

主营稳定，分红提升，业绩双数增长

投资要点

- **事件:** 公司公告 2018 年年报, 2018 年实现营收 117.9 亿元 (+6.7%), 实现归母净利润 13.2 亿元 (+13.6%), 实现归母扣非净利润 10 亿元 (+29.9%)。公司同时公告 2019 年一季报, 2019Q1 实现营收 23.5 亿元 (+14.9%), 实现归母净利润 3.2 亿元 (+20.9%), 实现归母扣非净利润 2.7 亿元 (+34.5%), 公司业绩超预期。
- **公司年报业绩实现双数增长。**公司归母净利润大幅提升的原因有: 1) 主营稳定, 2018 年实现营收 117.9 亿元, 增速较 2017 年提升 1.9 个百分点; 2) 费用控制较好, 2018 年实现利息收入 2.1 亿元, 在降本增效的策略下, 销售费用和管理费用较 2017 年基本持平; 3) 公司处置资产带来 4274 万元的投资收益等。
- **受库存纸张成本的影响, 公司教材教辅出版发行的毛利率短期承压, 2019 年或将得到改善。**受公司前期库存纸张成本较高的影响, 2018 年, 公司教材出版毛利率下滑 4.9 个百分点, 教材发行毛利率下滑 10.7 个百分点。预计在滚动采购、公司库存纸价回稳下, 公司教材教辅出版发行的毛利率有望回升。
- **账上货币资金超 90 亿元, 分红占公司归母净利润的比例提升 24.9 个百分点至 57.6%。**截至 2018 年底, 公司账上货币资金 91.4 亿元, 货币资金充足。分红方面, 2018 年公司拟每 10 股派息 3 元 (含税), 现金分红 7.6 亿元, 占公司归母净利润的 57.6%, 同比提升 24.9 个百分点。
- **新业态开始变现, 新管理层上任。**截至 2019 年 4 月 26 日, 公司旗下学科网的会员数量已近 2630 万人, 覆盖超过 90% 的全国百强中小学, 2018 年凤凰学易 (学科网) 实现营收 1.3 亿元, 同比增长 36%, 净利润 1244 万元, 首次扭亏为盈。同时, 公司 2019 年 4 月中旬公告, 将聘任余江涛先生为公司总经理 (此前为公司副总经理), 或将为公司带来新发展。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.57 元、0.63 元、0.67 元。基于 1) 公司 2018 年底账面货币资金 91.4 亿元, 具备可想象空间; 2) 公司分红率大幅提升, 3) 背靠教育、人口大省, 公司教材教辅业务根基稳固, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新业务拓展成效或不及预期风险, 原材料纸价上涨风险。

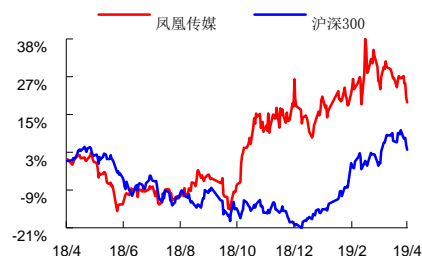
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11788.70	12675.98	13593.06	14544.78
增长率	6.68%	7.53%	7.23%	7.00%
归属母公司净利润 (百万元)	1324.90	1457.26	1602.40	1692.57
增长率	13.63%	9.99%	9.96%	5.63%
每股收益 EPS (元)	0.52	0.57	0.63	0.67
净资产收益率 ROE	9.97%	10.11%	10.18%	9.88%
PE	15	14	13	12
PB	1.53	1.41	1.30	1.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 张闻宇
 电话: 021-58351917
 邮箱: zwy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	25.45
流通 A 股(亿股)	25.45
52 周内股价区间(元)	5.73-9.37
总市值(亿元)	204.10
总资产(亿元)	224.57
每股净资产(元)	5.36

相关研究

1. 凤凰传媒 (601928): 教材教辅有望量价齐升, 新业务进入收获期 (2018-11-02)

关键假设：

公司的主要业务为教材教辅、一般图书的出版、发行，以及围绕出版发行业务开展的印刷、新业务等。

教材出版发行业务：公司负责江苏省、海南省教材的发行工作，预计在学生人数触底回升、以及 2018 年秋季教材涨价之后，公司教材出版发行业务发展速度将高于之前年份，2018 年由于纸价的影响，公司毛利率回落，预计在滚动采购，纸价回稳的情况下，公司毛利率有望回升。

教辅出版发行业务：公司具有江苏省、海南省的线下发行渠道优势，预计公司教辅业务平稳发展，毛利率维持在 35% 左右。

一般图书出版发行业务：公司具有稳定的线上、线下发行渠道，预计在纸价企稳的背景下，公司一般图书业务保持平稳发展，毛利率回升至 32% 左右。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
教材出版发行	收入	3465.2	3846.4	4192.5	4527.9
	增速	17.0%	11.0%	9.0%	8.0%
	毛利率	24.6%	30.0%	30.0%	30.0%
教辅出版发行	收入	3802.8	4,164.0	4,538.8	4,947.3
	增速	9.3%	9.5%	9.0%	9.0%
	毛利率	35.0%	35.2%	35.2%	35.2%
一般图书出版发行	收入	3461.2	3,530.5	3,565.8	3,601.4
	增速	3.1%	2.0%	1.0%	1.0%
	毛利率	32.1%	32.0%	32.0%	32.0%
报纸及报刊出版发行	收入	190.5	194.4	198.2	202.2
	增速	-26.7%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	39.1%	39.0%	39.0%	39.0%
音像制品出版发行	收入	127.9	134.2	141.0	148.0
	增速	-2.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	32.7%	37.0%	37.0%	37.0%
文化用品及其他出版发行	收入	1111.1	1,166.7	1,225.0	1,286.2
	增速	-16.4%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	12.7%	13.0%	13.0%	13.0%
印刷	收入	141.13	142.5	144.0	146.1
	增速	-58.0%	1.0%	1.0%	1.5%
	毛利率	7.4%	12.0%	12.0%	12.0%
数据服务	收入	223.8	228.2	235.1	242.1
	增速	7.8%	2.0%	3.0%	3.0%
	毛利率	60.5%	50.0%	60.0%	70.0%
软件行业	收入	140.4	154.4	169.9	186.8

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	增速	-30.4%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	36.7%	36.7%	36.7%	36.7%
影视	收入	88.1	88.1	88.1	88.1
	增速	-5.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	71.9%	70.0%	70.0%	70.0%
游戏行业	收入	73.2	0.0	0.0	0.0
	增速	-6.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	40.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他主营业务	收入	382.3	420.6	462.6	508.9
	增速	10.9%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	34.4%	34.4%	34.4%	34.4%
其他业务	收入	497.9	522.8	548.9	576.4
	增速	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	79.1%	79.0%	79.0%	79.0%
内部抵销	-2,204	-1,917	-1,916.8	-1,916.8	-1,916.8
	-10.9%	13.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	8.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
合计	收入	11788.7	12,676.0	13,593.1	14,544.8
	增速	6.7%	7.5%	7.2%	7.0%
	毛利率	36.3%	37.4%	37.3%	37.2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11788.70	12675.98	13593.06	14544.78	净利润	1389.48	1528.30	1680.52	1775.08
营业成本	7509.61	7929.69	8520.23	9131.46	折旧与摊销	347.04	225.59	225.59	225.59
营业税金及附加	87.16	95.27	103.99	110.00	财务费用	-196.42	9.03	10.28	10.79
销售费用	1532.85	1647.88	1767.10	1890.82	资产减值损失	433.87	150.00	100.00	100.00
管理费用	1436.35	1544.46	1656.20	1772.16	经营营运资本变动	3026.94	202.82	162.73	165.15
财务费用	-196.42	9.03	10.28	10.79	其他	-2812.87	22.18	-850.18	-250.27
资产减值损失	433.87	150.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	2188.04	2137.92	1328.93	2026.33
投资收益	238.01	280.00	300.00	300.00	资本支出	119.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1608.52	280.00	300.00	300.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	1727.70	280.00	300.00	300.00
营业利润	1424.72	1579.66	1735.27	1829.56	短期借款	-40.17	-199.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-14.16	-14.42	-14.33	-14.36	长期借款	-10.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	1410.55	1565.24	1720.94	1815.19	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	21.07	36.93	40.42	40.11	支付股利	0.00	-264.98	-291.45	-320.48
净利润	1389.48	1528.30	1680.52	1775.08	其他	-443.22	-94.39	-10.28	-10.79
少数股东损益	64.59	71.04	78.11	82.51	筹资活动现金流净额	-494.10	-558.40	-301.73	-331.27
归属母公司股东净利润	1324.90	1457.26	1602.40	1692.57	现金流量净额	3421.18	1859.52	1327.20	1995.07
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9142.16	11001.68	12328.88	14323.94	成长能力				
应收和预付款项	1650.74	1727.66	1858.16	1996.37	销售收入增长率	6.68%	7.53%	7.23%	7.00%
存货	2235.85	1908.75	2534.75	2567.01	营业利润增长率	11.84%	10.88%	9.85%	5.43%
其他流动资产	533.83	574.01	615.54	658.64	净利润增长率	14.78%	9.99%	9.96%	5.63%
长期股权投资	1010.52	1010.52	1010.52	1010.52	EBITDA 增长率	0.58%	15.17%	8.65%	4.81%
投资性房地产	764.07	764.07	764.07	764.07	获利能力				
固定资产和在建工程	4858.12	4700.79	4543.46	4386.12	毛利率	36.30%	37.44%	37.32%	37.22%
无形资产和开发支出	1196.08	1144.29	1092.51	1040.73	三费率	23.52%	25.26%	25.26%	25.26%
其他非流动资产	371.49	355.02	338.55	322.08	净利率	11.79%	12.06%	12.36%	12.20%
资产总计	21762.85	23186.77	25086.41	27069.47	ROE	9.97%	10.11%	10.18%	9.88%
短期借款	199.03	0.00	0.00	0.00	ROA	6.38%	6.59%	6.70%	6.56%
应付和预收款项	5883.29	6291.61	6750.65	7225.75	ROIC	22.01%	40.73%	48.62%	53.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.36%	14.31%	14.50%	14.20%
其他负债	1738.79	1775.45	1827.00	1880.35	营运能力				
负债合计	7821.11	8067.07	8577.65	9106.10	总资产周转率	0.56	0.56	0.56	0.56
股本	2544.90	2544.90	2544.90	2544.90	固定资产周转率	3.09	3.54	3.97	4.45
资本公积	2851.90	2851.90	2851.90	2851.90	应收账款周转率	13.61	14.03	13.76	13.81
留存收益	7850.67	9042.95	10353.90	11725.99	存货周转率	2.72	3.45	3.48	3.48
归属母公司股东权益	13332.83	14439.76	15750.70	17122.79	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.08%	—	—	—
少数股东权益	608.91	679.95	758.06	840.57	资本结构				
股东权益合计	13941.74	15119.70	16508.77	17963.37	资产负债率	35.94%	34.79%	34.19%	33.64%
负债和股东权益合计	21762.85	23186.77	25086.41	27069.47	带息债务/总负债	2.54%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.01	2.18	2.31	2.44
					速动比率	1.68	1.90	1.98	2.12
					股利支付率	0.00%	18.18%	18.19%	18.93%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.57	0.63	0.67
					每股净资产	5.24	5.67	6.19	6.73
					每股经营现金	0.86	0.84	0.52	0.80
					每股股利	0.00	0.10	0.11	0.13
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1575.33	1814.27	1971.14	2065.93					
PE	15.41	14.01	12.74	12.06					
PB	1.53	1.41	1.30	1.19					
PS	1.73	1.61	1.50	1.40					
EV/EBITDA	5.69	3.81	2.83	1.74					
股息率	0.00%	1.30%	1.43%	1.57%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知悉范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn