

凤凰传媒 (601928.SH)

强烈推荐 (维持)

业务转型成效显著，扣非后归母净利润稳定增长

凤凰传媒发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现营业收入 135.96 亿元，同比+8.62%；归属于上市公司股东的净利润 20.82 亿元，同比-15.26%；归属于上市公司股东的扣非净利润 17.91 亿元，同比+30.64%。

- 高基数导致归母净利润增速承压，扣非后归母净利润稳定增长。公司 2022 年全年实现归属于上市公司股东的扣非净利润 17.91 亿元，同比+30.64%，主要得益于公司主业增长稳健，2022 年公司发行板块毛利率增长 2.27pct 至 30.96%，出版板块毛利率增长 1.22pct 至 36.72%。2022 年公司归母净利润同比下滑 15.26%，主要原因是 2021 年一季度，公司转让控股子公司海南凤凰新华出版发行有限责任公司 51% 股权，2021Q1 投资收益达 2.94 亿元（基本由出售海南子公司贡献），因此 2022 年投资收益同比-56.49%，导致归母净利润增速承压。
- 多元业务带动整体毛利率上升，期间费用率有所改善。公司 2022 年实现营业收入 135.96 亿元，同比+8.62%；2022 年公司毛利率 39.92%，较 2021 年的 38.01% 增加 1.91pct，我们认为或与公司加大转型力度，多元业务协同增效有关。公司期间费用率相较于去年同期有所改善，2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.06%/12.30%/0.43%/-1.94%，分别同比 -0.38%/-0.27%/+0.16%/+0.19pct，费率持续改善，期间费用率管控良好。考虑到公司业绩持续增长，费用管控良好，在手现金充裕（截至 2022 年期末现金及现金等价物合计 63.70 亿元），预期未来分红稳定。
- 大众出版双效显著，教育出版保持稳定。公司坚持原创精品策略，2022 年公司开卷总体零售市场实洋占有率为 3.45%，同比上升 0.08 个百分点，排第二位。全年零售超 10 万册的一般图书 33 种，3 种报刊月均发行量超百万册（份）。公司省内外教材教辅市场大盘保持稳定，凤凰版及租型课标教材、省级教材、评议教辅、助学读物、职业教育总码洋均实现增长。公司组织出版中小学教材 549 个品种、评议教辅 567 个品种、学生读物 12933 个品种，并与四家中央社签署协议，顺利开展中小学教材教辅租型、代理、授权等合作。
- 与中国移动强强联合，推动数字化转型升级。2023 年 4 月 20 日，凤凰传媒与中国移动签订《战略合作协议》，双方基于中国移动在教育信息化技术、产品和渠道领域优势及凤凰传媒在数字教育内容领域优势，在产品研发、推广与运营领域共同提升市场竞争能力。中国移动基于 5G+AI、VR\AR、5G+8K 超高清等技术能力，助力升级凤凰网上书城、江苏网上书展等平台，共建咪咕凤凰 VR 特色书店，打造线上专区，整合双方在内容、运营、传播方面的资源优势。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到公司出版发行主业稳健，2023 年公司继续深耕主业，且受益于疫情后线下渠道销售恢复，人均教材教辅量价齐升，并且在降本增效的经营方针下成本及费用上预期有进一步改善的空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.9/25.3/27.3 亿元，分别对应 13.1/11.9/11.0 倍市盈率。
- 风险提示：疫情反复的风险；地方教育政策变化的风险；市场波动的风险；知识产权被侵害的风险等。

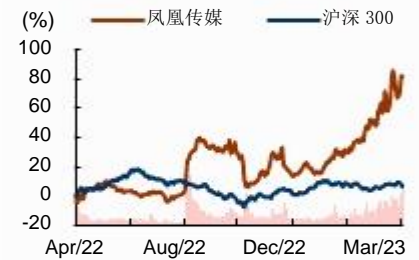
TMT 及中小盘/传媒
目标估值：NA
当前股价：11.83 元

基础数据

总股本 (万股)	254490
已上市流通股 (万股)	254490
总市值 (亿元)	301
流通市值 (亿元)	301
每股净资产 (MRQ)	6.8
ROE (TTM)	12.1
资产负债率	40.9%
主要股东	江苏凤凰出版传媒集团有限
主要股东持股比例	72.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	32	67
相对表现	19	25	66



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、凤凰传媒 (601928) —产品优化升级提高盈利能力，业绩超预期逆势增长》2022-08-27

顾佳 S1090513030002
gujia@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	12517	13596	15089	16434	17554
同比增长	3%	9%	11%	9%	7%
营业利润(百万元)	2512	2175	2391	2632	2843
同比增长	56%	-13%	10%	10%	8%
归母净利润(百万元)	2457	2082	2293	2528	2734
同比增长	54%	-15%	10%	10%	8%
每股收益(元)	0.97	0.82	0.90	0.99	1.07
PE	12.3	14.5	13.1	11.9	11.0
PB	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	13760	18835	20202	21584	22860
现金	3891	6388	6527	6826	7191
交易性投资	5109	1439	1439	1439	1439
应收票据	6	0	0	0	0
应收款项	609	948	1031	1122	1199
其它应收款	90	73	81	88	94
存货	2753	2328	2621	2847	3044
其他	1302	7658	8503	9261	9892
非流动资产	14912	10867	11617	12316	13065
长期股权投资	1169	1245	1245	1245	1245
固定资产	4591	5643	6654	7589	8456
无形资产商誉	879	871	784	706	635
其他	8272	3108	2935	2776	2729
资产总计	28672	29702	31819	33899	35925
流动负债	10636	10706	11774	12697	13500
短期借款	20	8	0	0	0
应付账款	5671	5687	6422	6978	7461
预收账款	3705	3726	4208	4572	4889
其他	1240	1285	1143	1147	1150
长期负债	1608	1444	1444	1444	1444
长期借款	231	107	107	107	107
其他	1377	1336	1336	1336	1336
负债合计	12244	12149	13217	14140	14943
股本	2545	2545	2545	2545	2545
资本公积金	2873	3153	3153	3153	3153
留存收益	10712	11565	12586	13712	14901
少数股东权益	298	290	318	349	383
归属于母公司所有者权益	16130	17263	18283	19410	20599
负债及权益合计	28672	29702	31819	33899	35925

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3321	2507	2187	2314	2613
净利润	2482	2107	2321	2559	2768
折旧摊销	419	482	580	632	682
财务费用	(175)	34	(261)	(269)	(280)
投资收益	(606)	(264)	(450)	(450)	(450)
营运资金变动	1198	149	(8)	(162)	(111)
其它	3	(2)	6	5	5
投资活动现金流	(5341)	1242	(883)	(883)	(983)
资本支出	(1024)	(608)	(1333)	(1333)	(1433)
其他投资	(4317)	1850	450	450	450
筹资活动现金流	(937)	(1251)	(1166)	(1133)	(1265)
借款变动	(521)	(481)	(155)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	21	280	0	0	0
股利分配	(1018)	(1272)	(1272)	(1402)	(1545)
其他	582	223	261	269	280
现金净增加额	(2957)	2498	138	299	366

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	12517	13596	15089	16434	17554
营业成本	7863	8371	9454	10272	10983
营业税金及附加	87	55	61	66	70
营业费用	1557	1640	1820	1982	2117
管理费用	1574	1672	1811	1972	2106
研发费用	34	58	64	70	74
财务费用	(266)	(264)	(261)	(269)	(280)
资产减值损失	72	(340)	(200)	(160)	(90)
公允价值变动收益	8	(5)	(5)	(5)	(5)
其他收益	160	191	191	191	191
投资收益	606	264	264	264	264
营业利润	2512	2175	2391	2632	2843
营业外收入	22	20	20	20	20
营业外支出	26	67	67	67	67
利润总额	2508	2128	2344	2585	2796
所得税	26	21	23	26	28
少数股东损益	25	26	28	31	34
归属于母公司净利润	2457	2082	2293	2528	2734

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	3%	9%	11%	9%	7%
营业利润	56%	-13%	10%	10%	8%
归母净利润	54%	-15%	10%	10%	8%
获利能力					
毛利率	37.2%	38.4%	37.3%	37.5%	37.4%
净利率	19.6%	15.3%	15.2%	15.4%	15.6%
ROE	15.9%	12.5%	12.9%	13.4%	13.7%
ROIC	13.8%	10.9%	11.5%	12.1%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	42.7%	40.9%	41.5%	41.7%	41.6%
净负债比率	1.2%	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%
流动比率	1.3	1.8	1.7	1.7	1.7
速动比率	1.0	1.5	1.5	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.2	3.3	3.8	3.8	3.7
应收账款周转率	18.7	17.4	15.3	15.3	15.1
应付账款周转率	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.97	0.82	0.90	0.99	1.07
每股经营净现金	1.30	0.99	0.86	0.91	1.03
每股净资产	6.34	6.78	7.18	7.63	8.09
每股股利	0.50	0.50	0.55	0.61	0.66
估值比率					
PE	12.3	14.5	13.1	11.9	11.0
PB	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.4	16.2	13.7	12.4	11.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。

顾佳：招商证券研发中心传媒行业首席分析师。传播学硕士，经济学学士，曾在华创证券研究所担任传媒组组长。2015年新财富第三名、水晶球第三名、金牛奖第三名。2016年新财富第四名，金牛奖第二名。2017年新财富第五名。2018年水晶球第三名，第一财经第二名。2019年新财富第三名，水晶球第四名。2020年新财富第四名。2021年新财富第四名，水晶球第四名。

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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能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。