



联讯证券

浙数文化(600633.SH)

【联讯传媒】浙数文化(600633.SH, 未评级) 调研纪要——加强部署游戏产业, 全力发展大数据

2017年07月31日

投资要点

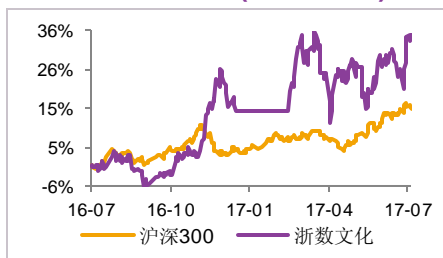
无评级

当前价: 20.52 元
目标价: 不适用

分析师: 陈净娴

执业编号: S0300516090001
电话: +86-021-51782239
邮箱: chenzhengxian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3549.	2413.	2486.	2560.
(+/-)	2.67%	-32.00	3.00%	3.00%
归母净利润	611.6	622.7	656.4	685.8
(+/-)	0.22%	1.81%	5.41%	4.49%
EPS(元)	0.470	0.478	0.504	0.527
P/E	43.68	42.90	40.70	38.95

资料来源: 联讯证券研究院

◇ 全盘剥离传统报业

至 2017 年 3 月 31 日, 公司董事会通过了重大资产重组暨关联交易方案及相关议案, 批准公司向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产共 21 家子公司股权, 本次重组的交易价格确定为人民币 199,671 万元。标的资产账面价值为 76,084 万元, 评估增值 123,587 万元, 评估增值率为 162.4%。公司更名浙报数字文化集团股份有限公司。

◇ 加强部署游戏产业, 推进“面向客户”移动端转型

游戏业务是公司的重要创收业务, 2016 年游戏业务的毛利率达到 78%, 完成利润 35,5771.50 万元, 为公司贡献超过三分之一的主营利润。对于公司未来游戏产业的盈利方式, 公司倾向于内生不断开发自有 IP, 通过版权费; 以及开创有影响力的自有赛事品牌, 通过赞助商冠名投资, 实现外部融资。

◇ 全力发展“四位一体”大数据核心力量

2016 年, 公司投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、大数据创客中心、大数据产业基金在内的“四位一体”大数据产业生态圈, 2016 年公司牵头设立的浙江大数据交易中心成为唯一经省政府批复同意的大数据交易中心, 已上线对外开放; 省内最大数据中心之一“富春云”互联网数据中心正式开工建设; 大数据创客中心定址完成; 大数据产业基金设立完成, 并对若干优质标的完成投资。2017 年 6 月同创新工场签署战略合作协议, 建立基于高标准 IDC 基础设施建立的生态平台, 为用户提供行业云、私有云等云计算服务以及大数据流通、增值服务。双方有意共同推进基于空间、政策、媒体、研究院、合作基金等领域资源基础之上, 在人工智能、大数据、云计算、文化娱乐等方向合作推动创业孵化。未来公司将加速发展大数据产业, 不断推进旗下各板块现有庞大数据资源的互联互通, 补充“3+1”布局中其他版块服务, 实现数据增值。

◇ 风险提示

1. 游戏行业竞争激烈; 2. “大数据”科研发展不及预期。



目 录

一、公司简介	3
二、全盘剥离传统报业	6
三、加强部署游戏产业，推进“面向客户”移动端转型	6
（一）中国游戏市场蓬勃发展，电竞成为新兴赛事	6
（二）进一步开发棋牌类自有 IP，着力发展电竞赛事	6
（三）收购“房卡模式”游戏公司，进一步扩大市场占有率	7
四、全力发展“四位一体”大数据核心力量	7
（一）基本完成“四位一体”建设布局	7
（二）数据增值化，深度数据挖掘	8
五、文化产业投资	8
六、风险提示	8

图表目录

图表 1：2016 年在线游戏运营业务占营业收入的 18%	3
图表 2：1Q17 营业收入同比下滑 4%	3
图表 3：1Q17 归属于母公司所有者的净利润同比增长 637%（并表因素）	3
图表 4：1Q17 销售毛利率为 44%	3
图表 5：1Q17 净利润率为 194%（并表和剥离因素）	4
图表 6：1Q17 第一大股东为浙报传媒控股集团有限公司，持股 60.299%	4
图表 7：管理层概览	4
图表 8：公司历史大事件	5
图表 9：现有流通股占总股本的 91%	5
图表 10：PE 区间	9
图表 11：PB 区间	9
附录：公司财务预测表	10



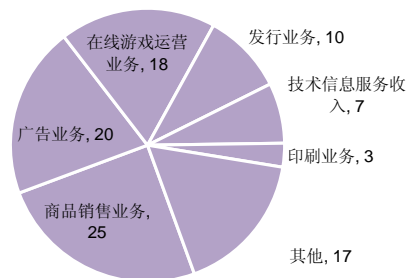
一、公司简介

浙报数字文化集团股份有限公司脱胎于浙报传媒集团股份有限公司，于2011年9月29日在上海证券交易所借壳上市，是中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司。

2013年，公司收购杭州边锋和上海浩方，搭建数字娱乐平台；2016年，公司投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、大数据创客中心和大数据产业基金在内的“四位一体”大数据产业生态圈；2017年，公司全盘剥离新闻传媒类资产，全面向互联网数字文化产业集团转型，更名为浙报数字文化集团股份有限公司。全面发展基于互联网的数字文化产业，重点聚焦以优质IP为核心的数字娱乐产业、以电子竞技等为主的垂直直播业务和“四位一体”的大数据产业等三大板块，同时着力发展具备先发优势的文化产业投资及政务、电商和艺术品拍卖等文化产业经营业务。

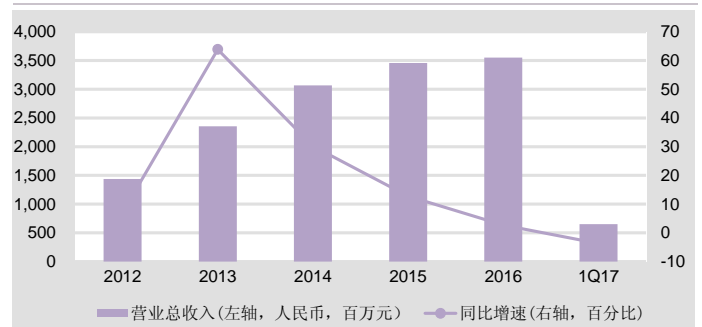
2016年，基本构建完成新闻传媒、数字娱乐、智慧服务和文化产业投资“3+1”大传媒格局，全力打造大数据产业生态圈，着重发展游戏产业。2016年，公司实现营业收入354,993万元，同比增长2.60%，净利润102,513万元，同比增长16.28%；归属于上市公司股东的净利润61,163万元，同比增长0.32%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润24,906万元，同比下降39.12%。基本每股收益0.5147元/股。

图表 1：2016 年在线游戏运营业务占营业收入的 18%



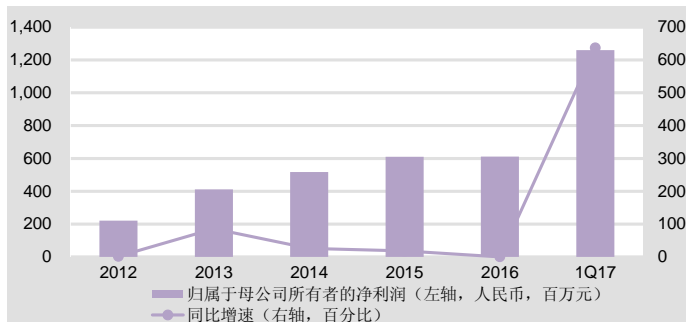
资料来源：联讯证券，公司资料

图表 2：1Q17 营业收入同比下滑 4%



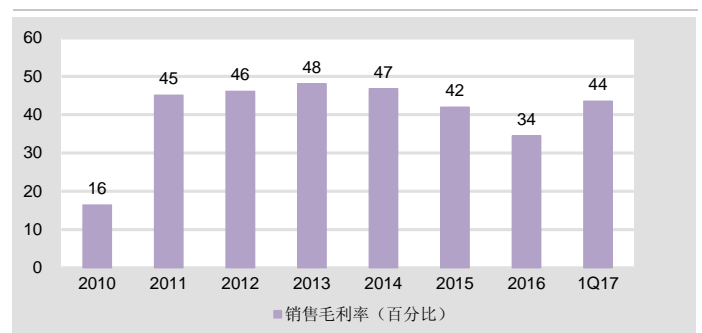
资料来源：联讯证券，公司资料

图表 3：1Q17 归属于母公司所有者的净利润同比增长 637% (并表因素)



资料来源：联讯证券，公司资料

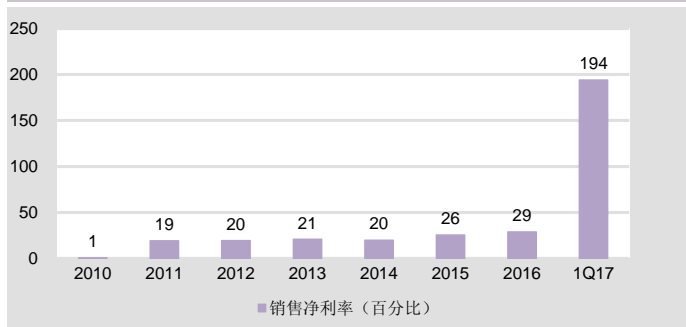
图表 4：1Q17 销售毛利率为 44%



资料来源：联讯证券，公司资料



图表 5: 1Q17 净利率为 194% (并表和剥离因素)



资料来源: 联讯证券, 公司资料

图表 6: 1Q17 第一大股东为浙报传媒控股集团有限公司, 持股 60.299%

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)	股本性质
浙报传媒控股集团有限公司	60,299	46.32	限售流通A股, A股流通股
新洲集团有限公司	8,389	6.44	A股流通股
广东省铁路发展基金有限责任公司	2,383	1.83	限售流通A股
上海白猫(集团)有限公司	1,806	1.39	A股流通股
中央汇金资产管理有限责任公司	1,793	1.38	A股流通股
深圳天风天成资产管理有限公司-天富13号资产管理计划	1,754	1.35	限售流通A股
安信基金-浦发银行-广东粤财信托-粤财信托·菁英106期单一资金信托	1,399	1.07	限售流通A股
鹏华资产-招商银行-华能贵诚信托-华能信托·招诚2号开放式集合资金信托计划	1,166	0.90	限售流通A股
金元顺安基金-宁波银行-万向信托-万向信托-万通留夏9号事务管理类单一资金信托	1,166	0.90	限售流通A股
北信瑞丰基金-平安银行-长安国际信托-长安信托-定增长信汇智集合资金信托计划	1,166	0.90	限售流通A股

资料来源: 联讯证券, 公司资料

图表 7: 管理层概览

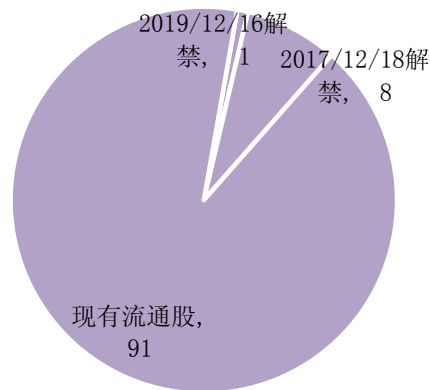
名称	职务	管理层背景
蒋国兴	董事长、副董事长、董事、浙江日报报业集团党委委员、副社长	出生于1969年10月, 大学本科学历, 记者职称。1992年8月参加工作, 历任经济生活报新闻部助理记者, 记者, 新闻部副主任, 证券周刊部主任, 今日早报专刊部主编, 2011年9月至2013年8月任浙报传媒集团股份有限公司董事, 总经理, 2013年6月起任浙江日报报业集团党委委员、副社长, 2013年9月起任浙报传媒集团股份有限公司董事, 副董事长。
张雪南	董事、总经理	出生于1967年4月, 党校研究生学历, 主任记者职称。1989年8月参加工作, 历任浙江师范大学教务处科员, 浙江日报社驻嘉兴记者站站长, 浙江日报社记者部副主任兼杭州记者站站长, 浙江日报社杭州分社社长, 浙江日报社广告中心主任, 浙江日报报业集团人事处处长, 2011年9月至2013年8月任浙报传媒集团股份有限公司常务副总经理, 2013年9月起任浙报传媒集团股份有限公司董事, 总经理。
傅爱玲	董事、总经理助理	出生于1965年1月, 大学专科学历, 高级会计师职称。1986年8月至1992年9月任浙江日报社财务科会计; 1992年9月至1994年7月任浙江日报社财务科副科长; 2003年6月至2010年12月任浙江日报报业集团计划财务处副处长; 2010年12月至2012年4月任浙江日报报业集团计划财务处处长; 2012年4月至今任浙江日报报业集团计划财务部主任; 2016年6月至今任浙报传媒控股集团有限公司总经理助理。
郑法其	副总经理、财务总监	出生于1970年1月, 大学本科学历, 高级会计师职称。历任浙江日报社财务科会计, 之江晨报, 平安时报, 家庭教育导报财务主管, 浙江日报报业集团计划财务处资金结算部主任, 浙江日报报业集团计划财务处处长助理兼综合管理部主任, 浙江日报报业集团计划财务处副处长兼钱江报系财务部主任, 2011年9月起任浙报传媒集团股份有限公司财务总监。
齐茵	监事会主席, 监事	出生于1970年1月, 大学本科学历, 高级会计师职称。历任浙江日报社财务科会计, 之江晨报, 平安时报, 家庭教育导报财务主管, 浙江日报报业集团计划财务处资金结算部主任, 浙江日报报业集团计划财务处处长助理兼综合管理部主任, 浙江日报报业集团计划财务处副处长兼钱江报系财务部主任, 2011年9月起任浙报传媒集团股份有限公司财务总监。

