仅供内部参考，请勿外传



东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

中小盘行业深度报告

# 中小盘观察之出版行业：中报未兑现的领涨，估值重估到了哪一步

2026 年 10 月 24 日

增持（维持）

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn

## 投资要点

1. 出版仍是这轮中小盘修复中表现最强的板块之一，但领涨与中报兑现之间出现明显背离。26 只有效样本近 20 日涨跌等权平均 +11.16%、中位数 +5.45%，同期 54 个行业板块 20 日涨跌幅中位数为 -3.85%；10 月 13 日当日板块等权平均 +0.22%，中位数 0.00%，跌 12 只、涨 12 只、平盘 2 只。

2. 涨幅集中于 9 月中旬至 10 月上旬，前期回撤已基本填平，板块整体回到区间上沿。26 只等权价格指数自 2026 年 6 月 30 日区间低点反弹 +30.25%，最新读数 102.86，处于近 115 个交易日区间的 99.3% 分位，距区间高点仅 -0.16%。

3. 中报亏损、高换手的题材型标的定价更活跃，业绩尚未成为定价前提。6 只中报亏损标的 10 月 13 日换手率中位数 12.20%，为 20 只盈利标的（2.85%）的 4.3 倍；亏损组 PB 中位数 3.82 倍，明显高于盈利组的 1.28 倍；ROE 中位数 -1.41%，低于盈利组的 3.43%。

4. 中报盈利的教材教辅主线当日回吐，与板块整体的区间领涨形成反差。17 只教材教辅标的当日涨跌中位数 -0.33%、下跌 9 只；新华文轩当日 -8.09%、内蒙新华 -9.98%，但两者近 20 日仍分别上涨 +79.2% 与 +32.4%。

5. 换手率越高的一组，中报质量越弱、估值越贵。换手率在 10% 以上的 5 只近 20 日涨跌中位数 +17.0%，其中 3 只中报亏损、PE(TTM) 中位数 56.1 倍；换手率在 3% 以下的 13 只近 20 日涨跌中位数 +4.3%、PE(TTM) 中位数 15.6 倍。

6. 估值重估由"低估修复"进入"结构性抬升"，抬升集中在业绩支撑最弱的一端。剔除 5 只无正 PE 标的后的整体法 PE(TTM) 为 18.16 倍、全样本 PB 中位数 1.60 倍，估值水平不算高；但小市值组 PE(TTM) 中位数 49.6 倍对应 ROE 中位数 1.55%，亏损组 PB 中位数 3.82 倍对应 ROE 中位数 -1.41%。

## 风险提示：

中报盈利质量与估值重估进度不匹配，三季报若低于预期可能带来估值与股价的同步回调；题材型标的换手率处于高位，交易拥挤度上升后波动幅度可能放大；教材教辅业务政策执行的省域差异可能影响收入确认时点；数字文娱与短剧类业务的收入确认与现金流回收存在账期；教材教辅类公司上半年经营活动现金流普遍为负，全年回款进度需持续跟踪；板块成交额占全市场比重偏低，流动性冲击对板块读数的边际影响较大；样本覆盖范围有限（有效样本 26 只个股），个别标的权重较高，板块等权指标可能因个别标的异常波动而与行业整体情况存在偏差；本报告所有数据统一截至 2026 年 10 月 13 日收盘，未纳入此后新披露的价格、成交与财务信息，区间位置与回撤以收盘价计算，与采用盘中价格的口径可能存在差异。

## 相关研究

《中小盘行业观察之通信设备：光模块领跑的修复，量能回补到了哪一步》

2026-09-23

《半导体：深度回调后的放量转强，修复走到哪一步——中小盘行业观察》

2026-09-22



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

1. 领涨幅度与中报兑现出现背离 ..... 4
2. 修复起点：出版是从什么位置涨起来的 ..... 6
3. 分环节：教材教辅、数字文娱、一般图书三条线的分化 ..... 7
4. 换手率揭示了谁在定价 ..... 10
5. 估值与业绩的匹配度 ..... 11
6. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标 ..... 12
7. 风险提示 ..... 14

# 图表目录

表 1: 出版板块修复概览（2026 年 10 月 13 日，有效样本 26 只）.....4
表 2: 中报盈利组与亏损组的当日及区间表现（2026 年 10 月 13 日）.....5
表 3: 三条业务线的中报与市场表现（2026 年中报，2026 年 10 月 13 日）.....8
表 4: 换手率前 8 只个股的成交与中报指标（2026 年 10 月 13 日）.....10
表 5: 按市值分组的估值与业绩匹配度（2026 年 10 月 13 日，以市值中位数为界）.....11
表 6: 后续跟踪指标及当前读数（2026 年 10 月 13 日）.....13

仅供内部参考，请勿外传


## 1. 领涨幅度与中报兑现出现背离

出版在 2026 年 10 月 13 日的板块层面表现，仍然是这轮中小盘修复中最强的一档。按本报告口径，行业关键词命中 28 只，剔除新华传媒（600825，停牌无成交、行情数据异常）与天舟文化（300148，市值数据缺失）后，有效样本为 26 只。这 26 只近 20 日涨跌的等权平均为 +11.16%，中位数 +5.45%；近 5 日等权平均 +6.96%，中位数 +5.74%。作为对照，同一时点 54 个行业板块 20 日涨跌幅的中位数为 -3.85%，5 日涨跌幅的中位数为 -0.37%。

