

皇氏集团 (002329.SZ)

打造幼教 T2O2O 产业链，开启发展新空间

● 受益婴儿潮与消费升级，幼教行业 5 年后规模将达 3700 亿

08 年以来，幼教市场增速 10% 以上，13 年后突破 20%。我们认为未来“85 后生育高峰+二胎政策”将推动新一轮婴儿潮；“父母重视+收入弹性高”，幼教投入将不断增长，预计 2020 年市场规模可达 3700 亿，复合增速 21%，民办教育占 66% 以上。根据产业链可把幼教分为线下幼教机构、幼教上游服务提供商（产品+内容+技术）、在线幼教，核心是线下幼教机构，在线幼教只是补充。线下幼教机构处于“大行业、小公司”阶段，服务是核心，老师和内容是关键，高端特色是未来发展方向。优质儿童内容短缺，供给和需求严重不匹配，未来结合优秀技术和产品的内容是幼教的核心生命力。

● 皇氏集团打造幼教 T2O2O 平台开拓新空间

皇氏打造幼教 T2O2O 平台，主要从媒体、内容模式切入，通过不断创造优质的内容和 IP、利用自身拥有的发行和渠道能力，以及精细运营的媒体平台，形成产业垄断和竞争优势，并利用互联网技术进行产业变革，同时逐步向衍生品、线下服务进行延展，构建幼教产业链。皇氏并购盛世骄阳、与中南卡通合作、购买优质 IP 等，拥有海量优质幼教资源内容；未来通过电视频道将打造定制化节目，成为“T (TV-电视)”端，打造 IP 的媒体影响力；与覆盖线下幼儿园的机构合作可形成线下落地资源，即“O (Offline)”端，合作推出幼教类智能硬件作为进入幼儿园的入口，打造用户粘性和线下运营渠道；通过新媒体、“宝贝走天下”以及未来可能推出 APP 产品，形成“O (Online-线上)”端，形成用户互动和线上社区；我们认为皇氏幼教板块未来可通过幼教 IP 内容发行和运营收费、广告服务、衍生产品授权/销售等模式盈利。

● 影视制作-新媒体运营-终端传播产业链布局完成

皇氏已经完善影视制作-新媒体运营-终端传播产业链布局，1、通过御嘉影视和 MG 公司等介入影视内容和特效/动漫制作；2、通过盛世骄阳切入新媒体运营和终端传播，与御嘉影视在 IP 开发、影视剧制作和分发起到很好的协同作用；3、通过“影视宝”和完美在线布局专注文化产业的互联网金融，为影视制作提供金融服务与支持。另外成立文化产业基金，我们看好公司后续在已有产业链上继续外延布局影视文化行业。

● 投资建议

保守预计公司 15-17 年净利润 1.82、3.21、4.29 亿，公司战略上会加大来思尔乳业股权占比，加上外延潜力，及幼教布局业绩具有较高弹性，16-17 年业绩大概率会超出我们的预期，首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

食品安全问题；传媒业务整合低于预期；幼教板块发展低于预期；

公司评级 买入

当前价格 17.36 元

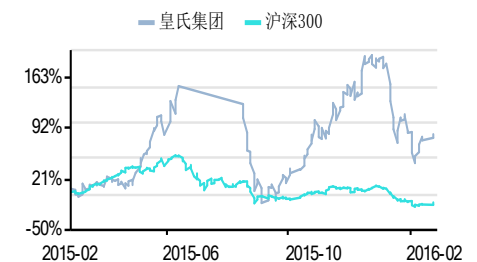
前次评级 买入

报告日期 2016-02-22

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	838/416
流通 A 股市值 (百万元)	14,541
每股净资产 (元)	5.83
资产负债率 (%)	26.10
一年内最高/最低 (元)	69.48/11.42

相对市场表现



分析师: 王永锋 S0260515030002
01059136605
wangyongfeng@gf.com.cn

分析师: 杨琳琳 S0260514050004
0755-23480370
yll@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 王文丹 01059136617
wangwendan@gf.com.cn

盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	990.72	1130.30	1611.45	2367.54	2896.92
增长率(%)	31.35%	14.09%	42.57%	46.92%	22.36%
EBITDA(百万元)	116.68	187.10	356.85	586.47	764.13
净利润(百万元)	36.36	75.47	182.69	321.72	429.28
增长率(%)	11.39%	107.54%	142.07%	76.10%	33.43%
EPS(元/股)	0.17	0.28	0.22	0.38	0.51
市盈率(P/E)	71.91	98.32	127.92	72.64	54.44
市净率(P/B)	3.29	4.78	3.14	3.01	2.85
EV/EBITDA	22.61	40.02	48.21	28.89	21.46

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

目录索引

一、受益婴儿潮与消费升级，幼教5年后市场规模可达3732亿.....	6
1、第四次婴儿潮即将来临，幼教市场未来五年可保持20%以上增长.....	6
(1) “85后生育高峰+二胎政策”推动新一轮婴儿潮.....	7
(2) “父母重视+收入弹性高”，幼儿教育投入不断增长.....	9
(3) “新一线”城市的崛起提升幼教渗透率.....	9
(4) 政策支持为幼教行业带来政策红利.....	10
2、幼教行业特征：线下服务是核心，幼教内容是生命力.....	11
(1) 线下幼教机构具有分散性与区域性，服务是核心竞争力.....	12
(2) 幼教服务商：优质儿童内容短缺，未来内容在产品和技术叠加下越加丰富.....	15
(3) 幼教领域在线教育渗透率低.....	17
二、皇氏集团打造幼教生态链开启新空间.....	21
1、从幼教媒体、内容切入打造T2O2O平台，贝瓦内容IP+平台模式可借鉴.....	21
2、海量优质幼教资源（IP）是T2O2O平台生命力.....	25
3、依托电视和新媒体渠道运营，打造幼教媒体影响力.....	28
4、智能硬件抢占入口，衍生产品和内容服务是未来重点布局领域.....	32
5、内容付费+衍生品授权将可能是皇氏幼教重要盈利模式.....	33
三、影视制作-新媒体运营-终端传播产业链协同效应显著.....	34
1、影视内容资源丰富.....	36
2、新媒体运营与终端传播渠道广泛.....	38
3、布局互联网金融和产业基金，为文化产业提供后续支持.....	39
四、低温乳制品快速发展，维持稳健现金牛角色.....	41
五、盈利预测与估值分析.....	43
1、乳制品板块.....	43
2、传媒板块.....	43
3、教育板块.....	43

图表索引

图 1: 2017 年幼教投入将达到 2592 元/年/人	6
图 2: 2020 年市场规模突破 3700 亿	6
图 3: 民办幼儿园数量及占比	7
图 4: 民办幼儿园在园人数及占比	7
图 5: 86-90 一代推动新一轮婴儿潮	7
图 6: 非独夫妇占比较高, 政策作用范围广	8
图 7: 过半人愿意生二胎	8
图 8: 2020 年 0-6 岁婴幼儿将较现在增加近 3000 万 (有这么多吗?)	8
图 9: 家庭月收入 and 每月幼教教育支出成正比	9
图 10: 城镇家庭人均可支配收入保持 5% 以上增长	9
图 11: 四线城市响应二胎政策最积极	10
图 12: 三四线城市的幼教投入在 100-300 元之间 (可否不用曲线图, 表达不够直观)	10
图 13: 三四线收入增长速度远高于一二线城市	10
图 14: 幼教产业链生态格局	12
图 15: 家长认为小孩接触电子产品年龄调查	17
图 16: 父母对小孩接触电子产品态度	17
图 17: 儿童早教 APP 分类	17
图 18: 宝贝巴士的多产品、多平台模式	19
图 19: 皇氏集团打造幼教 T2O2O 平台	22
图 20: 芝兰玉树 (贝瓦网) 发展历程	24
图 21: 贝瓦围绕 “IP+平台+衍生” 全产业链布局, 打造儿童领域迪士尼	25
图 22: 盛世骄阳拥有海量优质幼教资源	26
图 23: 贝瓦 IP 大家族	27
图 24: 贝瓦专业的教育体系	27
图 25: 贝瓦教育娱乐内容体系	27
图 26: 盛世骄阳专门设有幼儿和动漫专区	27
图 27: 贝瓦提供专业的跨平台早教娱乐服务	28
图 28: 贝瓦拥有丰富的渠道资源和强大的分发能力	29
图 29: 北广高清拥有迪士尼独家点播高清	31
图 30: 北广高清与众多运营终端合作, 渠道影响力较大	31
图 31: 贝瓦智能硬件 “贝瓦宝宝”	32
图 32: 贝瓦衍生品	32
图 33: 皇氏集团影视文化产业链布局	34
图 34: 新媒体产业链概况	39
图 35: 皇氏乳制品毛利率 15 年重新开始上升	41
图 36: 皇氏乳制品今年收入增速高于其他乳企	41
图 37: 我国乳制品行业收入增速 2015 年大幅度下滑 (%)	41
图 38: 我国乳制品产量 2015 年负增长 (%)	41

表 1: 政策出台不断加强学前教育建设	11
表 2: 知名幼教机构多采取加盟模式扩张	12
表 3: 上市公司积极收购线下幼儿园	14
表 4: 创新型产品开启教育新时代	16
表 5: 代表性家园互动平台商（智慧树、慧沃网）对比分析	20
表 6: 皇氏集团整合幼教产业资源表	22
表 7: 幼儿教育与娱乐模式分类及代表性企业	23
表 8: 中南卡通与业内其他动漫企业对比，原创能力较强	28
表 9: 《新动漫》与其他付费频道对比，未来将受益于国人版权意识和付费习惯的养成	30
表 10: 皇氏集团传媒领域布局	34
表 11: 御嘉影视主要影视产品	37
表 12: 盛世骄阳近三年新购的电视剧版权	38
表 13: 公司不断布局互联网金融和产业基金	40
表 14: 城市型乳企和传媒龙头企业平均估值（2月19日收盘）	43

皇氏集团，从2014年开始，在保持乳制品业务平稳增长的背景下，不断布局文化教育产业，形成了“影视制作——新媒体运营——终端传播”的传媒产业链；2015年在传媒产业基础上不断布局幼儿教育产业链，随着教育产业的政策红利不断释放，皇氏集团有望在幼儿教育布局中占据先发优势。

一、受益婴儿潮与消费升级，幼教5年后市场规模可达3732亿

1、第四次婴儿潮即将来临，幼教市场未来五年可保持20%以上增长

随着近几年中国家庭逐渐向“4+2+1”的结构变迁，孩子已经成为家庭消费的核心，幼儿教育素质逐渐崛起。自2008年以来，幼儿教育的市场规模增速一直保持在10%以上，进入2013年，更是近年来首次突破20%增长，2014年幼儿教育市场规模达到1168亿元。

根据中国产业信息网调查数据，每个婴幼儿的幼教投入在2014年达到1026元/年，较2010年翻了一倍，年复合增长率达到16.7%。随着人均收入的提高，未来家庭对幼教将日益重视，以及三四线城市的崛起和国家对幼教行业的扶持，我们认为对每个婴幼儿的幼教投入在未来几年仍至少可以维持16.7%的复合增长率，即婴幼儿的人均投入在2020年可达到2592元/年。另外，在“86-90年婴儿潮进入生育高峰+二胎政策”的叠加影响下，估计我国在2020年的0-6岁的婴幼儿数量将达到1.44亿。因此我们预计2020年幼教市场总规模将达到3732亿，较2014年增长了2.2倍，年复合增长率达21.36%。

民办幼儿教育占比66%以上，即接近2500市场空间。与K12教育、高等教育等领域相比，幼儿教育受到政府限制较少，在政府逐步对民办幼儿园政策推动下，幼儿教育迎来巨大发展机会。同时民办幼儿园的设立门槛较低，大部门地方法规对民办幼儿园都没有注册资金的要求，因此造成了各地民办幼儿园如雨后春笋，大量冒出。根据教育部数据，目前民办幼教占比达到66%，即未来如果保持这个趋势，将有接近2500市场空间。

图 1：2017 年幼教投入将达到 2592 元/年/人

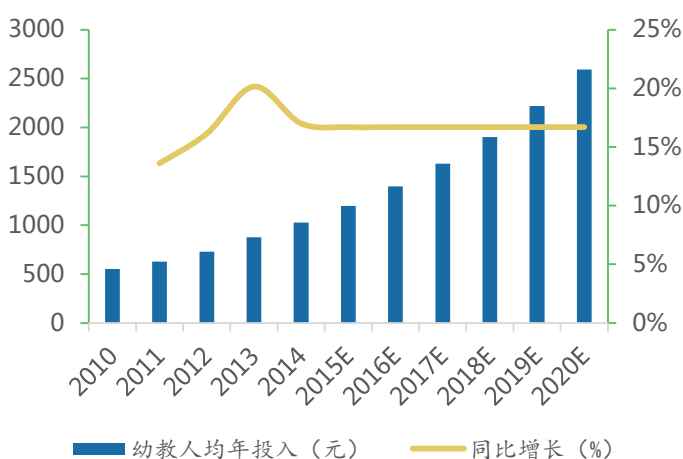
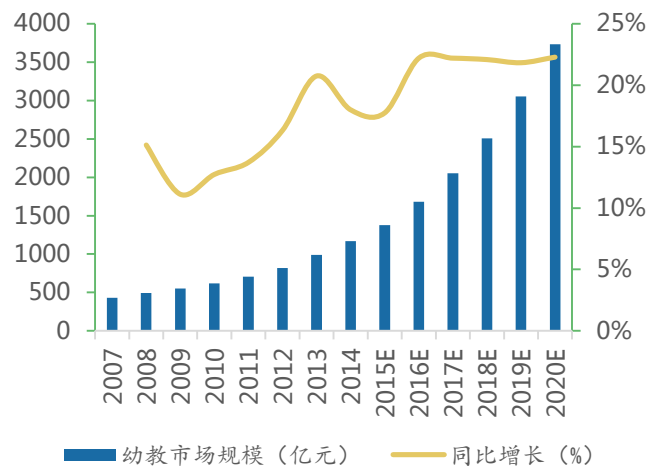


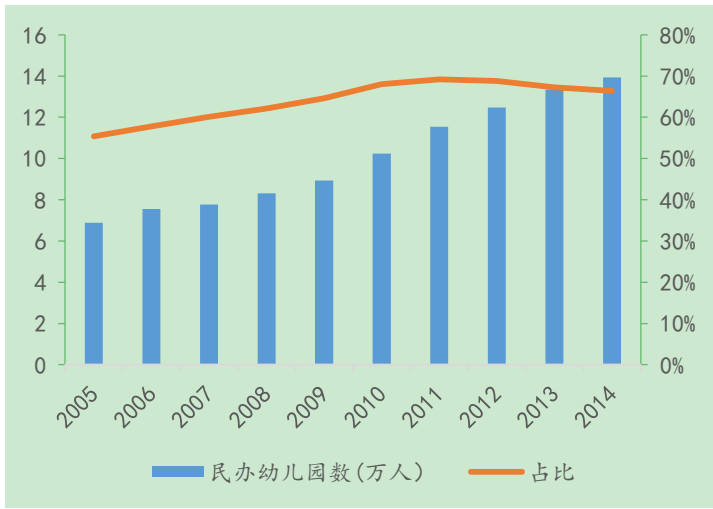
图 2：2020 年市场规模突破 3700 亿



资料来源：中国产业信息网，Wind，广发证券发展研究中心

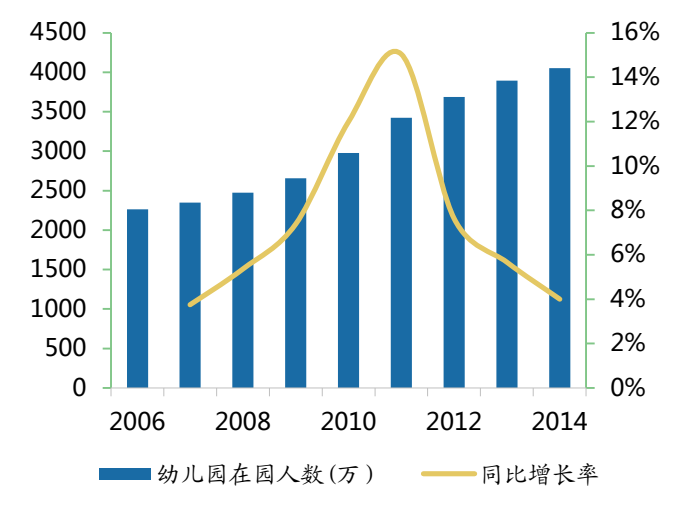
资料来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图 3: 民办幼儿园数量及占比



资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4: 民办幼儿园在园人数及占比

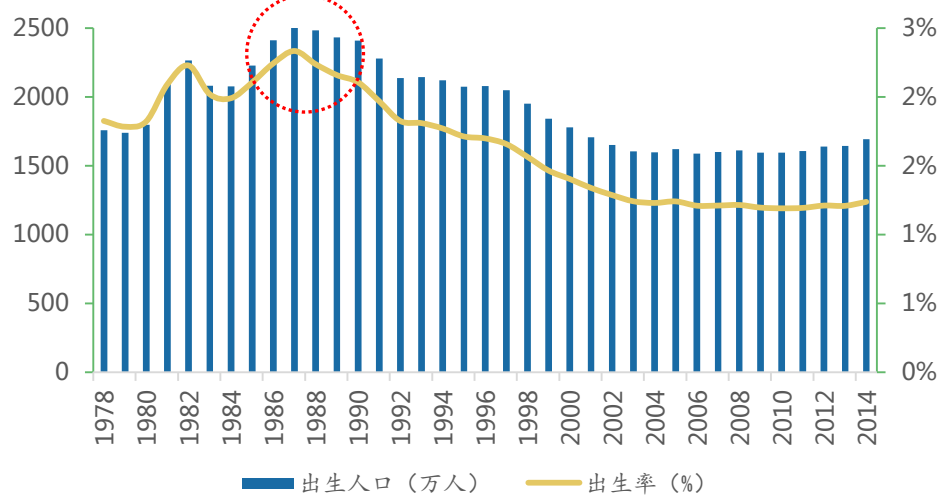


资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

(1) “85后生育高峰+二胎政策”推动新一轮婴儿潮

我国在1986年-1990年曾出现过一波明显的婴儿潮，据第六次人口普查全国女性平均生育年龄为29岁，因此预计2015年及之后的五年时间，86-90曾经的婴儿潮一代人将进入婚育年龄，未来几年将推动新一轮婴儿潮。

图 5: 86-90一代推动新一轮婴儿潮



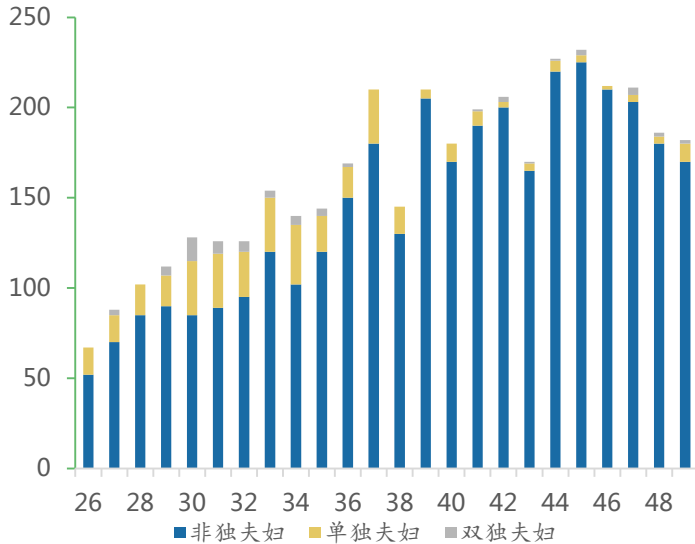
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2015年10月30日“全面二孩”政策公布，预示着新一轮婴儿潮叠加政策影响，将使得未来几年幼儿数量占比保持较高。不过也有不少人持质疑态度，毕竟“单独二孩”政策并不如预期，只给我国的出生率提升了0.03%的增长贡献，但是我们通过分析已婚夫妇的独生情况的数据显示，非独夫妇的占比一直较高，对于年龄38岁以上的夫妇，非独数量是单独数量的10倍以上，即使是在年轻一代适育夫妇的人群中，非独夫妇的数量仍是单独夫妇的4-6倍，即“全面二孩”的政策范围覆盖的更宽，

政策窗口宽度大概是“单独二孩”政策窗口的4-6倍。

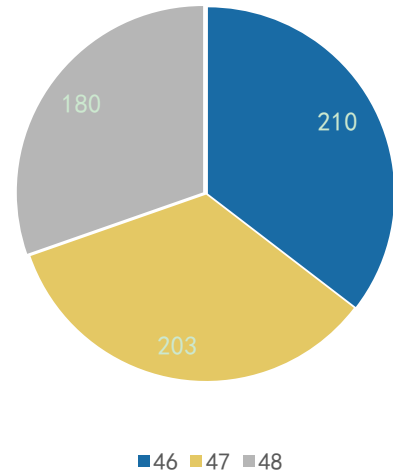
另一方面，“全面二孩”的政策发布之后，淘宝和天猫的书籍类商品中以“备孕”为关键词的搜索出现了爆发式的增长，增幅将近100倍。显然，此次政策的出台已经让不少家庭有了生育的新计划。另外一方面的调查数据表明，51%的夫妇愿意生二胎，12%的夫妇还在纠结，只有37%的夫妇不愿意再生二胎。

图 6：非独夫妇占比较高，政策作用范围广



资料来源：北京大学中国社会科学调查中心，广发证券发展研究中心

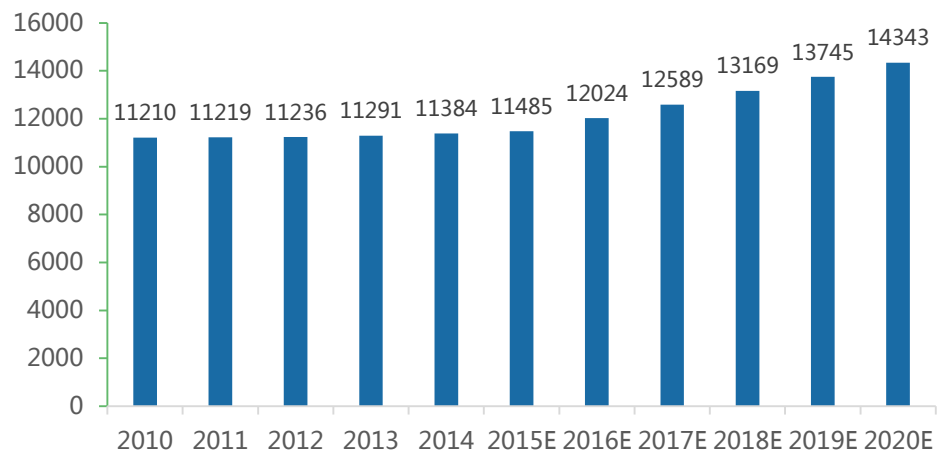
图 7：过半人愿意生二胎



资料来源：CMMS，广发证券发展研究中心

我们认为，在86-90婴儿潮的影响下，不考虑二孩政策，2015-2020年可以维持2014年的1.24%的出生率。而全面二孩政策的放开，独立人口学者何亚福依据公开数据和“单独二孩”的申请比例估计2016年申请二孩的人数可能有600万左右，因此全面二孩政策实际出生的人口可能有400万左右，推算未来几年的出生率可以达到1.237%。随着出生人口的增加，未来几年的0-6岁的婴幼儿数量也将相应发生拐点式增长，保守预计2020年0-6岁的婴幼儿数量将达到1.43亿，较2014年增加了2959万，为我国的幼教行业奠定了坚实的需求基础。

图 8：2020 年 0-6 岁婴幼儿将较现在增加近 3000 万（有这么多吗？）

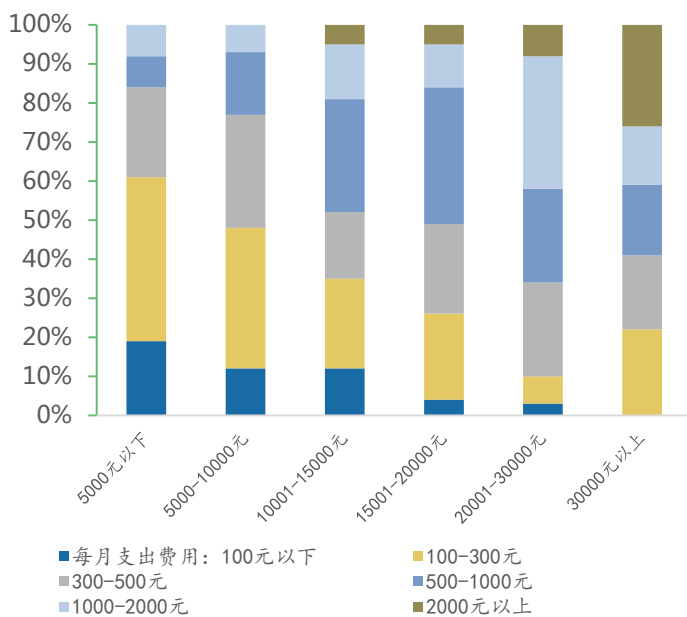


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(2) “父母重视+收入弹性高”，幼儿教育投入不断增长

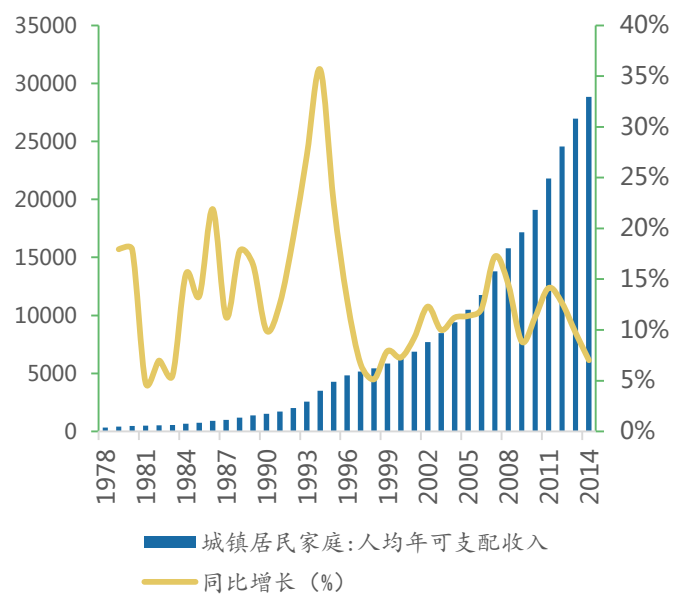
现在幼儿的父母基本上以80、90后为主，这一父母群体具有较高的学历素质，其意识形态中，0-6岁是培养孩子良好生活习惯，智力发展最快、记忆力、模仿力最强的阶段，因而对孩子的早教更加重视。根据艾瑞咨询数据显示，相较60/70后父母的家庭教育，80/90后父母更相信教育机构对孩子的早教效果，对于孩子的教育方式，73.93%的家长选择送孩子去幼儿园早教班或亲子班，13.1%的家长会选择早教机构。无论家庭收入怎么样，总会有40%以上的家庭每月花费300元以上投资到孩子的早期教育，家庭收入在10000元以上的家庭，会有50%的父母选择每月投资500元以上到孩子的早期教育。可见，80/90后父母更加重视孩子的早期教育。

图 9：家庭月收入 and 每月幼教教育支出成正比



资料来源：艾瑞咨询，广发证券发展研究中心

图 10：城镇家庭人均可支配收入保持 5% 以上增长



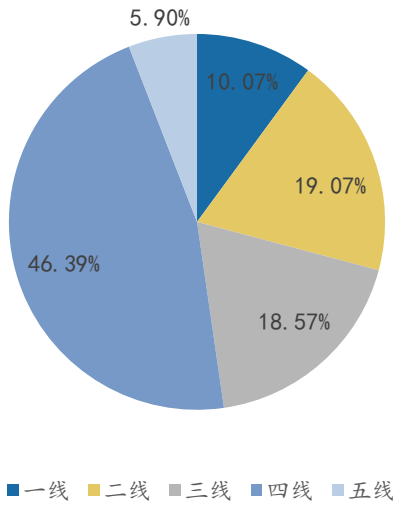
资料来源：Wind，广发证券发展研究中心

从另外一个角度来看，家庭对孩子的幼教投资和家庭收入是正相关的，家庭月收入在5000元以上的家庭中有50%以上的家庭会给予孩子每月300元以上的早教投资，而我国的城镇居民家庭收入每年都在以5%以上的增长速度增长，我们认为伴随着经济收入水平的提高，家庭对孩子的教育投资额将进一步扩大。

(3) “新一线”城市的崛起提升幼教渗透率

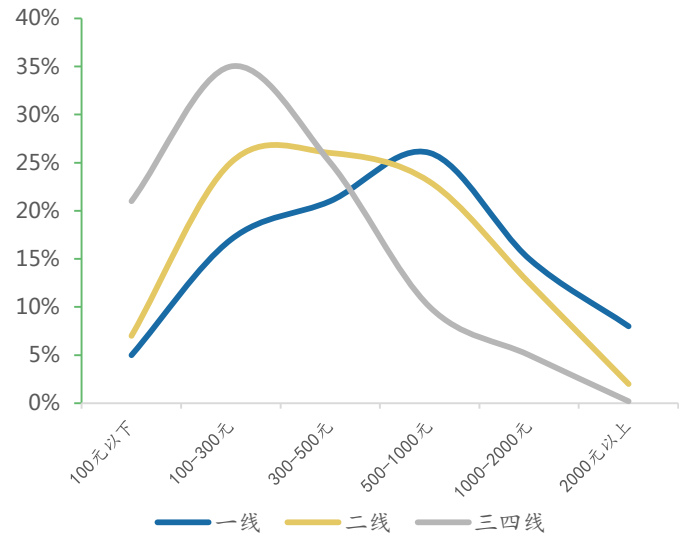
在新一届政府大力推进新型城镇化的进程中，三四线城市的巨大消费潜力逐渐爆发出来，他们的生活压力较一二线城市要小得多，即真正的可支配收入与二线差距已经越来越小，三四线城市的巨大消费潜力正逐渐爆发出来，成为消费新一线。我国有284个地级市，374个县级市，加上部分内地不发达的省会城市，三四线市场覆盖了超过5个亿的人口，且数据显示，来自四线城市的家庭对二胎政策响应最积极，对备孕的书籍最关注，占到了整个搜索人群的46.39%，远高于一、二、三线城市，为提升幼儿教育市场的渗透率奠定了坚实的基础。

图 11: 四线城市响应二胎政策最积极



资料来源: 中国城市中心, 广发证券发展研究中心

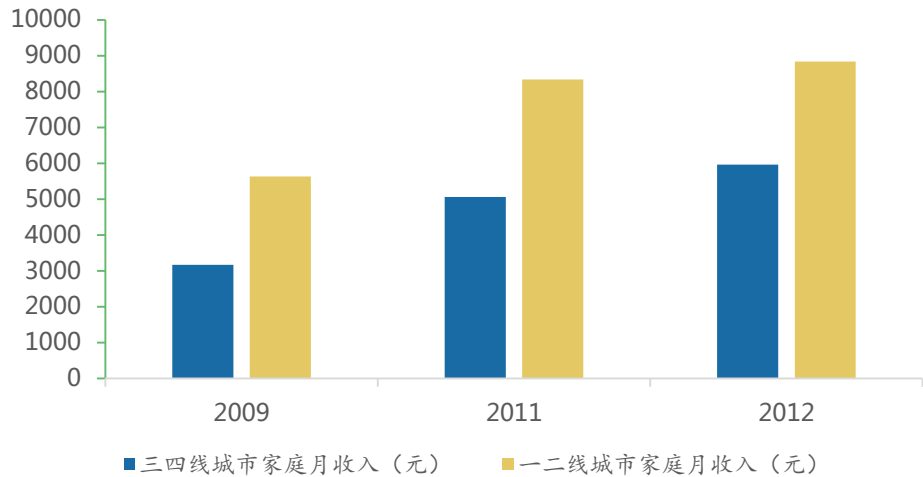
图 12: 三四线城市的幼教投入在 100-300 元之间 (可否不用曲线图, 表达不够直观)



资料来源: 艾瑞咨询, 广发证券发展研究中心

我国三四线城市的幼教投入目前仍以100-300元/月为主, 占比达到35%, 相较一线 (26%的投入在500-1000元之间) 和二线 (26%在300-500元之间) 的幼教投入低一些, 主要是由于家庭收入低一些。但是随着城镇化的加快, 三四线城市人均收入正保持20%以上快速增长, 较一二线城市的增速高6-7个百分点。

图 13: 三四线收入增长速度远高于一二线城市



数据来源: 群邑研究, 广发证券发展研究中心

(4) 政策支持为幼教行业带来政策红利

学前教育作为非义务教育, 2010年之前在政策法规方面一直相对欠缺, 2010年国务院颁布的《国家中长期教育改革和发展规划纲要 (2010-2020年)》将普及学前教育作为战略目标提出, 2011年《中国儿童发展纲要 (2011-2020)》更是明确95%学前一年的毛入园率的规划目标, 2014年提出到2016年全国学前三岁毛入园率要达到75%左右, 十三五规划明确提出鼓励普惠性幼儿园发展, 教育法修法在即,

