

凤凰传媒 (601928)

23H1 中报点评：主业稳健发展，扣非归母净利润高质量增长

买入（维持）

2023 年 09 月 01 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 周良玖

执业证书：S0600517110002

021-60199793

zhoulj@dwzq.com.cn

研究助理 张文雨

执业证书：S0600123070071

zhangwy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	13,596	14,547	15,518	16,491
同比	9%	7%	7%	6%
归属母公司净利润（百万元）	2,082	2,270	2,447	2,626
同比	-15%	9%	8%	7%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.82	0.89	0.96	1.03
P/E（现价&最新股本摊薄）	13.36	12.25	11.37	10.59

关键词：#新产品、新技术、新客户

投资要点

■ **事件：**23H1/23Q2 公司实现营业收入 71.8/39.4 亿元，yoy+1.7%/2.0%；归母净利润 15.6/10.8 亿元，yoy+3.6%/4.5%。23H1 投资收益低于去年同期，对归母净利润造成一定影响，而 23H1 扣非归母净利润 15.1 亿元，yoy+11.7%，保持高质量增长。

■ **出版及发行业务稳健增长，线上+线下渠道融合发展。**

2023H1 年公司出版业务收入达 23.9 亿元（yoy+4.6%），销售码洋 49.0 亿元（yoy+7.8%），毛利率 35.4%（yoy+0.82pct）其中 1）教育出版保持领先优势，4 家教材社全部通过审核、获得教材出版资质，立项教育出版选题 1008 种，含原创品种 627 种；2）一般图书出版方面，公司开卷总体零售市场占有率为 3.29%，排第 3 位。公司大力拓展全民阅读和智慧教育融合出版，截至 06/30，凤凰书苑新增用户 91 万人（yoy+10%）、凤凰易学用户数达 200 万人（yoy+10%）、江苏省数字农家书屋平台注册用户数达 653 万人。

23H1 发行业务收入达 57.7 亿元（yoy+2.3%），销售码洋 79.4 亿元（yoy+3.9%），毛利率 32.0%（yoy-0.73pct）。第十三届江苏书展主分展线上线下实现销售 2.5 亿元码洋（yoy+62.1%），江苏书展 APP 等线上分展场、直播带货 0.8 亿元，馆配团购、农家书屋现场采购累计 1.2 亿元。

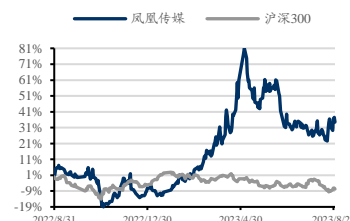
■ **费用控制效果良好，扣非净利润高质量增长。**23H1/23Q2 公司总费用率为 19.2%/17.8%，同比-0.5/-1.1pct，整体费用率有所下降，主要得益于财务及研发费用减少。23H1/23Q2 公司财务费用率同比-1.5/-1.6pct，研发费用率同比-0.1/-0.3pct，销售费用率同比+0.2/+0.2pct，管理费用率同比+0.8/+0.6pct。

■ **有序推进中移动合作，稳步转型数字教育。**公司引入中国移动作为战略投资者，已于 4 月签订合作协议，合作方向包括智慧教育、5G+阅读、云游戏影视等五个方面。中移动委派的董事已就任，双方合作有序推进。学科网引入中移资本战略投资，中移资本持股占比 22.0%，成为学科网第三大股东。中国移动将与凤凰传媒协同助力学科网的上市发行。公司开发的智能校对、智能作文批改系统已投入商用，正探索 AI 图文编辑技术。公司旗下学科网已将 AI 应用于教学资源生产（如图像文字识别、试卷题目拆分）、内容检索（如意图识别、个性化推荐）和教学应用（如作业批改、试卷批阅、个性化学习报告），且后续将有更多功能逐步上线，有望实现业务的进一步提质增效。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到投资收益对归母净利润的影响，我们将 2023-2025 年 EPS 从 0.94/1.09/1.25 元下调至 0.89/0.96/1.03 元，当前股价对应 PE 分别为 12/11/11 倍，我们看好公司在教材教辅领域的版权优势和渠道优势，以及在智慧教育转型方面的进展，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.93
一年最低/最高价	6.72/15.89
市净率(倍)	1.58
流通 A 股市值(百万元)	27,815.76
总市值(百万元)	27,815.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.90
资产负债率(% ,LF)	40.58
总股本(百万股)	2,544.90
流通 A 股(百万股)	2,544.90

相关研究

凤凰传媒三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	18,835	20,092	22,230	25,040	营业总收入	13,596	14,547	15,518	16,491
货币资金及交易性金融资产	7,828	8,408	10,771	12,711	营业成本(含金融类)	8,371	8,970	9,625	10,281
经营性应收款项	1,192	945	1,377	1,076	税金及附加	55	58	62	66
存货	2,328	3,122	2,632	3,592	销售费用	1,640	1,810	1,930	2,051
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,672	1,789	1,909	2,028
其他流动资产	7,487	7,617	7,451	7,661	研发费用	58	58	62	66
非流动资产	10,867	11,825	12,720	13,595	财务费用	(264)	(191)	(209)	(280)
长期股权投资	1,245	1,316	1,390	1,462	加:其他收益	191	218	233	264
固定资产及使用权资产	6,002	6,932	7,790	8,633	投资净收益	264	145	186	198
在建工程	568	568	568	568	公允价值变动	(5)	0	0	0
无形资产	790	770	757	740	减值损失	(349)	(96)	(55)	(55)
商誉	82	73	67	60	资产处置收益	9	0	0	0
长期待摊费用	366	366	366	366	营业利润	2,175	2,321	2,502	2,685
其他非流动资产	1,815	1,800	1,782	1,766	营业外净收支	(47)	0	0	0
资产总计	29,702	31,917	34,951	38,635	利润总额	2,128	2,321	2,502	2,685
流动负债	10,706	11,895	12,451	13,478	减:所得税	21	23	25	27
短期借款及一年内到期的非流动负债	155	159	155	155	净利润	2,107	2,298	2,477	2,658
经营性应付款项	5,770	6,456	6,720	7,323	减:少数股东损益	26	28	30	32
合同负债	3,643	4,026	4,255	4,580	归属母公司净利润	2,082	2,270	2,447	2,626
其他流动负债	1,138	1,254	1,322	1,420	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	0.89	0.96	1.03
非流动负债	1,444	1,444	1,444	1,444	EBIT	1,653	2,084	2,164	2,264
长期借款	107	107	107	107	EBITDA	2,135	2,905	3,036	3,162
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	38.43	38.34	37.97	37.66
租赁负债	300	300	300	300	归母净利率(%)	15.31	15.61	15.77	15.92
其他非流动负债	1,037	1,037	1,037	1,037	收入增长率(%)	8.62	7.00	6.67	6.27
负债合计	12,149	13,338	13,895	14,921	归母净利润增长率(%)	(15.26)	9.06	7.78	7.32
归属母公司股东权益	17,263	18,261	20,708	23,334					
少数股东权益	290	318	348	380					
所有者权益合计	17,553	18,579	21,056	23,714					
负债和股东权益	29,702	31,917	34,951	38,635					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,507	3,483	3,952	3,519	每股净资产(元)	6.78	7.18	8.14	9.17
投资活动现金流	1,242	(1,635)	(1,584)	(1,578)	最新发行在外股份(百万股)	2,545	2,545	2,545	2,545
筹资活动现金流	(1,251)	(1,269)	(4)	0	ROIC(%)	9.29	11.08	10.51	9.77
现金净增加额	2,511	580	2,363	1,941	ROE-摊薄(%)	12.06	12.43	11.82	11.25
折旧和摊销	482	821	871	898	资产负债率(%)	40.90	41.79	39.76	38.62
资本开支	(592)	(1,418)	(1,403)	(1,410)	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.36	12.25	11.37	10.59
营运资本变动	(193)	414	734	105	P/B(现价)	1.61	1.52	1.34	1.19

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>