**表1：出版板块修复概览（2026 年 10 月 13 日，有效样本 26 只）**

| 指标 | 数值 | 计算口径 |
|---|---|---|
| 有效样本数 | 26 只 | 行业口径命中 28 只，剔除新华传媒（停牌无成交）、天舟文化（市值缺失） |
| 近 20 日涨跌 | +11.16% | 个股区间涨跌幅等权平均；中位数 +5.45% |
| 近 5 日涨跌 | +6.96% | 个股区间涨跌幅等权平均；中位数 +5.74% |
| 10 月 13 日当日涨跌 | +0.22% | 等权平均；中位数 0.00%，跌 12 只、涨 12 只、平盘 2 只 |
| 量比 | 1.68 | 26 只合计成交额：近 5 日均 94.34 亿元 ÷ 近 60 日均 56.18 亿元 |
| 个股量比中位数 | 1.44 | 单只近 5 日均成交额 ÷ 近 60 日均成交额 |
| 115 日区间位置 | 99.3% | 26 只等权价格指数（2026-04-22 起）：区间 78.98~103.03，最新 102.86 |
| 距 115 日区间高点 | -0.16% | 26 只等权价格指数最新值 ÷ 区间上沿 103.03 |
| 自 115 日区间低点反弹 | +30.25% | 26 只等权价格指数：区间低点 78.98，出现在 2026-06-30 |
| 个股自区间低点反弹中位数 | +31.76% | 以个股自身 115 日区间最低收盘价计 |
| 10 月 13 日合计成交额 | 122.87 亿元 | 占当日两市成交总额 16759.18 亿元的 0.73% |
| 对照：行业板块 20 日涨跌中位数 | -3.85% | 54 个行业板块，2026-10-13 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所；

把 26 只样本按 2026 年中报归母净利润是否为正分成两组，背离就出现了。20 只中报盈利的标的，10 月 13 日换手率中位数只有 2.85%；6 只中报亏损的标的，换手率中位数达到 12.20%，是前者的 4.3 倍。从近 5 日表现看，亏损组中位数 +6.65%，也高于盈利组的 +5.52%。交易最活跃、短期弹性最好的那一批，恰恰是中报没有交出利润的一批。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**表2：中报盈利组与亏损组的当日及区间表现（2026 年 10 月 13 日）**

| 分组 | 样本数 | 中报营收中位（亿元） | 中报归母净利中位（亿元） | 毛利率中位（%） | ROE 中位（%） | 资产负债率中位（%） | 当日涨跌中位（%） | 近 5 日中位（%） | 近 20 日中位（%） | 换手率中位（%） | PB 中位（倍） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中报盈利组 | 20 | 29.37 | 2.45 | 36.62 | 3.43 | 32.46 | 0.00 | 5.52 | 5.45 | 2.85 | 1.28 |
| 中报亏损组 | 6 | 2.45 | -0.28 | 41.13 | -1.41 | 20.71 | 0.20 | 6.65 | 2.85 | 12.20 | 3.82 |
| 全样本合计 | 26 | 10.90 | 0.78 | 36.62 | 2.21 | 31.97 | 0.00 | 5.74 | 5.45 | 3.07 | 1.60 |

数据来源：公司 2026 年中期报告、Wind，东吴证券研究所；

两组在基本面上的差距并不小。盈利组 20 只中报营收合计 537.44 亿元、归母净利润合计 69.00 亿元，营收中位数 29.37 亿元；亏损组 6 只营收合计 24.24 亿元、归母净利润合计 -1.57 亿元，营收中位数只有 2.45 亿元。但估值方向相反：盈利组 PB 中位数 1.28 倍，亏损组 3.82 倍，后者是前者的约 3 倍。按 ROE 看，盈利组中位数 3.43%，亏损组 -1.41%，盈利能力的差距同样清晰。

这里需要澄清一个容易混淆的地方：亏损组近 20 日涨跌中位数（+2.85%）低于盈利组（+5.45%），看上去像是“业绩好的涨得多”。但盈利组的 20 日中位数是被少数极端值抬起来的：盈利组 20 日涨跌的等权平均为 +13.17%，中位数只有 +5.45%，两者的差距说明组内分化极大；新华文轩 +79.2%、龙版传媒 +52.5% 这两只领涨标的，恰恰在 10 月 13 日出现了 -8.09% 与 +9.99% 的剧烈分化。板块层面的区间涨幅，更多来自少数高波动标的的贡献，而不是来自中报兑现度的普遍提升。

亏损组内部也并不整齐。果麦文化（301052）中报归母净利润 -0.41 亿元，10 月 13 日换手率 40.68%、成交额 10.26 亿元，当日 -2.36%，盘中最高涨幅一度达到 +10.93%，近 5 日 +20.9%，近 20 日 +17.0%，是板块内换手率最高、短期弹性最大的一只。中文在线（300364）中报归母净利润 -0.43 亿元、ROE -15.38%、资产负债率 74.76%（26 只中最高），10 月 13 日换手率 19.12%、成交额 31.70 亿元，当日 +1.10%，但近 20 日仍为 -3.5%。荣信文化（301231）中报归母净利润 -0.16 亿元，换手率 14.67%，当日 +0.73%。