民办幼儿园有望转为盈利性公司，这些政策的支持为幼儿教育带来巨大发展空间。

表 1: 政策出台不断加强学前教育建设

时间	政策	颁发单位	主要内容
2010	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010—2020 年）》	国务院	战略目标：基本普及学前教育。
2010	《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》	国务院	把发展学前教育摆在更加重要的位置；多种形式扩大学前教育资源；多种渠道加大学前教育投入。
2011	《中国儿童发展纲要（2011-2020）》	国务院	基本普及学前教育。学前三年毛入园率达到 70%，学前一年毛入园率达到 95%；增加城市公办幼儿园数量，农村每个乡镇建立并办好公办中心幼儿园和村幼儿园。
2012	《幼儿园收费管理暂行办法》	国家发展改革委、教育部、财政部	规范幼儿园收费行为，保障受教育者和幼儿园的合法权益。
2014	《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》	教育部、国家发展改革委、财政部	进一步加大学前教育投入，到 2016 年，全国学前三年毛入园率达到 75%左右。初步建成以公办园和普惠性民办园为主体的学前教育网络。
2015	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	中央委员会	发展学前教育，鼓励普惠性幼儿园发展。

数据来源：教育部，广发证券发展研究中心

2、幼教行业特征：线下服务是核心，幼教内容是生命力

幼教产业主要是围绕幼儿园、幼教中心的核心消费场景，依托幼教产品、内容和学前教育培训为载体，以达到启迪幼儿心智的终极使命。在线教育逐步渗入幼教领域，幼教产业链上、中、下游纷纷变革升级，形成了线上、线下、O2O模式共存的立体化幼教产业生态格局。

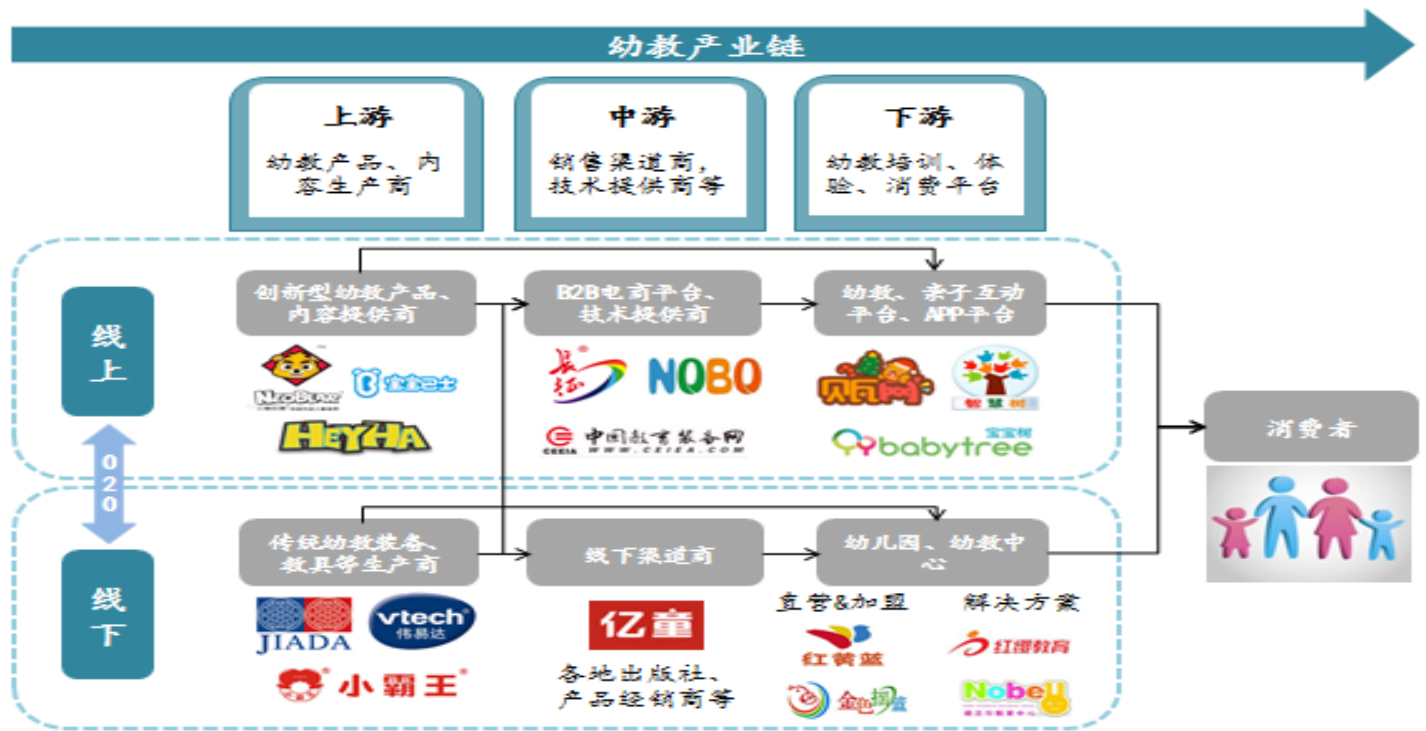
幼教领域包括线上和线下。线下幼教领域的上游由传统研发生产幼教产品（设备、幼教玩具等硬件内容）、内容（教材、教案、动漫资源等软件）等供应商（如嘉达、伟易达、小霸王、倍乐生、高乐股份、皇氏集团）占据；中游由各地出版社、幼教产品经销商构成；下游则是幼教核心环节——幼儿园和幼教中心，按照商业模式又可细分为完全直营型（伊顿）、直营和加盟并重型（如红黄蓝、金色摇篮、东方爱婴、金宝贝）和特许加盟、提供解决方案的服务型模式（如红缨教育、诺贝尔教育）。

线上幼教的上游供应商主要指教育信息化等技术服务商，主要研发需要通过线上终端媒介（智能电视、PC、PAD、手机）运用的创新型产品、课程、工具，具体包括数字多媒体在线课程（宝宝巴士）、虚拟现实幼教游戏（如HeyHa、小熊尼奥）等；中游渠道商是指连接上下游的B2B电商平台（如中国教育装备网）以及为在线教育提供技术支持的供应商（如长征教育、哥大诺博）；下游则是消费者在线上接受教育的体验终端，包括网络幼教平台（如宝宝树、贝瓦网、智慧树）、亲子互动

平台（如宝贝走天下、麦涛亲子游）、移动APP平台（如早教到家、宝贝全计划）、智能机顶盒（如FunBox）。

因此大类上，我们也可以把幼教产业链分成线下幼教机构、幼教上游服务提供商（产品、内容、技术）、线上幼儿教育三大类。

图 14：幼教产业链生态格局



数据来源：网络公开资料，广发证券发展研究中心

(1) 线下幼教机构具有分散性与区域性，服务是核心竞争力

虽然民办幼儿教育与K12教育、高等教育等领域相比，受到政府限制较少，民办幼教占比高达66%。但由于线下机构对资金和人才要求较高，目前幼教机构分散性和区域性较为明显，行业处于“大行业、小公司”阶段。以我国机构数量最多的五家幼教机构计算，我国民办儿童教育的行业集中度非常低，CR5仅为2.6，属于集中度非常低的行业。目前较为有名的幼教机构多数为区域性品牌，而且想要扩张到其他省区主要都采取加盟模式，加盟模式扩张速度较快。

从覆盖省份和机构数量看，目前红黄蓝的覆盖省份和分支机构数量最多，红缨教育紧随其后。已经有部分幼教品牌覆盖了全国所有省份，但各品牌在各省份的分布并不平均，留有较大的全国性市场深入开发空间。

表 2：知名幼教机构多采取加盟模式扩张

品牌	成立时间/规模	线下产品	课程内容	线上产品	发展模式/覆盖范围
----	---------	------	------	------	-----------

	1976 年美国成立 (2003 年进入中国) / 开设 200 多家早教中心, 逾 20 家童装门店, 覆盖 130 多个城市。	早教中心 童装店	育乐、音乐、艺术、 环球宝贝、学校技 能、生活技能	育儿书籍、 金宝电台、 金宝贝商城 (玩具、童 装)、天猫 旗舰店	加盟模式/ 除港澳台外所有省 份
	1983 年美国成立 (2009 年进入中国) / 全球 31 个国家和地区近 400 家儿童教育中心, 中 国有 150 多个儿童教育 中心	儿童教育中 心	欢动课、艺术课和 音乐课。	无	加盟模式/ 覆盖全国 21 个省
	1995 年/ 200 余所品牌园, 5 所七 彩宝屋, 5 所实验学校	潜能开发婴 幼儿园 全程实验学 校 七彩宝屋	智能开发课程、情 商培养课程、社会 发展课程	成长管理入 户亲子课	婴幼儿园采用加盟模 式, 全程实验学校采 用直营模式/ 覆盖全国 20 个省
	1998 年/ 700 多家早教加盟中心	早教中心	数学课程、科学课 程、音乐课程、启 蒙课程、探索课程	抱抱熊家庭 互动早教产 品	加盟模式/ 覆盖全国 23 个省
	1998 年/ 1000 家亲子园和 300 多 家幼儿园, 2 万余名教职 工。	亲子园 幼儿园	双语文化、科学探 究、民族体育、	竹兜早教套 装	加盟模式/ 除港澳台外所有省 份
	2001 年/ 1200 余家连锁幼儿园	连锁幼儿园、 幼教产品	“3S 课程”	红缨学院网 络课堂	加盟模式, 少数直营 除港澳台外全部省 份
	2002 年/ 54 家	蒙氏半日制 PAP 亲子半 日制 奥尔夫音乐 半日制	亲亲班、爬爬班、 点点班、苗苗班、 丫丫班、贝贝班、 宝宝班	无	加盟模式/ 覆盖全国 9 个省

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

服务是核心，高端特色是未来线下幼儿园发展方向

随着政府政策对幼儿教育的重视和支持，未来将学前教育纳入义务教育是大势所趋。因此民办幼儿园要想发展壮大就要构建两个核心竞争力：1、发展高端路线。相对于普惠性的幼儿园，民办幼儿园应该发展高端幼儿园，走精英化、特色化路径。2、提升服务水平，打造品牌。教育行业的核心竞争力是课程的质量，对于幼儿教育而言，课程的质量更多体现在客户的体验上。幼儿教育强调的是解决父母无法看管小孩的痛点、儿童智力的开发、沟通能力的养成等，因此服务和品牌就将成为线下幼儿园脱颖而出的重要方式，金宝贝、红黄蓝、美吉姆等知名幼教品牌都围绕幼教主题提供了多种产品与服务，多数机构也开始提供线上服务。

线下幼儿教育发展初期，依靠加盟形式可以快速扩大规模，占领市场，但同时也意味着放弃了对产品终端的直接把控，使得产品服务和产品标准化难以保证。家长对教育服务的评价较为主观，如果能将教学内容标准化，形成品牌向全国推广，这对于发展高端特色品牌幼儿园将有重大的推动作用。而新东方教育品牌的成功已经验证了标准化对教育服务评价的重要性。

直营模式是幼教行业塑造品牌的重要一环，但由于直营模式需要直接投资，会导致早教机构的资金压力显著增加，因此多数早教机构无法摆脱加盟模式，主要在于没有持续的资金支持。东方爱婴已获多轮投资，并将这些资金主要用于直营店的设立上。目前A股市场上已经有多家机构收购线下幼儿教育机构，在资本市场支持下，幼教机构有望继续朝高端特色的直营品牌店发展。

表 3: 上市公司积极收购线下幼儿园

公司	布局	标的公司及幼儿教育相关业务情况
秀强集团	2015 年 12 月，公司以 2.1 亿元收购全人教育 100% 股权。	全人教育旗下拥有 17 所幼儿园办学实体，主要分布于湖南、湖北、广东、浙江及安徽五个省份。
威创股份	2015 年 9 月，公司以 8.57 亿元收购北京金色摇篮教育科技有限公司 100% 股权。	金色摇篮拥有 150 多家品牌加盟幼儿园。
	2015 年 2 月，公司以 5.2 亿元收购红缨教育 100% 股权。	红缨教育在全国拥有 1192 家连锁加盟园，分布除西藏以外所有省份。
森马服饰	2014 年 4 月，公司以 1.02 亿元收购育翰上海 70% 股权。育翰上海全资控股“天才宝贝”和“小小地球”两大幼教品牌。	“天才宝贝”目前在全世界 50 多个国家拥有超过 400 家中心。截至收购时，已在中国 64 个城市共开设 91 家教学中心。
		“小小地球少儿英语”2008 年进入中国，针对 3-12 岁少儿度身定制英语教学法。目前已在全国 5 个城市拥有 12 家教学中心。
新南洋	2014 年 6 月，公司以 5.8 亿元收购昂立科技 100% 股权。	上海昂立培训中心包含学前幼儿教育（主要是即将升入小学的大班幼儿及部分中班幼儿），提供兴趣培训和技能培训。

		上海世纪昂立幼儿园现共有徐汇（两所）、浦东、闵行三区四所幼儿园，招收幼儿年龄段为2至6岁。
阳光城	2015年12月，公司出资1亿元设立阳光幼教投资管理有公司，负责幼儿教育相关领域的投资和运营管理。	关联公司阳光教育旗下有阳光国际幼儿园和格林贝特幼儿园，共有在校生1000名，同时还有在建及筹建幼儿园15所。
时代出版	2015年1月，公司与紫荆时代以及贝壳育德（目前拥有八家幼儿园）共同投资设立时代紫荆教育投资公司，公司为控股股东。	紫荆教育投资公司公司将管理和运营“金宝”、“紫荆”在国内的品牌幼儿园，并计划收购重组一批新的幼儿园和托儿所。旗下第一家幼儿园即将落户上海闵行区，定位中产阶级以上家庭。
	公司开办了基于加盟和连锁的自主品牌豚宝宝早教中心。	豚宝宝成长中心定位高端目标客户，采用小班的教学制度，有趣味性的课程安排。
凤凰传媒	凤凰传媒设立旗下子公司译林少儿英语。	"译林少儿英语"主要从事幼儿英语兴趣的开发和中小学英语学习的辅导培训，招生对象为3-6岁幼儿及7-12岁小学生，目前在南京有6家分支机构。

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（2）幼教服务商：优质儿童内容短缺，未来内容在产品和技术叠加下越加丰富

幼教行业上游包括幼教产品、内容和技术的供应商。但随着幼教的发展，目前幼教内容已经扩大，包括产品和技术，幼教内容在产品和技术叠加发展下，变得更加丰富。

幼教内容主要指泛指幼教相关的内容资源，内容是幼教的核心生命力，包括教育与娱乐内容。幼儿娱乐教育方面涉及游戏、动漫、音乐等内容，幼儿教育课程则涉及认知、思维、美育、德育等，公办幼儿园使用同一的教材，而民办幼儿园可自主选择。幼儿教材是包括三类：（1）主教材。常规的学习科目，包括语言、数学、科学、健康等；（2）特色教材，包括英语、音乐、美术、手工等；（3）练习册等。教材可以是纸质的，也可以是电子化的产品，随着在线教育的崛起，越来越多企业提供在线幼教的内容，此部分在后面在线幼教分析。

家长越来越重视幼教，但当前的中国幼教内容良莠不齐，供给和需求严重不匹配。家庭收入的不断增加，受教育程度的提升以及社会竞争程度的不断加剧，使得家庭对于早教的重视程度越来越高，期待高品质的、适用的儿童产品和服务。多年来因为我国在学龄前教育投入不足以及儿童产业商业化的不成熟，学龄前儿童产品虽然种类繁多，但是质量却良莠不齐，儿童优质内容面临着非常短缺的局面。优质的国产儿童内容仍停留在20年前的水平，而国外优质儿童内容由于政策的问题很难走入中国家庭。因此，发展符合新时代的优质儿童内容变成了整个行业的机遇与挑战。

互联网等新兴技术对儿童及家庭教育娱乐的影响越来越强。随着近几年互联网、移动互联网技术的发展，儿童在教育、娱乐特别是在家庭场景下的行为都发生了剧

烈的变化。儿童使用电子产品的时间远远超过传统的图书、玩具甚至与父母的亲子关系上。多项调查表明，iPad类的平板电脑已经成为儿童首选的玩具和礼品。

幼教内容在内容和形态方面正朝着丰富和多样化的方向发展。比如智能电视、互联网电视的发展，又进一步改变了儿童观看电视节目、动画片的行为。被动观看电视台节目、不方便使用DVD的行为，已经逐渐被互联网服务平台所替代。在未来，随着AR、VR，乃至人工智能技术在儿童产业的应用成熟，会有越来越多革新性的儿童产品和服务出现。比如基于体感的Heyha和基于AR技术的小熊尼奥最具有代表性，开启了幼教新时代。传统的幼教课堂内容较为无聊，利用体感技术和AR技术，将内容“体感化”，是教育在娱乐中完成，让认知、识字等变得更加有趣，带来了前所未有的学习体验。

表 4: 创新型产品开启教育新时代

	嘿哈科技	小熊尼奥				
基本信息	将体感技术、语音识别技术等运用在幼儿教育领域的教育软件开发公司，2013年1月入驻微软创投的云加速器孵化基地	小熊尼奥是一家利用AR技术开发幼儿交互式教育产品的初创公司				
产品系列	嘿哈体感	Magnifier Neo	梦境盒子	口袋动物园	口袋交通	神笔立体画册
产品简介	游戏学习产品；3D体感课程+体感摄像传感器+智能机顶盒，将走，跑，跳，投等基本动作和体感技术相结合，让幼儿和互动游戏课程进行互动，在游戏中、运动中快乐自主的学习。	利用增强现实技术从自然事物中捕捉画面，能够呈现出精彩的立体三维动态影像的放大镜	附带立体识字卡片，通过“ARKIDS梦镜”系统来实现虚幻的3D物体与现实世界人物融合。为孩子创造神奇又梦幻的环境。	一款基于AR（增强现实）技术的儿童启蒙教育产品，可让立体的、活生生的动物出现在孩子的手心里。	基于AR技术的新款儿童启蒙教育科技产品，具有很强的便携性。	应用在手机和平板电脑的终端，通过虚拟动画与现实空间融合互动，将二维的涂色画面变成的立体的3D世界。
课程系列	HeyHa世界观、大家一起出海去、和我们一起运动吧、太空探险、HEYHA—悠悠(Yoyo)、HEYHA—里昂(Leo)等系列课程。					《尼奥环球旅行》、《大头儿子小头爸爸》、《熊出没》、《巴拉啦小魔仙》、《猪猪侠》、《美食大冒险》
推广	已在400多个幼儿园推广			首季销售近150万套，销售额超过1亿	首周预定量超过30万套	

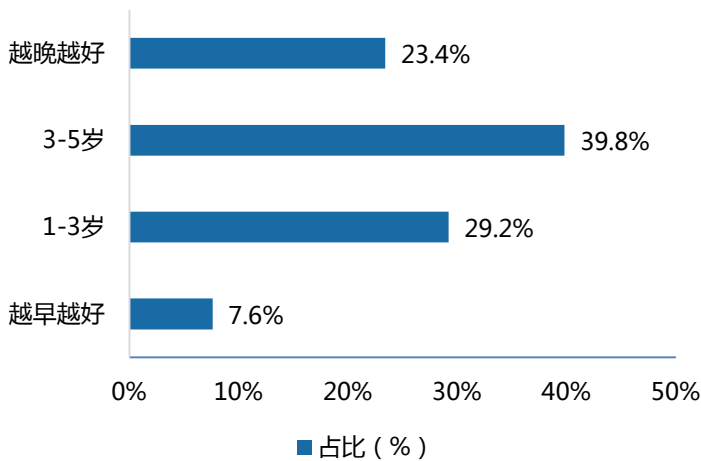
获投信息	天使轮数量未透露	天使轮获投数千万元人民币，A 轮获投 1.2 亿人民币
品牌战略	做一个共赢的生态系统，希望通过这个平台工具，让出版社自己做专业内容，让互联网电视这一端得到一个最有增值能力的产品	除了玩具产品、早教类产品之外，打造尼奥系列动画片，以尼奥为主角的舞台剧，动漫衍生品等也将逐一诞生，旨在形成以小熊尼奥为品牌核心的一条玩具和动漫产业链。
销售渠道	布局幼儿园和互联网平台	布局母婴、玩具、电视、航空公司、机场店、早教机构、礼品等各大经销渠道

数据来源：广发证券发展研究中心

(3) 幼教领域在线教育渗透率低

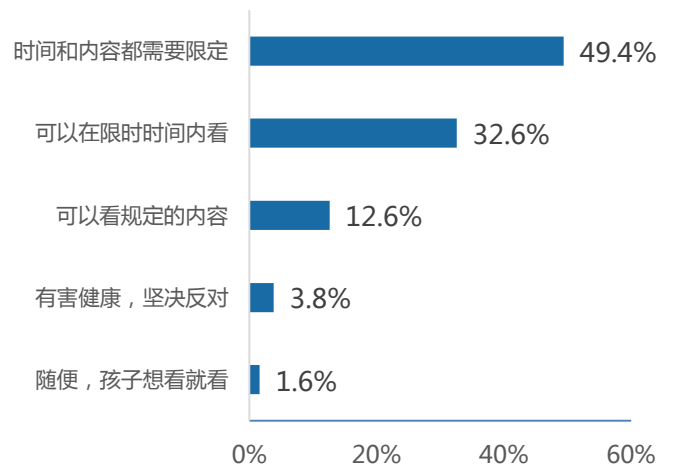
幼教核心在线下服务，在线幼教处于初创阶段。幼儿教育强调的是解决父母无法看管小孩的痛点、儿童智力的开发、沟通能力的培养等，这些多数需要在线下机构完成，因此幼儿教育核心在于线下机构，在线幼教只是补充作用。在线幼教目前主要处于初创阶段，规模较小，随着移动终端的普及以及80后逐渐成为幼教市场消费主力，近两年幼教市场创投项目逐渐增多。不过多数父母还是不支持孩子大规模使用电子产品，在线幼教主要是父母打开帮助小孩使用，比如幼教APP主要集中在儿歌故事类、语言学习类、知识学习类、益智游戏类等学习玩乐内容上。

图 15: 家长认为小孩接触电子产品年龄调查



资料来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心

图 16: 父母对小孩接触电子产品态度



资料来源：IT 桔子，广发证券发展研究中心

图 17: 儿童早教 APP 分类

类别	 儿歌故事类	 语言识字类	 知识学习类	 益智游戏类
功能	儿歌童谣、儿童故事、睡前童话、唐诗、读物	儿童语言学习、英语学习、识字等	针对孩子成才阶段提供适合其年龄的知识内容	专门提供儿童场景的益智类游戏，有助于孩子智力开发
代表应用	 儿歌多多 贝瓦儿歌	 字母ABC 我爱汉字	 小伴龙 开心熊宝	 宝宝巴士 巧虎

数据来源：网络公开资料，广发证券发展研究中心

行业高度“碎片化”，优质内容+平台商是未来发展方向。我国在线幼教处于行业生命周期的“婴儿期”，众多不同特点的企业利用自身资源禀赋从不同路径切入，尝试探索不同商业模式，抢占细分市场，导致行业集中度低，行业呈现“百花齐放、百家争鸣”的高度竞争格局。根据产业链分工，在线幼教企业可以分为内容生产商、技术提供商、教育平台商。其中，内容生产商可细分为提供教育内容和教育工具两类，教育平台商目前主要采取B2C和B2B2C两种运营模式，按照提供产品又可划分为在线幼教平台、家园互动平台、亲子互动平台三类。

目前，在线幼教领域的各种商业模式处在并存融合、相互竞争的阶段，幼教内容提供商的制胜点在于产品质量、用户体验以及积累的品牌口碑，需要时间积累和沉淀，技术提供商的核心竞争力在于渠道拓展和技术研发，而幼教平台商的成败依旧遵循“流量为王”的原则。我们预计，3-5年内在线幼教行业会依旧维持“群雄逐鹿”的状态，但时间和市场会完成优胜劣汰的自然选择，最终决定幼教企业成败的将是商业模式的运用与创新、教育内容和用户体验的升级与改进。

内容生产商未来方向是自建终端平台

在线内容商通过数字渠道，为学龄前儿童提供教育内容（包括幼教游戏、学习视频、动漫卡通等）和教育工具（如悟空识字、剑桥WOWO等垂直应用）。由于教育内容的差异化程度高，不可大规模、标准化复制，因此高质量、原创性的教育内容是在线幼教行业的生命力。同时，幼教内容市场具备“供给创造需求”的特性，创新爆发力极强，技术要求和进入门槛较高，有利于小微创业企业迅速扩张规模之后实现流量变现盈利。

由于内容、工具最终要在终端平台落地，让消费者直接体验，而新建网站、研发App的难度相比内容生产较为容易，因此，以内容生产为核心的企业目前往往倾向于自建终端平台（网站、App等），直接推送给消费者，同时利用大流量平台做

进一步推广。以专门研发学龄前儿童教育内容产品的宝宝巴士为例，其研发了基于 iOS、Android及WP三大操作系统的终端平台，同时在百度视频等平台上进行推广。

图 18: 宝贝巴士的多产品、多平台模式



数据来源：网络公开资料，广发证券发展研究中心

渠道拓展是技术提供商现阶段的首要任务

技术提供商主要是为幼教企业搭建软件平台、提供智能技术支持。主要是将互联网技术运用于改造和提升幼教质量，如提供幼教软件定制、信息化服务的长征教育（已被拓维信息收购）、哥大诺博等。由于线下幼儿园终将是幼教开展的核心场景和最大市场，缺乏互联网技术的幼儿园必将采取技术外包方式推进信息化进程，这直接决定了技术提供商前景广阔。现阶段，技术提供商需“跑马圈地”迅速覆盖市场，抢占先发优势。待市场瓜分完毕，技术提供商则需确保研发能力的持续性，保证高水准的服务质量，确保盈利的可持续性。

教育平台商需兼顾内容质量与流量增长

教育平台商是在线幼教生态的核心构建者。根据提供的产品类型，又可细分为线上幼教平台商（如宝宝树、贝瓦网），家园互动平台商（如智慧树、慧沃网），亲子互动平台商（如皇氏集团参股的宝贝走天下、麦涛亲子游）。内容是幼教行业的生命力，而流量是平台商的核心竞争力，因此，在线教育平台商必须在提高幼教内容质量的同时兼顾流量增长，两者不可偏废。

对于在线幼教平台商来说，根据是否有自制内容，可进一步分为内容平台一体化的自营型B2C平台、开放内容来源的B2B2C平台以及反向定制的C2B平台模式。自营型B2C平台商的核心竞争力在于优质的资源内容，现阶段盈利能力最强（以贝瓦网为代表）；B2B2C平台的制胜点在于海量课程资源和用户流量，并打造交易闭环，提升客户体验；C2B平台可以更好贴合客户需求，是一种极具生命力的创新模

式。另外，由于幼教内容的特殊性，缺乏优质的师资，教学质量和稳定性难以得到保障，目前尚无代表性C2C模式。

公司	商业模式	盈利模式	产品内容	业务发展情况
宝宝树	“社区+电商+早教产品/内容+移动应用平台+垂直 App”的全方位、一站式育儿平台，打通产业链上下游。	1、大客户广告销售，目前占比较大，未来将会削弱。 2、将同城服务机构推送给用户，获得分成。 3、早教系列产品，公司盈利重点。	电商 ：“美国妈妈”。 早教 ：“米卡成长天地”，分龄月递家庭早教产品。“Babybox”，联合优质母婴品牌，电商供应模式运作，抽奖形式递送。 移动 App 平台 ：宝宝书。 垂直类 App ：宝宝树孕育、宝宝树时光。	截至 2015 年 6 月注册用户：1600 万。 流量：超过 8000 万月独立访问用户数，全球第一。
贝瓦网	“主打内容”的自营平台模式。平台内容一体化，内部形成自产自销的商业闭环。公司的三大核心资产分别为：“内容版权”+“数字平台”+“衍生品”。	1、家庭早教套装“淘奇包”的销售（占比 1/2）； 2、将内容授权给视频网站，获得利润分成（占比 1/4）； 3、会员付费（占比 1/4）。	贝瓦儿童 ：通过互动画报、益智游戏等形式展现的数字早教内容。 贝瓦听听 ：国内首款场景互动式儿童电台。 贝瓦淘奇包 ：按月推送，包含画报、玩具、DVD、亲子互动材料等。 周边产品 ：贝瓦宝宝故事机、贝瓦 Pad 等。	用户：年用户量 1.5 亿，月活跃用户超 2000 万。 流量：正版数字渠道总播放量超 320 亿次（自有平台超 140 亿次），播放量最高的原创 IP 内容。 收入：2013、2014 年分别亏损 2435、1607 万元。2015H1 营收 600.13 万元，亏损 625.45 万元。

数据来源：网络公开资料，广发证券发展研究中心

家园互动平台市场上，目前有 160 家左右企业，其中一半的产品，思路出自幼教行业从业者，但产品实施采用的是技术外包方式。整个市场只有 10 个左右的产品，是同时精通于互联网技术和幼教专业、拥有一定量级用户群，并获得风险投资认可的成熟互动产品，其中智慧树、慧沃网是杰出代表。

表 5：代表性家园互动平台商（智慧树、慧沃网）对比分析

公司	商业模式	盈利模式	产品内容	业务发展情况
智慧树	B2B2C 的幼教互动云平台。首先面向 B 端（幼儿园）进行推广，然后再获得 C 端（家庭）用户。	基本服务免费，会员增值服务收入较少。2015 年，探索推广教育应用下载市场、寻求广告投放、接入电商平台、开展亲子游活动、在平台商聚合商家等盈利途径。	幼儿园的管理信息化系统、教学信息化系统、家园互动系统等。智慧树幼教云平台由园长端、教师端、家长端构成。	截至 2015 年 10 月，已应用于全国范围内 3 万所幼儿园，排名第一。总用户量 500 万。目前扩张速度迅猛，在上海、广州、南京等 32 个省市拥有分公司，主要依靠牵手各地代理商模式进行渠道扩张。
慧沃	幼儿园智慧办园解决方案提供商。集真实	引进优质教育内容，在原来免费工具的基础上推出	幼儿园网站：园校、家长、学生三方在线交流平台。	截至 2015 年 5 月，服务于 5120 家幼儿园，71680 名教师，87

网	互动社区、学习、竞赛、娱乐为一体，以学生、老师、家长交流为基础的教育及互动平台。	收费内容服务，付费幼儿园可以使用慧沃平台上的教育内容，每个孩子每月30元，按学期收费。	OA 办公系统：提供教师管理、教师课件管理、幼儿档案管理等功能。 幼儿考勤系统：集合短信通知功能，考勤联网，加强上下学安全性。 慧沃宝：为幼儿提供校园和家长沟通的短信工具。	万学生，174 万家长。预计未来一年，合作幼儿园数会增加到 20000 家。
---	--	---	--	--

数据来源：网络公开资料，广发证券发展研究中心

亲子互动平台商主要针对幼儿家庭提供活动娱乐、出行、社交服务，以寓教于乐为宗旨，处于在线幼教行业与旅游等行业的交叉领域。目前行业中主要分为两类企业主体，一类是以驴妈妈旅游网为代表的OTA切入亲子活动领域，利用自身流量及旅游资源的先天优势，在亲子游细分市场分得一杯羹；另一类是以宝贝走天下为代表的专业亲子互动领域的垂直类平台，这类平台商在流量先天不足的情况下，正在通过C2B、自营产品、主打线下主题活动等创新模式寻找突破口。

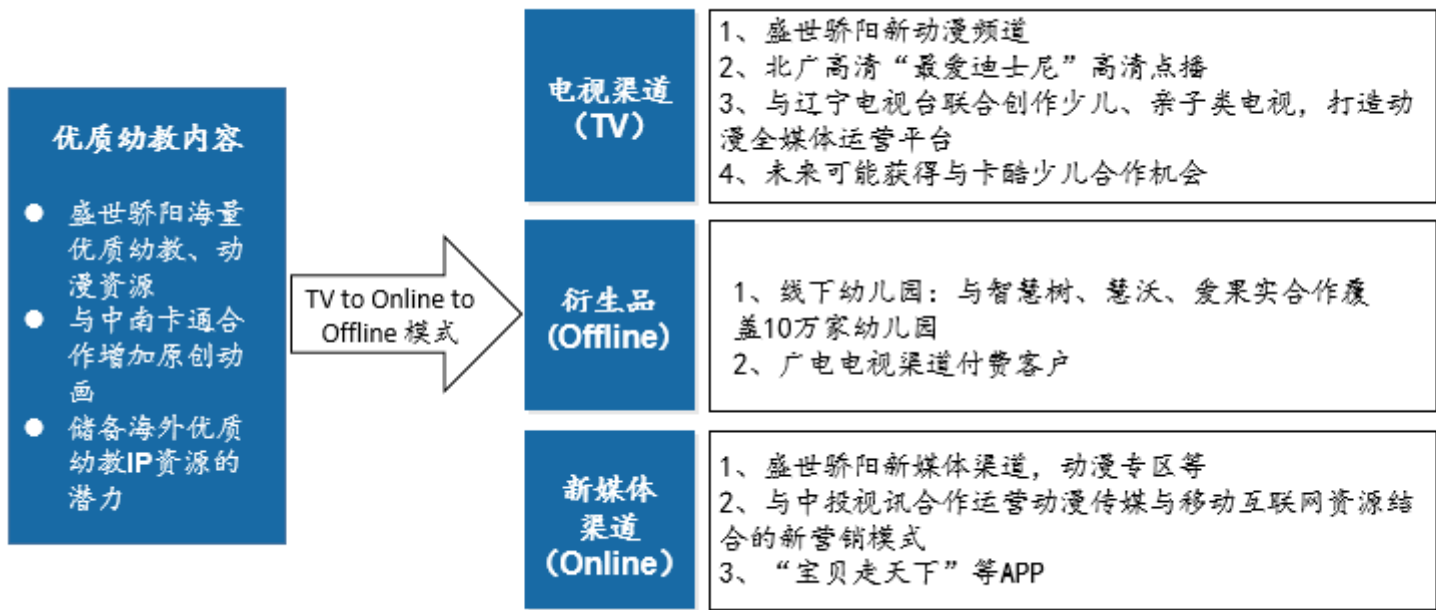
二、皇氏集团打造幼教生态链开启新空间

1、从幼教媒体、内容切入打造 T2O2O 平台，贝瓦内容 IP+平台模式可借鉴

皇氏集团正依托盛世骄阳、伴你成长、北广高清、动漫少儿频道、遥指科技及其他合作方，通过伴你成长全面整合动漫及幼教资源，打通内容和渠道、线上和线下，通过硬件资源占领幼儿园入口，与电视渠道、新媒体渠道、线下幼儿园等开展与幼儿教育相关内容资源，开发幼教IP，打造幼教T2O2O平台。

