

皖新传媒 (601801.SH)

安徽省内出版发行龙头，出版产业链布局+数字化创新双轮驱动发展

- 公司是安徽省国资出版企业领导者，是集文化服务、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。教材教辅和一般图书业务品牌优势显著，具备稳定的销售渠道和持续增长的客户群体。公司全产业链布局出版发行行业，供应链业务、广告及游戏业务数字化转型的创新成果显著，业绩增长韧性高。我们预计 2025/2026/2027 公司将实现归母净利润 8.84/9.31/ 9.79 亿元。首次覆盖给予强烈推荐评级。
- 皖新传媒是集文化服务、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。公司前身安徽新华书店集团有限公司成立于 2002 年，公司于 2008 年整体变更为股份有限公司并在 2010 年于上交所上市。上市以来公司积极拓展业务版图，先后进军现代物流、数字教育、单机游戏等领域，同时公司致力数字化转型，新技术赋能下主业效益持续提升。
- 营业收入和归母净利润保持稳定增长，24 年因所得税原因略有下降。2020 至 2023 年，公司营业收入和归母净利润同比稳定增长，2024 年略有下滑。其中，营业收入分别达到 86.59/100.94/116.87/112.44/107.49 亿元，复合增速为 5.56%；归母净利润分别达 6.14/6.40/7.08/9.36/7.05 亿元，复合增速为 3.52%。
- 区位优势：安徽省内出版发行龙头，区位优势先行构建强壁垒。公司业务根植于安徽省，享受人口红利。2024 年公司省内业务营收占比为 98.20% 为公司利润的基础。安徽省区位优势明显，为经济大省、人口大省、教育大省，K12 在校人数超 800 万，人口红利显著，为公司出版发行主业发展和创新业务拓展创造了有利条件。
- 产业链优势：公司产业链涵盖出版编、印、发、供各出版产业环节，积极培育新业态发展动能。公司聚焦主责主业、不断延伸拓宽上下游产业链，充分挖掘细分领域新业态。借助出版供应链运营经验，公司致力打造智慧供应链体系，自动化技术助力供应链服务快速增长，2022/2023/2024 供应链及物流服务业务营收分别为 39.37/37.97/39.71 亿元，收入占比分别为 33.69%/33.78%/36.94%。
- 创新优势：持续推进数字化转型，深入拓展技术赋能业务。公司持续发力图书零售线上渠道，通过直播、自媒体账号等方式发力新媒体渠道，2024 年电商业务实现销售码洋约 8.25 亿元，同比增长 42.24%；积极探索数字化赋能教育服务，推进智慧教育系统创新，加快 AI 教育产品布局，包括与智谱 AI 开发皖新 AI 阅读大模型、与华为合作开发智能学习机、研发皖新元小螯机器人、探索业务应用接入 DeepSeek 大模型等；在供应链服务上积极向民生供应链拓展、旗下方块游戏平台打造单机游戏产品供应链满足海内外分销业务研发商和分销商的需求等。
- 资金优势：分红金额稳定可观，现金流基础充实。公司的分红金额和股息率稳定处于较高水平。公司 2024 年累计分红金额达 5.48 亿元，约占归属

强烈推荐 (首次)

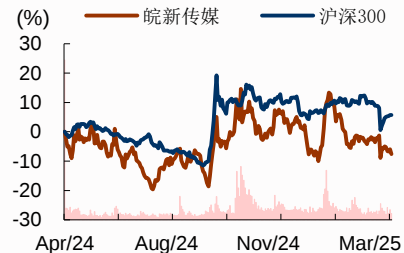
TMT 及中小盘/传媒
目标估值: NA
当前股价: 6.57 元

基础数据

总股本 (百万股)	1958
已上市流通股 (百万股)	1958
总市值 (十亿元)	12.9
流通市值 (十亿元)	12.9
每股净资产 (MRQ)	5.9
ROE (TTM)	6.1
资产负债率	39.7%
主要股东	安徽新华发行(集团)控股有
主要股东持股比例	71.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	-2	-8
相对表现	3	-1	-16



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

顾佳 S1090513030002
✉ gujia@cmschina.com.cn
谢笑妍 S1090519030003
✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn
刘玉洁 研究助理
✉ liuyujie1@cmschina.com.cn

于上市公司普通股股东净利润的 77.71%。公司 2022-2024 年以当年末股价计平均股息率为 3.47%，展现出公司较强的回馈股东意愿和能力。且大股东承诺，公司 2024 年度现金分红比例不低于 2024 年度归属于上市公司股东净利润的 70%。2024 年，公司货币资金为 114.95 亿元，货币资金占总资产比重为 59.58%。账上现金储备充足，稳定充沛的现金流为公司未来的创新业务发展、分红、投资并购、经营活动奠定了良好基础。

- 首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司是安徽省国资出版企业领导者，区位优势显著，主营业务稳健发展，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 109.76/113.30/116.49 亿元，同比增速分别为 2%/3%/3%。实现归属母公司所有者净利润分别为 8.84/9.31/ 9.79 亿元，同比增速分别为 25%/5%/5%，对应 PE 分别为 14.5/13.8/13.1 倍。
- 风险提示：新业务拓展不及预期的风险、AIGC 技术发展和数字化转型升级的风险、成本变动的风险、出生人口数量下滑风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11244	10749	10976	11330	11649
同比增长	-4%	-4%	2%	3%	3%
营业利润(百万元)	885	872	930	979	1028
同比增长	12%	-2%	7%	5%	5%
归母净利润(百万元)	936	705	884	931	979
同比增长	32%	-25%	25%	5%	5%
每股收益(元)	0.48	0.36	0.45	0.48	0.50
PE	13.7	18.2	14.5	13.8	13.1
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 安徽图书发行龙头企业，数字赋能助力主业腾飞5

1.1 公司简介：立足安徽省的图书发行龙头企业5

1.2 国资绝对控股优势明显，管理层深耕行业经验丰富5

1.3 业务分析：“数字皖新”赋能主业成长，新业态打开成长空间7

1.4 财务分析：数字转型进展顺利，带动营收利润快速增长8

二、 出版发行市场格局稳定，数字化引领行业升级.....10

2.1 图书零售市场回暖复苏，公共文化服务加速拓展10

（1） 图书终端销售额超千亿，零售市场售书单价承压10

（2） 一般图书零售市场短暂承压，线上销售渠道增速较快..... 11

（3） 加速拓展公共文化服务，深入推进全民阅读 11

2.2 教辅发行市场格局稳定，教育服务体系转型带来机遇.....12

（1） 教材教辅发行存在准入门槛，地域属性较强12

（2） 教辅类码洋比重大，发展势头良好14

（3） 教育服务多元化，教育体系智慧化.....15

三、 主业稳健夯实根基，科技创新推动产业升级15

3.1 新零售体系助力传统业务，EPCO 模式优势先行.....15

3.2 教育服务模式创新，细分领域多元扩张.....16

3.3 科技创新领航新业态，构筑未来发展基础17

3.4 游戏业务竞争力持续提升，资本运营推进产业升级18

四、 盈利预测.....19

五、 风险提示.....20

图表目录

图 1 公司发展历程5

图 2 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）6

图 3： 2019-2024 年主营业务营业收入构成7

图 4： 2019-2024 年主营业务分业务毛利率7

图 5： 公司创新推出臭鳊鱼系列预制菜8

图 6： 公司发行了《仙剑奇侠传系列》等经典游戏8

图 7: 2019-2024 营业收入及增速.....9

图 8: 2019-2024 归母净利润及增速.....9

图 9: 2019-2024 公司费用率情况.....9

图 10: 2019-2024 公司盈利能力表现.....9

图 11: 2019-2024 公司期末现金及现金等价物10

图 12: 全国图书销售金额10

图 13: 2019-2024 年中国一般图书零售市场总规模.....11

图 14: 2024 年整体图书零售市场渠道结构.....11

图 15: 2018-2023 年我国成年国民阅读方式接触率12

图 16: 2022 年成年国民倾向的阅读方式.....12

图 17: 2024 年中国一般图书零售市场各类读物码洋占比（前十）.....14

图 18: 2015-2023 年安徽省在校人数（万人）14

图 19: 2014-2023 安徽省出生人数（万人）14

图 20: 2018-2024 年公司实体网点数.....17

图 21: 阅伴口袋学习机.....18

图 22: AI 大模型阅读应用.....18

表 1: 公司部分管理层概况（截至 2024 年 12 月 31 日）6

表 2: 公共文化服务政策梳理.....11

表 3: 我国具备中小学教材发行业务资质集团信息（截至 2024Q3）.....13

表 4: 智慧教育政策梳理15

表 5: 公司公共文化服务代表性项目16

表 6: 分产品营业收入预测.....20

附: 财务预测表.....21

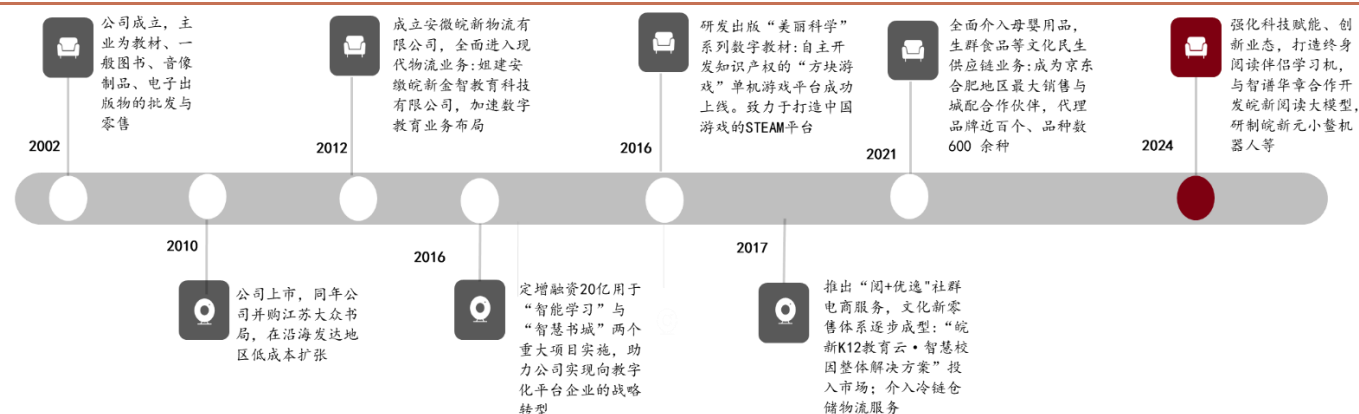
一、安徽图书发行龙头企业，数字赋能助力主业腾飞

1.1 公司简介：立足安徽省的图书发行龙头企业

皖新传媒是集文化服务、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。公司前身安徽新华书店集团有限公司成立于 2002 年，公司于 2008 年整体变更为股份有限公司并在 2010 年于上交所上市。上市以来公司积极拓展业务版图，先后进军现代物流、数字教育、单机游戏等领域，同时公司致力数字化转型，新技术赋能下主业效益持续提升。截至 2024 年，公司拥有全资、控股一百多家子分公司，通过遍布安徽、江苏、北京等地的 804 个实体门店，形成了覆盖安徽全省、辐射周边的完整出版物分销服务及教育服务体系。

公司主营业务包括教材图书出版、一般图书及音像制品出版、文体用品及其他业务、教材装备及多媒体业务、供应链服务业务、广告及游戏业务、其他业务。1) 教材图书出版：作为安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司，为安徽省中小学校及师生提供教材教辅；2) 一般图书及音像制品出版：一般图书出版、音像出版和盘配书、音像、电子、网络出版、广播影视节目制作和经营等；3) 文体用品及其他业务：主要为文化用品批发零售；教材装备及多媒体业务：为安徽省中小学及师生提供教育装备、智慧学校服务，提供智能教学机器人、数字教辅等产品；4) 供应链服务业务：包括出版物仓储配送服务、第三方物流服务及农产品、生鲜、快消品供应链一体化服务等；5) 广告及游戏业务：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；6) 其他业务：如研学旅行业务、公共文化业务、全民阅读服务、政企服务、投资业务等。

图 1 公司发展历程

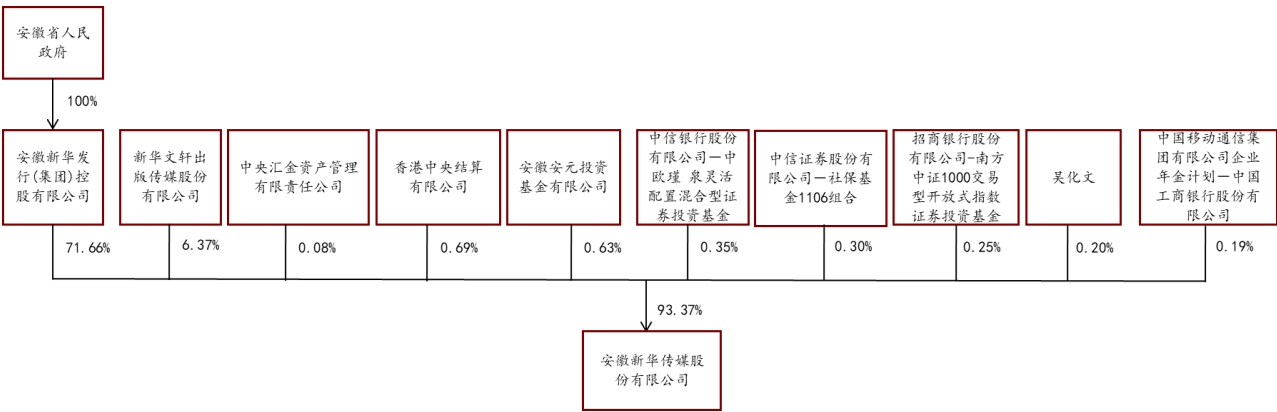


资料来源：公司招股说明书、公司年报、招商证券

1.2 国资绝对控股优势明显，管理层深耕行业经验丰富

公司实际控制人为安徽省人民政府，国资控股优势明显。截至 2024 年，安徽省人民政府通过控股新华发行控股有限公司，间接持有公司 71.66% 的股份，为公司实际控制人。除新华发行控股有限公司外，公司前十大股东持股比例均不超过 7%，股权结构较为集中，预计未来控制权稳定。同时国资绝对控股有助于公司获得产业政策倾斜，优先享有国家政策福利。

图 2 公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司半年报、招商证券

公司管理层深耕行业经验丰富。公司管理层均拥有本科及以上学历，具备传媒出版行业专业知识技能以及政府宣传部门、国有文化出版企业多年工作经验，与公司所处出版发行行业高度对口，管理理论和实践经验丰富。

表 1: 公司部分管理层概况（截至 2024 年 12 月 31 日）

姓名	职务	简介
张克文	董事长,董事	双学士学位。历任安徽少年儿童出版社编辑室编辑、副主任、主任、副总编、总编、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,安徽新华传媒股份有限公司第三届董事会副董事长、总经理。现任安徽新华发行(集团)控股有限公司党委委员、董事,安徽新华传媒股份有限公司党委副书记、第四届董事会副董事长、总经理。杭州蓝狮子文化创意股份有限公司董事长、杭州巴九灵文化创意股份有限公司董事、安徽新华图书音像连锁有限公司法定代表人、执行董事兼总经理。
肖晓英	职工董事,副总经理、财务负责人、董事会秘书	历任安徽新华传媒股份有限公司审计部副主任、企业管理发展部副主任、企业管理中心总经理、安徽新华传媒股份有限公司第三届董事会职工董事。现任安徽新华传媒股份有限公司党委委员、第四届董事会职工董事、副总经理兼财务负责人、董事会秘书。
丁勇	董事,副总经理	学士学位。历任蚌埠新华书店有限公司党总支书记、总经理,滁州新华书店有限公司总经理,阜阳新华书店有限公司党总支书记、总经理。现任安徽新华传媒股份有限公司党委委员、第四届董事会董事、副总经理,安徽新华教育图书发行有限公司党总支书记、董事长。
盛大文	监事会主席,监事	学士学位。历任肥西县宣传干事、宣传文化科科长、副科级巡视员,安徽省文明办副主任科员、主任科员、副调研员,安徽省文化发展改革办公室副主任,中共安徽省委宣传部文化产业发展处调研员、安徽新华传媒股份有限公司第三届监事会主席等。现任安徽新华传媒股份有限公司党委委员、第四届监事会主席。
袁荣俭	董事	硕士学历,历任成都市教育报刊社、成都市教育发展咨询中心、成都青少年科技园主任、成都市教育技术装备所所长、四川新华文轩传媒有限公司总经理、四川新华文轩连锁股份有限公司教材发行业务部四川公司副总经理、安徽新华传媒股份有限公司第三届董事会董事。现任新华文轩出版传媒股份有限公司资本经营总监,安徽新华传媒股份有限公司第四届董事会董事。

资料来源：公司年报、招商证券

1.3 业务分析：“数字皖新”赋能主业成长，新业态打开成长空间

公司主营业务包括教材图书出版、一般图书及音像制品出版、文体用品及其他业务、教材装备及多媒体业务、供应链服务业务、广告及游戏业务、其他业务。近年来公司积极实施“数字皖新”战略，发力文化新零售、智慧教育、智慧供应链三大项目，数字赋能下主业实现质效双升。同时公司持续推进业务创新，发展了新型电商、游戏、教育培训、供应链采购存配运一体化服务等新业态业务，成长空间进一步打开。

1) 教材图书出版：公司是安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司，主要为安徽省中小学校及师生提供教材教辅，近年来公司业务逐步覆盖到大中专、学前教育等全学段。2022/2023/2024 年公司教材销售收入分别为 17.09/17.51/16.60 亿元，收入占比分别为 14.63%/15.57%/15.45%。

2) 一般图书及音像制品销售：该业务为公司主要营收利润来源，2022/2023/2024 年营收占比分别为 36.28%/40.18%/40.62%，毛利率分别为 56.03%/35.77%/24.19%。公司拥有强大的线下销售网络，804 个发行网点覆盖了安徽、江苏、上海、北京等地。2017 年以来公司依托“阅+”平台开启图书新零售模式，促进线上线下业务深度融合，数字转型带动一般图书及音像制品收入从 2017 年的 28.72 亿元快速增长至 2024 年的 43.66 亿元，CAGR 达到 6.16%。

3) 文体用品及其他业务：主要为文化用品批发零售，该业务 2022/2023/2024 年营收分别为 5.10/1.80/1.36 亿元，营收占比分别为 4.36%/1.60%/1.27%。

4) 供应链服务业务：包括图书、教材教辅的仓储配送、高附加值物流服务以及农特产品、化妆品、快消品供应链采配服务等。公司致力打造智慧供应链体系，自动化技术助力供应链服务快速增长，2022/2023/2024 供应链及物流服务业务营收分别为 39.37/37.97/39.71 亿元，收入占比分别 33.69%/33.78%/36.94%。

5) 广告及游戏业务：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，2022/2023/2024 该业务营收分别为 0.92/1.62/6.12 亿元，收入占比分别为 0.79%/1.44%/0.57%。

6) 其他业务：如研学旅行业务、公共文化业务、全民阅读服务、政企服务、投资业务等。

图 3：2019-2024 年主营业务营业收入构成

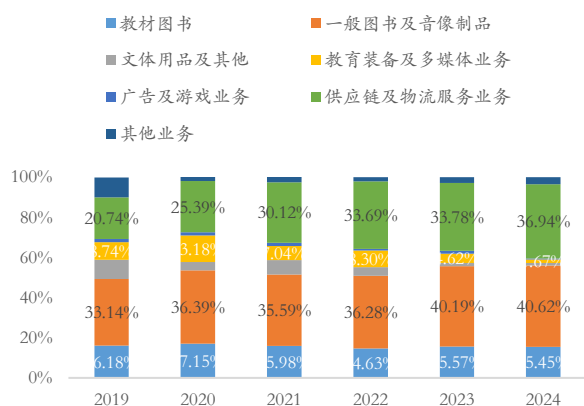
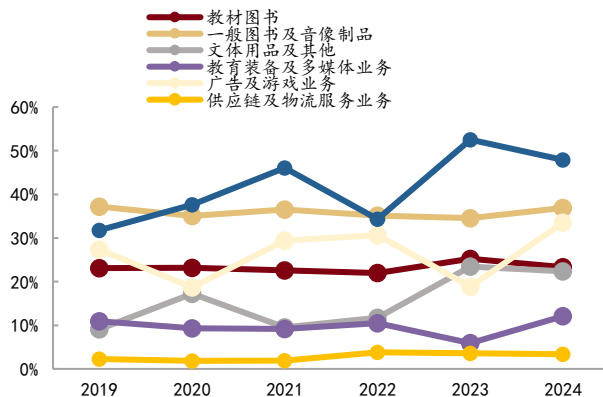


图 4：2019-2024 年主营业务分业务毛利率



资料来源：公司年报、招商证券

资料来源：公司年报、招商证券

新业态业务：公司在筑牢主业根基的同时，积极开拓了包括垂直电商、预制菜、游戏发行在内的多项新业态业务。

- 1) 垂直电商：公司以童书经营为特色，打造线上店铺矩阵，通过直播、自媒体账号等方式发力新媒体渠道，2024 年实现销售码洋约 8.25 亿元，同比增长 42.24%。
- 2) 教育服务创新：包括学前教育、教师培训、课后服务、阅读交流培训、研学旅游等创新业务。2024H1，“皖新号”研学业务共服务学生 8.8 万人次，营收同比增长 80.22%。大力推进智慧教育系统创新，加快 AI 教育产品布局，包括与智谱 AI 开发皖新 AI 阅读大模型、与华为合作开发智能学习机、研发皖新元小螯机器人、探索业务应用接入 DeepSeek 大模型等。
- 3) 供应链创新：公司立足现代物流体系，发展供应链采销存配运一体化服务。2022 年 1 月皖新徽三臭鳊鱼标准化工厂开业，推出臭鳊鱼系列预制菜，当年实现销售收入 1.1 亿元，24 年上半年皖新徽三实现营业收入 9390 万元。持续推进物流园建设，加速向民生供应链拓展，实现“供应链一体化”服务。
- 4) 游戏业务：开发面向 B 端的分销业务平台，打造单机游戏产品供应链满足海内外分销业务研发商和分销商的需求，旗下拥有“方块游戏”游戏运营和发行平台。代表作品有《仙剑奇侠传》系列产品、《帝国时代》系列作品、《只狼》《黑神话：悟空》等。不断加强游戏储备库建设，成功签约了《泰拉科技世界》。

图 5：公司创新推出臭鳊鱼系列预制菜



资料来源：淘宝旗舰店、招商证券

图 6：公司发行了《仙剑奇侠传系列》等经典游戏



资料来源：公司官网、招商证券

1.4 财务分析：数字转型进展顺利，带动营收利润快速增长

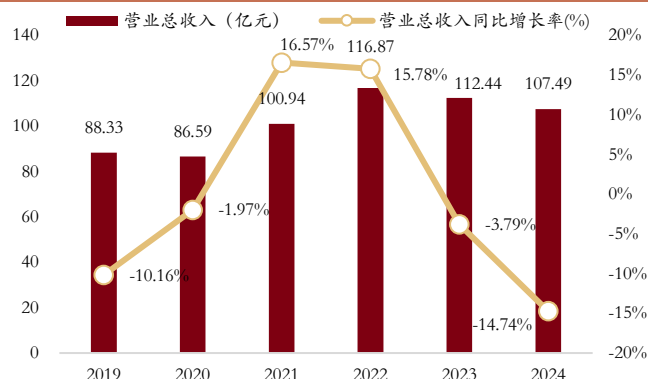
“数字皖新”战略助力公司高质量发展，提质增效下营收利润快速增长。

营业收入：公司于 2019 年优化业务结构导致营收小幅承压，此后公司数字转型进展加速，营收从 2019 年的 88.33 亿元快速增长至 2022 年的 116.87 亿元，复合增速 9.78%。2024 年实现营业收入 107.49 亿元。

归母扣非净利润：受益于主业转型提效，近年来公司归母净利润保持了较高增速，

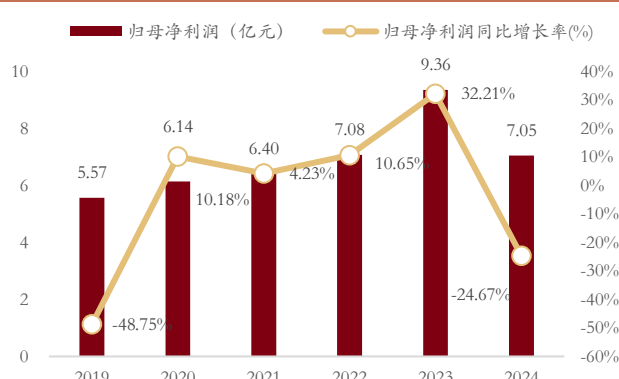
2019-2023复合增速6.09%，其中仅21年由于减值损失增加导致利润小幅下滑。
2024受所得税政策变动影响归母净利润下滑较多。

图 7：2019-2024 营业收入及增速



资料来源：公司年报、招商证券

图 8：2019-2024 归母净利润及增速

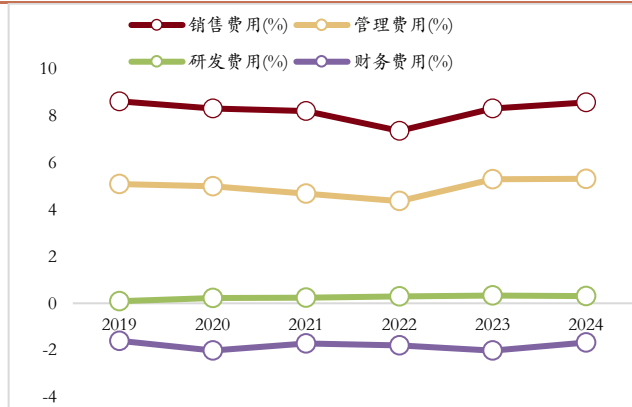


资料来源：公司年报、招商证券

公司费用管控能力较强。销售费用率从2019年的8.62%降至2022年的7.36%，2024年回升至8.57%；2024年销售费用同比-1.48%，主要系报告期发行推广手续费下降所致。2024管理费用率为5.31%，管理费用同比-4.11%，主要系报告期人力成本下降所致。研发费用率总体较低，2020年后持续提升，2024年为0.31%。整体来看，公司能根据业务收入变化灵活调整各项费用，费用管控能力良好。

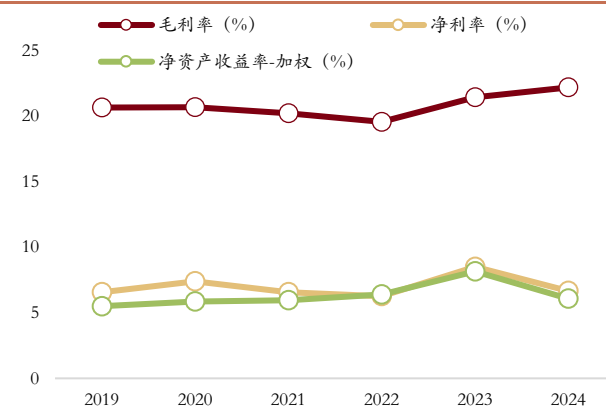
公司盈利能力保持稳定。公司毛利率稳定在20%左右的水平，2024年上升至22.17%。净利率方面，2019至2023年，公司净利率呈上升趋势，2024年公司净利率因所得税原因下滑。2019-2024年公司净利率分别为6.56%/7.38%/6.55%/6.26%/8.50%/6.67%。

图 9：2019-2024 公司费用率情况



资料来源：公司年报、招商证券

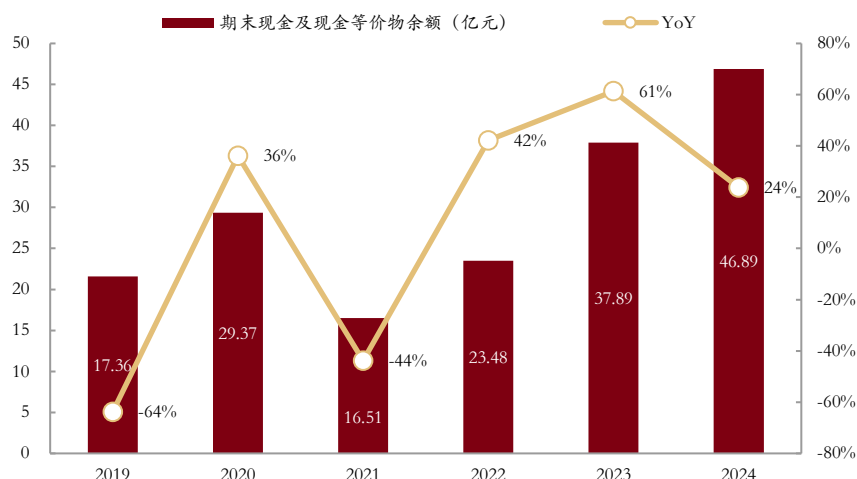
图 10：2019-2024 公司盈利能力表现



资料来源：公司年报、招商证券

公司现金储备充足。2020年至2024年，公司期末现金及现金等价物余额分别为29.37/16.51/23.48/37.89/46.89亿元，占总资产比重分别为47.73%/45.05%/52.12%/56.60%/59.58%。2022年至2024年公司期末现金及现金等价物一直保持在20亿元以上。

图 11: 2019-2024 公司期末现金及现金等价物



资料来源：同花顺，招商证券

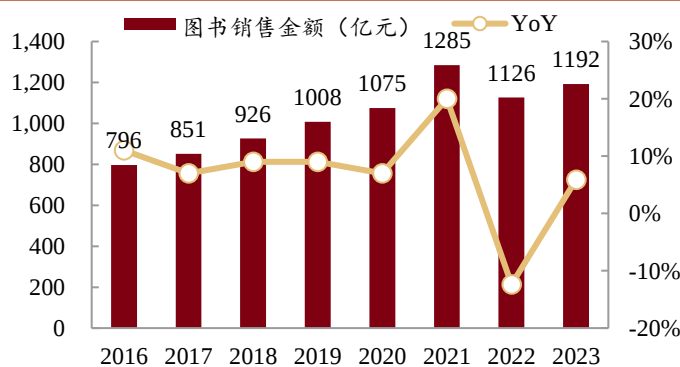
二、出版发行市场格局稳定，数字化引领行业升级

2.1 图书零售市场回暖复苏，公共文化服务加速拓展

(1) 图书终端销售额超千亿，零售市场售书单价承压

图书终端销售额超千亿，零售市场售书单价承压。根据国家新闻出版署的数据，2023 年我国图书销售金额达 1192 亿元，同比增长 6%，随着疫情稳定，我国图书市场逐步恢复。2019-2023 年图书销售金额 CAGR 为 4.28%。2023 年图书零售市场销售数量同比增长 6.53%，销售码洋同比增长 0.98%；图书零售市场售书单价有所承压，线上线下市场售书单价差异大。根据中国出版传媒商报数据，2023 年，图书零售市场平均售书单价 51.03 元，同比下降 5.53%。其中线下市场平均售书单价 34.88 元，同比下降 2.73%，线上市场平均售书单价 71.83 元，同比下降 0.66%。当年线上市场售书均价为线下市场售书均价的 2.06 倍。

图 12: 全国图书销售金额



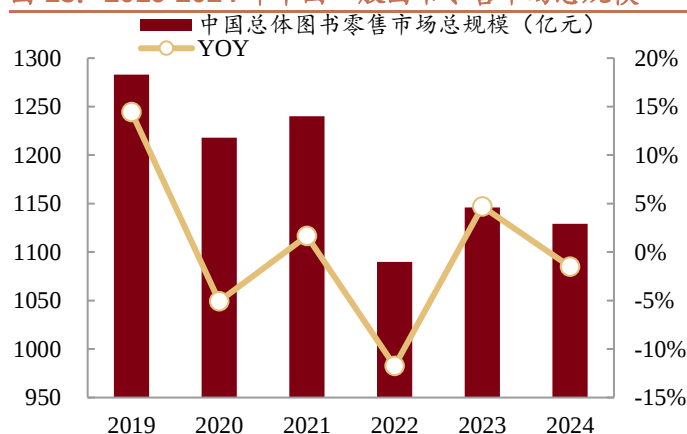
资料来源：国家新闻出版署，招商证券

（2）一般图书零售市场短暂承压，线上销售渠道增速较快

一般图书零售市场短暂承压。中国图书零售市场（只考虑 To C 零售渠道，不包括教材教辅的集中发行）在 2017-2019 年之间保持着 10% 以上的增速，2020 年受疫情因素影响首次出现负增长。2022 年中国总体图书零售市场码洋约为 1100 亿元，较 2021 年同比下降 10% 以上，主要是由于疫情、大厂裁员、居民收入下降等影响因素，一定程度上抑制了大众消费的意愿。但随着二十大报告对新时代出版工作指明方向，实体书店转型升级深入以及政府扩大对书店的扶持政策，2023 年中国总体图书零售市场有所反弹，码洋规模约为 1150 亿元，同比增长约 5%，2024 年，受外部经济大环境影响，大众消费更加谨慎，中国总体零售市场码洋为 1129 亿，同比下降 1.52%。

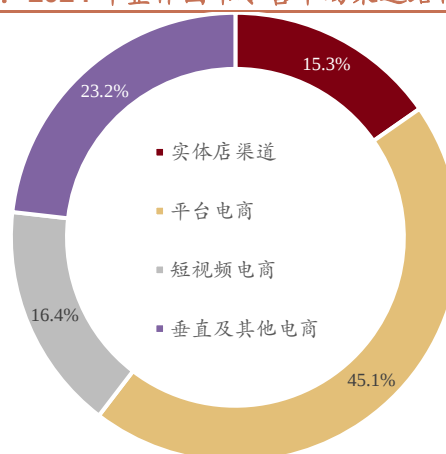
内容电商码洋占比超过实体店渠道零售占比，保持高速增长态势。线上图书销售模式从最早的自营电商到现在的平台电商、内容电商，目前内容电商作为新兴电商，更加吸引用户的注意力，从零售图书码洋规模占比看，平台电商码洋规模占比最高，超过 40%，其次是内容电商，码洋比例超过 30%，是第二大销售渠道；实体店渠道所占码洋比重仅为 13.99%。

图 13：2019-2024 年中国一般图书零售市场总规模



资料来源：北京开卷，招商证券

图 14：2024 年整体图书零售市场渠道结构



资料来源：北京开卷，招商证券

（3）加速拓展公共文化服务，深入推进全民阅读

公共文化服务项目不断拓展，实体书店作用凸显。“十四五”时期进一步明确了公共文化服务体系向更广空间和更深层次发展的任务，从服务布局、服务水平、供给方式及数字化建设四方面确立发展目标，将推进“全民阅读”作为各级公共图书馆的重要任务与公共文化机构数字资源建设的方向。同时进一步认识到实体书店在公共文化服务体系建设中发挥的重要作用，推动实体书店以高质量可持续发展助力新时代全民阅读活动，积极参与公共文化服务体系建设。

表 2：公共文化服务政策梳理

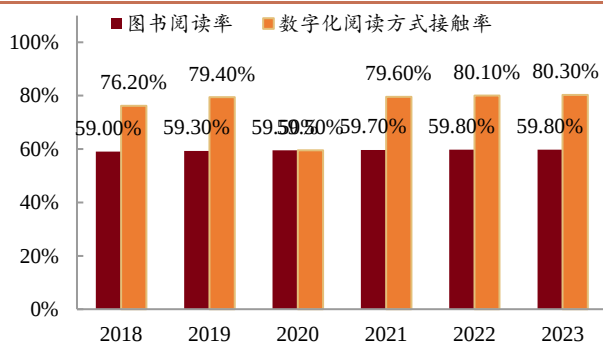
时间	部门	政策	内容
----	----	----	----

2017 年 5 月	中共中央办公厅、 国务院办公厅	《国家“十三五”时期文化发展 改革规划纲要》	完善公共文化服务网络；推动基层公共文化设施资源共建共享；创新公共文化服务运行机制；推动老少边贫地区公共文化跨越发展。
2021 年 6 月	文化和旅游部办公厅	《“十四五”公共文化服务体系 建设规划》	公共文化服务布局更加均衡；公共文化服务水平显著提高；公共文化服务供给方式更加多元；公共文化数字化网络化智能化发展取得新突破。
2022 年 8 月	中共中央办公厅、 国务院办公厅	《“十四五”文化发展规划》	提高公共文化服务覆盖面和实效性。推进城乡公共文化服务体系一体建设，推动公共文化数字化建设，创新实施文化惠民工程，提升基本公共文化服务标准化均等化水平。
2023 年 2 月	文化和旅游部办公厅	推进公共文化服务高质量发展 工作会议	着力提升公共文化服务品质、服务能力，推进公共文化服务数字化建设。
2023 年 4 月	中央宣传部办公厅、 文化和旅游部办公厅	《关于推动实体书店参与公共 文化服务的通知》	支持实体书店参与政府购买公共文化服务项目，引导实体书店参与公共文化服务网络建设，鼓励实体书店参与公共阅读资源建设，推动实体书店与公共文化机构融合发展。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、招商证券

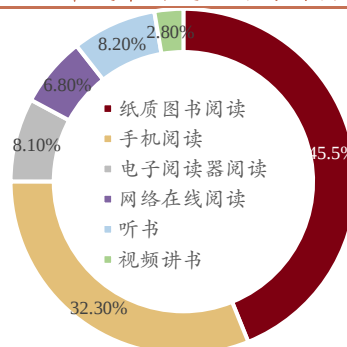
公共文化数字化建设持续推进，数字媒介赋能全民阅读。根据中国新闻出版研究院发布的第二十一次全国国民阅读调查结果，2023 年我国成年国民各媒介综合阅读率为 81.9%，保持稳定增长。在各媒介中，数字化阅读方式（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读、Pad 阅读等）的接触率为 80.3%，较 2022 年增长 0.2pct，图书阅读率为 59.8%，与 2022 年持平，数字化阅读方式接触率增幅稍高于纸质图书阅读率，为推进全民阅读贡献力量。成年国民阅读量保持总体稳定，2022 年有 45.5% 的成年国民倾向于纸质图书的阅读方式，相比之下数字媒介的阅读方式受到更多国民青睐，通过“听书”和“视频讲书”方式读书成为新的阅读选择。2023 年，有 36.3% 的成年国民表示在 2023 年通过听书的方式阅读，高于 2022 年的 35.5%。

图 15：2018-2023 年我国成年国民阅读方式接触率



资料来源：国家新闻出版署，招商证券

图 16：2022 年成年国民倾向的阅读方式



资料来源：国家新闻出版署，招商证券

2.2 教辅发行市场格局稳定，教育服务体系转型带来机遇

（1）教材教辅发行存在准入门槛，地域属性较强

中小学教科书发行活动资质壁垒较高，区域优势显著。教材教辅发行业务一般具备省内义务教育阶段教材独家发行资质，业务壁垒高。根据国家新闻出版广电总局《出版物市场管理规定》，单位从事中小学教科书发行业务，应取得国家新闻出版广电总局批准的中小学教科书发行资质，并在批准的区域范围内开展中小学

教科书发行活动，并对从事中小学教科书发行业务单位的储运能力与发行网络等方面提出要求：有与中小学教科书发行相适应的自有物流配送体系、有与中小学教科书发行业务相适应的发行网络等。

表 3：我国具备中小学教材发行业务资质集团信息（截至 2024Q3）

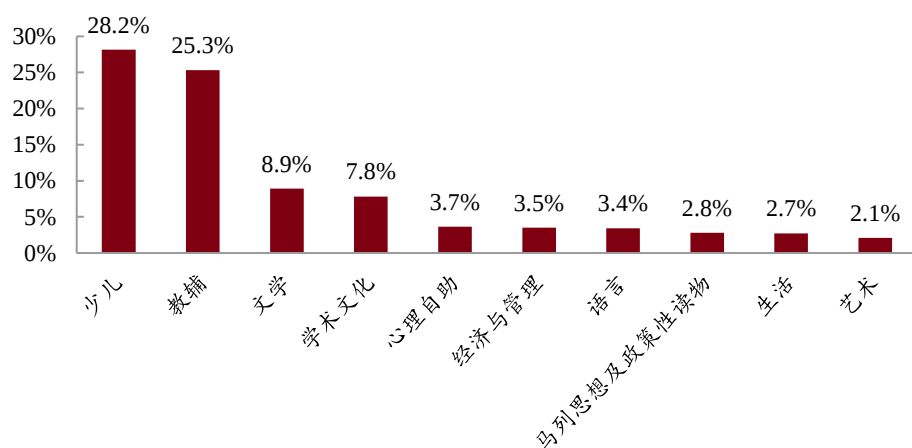
证券代码	证券名称	主要市场	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	毛利率
601928.SH	凤凰传媒	江苏	95.60	13.63	39.83
601098.SH	中南传媒	湖南	93.66	10.34	44.12
601921.SH	浙版传媒	浙江	70.94	4.37	25.48
601801.SH	皖新传媒	安徽	83.38	8.24	24.15
601019.SH	山东出版	山东	85.15	9.68	36.44
601811.SH	新华文轩	四川	84.38	9.34	35.73
600373.SH	中文传媒	江西	67.52	7.48	40.71
000719.SZ	中原传媒	河南	66.99	5.24	36.77
601900.SH	南方传媒	广东	64.78	6.09	33.99
600757.SH	长江传媒	湖北	52.19	6.90	35.53
601999.SH	出版传媒	辽宁	17.91	0.39	20.23
605577.SH	龙版传媒	黑龙江	14.02	2.24	44.55
603230.SH	内蒙新华	内蒙古	14.69	2.96	42.06
603999.SH	读者传媒	甘肃	7.73	0.72	21.80
600825.SH	新华传媒	上海	7.97	0.10	32.33

资料来源：同花顺、招商证券

（2）教辅类码洋比重大，发展势头良好

教辅类码洋占比较高，发展势头良好。从 2024 年各类图书的码洋构成来看，少儿类是码洋比重最大的类别，教辅类码洋比重位居第二，占比为 25.3%，占比较 23 年增加 8.2%。随着三孩政策的落地以及父母对教育重视程度进一步提升，少儿图书以及教材教辅需求有望持续释放。

图 17：2024 年中国一般图书零售市场各类读物码洋占比（前十）



资料来源：北京开卷，招商证券

教材教辅为刚需市场，受宏观经济和政策影响较小。教辅教材的核心目标群体为中小學生，相对于一般图书，教辅教材需求较为刚性，受到宏观经济和政策的影响较小，在我国使用高考选拔人才的制度模式下，预计教材教辅需求会保持旺盛。同时，教材教辅价格受到国家政策的限制，定价权未市场化，相关公司教材发行业务毛利率将保持相对稳定。

学生人数增加带动市场需求上升，预计未来安徽省在校学生人数稳定。据安徽省教育厅统计数据，2023 年，安徽省小学/初中/普通高中在校生分别为 472.2/231.3/123.3 万人，小学/普通高中在校生人数分别较上年增长 0.40/2.66%，安徽省在校生人数保持稳定增长。自 2019 年起，安徽省小学学龄儿童入学率与初中阶段适龄人口入学率均达 99.7% 以上。2017-2019 年安徽省出生人口数分别为 85.2/75.4/73.3 万人，若以 6 岁为入学年龄界限，预计 2024-2026 的小学入学人数较为稳定。

图 18：2015-2023 年安徽省在校人数（万人）

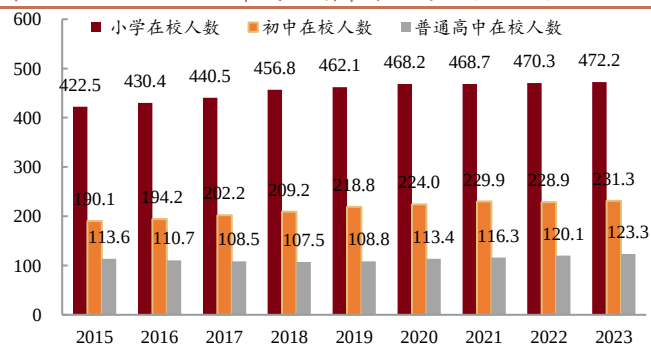
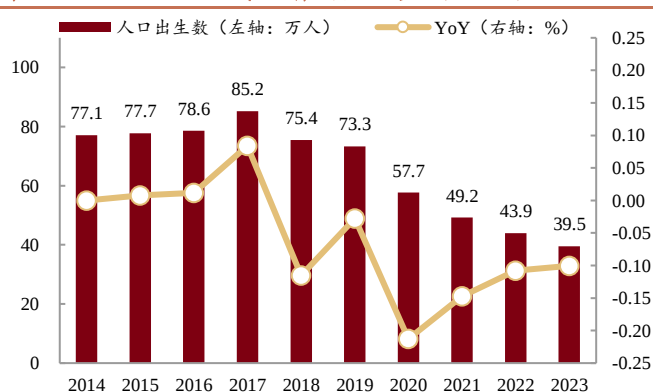


图 19：2014-2023 安徽省出生人数（万人）



资料来源：安徽省教育厅，国家统计局，招商证券

资料来源：同花顺，招商证券

(3) 教育服务多元化，教育体系智慧化

教育改革催生细分市场新需求，智慧教育服务体系发展空间扩张。在大思政教育、五育并举等政策导向和教育改革趋势下，教育需求不断更新，教育产品结构仍待优化，课后服务、教师培训和职业教育等细分市场有待进一步深耕，专注于教育服务的企业将迎来新的发展机遇。当前，中国数字化教育环境已初步形成，各层次各类型学校基本实现互联网接入；数字化教学的创新应用开始呈现，基于场景的创新应用逐步增加；数字治理框架基本形成，教育数字治理的数据管理、实践应用与安全保障的体系架构初步建立。

表 4：智慧教育政策梳理

时间	部门	政策	内容
2020 年 2 月	教育部等五部委	《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。
2022 年 1 月	国务院办公厅	《“十四五”数字经济发展规划》	深入推进智慧教育；推进教育新型基础设施建设，构建高质量教育支撑体系；进一步完善国家数字教育资源公共服务体系，提升在线教育支撑服务能力。
2022 年 2 月	教育部	《教育部 2022 年工作要点》	推进教育新型基础设施建设，建设国家智慧教育公共服务平台，创新数字资源供给模式，丰富数字教育资源和服务供给，深化国家中小学网络云平台应用；探索大中小学智慧教室和智慧课堂建设；深化信息技术与教育教学融合创新。
2023 年 2 月	教育部	2023 年全国教育工作会议	纵深推进教育数字化战略行动，重点做好大数据中心建设、数据充分赋能、有效公共服务、扩大国际合作四件事。
2023 年 2 月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《数字中国建设整体布局规划》	大力实施国家教育数字化战略行动，完善国家智慧教育平台。

资料来源：中华人民共和国教育部、中华人民共和国中央人民政府、招商证券

教育数字化战略实施成效显著。教育资源开放共享程度不断深化，国家数字教育资源公共服务体系日益完善，截至 2023 年底，国家智慧教育平台已汇聚中小学资源 8.8 万条，同比增长 1 倍；职业教育在线精品课程超 1 万门，同比增长近 10 倍；平台累计注册用户突破 1 亿，浏览量超过 367 亿次、访客量达 25 亿人次。数字化教学条件加速升级，截至 2023 年 10 月，我国各级各类学校互联网接入率达到 100%，超过 3/4 的学校实现无线网络覆盖。99.5%的中小学已拥有多媒体教室，进一步夯实信息化教学基础条件。

三、主业稳健夯实根基，科技创新推动产业升级

3.1 新零售体系助力传统业务，EPCO 模式优势先行

品牌矩阵日益完善，新零售体系为传统业务增添动力。公司拥有强大的实体销售网络与文化商业品牌体系，持续升级“新华书店”“前言后记”“读书会”等品牌矩阵。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、多元文创、新型公共文化空间等优质产品和服务，逐步构建线上线下融合、多业态、多品牌的文化新零售体系。线上集电商平台、微店、“阅+优选”等多种电商营销模式为一体，极大拓展了获客渠道与流量入口。截至 2023 年度，线下 200 家门店上线应用“皖新云书店”，月访问量 14.06 万人次，同比增长 120%。研发“皖新企业购”小程序，已服务 115 个企事业单位，报告期内合同金额破亿元。2024H1，公司积极开拓直播间矩阵建设，形成具有安徽新华特色直播矩阵 30 个，上半年累计开播 730 余场，总曝光次数 1248 万次。

EPCO 模式创新展现独特优势，公共文化服务项目发展势头强劲。公司以“设计、采购、建设、运营”一体化（EPCO）创新模式大力拓展公共文化服务项目，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，公共文化服务能力持续增强，2024 上半年中标 39 个省内和 17 个省外图书馆配项目，合计中标金额 4042 万元；再次中标徐州云龙区图书馆运营服务，阜阳图书馆新馆开馆运营。稳步推进新华书店提升工程，有序推进 17 家门店新建改造，总建设面积超过 2 万平方米，同比增长 24.7%；组织开展丰富多元的线上线下全民阅读活动，形成“中国黄山书会”“皖新传媒读者节”等皖美阅读系列特色品牌。

表 5：公司公共文化服务代表性项目

项目名称	成果	项目图片
铜陵新华书店图书馆店	全国首家书店与图书馆的结合体，一体化运营模式	
阜阳市图书馆新馆	安徽省内已建成面积最大的公共图书馆	
蒙城县图书馆	多次荣获“安徽省最美公共图书馆”称号	
六安图书馆	引入 EPCO 模式，一体化模式分别被中央深改办《改革情况交流》、中央文改办《简报》专刊推介	
徐州云龙区图书馆	首个省外 EPCO 一体化项目，在徐州首创的“夜宿图书馆”和“企业研学”活动受到包括主流媒体、行业内外媒体的关注及报道	
安徽省宁国市文体中心	已中标，公共文化服务业态丰富，建设期 3 年，运营期 10 年，总用地面积约 91 亩，总建筑面积约 14 万平方米	

资料来源：中华人民共和国教育部、中华人民共和国中央人民政府、招商证券

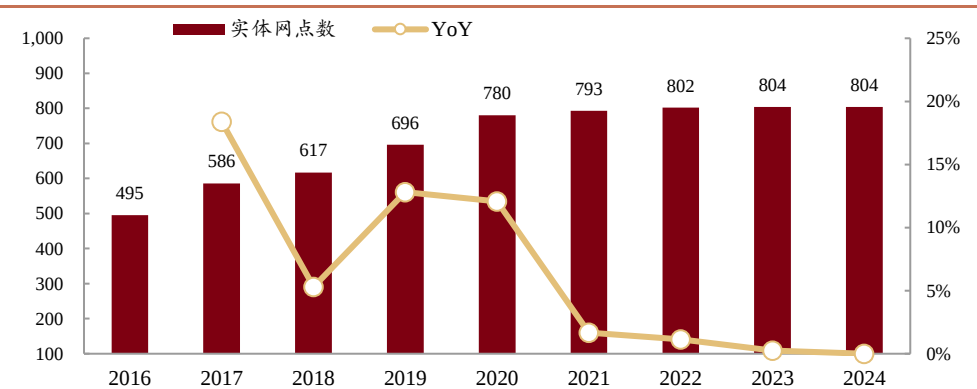
3.2 教育服务模式创新，细分领域多元扩张

发行资质铸造壁垒，品牌影响力持续扩大。公司是安徽省唯一一家拥有教材发行

资质的公司，拥有资质壁垒。近年来，公司业务逐步覆盖到大中专、学前教育等全学段，并围绕政策新导向和用户新需求，积极探索托育、劳动教育、阅读教育、科学教育、AI 教育、智能学具、产教融合、高校校园书店等领域，打造新时代终身学习教育生态圈。公司取得了高教社中职三科统编教材安徽省发行资格，获得北师大出版社、上外社等出版教材的安徽省独家代理资格，大中专市场渠道得到强化。

渠道优势进一步加强，供应链业务增长可期。公司在安徽、江苏、北京等地拥有 804 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。持续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与供应链业务体系，增强全产业链管理能力。文化物流服务能力持续提升，在传统的图书、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，拓展高附加值物流服务产品，为联想、比亚迪等世界 500 强企业提供优质供应链服务。

图 20：2018-2024 年公司实体网点数



资料来源：公司公告，招商证券

3.3 科技创新领航新业态，构筑未来发展基础

科技赋能创新业态，构筑未来发展基础。公司与华为云计算技术有限公司联合实施“数字皖新”规划项目，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，着力推进新零售、智慧教育、智慧供应链三大新业态领航发展，为新型文化业态成为公司未来发展支柱夯实基础。

加快人工智能教育产品布局，拓展产教融合。公司加快人工智能教育产品布局，探索数字虚拟人、AI 阅读大模型取得初步成效，推出了“阅伴”智能学习机，与智谱华章合作开发皖新阅读大模型，研制元小鳌机器人；公司聚焦 ICT 培训、高校实训室企业能力提升培训建设数字化培训基地，已开始设计招标。

图 21: 阅伴口袋学习机



资料来源：公司公众号，招商证券

图 22: AI 大模型阅读应用



资料来源：公司公众号，招商证券

3.4 游戏业务竞争力持续提升，资本运营推进产业升级

游戏业务市场竞争力持续提升，资本运营优势显现。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，截至 2023 年，已累计实现上线产品 444 款，注册用户超 200 万人，公司游戏业务充分探索新业务模式，面向海内外分销业务研发商和分销商的市场需求，定制面向 B 端的分销业务平台，探索海外发行模式，加强游戏储备库建设。公司聚焦文化教育主业，依托皖新金智创投、中以数字教育等产业投资基金，深入挖掘优质标的，战略布局新业态，推进领先技术和优质新业务与公司主业的深度融合。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。

四、盈利预测

公司是安徽省国资出版企业领导者，是集文化服务、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。教材教辅和一般图书业务品牌优势显著，具备稳定的销售渠道和持续增长的客户群体，产品生命周期持久。我们分产品进行盈利预测：

（1）一般图书及音像制品：公司旗下拥有安徽新华图书音像连锁有限公司、安徽新华教育图书发行有限公司、安徽新华电子音像出版社，控股新世纪出版社，涵盖范围广泛，线上线下销售渠道同时发力。同时考虑到图书出版市场承压，我们预计 2025-2027 年一般图书产品营收增速分别为 3.0%/2.0%/2.0%。

（2）教材图书：公司作为安徽省唯一一家拥有教材发行资质的公司，在安徽省内教材教辅市场的龙头地位稳固。且受益于安徽省 K12 在校学生人数稳中有升、普通高中在校人数持续增长，教材教辅购买力或提升。公司的教材教辅业务展现出高韧性，我们预计 2024-2026 年教材教辅产品营收增速分别为 4.0%/2.0%/2.0%。

（3）供应链及物流业务：包括图书、教材教辅的仓储配送、高附加值物流服务以及农特产品、化妆品、快消品供应链采配服务等。公司供应链及物流业务营收稳定，持续探索新业务形态，我们预计 2025-2027 年供应链及物流业务营收增速分别为 3.0%/3.0%/2.0%。

（4）教育装备及多媒体业务：主要通过参与各级教育部门招标或学校自主采购等方式获取合同。业务人员将货物送至客户指定地点安装完毕，经客户验收合格，控制权转移时确认收入。我们预计 2025-2027 年教育装备及多媒体业务营收增速分别为 3.0%/2.0%/2.0%

我们预计公司 2025/2026/2027 实现总营业收入 109.76/113.30/116.49 亿元。

首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。公司是安徽省国资出版企业领导者，区位优势显著，主营业务稳健发展，我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 109.76/113.30/116.49 亿元，同比增速分别为 2%/3%/3%。实现归属母公司所有者净利润分别为 8.84/9.31/9.79 亿元，同比增速分别为 25%/5%/5%，对应 PE 分别为 14.5/13.8/13.1 倍。

表 6：分产品营业收入预测

单位：亿元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	112.44	107.49	109.76	113.30	116.49
YoY	-3.79%	-4.40%	2.11%	3.23%	2.82%
一般图书及音像制品	45.19	43.66	44.97	45.87	46.78
YoY	6.57%	-3.38%	3.00%	2.00%	2.00%
教材图书	17.51	16.60	17.27	17.61	17.96
YoY	2.43%	-5.17%	4.00%	2.00%	2.00%
供应链及物流服务业务	37.98	39.71	40.90	42.13	42.97
YoY	-3.54%	4.56%	3.00%	3.00%	2.00%
教育装备及多媒体业务	5.19	1.80	2.80	3.80	4.80
YoY	-46.46%	-65.36%	3.00%	2.00%	2.00%
其他	6.57	3.75	3.82	3.90	3.98
YoY	-20.84%	-42.97%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：公司数据、招商证券

五、风险提示

（1）**新业务拓展不及预期的风险。**公司在“出版+”新业务的拓展，以及在研究、资源投入等方面还有进一步加强的空间，供应链服务、游戏业务等新业务的可持续性和盈利能力有待进一步观察，可能存在新业务拓展不达预期的风险。

（2）**AIGC 技术发展和数字化转型升级的风险。**近年来数字出版发展迅速，AIGC 在出版发行全产业链应用场景广泛。如果公司在数字出版领域的资本投入、人才储备未能适应新形势需要，AI 技术与出版发行业务的结合速度不及预期，将导致公司在未来竞争市场处于不利地位，影响公司未来发展空间。

（3）**成本变动的风险。**如果纸张价格出现大幅度上涨，可能导致公司的原材料成本加大，影响毛利率。

（4）**出生人口数量下滑风险。**近年出生人口数量下滑，导致后期适龄中小學生数量较大下滑，或引起公司主业需求数量下降。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13870	14808	15053	15225	15402
现金	10677	11495	11671	11734	11812
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	0	0	0	0
应收款项	976	1061	1083	1118	1150
其它应收款	89	93	95	98	101
存货	1651	1524	1557	1607	1652
其他	475	634	647	668	687
非流动资产	4992	4486	4438	4407	4379
长期股权投资	1245	1194	1194	1194	1194
固定资产	847	873	892	906	916
无形资产商誉	247	233	210	189	170
其他	2654	2186	2142	2118	2099
资产总计	18863	19293	19491	19632	19781
流动负债	6044	6946	6636	6360	6071
短期借款	1413	2034	1800	1400	1000
应付账款	2944	3283	3353	3461	3558
预收账款	513	425	434	448	461
其他	1174	1204	1049	1050	1052
长期负债	921	722	722	722	722
长期借款	0	0	0	0	0
其他	921	722	722	722	722
负债合计	6965	7668	7358	7081	6793
股本	1989	1958	1958	1958	1958
资本公积金	2399	2274	2274	2274	2274
留存收益	7345	7235	7728	8128	8548
少数股东权益	164	159	174	190	207
归属于母公司所有者权益	11733	11467	11960	12360	12781
负债及权益合计	18863	19293	19491	19632	19781

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	790	1193	983	1040	1086
净利润	955	717	900	948	996
折旧摊销	246	270	286	283	280
财务费用	(229)	(139)	(150)	(130)	(127)
投资收益	(14)	35	(76)	(76)	(76)
营运资金变动	(32)	180	9	15	13
其它	(137)	130	13	0	0
投资活动现金流	167	282	(176)	(176)	(176)
资本支出	(289)	(181)	(252)	(252)	(252)
其他投资	456	463	76	76	76
筹资活动现金流	483	(575)	(631)	(801)	(832)
借款变动	729	329	(389)	(400)	(400)
普通股增加	0	(31)	0	0	0
资本公积增加	(47)	(125)	0	0	0
股利分配	(368)	(803)	(392)	(531)	(559)
其他	170	55	150	130	127
现金净增加额	1440	900	176	63	78

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	11244	10749	10976	11330	11649
营业成本	8836	8366	8542	8819	9067
营业税金及附加	34	40	41	42	44
营业费用	935	921	941	971	998
管理费用	596	571	583	602	619
研发费用	37	33	34	35	36
财务费用	(227)	(180)	(150)	(130)	(127)
资产减值损失	(257)	(176)	(130)	(88)	(60)
公允价值变动收益	55	62	62	62	62
其他收益	41	24	24	24	24
投资收益	14	(35)	(10)	(10)	(10)
营业利润	885	872	930	979	1028
营业外收入	5	15	10	10	10
营业外支出	50	22	22	22	22
利润总额	841	865	918	967	1016
所得税	(115)	147	19	20	21
少数股东损益	20	12	15	16	17
归属于母公司净利润	936	705	884	931	979

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-4%	-4%	2%	3%	3%
营业利润	12%	-2%	7%	5%	5%
归母净利润	32%	-25%	25%	5%	5%
获利能力					
毛利率	21.4%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
净利率	8.3%	6.6%	8.1%	8.2%	8.4%
ROE	8.2%	6.1%	7.5%	7.7%	7.8%
ROIC	5.9%	4.2%	5.5%	6.0%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	39.7%	37.7%	36.1%	34.3%
净负债比率	8.2%	11.3%	9.2%	7.1%	5.1%
流动比率	2.3	2.1	2.3	2.4	2.5
速动比率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	5.1	5.3	5.5	5.6	5.6
应收账款周转率	12.5	10.5	10.2	10.3	10.3
应付账款周转率	3.0	2.7	2.6	2.6	2.6
每股资料(元)					
EPS	0.48	0.36	0.45	0.48	0.50
每股经营净现金	0.40	0.61	0.50	0.53	0.55
每股净资产	5.99	5.86	6.11	6.31	6.53
每股股利	0.31	0.20	0.27	0.29	0.30
估值比率					
PE	13.7	18.2	14.5	13.8	13.1
PB	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	10.3	9.7	8.3	7.8	7.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。