

22 业绩超预期,关注数字化+国企改革

华泰研究

2023 年 4 月 21 日 | 中国内地

年报点评

出版与广播

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

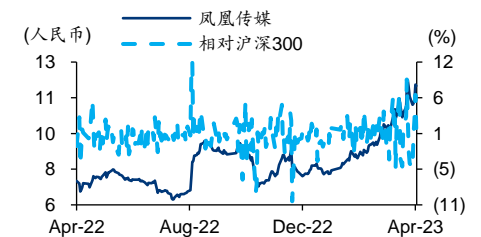
15.64

研究员 朱璐
SAC No. S0570520040004 zhujun016731@htsc.com
SFC No. BPX711 +(86) 10 6321 1166
联系人 王星云
SAC No. S0570121100014 wangxingyun@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

基本数据

目标价(人民币)	15.64
收盘价(人民币 截至 4 月 21 日)	11.83
市值(人民币百万)	30,106
6 个月平均日均成交额(人民币百万)	160.50
52 周价格范围(人民币)	6.26-12.12
BVPS(人民币)	6.78

股价走势图



资料来源: Wind

22 年利润超预期,加快数字化转型,落地国企改革,维持“买入”评级

公司 22 年收入 136.0 亿元, 同增 8.6%, 归母净利 20.82 亿元 (Wind 一致预期均值 18.3 亿元), 同降 15.3%, 扣非归母净利 17.91 亿元, 同增 30.6%; 22 年公司拟派发现金股利 12.72 亿元, 占当期归母净利的 61%, 股息率为 4.2%。公司出版发行业务稳健, 原创产品带动毛利率提升, 且合作中国移动加快数字化转型, 落地国企改革。我们预计 23-25 年公司归母净利 23.48/26.08/28.51 亿元 (23-24 年原值: 19.58/20.89 亿元)。23 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 12X, 考虑公司龙头地位, 我们给予公司 23 年 17X, 目标价 15.64 元 (原值: 10.40 元), 维持“买入”评级。

出版发行业务稳健增长, 教育原创产品占比提升, 带动毛利率优化

出版业务方面, 公司加强选题立项审核, 教育原创产品占比进一步提升, 一般图书市占率持续增长, 22 年开卷总体零售市场实洋占有率 3.45%, 同比提升 0.08pct, 22 年出版业务收入达 45.3 亿元, 同增 5.2%。发行业务方面, 公司加强线上化转型, 22 年新华电商完成销售码洋 20 亿元, 发行业务收入 104.3 亿元, 同增 12.8%。得益于高毛利率教育原创产品的增长, 22 年公司出版/发行业务毛利率分别达 36.7%/31.0%, 分别同比+1.2/+2.3pct。

发力数字化业务, 费用率整体优化

2022 年学科网加大产品开发力度, 新增 K12 理化生仿真实验等产品, 加入阅卷功能, 集成 AI 学科个性化报告服务, 22 年收入达 3.78 亿元同增 20.2%, 净利润为 6,598 亿元同增 47.8%。22 年公司整体毛利率 38.4%, 同比 +1.3pct, 其中 4Q22 毛利率 25.4%, 同比 +5.1pct。费用率方面, 22 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.1%/12.3%/0.42%/-1.9%, 分别同比 -0.4/-0.3/+0.2/+0.2pct。

与中国移动签署《战略合作协议》, 进一步推动数字化转型, 落地国企改革

公司与中国移动签署《战略合作协议》, 合作领域包括: 1) 智慧教育: 双方基于中国移动在技术、产品渠道的优势以及凤凰传媒的内容优势, 发展智慧教育业务; 2) 5G+阅读服务体系合作; 3) 云游戏、影视等创新媒体领域合作; 4) 信息化业务合作: 中国移动将基于数智化技术设施优势, 助力凤凰 IDC、数据等业务发展; 5) 技术研发创新合作: 探索教育领域的数字创新, 推动新技术在出版发行领域发展。此外, 双方将建立战略合作联席委员会, 并设立首席数字官, 建立常态化的工作推进机制。我们认为, 战略合作有望整合双方资源优势, 进一步加速凤凰传媒数字化转型, 落地国企改革, 优化治理。

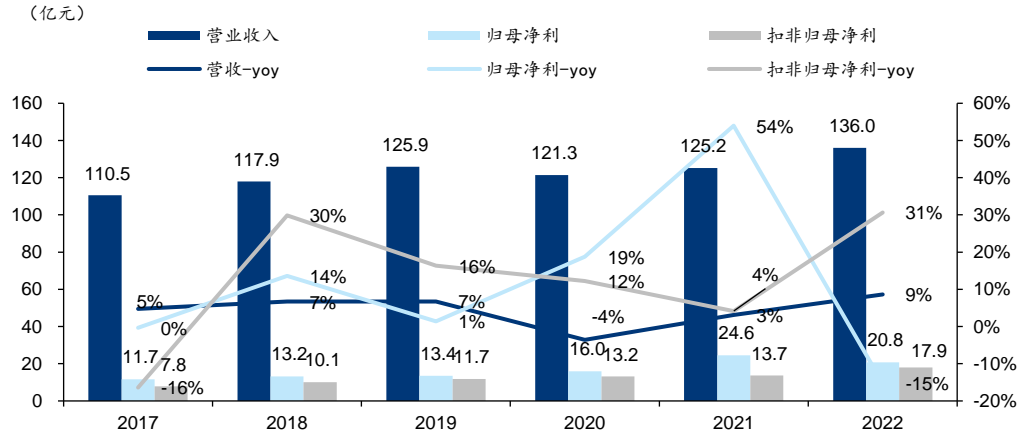
风险提示: 数字化转型进度不及预期, 出版发行业务不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	12,517	13,596	14,864	16,152	17,434
+/-%	3.15	8.62	9.33	8.67	7.94
归属母公司净利润(人民币百万)	2,457	2,082	2,348	2,608	2,851
+/-%	53.98	(15.26)	12.78	11.06	9.35
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.97	0.82	0.92	1.02	1.12
ROE(%)	15.11	12.01	12.73	13.18	13.33
PE(倍)	12.25	14.46	12.82	11.55	10.56
PB(倍)	1.87	1.74	1.64	1.53	1.42
EV EBITDA(倍)	8.37	9.96	7.69	6.68	5.30

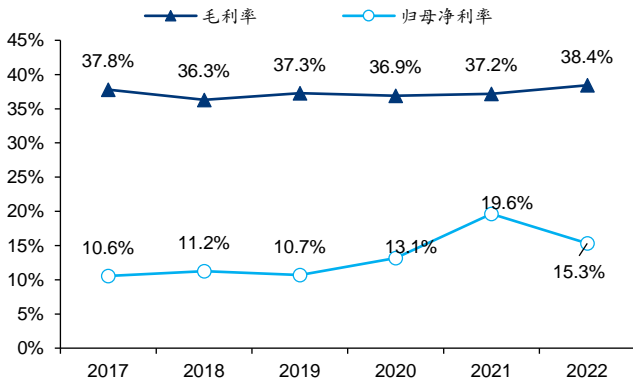
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 公司营收、归母净利、扣非归母净利及同比增速



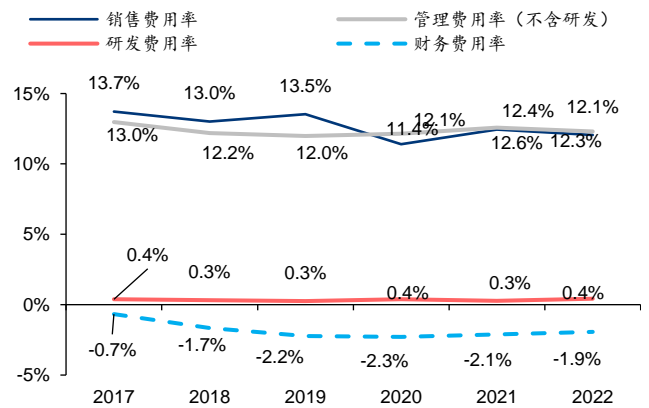
资料来源: 公司财报、华泰研究

图表2: 公司毛利率及归母净利率



资料来源: 公司财报、华泰研究

图表3: 公司费用率情况



资料来源: 公司财报、华泰研究

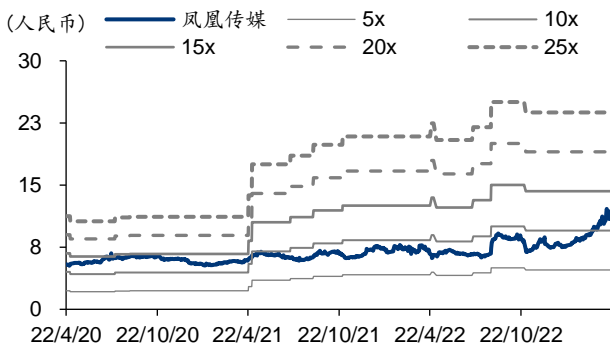
可比公司估值表

图表4: 凤凰传媒可比公司估值表 (Wind 一致预期, 2023年4月21日)

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
601098 CH	中南传媒	223	11	13	13	15.2	13.9	17.1
601811 CH	新华文轩	163	9	9	11	13.1	14.0	15.3
601900 CH	南方传媒	125	9	16	13	8.1	8.0	9.3
	平均				12X			

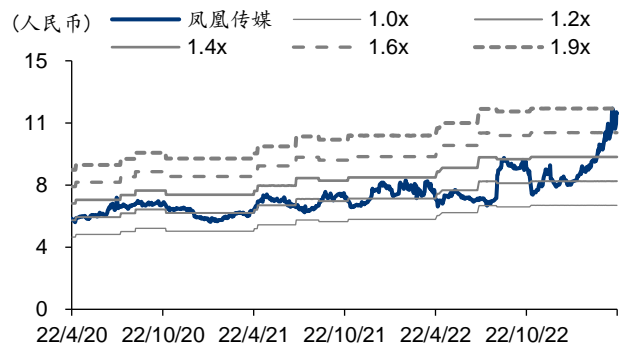
资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究

图表5: 凤凰传媒 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 凤凰传媒 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13,760	18,835	23,354	23,313	28,399
现金	3,891	6,388	8,846	9,955	12,821
应收账款	609.12	948.04	800.64	1,218	1,106
其他应收账款	89.73	72.96	467.54	153.69	516.85
预付账款	266.83	230.23	313.18	277.33	360.06
存货	2,753	2,328	4,052	2,841	4,720
其他流动资产	6,150	8,867	8,874	8,868	8,875
非流动资产	14,912	10,867	10,961	11,097	11,174
长期投资	1,169	1,245	1,363	1,487	1,584
固定投资	4,591	5,643	5,871	6,077	6,250
无形资产	795.71	789.69	640.60	538.95	432.83
其他非流动资产	8,356	3,189	3,087	2,994	2,907
资产总计	28,672	29,702	34,316	34,410	39,573
流动负债	10,636	10,706	14,239	12,989	16,562
短期借款	20.03	8.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	5,650	5,668	7,322	6,711	8,411
其他流动负债	4,966	5,030	6,917	6,278	8,151
非流动负债	1,608	1,444	1,422	1,401	1,379
长期借款	230.93	107.19	85.56	64.28	42.63
其他非流动负债	1,377	1,336	1,336	1,336	1,336
负债合计	12,244	12,149	15,661	14,389	17,941
少数股东权益	297.92	290.09	316.64	347.37	380.29
股本	2,545	2,545	2,545	2,545	2,545
资本公积	2,873	3,153	3,153	3,153	3,153
留存公积	10,671	11,480	12,514	13,601	14,823
归属母公司股东权益	16,130	17,263	18,338	19,673	21,252
负债和股东权益	28,672	29,702	34,316	34,410	39,573

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	3,321	2,507	4,175	2,712	4,420
净利润	2,482	2,107	2,374	2,638	2,884
折旧摊销	419.19	482.00	510.23	543.90	586.71
财务费用	(265.54)	(263.74)	(205.18)	(260.40)	(324.20)
投资损失	(606.43)	(263.87)	(110.00)	(110.00)	(80.00)
营运资金变动	1,276	(193.47)	1,519	(132.02)	1,301
其他经营现金	15.20	638.62	86.19	31.92	52.30
投资活动现金	(5,341)	1,242	(494.50)	(569.74)	(583.74)
资本支出	(1,024)	(608.05)	(424.55)	(481.67)	(478.72)
长期投资	(3,053)	3,607	(118.50)	(124.35)	(96.54)
其他投资现金	(1,264)	(1,757)	48.56	36.27	(8.48)
筹资活动现金	(936.64)	(1,251)	(1,222)	(1,033)	(969.95)
短期借款	20.03	(12.02)	(8.01)	0.00	0.00
长期借款	148.12	(123.74)	(21.63)	(21.28)	(21.64)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	20.71	280.11	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,125)	(1,395)	(1,193)	(1,012)	(948.30)
现金净增加额	(2,960)	2,511	2,458	1,109	2,866

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	12,517	13,596	14,864	16,152	17,434
营业成本	7,863	8,371	9,093	9,823	10,585
营业税金及附加	87.03	54.56	59.65	64.82	69.97
营业费用	1,557	1,640	1,724	1,841	1,987
管理费用	1,574	1,672	1,694	1,857	2,005
财务费用	(265.54)	(263.74)	(205.18)	(260.40)	(324.20)
资产减值损失	(275.56)	(260.80)	(360.73)	(352.47)	(379.33)
公允价值变动收益	7.57	(4.89)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	606.43	263.87	110.00	110.00	80.00
营业利润	2,512	2,175	2,424	2,701	2,944
营业外收入	22.42	19.71	21.07	20.39	20.73
营业外支出	26.48	66.93	46.71	56.82	51.76
利润总额	2,508	2,128	2,398	2,664	2,913
所得税	25.63	20.60	23.86	26.15	28.79
净利润	2,482	2,107	2,374	2,638	2,884
少数股东损益	25.48	25.51	26.56	30.72	32.92
归属母公司净利润	2,457	2,082	2,348	2,608	2,851
EBITDA	2,652	2,336	2,688	2,932	3,158
EPS (人民币, 基本)	0.97	0.82	0.92	1.02	1.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	3.15	8.62	9.33	8.67	7.94
营业利润	56.13	(13.41)	11.44	11.42	9.00
归属母公司净利润	53.98	(15.26)	12.78	11.06	9.35
获利能力 (%)					
毛利率	37.18	38.43	38.83	39.19	39.28
净利率	19.83	15.50	15.97	16.33	16.54
ROE	15.11	12.01	12.73	13.18	13.33
ROIC	379.80	25.82	39.54	42.72	61.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	42.70	40.90	45.64	41.82	45.34
净负债比率 (%)	(18.81)	(32.39)	(44.48)	(47.09)	(56.93)
流动比率	1.29	1.76	1.64	1.79	1.71
速动比率	0.91	0.83	0.81	0.98	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.47	0.46	0.47	0.47
应收账款周转率	18.79	17.46	17.00	16.00	15.00
应付账款周转率	1.51	1.48	1.40	1.40	1.40
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.82	0.92	1.02	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.30	0.99	1.64	1.07	1.74
每股净资产(最新摊薄)	6.34	6.78	7.21	7.73	8.35
估值比率					
PE (倍)	12.25	14.46	12.82	11.55	10.56
PB (倍)	1.87	1.74	1.64	1.53	1.42
EV EBITDA (倍)	8.37	9.96	7.69	6.68	5.30

免责声明

分析师声明

本人，朱璐，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 凤凰传媒（601928 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱珺本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 凤凰传媒（601928 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司