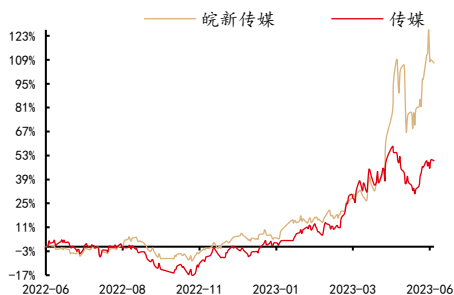




股票投资评级

买入|上调

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	10.10
总股本/流通股本(亿股)	19.89 / 19.89
总市值/流通市值(亿元)	201 / 201
52周内最高/最低价	11.04 / 4.46
资产负债率(%)	35.2%
市盈率	28.06
第一大股东	安徽新华发行(集团)控 股有限公司
持股比例(%)	70.5%

研究所

分析师:王晓萱  
SAC 登记编号:S1340522080005  
Email:wangxiaoxuan@cnpsec.com  
分析师:李盈睿  
SAC 登记编号:S1340523050003  
Email:liyingerui@cnpsec.com

皖新传媒(601801)

守正创新，数字化驱动图书发行国企业态再升级

● 投资要点

**安徽省政府控股图书发行企业，拥有省内中小学教材唯一发行权。**公司是安徽省新华书店改制上市的图书发行公司，拥有省内免费教材唯一发行资质，拥有省内包括新华书店等在内的线下书店资产，以及超过 3000 名教育专员。公司业务分为文化消费、教育业务和现代物流板块，根植于安徽省内，同时积极拓展省外业务。截至 2023Q1 公司现金资产超过百亿元，可保证各项目资金的使用需求。

**智慧零售拓展获客渠道，公共文化运营服务增加收入体量。**公司积极进行智慧零售转型，线下书店引入小程序入口，拓展网店运营；凭借良好政企关系以及优秀的供应链渠道和运营能力，中标省内多地图书馆运营业务，创新使用 EPCO 模式，业务涵盖图书馆运营、馆配等，成功将六安图书馆、三孝口图书馆打造成为全国典型项目，截至 2023 年 2 月公司公共文化服务项目累计达 143 个，23 年中标金额超 10 亿元。

**立足教育全产业链，教育信息化和线上教育持续收获科技与政策赋能。**传统教育方面，公司通过教育专员模式与省内学校建立持续良好关系，持续中标教育装备业务；智慧教育方面，公司推动搭建了省内教育信息化系统皖教云，并开发了美丽科学品牌，2023 年 2 月美丽科学教学平台上线 8.0 版本，在云空间、界面交互、课程资源方面进一步升级，目前平台已在全国 1.6 万所学校中应用，服务 2600 万个学生，成为科学可视化教学的特色标杆应用，同时教育部 5 月发文将系统部署在教育“双减”中做好科学教育加法，重视中小学生学习科学素养的培养，我们预计美丽科学教学平台未来有望在政策推动及 AI 强化平台功能的支持下提升学校付费率，扩大收入规模。

**加强智慧物流基建，丰富物流品种提升毛利率水平。**公司搭建立体库等进行智慧物流转型，实现降本增效，并持续增加服务种类，2019 年进入冷链物流行业，拓展了农特产品、化妆品、快消品供应链采配业务和跨境直采业务，2021 年进入母婴用品、生鲜食品等文化民生供应链业务。同时公司积极开拓品牌业务，成立了合资预制菜品牌“皖新徽三”，不断拓宽服务领域，丰富收入利润来源。

**自主开发方块游戏，打造特色游戏发行平台。**2017 年公司开发了方块游戏平台，目前主营 PC 单机游戏的发行业务，已成功发售了《只狼：影逝二度》、《仙剑奇侠传 7》、《指环王：咕噜》等游戏，成为多款产品全球收益的分享者。截至 2022 年末，方块游戏平台累计上架产品 393 款，注册用户突破 190 万人，预计随着国内外游戏种类的增多，平台竞争力有望伴随用户量和收入规模扩张持续得到提升。

● 盈利预测及估值

**给予“买入”评级。**公司主业扎实，核心的图书销售和供应链业务保持收入端稳定增长，并通过数字化转型探索文化新零售、智慧教育和智慧供应链三大领域的新业态，促进业务的线上线下融合，同时公司积极探索新服务领域，使公司业绩兼顾稳健与成长潜力，我们预计 2023/2024/2025 年公司营业收入为 140/165/186 亿元

(前值为 134/149/165 亿元), 归母净利润为 9.17/11.21/12.99 亿元 (前值为 7.81/8.64/9.59 亿元), 对应 EPS 为 0.46/0.56/0.65 元 (前值为 0.39/0.43/0.48 元), 根据 2023 年 6 月 12 日收盘价, 分别对应 22/18/15 倍 PE, 上调至“买入”评级。

#### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	11687	14001	16518	18644
增长率(%)	15.57	19.80	17.98	12.87
EBITDA (百万元)	841.19	1345.13	1567.64	1733.09
归属母公司净利润 (百万元)	707.81	916.76	1121.26	1298.52
增长率(%)	10.65	29.52	22.31	15.81
EPS(元/股)	0.36	0.46	0.56	0.65
市盈率 (P/E)	28.38	21.92	17.92	15.47
市净率 (P/B)	1.79	1.72	1.64	1.55
EV/EBITDA	2.86	8.64	6.49	5.41

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

#### ● 风险提示:

供应链业务市场推广不及预期风险; 数字化转型协同不及预期风险; 新业态扩展不及预期风险。

## 目录

1 公司介绍：安徽国有图书发行企业，教育、物流、游戏多业务并举.....	6
1.1 发展历程：新华书店集团转型，积极拓展数字化新业态.....	6
1.2 股权与组织结构：安徽省人民政府为实际控制人，持股 70.53%.....	6
1.3 财务分析：历史业绩稳定增长，分红率处于可比公司中等水平.....	8
1.4 复盘：多生态位扩张，估值由产业趋势驱动.....	11
2 教材与教育业务：省内教辅教材唯一发行商，在线教育是转型方向.....	11
2.1 教材发行业务：具备安徽省内资质壁垒，升级配送服务构筑竞争优势.....	11
2.2 教育业务：教育信息化服务商，积极布局在线教育业务，教育领域全面出击.....	13
3 文化消费业务：零售书店数字化转型，拓展公共文化服务项目.....	18
3.1 图书零售：省内新华书店转型升级，打造智慧零售业内标杆.....	18
3.2 拓展公共文化服务项目，创新使用 EPCO 运营模式.....	20
4 供应链业务：建设现代物流业务，打造自有预制菜品牌.....	21
4.1 发展现代物流产业，建设第二营收支柱.....	21
4.2 供应链智慧升级，推进物流 3.0 建设.....	22
4.3 进军冷链物流服务，延伸预制菜业务，开发自有食品品牌.....	24
5 游戏业务：自主开发方块游戏，打造特色单机游戏发行平台.....	25
6 盈利预测与估值.....	28
7 风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1: 皖新传媒发展历程 .....	6
图表 2: 皖新传媒股权结构 .....	7
图表 3: 皖新传媒组织结构 .....	7
图表 4: 2010-2023Q1 年公司营业收入及增长率 .....	8
图表 5: 2013-2022 年度各业务收入情况 .....	8
图表 6: 2010-2023Q1 年度公司毛利率情况 (%) .....	8
图表 7: 2010-2023Q1 年度公司净利率情况 (%) .....	8
图表 8: 2010-2023Q1 年度公司期间费用率情况 .....	9
图表 9: 2010-2022 年归母净利润及增速 .....	9
图表 10: 2010-2022 年度公司分红情况 .....	10
图表 11: 2010-2022 年度公司股息率情况 .....	10
图表 12: 2018-2023Q1 公司经营活动现金净流量情况 .....	10
图表 13: 2010-2023Q1 公司货币资金情况 .....	10
图表 14: 教育类出版公司对比 (按 ROE 排序) .....	10
图表 15: 2010-2023 年公司 PE 变动及复盘 .....	11
图表 16: 安徽省小学、初中在校学生数 .....	12
图表 17: 安徽常住人口出生人数 .....	12
图表 18: 安徽省常住人口 6 岁儿童与小学招生数 .....	12
图表 19: 2014-2022 年教材发行业务销售码洋情况 .....	13
图表 20: 2014-2022 年教材发行单价 (元) .....	13
图表 21: 2013-2022 年教材发行收入和增速情况 .....	13
图表 22: 2013-2022 年教材发行毛利率 (%) .....	13
图表 23: 中国教育信息化经费投入情况 .....	14
图表 24: 中标省内外智慧教育建设运营项目数量和金额 .....	14
图表 25: 公司教育装备业务收入情况 .....	14
图表 26: 公司教育装备业务毛利率 (%) .....	14
图表 27: 教育数字化相关政策 .....	14
图表 28: 皖教云平台 .....	15
图表 29: 2019-2021 年公司在智慧教育方面的布局 .....	15
图表 30: 美丽科学教学平台示例 .....	16
图表 31: 美丽科学教学平台提供的教材 .....	16
图表 32: 美丽科学科普内容 .....	16
图表 33: 美丽科学系列图书 .....	16
图表 34: 《美丽化学》视频-金属置换部分 .....	17
图表 35: 公司投资在线教育板块历程 .....	17

图表 36: 公司网点图示 (2010 年)	18
图表 37: 线上线下图书销售份额 (单位: 亿元)	19
图表 38: 公司线上网店	19
图表 39: 皖新云书店小程序	19
图表 40: 六安市图书馆项目	20
图表 41: 公司部分 EPCO 项目获奖和承办活动情况	20
图表 42: 2021-2022 年公司中标的公共文化服务项目情况	20
图表 43: 供应链板块资产的股权结构图 (截至 2022 年末)	21
图表 44: 供应链物流业务营业收入及增速	22
图表 45: 供应链物流业务毛利率 (%)	22
图表 46: 智慧仓储解决方案的优势	22
图表 47: 智慧仓储解决方案的构成-硬件	23
图表 48: 智慧仓储解决方案的构成-软件	23
图表 49: 我国冷链物流行业市场规模及预测	24
图表 50: 2019 年全国冷库企业区域分布情况 (家)	24
图表 51: 皖新徽三公司产线	25
图表 52: 方块游戏平台页面展示	25
图表 53: 2017-2022 年游戏业务收入情况	26
图表 54: 游戏业务毛利率 (%)	26
图表 55: 三大 PC 平台规模情况	26
图表 56: Steam 平台发展历程	27
图表 57: 于 2023 年 5 月 26 日发售的《指环王: 咕噜》	27
图表 58: 2023-2025 年盈利预测结果	28

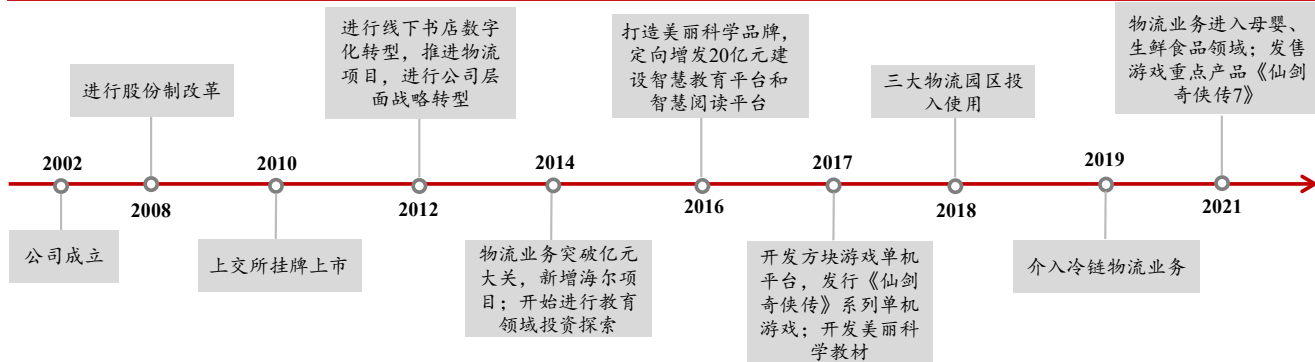
## 1 公司介绍：安徽国有图书发行企业，教育、物流、游戏多业务并举

皖新传媒是经中共安徽省委、安徽省人民政府批准成立的大型国有文化企业。公司集文化消费、教育服务、现代物流等产业为一体，主营业务包含图书、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。

### 1.1 发展历程：新华书店集团转型，积极拓展数字化新业态

立足图书主业，并积极向教育服务、现代物流及游戏业务领域延伸。皖新传媒成立于2002年10月，前身为安徽新华书店集团有限公司，2008年经过股份制改革，安徽新华发行集团有限公司整体变更为安徽新华传媒股份有限公司，并于2010年在上海证券交易所挂牌上市。上市后，公司陆续在图书发行、教育、物流及游戏业务领域有所布局或转型。图书和教育业务方面，公司于2012年起进行线下书店的数字化转型，并积极承包省内教育信息化项目，2014-2016年实施了一系列的教育资产并购，涵盖在线教育、实体办学领域，2016年发布20亿定增拟建设智能学习全媒体平台和智慧书城运营平台项目。物流业务方面，公司自2013年起进军现代物流产业，中标合肥-联宝物流项目，2014年物流板块收入破亿，2017年打造三大物流产业园，并实施智慧物流改造项目，2019年进入冷链物流领域，成立“皖新徽三”预制菜品牌。游戏业务方面，2017年，公司成立方块游戏平台，主营国内外单机游戏发行，近年来成功发行了《只狼：影逝二度》、《仙剑奇侠传7》、《指环王：咕噜》等产品。如今，皖新传媒已成功发展为集文化消费、教育服务、供应链管理等行业于一体的大型国有控股文化企业，在巩固主业的基础上，不断培育文化新业态，推进数字化转型。

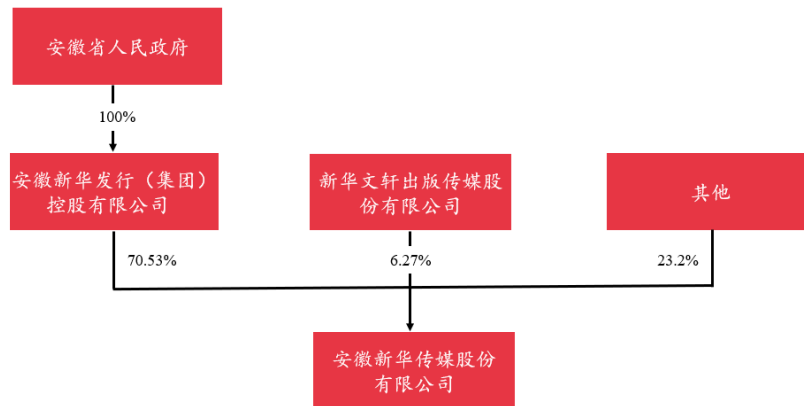
图表1：皖新传媒发展历程



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

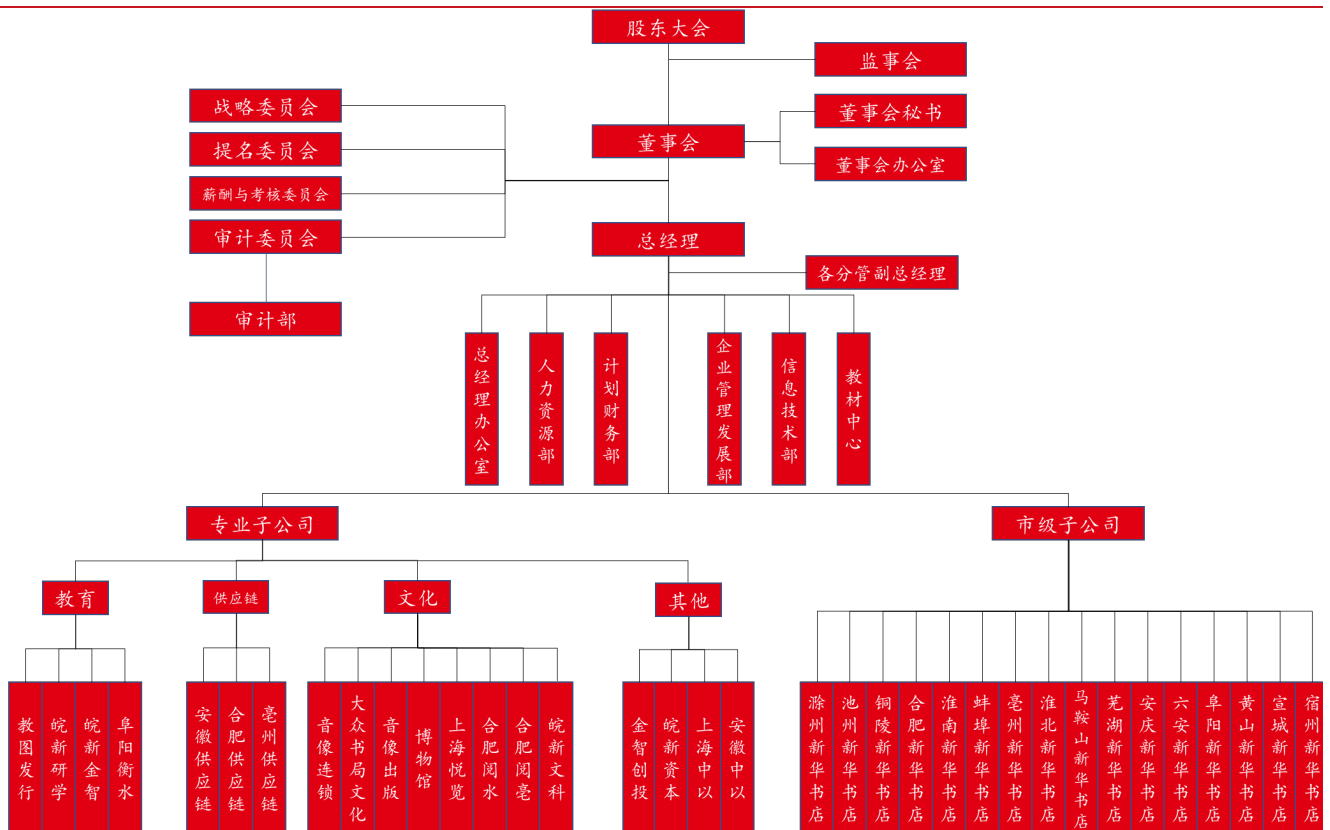
### 1.2 股权与组织结构：安徽省人民政府为实际控制人，持股 70.53%

股权结构相对集中，安徽省人民政府为实际控制人和最终受益人。公司第一大股东为安徽新华发行（集团）控股有限公司，持股 70.53%；第二大股东为新华文轩，持股 6.27%。与其他地方出版集团相比，公司大股东持股比例处于中等水平。

**图表2：皖新传媒股权结构**


资料来源：企查查，中邮证券研究所

公司组织架构由总部管理机构 and 具体下属业务单元构成。公司业务单元主要包含四个大类：1) 教材发行与新华书店相关资产，即上市时公司体内资产，包括教材中心，负责大中专、中小学等教材发行任务，以及 16 家市级新华书店子公司，负责省内新华书店运营工作。2) 供应链类，下属包括三家一级子公司以及四家二级子公司。3) 文化类，包括公司整合进入的线下书店公司、图书馆运营公司、游戏公司等。4) 教育类，主要包含研学教育、线下办学、教育投资和职教业务类公司等。

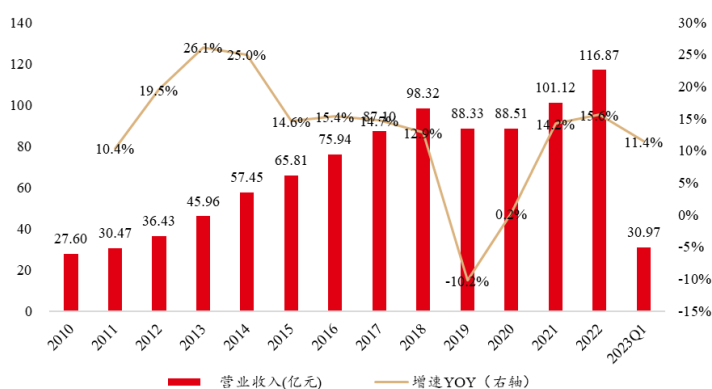
**图表3：皖新传媒组织结构**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.3 财务分析：历史业绩稳定增长，分红率处于可比公司中等水平

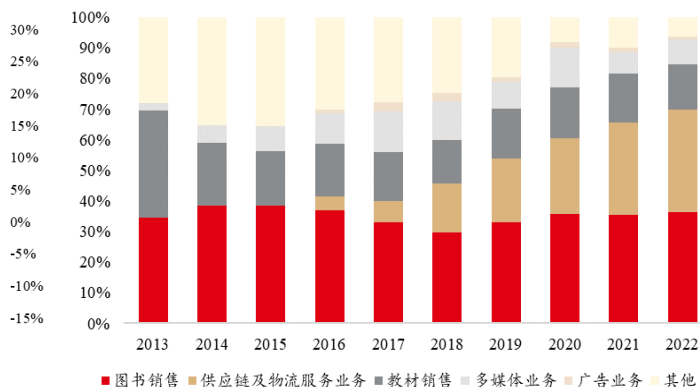
营业收入持续增长，2019-2022 年复合增长率达到 9.8%。营收方面，2019 年因公司业务结构调整，压缩了盈利水平较低的业务规模，收入规模同比下滑 10.2% 至 88 亿元，其余年份公司营收均实现正向增长，2022 年公司实现营业总收入 116.87 亿元，同比增长 15.6%。收入结构方面，公司的一般图书销售和教材教辅业务贡献核心稳定收入，2022 年一般图书销售收入占比为 36.3%，教材教辅收入占比为 14.6%；2013 年起供应链业务营收占比逐年增长，2022 年营收达到 39.37 亿元，占营业总收入的 33.69%，成为第二大收入来源。

图表4：2010-2023Q1 年公司营业收入及增长率



资料来源：Wind，中邮证券研究所

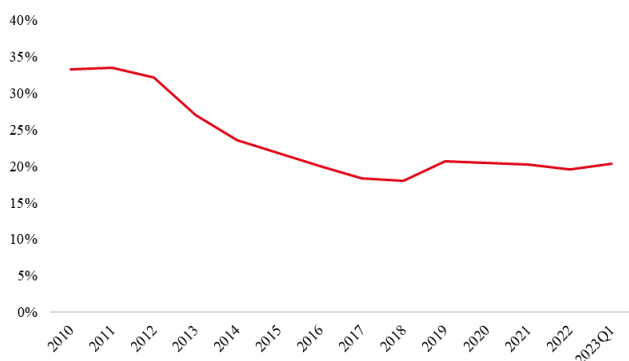
图表5：2013-2022 年度各业务收入情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

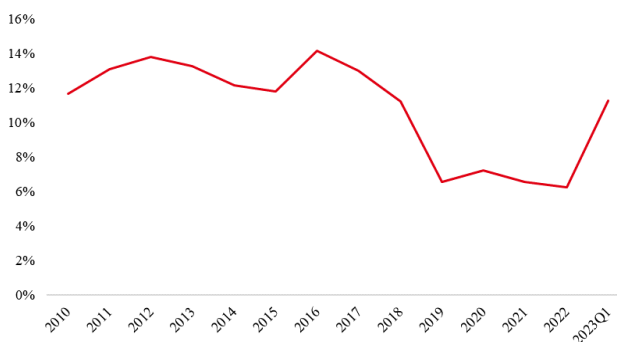
盈利能力趋稳，经营环境好转后利润率有望回升。毛利率方面，由于毛利率水平较低的供应链业务占比逐年提升，公司综合毛利率呈现下降趋势，但近年已逐渐平稳，2022 年综合毛利率为 19.55%。净利率方面，2019 年之前公司净利率维持在 12% 附近，2019 年公司停止创新型资产运作项目以及计提减值，导致净利率下降至 6.6%，2020-2022 年由于外部经营环境变化，公司连续三年计提减值数额均超过 2019 年之前水平，净利率中枢维持在 6%-7.5% 区间。随着外部经营情况好转，公司利润率水平有望回升。

图表6：2010-2023Q1 年度公司毛利率情况 (%)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表7：2010-2023Q1 年度公司净利率情况 (%)

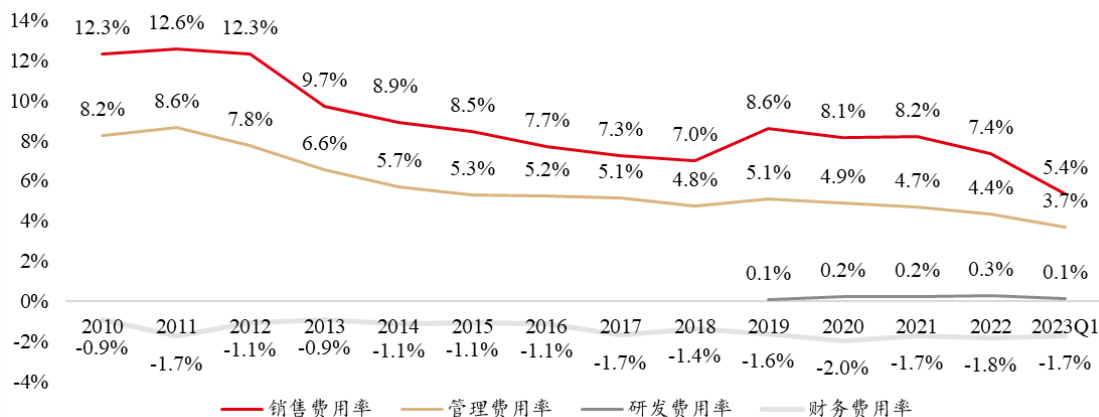


资料来源：Wind，中邮证券研究所



期间费用率呈现下降趋势，费用控制良好。除 2019 年收入下降以及业务结构调整导致期间费用率上升外，公司期间费用率呈现明显下降趋势，研发费用率、财务费用率平稳，销售费用率、管理费用率不断下降，2022 年销售费用率/管理费用率为 7.36%/4.36%。

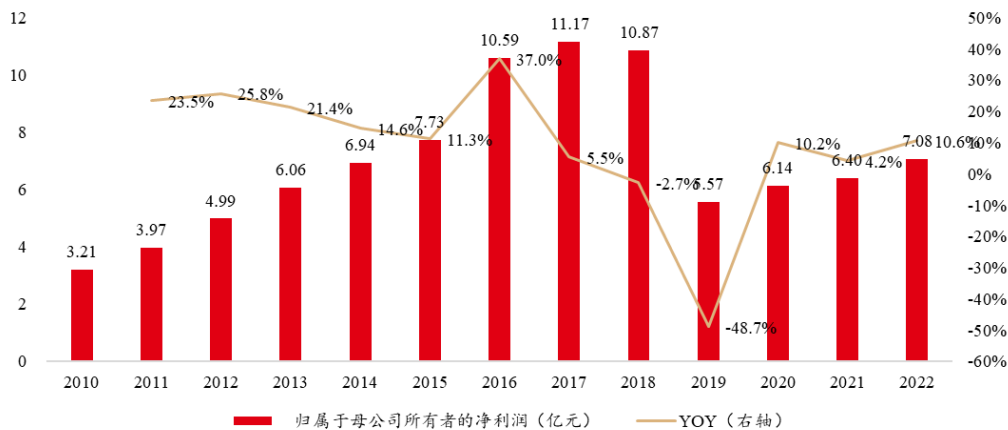
图表8：2010-2023Q1 年度公司期间费用率情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

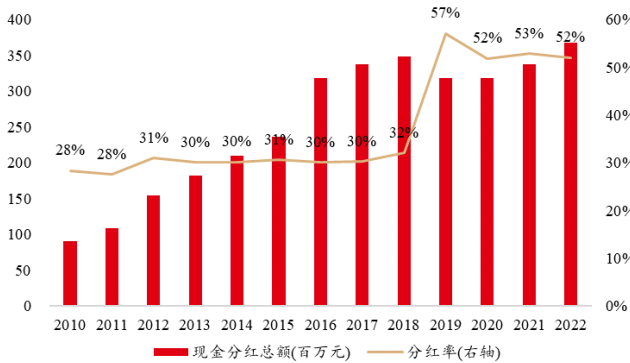
2019 年利润水平受业务调整收缩，调整后归母净利润维持小幅增长。公司 2019 年剥离部分业务后，利润水平下降至 5.57 亿元，随着收入端回暖，公司归母净利润逐渐增长，2019-2022 年复合增长率达到 8.3%。2022 年公司资产减值规模呈现收窄趋势，结合收入水平的稳健提升和各项创新业务的开展，公司未来利润增速有望得到良好的改善。

图表9：2010-2022 年归母净利润及增速

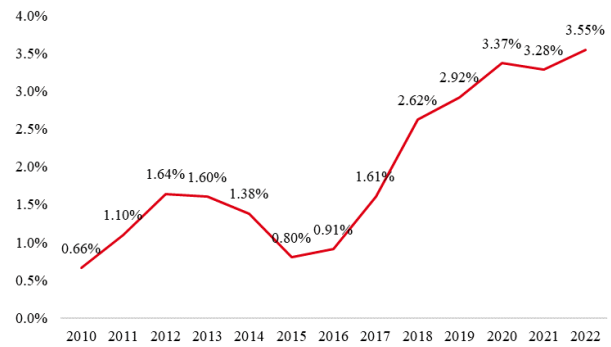


资料来源：Wind，中邮证券研究所

分红率和股息率整体呈上升趋势，现金分红总额稳定。尽管公司归母净利润较 2019 年之前有所下降，但现金分红并未出现明显下降。从分红率看，2019 年后分红率稳定在 52% 水平。股息率自 2015 起连续上涨，2022 年达 3.55%。

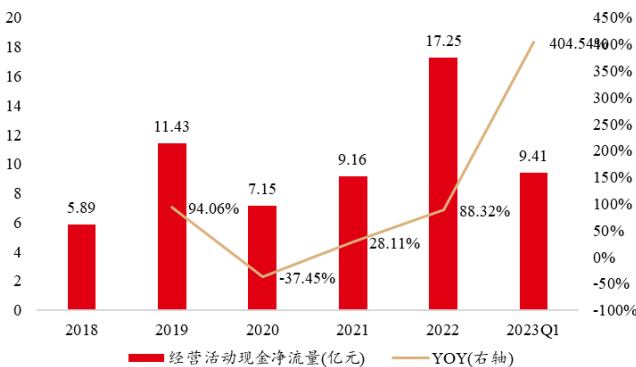
**图表10：2010-2022 年度公司分红情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所  
 注：2022 年数据为预案。

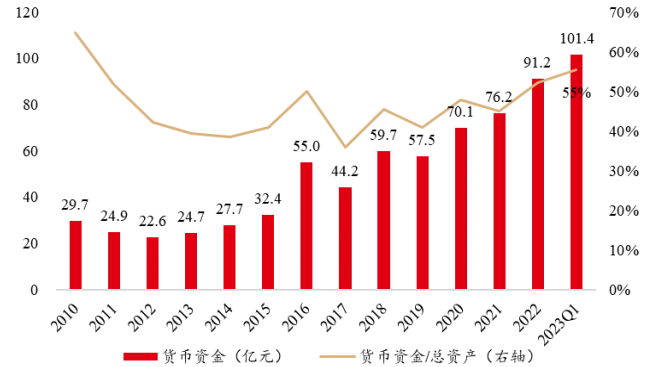
**图表11：2010-2022 年度公司股息率情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所  
 注：2022 年数据为预案。

回款情况良好，经营净现金流达到历年最高，货币资金充裕。现金流方面，2020-2022 年经营现金回款渐好，2022/2023Q1 经营性现金达到 17.25 亿元/9.41 亿元，同比增长 88.32%/404.54%。2023Q1 公司账面货币资金突破百亿元达到 101.42 亿元。

**图表12：2018-2023Q1 公司经营净现金流情况**


资料来源：iFind，中邮证券研究所

**图表13：2010-2023Q1 公司货币资金情况**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

与行业其他公司对比，公司总资产处于第二梯队，净资产收益率仍有较大进步空间，资产负债率处于较低水平。

**图表14：教育类出版公司对比（按 ROE 排序）**

证券代码	证券简称	资产负债率(%)	净资产收益率 ROE(平均)(%)	资产总计(亿元)
605577.SH	龙版传媒	32.1	15.0	50.4
601900.SH	南方传媒	45.7	13.2	148.2
601019.SH	山东出版	35.0	13.1	205.7
601928.SH	凤凰传媒	40.9	12.5	297.0
603230.SH	内蒙新华	42.6	12.2	40.3
601811.SH	新华文轩	38.7	11.8	206.5
601921.SH	浙版传媒	42.2	11.4	220.7
000719.SZ	中原传媒	37.4	10.7	158.0
601098.SH	中南传媒	37.8	9.6	248.2
600757.SH	长江传媒	32.0	8.8	124.7
601801.SH	皖新传媒	35.2	6.4	175.1

资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 1.4 复盘：多生态位扩张，估值由产业趋势驱动

公司估值主要受产业趋势和业态扩张驱动。历史上公司共经历了三次股价大幅波动，第一次在 2013 年-2015 年，2013 年公司进入现代物流领域，2014 年进入在线教育领域，开始一系列并购尝试，同时叠加传媒板块估值普升，公司开启第一轮上涨。第二次为 2016 年，公司发行 20 亿定增用于建设智慧教育平台和智慧阅读平台，但受教育类政策影响该业务未能持续运作。第三次为 2020 年，由于线上教育需求量猛增，公司提供省内线上教育平台并占有部分省外线上教育市场，受线上教育概念催化，公司估值提升。

图表 15：2010-2023 年公司 PE 变动及复盘



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## 2 教材与教育业务：省内教辅教材唯一发行商，在线教育是转型方向

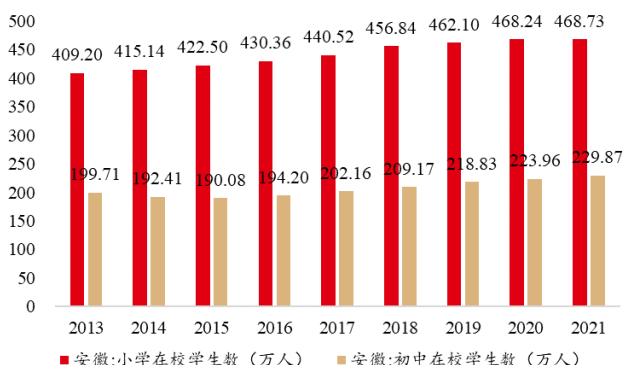
### 2.1 教材发行业务：具备安徽省内资质壁垒，升级配送服务构筑竞争优势

公司为安徽省内中小学教辅教材唯一发行商，免费教材发行业务具备资质壁垒。公司通过政府“单一来源采购”的方式取得了安徽省全省义务教育阶段免费教材的发行权，按年度采购。免费教科书由中央专项资金负担，其支付方式为：1.由中央财政负担义务教育阶段中小學生免费教科书资金，在省财政厅收到中央财政专项资金后会同省教育厅将中央专项资金及时下达到有关市、县（区）财政局及教育局。2.每季教材发行结束后，各市、县（区）教育、财政部门根据学校确认的免费教科书发放验收单，与皖新传媒各地公司办理免费教科书的结算工作。

安徽省生育率拐点出现在 2020 年，按照入学年份为 6 周岁推算，入学人口下降拐点在 2026 年出现。在可预见的 2023-2025 年，公司免费教材发行业务仍将保持稳定并有望小幅增长。历史上在 2014 年公司同样遇到入学人口小幅下降问题，公司通过市场化教材教辅的较快

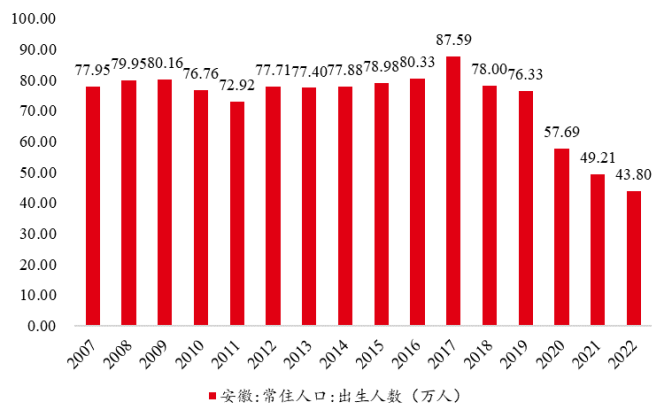
增长平衡收入总量，2014年高中总复习、大中专教材销售码洋同比分别增长82.96%、30.03%，传统教育业务实现7.96%的逆势增长。

**图表16：安徽省小学、初中在校学生数**



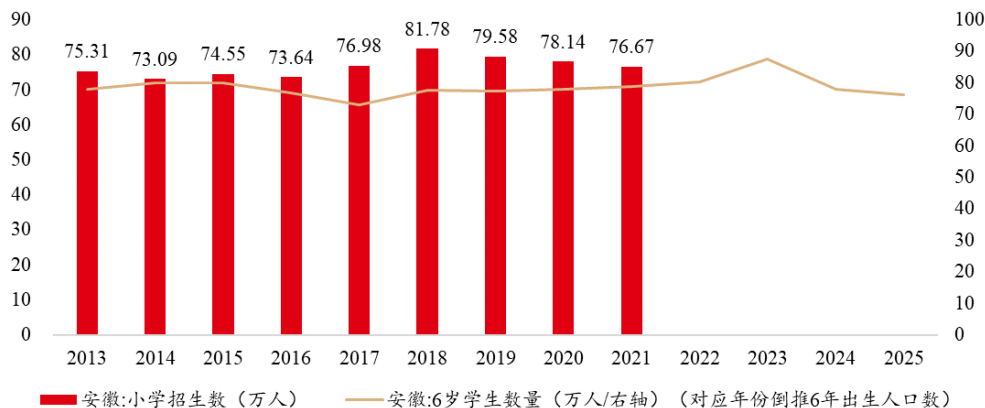
资料来源：教育部，Wind，中邮证券研究所

**图表17：安徽常住人口出生人数**



资料来源：国家统计局，Wind，中邮证券研究所

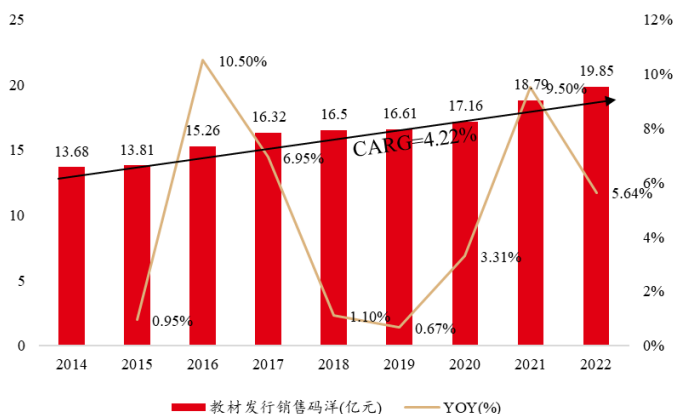
**图表18：安徽省常住人口6岁儿童与小学招生数**



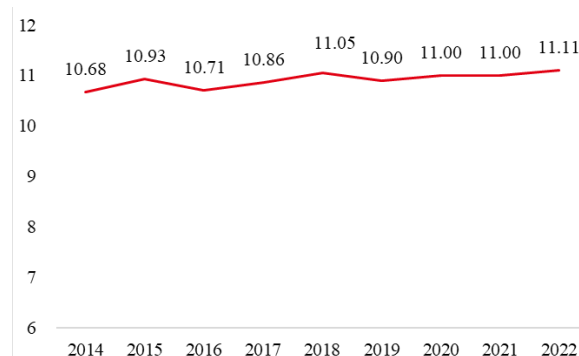
资料来源：国家统计局，教育部，Wind，中邮证券研究所

公司在教材发行业务的壁垒体现在资质优势、运输优势以及发行规则制定上。公司具备完善的发行网络体系、高效的物流保障能力，可以实现将教材分书到班，后进化为服务到生。2017年公司牵头制定了国家行业标准《中小学教科书发行服务标准》，树立了行业标杆。

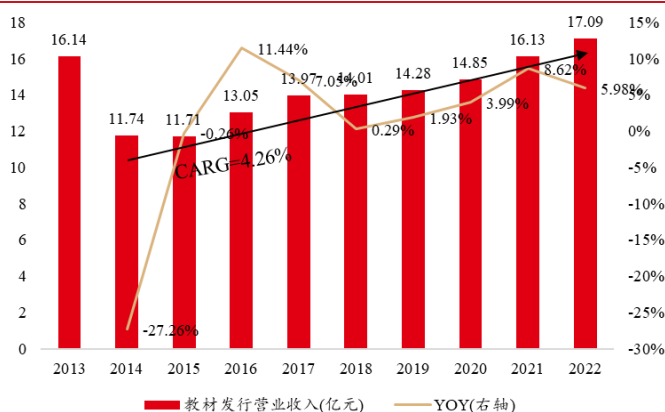
教材发行收入稳健增长，毛利率稳定。教材发行单价稳定小幅增长，2014-2022年间销售码洋和收入的CAGR分别达到4.22%/4.26%，2015年受政府教材采购下降影响，收入和毛利率均有所下降，但2016年后公司教材发行毛利率已经企稳。

**图表19：2014-2022 年教材发行业务销售码洋情况**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

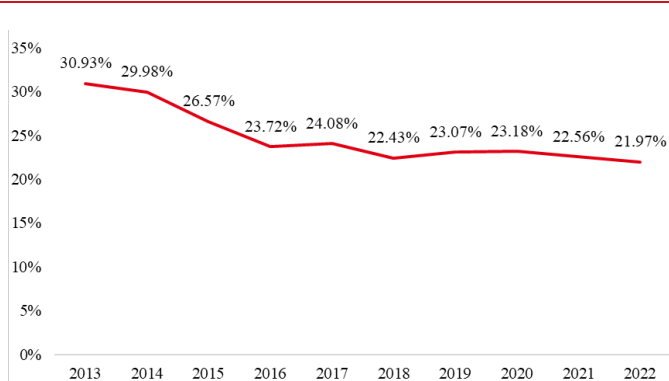
**图表20：2014-2022 年教材发行单价（元）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表21：2013-2022 年教材发行收入和增速情况**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：2014 教材发行收入下降系公司重新划分产品线

**图表22：2013-2022 年教材发行毛利率（%）**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

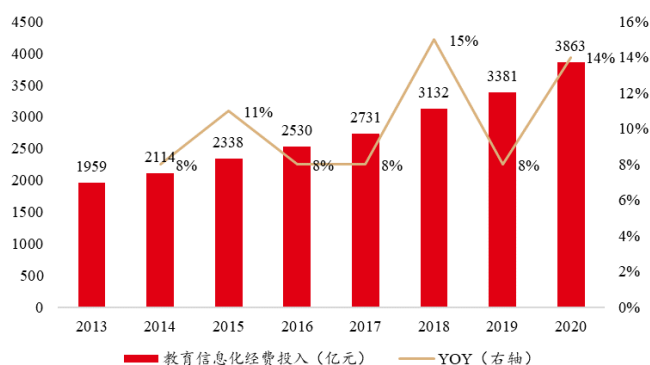
## 2.2 教育业务：教育信息化服务商，积极布局在线教育业务，教育领域全面出击

根据 2017 年年报，公司对教育业务的战略定位为：“全方位融入教育服务领域，提升全渠道、全产品线营销服务能力，加快新兴业务拓展和教育线上线下平台整合，打造技术领先的数字化产品，推进以 K12 为核心的教育生态闭环建设。”当前公司教育业务定位深耕 K12，除了发行教材业务外，公司在教育装备、教育信息化、数字教育产品、素质教育课程、STEM 课程等方面均有布局，服务对象为中小学校、大中专等高校以及省外学校，业务范围主要为安徽省，也在积极拓展省外业务。

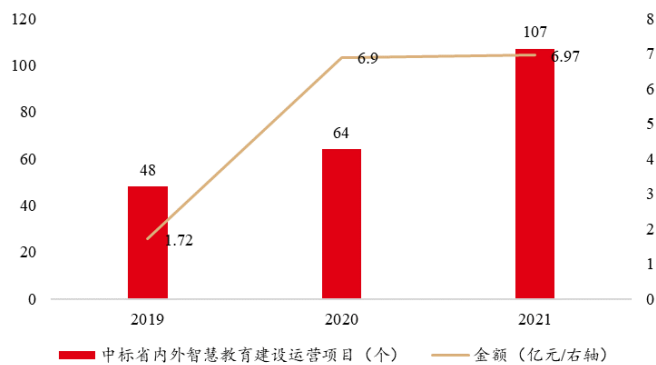
**公司在安徽省内业务基础扎实，具有特色的教育服务专员体系。**自 2012 年以来，公司按照“分片包干、对点服务”的方式贴近客户需求，打造了“送书到校，分书到班，服务到生”业内教育服务新标准，公司共有 3000 名教育专员，服务到全省 750 万名学生、60 万名教师、1500 万家长，服务专业体系保障了公司与学校良好的渠道关系，加强公司进校服务优势。

**积极向政府项目投标，获取教育装备项目。**公司集成供应商产品，向下游学校等提供解决方案，该业务毛利率近年稳定在 10% 左右。政府每年在教育信息化上的经费投入呈现连年

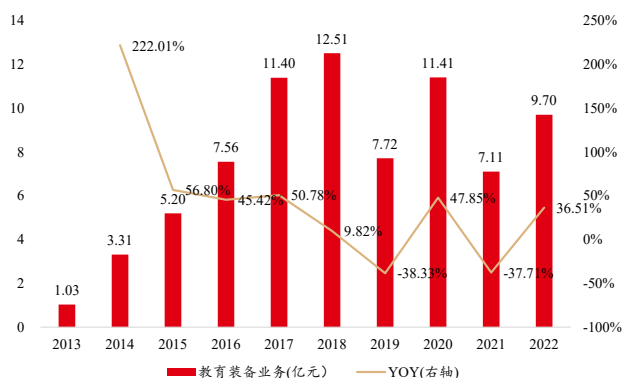
增长趋势，公司该业务受当年投标项目金额影响，从招标金额看，每年收入有波动但总体平稳。

**图表23：中国教育信息化经费投入情况**


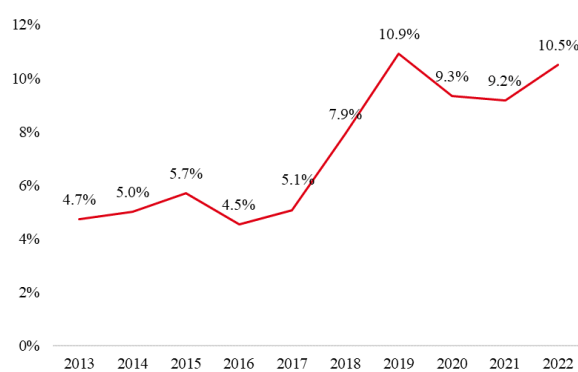
资料来源：德勤，中邮证券研究所

**图表24：中标省内外智慧教育建设运营项目数量和金额**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表25：公司教育装备业务收入情况**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表26：公司教育装备业务毛利率 (%)**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表27：教育数字化相关政策**

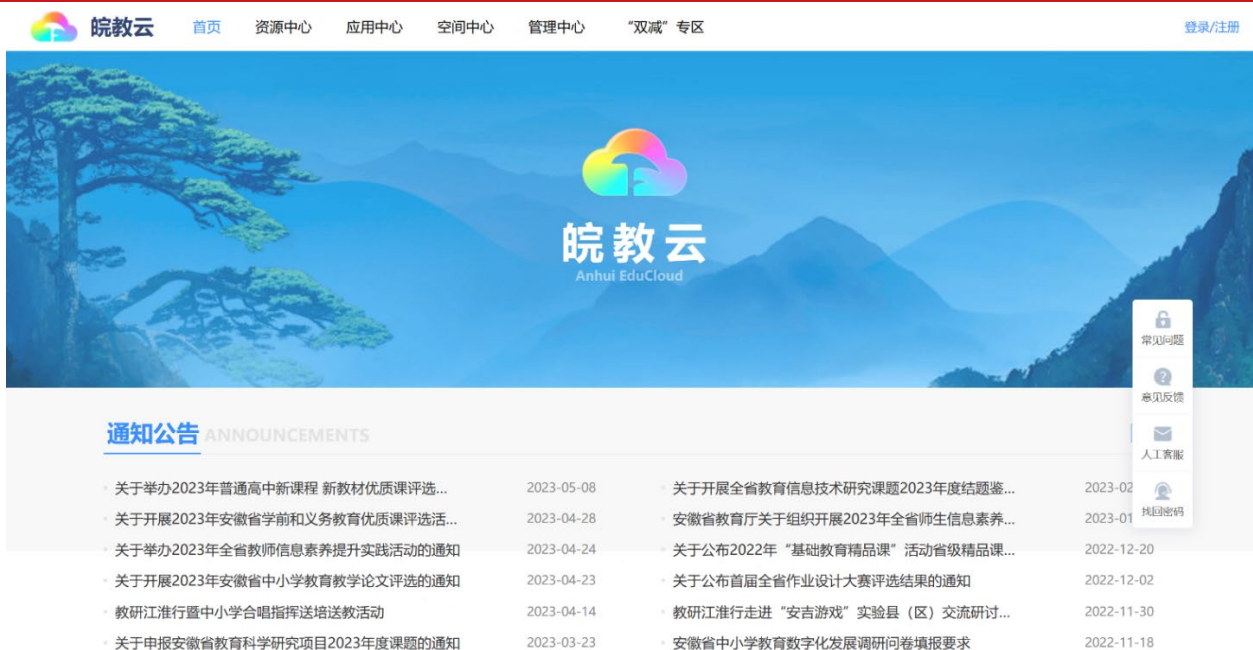
时间	政策出处	内容
2019.02.23	《中国教育现代化 2035》	加快信息化时代教育变革，推动信息技术与教学深度融合。加强对信息时代学习者认知和学习行为规律的研究，利用现代技术加快推动人才培养模式改革，鼓励基于大数据分析，制定符合学生发展需求的个性化培养方案。
2021.01.28	《关于大力加强中小学线上教育教学资源建设与应用的意见》	到 2025 年，基本形成定位清晰、互联互通、共建共享的线上教育平台体系，覆盖各类课程资源体系，涵盖各方面的政策保障制度体系。学校终端配备和网络条件满足教育教学需要。师生信息化素养和应用能力显著提升。
2022.10.25	《二十大报告》	首次将“推进教育数字化”写入报告

资料来源：新华社，教育部，中邮证券研究所

较早开发了以“皖教云”、美丽科学为代表的教育信息化产品。2019 年公司开发的“皖新 K12 教育云·智慧校园”投入市场，并完成自主学习平台的升级。2020 年上线美丽科学教学平

台 3.0 版本，覆盖超过 11000 所学校、1600 万用户。皖教云是安徽省教育信息化基础平台，用于服务省内中小学学校教研、教师备课以及学生学习，包括资源中心、应用中心、空间中心、管理中心等几大功能。

图表28：皖教云平台



资料来源：皖教云官网，中邮证券研究所

图表29：2019-2021 年公司在智慧教育方面的布局

时间	内容
2019	具有自主知识产权的“皖新 K12 教育云·智慧校园”，整体解决方案投入市场并完成自主学习平台升级，产品覆盖智慧管理、智慧教学、智慧生活、智慧文化等应用模块，全年中标 48 个项目，中标额 1.72 亿元。自适应数字教育产品“皖新十分钟学校”用户突破 10 万人。
2020	累计中标省内外智慧教育建设运营项目 64 个，中标金额达 6.8 亿元，同比增长 398%，智慧教育业务初显规模效应。上线美丽科学教学平台 3.0 版本，覆盖超过 11000 所学校、1600 万用户，向意大利教材出版机构输出数字版权，为三星、LG、微软等国际品牌供优质数字资源。建设推广智慧校园阅读平台，被教育部评为“2020 年终身学习品牌项目”。
2021	累计中标省内外智慧教育建设运营项目 107 个，中标金额总计 6.97 亿元；2021 年度共到校培训 834 余场，运营学校 2187 所，智慧课堂开课数 46.81 万节。研发皖新校园阅读全面解决方案，策划推出美丽阅读系列全媒体阅读产品，建成教学网站、皖新优阅小程序、微信公众号等线上阅读教育平台。美丽科学教育平台新增服务学校 4000 余所，累计覆盖 15000 余所中小学。
2022	智慧教育平台新增 7 个专项解决服务方案。皖新校园智慧阅读解决方案具有校园阅读五大产品矩阵、236 个品种，报告期内智慧阅读系列产品实现销售收入 8442 万元，同比增长 192.62%。美丽科学通过原创科学可视化作品的国际版权合作，促进安徽前沿科技创新成果的可视化国际传播。

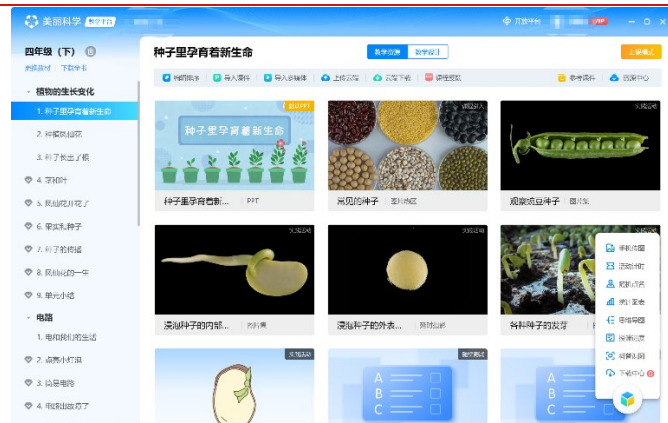
资料来源：各年年报，中邮证券研究所

**创新打造美丽科学品牌，推出科学可视化教学标杆级应用。**延续《美丽化学》的成功，公司开发了美丽科学品牌，并推出面向中小学生科学教育的科学教育开放平台。科学教育开放平台由安徽省哲学社会科学重点实验室主办，中科大科技传播系和安徽新华电子音像出版

社协办，美丽科学负责运营。教育科学开放平台是公司科学可视化教育的重要成果，提供内容包括科学教育共享资源、专家直通车、教师研修、科普资源以及美丽科学教学软件的下载。教学软件中提供小学 1-6 年级 12 本科学教材课件，按照章节展示知识点对应的素材，帮助老师轻松上好每一节科学课。平台现覆盖全国 1.6 万所学校，2600 万学生，在合肥、武汉及深圳地区的中小学学校中已成为常态化应用，在深圳公立小学的覆盖率达到 95%。除运营教育开放平台外，美丽科学品牌还出版了系列科学教育系列纸质书，供学生拓展课外阅读。

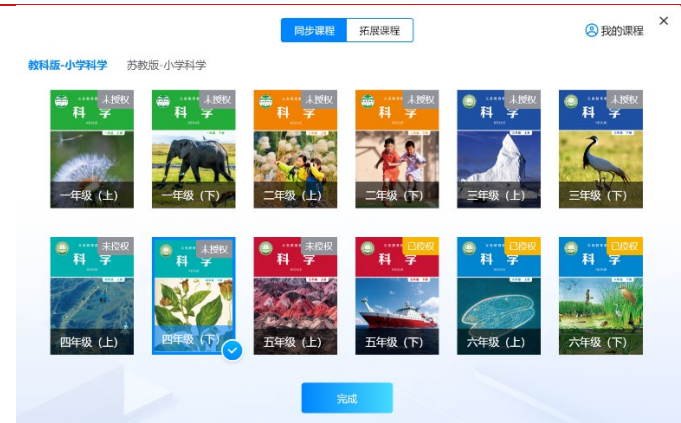
2015 年 8 月，皖新创投联手合肥赛富基金、东方卓永设立新科数媒，打磨数字教科书产品，其中皖新创投出资 1333.2 万元，占新科数媒注册资本的 40%。新科数媒聚焦开发科学可视化数字教育内容，定位于移动互联网时代的科学内容提供商和数字交互技术集成商，助力公司向以文化教育为核心的互联网平台型企业转型。

图表30：美丽科学教学平台示例



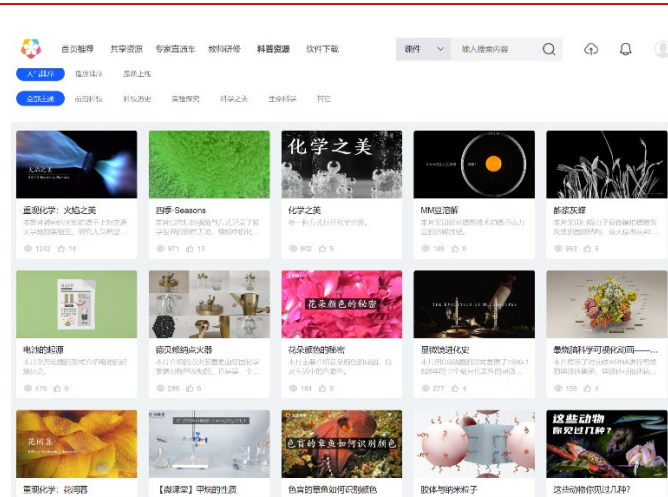
资料来源：美丽科学教学平台，中邮证券研究所

图表31：美丽科学教学平台提供的教材



资料来源：美丽科学教学平台，中邮证券研究所

图表32：美丽科学科普内容



资料来源：美丽科学官网，中邮证券研究所

图表33：美丽科学系列图书



资料来源：当当网，中邮证券研究所

教育部等部门发文将系统部署在教育“双减”中做好科学教育加法，重视中小学生学习科学素养的培养，公司科学可视化业务有望受益。当今时代科技在国家竞争中扮演者重要作用，优秀科技人才的培养是国家的重要人才战略，2023 年 5 月 29 日教育部等十八部门联合印发《关于加强新时代中小学科学教育工作的意见》，《意见》要求按照课程方案开齐开足开好科



学类课程，修订完善课程标准及教材，同时将教辅书纳入监管体系，同时强化实验教学，并广泛组织中小學生前往科学教育场所，进行场景式、体验式科学实践活动，并强调探索利用人工智能、虚拟现实等技术手段改进和强化实验教学，弥补优质教育教学资源不足的状况。公司美丽科学品牌为中小學生科学课堂提供相关教学软件、视频素材以及课外图书，其中《美丽化学》相关视频在 B 站点击量超百万，是重要的中小学科普视频，另外公司研学业务也有望受益于科学课重视程度增加的趋势。

图表34：《美丽化学》视频-金属置换部分

【4K超清】流传多年的《美丽化学》原版来了！

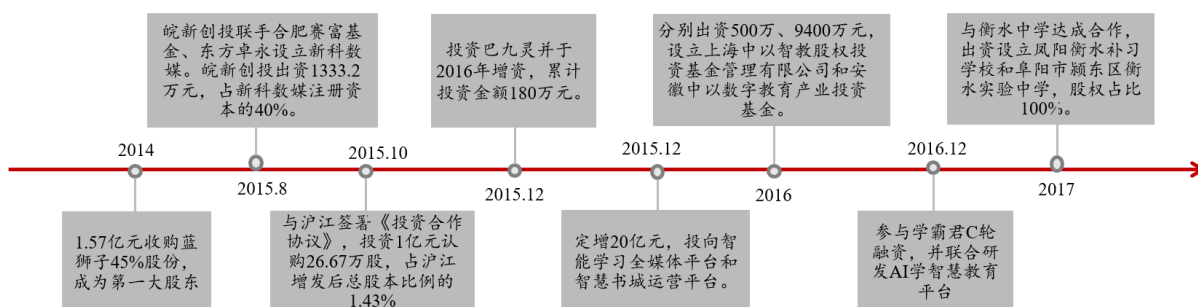
105.3万 3145 2020-05-13 11:55:49 未经作者授权，禁止转载



资料来源：B站美丽科学 BOS，中邮证券研究所

充分发挥资金优势，借助收购进入在线教育领域。2014 年公司开始进军在线教育领域，2014 年，公司以 1.57 亿元吴晓波旗下财经出版机构蓝狮子 45% 的股权，成为蓝狮子的第一大股东。2015 年 10 月，公司向沪江教育投资 1 亿元认购 26.67 万股股份，占增发后总股本比例的 1.43%。2016 年，皖新传媒分别出资 500 万、9400 万元，设立上海中以智教股权投资基金管理有限公司和安徽中以数字教育产业投资基金。2016 年 12 月，参与学霸君 C 轮融资，并联合研发 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。2017 年，公司与衡水中学达成合作，出资设立凤阳衡水补习学校和阜阳市颍东区衡水实验中学，股权占比 100%。

图表35：公司投资在线教育板块历程



资料来源：界面，中邮证券研究所

### 3 文化消费业务：零售书店数字化转型，拓展公共文化服务项目

#### 3.1 图书零售：省内新华书店转型升级，打造智慧零售业内标杆

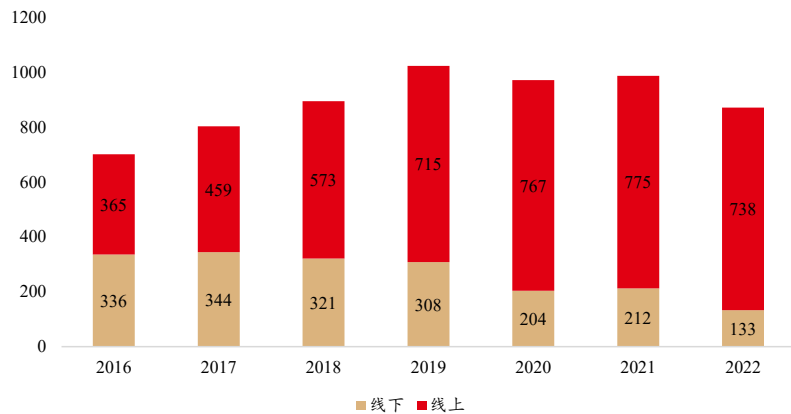
拥有安徽省内新华书店等线下资产，发行版图覆盖全省。公司由安徽新华书店资产发展而来，包括省内 16 家新华书店子公司，以及 4 家专业子公司，还形成了在行业内具有引领示范作用的 24 小时书店、“前言后记”、“读书会”等。当前公司共在安徽、江苏、北京等地拥有 802 家实体网点，形成了覆盖安徽全省城乡、辐射周边的完整出版物分销及服务体系，具有强大的实体销售网络与文化商业品牌体系。

图表36：公司网点图示（2010年）



资料来源：招股书，中邮证券研究所

线下图书销售总量趋稳，但电商冲击效应仍在。根据开卷图书数据，受线上渠道冲击影响，图书零售线下销售额占比由 2016 年 47.9% 下降至 2019 年 30.1%，但从总量上看，线下图书零售规模趋于稳定。2020 年后由于书店开业率影响，线下图书零售规模继续下降，2023 年有望重新回升。为提升销量和服务，传统零售书店进行了一系列多元业态转型尝试，通过小程序、公众号、直播等方式引导消费者线上购买。

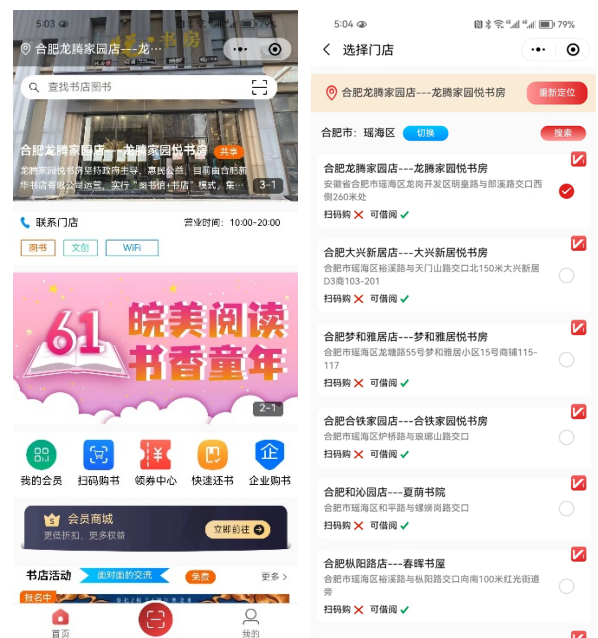
**图表37：线上线下图书销售份额（单位：亿元）**


资料来源：北京开卷，中邮证券研究所

推动书店数字化转型，成为全国新华书店模范。2014年，公司与腾讯公司合作，双方共同打造智慧书城落户三孝口新华书店和淮南书城，成为全国首家以文化传播、文化消费及全民阅读为理念的O2O社交平台。2016年以来，随新媒体渠道流行，公司不断推出“阅+”、皖新书院、“阅+优选”以及抖音、微信、微博等新媒体渠道矩阵，这些举措加速企业数字化转型，优化升级电商业务供应链体系，提升采购效率和服务能力。另外公司在天猫等中心化电商平台开设店铺，2021年公司在各类平台开设网店26家，新增天猫店铺11家，全省16个上市公司均上线网店，电商业务实现销售收入1.67亿元，同比增长79.87%，公司图书零售业务数字化转型已初见成效。

**图表38：公司线上网店**


资料来源：天猫，京东，中邮证券研究所

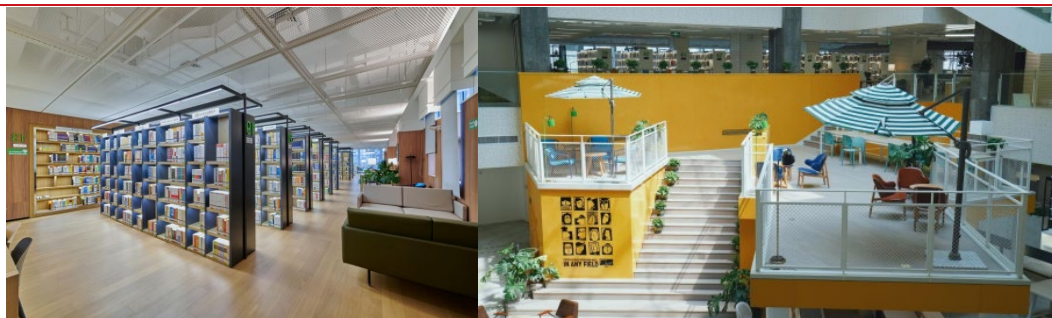
**图表39：皖新云书店小程序**


资料来源：皖新云书店小程序，中邮证券研究所

### 3.2 拓展公共文化服务项目，创新使用 EPCO 运营模式

大力拓展政府公共文化服务项目，兼具社会责任与商业价值。公司采用“设计、采购、建设、运营一体化”（EPCO）模式，从 2017 年至今已经中标多个公共文化项目，已中标并实施包括六安市图书馆、阜阳市图书馆新馆、徐州云龙区图书馆文化馆、安徽潜山图书馆、蒙城县图书馆等省内外图书馆在内的项目 17 个。其中六安图书馆一体化模式分别被中央深改办《改革情况交流》推介；阜阳市图书馆新馆中标金额 6914.55 万元，建筑面积达 3.4 万平米，是安徽省内已建成的面积最大的公共图书馆；蒙城县图书馆中标金额 1.39 亿元，已于 2020 年 6 月正式开放运营，并多次荣获“安徽省最美公共图书馆”称号。公司还参与了城市阅读空间的建设和运营，打造了 15 分钟阅读圈和最后一公里全民阅读服务体系。

图表40：六安市图书馆项目



资料来源：中安在线，中邮证券研究所

图表41：公司部分 EPCO 项目获奖和承办活动情况

时间	图书馆名称	奖项或活动
2020.05	六安市图书馆	获评“安徽省十家最美图书馆”。
2022.04	三孝口新华书店	获评全国“年度最美书店”。
2022.08	六安市图书馆	承办中国黄山书会-“皖美新阅读 喜迎二十大”。
2023.03	宿州市新华书店	举办“皖美阅读大讲堂”系列活动之《下一站不下》读书分享会。

资料来源：安徽新华传媒官网，中邮证券研究所

文化运营项目可以获得稳定的建设和运营收入。根据证券 e 时报，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超过 140 个，合计中标金额 10.65 亿元；公司获得的公共文化服务年度运营经费合同额已超 6400 万/年，馆配图书得到了突破性增长；项目平均每年接待读者 1197.29 万人次，外借图书 447.23 万册。此外，2023 年 2 月皖新传媒控股股东安徽新华发行（集团）控股有限公司作为联合体牵头人，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，项目利润将在未来 3 年逐步释放。由于公共文化服务建设与运营业务的运营周期较长，我们预计其有望为公司贡献持续性收入，与传统图书发行业务形成良性互补。

图表42：2021-2022 年公司中标的公共文化服务项目情况

	每年中标额公共文化服务项目数量	中标金额（亿元）	中标面积
2022 年	68	1.34	
2021 年	92	2.81	16.9 万平方米

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

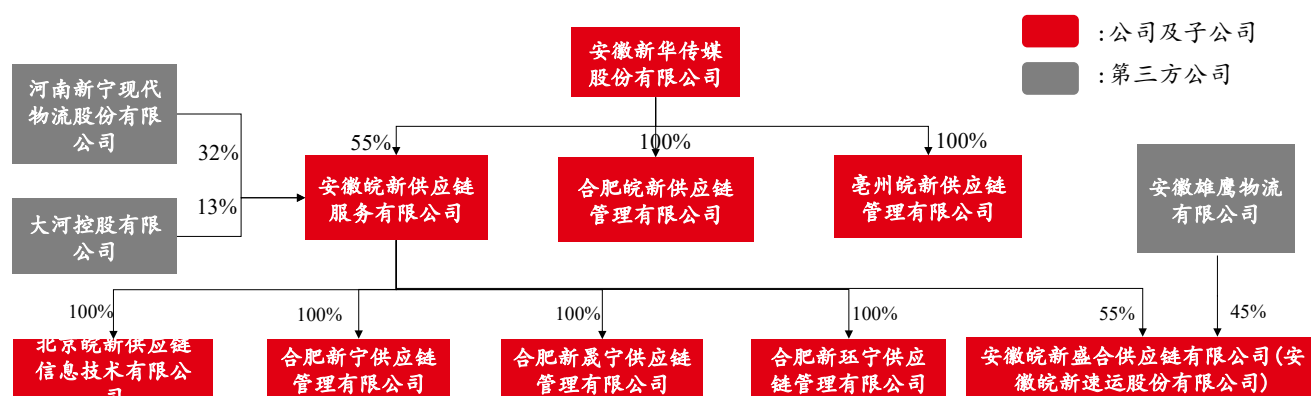
## 4 供应链业务：建设现代物流业务，打造自有预制菜品牌

### 4.1 发展现代物流产业，建设第二营支柱

依托图书发行运输基础网络，拓展至现代物流产业。公司最早在 2012 年全面进入现代物流业务领域，引入现代仓储管理技术、配送运输管理技术，2014 年公司物流业务突破亿元大关，2016 年进行物流业务的数字化转型，2017 年推进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建设，2018 年构建最后一公里服务能力，成立皖新速运，并向供应链上下游延伸拓展业务。2019 年进入冷链物流行业，提升专业化物流服务能力，并拓展农特产品、化妆品、快消品供应链采配业务和跨境直采业务。2021 年进入母婴用品、生鲜食品等文化民生供应链业务。凭借优秀的物流服务能力，公司与海尔、联想、苹果、小米、华为、夏普等世界 500 强企业建立了多年的物流服务关系。

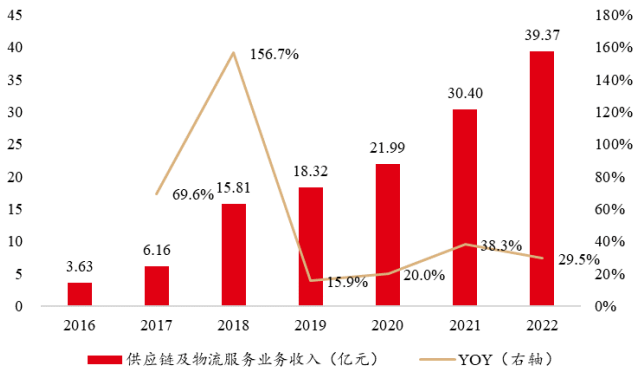
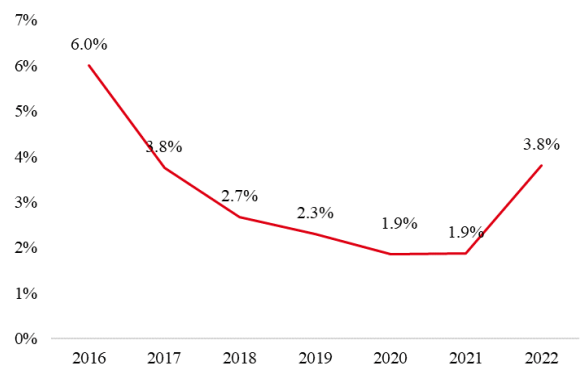
公司在供应链板块的主要资产包括控股公司安徽皖新供应链（直接持股 55%）、合肥皖新（直接持股 100%）、亳州皖新（直接持股 100%），此外间接持股公司有安徽皖新速运（间接 55%）、北京皖新、合肥新宁供应链、合肥新晟宁供应链、合肥新珏宁供应链。

图表43：供应链板块资产的股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：企查查，公司公告，中邮证券研究所

供应链业务收入逐年升高，收入复合增速达到 53%。2022 年皖新传媒的供应链及物流营业收入 39.37 亿元，占营业总收入的 33.69%。该项业务毛利率水平在 3%-4% 附近，2022 年该业务的毛利率同比增长 1.93pct 至 3.80%。

**图表44: 供应链物流业务营业收入及增速**

**图表45: 供应链物流业务毛利率 (%)**


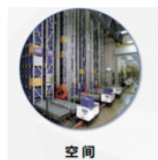
资料来源: Wind, 中邮证券研究所

资料来源: Wind, 中邮证券研究所

注: 公司 2016 年开始独立统计供应链业务营收

## 4.2 供应链智慧升级, 推进物流 3.0 建设

随着现代商业发展对物流、仓储要求越来越高, 数字化智慧仓储应运而生。仓储行业经历了人工机械化阶段(20 世纪中期)、自动化仓储阶段(20 世纪末期)到数字化仓储阶段(21 世纪以来), 朝着智能化和模糊控制方向发展。智慧仓储旨在通过信息化、物联网和机电一体化等来实现仓储的高效管理, 智慧仓储的优势在于以下几点: 1) 空间上, 采用立体仓模式接入各种智能设备和传感器, 实际存储量超过传统单层仓库 5-10 倍。2) 采用动态存储, 配合 ERP 和其他业务系统, 形成“入仓-存储-出仓”的全环节智能化运作。3) 人工含量低, 适应各种环境。4) 效率高长期成本低, 采用机器人堆码垛、智能拣选播种方案, 可以实现复杂的作业模式。

**图表46: 智慧仓储解决方案的优势**


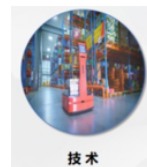
空间

**传统劣势:** 单层储存, 空间利用率低。  
**智慧优势:** 立体仓储, 储量为传统的 5-10 倍。



形态

**传统劣势:** 静态储存, 功能单一。  
**智慧优势:** 动态储存, 自动分拣存储, 配合其他业务系统形成“入仓-存储-出仓”智能化运作。



技术

**传统劣势:** 依赖人工管理。  
**智慧优势:** 信息化程度高, 全流程自动化。



环境

**传统劣势:** 需人工明亮环境, 无法满足多类型物品储存温度。  
**智慧优势:** 可在黑暗环境工作, 温度可以调节。



效率

**传统劣势:** 人工分拣效率低下, 出错率高。  
**智慧优势:** 系统控制出错率小, 24 小时全程运作。



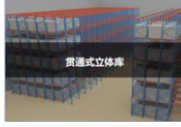
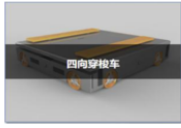



成本

**传统劣势:** 人工成本高。  
**智慧优势:** 虽前期投入高, 节省人工成本, 效率增加, 长期回报率远高于传统仓储。

资料来源: 物联风向, 中邮证券研究所

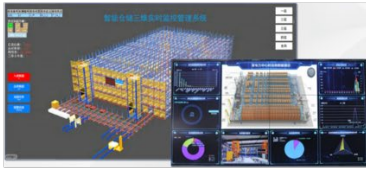
**智慧仓储包括硬件和软件两部分。**硬件包括自动化立体仓库、分拣设备、输送设备、仓储设备（搬运货物的小车货架、机器人等），软件平台包括仓储管理系统（WMS）以及仓储控制系统（WCS）、三维实时监控系统等。可以实现仓储的三维可视化管理以及货物的一线盘点、可视化定位和轨迹跟踪。通过数字化转型，传统仓储行业可以完成降本增效、信息化管理，以及电商等弹性较大的业务实现柔性管理、复杂作业管理等，保证库存和发货的准确率和发货及时率。

**图表47：智慧仓储解决方案的构成-硬件**

<b>自动化立体仓库</b>	 <p>单元存储立体库</p> <p>规格尺寸统一；通用性较强；市场使用广泛。</p>	 <p>贯通式立体库</p> <p>密集型仓储结构，各货架相互连接，节省空间。</p>	 <p>自动化柜式立体库</p> <p>体积小，智能化及封闭性好，适合储存贵重物品。</p>	<b>仓储设备</b>	 <p>四向穿梭车</p> <p>仓储搬运一体化；自动充电；智能路线规划和障碍物避让。</p>	 <p>四向穿梭车专用升降机</p> <p>设备货物更换楼层；激光扫码定位；PLC控制，伺服驱动。</p>	 <p>堆垛机</p> <p>不受场地限制；多车配合作业；多层同时作业；轨道换轨。</p>	
	<b>分拣设备</b>	 <p>交叉部分拣设备</p> <p>适用于各类包裹自动分拣；支持4000个托盘；控制精度10ms。</p>	 <p>皮带分拣机</p> <p>针对大小灵活调节宽窄；柔性分拣降低破损率；缩减分拣距离。</p>		 <p>高速滚筒分拣设备</p> <p>自由布局独立分拣单元；同单元内可分组控制满足不同业务需求。</p>	 <p>六向料箱车</p> <p>六向搬运，多层取货；智能路线规划和障碍物避让；湿度、烟雾感知。</p>	 <p>RGV小车(有轨穿梭小车)</p> <p>自动搬运货物；一口对多口、多口对多口物料调拨；操作无需叉车。</p>	 <p>AGV移载机器人</p> <p>自动运载货物；改变路径成本低廉；装卸机可与其它设备对接。</p>
		<b>输送设备</b>	 <p>滚筒输送线</p>		 <p>移载机</p>	 <p>链条输送线</p>		

资料来源：物联风向，中邮证券研究所

**图表48：智慧仓储解决方案的构成-软件**

<b>仓储管理系统</b>	<b>仓储控制系统</b>	<b>仓储三维实时监控</b>
 <p>对货物规划储存策略，设定出入库作业流程，对货物进行空间储存管理，有效控制并跟踪仓库业务的物流和成本管理。</p>	 <p>通过对物流主机设备、物流电控系统、物流计算机系统的数据库服务起、管理软件等统一配置，实现立体仓库配套输送控制层的统一管理和调度功能。</p>	 <p>可在触摸屏前完成所有出入库指令操作，通过三维模型反馈货物实时状态，存放临期、小车电量及车况、位置等。实时监控每一个货位、设备异常状态，货物超储短缺等预警机制，精准全息追溯。</p>

资料来源：物联风向，中邮证券研究所

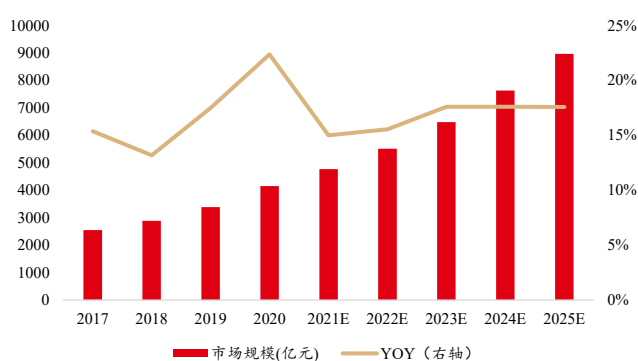
公司从2016年提出智慧物流转型，多年来成果颇丰。2016年开始打造物流大数据平台，完成云仓管理平台初步方案，2017年建设联宝（联想合肥）立体库，成为国内3C行业首例全自动化立体库，2019年优化完善物流网点空间布局，建设基于数据云的智慧物流配送体系，2020年推进建设联宝成仓自动化二期，完成北京文化物流仓储中心自动化升级，在在合肥等地建设运营“京东云仓”数字化零售供应链，2022年建成国内图书发行行业的第一条全自动包

装线，实现教材教辅自动化包装，首个基于 5G 物联网技术的智能仓储系统建成并于 2022 年 9 月底投入运行。

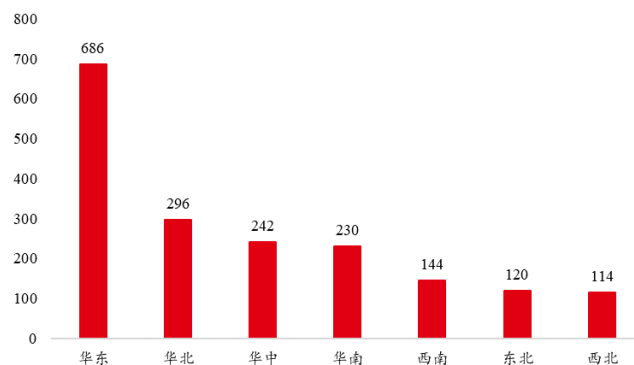
### 4.3 进军冷链物流服务，延伸预制菜业务，开发自有食品品牌

在现有物流业务之外，公司正积极开发冷链物流能力，进入预制菜品牌领域。随着我国食品工业的发展和生鲜电商的发展，物流配送环节对冷链运输的需求快速增加，但当前我国冷链物流面临全链条覆盖率低“断链”风险大、冷库分布不均的问题。相较于美国等发达国家，我国冷链物流行业“散、小、杂”，并且发展标准不同意、存在监管真空。作为地方国企，公司积极发展当地冷链物流产业，开拓商业化生态。从该业务的空间看，一方面我国冷链物流产业市场规模有望持续扩大，另一方面我国中部地区冷链企业分布较华东等地仍有较大空间。

图表49：我国冷链物流行业市场规模及预测



图表50：2019年全国冷库企业区域分布情况（家）



资料来源：国家发改委，中冷联盟，中邮证券研究所

资料来源：国家发改委，中冷联盟，中邮证券研究所

**成立“皖新徽三”合资品牌，开发臭鳊鱼特色徽菜产品，丰富供应链业务生态。**2021 年公司全资子公司合肥皖新供应链管理有限公司与黄山市休宁县徽三农产品加工有限公司共同组建黄山皖新徽三食品供应链有限公司，从事以臭鳊鱼为主的水产品研发、生产和销售业务。公司地点在安徽省休宁县（万安镇齐云大道皖新物流园内），占地面积约 57.7 亩，建筑面积 41406.3 平方米。公司聚积“皖新”和“徽三”品牌势能，运用非遗古法腌制工艺，融合现代标准化加工，打造臭鳊鱼新消费品牌。

**皖新徽三公司建设年产 3000 吨臭鳊鱼生产能力，预计销售总收入逾 4 亿元。**2021 年公司投资新建“5000 吨水产品加工和仓储保鲜能力建设项目”启动，项目总投资约 3 亿元，其中固定资产投资约 2 亿元。项目建设分两期推进，一期投资约 1.5 亿元（截至 2022 年 8 月，已竣工运营），二期投资约 1.5 亿元。项目充分利用“休宁徽三”已形成的颇具徽州特色的“臭鳊鱼”产品研发、生产、销售优势；结合“合肥皖新供应链”丰富的仓储和供应链配套资源，利用已建成的基础和配套设施，定制先进的螺旋冷冻、冷藏、自动化精称分选和宰杀清洗生产线设备，将“休宁徽三”现有的生产工艺和技术成果有效植入，以达到快速扩大规模的目的。

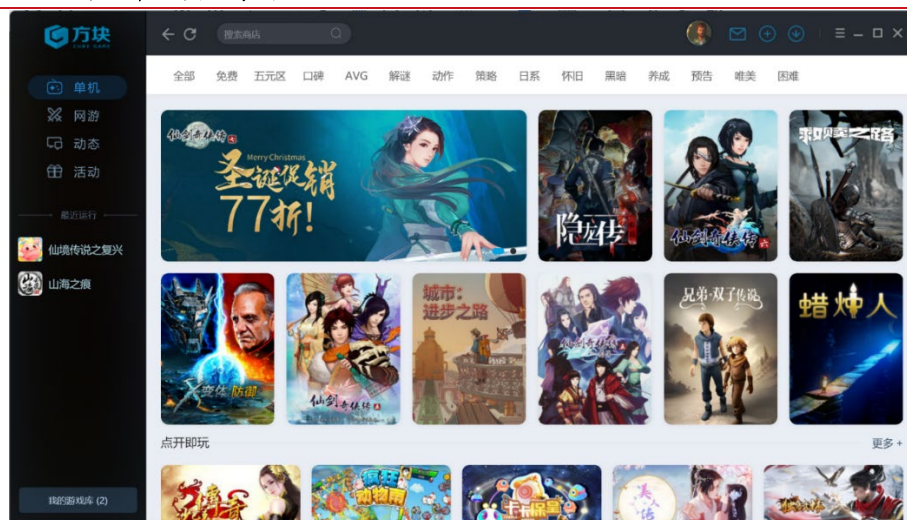


**图表51：皖新徽三公司产线**


资料来源：安徽省股权托管交易中心，中邮证券研究所

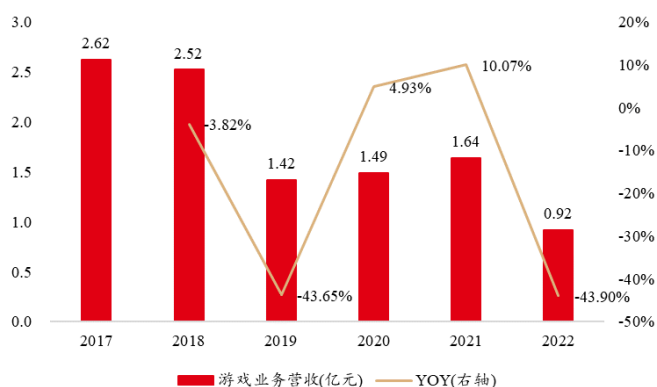
## 5 游戏业务：自主开发方块游戏，打造特色单机游戏发行平台

方块游戏于 2017 年上线，主要从事 PC 单机游戏发行业务。公司游戏业务主体为皖新文化科技有限公司，是公司 2011 年成立的全资子公司，主要从事游戏研发、技术服务和运营发行业务。方块游戏目前代理的产品以单机游戏为主，根据公司 2022 年年报，目前平台已累计上架产品 393 款，注册用户突破 190 万人。游戏品类包括仙侠、休闲、解谜、冒险、经营、策略等 13 个分类，代表游戏有《仙剑客栈 2》、《指环王：咕噜》、《仙剑奇侠传七 PAL7》、《国王的恩赐 2》、《只狼：影逝二度》等，其中《仙剑奇侠传 4》和《仙剑奇侠传 7》为公司独家发行。2021 年公司成功发行《仙剑 7》，通过方块游戏平台、腾讯 WeGame、海外 Steam 平台等多渠道发行，2022 年发行仙剑系列模拟经营游戏《仙剑客栈 2》和国产独立游戏《隐世仙剑传》，在 steam 平台成功上线，同时签约全球知名游戏产品《指环王：咕噜》，成为该项目全球收益的分享者。

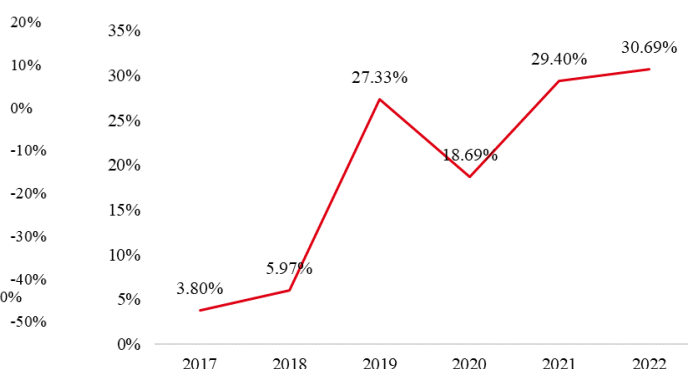
**图表52：方块游戏平台页面展示**


资料来源：方块游戏平台，中邮证券研究所

公司游戏业务 2022 年实现收入 0.92 亿元，贡献毛利 0.28 亿元。毛利率整体处于上升趋势，平台毛利率逐渐稳定在 30%附近。

**图表53：2017-2022年游戏业务收入情况**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表54：游戏业务毛利率(%)**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

当前 PC 游戏平台 Steam、Epic、WeGame 呈现三足鼎立格局。Steam 2003 年成立起步较早，为 Valve 旗下游戏社区平台，也是全球最为活跃的 PC 游戏平台，2022 年全球注册用户超过 10 亿；Epic 母公司为 Epic games，曾开发虚幻引擎以及《战争机器》《堡垒之夜》等多款大作，Epic 于 2018 年成立后通过独占游戏和免费赠送游戏方式吸引玩家，用户量快速增长，截至 2022 年跨平台账户数量达到 7.23 亿；WeGame 是腾讯旗下 PC 游戏平台，为全球热门游戏 LOL 的登录平台，截至 2019 年累计注册量达到 3 亿。

**图表55：三大 PC 平台规模情况**

平台	规模
Steam	Steam 全球注册用户数量超 10 亿，同时在线人数首次突破 3000 万，平均每天有 8.3 万首次购买的新顾客，玩家下载的数据总量达到了 44.7EB(相当于 80 亿人每人下载 5.5GB 游戏)。(截至 2022)
Epic	Epic 商城 PC 用户总数突破 2.3 亿，全部的跨平台账户数量达到了 7.23 亿，月活用户最多达到 6800 万。(截至 2022)
WeGame	WeGame 累计注册量达 3 亿，平均月活跃用户达 7000 万，游戏总启动数达到 300 亿次，卖出超过 1000 万个游戏。(截至 2019.05)

资料来源：IT 之家，砍柴网，新浪游戏，中邮证券研究所

从 Steam 的发展历程中，我们可以将 PC 平台成功之路总结为以下几点：

1) **大制作游戏持续引流**。CS: GO、DOTA2 等游戏绑定需要 Steam 登录，让 Steam 玩家数大量增长。

2) **优质的服务**。创始人认为“正版和盗版游戏的区别在于服务”，Steam 商店具有社交属性，引入标签搜索和评分，方便玩家寻找游戏，Steam 论坛、好友列表、游戏时长帮助单机玩家构建起自己的社区。另外相比其他平台，Steam 最早解决了游戏下载的网络问题，可实现游戏的全速下载。此外平台提供 DCL 下载，创意工坊让玩家可以直接上传自制 MOD，提高更新和扩展便捷程度。

3) **良好的生态系统**。2017 年 Steam 将生态系统升级为 Steam Direct，全面放开中小型开发者功能，独立游戏工作室可以将游戏在 Steam 上直接发售，平台正式转成游戏发行商而非渠道商，极大丰富平台游戏种类。

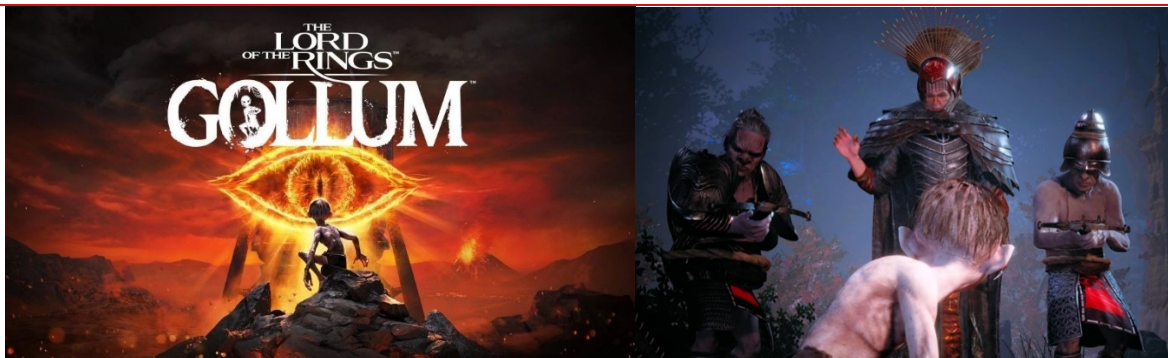
**图表56: Steam 平台发展历程**

时间	事件
2003	Steam 平台成立，作为 V 社旗下游戏更新和服务的平台，帮助 CS 等游戏的发售，同时提供反作弊支持。
2004	发布《半条命 2》，《半条命 2》成为当时爆款游戏，为 Steam 平台吸引了一大批用户。
2005	推出 Steamworks 工具包，开发者可以通过 Steamworks 开发、发布游戏和插件，借此提高用户黏性和活跃度，《Ragdoll Kung Fu》和《Darwinia》这两款非 V 社游戏在 steam 上发布
2006	推出近 100 款的游戏，商店界面提供免费试玩版和高清的游戏预告片，Steam 逐渐成长为 PC 游戏的大平台。
2007	引入搜索功能、游戏社区论坛，内置 Metacritic 游戏评分以及最畅销游戏和新发售游戏的筛选标签，进一步优化平台功能，提升 Steam 可用性以及使用感,提升用户黏性。
2008	推出 Steam 云、分类浏览功能，Steam 活跃玩家于当年突破 2000 万。
2009	推出低价游戏标签，低价游戏帮助提高 Steam 的游戏收入。
2010	游戏折扣变成百分比样式，开启玩家的“剁手”传统，将平台扩张到 Mac
2011	推出创意工坊，用户可以直接上传自己制作的 mod 供其他玩家使用。推出 Steam 令牌，减少盗号风险
2012	Steam 进入中国市场
2013	Linux 宣布支持 Steam；家庭游戏共享功能
2014	推出直播视窗和家庭视窗系统
2015	新增了 Steam 手柄、Steam Link 以及 Steam Machines 的配置支持；Steam 开始支持人民币结算；推出 Steam 退款服务，在购买游戏后的 14 天内游戏时长小于 2 小时可以提交原因后退款
2016	引入 VR 项目
2017	将生态系统升级为 Steam Direct，全面放开中小型开发者功能，独立游戏工作室可以将游戏放在 Steam 直接发售，平台正式转成游戏发行商而非渠道商，极大丰富平台游戏种类。
2019	和完美世界合作推出中国版 steam“蒸汽平台”
2020	推出 Steam 点数项目，刺激玩家游戏消费和提升社区活跃度。
2021	优化平台和社区功能
2022	推出玩家年度回顾功能

资料来源：游侠网，中邮证券研究所

方块游戏平台积极与游戏研发商合作，扩充平台游戏数量和质量。国内方面，公司已经发行大字旗下多款游戏，如《仙剑 7》、《仙剑客栈 2》等；国外方面，2021 年方块游戏宣布与德国游戏开发商 Daedalic Entertainment 达成战略合作，同时通过非股权投资参与了动作冒险游戏《指环王：咕噜》的研发，《指环王：咕噜》已于 2023 年 5 月 26 日在 Steam 发售。随着国内外游戏种类的增多，方块游戏平台用户量和收入规模有望持续扩张。

**图表57: 于 2023 年 5 月 26 日发售的《指环王：咕噜》**



资料来源：IT 之家，中邮证券研究所

## 6 盈利预测与估值

公司核心业务教材发行业务稳健，智慧教育根基稳健，文化消费业务转型升级，供应链业务范围不断扩张，此外公司现金流状况良好，资金储备充裕，基于此我们给出最终盈利预测结果如下：

**图表58：2023-2025年盈利预测结果**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10111.76	11686.58	14,000.88	16,518.07	18,643.52
增长率 (YOY)	14.2%	15.6%	19.80%	17.98%	12.87%
毛利	2040.51	2284.66	2,834.10	3,365.94	3,773.33
毛利率	20.2%	19.5%	20.24%	20.38%	20.24%
增长率 (YOY)	12.8%	12.0%	24.05%	18.77%	12.10%
营业利润	705.81	787.95	1,008.35	1,225.27	1,413.30
营业利润率	7.0%	6.7%	7.20%	7.42%	7.58%
增长率 (YOY)	1.8%	11.6%	27.97%	21.51%	15.35%
净利润 (归属于母公司所有者的)	639.71	707.81	916.76	1,121.26	1,298.52
净利率	6.3%	6.1%	6.55%	6.79%	6.96%
增长率 (YOY)	4.2%	10.6%	29.52%	22.31%	15.81%
基本每股收益 (元)	0.32	0.36	0.46	0.56	0.65
现金分红总额	318.27	338.16	430.88	526.99	610.30
股利分配率	49.8%	47.8%	47.00%	47.00%	47.00%

资料来源：中邮证券研究所

**给予“买入”评级。**公司主业扎实，核心的图书销售和供应链业务保持收入端稳定增长，并通过数字化转型探索文化新零售、智慧教育和智慧供应链三大领域的新业态，促进业务的线上线下融合，同时公司积极探索新服务领域，使公司业绩兼顾稳健与成长潜力，我们预计2023/2024/2025年公司营业收入为140/165/186亿元（前值为134/149/165亿元），归母净利润为9.17/11.21/12.99亿元（前值为7.81/8.64/9.59亿元），对应EPS为0.46/0.56/0.65元（前值为0.39/0.43/0.48元），根据2023年6月12日收盘价，分别对应22/18/15倍PE，上调至“买入”评级。

## 7 风险提示

供应链业务市场推广不及预期风险；数字化转型协同不及预期风险；新业态扩展不及预期风险。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	11687	14001	16518	18644	营业收入	15.6%	19.8%	18.0%	12.9%
营业成本	9402	11167	13152	14870	营业利润	11.6%	28.0%	21.5%	15.3%
税金及附加	36	43	51	58	归属于母公司净利润	10.6%	29.5%	22.3%	15.8%
销售费用	860	1085	1280	1445	<b>获利能力</b>				
管理费用	509	630	743	820	毛利率	19.5%	20.2%	20.4%	20.2%
研发费用	34	42	50	56	净利率	6.1%	6.5%	6.8%	7.0%
财务费用	-210	-259	-274	-317	ROE	6.3%	7.8%	9.1%	10.0%
资产减值损失	-129	-130	-145	-160	ROIC	4.7%	9.6%	10.7%	11.2%
<b>营业利润</b>	<b>788</b>	<b>1008</b>	<b>1225</b>	<b>1413</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	4	4	4	4	资产负债率	35.2%	37.3%	39.3%	39.8%
营业外支出	41	40	40	40	流动比率	2.42	2.29	2.19	2.18
<b>利润总额</b>	<b>751</b>	<b>972</b>	<b>1189</b>	<b>1377</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	19	25	30	35	应收账款周转率	17.76	19.53	21.63	21.01
<b>净利润</b>	<b>732</b>	<b>948</b>	<b>1159</b>	<b>1343</b>	存货周转率	5.47	6.19	6.35	6.81
<b>归母净利润</b>	<b>708</b>	<b>917</b>	<b>1121</b>	<b>1299</b>	总资产周转率	0.68	0.77	0.84	0.88
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.46</b>	<b>0.56</b>	<b>0.65</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.36	0.46	0.56	0.65
货币资金	9124	9640	11084	11885	每股净资产	5.63	5.87	6.17	6.52
交易性金融资产	203	203	203	203	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	820	619	915	868	PE	28.38	21.92	17.92	15.47
预付款项	400	480	566	639	PB	1.79	1.72	1.64	1.55
存货	1840	2683	2522	2955	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>12731</b>	<b>14088</b>	<b>15715</b>	<b>17081</b>	净利润	732	948	1159	1343
固定资产	677	801	904	988	折旧和摊销	232	65	71	77
在建工程	399	319	256	204	营运资本变动	671	-286	505	-259
无形资产	233	233	233	233	其他	90	381	396	411
<b>非流动资产合计</b>	<b>4774</b>	<b>4819</b>	<b>4857</b>	<b>4890</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1725</b>	<b>1108</b>	<b>2132</b>	<b>1572</b>
<b>资产总计</b>	<b>17505</b>	<b>18907</b>	<b>20572</b>	<b>21971</b>	资本开支	-61	-146	-146	-146
短期借款	253	253	253	253	其他	-480	0	0	0
应付票据及应付账款	2867	3337	3970	4291	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-541</b>	<b>-146</b>	<b>-146</b>	<b>-146</b>
其他流动负债	2145	2560	2959	3305	股权融资	6	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>5265</b>	<b>6149</b>	<b>7182</b>	<b>7849</b>	债务融资	30	0	0	0
其他	904	904	904	904	其他	-523	-446	-542	-625
<b>非流动负债合计</b>	<b>904</b>	<b>904</b>	<b>904</b>	<b>904</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-487</b>	<b>-446</b>	<b>-542</b>	<b>-625</b>
<b>负债合计</b>	<b>6169</b>	<b>7053</b>	<b>8086</b>	<b>8753</b>	<b>现金及现金等价物净增加</b>	<b>697</b>	<b>516</b>	<b>1444</b>	<b>800</b>
股本	1989	1989	1989	1989					
资本公积金	2446	2446	2446	2446					
未分配利润	5428	5777	6203	6696					
少数股东权益	141	172	210	254					
其他	1332	1470	1638	1833					
<b>所有者权益合计</b>	<b>11337</b>	<b>11854</b>	<b>12486</b>	<b>13218</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>17505</b>	<b>18907</b>	<b>20572</b>	<b>21971</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：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；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000