

# 凤凰传媒 (601928.SH)

## 中报业绩高于预期, 市占率提升+降本增效

### 核心观点:

- **公司披露 2022 年中报业绩, 高于市场预期。**22H1 公司实现营收 70.62 亿元, 同比增长 14.15%; 归母净利润 15.05 亿元, 同比减少 6.46%, 主要系 21H1 公司转让海南新华 51% 股权产生投资收益约 3 亿元; 扣非归母净利润 13.49 亿元, 同比增长 27.88%, 报告期内公司降本增效, 销售费率同比下降 0.82 pct, 管理费率同比下降 0.71 pct, 资产减值损失同比减少 0.67 亿元。22Q2 公司实现营收 38.65 亿元, 同比增长 9.74%; 归母净利润 10.30 亿元, 同比增长 43.38%; 扣非归母净利润 9.41 亿元, 同比增长 39.82%。
- **原创教辅加速发展, 一般图书优势巩固。**(1) 22H1 出版业务实现营收 22.84 亿元, 同比增长 12.13%, 对应的毛利率为 34.59%, 比去年同期增加 0.89 pct, 毛利率提升主要系原创教辅在省内的市占率明显提高。(2) 22H1 发行业务实现营收 56.38 亿元, 同比增长 13.13%, 对应的毛利率为 32.69%, 比去年同期增加 0.69 pct。2022 年上半年, 公司在一般图书零售市场的实洋占有率为 3.62% (同比+0.22 pct), 排名全国第 2; 其中, 生活休闲图书排名全国第 1, 文学图书排名全国第 2, 传记、学术文化图书排名全国第 4, 教辅排名全国第 9。
- **盈利预测和投资建议。**我们预计 2022-2024 年公司的营业收入为 138.63/148.76/157.12 亿元, 归母净利润为 22.15/23.89/25.32 亿元, 2022 年 8 月 23 日收盘价对应的 PE 为 8.48 X/7.86 X/7.42 X。受益于主题出版热度和“双减”政策, 公司在一般图书及教育出版的竞争优势进一步巩固, 降本增效成果喜人。我们维持公司 2022 年 12 倍的 PE 估值, 对应公司的合理价值为 10.44 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**疫情影响; 新书不及预期; 折扣加剧; 纸价上涨; 教材教辅及图书行业政策变化。

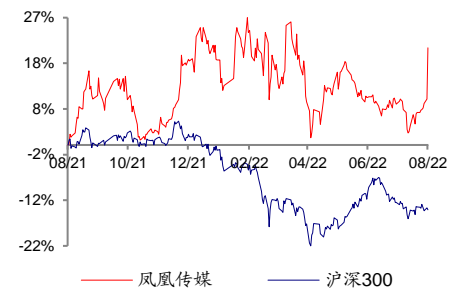
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,135	12,517	13,863	14,876	15,712
增长率(%)	-3.6%	3.1%	10.8%	7.3%	5.6%
EBITDA(百万元)	1,552	1,651	2,972	3,162	3,317
归母净利润(百万元)	1,596	2,457	2,215	2,389	2,532
增长率(%)	18.7%	54.0%	-9.9%	7.9%	6.0%
EPS(元/股)	0.63	0.97	0.87	0.94	0.99
市盈率(P/E)	10.10	8.38	8.48	7.86	7.42
ROE(%)	10.8%	15.2%	13.0%	12.3%	11.5%
EV/EBITDA	6.29	10.53	4.46	3.13	1.96

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	7.38 元
合理价值	10.44 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-24

### 相对市场表现



### 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 分析师:

徐呈隽



SAC 执证号: S0260519110002



021-38003663



xuchengjun@gf.com.cn

请注意, 徐呈隽并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

凤凰传媒(601928.SH):营收 2022-05-02

及扣非利润增势未减, 竞争优势稳固

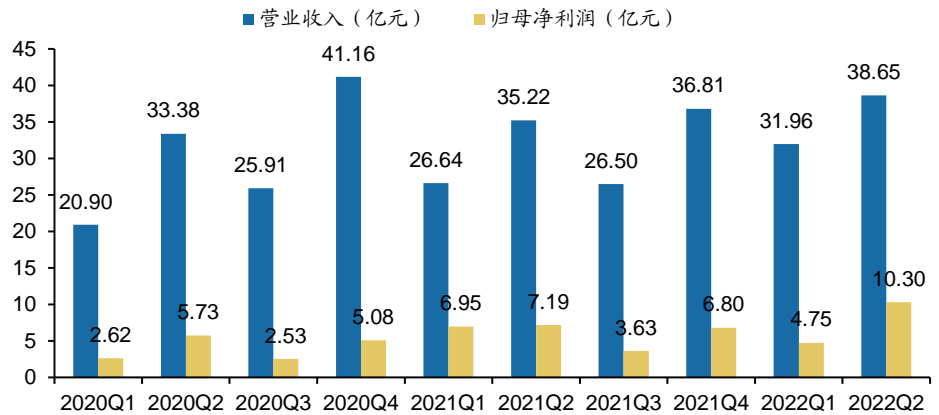
凤凰传媒(601928.SH):扣非 2022-04-24

业绩稳健+高分红, 龙头价值凸显

凤凰传媒(601928.SH):出版 2021-10-29

主业较快增长, 前三季度扣非增速达 31%

图 1: 2020-2022Q2公司单季度的营收和归母净利润



数据来源: 凤凰传媒财报, 广发证券发展研究中心

表 1: 公司 2022H1 的财务数据分析

	22H1 财务比率	21H1 财务比率	同比变化幅度
<b>毛利率</b>	<b>41.08%</b>	<b>40.53%</b>	<b>0.55 pct</b>
税金及附加/收入	0.44%	0.68%	-0.24 pct
销售费率	10.67%	11.49%	-0.82 pct
管理费率	10.38%	11.09%	-0.71 pct
研发费率	0.35%	0.25%	0.10 pct
财务费率	-1.64%	-2.55%	0.91 pct
其他收益/收入	0.55%	0.47%	0.08 pct
投资收益/收入	1.83%	5.13%	-3.30 pct
公允价值变动收益/收入	0.02%	0.00%	0.02 pct
资产减值损失/收入	-0.80%	-1.98%	1.18 pct
信用减值损失/收入	-0.60%	-0.17%	-0.43 pct
资产处置收益/收入	0.01%	0.16%	-0.15 pct
<b>营业利润/收入</b>	<b>21.89%</b>	<b>23.18%</b>	<b>-1.29 pct</b>
+营业外收入/收入	0.21%	0.12%	0.09 pct
-营业外支出/收入	0.23%	0.07%	0.16 pct
<b>利润总额/收入</b>	<b>21.87%</b>	<b>23.23%</b>	<b>-1.36 pct</b>
-所得税费用/收入	0.11%	0.11%	0.00 pct
<b>净利润率</b>	<b>21.77%</b>	<b>23.12%</b>	<b>-1.35 pct</b>
-少数股东损益/收入	0.45%	0.26%	0.19 pct
<b>归母净利率</b>	<b>21.31%</b>	<b>22.85%</b>	<b>-1.54 pct</b>

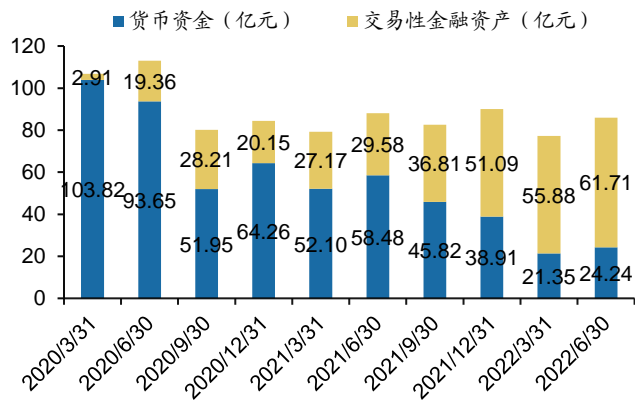
数据来源: 凤凰传媒财报, 广发证券发展研究中心

表2: 公司2022H1的主要经营数据

	营业收入(亿元)	YOY (%)	毛利率 (%)	比去年同期 (%)
出版业务	22.84	12.13%	34.59%	+0.89 pct
发行业务	56.38	13.13%	32.69%	+0.69 pct

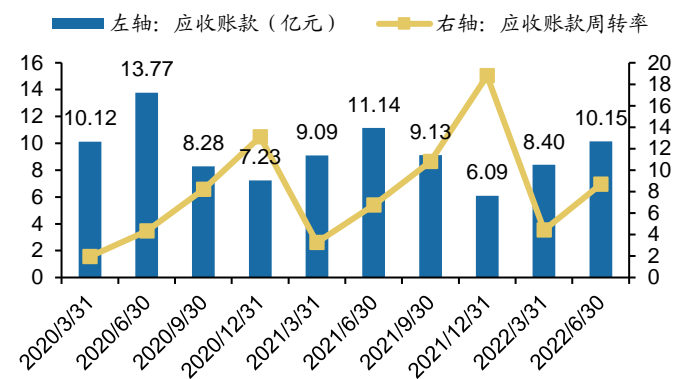
数据来源: 凤凰传媒经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 2: 2020-22Q2公司的货币资金和交易性金融资产



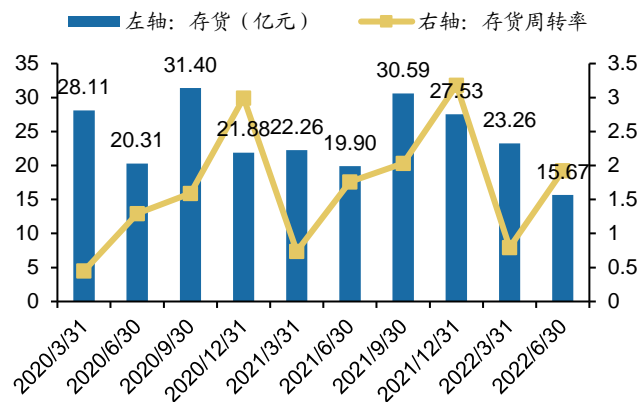
数据来源: 凤凰传媒财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 2020-22Q2应收账款和应收账款周转率



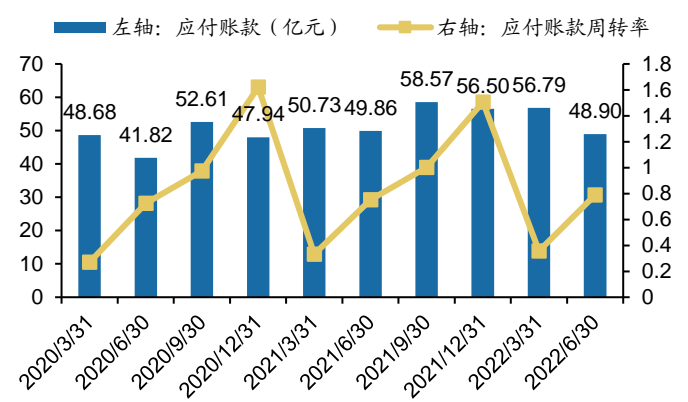
数据来源: 凤凰传媒财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 2020-22Q2公司的存货和存货周转率



数据来源: 凤凰传媒财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 2020-22Q2应付账款和应付账款周转率



数据来源: 凤凰传媒财报, 广发证券发展研究中心

风险提示: 疫情影响; 新书不及预期; 折扣加剧; 纸价上涨; 教材教辅及图书行业政策变化。

**资产负债表** 单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>13,117</b>	<b>13,760</b>	<b>16,036</b>	<b>19,571</b>	<b>23,113</b>
货币资金	6,426	3,891	6,127	9,398	12,720
应收及预付	1,002	882	958	1,027	1,085
存货	2,188	2,753	2,735	2,926	3,084
其他流动资产	3,500	6,234	6,215	6,220	6,224
<b>非流动资产</b>	<b>12,533</b>	<b>14,912</b>	<b>14,542</b>	<b>14,169</b>	<b>13,792</b>
长期股权投资	1,101	1,169	1,169	1,169	1,169
固定资产	3,845	4,591	4,785	4,933	5,045
在建工程	1,642	1,292	1,119	989	892
无形资产	830	796	769	742	715
其他长期资产	5,115	7,064	6,700	6,336	5,971
<b>资产总计</b>	<b>25,650</b>	<b>28,672</b>	<b>30,578</b>	<b>33,740</b>	<b>36,905</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,169</b>	<b>10,636</b>	<b>11,648</b>	<b>12,467</b>	<b>13,144</b>
短期借款	0	20	0	0	0
应付及预收	4,876	5,739	6,305	6,753	7,125
其他流动负债	4,293	4,876	5,343	5,713	6,019
<b>非流动负债</b>	<b>1,144</b>	<b>1,608</b>	<b>1,537</b>	<b>1,466</b>	<b>1,395</b>
长期借款	83	231	231	231	231
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,061	1,377	1,306	1,235	1,165
<b>负债合计</b>	<b>10,313</b>	<b>12,244</b>	<b>13,185</b>	<b>13,933</b>	<b>14,540</b>
股本	2,545	2,545	2,545	2,545	2,545
资本公积	2,852	2,873	2,873	2,873	2,873
留存收益	9,244	10,671	11,613	14,002	16,534
归属母公司股东权益	14,715	16,130	17,072	19,461	21,993
少数股东权益	622	298	321	346	372
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,650</b>	<b>28,672</b>	<b>30,578</b>	<b>33,740</b>	<b>36,905</b>

**利润表** 单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>12,135</b>	<b>12,517</b>	<b>13,863</b>	<b>14,876</b>	<b>15,712</b>
营业成本	7,659	7,863	8,637	9,252	9,760
营业税金及附加	90	87	97	104	110
销售费用	1,383	1,557	1,525	1,636	1,728
管理费用	1,473	1,574	1,456	1,562	1,650
研发费用	47	34	46	45	50
财务费用	-278	-266	-46	-77	-97
资产减值损失	-384	-276	-289	-313	-333
公允价值变动收益	-1	8	0	0	0
投资净收益	112	606	256	253	251
<b>营业利润</b>	<b>1,609</b>	<b>2,512</b>	<b>2,257</b>	<b>2,439</b>	<b>2,583</b>
营业外收支	10	-4	3	0	1
<b>利润总额</b>	<b>1,619</b>	<b>2,508</b>	<b>2,260</b>	<b>2,438</b>	<b>2,584</b>
所得税	6	26	23	24	26
<b>净利润</b>	<b>1,613</b>	<b>2,482</b>	<b>2,238</b>	<b>2,414</b>	<b>2,558</b>
少数股东损益	18	25	23	25	26
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,596</b>	<b>2,457</b>	<b>2,215</b>	<b>2,389</b>	<b>2,532</b>
EBITDA	1,552	1,651	2,972	3,162	3,317
EPS (元)	0.63	0.97	0.87	0.94	0.99

**现金流量表** 单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,598</b>	<b>3,321</b>	<b>3,622</b>	<b>3,368</b>	<b>3,416</b>
净利润	1,613	2,482	2,238	2,414	2,558
折旧摊销	332	419	640	643	647
营运资金变动	1,440	1,276	659	193	73
其它	212	-857	86	118	138
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,275</b>	<b>-5,341</b>	<b>-10</b>	<b>-18</b>	<b>-17</b>
资本支出	-517	-810	-206	-210	-209
投资变动	-1,779	-2,815	-10	-10	-10
其他	-3,979	-1,716	206	203	201
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-731</b>	<b>-937</b>	<b>-1,376</b>	<b>-80</b>	<b>-77</b>
银行借款	83	220	-20	0	0
股权融资	1	4	0	0	0
其他	-814	-1,161	-1,356	-80	-77
<b>现金净增加额</b>	<b>-3,414</b>	<b>-2,960</b>	<b>2,236</b>	<b>3,270</b>	<b>3,322</b>
期初现金余额	10,232	6,818	3,859	6,095	9,366
期末现金余额	6,818	3,859	6,095	9,366	12,688

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-3.6%	3.1%	10.8%	7.3%	5.6%
营业利润增长	13.3%	56.1%	-10.1%	8.1%	5.9%
归母净利润增长	18.7%	54.0%	-9.9%	7.9%	6.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.9%	37.2%	37.7%	37.8%	37.9%
净利率	13.3%	19.8%	16.1%	16.2%	16.3%
ROE	10.8%	15.2%	13.0%	12.3%	11.5%
ROIC	7.9%	7.1%	12.8%	12.3%	11.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.2%	42.7%	43.1%	41.3%	39.4%
净负债比率	67.2%	74.5%	75.8%	70.3%	65.0%
流动比率	1.43	1.29	1.38	1.57	1.76
速动比率	1.03	0.91	1.03	1.23	1.42
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.47	0.44	0.45	0.44	0.43
应收账款周转率	16.77	20.55	21.06	21.07	21.07
存货周转率	5.55	4.55	5.07	5.08	5.09
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.63	0.97	0.87	0.94	0.99
每股经营现金流	1.41	1.30	1.42	1.32	1.34
每股净资产	5.78	6.34	6.71	7.65	8.64
<b>估值比率</b>					
P/E	10.10	8.38	8.48	7.86	7.42
P/B	1.09	1.28	1.10	0.97	0.85
EV/EBITDA	6.29	10.53	4.46	3.13	1.96

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张丰淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。