

## 各板块协同增长，教育布局更进一步

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2017年实现营业收入87亿元，同比增长14.7%；实现归母净利润11亿元，同比增长5.5%。
- **产品结构变动导致毛利率略微下滑。** 报告期内，公司各项业务稳定增长，其中低毛利的教育装备及多媒体业务、广告及游戏业务和供应链及物流服务业务分别上涨51%、179%和70%，导致公司综合毛利率下滑1.67pp。公司期间费用率减少1.14pp，销售、管理费用同比增长7.9%、12.6%，财务费用同比减少76.2%。公司积极采取REITs项目提升资产运营效益，为公司带来4.1亿元资产处置收益。
- **各板块协同增长，教育产业布局不断落地。** 报告期内，公司“文化消费、教育服务、现代物流”三大业务板块协同发展，实现了社会效益、经济效益“两翼齐飞”。

**教育服务:** 由教材教辅业务范围拓展至教育装备、实体办学、教育信息化等领域。**教材教辅**着力提升服务模式、标准，成功申报首批中小学教科书发行资质；**教育装备**方面千万级大单及省外销售再创佳绩；**实体办学**方面，公司公告收购成都七中实验学校，系A股K12民办学校收购首单，拟与莱普顿公学合作设立双课程民办学校；**教育信息化**领域，推出十分钟学校、AI学、美丽科学等数字教育品牌，打通校内和校外、线上和线下，为教育提供全时段全场景服务。

**文化消费:** 持续推进实体书店转型升级，推出全球首创共享书店模式；自主开发的“方块游戏”单机游戏平台成功上线，STEAM游戏平台打造更进一步。

**现代物流:** 推进三大物流园区、物流大数据平台建设，打造一体化智能物流库；启动“最后一公里”小微项目并开展试点，正式承接地方城市电商业务，为下一步板块跨越式发展提供基础。

- **开展创新型REITs项目，有望贡献稳定收益。** 公司拟以19处资产为标的开展第二期创新型REITs项目，预计将获得约4.3亿元收益。我们认为在公司众多优质网点的支撑下，未来3-5年REITs仍将持续盘活公司资产，输送持续稳定的收益。
- **大股东增持股票，彰显坚定信心。** 2018年2月6日，公司宣布在6个月内，以自有资金通过二级市场增持、资管计划等方式增持公司股票，增持股份数量介于总股本的0.5%-3%，彰显了大股东对公司未来发展的坚定信心。截至4月4日，大股东累计增持了890万股，占总股本的0.45%。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.60元、0.63元、0.65元，未来三年归母净利润将保持5%的复合增长率，下调为“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险，轻资产模式推广或不达预期的风险。

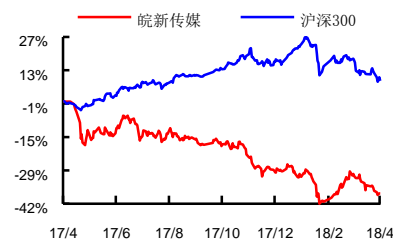
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8709.51	9789.84	10735.82	11569.58
增长率	14.70%	12.40%	9.66%	7.77%
归属母公司净利润(百万元)	1116.68	1190.91	1247.55	1294.30
增长率	5.48%	6.65%	4.76%	3.75%
每股收益EPS(元)	0.56	0.60	0.63	0.65
净资产收益率ROE	11.85%	11.54%	11.01%	10.45%
PE	16	15	15	14
PB	1.91	1.74	1.59	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸  
执业证号: S1250517070001  
邮箱: zhuzh@swsc.com.cn  
联系人: 杭爱  
电话: 010-57631198  
邮箱: ha@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	19.89
流通A股(亿股)	19.89
52周内股价区间(元)	8.56-15.03
总市值(亿元)	182.81
总资产(亿元)	122.88
每股净资产(元)	4.68

### 相关研究

1. 皖新传媒(601801): REITs项目持续开展,教育产业链日趋完善 (2017-10-31)
2. 皖新传媒(601801): 业务稳定增长,全产业链深入布局 (2017-08-31)
3. 皖新传媒(601801): 携手优质海外学校,教育布局更进一步 (2017-07-02)
4. 皖新传媒(601801): 民办学校收购完成,教育生态构建更进一步 (2017-05-02)

**关键假设：**

假设 1：教材销售业务稳定增长，毛利率维持在 25%左右；

假设 2：教育产业闭环构建利好教育装备及多媒体销量大幅提升，毛利率保持在 6%左右；

假设 3：2018 年，第二期创新型 REITs 项目顺利落地，贡献约 4.3 亿元收益；2019-2020 年 REITs 项目分别贡献 3.5 亿元、3 亿元收益。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
一般图书销售及音像制品	收入	2872.2	2929.7	2959.0	2988.6
	yoy	2.8%	2.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	32.97%	33.0%	34.0%	35.0%
教材销售	收入	1397.9	1467.8	1511.8	1557.2
	yoy	7.1%	5.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	24.08%	24.0%	25.0%	26.0%
商品贸易	收入	1146.4	1226.7	1288.0	1352.4
	yoy	7.0%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	0.48%	0.5%	0.6%	0.6%
教育装备及多媒体	收入	1139.5	1595.3	2073.9	2488.7
	yoy	50.8%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	5.07%	5.5%	6.0%	6.5%
供应链及物流服务	收入	615.7	658.8	691.8	726.3
	yoy	69.6%	7.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	3.75%	4.0%	4.0%	4.0%
广告及游戏	收入	261.9	471.4	612.8	796.7
	yoy	179.3%	80.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	3.80%	4.0%	4.5%	5.0%
出版策划及服务	收入	73.2	75.4	77.0	78.5
	yoy	6.4%	3.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	59.09%	60.0%	60.0%	60.0%
文体用品及其他	收入	979.0	998.6	1008.5	1018.6
	yoy	2.2%	2.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	6.88%	7.0%	7.0%	7.0%
成都七中实验学校	收入	-	109.0	225.0	240.0
	yoy	-	-	10.0%	10.0%
	毛利率	-	70.0%	72.0%	72.0%
其他	收入	223.6	257.2	288.0	322.6
	yoy	21.3%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	47.04%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	收入	8709.5	9789.8	10735.8	11569.6
	yoy	14.7%	12.4%	9.7%	7.8%
	毛利率	18.3%	18.2%	18.6%	18.5%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	8709.51	9789.84	10735.82	11569.58	净利润	1134.22	1209.66	1267.20	1314.68
营业成本	7113.79	8011.66	8741.63	9427.46	折旧与摊销	105.37	72.16	72.16	72.16
营业税金及附加	30.96	32.31	32.21	31.24	财务费用	-147.07	-164.00	-181.29	-196.85
销售费用	632.22	704.87	762.24	798.30	资产减值损失	49.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	448.39	499.28	536.79	566.91	经营营运资本变动	-1437.72	-73.88	-302.00	-183.81
财务费用	-147.07	-164.00	-181.29	-196.85	其他	437.12	-519.23	-474.86	-422.66
资产减值损失	49.46	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>141.39</b>	<b>524.71</b>	<b>381.22</b>	<b>583.53</b>
投资收益	130.20	550.00	470.00	420.00	资本支出	-101.61	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.02	-0.03	-0.03	-0.02	其他	-764.87	579.97	469.97	419.98
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-866.48</b>	<b>579.97</b>	<b>469.97</b>	<b>419.98</b>
<b>营业利润</b>	<b>1179.49</b>	<b>1255.70</b>	<b>1314.20</b>	<b>1362.49</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-26.22	-25.72	-25.72	-25.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1153.28</b>	<b>1229.98</b>	<b>1288.48</b>	<b>1336.77</b>	股权融资	2.71	0.00	0.00	0.00
所得税	19.06	20.32	21.29	22.09	支付股利	0.00	-223.34	-238.18	-249.51
净利润	1134.22	1209.66	1267.20	1314.68	其他	-362.61	92.01	181.29	196.85
少数股东损益	17.54	18.75	19.64	20.38	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-359.89</b>	<b>-131.33</b>	<b>-56.89</b>	<b>-52.66</b>
归属母公司股东净利润	1116.68	1190.91	1247.55	1294.30	<b>现金流量净额</b>	<b>-1084.73</b>	<b>973.35</b>	<b>794.29</b>	<b>950.85</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	4415.13	5388.48	6182.77	7133.62	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1687.69	1776.11	1988.95	2127.93	销售收入增长率	14.70%	12.40%	9.66%	7.77%
存货	1239.54	1365.25	1497.34	1619.52	营业利润增长率	71.44%	6.46%	4.66%	3.67%
其他流动资产	2175.15	2301.72	2513.52	2700.19	净利润增长率	5.46%	6.65%	4.76%	3.75%
长期股权投资	662.33	662.33	662.33	662.33	EBITDA 增长率	62.62%	2.29%	3.54%	2.72%
投资性房地产	41.14	41.14	41.14	41.14	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	718.17	681.92	645.67	609.41	毛利率	18.32%	18.16%	18.58%	18.52%
无形资产和开发支出	427.01	400.35	373.70	347.04	三费率	10.72%	10.62%	10.41%	10.10%
其他非流动资产	921.81	912.55	903.29	894.04	净利率	13.02%	12.36%	11.80%	11.36%
<b>资产总计</b>	<b>12287.96</b>	<b>13529.85</b>	<b>14808.70</b>	<b>16135.22</b>	ROE	11.85%	11.54%	11.01%	10.45%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.23%	8.94%	8.56%	8.15%
应付和预收款项	2512.09	2827.10	3066.73	3318.49	ROIC	28.60%	24.42%	24.17%	23.48%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.06%	11.89%	11.22%	10.70%
其他负债	206.74	219.29	229.50	239.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2718.83</b>	<b>3046.39</b>	<b>3296.22</b>	<b>3557.57</b>	总资产周转率	0.75	0.76	0.76	0.75
股本	1989.20	1989.20	1989.20	1989.20	固定资产周转率	24.03	31.43	39.01	48.42
资本公积	2421.18	2421.18	2421.18	2421.18	应收账款周转率	13.90	12.56	12.80	12.56
留存收益	4830.45	5798.03	6807.40	7852.19	存货周转率	6.29	6.08	5.99	5.96
归属母公司股东权益	9312.83	10208.41	11217.78	12262.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.77%	—	—	—
少数股东权益	256.30	275.05	294.69	315.07	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9569.14</b>	<b>10483.46</b>	<b>11512.47</b>	<b>12577.65</b>	资产负债率	22.13%	22.52%	22.26%	22.05%
负债和股东权益合计	12287.96	13529.85	14808.70	16135.22	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.64	3.69	3.82	3.94
					速动比率	3.17	3.22	3.35	3.47
					股利支付率	0.00%	18.75%	19.09%	19.28%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.56	0.60	0.63	0.65
					每股净资产	4.81	5.27	5.79	6.32
					每股经营现金	0.07	0.26	0.19	0.29
					每股股利	0.00	0.11	0.12	0.13
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1137.80	1163.86	1205.08	1237.81					
PE	16.37	15.35	14.65	14.12					
PB	1.91	1.74	1.59	1.45					
PS	2.10	1.87	1.70	1.58					
EV/EBITDA	11.25	10.16	9.16	8.15					
股息率	0.00%	1.22%	1.30%	1.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyll@swsc.com.cn