

凤凰传媒 (601928) \传媒

——图书零售市场稳健增长，公司产品优势突出

投资建议：**推荐**
 上次建议：**首次覆盖**
 当前价格：**7.27元**

事件：

近期，北京开卷信息技术有限公司发布了《全球背景下的中国图书零售市场》报告，报告显示2018年中国图书零售市场码洋规模达894亿元，同比增长11.3%。

投资要点：

- **凤凰传媒有两款图书分别位列2018年开卷非虚构类畅销书TOP10和开卷少儿类畅销书TOP10，公司在一般图书领域保持较高的市占率。**

公司一般图书市场占有率持续保持行业前列。根据北京开卷信息技术有限公司的权威统计，2018年上半年凤凰传媒在开卷整体图书零售市场的码洋占有率为3.15%，列全国出版集团第3位；在实体店渠道零售市场的码洋占有率排名第3位，码洋占有率为4.26%；在网店渠道零售市场的码洋占有率排名第4位，排名同比上升2位，码洋占有率为2.84%。2018年全年江苏凤凰文艺出版社的《半小时漫画中国史（全新修订版）》位列开卷非虚构类畅销书TOP10，江苏凤凰少年儿童出版社的《草房子》位列开卷少儿类畅销书TOP10。

- **公司教育产品优势突出，教材涨价和K12在校生复苏有望推动教材教辅业务稳健增长。**

公司教育产品优势突出，凤凰版课标教材总数达23种，品种数量和市场占有率居全国第2位。凤凰版教育产品覆盖全国29个省（直辖市、自治区），超过4000万学生使用。2018年秋季起，公司教材开始提价，同时，江苏省小学生在在校生和初中在校生已经出现复苏，预计将传导至高中，带动K12在校生整体复苏，从而推动公司教材教辅业务稳健增长。

- **2018年下半年纸张成本有所回落，2019年成本端压力有望缓解。**

2017年文化纸纸价成本涨幅较大，影响了出版行业毛利率，2018年下半年起，由于产能释放及下游需求放缓，文化纸价格已经低于今年年初水平，对出版行业成本端压力降低，预计2019年行业整体成本可控。

- **公司现金流优异，资产负债率低，商誉减值风险小。**

截至2018Q3，公司货币资金81.35亿，占总资产比重达到36.30%，公司经营活动产生的现金流量净额/净利润2017年达到1.50，2018Q3资产负债率为38.81%，商誉占总资产比重较低，仅0.89%，公司资产质量优异。

- **盈利预测与估值。**

预测公司2018-2020年归母净利润分别为13.53亿、15.88亿和18.16亿，EPS分别为0.53元、0.62元和0.71元，对应PE分别为13.67x、11.65x和

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2,545/2,545
流通A股市值（百万元）	18,807
每股净资产（元）	5.16
资产负债率（%）	38.81
一年内最高/最低（元）	8.55/5.76

一年内股价相对走势



徐艺 分析师
 执业证书编号：S0590515090003
 电话：0510-85607875
 邮箱：xuyi@glsc.com.cn

相关报告

10.19x，考虑到公司在出版发行行业位居龙头地位，教材涨价及 K12 学生数复苏推动业绩稳健增长，资产优质，现金流优异，估值较低，分红率有提升空间，给予公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**

1) 行业政策发生重大变化的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 纸张成本大幅涨价的风险。

财务数据和估值	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10,546.51	11,050.48	11,752.53	12,636.14	13,383.76
增长率（%）	4.98%	4.78%	6.35%	7.52%	5.92%
EBITDA（百万元）	1,498.96	1,263.40	2,182.03	2,489.15	2,622.69
净利润（百万元）	1,169.80	1,165.92	1,353.08	1,587.78	1,816.01
增长率（%）	4.07%	-0.33%	16.05%	17.35%	14.37%
EPS（元/股）	0.46	0.46	0.53	0.62	0.71
市盈率（P/E）	15.82	15.87	13.67	11.65	10.19
市净率（P/B）	1.59	1.49	1.39	1.29	1.20
EV/EBITDA	10.56	11.24	4.97	3.74	2.76

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,993.1	5,036.1	8,204.0	9,801.1	11,956.	营业收入	10,546.	11,050.	11,752.	12,636.	13,383.
应收账款+票据	1,029.8	1,076.1	1,059.3	1,215.6	1,193.9	营业成本	6,464.86	6,872.54	7,359.07	7,786.81	8,216.25
预付账款	404.84	400.14	465.63	478.22	517.69	营业税金及附加	60.99	94.65	101.07	108.67	115.10
存货	2,262.7	2,344.1	2,561.8	2,629.3	2,848.1	营业费用	1,465.64	1,516.00	1,551.33	1,642.70	1,686.35
其他	2,900.2	2,189.4	821.30	821.30	821.30	管理费用	1,431.39	1,475.70	1,469.07	1,566.88	1,632.82
流动资产合计	9,590.8	11,046.	13,112.	14,945.	17,337.	财务费用	-58.31	-74.13	-142.27	-202.81	-245.59
长期股权投资	766.49	855.97	905.97	955.97	1,005.9	资产减值损失	230.66	399.40	150.00	150.00	150.00
固定资产	3,834.3	3,977.8	3,396.8	2,909.1	2,414.8	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1,141.5	1,049.8	1,149.8	1,149.8	1,149.8	投资净收益	-33.56	17.43	160.00	100.00	100.00
无形资产	1,262.1	1,365.6	1,258.6	1,125.7	987.81	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2,103.9	1,563.0	1,468.7	1,371.3	1,354.0	营业利润	917.72	783.73	1,424.26	1,683.89	1,928.83
非流动资产合计	9,108.4	8,812.3	8,180.1	7,512.0	6,912.5	营业外净收益	311.43	192.25	13.64	10.00	10.00
资产总计	18,699.	19,858.	21,292.	22,457.	24,249.	利润总额	1,229.15	975.98	1,437.90	1,693.89	1,938.83
短期借款	187.30	239.21	0.00	0.00	0.00	所得税	19.96	27.81	34.50	43.03	49.65
应付账款+票据	3,250.0	3,459.3	3,899.7	3,887.0	4,329.2	净利润	1,209.19	948.17	1,403.39	1,650.85	1,889.18
其他	2,059.3	2,285.1	2,597.6	2,690.4	2,796.9	少数股东损益	39.39	44.62	50.31	63.07	73.17
流动负债合计	5,496.6	5,983.6	6,497.3	6,577.5	7,126.1	归属于母公司	1,169.80	1,165.92	1,353.08	1,587.78	1,816.01
长期带息负债	48.91	10.70	0.70	-9.30	-19.30	主要财务比					
长期应付款	9.01	9.01	9.01	9.01	9.01		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其他	732.98	717.78	718.21	718.21	718.21	成长能力					
非流动负债合计	790.91	737.49	727.92	717.92	707.92	营业收入	4.98%	4.78%	6.35%	7.52%	5.92%
负债合计	6,287.5	6,721.1	7,225.2	7,295.4	7,834.0	EBIT	12.87%	-22.63%	44.45%	15.09%	13.56%
少数股东权益	714.36	725.66	775.97	839.04	912.21	EBITDA	13.24%	-15.72%	72.71%	14.08%	5.36%
股本	2,544.9	2,544.9	2,544.9	2,544.9	2,544.9	归属于母公司	-6.75%	-0.33%	16.05%	17.35%	14.37%
资本公积	2,837.7	2,851.9	2,851.9	2,851.9	2,851.9	获利能力					
留存收益	6,237.3	6,990.3	7,869.8	8,901.9	10,082.	毛利率	38.70%	37.81%	37.38%	38.38%	38.61%
股东权益合计	12,334.	13,112.	14,042.	15,137.	16,391.	净利率	11.47%	8.58%	11.94%	13.06%	14.12%
负债和股东权益	18,699.	19,858.	21,292.	22,457.	24,249.	ROE	10.07%	9.41%	10.20%	11.10%	11.73%
						ROIC	13.07%	9.85%	15.48%	25.73%	32.11%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债	33.62%	33.85%	33.93%	32.49%	32.31%
净利润	1,116.2	987.24	1,230.1	1,541.1	1,779.4	流动比率	1.74	1.85	2.02	2.27	2.43
折旧摊销	339.70	366.48	886.40	998.07	929.45	速动比率	0.81	1.09	1.50	1.75	1.92
财务费用	8.53	6.28	-142.27	-202.81	-245.59	营运能力					
存货减少	-124.26	-210.96	-217.66	-67.49	-218.80	应收账款周转	12.90	12.49	12.54	12.37	12.71
营运资金变动	346.79	252.08	2,072.3	-88.67	530.82	存货周转率	2.86	2.93	2.87	2.96	2.88
其它	228.61	420.73	146.37	150.00	150.00	总资产周转率	0.56	0.56	0.55	0.56	0.55
经营活动现金流	1,915.6	1,821.8	3,975.3	2,330.2	2,925.3	每股指标(元)					
资本支出	661.81	600.06	150.00	150.00	150.00	每股收益	0.46	0.46	0.53	0.62	0.71
长期投资	5,544.9	4,968.8	280.00	280.00	280.00	每股经营现金	0.75	0.72	1.56	0.92	1.15
其他	3,884.3	6,267.2	194.40	59.73	59.73	每股净资产	4.57	4.87	5.21	5.62	6.08
投资活动现金流	-2,322.	698.33	-235.60	-370.27	-370.27	估值比率					
债权融资	-217.67	16.15	-249.21	-10.00	-10.00	市盈率	15.82	15.87	13.67	11.65	10.19
股权融资	9.20	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率	1.59	1.49	1.39	1.29	1.20
其他	-267.23	-388.14	-322.57	-352.92	-390.01	EV/EBITDA	10.56	11.24	4.97	3.74	2.76
筹资活动现金流	-475.70	-371.99	-571.78	-362.92	-400.01	EV/EBIT	13.66	15.83	8.37	6.24	4.27
现金净增加额	-868.31	2,147.1	3,167.9	1,597.0	2,155.0						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810