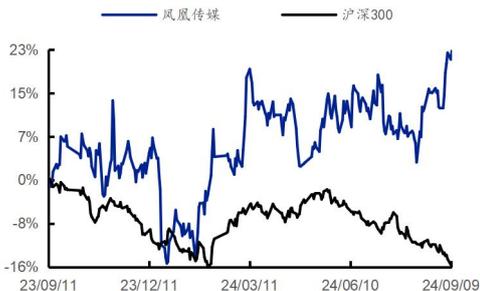


研究所：
 证券分析师： 杨仁文 S0350521120001
 yangrw@ghzq.com.cn
 证券分析师： 谭瑞娟 S0350521120004
 tanrq@ghzq.com.cn

核心主业增长稳健，出版分部毛利率提升

——凤凰传媒（601928）公司动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2024/09/10

表现	1M	3M	12M
凤凰传媒	19.2%	7.9%	25.7%
沪深300	-4.1%	-10.6%	-14.6%

市场数据

2024/09/10

当前价格(元)	11.60
52周价格区间(元)	8.29-12.22
总市值(百万)	29,520.84
流通市值(百万)	29,520.84
总股本(万股)	254,490.00
流通股本(万股)	254,490.00
日均成交额(百万)	172.42
近一月换手(%)	0.55

投资要点:

■ 2024H1 营收增长平稳，2024Q2 实际税率明显下降

收入端：2024H1 公司实现营收 72.36 亿元，yoy+0.80%，毛利润 30.55 亿元，yoy+2.04%，毛利率 42.21%，同比+0.51pct；2024Q2 营收 38.92 亿元，yoy-1.26%，qoq+16.42%，2024Q2 毛利润 18.55 亿元，yoy+6.20%，毛利率 47.65%，同比+3.35pct。

利润端：2024H1 公司实现归母净利润 12.24 亿元，yoy-21.51%，扣非归母净利润 12.09 亿元，yoy-19.78%；2024Q2 归母净利润 8.68 亿元，yoy-19.38%，qoq+143.71%；2024H1 所得税 ETR 22.59%，其中 Q1 所得税 ETR 25.97%，Q2 所得税 ETR 21.11%，剔除所得税影响，2024H1 利润总额 16.05 亿元，yoy+0.77%，2024Q2 利润总额 11.16 亿元，yoy+2.62%，2024H1 利润总额同比提升主要由于出版分部毛利率同比+3.8pct。

■ 出版分部收入小幅下降，发行分部增长稳健

(1) 出版业务：2024H1 公司出版业务收入 23.47 亿元，yoy-1.75%，销售码洋 50.03 亿元，yoy+2.09%，毛利率 39.79%，yoy+4.38pct；一般图书方面，据开卷数据显示，2024H1 公司实洋占有率为 3.01%，继续位居第一方阵，35 种图书销售超 4 万册；教材教辅方面，公司积极推进凤凰版教材，9 套 122 册新版课标教材全部通过教育部教材局审核。

(2) 发行业务：2024H1 公司发行业务收入 58.92 亿元，yoy+2.20%，销售码洋 79.44 亿元，yoy+0.02%，毛利率 31.50%，yoy-0.46pct；2024H1 公司开展 5000 余场阅读活动，第十四届江苏书展实现销售码洋 2.52 亿元，其中 APP 线上销售和直播带货 0.96 亿元。

■ 分红稳定，近 12 个月股息率超 4%

2024H1 公司在手现金(货币资金+交易性金融资产+一年内到期的非流动资产+其他流动资产+其他非流动资产) 181.68 亿元，yoy+2.65%。公司分红稳定，2018-2023 年分红率均超过 40%，以 9 月 10 日收盘价计算，近 12 个月股息率为 4.31%。

- **盈利预测和投资评级：**所得税政策影响下，公司业绩增长承压，但公司出版发行主业发展稳健，毛利率逐步提升。我们预计公司2024-2026年营业收入分别为138.30/145.75/154.30亿元，归母净利润分别为18.65/19.61/20.72亿元，EPS分别为0.73/0.77/0.81元，对应PE分别为15.83/15.06/14.25x，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、图书发行不及预期风险、学生人口数量增长不及预期风险、税收政策变化风险、行业政策变化风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	13645	13830	14575	15430
增长率(%)	0	1	5	6
归母净利润（百万元）	2952	1865	1961	2072
增长率(%)	42	-37	5	6
摊薄每股收益（元）	1.16	0.73	0.77	0.81
ROE(%)	15	9	9	9
P/E	7.60	15.83	15.06	14.25
P/B	1.17	1.48	1.41	1.34
P/S	1.64	2.13	2.03	1.91
EV/EBITDA	8.66	9.75	9.01	8.29

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：凤凰传媒盈利预测表

证券代码：	601928				股价：	11.60	投资评级：	买入	日期：	2024/09/10
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	15%	9%	9%	9%	EPS	1.16	0.73	0.77	0.81	
毛利率	38%	40%	40%	40%	BVPS	7.52	7.85	8.22	8.63	
期间费率	21%	23%	23%	23%	估值					
销售净利率	22%	13%	13%	13%	P/E	7.60	15.83	15.06	14.25	
成长能力					P/B	1.17	1.48	1.41	1.34	
收入增长率	0%	1%	5%	6%	P/S	1.64	2.13	2.03	1.91	
利润增长率	42%	-37%	5%	6%						
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.45	0.44	0.45	0.46	营业收入	13645	13830	14575	15430	
应收账款周转率	17.23	22.32	24.11	25.42	营业成本	8516	8238	8686	9234	
存货周转率	3.79	4.09	4.80	5.40	营业税金及附加	57	55	58	62	
偿债能力					销售费用	1619	1604	1676	1774	
资产负债率	38%	36%	36%	36%	管理费用	1727	1729	1807	1898	
流动比	1.15	1.23	1.30	1.37	财务费用	-446	-105	-93	-116	
速动比	0.37	0.35	0.41	0.48	其他费用/（-收入）	45	46	48	51	
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	2333	2465	2593	2740	
现金及现金等价物	3143	2853	3542	4544	营业外净收支	-5	-4	-5	-6	
应收款项	671	638	638	638	利润总额	2328	2461	2588	2734	
存货净额	2171	1859	1759	1658	所得税费用	-633	591	621	656	
其他流动资产	6215	7181	7715	8253	净利润	2961	1871	1967	2078	
流动资产合计	12200	12531	13654	15093	少数股东损益	9	6	6	6	
固定资产	5967	6150	6318	6471	归属于母公司净利润	2952	1865	1961	2072	
在建工程	191	141	111	91	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	11715	11652	11616	11577	经营活动现金流	2603	1628	2103	2411	
长期股权投资	1277	1307	1337	1367	净利润	2952	1865	1961	2072	
资产总计	31350	31783	33036	34600	少数股东损益	9	6	6	6	
短期借款	7	7	7	7	折旧摊销	525	429	446	462	
应付款项	5391	5050	5083	5275	公允价值变动	11	0	0	0	
合同负债	3615	3665	3862	4089	营运资金变动	148	-731	-382	-222	
其他流动负债	1582	1496	1582	1678	投资活动现金流	-4689	-848	-428	-425	
流动负债合计	10595	10218	10535	11049	资本支出	-445	-448	-466	-472	
长期借款及应付债券	13	10	7	6	长期投资	991	-116	-117	-118	
其他长期负债	1313	1288	1278	1268	其他	-5236	-284	155	165	
长期负债合计	1326	1299	1286	1275	筹资活动现金流	-1226	-1121	-1037	-1034	
负债合计	11921	11516	11820	12324	债务融资	-91	-74	-13	-11	
股本	2545	2545	2545	2545	权益融资	250	0	0	0	
股东权益	19429	20266	21216	22277	其它	-1385	-1047	-1024	-1023	
负债和股东权益总计	31350	31783	33036	34600	现金净增加额	-3310	-340	639	952	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【传媒小组介绍】

杨仁文，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND 等最佳分析师第一名。谭瑞娇，传媒教育行业分析师，厦门大学本科，中央财经大学、哥伦比亚大学硕士，从业 3 年，主要研究方向为游戏、教育、出版、直播电商等赛道。

【分析师承诺】

杨仁文，谭瑞娇，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。