依托“伴你成长”拥有的幼教、动漫内容，以及其各类电视台和其他媒体平台的运营，“伴你成长”所运营的动漫电视台将打造定制化节目，成为“T(TV-电视)”端，与覆盖线下幼儿园的机构合作可形成线下落地资源，即“O(Offline)”端，形成天然的线下落地资源，即“O(Offline-线下)”端，同时，合作推出幼教类智能硬件（已经公告与富士康下属子公司合作研发硬件产品）作为进入幼儿园的入口，通过新媒体以及未来可能推出APP产品，形成“O(Online-线上)”端。皇氏集团将通过T端打造IP的媒体影响力，通过Offline端打造用户粘性和线下运营渠道，通过Online端形成用户互动和线上社区，打造“T2O2O”的商业闭环，形成幼儿教育领域独特的商业模式和大生态圈。

图 19: 皇氏集团打造幼教 T2O2O 平台



数据来源：网络公开资料，广发证券发展研究中心

表 6: 皇氏集团整合幼教产业资源表

序号	时间	布局	目的	备注
1	2014年5月29日	增资4000万元取得北广高清20%股权	借助北广高清制作和发行动画片的技术，及独家运营少儿节目等资源，升级幼儿教育产品线。	北广高清涉足动画片制作、发行等，独家运营迪士尼少儿节目品牌“最爱迪士尼”高清点播
2	2015年3月17日	7.8亿元收购盛世骄阳100%股份	利用盛世骄阳的幼儿教育影视资源丰富公司在幼教领域的布局，并借助盛世骄阳与新媒体的良好关系进行旗下其它幼教业务的推广。	盛世骄阳运营的产品主要包括影视专区、幼儿专区、动漫专区等，覆盖了新媒体所有主流渠道，包括互联网、广电网、电信专网、移动互联网等。
3	2015年5月4日	与御嘉影视、中南卡通签署《全面战略合作框架协议》	借助中南卡通在卡通领域拥有强大的市场竞争优势，强化在幼教领域的产品实力。	中南卡通为国内最大的原创动画公司之一，拥有原创17大题材，55部作品，近8万分钟精品动画作品片库，节目发行范围遍布全球。
4	2015年6月3日	出资1200万元持有遥指科技20%股权	借助遥指科技的亲子生活平台及大数据平台为公司进入幼教及动漫领域搭建新平台，将亲子游与幼教、儿童剧目、动漫及其衍生品进行有效嫁接。	1、遥指科技专注于研发与运营“宝贝走天下”APP，从亲子游玩切入，圈定年轻父母细分用户群，打造亲子游玩活动平台和C2B定制与亲子O2O社交的行业新模式。 2、遥指科技后续将向培训教育、玩具、儿童户外用具与服装、绘本、亲子保险等业务渗透。

5	2015年8月13日	子公司盛世骄阳与辽宁广电签署《合资框架协议》各投入5000万成立运营公司	联合制作少儿、亲子类电视栏目，构建动漫全媒体运营平台，借助电视节目的影响力提升产品关注度。	辽宁电视台是经国家广电总局批准成立的集广播、电视、网络等多种媒体于一体的传媒机构，同时具有传统媒体与新媒体业务相关的运营资质。
6	2015年9月15日	与中投视讯签署《战略合作框架协议》	将动漫资源与移动互联结合，建立动漫全媒体互动运营平台及动漫电子商务平台。	中投视讯是基于移动通讯网络向手机用户提供手机视频服务的新媒体平台，利用移动网络经营音乐娱乐产品，游戏产品，动漫产品。
7	2015年12月14日	盛世骄阳全资子公司“伴你成长”与鸿富锦精密签署了《战略合作备忘录》	借助鸿富锦的硬件生产技术，帮助“伴你成长”推进动漫幼教资源衍生品的开发。	鸿富锦是富士康旗下的公司，主要涉及精密机械、消费电子和广电器件等产品的生产。
8	2015年12月28日	皇氏集团和北广高清的控股公司上海鸣易达成意向性协议	北广高清获得参与“卡酷少儿”品牌的产业经营权的排他性合作机会后，公司未来将取得北广高清之控制权，以此来获得卡酷运营权。	“卡酷少儿”频道隶属于北京电视台，系全国知名的专业化少儿、动漫卫星频道，落地覆盖北京、上海、天津、重庆、广州、青岛、杭州等近百个大中城市，收视人口接近8亿，是行业公认的落地范围最广、收视人口最多、影响力最强的国内动漫第一卫视平台。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

正如前面提到，我们可以把幼教产业链分成线下幼教机构、幼教上游服务提供商（产品、内容、技术）、线上幼儿教育三大部分。从模式来看，目前幼儿教育与娱乐模式大致可分为以下几种：媒体平台模式、商品流通模式、线下服务模式、内容模式、亲子生活服务、系统服务模式。我们认为皇氏集团主要从媒体、内容模式切入，通过不断创造优质的内容和IP、利用自身拥有的发行和渠道能力，以及精细运营的媒体平台，形成产业垄断和竞争优势，并利用互联网技术进行产业变革，同时逐步向商品流通、线下服务进行延展，构建幼教产业链。

表7：幼儿教育及娱乐模式分类及代表性企业

幼儿教育及娱乐模式	模式方式及细分	代表性企业
媒体平台模式	此模式通过不断创造优质的内容和IP、利用自身拥有的全球发行能力，以及精细运营的媒体平台，形成产业垄断和竞争优势。	迪斯尼、Nick、PBS
商品流通模式	在商品流通模式下，又分为教育产品（如日本倍乐生的巧虎）、玩具（如奥飞动漫、美泰、孩之宝等）、图书（出版社）、生活用品（奶粉、纸尿裤、服装等）	奥飞动漫、巧虎

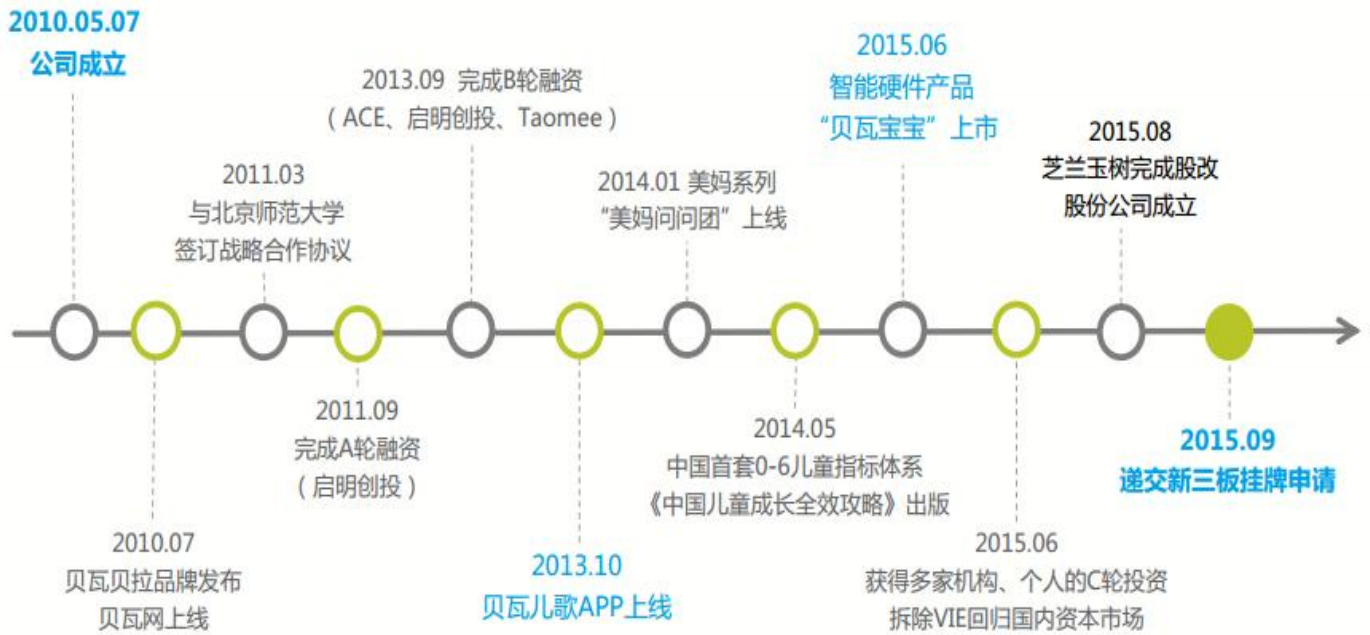
线下服务模式	包括主题乐园(如迪斯尼乐园、方特主题乐园、中华恐龙园等)、综合服务体(如家盒子、比如世界等)、中小游乐场(如悠游堂等)、幼儿园(如红黄蓝等)、教育培训(如金宝贝、瑞思少儿英语、聂卫平围棋教室等)	迪士尼、家盒子、悠游堂、金宝贝
内容模式	动产业式(如奥飞动漫、青青树等)、游戏产业(如淘米、百田等)、图书出版(如广大绘本作者等)、APP模式(国内如宝宝巴士、铁皮人、小伴龙、Dr.Panda等,海外如Tocaboca等)	奥飞动漫、淘米、Tocaboca、宝宝巴士
亲子生活服务模式	包括线上媒体与社区(如宝宝树、妈妈网、辣妈帮等),线下服务(如各旅行社亲子旅游及其他日常生活服务)	宝宝树、辣妈帮
系统服务模式	为幼儿园等教育机构提供信息化系统。如幼儿教学与生活管理、幼儿园教育管理、安防及校讯通等。	全通教育等

目前皇氏集团在幼教领域的布局已经完成T2O2O布局,我们认为公司这种媒体模式加内容模式然后逐步向衍生品延展,与芝兰玉树公司下的贝瓦网模式较为相似,可以予以借鉴。

芝兰玉树2010年5月公司成立,7月贝瓦网上线,2011年3月拿到启明创投的A轮投资,2013年10月贝瓦儿歌APP上线,2014年1月美妈系列“美妈问问团”上线,2015年6月智能硬件产品“贝瓦宝宝”上市,并完成拆除VIE,9月申报新三板上市。目前公司平台年覆盖超过1.5亿用户,贝瓦内容播放量超过420亿次。

贝瓦以长期积累的优秀原创动画视频、音频等内容/IP,通过“贝瓦网+贝瓦儿歌APP+智能硬件”传播内容并获取用户,利用内容IP+平台的模式,拓展版权及数字内容发行、网络广告商业化,并利用智能硬件巩固行业入口地位,通过衍生产品及服务进行全产业布局。公司已构建“原创IP+自有平台”高壁垒模式,围绕“IP+平台+衍生”全产业布局,打造儿童领域迪士尼。

图 20: 芝兰玉树(贝瓦网)发展历程



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 21：贝瓦围绕“IP+平台+衍生”全产业链布局，打造儿童领域迪士尼



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、海量优质幼教资源（IP）是 T2O2O 平台生命力

海量优质幼教资源（IP）是T2O2O平台生命力，皇氏集团与贝瓦类似，拥有丰富的线上幼教内容资源。公司在今年初并购盛世骄阳，盛世骄阳是中国领先的新媒体影视节目整合、发行和运营公司，是一家将文化创意与高新技术有机结合的国内领先的新媒体专业内容运营平台，其海量的版权库中包括影视专区、幼儿专区和动漫专区。盛世骄阳旗下拥有大量儿童幼教和幼儿动漫长尾内容资源，包括200多个节目系列、2万分钟的幼教和幼儿动漫内容，并与DHX、9 story 等多家国外动漫媒体集团达成合作意向，因此公司幼教内容资源非常丰富。

贝瓦则以小河狸贝瓦的卡通形象为内容载体，以贝瓦儿歌为头部内容，以贝瓦故事、国学等一系列早教产品为长尾内容矩阵，形成以小河狸贝瓦为主要IP的品牌库。

贝瓦IP包括小河狸贝瓦系列和美妈系列：1、小河狸贝瓦系列：以四只可爱的小河狸贝瓦、贝拉、贝嘟嘟、贝卡卡为主要人物，以及贝哈哈博士、红狐狸皮克、苗苗、言言等30多个不同人物形象形成各种全媒体形态的内容，包括儿歌、早教故事、互动游戏、衍生品等。2、美妈系列：以五位分别处于备孕、怀孕、生宝宝、有二胎的现代女性（轻熟女、孕妈咪、甜妈、御姐、火辣妹）为原型，通过活泼的卡通动漫形象，丰富的视频、动画节目来展现现代孕育教育问题。

贝瓦基于原创IP制作超过3万分钟的影音资源和1,000种出版及多媒体材料。包括4,400集动画视频（早教、育儿）、5,500个音频（儿歌、故事），600个互动学习及小游戏、250本图书、70款玩具、310个儿童学习辅导材料。

贝瓦教育娱乐内容通过原创+引进模式覆盖-1~8岁全领域全年龄段儿童。公司原创内容/产品包括贝瓦儿歌、贝瓦故事、快乐学堂、贝瓦淘奇包、美妈问问团，同时公司引进康轩文轩、MC Graw Hill、培生、BBC、迪士尼、慈文少儿等机构的优质内容补充专业领域。我们认为皇氏集团未来在自己海量优质幼教资源（IP）基础上应该也会像贝瓦教育娱乐内容一样，通过原创+引进模式覆盖-1~8岁全领域全年龄段儿童。

图 22：盛世骄阳拥有海量优质幼教资源



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 23: 贝瓦 IP 大家族



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 24: 贝瓦专业的教育体系



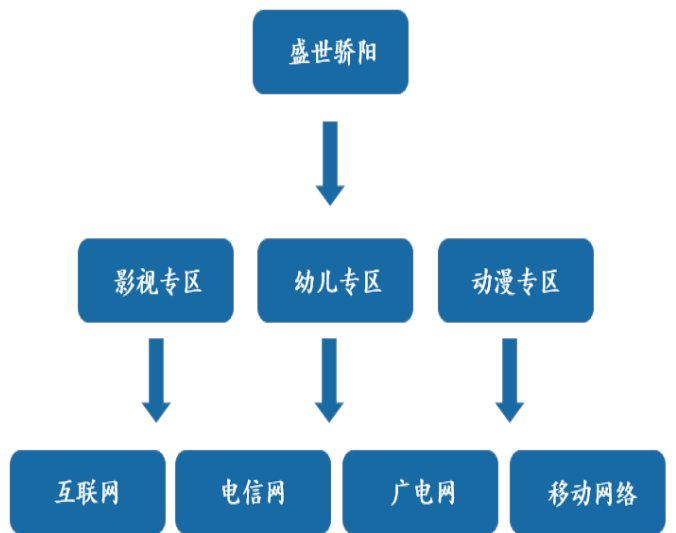
资料来源: 广发证券发展研究中心

图 25: 贝瓦教育娱乐内容体系



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 26: 盛世骄阳专门设有幼儿和动漫专区



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

为了丰富动漫领域等内容, 皇氏集团已与中南卡通形成战略合作。2015年5月4日, 为在真人动漫、优秀影视剧等文化传媒领域建立全面合作关系, 公司与御嘉影视、中南卡通签署的《全面战略合作框架协议》。中南卡通为国内最大的原创动画公司之一, 是国家文化出口重点企业、国家重点动漫企业、国家高新技术重点企业, 最具影响力国家文化产业示范基地, 拥有《郑和下西洋》、《天眼》等原创17大题材, 55部作品, 近8万分钟精品动画作品片库, 节目发行范围遍布全球, 同时涉足电视剧、电影产业, 原创产量占比全国排名第7, 在卡通领域和电视剧、电影领域拥有强大的市场竞争优势。协议的签署, 将为皇氏集团未来在幼儿领域的发力储备强大的内容资源。

我们认为未来幼教生态圈构建过程中公司还会继续购买优质幼儿教育 and 娱乐 IP 资源。

表 8: 中南卡通与业内其他动漫企业对比, 原创能力较强

	发行网络	原创能力	产业链覆盖
中南卡通	构建了包含国内发行、国际发行及新媒体发行的综合发行网络。大陆地区方面, 与 400 余家电视台合作, 基本实现了中国大陆地区的全覆盖, 动画产品相继进入世界 76 个国家和地区的播映系统。	2013 年公司原创动画片产量为 4680 分钟, 占全国产量比例为 2.29%, 全国排名第 7。	公司把握自主创新品牌的优势, 进行动漫衍生产品的开发, 通过授权和策划方式将自主品牌和动漫形象授权给下游衍生品生产厂商和主题项目开发商, 并运用产业的盈利反哺动漫创意。
奥飞动漫	出资 9000 万元收购全国五家专业卡通卫视频道之一的嘉佳卡通 60% 股权。每天开设六个卡通剧场, 播出 18 小时, 覆盖广东、广西、贵州、海南、上海、浙江等多个省市地区, 收视人口超过 3.6 亿。	2013 年原创动画片产量占比 2.25%, 全国排名第 8。	以玩具加工制造为核心, 向内容引进、全媒体播映、IP 研发等上游延伸, 同时向内容授权、游戏、电影及其他衍生品等下游延伸。
水木动画	拥有覆盖全国的媒介发行平台, 在全国拥有 200 多家合作电视台。	2013 年原创动画片产量占比 6.04%, 全国排名第 3。	涵盖动画承接、数字科技、广告传媒、早教中心、动漫教室、衍生产品等业务。
湖南宏梦卡通	发行网络覆盖全国, 发行渠道多样, 全国网点超过 5 万个。	2013 年产原创动画 1.5 万分钟, 占比 7.34%, 全国排名第 2。	以原创动漫为核心, 开发经营动漫衍生产品, 拓展版权贸易、教育培训、动漫传媒、信息化多媒体、主题公园、演艺娱乐等相关领域, 建立了零售网络和授权网络。
深圳华强数字动漫	与全国 120 余家电视台联合。华强原创动漫已输出到 100 多个国家和地区。	2013 年原创动画片产量未进全国前十。	授权合作主要集中在童装, 家居用品, 食品饮料, 文具, 玩具, 消费电子产品, 游戏等产品。
福建神画时代	与炫动卡通、新科动漫、优漫卡通等电视媒体, 腾讯、爱奇艺、优酷、PPTV 等网络媒体, 中国电信与中国移动建立合作关系。	2013 年原创动画片产量占比 8.47%, 居全国首位。	业务包括原创动画、动画定制、多媒体视觉展示、虚拟仿真、展览展示、品牌授权、衍生品项目及地面活动营销等。

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

3、依托电视和新媒体渠道运营, 打造幼教媒体影响力

贝瓦生态圈中拥有强大的渠道资源和内容全渠道分发能力, 包括电视渠道和新媒体渠道, 覆盖手机厂商及运营商、视频网站与下载渠道、电视/盒子/IPTV, 与腾讯、优酷、爱奇艺、乐视、小米、智能电视厂商、机顶盒厂商等有很好的合作关系。目前贝瓦在正版渠道年访问量(主要指贝瓦动画和视频类作品, 不包括声音作品)超210亿次。

图 27: 贝瓦提供专业的跨平台早教娱乐服务



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 28: 贝瓦拥有丰富的渠道资源和强大的分发能力



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

与贝瓦网类似，皇氏集团也拥有丰富的渠道资源。皇氏集团子公司盛世骄阳是优秀的新媒体领域运营商，可为伴你成长幼儿教育提供多维度运营渠道。盛世骄阳是中国领先的新媒体影视节目整合、发行和运营公司，其业务渠道全面覆盖互联网、广电网、电信网、移动网等新媒体领域，公司与互联网视频门户网站、有线网络运营商、电信网络运营商、OTT TV运营商以及移动运营商都有合作设立影视节目专区。公司覆盖了国内98%的主流视频网站和新媒体播出平台，还与辽宁广播电视台战略合作，这些都使得盛世骄阳可以不断加大在少儿、亲子类电视栏目及电视剧、动漫全媒体运营平台进行相关内容的版权合作和联合运营。

盛世骄阳独家运营的《新动漫》频道将为公司动漫内容打造电视媒体影响力。

2014年11月，盛世骄阳与辽宁北方新媒体签署合作合同书，约定合作建设发展《新动漫》频道，辽宁北方新媒体有限公司有偿向盛世骄阳提供2015年-2019年五年独家运营权。每年度盛世骄阳向合作方支付固定金额的合作费用，并获得新动漫频道的全部运营收益。《新动漫》频道属于国内稀缺的覆盖全国的数字动漫付费电视台，全天24小时播出，目前已经覆盖全国41个省市地区，全国160个大中城市，覆盖用户超过1.28亿。我们认为，未来《新动漫》频道将继续增加用户覆盖规模，并与国内外著名动画制作机构联合推出最新的动漫作品、设立虚拟形象代言、推出自制栏目及主持人等提升频道的价值。《新动漫》频道未来将受益于国人版权意识和付费习惯的养成。

表 9: 《新动漫》与其他付费频道对比，未来将受益于国人版权意识和付费习惯的养成

频道	收视率	频道简介
新动漫	付费频道	《新动漫》频道隶属于辽宁电视台数字电视频道，是向全国传送的数字付费频道。从2005年10月1日起全天24小时上星滚动播出。全国数字付费电视用户，可以通过机顶盒看到来自全世界精彩的FLASH动漫 Animation&Comic 作品。频道通过国家广电总局指定的负责传送数字节目的北京华诚公司统一向全国推广。
动漫秀场频道	付费频道	动漫秀场频道是首个全国性动漫付费数字电视频道，属上海文广互动电视有限公司（SiTV）。首播国内外最新动漫力作，提供最及时快捷的动漫资讯，激活动漫群体的原创动力，构筑以动漫作品为中心的产业平台。传播以优秀动漫形象为核心的时尚文化，开发动漫展、动漫俱乐部、动漫产品等延伸业务。频道内涵健康丰富，包含了美术片、动画片、卡通片、漫画，以及FLASH、3D动画等，内容以儿童与青少年为主要服务目标，针对各个层面动漫迷的个性化需求，切合频道理念，构建五大节目版块，彼此独立又相辅相成。
CCTV 新科动漫	付费频道	新科动漫是央视旗下唯一的专业动漫付费数字电视频道。“新科”这个名字来自于中央电视台的旗下的两个历史悠久的企业：中央新闻记录电影制片厂和北京科教电影制片厂。频道以四大社区的模式来构建频道内容的基本框架：科普社区，人文社区，娱乐社区，技术社区。除此之外，还有穿插在节目期间的滚动性资讯类播报短片，融合包装版块使整体频道内容更鲜活、富于时效性。

数据来源：广发证券发展研究中心

预计公司未来可能取得“北广高清”控制权，独家运营“最爱迪士尼”节目。

2014年5月29日，皇氏集团公告向北广高清投入资金4,000万元，以增资的方式取得对北广高清 20%股权。2015年12月，皇氏集团和北广高清的控股公司上海鸣易达成意向性协议，在北广高清及其股东与北京电视台、“卡酷少儿”频道建立排他性合作关系以后，皇氏集团将继续收购北广高清的股权，并达到公司对北广高清的控股权，这将促使北广高清享受唯一的卡酷合作权。“卡酷少儿”频道是北京电视台旗下的卫星频道，主要经营领域是少儿、动漫类节目，覆盖了北京、上海、天津、重庆、广州、青岛、杭州等国内绝大多数经济发达城市，收视人口接近 8 亿，是业内公认的覆盖范围最广，影响力最大的卫星电视平台。

“北广高清”以版权运营为主要的商业模式，即集成全球优质高清节目版权，通过“北广高清”等点播产品形成终端用户付费与全媒体版权分销合作获得收入盈利。公司以“北广高清”、“最爱迪士尼”点播专区等产品为核心，汇聚了全球顶

级影视、少儿节目。最爱迪士尼专区是目前市面上最新的迪士尼中英双语、高清正版电视点播服务，它通过寓教于乐、随点随看式的迪士尼少儿系列节目，培养孩子们想象力、创造力、逻辑推理能力，升级了电视教育功能，为首都中小學生提供了全新的家庭英语学习平台，是提升孩子幽默感、情商、智商的启蒙礼物。

图 29: 北广高清拥有迪士尼独家点播高清



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

“北广高清”作为国家广电系统所属企业，拥有系统内宣传资源联动，通过北京电视台、歌华有线传统媒体与北广传媒移动电视、城市电视、地铁电视等户外媒体立体推广，正在形成强势品牌。“北广高清”依托中信网络覆盖重庆、河南等六省一市 6700 多万有线用户，以及与各省市有线网络商密切合作。与移动通信运营商、互联网电视（OTT TV）、网络电视（IPTV）等保持紧密合作，覆盖超过上亿的“多屏”用户，也与门户网站开展节目置换、交易和共同推广的合作。未来几年，“北广高清”将以北京为主场实现付费用户数量和收入的突破，并将北京模式向全国拓展2至3个城市。因此我们认为随着人均收入的不断提高和消费者版权和付费意识的养成，北广高清付费点播市场具有极大发展潜力，也将是公司未来运营幼儿、动漫等内容重要的电视渠道。

图 30: 北广高清与众多运营终端合作，渠道影响力较大



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

4、智能硬件抢占入口，衍生产品和内容服务是未来重点布局领域

皇氏集团幼教领域布局初步完成，未来战略上将可能通过智能硬件来占领入口，把皇氏集团的幼儿教育娱乐内容送到小朋友的手中，并通过IP形象的塑造，布局众多衍生品。

可以借鉴的贝瓦衍生品布局就非常的完善，贝瓦“衍生品”体系主要包括：**1、衍生产品：**包含粉丝型产品，如毛绒公仔、书包、水杯、图书、玩具等，通过贝瓦官网自营电商销售；未来将深度拓展品牌授权业务、系列衍生品开发，产品品类将拓展至更广领域。**2、智能硬件：**贝瓦宝宝是核心衍生产品，是公司2015年下半年推出的智能故事机，公司将贝瓦宝宝定位为儿童刚需高频使用产品，解决儿童使用教育内容的核心需求。1代产品贝瓦宝宝是蓝牙版本，2016年上半年将陆续推出wifi版本和低配版本，通过不同版本的组合，在硬件入口级产品中形成硬件的产品矩阵。

贝瓦智能硬件推广通过自有电商平台、第三方电商平台和线下渠道，占比是**3:3:3**。**1、自有平台：**该平台每个月有超3,000万的活跃用户，公司致力于把贝瓦平台向电商化做转移，即能让用户很方便地去买到公司已有的产品，包括智能硬件，以及网络公仔、图书等衍生类产品。**2、第三方电商平台：**京东、天猫等。**3、线下渠道：**不管是传统的代理渠道还是店面、幼儿园，这些2B渠道都会成为产品销售的主力渠道。

图 31：贝瓦智能硬件“贝瓦宝宝”

图 32：贝瓦衍生品



资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资料来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2015年12月14日，伴你成长已经与鸿富锦精密工业签署了《战略合作备忘录》，未来将推出更适合中国区的幼教及儿童衍生产品。鸿富锦是富士康科技集团旗下公司，产业主要涉及精密机械、消费性电子和广电器件等项目，包括计算机显示器、机器人技术、燃料电池、数码相机、精密模具、汽车零部件等。我们认为未来与幼教相关的智能硬件产品的研发和销售，公司将会采取与鸿富锦精密合作的方式。这是伴你成长在动漫及幼教业务推进过程中非常重要的一步，使得伴你成长线上内容、线下产品的业务链条搭建完成。我们认为公司未来如果要通过智能硬件推广公司IP形象和-content可以借鉴贝瓦的方式，采取与第三方线上线下合作，快速推广。

5、内容付费+衍生品授权将可能是皇氏幼教重要盈利模式

分析贝瓦盈利模式，可以分析和预测皇氏集团幼教领域可能的盈利方式。贝瓦盈利方式主要来自3个方面：（1）内容发行和销售；（2）广告服务；（3）衍生产品/服务销售。目前收入来源以广告和内容发行为主，未来希望以衍生品和落地服务为主。

（1）内容发行和销售：收入占比为40%，包括面向2B渠道（授权给视频网站等）和2C渠道（卖给用户或通过网内运营商增值服务方式卖给用户）。

公司平台均为自有流量，未从外部购买流量；公司为合作伙伴提供优质内容，合作伙伴会付费给公司，这些优质内容为合作伙伴带来更多的商业价值和广告价值。举例来说，贝瓦网一年的播放量在全网200亿次，公司自己播放超过100亿次，合作伙伴正版渠道播放有100亿次，每播放一次动画内容和儿童内容，都有贴片广告，1个CPM是1,000次展示量，平均每个视频前面是15秒广告，大约是20元，每年100亿次播放相当于1,000万个CPM，大约是2亿收入。这部分收入属于公司内容发行的收入，不属于广告收入。

（2）广告服务：收入占比50%。主要有2类广告：1、通过自有平台或流量销售广告，目前公司APP并没有广告；2、品牌植入，如福临门公司做过品牌植入。不管是媒体属性还是内容本身的价值，公司在内容发行和广告这2个商业模式的收入结构上会持续的有至少100%增加。

（3）衍生产品/服务销售：收入占比10%。2016年及以后希望衍生品和落地服

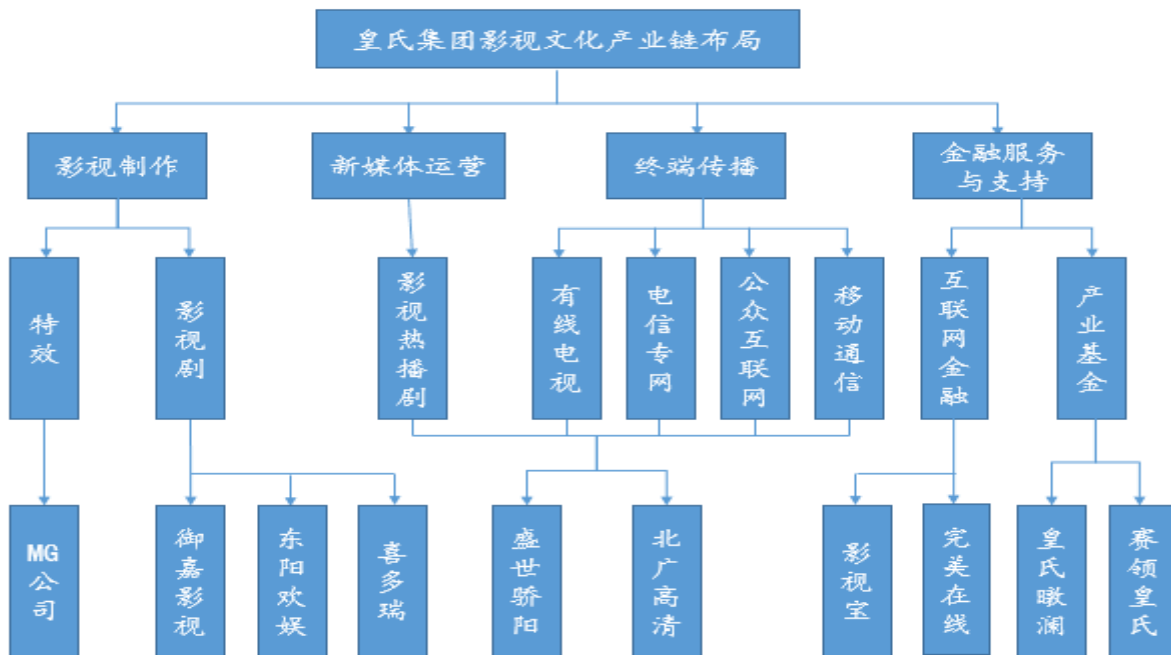
务成为主力，收入占比大概在60%以上。

我们认为未来皇氏集团伴你成长幼儿教育生态圈可以借鉴贝瓦网变现方式，通过内容发行和销售、广告服务、衍生产品/服务销售等模式盈利。通过幼儿IP内容不仅通过电视渠道进行传播产生广告价值，还通过授权销售给新媒体渠道，并通过智能硬件进入小朋友手中和家庭，内容使用采取收取年费等方式，良好的幼儿IP形象塑造起来后有助于衍生产品的开发和授权，皇氏集团还可以通过“宝贝走天下”在线下开展各种主题式活动，形成一个完整的幼儿教育盈利模式。

三、影视制作-新媒体运营-终端传播产业链协同效应显著

皇氏集团影视制作-新媒体运营-终端传播产业链布局完成。公司在影视文化产业布局不断完善，通过御嘉影视和 MG 公司介入影视内容和特效/动漫制作，通过盛世骄阳切入新媒体运营和终端传播，而通过“影视宝”和完美在线布局专注文化产业的互联网金融，为影视制作提高金融服务与支持，公司影视制作-新媒体运营-终端传播产业链布局顺利完成。另外公司成立文化产业基金，我们看好公司后续在已有产业链上继续外延布局影视文化行业。

图 33: 皇氏集团影视文化产业链布局



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 10: 皇氏集团传媒领域布局

序号	时间	事项概述	事项的目	备注
----	----	------	------	----

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

1	2014年5月29日	增资4000万元取得北广高清20%股权	借助北广高清的影视制作、版权资源和电视购物等平台，构建“影视制作—新媒体运营—终端传播”的传媒产业链。	1、北广高清主要业务涉及动画片、专题片、电视综艺的制作与发行，运营高清品牌——“北广高清”付费点播，独家运营迪士尼少儿节目品牌“最爱迪士尼”等。
2	2014年11月4日	公司向御嘉影视股东发行股份并支付现金2.05亿元购买御嘉影视100%股权	借助御嘉影视在电视剧运营方面的经验布局影视、话剧、演出经纪等文化传媒产业	1、御嘉影视主要业务包括制作、发行动画片、电视综艺、专题片；经营演出及经纪业务。
3	2015年1月26日	支付4000万元取得MG公司40%的股权。另外出资4000万元与韩国持股东设立中国公司，占中国公司40%的股权	借助MG公司的影视制作技术实力，增强公司在影视领域的竞争优势	1、MG公司主要从事影视剧、动漫3D、广告片后期制作的公司，拥有数字虚拟演员，数字虚拟生物，模拟流体等高附加值的CG技术。MG公司完成过多部成为技术焦点的国内外大型项目订单，是亚洲最佳VFX公司，也是目前全亚洲技术领先的制作公司。
4	2015年3月17日	7.8亿元收购盛世骄阳100%股份	借助盛世骄阳在影视版权和渠道终端的优势，与御嘉影视在影视节目投资、全媒体渠道发行等方面开展业务合作。	1、盛世骄阳从数百家影视节目制作及发行公司独家整合规模化的优质影视内容（以电视剧、幼儿教育为主），再将规模化的内容分销给各类视频门户及全国性的新媒体平台； 2、2C“骄阳剧场”整合散落在各地的新媒体渠道和各地的数字电视、移动终端、智能电视、OTT、手机等多样化的终端，将独家新媒体版权的影视剧覆盖到上述渠道和终端。
5	2015年4月1日	与御嘉影视、东阳欢娱签署《全面战略合作框架协议》	充分发挥东阳欢娱丰富的行业资源、运营经验和良好的行业口碑，完善御嘉影视的产业链	1、东阳欢娱主要业务涵盖综艺、动画片、广播剧、电视的制作与发行等。是集影视剧投资、制作、发行、宣传以及艺人经纪为一体的专业综合性影视机构，先后制作和发行了《宫锁珠帘》、《美人心计》、《神雕侠侣》等众多优秀影视作品。
6	2015年4月30日	与瞰澜投资共同成立皇氏瞰澜新兴产业并购基金，基金规模10亿元人民币，皇氏集团出资占比60%	在更大范围内寻求对文化传媒领域的并购标的，加快公司在文化产业的布局	1、资金主要投向包括但不限于移动互联网+、智慧电商、互联网金融、影视传媒、游戏娱乐、消费连锁和智能家居等产业领域。 2、有助于帮助上市公司寻求对公司有重要意义的并购标的。
7	2015年5月21日	与御嘉影视、喜多瑞文化经纪签署《全面战略合作框架协议》	为御嘉影视在影视制作、演员资源等方面提供咨询	喜多瑞文化经纪从事文化经纪、影视策划、代理、组织文化艺术交流活动等业务，是华语界最大的编剧经纪公司，是国内唯一以编剧为核心的影视制作公司，与国内多家电视台结成长期战略合作伙伴关系。
8	2015年8月12日	1.8亿元收购完美在线60%股权	借助完美在线在金融客户资源、服务以及新业务拓展的业务专长，实现旗下互联网金融公司和“影视	1、完美在线是银联数据的最大电子帐单服务商，银行客户共超过100家，服务区域覆盖全国市场。

			宝”平台的客户转化	
9	2015年8月13日	子公司盛世骄阳与辽宁广电签署《合资框架协议》，各投入5000万成立运营公司	借助辽宁卫视在传统媒体领域的全国性平台，推广公司在影视领域的产品和服务	1、辽宁电视台是经国家广电总局批准成立的集广播、电视、网络等多种媒体于一体的传媒机构，同时具有传统媒体与新媒体业务相关的运营资质，在影视传媒行业具有丰富的经验和资源优势。
10	2015年9月15日	与中投视讯签署《战略合作框架协议》	借助中投视讯的技术资源结合公司拥有的传统媒体播出资源构建台网互动产品，将公司的IP资源产品化	1、中投视讯是移动互联网视听节目运营公司，主要业务涵盖制作、发行动画片、电视综艺、专题片；通过信息网络经营音乐娱乐产品，游戏产品，动漫产品。

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1、影视内容资源丰富

皇氏集团分别在2014和2015年收购御嘉影视和盛世骄阳，影视内容资源丰富。御嘉影视是一家集精品电视剧、舞台剧制作及发行于一体的文化传媒企业，自2007年成立起就制作了较多的优质剧。随着《大男当婚》、《三十岁，你好》、《永不回头》等一系列热门剧集的播出，御嘉影视成为中国内地影视剧市场上一大生力军。2014年上半年与广东华夏电影传播有限公司联合重磅推出的，由著名导演汪俊、实力编剧李潇携手一线明星黄磊、陈数领衔主演的《我爱男闺蜜》一剧，一经播出，好评如潮，四大卫视收视率飙升。在话剧制作方面公司亦具有较强的创作运营能力，御嘉影视自主创作的话剧《请你对我说个谎》分别获得第二届“全国戏剧文化奖原创剧目大奖”、“第二届全国戏剧文化奖最佳出品单位奖”以及在首届北京优秀小剧场剧目展演中荣获优胜奖。《谁爱谁、爱谁谁》截至目前已全国公演200余场，受到广大观众的一致好评。御嘉影视目前还储备了《男保姆》、《光棍一家亲》、《绝不低头》、《嫁个有钱人》《出租爸爸》、《幸福的担当》、《生死邮差》、《桃园三姐弟》、《婚姻后院》等多部剧本准备拍摄。

虽然御嘉影视与年产数百集的海润影视、华谊兄弟、华策影视等对比，年产影视作品能力有所差距，但我们认为御嘉影视之前作为未上市的民营企业，制作的电视剧已经较为精良，并入上市公司后，有望借助上市公司的资本能力和资源整合能力优势，进一步的发展壮大。例如，皇氏集团取得MG公司40%的股权并共同投资设立国内公司，MG作为亚洲技术领先的制作公司，将会为公司影视剧业务的后期制作形成良好的互补和协同效应。同时皇氏集团还与东阳欢娱、喜多瑞签订战略合作，东阳欢娱是集影视剧投资、制作、发行、宣传以及艺人经纪为一体的专业综合性影视机构，先后制作和发行了《宫锁珠帘》、《美人心计》、《神雕侠侣》等众多优秀影视作品。而喜多瑞是华语界最大的编剧经纪公司，是国内唯一以编剧为核心的影视制作公司。与这些影视产业链上的企业合作，将为御嘉影视提供了战略合作伙伴资源，拓展公司影视剧的市场空间。

盛世骄阳拥有海量版权库，因此进一步丰富了皇氏集团的影视内容资源。盛世骄阳是中国领先的新媒体影视节目整合、发行和运营公司，截至2014年末，盛世骄阳拥有海量、优质的、独家的影视节目版权库，囊括影视节目资源超过35,000集。

丰富的独家新媒体内容资源有利于盛世骄阳打造影视专区、动漫剧场等专业化细分产品；有利于公司全方位覆盖PC、TV以及移动端业务；丰富的IP资源更加有利于御嘉影视的影视制作，2016年御嘉影视将会利用盛世骄阳IP制作十几部网络定制剧。

表 11: 御嘉影视主要影视产品

序号	作品名称	海报	集数	著作权中 财产权享有情况	发行许可证编号
1	永不回头		29	独家享有	(辽) 剧审字 (2010) 第 003 号
2	三十岁， 你好!		30	独家享有	(京) 剧审字 (2011) 第 045 号
3	大男当婚		30	独家享有	(吉) 剧审字 (2012) 第 002 号
4	解救		38	独家享有	(京) 剧审字 (2013) 第 070 号

5	迷城		28	独家享有	(广剧) 剧审字 (2013) 第 005 号
6	我爱男闺蜜		34	联合享有	(粤) 剧审字 (2014) 第 004 号

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表12: 盛世骄阳近三年新购的电视剧版权

2013	《零下三十八度》、《烽火佳人》、《毛泽东》、《内线前传》、《武松》、《同在屋檐下》、《江湖正道》、《歧路兄弟》、《钢的琴》、《温柔的慈悲》、《刑警博客》、《沉默》、《男生日记》、《子夜》、《家族风云》、《正午阳光》、《利箭行动》、《天真遇到现实》、《零炮楼》、《龙门镖局》、《精忠岳飞》、《大宅门 1912》、《倾城绝恋》、《赵氏孤儿案》
2014	《当婆婆遇上妈之欢喜冤家》、《别逼我结婚》、《假如幸福来临》、《二胎》、金牌律师》、龙门镖局贺岁版》、《新闺蜜时代》、《陶之恋》、《结婚的秘密》、《野鸭子 2》、《月供》、《冷枪手》、《隋唐英雄 3》、《隋唐英雄 4》、《一代枭雄》、《秦道传奇》、《玫瑰炒肉丝》、《养女》、《煮妇也疯狂》、《下一个奇迹》、《倾城雪》、《相爱十年》、《马向阳下乡记》、翠兰的爱情》、《老农民》、《鹿鼎记》、《少林寺传奇藏经阁》、《我和我的他们》、《谈判冤家》、《雪豹-坚强岁月》、《婚姻料理》、《乱世风雨情》、《宝贝回家》、《头牌》、《我在北京挺好的》、《十送红军》
2015	《爸爸父亲爹》、《左手劈刀》、《剧场》、《待嫁老爸》、《二婶》、《婚姻时差》、《聊斋新编》、《暖男的爱情与战争》、《末代皇帝传奇》、《神探包青天》、《大村官之放飞梦想》、《隋唐英雄 5》、《光影》、《东江英雄传》、《大刀记》、《战魂》

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、新媒体运营与终端传播渠道广泛

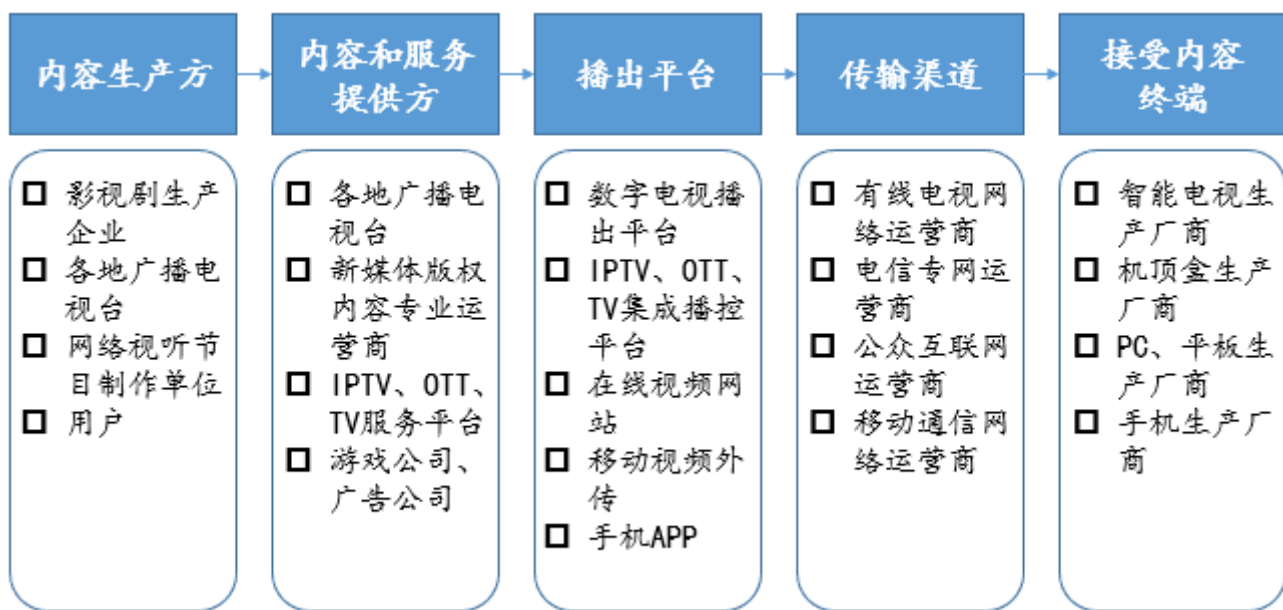
盛世骄阳是中国领先的新媒体影视节目整合、发行和运营公司，盛世骄阳以“版权+渠道+运营”为资源核心和能力核心，打造新媒体平台专业内容运营商，全面覆盖新媒体各个平台。皇氏集团收购盛世骄阳、北广高清后，在新媒体运营与终端传播渠道广泛。

盛世骄阳已经与国内主流网络视频网站建立了持续的业务合作关系。截至2014年末，包括搜狐、新浪、腾讯、百度、凤凰、网易等知名网站，以及优酷、土豆、

乐视、迅雷、芒果 TV、爱奇艺、PPTV、风行、PPS 等视频网站建立了长期业务合作，为其提供全方位影视剧节目综合解决方案。

盛世骄阳与国内主要有线网络运营商、IPTV 运营商以及 OTT TV 相关方建立了长期的战略合作关系。截至2014年末，盛世骄阳合作的有线网运营商包括中央数字电视传媒有限公司、江苏省广电有线信息网络股份有限公司、安徽广电信息网络股份有限公司、陕西广播电视台、辽宁广播电视台、湖南省有线电视网络（集团）股份有限公司等，覆盖28个省市、自治区，覆盖用户约1亿；截至2014年12月末，盛世骄阳合作的IPTV运营商或相关合作方包括百视通网络电视技术发展有限公司、北京数码视讯科技股份有限公司、中国电信江苏分公司、中国电信重庆公司等，覆盖17个省市、自治区，覆盖用户约3,000万；截至2014年末，盛世骄阳合作的OTT TV相关方包括北京家视天下科技有限公司、未来电视有限公司、小米科技有限责任公司等十余家，覆盖用户超过5,000万。此外，盛世骄阳与中国移动、中国电信和中国联通建立业务合作关系，积极拓展移动视频业务。盛世骄阳通过影视专区、动漫专区等形式，将规模化的优质内容覆盖了 PC、TV、移动等几乎全部新媒体渠道，实现多样化的收益模式。

图 34：新媒体产业链概况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

3、布局互联网金融和产业基金，为文化产业提供后续支持

皇氏集团2015年以来多次布局互联网金融。首先参股设立了P2P公司，公司股权占比10%，P2P公司将拟运营“影视宝”互联网金融平台，将为包括影视在内的文化产业提供金融服务与支持，有利于解决上市公司文化板块发展的资金需求，实现公司资源整合和业务能力的提升。

公司拟通过以下两个方面实行“影视宝”的运作：

(1) “互联网金融+影视剧众筹”平台。通过皇氏御嘉影视与东阳欢娱、北京喜多瑞、浙江中南卡通等合作方储备的剧本作为项目源，在公司及各合作方对剧目进行投资时，预留一部分的投资份额在“影视宝”这一融资平台上通过众筹的方式

向社会投资者筹集相应资金，资金投向相应影视剧项目，项目完成后投资各方享受各自投资收益。此种方式将有力解决公司及各合作方的融资问题，有利于公司及合作方提高影视剧的出品量，提升企业品牌效应，增厚公司业绩。

(2) “互联网金融+编剧及剧本版权”的交易平台公司及各合作方作为编制及剧本版权的输出方。通过“影视宝”进行编剧及剧本版权的交易，同时也可以通过“影视宝”平台募集资金投向网络定制剧等剧目的制作，通过“影视宝”平台充分发挥演员、编剧、导演等粉丝经济效应，实现粉丝与众筹、编剧、演员、导演、制作与发行的多方互动。

结合公司资源平台目前储备的近500多部原创IP及近百部精品影视剧版权的投资需求，预计2016年度，P2P公司将拟筹集约十亿元人民币投向影视文化行业，通过影视宝众筹的方式解决御嘉影视影视剧制作的资金问题。

公司收购银联数据的最大电子帐单服务商完美在线，可为互联网金融业务和幼儿教育业务转化优质客户。完美在线服务的银行客户共有105家，服务区域覆盖全国市场，已与全国85%以上的城市商业银行签署了电子账单服务业务，占领着城市商业银行渠道短信通知业务90%以上的市场份额，月均账单及相关交易信息触发量超过两亿次，服务的信用卡用户达到约7000万人，同时向银联商务约17万家商户提供服务。皇氏集团可充分利用完美在线的客户数据，为公司互联网金融业务和幼儿教育业务转化客户，以此打造公司的核心竞争力。2015年公司还参与设立了多个新兴产业并购基金，为未来公司寻找优质并购标的提供储备。

