



分析师：胡纯青
 Tel: 021-53686150
 E-mail: huchunqing@shzq.com
 SAC 证书编号：S0870518110001

基本数据（截止 2019 年 9 月 2 日）

| | |
|------------------|-----------|
| 报告日股价（元） | 8.79 |
| 12mth A 股价格区间（元） | 5.66/9.77 |
| 总股本（百万股） | 2544.90 |
| 无限售 A 股/总股本 | 100% |
| 流通市值（亿元） | 223.70 |
| 每股净资产（元） | 5.29 |

主要股东（2019H1）

| | |
|--------------------------------|--------|
| 江苏凤凰出版传媒集团有限公司 | 46.08% |
| 凤凰集团-华泰联合证券-16 凤凰 EB 担保及信托财产专户 | 26.72% |
| 中国证券金融股份有限公司 | 2.94% |

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



扣非净利润大增 34.73%，教材教辅业务受益量价齐升

■ 公司动态事项

公司公布了2019年半年报，公司实现营收61.87亿元，同比增长15.08%；实现归母净利润8.87亿元，同比增长14.10%；实现扣非后归母净利润8.18亿元，同比增长34.73%。

■ 事项点评

出版发行业务收入实现两位数增长，教材教辅业务实现量价齐升
 公司上半年出版业务实现收入20.23亿元，同比增长24.57%；发行业务实现收入48.46亿元，同比增长16.53%。我们认为，公司出版发行业务双双实现两位数增长主要得益于业务主体的教材教辅业务实现量价齐升。从数量的角度看，受益于江苏省学龄人口增长、中考扩招、再加上公司恢复了与人教社的教材租型协议，多方共同发力，拉动公司教材教辅发行规模实现了较大幅度的增长。2019年春季江苏省共征订教材教辅2.17亿册，册数同比增加1500万册，增幅约达7.5%。从价格的角度看，2018年，受当时纸张价格上涨影响，江苏省时隔多年首次上调了省内中小学教材的印张价格，带动征订及零售市场教材价格上涨。而近期的基准纸价较去年高峰期略有降低，公司教材教辅业务利润率上升空间随之打开。上半年，公司出版业务毛利率33.63%，较去年同期大幅增长6.78个百分点。

期间费用率降低，提升运营效率

公司期间费用率21.17%，较去年同期降低2.85个百分点，公司管理费用率及财务费用率均有较为明显的降低。管理费用率降低得益于公司进一步优化ERP系统，为公司提升管理质量，提高运营效率提供了有力支撑；财务费用率降低，主要系利息收入增加。报告期内，公司购买银行理财产品的余额超20亿元。公司上半年净利率有所下滑，主要是去年通过处置长期股权投资确认投资收益近1亿元，而今年无相关收益所致。剔除非经常性损益后，公司净利润同比增长34.73%。

智慧教育持续快速发展，学科网流量大幅增长

公司间接持有凤凰学易35.22%股份，上半年公司实现收入7314万元，同比增长26.69%；实现净利润148万元，成功扭亏。凤凰学易主要经营教师备课资源网站学科网。上半年，学科网与合作学校新签约协议数7474份，同比增长49.90%。累计转化教师用户154.98万个，覆盖学校达1.75万所。网站流量大幅上升，ALEXA国内排

名最高达 457 名。

■ 盈利预测与估值

公司资产结构优化、运营效率提升、国内在校生人数增长、纸价高位回落等因素将共同推动公司业绩持续较快增长。预计公司 2019-2021 年归属于母公司股东净利润分别为 15.54 亿元、17.19 亿元和 19.01 亿元；EPS 分别为 0.61 元、0.68 元和 0.75 元，对应 PE 为 14.41、12.93 和 11.72 倍，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

政策风险；行业竞争加剧；原材料价格波动；商业地产运营情况低于预期

■ 数据预测与估值：（按最新股本摊薄）

| 至 12 月 31 日(¥. 百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 11788.70 | 12716.10 | 13686.99 | 14686.79 |
| 年增长率 | 6.68% | 7.87% | 7.64% | 7.30% |
| 归母净利润 | 1324.90 | 1553.07 | 1718.52 | 1900.68 |
| 年增长率 | 13.63% | 17.22% | 10.65% | 10.60% |
| 每股收益（元） | 0.52 | 0.61 | 0.68 | 0.75 |
| PE | 16.90 | 14.41 | 12.93 | 11.72 |

资料来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

资产负债表(单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 8,395.86 | 9,180.70 | 11,597.65 | 13,006.70 |
| 应收和预付款项 | 1,650.74 | 1,685.61 | 1,913.42 | 1,956.17 |
| 存货 | 2,235.85 | 2,657.27 | 2,655.60 | 3,089.87 |
| 其他流动资产 | 520.86 | 520.86 | 520.86 | 520.86 |
| 流动资产合计 | 12,803.31 | 14,044.44 | 16,687.53 | 18,573.59 |
| 长期股权投资 | 1,010.52 | 1,110.52 | 1,210.52 | 1,310.52 |
| 投资性房地产 | 764.07 | 764.07 | 764.07 | 764.07 |
| 固定资产和在建工程 | 4,860.96 | 4,976.20 | 5,066.43 | 5,131.66 |
| 无形资产和开发支出 | 1,196.08 | 1,196.08 | 1,196.08 | 1,196.08 |
| 其他非流动资产 | 326.21 | 271.31 | 216.40 | 161.50 |
| 非流动资产合计 | 8,157.83 | 8,318.16 | 8,453.49 | 8,563.82 |
| 资产总计 | 20,961.14 | 22,362.60 | 25,141.01 | 27,137.41 |
| 短期借款 | 199.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 6,177.00 | 6,132.74 | 7,091.18 | 7,074.69 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 643.37 | 643.37 | 643.37 | 643.37 |
| 负债合计 | 7,019.40 | 6,776.11 | 7,734.55 | 7,718.06 |
| 股本 | 2,544.90 | 2,544.90 | 2,544.90 | 2,544.90 |
| 资本公积 | 2,851.90 | 2,851.90 | 2,851.90 | 2,851.90 |
| 留存收益 | 7,936.03 | 9,489.10 | 11,207.62 | 13,108.30 |
| 少数股东权益 | 608.91 | 700.59 | 802.05 | 914.25 |
| 股东权益合计 | 13,941.74 | 15,586.49 | 17,406.47 | 19,419.36 |
| 负债和股东权益总计 | 20,961.14 | 22,362.60 | 25,141.01 | 27,137.41 |

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 经营活动现金流 | 2,198.00 | 1,192.92 | 2,584.69 | 1,533.75 |
| 投资活动现金流 | 1,727.70 | (401.50) | (401.50) | (401.50) |
| 融资活动现金流 | (494.10) | (6.58) | 233.76 | 276.80 |
| 净现金流 | 3,431.14 | 784.84 | 2,416.95 | 1,409.05 |

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表(单位: 百万元)

| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 11,788.70 | 12,716.10 | 13,686.99 | 14,686.79 |
| 营业成本 | 7,509.61 | 8,022.95 | 8,711.18 | 9,420.48 |
| 营业税金及附加 | 87.16 | 94.02 | 101.20 | 108.59 |
| 营业费用 | 1,532.85 | 1,653.09 | 1,724.56 | 1,791.79 |
| 管理及研发费用 | 2,269.40 | 1,600.21 | 1,667.64 | 1,730.71 |
| 财务费用 | (196.42) | (192.45) | (233.76) | (276.80) |
| 资产减值损失 | 433.87 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 投资收益 | 238.01 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 1,424.72 | 1,568.28 | 1,746.17 | 1,942.02 |
| 营业外收支净额 | (14.16) | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 利润总额 | 1,410.55 | 1,668.28 | 1,846.17 | 2,042.02 |
| 所得税 | 21.07 | 23.52 | 26.19 | 29.13 |
| 净利润 | 1,389.48 | 1,644.75 | 1,819.97 | 2,012.89 |
| 少数股东损益 | 64.59 | 91.68 | 101.45 | 112.21 |
| 归属母公司股东净利润 | 1,324.90 | 1,553.07 | 1,718.52 | 1,900.68 |
| 财务比率分析 | | | | |
| 指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 总收入增长率 | 6.68% | 7.87% | 7.64% | 7.30% |
| EBIT增长率 | 7.73% | 52.74% | 9.25% | 9.48% |
| 净利润增长率 | 29.01% | 41.95% | 10.65% | 10.60% |
| 毛利率 | 36.30% | 36.91% | 36.35% | 35.86% |
| EBIT/总收入 | 7.73% | 52.74% | 9.25% | 9.48% |
| 净利润率 | 22.20% | 41.95% | 10.65% | 10.60% |
| 资产负债率 | 33.49% | 30.30% | 30.76% | 28.44% |
| 流动比率 | 2.00 | 2.29 | 2.35 | 2.62 |
| 净资产收益率(ROE) | 8.21% | 10.43% | 10.35% | 10.27% |
| 存货周转率 | 3.36 | 3.02 | 3.28 | 3.05 |
| 应收账款周转率 | 13.17 | 12.41 | 13.14 | 12.49 |

分析师承诺

胡纯青

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。