

**投资评级 优于大市 维持**

## 业绩稳步提升，着力发展文化新业态

### 股票数据

11月04日收盘价(元)	4.70
52周股价波动(元)	4.28-5.56
总股本/流通A股(百万股)	1989/1989
总市值/流通市值(百万元)	9349/9349

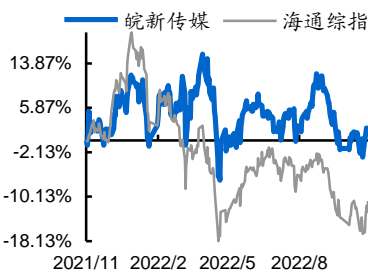
### 相关研究

《21Q3 营收逆势增长，数字皖新战略助力主营业务提质增效》2021.11.06

《图书销售增长稳健，数字化业务蓬勃发展》2021.02.19

《主营业务升级，教育服务板块亮眼》2018.09.11

### 市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.8	-8.0	1.3
相对涨幅 (%)	4.7	-1.7	9.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:毛云聪

Tel:(010)58067907

Email:myc11153@htsec.com

证书:S0850518080001

分析师:孙小雯

Tel:(021)23154120

Email:sxw10268@htsec.com

证书:S0850517080001

分析师:陈星光

Tel:(021)23219104

Email:cxcg11774@htsec.com

证书:S0850519070002

联系人:康百川

Tel:(021)23212208

Email:kbc13683@htsec.com

联系人:崔冰睿

Tel:(021)23219774

Email:cbr14043@htsec.com

### 投资要点:

- 前三季度业绩稳步提升，多项指标创近四年同期新高。**2022年前三季度，公司实现营业收入 92.33 亿元，同比增长 20.01%；归母净利润 8.31 亿元，同比增长 8.57%；扣非归母净利润 8.36 亿元，同比增长 18.7%。公司营业收入、扣非后净利润、经营活动产生的现金流量净额均创近四年同期最好水平。
- 教材图书营收增长，供应链管理运营体系全面提升。**公司各分项业务稳步增长，其中 22H1 公司教材营业实现收入 7.38 亿元，同比增长 11.82%；一般图书及音像制品营业实现收入 19.69 亿元，同比增长 10.39%。此外，公司成功签约海尔家电直播电商、耐克着装业务、精卓光显等供应链一体化业务项目，供应链及物流服务业务 22H1 实现营业收入 19.81 亿元，同比增长 32.62%。
- 推进电商和游戏业务，着力发展文化新业态。**公司以童书为经营特色，拓展天猫、京东、拼多多、抖音、快手等多渠道网上商城，22H1 实现销售码洋 2.08 亿元，同比增长 13.33%。游戏方面，方块游戏平台竞争力不断提升，截至 22 年中累计上架产品 393 款，注册用户突破 177 万人。上半年游戏业务实现营业收入 7299.06 万元，同比增长 58.78%。其中重点项目《仙剑奇侠传七》累计实现销售收入 6732.97 万元。
- 谋求创新，发展数字化业务。**公司加快推进企业数字化转型。新零售业态方面，推广“皖新云书店”“阅佳优选”“皖新云馆配”等线上服务平台，实现会员体系、销售渠道和文化服务的线上线下融合。智慧教育生态方面，22H1 公司中标智慧教育建设运营项目 42 个，中标金额 1.19 亿元；智慧阅读系列产品实现销售收入 6320 万元，同比增长 203%。智慧供应链方面，公司上半年与格力智能装备达成战略合作，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。
- 盈利预测。**我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.35、0.38 和 0.41 元/股。参照可比公司，我们给予公司 2022 年 15-17 倍动态 PE，对应合理价值区间为 5.28-5.98 元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**纸价成本提升，教辅教材政策监管趋严，新媒体、教育服务等新业态拓展不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8851	10112	11391	12552	13826
(+/-)YoY(%)	0.2%	14.2%	12.7%	10.2%	10.1%
净利润(百万元)	614	640	700	762	825
(+/-)YoY(%)	10.2%	4.2%	9.4%	8.9%	8.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.32	0.35	0.38	0.41
毛利率(%)	20.4%	20.2%	18.9%	18.0%	17.7%
净资产收益率(%)	5.8%	5.9%	6.2%	6.3%	6.4%

资料来源：公司年报(2020A-2021A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**表 1 可比公司及估值表**

简称	代码	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
中南传媒	601098.SH	9.19	0.90	1.00	1.09	10	9	8
中信出版	300788.SZ	20.30	1.15	1.36	1.54	18	15	13
新经典	603096.SH	18.37	1.12	1.39	1.71	16	13	11
平均						<b>15</b>	<b>12</b>	<b>11</b>

注: 对应为 2022 年 11 月 03 日收盘价  
资料来源: wind, 海通证券研究所

**盈利预测假设。** 1) 图书销售 (一般图书和教辅教材) 是公司目前最为核心的业务, 未来有望保持稳健收入增长。但考虑网店渠道折扣水平低于实体店, 我们预计一般图书销售毛利率轻微下行。2) 多媒体业务是公司未来重要的业务发力点, 我们预计该业务未来有望保持较高的收入增长态势, 并随业务的逐步落地, 毛利率逐渐上行。3) 2022 年受公共卫生事件影响下的宏观经济及广告主预算压力影响, 广告业务毛利小幅下滑, 明年起预期回暖。

**表 2 公司主营业务各分项收入预测与假设 (亿元)**

	2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	101.12	113.91	125.52	138.26	<b>毛利</b>	20.41	21.50	22.62	24.48
一般图书销售	35.92	40.59	44.25	47.79	一般图书销售	13.12	13.81	14.39	15.54
供应链及物流服务业务	30.40	34.96	40.21	46.24	供应链及物流服务业务	0.57	0.65	0.79	0.91
教材销售	16.13	16.13	16.13	16.13	教材销售	3.64	3.64	3.64	3.64
多媒体业务	7.11	9.24	11.09	13.30	多媒体业务	0.65	0.89	1.18	1.69
商品贸易	0.00	0.00	0.00	0.00	商品贸易	0.00	0.00	0.00	0.00
广告业务	1.64	1.64	1.64	1.64	广告业务	0.48	0.42	0.45	0.45
出版业务	0.00	0.00	0.00	0.00	出版业务	0.00	0.00	0.00	0.00
文体用品及其他	7.17	8.61	9.47	10.41	文体用品及其他	0.68	0.82	0.90	0.99
其他业务	2.74	2.74	2.74	2.74	其他业务	1.26	1.26	1.26	1.26
<b>成本</b>	80.71	92.42	102.90	113.77	<b>毛利率 (%)</b>	20.18	18.87	18.02	17.71
一般图书销售	22.80	26.78	29.86	32.25	一般图书销售	36.52	34.02	32.52	32.52
供应链及物流服务业务	29.83	34.31	39.42	45.33	供应链及物流服务业务	1.87	1.87	1.97	1.97
教材销售	12.49	12.49	12.49	12.49	教材销售	22.56	22.56	22.56	22.56
多媒体业务	6.45	8.34	9.90	11.62	多媒体业务	9.18	9.68	10.68	12.68
商品贸易	0.00	0.00	0.00	0.00	商品贸易	0.00	0.00	0.00	0.00
广告业务	1.16	1.22	1.19	1.19	广告业务	29.40	25.40	27.40	27.40
出版业务	0.00	0.00	0.00	0.00	出版业务	0.00	0.00	0.00	0.00
文体用品及其他	6.49	7.79	8.56	9.42	文体用品及其他	9.52	9.52	9.52	9.52
其他业务	1.48	1.48	1.48	1.48	其他业务	46.07	46.07	46.07	46.07

资料来源: 公司 2021 年度报告, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>10112</b>	<b>11391</b>	<b>12552</b>	<b>13826</b>
每股收益	0.32	0.35	0.38	0.41	营业成本	8071	9242	10290	11377
每股净资产	5.49	5.72	6.11	6.53	毛利率%	20.2%	18.9%	18.0%	17.7%
每股经营现金流	0.46	0.30	0.79	0.36	营业税金及附加	30	34	37	41
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	828	948	1032	1140
P/E	14.61	13.36	12.27	11.33	营业费用率%	8.2%	8.3%	8.2%	8.2%
P/B	0.86	0.82	0.77	0.72	管理费用	473	557	605	663
P/S	0.92	0.82	0.74	0.68	管理费用率%	4.7%	4.9%	4.8%	4.8%
EV/EBITDA	5.44	4.07	2.86	2.75	EBIT	512	643	623	638
股息率%	<b>3.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	-172	-178	-170	-194
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-1.7%	-1.6%	-1.4%	-1.4%
毛利率	20.2%	18.9%	18.0%	17.7%	资产减值损失	-185	-110	-20	-10
净利润率	6.3%	6.1%	6.1%	6.0%	投资收益	78	68	73	90
净资产收益率	5.9%	6.2%	6.3%	6.4%	<b>营业利润</b>	<b>706</b>	<b>777</b>	<b>843</b>	<b>908</b>
资产回报率	3.8%	4.0%	3.9%	4.0%	营业外收支	-28	-28	-28	-28
投资回报率	4.1%	4.8%	4.4%	4.2%	<b>利润总额</b>	<b>678</b>	<b>749</b>	<b>816</b>	<b>880</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	729	808	813	851
营业收入增长率	14.2%	12.7%	10.2%	10.1%	所得税	17	23	25	25
EBIT 增长率	-11.8%	25.5%	-3.0%	2.3%	有效所得税率%	2.5%	3.1%	3.0%	2.9%
净利润增长率	4.2%	9.4%	8.9%	8.3%	少数股东损益	21	27	29	30
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>640</b>	<b>700</b>	<b>762</b>	<b>825</b>
资产负债率	34.7%	34.7%	36.7%	36.0%					
流动比率	2.56	2.50	2.30	2.30	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	1.89	2.02	1.65	1.80	货币资金	7620	7429	8492	8567
现金比率	1.61	1.49	1.41	1.36	应收账款及应收票据	500	1593	469	1681
<b>经营效率指标</b>					存货	2433	1562	3048	2153
应收账款周转天数	21.14	32.03	29.01	27.39	其它流动资产	1608	1884	1847	2024
存货周转天数	88.17	78.20	81.16	82.51	流动资产合计	12161	12468	13856	14425
总资产周转率	0.64	0.66	0.68	0.69	长期股权投资	1486	1614	1660	1663
固定资产周转率	17.89	17.64	17.39	17.23	固定资产	614	677	766	839
					在建工程	433	386	330	282
					无形资产	248	242	236	233
					非流动资产合计	4753	5169	5611	6165
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>16914</b>	<b>17637</b>	<b>19467</b>	<b>20590</b>
净利润	640	700	762	825	短期借款	208	312	416	504
少数股东损益	21	27	29	30	应付票据及应付账款	2725	2798	3475	3427
非现金支出	554	275	209	223	预收账款	18	291	132	174
非经营收益	-323	-26	-27	-41	其它流动负债	1796	1590	1998	2177
营运资金变动	24	-377	591	-326	流动负债合计	4747	4991	6020	6283
<b>经营活动现金流</b>	<b>916</b>	<b>598</b>	<b>1565</b>	<b>712</b>	长期借款	75	75	75	75
资产	-153	-407	-539	-718	其它长期负债	1046	1046	1046	1046
投资	-1648	-205	-123	-80	非流动负债合计	1121	1121	1121	1121
其他	50	68	73	90	<b>负债总计</b>	<b>5868</b>	<b>6113</b>	<b>7142</b>	<b>7405</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1751</b>	<b>-543</b>	<b>-589</b>	<b>-708</b>	实收资本	1989	1989	1989	1989
债权募资	48	104	104	89	归属于母公司所有者权益	10926	11378	12150	12980
股权募资	5	0	0	0	少数股东权益	120	147	175	205
其他	-504	-350	-15	-18	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>16914</b>	<b>17637</b>	<b>19467</b>	<b>20590</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-451</b>	<b>-247</b>	<b>89</b>	<b>70</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1285</b>	<b>-191</b>	<b>1064</b>	<b>74</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

毛云聪 互联网及传媒  
孙小雯 互联网及传媒  
陈星光 互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 蓝色光标,芒果超媒,中文在线,顺网科技,光线传媒,掌阅科技,完美世界,华策影视,世纪华通,中南传媒,欢瑞世纪,智度股份,视觉中国,值得买,风语筑,电魂网络,梦网科技,捷成股份,天下秀,三人行,乐享集团,浙数文化,腾讯控股,中信出版,华立科技,恺英网络,姚记科技,昆仑万维,百奥家庭互动,创梦天地

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。