表 13: 公司不断布局互联网金融和产业基金

时间	事项	协议内容	备注
2015年4月30日	设立皇氏瞰澜新兴产业并购基金	与瞰澜投资共同成立，基金规模10亿元人民币，皇氏集团出资占比60%	1、资金主要投向包括但不限于移动互联网+、智慧电商、互联网金融、影视传媒、游戏娱乐、消费连锁和智能家居等产业领域。2、有助于帮助上市公司寻求对公司有重要意义的并购标的。
2015年6月2日	成立互联网金融服务公司	与瞰澜投资、苏宁军、江龙共同成立，皇氏集团以自有资金100万出资，占比10%。	1、互联网金融公司将拟运营“影视宝”等互联网金融平台。 2、将为包括影视在内的文化产业提供金融服务与支持，将进一步拓宽皇氏集团影视文化公司的融资渠道和投资通道，有利于解决上市公司文化板块发展的资金需求，实现公司资源整合和业务能力的提升。
2015年8月12日	收购完美在线	1.8亿元收购完美在线60%股权	1、完美在线是银联数据的最大电子帐单服务商，银行客户共超过100家，服务区域覆盖全国市场。 2、此次投资将有利于公司充分利用完美在线在金融客户资源、服务以及新业务拓展的业务专长，实现与公司成立的互联网金融公司以及即将推出的“影视宝”互联网金融平台的客户转化，推动公司互联网金融平台的搭建以及业务的落地。

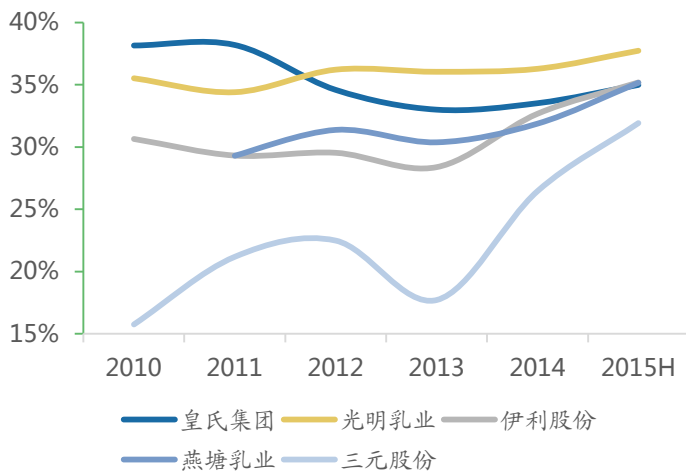
<p>2015年9月14日</p>	<p>设立赛领皇氏产业股权投资基金</p>	<p>与上海赛领资本联合设立，合作基金首期拟募集规模为10.02亿元，公司作为有限合伙人认缴出资5.1亿元。</p>	<p>1、上海赛领资本是国内最大的人民币国际投资基金赛领国际基金的管理人，由上海国际集团、中信集团、上汽集团、光明集团、宝钢集团等出资设立，目前总规模为500亿元人民币，在监管部门沟通、基金管理、投后管理方面拥有丰富的经验，同时拥有多元化的资金渠道。 2、借助产业基金整合可提升公司旗下产业资源与价值，加快公司产业升级和发展的步伐。</p>
-------------------	-----------------------	--	--

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

四、低温乳制品快速发展，维持稳健现金牛角色

公司乳业板块一直保持稳健的增长，归功于云南子公司来思尔发展低温乳制品增长良好，公司2015年上半年增速在15%以上，我们预计下半年仍能延续甚至超过此高增长。皇氏乳业远高于行业增速以及全国性乳业伊利和其他区域性乳企的增速，这在行业景气度下滑的背景下实属难得。

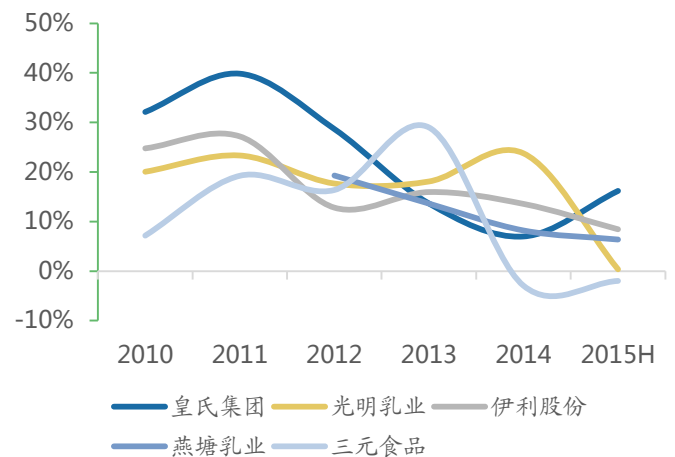
图 35: 皇氏乳制品毛利率 15 年重新开始上升



资料来源：wind，广发证券发展研究中心

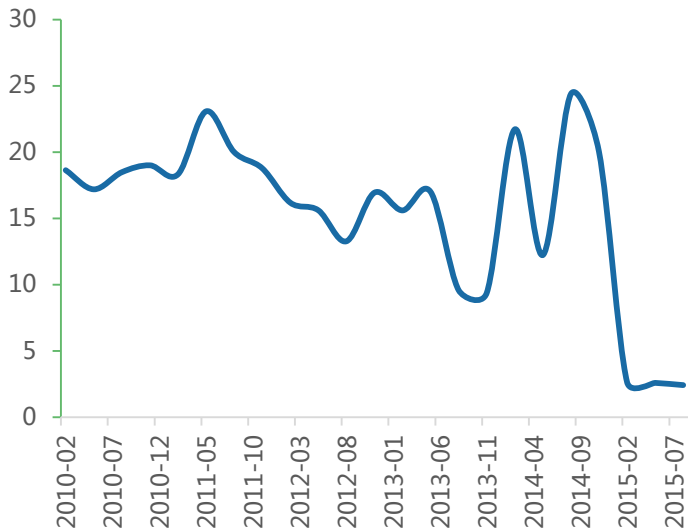
图 37: 我国乳制品行业收入增速 2015 年大幅度下滑 (%)

图 36: 皇氏乳制品今年收入增速高于其他乳企

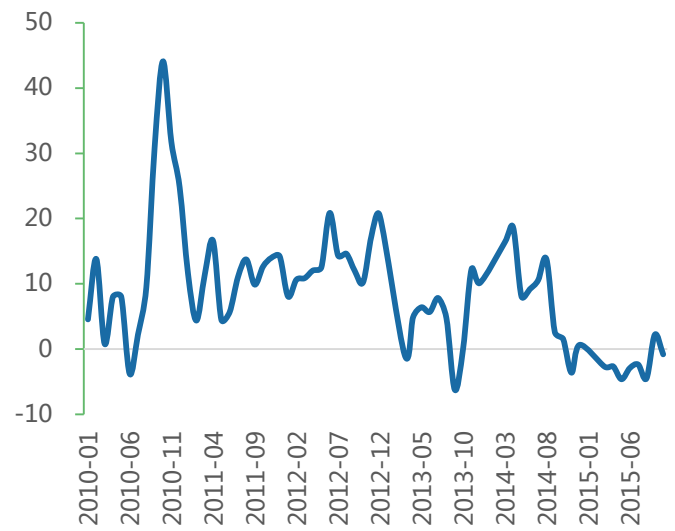


资料来源：wind，广发证券发展研究中心

图 38: 我国乳制品产量 2015 年负增长 (%)



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心



资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

未来公司的核心竞争力在于产品差异化竞争、优势核心区域深耕渠道以及通过合作开拓新市场。

产品差异化竞争，低温产品区域发展迅速。公司乳制品产品包括荷斯坦牛奶、水牛奶为主要原料的巴氏杀菌奶、酸奶、果奶、UHT 灭菌奶等各类液态乳制品和乳饮料。主要产品以巴氏奶为主，包括营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶和具有益生作用的发酵型酸奶，公司是目前国内最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业，公司水牛奶系列产品产销量始终保持全国第一。

公司作为城市区域型巴氏奶企业，产品与全国性的UHT灭菌奶的伊利蒙牛不一样，公司控制了生产区域辐射半径内绝大部分优质奶源，制定了差异化的经营策略，坚持以巴氏奶为主导，通过营养价值高的水牛奶、南方特色鲜明的果奶等特色产品占领市场，有效避开与全国性品牌的正面竞争，公司在广西云南当地品牌知名度较高。公司今年常温酸奶系列产品市场推广效果显著，产销量均取得较大幅度提升，水牛奶系列产品以及新品木瓜么么、帕特浓浓缩酸奶等特色产品的竞争优势逐步显现。另外由于云南来思尔乳业主要生产销售低温乳制品，随着专卖店数量的不断增加及销售网络终端冷链系统的不断完善，以酸奶为代表的低温产品销量大幅提升，保证了公司销量的快速发展。

优势核心区域深耕渠道。公司扎根南宁10多年，培育起了南宁当地民众的乳品消费习惯，其巴氏奶已占广西市场份额的 60%以上。而全部乳制品方面，2014 年广西乳企总产值约40 亿元，按此估计皇氏乳制品市场份额大约 20%-22%。从产量的角度看，根据中国奶业年鉴显示，2011 年广西省乳制品产量为 19 万吨，皇氏省内产量约为5万吨，皇氏乳制品产量占省内产量比重为26%。因此公司在广西优势区域品牌和渠道影响力较大，未来公司在大本营市场持续深耕渠道，将使乳制品业务保持至少10%以上增长。

与外省当地乳企合作，开拓省外市场。公司扎根南宁10多年后进入外省市场拓展遇到的难度较大，公司近两年通过并购来思尔，并在来思尔建厂生产有竞争力的低温产品，带动公司收入的快速发展。公司未来战略上将会采取来思尔经验，在外省与当地厂商合作建厂，在当地区域发展低温产品。

五、盈利预测与估值分析

1、乳制品板块

根据上半年乳制品16%增长的情况可判断全年收入可以保持20%增长，未来两年内生性增长15%。预测15-17年乳制品净利润在5600万、6500万、7400万左右。根据可比公司城市型乳企的平均估值2016年32倍，我们认为市值可值21亿元。

2、传媒板块

御嘉影视承诺2014年至2017年扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于6,500万元、8,775万元、11,846万元、15,992万元。御嘉影视上半年实现营收 9412 万元，净利润2723万元，完成15年承诺净利润的31%，随着下半年协同发挥作用，我们预计全年可以实现承诺净利润80%，7000万。在不包括外延并购情况，预计2016、2017年的进一步快速发展可实现承诺业绩。盛世骄阳承诺2015 年度、2016 年度和 2017 年度经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 7,500 万元、9,000 万元和10,800万元，我们认为完成的可能性较大。因此预计传媒板块2015-2017年备考净利润1.63、2.08、2.68亿元，根据可比公司传媒龙头平均估值2016年42倍，可估算皇氏集团传媒板块2016年市值约85亿元。

3、教育板块

公司积极布局幼儿教育板块，但是教育行业目前尚处于跑马圈地布局期和资源整合期，除了线下教育机构，其他目前短期内较难体现业绩，因此我们认为短期教育主要看概念，中期来看更为看好业绩能够较快兑现的个股具有先发优势和再融资优势；长期看好教育生态的内生协同效应和用户粘性都较强的平台型企业。我们认为公司幼儿教育板块2015处于布局年份，2016、2017通过内容收费预计可兑现部分业绩，但是业绩弹性较大，目前仍无法估计准确数据。我们认为公司目前在幼儿教育领域布局较为完善，未来至少可值百亿市值。

按照公司目前已有业务，我们保守估计公司15-17年归母净利润1.82亿、3.21亿、4.29亿，2016公司战略上应该会加大来思尔乳业股权占比，加之为了完善幼教产业链估计还有一定的外延拓展，而且幼教布局业绩具有较高弹性，16-17年业绩大概率会超出我们的预期，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：城市型乳企和传媒龙头企业平均估值（2月19日收盘）

	股价	EPS (2014)	EPS (2015 E)	EPS (2016 E)	EPS (2017 E)	PE (2015 E)	PE (2016 E)	PE (2017 E)
科迪乳业	21.87	0.46	0.43	0.52	0.56	51	42	39
光明乳业	11.22	0.46	0.44	0.87	1.14	26	13	10
燕塘乳业	27.41	0.50	0.6	0.68	0.79	46	40	35
城市型乳企平均估值						41	32	28
华谊兄弟	28.80	0.72	0.77	0.94	1.22	37	31	24
华策影视	23.50	0.60	0.50	0.67	0.91	47	35	26
华录百纳	27.22	0.38	0.48	0.67	0.87	57	41	31

新文化	42.00	0.63	0.64	0.84	1.03	66	50	41
光线传媒	24.50	0.33	0.35	0.47	0.63	70	52	39
传媒龙头企业平均估值						55	42	32

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

风险提示

食品安全问题；传媒业务整合低于预期；幼教板块发展低于预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015	2016	2017
流动资产	529	848	7065	7605	8312
货币资金	170	238	6466	6730	7270
应收及预付	239	442	439	649	779
存货	115	164	160	227	263
其他流动资产	5	5	0	0	0
非流动资产	737	1431	1157	1184	1121
长期股权投资	13	0	0	0	0
固定资产	513	572	544	517	483
在建工程	102	87	78	66	56
无形资产	104	664	483	548	530
其他长期资产	5	108	53	53	53
资产总计	1266	2278	8222	8788	9433
流动负债	345	573	583	720	793
短期借款	187	300	300	300	300
应付及预收	144	259	283	420	493
其他流动负债	14	14	14	14	14
非流动负债	14	21	21	21	20
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	21	20	20	20
负债合计	359	595	583	720	793
股本	214	266	838	838	838
资本公积	374	1017	6157	6157	6157
留存收益	206	271	453	775	1204
归属母公司股东权	794	1554	7448	7770	8199
少数股东权益	113	130	191	298	441
负债和股东权益	1266	2278	8222	8788	9433

现金流量表

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	118	121	339	360	554
净利润	40	90	244	429	572
折旧摊销	70	69	73	79	85
营运资金变动	-8	-67	26	-138	-94
其它	17	28	-4	-9	-9
投资活动现金流	-96	-316	204	-97	-13
资本支出	-94	-68	202	-98	-15
投资变动	-2	-199	2	2	2
其他	0	-50	0	0	0
筹资活动现金流	-126	271	5685	0	0
银行借款	187	295	0	0	0
债券融资	-261	-212	-27	0	0
股权融资	11	222	5712	0	0
其他	-63	-34	0	0	0
现金净增加额	-103	75	6228	264	541
期初现金余额	260	170	238	6466	6730
期末现金余额	156	245	6466	6730	7270

主要财务比率

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力(%)					
营业收入增长	31.3	14.1	42.6	46.9	22.4
营业利润增长	52.2	170.7	204.6	78.5	33.8
归属母公司净利润增长	11.4	107.5	142.1	76.1	33.4
获利能力(%)					
毛利率	29.5	30.8	39.8	43.6	46.1
净利率	4.0	8.0	15.1	18.1	19.8
ROE	4.6	4.9	2.5	4.1	5.2
ROIC	4.3	5.7	16.6	26.6	34.9
偿债能力					
资产负债率(%)	28.4	26.1	7.1	8.2	8.4
净负债比率	-	-	-0.8	-0.8	-0.8
流动比率	1.53	1.48	12.12	10.56	10.49
速动比率	0.93	1.03	11.64	10.02	9.92
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.64	0.31	0.28	0.32
应收账款周转率	8.21	5.80	6.43	6.21	6.28
存货周转率	7.20	5.60	6.05	5.89	5.94
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.28	0.22	0.38	0.51
每股经营现金流	0.55	0.45	0.40	0.43	0.66
每股净资产	3.71	5.83	8.89	9.28	9.79
估值比率					
P/E	71.9	98.3	127.9	72.6	54.4
P/B	3.3	4.8	3.1	3.0	2.9
EV/EBITDA	22.6	40.0	48.2	28.9	21.5

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	991	1130	1611	2368	2897
营业成本	699	782	971	1335	1561
营业税金及附加	5	6	10	15	19
销售费用	176	152	218	320	406
管理费用	64	73	129	189	232
财务费用	12	17	10	10	10
资产减值损失	1	9	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
营业利润	35	94	286	509	682
营业外收入	18	19	19	19	19
营业外支出	6	4	12	12	12
利润总额	47	109	293	516	689
所得税	7	19	49	88	116
净利润	40	90	244	429	572
少数股东损益	3	14	61	107	143
归属母公司净利润	36	75	183	322	429
EBITDA	117	187	357	586	764
EPS(元)	0.17	0.28	0.22	0.38	0.51

广发食品饮料研究小组

- 王永锋: 分析师, 经济学硕士, 7年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围。2012年食品饮料最佳分析师水晶球公募类第四名、金牛奖第五名、新财富入围。
- 于杰: 分析师, 经济学硕士, 3年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围团队成员。
- 卢文琳: 分析师, 经济学硕士, 2年证券行业工作经验。2013年食品饮料最佳分析师水晶球第四名、新财富入围团队成员。
- 王文丹: 研究助理, 1年证券行业工作经验。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区福华一路6号 免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。