

# 凤凰传媒 (601928.SH)

## 买入(首次评级)

### 区域出版龙头，立足核心拓展多媒体产业矩阵

当前价格：8.50元  
 目标价格：10.34元

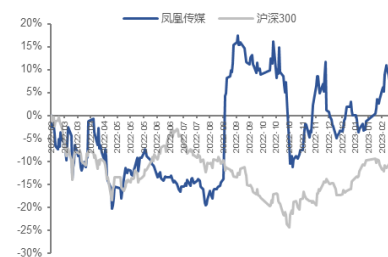
#### 投资要点：

- 江苏区域龙头，深耕出版发行行业。**凤凰传媒是国内头部出版发行公司，以江苏为基本盘，核心业务涉及教育、大众图书等领域，打造多媒体、多业态文化产业圈。2022Q1-3公司克服疫情不利影响，实现营收96.29亿元，同比增长9.0%；扣非归母净利润为15.10亿元，同比增长15.8%。
- 公司现金充沛，保持高股息分红。**公司自2011年上市以来，累计实施现金分红11次，分红金额共计68.71亿元，分红率为43.68%。2021年公司向全体股东每股派发现金红利0.5元，合计派发现金红利约12.72亿元，占2021年归母净利润的51.79%，股息率高达6.18%。
- 教育、大众图书出版齐头并进，发行渠道纵横拓展。**公司旗下共拥有10家出版社，6家一级出版社，一级出版社数量位列全国第2，仅次于中版集团。公司在江苏具有教材和评议教辅唯一发行权，兼具发行渠道优势，协同新华书店发展多媒体账号，拓展线上业务。
- 前瞻性拓展数字教学，推动数字化转型业务。**公司持续推动数字教学发展，推出凤凰易学、学科网等多款教育产品，打造职教虚拟实训平台。公司加大力度发展数字化转型业务，构建凤凰、新港数据中心，稳定加强现代化运营能力。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计2022-2024年公司营收CAGR为7.2%；净利润CAGR为8.4%。参照可比公司，给予公司23年13倍PE，对应目标市值为263亿元，给予目标价至10.34元。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：**教育图书出版发行政策变动风险；大众图书销量不及预期风险；线上渠道折扣力度加大风险；江苏省新生儿数量下滑及中小学学生人数不及预期的风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	2,545/2,545
总市值/流通市值 (百万元)	21,632/21,632
每股净资产 (元)	6.54
资产负债率 (%)	41.56
一年内最高/最低 (元)	9.14/6.20

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 陈泽敏  
 执业证书编号：S0210522050002  
 邮箱：czm3779@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,135	12,517	13,324	14,381	15,315
增长率 (%)	-4%	3%	6%	8%	6%
净利润(百万元)	1,596	2,457	1,850	2,024	2,175
增长率 (%)	19%	54%	-25%	9%	7%
EPS (元/股)	0.63	0.97	0.73	0.80	0.85
市盈率 (P/E)	13.6	8.8	11.7	10.7	9.9
市净率 (P/B)	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 投资要件

### 关键变量

**变量 1:** 公司具备江苏省教材教辅出版资质，垄断江苏中小学教材、评议教辅发行市场。江苏省中小学学生数量是教育相关业务营收保证，考虑到入学年龄递延的原因，2023-2025 年教辅需求人群实际为 2017 年以前的新生儿。我们测算 2022-2024 年中小学生在人数增速分别为 3.4%/3.0%/2.6%，考虑到学生结构优化营收结构，人均教辅拥有数量和价格齐升的因素，2022-2024 年公司课本及教辅出版发行相关营收增速分别为 7%/7%/6%。

**变量 2:** 我们认为对于大众图书而言，疫情放松后，线下发行渠道有望迎来消费恢复；线上渠道通过多品类电商持续拓宽。我们预测 2022 年大众阅读出版及发行收入可通过短视频电商新模式提振，恢复至 2020 年水平，2022-2024 年公司大众阅读出版及发行相关营收增速分别为 7%/10%/11%。

### 我们区别于市场的观点

**江苏省中小学人数面临下降风险，公司如何保证相关业务持续增长？** 尽管 2020 年以来江苏省新生儿数量锐减，但根据我们的测算，预计 2026 年开始，江苏省新入学儿童数量才会发生明显变化，因此 2023-2025 年省内教辅需求并不会有所减少。通过对比江苏省小学、初中和普通高中历年招生数、在校生数和毕业生数，考虑到江苏省优质教育的吸引力，我们认为邻近省份可对江苏省生源做一定的补充。叠加教辅价格涨价、高年级人口结构性占比提升、江苏省中考升学率提升等因素，公司教育相关出版和发行业务依然可以获得高质量增长。

### 股价上涨的催化因素

公司出版的图书销量超预期；新港数据中心投入运营；江苏省中考升学率提升；职业教育新政策出台。

### 估值和目标价

我们预计 2022-2024 年公司营收 CAGR 为 7.2%；净利润 CAGR 为 8.4%。参照可比公司中南传媒、中原传媒、中信出版 2022-2024 年平均市盈率 13.86/11.82/10.71。给予公司 23 年 13 倍 PE，对应目标市值为 263 亿元，给予目标价 10.34 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

教育图书出版发行政策变动风险；大众图书销量不及预期风险；线上渠道折扣力度加大风险；江苏省新生儿数量下滑及中小学学生人数不及预期的风险。

## 正文目录

1	公司概况：江苏出版龙头，营收稳增，产业升级	5
1.1	发展历史：出版发行为本，融合时代元素构建多元产业圈	5
1.2	股权结构：国资控股，子分公司多领域开花	5
1.3	分红派息：现金流充足，支撑高股息回报率	6
1.4	业绩表现：公司营收逆境有增，出版发行业务持续扩容	7
2	行业分析：出版发行行业竞争格局稳定，数字业务成转型趋势	9
2.1	出版发行行业基本盘稳固，地域特征明显	9
2.2	图书零售市场有待恢复，短视频电商成为新的增长点	11
2.3	江苏省人口红利仍在，人口结构改善优化教育出版发行营收结构	13
2.4	数字化转型已成趋势，政策引导行业布局	15
3	公司业务：出版发行双驱促增，打造文化产业生态圈	17
3.1	教育出版稳健发力，大众出版市场口碑双赢	17
3.2	发行资质优势巩固，“双线”渠道日益完善	20
3.3	数字化建设加速，转型业务多元布局	23
4	盈利预测	26
4.1	核心假设	26
4.2	收入与成本端	27
4.3	费用端	28
4.4	投资建议	28
5	风险提示	29

## 图表目录

图表 1：	凤凰传媒发展历史	5
图表 2：	凤凰传媒股权结构	6
图表 3：	2017-2022Q3 公司经营活动产生的现金流量净额及货币资金状况	6
图表 4：	2017-2022 年公司分红明细	7
图表 5：	2017-2022Q1-3 公司营业收入及同比增速	7
图表 6：	2017-2022Q1-3 公司归母净利润和扣非归母净利润及对应同比增速	7
图表 7：	2017-2022Q1-3 公司各业务收入（亿元）	8
图表 8：	2017-2022Q1-3 公司核心业务收入增速	8
图表 9：	2017-2021 年公司主营业务收入构成占比	8
图表 10：	2017-2022Q1-3 公司核心业务毛利率	8
图表 11：	2017-2022Q1-3 凤凰传媒费用率	9
图表 12：	出版发行行业产业链	9
图表 13：	2016-2020 年全国中小学在校学生数量和课本总印数及增速	10
图表 14：	2016-2020 年全国中小学课本平均定价及增速	10
图表 15：	2016-2020 年全国书籍总印数及增速	10
图表 16：	2016-2020 年全国书籍平均定价及增速	10
图表 17：	A 股出版发行行业上市公司一览表	10
图表 18：	2017-2022 年图书零售销售码洋及增速	12
图表 19：	2017-2022 年国内网络渠道与实体渠道图书销售码洋及占比	12
图表 20：	2022 年图书销售渠道占比（按码洋）	13
图表 21：	2021 年抖音电商图书出版销售情况	13
图表 22：	2022 上半年国内网络渠道与实体渠道图书零售销售折扣	13
图表 23：	2020 年全国出版物零售各细分收入占比	14

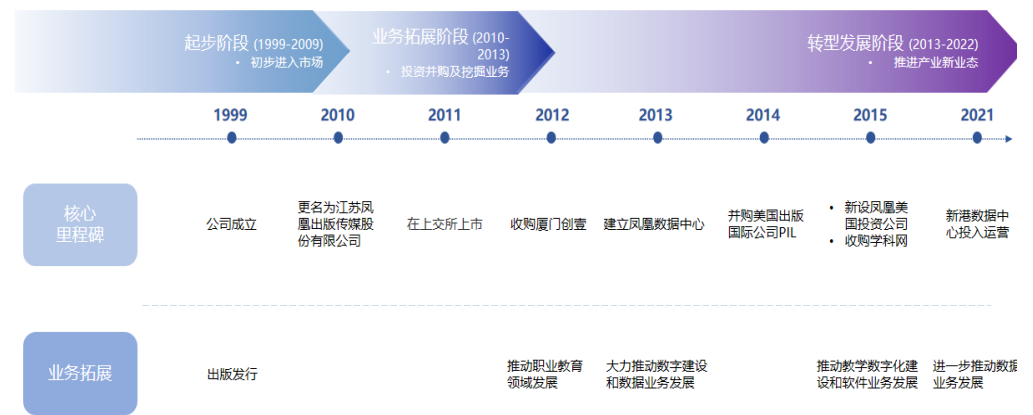
图表 24: 2020 年文化教育类图书细分收入占比 .....	14
图表 25: 2017-2021 年江苏省中小学在校学生数量及增速 .....	14
图表 26: 2017-2021 年江苏省中小学在校学生数量占全国中小学在校学生数量比例 ..	14
图表 27: 2006-2021 年江苏省出生人口及对应的阶段 .....	15
图表 28: 凤凰新华书店天猫旗舰店教辅价格 .....	15
图表 29: 2017-2021 年江苏省在校学生数量及占比 .....	15
图表 30: 2016-2020 年全国数字出版业务收入 .....	16
图表 31: 2017-2021 年数据中心市场规模及增速 .....	16
图表 32: 2017-2021 年数据中心机架规模及增速 .....	16
图表 33: 部分地方政府一体化大数据中心政策 .....	16
图表 34: 2017-2022 年我国职教政策 .....	17
图表 35: 2017-2022Q1-3 公司出版业务销售情况 .....	17
图表 36: 2021 年公司出版业务细分领域营收占比 .....	17
图表 37: 2017-2021 年公司教材出版收入及增速 .....	18
图表 38: 2017-2021 年公司教辅出版收入及增速 .....	18
图表 39: 公司在江苏省 2020-2021 学年中小学教育教学用书中参与情况 .....	18
图表 40: 出版行业部分公司一级出版社对比 .....	19
图表 41: 2017-2021 年公司一般图书出版业务销售量和码洋 .....	19
图表 42: 2017-2021 年公司一般图书出版业务收入及增速 .....	19
图表 43: 凤凰传媒入选 2022 年“中国好书”名单 .....	20
图表 44: 2017-2022Q3 公司发行业务销售情况 .....	20
图表 45: 2021 年发行业务各细分领域收入占比 .....	20
图表 46: 2017-2021 年公司教材发行收入及增速 .....	21
图表 47: 2017-2021 年公司教辅发行收入及增速 .....	21
图表 48: 2017-2021 年公司一般图书发行业务销售量和码洋变化情况 .....	21
图表 49: 2017-2021 年公司一般图书发行业务收入及增速 .....	21
图表 50: 2022 年公司在开卷各类别图书零售销量前 30 名榜中表现 .....	22
图表 51: 2021 年公司发行网点情况 (个) .....	22
图表 52: 公司短视频电商账号情况 .....	23
图表 53: 公司自营和平台电商账号情况 .....	23
图表 54: 2017-2022H1 公司数据服务业务收入及增速 .....	23
图表 55: 数据中心官网界面 .....	24
图表 56: 南京凤凰数据中心 .....	24
图表 57: 2017-2021 年公司软件业务收入及增速 .....	25
图表 58: 2017-2022H1 学科网收入及增速 .....	25
图表 59: 凤凰职教云平台界面 .....	26
图表 60: 凤凰职教公众号 .....	26
图表 61: 2023-2025 年各年级对应的江苏省内新生儿数量 .....	26
图表 62: 2021-2025 年江苏省中小學生数量 .....	27
图表 63: 凤凰传媒营业收入预测 (单位: 百万元; %) .....	28
图表 64: 凤凰传媒可比公司估值表 (市值截至 2023 年 2 月 21 日) .....	29
图表 65: 财务预测摘要 .....	30

## 1 公司概况：江苏出版龙头，营收稳增，产业升级

### 1.1 发展历史：出版发行为本，融合时代元素构建多元产业圈

江苏凤凰出版传媒股份有限公司是全国最具影响力和规模最大的出版发行公司之一。公司深耕江苏基本盘，前身为 1999 年成立的江苏省新华书店集团有限公司，于 2010 年更名为江苏凤凰出版传媒股份有限公司，并于 2011 年在上交所上市。2013 年公司大力推动数字建设，建立凤凰数据中心，发展数据业务。2014 年公司并购美国出版国际公司 PIL，翌年新设凤凰美国投资公司，建设海外文化促进中心。2015 年公司收购学科网，推动软件业务发展。2021 年新港数据中心投入运营，进一步提高数据业务能力和水平。

图表 1：凤凰传媒发展历史

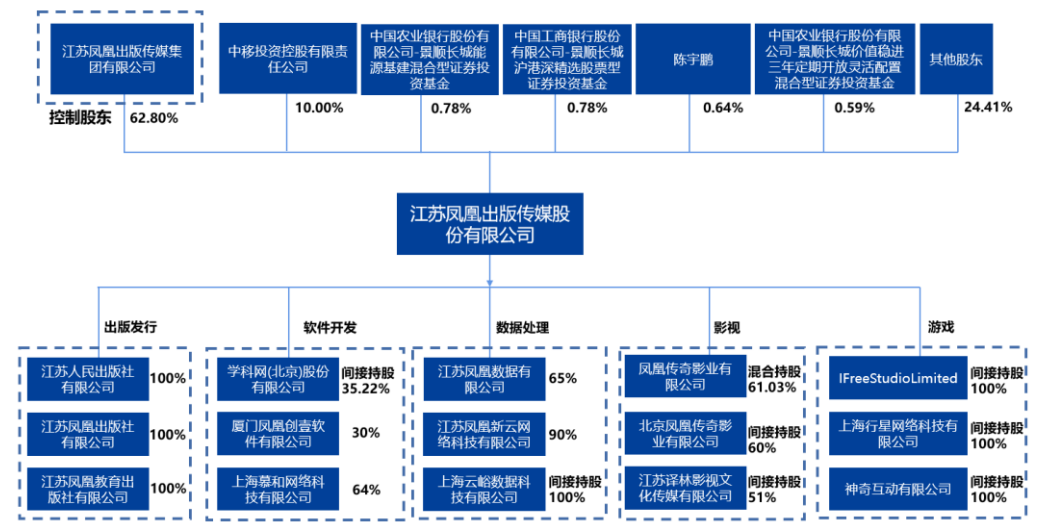


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

### 1.2 股权结构：国资控股，子分公司多领域开花

凤凰传媒为国有资产控股公司，实际控制人为江苏省政府。公司控股方凤凰出版传媒集团有限公司前身是江苏省出版集团有限公司，为国有独资企业。截至 2022 年 9 月 30 日，集团持有凤凰传媒 72.8% 股权。凤凰传媒全资及控股子、分公司共 170 家、20 多家出版机构，涉及出版发行、软件开发、数据处理、影视及游戏等文化产业生态圈，协同推动公司数字化转型。

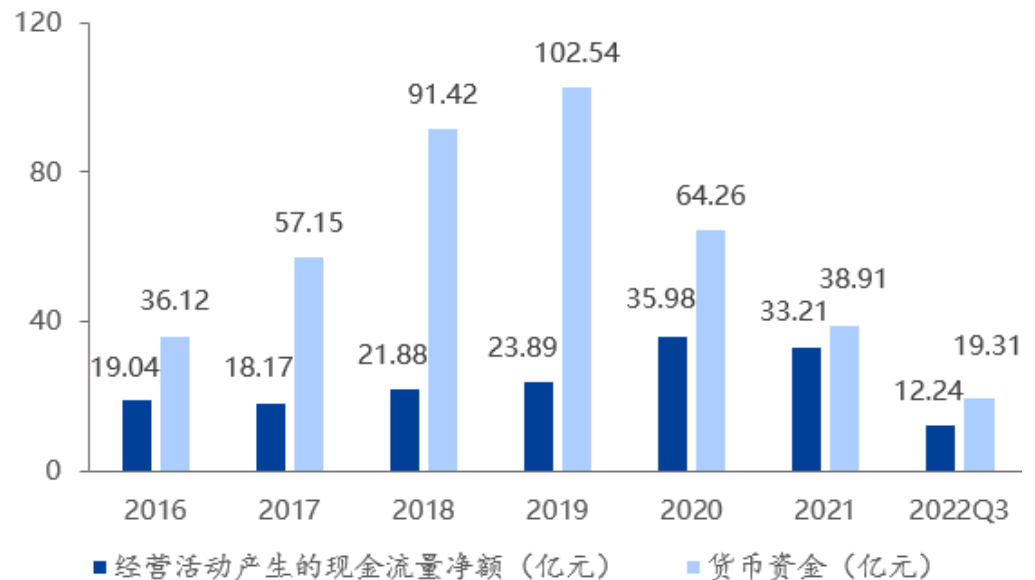


**图表 2：凤凰传媒股权结构**


数据来源：Wind，华福证券研究所

### 1.3 分红派息：现金流充足，支撑高股息回报率

公司经营状况稳中有升，现金状况良好。2017-2021 年公司经营活动产生的现金流量净额波动上升，货币资金储备充裕，2021 年公司经营活动产生的现金流超 33 亿元，货币资金储备近 39 亿元。截至 2022Q3，公司持有货币资金超 19 亿元，现金状况良好。

**图表 3：2017-2022Q3 公司经营活动产生的现金流量净额及货币资金状况**


数据来源：Wind，华福证券研究所

公司股息率高，投资回报率好。公司自 2011 年上市以来，共实施现金分红 11 次，累计现金分红 68.71 亿元，平均分红率为 43.68%。2021 年公司向全体股东每股派发现金红利 0.5 元（含税），合计派发现金红利 12.72 亿元（含税），占 2021 年归母净利润的 51.79%，股息率为 6.18%。

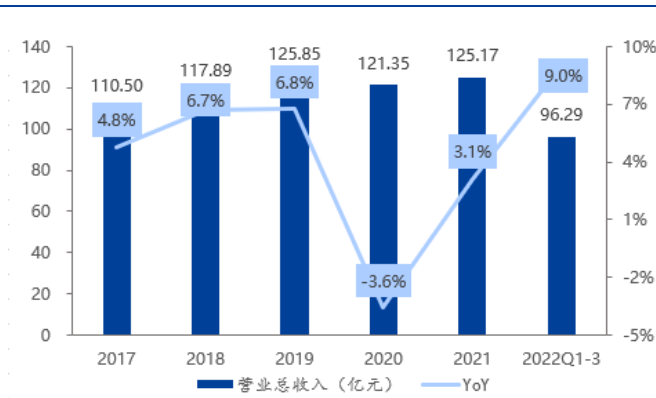
**图表 4：2017-2022 年公司分红明细**

年度	归母净利润(亿元)	现金分红总额(亿元)	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2021-12-31	24.57	12.72	51.79%	0.5	6.18%
2020-12-31	15.96	10.18	63.80%	0.4	6.32%
2019-12-31	13.44	7.63	56.82%	0.3	3.94%
2018-12-31	13.25	7.63	57.62%	0.3	3.78%
2017-12-31	11.66	3.82	32.74%	0.15	1.85%

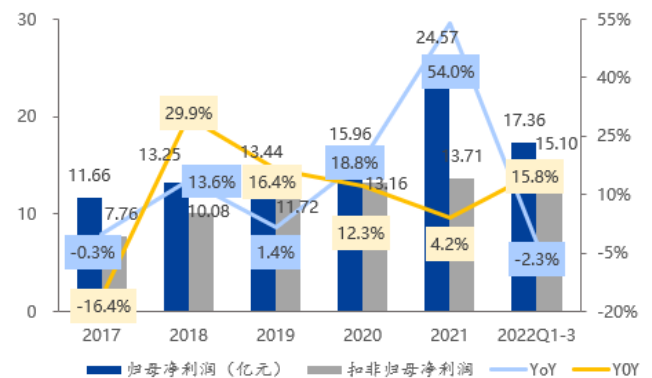
数据来源：Wind，华福证券研究所

#### 1.4 业绩表现：公司营收逆境有增，出版发行业务持续扩容

公司营收稳健增长，盈利能力提升。2017-2021 年公司营收大体呈上升趋势，CAGR 为 3.2%；归母净利润稳定增长，CAGR 为 20.5%；扣非归母净利润不断提高，CAGR 为 15.3%。2022Q1-3 公司实现营收 96.29 亿元，同比增长 9.0%；扣非归母净利润为 15.10 亿元，同比增长 15.8%。单季度来看，2022Q3 公司营收为 25.68 亿元，同比减少 3.10%；归母净利润为 2.31 亿元，同比减少 36.2%；扣非归母净利润为 1.60 亿元，同比减少 35.3%。2022Q3 公司营收减少主要系上年同期主题出版高基数回落；归母净利润和扣非归母净利润减少主要系成本和费用增加。

**图表 5：2017-2022Q1-3 公司营业收入及同比增速**


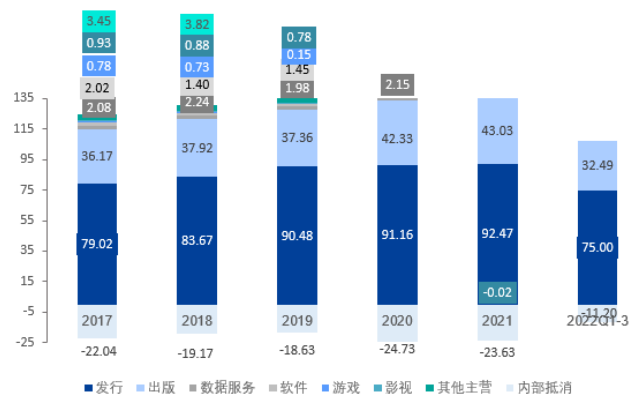
数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 6：2017-2022Q1-3 公司归母净利润和扣非归母净利润及对应同比增速**


数据来源：Wind，华福证券研究所

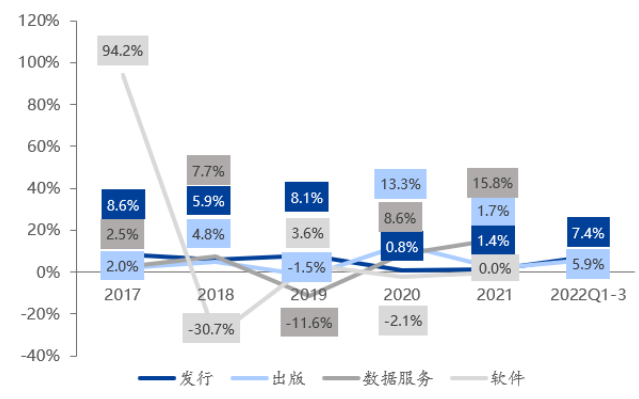
公司主营业务收入稳健增长。2017-2021 年公司出版业务收入 CAGR 为 4.4%，发行业务业务收入 CAGR 为 4.0%。2022Q1-3 公司出版业务实现营收为 32.49 亿元，同比增长 5.9%；发行业务实现营收为 75.00 亿元，同比增长 7.4%。单季度来看，2022Q3 出版业务收入 9.65 亿元，同降 6.4%；发行业务收入 18.62 亿元，同降 6.8%。2022Q3 出版发行业务收入下滑主要原因是 2021 年同期主题图书高营收基数的回落。

图表 7：2017-2022Q1-3 公司各业务收入（亿元）



数据来源：Wind，华福证券研究所

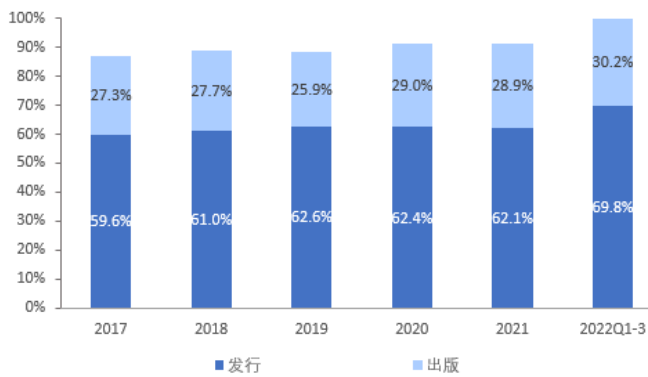
图表 8：2017-2022Q1-3 公司核心业务收入增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

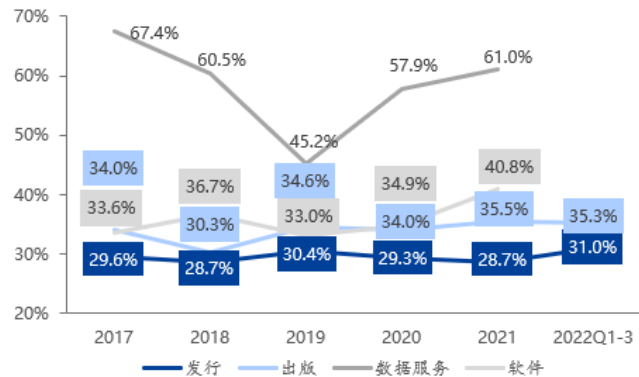
出版发行业务占比不断提升，毛利率稳中有进。2017-2022Q3 年公司聚焦主营业务，出版和发行业务营收占比不断提升。截至 2021 年，出版发行业务合计在总营收中占比达到 94.5%。2017-2021 年公司出版、发行业务毛利分别稳定在 34%和 29%左右。2022Q1-3 公司出版业务毛利率为 35.3%；发行业务毛利率为 31.0%。

图表 9：2017-2021 公司主营业务收入构成占比



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 10：2017-2022Q1-3 公司核心业务毛利率

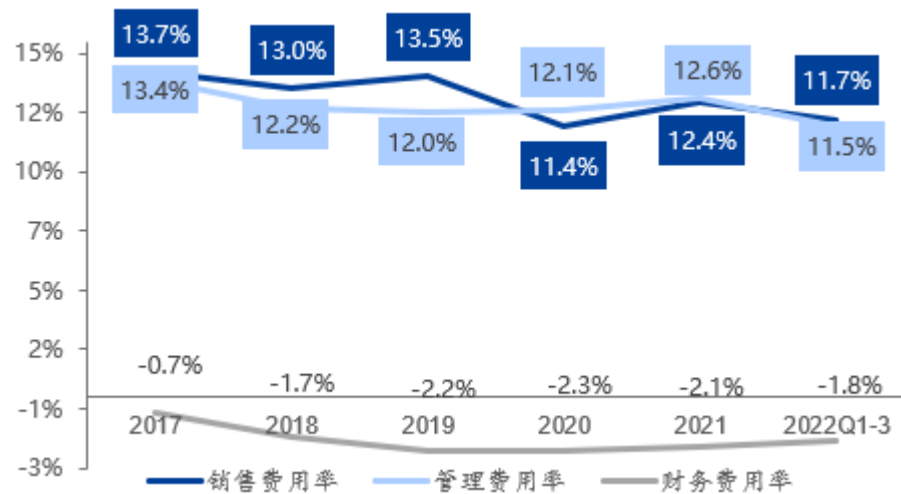


数据来源：Wind，华福证券研究所

公司三费管控有效，销售费用率和管理费用率稳定下降。2021-2022Q3，公司提升经营效率，截至 2022Q1-3，公司销售费用率降低至 11.7%，管理费用率降低至 11.5%，财务费用降低至-1.8%。单季度来看，2022 年 Q3 销售费用率为 14.5%，同比增加 1.8pct；管理费用率为 14.4%，同比增加 1.2pct；财务费用率为-2.4%，同比增加 0.04pct。2022 年 Q3 销售费用率和管理费用率小幅提升主要受收入下滑影响。



图表 11：2017-2022Q1-3 凤凰传媒费用率



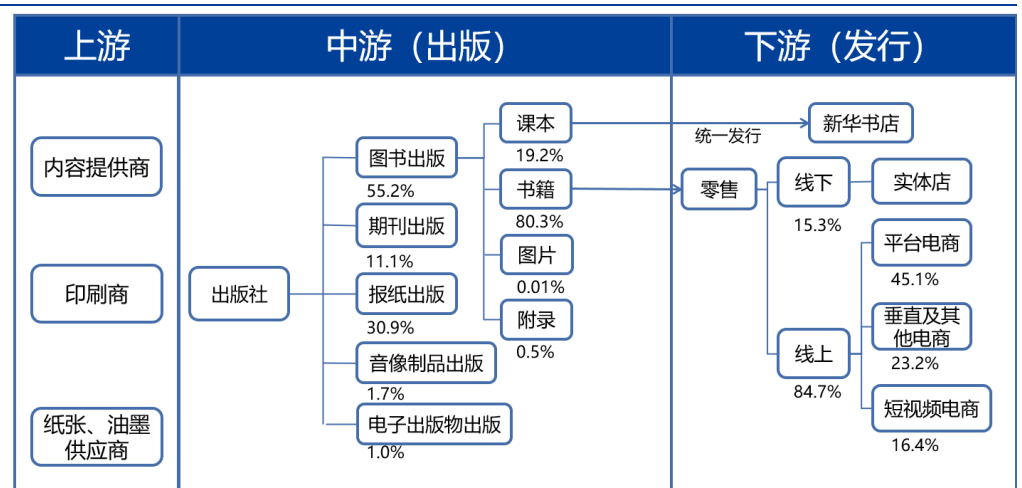
数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2 行业分析：出版发行行业竞争格局稳定，数字业务成转型趋势

### 2.1 出版发行行业基本盘稳固，地域特征明显

出版发行行业产业链以出版社为核心，印刷和物资供应为生产基础，通过发行环节实现最终交易。根据国家新闻出版署出版物种类划分，出版图书划分为书籍（含教辅）、课本、图片和附录四类。在下游发行环节中，课本通常由当地教育厅统一采购，并通过新华书店销往学校，实现统一配置；书籍一般分为线上和线下两条零售渠道销往一般消费者。根据开卷数据，线上消费是书籍购买的主要途径，按码洋规模划分，2022年全国图书零售线下渠道规模占比15.3%，线上渠道规模占比84.7%。

图表 12：出版发行行业产业链

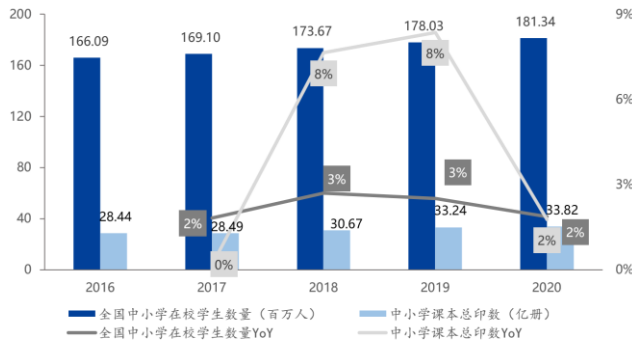


数据来源：新闻出版署（按收入划分），头豹研究院，开卷数据（按码洋划分比例），华福证券研究所

在校生数量推动中小学课本印刷数量增长；课本平均定价基本保持平稳，内部呈结构化差异。从数量上来看，2016-2020年全国中小学课本总印数年复合增长4.4%，在校生数量年复合增长2.2%，课本印刷数量的显著增长主要系高年级人均课本拥有量的提升。从价格上来看，中小学课本的价格由政府统一采购，受国家政策调控，价

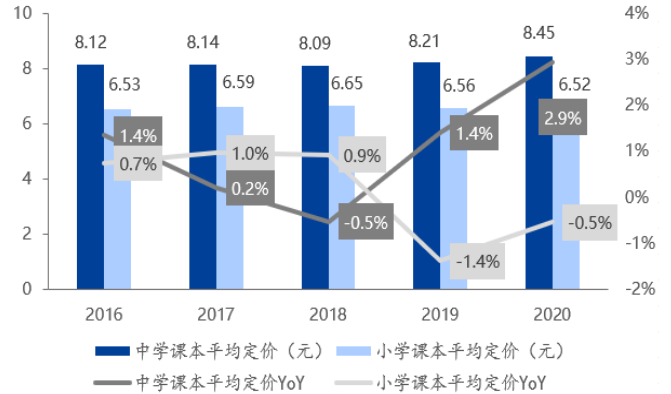
格增长平缓；但中小学课本价格之间呈现结构化差异，中学生课本平均定价高出小学生课本平均定价近 30%。

**图表 13：2016-2020 年全国中小学在校学生数量和课本总印数及增速**



数据来源：国家新闻出版广电总局，国家新闻出版署，国家统计局，华福证券研究所

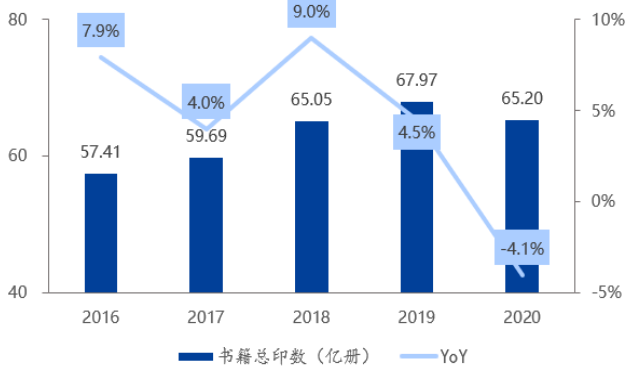
**图表 14：2016-2020 年全国中小学课本平均定价及增速**



数据来源：国家新闻出版广电总局，国家新闻出版署，华福证券研究所

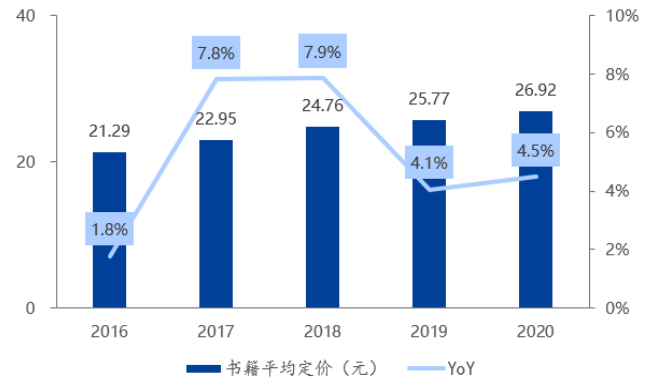
**全国书籍总印数和平均单价增长有序。**2016-2020 年全国书籍总印数从 57.41 亿册上升到 65.20 亿册；全国书籍平均定价从 21.29 元上升到 26.92 元。全国书籍总印数和单价均有上升，主要系全国人口数量保持增长和优质内容不断呈现，阅读消费从供给到需求两端作用，带动价量齐升。

**图表 15：2016-2020 年全国书籍总印数及增速**



数据来源：国家新闻出版广电总局，国家新闻出版署，华福证券研究所

**图表 16：2016-2020 年全国书籍平均定价及增速**



数据来源：国家新闻出版广电总局，国家新闻出版署，华福证券研究所

**出版行业特性决定国企主导地位，出版发行行业分布具有地域特性。**由于我国出版发行行业具有高意识形态特性，实施出版社许可制度，只有国企单位才有具有出版资质，民营企业只能发行除教辅外的一般图书。同时，受限于教育和文化审美的地域性差异，我国出版发行公司往往以省级行政区划来发展业务。截至 2022H1，凤凰传媒营收达 70.62 亿元，是 A 股出版发行行业体量最大的集团。

**图表 17：A 股出版发行行业上市公司一览表**

股票简称	股票代码	主要辐射地区	22H1 营收 (亿元)
中国出版	601949.SH	全国	22.14
中国科传	601858.SH	全国	10.91

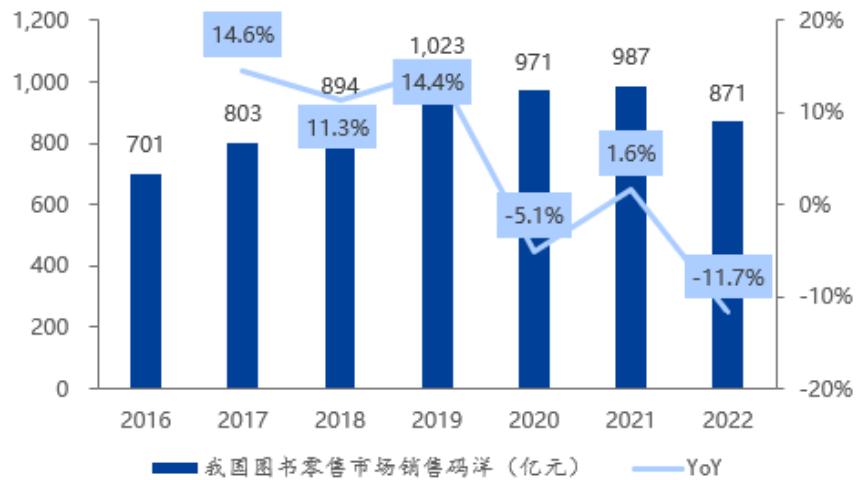
凤凰传媒	601928.SH	江苏省	70.62
中南传媒	601098.SH	湖南省	62.55
皖新传媒	601801.SH	安徽省	55.06
浙版传媒	601921.SH	浙江省	53.96
中文传媒	600373.SH	江西省	53.13
新华文轩	601811.SH	四川省	49.80
山东出版	601019.SH	山东省	48.89
中原传媒	000719.SZ	河南省	42.33
长江传媒	600757.SH	湖北省	34.33
时代出版	600551.SH	安徽省	34.29
南方传媒	601900.SH	广东省	33.64
广弘控股	000529.SZ	广东省	19.02
城市传媒	600229.SH	山东省	12.33
出版传媒	601999.SH	辽宁省	10.28
中信出版	300788.SZ	北京市	8.48
龙版传媒	605577.SH	黑龙江省	8.02
内蒙新华	603230.SH	内蒙古自治区	7.15
新华传媒	600825.SH	上海市	5.29
读者传媒	603999.SH	甘肃省	4.84
新经典	603096.SH	天津市	4.46
华闻集团	000793.SZ	海南省	3.77
读客文化	301025.SZ	上海市	2.54
粤传媒	002181.SZ	广东省	2.33
果麦文化	301052.SZ	浙江省	2.17
菜信文化	301231.SZ	陕西省	1.67
世纪天鸿	300654.SZ	山东省	1.20

数据来源：Wind，华福证券研究所

## 2.2 图书零售市场有待恢复，短视频电商成为新的增长点

图书零售市场受疫情影响严重，2020年后增长受限。2017-2019年我国图书零售市场销售码洋持续增长，CAGR达13%。自2020年疫情爆发以来，为避免人员聚集，线下消费频次明显减少，图书零售市场受到严重打击，码洋减少明显，年复合减少5%。截至2022年，图书零售销售码洋已低于2018年水平，主要原因系销售数量的减少和折扣率的提升。

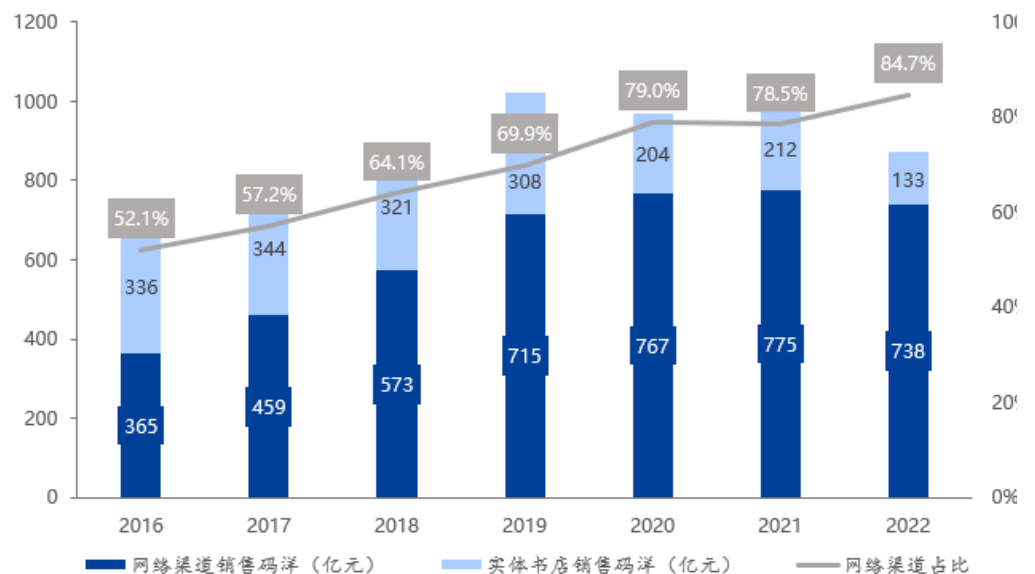
图表 18: 2017-2022 年图书零售销售码洋及增速



数据来源: 开卷数据, 华福证券研究所

从销售渠道来看, 线上线下呈现二八分立格局。2016-2022 年我国图书零售市场销售网络渠道快速增长, 尤其是在疫情后占比迅速提升至 80% 左右水平, 承载了核心增量。线下渠道营收和占比减少主要原因是疫情冲击线下实体店消费和大众消费习惯发生转移。2022 年图书零售线上渠道码洋为 738 亿元, 在图书零售市场中占比为 84.7%, 同比增加 6.2pct, 主要原因是直播带货、短视频电商等新媒体的崛起。从绝对值来看, 2022 年全年销售码洋为 871 亿元, 同比减少 11.7%, 实体店和电商渠道分别减少 37.3% 和 4.7%。主要原因为 1) 出货量减少, 2022 年疫情反复导致线下书店间歇性关停, 仓储和物流人手短缺, 效率降低; 2) 销售价降低, 尽管线上渠道可以克服场地因素, 但短视频电商渠道崛起的代价是折扣率的上升。

图表 19: 2017-2022 年国内网络渠道与实体渠道图书销售码洋及占比

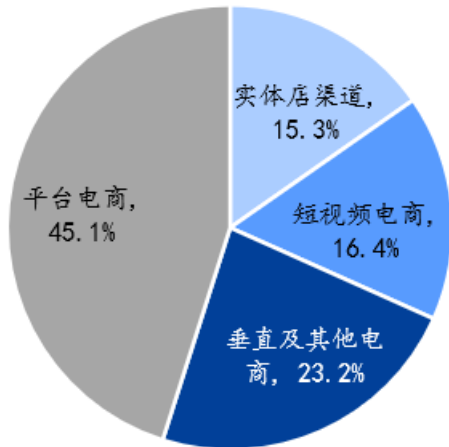


数据来源: 开卷数据, 华福证券研究所

线上消费结构变革, 短视频电商崛起。根据开卷数据, 2022 年平台电商依然维持着最高比重, 码洋占比为 45.1%, 同比减少 16.1%; 垂直及其他电商码洋占比为

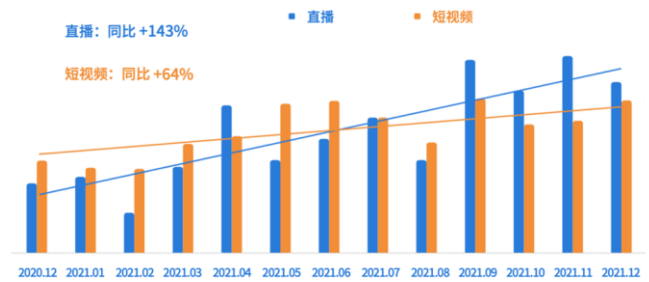
23.2%，同比下降 2.4%；短视频电商作为新兴渠道方式，上涨趋势明显。码洋占比为 16.4%，同比上升 42.9%，主要原因是新消费场景和模式的推广以及短视频电商渗透力提升。根据巨量算数，截至 2021 年 12 月，直播间图书销售额同比增长 143%，短视频销售额同比增长 64%。

图表 20：2022 年图书销售渠道占比（按码洋）



数据来源：开卷数据，华福证券研究所

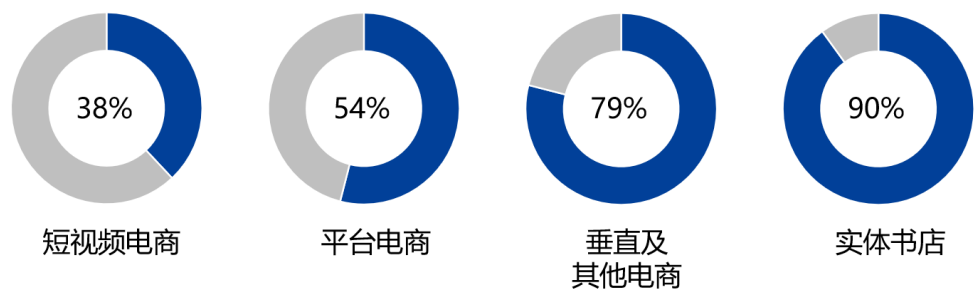
图表 21：2021 年抖音电商图书出版销售情况



数据来源：巨量算数，华福证券研究所

从折扣渠道来看，短视频电商折扣明显偏低。2022 上半年短视频电商的平均折扣为 3.8 折，平台电商的平均折扣为 5.4 折，自营及其他电商的平均折扣为 7.9 折，实体店的平均折扣为 9.0 折。短视频电商的快速渗透导致图书零售行业线上折扣加速下滑，进一步加剧了图书零售销售额的下降。

图表 22：2022 上半年国内网络渠道与实体渠道图书零售销售折扣



数据来源：开卷数据，华福证券研究所

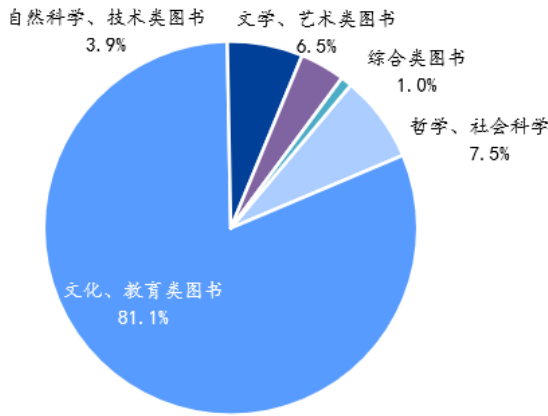
### 2.3 江苏省人口红利仍在，人口结构改善优化教育出版发行营收结构

从消费内容来看，文化、教育类图书是图书零售市场的主要阵地。据国家新闻出版署统计，2020 年中小学课本及教学用书和教辅读物零售分别实现营收 303.08 亿元和 442.12 亿元，在总出版物零售营收中占比分别为 28.22%和 41.12%。市场类教



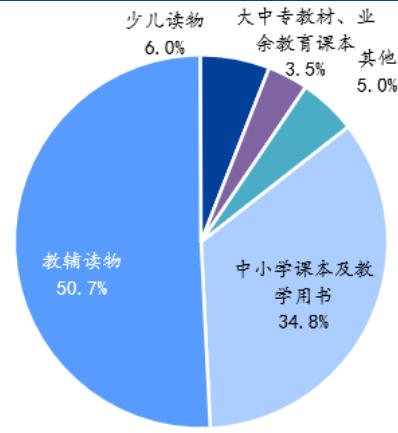
辅读物营收占据文化、教育类图书营收半壁江山。教辅读物占比高，受到政策和学生数量影响，具有高市占率和强稳定性，支撑全国出版物零售市场。

图表 23：2020 年全国出版物零售各细分收入占比



数据来源：国家新闻出版署，华福证券研究所

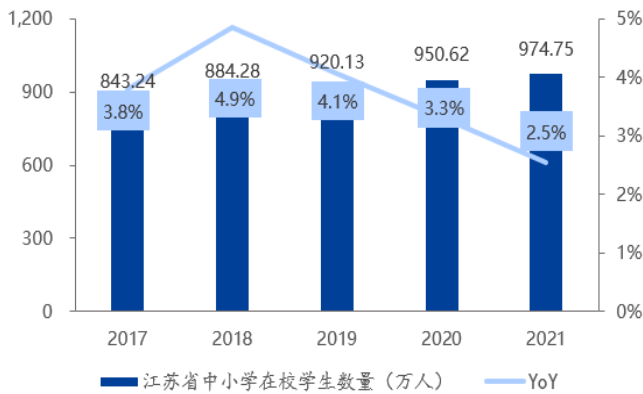
图表 24：2020 年文化教育类图书细分收入占比



数据来源：国家新闻出版署，华福证券研究所

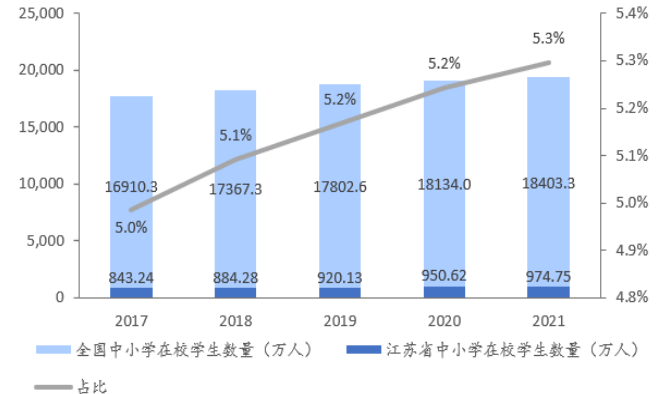
中小學生数量比例提升，抢占人口红利优势。教育出版发行物一般为课本和教辅，消费主体主要为中小學生。2017-2021 年江苏省中小學生数量稳健增长，增速超过全国平均增速，在全国中小學生数量中占比缓慢攀升，从 843.24 万人（5%）提升至 974.75 万人（5.3%）。人口数量优势有助于推动当地课本和教辅出版发行方的市占率提升，扩大全国影响力。

图表 25：2017-2021 年江苏省中小學生在校學生数量及增速



数据来源：江苏省统计局，华福证券研究所

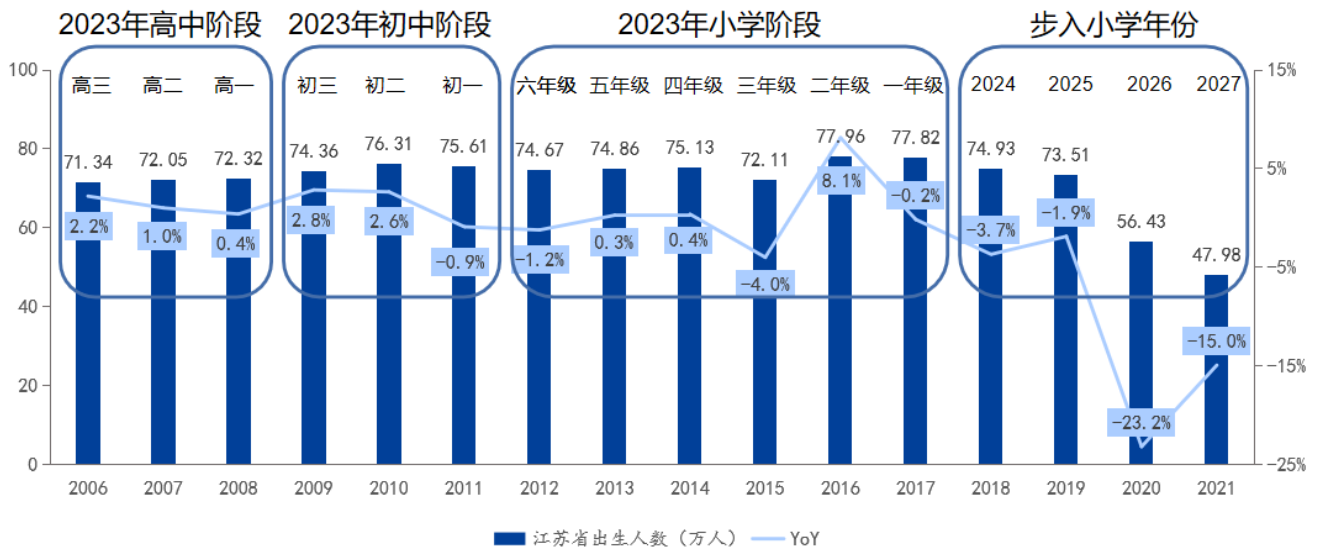
图表 26：2017-2021 年江苏省中小學生在校學生数量占全国中小學生在校學生数量比例



数据来源：江苏省统计局，国家统计局，华福证券研究所

江苏省在校學生数量拐点未至，2023-2025 年仍有增长点。根据江苏省统计局数据，2017 年江苏省已进入人口负增长阶段，尽管如此，当下人口红利仍在，在读的中小學生人口数量依然保持在 70 万人/年级以上。然而自 2020 年以来，江苏新出生人口数量骤降，2020 年同比减少 23.2%至 56 万人水平，2021 年更同比减少 15%，新生儿已不足 50 万人，远低于现阶段中小學生的平均数量。我们预计在 2020 年和 2021 年新生人群迈入小学阶段，即 2026 年开始，江苏省學生数量会出现较大比例的减少。

图表 27：2006-2021 年江苏省出生人口及对应的阶段



数据来源：江苏省统计局，华福证券研究所

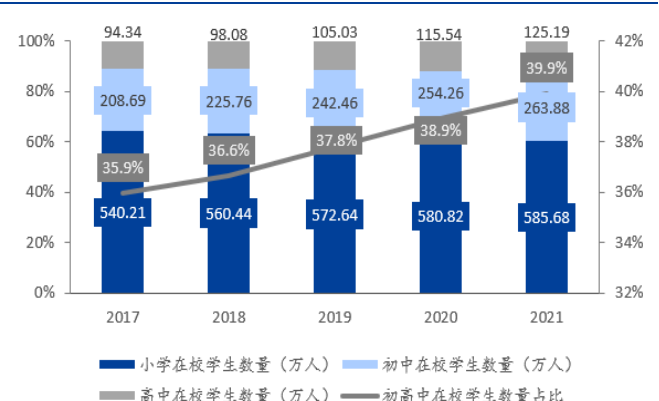
学生群体年龄结构改善，优化教育出版发行物营收结构。根据凤凰新华书店天猫旗舰店，小学生教辅价格大部分位于 10-30 元区间，而中学生教辅价格普遍较高，价格大部分位于 20-60 元区间。根据江苏省统计局，2017-2021 年江苏省初高中生在校学生数量从 303.03 万人上升到 389.07 万人，占比从 35.9% 上升到 39.9%。江苏省初高中生在校学生数量和占比提高直接推动中高年级教材需求提升，而具有高客单价性质的教辅数量的需求也会同步增加，营收结构因此得到优化。

图表 28：凤凰新华书店天猫旗舰店教辅价格



数据来源：凤凰新华书店天猫旗舰店，华福证券研究所

图表 29：2017-2021 年江苏省在校学生数量及占比

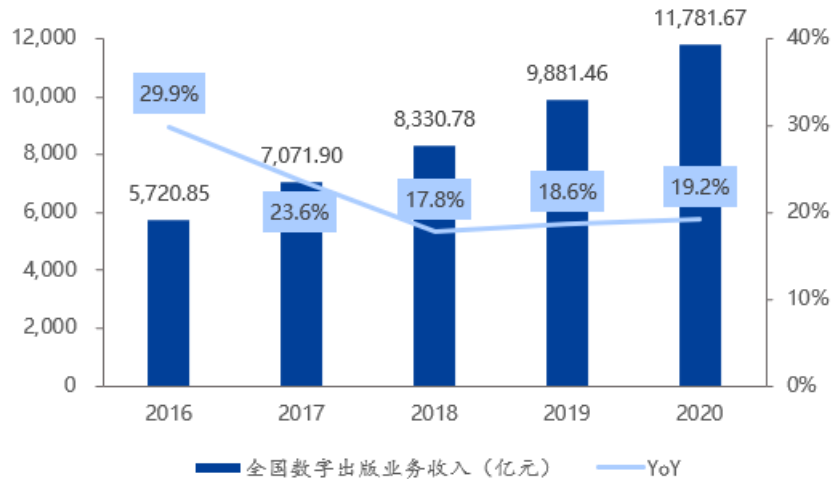


数据来源：江苏省统计局，华福证券研究所

## 2.4 数字化转型已成趋势，政策引导行业布局

数字出版渐成趋势，推动出版企业改革浪潮。随着网络的日益发展和疫情影响不断，新闻出版单位积极开展延拓线上业务，推动数字化转型。2016-2020 年，全国数字出版业务营收 CAGR 为 19.8%。数字出版业务在 2020 年出版行业受到疫情重大影响时逆流而上，同比增长 19.2% 至 11781.67 亿元。

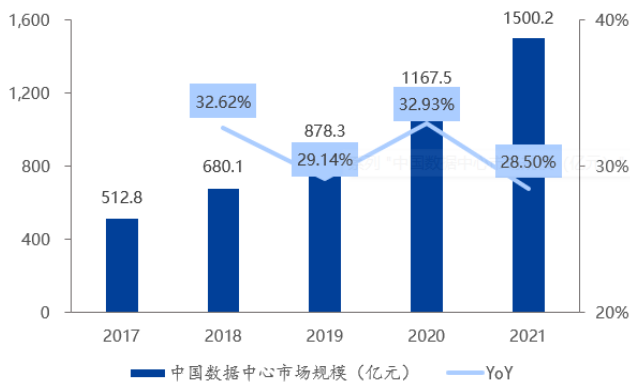
图表 30：2016-2020 年全国数字出版业务收入



数据来源：国家新闻出版署，华福证券研究所

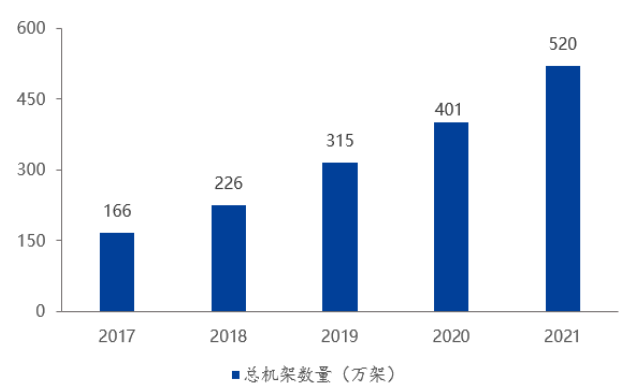
**中国 IDC 行业市场规模、数据中心机架数量双增。**中国 IDC 行业收到大数据战略、数字经济等政策推动，在“物联网+”浪潮和疫情反复的环境中，市场规模日益增加。2017-2021 年，中国数据中心市场规模从 512.8 亿元上升到 1500.2 亿元。数据中心机架是 IDC 行业的基础和上游，IDC 需求的增加不断推动数据中心机架的投资数量和建设数量。2017-2021 年中国数据中心总机架数量从 166 万架上升到 520 万架，推动中国 IDC 业务规模化发展。

图表 31：2017-2021 年数据中心市场规模及增速



数据来源：中国信通院，华福证券研究所

图表 32：2017-2021 年数据中心机架规模及增速



数据来源：工信部信息通信发展司，华福证券研究所

**一体化大数据中心政策优化数据中心布局，协调促进全国数据中心发展。**2020 年 12 月国家发改委、工信部等部门发布《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，推动数据中心布局合理化、绿色集约化建设。地方政府积极响应，制定相关政策引导布局。江苏省 2021 年 12 月发布相关政策，提出打造全省数据中心“双核三区四基地”布局，即 2 个算力资源调度核心、3 个算力支撑区、3 个布局引导区和 4 个省级数据中心产业示范区。

图表 33：部分地方政府一体化大数据中心政策

地方	时间	政策名称
北京	2021 年 4 月	《北京市数据中心统筹发展实施方案（2021-2023 年）》

上海	2021年4月	《上海市数据中心建设导则（2021版）》
江苏	2021年12月	《江苏省新型数据中心统筹发展实施意见》

数据来源：中国信通院，华福证券研究所

**国家职教政策利好，深化职业教育供给侧结构性改革。**2022年12月，国家发布《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》，旨在持续推进现代职业教育体系建设改革，优化职业教育类型定位。该《意见》中指出要以科教融汇为新方向，构建央地互动、区域联动。

图表 34：2017-2022 年我国职教政策

时间	政策名称
2017年12月	《国务院办公厅关于深化产教融合的若干意见》
2018年02月	《职业学校校企合作促进办法》
2019年01月	《国家职业教育改革实施方案》
2021年10月	《关于推动现代职业教育高质量发展的意见》
2022年05月	新《职业教育法》
2022年10月	《关于加强新时代高技能人才队伍建设的意见》
2022年12月	《关于深化现代职业教育体系建设改革的意见》

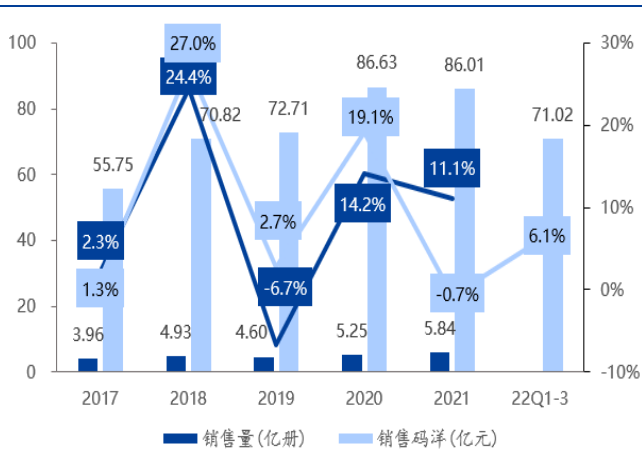
数据来源：国务院，教育部，华福证券研究所

### 3 公司业务：出版发行双驱促增，打造文化产业生态圈

#### 3.1 教育出版稳健发力，大众出版市场口碑双赢

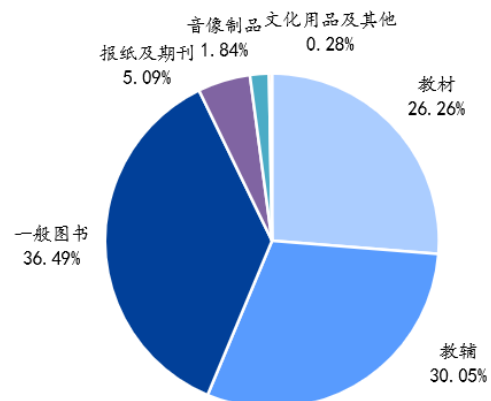
出版业务营收稳中有升，教育出版和大众出版协同发力。公司出版业务细分资源优质、品类众多，主要包括教材、教辅、一般图书、电子出版物、音像制品的编辑出版。2022Q1-3 公司出版业务销售码洋达到 71.02 亿元，同比增长 6.1%；营收达到 32.49 亿元，同比增长 5.9%。分业务来看，2021 年出版业务营收中，教材营收占比达到 26.26%，教辅营收占比达到 30.05%；一般图书营收占比达到 36.49%。公司出版业务增长源于教材教辅的稳定运营和一般图书的持续输出。

图表 35：2017-2022Q1-3 公司出版业务销售情况



数据来源：Wind，公司年报，华福证券研究所

图表 36：2021 年公司出版业务细分领域营收占比

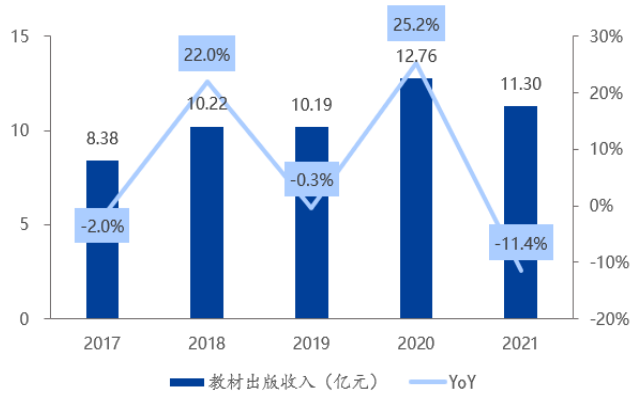


数据来源：公司年报，华福证券研究所

教材教辅出版业务稳定增长，量速齐升。2017-2021 年公司教材出版业务营收从

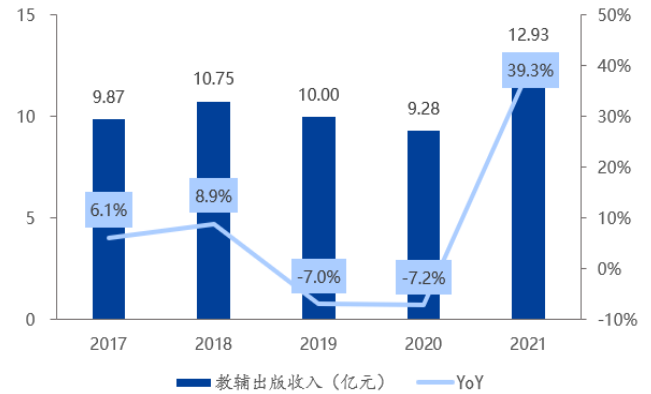
8.38 亿元上升到 11.30 亿元；教辅出版业务营收从 9.87 亿元上升到 12.93 亿元。公司年报显示，2021 年公司自编教材教辅销售量为 4.51 亿册，销售码洋为 45.21 亿元；租型教材教辅销售量为 1,066 万册，销售码洋为 2,995.44 亿元。公司教材教辅业务稳定增长原因是公司教育出版具有特许经营权、教育产品具有刚性需求、江苏省在校学生数量不断增长、中小学学生结构持续优化和教育读物价格稳定提升。

图表 37：2017-2021 年公司教材出版收入及增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 38：2017-2021 年公司教辅出版收入及增速



数据来源：Wind，华福证券研究所

**教育出版资质优势先行，原创优质竞争力强。**公司深耕行业二十余载，共组编 18 套中小学国家基础教育课程标准教材，其品种数和市场份额均位列全国第二。公司从 2017 年起代理江苏省中小学道德与法治、语文、历史三科国家统编教材；2018 年起代理江苏省中小学人教版非三科教材，成为人教版教材在江苏的唯一代理单位，同时承担全省教辅材料的发行工作。公司有 20 种教材获教育部首届国家教材建设一、二等奖；有 34 套中小学教材被列为省级教材，在江苏省内受到广泛推广。公司教育产品覆盖全国 29 个省（直辖市、自治区），超过 4,000 万学生使用。2021 年公司响应“双减”政策，修订各学科教材、评议教辅，使原创教材教辅同比提升 9%。2021 年公司自编教材教辅销售量增长率达到 13.99%，销售码洋增长率达到 9.68%，营收增长率达到 11.32%，原创教材教辅增长迅速，提高公司竞争力。

图表 39：公司在江苏省 2020-2021 学年中小学教育教学用书中参与情况

	江苏凤凰少年儿童出版社	江苏凤凰教育出版社	译林出版社	江苏凤凰科学技术出版社	江苏人民出版社
小学	语文书法练习指导、美术、音乐、	数学、科学、民族团结、珠心算、地方文化、练习册	英语	心理健康教育	地方文化
初中	美术、音乐、写字	生物学、劳动与技术、研究性学习	英语	数学、物理、心理健康教育	
高中		语文、数学、化学、生物、通用技术	英语		民族团结

数据来源：江苏省教育厅，华福证券研究所

**公司是出版行业龙头，优质出版社数量领先全国。**公司位列 2021 年“全球出版 50 强”第 9 位，是中国出版业唯一进入世界前 10 的公司。公司拥有 6 家一级出版社，一级出版社数量位列全国第二。国内总共拥有一级出版社 100 家，一级出版社在出版目录、强影响力、认可度等领域具有更强优势。公司旗下共拥有 10 家出版社，其



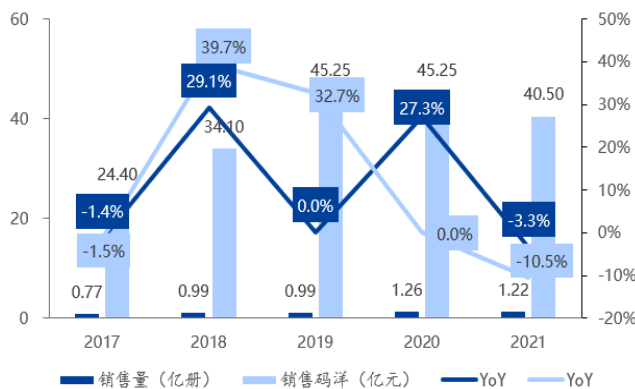
中 5 家出版社从事中小学教材出版业务, 7 家出版社具备中小学教辅出版资质, 10 家出版社都从事一般图书出版业务。2015 年江苏凤凰教育出版社、江苏译林出版社、江苏凤凰科学技术出版社进入全国图书出版总体经济规模前 100 名; 苏教社在地方图书出版单位总体经济规模综合排名中位列第一; 译林社连续多年位列文艺类图书出版社总体经济规模第一。

**图表 40: 出版行业部分公司一级出版社对比**

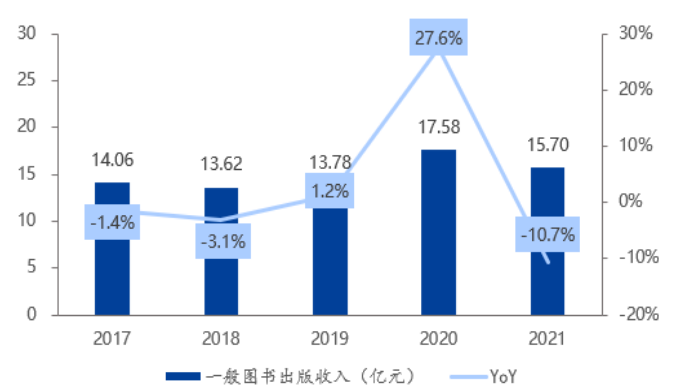
公司名称	一级出版社名称	一级出版社数量
中国出版传媒股份有限公司	人民文学出版社、中华书局、商务印书馆、中国大百科全书出版社、人民音乐出版社、三联书店、中国民主法制出版社	7
江苏凤凰出版传媒股份有限公司	江苏人民出版社、江苏凤凰科技出版社、江苏凤凰教育出版社、江苏凤凰少年儿童出版社、江苏凤凰美术出版社、江苏译林出版社	6
中南出版传媒集团股份有限公司	湖南人民社、湖南科技社、岳麓书社、湖南文艺社、湖南美术社	5

数据来源: 公司官网, 公司年报, 华福证券研究所

一般图书出版业务受疫情影响, 疫情过后有望复苏。2017-2021 年公司一般图书出版业务销售量从 0.77 亿册上升到 1.22 册; 销售码洋从 24.40 亿元上升到 40.50 亿元; 收入从 14.06 亿元上升到 15.70 亿元。公司一般图书出版业务在疫情期间承受压力保持稳健运营, 有望在疫情过后, 通过线上营销和线下回归实现该业务复苏。

**图表 41: 2017-2021 年公司一般图书出版业务销售量和码洋**


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

**图表 42: 2017-2021 年公司一般图书出版业务收入及增速**


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

大众出版兼具版权、内容优势, 打造众多精品图书。截至 2022 年 6 月, 公司有 64 种项目入选首批国家“十四五”出版规划项目, 位居全国出版集团第三; 20 个项目入选 2022 年度国家出版基金资助项目, 位居全国出版集团第二; 36 个选题入选江苏省主题出版重点出版物, 占江苏全部入选数的 66.6%; 13 种图书入选“2021 中华学术外译项目”。公司围绕党的二十大共策划主题出版选题 131 种, 其中《新安旅行团》入选中宣部出版局“奋进新征程建功新时代”好书荐读活动书单。公司不断推进重大出版工程, 如江苏文库项目、大运河项目、《大运河画传》《长城画传》《长征画传》《黄河画传》四本画传项目、百卷本“抗日战争专题研究”丛书等出版编辑工作。公司有 13 种图书入选 2022 年“中国好书”月榜, 超过 2021 年 8 种。

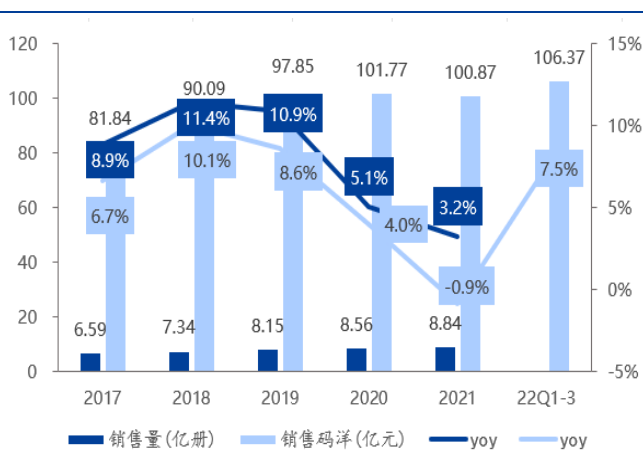
**图表 43：凤凰传媒入选 2022 年“中国好书”名单**

入选时间	书名	出版社	作者
1-2 月	《大唐气象：唐代审美意识研究》	江苏人民出版社	陈望衡等
1-2 月	《木鉴：中国古代家具用材鉴赏》	江苏凤凰美术出版社	周默
3 月	《脱贫故事绘》	江苏凤凰美术出版社	人民日报社文艺部
3 月	《露天厨房》	江苏凤凰少年儿童出版社	荆凡
4 月	《金色河流》	译林出版社	鲁敏
5 月	《中国青年运动一百年》	江苏人民出版社	胡献忠
5 月	《敦煌岁时节令》	江苏凤凰美术出版社	杜鹃等
6 月	《做壶》	江苏凤凰文艺出版社	徐凤
10 月	《马克思主义为什么行》	江苏人民出版社	牛先锋等
10 月	《太空的见证》	江苏凤凰科学技术出版社	刘思扬等
10 月	《天地人生：中华传统文化十章》	江苏人民出版社	王蒙
11 月	《大运河画传》	江苏凤凰科学技术出版社/ 江苏凤凰美术出版社	全国政协文化文史和学习委员会
12 月	《心谣》	江苏凤凰文艺出版社	戴军

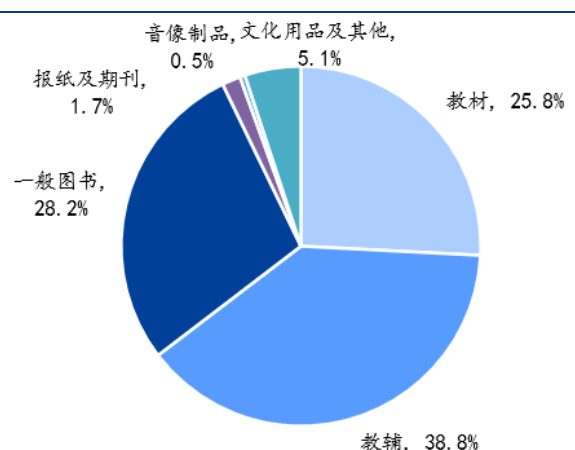
数据来源：新华网，华福证券研究所

### 3.2 发行资质优势巩固，“双线”渠道日益完善

发行业务实力强劲，营收能力日益蓬勃。公司发行业务主要包括教材教辅发行和一般图书发行业务、教学装备销售、物流配送、文化商业地产运营等业务。22Q1-3 公司发行业务码洋达到 106.37 亿元，同比增长 7.5%。分业务来看，2021 年公司教材教辅发行合计实现营收 59.76 亿元，占比 64.6%；一般性图书出版业务实现营收 26.08 亿元，占比 28.2%。公司发行营收不断增长主要系消费群体人口的增长和优化、公司发行资质和内容的优越性、发行渠道的多样性等。

**图表 44：2017-2022Q3 公司发行业务销售情况**


数据来源：Wind，公司年报，华福证券研究所

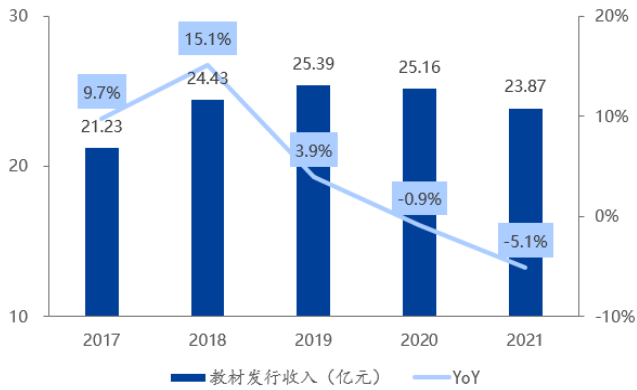
**图表 45：2021 年发行业务各细分领域收入占比**


数据来源：Wind，华福证券研究所

政府助力教育发行，公司享有“苏”域人教版教材唯一代理权。公司是人教版教材在江苏的唯一代理商，同时也是江苏省唯一具备教材和评议教辅发行资质的单位。2021 年度公司教科书征订 3.3 亿册、码洋 22.3 亿元；各类教学辅助读物销售 2.3 亿册、码洋 42.1 亿元。2017-2021 年，公司教材发行业务收入从 21.23 亿元上升到

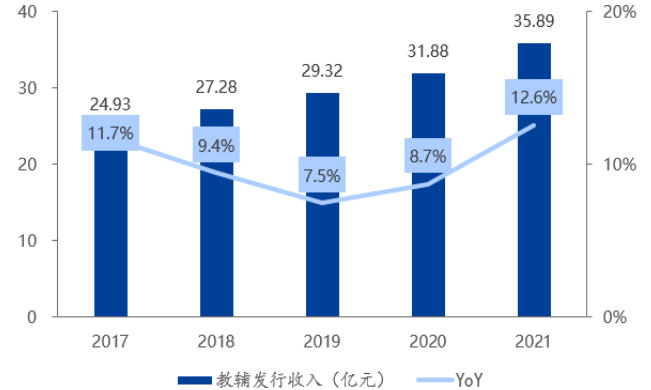
23.87 亿元；教辅发行从 24.93 亿元上升到 35.89 亿元。公司与江苏省教育厅达成协议，将成为 2022 年秋到 2025 年春江苏省义务教育阶段学生作业本、教科书和小学生字字典唯一供货商，保障公司发行业务平稳运行。

图表 46：2017-2021 年公司教材发行收入及增速



数据来源：公司年报，华福证券研究所

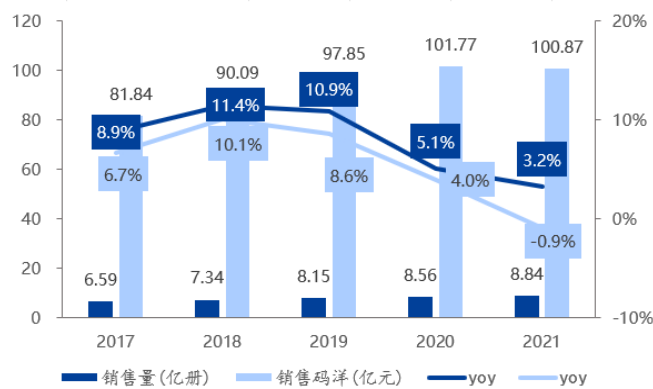
图表 47：2017-2021 年公司教辅发行收入及增速



数据来源：公司年报，华福证券研究所

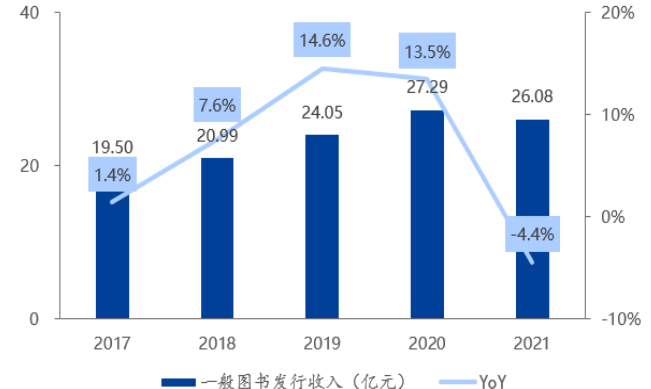
**2022H1 公司一般图书零售市场的实洋占有率为 3.62%，相比于 2021 年提升 0.25pct，位列全国第 2。**2017-2021 年公司一般发行图书发行收入从 19.50 亿元上升到 26.08 亿元，CAGR 为 7.54%。2021 年公司一般图书发行销售量为 1.22 亿册，销售码洋达到 40.50 亿元，一般图书销售 10 万册以上 35 种，其中重点党政读物码洋 6.7 亿元，发行 2670 万册创历史新高。2020-2021 年公司累计销售 18 万册以上图书 33 种。

图表 48：2017-2021 年公司一般图书发行业务销售量和码洋变化情况



数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 49：2017-2021 年公司一般图书发行业务收入及增速



数据来源：公司年报，华福证券研究所

**公司在一般图书市场表现优异，名列前茅。**在 2022H1 图书零售市场实洋占比中，公司生活休闲图书排名第 1 位，文学图书排名第 2 位，传记、学术文化图书排名第 4 位，教辅排名第 9 位。2022 年公司在开卷数据统计的一般图书零售销量前 30 名中表现优异，有多部图书上榜并保持数月。译林出版社的《杀死一只知更鸟》和江苏文艺出版社的《告白》分别以 48 元和 49.8 元的价格，在虚构类图书销售前 30 名榜单多次出现，保持良好销量水平。

**图表 50：2022 年公司在开卷各类别图书零售销量前 30 名榜中表现**

类别	上榜时间	书名	出版社	作者
虚构类	4-8 月、12 月	《杀死一只知更鸟》	译林出版社	哈珀·李
	5-7 月	《告白》	江苏凤凰文艺出版社	应橙
	8 月	《麦田里的守望者》	译林出版社	J.D.塞林格
非虚构类	4 月	《汤头歌诀（精板）》	江苏凤凰科学技术出版社	汪昂等
	4 月	《云彩收集者手册》	译林出版社	加文·普雷特-平尼
	4-5 月	《半小时漫画中国史（全新修订版）》	江苏凤凰文艺出版社	二混子
	11 月	《宝宝脾胃好，病不找》	江苏凤凰科学技术出版社	李爱科
	4-5 月	《青铜葵花（新版）》	江苏凤凰少儿出版社	曹文轩
少儿类	7 月	《草房子》	江苏凤凰少儿出版社	曹文轩
	8 月	《增广贤文》	江苏凤凰美术出版社	周希陶

数据来源：开卷数据，华福证券研究所

**网点规模全国领先，线下营销矩阵日益完善。**截至 2021 年末，各类网点 1427 个，其中自有网点 621 个，租赁网点 806 个，网点总建筑面积为 98.4 万平方米，网点规模和数量居全国同行第一。领先的网点数量推动书籍收入增加，2022H1 公司实体店的实洋占有率为 4.19%，位列全国第 3 位。公司线下发行体系完善，形成以“凤凰读书会”为核心的营销矩阵，并推进文化广场建设，举办活动促进全民阅读习惯培养，提升用户触达率，增强用户粘性。2022H1 公司在江苏省开展阅读营销活动 1322 场，在第十二届江苏书展实现营收 1.55 亿元，同比增长 67.7%。2022 年公司已成功运营 6 家以书店为主力业态的商业文化广场，文化广场板块初具规模。

**图表 51：2021 年公司发行网点情况（个）**

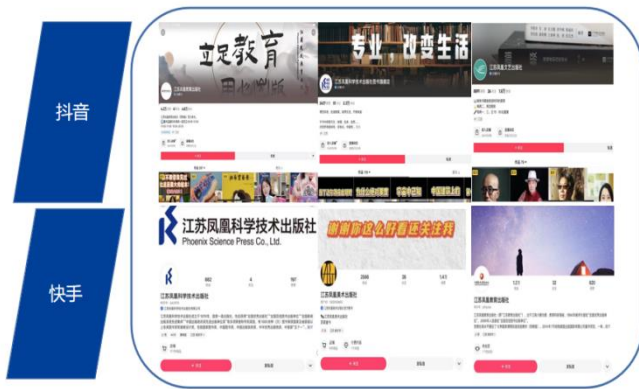
	自有产权	租赁网点	合计
中心网点	69	5	74
城市非中心网点	226	370	596
乡镇及以下网点	326	431	757
小计	<b>621</b>	<b>806</b>	<b>1427</b>
本年度新增网点	6	68	74
本年度关停网点	14	20	34

数据来源：公司公告，华福证券研究所

**智慧物流助力线上平台、短视频电商布局建设。**ERP 系统优化，推动发行体系管理精细化、供货集中化，提高公司运营效率。公司持续发展淘宝、京东等传统平台电商，着力短视频电商布局。译林社、科技社等多家单位利用短视频、直播等新营销，打造自营电商、自有新媒体、用户和社区的营销闭环，提高用户触达率、成交率。2022H1 公司网店实洋占有率为 3.50%，位列全国第 3 名；电商销售码洋 9.28 亿元，与上年同期基本持平，主要系疫情导致物流瘫痪产生不利影响。公司在 618 当天实现线上营收 7,942 万元，同比增长 10%。2022H1 公司新媒体平台活跃账号超过 150 个，总粉丝数 1,200 多万，直接收入超 3,000 万元。



图表 52：公司短视频电商账号情况



数据来源：抖音，快手，华福证券研究所

图表 53：公司自营和平台电商账号情况

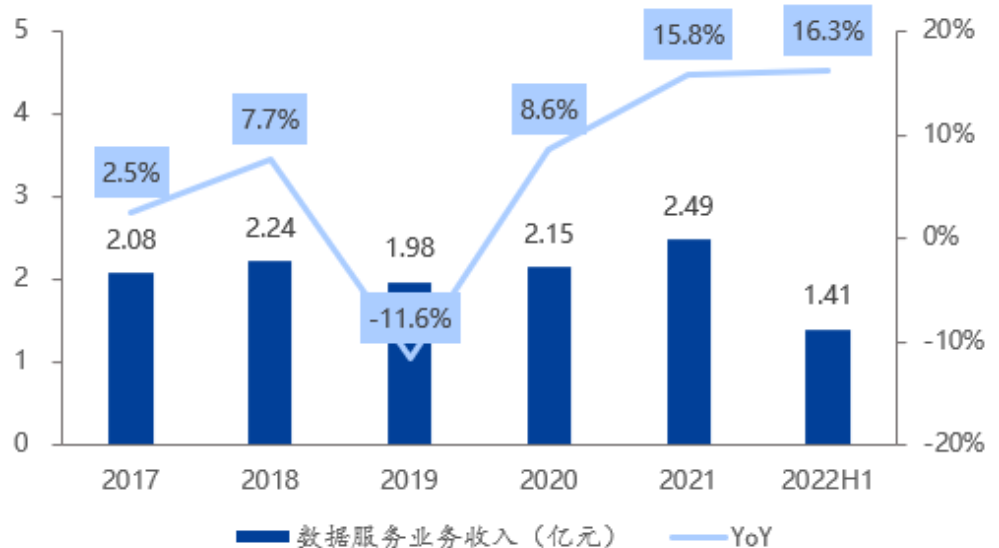


数据来源：淘宝，凤凰新华，华福证券研究所

### 3.3 数字化建设加速，转型业务多元布局

数据中心布局显效，凤凰新港贡献增量。截至 2022 年 7 月，凤凰数据拥有机架 3100 个，新港数据中心一期拥有机架 1450 个。公司预计新港数据中心二期将建设机架 1100 个。2017-2022H1，数据业务保持高增速状态。2022H1 新云网络营业收入 0.63 亿元，同比增长 106.98%；利润总额为 842.86 万元，同比增长 214.42%。2022H1 凤凰数据营业收入 0.78 亿元，同比下降 14.06%；利润总额为 0.22 亿元，同比下降 23.01%，主要系部分合同到期没有续签。2022 下半年凤凰数据聚焦大客户的维护和开发来保持经营稳定。

图表 54：2017-2022H1 公司数据服务业务收入及增速



数据来源：Wind，公司年报，华福证券研究所

数据业务为公司持续发展和数字化转型奠基。数据业务依托优质的数据中心、宽带资源和高效运维服务，为政企公司提供机房（机架）租赁、带宽运营、云服务等 IT 服务。2017 年凤凰数据入选“国家首批绿色数据中心试点单位”。2021 年新港数据中心建成投入使用，不断提高公司数字化能力。数据业务加速新旧媒体相互融合、新老业务相辅相成的产业布局；协助公司实现各板块资源共享、业务协同，降本增效，



做到内容、渠道、技术、物业等优质资源价值最大化。

图表 55: 数据中心官网界面



数据来源: 凤凰云官网, 华福证券研究所

图表 56: 南京凤凰数据中心



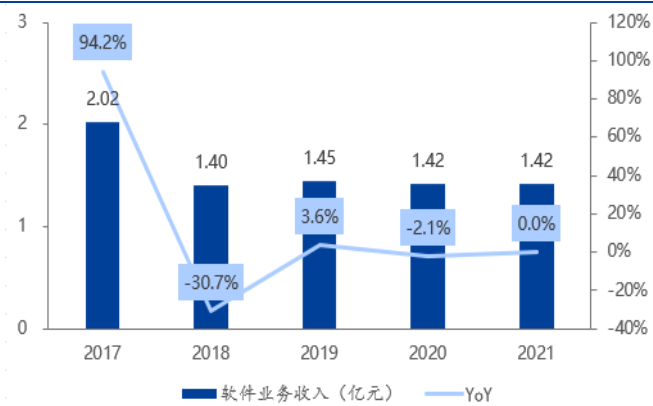
数据来源: 绿色数据中心公共服务平台, 华福证券研究所

**软件业务成熟, 智慧教育产业链纵横延伸。**公司软件业务主要包括幼儿教育、基础教育、职业教育等多阶段教育的教学软件、网络平台及 APP 的研发、销售环节。公司通过围绕数字内容、网络平台、软件技术、数据管理等几个重点模块积极布局智慧教育, 在教育领域分别研发凤凰易学、学科网、职教云、语音学习系统等平台; 在大众数字化图书领域研发出凤凰书苑、数字农家书屋等填补大众图书数字领域空缺。

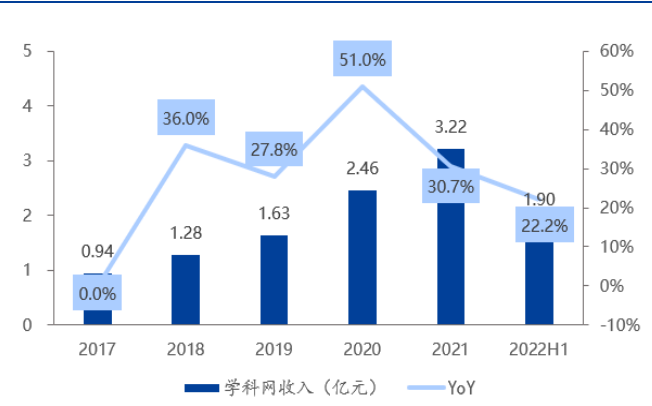
领域	名称	介绍
智慧教育	凤凰易学	联通课前、课中、课后环节, 实现教学数据一体化。为数字教材、融合教辅提供线上支撑服务, 拥有 400 多种教材教辅产品。
	凤凰易教	提升教师信息技术应用能力, 入选 2020 年国家新闻出版署数字出版精品遴选推荐计划。
	语音学习系统	优化升级全省中小学语音学习网络系统实现了语音教学内容从传统的磁带、光盘向网络载体的转化。通过大数据为中小学学生提供个性化的语言学习服务, 覆盖江苏 800 多万用户。
	学科网	国内权威专业的教育信息化内容网站之一。
大众领域	职教云	聚焦职教课程出版服务, 各类精品在线课程 161 门, 注册学校数 339 所, 注册学生数 64 万。
	凤凰书苑	依托各领域优质内容, 围绕电子书、有声书、课程讲座等知识服务热点开发特色化内容, 形成高质量内容产品。上线有声书、好书解读、课程类产品 200 余个, 总时长超 300 小时, 用户 78 万。
	数字农家书屋	提供技术、开展技术服务, 帮助农民依靠科技致富为主, 并服务于乡村管理与决策, 同时兼顾农民多种文化需求。覆盖全省 16,280 个农家书屋, 总用户数超过 500 万。

数据来源: 公司年报, 数字农家书屋官网, 华福证券研究所

**学科网高速增长, 对软件业务贡献递增。**2017-2021 年公司软件业务营收稳定在 1.42 亿元; 学科网营收从 0.94 亿元上升到 3.22 亿元, CAGR 为 36.1%, 增长迅速, 逐渐成为公司软件业务中坚力量, 凤凰传媒将推动学科网有序上市。2022H1 学科网营业收入为 1.90 亿元, 同比增长 22.19%; 净利润 0.40 亿元, 同比增长 110.30%。2022H1 学科网 C 端业务实现收入 0.47 亿元, 同比增长 23.41%, 单月峰值收入近 900 万元。C 端业务增长主要原因是学科网拥有优质独家的内容并基于用户分层进行精细化运营, 搭建数字内容知识付费场景, 提升数学教育资源变现能力。

**图表 57：2017-2021 年公司软件业务收入及增速**


数据来源：Wind，华福证券研究所

**图表 58：2017-2022H1 学科网收入及增速**


数据来源：公司年报，华福证券研究所

**学科网打通 B、C 端用户，内容供给翔实权威。**学科网主要运营模式是 ToB，通过和学校、老师签订长期协议，提供给老师教案、试卷等服务。2018-2019 年公司开始给学生提供试卷、学情分析等增值服务拓展 C 端业务。截至 2022 年，学科网已具有智慧教学、智慧测评、智慧研修、解决方案等板块，包含校网通、e 备课、e 卷通等数字化教育产品。

智慧教学	智慧测评	智慧研修	解决方案	开放合作	其他
网校通	e 卷通	AI 研修	学校智慧教学	开放平台	智慧黑板
e 备课	大联考	班主任 训练营	区域智慧教育		录播通
课后服务	精准 教学通		精准教学 解决方案		
学科网	区域学业				
3D 课堂	大数据				
	个性化考 试报告				

数据来源：学科网官网，华福证券研究所

**新政策助力职教板块扩容。**2022 年第十三届全国人大常委会修订的新版《职业教育法》和教育部发布的《职业教育白皮书》强调职业教育对中国的重要性，将推动中国职业教育进一步发展。公司职教领域将受到政策红利，提速职业教育书籍出版发行和职教数字化业务。公司打造“1+X 项目”品牌，形成职业技能等级教材出版、资源建设、云平台、考核认证等核心产品，建设示范性职业教育虚拟仿真实训基地。公司“凤凰职教”是全国职教领域影响力最大的公众号，订阅用户数和关注人数均达百万。凤凰创壹是国内职业教育数字化领域龙头，是教育部三维互动数字化教学资源开发、制作、发行的唯一合作单位。

图表 59：凤凰职教云平台界面



数据来源：凤凰职教云平台官网，华福证券研究所

图表 60：凤凰职教公众号



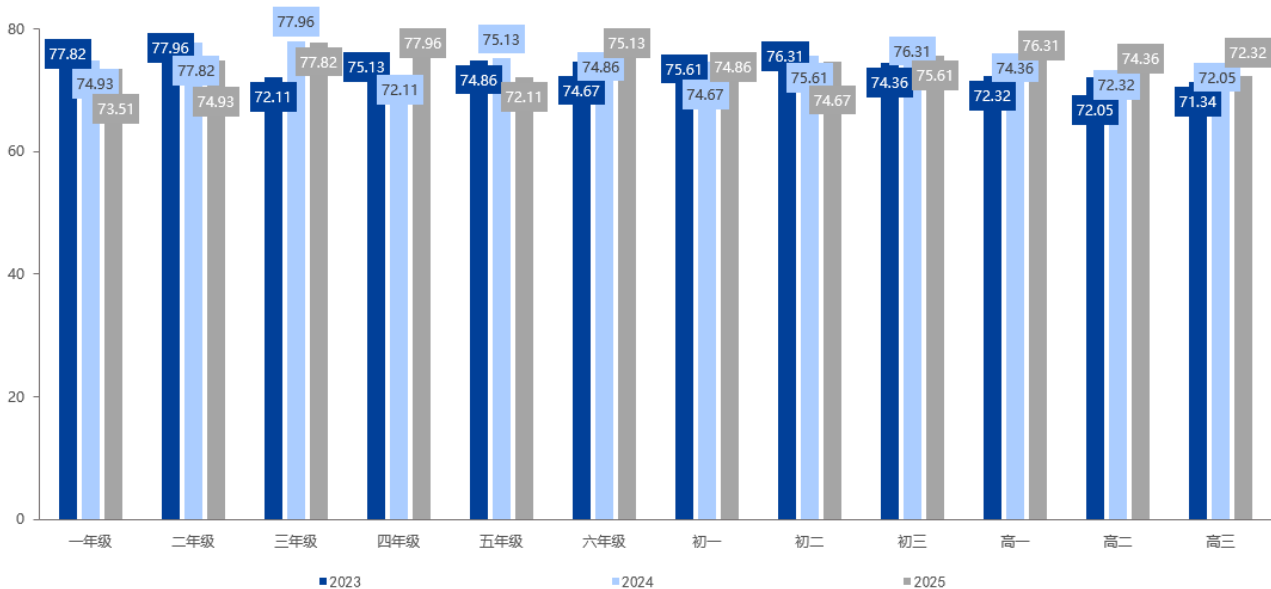
数据来源：凤凰职教公众号，华福证券研究所

## 4 盈利预测

### 4.1 核心假设

尽管 2020 年以来江苏省新生儿数量锐减，但根据我们的测算，预计 2026 年开始，江苏省新入学儿童数量才会发生明显变化，因此 2023-2025 年教辅需求并不会有所减少。同时，我们认为随着高年级学生数量的增加，公司将通过更高售价的高年级教辅销售，缓释人口降低带来的业绩压力。

图表 61：2023-2025 年各年级对应的江苏省内新生儿数量



数据来源：江苏省统计局，华福证券研究所

通过对比江苏省小学、初中和普通高中历年招生数、在校生数和毕业生数，考虑到江苏省优质教育的吸引力，我们认为邻近省份可对江苏省生源做一定的补充，江苏省内一年级招生数可维持在 100 万人水平。由于初中教育为 9 年制义务教育阶段，我们假设小升初升学率为 100%，但考虑到人员流动因素，我们预估初中生人数维持在 95 万人左右。2017 年以来，江苏省中考升学率逐年提升，我们假设未来江苏省中

考升学政策不发生重大改变。

图表 62：2021-2025 年江苏省中小學生数量

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>小学生</b>					
招生数	97.15	100.50	100.58	100.88	101.53
在校生数	585.68	594.77	603.89	611.45	612.75
毕业生数	91.41	91.46	93.32	100.23	98.12
<b>初中生</b>					
招生数	90.42	92.00	95.00	97.00	95.00
在校生数	263.88	276.77	286.55	297.05	302.63
毕业生数	79.11	85.22	86.5	89.42	91.00
<b>高中生</b>					
招生数	44.94	45.88	49.43	51.04	52.76
在校生数	125.19	136.48	147.65	156.85	165.16
毕业生数	34.59	38.26	41.84	44.44	45.38
<b>总人数</b>	<b>974.75</b>	<b>1,008.02</b>	<b>1,038.09</b>	<b>1,065.34</b>	<b>1,080.54</b>

数据来源：江苏省统计局，华福证券研究所测算

## 4.2 收入与成本端

**收入方面：**公司 90%以上收入来自于出版及发行，我们主要对出版和发行领域按教育和大众阅读两类逻辑分别进行预测；公司不断推动数据中心建设，2021 年成功运营新港数据服务中心，为公司数字化转型加速，我们预计 2022-2024 年数据业务营收增速分别 30%/10%/10%；其他业务基本维持原有体量。

**教育相关：**根据我们的测算，2022-2025 年江苏省就读的中小學生人口将保持上升趋势，教材教辅出版发行业务将持续为公司营收贡献增量收入。我们测算 2022-2024 年中小學生在校人数 CAGR 为 2.8%，考虑到学生结构优化营收结构，人均教辅拥有数量和价格齐升的因素，2022-2024 年公司课本及教辅出版发行相关营收增速分别为 7%/7%/6%。

**大众图书：**我们认为疫情放松后，线下发行渠道有望迎来消费恢复；线上渠道通过多品类电商持续拓宽。我们预测 2022 年大众阅读出版及发行收入可通过短视频电商新模式提振，恢复至 2020 年水平，2022-2024 年公司大众阅读出版及发行相关营收增速分别为 7%/10%/11%。

**综合来看，我们预计 2022-2024 年公司整体营收增速分别为 6.5%/7.9%/6.5%。**

**毛利率方面：**我们认为公司出版和发行产业链成熟，毛利率基本保持稳定，2022-2024 年出版业务毛利率分别为 35.3%/35.1%/34.9%；发行业务毛利率分别为 29.0%/28.0%/27.5%。我们认为公司数据业务和软件业务毛利率仍可保持较高稳定水平，2022-2024 数据业务毛利率分别为 59%/57%/57%；软件业务毛利率分别为 38%/38%/38%。

**综合来看，我们认为 2022-2024 年公司整体毛利率分别为 36.8%/35.3%/34.5%。**



**图表 63：凤凰传媒营业收入预测（单位：百万元；%）**

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
出版业务	营收	3736.37	4232.8	4302.86	4577.13	4835.83	5067.73
	YoY	-1.5%	13.3%	1.7%	6.4%	5.7%	4.8%
	毛利率	34.6%	34.0%	35.5%	35.3%	35.1%	34.9%
发行业务	营收	9048.36	9116.47	9246.91	9603.36	10268.32	10830.53
	YoY	8.1%	0.8%	1.4%	3.9%	6.9%	5.5%
	毛利率	30.4%	29.2%	28.7%	29.0%	28.0%	27.5%
数据业务	营收	198.21	214.93	249.4	324.22	356.64	392.31
	YoY	-11.4%	8.4%	16.0%	30.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	45.2%	57.9%	61.0%	59.0%	57.0%	57.0%
软件业务	营收	144.89	142.17	141.65	144.48	147.37	150.32
	YoY	3.2%	-1.9%	-0.4%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	33.0%	34.9%	40.8%	38.0%	38.0%	38.0%
影视业务	营收	77.71	12.23	-2.29	2.0	2.0	2.0
	YoY	-11.8%	-84.3%	-118.7%	NA	0.0%	0.0%
	毛利率	75.8%	52.1%	NA	70%	70%	70%
游戏业务	营收	15.33	14.12	12.67	11.78	10.90	10.03
	YoY	-79.1%	-7.9%	-10.3%	-7.0%	-7.5%	-8.0%
	毛利率	76.7%	78.8%	83.1%	75.0%	75.0%	75.0%
其他主营业务	营收	722.58	277.65	373.82	411.20	452.32	497.55
	YoY	89.0%	-61.6%	34.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	20.4%	24.2%	18.0%	16.0%	16.0%	16.0%
内部抵消	营收	-1863.14	-2473.38	-2362.81	-2315.55	-2269.24	-2223.86
	YoY	-2.8%	32.8%	-4.5%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
合计	营收	125.85	121.35	125.17	13324.45	14381.27	15315.28
	YoY	6.8%	-3.6%	3.1%	6.5%	7.9%	6.5%

数据来源：公司财报，华福证券研究所

### 4.3 费用端

**销售费用率：**2017-2022Q1-3，公司销售费用率从 13.7%降低至 11.7%，单季度来看，22Q3 销售费用率为 14.5%，同比增加 1.8pct，主要系职工薪酬、折旧费、电商平台服务费较上年同期增加。我们预计 2022-2024 年，随着营收增加，公司销售费用率会得到改善，分别为 12.0%/11.5%/11.0%。

**管理费用率：**2017-2022Q1-3，管理费用率从 13.7%降低至 11.5%，我们预计公司管理费用的有效管控可持续，2022-2024 年管理费用率仍将保持稳定低水平，分别为 12.0%/11.8%/11.6%。

### 4.4 投资建议

我们预计 2022-2024 年公司分别实现营收 133.24/143.81/153.15 亿元；净利润



分别 18.50/20.25/21.75 亿元；EPS 分别为 0.73/0.80/0.85 元。参照可比公司中南传媒、中原传媒、中信出版 2023 年 PE 均值为 11.82，考虑到公司作为国内龙头地位，给予公司 23 年 13 倍 PE，对应 2023 年目标市值为 263 亿元，给予目标价至 10.34 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 64：凤凰传媒可比公司估值表（市值截至 2023 年 2 月 21 日）**

证券代码	公司名称	市值(亿元)	PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E
300788.SZ	中信出版	42.47	23.31	19.59	16.66	14.7
601098.SH	中南传媒	181.58	11.34	12.88	10.42	9.6
000719.SZ	中原传媒	91.35	7.89	9.1	8.38	7.82
	<b>均值</b>		14.18	13.86	11.82	10.71

数据来源：Wind，华福证券研究所。-

## 5 风险提示

1) 教育图书出版发行政策变动风险。公司为江苏地域出版发行龙头，主要受惠于教育出版和发行资质。如果未来教材教辅出版发行政策改变，出版发行行业竞争态势激烈，一定程度影响公司市场占有率和营收水平。

2) 大众图书销量不及预期风险。大众图书出版发行内容实际为开盲盒，读者喜好难以捉摸，爆款产品难以预计，一定程度影响公司相关收入。

3) 线上渠道折扣力度加大风险。线上渠道已经成为公司主要零售渠道，各出版公司为适应线上经济新形势，加大线上折扣力度。为提高公司竞争力，吸引消费者，公司存在提高线上折扣的风险，从而影响公司营收。

4) 江苏省新生儿数量下滑及中小学学生人数不及预期的风险。公司高度绑定江苏省教育系统，是江苏省教育厅唯一指定教辅材料提供方，学生数量下滑造成需求减少对公司采购订单数量造成影响。

**图表 65：财务预测摘要**

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,891	5,285	6,810	8,369	营业收入	12,517	13,324	14,381	15,315
应收票据及账款	615	542	470	454	营业成本	7,863	8,419	9,303	10,031
预付账款	267	295	326	351	税金及附加	87	94	101	109
存货	2,753	2,536	3,131	3,624	销售费用	1,557	1,599	1,654	1,685
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,574	1,599	1,697	1,777
其他流动资产	6,234	6,309	6,406	6,491	研发费用	34	53	50	46
流动资产合计	13,760	14,966	17,143	19,290	财务费用	-266	-97	-127	-123
长期股权投资	1,169	1,169	1,169	1,169	信用减值损失	-66	-65	-65	-65
固定资产	4,591	4,232	3,902	3,597	资产减值损失	-276	-137	-137	-137
在建工程	1,292	1,292	1,292	1,292	公允价值变动收益	8	15	7	10
无形资产	796	723	659	601	投资收益	606	200	306	371
商誉	84	84	84	84	其他收益	160	250	250	250
其他非流动资产	6,981	7,005	7,041	7,081	<b>营业利润</b>	2,512	1,925	2,070	2,225
非流动资产合计	14,912	14,505	14,146	13,824	营业外收入	22	23	22	22
<b>资产合计</b>	<b>28,672</b>	<b>29,471</b>	<b>31,289</b>	<b>33,113</b>	营业外支出	26	40	5	5
短期借款	20	0	0	0	<b>利润总额</b>	2,508	1,908	2,087	2,242
应付票据及账款	5,671	6,075	6,743	7,300	所得税	26	20	21	23
预收款项	68	67	72	77	<b>净利润</b>	2,482	1,888	2,066	2,219
合同负债	3,636	3,331	3,595	3,829	少数股东损益	25	38	41	44
其他应付款	640	640	640	640	<b>归属母公司净利润</b>	2,457	1,850	2,025	2,175
其他流动负债	600	609	638	662	EPS (按最新股本摊薄)	0.97	0.73	0.80	0.85
流动负债合计	10,636	10,722	11,688	12,508					
长期借款	231	331	431	531	主要财务比率				
应付债券	0	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
其他非流动负债	1,377	1,377	1,377	1,377	<b>成长能力</b>				
非流动负债合计	1,608	1,708	1,808	1,908	营业收入增长率	3.1%	6.5%	7.9%	6.5%
<b>负债合计</b>	<b>12,244</b>	<b>12,430</b>	<b>13,497</b>	<b>14,416</b>	EBIT 增长率	67.1%	-19.3%	8.2%	8.2%
归属母公司所有者权益	16,130	16,748	17,500	18,402	归母公司净利润增长率	54.0%	-24.7%	9.4%	7.4%
少数股东权益	298	294	293	295	<b>获利能力</b>				
<b>所有者权益合计</b>	<b>16,428</b>	<b>17,041</b>	<b>17,793</b>	<b>18,697</b>	毛利率	37.2%	36.8%	35.3%	34.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,672</b>	<b>29,471</b>	<b>31,289</b>	<b>33,113</b>	净利率	19.8%	14.2%	14.4%	14.5%
					ROE	15.0%	10.9%	11.4%	11.6%
					ROIC	43.3%	31.0%	28.8%	27.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.7%	42.2%	43.1%	43.5%
					流动比率	1.3	1.4	1.5	1.5
					速动比率	1.0	1.2	1.2	1.3
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	19	16	13	11
					存货周转天数	113	113	110	121
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.97	0.73	0.80	0.85
					每股经营现金流	1.30	0.95	0.95	0.95
					每股净资产	6.34	6.58	6.88	7.23
					<b>估值比率</b>				
					P/E	9	12	11	10
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	91	104	99	94

数据来源：公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn