

出版行业深度报告

详解所得税政策变化对出版业绩影响机制及投资启示

增持（维持）

关键词：#大比例分红 #股息率高 #第二曲线

投资要点

- **图书零售市场 2023 年平稳修复，2023 年出版企业营收平稳增长，2024Q1 延续稳定：**（1）行业方面，2023 年中国图书零售市场码洋（码洋指全部图书定价总额）同比增长 4.7%至 912 亿元，实洋同比下降。短视频渠道超过垂直及其他电商，成为第二大图书销售渠道，短视频电商渠道对头部产品的影响日益增强。2024Q1 图书零售市场码洋同比下滑 5.9%，其中：短视频电商依然呈现增长态势，同比增长 31.2%；实体店渠道、平台电商和垂直及其他电商均同比下降。（2）上市公司层面，28 家上市出版公司（申万一级行业分类）2023 年总营收同比增长 3%至 1504 亿元；归母净利润同比增长 28%至 209 亿元，扣非归母净利润同比增长 14%至 157 亿元。2024Q1 总营收同比增长 0.2%至 330 亿元；归母净利润同比下滑 26%至 26 亿元。行业整体毛利率、销售费用率、管理费用率均保持稳定，归母净利润的大幅变化主要由递延所得税费用引起。
- **文化转制企业的企业所得税优惠于 2023 年底到期，2024 年税率提升：**自 2003 年开始，文化转制企业享受免征所得税、增值税、房产税等政策，执行时间为 5 年，每次政策到期后均予以延期。然而国有出版企业享受的企业所得税优惠于 2023 年底到期，2024Q1 实际所得税率大多显著提升至 25%左右，部分企业甚至更高。**由于税率变化而产生递延所得税资产/负债，对当期和未来的净利润均产生影响：**2023Q4 大部分国有出版企业的递延所得税资产都有较大增长，其中 4 家公司的增幅超 3 亿元，6 家公司的增幅超 1 亿元。我们在正文具体分析了递延所得税资产/负债如何产生、如何计算，并结合出版公司年报进行举例说明。
- **大部分出版企业的现金分红金额有所提升：**国有出版企业普遍提升了基于 2023 年利润的分红金额。由于 2023 年归母净利润受到递延所得税费用的影响，导致分红比例（即现金分红金额/归母净利润）的提升幅度并不显著、部分企业甚至出现下降，但如果将分红金额除以扣非归母净利润，则该比例大多为正增长，比如山东出版、浙版传媒、皖新传媒等 9 家公司的提升幅度均在 10pct 以上。我们用 2023 拟分配现金分红除以 2024/4/30 收盘总市值计算动态股息率，4 家公司的股息率在 5.3%~5.5%，包括山东出版、中南传媒、中文传媒等；6 家公司的股息率在 4%~5%，包括凤凰传媒、浙版传媒、皖新传媒等。
- **打造第二增长曲线，布局课后服务、研学文旅和 AI：**主业稳健发展的基础上，较多出版公司探索发展第二曲线，主要方向包括课后服务、研学文旅和 AI 相关业务。其中部分公司相关业务已产生明确收入，如山东出版 2023 年研学文旅营收超 3 亿元、南方传媒 2023 年课后服务营收近亿元、皖新传媒 2023 年研学营收为 3763 万元。
- **投资建议：**出版行业业绩稳健增长，估值有望提升。业绩层面，作为第一增长曲线的图书出版与发行在 2023 年平稳增长，同时第二增长曲线业务如课后服务、研学文旅和智慧教育有望在中长期带来业绩贡献。尽管税收政策对 2024 年净利润带来一定影响。但我们认为 2025 年及之后的净利润增速将逐步修复。此外，大部分国有出版企业显著提升了 2023 年的现金分红金额，注重股东回报。方向上，建议关注业绩稳健、股息率较高且新兴业务商业化进度情绪的公司。个股层面，我们推荐山东出版、南方传媒、皖新传媒、中文传媒、凤凰传媒、中信出版、世纪天鸿，建议关注中国出版、长江传媒、新华文轩、中国科传等。
- **风险提示：**产业和税收政策调整的风险，成本控制的风险，转型升级不及预期的风险。

2024 年 05 月 07 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书：S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

《业绩稳健增长，AI 打开新空间》

2023-05-08

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

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601019	山东出版	222.67	10.67	1.14	0.79	0.86	9.37	13.51	12.41	买入
601928	凤凰传媒	262.12	10.30	1.16	0.74	0.78	8.88	13.92	13.21	买入
601900	南方传媒	134.92	15.06	1.43	1.07	1.12	10.51	14.07	13.45	买入
601801	皖新传媒	148.00	7.44	0.47	0.47	0.52	15.81	15.83	14.31	买入
300654	世纪天鸿	37.73	10.37	0.12	0.15	0.17	89.13	69.13	61.00	增持

