



稳扎稳打锐意创新，引领出版转型升级

——皖新传媒首次覆盖报告

买入 (首次)

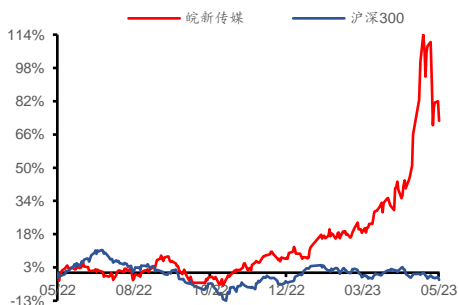
行业： 传媒
日期： 2023年05月24日

分析师： 陈旻
Tel: 021-53686134
E-mail: chenmin@shzq.com
SAC 编号: S0870522020001

基本数据

最新收盘价 (元)	8.23
12mth A 股价格区间 (元)	4.46-10.20
总股本 (百万股)	1,989.20
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	163.71

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

公司稳扎稳打体现在“核心主业稳健增长”。公司系全国发行业主板首发上市“第一股”，是集文化消费、教育服务、现代物流等产业于一体的大型国有控股文化企业，专业从事图书、报纸、期刊、电子出版物总发行、安徽省内中小学教科书发行及音像制品批发零售等业务，在安徽、江苏、上海、北京等地拥有 802 个发行网点。2022 年实现营业收入 116.87 亿元，创历史最好水平，同比增长 15.57%；归母净利润 7.08 亿元，同比增长 10.65%。2023Q1 实现营收 30.97 亿元，同比增长 11.43%；归母净利润 3.38 亿元，同比增长 12.16%。

公司锐意创新体现在“持续布局创新型业务”及“资本赋能转型升级”两方面：

1、创新型业务围绕“先进科技”及“文化新业态”布局，有望释放超预期的利润弹性。

(1) “先进科技”方面，公司持续布局“智慧数字化”。

- **数字皖新**：公司聚焦“数字皖新”战略，全面赋能探索公司管理体系、文化数字化产品与技术，推进现代化管理体系和管理能力。数字皖新导入华为云管理工具，组建“皖新-华为云”项目，完成 3 大产业板块 22 个战略主题解码，聚焦组织、流程、信息化，推进管理体系和管理能力现代化。
- **智慧教育**：一是打造“美丽科学”可视化教育平台，引导青少年科普教育领域的创新。一方面助力中国科学院、中国科学技术大学的可视化科普作品，另一方面坚持国际视野，将作品发布到国际新媒体渠道，提升公司国际影响力，并受邀参加多个重要国际科学文化节活动。目前“美丽科学”线上可视化资源超 2000 个，覆盖 1600 多万学生。二是打造“智慧阅读”产品矩阵，包括智慧学校建设、皖新校园阅读产品研发等，通过微信公众号、教学网站、皖新优阅小程序等线上阅读教育平台，推广皖新校园智慧阅读解决方案。公司通过建设配套数字内容平台，自主研发《智慧阅读课程方案》，打造校园阅读五大产品包括品矩阵、236 个品种。智慧阅读系列产品实现销售收入 8442 万元，同比增长 192.62%。

(2) “文化新业态”方面，公司以“游戏”为主要抓手。公司通过旗下“方块游戏”平台开展游戏产品发行、运营、研发、技术服务业务。2017 年 7 月上线以来，“方块游戏”陆续与全球超 100 家厂商合作，发行游戏数百款。团队拥有超 10 年互联网游戏发行经验，建立完善成熟的发行体系，已成功发行《只狼：影逝二度》、《仙剑奇侠传系列》、《武侠义》、《河洛群侠传》等产品。目前方块游戏已累计上架 393 款产品，注册用户突破 190 万人。

2、货币资金储备充足，资本持续赋能转型升级。公司聚焦文化教育主业，通过参与投资旷云人工智能产业基金、皖新金智创投、中以数字教育等产业投资基金，间接布局人工智能、数字教育等新业态领域，深入挖掘优质标的，推进领先技术和优质新业务与公司主业的深度融合。公司货币资金储备充足，截至 2023 年 3 月末，公司货币资金高达 101.4 亿元，拥有充足的转型动能。公司通过皖新资本、中以智教开展更为专业化、精准化、系统化的创新资本运营，强化业务发展与产业

投资同频共振、协同发展，推动公司战略转型升级。

■ 投资建议

公司稳扎稳打、锐意创新，兼具稳健风格及市场化活力，同时公司货币资金储备充足，拥有雄厚的转型动能。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.72 亿元、8.65 亿元、9.52 亿元，对应估值分别为 21 倍、19 倍、17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

行业竞争加剧风险、文化数字化全面推进风险、新技术冲击风险、原材料价格波动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11687	13917	16158	19310
年增长率	15.6%	19.1%	16.1%	19.5%
归母净利润	708	772	865	952
年增长率	10.6%	9.0%	12.1%	10.1%
每股收益（元）	0.36	0.39	0.43	0.48
市盈率（X）	23.13	21.22	18.93	17.20
市净率（X）	1.46	1.37	1.28	1.19

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 05 月 23 日收盘价）

目录

1 深耕文化领域，渠道优势引领新业态发展	5
1.1 深耕出版发行，打造文化教育新业态体系	5
1.2 股权结构集中，管理层经验丰富	5
1.3 主营业务稳健增长，保持韧劲彰显省内龙头地位.....	6
2 打造数字化新生态，业务增长可期	9
2.1 驱动因素 1：主业核心竞争力构筑新优势	9
2.2 驱动因素 2：数字化转型升级，打造智慧业务体系新生态	14
2.3 驱动因素 3：推动方块游戏平台，赋能游戏赛道发展	18
2.4 驱动因素 4：资本赋能数字化发展，业务投资同频共振.....	19
3 盈利预测	20
4 风险提示	22

图

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构图.....	6
图 3：近年公司营业收入与增速（单位：亿元，%）	7
图 4：近年公司归母净利润与增速（单位：亿元，%）	7
图 5：近年公司分产品营业收入（单位：亿元）	8
图 6：近年公司分产品营业收入占比（单位：%）	8
图 7：近年公司毛利率、净利率情况（单位：%）	8
图 8：近年公司分产品毛利率（单位：%）	8
图 9：近年公司费用率情况（单位：%）	9
图 10：皖新传媒首家 24 小时书店荣获全国“年度最美书店”	10
图 11：阜阳市“15 分钟阅读圈”建设	11
图 12：皖新云书店与当地图书馆合作.....	12
图 13：皖新云书店 APP 页面	12
图 14：皖新智慧教育助力和县项目校教师斩获佳绩.....	13
图 15：联合政府举办读书教育活动	13
图 16：六安图书馆.....	14
图 17：行业标准信息服务平台.....	14
图 18：中小学教科书发行服务标准平台	14
图 19：华为云业务研讨暨战略合作协议签约仪式在皖新传媒	15
图 20：2022 全国青少年科学影像作品创作在线培训交流活动	16
图 21：皖新校园智慧阅读官网.....	17
图 22：美丽阅读课程体系	17
图 23：皖新徽三公司荣获“2022 年度十大徽菜食材生产基地”	18
图 24：方块游戏发行的部分游戏.....	19

图 25: 方块游戏平台19

表

表 1: 公司高管介绍6

1 深耕文化领域，渠道优势引领新业态发展

1.1 深耕出版发行，打造文化教育新业态体系

公司自 1990 年成立以来，专业从事图书、报纸、期刊、电子出版物总发行、安徽省内中小学教科书发行及音像制品批发零售等业务。公司前身为 1952 年成立的安徽省新华书店，控股股东为 2007 年成立的安徽新华发行（集团）控股有限公司。公司以提升高质量文化教育产品和服务供给能力为使命，打造具有核心优势的文化教育生态体系，提供全域、全程、全心服务，不断满足广大读者终身学习需求和美好生活向往。2010 年 1 月 18 日，公司在上交所上市，成为全国发行业主板首发上市“第一股”，是集文化消费、教育服务、现代物流等产业于一体的大型国有控股文化企业，截至 2022 年末，公司在安徽、江苏、上海、北京等地拥有 802 个发行网点。

图 1：公司发展历程

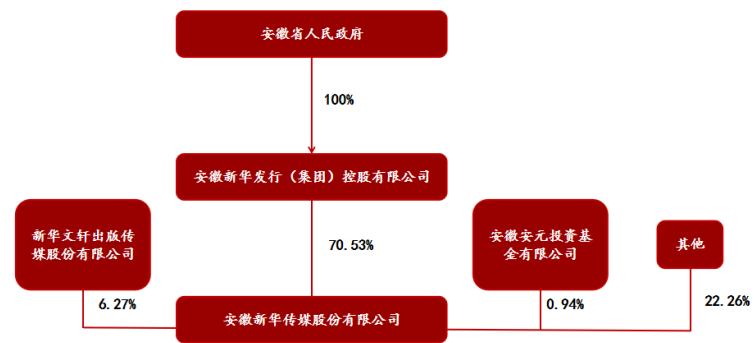


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层经验丰富

公司股权结构较为集中，安徽省人民政府为实际控制人。截至 2023Q1，安徽省人民政府通过 100%控股安徽新华发行集团间接持有公司 70.53%的股权，成为公司实际控制人。前十大股东累计持股 16.13 亿元，占比 81.13%，股权结构较为集中。

图 2：公司股权结构图



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司董事长吴文胜现已离任，张克文担任副董事长和总经理。因工作调动，公司董事长吴文胜先生于 2022 年 12 月 29 日提交书面辞职报告，辞去公司职务。目前由张克文先生担任副董事长和总经理职务，张克文先生为现任安徽新华发行（集团）党委委员、董事，本公司党委副书记、第四届董事会副董事长、总经理。管理层团队经验丰富、结构稳定。

表 1：公司高管介绍

姓名	职务	任职日期	个人简历
张克文	总经理	2019-01-21	汉族，本科，编审，中共党员。曾任安徽少年儿童出版社社长，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。现任安徽新华发行（集团）控股有限公司党委委员，安徽新华传媒股份有限公司党委副书记，第三届董事会副董事长，总经理。2002 年被评为安徽省首届省直“四个一批拔尖人才”，2010 年被评为全国宣传文化系统第三批“四个一批”人才培养工程经营管理人才，2012 年入选全国新闻出版行业领军人才，2015 年入选国务院津贴专家，2020 年荣获“第十三届韬奋出版奖”。
郑赤燕	副总经理	2020-06-01	汉族，硕士，经济师，中共党员。曾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。现任安徽新华传媒股份有限公司党委委员，副总经理，兼任安徽皖新供应链服务有限公司董事长。

资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 主营业务稳健增长，保持韧劲彰显省内龙头地位

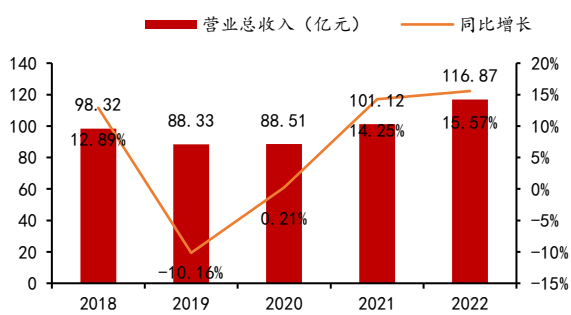
公司持续推进业务创新与拓展，营业收入和归母净利润保持较快增长。公司 2022 年实现营业收入 116.87 亿元，同比增长 15.57%；归属于上市公司股东的净利润 7.08 亿元，同比增长 10.65%。2023Q1 实现营收 30.97 亿元，同比增长 11.43%；归母净利润 3.38 亿元，同比增长 12.16%。

营收方面，公司 2022 年营收创历史最好水平，主要系主营业务图书销售及供应链增长所致。公司 2018-2022 年营收分别为 98.32、88.33 亿元、88.51 亿元、101.12 亿元、116.87 亿元，2023Q1 营收 30.97 亿元。除 2019 年业务结构调整压缩盈利水平较低的业务规模外，近四年营收保持稳定上涨趋势。2020 年营收请务必阅读尾页重要声明6

逐步呈现稳健发展的良好态势主要系公司坚持推进数字化转型带来较好收益所致。

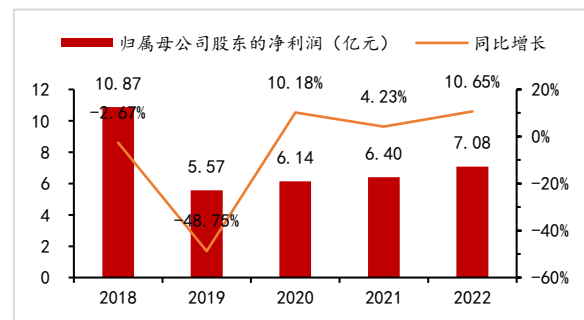
归母净利润方面，公司 2018-2022 年归母净利润分别为 10.87 亿元、5.57 亿元、6.14 亿元、6.40 亿元、7.08 亿元，2023Q1 归母净利润 3.38 亿元。2019 年归母净利润 5.57 亿元 (yoy-48.75%) 主要系公司不再实施创新型资产运作项目，较上年同期相比减少利润 4.38 亿元，同时对理财产品计提减值，影响当期利润 1.28 亿元。2020 年公司推进数字化转型，扩大新业务规模 使公司收入利润进一步提升；2021 年公司实施“数字皖新”战略，主营业务与数字技术深度融合，打造新的业绩增长点；2022 业务规模持续稳定增长，利润增长速度稳健提升；2023Q1 持续推进数字化转型，公司业绩稳健增长。

图 3：近年公司营业收入与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

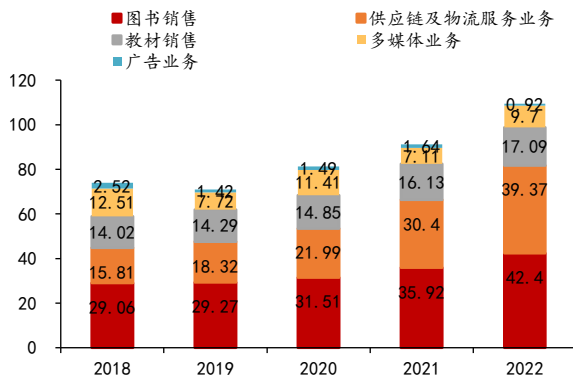
图 4：近年公司归母净利润与增速（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

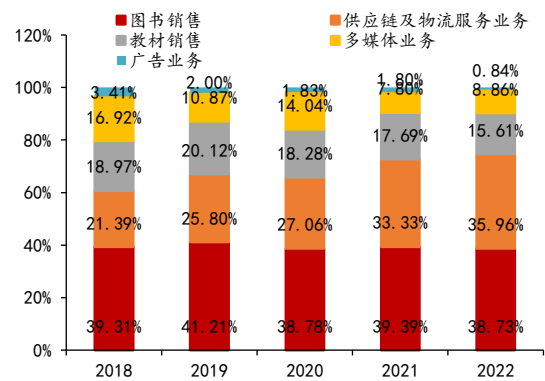
公司拥有国家政策和渠道优势，形成以文化消费，教育服务和现代物流为主的核心业务体系。2022 年分产品来看，一般图书销售营收 42.4 亿元，同比增长 18.03%，主要系公司文教类图书及电商平台图书销售增加所致。供应链及物流服务营收 39.37 亿元，同比增长 29.49%，营收占比从 2018 年的 21.39% 增长至 2022 年的 35.96%，主要系公司开拓公司外部物流和供应链业务。教材销售营收 17.09 亿元，同比增长 5.98%，主要系报告期学生人数增加及销售品种增加所致。多媒体业务营收 9.7 亿元，同比增长 36.51%，主要系公司撮销售市场、中标业务增加所致。广告及游戏业务实现营业收入 0.92 亿元，同比减少 43.94%，主要系公司上市新游戏减少所致。

图 5：近年公司分产品营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 6：近年公司分产品营业收入占比（单位：%）

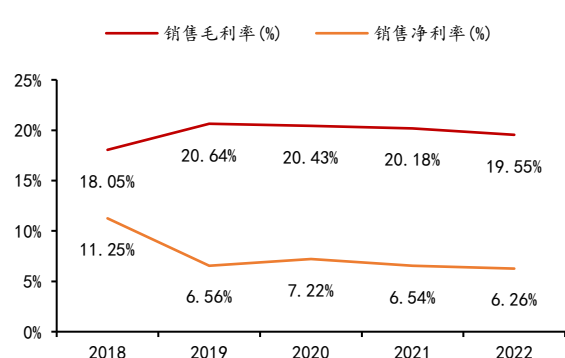


资料来源：Wind，上海证券研究所

毛利率方面，公司 2018-2022 年毛利率分别为 18.05%、20.64%、20.43%、20.18%、19.55%，2023Q1 毛利率为 20.34%，同比下降 0.68pct。公司毛利呈现小幅下降趋势，主要系公司图书销售、教材销售核心业务毛利下降所致。净利率方面，公司 2018-2022 年净利率分别为 11.25%、6.56%、7.22%、6.54%、6.26%，2023Q1 净利率 11.26%，同比上升 0.2pct。净利率保持在较低水平主要系 1) 期间费用率提高所致，其中研发投入大幅增加，对公司净利率影响较大；2) 近两年主要系销售费用、管理费用支出增加。

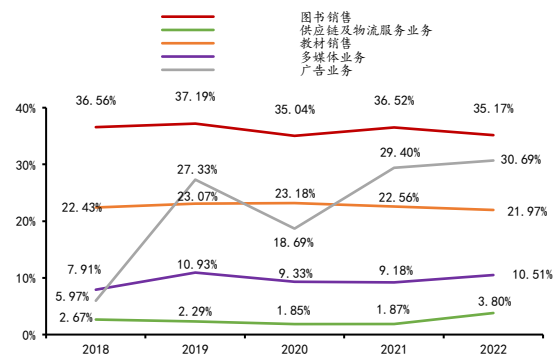
公司主要产品毛利率发展较为稳定。2022 年公司图书销售、供应链、教材销售、多媒体、广告毛利率分别为 35.17%、3.8%、21.97%、10.51%、30.69%，同比-1.35pct、+1.93pct、-0.59pct、+1.33pct、+1.29pct。

图 7：近年公司毛利率、净利率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

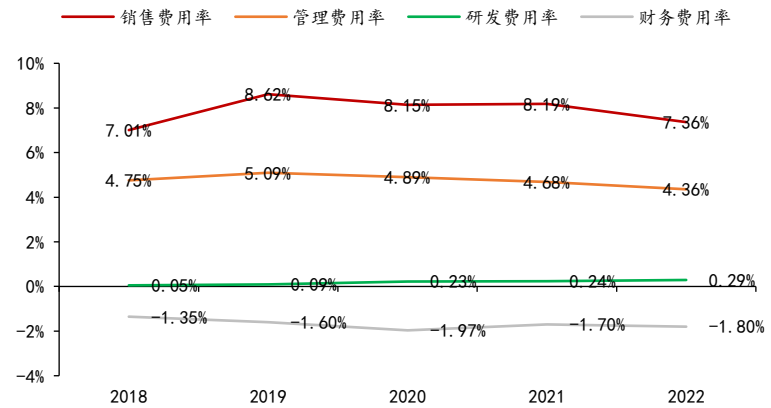
图 8：近年公司分产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

公司总体费用情况稳定。公司 2022 年销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 7.36%、4.36%、0.29%、-1.8%，2023Q1 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.36%、3.71%、0.13%、-1.68%，各项费用率较为稳定，其中销售费用率、管理费用率维持略降趋势，公司销售及管效能略升；研发费用率维持略升趋势，保持稳定的研发投入节奏。

图 9：近年公司费用率情况（单位：%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

2 打造数字化新生态，业务增长可期

稳扎稳打，锐意创新，兼具稳健风格及市场化活力。公司坚持“文化教育”为经营主线，同时积极拥抱先进技术及文化新业态，创新赋能主业升级，有望放大公司业绩弹性。1) 主业稳扎稳打，做稳图书发行与教材教辅核心主业，持续贡献稳健利润及现金流；2) 先进技术方面以打造“数字皖新”为主体，以数字产业化、产业数字化为核心，以科技融合和创新驱动为动能，推动各产业与数字技术深度融合，构建全周期、全渠道、全媒体的智慧业务体系；3) 积极探索其他文化新业态，其中游戏业务有望成为发展亮点；4) 公司货币资金储备充足，截至 2023 年 3 月末，公司货币资金高达 101.4 亿元，拥有充足的转型动能。公司加强专业领域投资布局和资源整，资本驱动下有望促进公司战略转型升级。

2.1 驱动因素 1：主业核心竞争力构筑新优势

公司发行主业稳扎稳打，围绕“文化教育”主业持续强化发行优势。公司发行业务主要包括一般图书发行、教材教辅发行两类，已形成覆盖安徽全省、辐射周边的完整出版物分销服务及教

育服务体系。

2.1.1 一般图书发行

一般图书发行方面，公司主营一般图书销售、多元文化文创产品销售、公共文化服务等文化消费业务，拥有“新华书店”、24 小时书店、“前言后记”、“读书会”等强大的实体销售网络与文化商业品牌体系，通过实体书店、社群营销、团购直销、电商、文化直播等方式为消费者提供图书、音像、电教、文具文创等优质产品和服务，不断提升客户粘性，逐步构建线上线下融合、多业态、多品牌的文化新零售体系。

公司渠道优势明显，拥有全资、控股一百多家子分公司，以及产品丰富、内容多元的传统文化消费渠道，可通过安徽、江苏、北京等地的 802 家实体网点衍生丰富多元的文化活动。围绕发行主业，公司持续强化发行优势：1) 引流：建设“15 分钟阅读圈”，提供用户阅读兴趣及粘性；2) 提效 建成国内图书发行行业第一条全自动包装线提高主业效率；3) 升维：打造“皖新云书店”线上购书服务，拓展业务范围与产业链，持续提升重点读物发行服务创新体系。

图 10：皖新传媒首家 24 小时书店荣获全国“年度最美书店”



资料来源：公司官网，上海证券研究所

1) “15 分钟阅读圈”建设

文化消费服务拓展丰富公司文化产品，除传统图书教材发行外，公司推进“15 分钟阅读圈”建设，提高公司市场竞争力。公司积极参与安徽省城市阅读空间建设运营，构建功能多元的 15 分钟阅读圈和最后一公里全民阅读服务体系。“15 分钟阅读圈”通过城区城市书房和图书流通点的布局，让市民骑车或步行 15 分钟

即可到达一处公共阅读点，满足市民阅读精神文化的需求。公司以“企业书房”“映山红书屋”“邻里图书馆”等形式打通读者服务最后一公里，目前已承接运营 126 家城市阅读空间，阜阳皖新文化广场店、合肥科学岛店、金寨大湾村绝书店等投入使用。

“15 分钟阅读圈”推动新华书店连锁品牌提升，助力推动企业门店发展符合时代发展。

图 11：阜阳市“15 分钟阅读圈”建设



资料来源：文明中华网，上海证券研究所

2) 全自动包装线提升主营业务效率

持续推进主营出版业务，完善服务新体系，获客渠道、流量入口不断攀升。公司拥有强大的渠道分发和物流管理经验，但传统的供应链渠道要投入大量人力、物力、财力，因此为扩大市场覆盖面，紧抓市场需求，公司建成国内图书发行行业的第一条全自动包装线，并建设首个基于 5G 物联网技术的智能仓储系统。实现教材教辅自动化包装，提升包装效率与质量，获客渠道、流量入口不断攀升。

3) 新零售业态体系打造新生态

为进一步优化升级新零售生态体系，不断推进书店新零售业务规划，公司以“皖新云书店”为载体，实现线上线下的会员融合、销售渠道融合及服务场景融合。“皖新云书店”在 172 家门店上线应用，月访问量 8 万人次，首批 29 家门店入驻皖事通“长三角政务地图”，并联合移动公司、省广电集团，向会员提供多元化的服务场景和增值权益。公司依托“皖新云书店”小程序、微店等平台为读者提供线上购书服务，帮助公司从线下书店“单一场景”转变为线上线下阅读服务的“多场景”，拓展公司的业务范围与产业链。

图 12: 皖新云书店与当地图书馆合作



资料来源: 中国出版传媒网, 上海证券研究所

图 13: 皖新云书店 APP 页面



资料来源: 皖新云书店公众号, 上海证券研究所

2.1.2 教材教辅发行

教材教辅发行方面，公司系安徽省唯一拥有教材发行资质的公司。公司不断升级教育服务网络体系，为安徽省中小学校及师生提供教材教辅、教育信息化、数字教育产品、素质教育课程等相关教育服务，并积极撮合 K12 智慧学校、大中专等教育业务，积极探索教育延展领域，通过教师培训、研学教育、职业教育、学前教育等业务，打造内核坚实稳固、外延同频共振的产业生态圈层。

目前公司教育服务团队近 3000 人，形成完整的市、县（区）、乡、校四级教育服务营销网络体系，服务全省 1.5 万所中小学、266 所中职业院校、119 所高职本科院校及 950 万学生、1900 万家长、76 万教师，完成“课前到书、人手一册”任务，为学生德智体美劳全面发展提供“全域、全程、全心”服务，实现从产品到服务、从校内到校外、从线下到线上的融合。公司荣获国家统编教材发行“全国先进集体”称号、“全国优秀教材经销商”“全国青少年爱国主义读书教育活动”旌旗奖等。

图 14: 皖新智慧教育助力和县项目校教师斩获佳绩



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 15: 联合政府举办读书教育活动



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

公司教育服务紧跟政策发展, 不断完善教育平台建设, 优化教育产品质量, 巩固校园阵地。公司紧跟“五育并举”“新课标”“科学教育”等教育政策变化, 持续优化线上征订缴费平台, 优化教育重点产品遴选, 全年销售 5.68 亿元, 同比增长 65.11%。

2.1.3 升级迭代构筑主业模式服务优势

背靠省内强大发行及渠道优势, 公司分担公共文化服务建设, 并牵头制定《中小学教科书发行服务标准》。公司 1) 持续完善政企服务新体系, 提升重点读物发行、农家书屋、馆配业务、职工书屋建设等业务专业服务能力, 以“设计、建设、采购、运营一体化”(EPCO)模式大力拓展政府公共文化服务项目; 2) 牵头制定国家行业标准《中小学教科书发行服务标准》, 提升服务质量, 树立行业标杆地位。

1) “设计、采购、建设、运营一体化”EPCO 多点布局

公司创新推出以“设计、采购、建设、运营一体化”EPCO 模式建设运营六安图书馆, 实现了公共文化服务管办分离与社会化运营。基于国家高度重视公共文化服务建设, 公司以“政府主导, 社会参与; 运营主导, 设计先行; 成本降低, 服务专业”为核心, 积极应变, 敢于突破, 在六安市图书馆采取 EPCO 合作模式, 短时间打造 8 项独特图书馆阅读活动, 并延伸至其他县级、区级图书馆, “六安图书馆”模式迅速复制。

图 16：六安图书馆

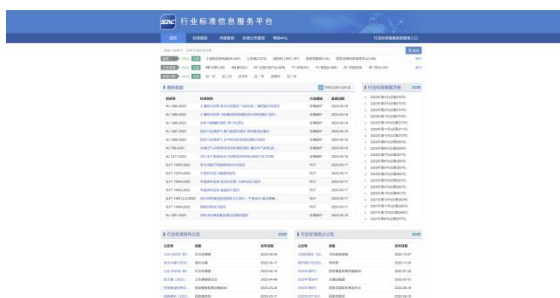


资料来源：书香中国公众号，上海证券研究所

2) 牵头制定《中小学教科书发行服务标准》

牵头制定国家行业标准《中小学教科书发行服务标准》，提升服务质量,树立行业标杆地位。公司基于自身经验与实践，2019年7月编制行业首创的《中小学教科书发行服务行业标准》获中宣部批准，2020年正式在全国实施。公司一方面克服新冠疫情、汛情等影响，多渠道保障全省中小学教学用书需要，完成春秋两季教材教辅配送与分发工作。另一方面积极把握教育政策方向，整合产品资源，开展人工智能读本、劳动教育、科学教育等重点产品营销。积极撮高校产教融合业务，中标新一代 ICT 信息技术产教融合基地项目，进一步巩固了公司的行业标杆地位。

图 17：行业标准信息服务平台



资料来源：行业标准信息服务平台官网，上海证券研究所

图 18：中小学教科书发行服务标准平台



资料来源：行业标准信息服务平台官网，上海证券研究所

2.2 驱动因素 2：数字化转型升级，打造智慧业务体系新生态

先进技术方面，公司以“智慧”及“数字化”为主线。公司以打造“数字皖新”为主体，以数字产业化、产业数字化为核心，以科技融合和创新驱动为动能，推动各产业与数字技术深度融合，请务必阅读尾页重要声明14

构建全周期、全渠道、全媒体的智慧业务体系，主要包括：1) 数字皖新：以数字皖新全面赋能探索公司管理体系、文化数字化产品与技术；2) 智慧教育：打造“美丽科学”可视化教育平台及“智慧阅读”产品矩阵；3) 智慧供应链：推进智慧供应链新发展，通过延长产业链促进公司营收与规模的扩大。

2.2.1 数字皖新

聚焦“数字皖新”战略，推进现代化管理体系和管理能力。公司 2021 年与华为云业务签署战略合作协议，“数字皖新”导入华为战略管理工具，组建“皖新-华为云”项目，完成 3 大产业板块 22 个战略主题解码，聚焦组织、流程、信息化，推进管理体系和管理能力现代化。2022 开展员工培训，加强干部政治理论学习，选派干部参加各类教育培训 159 人次；举办“皖新讲堂”数字化专题系列讲座五期，帮助干部思维转型、认知升级；实施“数字皖新”项目“星熠计划”，重点培养数字化专业人才。

“数字皖新”以数字产业化、产业数字化为核心，以科技融合和创新驱动为动能，推动各产业与数字技术深度融合，构建全周期、全道、全媒体的智慧业务体系。“数字皖新”强化数字赋能，提升公司主业核心竞争力，提供线上线下一体化、在线在场相结合的数字化文化新体验，推出更强的文化数字化产品和服务。

图 19：华为云业务研讨暨战略合作协议签约仪式在皖新传媒总部举行



资料来源：沃屹智能，上海证券研究所

2.2.2 智慧教育

自研系统入选省信息消费创新产品，不断赋能科技教育传播发展。1) 创建“美丽科学”品牌，通过原创科学可视化作品促进科技创新成果的可视化国际传播 2) 推广皖新校园智慧阅读解决方案，打造校园阅读五大产品矩阵。

1) 美丽科学

公司旗下新知数媒创建“美丽科学”品牌，通过科学可视化新技术，创作科学之美原创作品。公司一方面助力中国科学院、中国科学技术大学等的可视化科普作品，另一方面坚持国际视野，借鉴国外成功经验，将作品发布到国际新媒体渠道，提升公司国际影响力，并受邀参加多个重要国际科学文化节活动。目前公司“美丽科学”项目线上精品科学可视化资源超2000个，覆盖1600多万学生，通过加大投入研发科学可视化底层算法与引擎平台软硬件技术，探索科学可视化“卡脖子”核心技术研发与产业化应用。

图 20: 2022 全国青少年科学影像作品创作在线培训交流活动



资料来源：科技学堂网，上海证券研究所

2) 智慧阅读

为推进智慧学校建设，塑造皖新校园阅读自主产品，公司策划出版美丽阅读系列产品，构造微信公众号、教学网站、皖新优阅小程序等线上阅读教育平台，推广皖新校园智慧阅读解决方案。公司通过建设配套数字内容平台，自主研发《智慧阅读课程方案》。截至2022年末，公司打造校园阅读五大产品矩阵、236个品种。智慧阅读系列产品实现销售收入8442万元，同比增长192.62%。

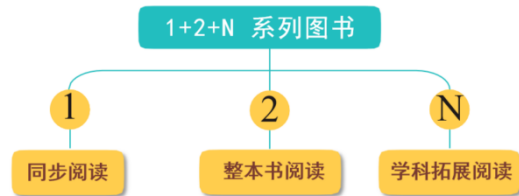
图 21: 皖新校园智慧阅读官网



资料来源: 皖新优阅官网, 上海证券研究所

图 22: 美丽阅读课程体系

智慧阅读贯彻各级党委政府关于教育教学改革和青少年阅读推广总体决策部署, 以“中国学生发展核心素养”和中小学学科《课程标准》为遵循, 帮助学生拓宽知识面、开阔视野、启迪心智, 引导学生提升阅读兴趣、养成阅读习惯、提高阅读能力, 基于安徽省义务教育阶段阅读教育教学以及学生课内外阅读的现实场景和具体需求, 推出1-9年级“美丽阅读”(1+2+N)课程体系, 同时配套课程落地的产品、内容、平台支持系统。



资料来源: 皖新优阅公众号, 上海证券研究所

2.2.3 智慧供应链

完善物流网点空间布局, 打造高效智能的供应链服务平台。

在传统图书、教材教辅的仓储、流通加工、配送服务基础上, 通过精益运营和智能化升级改造, 强化供应链协作服务能力, 提高附加值物流服务产品。仓储方面, 公司主要有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业务, 实现跨所有制、跨区域、跨行业发展, 年发货货值突破千亿元, 物流业务规模位居全国出版发行行业第一。智能物流方面, 公司拥有国内 3C 行业首家智能化立体仓库, 入选“2018 中国智慧物流优秀案例”, 连续被联想、海尔评为“金牌供应商”, 被中国外文局评为“优质供应链”, 荣获“国家重大出版项目物流工作先进单位”称号, 是国家 AAAA 级物流企业。

为进一步提升供应链效率, 促进公司营收与市场范围的扩大, 公司拓展供应链服务领域, 延长产业链, 打造智慧供应链体系。一方面公司通过精益运营和智能化升级, 强化传统图书、教材教辅仓储、流通加工、配送服务等供应链协作服务能力, 提高附加值物流服务产品。另一方面, 公司深入融合新零售模式, 发展供应链采销存配运一体化服务, 公司 1) 拓展农特产品、化妆品、快消品供应链采配业务和跨境直采业务; 2) 推出创新产品臭鳊鱼系列预制菜, 建成皖新徽三臭鳊鱼标准化工厂, 打造具有“徽州传统名菜”特色的预制菜品牌, 臭鳊鱼产品年产能 3000 吨, 2022 年实现销售收入 1.1 亿元。

公司通过优化产品结构, 突出重点品类, 扩充优势资源, 不断改造提升传统产业, 不断完善物流网点空间布局, 依托“大数据+”物流平台系统建设, 打造基于数据云的智慧物流配送体系,

逐渐成长为专业、智能、高效的平台型供应链服务企业，打造智慧化配送与供应链业务体系，增强全产业链管理能力。2022 年公司供应链及物流服务业务实现营业收入 39.37 亿元，同比增长 29.49%，民生供应链占比提升至 12%，上线供应链综合管理软件，全面实施全流程风险管控。

图 23：皖新徽三公司荣获“2022 年度十大徽菜食材生产基地”称号



资料来源：公司官网，上海证券研究所

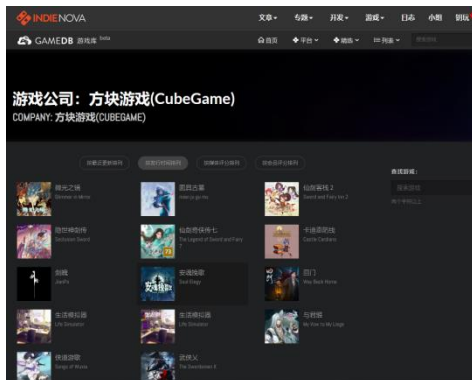
2.3 驱动因素 3：推动方块游戏平台，赋能游戏赛道发展

文化新业态方面，公司以“游戏”为主线。公司旗下“方块游戏”平台开展游戏产品发行、运营、研发、技术服务业务，是集购买、发行、下载、资讯、社区等功能于一体的游戏平台。自 2017 年 7 月上线以来，“方块游戏”陆续与全球超 100 家厂商合作，发行游戏数百款。团队拥有超 10 年互联网游戏发行经验，建立完整成熟的发行体系，已成功发行《只狼：影逝二度》、《仙剑奇侠传系列》、《武侠义》、《河洛群侠传》等产品，对自有品牌 IP 的多领域跨平台合作有一套规范的行业标准，在撮合 IP 的同时确保双方利益。扩大 IP 最大化价值的同时更注重 IP 品牌口碑积累，加强 IP 品牌强度与认知广度是我们建立优质游戏生态体系的重要一步

目前方块游戏已累计上架 393 款产品，注册用户突破 190 万人，仙剑系列模拟经营游戏《仙剑客栈 2》和国产独立游戏《隐世神剑传》在 steam 平台成功上线，签约全球知名游戏产品《指环王：咕噜》，成为该目全球收益的分享者。公司积极推进“招大引强”项目落地，聚焦文化科技融合发展主赛道，推动现代文化产业体系建设，不断打造重点游戏产品，通过多种知名渠道加大发行力度，与多家知名公司建立战略合作，不断提升方块游戏平

台竞争力。

图 24：方块游戏发行的部分游戏



资料来源：INDIENOVA 官网，上海证券研究所

图 25：方块游戏平台



资料来源：方块游戏官网，上海证券研究所

2.4 驱动因素 4：资本赋能数字化发展，业务投资同频共振

加强专业领域投资布局 and 资源整合，资本驱动下有望促进公司战略转型升级。公司聚焦文化教育主业，通过参与投资旷远人工智能产业基金、皖新金智创投、中以数字教育等产业投资基金，间接布局人工智能、数字教育等新业态领域，深入挖掘优质标的，推进领先技术和优质新业务与公司主业的深度融合。公司货币资金储备充足，截至 2023 年 3 月末，公司货币资金高达 101.4 亿元，拥有充足的转型动能，通过皖新资本、中以智教开展更为专业化、精准化、系统化的创新资本运营，强化业务发展与产业投资同频共振、协同发展，推动公司战略转型升级。

3 盈利预测

公司系安徽省图书发行行业龙头，近年来积极发展主营业务，大力建设数字化体系。我国图书发行行业稳定发展，供给端教育信息化壁垒较高，公司数字化及渠道优势逐渐释放，数字化教育有望成为行业的核心竞争力。

一般图书销售方面，图书销售与图书发行是公司主营收入来源。公司图书销售业务稳定，渠道网点布局成熟，“皖新云书店”线上购书的业务范围与产业链服务加大渠道优势。因此我们认为公司重点读物发行服务创新体系的提升将带来主营图书业务的持续拓展。我们预计 2023-2025 年公司一般图书销售业务收入分别为 49.07 亿元、56.78 亿元、65.70 亿元。

教材销售方面，公司身为安徽省出版龙头，拥有稳定的校园渠道优势。公司教材教辅销售在本省覆盖率较高，人均教材价格逐年提升，但随着近年新生儿人口下降导致的安徽省中小学生数量稍有下降，因此我们认为公司在安徽省的教材教辅销售略有波动。我们预计 2023-2025 年公司教材销售业务收入分别为 19.46 亿元、18.24 亿元、18.67 亿元。

供应链及物流服务方面，公司供应链及物流营收贡献较高，原有新华书店及现有“15 分钟读书圈”加大公司网点优势，在省内具有很强的竞争壁垒。叠加公司不断完善数字化建设，强化供应链效能，不断提升供应、仓储及物流能力，因此我们认为公司供应链业务将持续增长。我们预计 2023-2025 年公司教材销售业务收入分别为 50.99 亿元、66.03 亿元、85.51 亿元。

公司深耕出版发行领域，打造文化教育新业态体系，在省内具有高覆盖率及发行主导优势，同时大力拓展数字化建设体系，为行业发展探索新方向，率先教育数字化和出版公司业务创新的转型。随着公司数字化转型持续落地叠加公司充足的资金支持创新发展，公司有望实现业绩的持续增长。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利润 7.72 亿元（yoy+9.01%）、8.65 亿元（yoy+12.09%）、9.52 亿元（yoy+10.06%），对应 EPS 分别为 0.39 元、0.43 元、0.48 元，当前股价对应估值 21 倍、19 倍、17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币)

一般图书销售	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	42.40	49.07	56.78	65.70
YOY	18.03%	15.72%	15.72%	15.72%
营业成本	27.49	31.61	36.48	42.38
毛利	14.91	17.46	20.30	23.33
毛利率	35.17%	35.58%	35.76%	35.50%
教材销售	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17.09	19.46	18.24	18.67
YOY	5.98%	13.87%	-6.25%	2.34%
营业成本	13.34	15.18	14.24	14.57
毛利	3.76	4.28	4.01	4.10
毛利率	21.97%	21.97%	21.97%	21.97%
供应链及物流服务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	39.37	50.99	66.03	85.51
YOY	29.49%	29.51%	29.51%	29.51%
营业成本	37.87	48.54	62.20	79.70
毛利	1.50	2.45	3.83	5.82
毛利率	3.80%	4.80%	5.80%	6.80%
总计	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	116.87	139.17	161.58	193.10
YOY	15.57%	19.08%	16.11%	19.51%
营业成本	106.32	112.27	130.59	156.68
毛利	22.85	26.89	30.99	36.42
毛利率	19.55%	19.32%	19.18%	18.86%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

4 风险提示

行业竞争加剧风险：随着产业融合、数字化加速、产业投资资本运营驱动下，文化行业竞争主体日益多元化，对资源获取、产品业态、消费市场等方面市场竞争愈演愈烈，资本运作对传播领域的资源配置起着越来越大的作用。

文化数字化全面推进风险：未来文化发展将更多呈现智能化、虚拟化等特点，在数字连接、数字运行、数字创造、数字管理过程中落实“数据即资产”“数据即产品”的文化生产目标，实现企业数字化转型，对传统文化企业来说任务艰巨。

新技术冲击风险：技术变革引发商业模式重塑，对传统业务产生较大冲击。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。

原材料价格波动风险：本公司教材出版为主业，受原材料价格影响较大，纸价格上涨将增加公司生产成本，降低公司盈利水平。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9124	9499	11008	11885
应收票据及应收账款	820	747	1072	1102
存货	1840	3262	2673	4448
其他流动资产	947	387	387	387
流动资产合计	12731	13895	15140	17822
长期股权投资	1356	1356	1356	1356
投资性房地产	40	40	40	40
固定资产	677	677	677	677
在建工程	399	399	399	399
无形资产	233	233	233	233
其他非流动资产	2069	2069	2069	2069
非流动资产合计	4774	4774	4774	4774
资产总计	17505	18669	19914	22596
短期借款	253	253	253	253
应付票据及应付账款	2867	3811	3957	5362
合同负债	1050	1254	1458	1749
其他流动负债	1095	312	312	312
流动负债合计	5265	5629	5980	7677
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	904	904	904	904
非流动负债合计	904	904	904	904
负债合计	6169	6533	6883	8580
股本	1989	1989	1989	1989
资本公积	2446	2446	2446	2446
留存收益	6960	7732	8597	9549
归属母公司股东权益	11196	11968	12833	13785
少数股东权益	141	168	198	231
股东权益合计	11337	12136	13031	14015
负债和股东权益合计	17505	18669	19914	22596

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	1725	703	1884	1363
净利润	732	799	894	985
折旧摊销	232	0	0	0
营运资金变动	671	-425	615	-108
其他	90	328	375	486
投资活动现金流量	-541	-320	-366	-478
资本支出	-61	-418	-479	-566
投资变动	-908	0	0	0
其他	428	98	113	88
筹资活动现金流量	-487	-8	-8	-8
债权融资	30	0	0	0
股权融资	6	0	0	0
其他	-523	-8	-8	-8
现金净流量	697	375	1509	877

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11687	13917	16158	19310
营业成本	9402	11227	13059	15668
营业税金及附加	36	43	50	59
销售费用	860	1099	1263	1485
管理费用	509	606	704	841
研发费用	34	64	74	89
财务费用	-210	-266	-277	-322
资产减值损失	-129	0	0	0
投资收益	-2	98	113	88
公允价值变动损益	-17	0	0	0
营业利润	788	860	955	1049
营业外收支净额	-37	-37	-37	-37
利润总额	751	823	919	1012
所得税	19	23	24	27
净利润	732	799	894	985
少数股东损益	24	28	30	33
归属母公司股东净利润	708	772	865	952

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	19.5%	19.3%	19.2%	18.9%
净利率	6.1%	5.5%	5.4%	4.9%
净资产收益率	6.3%	6.4%	6.7%	6.9%
资产回报率	4.0%	4.1%	4.3%	4.2%
投资回报率	4.7%	6.4%	6.9%	7.5%
成长能力指标				
营业收入增长率	15.6%	19.1%	16.1%	19.5%
EBIT 增长率	18.9%	44.0%	15.0%	15.8%
归母净利润增长率	10.6%	9.0%	12.1%	10.1%
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.39	0.43	0.48
每股净资产	5.63	6.02	6.45	6.93
每股经营现金流	0.87	0.35	0.95	0.69
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.67	0.75	0.81	0.85
应收账款周转率	14.25	18.63	15.07	17.52
存货周转率	5.11	3.44	4.89	3.52
偿债能力指标				
资产负债率	35.2%	35.0%	34.6%	38.0%
流动比率	2.42	2.47	2.53	2.32
速动比率	1.96	1.86	2.05	1.72
估值指标				
P/E	23.13	21.22	18.93	17.20
P/B	1.46	1.37	1.28	1.19
EV/EBITDA	2.86	9.17	6.48	4.84

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
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
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

— 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对资料的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。