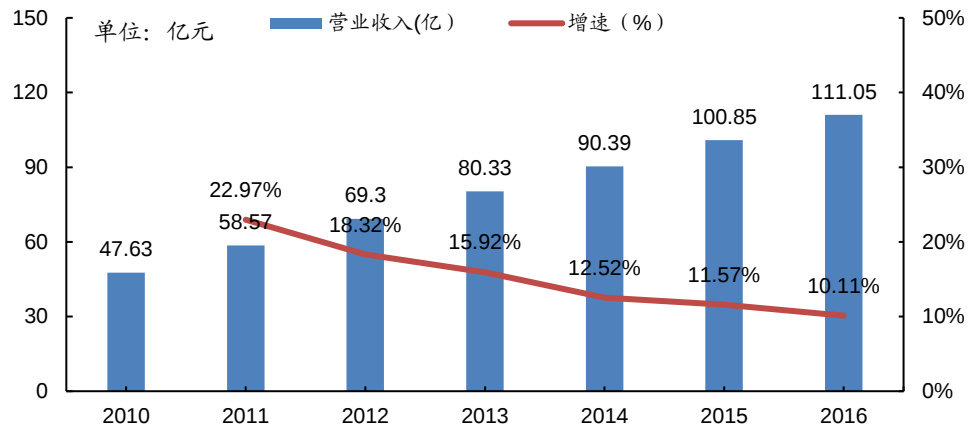
B. 内容研发方面，通过自主研发、品牌引入两条途径，不断充实内容。备课资源、教学设计、课件、动画、音视频等素材达 46 万余条，同步练习、知识点讲解、套卷、真题等测评题库达 108 万条，学科应用达 60 余款，推出数字地理教室、STEM科学教室、数字音乐教室等主题产品。**天闻数字教育内容产品化，完整支撑教学全过程。**教师的课前备课、课中授课、课后布置、课外研修；学生课前预习、课堂学习、课后练习、课外拓展均能得到保证。

五、财务分析：增长放缓、高分红的出版龙头

（一）主营业务情况

2010-2016 年，公司整体业务经营情况良好，分别实现营收 47.73/58.57/69.3/80.33/90.39/100.85/111.05 亿元。在行业大环境增速放缓的情况下，公司的营业收入仍每年持续保持着 10%以上的增速。同期，公司实现归母净利润 5.94/8.02/9.40/11.11/14.69/16.95/18.05 亿元，年复合增速达到 17.2%。2016 年公司的净利润规模在 16 家出版业上市公司中排名第一，保持了行业龙头的地位。

图 17: 2010-2016 年中南传媒营业收入及增速



2010-2016 年公司营收保持增长，同样的营业成本保持同比例增长，在营收增速放缓的情况下，营业成本同比例放缓，营业总成本增速略低于营业收入的增速，公司仍保持着良好的成本控制。

2010 年到 2016 年，公司发行业务始终是最为核心的业务， 营收占比在 70% 上下波动。发行业务毛利率保持在 30% 以上。预计未来发行业务仍将是公司发展的核心业务。出版业务从绝对值看是增长的，但公司其他业务尤其是金融服务以及数字出版增长较快，公司营收结构中出版业务占比相对下降，目前比例仍稳定在 25% 左右。

印刷业务和物资业务在 2010-2016 年营收都逐步下滑，印刷业务从 15.21% 下滑至 8.50%，而物资业务由 12.88% 下滑至 8.17%。该两项业务的毛利率均低于 20%，是公司各项业务中毛利率最低的业务。公司将资源集中于其他盈利能力更强的业务上，选择性地减少了对这两项业务地投入。同时，公司报媒的营收占比逐步下降，也是公司顺应行业发展，战略重心转移的结果。

与此同时，公司积极布局数字出版和金融服务业务。 公司 2013 年开始发展数字出版业务，2014 年开始发展金融服务业务，两项业务在过去几年都保持了较高速度的增长。数字出版业务过去四年营收分别为 1.34/2.3/3.97/5.38 亿元，每年的增速分别为 71.64%/72.61%/35.52%，增速远超公司营收平均增速。值得注意的是，数字出版业务和金融服务业务具有领先的毛利率水平。其中金融服务的毛利率高达 50% 以上，数字出版也具有 25% 以上的毛利率。

表 8: 2010-2016 公司各细分业务营收占比情况 (%)

年度	发行 (%)	出版 (%)	印刷业务 (%)	物资 (%)	数字出版 (%)	金融服务 (%)	报媒 (%)
2010	71.05	29.3	15.21	12.88			11.48
2011	68.88	28.26	14.47	12.28			12.19
2012	69.91	27	12.96	13.51			11.31
2013	70.03	26.22	11.67	12.27	1.67		8.78
2014	73.33	25.62	10.67	9.23	2.55	1.48	7.88
2015	75.28	25.26	9.68	8.03	3.94	2.94	5.59
2016	75.8	24.85	8.5	8.17	4.84	2.56	4.76

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 18: 2010-2016 年各业务毛利率 (%)

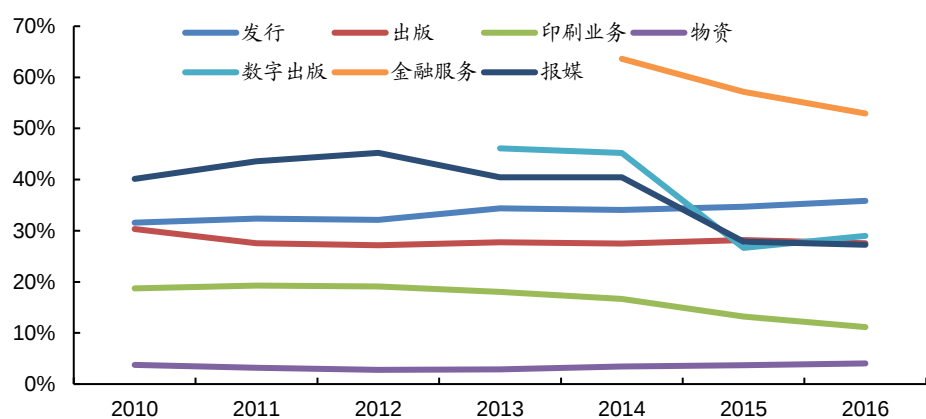
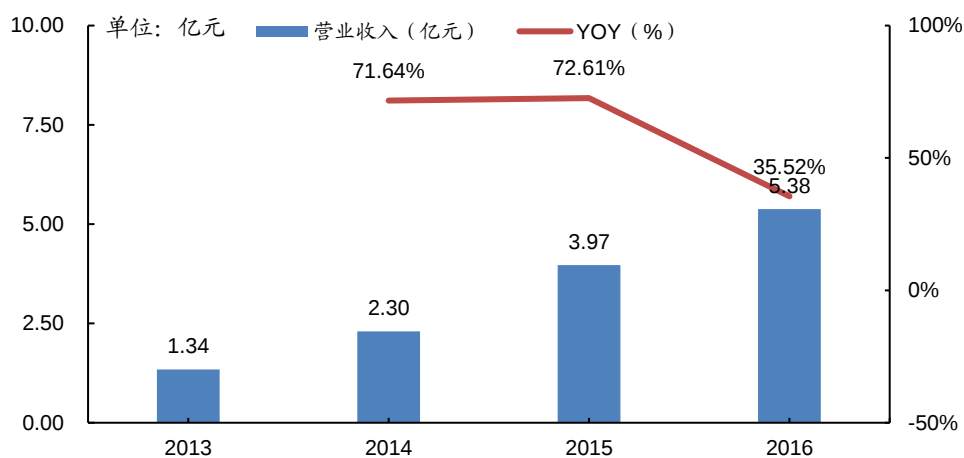


图 19: 2013-2016 数字出版业务营收及增速情况



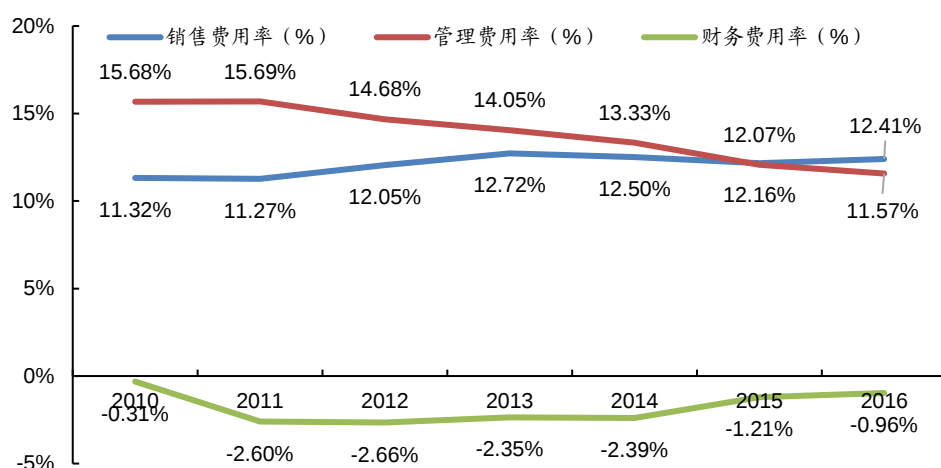
（二）费率分析：费率水平低，费用控制能力出色

2010-2016 年七年间，公司管理费用率逐渐下降，从 2010 年到 2016，管理费用分别为 7.49/9.19/10.17/11.29/12.05/12.17/12.85 亿元，管理费用率分别为 15.68%/15.69%/14.68%/14.05%/13.33%/12.07%/11.57%，七年间管理费用下降了 4.11 个百分点，反映出公司出色的费用控制能力。

销售费用率保持稳定，2010 年到 2016 年间，始终保持在 11%-13%之间，这表明公司在收入稳步增长的情况下，仍然良好地控制了销售费用，没有过度利用营销等方式刺激营业收入的增长。

财务费用始终为负值，财务费用率低。这项指标与公司资产现金比率较高相一致，共同反映了公司现金状况良好，现金充裕，不依赖于银行贷款的特点。

图 20：2010-2016 年公司三大费率变动情况



（三）充沛现金+高分红

公司 2010 年到 2016 年的货币资金保持稳定增长，从 2010 年的 63.24 亿元上升到 2016 年的 123.74 亿元，货币资金占总资产的比重稳定在 60%以上，一度突破 70%。公司是拥有百亿货币资金的上市公司，公司不依赖于贷款，资产质量高。

极高的货币资金储备量使得公司在经营发展上更灵活，可以根据市场变化情况灵活调整业务。

同时，公司上市以来持续进行了高比例分红。公司 2010 年到 2016 年的分红分别为 1.08/2.16/3.23/3.59/4.85/5.21/8.98 亿元。2016 年的分红高达 8.98 亿，股利支付率高达 49.75%。

图 21: 公司 2010-2016 年货币资金变动情况 (亿, %)

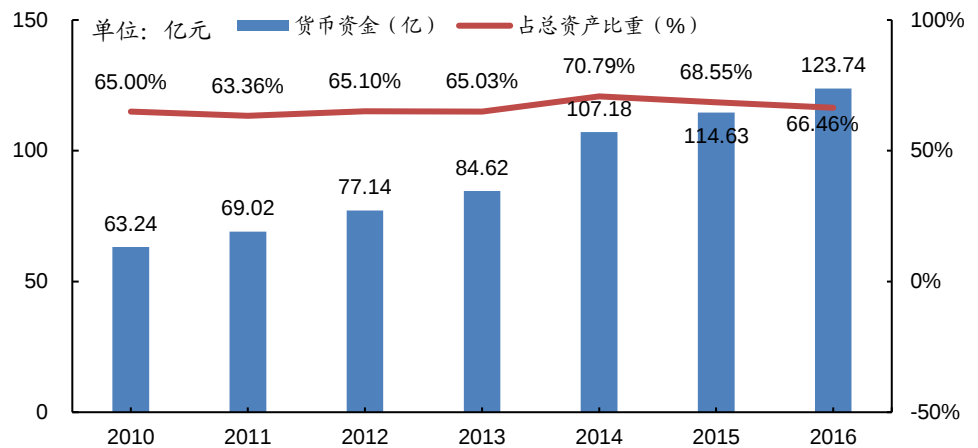
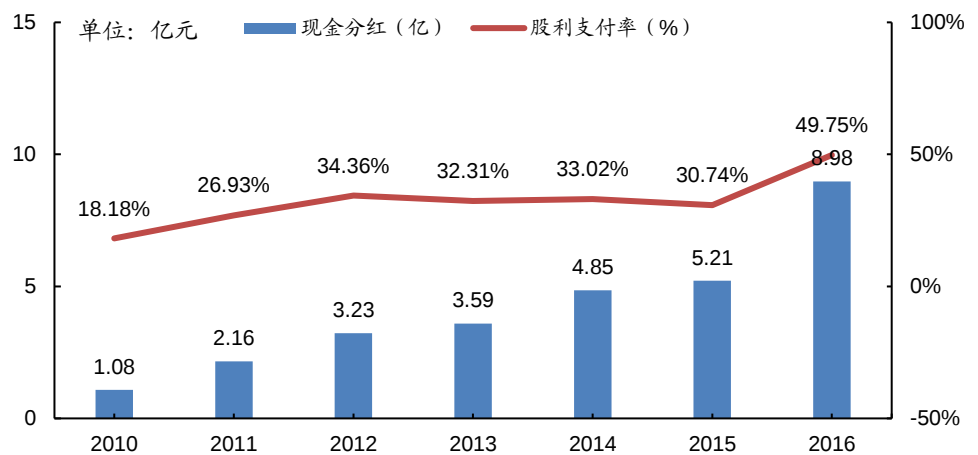


图 22: 公司 2010-2016 年现金分红及股利支付率 (亿, %)



六、盈利预测

中南传媒主要业务包括出版、发行、印刷、媒体、数字出版和金融业务。其中出版是公司基本业务，发行业务在营收中的占比最大，数字出版和金融是公司重点进行战略布局的新业态，我们对这些业务的未来增长情况进行预计。

发行环节主要的产品为教材教辅与一般图书，其中教材教辅因一定程度上受教辅市场整顿冲击，假设 2017-2019 年的销量增速分别为-5.0%、0%、5.0%。价格方面，根据 2017 年 5 月湖南省发布的《湖南省中小学教材价格管理办法》，两种规格的教材主要的正文用纸（80 克胶版纸）提价幅度分别为 9.6%、9.7%，但教辅方面激烈的市场竞争可能会带来一定的价格下降，综合考虑预计 2017-2019 年教材教辅的单本营收增速分别为 5.0%、3.0%、3.0%，相乘可得 2017-2019 年发行环节教材教辅的营收增速分别为-0.3%、3.0%、8.2%。发行的一般图书，2015、2016 年的营收增速分别为

15.5%、12.7%，考虑到中南博集在一般图书领域的领先地位及一般图书市场整体回暖的趋势，我们认为 **2017-2019 年发行环节一般图书的营收增速分别为 18%、15%、15%。**发行环节-音像制品近年来营收一直成下降态势，考虑到互联网时代音像制品的需求将会进一步降低，**预计 2017-2019 年发行环节音像制品的营业收入增速分别为-30%、-20%、-10%。**发行环节—文化用品及其他在经历了 2014、2015 年的高增长后，16 年变化幅度较小，预计未来三年发行-文化用品及其他营收增速分别为 0%、0%、0%。**综上，我们预计未来三年发行业务整体的增速为 3.7%、5.7%、9.3%，营收分别为 87.26、92.20、100.07 亿元。**

出版环节的主要产品包括教材教辅、一般图书、音像制品、期刊和其他。出版环节的教材教辅，销量同样受教辅市场整顿冲击，但相较发行环节预计影响相对较小，未来三年增速分别为-5.0%、0%、5.0%，出版的教材教辅价格的增长逻辑同发行环节的一致，未来三年增速分别为 3.0%、0.0%、0.0%，**相乘可得 2017-2019 年出版环节教材教辅的营收增速分别为 2.2%、0.0%、5.0%。**出版环节的一般图书，2015、2016 年的营收增速分别为 0.3%、2.9%，考虑到 2016 年公司旗下中南博集与最世文化团队签约，最世文化旗下有众多签约知名畅销作者，预计未来仍会贡献出版一般图书的营收，**预计 2017-2019 年出版一般图书的营收增速分别为 5%、5%、5%。**出版-音像制品，同发行环节的预测逻辑相同，营收均将有所下降，结合 14-15 年的历史数据，**预计 2017-2019 年出版-音像制品的营收增速分别为-9%、-10%、-11%。**出版期刊营收近年来呈下降态势，预计 2017-2019 年营收增速分别为-20%、-15%、-15%。**我们预计 2017-2019 年出版业务整体的增速为-4.5%、1.6%、6.0%，营收分别为 26.36、26.78、28.40 亿元。**

中南传媒在数字教育领域布局早，具备先发优势，2014-2016 年数字教育业务保持高增长，增速分别为 71.6%、72.6%、35.4%。中南传媒的数字教育业务主要由旗下的天闻数媒的硬件、软件收入贡献。根据《2017 年教育信息化工作要点》，2017 年核心目标之一为“普通教室全部配备多媒体教学设备的学校比例达到 60%”，未来随着经济发展水平以及教育投入的提升，未来教学信息化需求将持续。基于此，我们判断 2017-2019 年在线教育产品覆盖学校的数量增速分别为 40%、35%、30%，而根据过往年份的数据趋势预计对每个学校的平均收入增速分别为-8%、-7%、-6%。相乘得到，**2017-2019 年，中南传媒的数字出版业务营收增速分别为 28.8%、25.6%、22.2%。**

金融服务业务主要是通过中南传媒下属的财务公司与泊富基金公司展开。其中，财务公司主要为其成员单位提供存贷款、结算等服务，考虑到公司业务特性决定的较好现金流状况，且根据公司 2017 年半年报，上半年金融服务业务营收同比增长 19.7%，**我们预计该项业务 2017-2019 年的营收增速分别为 20%、25%、30%。**

印刷、物资、报媒业务变化幅度较小，但近年来整体营收稳中有降，**根据历史数据预计 2017-2019 年印刷营收增速分别为-3.0%、-3.0%、-3.0%；物资业务的营收增速分别为 3.0%、3.0%、3.0%；报媒业务的营收增速为-6%、-6%、-6%。**

内部抵销部分，因公司业务结构未发生重大变化，故预计内部抵销在总营收中（未扣除内部抵销的）的比重维持稳定，考虑到 2014-2016 年该比例为-26.64%、-24.75%、-

24.07%，预计未来三年的此比例为-24.5%、-24.5%、-24.5%。与未扣除内部抵销部分的总营收相乘，得到 **2017-2019 年的内部抵销部分金额为-36.78、-38.73、-42.03 亿元。**

表 9：盈利预测基础假设

收入增速	2017E	2018E	2019E
一、发行	3.7%	5.7%	9.3%
发行-教材教辅	-0.3%	3.0%	8.2%
发行-教材教辅-单本营收增速	5.0%	3.0%	3.0%
发行-教材教辅-销量增速	-5.0%	0.0%	5.0%
发行-一般图书	18.0%	15.0%	15.0%
发行-音像制品	-30.0%	-20.0%	-10.0%
发行-文化用品及其他	0.0%	0.0%	0.0%
二、出版	-4.5%	1.6%	6.0%
出版-教材教辅	-2.2%	0.0%	5.0%
出版-单本营收增速	3.0%	0.0%	0.0%
出版-销量增速	-5.0%	0.0%	5.0%
出版-一般图书	5.0%	5.0%	5.0%
出版-音像制品	-9.0%	-10.0%	-11.0%
出版-期刊	-20.0%	-15.0%	-15.0%
出版-其他	70.0%	70.0%	70.0%
三、印刷业务	-3.0%	-3.0%	-3.0%
四、物资	3.0%	3.0%	3.0%
五、数字出版	28.8%	25.6%	22.2%
数字出版-覆盖学校数量增速	40.0%	35.0%	30.0%
数字出版-售价/校的增速	-8.0%	-7.0%	-6.0%
六、报媒	-6.0%	-6.0%	-6.0%
七、金融服务	20.0%	25.0%	30.0%
八、其他业务	10.0%	10.0%	10.0%
九、内部抵销	4.5%	5.3%	8.5%
合计	2.1%	5.3%	8.5%

数据来源：广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预计 2017 至 2019 年公司净利润同比增长 2.78%、7.02%、11.18% 至 19.54、20.92、23.26 亿元，每股收益为 1.03、1.11、1.23 元，2018 年 1 月 31 日收盘价对应 2017-2019 年每股收益的市盈率分别为 13.9x、12.9x、11.6x。我们看好公司主营教材教辅出版发行业务的实力，能够充分应对政策变动带来的冲击，同时也认为一般图书受益于大众图书市场景气度提升将持续增长。此外，公司在数字教育、金融服务等新业态上的表现不俗，未来将持续带动盈利能力提升。首次覆盖给予买入评级。

表 10: 可比公司 PE 估值比较 (倍)

可比公司	TTM	2017E	2018E
山东出版	22.33	22.66	20.09
凤凰传媒	17.67	16.46	15.38
皖新传媒	14.94	15.33	13.59
中国出版	25.05	24.41	23.47
新华文轩	19.01	21.61	19.38
中原传媒	14.27	13.52	12.37

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: PE 估值均按 2018 年 1 月 29 日收盘价计算

风险提示

教辅业务持续受到政策冲击; 人口出生率下降, 教辅教材市场增速缓慢;

图书零售市场增速放缓, 公司一般图书市场增速不达预期; 文学图书市场整体增速低于预期, 中南博集收入增长放缓;

数字教育业务竞争加剧, 市场拓展缓慢。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	14,294	16,231	18,288	20,927	23,918	经营活动现金流	1,944	2,165	2,199	2,166	2,569
货币资金	11,463	12,374	14,527	16,731	19,358	净利润	1,779	1,901	1,954	2,092	2,326
应收及预付	1,311	1,572	1,535	1,658	1,847	折旧摊销	179	192	181	184	186
存货	1,160	1,272	1,300	1,400	1,524	营运资金变动	-144	-30	68	-115	55
其他流动资产	360	1,013	926	1,137	1,189	其它	130	103	-4	4	2
非流动资产	2,429	2,388	2,216	2,059	1,913	投资活动现金流	-385	-693	-6	-31	-43
长期股权投资	28	37	37	37	37	资本支出	-379	-143	-30	-59	-69
固定资产	1,381	1,344	1,239	1,100	968	投资变动	-6	-544	24	27	26
在建工程	37	19	1	-16	-34	其他	0	-6	0	0	0
无形资产	776	751	713	672	635	筹资活动现金流	-681	-580	-41	70	100
其他长期资产	207	236	226	266	308	银行借款	0	0	0	0	0
资产总计	16,723	18,619	20,504	22,986	25,832	债券融资	0	0	-3	70	100
流动负债	4,575	5,189	5,120	5,439	5,860	股权融资	27	5	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	其他	-708	-585	-38	0	0
应付及预收	4,195	4,738	4,617	4,839	5,210	现金净增加额	878	893	2,153	2,204	2,626
其他流动负债	380	451	503	600	650	期初现金余额	10,718	11,463	12,374	14,527	16,731
非流动负债	136	129	130	200	300	期末现金余额	11,595	12,355	14,527	16,731	19,358
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负	136	129	130	200	300						
负债合计	4,711	5,319	5,250	5,639	6,160						
股本	1,796	1,796	1,796	1,796	1,796						
资本公积	4,443	4,443	4,443	4,443	4,443						
留存收益	5,160	6,418	8,273	10,258	12,465						
归属母公司股	11,448	12,732	14,587	16,572	18,779						
少数股东权益	564	568	668	775	893						
负债和股东权	16,723	18,619	20,504	22,986	25,832						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10085	11105	11336	11936	12951	成长能力(%)					
营业成本	5941	6543	6685	7001	7518	营业收入增长	11.6	10.1	2.1	5.3	8.5
营业税金及附	41	59	61	66	75	营业利润增长	18.1	11.5	1.8	7.8	11.7
销售费用	1226	1378	1553	1659	1813	归属母公司净利润增长	15.4	6.5	2.8	7.0	11.2
管理费用	1217	1285	1383	1456	1606	获利能力(%)					
财务费用	-122	-107	-330	-377	-429	毛利率	41.1	41.1	41.0	41.3	42.0
资产减值损失	141	139	135	140	140	净利率	17.6	17.1	17.2	17.5	18.0
公允价值变动	0	0	0	0	0	ROE	14.8	14.2	12.7	12.0	11.8
投资净收益	7	33	24	27	26	ROIC	502.1	263.5	335.9	464.2	2688.
营业利润	1648	1839	1872	2019	2254	偿债能力					
营业外收入	223	181	195	191	192	资产负债率(%)	28.2	28.6	25.6	24.5	23.8
营业外支出	65	87	80	82	81	净负债比率	-95.4	-93.0	-95.2	-96.5	-98.4
利润总额	1806	1933	1988	2127	2365	流动比率	3.12	3.13	3.57	3.85	4.08
所得税	27	33	33	35	39	速动比率	2.85	2.86	3.30	3.57	3.80
净利润	1779	1901	1954	2092	2326	营运能力					
少数股东损益	84	96	100	107	119	总资产周转率	0.63	0.63	0.58	0.55	0.53
归属母公司净	1695	1805	1855	1985	2207	应收账款周转率	11.20	10.27	9.86	9.61	9.36
EBITDA	1840	2030	1835	1939	2125	存货周转率	5.37	5.38	5.14	5.00	4.93
EPS (元)	0.94	1.00	1.03	1.11	1.23	每股指标(元)					
						每股收益	0.94	1.00	1.03	1.11	1.23
						每股经营现金流	1.08	1.21	1.22	1.21	1.43
						每股净资产	6.37	7.09	8.12	9.23	10.46
						估值比率					
						P/E	25.3	16.6	13.9	12.9	11.6
						P/B	3.7	2.4	1.8	1.6	1.4
						EV/EBITDA	17.1	8.6	6.0	4.6	2.9

识别风险，发现价值