对比之下，中报盈利且质地较稳的一批，在 10 月 13 日是回吐的。新华文轩（601811）中报营收 50.07 亿元、归母净利润 +6.54 亿元、ROE 4.28%、毛利率 36.17%、资产负债率 33.35%，是板块内体量与盈利规模最大的标的；10 月 13 日收盘 21.14 元，当日 -8.09%，盘中最高涨幅 +7.00%、最低 -10.00%，全天振幅接近 18 个百分点，成交额 12.84 亿元、换手率 7.42%，近 20 日仍累计 +79.2%。内蒙新华（603230）中报营收 5.99 亿元、归母净利润 +0.23 亿元，当日 -9.98%，换手率 14.20%，近 20 日 +32.4%。山东出版、凤凰传媒、长江传媒当日分别 -1.67%、-1.33%、-1.28%。20 只盈

利标的中，当日下跌的有 9 只。

因此，本报告对 10 月 13 日这一天的判断是：出版板块的定价主导变量，已经不是中报所验证的盈利水平。中报亏损、资产负债率偏高、换手率在 20%~40% 区间的题材型标的仍然获得了活跃定价；中报盈利、负债率偏低、以教材教辅为主业的标的，则在当日回吐了部分区间涨幅。盈利组的基本面并未变差，但这一天的边际定价中，交易因素的分量高于业绩因素。

## 2. 修复起点：出版是从什么位置涨起来的

要看清这轮涨幅的性质，需要先看清起点。26 只等权价格指数（以 2026 年 4 月 22 日为起点向后取 115 个交易日）在 2026 年 6 月 30 日触及区间低点 78.98，随后持续修复，到 10 月 13 日收于 102.86，自低点反弹 +30.25%；该区间的上沿为 103.03（出现在 5 月 11 日），最新读数距区间高点仅 -0.16%，区间位置 99.3%。板块作为整体，已经把 5 月中旬以来那轮回撤基本填平，并回到区间上沿附近。

个股层面的位置分化要更大一些。26 只个股 115 日区间位置的中位数为 67.9%，均值 68.0%；其中 5 只处于区间 90% 以上分位（南方传媒、龙版传媒、新经典 3 只收盘价即为区间最高收盘价），9 只处于 80% 以上分位；另一端，粤传媒区间位置仅 18.4%、世纪天鸿 24.0%、长江传媒 43.1%、中信出版 45.9%。个股自 115 日区间低点反弹的幅度中位数为 +31.76%，与等权指数的 +30.25% 大体一致。这一结构说明：等权指数的高区间位置，是由一部分标的创出区间新高、另一部分标的仍处区间中部共同形成的结果。

从时间分布看，这轮修复主要发生在 9 月中旬之后。等权指数在 2026 年 9 月 16 日读数为 90.51，是 9 月中旬以来的上行起点；到 10 月 13 日读数为 102.86，13 个交易日累计 +13.65%。其中 10 月 12 日单日从 98.84 升至 102.75（+3.96%），26 只当日合计成交额 134.32 亿元，是 9 月以来的最高单日；10 月 13 日指数微升至 102.86，成交额回落至 122.87 亿元。成交的起点并不高：9 月 14 日 26 只合计成交额仅 49.37 亿元，为 9 月以来最低，从 49.37 亿元到 134.32 亿元，放大约 1.7 倍。因此，这轮修复在成交上的特征是“从极低的基数上快速回补”，而不是在常态成交水平上的持续放量，这一点对判断其持续性比较重要。

成交配合度较高。26 只 10 月 13 日合计成交额 122.87 亿元，占当日两市成交总额 16759.18 亿元的 0.73%；近 5 日均合计成交额 94.34 亿元，近 60 日均合计成交额 56.18 亿元，量比 1.68。单只口径下，量比中位数 1.44，高于 1.0 的放量门槛。从规模上看，26 只合计总市值 2707.20 亿元，市值中位数 100.28 亿元，属于典型的中小盘板块；以 0.73% 的成交额占比取得 20 日 +11.16% 的等权涨幅，说明推动这轮修复所需的增量资金规模并不大。

对照全市场看，逆势特征比较清楚。10 月 13 日，上证指数收 3800.86 点（+0.10%），

深证成指收 12353.70 点（-0.25%），创业板指收 2958.35 点（-0.18%），中证 500 收 7085.09 点（-0.11%），国证 2000 收 9337.52 点（+0.29%）；两市成交额 16759.18 亿元，较上一交易日增加 1380.86 亿元（+8.98%）；全市场涨 2909 家、跌 2485 家、平 166 家，涨停 67 家、跌停 8 家，封板率 77.91%。在这样一个指数分化、成交放量的交易日里，54 个行业板块 20 日涨跌幅的中位数为 -3.85%，多数板块过去一个月是负收益，出版与影视院线、石油石化同处“持续强势”象限，20 日涨幅为正的板块属于少数。作为强弱两端的直观对照，同一口径下半导体 20 日涨跌幅为 -11.67%、电子为 -11.96%、电子化学品为 -10.03%，与出版相差约 20 个百分点以上；另一端，非金属材料 20 日 +17.95% 但近 5 日 -8.66%，处于“高位走弱”象限。出版所处的位置是：20 日涨幅领先、近 5 日仍为正，属于修复尚未转向的少数板块。

