

持有

2019年8月16日

提高派息比例，预计保持 20% 的收入增长

► **Q2 业绩：**总收入 3.951 亿元，同比增长 8.6%，主要由于塔读和天博业务的并表，传统业务收入同比下降 28.5%。其中，广告收入 3.248 亿元，同比增长 2.3%；付费业务收入 7030 万元，同比增长 51%，其中付费内容收入同比增长 126.7%。归属于公司的净亏损 7010 万元，净亏损率 17.7%。Non-GAAP 归属于公司的净亏损 6640 万元，Non-GAAP 净亏损率 16.8%。

► **Q3 指引：**总收入 3.734-3.934 亿元，同比增长 13.4%-19.5%。其中，广告收入 3.12-3.27 亿元，同比增长 10.9%至 16.2%；付费业务收入 6140-6640 万元，同比增长 28.3%-38.7%。

► **提高现金分红比例：**由于外汇管制趋紧，公司出售一点资讯的交易预计将推迟完成。出售的股份从 32%提高至 34%，交易价格保持不变。为了更好地回馈股东，公司提升现金分红比例，拟将出售所获得资金的 25%-50%用以派发特别股息，此前该比例为 15%-25%。该交易待股东大会批准后，公司将确定具体的分红比例、派发时间和形式（一次性或者阶段性分红）。

► **预计保持 20% 的收入增长，亏损缩减：**天博和塔读的并表将为公司带来新的收入增长动力。天博主要运营凤凰网房产频道及房产广告销售业务，Q2 收入 8460 万元，过去 5 年收入的 CAGR 超过 70%，预计未来仍能保持。塔读 Q2 收入 4920 万元，预计全年收入同比增长 70-80%。IP 方面，公司也在推出新的作品，预计全年收入将实现 3-4 倍的增长。传统业务方面，新闻客户端在经历了去年的停更处罚后，用户留存率、运营数据等逐渐好转，公司也新增了广告库存，通过放量推动广告收入增长。综合考虑，我们预计公司未来 3 年将保持 20% 的收入增速。公司也将更好地进行费用控制和成本优化，预计 2020 年亏损将大幅缩减，2021 年核心业务实现盈亏平衡。

► **目标价 3.49 美元，持有评级：**2019-2021 年，预计总收入 17、20 和 24 亿元，同比增长 20%、21%和 20%。净亏损 2.6 亿元、1.6 亿元和 7805 万元。采用分部估值法，目标价 3.49 美元，对比当前股价有 14.51% 的上升空间，维持持有评级。

李倩

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	3.05 美元
目标价	3.49 美元 (+14.51%)
股票代码	FENG
已发行股本	72.75 百万 ADS/5.82 亿股
总市值	2.2 亿美元
52 周高/低	5.30 美元/2.56 美元
每 ADS 净现值	6.62 美元
主要股东	凤凰卫视 54.50% International Value Advisers, LLC 13.43% Fil Limited 5.25%

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	17年历史	18年历史	19年预测	20年预测	21年预测
净营业收入 (千美元)	225,013	196,768	236,320	286,433	343,093
变动	9.01%	-12.55%	20.10%	21.21%	19.78%
Non-GAAP净利润	7,433	-7,798	-34,093	-18,986	-7,130
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	0.10	-0.11	-0.47	-0.26	-0.10
变动	-38.40%	-203.78%	-334.28%	44.31%	62.45%
基于3.05美元的市盈率 (估)	29.48	N.A	N.A	N.A	N.A
每ADS派息 (美元)	0.0	0.0	0.9	0.9	0.0
股息现价比	0.00%	0.00%	30.13%	30.13%	0.00%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表					
单位：千人民币,财务年度：12月31日					
	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
总主营业务收入	1,575,092	1,377,379	1,654,241	2,005,030	2,401,649
- 主营业务收入成本	-727,197	-596,548	-827,120	-982,465	-1,152,792
毛利	847,895	780,831	827,120	1,022,565	1,248,858
营业开支	-832,912	-904,853	-1,108,341	-1,243,118	-1,428,981
- 行政管理费用	-146,923	-162,568	-206,780	-220,553	-252,173
- 市场营销费用	-493,664	-537,562	-650,117	-731,836	-840,577
- 技术和开发开支	-192,325	-204,723	-251,445	-290,729	-336,231
营业利润	14,983	-124,022	-281,221	-220,553	-180,124
其他收入	34,224	78,515	82,712	100,251	120,082
税前利润	49,207	-45,507	-198,509	-120,302	-60,041
- 所得税支出	-14,783	-20,105	-59,553	-36,091	-18,012
净利润	34,424	-65,612	-258,062	-156,392	-78,054
少数股东权益	3,048	2,390	2,868	3,442	4,130
普通股股东所得净利润	37,472	-63,222	-255,194	-152,951	-73,924
折旧与摊销	35,618	32,471	46,656	51,322	54,956
Non-GAAP 净利润	52,028	-54,585	-238,651	-132,900	-49,907
主营业务增长 (%)	9.0%	-12.6%	20.1%	21.2%	19.8%
Non-GAAP 净利润 增长率 (%)	-38.3%	-204.9%	-337.2%	44.3%	62.4%

资产负债表					
	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
+ 现金与现金等同、限制性现金	699,562	443,672	2,194,258	1,575,417	1,516,437
+ 短期投资	737,657	912,594	912,594	912,594	912,594
+ 应收账款与票据	458,744	484,113	485,771	535,970	582,606
+ 其他流动资产	347,303	180,191	180,191	180,191	180,191
总计流动资产	2,243,266	2,020,570	3,772,813	3,204,173	3,191,828
+ 净固定资产	64,454	95,631	90,743	85,367	79,453
+ 无形资产	6,712	97,448	92,497	87,050	82,557
+ 可供出售资产	1,196,330	1,961,474	1,961,474	1,961,474	1,961,474
+ 权益投资	15,342	33,694	33,694	33,694	33,694
+ 其他长期资产	12,544	23,454	23,454	23,454	23,454
总计长期资产	1,355,842	2,610,149	2,600,310	2,589,487	2,579,079
总资产	3,599,108	4,630,719	6,373,123	5,793,660	5,770,907
+ 应付账款	262,657	264,753	279,107	302,297	329,370
+ 短期借款	330,000	267,665	267,665	267,665	267,665
+ 其他短期负债	479,274	540,849	544,818	548,907	553,118
总计流动负债	1,071,931	1,073,267	1,091,590	1,118,869	1,150,153
+ 长期借款	24,714	26,131	26,131	26,131	26,131
+ 其他长期负债	1,312	140,960	140,960	140,960	140,960
总长期负债	26,026	167,091	167,091	167,091	167,091
总负债	1,097,957	1,240,358	1,258,681	1,285,960	1,317,244
总股东权益	2,501,151	3,390,361	5,114,442	4,507,700	4,453,663

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务能力分析					
	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	53.8%	56.7%	50.0%	51.0%	52.0%
净利率 (%)	2.2%	-4.8%	-15.6%	-7.8%	-3.2%
Non-GAAP 净利率	3.3%	-4.0%	-14.4%	-6.6%	-2.1%
营运表现					
行政管理费用/收入 (%)	-9.3%	-11.8%	-12.5%	-11.0%	-10.5%
技术和开发费用/收入 (%)	-12.2%	-14.9%	-15.2%	-14.5%	-14.0%
市场营销费用/收入 (%)	-31.3%	-39.0%	-39.3%	-36.5%	-35.0%
实际税率 (%)	30.0%	-44.2%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
股息支付率 (%)					
库存周转					
应收账款天数	100.1	104.0	107.0	93.0	85.0
应付账款天数	131.4	116.4	120.0	108.0	100.0
财务状况					
总负债/总资产	30.5%	26.8%	19.7%	22.2%	22.8%
收入/净资产	63.0%	40.6%	32.3%	44.5%	53.9%
经营性现金流/收入	11.0%	-5.6%	-10.8%	-5.4%	-0.6%

现金流量表					
	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
+ 净利润	34,424	-65,612	-258,062	-156,392	-78,054
+ 折旧、摊销	35,618	32,471	46,656	51,322	54,956
+ 其他非现金调整	37,316	24,755	16,542	20,050	24,016
+ 非现金运营资本变动	65,504	-57,873	16,666	-22,922	-15,351
经营活动现金流量	172,980	-76,824	-178,197	-107,942	-14,432
+ 资本支出	-27,800	-55,950	-36,817	-40,499	-44,548
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	21,410	-58,762	2,436,000	0	0
投资活动现金	-6,390	-114,712	2,399,183	-40,499	-44,548
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期拆借变动	328,511	250,492	0	0	0
+ 长期借款增加	0	0	0	0	0
+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 股本增加	0	0	0	0	0
+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他融资活动	12,368	3,677	0	0	0
融资所得现金	-16,234	-75,831	-470,400	-470,400	0
期初现金	557,296	699,562	443,672	2,194,258	1,575,417
现金净增减	142,266	-255,890	1,750,586	-618,841	-58,981
现金剩余	699,562	443,672	2,194,258	1,575,417	1,516,437

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。