

## 凤凰传媒 (601928.SH)

## 出版发行主业平稳运行，中期分红彰显股东回报力度

公司发布 2025 年半年报，2025 年 H1 公司实现营业收入 71.13 亿元，同比-1.70%；实现归母净利润 15.86 亿元，同比+29.57%；扣非归母净利润 15.14 亿元，同比+25.17%。单季度看，25Q2 实现营业收入 38.87 亿元，同比降低 0.13%；实现归母净利润 10.79 亿元，同比+24.31%；实现归母扣非净利润 10.33 亿元，同比+19.81%。

□ 出版发行主业平稳运行，盈利能力稳步提升。2025 年 H1 公司实现营业收入 71.13 亿元，同比-1.70%，主要系本期销售量较上年同期减少。分业务看，出版业务营业收入 25.29 亿元，同比+7.76%；发行业务营业收入 58.97 亿元，同比+0.09%。2025 年上半年，公司开卷零售市场实洋占有率为 2.94%，继续位居第一方阵。费用端，公司 25 年 H1 销售费用同比-0.20%，主要系本期职工薪酬、宣传推广费、仓储保管费较上年同期减少；管理费用同比-6.99%，主要系本期职工薪酬、折旧摊销等费用较上年同期减少；财务费用同比+13.62%，主要系本期收到的利息收入减少；研发费用同比+57.36%，主要系本期子公司研发费用投入增加。利润端，公司实现归母净利润 15.86 亿元，同比+29.57%；扣非归母净利润 15.14 亿元，同比+25.17%。

□ 聚焦科技创新和资源整合，加快推进数智融合发展。公司内容资源优势显著，教育产品竞争力突出，现拥有 18 套中小学课标教材，市场占有率居全国第二，覆盖全国 29 个省份，服务学生逾 4000 万。公司推动实施“人工智能+教育”综合出版服务体系建设，推动人工智能教育课程，整合凤凰教育版权资源与学科网全量题库，打造智聆学伴、教伴等教学智能化产品矩阵，支撑学生个性化化学学习，服务教师精准化教学。上半年，智聆学伴等项目上线并推广，秋季将落地 100 所试点校。推进凤凰智灵平台四期建设，开发选题助手、营销功能专区、智能体搭建等功能。实现凤凰一站式服务平台小程序上线，整合公司出版、发行、数字化板块优质平台、产品、资源，可为读者便捷提供资讯、阅读、购买等一站式服务。

□ 中期分红彰显股东回报力度。公司近三年平均分红比例超 55%，股利支付率和股息率（以 8 月 27 日收盘价计算，股息率为 4.5%）均位居出版上市公司前列。为了提升投资者的获得感，公司自 2025 年起实施中期分红，每 10 股派发现金红利 1.00 元（含税），合计派发 2.54 亿元。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司出版发行主业平稳运行，积极推动实施“人工智能+教育”综合出版服务体系建设，我们预计 2025-2027 年实现归母净利润 22.28/22.66/23.23 亿元，对应 12.9/12.7/12.4 倍 PE，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：在校学生数量即将出现下降趋势、数智技术快速发展带来的转型风险等

## 强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/传媒

目标估值：NA

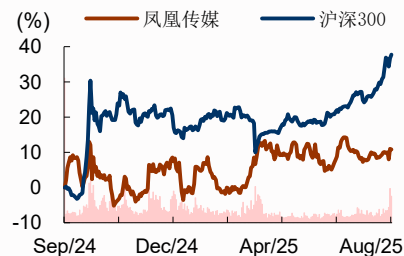
当前股价：11.28 元

## 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 总股本（百万股）    | 2545         |
| 已上市流通股（百万股） | 2545         |
| 总市值（十亿元）    | 28.7         |
| 流通市值（十亿元）   | 28.7         |
| 每股净资产（MRQ）  | 7.8          |
| ROE（TTM）    | 9.8          |
| 资产负债率       | 35.8%        |
| 主要股东        | 江苏凤凰出版传媒集团有限 |
| 主要股东持股比例    | 62.8%        |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 2  | 11 | 8   |
| 相对表现 | -7 | -4 | -29 |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

1、《凤凰传媒（601928）—教育出版产品规模和效益实现高位增长，高分红回馈投资者》2025-04-25

2、《凤凰传媒（601928）—主业稳中有进，所得税费用影响初显》2024-05-09

3、《凤凰传媒（601928）—主业根基稳固，积极拥抱变革》2023-10-28

顾佳 S1090513030002

✉ gujia@cmschina.com.cn

谢笑妍 S1090519030003

✉ xiexiaoyan1@cmschina.com.cn

刘玉洁 研究助理

✉ liuyujie1@cmschina.com.cn

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 13645 | 13606 | 13878 | 14156 | 14297 |
| 同比增长       | 0%    | -0%   | 2%    | 2%    | 1%    |
| 营业利润(百万元)  | 2333  | 2270  | 2263  | 2301  | 2359  |
| 同比增长       | 7%    | -3%   | -0%   | 2%    | 3%    |
| 归母净利润(百万元) | 2952  | 1598  | 2228  | 2266  | 2323  |
| 同比增长       | 42%   | -46%  | 39%   | 2%    | 3%    |
| 每股收益(元)    | 1.16  | 0.63  | 0.88  | 0.89  | 0.91  |
| PE         | 9.7   | 18.0  | 12.9  | 12.7  | 12.4  |
| PB         | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 12200        | 11524        | 12950        | 14337        | 15574        |
| 现金             | 3074         | 1946         | 3202         | 4415         | 5575         |
| 交易性投资          | 69           | 1069         | 1069         | 1069         | 1069         |
| 应收票据           | 35           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 636          | 632          | 645          | 658          | 664          |
| 其它应收款          | 76           | 93           | 94           | 96           | 97           |
| 存货             | 2171         | 1763         | 1798         | 1834         | 1842         |
| 其他             | 6139         | 6021         | 6141         | 6264         | 6326         |
| <b>非流动资产</b>   | 19151        | 19223        | 18829        | 18541        | 18302        |
| 长期股权投资         | 1277         | 1345         | 1345         | 1345         | 1345         |
| 固定资产           | 5967         | 5856         | 5753         | 5656         | 5566         |
| 无形资产商誉         | 803          | 768          | 691          | 622          | 560          |
| 其他             | 11104        | 11254        | 11040        | 10917        | 10831        |
| <b>资产总计</b>    | <b>31350</b> | <b>30747</b> | <b>31779</b> | <b>32878</b> | <b>33876</b> |
| <b>流动负债</b>    | 10595        | 9753         | 9831         | 10003        | 10039        |
| 短期借款           | 7            | 15           | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款           | 5391         | 4896         | 4994         | 5094         | 5115         |
| 预收账款           | 3694         | 3498         | 3568         | 3639         | 3654         |
| 其他             | 1502         | 1344         | 1270         | 1270         | 1270         |
| <b>长期负债</b>    | 1326         | 1238         | 1238         | 1238         | 1238         |
| 长期借款           | 13           | 7            | 7            | 7            | 7            |
| 其他             | 1313         | 1231         | 1231         | 1231         | 1231         |
| <b>负债合计</b>    | <b>11921</b> | <b>10991</b> | <b>11069</b> | <b>11241</b> | <b>11277</b> |
| 股本             | 2545         | 2545         | 2545         | 2545         | 2545         |
| 资本公积金          | 3363         | 3363         | 3363         | 3363         | 3363         |
| 留存收益           | 13235        | 13566        | 14521        | 15450        | 16414        |
| 少数股东权益         | 286          | 282          | 280          | 278          | 277          |
| 归属于母公司所有者权益    | 19144        | 19474        | 20430        | 21359        | 22322        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>31350</b> | <b>30747</b> | <b>31779</b> | <b>32878</b> | <b>33876</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2023          | 2024          | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 2603          | 1839          | 2172        | 2170        | 2173        |
| 净利润            | 2961          | 1596          | 2226        | 2264        | 2321        |
| 折旧摊销           | 525           | 524           | 535         | 506         | 481         |
| 财务费用           | (406)         | 16            | (350)       | (360)       | (350)       |
| 投资收益           | (116)         | (89)          | (238)       | (238)       | (238)       |
| 营运资金变动         | 283           | (865)         | (2)         | (2)         | (41)        |
| 其它             | (644)         | 656           | 0           | 0           | 0           |
| <b>投资活动现金流</b> | (4689)        | (1522)        | 97          | 20          | (4)         |
| 资本支出           | (467)         | (246)         | (280)       | (280)       | (280)       |
| 其他投资           | (4222)        | (1277)        | 377         | 300         | 276         |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1226)        | (1442)        | (1012)      | (977)       | (1009)      |
| 借款变动           | (587)         | (472)         | (90)        | 0           | 0           |
| 普通股增加          | 0             | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 211           | 0             | 0           | 0           | 0           |
| 股利分配           | (1272)        | (1272)        | (1272)      | (1337)      | (1359)      |
| 其他             | 422           | 303           | 350         | 360         | 350         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(3312)</b> | <b>(1125)</b> | <b>1256</b> | <b>1213</b> | <b>1160</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2023        | 2024        | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业总收入</b>     | 13645       | 13606       | 13878       | 14156       | 14297       |
| 营业成本             | 8516        | 8348        | 8515        | 8686        | 8721        |
| 营业税金及附加          | 57          | 107         | 110         | 112         | 113         |
| 营业费用             | 1619        | 1692        | 1726        | 1760        | 1778        |
| 管理费用             | 1727        | 1784        | 1820        | 1856        | 1875        |
| 研发费用             | 45          | 42          | 43          | 44          | 44          |
| 财务费用             | (446)       | (384)       | (350)       | (360)       | (350)       |
| 资产减值损失           | (125)       | 16          | 10          | 5           | 5           |
| 公允价值变动收益         | (11)        | 3           | 3           | 3           | 3           |
| 其他收益             | 226         | 146         | 146         | 146         | 146         |
| 投资收益             | 116         | 89          | 89          | 89          | 89          |
| <b>营业利润</b>      | 2333        | 2270        | 2263        | 2301        | 2359        |
| 营业外收入            | 25          | 27          | 27          | 27          | 27          |
| 营业外支出            | 30          | 32          | 32          | 32          | 32          |
| <b>利润总额</b>      | 2328        | 2266        | 2259        | 2297        | 2355        |
| 所得税              | (633)       | 670         | 33          | 33          | 34          |
| 少数股东损益           | 9           | (1)         | (2)         | (2)         | (2)         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2952</b> | <b>1598</b> | <b>2228</b> | <b>2266</b> | <b>2323</b> |

## 主要财务比率

|                | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业总收入          | 0%    | -0%   | 2%    | 2%    | 1%    |
| 营业利润           | 7%    | -3%   | -0%   | 2%    | 3%    |
| 归母净利润          | 42%   | -46%  | 39%   | 2%    | 3%    |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 37.6% | 38.6% | 38.6% | 38.6% | 39.0% |
| 净利率            | 21.6% | 11.7% | 16.1% | 16.0% | 16.2% |
| ROE            | 16.2% | 8.3%  | 11.2% | 10.8% | 10.6% |
| ROIC           | 13.0% | 6.6%  | 9.3%  | 9.0%  | 8.9%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 38.0% | 35.7% | 34.8% | 34.2% | 33.3% |
| 净负债比率          | 0.5%  | 0.3%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| 流动比率           | 1.2   | 1.2   | 1.3   | 1.4   | 1.6   |
| 速动比率           | 0.9   | 1.0   | 1.1   | 1.2   | 1.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 存货周转率          | 3.8   | 4.2   | 4.8   | 4.8   | 4.7   |
| 应收账款周转率        | 16.9  | 20.9  | 21.7  | 21.7  | 21.6  |
| 应付账款周转率        | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 1.7   | 1.7   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| EPS            | 1.16  | 0.63  | 0.88  | 0.89  | 0.91  |
| 每股经营净现金        | 1.02  | 0.72  | 0.85  | 0.85  | 0.85  |
| 每股净资产          | 7.52  | 7.65  | 8.03  | 8.39  | 8.77  |
| 每股股利           | 0.50  | 0.50  | 0.53  | 0.53  | 0.55  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 9.7   | 18.0  | 12.9  | 12.7  | 12.4  |
| PB             | 1.5   | 1.5   | 1.4   | 1.3   | 1.3   |
| EV/EBITDA      | 16.5  | 16.7  | 15.5  | 15.5  | 15.2  |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。