

收入增长稳健，转型升级中的全产业链教育服务商

——皖新传媒 2018 年报点评

报告要点:

● 营业收入增长稳定，资产减值影响利润增长。

2018 年公司实现营业收入 98.32 亿元，同比增长 12.88%，整体收入增速稳定。利润方面，实现归母净利润 10.87 亿元，同比下降 2.67%。2018 年公司完成了 19 处自有物业资产创新资产运营，贡献净利润 4.38 亿。公司 2018 年实现扣非后归母净利润 5.70 亿元，同比下滑 2.73%。扣非后归母净利润略有下滑，主要是由于 18 年资产减值损失共计 1.46 亿元，较 2017 年增加 0.97 亿。其中坏账损失 4995 万，长期股权投资减值损失 2416 万(卡得万利商业保理有限公司)，商誉减值(大众书局)损失 1287 万，理财产品逾期计提减值 5600 万。

● 现金流良好，账面现金充裕，期间费用率控制得当。

2018 年公司经营活动产生的现金流量净额 5.89 亿，同比增长 316.49%，盈利质量良好。截止 2018 年底，公司账面现金 59.74 亿，账面现金充裕，为后续业务发展留足空间和弹药。期间费用率 10.46%，持续下降。

● 投资建议与盈利预测

在市场化改革和探索上，公司一直位于国有出版传媒公司前列。目前公司围绕“文化消费”、“教育服务”和“现代物流”三大主业协同发展。教育服务方面，在原有教材教辅发行上，公司积极利用覆盖全省的发行网络，拓展教育综合服务。在数字教育、智慧教育、实体办学、研学等方面，完成了多元化布局。公司目前账面资金充足，为后续转型全面的教育服务综合提供商打下基础。教育服务业务有望帮助公司打开未来业绩增长的空间。考虑到公司为期三年的创新资产项目实施完毕，对 19 年净利润会有一定影响(不影响营业收入及扣非后净利润增长)，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44/0.48/0.52,对于 PE17 倍/16 倍/15 倍，维持“增持”评级。

● 风险提示

省内 K12 人口下滑风险；教材教辅政策变化风险；新业务拓展不及预期；教育行业政策风险

增持|维持

当前价/目标价: 7.51 元/8.80 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 9.33 / 5.83

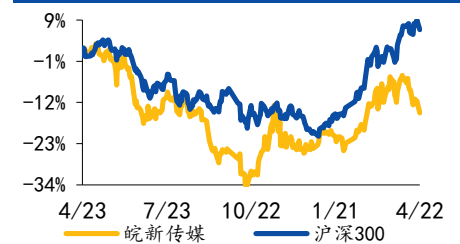
A 股流通股(百万股): 1989.20

A 股总股本(百万股): 1989.20

流通市值(百万元): 14938.93

总市值(百万元): 14938.93

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-皖新传媒(601801)——三季报点评:内生增长复合预期,转型大幕即将开启》

《国元证券公司研究-皖新传媒(601801)——资本运作再落一子,创新资产运作模式助转型》

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 崔文彬

电话 021-51097188

邮箱 cuiwenbin@gyzq.com.cn

附表: 盈利预测

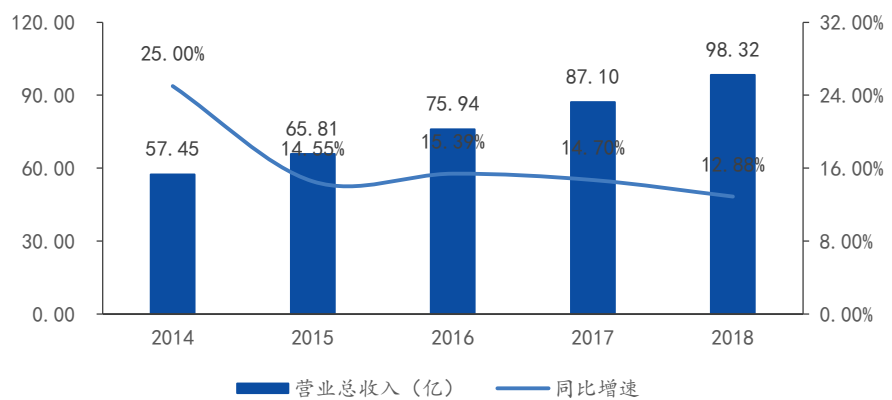
财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8709.51	9831.96	10967.32	12065.18	13195.42
收入同比(%)	14.7	12.9	11.5	10.0	9.4
归母净利润(百万元)	1116.68	1086.86	868.18	954.16	1030.57
归母净利润同比(%)	5.5	-2.7	-20.1	9.9	8.0
ROE(%)	12.0	10.8	8.0	8.1	8.0
每股收益(元)	0.56	0.55	0.44	0.48	0.52
市盈率(P/E)	18.85	12.23	17.21	15.66	14.50

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

1、财务分析

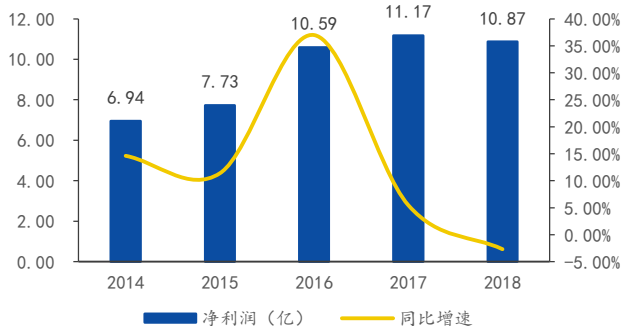
2018 年公司实现营业收入 98.32 亿元，同比增长 12.88%，整体收入增速稳定。利润方面，实现归母净利润 10.87 亿元，同比下降 2.67%。2018 年公司完成了 19 处自有物业资产创新资产运营，贡献净利润 4.38 亿。公司 2018 年实现扣非后归母净利润 5.70 亿元，同比下滑 2.73%。扣非后归母净利润略有下滑，主要是由于 18 年资产减值损失共计 1.46 亿元，较 2017 年增加 0.97 亿。其中坏账损失 4995 万，长期股权投资减值损失 2416 万(卡得万利商业保理有限公司)，商誉减值(大众书局)损失 1287 万，理财产品逾期计提减值 5600 万。

图 1：公司营业总收入及增速



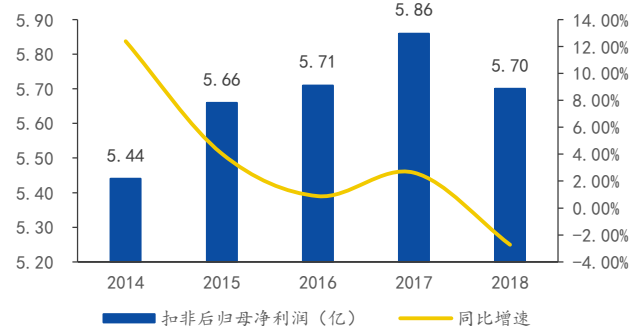
资料来源：公司公告、国元证券研究中心

图 2：净利润及增速



资料来源：Wind、国元证券研究中心

图 3：扣非后归母净利润及增速

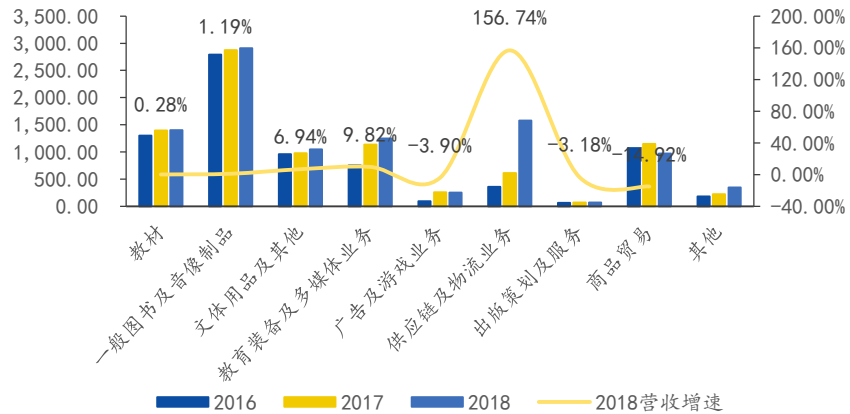


资料来源：Wind、国元证券研究中心

拆分收入结构来看，一般图书及音像制品占营收比重 14.26%，2018 年微增 1.19%，毛利率提升 3.69%。教材业务保持稳定，积极拓展大中专教材，该业务占营业收入比重 14.26%，2018 增长 0.28%，保持稳定，毛利率下降 3.59%（大中专教材毛利

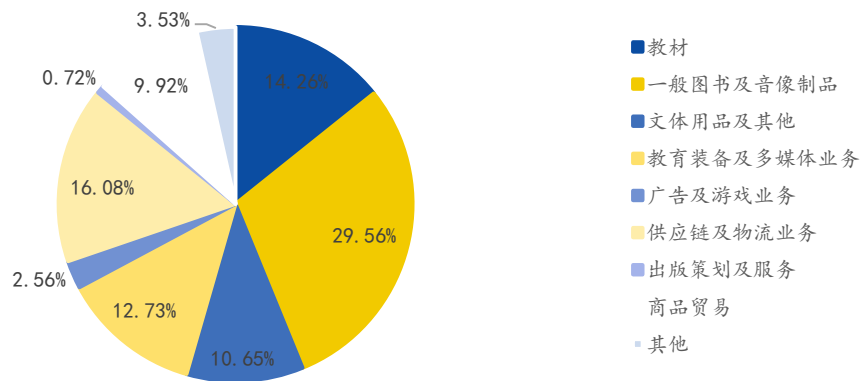
率略低)。教育装备和多媒体业务，同比增长 9.82%，供应链及物流服务业务同比增长 156.74%。

图 4：公司 2016-2018 年主营业务按产品分类表现情况



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

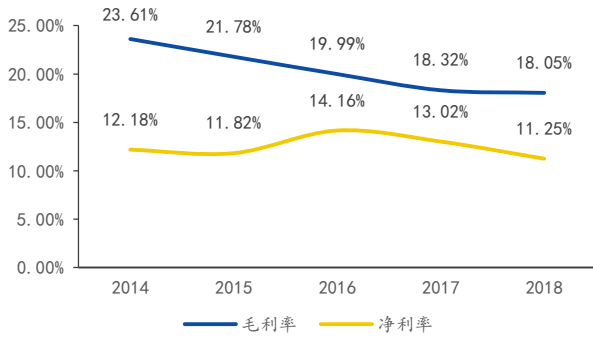
图 5：2018 年公司主营业务构成



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

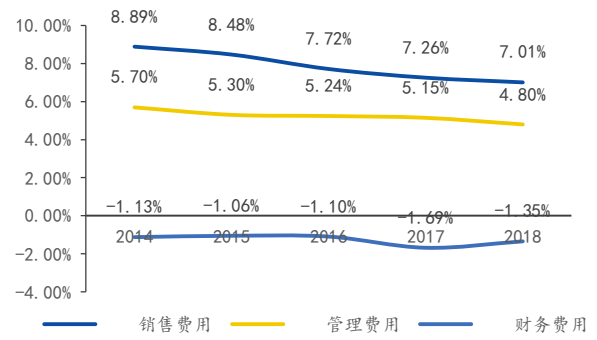
期间费用率持续下降，毛利率、净利率受产品结构影响，略有下降。2018 年公司低毛利业务供应链及物流服务业务增长迅速，同比增加 156.74%，受业务结构影响，毛利率略有下滑。期间费用控制得当，期间费用率持续下降。

图 6：公司毛利率及净利率情况



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 7：公司销售费用率、管理费用率及财务费用率

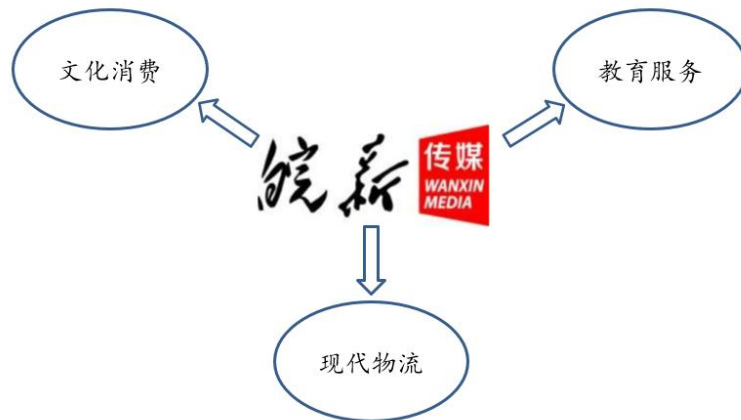


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2、数字化转型，打造人类终身学习的集成商和服务商

公司坚持“传统主业提升与转型、资本市场与实体经济双轮驱动”两大战略举措，以文化教育为核心，用金融资本融合驱动产业成长，布局全产业链上下游，强化产业协同，形成了“文化消费、教育服务、现代物流”三大产业集群。

图 8：皖新传媒三大业务框架



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.1 教育服务

在传统的教材发行业务方面，公司首创全国中小学教科书发行服务标准，建立了遍布全省的教育服务专员体系。实行“分片包干、对点服务”的方式，市场化的贴近用户需求。目前教育专员共 3000 余人，覆盖中小学 18000 多所，750 万学生、60 万教师以及 1500 万家长。并在此渠道的基础上积极拓展教辅、教育装备、数字教育产品、素质教育课程等相关教育服务。

三大数字教育产品进入大规模商业化阶段。皖新 10 分钟学校于 2017 年 10 月 9 日，由安徽新华发行集团和以色列 10min school 共同牵头，根据课程大纲及高考考纲为基础，内容为一节十分钟课程及强化练习组成，专业的名师完成授课，为高中全学段、全学科提供国际领先的优质高效解决方案。它将整个高中阶段九门学科近 7000 个知识点，录制成近 7000 节生动形象的微课视频。在中国数字教育发展历程中，第一次真正做到了对中国高中全学段全学科的全覆盖。截至目前，平台已累计销售约 1 万个账号，并且中标合肥市云平台数字教育项目。

图 9：中国第一家系统化在线课堂解决方案



资料来源：10min school 官网、国元证券研究中心

图 10：2019 年中标合肥市云平台数字教育项目

序号	项目名称	中标单位	合作方
32	埃塞俄比亚教育部教育云平台建设项目	安徽出版集团	安泰科技公司
33	移动新媒体音频服务--“银龄听书”	安徽出版集团	出版集团安徽科学技术出版社
34	学前教育STEAM课程研发与应用示范	安徽出版集团	安徽时代漫游文化传媒有限公司
35	皖新十分钟学校数字化教育平台	安徽新华发行集团	皖新传媒公司
36	下一代互动科学绘本平台	安徽新华发行集团	皖新传媒公司
37	皖新共享读书会	安徽新华发行集团	皖新传媒公司
38	“有戏安徽”平台建设	安徽演艺集团	安徽演艺院线

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

“美丽科学”系列教育产品是皖新传媒旗下新知数媒打造的国家化科学教育品牌。秉承以科技融合教育、以科技促进教育、以科技升级教育的理念，形成课堂教育资源、新课程、科学图书 APP 三位一体的优质数字内容出版产品体。目前美丽科学教育解决方案已经覆盖了 1500 多所学校，使用教师超过 2500 人。2019 年开启大规模销售。

图 8：美丽科学化学资源



资料来源：新知数媒官网、国元证券研究中心

旗下智慧校园项目，K12 教育云，目前已经中标 3 大项目，包括北师大长沙附中空港城智慧学校项目、南京信息工程大学附属中学智慧校园集成项目、六安市人民路下雪智慧学校项目。

稳扎稳打，拓展实体办学。目前公司参与到了多个办学项目，涵盖幼儿园至职业教育，多年龄层，多方位的实体办学。其中，幼儿园项目包括了淮北国际幼儿园，固镇皖新乐恩幼儿园，K12 项目凤阳皖新实验中学、阜阳皖新实验中学、淮北皖新教育补习学校等。同时公司与英国莱普敦学校达成合作，探索合作办学。职业教育方面，公司与美国顶尖艺术院校，加州艺术学院达成合作，进行联合办学。

教育装备业务，18 年公司积极拓展省内外市场，省外业务覆盖到了河南、广西、江苏、山东、贵州等 8 个省，累计参与项目 35 个，累计中标 4.22 亿元，2018 年实现营业收入 12.51 亿元。

2.2 文化消费

公司持续推进实体书店转型升级建设，并着重凸显转型书店的品牌效应，打造品牌矩阵。18 年新增中标项目 46 个，截止 2018 年底已累计中标项目 59 个，运营面积达 5.6 万平方米。积极开拓省外政企市场，业务覆盖江苏、江西、河南、广西等 10 余个省份。

打造共享书店，“阅+”平台。“阅+”平台项目从 2016 年 4 月开始启动，经过数次迭代优化，已经拓展到包含“阅+”微信端、智慧书房、智慧书城、校园订阅号、皖新书院等产品的互联网生态圈，积累粉丝数达 307 万，成为安徽文化类第一公众号。共享书店融入移动互联网“免费”“共享”“定制化”等元素，以线下实体书店为依托，实现阅读服务的转型升级。截至 2019 年 2 月，公司累计上线 78 家共享书店门店，覆盖商圈、学校、商业综合体、社区、高铁、地铁等。截至目前，“阅+”共享书店共有注册用户 38 万，付费用户 16 万，复借率高达 84%。

3、盈利预测

考虑到公司为期三年的创新资产项目实施完毕，对 19 年净利润会有一些影响（不影响营业收入及扣非后净利润增长），我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.44/0.48/0.52,对于 PE17 倍/16 倍/15 倍，维持“增持”评级。

4、风险提示

省内 K12 人口下滑风险；教材教辅政策变化风险；新业务拓展不及预期；教育行业政策风险

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9517.51	9886.93	11179.08	12440.85	13757.22
现金	4415.13	5974.16	7208.46	8092.76	9070.06
应收账款	870.37	1151.88	978.08	1108.41	1224.55
其他应收款	311.52	409.88	310.07	366.06	405.21
预付账款	577.65	414.78	578.99	624.99	668.38
存货	1239.54	1202.82	1370.07	1515.23	1655.61
其他流动资产	2103.29	733.41	733.41	733.41	733.41
非流动资产	2770.46	3283.95	3183.18	3187.25	3240.87
长期投资	662.33	1101.28	1101.28	1101.28	1101.28
固定资产	334.59	382.94	201.39	131.65	106.77
无形资产	280.60	267.17	228.15	187.61	152.37
其他非流动资产	1492.94	1532.56	1652.36	1766.72	1880.44
资产总计	12287.96	13170.88	14362.26	15628.10	16998.09
流动负债	2611.52	2769.45	3108.77	3404.48	3726.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1720.76	1803.39	1995.21	2188.38	2397.37
其他流动负债	890.76	966.06	1113.56	1216.11	1329.22
非流动负债	107.31	130.35	130.35	130.35	130.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	107.31	130.35	130.35	130.35	130.35
负债合计	2718.83	2899.80	3239.12	3534.84	3856.94
少数股东权益	256.30	251.00	265.42	281.38	298.70
股本	1989.20	1989.20	1989.20	1989.20	1989.20
资本公积	2421.18	2421.18	2421.18	2421.18	2421.18
留存收益	4902.45	5609.69	6447.33	7401.50	8432.07
归属母公司股东权益	9312.83	10020.07	10857.72	11811.88	12842.45
负债和股东权益	12287.96	13170.88	14362.26	15628.10	16998.09

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	141.39	588.88	1098.31	816.50	953.36
净利润	1134.22	1105.82	882.59	970.13	1047.89
折旧摊销	105.37	79.90	68.63	65.20	62.24
财务费用	-149.80	-135.29	0.00	0.00	0.00
投资损失	-130.20	-131.74	-134.38	-137.07	-139.81
营运资金变动	-455.66	-30.15	281.47	-81.76	-16.96
其他经营现金流	-362.54	-299.65	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-866.48	1472.46	166.52	67.80	23.94
资本支出	250.97	230.99	32.14	-69.27	-115.86
长期投资	-1303.38	965.12	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	185.93	276.34	134.38	137.07	139.81
筹资活动现金流	-359.89	-502.92	-30.54	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	2.71	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-362.61	-502.92	-30.54	0.00	0.00
现金净增加额	-1084.98	1558.42	1234.30	884.30	977.31

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8709.51	9831.96	10967.32	12065.18	13195.42
营业成本	7113.79	8057.29	9058.99	9975.98	10919.65
营业税金及附加	30.96	36.59	40.03	44.13	48.37
营业费用	632.22	689.45	790.96	863.05	943.38
管理费用	445.54	467.40	543.54	593.03	646.83
财务费用	-147.07	-132.75	-198.47	-231.11	-260.02
资产减值损失	49.46	146.36	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.02	-0.23	0.00	0.00	0.00
投资净收益	130.20	131.74	134.38	137.07	139.81
营业利润	1179.49	1163.23	899.01	988.68	1068.08
营业外收入	9.28	4.65	0.00	0.00	0.00
营业外支出	35.50	38.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	1153.28	1129.12	899.01	988.68	1068.08
所得税	19.06	23.30	16.42	18.55	20.20
净利润	1134.22	1105.82	882.59	970.13	1047.89
少数股东损益	17.54	18.95	14.41	15.96	17.32
归属母公司净利润	1116.68	1086.86	868.18	954.16	1030.57
EBITDA	589.52	656.55	598.69	649.60	694.39
EPS (元)	0.56	0.55	0.44	0.48	0.52

主要财务比率					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	14.7	12.9	11.5	10.0	9.4
营业利润(%)	8.7	-1.4	-22.7	10.0	8.0
归属母公司净利润(%)	5.5	-2.7	-20.1	9.9	8.0
获利能力					
毛利率(%)	18.3	18.0	17.4	17.3	17.2
净利率(%)	12.8	11.1	7.9	7.9	7.8
ROE(%)	12.0	10.8	8.0	8.1	8.0
ROIC(%)	11.3	15.8	16.3	17.5	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	22.1	22.0	22.6	22.6	22.7
净负债比率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
流动比率	3.64	3.57	3.60	3.65	3.69
速动比率	2.95	2.99	2.97	3.03	3.07
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.77	0.80	0.80	0.81
应收账款周转率	12.82	9.72	10.30	11.57	11.31
应付账款周转率	4.59	4.57	4.77	4.77	3.51
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.55	0.44	0.48	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.30	0.55	0.41	0.48
每股净资产(最新摊薄)	4.68	5.04	5.46	5.94	6.46
估值比率					
P/E	18.85	12.23	17.21	15.66	14.50
P/B	2.26	1.33	1.38	1.26	1.16
EV/EBITDA	28.21	11.14	12.91	10.54	8.45

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188