

# 凤凰传媒 (601928) \传媒

## ——营收稳健增长，毛利率提升

### 事件:

凤凰传媒公告2019年三季报，实现营业收入86.60亿元，同比增长10.23%，归属于上市公司股东的净利润11.38亿元，同比增长3.14%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润10.55亿元，同比增长16.69%。

### 投资要点:

#### ➤ 出版和发行业务稳健增长，毛利率提升。

公司出版业务第三季度销售码洋55.69亿元，同比增长12.74%，营业收入27.82亿元，同比增长15.18%，发行业务第三季度销售码洋92.80亿元，同比增长13.22%，营业收入66.38亿元，同比增长11.78%。同时，出版业务和发行业务的毛利率在第三季度均较去年同期提升，第三季度出版业务毛利率33.14%，较去年同期提升3.33个百分点，发行业务毛利率29.80%，较去年同期增加1.48个百分点。我们认为毛利率的提升主要由于教材价格上调及纸张成本压力缓解。

#### ➤ 公司期间费用率下降，费用管控能力提升。

2019年前三季度公司销售费用率12.79%，较去年同期下降0.39个百分点，管理费用率11.40%，较去年同期下降0.51个百分点，研发费用率0.20%，较去年同期下降0.48个百分点，同时，由于利息收入增加，财务费用率-2.29%，较去年同期下降0.74个百分点。公司各项费用率均下降，显示出费用管控能力提升。

#### ➤ 公司义务教育阶段采购合同标的数量提升。

公司近日与江苏省教育厅签订了《江苏省政府采购合同》，江苏省教育厅以单一来源采购方式，向公司采购2019年秋季学期至2022年春季学期江苏省义务教育阶段学生教科书、小学生字典和学生作业本，其中教科书约883万套每年，小学生字典约105万套每年。小学生字典合同金额约为每年1,467万元，学生作业本合同金额约为三年47,990万元。2016年公司与江苏省教

投资建议: **推荐**  
 上次建议: **推荐**  
 当前价格: 7.46元  
 目标价格:

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,545/2,545
流通A股市值 (百万元)	18,985
每股净资产 (元)	5.39
资产负债率 (%)	38.94
一年内最高/最低 (元)	9.77/6.94

### 一年内股价相对走势



徐艺 分析师

执业证书编号: S0590515090003

电话: 0510-85607875

邮箱: xuyi@glsc.com.cn

### 相关报告

- 《凤凰传媒 (601928) \传媒行业》  
《出版和发行营收均提速，智慧教育增势良好》
- 《凤凰传媒 (601928) \传媒行业》  
《出版发行行业龙头，关注教材涨价及学生数复》
- 《凤凰传媒 (601928) \传媒行业》  
《图书零售市场稳健增长，公司产品优势突出》

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,050.48	11,788.70	12,726.21	13,610.96	14,411.41
增长率 (%)	4.78%	6.68%	7.95%	6.95%	5.88%
EBITDA (百万元)	1,524.65	1,728.49	2,192.54	2,414.51	2,535.66
净利润 (百万元)	1,165.92	1,324.90	1,548.11	1,767.35	1,987.53
增长率 (%)	4.07%	13.64%	16.85%	14.16%	12.46%
EPS (元/股)	0.46	0.52	0.61	0.69	0.78
市盈率 (P/E)	15.70	13.68	12.28	10.76	9.56
市净率 (P/B)	1.53	1.43	1.32	1.21	1.12
EV/EBITDA	9.65	6.60	3.81	2.65	1.72

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

育厅签订的采购合同中，合同标的为江苏省各地中小学校为义务教育阶段学生选用的 2016 年秋季至 2019 年春季学期教科书和小学生字典，其中教科书约 690 万套每年，小学生字典约 90 万套每年。教科书和小学生字典采购量分别增长 28% 和 17%。

➤ **盈利预测与估值：**

预测公司 2019-2021 年归母净利润分别为 15.48 亿、17.67 亿和 19.88 亿，EPS 分别为 0.61 元、0.69 元和 0.78 元，对应 PE 分别为 12.28x、10.76x 和 9.56x，考虑到公司在出版发行行业位居龙头地位，教材涨价及 K12 学生数复苏推动业绩稳健增长，资产优质，现金流优异，估值较低，分红率较高，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**

行业政策发生重大变化的风险；纸张成本大幅上涨的风险。

**图表 1: 财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,036.1	8,395.8	9,217.04	11,247.	13,373.	营业收入	11,050.	11,788.	12,726.	13,610.	14,411.
应收账款+票据	1,049.6	1,262.1	1,327.20	1,442.1	1,490.0	营业成本	6,872.54	7,509.61	7,943.66	8,481.15	8,964.49
预付账款	400.14	388.62	447.55	445.20	498.43	营业税金及附加	94.65	87.16	89.08	95.28	100.88
存货	2,344.1	2,235.8	2,303.38	2,542.9	2,579.5	营业费用	1,516.00	1,532.85	1,590.78	1,660.54	1,729.37
其他	2,189.4	520.86	200.00	200.00	200.00	管理费用	1,475.70	1,436.35	1,463.51	1,524.43	1,585.25
<b>流动资产合计</b>	<b>11,019.</b>	<b>12,803.</b>	<b>15,655.1</b>	<b>18,037.</b>	<b>20,301.</b>	财务费用	-74.13	-196.42	-192.86	-230.23	-276.99
长期股权投资	855.97	1,010.5	1,010.52	1,010.5	1,010.5	资产减值损失	399.40	433.87	300.00	300.00	300.00
固定资产	3,977.8	3,665.6	2,974.56	2,376.8	1,772.4	公允价值变动收	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00
在建工程	1,049.8	1,195.3	1,295.33	1,295.3	1,295.3	投资净收益	17.43	60.73	40.00	40.00	40.00
无形资产	1,365.6	1,035.6	936.05	831.43	721.81	其他	261.25	378.72	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	1,521.9	1,250.6	1,120.21	1,017.6	987.43	<b>营业利润</b>	<b>1,044.98</b>	<b>1,424.72</b>	<b>1,622.14</b>	<b>1,869.80</b>	<b>2,098.40</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,771.2</b>	<b>8,157.8</b>	<b>7,336.67</b>	<b>6,531.7</b>	<b>5,787.4</b>	营业外净收益	216.35	-14.17	20.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>19,790.</b>	<b>20,961.</b>	<b>22,991.8</b>	<b>24,569.</b>	<b>26,089.</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,261.33</b>	<b>1,410.55</b>	<b>1,642.14</b>	<b>1,869.80</b>	<b>2,098.40</b>
短期借款	239.21	199.03	0.00	0.00	0.00	所得税	50.79	21.07	24.03	27.45	30.88
应付账款+票据	3,459.3	3,724.0	3,841.33	3,868.8	3,926.4	<b>净利润</b>	<b>1,210.54</b>	<b>1,389.48</b>	<b>1,618.11</b>	<b>1,842.35</b>	<b>2,067.53</b>
其他	2,285.1	2,462.8	3,407.03	3,645.2	3,635.7	少数股东损益	44.62	64.59	75.00	85.00	95.00
<b>流动负债合计</b>	<b>5,983.6</b>	<b>6,385.9</b>	<b>7,248.3</b>	<b>7,514.0</b>	<b>7,562.1</b>	<b>归属于母公司净</b>	<b>1,165.92</b>	<b>1,324.90</b>	<b>1,548.11</b>	<b>1,767.35</b>	<b>1,987.53</b>
长期带息负债	10.70	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>主要财务比率</b>					
长期应付款	9.01	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	709.47	633.48	648.06	648.06	648.06	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>729.18</b>	<b>633.48</b>	<b>648.06</b>	<b>648.06</b>	<b>648.06</b>	营业收入	4.78%	6.68%	7.95%	6.95%	5.88%
<b>负债合计</b>	<b>6,712.8</b>	<b>7,019.4</b>	<b>7,896.43</b>	<b>8,162.1</b>	<b>8,210.2</b>	EBIT	-0.09%	19.28%	4.91%	13.13%	11.09%
少数股东权益	725.66	608.91	678.91	753.91	833.91	EBITDA	1.71%	13.37%	26.85%	10.12%	5.02%
股本	2,544.9	2,544.9	2,544.90	2,544.9	2,544.9	归属于母公司净	4.07%	13.64%	16.85%	14.16%	12.46%
资本公积	2,851.9	2,851.9	2,851.90	2,851.9	2,851.9	<b>获利能力</b>					
留存收益	6,990.3	7,936.0	9,019.71	10,256.	11,648.	毛利率	37.81%	36.30%	37.58%	37.69%	37.80%
<b>股东权益合计</b>	<b>13,112.</b>	<b>13,941.</b>	<b>15,095.4</b>	<b>16,407.</b>	<b>17,878.</b>	净利率	10.75%	13.25%	12.71%	13.54%	14.35%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,790.</b>	<b>20,961.</b>	<b>22,991.8</b>	<b>24,569.</b>	<b>26,089.</b>	ROE	9.77%	10.42%	10.74%	11.29%	11.66%
						ROIC	12.53%	16.94%	24.61%	43.09%	59.04%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	33.92%	33.49%	34.34%	33.22%	31.47%
净利润	987.24	1,111.7	1,558.31	1,802.3	2,027.5	流动比率	1.84	2.00	2.16	2.40	2.68
折旧摊销	366.48	347.04	743.27	774.93	714.24	速动比率	1.08	1.57	1.81	2.04	2.32
财务费用	6.28	7.37	-192.86	-230.23	-276.99	<b>营运能力</b>					
存货减少	-210.96	-5.86	-67.52	-239.61	-36.58	应收账款周转率	12.49	13.17	13.79	13.32	13.89
营运资金变动	252.08	302.31	1,258.32	153.15	-53.12	存货周转率	2.93	3.36	3.45	3.34	3.48
其它	420.73	435.44	300.30	300.00	300.00	总资产周转率	0.56	0.56	0.55	0.55	0.55
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,821.8</b>	<b>2,198.0</b>	<b>3,599.81</b>	<b>2,560.6</b>	<b>2,675.0</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	600.06	559.80	150.00	150.00	150.00	每股收益	0.46	0.52	0.61	0.69	0.78
长期投资	4,968.8	2,246.7	120.00	120.00	120.00	每股经营现金流	0.72	0.86	1.41	1.01	1.05
其他	6,267.2	4,534.2	-2,052.	40.00	40.00	每股净资产	4.87	5.24	5.66	6.15	6.70
<b>投资活动现金流</b>	<b>698.33</b>	<b>1,727.7</b>	<b>-2,322.6</b>	<b>-230.00</b>	<b>-230.00</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	16.15	-67.36	-199.03	0.00	0.00	市盈率	15.70	13.68	12.28	10.76	9.56
股权融资	0.00	5.64	0.00	0.00	0.00	市净率	1.53	1.43	1.32	1.21	1.12
其他	-388.14	-432.38	-256.99	-299.98	-319.27	EV/EBITDA	9.65	6.60	3.81	2.65	1.72
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-371.99</b>	<b>-494.10</b>	<b>-456.02</b>	<b>-299.98</b>	<b>-319.27</b>	EV/EBIT	12.70	8.25	5.76	3.90	2.39
<b>现金净增加额</b>	<b>2,147.1</b>	<b>3,431.1</b>	<b>821.19</b>	<b>2,030.6</b>	<b>2,125.8</b>						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-85603281

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元  
 电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210