数据来源：， 东吴证券研究所

内容目录

1. 图书零售市场 2023 年平稳修复，短视频电商渠道快速增长 4

1.1. 2023 年出版企业营收平稳增长，2024Q1 延续稳定 5

1.2. 文化转制企业的企业所得税优惠于 2023 年底到期，2024 年税率提升 7

1.3. 由于税率变化而产生递延所得税资产/负债，对当期和未来的净利润均产生影响 9

2. 大部分出版企业的现金分红金额有所提升 12

3. 打造第二增长曲线，布局课后服务、研学文旅和 AI 14

4. 投资建议 16

5. 风险提示 16

图表目录

图 1: 2018-2023 中国图书零售市场规模及同比增速（亿元，%） 4

图 2: 2022-2023 年中国图书销售码洋分渠道占比 5

图 3: 出版行业季度收入及同比增速（亿元，%） 5

图 4: 出版行业季度归母净利润及同比增速（亿元，%） 5

图 5: 出版行业毛利及同比增速（亿元，%） 6

图 6: 出版行业毛利率及同比变化（%，pct） 6

图 7: 出版行业销售费用及同比增速（亿元，%） 6

图 8: 出版行业销售费用率及同比变化（%，pct） 6

图 9: 出版行业管理费用及同比增速（亿元，%） 7

图 10: 出版行业管理费用率及同比变化（%，pct） 7

表 1: 文化转制企业的所得税优惠相关政策 7

表 2: 2023-2024Q1 出版企业的税前利润、企业所得税和实际税率 8

表 3: 2023 年国有出版企业的递延所得税资产/负债 9

表 4: 2023 年中文传媒的递延所得税/负债明细 10

表 5: 2023 年凤凰传媒的会计利润与所得税费用调整过程 12

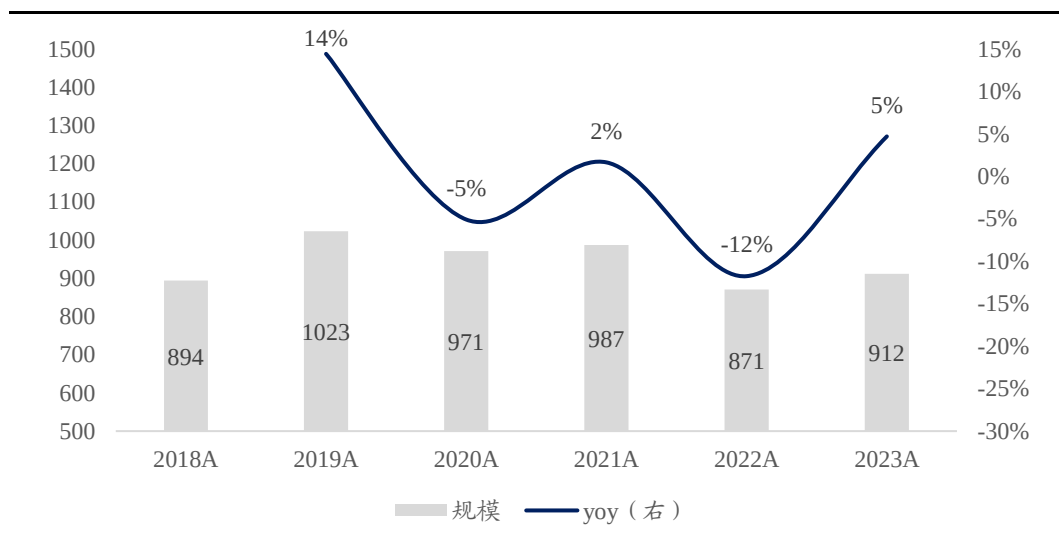
表 6: 2022-2023 年出版国企的现金分红情况 13

表 7: 部分出版企业的新业务布局 14

1. 图书零售市场 2023 年平稳修复，短视频电商渠道快速增长

根据北京开卷数据，2023 年中国图书零售市场码洋（码洋指全部图书定价总额）同比增长 4.7% 至 912 亿元，实洋同比下降。短视频渠道超过垂直及其他电商，成为第二大图书销售渠道；13 个二级细分类码洋规模实现正向增长，少儿类码洋比重降幅最大；短视频电商渠道对头部产品的影响日益增强。

图1：2018-2023 中国图书零售市场规模及同比增速（亿元，%）

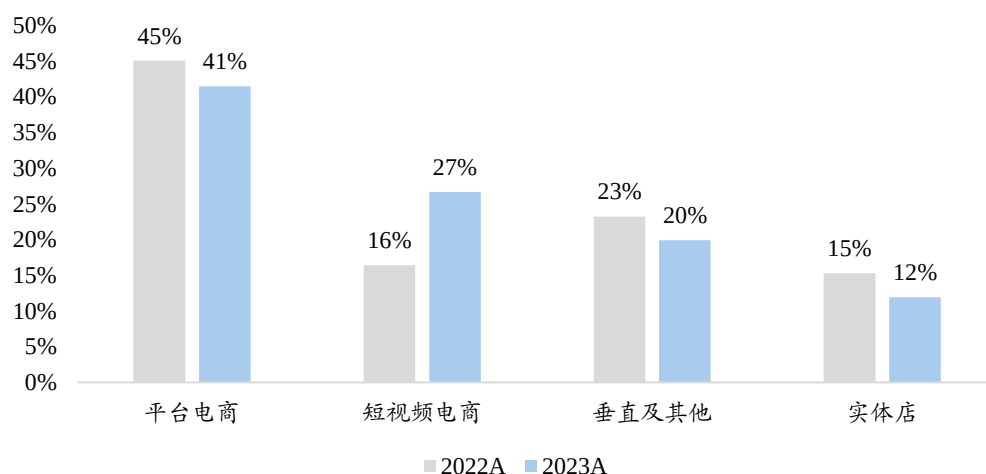


数据来源：开卷信息，东吴证券研究所

2023 年短视频电商依然呈现高速增长态势，同比增长 70.1%，成为带动整体零售市场增长的主要动力。实体店渠道依然呈现负增长，同比下降 18.2%，平台电商和垂直及其他电商分别下降 3.7% 和 10.1%。从渠道码洋构成看，平台电商依然是规模最大的渠道，码洋比重为 41.5%，其次是短视频电商，码洋比重为 26.7%，超过垂直及其他电商，成为第二大销售渠道，实体店渠道码洋比重为 11.9%。

2024Q1 图书零售市场码洋同比下滑 5.9%，其中：短视频电商依然呈现增长态势，同比增长 31.2%；实体店渠道依然呈现负增长，同比下降 17.8%；平台电商和垂直及其他电商分别下降 10.3% 和 10.6%。

图2: 2022-2023 年中国图书销售码洋分渠道占比



数据来源: 开卷信息, 东吴证券研究所

1.1. 2023 年出版企业营收平稳增长, 2024Q1 延续稳定

28 家上市出版公司 (根据申万一级行业分类) 业绩如下:

