

增持（首次）

皖新传媒（601801.SZ）

数智化出版发力文化创新，现代化物流打造行业标杆

2023年5月10日

市场数据

日期	2023-05-09
收盘价(元)	9.83
总股本(百万股)	1989.20
流通股本(百万股)	1989.20
净资产(百万元)	11202.27
总资产(百万元)	18224.31
每股净资产(元)	5.63

来源: IFiD, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

李阳

liyanyjs@xyzq.com.cn

S0190518080004

杨尚东

yangshangdong@xyzq.com.cn

S0190521030003

投资要点

- **文化消费传递书香，供应链管理谱写新篇。**皖新传媒自2007年成立以来，始终秉持“服务终身学习，致力美好生活”的使命，持续深耕文化消费、教育服务市场，并持续开展现代化供应链物流探索，历经数十年发展，当前公司已成为安徽省最大的国有控股文化教育上市公司。
- **渠道优势打造坚实基础，领域融合实现供应链创新。**公司前瞻性把握数字化趋势，积极建设全供应链管理业务，通过802个实体网点，打造了覆盖安徽全省、辐射周边的完整出版物分销服务及教育服务体系，并不断探索电商、数码、预制菜等领域跨界协作。物流年发货值现已超千亿元，业务规模位居全国出版发行行业首位，成功跻身国家AAAA级物流企业，未来有望与更多头部企业开展供应链合作，增厚公司业绩。
- **顺应教育信息化大势，聚力打造智慧教育体系。**公司大力推进K12智慧学校项目建设，旗下“K12教育云”平台已持续为超6千所学校、6万名教师、266万名学生提供智慧学校服务；皖新校园智慧阅读方案打造的校园阅读五大产品矩阵、236个品种，2022年实现销售收入8442万元，同比增长192.62%。此外，公司创建的教育品牌“美丽科学”开辟了科普教育创新之路，2022年项目线上精品科学可视化资源超2000个，覆盖超1600万名学生。在国家大力推动智慧教育建设的大背景下，公司智慧教育业务将持续保持高速增长。
- **线上线下融合发展，构建文化消费新场景。**线上侧，公司持续推进集电商平台、微店、“阅+优选”等多种电商营销模式一体的新零售体系，线下侧，公司“皖新云书店”加速线下门店入驻，形成线上线下服务闭环，推动图书主业增长。同时，公司积极发力公共文化服务场馆EPCO模式在安徽省内外的建设拓展，未来有望凭借良好口碑，收揽更多优质项目，打开公司营收天花板。
- **游戏研运业务拓宽，多元储备未来可期。**公司旗下“方块游戏”平台累计上架近400款游戏产品，注册用户突破190万人，代理发行游戏《轩辕剑系列》《只狼：影逝二度》等上线Steam平台，屡获好评。2023年，公司投资研发并代理发行的3A大作《指环王：咕噜》将于5月上架Steam，有望带来营收的持续突破。
- **盈利预测：**预计公司2023-2025年归母净利润7.57/8.44/9.55亿元，对应当前股价（2023年05月09日）PE分别为25.8/23.2/20.5倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**跨区域发展的风险、新技术冲击的风险、新生人口数量下滑风险、市场竞争不规范的风险

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11687	12960	14468	16385
同比增长	15.6%	10.9%	11.6%	13.3%
归母净利润(百万元)	708	757	844	955
同比增长	10.6%	7.0%	11.4%	13.2%
毛利率	19.5%	19.0%	18.5%	18.0%
ROE	6.3%	6.5%	7.0%	7.6%
每股收益(元)	0.36	0.38	0.42	0.48
市盈率	27.6	25.8	23.2	20.5

来源: IFiD, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1、公司介绍：图书发行区域龙头，数字升级佳绩可期.....	- 4 -
1.1、红色基因赓续文化使命，数智转型服务终身学习.....	- 4 -
1.2、文化消费传递书香，供应链管理谱写新篇.....	- 4 -
1.3、国资控股背景加持，团队履历背景丰厚.....	- 6 -
1.4、数字转型业绩增厚，资金充裕赋能增长.....	- 7 -
2、文教娱乐产业回暖，供应链行业加速发展.....	- 9 -
2.1、国企改革成果显著，全民阅读强势推进.....	- 9 -
2.2、教育信息化引领行业升级，转型经费投入稳步增长.....	- 12 -
2.3、图书发行地域优势明显，省内发行龙头地位稳固.....	- 13 -
2.4、二胎政策推升出生率，安徽教材市场空间广阔.....	- 14 -
3、科技赋能文化创新，领域融合深耕供应链.....	- 15 -
3.1、聚力构建智慧教育体系，营造良好产业生态圈.....	- 15 -
3.2、打造文化消费新零售体系，创新发展公共文化服务.....	- 19 -
3.3、渠道优势打造坚实基础，智慧转型供应链阔步向前.....	- 22 -
3.4、文娱游戏拓宽业务矩阵，多元储备蓄势待发未来可期.....	- 25 -
4、盈利预测与估值.....	- 26 -
5、风险提示.....	- 27 -

图目录

图 1、皖新传媒发展历程.....	- 4 -
图 2、皖新传媒业务布局.....	- 5 -
图 3、2017-2022 年公司细分业务营收结构.....	- 5 -
图 4、2017-2022 年公司一般图书及音像制品业务营收及同比增速.....	- 6 -
图 5、2017-2022 年公司供应链及物流服务业务营收及同比增速.....	- 6 -
图 6、皖新传媒股权结构（截至 2023 年 4 月 26 日）.....	- 6 -
图 7、2017-2022 年公司营业收入及同比增速.....	- 8 -
图 8、2017-2022 年公司归母净利润及同比增速.....	- 8 -
图 9、2017-2022 年公司毛利率及归母净利率.....	- 8 -
图 10、2017-2022 年公司期间费用率.....	- 8 -
图 11、2017-2022 年皖新传媒库存现金.....	- 9 -
图 12、皖新传媒 TTM 市盈率在申万出版业中排名第 13(截至 2023 年 4 月 28 日)	- 9 -
图 13、中国国企改革历史进程.....	- 10 -
图 14、2023 年新一轮国企改革方向.....	- 10 -
图 15、2017-2022 年我国国民阅读率.....	- 11 -
图 16、2011-2022 年我国数字阅读用户规模.....	- 11 -
图 17、2017-2022 年我国数字阅读营收规模.....	- 11 -
图 18、我国教育信息化历程.....	- 12 -
图 19、2013-2021 年中国教育信息化经费投入水平.....	- 13 -
图 20、新华文轩各地营收占比（四川）.....	- 13 -
图 21、新华传媒各地营收占比（上海）.....	- 13 -
图 22、出版传媒各地营收占比（辽宁）.....	- 14 -
图 23、中南传媒各地营收占比（湖南）.....	- 14 -
图 24、2017-2021 年皖新传媒各地营收占比.....	- 14 -
图 25、2013-2022 年全国及各教育大省人口出生率情况.....	- 15 -

图 26、2013-2022 年安徽省在校中小学生人数	- 15 -
图 27、2013-2022 年安徽省出生人数	- 15 -
图 28、公司 K12 智慧学校项目建设	- 16 -
图 29、国际化科学教育和科学文化品牌“美丽科学”	- 17 -
图 30、公司投资在线教育标的	- 19 -
图 31、2017-2022 年中国网络零售市场交易规模	- 20 -
图 32、2013-2022 年线上与线下渠道图书销售码洋	- 20 -
图 33、2022 年各渠道图书零售市场同比增速	- 20 -
图 34、文化消费新零售平台	- 21 -
图 35、公司公共文化服务项目	- 22 -
图 36、公司实体网点扩张趋势	- 23 -
图 37、皖新传媒智慧供应链建设	- 24 -
图 38、皖新传媒旗下黄山皖新徽三公司	- 24 -

表目录

表 1、公司高管团队履历	- 7 -
表 2、全民阅读政策梳理	- 10 -
表 3、中科大先研院新媒体研究院项目	- 16 -
表 4、安徽省教育厅 2023 年教育数字化工作要点	- 18 -
表 5、产教融合业务展示	- 18 -
表 6、在线教育标的投资情况	- 19 -
表 7、方块游戏发行产品展示	- 25 -
表 8、盈利预测主要假设	- 26 -
表 9、盈利预测结果	- 26 -
附表	- 28 -

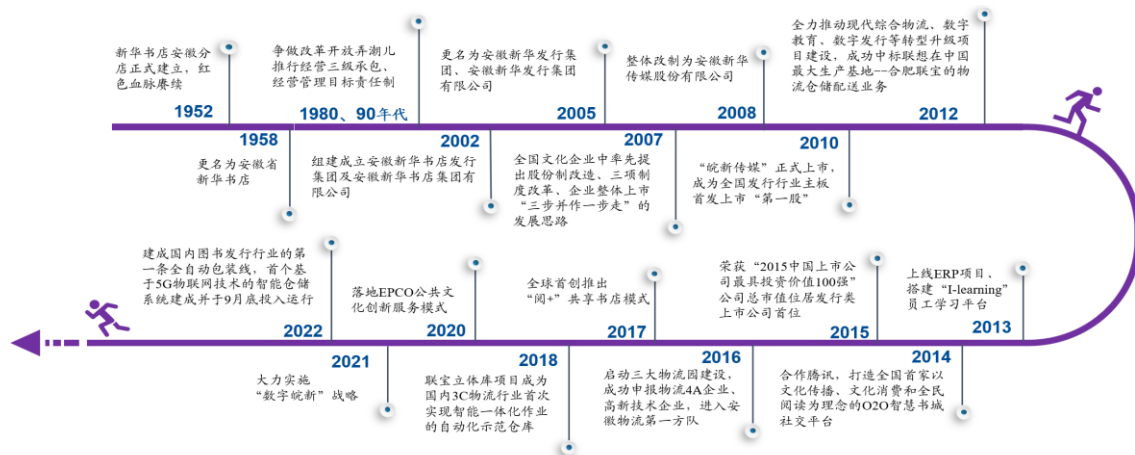
报告正文

1、公司介绍：图书发行区域龙头，数字升级佳绩可期

1.1、红色基因赓续文化使命，数智转型服务终身学习

安徽新华传媒股份有限公司自 2007 年成立以来，始终秉持“服务终身学习，致力美好生活”的使命，力求成为科技引领、行业领先的创新型文化企业集团。其前身可追溯至 1952 年成立的安徽省新华书店；历经改革开放与经营机制转变，2002 年公司改组为安徽新华书店发行集团及安徽新华书店集团有限公司；2010 年 1 月，公司在上交所正式挂牌上市，成为全国发行业主板首发上市“第一股”；党的十八大以来，公司坚持新发展理念，深入推进“数字皖新”战略，运用科技赋能文化传媒，先后获得“中国出版政府奖”、“首届新财富最佳上市公司”、“中国百强企业奖”等多项荣誉，当前，公司已成为安徽省最大的国有控股文化教育上市公司。

图 1、皖新传媒发展历程



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、文化消费传递书香，供应链管理谱写新篇

目前，公司逐步形成以文化消费和教育服务为主体，全供应链管理作新增长极，其他文化相关服务多元拓展的业务布局。

- **文化消费业务：**主要包括一般图书销售、多元文化文创产品销售、政企客户服务、公共文化服务及其他文化服务业务等。
- **教育服务业务：**主要包括教材教辅发行、综合实践教育、教师培训、教育装备销售、数字教育内容研发生产、智慧教育平台建设运营、校园书店等。
- **全供应链管理业务：**主要包括出版物仓储配送服务、第三方物流服务及电脑、家电、美妆、农特产品供应链一体化服务等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

➤ **其他文化相关业务：**主要包括游戏、影视及投资业务等。

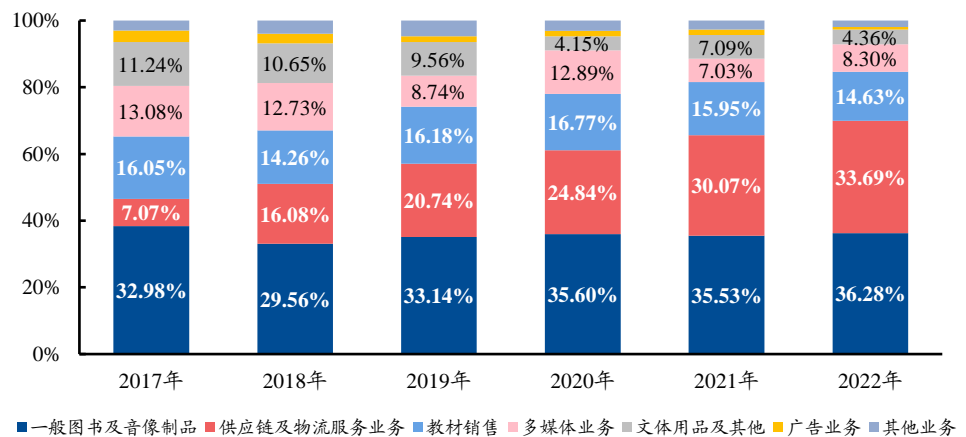
图 2、皖新传媒业务布局



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

文化消费核心贡献，全供应链管理高歌猛进。近年来，公司文化消费业务营收稳定，一般图书及音像制品销售业务的营收占比 30%左右，教材销售业务营收比重在 15%的水平上下浮动；得益于公司在仓储物流的精益运营与智能化升级改造，公司供应链及物流服务业务营收占公司收入比重逐年增加，由 2017 年的 7.07% 上升至 2022 年的 33.69%，已成为公司新的营收支柱。

图 3、2017-2022 年公司细分业务营收结构



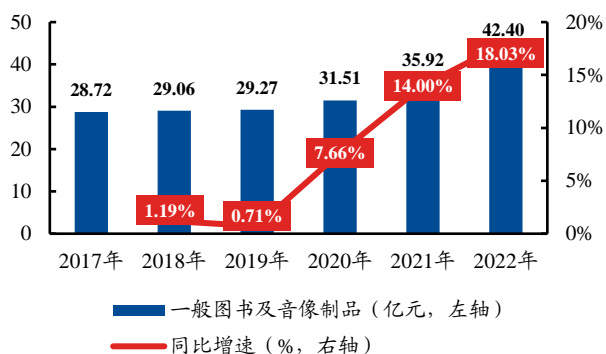
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

具体来看，2017 年至 2022 年公司一般图书及音像制品业务营收逐年增加，进入提速阶段，2022 年实现收入 42.40 亿元，同比增长 18.03%；供应链及物流服务业务呈相同上升趋势，2022 年实现收入 39.37 亿元，同比增长 29.49%，随着公司数字转型的推进，2023 年首个基于 5G 物联网技术的智能仓储系统上线，业绩有望

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

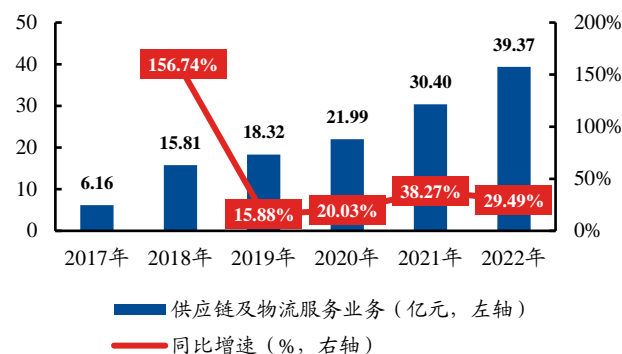
再上新台阶。

图 4、2017-2022 年公司一般图书及音像制品业务营收及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、2017-2022 年公司供应链及物流服务业务营收及同比增速

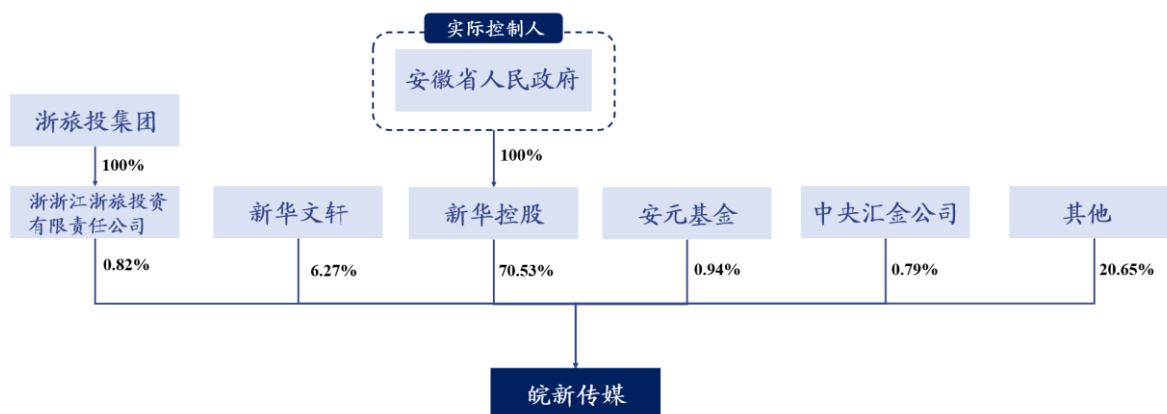


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、国资控股背景加持，团队履历背景丰厚

股权头部集中，国资优势长久。截至 2023 年 4 月 26 日，公司最大股东为安徽新华发行（集团）控股有限公司，持股 14.03 亿股，占公司总股本的 70.53%；公司第二大股东为新华文轩出版传媒股份有限公司，持股 1.25 亿股，占公司总股本的 6.27%。安徽省人民政府实控指导公司工作，具备良好的稳定性，并具备政策倾斜、资金扶持、福利优惠等方面的长期优势。

图 6、皖新传媒股权结构（截至 2023 年 4 月 26 日）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

高管团队长期深耕教育出版。公司多位高层管理人员长期深耕图书出版发行与教育事业，在儿童成长、教育发展等领域具备深刻认知。公司总经理兼副董事长张克文曾任安徽少年儿童出版社编辑室编辑、副主任、主任、副总编、总编、社长，运营经验突出；公司独立董事周峰曾任浙江大学信息与电子工程系副主任、教授、博导，并在华为通讯公司任资深芯片架构师，技术素养过硬。优质团队为企业长

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

期发展提供坚实保障。

表 1、公司高管团队履历

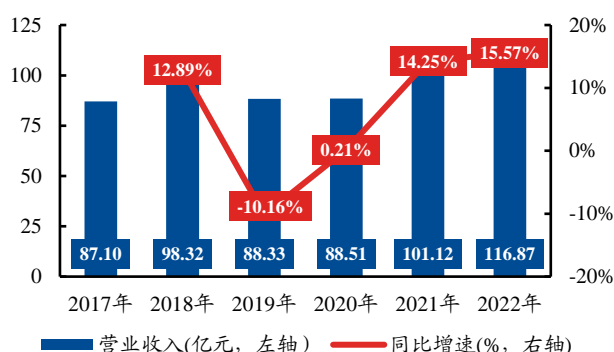
姓名	年龄 (岁)	职位	主要工作经历
张克文	54	副董事长	历任安徽少年儿童出版社编辑室编辑、副主任、主任、副总编、总编、社长，时代出版传媒股份有限公司党委委员、董事、副总编辑，时代少儿文化发展有限公司法定代表人等。
郑赤燕	59	董事	历任安徽新华图书音像连锁有限公司总经理、安徽皖新供应链服务有限公司董事长等。
袁荣俭	55	董事	历任成都市教育报刊社、成都市教育发展咨询中心、成都青少年科技园主任、成都市教育技术装备所所长、四川新华文轩传媒有限公司总经理、四川新华文轩连锁股份有限公司教材发行事业部四川公司副总经理等。
胡泳	57	独立董事	现任北京大学新闻与传播学院教授、博士生导师
周峰	61	独立董事	历任浙江大学信息与电子工程系副主任、教授、博导，华为通讯公司资深芯片架构师。
周泽将	39	独立董事	历任安徽大学讲师、副教授、教授，现任安徽大学商学院教授、博士生导师、学术委员会委员，入选全国会计高端人才和安徽省学术与技术带头人，兼任九华山旅游股份有限公司独立董事。

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、数字转型业绩增厚，资金充裕赋能增长

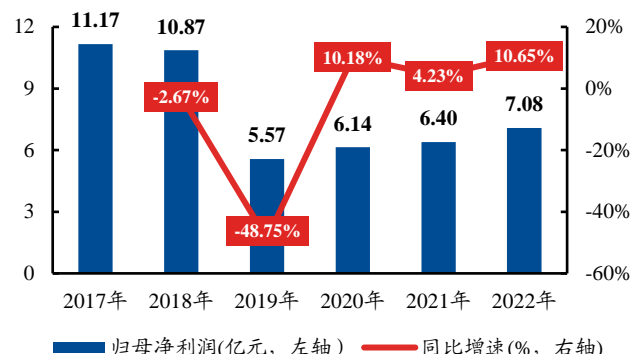
结构调整致业绩短期承压，数字转型助力经营长期向好。收入侧：2019年，公司处业务结构调整期，压缩了盈利水平较低的业务规模，业绩短期承压；随着公司数字化转型的步伐加快，智慧新零售、智慧教育、智慧供应链体系快速发展，2020年至2022年公司营业收入持续增长，年复合增速达14.91%，其中2022年实现营收116.87亿元，同比增长15.57%。**利润侧**：2019年，公司不再实施创新型资产运作项目，利润折损4.38亿元，同时公司对卡得万利理财产品计提减值1.28亿元；2020年至2022年公司经营管理提质增效，年复合增长率达7.39%，其中2020年，公司顶住新冠疫情的不利冲击，实现经营利润逆势增长，并上线了美丽科学教学平台3.0版本，累计覆盖超1.10万所学校，服务用户1600万人，数字建设加速拓展；2022年，公司实现归母净利润7.08亿元，同比增长10.65%，实现扣非归母净利润6.87亿元，同比增长20.30%。

图 7、2017-2022 年公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

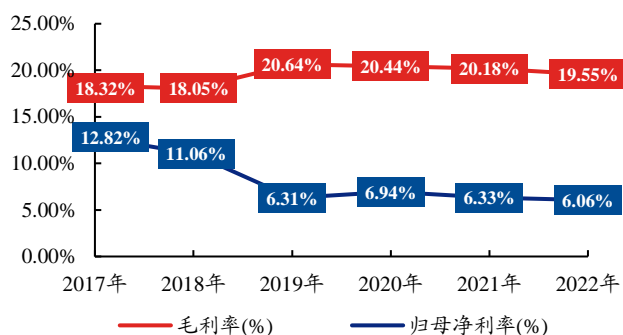
图 8、2017-2022 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

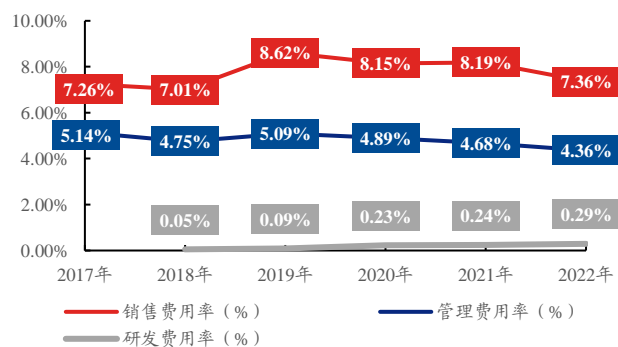
成本增加致毛利下滑，期间费用整体控制有效。毛利率方面，2019 年，公司调整业务结构，压缩低盈利业务占比，毛利率提升至 20% 以上，但由于采购成本的提升，公司毛利率略有下滑，2022 年公司整体毛利率下降至 19.55%，同比减少 0.63pct。期间费用方面，公司整体费用控制良好，销售费用率和管理费用率持续下滑，近年来公司加大技术研发投入，赋能旗下智慧教育平台建设及子公司“方块游戏”的游戏研运等，研发费用率小幅提升，2022 年公司研发费用支出 3408.81 万元，研发费用率为 0.29%，同比增长 0.05pct。

图 9、2017-2022 年公司毛利率及归母净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

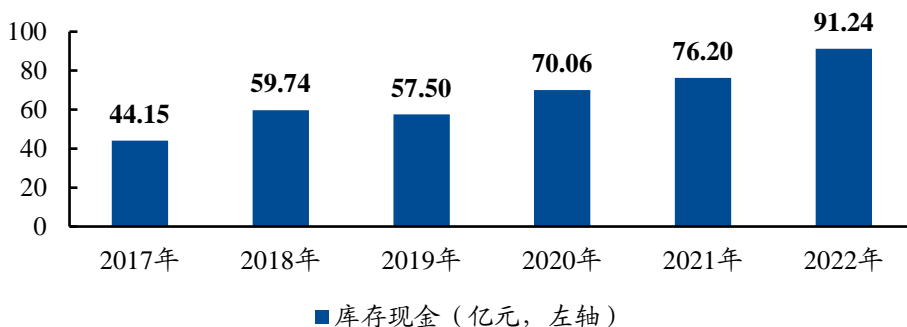
图 10、2017-2022 年公司期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

企业库存现金充裕，奠定持续扩充契机。公司库存现金充裕，2022 年公司库存现金达 91.24 亿元，为公司的稳健、长续发展提供了必要的保障，也为公司的横向、纵向兼并收购提供了有力的储备。

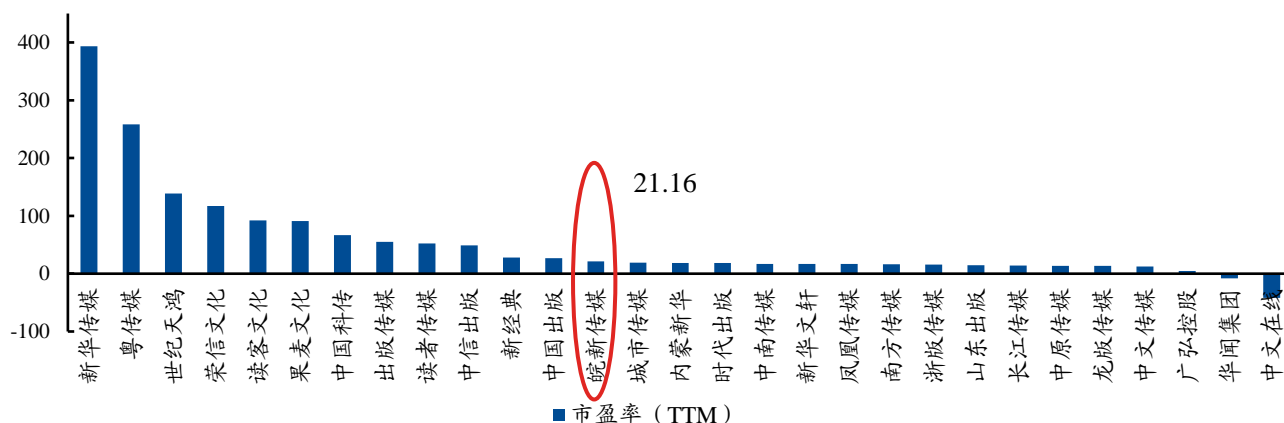
图 11、2017-2022 年皖新传媒库存现金



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司当前估值水平处行业中上游。截至 2023 年 4 月 28 日，公司收盘价为 7.92 元，滚动市盈率为 21.16，在申万出版行业中排名第 13，位于行业中游。

图 12、皖新传媒 TTM 市盈率在申万出版业中排名第 13 (截至 2023 年 4 月 28 日)



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

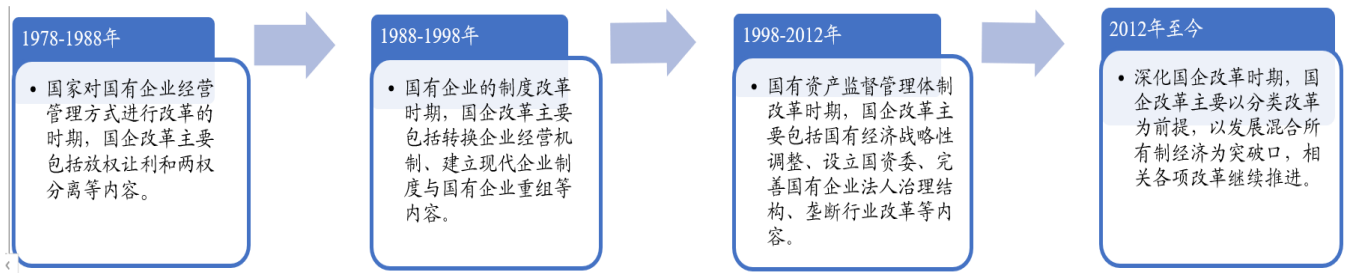
2、文教娱乐产业回暖，供应链行业加速发展

2.1、国企改革成果显著，全民阅读强势推进

国企改革持续深化，有望迎来估值重塑。2013 年，党的十八届三中全会对国企改革进行全面战略部署，推动了混合所有制经济的发展及国资管理体制、国企现代企业制度的变革，2015 年，国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，全面提出了新时期国有企业改革的目标任务和重大举措，2016 年，国企改革在内部公司治理、外部重组整合方面高速推进；“三年行动方案（2020-2022 年）”的落实，以《指导意见》为统领、以 35 个配套文件为支撑的“1+N”政策体系正式形成，国企改革进一步提速，2023 年，新一轮国企改革将重点强调央国企的盈利能力和

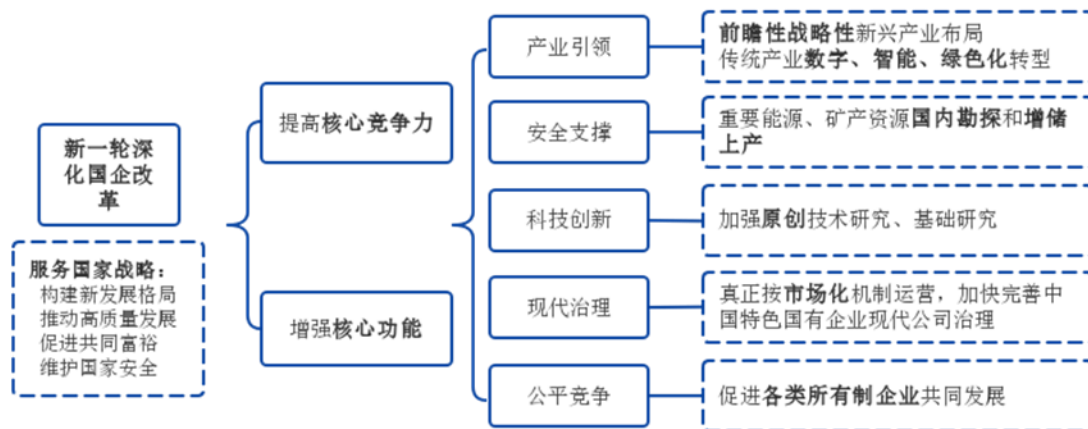
价值创造,主要抓好加快优化国有经济布局结构,增强服务国家战略的功能作用;加快完善中国特色国有企业现代公司治理,真正按市场化机制运营;加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制,加快打造创新型国有企业等方面的工作。未来,国企有望迎来估值重塑,国企板块的投资也将受益于基本面和估值的双重提升。

图 13、中国国企改革历史进程



资料来源:国务院国有资产监督管理委员会,兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2023 年新一轮国企改革方向



资料来源:国务院国资委党委,兴业证券经济与金融研究院整理

全民阅读深入推进,数字化引领时代风向。自 2014 年以来,“全民阅读”已连续十次被写入政府工作报告,且提法已由“倡导”转变为“深入推进”,彰显了国家将持续发展“全民阅读”的决心。据中国新闻出版研究院数据,2017-2022 年中国成年国民综合阅读率已由 80.3%提升至 81.8%,未成年人图书阅读率也由 2018 年的 80.4%恢复至 2022 年的 84.2%。

表 2、全民阅读政策梳理

年份	政府工作报告	相关政策规划
2023 年	第十四届全国人民代表大会第一次会议	实施文化惠民工程,公共图书馆、博物馆、美术馆、文化馆站向社会免费开放。 深入推进全民阅读。

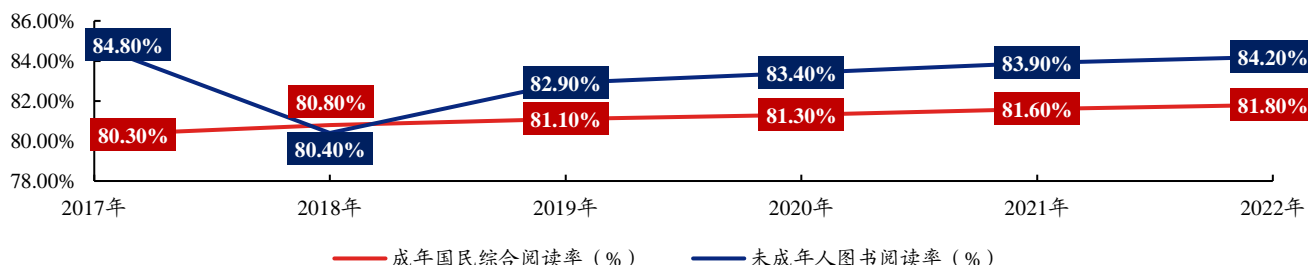
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2022年	第十三届全国人民代表大会第五次会议	繁荣新闻出版、广播影视、文学艺术、哲学社会科学和档案等事业。 深入推进全民阅读。
2021年	第十三届全国人民代表大会第四次会议	推进城乡公共文化服务体系一体建设,创新实施文化惠民工程, 倡导全民阅读。
2020年	第十三届全国人民代表大会第三次会议	加强公共文化服务,筹办北京冬奥会、冬残奥会, 倡导全民健身和全民阅读, 使全社会充满活力、向上向善。
2019年	第十三届全国人民代表大会第二次会议	倡导全民阅读, 推进学习型社会建设。
2018年	第十三届全国人民代表大会第一次会议	倡导全民阅读, 建设学习型社会。
2017年	第十二届全国人民代表大会第五次会议	大力推动全民阅读, 加强科学普及。
2016年	第十二届全国人民代表大会第四次会议	深化群众性精神文明创建活动, 倡导全民阅读, 普及科学知识,弘扬科学精神,提高国民素质和社会文明程度。
2015年	第十二届全国人民代表大会第三次会议	提供更多优秀文艺作品, 倡导全民阅读, 建设学习型社会,提高国民素质。
2014年	第十二届全国人民代表大会第二次会议	促进基本公共文化服务标准化均等化,发展文化艺术、新闻出版、广播电影电视、档案等事业,繁荣发展哲学社会科学, 倡导全民阅读。

资料来源:中国新闻出版研究院,中国教育报,兴业证券经济与金融研究院整理

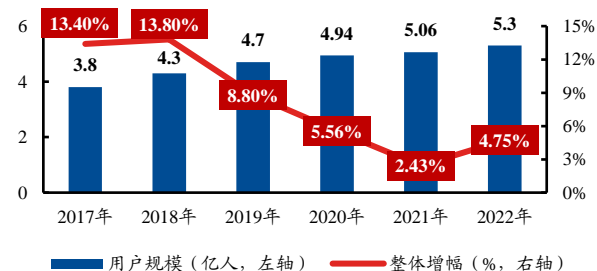
在深入推进全民阅读进程中,数字阅读贡献了巨大力量。据中国音像与数字出版协会《2022年度中国数字阅读报告》数据显示,近年来中国数字阅读用户规模持续增长,2022年,我国数字阅读用户规模达5.3亿人,同比增长4.8%。

图 15、2017-2022 年我国国民阅读率



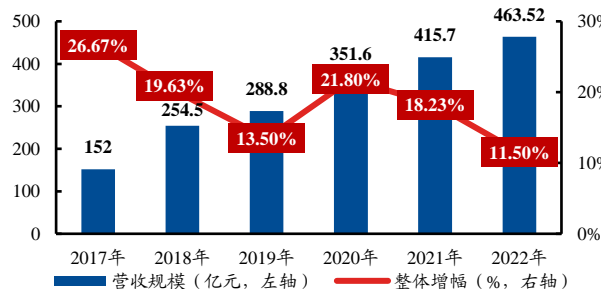
资料来源:中国新闻出版研究院,兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、2011-2022 年我国数字阅读用户规模



资料来源:中国数字阅读报告,兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2017-2022 年我国数字阅读营收规模

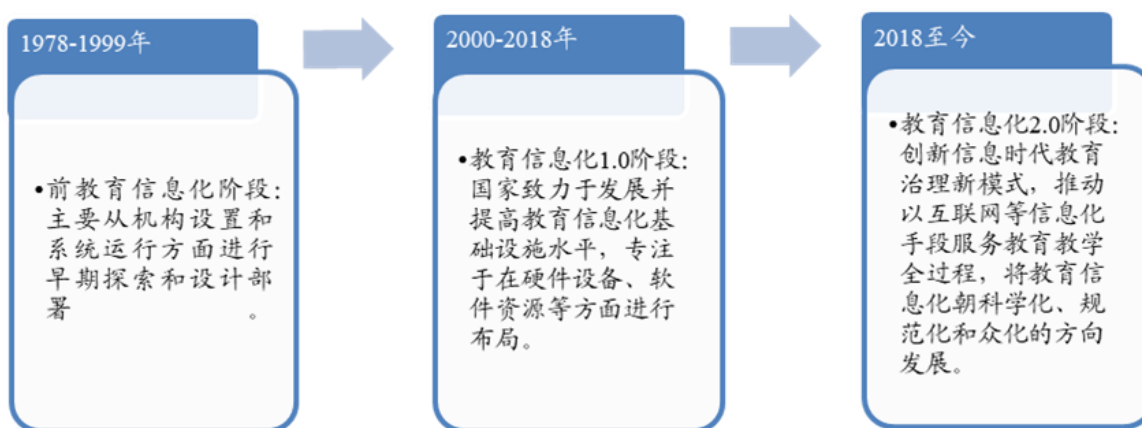


资料来源:中国数字阅读报告,兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、教育信息化引领行业升级，转型经费投入稳步增长

教育信息化旨在以信息科技创新推进教学效率提升，强化教学质量，促进教育公平。在数字化产业发展浪潮中，我国教育信息化发展不断提速，至今已经历了前教育信息化、教育信息化 1.0 和教育信息化 2.0 三个阶段，教育信息化在推动教育综合改革，解决教育均衡及教育创新等方面发挥了重要作用，为提升学校教学质量及管理水平，实现教育资源开放与共享提供了有力支撑。2022 年是我国教育信息化转型关键之年，《教育部 2022 年工作要点》明确提出“实施国家教育数字化战略行动”，未来将持续深化教育向全要素、全业务、全领域和全流程的数字化转型。

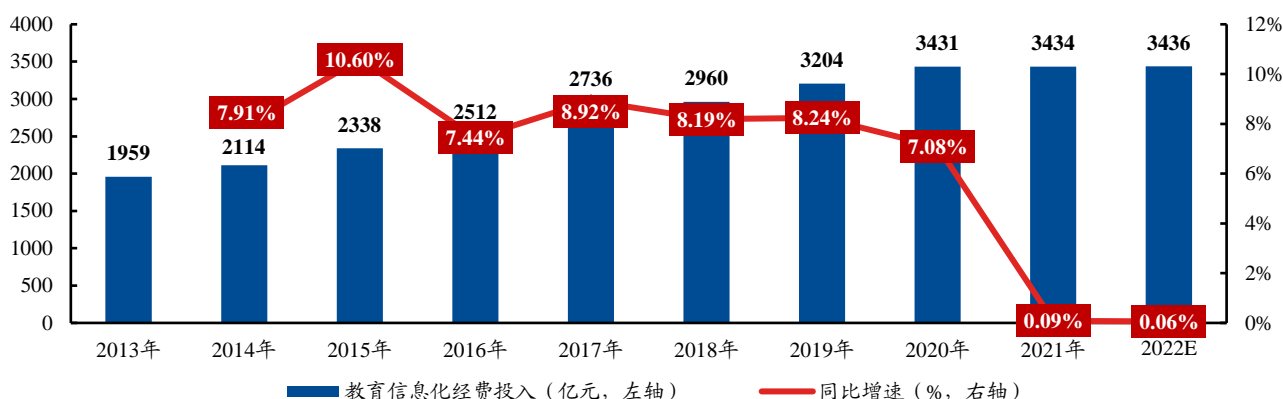
图 18、我国教育信息化历程



资料来源：华经情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

教育信息化经费投入持续增长。在国家政策对教育信息化行业的持续大力支持下，我国教育信息化行业不断发展。2011 年 6 月，教育部发布的《教育信息化十年发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿），明确提出各级政府在教育经费中按不低于 8% 的比例列支教育信息化经费，保障教育信息化拥有持续、稳定的政府财政投入。根据前瞻产业研究院数据，2013-2020 年，国内教育信息化支出费用持续增加，从 2013 年的 1959 亿元增长到 2020 年的 3431 亿元，年增长率保持在 7%-11% 之间。预计到 2022 年，中国教育信息化支出将达到 3436 亿元。随着教育信息化 2.0 的建设推进，经费投入有望持续增长

图 19、2013-2021 年中国教育信息化经费投入水平

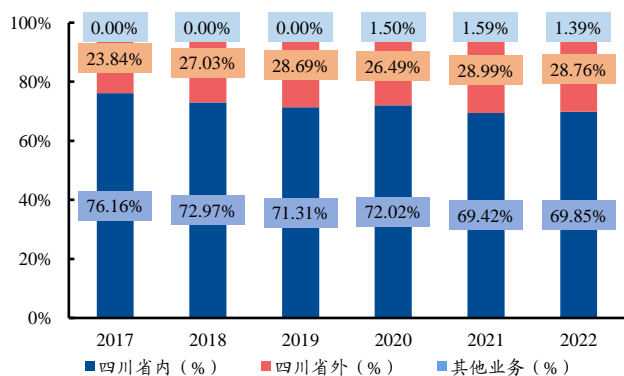


资料来源：中商情报网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、图书发行地域优势明显，省内发行龙头地位稳固

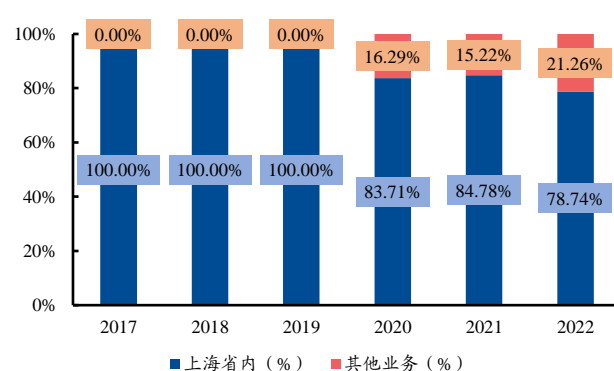
教材图书发行市场区域优势稳固。由于新华书店在我国的图书发行市场长期占据龙头地位，前身为新华书店的图书出版发行企业，在发行地长期盘踞龙头地位。新华文轩四川省内营收占比近 70%、新华传媒上海地区营收占比近 80%、出版传媒辽宁省内营收占比近 60%、中南传媒湖南省内营收占比超 70%。

图 20、新华文轩各地营收占比（四川）



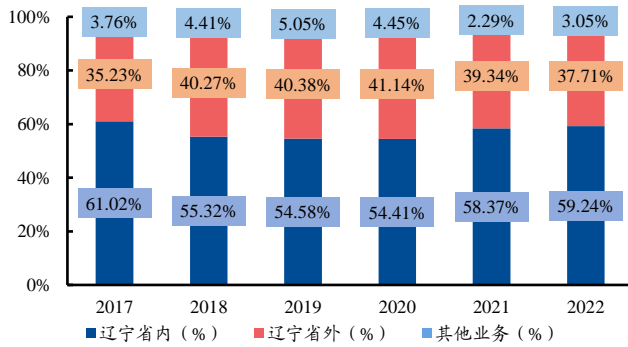
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、新华传媒各地营收占比（上海）



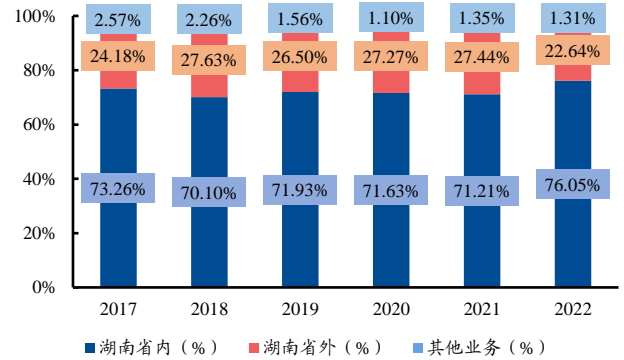
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、出版传媒各地营收占比（辽宁）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

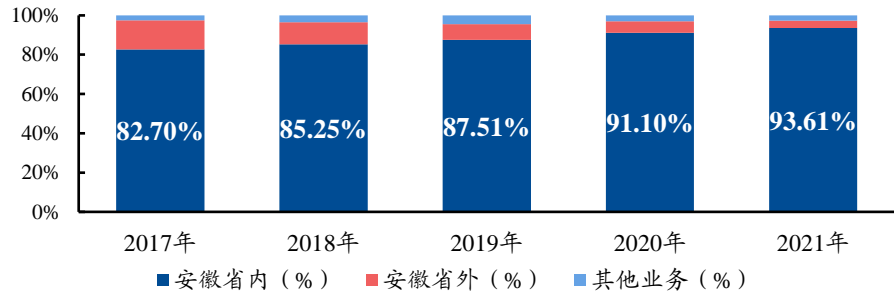
图 23、中南传媒各地营收占比（湖南）



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

皖新传媒约有九成营收来自安徽省内，从 2017 年到 2021 年营收占比分别为 82.70%/85.25%/87.51%/91.10%/93.61%，安徽省出版头部地位稳固。

图 24、2017-2021 年皖新传媒各地营收占比

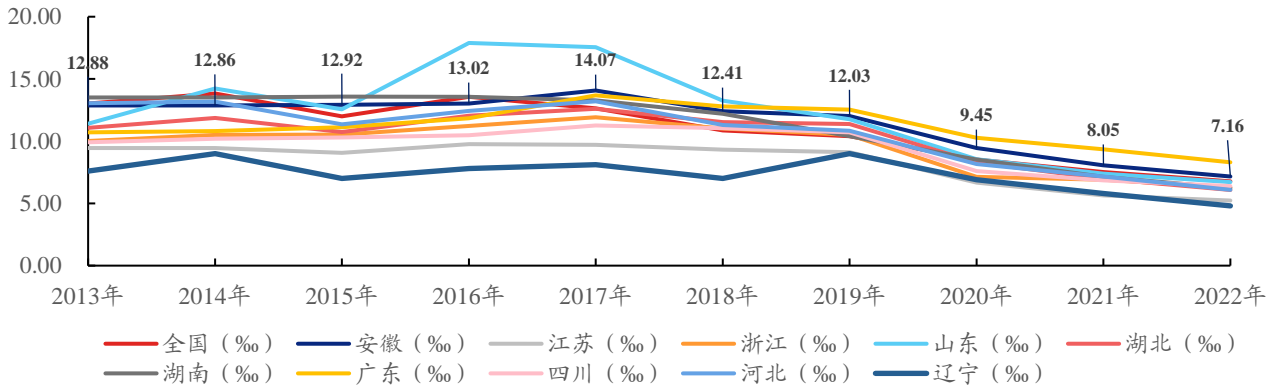


资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、二胎政策推升出生率，安徽教材市场空间广阔

教材价格受政府管制，故教材市场规模主要取决于新生儿人口数量。由于 2015 年国家全面推行二胎政策，安徽省出生率自 2015 年起逐年攀升，并于 2017 年达到最高点 14.07%。近年来，受婚育年龄推迟、生育意愿下降及新冠疫情影响，全国出生率下滑态势明显，但与全国人口及其他教育大省出生率相比，安徽省人口出生率从 2012 年到 2022 年仍表现较好，基本优于全国人口出生率水平。

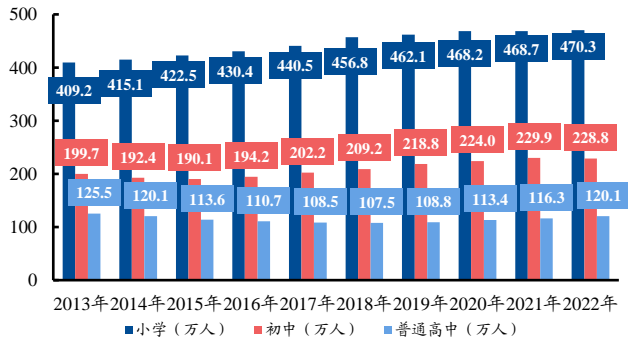
图 25、2013-2022 年全国及各教育大省人口出生率情况



资料来源：政府统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

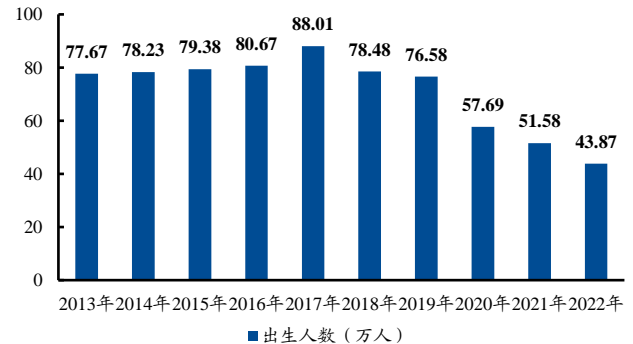
教育作为一项刚性支出，学生数量的不断增加也将带动教材教辅、相关图书及教育装备等市场需求的上升。据安徽省教育厅统计数据，2015-2022 年安徽省在校中小学生人数均较稳定且呈小幅上升态势，其中在校中学生人数分别为 303.6/304.9/310.7/316.6/327.6/337.3/346.2/348.9 万人，在校小学生人数分别为 422.5/430.4/440.5/456.8/462.1/468.2/468.7/470.3 万人。安徽省 2016-2019 年出生人数为 80.67/88.01/78.48/76.58 万人，若以 6 岁为界限估计安徽省新增入学人数情况，预计安徽 2022-2025 年入学人数相对稳定，并将在 2023 年迎来教材需求高点。

图 26、2013-2022 年安徽省在校中小學生人数



资料来源：安徽统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2013-2022 年安徽省出生人数



资料来源：安徽统计年鉴，兴业证券经济与金融研究院整理

3、科技赋能文化创新，领域融合深耕供应链

3.1、聚力构建智慧教育体系，营造良好产业生态圈

作为安徽省唯一拥有教材发行资质的公司，公司以打造教育服务第一品牌为目标，长期以来不断建设升级覆盖全省的教育服务网络及教育服务专员体系，为安徽省

中小学校及师生提供教材教辅、教育装备、教育信息化、数字教育产品、素质教育课程等多元化教育服务。

积极顺应“互联网+教育”行业趋势，全面发力智慧教育体系建设。公司着力推进 K12 智慧学校项目建设，从智慧管理、智慧教学、智慧生活、智慧文化及基础环境建设出发，综合运用云计算、物联网、大数据、人工智能等新兴信息技术，促进数字化校园的流程再造与系统重构，提高教育教学质量和教育管理决策水平，公司旗下“K12 教育云”作为中国最大的 K12 教育服务运营平台，持续为超 6 千个学校、6 万名教师、266 万名学生提供智慧学校服务；公司与学霸君联合研发的 AI 学智慧教育平台将大数据、人工智能解题、图文识别等核心技术与教学教研深度融合后，为教育部门、学校、老师、学生和家長提供教与学的新模式，在深度学习、模式识别等研究领域处于国内领先水平；公司打造的皖新校园智慧阅读方案，塑造了校园阅读五大产品矩阵、236 个品种，该智慧阅读系列产品 2022 年实现销售收入 8442 万元，同比增长 192.62%。

图 28、公司 K12 智慧学校项目建设



资料来源：皖新优阅官网，K12 教育云官网，皖新教育 APP，兴业证券经济与金融研究院整理

在智慧教育体系建设方面，公司还聚焦开发科学可视化数字教育内容。公司与中国科大联合创建面向科学传播、科学教育两大新媒体应用方向的产学研平台——中科大先研院新媒体研究院，发展了如 AR 科普绘本《消失的世界》、小学科学数字教科书、美丽科学、火花学院等项目，总用户数/受众数达到数千万，并在此基础上共申报（含联合申报）成功国家级、省部级科研项目 26 项。

表 3、中科大先研院新媒体研究院项目

项目名称	项目简介
科学荟移动数字发行平台	一款面向移动终端、跨平台的科学传播数字内容发行平台，致力于高品质科学内容的分布与传播。与 iBooks 相比，平台优势在于平台可以兼容 H5、AR 等新型媒体技术，同时支持 iOS 和 Android，未来将进一步支持 Windows 系统。《美丽化学》、《小学科学》、AR 绘

	本等都将平台上呈现给用户。
《消失的世界》AR 绘本	打造 AR 桌游卡牌，将 AR 技术与精美的绘本完美结合，真实还原远古生物。
小学《科学》数字教科书	小学《科学》采用与传统教科书完全不同的内容呈现方式——将科学内容通过逼真的多媒体手段进行编制，匹配最新课程标准开发，在交互中充分调动学生的学习兴趣，实现探索性的学习。
美丽科学	专注于数字教育内容的科技创新，旗下的《美丽化学》是新媒体研究院发布的第一个体验式数字传播作品，也是目前国际影响力最大的项目。
火花学院	一个比 PPT 更简单、功能更强大的课件演示平台，包含 PC 端编辑器、移动端播放器，融合 AR、VR 技术，为教师提供专业备课平台，实现科学可视化和素材创新。目前，火花学院 AR/VR 课件平台已在蚌埠二中、西安交大附中、广州天河中学等全国百强名校得以应用，教师用户超过 30 万，惠及 2000 万中小學生。
AmazingAR 引擎	沉浸式媒体技术文化部重点实验室自主研发的国际领先产品，提供安全、可靠、高质量、易扩展的行业 AR/VR 解决方案，如：双语教育、教学游戏、校园足球等 AR 产品，实验室还通过联合办学和培训模式，培养充足的实用化专业人才，与客户和合作伙伴以及整个产业的发展共享 AR/VR 人力资源。

资料来源：中科大先研院新媒体研究院官网，兴业证券经济与金融研究院整理

其中，皖新传媒旗下新知数媒创建国际化科学教育和科学文化品牌“美丽科学”，成立美丽科学教育研究中心，发布了包括美丽科学教学平台、科学素养助学课程及辅助教学的融合出版物等在内的科学教育解决方案。新知数媒研发出版的“美丽科学”MR 数字教科书融入了 VR 与 AR 技术，以打造精品数字教育内容为核心，拥有科学-技术-教学-艺术相融合的创新 DNA，便于学生开展自主、探究、协作、交互、泛在学习，引导青少年发现科学之美，开辟科普教育的创新之路，满足用户数字化学习新需求。2019 年，美丽科学与意大利 Zanichelli 出版社达成资源授权合作，将 20 个化学资源应用在三本化学电子教材里，实现了美丽科学化学资源在国外数字教材出版领域的首次应用。2022 年，品牌线上精品科学可视化资源已超 2000 个，覆盖超 1600 万名学生。

图 29、国际化科学教育和科学文化品牌“美丽科学”



资料来源：美丽科学官网，美丽科学教育开放平台，新媒体研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

新政策催生智慧教育建设发展新机遇。2022年，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，明确提出深入推进智慧教育，加速教育新型基础设施及智慧教育示范区建设，进一步完善国家数字教育资源公共服务体系，提升在线教育支撑服务能力，推动“互联网+教育”持续健康发展。安徽省教育厅积极响应，于2023年工作要点中明确指出，要强化数据赋能，深入推动国家教育数字化战略行动。皖新传媒作为安徽省教育厅直属出版集团，长期深耕智慧教育服务体系，必将在新的政策环境下迎来更大发展机遇。

表 4、安徽省教育厅 2023 年教育数字化工作要点

序号	具体举措
1	加大教育数字化资金投入力度，开发建设安徽教育数据综合应用平台。
2	扎实开展国家智慧教育平台整省试点，优化安徽智慧教育平台建设，推动教育数字化转型。
3	强化关键信息基础设施的保障工作，提升个人信息保护水平，全力维护教育系统网络安全稳定。

资料来源：安徽省委教育工委，安徽省教育厅，兴业证券经济与金融研究院整理

发挥资本运营优势，加速拓展教育服务创新业务。除拓展K12智慧学校业务之外，公司还围绕教育服务积极探索，不断利用资本优势延展业务领域。一方面，公司及子公司同安徽省城市管理职业学院、蔚来汽车、国家邮管局等大中专高校、头部企业、政府部门等积极合作，开展教师培训、研学教育、职业教育、学前教育等产教融合业务，2022年教育服务创新业务实现销售收入4749万元，同比增长122%；另一方面，公司利用丰厚资金，入股在线教育、科学教育等领域头部企业蓝狮子、巴九灵等，逐步夯实公司教育产业优势，打造内核坚实稳固、外延同频共振的皖新教育产业生态圈层。

表 5、产教融合业务展示

合作领域	合作项目
教师培训	芜湖皖新传媒教育培训中心中标 芜湖市鸠江区教育局发布的鸠江区教育系统2020年三级培训项目 ，对中小学书记、校长、学科教研员、教务主任及骨干教师等展开培训
研学教育	皖新传媒教育服务总公司研学教育中心与 浙江长城影视文化企业集团 联手打造 国内首个美育研学旅行教育基地 ，基地可容纳900余名学生，皖新传媒为基地设计了戏曲、戏剧、影视的课程，并负责课程研发并配备专职教师。
	皖新传媒集团与 途居露营 签约了研学业务战略合作，以营地优质的场地服务资源为基础，结合专业教育资源，围绕“学玩益智”的核心理念，将旅游、营地教育、科技、汽车、工业、农业、文化进行创新融合，研发主题特色鲜明、趣味性强、体验度高的研学产品。
	皖新传媒与 南京博而达、书香曲阜 签署《三方战略合作协议》，皖新传媒及博而达研学旅行公司将为 书香曲阜研学旅行基地 输送2万人，为曲阜研学旅行注入强大动力。
职业教育	沃屹智能成功建设运营 合肥职业技术学院新一代信息技术产教融合实训基地项目 ，2022年合肥职业技术学院实训基地获批省级产教融合实训基地。

本科与职业教育	沃屹智能与德国魏德米勒集团战略合作签约暨亚太区培训中心，双方将通过品牌、技术、产品、市场的协同发展，整合资源，共同打造国内领先的本科及职业教育平台。
本科教育	沃屹智能与安徽师范大学皖江学院签约产教融合发展合作协议，拟建立“数字化现代产业学院”，希望双方能在人才培养模式、产教融合平台、双师型教师培养等方面共同创新、共同发展。
学前教育	皖新传媒教育服务总公司与安徽省城市管理职业学院开展产教融合，合作打造学前教育专业。

资料来源：公司公告，沃屹智能官网，中国出版传媒商报，新浪网，学院官网，中国研学旅游推广联盟官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、公司投资在线教育标的



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、在线教育标的投资情况

投资标的	投资情况
蓝狮子	皖新传媒投资蓝狮子 2002.3 万元，投资比例为 44.55%。皖新传媒对蓝狮子的投资有利于实现公司由图书发行向产业链上游内容出版领域的延伸，探索传统媒体向新媒体的转型与融合，同时结合蓝狮子的品牌优势，扩大业务规模，提升市场竞争力、品牌影响力。
巴九灵	2016 年，皖新传媒注资 180 万元成为杭州巴九灵大股东。皖新传媒拥有渠道优势和产品优势，可为 890 新商学 APP 业务注入更多资源。目前皖新传媒谋求数字化转型，而杭州巴九灵作为移动互联网时代知识产品付费提供商，可以帮助皖新传媒实现升级转型，双方是互助的战略协同关系。

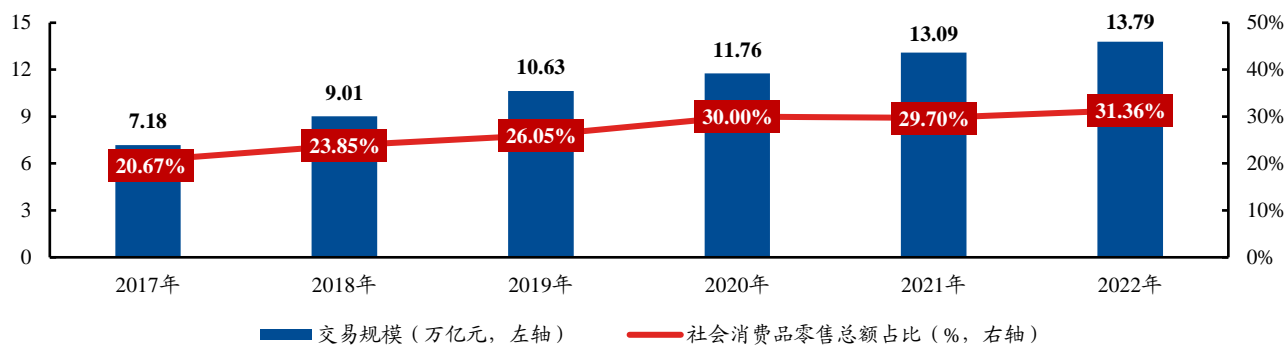
资料来源：搜狐网，证券之星，东方财富网，界面新闻，澎湃新闻，氩记，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、打造文化消费新零售体系，创新发展公共文化服务

消费者购物习惯向线上转移，中国线上线下渠道图书销售码洋呈二八分立态势。随着网络科技的普及，中国消费者的消费习惯逐渐向线上迁移，网络购物交易规模在社会消费品零售总额中的占比逐年增长，2022 年中国网络零售市场规模达 13.79 万亿元，占社会消费品零售总额的 31.36%。2020 年以后，直播、带货、短视频电商异军突起，线上渠道使图书更广泛地接触用户，逐渐成为图书市场销售的核心通道。据开卷发布的《2022 年图书零售市场年度报告》，2022 年中国图书线上渠道码洋达 738 亿元，线上销售占比进一步扩张至 84.73%，其中平台电商同

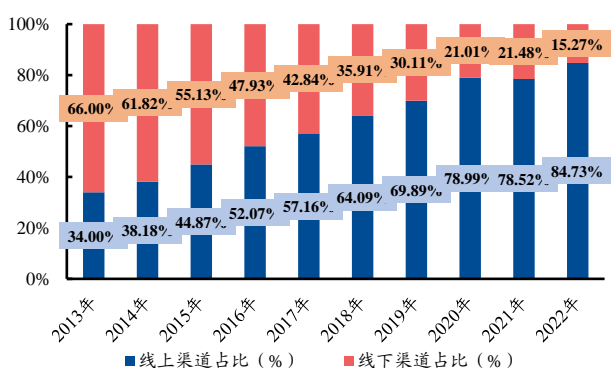
比下降 16.06%；短视频电商实现逆势增长，同比上升 42.86%。而受疫情和图书电商折扣冲击，实体店渠道零售图书市场同比下降 37.22%。整体来看，书店零售与私域流量运营和直播带货的复合经营模式是大势所趋。

图 31、2017-2022 年中国网络零售市场交易规模



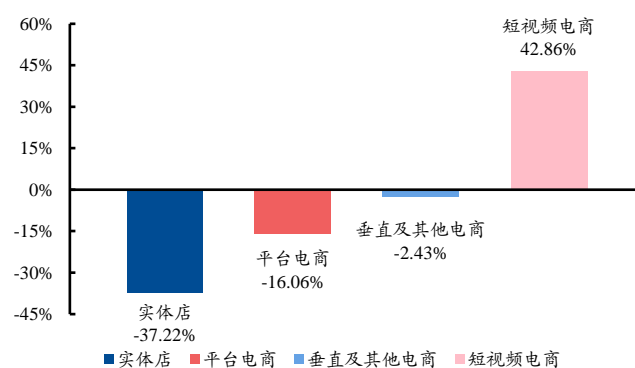
资料来源：中商情报网，国民经济和社会发展统计公报，光明日报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2013-2022 年中国线上与线下渠道图书销售码洋



资料来源：华经产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、2022 年中国各渠道图书零售市场同比增速

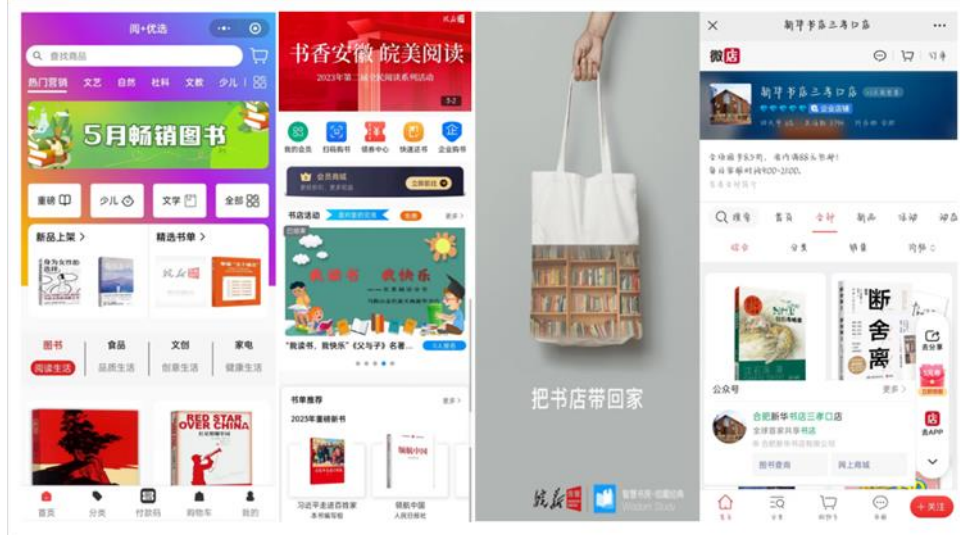


资料来源：北京开卷，兴业证券经济与金融研究院整理

敏锐捕捉图书消费者购买习惯变化，打造线上线下融合、多业态、多品牌的文化消费新零售体系。线上侧，公司持续推进集电商平台、微店、“阅+优选”等多种电商营销模式为一体的新零售体系，搭建 O2O 电商平台、社群营销和直播平台，布局新型文化直播矩阵，获客渠道、流量入口不断攀升，有效满足了新时代用户的文化消费需求，客户粘性持续攀升。**线下侧**，公司开发的线上服务平台“皖新书店”2022 年在 172 家门店上线应用，月访问量 8 万人次，29 家门店入驻皖事通“长三角政务地图”，并联合移动公司、安徽省广电集团，向会员提供多元化的服务场景和增值权益，形成实体书店与线上服务生态闭环。同时，公司紧抓教育出版优势，持续发力少儿特色电商业务。在文创产品 IP 化项目方面，公司完成小猪佩奇系列的 14 个产品类别设计规划，优化多元产品线；签约开发“蓝精灵”自主品牌运营产品，推进“授权 IP+衍生品开发+线上线下渠道整合”的全新业务模式。在童书经营方面，公司不断拓展天猫、京东、拼多多、抖音、快手等多渠道网上

商城，壮大新型文化电商规模，助力公司 2022 年实现图书销售码洋约 5.7 亿元，同比增长 42.5%。未来公司将持续借力文化消费新趋势，持续完善多元化渠道布局，赋能图书销售业务增长。

图 34、文化消费新零售平台



资料来源：阅佳优选小程序，皖新云书店小程序，智慧书房 APP，O2O 电商平台，兴业证券经济与金融研究院整理

引入 EPCO 创新模式，公共文化服务项目未来可期。作为安徽省国有文化传媒公司，公司积极参与安徽省城市阅读空间建设运营，推动公共文化服务一体化创新，打造 15 分钟阅读圈和最后一公里全民阅读服务体系。公司创造性引入“设计、建设、采购、运营一体化”（EPCO）模式，通过打造“六安市图书馆”“徐州云龙区图书馆”等经典案例。在全程一站式服务中，以运营为核心，实行设计施工采购一体化是公司的独特优势，图书选品更是公司强项所在，公司在招商、出版社、数字资源等方面拥有资源整合能力，同时在长期服务读者的过程中，公司牢固树立了“以客户为中心”的运营理念，深知读者需求。公司紧跟时代潮流，优化图书馆、城市阅读空间等公共文化设施的空间设计布局，为读者精心挑选的优质图书，提供高质量的文化服务和体验，真正实现“政府主导，社会参与；运营主导，设计先行；成本降低，服务专业”的优质 EPCO 模式服务。2023 年，新华控股作为联合体牵头人，顺利中标安徽省宁国市文体中心 EPCO 项目，中标金额约 10 亿元，为集团 EPCO 模式发展添上浓墨重彩的一笔。

图 35、公司公共文化服务项目



资料来源：证券时报，安徽日报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在公共文化服务领域的建设运营质量得到市场广泛认可，良好口碑为公司带来长期业务增量。截至 2023 年 2 月，公司负责运营的合肥、芜湖、滁州、六安、阜阳、宣城、亳州、蚌埠等地公共文化服务项目累计达 143 个，合计中标金额 10.65 亿元，公共文化服务年度运营经费合同额超 6400 万/年，项目平均每年接待读者 1197.29 万人次，外借图书 447.23 万册，各项运营指标均位居安徽省前列，多个场馆部分运营指标进入全国前十。

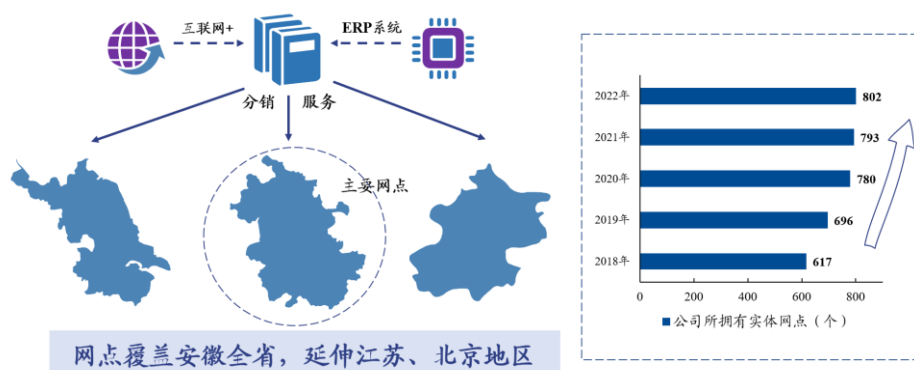
未来，公司将持续以文化战略为核心，一方面大力发展线上线下一体化、在线在场相结合的文化消费新零售体系，另一方面积极发力公共文化服务场馆 EPCO 模式在省内外建设拓展，打造富有地域特色的公共文化服务品牌运营商。

3.3、渠道优势打造坚实基础，智慧转型供应链阔步向前

● 3.3.1、版图扩张久久为功，实现多点信息化覆盖

发行作为图书出版过程的最后一环，健全的网络体系与全面的市场覆盖为公司的图书营销、连锁经营起着重要促进作用。2010 年上市初期，公司在安徽全省铺设了 507 个营业网点，收购了以“安徽图书城”为代表的 37 个大中型图书城卖场，营业面积超 16 万平方米，并以各地子公司为主体，形成了专业化、网络化、规模化的销售渠道。当互联网的春风为各行各业送来新的生机，公司顺势而上，加强网点信息化建设，利用 ERP 管理系统辅助经营决策，布局物流网络体系。经过十数年的发展，2022 年，公司实体网点个数已增长至 802 家，业务版图扩张至安徽、江苏、北京等地，打造了覆盖安徽全省、辐射周边的完整出版物分销服务及教育服务体系，形成了“渠道终端一体化”的市场格局。

图 36、公司实体网点扩张趋势



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 3.3.2、前瞻布局智慧物流，奋楫扬帆供应链建设

基于发行网点建设的物流基础，公司依凭敏锐的嗅觉驭势而行，前瞻布局智慧物流，推动供应链数字化建设。2016年，公司举力打造合肥皖新数字化出版发行产业园、休宁民生物流园、亳州综合物流园三大园区，搭建物流大数据平台、云仓管理平台，开启了向服务文化与民生的平台型物流企业转型升级的新征程；2018年，公司以互联网+云计算，打造了基于数据云的智慧物流配送体系，实现产效双增收，同年公司的联宝立体库项目成为国内3C物流行业首次实现智能一体化作业的自动化示范仓库，现代物流阔步前进；2019年，公司教材仓库数字化应用首次实现智慧云仓管理，并筹备智慧物流新园区建设，专业物流能力得到进一步提升；2021年，公司完成了北京文化物流仓储中心的自动化升级，实现产能提升40%、人力节约83.3%；2022年，国内图书发行行业的第一条全自动包装线正式建成，教材教辅包装效率显著提升。

转型升级前路漫漫，公司多剑联璧，合力打造智慧供应链体系。目前，公司积极推进与联宝科技在自动化仓库项目上的建设；同华为云展开深度合作，推动业务领域数字化场景设计；联合京东、考拉海购，在跨境电商领域取得新进展；与格力智能装备达成战略合作，聚焦智慧物流、智能制造和智能冷库三大领域，通过组建合资公司，打造智能装备一体化解决方案集成商和服务商。未来，公司将加强与头部企业的战略合作，积极谋划数字化新业态新项目，不断培育新兴数字产业新优势。

图 37、皖新传媒智慧供应链建设



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

历年来，公司始终敢做、勇做“第一个吃螃蟹的人”，以“数字科技引领产业升级”为战略导向，依托 4 个物流园区与 92 个仓储网点，发力安徽省物流网络三级体系建设。当前，公司物流业务年发货值超千亿元，业务规模位居全国出版发行行业第一，成功跻身国家 AAAA 级物流企业，未来业绩有望持续增厚。

● 3.3.3、跨界协作，生生不息

从电商、图书、家电、美妆到现代农业与制造业，公司跳脱传统而常规的物流业务，强化供应链协作服务能力，不断拓展高附加值供应链产品，打造跨界融合新模式。在零售电商领域，公司提供全流程、24 小时监控的物流托管服务，拓宽新零售电商供应链配送服务；在农产品领域，公司利用休宁物流园运营黄山特色农产品供应链项目，成功介入冷链仓储物流服务；在预制菜领域，公司旗下黄山皖新徽三食品供应链致力打造具有“徽州传统名菜”特色的预制菜品牌，2022 年推出的臭鳊鱼系列预制菜实现产能 3000 吨，实现销售收入 1.1 亿元。未来，公司将持续进行多元货品物流运输探索，拓宽业务边界，将数字供应链融入更多领域。

图 38、皖新传媒旗下黄山皖新徽三公司



资料来源：安徽省股权托管交易中心，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、文娱游戏拓宽业务矩阵，多元储备蓄势待发未来可期

公司积极拓展 PC 游戏发行、运营业务。公司旗下“方块游戏”平台上线于 2017 年，主营游戏产品的发行、运营、研发、技术服务等业务，平台现已累计上架 393 款游戏产品，注册用户突破 190 万人，并成功发行《只狼：影逝二度》、《仙剑奇侠传系列》、《武侠乂》、《河洛群侠传》等产品。2023 年，公司代理发行的《轩辕剑系列》上线 steam 平台收获多半好评，此外，公司投资研发并代理发行的 3A 大作《指环王：咕噜》将于 2023 年 5 月 26 日上架 Steam，有望带来营收的持续突破。

表 7、方块游戏发行产品展示（截至 2023 年 5 月 3 日）

游戏名称	平台标签	售价（元）
仙剑奇侠传 7	仙侠	128
明星志愿 3	休闲	39
蜡烛人	解谜	48
三位一体	冒险	26
深海迷航	经营	80
蓝色警戒 4	策略	5
撕裂机甲	射击	38
宅人传说	养成	24
新次元游戏 战机少女 VII	科幻	99

资料来源：方块游戏平台，兴业证券经济与金融研究院整理

4、盈利预测与估值

皖新传媒核心主业扎实稳健，文化消费业务与供应链业务扎实稳健增长，此外，公司积极探索数字化转型，未来大有可为：

文化消费业务：公司拥有强大的实体销售网络与文化商业品牌体系，未来有望借力智慧教育、文化新零售体系和公共文化运营等业务实现营收的持续增长。

供应链业务：作为国家 AAAA 级物流企业，公司物流供应链规模位居全国出版发行行业第一，当前已经为海尔、联想、苹果等大客户提供供应链物流服务，我们看好公司持续拓展该业务能力，塑造了良好的业界口碑，未来有望吸引更多品牌的签约合作。

表 8、盈利预测主要假设

产品名称	项目	2022	2023E	2024E	2025E
文化教育业务	营业收入(百万元)	7429.44	7914.58	8474.93	9235.98
	增长率(%)	12.01%	6.53%	7.08%	8.98%
	毛利率(%)	27.30%	27.41%	27.49%	27.53%
供应链业务	营业收入(百万元)	3937.02	4694.11	5612.75	6741.47
	增长率(%)	29.49%	19.23%	19.57%	20.11%
	毛利率(%)	3.80%	3.77%	3.83%	3.81%
其他业务	营业收入(百万元)	320.13	351.79	380.36	407.78
	增长率(%)	-26.98%	9.89%	8.12%	7.21%
	毛利率(%)	33.30%	34.02%	34.73%	35.33%

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

皖新传媒文化消费业务持续稳健增长，供应链服务领域不断拓展，游戏等新业务或将迎来业绩释放。预计公司 2023-2025 年归母净利润 7.57/8.44/9.55 亿元，对应当前股价(2023 年 05 月 09 日)PE 分别为 25.8/23.2/20.5 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 9、盈利预测结果

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11687	12960	14468	16385
增长率	15.6%	10.9%	11.6%	13.3%
营业利润(百万元)	788	816	912	1036
增长率	11.6%	3.5%	11.9%	13.5%
归母净利润(百万元)	708	757	844	955
增长率	10.6%	7.0%	11.4%	13.2%
最新摊薄每股收益(元)	0.36	0.38	0.42	0.48
每股净资产(元)	5.63	5.82	6.05	6.31
动态市盈率(倍)	27.6	25.8	23.2	20.5
市净率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.6

资料来源：IFind，兴业证券经济与金融研究院整理

5、风险提示

(1) 跨区域发展的风险。目前我国出版物发行市场仍存在较强的地域壁垒和地方保护，本公司在进行跨区域并购或资源整合时，将会遇到一定阻力，因此存在跨区域发展的风险。

(2) 新技术冲击的风险。技术变革引发商业模式重塑，对传统业务产生了较大冲击。新技术的发展让发行途径更加多元化，公司的传统业务可能面临一定的风险与挑战。

(3) 新生儿数量下滑风险。我国人口出生率呈下降趋势，若未来出生率不及预期，或影响公司教育出版业务发展。

(4) 市场竞争不规范的风险。当前出版市场竞争中出现了一些不规范现象，将加大公司的经营成本，给公司的正常经营带来一定的影响。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	12731	13995	15053	16430
货币资金	9124	9333	10295	10860
交易性金融资产	203	441	322	381
应收票据及应收账款	820	917	1020	1157
预付款项	400	476	524	602
存货	1840	2533	2577	3091
其他	344	295	315	340
非流动资产	4774	3668	3524	3207
长期股权投资	1356	1399	1385	1390
固定资产	677	682	550	350
在建工程	399	200	100	50
无形资产	233	219	206	192
商誉	24	24	24	24
长期待摊费用	112	112	112	112
其他	1973	1031	1146	1089
资产总计	17505	17663	18576	19637
流动负债	5265	5691	6125	6637
短期借款	253	230	242	236
应付票据及应付账款	2867	3320	3739	4254
其他	2145	2140	2145	2147
非流动负债	904	220	220	220
长期借款	0	0	0	0
其他	904	220	220	220
负债合计	6169	5911	6345	6857
股本	1989	1989	1989	1989
资本公积	2446	2446	2446	2446
未分配利润	5428	5688	5995	6349
少数股东权益	141	166	195	228
股东权益合计	11337	11752	12231	12780
负债及权益合计	17505	17663	18576	19637

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	708	757	844	955
折旧和摊销	232	208	245	264
资产减值准备	129	161	44	110
资产处置损失	-33	-15	-18	-20
公允价值变动损失	17	-10	-11	-6
财务费用	-212	-84	-92	-101
投资损失	2	-24	-13	-17
少数股东损益	24	26	29	33
营运资金的变动	671	-543	164	-346
经营活动产生现金流量	1725	491	1192	873
投资活动产生现金流量	-541	23	62	35
融资活动产生现金流量	-487	-306	-291	-344
现金净变动	697	209	962	564
现金的期初余额	1651	9124	9333	10295
现金的期末余额	2348	9333	10295	10860

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	11687	12960	14468	16385
营业成本	9402	10494	11791	13442
税金及附加	36	40	45	51
销售费用	860	951	1043	1149
管理费用	509	605	661	711
研发费用	34	26	27	28
财务费用	-210	-84	-92	-101
其他收益	38	42	40	41
投资收益	-2	24	13	17
公允价值变动收益	-17	10	11	6
信用减值损失	-191	-125	-140	-122
资产减值损失	-129	-79	-23	-31
资产处置收益	33	15	18	20
营业利润	788	816	912	1036
营业外收入	4	5	5	4
营业外支出	41	15	14	16
利润总额	751	806	903	1023
所得税	19	22	30	36
净利润	732	783	873	988
少数股东损益	24	26	29	33
归属母公司净利润	708	757	844	955
EPS(元)	0.36	0.38	0.42	0.48

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	15.6%	10.9%	11.6%	13.3%
营业利润增长率	11.6%	3.5%	11.9%	13.5%
归母净利润增长率	10.6%	7.0%	11.4%	13.2%
盈利能力				
毛利率	19.5%	19.0%	18.5%	18.0%
归母净利率	6.1%	5.8%	5.8%	5.8%
ROE	6.3%	6.5%	7.0%	7.6%
偿债能力				
资产负债率	35.2%	33.5%	34.2%	34.9%
流动比率	2.42	2.46	2.46	2.48
速动比率	2.07	2.01	2.04	2.01
营运能力				
资产周转率	67.9%	73.7%	79.8%	85.8%
应收帐款周转率	1306.9%	1097.9%	1101.3%	1108.8%
存货周转率	403.3%	427.8%	411.4%	422.8%
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.38	0.42	0.48
每股经营现金	0.87	0.25	0.60	0.44
每股净资产	5.63	5.82	6.05	6.31
估值比率(倍)				
PE	27.6	25.8	23.2	20.5
PB	1.7	1.7	1.6	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn