

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 传媒/出版发行

### 报告原因：业绩公告

2020 年 5 月 8 日

## 凤凰传媒 (601928.SH)

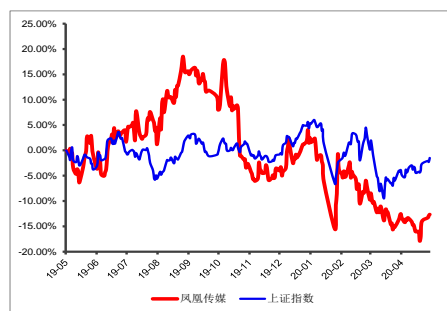
### 教育出版发行奠定业绩基础，大众图书出版行业领先

## 首次评级

### 增持

公司研究/点评报告

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2020 年 5 月 8 日

收盘价(元):	6.64
年内最高/最低(元):	9.4/6.21
流通 A 股/总股本(亿):	25/25
流通 A 股市值(亿):	169
总市值(亿):	169

#### 基础数据：2020 年 3 月 31 日

基本每股收益	0.10
摊薄每股收益:	0.10
每股净资产(元):	5.58
净资产收益率:	1.84%

分析师：徐雪洁

执业证书编号：S0760516010001

电话：0351-8686801

邮箱：xuxuejie@sxzq.com

联系人：徐雪洁

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

#### 事件描述

公司于 4 月 30 日发布 2019 年年报，报告期内公司实现营业收入 125.85 亿元，同比增长 6.76%；实现归属于上市公司股东的净利润 13.43 亿元，同比增长 1.41%。向全体股东每 10 股派发现金股利 3.00 元（含税）。

#### 事件点评

扣非净利润增长 16.35%，Q4 资产减值增加致业绩环比减少。1) 2019Q4 公司实现营业收入 39.25 亿元，YOY-0.17%，QOQ58.71%，实现归母净利润 2.05 亿元，YOY-7.20%，QOQ-24.02%；Q4 公司计提资产减值损失 2.30 亿致净利润环比减少。2019 年公司扣非后归母净利润为 11.72 亿元，同比增长 16.35%。2) 2019 年公司毛利率提升 0.99%至 37.29%；销售、管理、研发及财务费用率分别为 13.54% (+0.53%)、11.98% (-0.20%)、0.26% (-0.05%)、-2.23% (-0.56%)，销售费用率受发行集团电商业务规模扩大销售成本增加所致小幅上升。3) 2019 年公司经营活动产生的现金流净额为 23.89 亿元，同比增长 9.17%。

教育出版发行奠定业绩基础，一般图书内容领先，强化线上发行能力。1) 公司目前拥有中小学课标教材总数为 19 种，教育产品覆盖 28 省 4000 多万学生，品种数和市场份额均居全国第 2 位。2019 年公司教材教辅发行与出版实现销量 6.94 亿册、3.61 亿册，同比增长 10.35%、-8.34%；销售码洋 65.85 亿元、37.48 亿元，同比增长 8.35%、2.07%；实现营业收入 54.72 亿元、20.19 亿元，同比增长 5.81%、-3.73%。2) 一般图书方面，2019 年公司销售 10 万册以上图书 53 种，5 万-10 万册图书 100 种，在文学、生活、少儿等多个品类排名领先，被北京开卷列为出版集团实洋市场份额第二位；2019 年公司一般图书出版实现销售量 9884 万册，销售码洋 35.22 亿元，营业收入 13.78 亿元，同比增长 0.03%、3.31%、1.15%；一般图书发行销售量 1.21 亿册，销售码洋 31.99 亿元，营业收入 24.05 亿元，同比增长 14.35%、9.14%、14.56%。3) 渠道方面，线下以“中心书城建平台、小微书店成产品”为理念进行实体书店转型升级，打造特色书店吸引线下流量；线上发行能力不断强化，2019 年公司电商销售实现码洋 10.03 亿元，营业收入 5.35 亿元，在行业电商天猫平台、京东平台均列第 4 名。

加快推动内容数字化，搭建融合出版精品生产体系。1) 数字教育方面，公司与省教育厅建立战略合作关系，通过在教学资源、应用服务体系、大数据服务、装备服务等共同在江苏省推动教育信息化。其中公司与省教育厅合作开展的名师空中课堂已上线视频资源 5000 多个；中标江苏省义务教育阶段语音学习网络系统采购项目秋季学期征订用户数达 430 万人。2) 教育平台方面，2019 年学科网流量上升，B 端合作学校新签约 12519 份协议，同比增长 57.91%；C 端业务资源优势显现，单月收入突破 300 万，全年收入 2679.43 万元。凤凰学易 2019 年营业收入 16320 万元，同比增长 27.85%。3) 数字出版方面，在图书听荐、有声书、知识服务课程方面建设了一批优质内容，并研发了智能学习音箱和“凤凰书苑”APP 等产品。4) 20 年公司将分别以“凤凰书苑”为抓手整合各领域优质内容推动大众融合出版；以“凤凰学易”为龙头整合专业化教材教辅资源，

学科网深化 B 端应用场景及 C 端 K12 优质内容分享付费服务平台；凤凰职业教育课程服务云平台聚焦职教课程出版服务，重点建设课程资源云平台、教学云平台和综合实训考核平台三大应用模块；通过上述多项举措逐步完成融合出版精品生产体系建设计划

➤ **疫情影响 Q1 业绩，畅销图书继续占据头部。**1)20Q1 公司实现营业收入 20.90 亿元，同比减少 0.17%，实现归母净利润 2.62 亿元，同比减少 18.75%。2) Q1 受疫情影响图书销量，尤其对于实体书店的影响较为明显。据开卷数据显示 20Q1 实体书店渠道销售码洋同比下降 54.79%，网络渠道销售同比维持正增长为 3.02%。公司旗下头部出版社译林、凤凰文艺及凤凰少儿等稳定表现，《傅雷家书》《银河帝国》《半小时漫画系列》《青铜葵花》《草房子》等图书占据三大畅销榜前十位，形成了多元化的内容头部矩阵，优势明显。此外，疫情期间中小学教材教辅、少儿品类消费显现出刚性需求以及数字教育需求提升、线上渠道加速转移等均有望对公司业绩产生积极影响。

**投资建议：**预计公司 2020-2022EPS 分别为 0.59/0.61/0.62，对应 5 月 8 日收盘价 6.64 元 PE 分别为 11.34/10.95/10.64 倍，给予增持评级。

**存在风险：**政策变动风险；知识产权受到盗版侵犯；竞争加剧导致版权价格上升。

表 1：凤凰传媒 2019 年盈利能力变化分析

单位：万元

	2018	2019	同比增长率
营业收入	1,178,870.32	1,258,544.36	6.76%
毛利率	36.30%	37.29%	0.99%
销售费用	153,285.40	170,358.21	11.14%
管理费用	143,635.38	150,815.62	5.00%
研发费用	3,650.64	3,231.77	-11.47%
财务费用	-19,642.18	-28,055.75	42.83%
投资净收益	23,800.74	5,692.87	-76.08%
营业利润	142,471.73	142,056.92	-0.29%
加：营业外收入	2,289.28	4,489.88	96.13%
减：营业外支出	3,705.73	2,235.44	-39.68%
利润总额	141,055.28	144,311.36	2.31%
减：所得税	2,107.03	2,930.58	39.09%
净利润	138,948.24	141,380.78	1.75%
减：少数股东损益	6,458.68	7,018.96	8.67%
归属于母公司所有者的净利润	132,489.57	134,361.82	1.41%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 2：凤凰传媒 2019 年主营业务情况

单位：万元

	营业收入	YOY	毛利率	YOY	占比	YOY
出版行业	373,636.83	-1.46%	34.58	4.28	30.93%	-2.65
教材	101,893.01	-0.32%	24.38	-4.44	8.43%	-0.62
教辅	99,972.16	-6.98%	32.63	4.39	8.28%	-1.24
一般图书	137,778.08	1.15%	42.29	7.18	11.41%	-0.66
发行行业	904,835.61	8.14%	30.43	1.72	74.90%	0.80
教材	253,944.87	3.95%	30.92	8.08	21.02%	-0.62

教辅	293,223.27	7.49%	38.57	0.94	24.27%	0.11
一般图书	240,473.76	14.56%	27.14	-3.00	19.91%	1.31
数据服务	19,820.97	-11.42%	45.16	-15.30	1.64%	-0.34
软件行业	14,488.83	3.21%	33.04	-3.68	1.20%	-0.04
影视行业	7,771.11	-11.80%	75.79	3.87	0.64%	-0.14
游戏行业	1,533.05	-79.05%	76.72	35.91	0.13%	-0.52
其他主营业务	72,258.12	88.99%	20.41	-14.01	5.98%	2.60
内部抵销	-186,313.61	-2.80%	--	--	-15.42%	1.55
主营业务收入	1,208,030.91	6.99%	35.88	1.47	100.00%	0.00

数据来源：wind，山西证券研究所

表 3：凤凰传媒 2019 年费用率变化情况

	2018	2019	YOY
销售费用率	13.00%	13.54%	0.53
管理费用率	12.18%	11.98%	-0.20
研发费用率	0.31%	0.26%	-0.05
财务费用率	-1.67%	-2.23%	-0.56

数据来源：wind，山西证券研究所

表 4：凤凰传媒单季度盈利变化分析

单位：万元

	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1
营业收入	248,065.29	393,213.45	235,011.32	383,662.71	247,334.95	392,535.38	208,955.63
YOY	21.92%	6.69%	14.91%	15.19%	-0.29%	-0.17%	-11.09%
QOQ	-25.52%	58.51%	-40.23%	63.25%	-35.53%	58.71%	-46.77%
毛利率	37.31%	33.86%	41.10%	37.34%	35.64%	36.01%	38.30%
YOY	1.44%	-3.27%	0.42%	1.61%	-1.67%	2.15%	-2.81%
QOQ	1.58%	-3.45%	7.24%	-3.76%	-1.70%	0.37%	2.29%
销售费用	35,369.06	49,726.46	33,474.55	43,159.08	34,137.44	59,587.14	26,940.94
YOY	6.27%	0.01%	6.13%	17.77%	-3.48%	19.83%	-19.52%
QOQ	-3.49%	40.59%	-32.68%	28.93%	-20.90%	74.55%	-54.79%
管理（研发）费用	31,536.58	48,402.68	33,483.93	34,888.56	32,114.56	53,560.35	29,825.46
YOY	0.92%	-9.01%	6.66%	-2.96%	1.83%	10.66%	-10.93%
QOQ	-12.28%	53.48%	-30.82%	4.19%	-7.95%	66.78%	-44.31%
财务费用	-5,791.62	-7,460.80	-7,141.95	-6,882.93	-5,798.58	-8,232.29	-6,892.04
YOY	240.55%	160.29%	157.11%	90.56%	0.12%	10.34%	-3.50%
QOQ	60.34%	28.82%	-4.27%	-3.63%	-15.75%	41.97%	-16.28%
投资净收益	1,924.80	7,426.66	1,576.97	1,274.22	748.30	2,093.38	133.38
YOY	-25.04%	-53.28%	-71.83%	-85.60%	-61.12%	-71.81%	-91.54%
QOQ	-78.25%	285.84%	-78.77%	-19.20%	-41.27%	179.75%	-93.63%
营业利润	33,950.20	27,551.45	31,153.75	59,434.84	25,557.37	25,910.97	26,156.46
YOY	269.71%	-38.17%	18.59%	8.66%	-24.72%	-5.95%	-16.04%
QOQ	-37.93%	-18.85%	13.07%	90.78%	-57.00%	1.38%	0.95%
利润总额	34,223.80	24,762.46	33,277.30	59,588.46	25,583.31	25,862.28	25,970.50
YOY	221.58%	-27.45%	25.57%	7.24%	-25.25%	4.44%	-21.96%
QOQ	-38.41%	-27.65%	34.39%	79.07%	-57.07%	1.09%	0.42%

减：所得税	642.77	-1,020.25	751.65	808.45	504.64	865.84	215.35
净利润	33,581.04	25,782.71	32,525.65	58,780.01	25,078.67	24,996.45	25,755.14
YOY	236.43%	-16.76%	26.08%	9.28%	-25.32%	-3.05%	-20.82%
QOQ	-37.57%	-23.22%	26.15%	80.72%	-57.33%	-0.33%	3.04%
归属母公司净利润	32,628.05	22,138.23	32,207.55	56,477.23	27,039.53	20,544.99	26,169.84
YOY	256.56%	-24.36%	20.85%	10.58%	-17.13%	-7.20%	-18.75%
QOQ	-36.11%	-32.15%	45.48%	75.35%	-52.12%	-24.02%	27.38%

数据来源：wind，山西证券研究所

**利润表**
**单位：百万元**
**资产负债表**
**单位：百万元**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11789	12585	13018	13706	14465	货币资金	9142	9447	9522	12975	13115
营业成本	7510	7892	8108	8563	9064	应收和预付款项	1664	1725	1792	1839	1996
营业税金及附加	87	83	86	90	95	存货	2236	2930	2290	3223	2613
营业费用	1533	1704	1757	1850	1953	其他流动资产	521	449	449	449	449
管理费用	1436	1508	1556	1638	1729	长期股权投资	1011	1046	1075	1105	1135
研发费用	37	32	33	34	36	投资性房地产	764	766	766	766	766
财务费用	-196	-281	-260	-274	-289	固定资产和在建工程	4861	5243	1161	772	350
资产减值损失	434	432	358	373	405	无形资产和开发支出	1196	1155	1155	1155	1155
其他收益	195	135	130	137	145	其他非流动资产	326	218	123	29	29
投资收益	238	57	65	65	65	资产总计	21763	23822	18334	22312	21607
营业利润	1382	1408	1577	1633	1682	短期借款	199	14	0	0	0
其他非经营损益	29	35	22	22	22	应付和预收款项	6181	7777	4899	7619	5620
利润总额	1411	1443	1599	1655	1704	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	21	29	31	32	33	其他负债	643	7	7	7	7
净利润	1389	1414	1568	1624	1671	负债合计	7821	9267	4907	7627	5627
少数股东损益	65	70	78	81	83	股本	2545	2545	2545	2545	2545
归属母公司股东净利润	1325	1344	1490	1543	1588	资本公积	2852	2852	2852	2852	2852
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	7936	8514	9651	10829	12040
经营性现金净流量	2188	2398	173	3508	166	归属母公司股东权益	13333	13911	15048	16225	17437
投资性现金净流量	1728	-414	57	57	57	少数股东权益	609	644	722	803	886
筹资性现金净流量	-494	-879	-154	-112	-83	股东权益合计	13942	14555	15770	17028	18323
现金流量净额	3421	1096	76	3452	140	负债和股东权益合计	21763	23822	20677	24655	23950

数据来源：wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 山西证券研究所：

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
邮编：030002  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
邮编：100032  
电话：010-83496336

