

超配（维持）

出版行业稳步复苏，AI+教育开启新价值空间

图书出版行业深度报告

2023 年 10 月 31 日

投资要点：

陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340520060001

电话：0769-22119430

邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

罗炜斌

SAC 执业证书编号：

S0340521020001

电话：0769-22110619

邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

研究助理：卢芷心

SAC 执业证书编号：

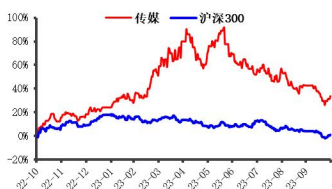
S0340122100007

电话：0769-22119297

邮箱：

luzhixin@dgzq.com.cn

申万传媒指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **疫后图书零售市场逐步修复，短视频电商渠道快速崛起。**受疫情影响，近年来图书零售市场持续承压。分渠道来看，由于社交隔离限制线下消费，疫情期间图书销售加速从线下到线上的转移进程，而线上渠道中短视频电商顺应趋势成为后起之秀。2023年，伴随疫情影响消退，前三季度图书零售市场码洋规模降幅相较Q1和上半年持续收窄，市场恢复态势向好。
- **业绩稳健增长，行业估值偏低静待修复。**出版行业内头部企业具备业绩稳健、现金流充裕、分红比例和股息率高等特点。根据iFind数据统计，2023H1，出版行业营收和归母净利润均实现增长，同比分别增加5.91%和10.62%，行业内企业经营延续了此前的稳健。估值方面，出版行业目前处于历史近5年的38.47%分位。行业整体估值偏低，具有较高的投资安全边际。
- **大模型军备竞赛开启，出版行业优质数据价值凸显。**ChatGPT的出现引领了生成式AI技术发展的新浪潮，随后国内外科技巨头纷纷投入开启AI大模型军备竞赛。由于大模型的训练需要海量高质量数据支撑，出版行业积累的丰富优质中文数据资源价值有望被充分释放，行业有望迎来估值重塑。随着国内稳步推出训练数据版权保护政策，基础设施和交易体系不断完善，以及海外数据收费细则逐渐明确，有望推动我国包括出版行业在内的数据资源加速实现定价、流通和变现。
- **AI赋能传统出版，共筑“AI+教育”新生态。**在传统出版方面，AI当前可以应用于选题策划、内容编校、营销推广等环节，实现降本增效。在AI教育方面，当前海外AI+教育加速融合，相关产品需求旺盛，而国内AI教育落地尚在早期阶段。伴随国内稳步推进教育信息化相关政策，国家投入经费规模不断增加，出版企业尤其是地方性国企依托内容、渠道、资金等优势有望深度参与“AI+教育”行业变革，从而打开第二增长曲线。
- **投资建议：**伴随疫情影响消退，今年图书零售市场复苏态势向好，出版行业业绩稳步回暖。展望后续，AI对于出版行业的变革主要体现在三方面。第一，出版行业具备模型训练所需要的高质量数据资源，大模型迭代加速下有望充分释放行业数据资产价值。第二，AI可以赋能传统出版全产业链实现降本增效。第三，AI教育是当前热门发展方向，地方性出版国企有望依托内容渠道等优势率先落地产品并推广，打造“AI+教育”第二增长曲线。投资方向上，建议关注具备内容渠道优势和积极布局AIGC领域的出版公司，相关标的包括凤凰传媒、皖新传媒、南方传媒、中南传媒、中文在线、世纪天鸿等。
- **风险提示：**政策监管风险；宏观经济波动影响图书消费需求；行业竞争加剧风险；AI技术发展及应用不及预期；国家对教育信息化扶持力度不及预期等。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

1、图书出版行业：基本面渐回暖，低估值待修复	4
1.1 行业产业链分析：图书出版行业具有高准入壁垒，国有资本属性强	4
1.2 行业发展现状：疫后图书零售市场恢复向好，短视频电商崛起	6
1.3 行业财务分析：业绩稳健增长，现金储备充裕，估值位于低位	9
2、大模型军备竞赛开启，出版行业优质数据价值凸显	11
3、AI 重塑出版行业，打开“AI+教育”第二增长曲线	14
3.1 AIGC 赋能传统出版行业各环节降本增效	14
3.2 “AI+教育”需求旺盛，地方性出版国企发挥内容渠道优势	15
4、投资策略	18
5、风险提示	19

插图目录

图 1：图书行业产业链	4
图 2：2015-2022 年国内图书零售码洋及同比增速	6
图 3：2015-2022 年国内图书线上与线下渠道销售情况及同比增速	7
图 4：2015-2022 年图书线上销售码洋占比变化	7
图 5：2022 年各销售渠道码洋规模占比	7
图 6：2022 年全国图书零售市场分品类码洋结构分布	8
图 7：2012-2022 年少儿类图书市场份额变化	8
图 8：2023 年不同时段各销售渠道零售图书市场同比增长率	8
图 9：2018-2023H1 出版行业营业收入及同比增速	9
图 10：2018-2023H1 出版行业归母净利润及同比增速	9
图 11：2018-2023H1 出版行业扣非后归母净利润及同比增速	9
图 12：2018-2022 年出版行业和传媒行业经营活动产生的现金流净额平均值对比	10
图 13：2018-2022 年出版行业和传媒行业货币资金平均值对比	10
图 14：2022 年头部出版公司货币资金情况	10
图 15：2018-2022 年出版行业平均现金分红比例	11
图 16：2018-2022 年出版行业平均股息率	11
图 17：申万出版行业 PE TTM（截至 2023 年 10 月 30 日）	11
图 18：大模型参数和训练数据规模增长示意图	12
图 19：七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》	13
图 20：2017-2024 年中国中小学教育信息化经费投入	18

表格目录

表 1：开卷图书分类体系	4
表 2：出版行业上市公司基本情况	5
表 3：GPT3 训练数据集分语种占比	12
表 4：部分出版行业上市公司旗下数据库案例	13

表 5：海外部分应用 AI 技术的平台	15
表 6：部分地方性出版国企布局 AI 教育案例	16
表 7：部分教育培训类、教育信息化类企业布局 AI 教育的案例	17
表 8：近年来推动 AI 教育发展相关政策	17
表 9：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2023/10/30）	19

1、图书出版行业：基本面渐回暖，低估值待修复

1.1 行业产业链分析：图书出版行业具有高准入壁垒，国有资本属性强

根据国家新闻出版总署颁布的《图书出版管理规定》，图书出版是指获得许可的图书出版法人实体，进行各类内容载体形式的编辑和出版，并通过印刷发行向社会出售的活动。其中，规定的内容载体包括：书籍、地图、年画、图片、画册，含有文字、图画内容的年历、月历、日历，以及由新闻出版总署认定的其他内容载体形式。根据开卷分类体系，图书行业一级分类共包含社科、语言、文艺、科技、生活休闲、少儿、教辅教材、综合图书 8 大类，进一步可细分为 21 个二级类别。

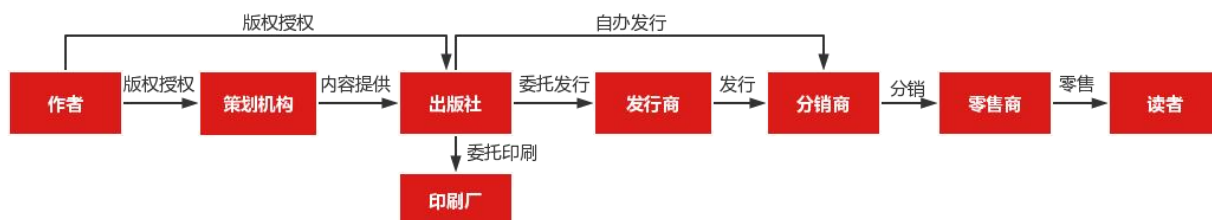
表 1：开卷图书分类体系

一级分类	二级分类
社科	马列、学术文化、教育、经济与管理、法律、心理自助
语言	语言
文艺	文学、传记、艺术
科技	自然科学、工程技术、计算机、医学、大农业
生活休闲	生活、地图
少儿	少儿
教辅教材	教辅、中小学幼儿园教材
综合图书	综合图书

资料来源：北京开卷

我国图书行业产业链由策划、出版、发行、分销和零售五个环节构成。产业链涵盖上游的作者、内容策划机构、印刷企业等，到中游的出版社和发行商，最后通过下游的分销商、零售商流向读者。整体运作模式为：首先，作者直接或通过策划机构间接授权内容给出版社，出版社对图书内容进行审校后，向新闻出版管理部门申请书号，并委托行业具有相关资质的印刷企业进行印刷。此后，发行商从出版社购入图书，并分销给下游的分销商从而取得发行收入。最终，分销商分发给零售商，零售商通过实体书店或者线上渠道销售给读者。

图 1：图书行业产业链



资料来源：华经产业研究院，东莞证券研究所

出版行业具有高准入壁垒，国有企业占据主导地位。由于图书出版行业涉及信息及内容

的传播，关乎国家文化安全及意识形态的稳定，因此受到国家监管层的高度重视。根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干规定》，涉及出版物印刷及发行业务的企业国有资本必须控股 51%以上，这决定了图书出版行业国有资本占据主导地位的市场竞争格局。

根据申万行业分类，A 股传媒二级细分行业中出版行业共有上市企业 29 家，按照企业实际控制人的性质可以分为国有出版企业（包括央企 3 家和地方国有企业 18 家）和民营出版企业（8 家）。由于政策限制，我国仅国有出版单位（包括出版社、期刊社等）具有申请书号的资格，民营出版机构需要与国有出版单位合作，通过向国有出版社购买等方式以获得书号，针对中小学生教材教辅的图书出版的要求则更高。同时，受限於教育的地域性差异，我国国有出版企业往往以省级行政区划来发展业务。2023 年上半年，营业收入排名前十位的均为地方国有企业，其中凤凰传媒以 71.79 亿元的营业收入居于首位。

表 2：出版行业上市公司基本情况

代码	公司名称	2023H1 营收(亿元)	2023H1 归母净利润(亿元)	属性	主要市场
601928.SH	凤凰传媒	71.79	15.60	地方国有企业	江苏省
601098.SH	中南传媒	67.70	9.71	地方国有企业	湖南省
601801.SH	皖新传媒	60.33	7.24	地方国有企业	安徽省
601921.SH	浙版传媒	55.11	7.24	地方国有企业	浙江省
601811.SH	新华文轩	54.28	7.62	地方国有企业	四川省
601019.SH	山东出版	52.25	8.94	地方国有企业	山东省
600373.SH	中文传媒	50.30	8.45	地方国有企业	江西省
000719.SZ	中原传媒	43.23	4.72	地方国有企业	河南省
600551.SH	时代出版	42.34	1.82	地方国有企业	安徽省
601900.SH	南方传媒	40.58	4.11	地方国有企业	广东省
600757.SH	长江传媒	35.48	6.50	地方国有企业	湖北省
601949.SH	中国出版	25.18	2.51	中央企业	全国
600229.SH	城市传媒	13.53	2.08	地方国有企业	山东省
601858.SH	中国科传	12.11	1.84	中央企业	全国
601999.SH	出版传媒	10.92	0.13	地方国有企业	辽宁省
300788.SZ	中信出版	8.73	0.91	中央企业	全国
605577.SH	龙版传媒	8.31	1.28	地方国有企业	黑龙江省
603230.SH	内蒙新华	8.21	1.56	地方国有企业	内蒙古自治区
300364.SZ	中文在线	6.51	-0.37	民营企业	全国
600825.SH	新华传媒	6.07	0.34	地方国有企业	上海
603999.SH	读者传媒	5.22	0.34	地方国有企业	甘肃省
603096.SH	新经典	4.40	0.88	民营企业	全国
000793.SZ	华闻集团	3.37	-0.70	民营企业	全国
002181.SZ	粤传媒	2.44	0.07	地方国有企业	广东省
301052.SZ	果麦文化	2.37	0.29	民营企业	全国
301025.SZ	读客文化	2.24	0.17	民营企业	全国
300148.SZ	天舟文化	1.92	0.02	民营企业	全国

300654.SZ	世纪天鸿	1.50	0.08	民营企业	全国
301231.SZ	荣信文化	1.49	0.06	民营企业	全国

资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.2 行业发展现状：疫后图书零售市场恢复向好，短视频电商崛起

图书零售市场受疫情影响严重出现周期性下滑。伴随着国民经济增长，居民文化消费支出增加，叠加国家产业政策支持，2019 年以前我国图书零售市场规模呈现良好的发展态势。根据开卷信息统计，自 2015 年起，我国图书零售码洋规模持续增长，从 2015 年的 624 亿元增长至 2019 年的 1023 亿元，年均复合增长率达 13.2%。自 2020 年疫情暴发以来，社交隔离导致居民线下消费受限，物流运输渠道受阻影响线上销售，叠加大众消费疲软，图书零售市场整体遭受沉重打击，年度零售市场码洋规模呈现波动下滑趋势。2022 年，国内图书零售码洋下降至 871 亿元，同比减少 11.7%，相较 2019 年减少 14.9%。

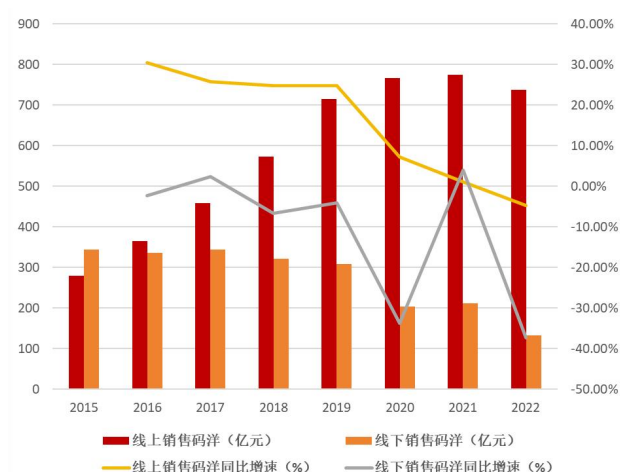
图 2：2015-2022 年国内图书零售码洋及同比增速



资料来源：开卷信息《2015-2022 年图书零售市场报告》，东莞证券研究所

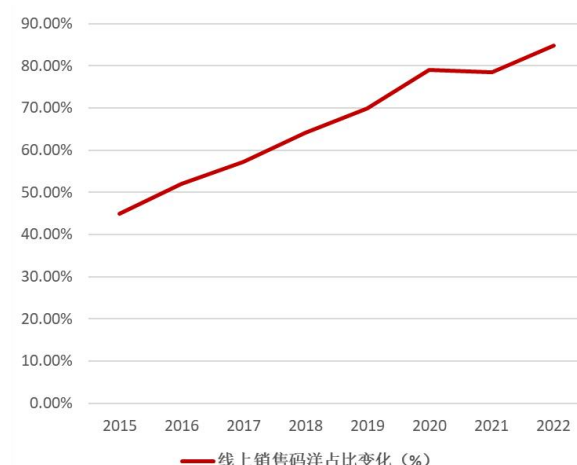
分渠道看：疫情加速图书销售从线下到线上转移进程。2016 年，我国图书零售市场中，线上图书销售规模首次超越线下图书销售规模，此后线上图书销售规模呈现快速增长态势。线上销售渠道看，2015-2019 年，国内线上图书销售码洋年均复合增长率达 26.4%，至 2019 年实现销售码洋 715 亿元。线下销售渠道看，2015-2019 年，国内线下实体店销售码洋年均复合增长率为-2.7%，至 2019 年销售码洋减少至 308 亿元。疫情期间，由于线下销售渠道受到冲击、大众消费习惯转移以及短视频电商作为新兴渠道的兴起，线上与线下销售规模差距进一步扩大。2020-2022 年，线下销售码洋呈现加速下滑态势，3 年复合增长率为-19.3%；而线上销售展现韧性，2020 和 2021 年销售码洋同比仍保持正增长，3 年复合增长率为-1.9%。2022 年，线上销售码洋占比总销售码洋 84.73%，相较 2015 年增加近 40 个百分点。

图 3：2015-2022 年国内图书线上与线下渠道销售情况及同比增速



资料来源：开卷信息《2015-2022年图书零售市场报告》，东莞证券研究所

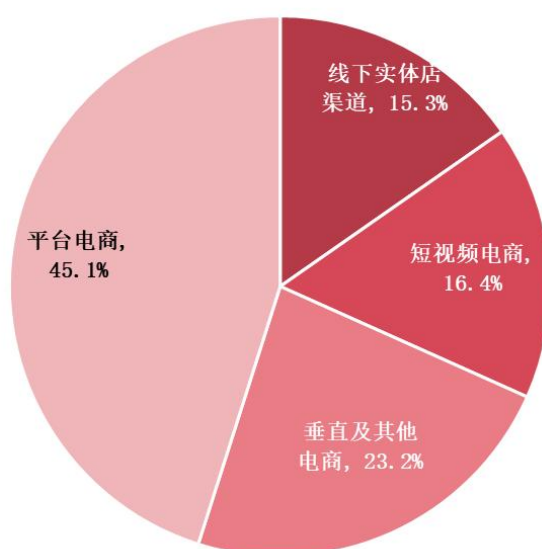
图 4：2015-2022 年图书线上销售码洋占比变化



资料来源：开卷信息《2015-2022年图书零售市场报告》，东莞证券研究所

短视频电商作为新兴渠道迅速崛起。线上销售渠道可以细分为垂直及其他电商渠道、平台电商渠道和短视频电商渠道。随着互联网的普及，疫情期间用户使用手机时长增加，以及短视频电商较其他电商平台销售折扣力度更大，近年来短视频电商渠道快速崛起。在疫情影响严重、大众消费疲软的 2022 年，短视频电商渠道销售码洋规模逆势增长，同比增加 42.86%。从零售码洋占比来看，2022 年短视频电商零售码洋占比 16.4%，赶超线下实体店零售码洋占比。

图 5：2022 年各销售渠道码洋规模占比

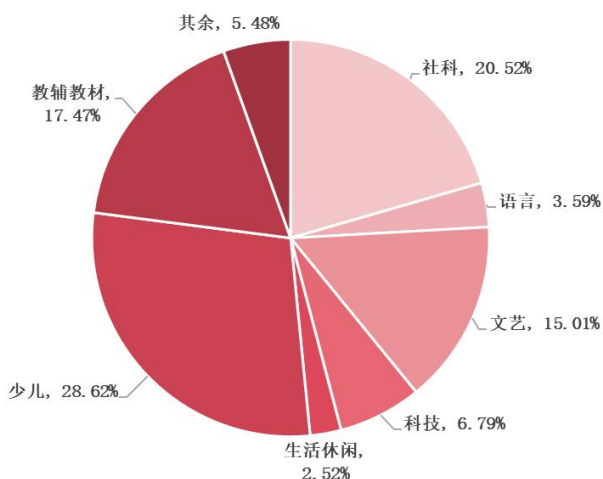


资料来源：开卷信息《2022 年图书零售市场报告》，东莞证券研究所

分品类看：少儿类图书市场份额持续增加。伴随着文化消费的升级和新媒体的快速发展，图书市场呈现出向少儿、社科类大众图书倾斜的趋势。2022 年，根据开卷信息统计，少

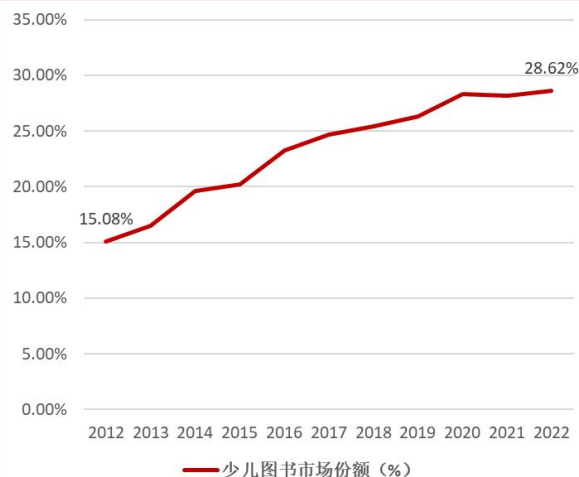
儿、社科、教辅教材类图书销售码洋占据前三大市场份额，合计约占图书销售总码洋的66.61%。其中，近年来少儿类图书规模呈现快速增长的趋势，主要是因为随着生活水平的提高，新一代家长对于儿童早期教育的理念愈发深入，对优质少儿读物的需求不断增加。少儿类图书市场份额从2012年的15.08%跃居至2022年的28.62%，自2016年后超越社科类成为规模最大的细分市场。

图6：2022年全国图书零售市场分品类码洋结构分布



资料来源：开卷信息《2022年图书零售市场年度市场报告》，东莞证券研究所

图7：2012-2022年少儿类图书市场份额变化



资料来源：开卷信息《2012-2022年图书零售市场报告》，东莞证券研究所

疫后图书零售市场恢复态势向好，短视频渠道维持同比正增长。根据开卷信息统计，2023年前三季度图书零售市场码洋规模同比下降1.04%，相较一季度的-6.55%和上半年的-2.41%，降幅持续收窄，市场复苏态势向好。从不同销售渠道看，线下销售方面，23年前三季度实体店销售码洋规模同比下降22.56%，相较半年度小幅收窄0.99个百分点，降幅依旧明显。线上销售方面，23年前三季度平台电商和垂直及其他电商销售码洋同比维持负增长，分别下降6.13%和9.76%；新兴渠道短视频电商依然是流量聚集高地，同比保持55.5%的正增长，增幅相较上半年扩大了8.14个百分点。

图8：2023年不同时段各销售渠道零售图书市场同比增长率



资料来源：开卷信息《2023年前三季度图书零售市场分析》，东莞证券研究所

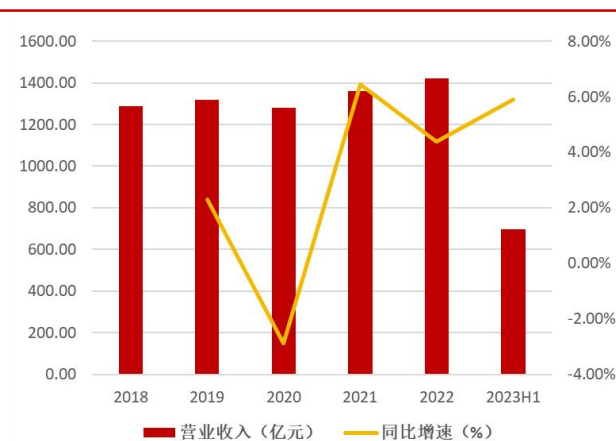
1.3 行业财务分析：业绩稳健增长，现金储备充裕，估值位于低位

以申万传媒行业下的二级子板块出版板块为基础，统计出版行业近年来业绩情况。

疫情冲击下行业业绩保持稳健。2020 年，受到疫情影响，学校延迟开学，线下实体店关闭，物流受限，导致行业整体营业收入和归母净利润有所下滑。2021-2022 年，**营收端**，行业营业收入恢复同比正增长；**利润端**，行业归母净利润和扣非后归母净利润均恢复高于疫情前 2019 年的水平。整体来看，出版行业市场需求较为刚性，在疫情冲击下行业业绩保持稳健。

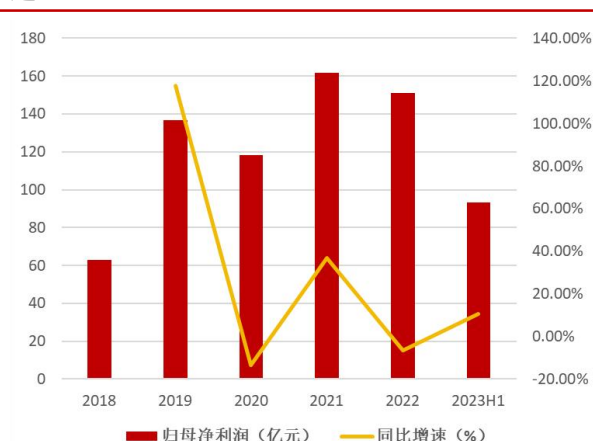
23H1 出版行业营收利润保持同频稳步增长。2023H1，随着疫情影响消退，经济和消费复苏，行业营收和净利润均实现增长，行业内企业经营延续了此前的稳健。**营收端**，23H1 出版行业营业收入为 697.91 亿元，同比增长 5.91%。**利润端**，23H1 行业归母净利润为 93.43 亿元，同比增长 10.62%；扣非后归母净利润为 86.00 亿元，同比增长 9.02%。

图 9：2018-2023H1 出版行业营业收入及同比增速



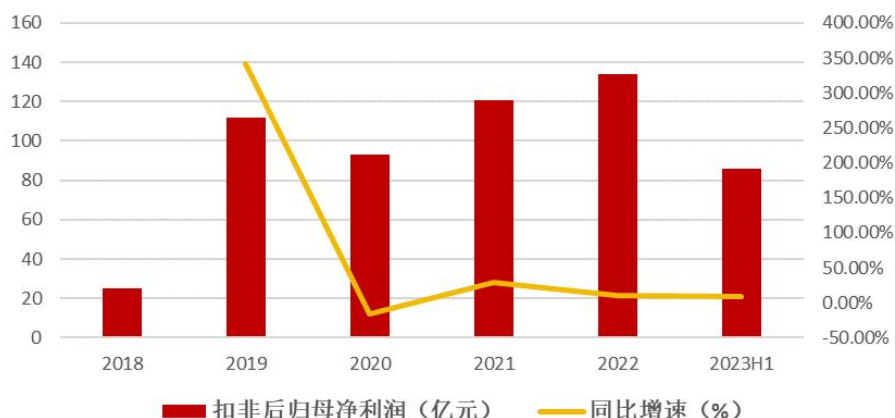
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 10：2018-2023H1 出版行业归母净利润及同比增速



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 11：2018-2023H1 出版行业扣非后归母净利润及同比增速

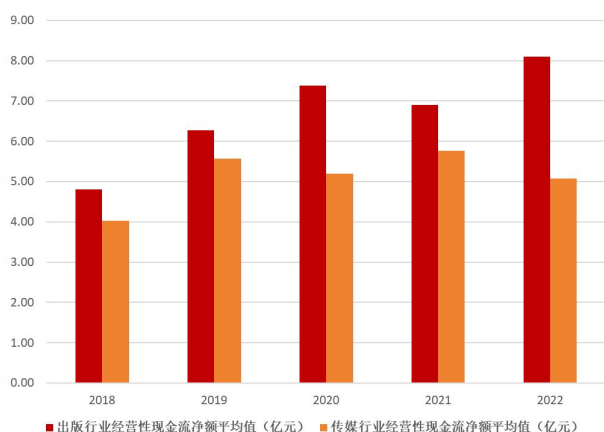


资料来源：iFind，东莞证券研究所

行业现金流情况良好，现金储备充裕。现金流方面，近 5 年来，出版行业经营性现金流

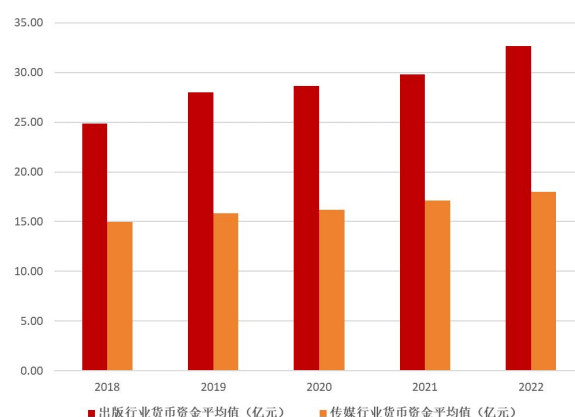
平均值均呈现净流入的状态，除了 2021 年受到个别公司经营现金流出现较大流出影响行业平均值同比出现小幅下滑以外，其余年份出版行业经营性现金流净额平均值均呈现逐年增长的良好态势。且近 5 年里，出版行业经营性现金流净额平均值均高于传媒行业整体平均值水平，出版行业现金流情况良好。**货币资金方面**，2019 年以来，行业货币资金平均值均在 25 亿元以上，并呈现逐年增长的趋势，且近 5 年行业货币资金平均值也均高于传媒行业整体平均值水平。2022 年，头部出版企业中，中文传媒、中南传媒、浙版传媒的货币资金均超百亿元，现金流储备充裕。

图 12：2018-2022 年出版行业和传媒行业经营活动产生的现金流净额平均值对比



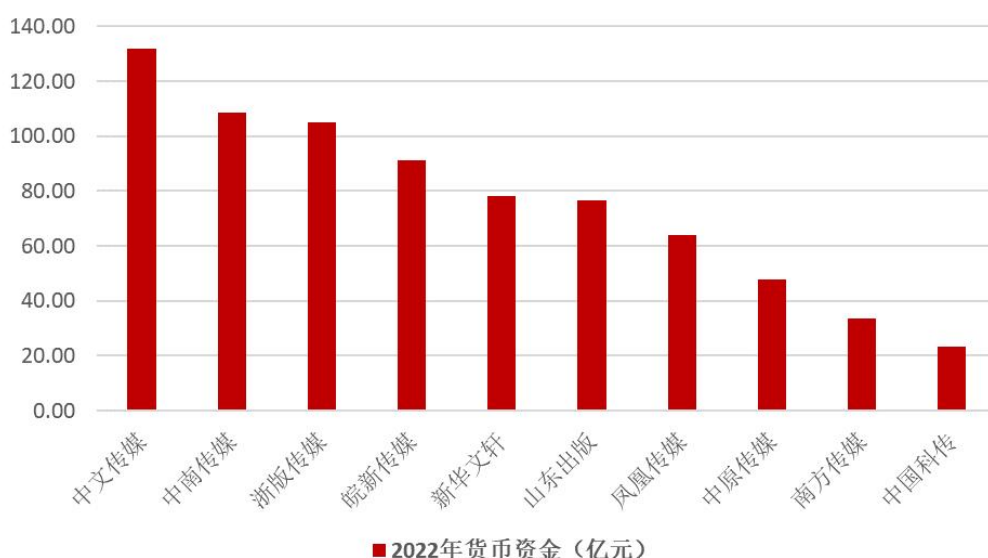
资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 13：2018-2022 年出版行业和传媒行业货币资金平均值对比



资料来源：iFind，东莞证券研究所

图 14：2022 年头部出版公司货币资金情况

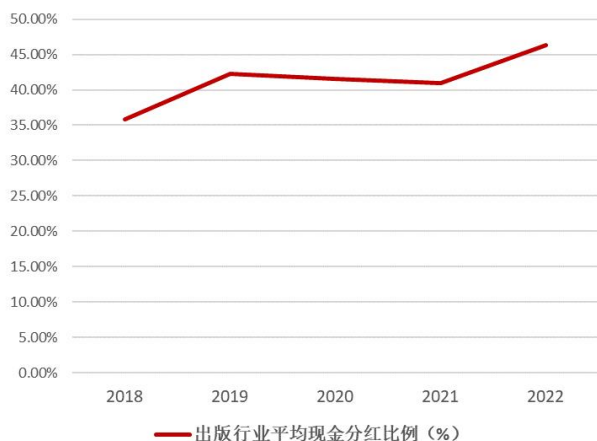


资料来源：iFind，东莞证券研究所

分红比率、股息率较高。分红比例方面，近五年行业平均现金分红比例整体呈现上升趋势，从 2018 年的 35.87% 提升至 2022 年的 46.31%。其中，2022 年，新经典、中南传媒和粤传媒的现金分红比例均高于 70%。较高的分红比例反映出行业内企业具有稳健现金

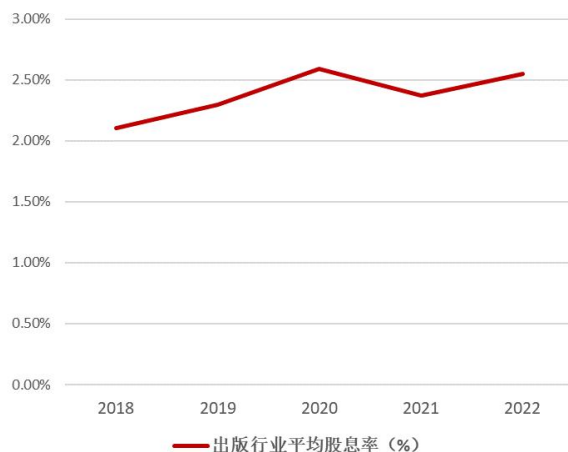
流和良好的盈利能力，回馈投资者意愿强。**股息率方面**，行业平均股息率也呈现增长趋势，从 2018 年的 2.10% 提升至 2022 年的 2.55%。其中，2022 年，中文传媒和中南传媒的股息率均高于 6%。较高的股息率意味着投资者可获得较多现金流回报，行业内企业具备良好的投资价值。

图 15：2018-2022 年出版行业平均现金分红比例



资料来源：iFind，东莞证券研究所

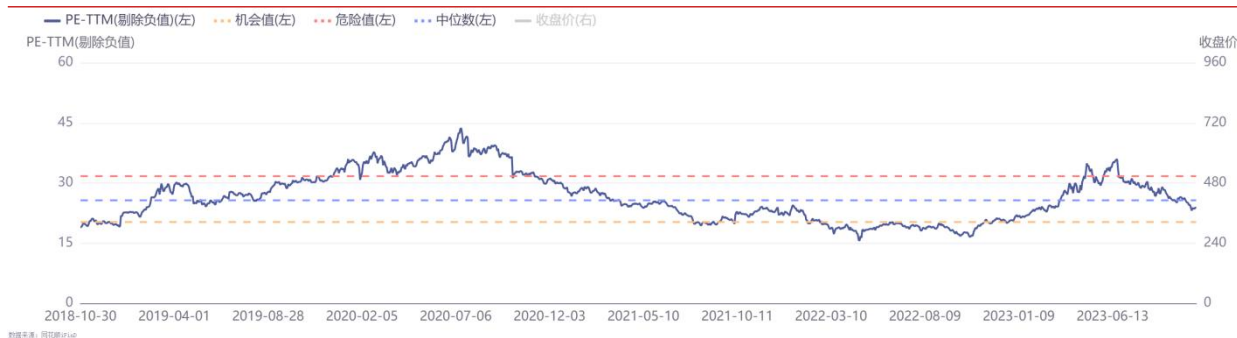
图 16：2018-2022 年出版行业平均股息率



资料来源：Choice，东莞证券研究所

行业估值偏低，投资安全边际较高。根据 iFind 数据显示，截至 2023 年 10 月 30 日收盘，申万出版行业 PE TTM（剔除负值）为 23.70x，目前处于历史近 5 年的 38.47% 分位。行业整体估值偏低，具有较高的安全边际，投资价值显著。

图 17：申万出版行业 PE TTM（截至 2023 年 10 月 30 日）



资料来源：iFind，东莞证券研究所

2、大模型军备竞赛开启，出版行业优质数据价值凸显

Chatgpt 引领 AI 新浪潮，高质量数据需求快速增长。2022 年 11 月，ChatGPT 的出现引领了生成式 AI 技术发展的新浪潮，随后 Google、Meta、百度、360、阿里等国内外科技巨头纷纷投入开启 AI 大模型军备竞赛。大模型的训练需要海量数据支撑，根据 2022 年中国信通院发布的《人工智能白皮书》，当前模型训练的参数数量、数据规模正按照 300 倍/年的趋势增长。除了数量，预训练数据的质量也是影响大模型能力表现的关键因素。目前互联网数据内容庞杂，整体数据质量相对较低，简单收集的原料数据需要经过专业化的清洗才可用于模型训练，清洗的过程不仅成本高昂，还会造成算力的浪费。而直接采集高质量的数据，可以在节省清洗成本和减少模型训练时间的同时，提高模型的准确

性，增强模型的泛化能力和稳定性。随着大模型的迭代发展，对于高质量数据的需求将持续增长。

图 18：大模型参数和训练数据规模增长示意图



资料来源：中国信通院发布《人工智能白皮书（2022）》，东莞证券研究所

优质中文数据内容稀缺。目前中国版大模型发展的“痛点”在于可提供训练的中文数据库较少。例如，根据此前 OpenAI 披露的 GPT3 的训练数据分语种披露结果，训练数据集里英文单词占比高达 92.65%，而中文单词占比仅为 0.1%。中文公开数据资源远不及英文，在大模型快速发展的背景下中文数据内容成为重要稀缺资源。

表 3：GPT3 训练数据集分语种占比

排名	lang	语言名	训练集占比（%）
1	en	英语	92.65%
2	fr	法语	1.82%
3	de	德语	1.47%
4	es	西班牙语	0.77%
5	it	意大利语	0.61%
6	pt	葡萄牙语	0.52%
7	nl	荷兰语	0.34%
8	ru	俄语	0.19%
9	ro	罗马尼亚语	0.16%
10	pl	波兰语	0.16%
...	...	...	..
16	zh	中文	0.10%

资料来源：OpenAI，东莞证券研究所

各地政府出台政策支持构建高质量数据集，国内外训练数据版权问题得到重视，优质语料库产业链价值凸显。近期，北京、上海、成都等各地政府密集出台促进 AI 发展的政策文件，多个文件中均强调了要打造“高质量数据集”。例如，今年 5 月 30 日，北京市人民政府发布的《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》中，强调要“提升高质量数据要素供给能力”，并要求“归集高质量基础训练数据集”。随即次日，深圳市也印发了《深圳市加快推动人工智能高质量发展水平应用行动方案（2023—2024 年）》，其中提出要“培育高质量数据要素市场”，打造“高质量中文语料数据”等要求。这足

以见得各地政府对于构建高质量数据集的重视程度。

在训练数据版权问题上，国内方面，由国家网信办等七部门联合发布的《生成式人工智能服务管理暂行办法》于8月15日正式施行，这是我国首个针对生成式人工智能产业的规范性政策。其中，《办法》强调了训练数据来源的合法性和质量，规定生成式AI服务提供者不得侵害他人知识产权，需采取有效措施提高训练数据质量。国外方面，6月14日，欧洲议会投票通过《人工智能法案（AI Act）》，其中，《法案》对于“基础模型”或是经过大量数据训练的强大AI系统增加透明度和风险评估要求，基础模型的供应商被要求披露是否使用受版权保护的材料训练AI模型。国内积极推动构建高质量数据集，训练数据版权问题得到重视，优质语料库产业链价值凸显。

图 19：七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》

国家网信办等七部门联合公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》

2023年07月13日 15:00 来源：中国新闻网

【打印】【纠错】

近日，国家网信办联合国家发展改革委、教育部、科技部、工业和信息化部、公安部、广电总局公布《生成式人工智能服务管理暂行办法》（以下简称《办法》），自2023年8月15日起施行。国家互联网信息办公室有关负责人表示，出台《办法》，旨在促进生成式人工智能健康发展和规范应用，维护国家和社会公共利益，保护公民、法人和其他组织的合法权益。

近年来，生成式人工智能技术快速发展，为经济社会发展带来新机遇的同时，也产生了传播虚假信息、侵害个人信息权益、数据安全和偏见歧视等问题，如何统筹生成式人工智能发展和安全引起各方关注。出台《办法》，既是促进生成式人工智能健康发展的重要要求，也是防范生成式人工智能服务风险的现实需要。

《办法》提出国家坚持发展和安全并重、促进创新和依法治理相结合的原则，采取有效措施鼓励生成式人工智能创新发展，对生成式人工智能服务实行包容审慎和分类分级监管，明确了提供和使用生成式人工智能服务总体要求。提出了促进生成式人工智能技术发展的具体措施，明确了训练数据处理活动和数据标注等要求。规定了生成式人工智能服务规范，明确生成式人工智能服务提供者应当采取有效措施防范未成年人用户过度依赖或者沉迷生成式人工智能服务，按照《互联网信息服务深度合成管理规定》对图片、视频等生成内容进行标识，发现违法内容应当及时采取处置措施等。此外，还规定了安全评估、算法备案、投诉举报等制度，明确了法律责任。

国家互联网信息办公室有关负责人指出，生成式人工智能服务的发展与治理需要政府、企业、社会、网民等多方参与，共同促进生成式人工智能健康发展，让生成式人工智能技术更好地造福人民。

资料来源：中国新闻网，东莞证券研究所

图书出版公司具有丰富高质量中文数据资源，行业有望迎来价值重估。目前用于大模型训练的数据来源包括网页文本、书籍、百科等，书籍在其中占据较大的比重。由于国内出版行业历史悠久、受众群体庞大，且出版过程中需要经过严格的“三审三校”，因此国内出版公司积累了大量成体系、高质量的中文数据资源。具有代表性的公司有中国科传，一方面，公司持有国内三大中文学术数据库之一万方数据库15%的股份，万方数据库涵盖了海量的期刊、学术论文、会议纪要等文本数据资源可用于模型训练。另一方面，公司依托中科院出版了大量的科技类图书和期刊，科技类书籍由于具备较强的专业性，可以为模型训练提供更严密的数据资源，有利于提升模型训练效果。伴随着国内大模型的涌现，叠加国家政策对优质数据的支持，国内图书出版公司所拥有的优质中文数据资源的价值有望被充分释放，出版行业有望迎来估值重塑。

表 4：部分出版行业上市公司旗下数据库案例

上市公司	版权资源
中国科传	出版范围：自然科学、与自然科学交叉的社会科学、技术科学、医学、生命科学、经济管理、法律、教育、外语图书为主，同时出版各类教材、专业辞书、专业地图、科普读物以及青少年读物。 主要数据库：《科学文库》《科学智库》《中国生物志库》《中科医库》等。

中国出版	出版范围：以大众出版和专业出版为主，同时涉及教育出版，出版品种丰富，涵盖工具书、文学、语言、学术、政治、古籍、法律、经济与管理、音乐、美术、科技、生活、少儿、教辅教材、传记、动漫等多个细分领域。 主要数据库：《中华经典古籍库》《中华古籍书目数据库》《中华书法数据库》《中华木版年画数据库》等。
中原传媒	出版范围：一是本版图书（含教材教辅）出版；二是人教版、人音版、北师大版等（人民教育出版社、人民音乐出版社、北京师范大学出版社）教材租型出版；三是党和国家重要理论出版物的租型出版。 主要数据库：《中国戏曲数据库》《王铎书法数据库》《汉碑数据库》等。
凤凰传媒	出版范围：以江苏为基本盘，核心业务涉及教育、大众图书等领域。 主要数据库：《江苏文库》《大运河文化数字资源库》等。
时代出版	出版范围：以安徽为基本盘，核心业务涉及教育、大众图书等领域。 主要数据库：《安徽基本古籍库》《安徽文库数据库》《新安医学数据库》等。

资料来源：各公司财报，东莞证券研究所

国内数据基础设施和交易体系不断完善，海外收费模式逐渐清晰，出版数据资源有望加速实现定价、流通和变现。政策端，2022 年 12 月，国务院颁布“数据二十条”，提出构建数据基础制度体系，促进数据合规高效流通使用。2023 年 10 月，国家数据局正式挂牌，国家数据局的组建将有助于推进数据要素市场建设，推动信息资源跨行业、跨部门互联互通，充分发挥数据资源的基础性作用。与此同时，各地交易所相继成立，助力数据要素市场化流通。此外，今年 6 月，海外 Reddit、Twitter 等社交平台先后公布对使用其应用程序编程接口（API）的第三方收费标准，后续有望为我国相关企业收费提供参考。随着国内基础设施和交易体系不断完善，海外数据收费细则逐渐明确，有望推动我国包括出版行业在内的数据资源加速实现定价、流通和变现。

3、AI 重塑出版行业，打开“AI+教育”第二增长曲线

3.1 AIGC 赋能传统出版行业各环节降本增效

当前，AI 技术可以应用于出版行业各环节，包括选题策划、内容编辑、内容校对、营销推广等，通过节省制作成本和时间，提高出版行业的内容生产效率和质量。

- **选题策划：**传统选题策划这一过程极为繁杂琐碎，编辑需要耗费大量时间人工收集来自各领域、各平台的数据，随后进行数据清洗整合，最后做出分析研判。现在通过 AI 技术可以迅速对海量数据进行分析和处理，深入了解市场趋势和读者的需求，辅助出版公司更精准预测市场动向进行选题决策。
- **内容编辑：**文字方面，自然语言处理模型如 Chatgpt 的出现，可以根据用户的指令提供相关写作框架和参考，提高作者的创作效率。此类文本生成模型并不会取代编辑的工作，由于 AI 生成的内容缺乏情感、细节等核心元素，需要作者进一步加工润色。图片方面，图像生成模型如 Midjourney、Stable Diffusion、Dall-E 等可以在插画及封面设计等环节提供支持和辅助。
- **内容校对：**传统校对需要耗费大量人工，该环节是出版行业主要成本来源之一。使

用 AI 校对工具可以自动检测文章中的语法、拼写错误等并提出修改建议，在减少人工时间和劳动成本的同时，提升文字的质量和准确性。国内许多公司都在布局 AI 校对领域，例如出版头部民营企业果麦文化今年 7 月增资星图比特，与星图比特签订《AI 文字校对软件开发合作协议》，委托其完成 AI 校对软件的设计开发、移交和培训服务工作。果麦文化全力布局 AI 校对，希望解决行业编校痛点，打造公司的第二增长曲线。

- **营销推广：**AI 工具可以帮助快速分析用户行为数据，精准识别潜在的目标客户，并根据他们的行为和兴趣进行推广，提高营销效率。此外，还可以通过对市场趋势进行分析，帮助出版社及时调整营销策略，例如，当 AI 工具预测某类图书产品销售趋势即将上行时，出版社可以提前进行布局和推广，以便及时把握市场机遇。

3.2 “AI+教育”需求旺盛，地方性出版国企发挥内容渠道优势

AI 教育需求旺盛，在海外地区加速落地。由于 AI 与教育适配性较强，叠加用户对此类服务的付费意愿较高，当前 AI 教育成为 AIGC 最快落地的场景之一，尤其是在海外地区。美国多个在线教育学习平台已接入 GPT-4 模型，包括语言学习平台多邻国、Speak，授课平台可汗学院，在线作业辅导平台 Chegg 等。这些平台运用 AI 技术制定个性化学习策略，助力提高学生学习效率。从需求上看，根据 similarweb 数据统计，9 月份教育类 AI 应用流量环比增长显著，主要系开学季下游需求旺盛拉动。其中，Chegg 公司推出的 AI 学习服务平台 CheggMate 9 月访问量环比显著增长 110.8%，Quizlet 公司推出的 AI 教育工具 Q-Chat 9 月访问量环比增长 88.2%。后续伴随着 AI 模型迭代加速，以及搭载 AI 功能的下游智能硬件不断发展等因素催化下，AI 教育需求有望进一步提升。

表 5：海外部分应用 AI 技术的平台

平台名称	商业模式	具体 AIGC 应用
Duolingo(多邻国)	订阅模式	接入 GPT-4 模型，推出 Duolingo Max 订阅服务，提供 Explain My Answer 和 Roleplay 两项功能。Explain My Answer 可以让学习者通过与 AI 进行对话的方法来逐步获取所探讨问题的答案。Roleplay 则是让学习者和 AI 角色通过角色扮演的方式模拟不同场景下的对话技巧，令口语学习更加高效。
Speak	订阅模式	接入 OpenAI 语音-文字模型 Whisper，对每个级别的语言学习者的人级准确性解锁了真正的开放式对话练习和高度准确的反馈。
Khan Academy(可汗学院)	非营利性	基于 GPT-4 推出 Khanmigo 聊天机器人，主要面向学生和教师用户，运用数据库和虚拟人技术，提供个性化辅导，培养学生的批判性思维和分析。
Chegg	订阅模式	与 OpenAI 合作，接入 GPT-4 模型，开发自己的 AI 教辅产品 CheggMate。产品主要功能包括：1) 驱动性方案（AI 模拟老师和学生进行 1V1 答疑）；2) 个性化学习（根据学生的答题风格、学习进度等提供个性化的评估和配套练习测试）；3) 适应性辅导（AI 老师能够适时调整教学方案，满足学生学习需求）等。

资料来源：IT 之家，东莞证券研究所

国内主要有三类企业在从事“AI+教育”领域，分别是地方性出版国企、教育培训类企业、教育信息化类企业。

- 1) **地方性出版国企：**具备内容、渠道、资金等多重优势。在内容方面，地方性出版国企拥有大量优质的教育类文本、图像及视频等资源，为发展 AI 教育提供丰富的内容数据。

在渠道方面，出版集团尤其是地方性出版国企拥有地方教材教辅的出版、发行资质，多年来与各地教育部门、学校等建立了紧密的合作关系，积累了稳定的渠道资源，能够有效助力 AI 教育产品的宣传和推广。在资金方面，出版集团大多资金实力雄厚，且拥有稳定现金流，能够承担 AI 教育产品在研发和推广等方面的资本支出。此外，出版公司通常拥有一定的读者群体，为 AI 教育产品提供潜在的用户和市场，产品上线后有利于快速提升产品市场份额。目前国内地方性出版企业中，凤凰传媒、中南传媒、皖新传媒、南方传媒等在 AI 教育领域布局较多，主要产品形式包括：搭载 AI 功能的智能硬件（如：皖新传媒和华为联手打造的普惠学习机），智慧教育服务平台（如：南方传媒打造的“粤教翔云平台”）和相关 AI 教育产品（例如：南方传媒与科大讯飞联合打造的粤教讯飞 E 听说）等。

表 6：部分地方性出版国企布局 AI 教育案例

地方出版国企名称	布局内容
凤凰传媒	1) 4 月与中国移动签订合作协议，双方合作包括在 K12 教育领域，导入凤凰传媒优质精品内容资源，赋能中国移动自有产品，提升产品竞争能力，并围绕“双减”、智慧教育、素质教育等主题，共同针对政府、学校、师生需求，开发运营数字教育产品与服务等； 2) 旗下学科网已在教学资源生产（图像文字识别、信息查重、分类等）、检索（意图识别、排序和个性化推荐等）和应用领域（作业批改、试卷批阅等）使用人工智能技术。
中南传媒	1) 天闻数媒：天闻数媒重点打造“中小学智能化备课系统”、“智慧作业与考试管理系统”等，核心产品和服务包括 AI 课堂、AI 测评、AiSchool 智慧校园、校比邻、ECR 教育资源云平台、ECO 云开放平台等； 2) 贝壳网：围绕融合出版、教育信息化与家庭教育方面，提供优质教育综合解决方案； 3) 中南讯智：着力开展教育质量监测考试服务，以试卷、教辅等纸媒为流量入口，重点打造考试阅卷系统、考试测评系统等产品。
皖新传媒	积极拓展智慧学校 C 端产品线，携手华为共同打造教育普惠学习机，推出了“皖新学习机”，目前处在试营销阶段。“皖新学习机”采用了麒麟八核芯片、HarmonyOS 智控系统一键切换，同时邀请了安徽省内知名重点高中一线老师录制课程，自主学习功能强大。
南方传媒	1) 与科大讯飞合作粤教讯飞 E 听说新品； 2) 粤教翔云平台：实现粤教翔云数字教材应用平台的教材书架合并，新增协同备课、任务中心等模块，提升平台“课前、课中、课后”的服务能力。
浙版传媒	旗下教育集团以浙教云智慧教育服务平台为主要载体，电子社、青云在线为主体开展数字教材资源、教学内容应用服务。
中原传媒	在大象 e 教、大象 e 学、大象 e 考、海燕 e 学基础上，升级建设了中教云数字图书馆、大象课堂融媒教育云、数字教材应用开发平台，涵盖数字教材、智慧题库、智能组卷、考试与教学测评等数字教育服务系统。

资料来源：凤凰传媒公告，中南传媒、南方传媒、浙版传媒、中原传媒 2023 年中报，同花顺财经，东莞证券研究所

- 2) **教育培训类企业**：具备一定教育教研内容资源和研发技术人才储备，企业产品化能力强，主要关注课外教育市场。例如，好未来基于原 K12 教培经验积累，8 月上旬上线了自研的数学领域千亿级大模型“MathGPT”。该产品核心功能在于解题和算法讲解，用户只需通过文字或图片方式上传数学题，便可获得对话式的解答反馈。
- 3) **教育信息化企业**：专注于为学校和教育机构提供智能教育软硬件产品，前期也积累了一定的渠道资源。例如，科大讯飞今年 5 月发布了搭载星火认知大模型的科大讯飞 AI 学

习机 T20 系列，10 月发布星火认知大模型 3.0 版本，3.0 版本新增的启发式对话能力与学习机的 AI 答疑辅学进行了深度融合。

表 7：部分教育培训类、教育信息化类企业布局 AI 教育的案例

分类	企业名称	布局内容
教育培训类	好未来	自研数学领域千亿级大模型“MathGPT”，用户通过文字或图片方式上传数学题，即可得到对话式的解答反馈。
	传智教育	深耕 IT 培训赛道，自研“TLIAS 全方位 AI 教辅系统”构建出贯穿教、学、练、评、测的数字化教学闭环，帮助学生有针对性地查漏补缺，用数据驱动教学。
	盛通股份	公司与腾讯云计算签署了《战略合作协议》，在青少年人工智能教育生态领域开展合作，包括人工智能课程及产品、科技教育硬件产品、研学项目等方面。
教育信息化类	科大讯飞	2019 年开创 AI 学习机品类，于 2023 年 5 月发布搭载星火认知大模型的科大讯飞 AI 学习机 T20 系列；10 月发布对标 ChatGPT 的星火认知大模型 V3.0。
	鸿合科技	硬件（智能交互平板、智慧黑板等）+软件（鸿合 π 6：助力教师快速备课）+服务（鸿合三点伴：提供课后服务综合解决方案）。
	世纪天鸿	布局 AI 写作“笔神作文”，上线 AI 助教产品“小鸿助教”3.0 版本。

资料来源：MathGPT 官网，传智教育公众号，盛通股份公司公告，IT 之家，鸿合科技官网，东莞证券研究所

政策推动“AI+教育”稳步发展。2017 年，国务院颁布《新一代人工智能发展规划》文件，明确了“AI+教育”未来发展的重点和方向，提出要利用 AI 加快推动人才培养模式、教学方法改革，以及构建包含智能学习、交互式学习的新型教育体系等内容。随后，中央及地方各级部门积极推出相关配套政策与措施，以进一步深化 AI 与教育的融合。从宏观战略的优化完善，到地方和校内具体场景中智慧教育平台建设等方面的细化落实，近年来推进“AI+教育”发展的相关政策落地措施在广度和深度上均有明显提升。

表 8：近年来推动 AI 教育发展相关政策

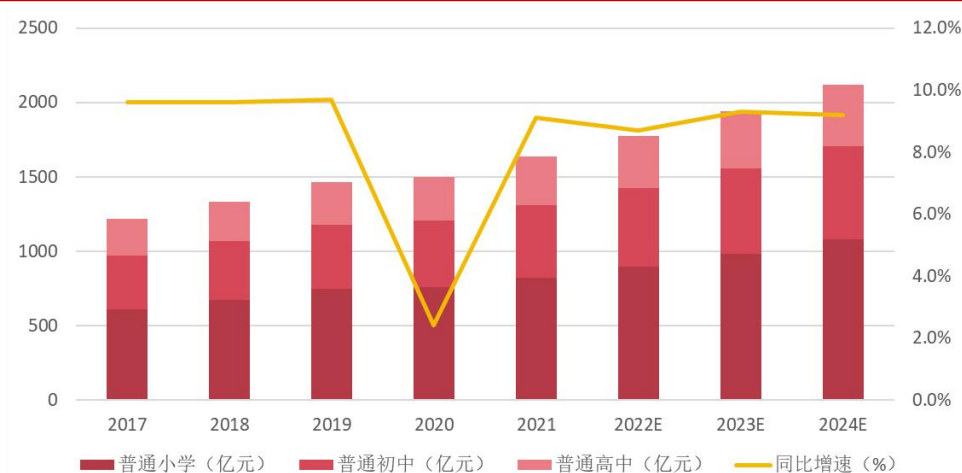
发布时间	发布单位	发布文件	发布内容
2023.5	教育部	《基础教育课程教学改革深化行动方案》	推进数字化赋能教学质量提升。 充分利用数字化赋能基础教育 ，推动数字化在拓展教学时空、共享优质资源、优化课程内容与教学过程、优化学生学习方式、精准开展教学评价等方面广泛应用，构建数字化背景下的新型教与学模式，助力提高教学效率和质量。 建好用好国家中小学智慧教育平台 ，丰富各类优质教育教学资源，引导教师在日常教学中有效常态化应用。
2023.5	教育部等十八部门	《关于加强新时代中小科学教育工作的意见》	为薄弱地区、薄弱学校援建科学教育场所，提供设备、器材、图书、软件等， 并探索利用人工智能、虚拟现实等技术手段改进和强化实验教学 ，弥补优质教育教学资源不足的状况。
2023.2	中共中央、国务院	《数字中国建设整体布局规划》	促进数字公共服务普惠化， 大力实施国家教育数字化战略行动 ，完善国家智慧教育平台。
2022.8	科技部	《支持建设新一代人工智能示范应用场景》	针对青少年教育中“备、教、练、测、管”等关键环节，运用学习认知状态感知、无感知异地授课的智慧学习和智慧教室等关键技术， 构建虚实融合与跨平台支撑的智能教育基础环境 。
2021.12	中央网络安全和信息化委员会	《“十四五”国家信息化规划》	完善国家数字教育资源公共服务体系，扩大优质资源覆盖面。 推进

	全和信息化委员会	息化规划》	信息技术、智能技术与教育教学融合的教育教学变革。发挥在线教育、虚拟仿真实训等优势，深化教育领域大数据分析应用，不断拓展优化各级各类教育和终身学习服务。
2018.4	教育部	《教育信息化 2.0 行动计划》	1) 以人工智能、大数据、物联网等新兴技术为基础，依托各类智能设备及网络，积极开展智慧教育创新研究和示范，推动新技术下教育的模式变革和生态重构； 2) 加快面向下一代网络的高校智能学习体系建设，加强大容量智能教学资源建设，加快建设在线智能教室、智能实验室、虚拟工厂等智能学习空间。
2017.7	国务院	《新一代人工智能发展规划》	1) 利用智能技术加快推动人才培养模式、教学方法改革，构建包含智能学习、交互式学习的新型教育体系； 2) 开展智能校园建设，推动人工智能在教学、管理、资源建设等全流程应用； 3) 开发立体综合教学场、基于大数据智能的在线学习教育平台； 4) 开发智能教育助理，建立智能、快速、全面的教育分析系统。

资料来源：国务院，教育部，科技部，东莞证券研究所

预计我国教育信息化经费的投入规模与增速将保持稳步增长。目前，我国中小学教育已经初步展现了智能时代教育特征，中小学教育信息化正从量变迈向质变。根据艾媒咨询统计，我国中小学教育信息化发展的经费主要来源于财政拨款，其中公用经费是主要组成部分，占比超过 90%。2020 年受疫情影响，中小学教育经费增速有所放缓。随着疫情形势的缓和，2021 年财政性教育经费恢复常态化发放，中小学教育信息化经费投入达到了 1634 亿元，同比增长 9.1%。未来，随着生成式 AI 模型迭代加速，叠加国家政策支持，中小学教育信息化建设有望进入“应用驱动，融合创新”的内涵式发展阶段，预计经费规模与财政经费增速将保持稳定增长。

图 20：2017-2024 年中国中小学教育信息化经费投入



资料来源：艾瑞咨询《2022 年中国中小学教育信息化行业研究报告》，东莞证券研究所

4、投资策略

伴随疫情影响消退，今年图书零售市场复苏态势向好，出版行业业绩稳步回暖。展望后续，AI 对于出版行业的变革主要体现在三方面。第一，出版行业具备模型训练所需要的

高质量数据资源，大模型迭代加速下有望充分释放行业数据资产价值。第二，AI 可以赋能传统出版全产业链实现降本增效。第三，AI 教育是当前热门发展方向，地方性出版国企有望依托内容渠道等优势率先落地产品并推广，打造“AI+教育”第二增长曲线。投资方向上，建议关注具备内容渠道优势和积极布局 AIGC 领域的出版公司，相关标的包括凤凰传媒、皖新传媒、南方传媒、中南传媒、中文在线、世纪天鸿等。

表 9：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2023/10/30）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级	评级变动
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
601928.SH	凤凰传媒	9.65	0.82	0.89	0.99	11.8	10.8	9.7	增持	首次
601801.SH	皖新传媒	6.60	0.36	0.46	0.54	18.3	14.3	12.2	增持	首次
601900.SH	南方传媒	14.49	1.05	1.34	1.56	13.8	10.8	9.3	增持	首次
601098.SH	中南传媒	11.37	0.78	0.93	1.02	14.6	12.2	11.1	增持	首次
300364.SZ	中文在线	12.92	-0.50	0.19	0.26	——	68.0	49.7	增持	首次
300654.SZ	世纪天鸿	11.22	0.10	0.12	0.15	112.2	93.5	74.8	增持	首次

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

5、风险提示

（1）**政策监管风险**。图书出版属于高意识形态行业，国家监管较严。若行业监管政策出现变动，短期内将增加行业不确定性。

（2）**宏观经济波动影响图书消费需求**。图书为可选消费品，若宏观经济下行，居民收入增速放缓，或导致图书销售低于预期。

（3）**行业竞争加剧风险**。AI 对出版行业带来革命性创新，行业竞争者增多，企业将面临更大的市场竞争，对业绩影响具有不确定风险。

（4）**AI 技术发展及应用不及预期**。目前 AIGC 技术仍处于探索和发展期，技术发展路径存在不确定性，若部分关键 AI 技术遇到瓶颈，可能会使其在出版行业落地进度不及预期。

（5）**国家对教育信息化扶持力度不及预期**。教育信息化相关政策仍在推进中，具体措施仍需持续跟踪。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn