



买入 (维持)

所属行业: 传媒/出版
当前价格(元): 6.50

证券分析师

马笑

资格编号: S0120522100002

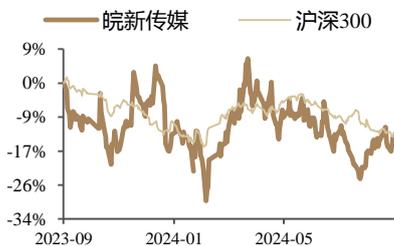
邮箱: maxiao@tebon.com.cn

研究助理

王梅卿

邮箱: wangmq@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.34	-1.96	-6.67
相对涨幅(%)	6.84	2.09	0.55

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《皖新传媒(601801.SH)23年报及24Q1业绩点评: 24Q1扣非同增17.13%; 23年分红比例近70%》, 2024.5.5
- 《皖新传媒(601801.SH)点评: 公司拟回购2-4亿元; 拟变更非公开发行股票募集资金投资项目》, 2023.11.18
- 《皖新传媒(601801.SH)23Q3业绩点评: 业绩持续稳增, 关注“AI+教育”软硬件商业化落地情况》, 2023.10.28
- 《皖新传媒(601801.SH)点评: 携手华为深入合作智慧教育, 双方有望实现优势资源互补》, 2023.10.10

皖新传媒 (601801.SH) 24H1 业绩点评: 主营业务提质增效; 半年度拟分红回购3.5亿

投资要点

- **24H1 毛利率稳健增长, 经营状况稳中求进。**24H1, 公司实现营业收入 52.13 亿元, 同比-13.59%; 归母净利润 5.79 亿元, 同比-20.09%; 扣非净利润 6.09 亿元, 同比-6.10%。其中, 教材毛利率 24.06%, 同比增加 0.54 pct.; 一般图书及音像制品毛利率 38.55%, 同比增加 2.16 pct。
- **24 年上半年拟分红回购合计近 3.5 亿元, 重视股东回报。**24H1, 公司拟分派现金分红人民币 1.96 亿元(含税), 此前已实施的股份回购金额为人民币 1.56 亿元(不含印花税、交易佣金等费用)。因此公司 2024 年半年度现金分红总额(含回购股份金额)为 3.52 亿元, 约占 24H1 归母净利润 60.85%。
- **传统业务方面, 守住教育出版基本盘, 横向纵向延伸产业链。**24H1, 一般图书及音像制品业务实现营业收入 24.36 亿元, 同比 -1.39%; 毛利率 38.55% (+2.16 pct)。教材业务实现营业收入 7.28 亿元, 同比增长 1.14%; 毛利率 24.06% (+0.54 pct)。公司一般图书及教材相关业务毛利提升, 基本盘业务提质增效。此外, 公司布局智慧教育, 进一步贡献教育业务增长逻辑。1) 皖美教育平台上半年平台用户 525.4 万人, 累计缴费 7.3 亿元, 同比增长 120%; 2) 美丽科学教学平台 V10.0 产品全新发布; 3) 数字虚拟人、AI 阅读大模型取得初步成效, 项目已经进入开发测试阶段; 4) 阅读评价系统二期已完成验收并在多地区投入使用; 5) 推出“阅伴”智能学习机、皖新元小鳌机器人。在出生率走低的背景下, 市场普遍存在对于教育业务长期增长的担忧。我们认为, 公司作为地方教育龙头, 教育资质壁垒稳固, 因此业绩基本盘有望维持; 同时, 公司积极创新, 寻求增量。一方面大力拓展智慧教育, 另一方面公司积极拓展研学等新业务, 我们认为有望凭借此前在发行端积累的渠道优势, 进一步获得市场份额。我们看好公司后续在教育业务新领域中的拓展前景。
- **公司通过 ToB 分销布局单机游戏, 关注《黑神话: 悟空》后国产单机游戏崛起, 公司游戏业务发展机会。**公司游戏业务专注于单机游戏产品的发行和运营, 结合海内外分销业务研发商和分销商的市场需求, 定制开发面向 B 端的分销业务平台, 打造单机游戏产品供应链。旗下游戏公司自主开发的方块游戏平台在海内外代理发行了《仙剑奇侠传》系列作品、《只狼》等作品, 并参与了《黑神话: 悟空》游戏的代理分销。公司充分探索海外发行合作模式, 与境外公司建立合作, 助力国内游戏海外主机发行。此外, 公司不断加强游戏储备库建设, 成功签约了《泰拉科技世界》。我们认为, 近期《黑神话: 悟空》的成功意味着 3A 买断制单机游戏的商业模式有望在国内跑通, 未来有望吸引更多游戏头部厂商布局单机游戏。作为分销渠道, 公司一方面, 有望通过增加分销游戏数量, 增加收入; 另一方面, 有望利用渠道优势作为筹码参与更多优质项目的投资等, 进一步提升业务弹性。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2024-2026 年, 公司营业收入为 113.12/116.60/120.54 亿元, 同比 0.6%/3.1%/3.4%; 归母净利润 8.45/9.88/11.42 亿元, 同比 -9.8%/17.0%/15.6%。我们认为, 业绩方面, 伴随主营业务利润率优化, 公司利润率有望持续增长; “AI+教育”逐步跑通商业化模式后, 有望进一步贡献业绩弹性。此外, 以《黑神话: 悟空》为契机, 方块平台有望在国产单机游戏出圈背景下受益。预计所得税问题将一定程度上压制 24 年的归母净利润增长, 但是对于实际经营影响或有限。此外, 公司重视股东回报, 24 年中期拟分红比例超 60%。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 生育率降低导致的未来学生数量减少风险; 行业竞争加剧风险; 智慧教育产品研发不及预期风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,957.93		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,957.93	营业收入(百万元)	11,687	11,244	11,312	11,660	12,054
52 周内股价区间(元):	5.37-8.11	(+/-)YOY(%)	15.6%	-3.8%	0.6%	3.1%	3.4%
总市值(百万元):	12,726.55	净利润(百万元)	708	936	845	988	1,142
总资产(百万元):	20,000.73	(+/-)YOY(%)	10.6%	32.2%	-9.8%	17.0%	15.6%
每股净资产(元):	5.81	全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.48	0.43	0.50	0.58
资料来源:公司公告		毛利率(%)	19.5%	21.4%	22.8%	24.0%	25.1%
		净资产收益率(%)	6.3%	8.0%	7.0%	8.0%	8.9%

资料来源:公司年报(2022-2023),德邦研究所
备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.47	0.43	0.50	0.58
每股净资产	5.90	6.15	6.32	6.53
每股经营现金流	0.40	0.41	0.78	0.86
每股股利	0.31	0.28	0.33	0.38
价值评估(倍)				
P/E	14.79	15.07	12.88	11.14
P/B	1.18	1.06	1.03	1.00
P/S	1.15	1.14	1.11	1.07
EV/EBITDA	5.80	3.53	2.61	1.86
股息率%	4.4%	4.3%	5.0%	5.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	21.4%	22.8%	24.0%	25.1%
净利润率	8.5%	7.6%	8.6%	9.7%
净资产收益率	8.0%	7.0%	8.0%	8.9%
资产回报率	5.0%	4.5%	5.2%	5.8%
投资回报率	5.5%	5.7%	6.5%	7.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-3.8%	0.6%	3.1%	3.4%
EBIT 增长率	11.8%	50.3%	17.3%	14.9%
净利润增长率	32.2%	-9.8%	17.0%	15.6%
偿债能力指标				
资产负债率	36.9%	34.3%	33.9%	33.5%
流动比率	2.3	2.5	2.5	2.6
速动比率	1.9	2.1	2.2	2.2
现金比率	1.8	1.9	2.0	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	28.7	28.9	24.9	22.0
存货周转天数	71.1	67.0	63.4	59.4
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	14.8	12.8	12.3	12.0

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	936	845	988	1,142
少数股东损益	20	17	20	23
非现金支出	504	385	389	392
非经营收益	-428	153	133	125
营运资金变动	-243	-594	5	9
经营活动现金流	790	807	1,534	1,692
资产	-285	-156	-156	-156
投资	202	0	0	0
其他	250	64	58	60
投资活动现金流	167	-92	-98	-96
债权募资	1,085	15	0	0
股权募资	5	0	0	0
其他	-607	-703	-797	-892
融资活动现金流	483	-687	-797	-892
现金净流量	1,440	27	640	704

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 30 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	11,244	11,312	11,660	12,054
营业成本	8,836	8,728	8,859	9,028
毛利率%	21.4%	22.8%	24.0%	25.1%
营业税金及附加	34	34	35	36
营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	935	848	875	904
营业费用率%	8.3%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	596	509	525	542
管理费用率%	5.3%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	37	34	35	36
研发费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBIT	681	1,024	1,201	1,380
财务费用	-227	-53	-59	-77
财务费用率%	-2.0%	-0.5%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-156	-100	-100	-100
投资收益	14	57	58	60
营业利润	885	1,113	1,296	1,493
营业外收支	-45	-36	-36	-36
利润总额	841	1,077	1,260	1,457
EBITDA	927	1,209	1,390	1,572
所得税	-115	215	252	291
有效所得税率%	-13.7%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	20	17	20	23
归属母公司所有者净利润	936	845	988	1,142

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,677	10,703	11,343	12,047
应收账款及应收票据	979	843	772	704
存货	1,651	1,597	1,523	1,455
其它流动资产	564	607	614	623
流动资产合计	13,870	13,750	14,252	14,830
长期股权投资	1,245	1,245	1,245	1,245
固定资产	847	914	977	1,037
在建工程	375	375	375	375
无形资产	223	223	223	223
非流动资产合计	4,992	4,856	4,787	4,715
资产总计	18,863	18,606	19,039	19,545
短期借款	1,413	1,463	1,513	1,563
应付票据及应付账款	2,944	2,667	2,707	2,759
预收账款	21	17	17	18
其它流动负债	1,665	1,394	1,420	1,452
流动负债合计	6,044	5,541	5,658	5,791
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	921	848	798	748
非流动负债合计	921	848	798	748
负债总计	6,965	6,389	6,455	6,539
实收资本	1,989	1,989	1,989	1,989
普通股股东权益	11,733	12,036	12,382	12,781
少数股东权益	164	182	202	225
负债和所有者权益合计	18,863	18,606	19,039	19,545

信息披露

分析师与研究助理简介

马笑，华中科技大学硕士，2022年加入德邦证券，传媒互联网&海外首席分析师，行业全覆盖。5年多二级研究经验，2年产业战略/投资/咨询经验。曾任新时代证券TMT组长，传媒/计算机首席分析师，此前担任过管理咨询顾问/战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富百佳分析师传媒团队第一名；2020年wind金牌分析师。

王梅卿，2022年加入德邦证券研究所传媒互联网组。

分析师声明

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。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。