2023 年总营收同比增长 3%至 1504 亿元; 归母净利润同比增长 28%至 209 亿元, 扣非归母净利润同比增长 14%至 157 亿元。2024Q1 总营收同比增长 0.2%至 330 亿元; 归母净利润同比下滑 26%至 26 亿元。

图3: 出版行业季度收入及同比增速 (亿元, %)

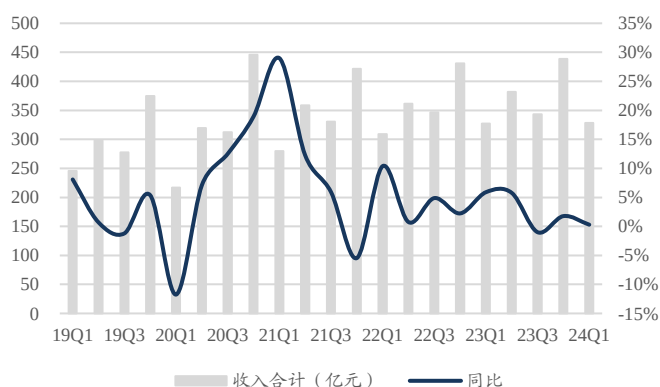
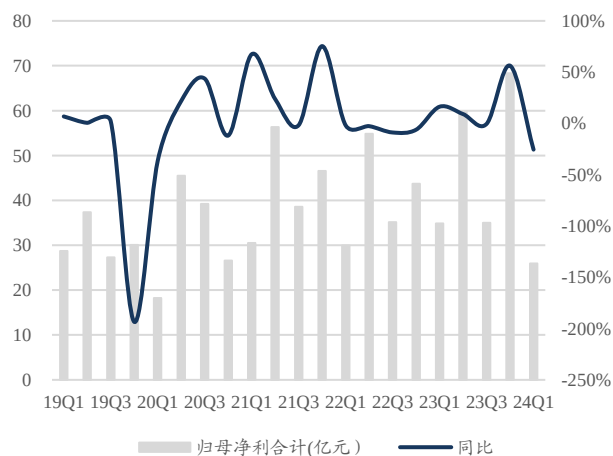


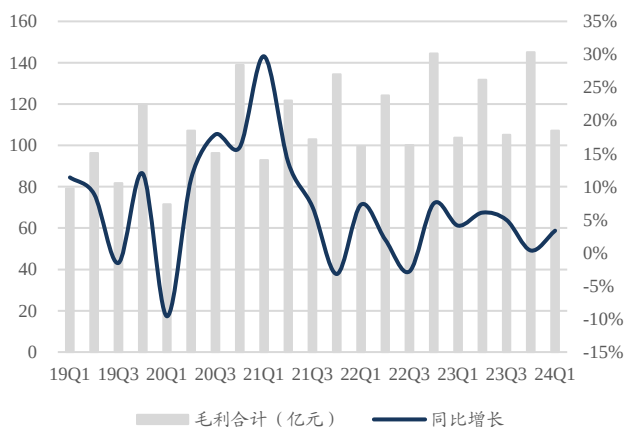
图4: 出版行业季度归母净利润及同比增速 (亿元, %)



数据来源: , 东吴证券研究所

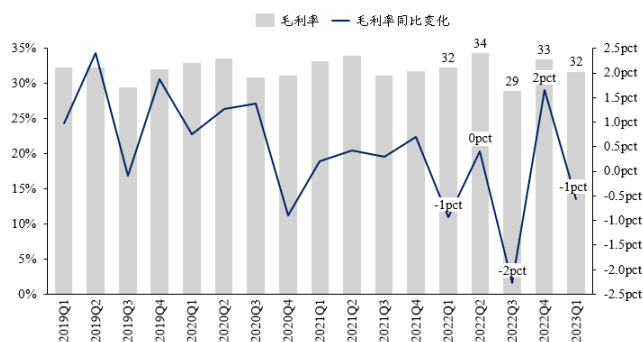
行业毛利率基本延续稳定,2023 年出版行业整体毛利润同比增长 3.7%至 485.5 亿元,毛利率同比增长 0.2pct 至 32.6%; 2024Q1 出版行业整体毛利润同比增长 3.4%至 107.2 亿元,毛利率同比增长 1.0pct 至 32.7%。

图5: 出版行业毛利及同比增速 (亿元, %)



数据来源: , 东吴证券研究所

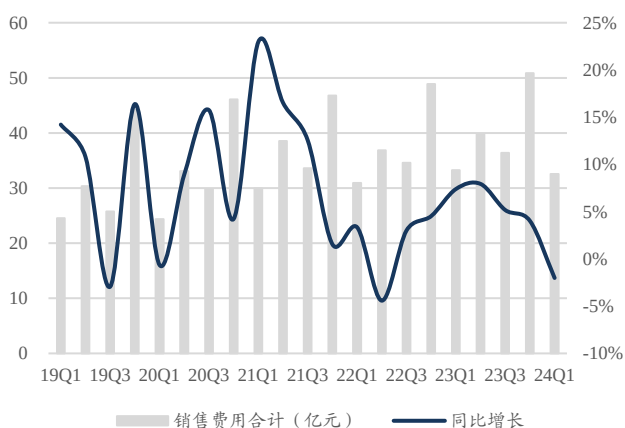
图6: 出版行业毛利率及同比变化 (% , pct)



数据来源: , 东吴证券研究所

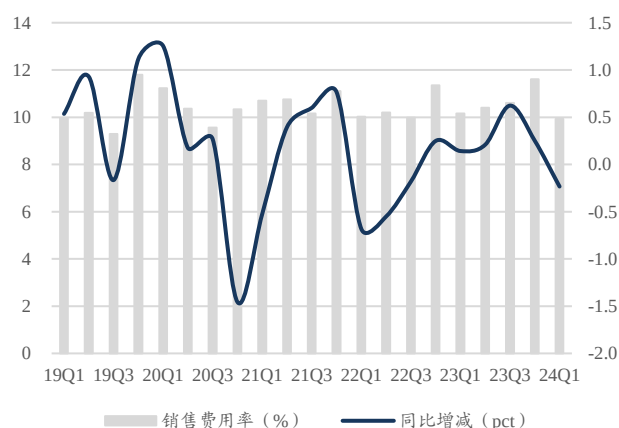
行业销售费用率保持稳定,2023 年出版行业整体销售费用同比增长 5.9%至 160.2 亿元,销售费用率同比增长 0.3pct 至 10.7%; 2024Q1 出版行业整体销售费用同比下降 2.0%至 32.6 亿元,销售费用率同比下降 0.2pct 至 9.9%。

图7: 出版行业销售费用及同比增速 (亿元, %)



数据来源: , 东吴证券研究所

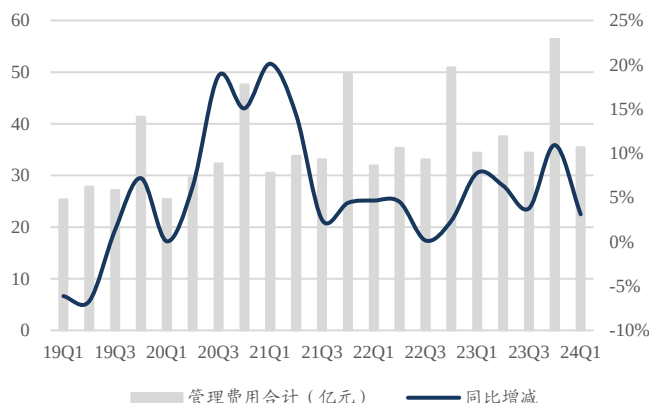
图8: 出版行业销售费用率及同比变化 (% , pct)



数据来源: , 东吴证券研究所

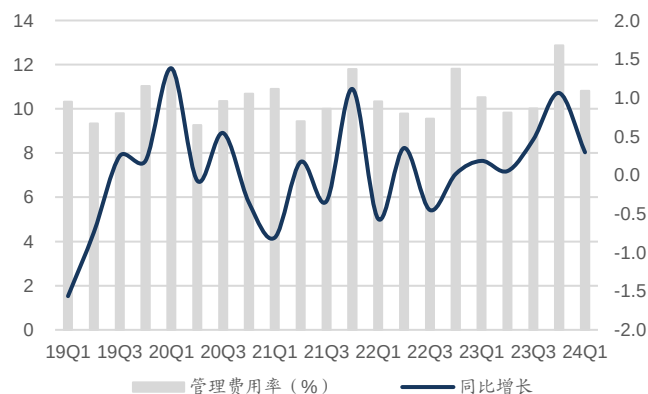
行业管理费用率保持稳定,2023 年出版行业整体管理费用同比增长 7.6%至 162.9 亿元,销售费用率同比增长 0.5pct 至 10.9%; 2024Q1 出版行业整体管理费用同比增长 3.1%至 35.5 亿元,销售费用率同比增长 0.3pct 至 10.8%。

图9：出版行业管理费用及同比增速（亿元，%）



数据来源：，东吴证券研究所

图10：出版行业管理费用率及同比变化（%，pct）



数据来源：，东吴证券研究所

1.2. 文化转制企业的企业所得税优惠于 2023 年底到期，2024 年税率提升

自 2003 年开始，为了支持经营性文化事业单位在转制企业过程中，更好地坚持政治方向，深化内部改革，转换经营机制，促进文化繁荣，财税部门先后出台了相关文件，根据不同情况，给予相关企业以免征所得税、增值税、房产税等若干优惠政策，执行时间为 5 年，每次政策到期后均予以延期，并明确规定历年转制的文化企业可继续享受免税优惠。

然而，2023 年新出台的《关于延续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业有关税收政策的公告》（即“71 号公告”）延续了〔2019〕16 号文件新转制企业在转制注册之日起五年内享受免税优惠的规定，但是未单独强调原已转制企业可继续免征，意味着根据 16 号公告已享受完 5 年免税优惠的转制企业将不再享受此项税收优惠。

早在 2003 年，政府已开始经营性文化事业单位转企改制试点，到 2010 年前后，大部分出版社已完成转制，2019 年至 2023 年才开始转制的出版社屈指可数。这意味着 71 号公告中的税收优惠政策并未惠及出版行业。

表1：文化转制企业的所得税优惠相关政策

发布机构	文件	相关规定
财政部、国家税务总局、中宣部	财税〔2014〕84 号《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》	经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起免征企业所得税。执行期限为 2014-2018 年。
财政部、国家税务总局、中宣部	财税〔2019〕16 号《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》	经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起五年内免征企业所得税。2018 年 12 月 31 日之前已完成转制的企业，自 2019 年 1 月 1 日起可继续免征五年企业所得税。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2024Q1 国有出版企业的实际税率大多有明显增幅。中国出版、中原传媒、新华传媒由于存在税前不可抵扣的项目（比如资本性支出，无形资产受让、开发支出），实际税率在 60%以上。天舟文化、粤传媒、出版传媒 2023 年为亏损。其他国有出版企业的实际税率大多在 25%左右。

表2：2023-2024Q1 出版企业的税前利润、企业所得税和实际税率

股票代码	公司名称	税前利润（亿元）			企业所得税（亿元）			实际税率			
		2023A	2023Q1	2024Q1	2023A	2023Q1	2024Q1	2023A	2023Q1	2024Q1	24Q1 pct
601949.SH	中国出版	9.05	0.29	0.09	-0.98	0.03	0.15	-11%	9%	176%	166%
000719.SZ	中原传媒	12.16	1.10	1.19	-1.85	0.09	0.84	-15%	8%	71%	63%
600825.SH	新华传媒	0.42	0.04	0.05	0.06	0.00	0.03	15%	-1%	66%	67%
601858.SH	中国科传	4.94	0.39	0.44	-0.32	0.00	0.14	-7%	0%	32%	32%
600229.SH	城市传媒	3.51	0.97	1.27	-0.57	0.01	0.40	-16%	1%	31%	30%
300654.SZ	世纪天鸿	0.60	0.12	0.10	0.17	0.03	0.03	28%	24%	31%	7%
600373.SH	中文传媒	17.08	4.38	3.72	-2.46	0.10	1.10	-14%	2%	30%	27%
601098.SH	中南传媒	17.40	3.60	4.15	-2.14	0.05	1.16	-12%	1%	28%	27%
600757.SH	长江传媒	9.05	3.86	3.54	-1.11	0.02	0.94	-12%	1%	27%	26%
601928.SH	凤凰传媒	23.28	5.05	4.89	-6.33	0.03	1.27	-27%	1%	26%	25%
600551.SH	时代出版	4.64	0.86	0.85	-0.88	0.00	0.22	-19%	0%	26%	25%
300788.SZ	中信出版	0.78	0.41	0.51	-0.42	0.00	0.13	-54%	0%	26%	25%
601900.SH	南方传媒	13.52	2.62	2.28	-0.89	0.09	0.57	-7%	4%	25%	22%
601921.SH	浙版传媒	12.68	1.46	1.48	-2.45	0.01	0.36	-19%	1%	25%	24%
601019.SH	山东出版	20.98	2.11	2.76	-2.74	0.00	0.67	-13%	0%	24%	24%
603999.SH	读者传媒	0.75	0.07	0.10	-0.20	0.00	0.02	-26%	0%	23%	23%
601801.SH	皖新传媒	8.41	3.58	3.86	-1.15	0.09	0.86	-14%	3%	22%	20%
603096.SH	新经典	2.11	0.61	0.61	0.49	0.15	0.11	23%	25%	19%	-6%
605577.SH	龙版传媒	3.00	1.41	1.66	-0.44	0.00	0.29	-15%	0%	17%	17%
301052.SZ	果麦文化	0.61	0.16	-0.11	0.07	0.02	-0.02	12%	15%	16%	1%
000529.SZ	广弘控股	2.59	0.30	0.16	0.45	0.09	0.02	17%	31%	15%	-16%
601811.SH	新华文轩	15.63	2.14	2.46	-0.65	0.09	0.34	-4%	4%	14%	9%
301231.SZ	荣信文化	0.11	0.04	-0.06	0.01	0.00	-0.01	5%	11%	10%	0%
301025.SZ	读客文化	-0.08	0.08	0.04	-0.05	0.02	0.00	58%	21%	9%	-13%
603230.SH	内蒙新华	3.16	1.42	1.36	0.00	0.00	0.08	0%	0%	6%	6%
300364.SZ	中文在线	0.88	-0.35	-0.66	-0.02	0.01	0.02	-2%	-3%	-2%	1%
300148.SZ	天舟文化	-0.45	-0.03	-0.04	0.09	0.02	0.01	-19%	-52%	-27%	25%
002181.SZ	粤传媒	-0.04	-0.09	-0.09	-0.12	0.00	0.04	316%	-4%	-45%	-42%
601999.SH	出版传媒	0.74	-0.06	-0.03	-0.25	0.00	0.06	-33%	0%	-198%	-197%

数据来源： ，东吴证券研究所

注：蓝底表示民营企业，其他为国有出版企业

1.3. 由于税率变化而产生递延所得税资产/负债，对当期和未来的净利润均产生影响

2023Q4 大部分国有出版企业的递延所得税资产都有较大增长，其中凤凰传媒、中文传媒、中原传媒、山东出版的增幅超 3 亿元，中国出版、中南传媒、皖新传媒、浙版传媒、南方传媒、长江传媒的增幅超 1 亿元。

表3：2023 年国有出版企业的递延所得税资产/负债

亿元	递延所得税资产		递延所得税负债		递延所得税资产-递延所得税负债	
	2023/9/30	2023/12/31	2023/9/30	2023/12/31	2023/9/30	2023/12/31
凤凰传媒	0.3	6.7	0.0	0.0	0.3	6.7
中文传媒	2.0	5.0	1.4	1.9	0.6	3.1
中原传媒	0.5	4.2	0.0	0.0	0.5	4.2
山东出版	0.1	3.4	0.1	1.2	0.0	2.2
中国出版	0.8	3.3	0.2	1.3	0.6	2.1
中南传媒	0.3	2.8	0.0	0.0	0.3	2.8
皖新传媒	0.1	2.2	0.0	0.7	0.1	1.5
浙版传媒	0.1	2.0	0.0	0.4	0.1	1.7
南方传媒	0.2	1.9	1.2	1.6	-1.0	0.4
长江传媒	0.2	1.5	0.1	0.2	0.1	1.3
时代出版	0.2	1.1	0.0	0.0	0.2	1.1
城市传媒	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0	0.6
中国科传	0.0	0.5	0.0	0.4	0.0	0.2
新华文轩	0.2	0.5	0.7	2.2	-0.5	-1.7
龙版传媒	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.4
中信出版	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.4
读者传媒	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3
出版传媒	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.3
粤传媒	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
内蒙新华	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
新华传媒	0.0	0.0	0.6	0.4	-0.6	-0.4

数据来源： ，东吴证券研究所

递延所得税资产/负债是如何产生的？

每到资产负债表日，公司需要比较资产和负债的会计价值与税务价值，如果存在差异，就需要确认递延所得税资产或递延所得税负债，以及相关的税费。

当企业会计上的资产价值低于税务上的价值，或者负债价值高于税务上的价值时，未来可以少交税，这时需要确认递延所得税资产。相反，如果会计上的资产价值高于税务上的价值，或者负债价值低于税务上的价值时，未来需要多交税，这时需要确认递延所得税负债。

递延所得税资产=可抵扣暂时性差异×企业所得税税率

递延所得税负债=应纳税暂时性差异×企业所得税税率

以中文传媒 2023 年报为例：（1）资产端：2023 年初公司的可抵扣暂时性差异为 7.4 亿元，乘以 25% 的税率得到 1.8 亿元的递延所得税资产；2023 年末由于应付职工薪酬、资产减值准备、信用减值损失等项目的可抵扣暂时性差异大幅增长，公司的可抵扣暂时性差异增长至 20.1 亿元，乘以 25% 的税率得到 5 亿元的递延所得税资产。（2）负债端同理，公司的应纳税暂时性差异从 2023 年初的 5.1 亿元增长至 2023 年末的 7.5 亿元，导致相应的递延所得税负债从 2023 年初的 1.3 亿元增长至 2023 年末的 1.9 亿元。（3）用递延所得税资产减去递延所得税负债得到“递延所得税净额”，这一指标从 2023 年初的 0.6 亿元增长至 2023 年末的 3.2 亿元，意味着公司未来可以用于抵扣所得税支出的额度有明显增加。

表4：2023 年中文传媒的递延所得税/负债明细

项目	2023 年末余额（百万元）		2023 年初余额（百万元）	
	可抵扣暂时性差异	递延所得税资产	可抵扣暂时性差异	递延所得税资产
应付职工薪酬	461	115	287	72
金融资产公允价值变动	65	16	66	16
资产减值准备	358	89	0.5	0.06
信用减值损失	274	68	3	0.7
内部交易未实现利润	28	7		
租赁负债	138	33	26	5
递延收益	352	88		
超支广告费	330	82	307	77
成本费用时间性差异			50	13
合计	2005	500	740	184
	应纳税暂时性差异	递延所得税负债	应纳税暂时性差异	递延所得税负债
金融资产公允价值变动	14	2	1	0.2
固定资产累计折旧抵扣差异			0.1	0.02
长期股权投资损益调整	610	153	478	119
使用权资产	129	31	26	5
合计	753	185	505	125
		递延所得税净额		递延所得税净额
合计		315		59

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

什么是应纳税暂时性差异和可抵扣暂时性差异？1）应纳税暂时性差异：当会计记

录的资产价值比税务上允许的价值高，或者负债价值比税务上允许的价值低时，就会产生应纳税暂时性差异。这意味着未来需要支付更多的税款。2) 可抵扣暂时性差异：相反，如果会计记录的资产价值比税务上允许的价值低，或者负债价值比税务上允许的价值高时，就会产生可抵扣暂时性差异。这意味着未来可以减少需要支付的税款。

通常情况下，企业购买一项资产时，会计和税务上的价值是相同的。但随着时间的推移，由于会计和税法规定的差异，这两者之间可能会出现差异。

举个例子，假设一家公司购买了价值 1000 万元的金融资产，年底时市场价值上升到了 1500 万元。但税法规定，这种价值上升在持有期间不算入应纳税所得额，所以税务上的价值仍然是 1000 万元。这里，500 万元的差额就是应纳税暂时性差异。

负债端也是同理，再举一例。比如一家公司因为某项费用确认了 100 万元的负债，并计入了当期利润。但税法规定，这笔费用在实际发生时可以从税前收入中扣除，所以税务上认为这笔负债不需要纳税，即计税基础为零。这样，会计上的 100 万元负债和税务上的零负债之间就形成了可抵扣暂时性差异。

企业需要将当期应交的税（当期所得税）和递延所得税费用（或收益）加在一起，得到总的所得税费用（或收益）。公式是：所得税费用（或收益）= 当期所得税 + 递延所得税费用（-递延所得税收益）。

假设一家公司当期应交税为 600 万元，递延所得税负债为 165 万元，递延所得税资产为 33 万元。

那么递延所得税费用为：165 万 - 33 万 = 132 万元。

总的所得税费用为：600 万 + 132 万 = 732 万元。

以凤凰传媒 2023 年报为例，公司 2023 年利润总额（即扣除所得税之前的利润）为 23.3 亿元，由于 2023 年享受企业所得税优惠，“按法定/适用税率计算的所得税费用”仅 -0.2 亿元。而由于预期 2024 年实际税率将大幅提升，导致递延所得税资产和递延所得税费用的增长，对 2023 年带来 -6.5 亿元的影响。因此 2023 年的所得税费用为 -6.3 亿元。

表5：2023 年凤凰传媒的会计利润与所得税费用调整过程

项目	2023 年发生额（百万元）
利润总额	2328
按法定/适用税率计算的所得税费用	-20
子公司适用不同税率的影响	4
调整以前期间所得税的影响	-0.8
非应税收入的影响	-
不可抵扣的成本、费用和损失的影响	0.2
使用前期未确认递延所得税资产的可抵扣亏损的影响	-3
本期未确认递延所得税资产的可抵扣暂时性差异或可抵扣亏损的影响	41
各项税收优惠产生的所得税影响	-3
所得税资产税率变动	-651
所得税费用	-633

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 大部分出版企业的现金分红金额有所提升

国有出版企业普遍提升了基于 2023 年利润的分红金额。由于 2023 年归母净利润受到递延所得税费用的影响，导致按照分红比例（即现金分红金额/归母净利润）的提升幅度并不显著、部分企业甚至出现下降，但如果将分红金额除以扣非归母净利润，则该比例大多为正增长，比如山东出版、浙版传媒、皖新传媒等 9 家公司的提升幅度均在 10pct 以上。

我们用 2023 拟分配现金分红除以 2024/4/30 收盘总市值计算动态股息率，4 家公司的股息率在 5.3%~5.5%，包括山东出版、中南传媒、中文传媒、长江传媒；6 家公司的股息率在 4%~5%，包括凤凰传媒、浙版传媒、皖新传媒、新华文轩、中原传媒、时代出版。

表6：2022-2023 年出版国企的现金分红情况

公司名称	现金分红金额（亿元）			现金分红金额/归母净利润		现金分红金额/扣非归母净利润			动态股息率
	2022A	2023A	2023 yoy	2022A	2023A	2022A	2023A	2023 pct	
凤凰传媒	12.7	12.7	0%	61%	43%	71%	61%	-10%	4.9%
山东出版	8.1	11.7	44%	48%	49%	55%	74%	19%	5.5%
中文传媒	10.2	10.6	4%	53%	54%	59%	68%	9%	5.3%
中南传媒	10.8	9.9	-8.3%	77%	53%	73%	64%	-9%	4.5%
浙版传媒	7.8	8.7	11%	55%	57%	63%	77%	14%	4.5%
皖新传媒	3.7	6.4	75%	52%	69%	54%	86%	32%	4.4%
新华文轩	4.2	4.9	18%	30%	31%	31%	30%	-1%	4.4%
长江传媒	3.9	4.9	25%	53%	48%	50%	55%	5%	5.3%
南方传媒	4.1	4.8	15%	44%	37%	47%	53%	6%	3.6%
中原传媒	3.9	4.3	11%	38%	31%	39%	39%	0%	4.1%
中国出版	2.0	2.9	48%	30%	30%	38%	52%	14%	2.1%
时代出版	1.2	2.4	100%	35%	44%	45%	70%	25%	4.3%
中国科传	2.2	2.1	-6%	47%	40%	50%	41%	-9%	1.1%
城市传媒	1.3	1.8	35%	39%	44%	51%	78%	27%	3.5%
内蒙新华	0.5	1.6	200%	20%	51%	25%	61%	36%	3.4%
粤传媒		0.6		0%	750%	0%	-476%	-476%	1.3%
中信出版	0.7	0.6	-12%	53%	51%	57%	95%	39%	1.0%
龙版传媒	0.5	0.4	-27%	10%	10%	24%	13%	-11%	0.4%
出版传媒	0.2	0.3	48%	31%	30%	838%	240%	-598%	1.0%
读者传媒	0.3	0.3	16%	30%	31%	54%	46%	-8%	0.9%
新华传媒	-	0.1	0%	0%	38%	0%	707%	707%	0.3%

数据来源：，公司公告，东吴证券研究所

注 1：按照现金分红金额规模排序

注 2：动态股息率=基于 2023 年利润的分红金额除以 2024/4/30 收盘总市值

注 3：中南传媒 2024 年拟进行一次中期分红（基于 2024 年上半年利润），此处我们仅用基于 2023 年净利润的分红计算同比增速和分红比率

3. 打造第二增长曲线，布局课后服务、研学文旅和 AI

主业稳健发展的基础上，较多出版公司探索发展第二曲线，主要方向包括课后服务、研学文旅和 AI 相关业务。

表7：部分出版企业的新业务布局

公司	布局方向
山东出版	课后服务：2023 年公司积极拓展课后延时服务业务，旗下新铎教育公司发起设立“鲁出书社”阅读机构，其产品涵盖科学、历史、艺术等多个领域，致力于全面提升核心素养。已完成第一阶段课程内容研发、线上配套课程录制及配套小程序的委托开发，正筹备省内全面运营。与山东省广电融媒等 13 家单位共同打造“山东青少年文体发展共同体”，对接课后延时服务出口。 研学文旅：2023 年，公司研学文旅业务实现重大突破。全年实现出团 6000 多次，70 多万人次，营业收入 3 亿多元，同比增长超 4 倍。2023 年收购山东红叶旅行社，定位于中高端旅行及老年文旅业务；2023 年 3 月，公司投资建设的“沂蒙红色教育研学营地”正式开营运营；2023 年 9 月，曲阜营地正式开营运营。 智慧教育：实施山东出版智慧校园建设工程，开发建设了融合教辅出版和大数据技术的“作业+学情诊断大数据反馈”项目，该项目被列为山东省基础教育教学改革重大委托项目。2023 年该项目已获批在省内一个地市作为“基于学情诊断的中小学个性化作业改革”项目落地试点，近万名学生试用。下一步将根据试点反馈情况及优化完善进度，积极向全省其他地市推广使用。
南方传媒	课后服务和研学：推进“南方教育传媒课后服务平台”和“大湾区大研学服务平台”建设，课后服务实行“一县一策”“一校一案”，2023 年合计营收近 2 亿元。各地新华书店实施教育服务网格化改革，开辟全领域教育服务新路径。 智慧教育：提出“数智南传”发展战略，以信息化、数字化为企业高质量发展赋能增效。“粤教翔云数字教材应用平台”平台服务能力稳步提升，全年用户活跃人次逾 4300 万，同比提升 95.8%。“南方智慧作业系统”“语言乐学平台”“粤高中学习平台”等多个市场化项目落地，实现商业化运营。
凤凰传媒	研学：规模化拓展研学业务，发挥公司省内渠道优势和内容优势，挖掘和整合全省公共文化资源，开发各类研学课程。力争在 1~2 年内，打造凤凰特色的全省性研学品牌，培育和形成体系化、规范化、规模化的研学业务板块。 AI：尝试应用 AI 赋能出版，开发凤凰智灵智能办公平台，提高办公、编辑、校对、营销效率；以《全国优秀作文选》40 多年积累的数据为基础，开发智能助学助手“文小慧”，助力学生提升作文水平。
皖新传媒	研学：推进研学教育业务，点亮皖新研学品牌，2023 年销售收入同比增长 607.3%至 3763 万元。 智慧教育：2023 年完成 54 个智慧课堂项目，组织智慧学校培训超百场。优化校园智慧阅读产品和服务体系，丰富校园阅读产品矩阵 240 个品种，研发阅读新品配套资源，推广跨学科阅读，累计开发微课客户端数字内容课程 659 节，搭建阅读评价系统，结合大模型、数字人等 AI 技术研发应用，提升全新阅读体验。打造学前教育皖新自主产品，开发皖新朱子教育机器人，完善托幼一体化解决方案。优化“一实课堂”教师培训，升级“直播培训+工作坊研修+训后跟踪”的线上线下立体培训模式，服务教师达 15 万人次。“美丽科学教学平台”已在全国 1.73 万所学校中应用，累计服务师生数超 3000 万人。
世纪天鸿	AI 智慧教育：小鸿助教为世纪天鸿基于大语言模型研发的教师端助教产品，嵌入了公司的优质内容资源，在教案生成、作文批改、文章写作、教学活动策划、读书笔记、文本润色、PPT 大纲、思维导图设计、教师评语编写以及进行中英互译等多种应用场景帮助老师提升工作效率。小鸿助教开发工作于 2023 年 3 月份开始启动，已进行四次迭代。2024 年 2 月的 4.0 版本新增联网及文档问答功能，可支持输入 100MB、10 万字之内的文档。

数据来源：，公司公告，东吴证券研究所

(1) 智慧教育：政策组合拳全力促发展，纵深推进教育数字化战略行动。2023 年 5 月，教育部印发《基础教育课程教学改革深化行动方案》中提出了“推进数字化赋能教学质量提升”的要求。同月，教育部等十八部门联合印发《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》，要求为薄弱地区、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。2024 年 3 月，在第十四届全国人民代表大会第二次会议上，国务院总理李强在《政府工作报告》提出，深入推进数字经济创新发展，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群。教育部在 2023 年工作要点中继续强调将大力实施国家教育数字化战略行动，推动塑造教育发展新赛道新动能新形态。

教育行业的数字化发展对数字教材、教辅提出了更高的要求。数字教辅产品不仅仅是提供在线题库资源，或者简单地将线下的内容搬运到线上，而是根据广大师生们的实际需求，辅以技术手段，打造真正适用的产品，切实帮助广大师生解决教学中的痛点。

(2) 文旅行业全面复苏。2023 年是三年蛰伏后国内文旅行业全面复苏之年，跨省游客的大规模流动为各地旅游消费注入活力，旅游人次和旅游收入等关键指标稳步回暖。据文化和旅游部统计，2023 年，国内出游人次同比增长 93.3%至 48.9 亿，国内游客出游总花费同比增长 140.3%至 4.9 万亿元。

(3) AIGC 技术不断突破，优质教辅内容是重要数据，教育领域的应用空间广阔。

2023 年以来，海外 GPT、Gemini、Sora 等模型的推出实现 AIGC 突破式的进展，多模态大模型从语音识别、图像生成、自然语言理解、视频分析，到机器翻译、知识图谱都能够提供更丰富、更智能、更人性化的服务和体验，实现在不同模态和场景之间实现知识的迁移和共享，应用场景和价值正在不断扩展和提升。

国内方面，自研 AI 大模型不断突破，百度“文心一言”、阿里“通义千问”、月之暗面“Kimi”等通用大模型产品陆续推出，专注于教育垂类的大模型和应用也加速涌现，为国内企业带来更多技术补充机会。其中，科大讯飞推出星火大模型，网易有道发布子曰教育垂类模型，学而思发布数学大模型，高途、中公教育等大批教育公司接连宣布将在产品中引入大模型，新一波 AI 技术的到来，在智能批改、学情分析、智慧校园、智能排班等场景的机会显著，有利于教育领域加快实现科学化管理和精准化教学。

教育部部长怀进鹏在十四届全国人大二次会议上指出，未来，将致力于培养一大批具备数字素养的教师，加强在教师队伍的建设，把人工智能技术深入到教育教学和管理全过程、全环节，来研究它的有效性、适应性，让青年一代更加主动地学，让教师更加创造性地教。政策鼓励积极推动的 AIGC 与教育教学、实践的融合落地或有更广阔的空间。此外，人工智能的逐步成熟也提升了拥有优质教育内容版权、语料的教育出版企业的商业价值。

4. 投资建议

出版行业业绩稳健增长，估值有望提升。业绩层面，作为第一增长曲线的图书出版与发行在 2023 年平稳增长，同时第二增长曲线业务如课后服务、研学文旅和智慧教育有望在中长期带来业绩贡献。

尽管文化转制企业享受的企业所得税优惠于 2023 年底到期，对 2024 年净利润带来一定影响。但我们认为 2025 年及之后的净利润增速将逐步修复。此外，大部分国有出版企业显著提升了 2023 年的现金分红金额，注重股东回报。方向上，建议关注业绩稳健、股息率较高且新兴业务商业化进度情绪的公司。个股层面，我们推荐山东出版、南方传媒、皖新传媒、中文传媒、凤凰传媒、中信出版、世纪天鸿，建议关注中国出版、长江传媒、新华文轩、中国科传等。

5. 风险提示

产业和税收政策调整的风险：出版行业具有较强的政策性，产业政策和税收政策的调整可能对行业的市场规模、盈利水平、后续发展等产生影响。

成本控制的风险：出版业务受纸张、油墨等印制原材料以及版税价格的影响较大，原材料涨价将增加生产成本，影响图书出版产品的毛利率，削弱盈利能力。

转型升级不及预期的风险：随着互联网和通信技术的飞速发展，科技进步与产业变革加速推进，文化与科技的融合，对传统出版企业的转型升级提出了更高的要求。报刊业务以及个别重资产、劳动密集型传统产业，受到宏观经济环境和数字化影响。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>