

买入

2020 年 11 月 27 日

积极尝试新领域，现金分红回馈股东

► **Q3 业绩：**总收入 3.03 亿元，YOY-10.9%。其中，广告收入 2.813 亿元，YOY-10.2%；付费业务 2170 万元，YOY-19%。经营利润-2840 万元，经营利润率-9.4%。

► **Q4 指引：**总收入 3.324-3.624 亿元，同比下降 17%-9.5%。其中，广告收入 3.096-3.346 亿元，同比下降 14.7%-7.9%；付费业务收入 2280-2780 万元，同比下降 38.8%-25.4%。

► **积极尝试新领域，评测和电商稳步推进：**公司不断尝试新的领域，获取未来的增长动力。凰家评测通过 B 站、微博、抖音等多平台分发，已经累积了大量的粉丝，也吸引了不少广告主投放预算，Q3 收入 1000-2000 万。当前，凰家评测主要着重 3C、母婴、生活用品和化妆品领域。电商业务方面，公司将分两步走，先挖掘站内流量，再嫁接到外部。公司已经推出凰家尚品，与有赞独家合作，品类包括文创、酒、生活类用品等等，预计明年的 GMV 为 2-3 亿元。公司也开始和 MCN 合作，尝试网红带货方式。

► **现金分红，回馈股东：**公司于 11 月 19 日宣布派发每 ADS 1.3712 美元的特别现金股息，合计约 1 亿美元。这是公司第二次派发特别股息，显示出公司愿意与股东分享收益的态度。随着公司寻找新的增长动力、严控费用，我们预期其将逐渐扭亏为盈。届时，参考公司的派息历史，我们认为定期派息将有很大可能实现。

► **品牌广告逐渐好转，完全恢复仍需时间：**受益于线下推广活动的恢复，以及原创 IP 节目的推出，Q3 品牌广告收入环比增长。随着线下活动的继续恢复，我们预计 Q4 品牌广告收入将实现双位数的增长。效果类广告方面，由于整个市场的广告库存供过于求，部分广告主由于面临更加严格的监管政策而收缩了广告投放预算，eCPM 难以提升，效果类广告的恢复仍需时间。从行业来看，TOP 5 行业为汽车、电商、快消品、金融和互联网服务。

► **目标价 2.95 美元，买入评级：**2020-2022 年，预计总收入 12、13 和 14 亿元，同比增长-11%、11%和 9%。分部估值法，目标价 2.95 美元，对比当前股价有 22.99%上升空间，买入评级。

李倩
852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

主要资料

行业	TMT
股价	2.40 美元
目标价	2.95 美元 (+22.99%)
股票代码	FENG
已发行股本	72.92 百万 ADS/5.84 亿股
总市值	1.75 亿美元
52 周高/低	2.50 美元/1.15 美元
每 ADS 净现值	7.16 美元
主要股东	凤凰卫视 54.49%

表：盈利摘要

截至12月31日止财政年度	18年历史	19年历史	20年预测	21年预测	22年预测
净营业收入 (千美元)	202,556	195,262	173,589	192,920	209,324
变动	-12.55%	-3.60%	-11.10%	11.14%	8.50%
Non-GAAP净利润	-8,027	-47,959	-6,672	5,200	13,873
Non-GAAP每ADS盈利 (美元)	-0.11	-0.66	-0.09	0.07	0.19
变动	-203.78%	-496.23%	86.09%	177.81%	166.33%
基于2.4美元的市盈率 (估)	N.A	N.A	N.A	33.65	12.64
每ADS派息 (美元)	0.0	1.4	1.4	0.0	0.0
股息现价比	0.00%	57.13%	57.13%	0.00%	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					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
总主营业务收入	1,377,379	1,327,781	1,180,403	1,311,857	1,423,401
- 主营业务收入成本	-596,548	-683,330	-564,743	-615,675	-657,219
毛利	780,831	644,451	615,660	696,182	766,181
营业开支	-904,853	-1,000,560	-699,979	-695,284	-697,466
- 行政管理费用	-162,568	-242,047	-271,493	-157,423	-142,340
- 市场营销费用	-537,562	-541,772	-265,591	-393,557	-412,786
- 技术和开发开支	-204,723	-216,741	-162,896	-144,304	-142,340
营业利润	-124,022	-356,109	-84,319	898	68,715
其他收入	78,515	1,047,819	35,412	26,237	28,468
税前利润	-45,507	691,710	-48,907	27,135	97,183
- 所得税支出	-20,105	-21,950	-8,314	-4,613	-16,521
净利润	-65,612	669,760	-57,221	22,522	80,662
少数股东权益	2,390	-5,564	3,000	3,000	3,000
普通股股东所得净利润	-63,222	664,196	-54,221	25,522	83,662
折旧与摊销	32,471	77,356	54,830	60,313	64,372
Non-GAAP 净利润	-54,585	-326,122	-45,368	35,361	94,337
主营业务增长 (%)	-12.6%	-3.6%	-11.1%	11.1%	8.5%
Non-GAAP 净利润 增长率 (%)	-204.9%	-497.5%	86.1%	177.9%	166.8%

财务能力分析					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	56.7%	48.5%	52.2%	53.1%	53.8%
经营利润率 (%)	-9.0%	-26.8%	-7.1%	0.1%	4.8%
净利率(%)	-4.8%	50.4%	-4.8%	1.7%	5.7%
Non-GAAP 净利率	-4.0%	-24.6%	-3.8%	2.7%	6.6%
营运表现					
行政管理费用/收入(%)	-11.8%	-18.2%	-23.0%	-12.0%	-10.0%
技术和开发费用/收入(%)	-14.9%	-16.3%	-13.8%	-11.0%	-10.0%
市场营销费用/收入(%)	-39.0%	-40.8%	-22.5%	-30.0%	-29.0%
实际税率 (%)	-44.2%	3.2%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
财务状况					
总负债/总资产	26.8%	33.4%	26.9%	28.8%	27.2%
收入/净资产	40.6%	37.5%	28.3%	31.2%	33.1%
经营性现金流/收入	-5.6%	-24.9%	55.7%	1.5%	12.6%

资产负债表					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
+ 现金与现金等同、限制性现金	443,672	377,110	1,881,968	1,854,361	1,982,077
+ 短期投资	912,594	1,271,889	1,271,889	1,271,889	1,271,889
+ 应收账款与票据	484,113	609,627	328,228	570,304	443,625
+ 其他流动资产	180,191	114,044	114,044	114,044	114,044
总计流动资产	2,020,570	2,556,702	3,596,129	3,810,598	3,811,635
+ 净固定资产	95,631	97,357	96,314	90,445	83,988
+ 无形资产	97,448	13,633	92,762	85,591	79,676
+ 可供出售资产	1,961,474	2,014,537	1,714,537	1,714,537	1,714,537
+ 权益投资	33,694	13,237	13,237	13,237	13,237
+ 其他长期资产	23,454	19,859	19,859	19,859	19,859
总计长期资产	2,610,149	2,769,115	2,117,733	2,104,693	2,092,321
总资产	4,630,719	5,325,817	5,713,861	5,915,291	5,903,956
+ 应付账款	264,753	249,018	69,714	233,907	126,213
+ 短期借款	267,665	0	0	0	0
+ 其他短期负债	540,849	1,155,210	1,159,944	1,164,819	1,169,841
总计流动负债	1,073,267	1,505,443	1,267,531	1,436,600	1,333,928
+ 长期借款	26,131	27,612	27,612	27,612	27,612
+ 其他长期负债	140,960	192,142	192,142	192,142	192,142
总长期负债	167,091	275,359	269,683	269,683	269,683
总负债	1,240,358	1,780,802	1,537,214	1,706,283	1,603,611
总股东权益	3,390,361	3,545,015	4,176,647	4,209,008	4,300,345

现金流量表					
	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
+ 净利润	-65,612	724,002	-57,221	22,522	80,662
+ 折旧、摊销	32,471	77,356	54,830	60,313	64,372
+ 其他非现金调整	24,755	-942,772	8,853	9,839	10,676
+ 非现金运营资本变动	-57,873	-157,375	651,311	-73,008	24,007
经营活动现金流量	-76,824	-330,305	657,773	19,666	179,717
+ 资本支出	-55,950	-83,837	-42,975	-47,273	-52,000
+ 投资增加	0	0	0	0	0
+ 投资减少	0	0	0	0	0
+ 其他投资活动	-58,762	1,544,231	163,220	0	0
投资活动现金	-114,712	1,460,394	120,245	-47,273	-52,000
+ 已付股利	0	0	0	0	0
+ 短期拆借变动	250,492	0	0	0	0
+ 长期借款增加	0	1	0	0	0
+ 长期借款减少	0	0	0	0	0
+ 股本增加	0	1	0	0	0
+ 股本减少	0	0	0	0	0
+ 其他融资活动	3,677	511	0	0	0
融资所得现金	-75,831	-1,114,620	680,000	0	0
期初现金	699,562	443,672	423,950	1,881,968	1,854,361
现金净增减	-255,890	-19,722	1,458,018	-27,607	127,717
现金剩余	443,672	423,950	1,881,968	1,854,361	1,982,077

资料来源：公司资料，第一上海预测

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。