关于逆势的成因，本报告能给出的是有限度的解释，而非单一归因。有三条线索值得并列观察。其一，出版的修复是回补前期回撤、而非创出区间新高：等权指数从 6 月 30 日低点反弹 +30.25%，最新读数仍略低于 5 月 11 日的高点，因此 20 日涨幅为正，很大程度上来自此前跌幅更深、起点更低。其二，板块的股息与资产特征提供了下行保护：26 只中有 21 只 PE(TTM) 为正，整体法 PE(TTM) 18.16 倍，PB 中位数 1.60 倍，估值起点不高。其三，资金环境整体偏紧：融资余额从 9 月 21 日的 26144.48 亿元降至 10 月 12 日的 25171.90 亿元，17 个交易日减少 972.58 亿元（-3.72%），在杠杆资金净流出的背景下，出版这类低估值、低融资依赖的板块更容易成为资金的阶段性配置方向。这三条都只是部分解释，本报告不将其中的任何一条视为这轮逆势的唯一来源。

需要提示的是，115 日区间数据的构造方式。本报告的近 115 个交易日序列由本地日线库（数据更新至 2026 年 9 月 11 日）与 Wind 近 25 个交易日行情拼接而成，并以 2026 年 9 月 11 日这一重叠交易日对复权因子做了校准；校准后 26 只中 25 只在重叠日的收盘价一致，山东出版（601019）因期间分红除权存在 0.83% 的口径差异，已按因子统一。区间位置与距高点回撤均以收盘价计算，未使用盘中最高价与最低价。

## 3. 分环节：教材教辅、数字文娱、一般图书三条线的分化

按 2026 年中报主营构成与业务属性，本报告把 26 只样本划成三条线：教材教辅线 17 只，以教材教辅的出版与发行为核心收入来源，多数承担省域教材发行职能，包括新华文轩、凤凰传媒、中南传媒、浙版传媒、山东出版、中原传媒、南方传媒、皖新传媒、中文传媒、长江传媒、龙版传媒、时代出版、内蒙新华、读者传媒、出版传媒、城市传媒、世纪天鸿；一般图书线 6 只，以大众图书与专业图书的策划、出版、发行为主，包括中国科传、中国出版、中信出版、读客文化、新经典、果麦文化；数字文娱线 3 只，中报单列数字内容、短剧及 IP 衍生或数字营销业务，且该业务收入占营收比重在 14%~96% 之间，包括中文在线、粤传媒、荣信文化。

**表3：三条业务线的中报与市场表现（2026 年中报，2026 年 10 月 13 日）**

| 环节 | 样本数 | 中报营收中位（亿元） | 中报归母净利中位（亿元） | 毛利率中位（%） | 资产负债率中位（%） | ROE 中位（%） | PE(TTM)中位（倍） | PB 中位（倍） | 当日涨跌中位（%） | 近 5 日中位（%） | 近 20 日中位（%） | 换手率中位（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 教材教辅 | 17 | 30.90 | 4.75 | 35.26 | 33.17 | 4.13 | 17.6 | 1.22 | -0.33 | 5.2 | 5.2 | 1.97 |
| 一般图书 | 6 | 5.40 | 0.30 | 38.67 | 21.79 | 2.08 | 43.5 | 2.89 | 1.48 | 7.4 | 11.1 | 3.71 |
| 数字文娱 | 3 | 2.71 | -0.34 | 47.48 | 17.19 | -2.00 | 亏损无正 PE | 3.30 | 0.73 | 7.2 | -0.2 | 14.67 |
| 全样本合计 | 26 | 10.90 | 0.78 | 36.62 | 31.97 | 2.21 | 21.8 | 1.60 | 0.00 | 5.74 | 5.45 | 3.07 |

数据来源：公司 2026 年中期报告、Wind，东吴证券研究所；

教材教辅线是体量最大、盈利最厚、也是 10 月 13 日回吐最明显的一条。17 只中报营收中位数 30.90 亿元、归母净利润中位数 4.75 亿元，分别是一般图书线（5.40 亿元、0.30 亿元）的 5.7 倍与 15.8 倍；ROE 中位数 4.13%，为三条线最高；PE(TTM)中位数 17.6 倍、PB 中位数 1.22 倍，为三条线最低。但当日涨跌中位数 -0.33%，17 只中下跌 9 只、上涨 6 只、平盘 2 只，是三条线中当日收负的一条。这条线的特征是“重资产、重渠道、高负债率、低换手”：资产负债率中位数 33.17%，为三条线最高；换手率中位数 1.97%，为三条线最低。新华文轩的中报主营构成较好地反映了这条线的收入结构：发行-教材教辅 18.16 亿元、发行-一般图书 24.13 亿元、出版-教材教辅 6.31 亿元，教材教辅与一般图书发行合计占其营收的绝大部分，收入规模大而利润率平稳（毛利率 36.17%）。这条线在 10 月 13 日的回吐，本报告倾向于理解为涨幅兑现，而非基本面出现变化。线内分化同样不小：凤凰传媒（601928）中报营收 61.00 亿元、归母净利润 +10.92 亿元，是板块内营收与利润规模最大的一只，ROE 5.47%、毛利率 37.31%，但当日 -1.33%、近 20 日仅 +1.03%，区间位置 48.6%；中南传媒（601098）中报营收 58.43 亿元、归母净利润 +9.33 亿元、ROE 5.74%、毛利率 47.85%（板块内仅次于新经典与中文在线），当日 0.00%、近 20 日 +8.02%，区间位置 90.2%。时代出版（600551）是一个需要单独说明的例外：中报营收 29.18 亿元、归母净利润 +2.02 亿元，但毛利率仅 11.80%，原因是物资销售分部贡献了 20.64 亿元收入（占营收 71%）而毛利仅 0.35 亿元，这类低毛利贸易业务拉低了整条线的毛利率读数，不代表出版主业的盈利能力。

一般图书线是三条线中区间表现最好的一条，也是规模最小的一条。6 只中报营收中位数 5.40 亿元、归母净利润中位数 0.30 亿元，毛利率中位数 38.67%，资产负债率中位数 21.79%，ROE 中位数 2.08%；近 20 日涨跌中位数 +11.1%、近 5 日 +7.4%、当日 +1.48%，三项均为三条线最高；PE(TTM) 中位数 43.5 倍、PB 中位数 2.89 倍，估值明显高于教材教辅线。这条线的代表标的新经典（603096）中报营收 2.89 亿元、归母净利润 +0.44 亿元、毛利率 50.48%、资产负债率仅 4.47%，10 月 13 日以一字板

收于 20.97 元（开盘价、最高价、最低价、收盘价四价合一），当日 +10.02%，成交额 0.90 亿元、换手率 2.79%，近 20 日 +32.4%。一字板说明当日的成交极不充分，0.90 亿元的成交额和 2.79% 的换手率在板块内都偏低，价格发现的完成度有限。

线内分化同样明显。中国科传（601858）中报营收 11.80 亿元、归母净利润 +1.78 亿元、资产负债率 22.87%、ROE 3.09%，当日 +4.44%、近 20 日 +7.71%，是这条线中体量较大且当日表现较好的一只；但它的毛利率只有 30.97%，低于这条线 38.67% 的中位数，原因是出版物进口业务贡献 5.87 亿元收入而毛利仅 0.38 亿元。中国出版（601949）中报营收 19.18 亿元、归母净利润仅 +0.15 亿元、ROE 0.15%，当日 +1.17%，但近 20 日 -5.46%，是 26 只中区间表现最弱的一只。中信出版（300788）中报营收 7.91 亿元、归母净利润 +0.77 亿元、ROE 3.47%、毛利率 40.27%，近 20 日 +14.51%，但近 5 日 -0.26%、当日 -0.88%，属于涨在前、歇在后的形态。这条线的共同特征是利润体量小（净利中位数 0.30 亿元）而估值弹性大（PE 中位数 43.5 倍），业绩的边际变化对估值的影响会被放大。

数字文娱线只有 3 只，却是三条线中换手最活跃、中报最弱、且区间表现为负的一条。3 只中报营收中位数 2.71 亿元、归母净利润中位数 -0.34 亿元，毛利率中位数 47.48% 为三条线最高，ROE 中位数 -2.00% 为三条线中最低，PE(TTM) 均无正值；换手率中位数 14.67%，是教材教辅线的 7.4 倍；近 20 日涨跌中位数 -0.2%，是三条线中仅有的负收益。中文在线的中报结构颇具代表性：短剧及 IP 衍生品业务收入 4.11 亿元、毛利 1.999 亿元（毛利率约 48.6%），网络文学及相关业务收入 1.45 亿元，海外收入 2.78 亿元、占营收 48%；公司中报营收 5.78 亿元、归母净利润 -0.43 亿元、毛利率 49.58%、资产负债率 74.76%、ROE -15.38%，10 月 13 日换手率 19.12%、成交额 31.70 亿元、当日 +1.10%，近 20 日 -3.5%。高毛利率、高负债率、高换手、负利润，这四件事在这条线上是同时出现的。

另两只标的的情况可作补充。粤传媒（002181）中报营收 2.71 亿元、归母净利润 -0.34 亿元、毛利率 29.64%、资产负债率 17.19%，主营构成为报刊广告及发行 0.62 亿元、数字营销及会展活动 0.63 亿元、商业印刷 0.59 亿元、租赁及管理服务 0.52 亿元，业务分散且单一体量都很小；10 月 13 日当日 -2.40%、换手率 9.73%，近 5 日 +8.56% 而近 20 日 -0.20%，区间位置 18.4%，是 26 只中位置最低的一只。短期反弹幅度不小，但相对于 115 日区间仍处在很低的位置。荣信文化（301231）中报营收 2.18 亿元、归母净利润 -0.16 亿元、毛利率 47.48%，其中少儿图书策划与发行 1.44 亿元、原版图书销售 0.42 亿元，AI 剧/漫剧业务单列 0.31 亿元收入、毛利 0.25 亿元（毛利率约 81.2%），是板块内少数把短剧类业务单独披露的标的；10 月 13 日换手率 14.67%、当日 +0.73%、近 20 日 +5.91%。这条线的毛利率中位数 47.48% 是全板块最高，但三只全部处于亏损状态，毛利无法转化为净利的原因主要是销售与内容投入的摊销，这一点在中报的利润表上体现得比较充分。

仅供内部参考，请勿外传


三条线的分化，本质上对应的是三种不同的定价依据：教材教辅线由中报利润与资产定价，因此估值低、换手低、波动集中在兑现环节；一般图书线由稀缺品种与业绩弹性定价，因此估值中等偏高、区间涨幅最好，但成交能否跟上仍需观察；数字文娱线由业务想象空间与交易活跃度定价，因此换手最高、毛利率最高，但中报利润尚未转正、区间收益为负。这也解释了为什么板块整体的区间领涨，不能简单理解为基本面的普遍改善。

## 4. 换手率揭示了谁在定价

如果要在 26 只样本里找一个最能区分定价主体的指标，换手率的区分度高于市值，也高于中报盈利规模。按 10 月 13 日换手率由高到低排序，前 8 只的中报质量与当日表现如下。

**表4：换手率前 8 只个股的成交与中报指标（2026 年 10 月 13 日）**

| 排序 | 名称（代码） | 换手率（%） | 成交额（亿元） | 当日涨跌（%） | 近 20 日涨跌（%） | 中报归母净利（亿元） | 资产负债率（%） | PE(TTM)（倍） | 总市值（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 果麦文化（301052） | 40.68 | 10.26 | -2.36 | 17.0 | -0.41 | 20.71 | 亏损无正 PE | 29.44 |
| 2 | 中文在线（300364） | 19.12 | 31.70 | 1.10 | -3.5 | -0.43 | 74.76 | 亏损无正 PE | 187.15 |
| 3 | 荣信文化（301231） | 14.67 | 2.98 | 0.73 | 5.9 | -0.16 | 14.89 | 亏损无正 PE | 26.64 |
| 4 | 内蒙新华（603230） | 14.20 | 6.71 | -9.98 | 32.4 | 0.23 | 36.76 | 64.5 | 46.56 |
| 5 | 龙版传媒（605577） | 13.11 | 11.16 | 9.99 | 52.5 | 0.79 | 32.73 | 47.7 | 87.11 |
| 6 | 粤传媒（002181） | 9.73 | 10.64 | -2.40 | -0.2 | -0.34 | 17.19 | 亏损无正 PE | 113.44 |
| 7 | 新华文轩（601811） | 7.42 | 12.84 | -8.09 | 79.2 | 6.54 | 33.35 | 19.1 | 260.83 |
| 8 | 读客文化（301025） | 6.35 | 1.87 | 1.78 | 5.8 | 0.11 | 14.13 | 320.5 | 43.47 |

数据来源：Wind、公司 2026 年中期报告，东吴证券研究所；

前 8 只里有 4 只是中报亏损标的（果麦文化、中文在线、荣信文化、粤传媒），4 只集中在换手率 9.73%~40.68% 区间；这 4 只合计成交额 55.58 亿元，占 26 只当日合计成交额的 45.2%。接近一半的板块成交，集中在 4 只中报没有利润的标的上。这是“谁在定价”这个问题最直接的证据。

按换手率分层看，规律更整齐。换手率在 10% 以上的 5 只（果麦文化、中文在线、荣信文化、内蒙新华、龙版传媒），近 20 日涨跌中位数 +17.0%、当日中位数 +0.73%，其中 3 只中报亏损，PE(TTM) 中位数 56.1 倍；换手率在 3%~10% 的 8 只，近 20 日中位数 +6.5%、当日中位数 +0.38%，其中 1 只中报亏损，PE(TTM) 中位数 43.0 倍；换手率在 3% 以下的 13 只，近 20 日中位数 +4.3%、当日中位数 0.00%，其中 2 只


请务必阅读正文之后的免责声明部分

中报亏损，PE(TTM) 中位数 15.6 倍。换手率越高的组，区间涨幅越大、中报亏损占比越高、估值越贵，这三个方向是一致的。

两个涨停标的的成交结构值得单独说明。龙版传媒（605577）10 月 13 日 +9.99%涨停收盘，量比 2.10，成交额 11.16 亿元、换手率 13.11%，近 20 日 +52.5%；公司中报营收 6.59 亿元、归母净利润 +0.79 亿元、ROE 2.01%、毛利率 43.82%、资产负债率 32.73%。它属于“有利润、也有换手”的一类，与纯题材型标的并不相同。新经典（603096）则以一字板涨停，成交额仅 0.90 亿元、换手率 2.79%，属于“有利润、但成交未打开”的一类。同样是涨停，一只放量、一只缩量，背后的定价主体并不相同。

把换手率与中报数据并排放在一起看，本报告的判断是：10 月 13 日出版的边际定价主体，是围绕题材与短期弹性交易的资金，而不是围绕中报业绩做配置的资金。这一判断的依据不是单一指标，而是三条同时成立的观察：成交集中在亏损标的、换手率与中报质量呈反向排列、中报盈利的教材教辅主线当日回吐。需要说明的是，这一判断只针对 10 月 13 日这一个交易日，换手率本身是日频数据，单日读数能否延续，取决于后续成交是否保持。

## 5. 估值与业绩的匹配度

按总市值中位数 100.28 亿元为界，把 26 只分成大小市值两组，估值与业绩的匹配度差异很明显。

**表5：按市值分组的估值与业绩匹配度（2026 年 10 月 13 日，以市值中位数为界）**

| 分组 | 样本数 | 市值区间（亿元） | PE(TTM)中位（倍） | PE 有效样本 | PB 中位（倍） | ROE 中位（%） | 中报毛利率中位（%） | 资产负债率中位（%） | 换手率中位（%） | 近 20 日涨跌中位（%） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 大市值组 | 13 | 107.12~260.83 | 17.3 | 11 | 1.20 | 4.14 | 36.17 | 34.29 | 1.97 | 4.3 |
| 小市值组 | 13 | 26.64~93.45 | 49.6 | 10 | 1.95 | 1.55 | 37.07 | 25.33 | 4.23 | 7.2 |
| 全样本合计 | 26 | 26.64~260.83 | 21.8 | 21 | 1.60 | 2.21 | 36.62 | 31.97 | 3.07 | 5.45 |

数据来源：Wind、公司 2026 年中期报告，东吴证券研究所；

大市值组 13 只（市值区间 107.12 亿~260.83 亿元）PE(TTM) 中位数 17.3 倍、PB 中位数 1.20 倍、ROE 中位数 4.14%、资产负债率中位数 34.29%、换手率中位数 1.97%、近 20 日涨跌中位数 +4.3%。小市值组 13 只（市值区间 26.64 亿~93.45 亿元）PE(TTM) 中位数 49.6 倍、PB 中位数 1.95 倍、ROE 中位数 1.55%、资产负债率中位数 25.33%、换手率中位数 4.23%、近 20 日涨跌中位数 +7.2%。估值差接近 3 倍，盈利差接近 2.7 倍，方向是相反的：贵的一端业绩更弱、涨得更多、换手更高。

剔除亏损后的整体估值，是估值面上最值得关注的一个数据。26 只中有 5 只

PE(TTM) 无正值（中文在线、粤传媒、城市传媒、果麦文化、荣信文化），即 TTM 口径下处于亏损状态，中报口径的亏损标的为 6 只，多出的世纪天鸿中报微幅亏损、TTM 口径为微利；其余 21 只 PE(TTM) 中位数 21.78 倍、算术平均 49.65 倍。中位数与均值的巨大差距，来自读客文化 320.5 倍、世纪天鸿 164.2 倍等少数高值。用整体法计算（21 只合计市值 ÷ 合计推算 TTM 归母净利润），PE(TTM) 为 18.16 倍；这个数比中位数更低，说明权重较大的标的估值更便宜。PB 方面，26 只中位数 1.60 倍。

从业绩端看，26 只 2026 年中报营收合计 561.68 亿元、归母净利润合计 67.43 亿元，净利润率约 12.0%；毛利率中位数 36.62%，ROE 中位数 2.21%（半年报口径，不年化）。把 ROE 与 PB 并排看，匹配度的参差更直观：中原传媒（000719）PE(TTM) 9.84 倍、PB 1.10 倍对应 ROE 4.15%，山东出版（601019）PE(TTM) 12.93 倍、PB 0.95 倍对应 ROE 4.13%，属于低估值、中等回报的一端；读客文化（301025）PE(TTM) 320.54 倍、PB 6.94 倍对应 ROE 1.75%，世纪天鸿（300654）PE(TTM) 164.22 倍、PB 4.34 倍对应 ROE -0.02%，属于高估值、弱回报的一端。中文在线的 PB 高达 71.05 倍，是 26 只中的极端值，原因是 TTM 亏损导致净资产被大幅侵蚀，这个读数不宜与正常盈利公司的 PB 直接比较。PB 最低的一端是中文传媒（600373）0.60 倍、皖新传媒（601801）0.92 倍、时代出版（600551）0.92 倍，这三只 ROE 分别为 1.62%、4.14%、3.39%，说明低 PB 并不自动对应低回报，但也不代表重估会自然发生。

现金流是需要单独提示的一项：26 只中报经营活动现金流合计为 -3.62 亿元，13 只为负，中位数 -0.05 亿元。这与教材教辅类公司上半年备货、秋季教材集中结算的季节性有关。新华文轩中报经营活动现金流为 +3.17 亿元，而中南传媒为 -7.65 亿元、山东出版为 -5.68 亿元、中文传媒为 -5.40 亿元，方向并不一致，因此不宜简单把负现金流理解为经营质量恶化，但全年回款进度确实需要跟踪。

综合起来，本报告对估值位置的判断是：出版板块的估值重估，已经从“低估修复”走到了“结构性抬升”的阶段。整体法 18.16 倍的 PE(TTM)、1.60 倍的 PB 中位数，放在全市场看仍不算贵，这是板块的安全边际所在；但小市值组 49.6 倍的 PE(TTM) 中位数对应 1.55% 的 ROE 中位数、亏损组 3.82 倍的 PB 中位数对应 -1.41% 的 ROE 中位数，说明抬升的部分集中在业绩支撑最弱的一端。便宜的那部分仍然便宜，贵起来的那部分缺少中报的支撑。

## 6. 主要判断与后续值得跟踪的几个指标

本报告的主要判断有三条。第一，10 月 13 日出版的领涨，定价主导变量不是中报业绩验证，而是交易因素；依据是成交向亏损标的集中、换手率与中报质量反向排列、中报盈利的教材教辅主线当日回吐。第二，板块整体的估值重估已走到区间上沿：等权指数处于 115 日区间 99.3% 分位、距高点 -0.16%，继续向上的空间需要新的基本面信息来打开，而不是靠估值扩张本身。第三，业绩验证的窗口在三季报；中报能提供的信息止于 2026 年 6 月 30 日，而定价发生在 9 月中旬至 10 月上旬，两者之间存在约

仅供内部参考，请勿外传


三个月的时间间隔。

需要强调的是，上述判断都建立在 10 月 13 日的单日数据之上，且样本仅 26 只，个别标的（例如果麦文化 40.68% 的换手率、新华文轩 +79.2% 的 20 日涨幅）对板块读数的影响较大。换手率是日频指标，单日读数不构成趋势判断的依据。

对配置层面，本报告给出的是观察框架而非操作建议。出版目前同时具备两组特征：一组是偏低的整体估值（整体法 PE 18.16 倍、PB 中位数 1.60 倍）与已经基本填平的区间回撤（区间位置 99.3%），这决定了其向下空间相对可控；另一组是估值抬升集中在业绩支撑最弱的一端（小市值组 PE 中位数 49.6 倍对应 ROE 1.55%，亏损组 PB 3.82 倍对应 ROE -1.41%），这决定了其向上空间需要业绩接续。两组特征叠加的结果是：板块整体的位置不算危险，但内部结构的不均衡度已经比较高，后续的分化可能大于板块整体的方向性波动。

在这个框架下，教材教辅线与一般图书线、数字文娱线需要分开看。教材教辅线的定价依据是利润与资产，估值低、换手低，其风险主要来自 10 月 13 日这种涨幅兑现日的波动（如新华文轩 -8.09%、内蒙新华 -9.98%），而不是估值本身；一般图书线的定价依据是业绩弹性，近 20 日中位数 +11.1% 为三条线最高，但利润基数小（净利中位数 0.30 亿元），三季报的单季波动对全年预期的影响会被放大；数字文娱线的定价依据是业务空间与交易活跃度，换手率中位数 14.67% 为三条线最高而近 20 日 -0.2% 为三条线中仅有的负值，说明活跃交易尚未转化为区间收益，这是三条线中不确定性最高的一条。

**表6：后续跟踪指标及当前读数（2026 年 10 月 13 日）**

| 跟踪指标 | 观察要点 | 当前读数（2026-10-13） | 数据频率 |
|---|---|---|---|
| 三季报归母净利润 | 6 只中报亏损标的是否出现减亏或转正，20 只盈利标的增速是否延续 | 26 只中报归母净利合计 67.43 亿元 | 季度 |
| 高换手组换手率 | 换手率 10% 以上 5 只的换手率是否回落至 10% 以下，判断交易活跃度是否回落 | 该组换手率 13.11%~40.68% | 日频 |
| 板块量比 | 26 只合计成交额 5 日均 ÷60 日均，跌破 1.0 视为成交回补结束 | 1.68（个股中位数 1.44） | 日频 |
| 教材教辅线当日涨跌中位数 | 17 只是否由 -0.33% 转正，判断兑现压力是否释放完毕 | -0.33%，下跌 9 只 | 日频 |
| 经营活动现金流 | 13 只中报为负的标的是否在下半年回款改善 | 26 只中报合计 -3.62 亿元 | 季度 |
| 区间位置与距高点回撤 | 等权指数是否能有效站上 115 日区间上沿 103.03 | 区间位置 99.3%，距高点 -0.16% | 日频 |
| 融资余额 | 杠杆资金是否回流，观察中小盘增量资金的来源 | 10-12 为 25171.90 亿元，17 个交易日 -972.58 亿元 | 日频 |
| 剔除亏损后的整体法 PE(TTM) | 21 只样本整体法估值是否随三季报盈利更新而下移 | 18.16 倍 | 季频重算 |


请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：Wind、公司 2026 年中期报告，东吴证券研究所；

在这八项里，本报告认为优先级最高的是三季报归母净利润与高换手组的换手率。前者决定中报未兑现的部分能否补上，后者决定当前这套定价机制还能维持多久。如果三季报显示亏损组继续亏损而换手率已经回落，那么这一轮以题材定价为主的涨幅，缺乏业绩接续的概率就会上升；如果三季报出现实质减亏，则当前的高换手可以被理解为提前定价。两种情形都有可能，本报告不作预设。

## 7. 风险提示

1. 中报盈利质量与估值重估进度不匹配，三季报若低于预期，可能带来估值与股价的同步回调。

2. 题材型标的换手率处于高位（果麦文化 40.68%、中文在线 19.12%），交易拥挤度上升后，波动幅度可能进一步放大。

3. 教材教辅业务的政策执行存在省域差异，征订节奏与定价规则的调整可能影响相关公司收入确认时点。

4. 数字文娱与短剧类业务的收入确认与现金流回收存在账期，中报毛利率较高但净利润尚未转正，商业化进度存在不确定性。

5. 教材教辅类公司上半年经营活动现金流普遍为负，26 只中报经营现金流合计 -3.62 亿元、13 只为负，全年回款进度需持续跟踪。

6. 板块成交额占全市场比重偏低（10 月 13 日为 0.73%），单只标的的流动性冲击对板块读数的边际影响较大。

7. 样本口径下剔除停牌与市值缺失标的后仅 26 只，个别标的权重较高，板块层面的等权读数对少数极端值较为敏感。

8. 本报告所有数据统一截至 2026 年 10 月 13 日收盘，未纳入此后新披露的价格、成交与财务信息，区间位置与回撤以收盘价计算，与采用盘中价格的口径可能存在差异。

仅供内部参考，请勿外传



东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

## 免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用，且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用，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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后，应立即退回并销毁，不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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