资料来源: 联讯证券, 公司资料


图表 8：公司历史大事件

时间	事件	说明
2013/5/7	全资收购2家游戏公司	为搭建数字娱乐平台，浙报传媒集团股份有限公司以现金协议收购收购盛大旗下杭州边锋，上海浩方100%股权，交易价值349,000.00人民币元。
2015/4/2	收购移动阅读科技	公司拟与爱阅读（北京）科技有限公司签署《爱阅读（北京）科技有限公司股权投资协议书》，出资人民币9,600万元受让爱阅读70%的股权。通过本次对爱阅读的投资，公司将切入移动阅读领域，在数字化阅读领域快速取得市场份额。
2015/7/9	与浙江华数增资扩股	华数传媒控股股份有限公司与旗下控股子公司东方星空创业投资有限公司拟共同参与浙江华数广电网络股份有限公司增资扩股。东方星空拟出资9,274.6万元至12,056.98万元，认购浙江华数2000万股股份；华数传媒拟出资46,373万元至60,285万元，认购浙江华数1亿股股份。
2015/9/2	子公司成立股权投资基金	全资子公司杭州边锋网络技术有限公司与另外5家公司共同成立股权投资公司，命名为杭州致同投资合伙企业，杭州边锋拟现金出资人民币2500万元，占基金规模的32.89%，成为该基金的有限合伙人。基金首期拟募集资金人民币7,600万元，投资方向拟以游戏娱乐领域、新兴行业领域。
2016/9/26	大数据交易中心上线	迎来了首批4笔交易。其中，第一笔数据交易为“移动端用户标签体系”，以API接口形式，卖家来自杭州，买方为北京客户，交易金额80万。目前，数据交易主要两种形式为数据包和API接口形式。
2016/11/16	浙江大数据舆情高峰论坛举行	2016年11月29日，“现代国家治理的术与数”——浙江首届大数据舆情高峰论坛在杭州召开，本次论坛由浙江省网信办、浙江日报报业集团指导，浙江在线新闻网站主办，北京拓尔思信息技术股份有限公司协办，各路专家和业内人士济济一堂，通过主旨演讲和圆桌对话等形式，共同探讨如何有效集成国家经济、政治、文化、社会、生态等方面的数据资源，为国家治理现代化提供基础数据和决策支撑。
2017/1/10	重大资产重组停牌	因重大资产重组，自2017年1月10日开始停牌。
2017/3/31	重大重组剥离传统新闻传媒业	至2017年3月31日，公司第七届董事会第二十二次会议、二十三次会议、2017年第一次临时股东大会审议通过了重大资产重组暨关联交易方案及相关议案，批准公司向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产共21家子公司（以下简称“标的公司”）股权，本次重组的交易价格确定为人民币199,671万元。
2017/4/1	高层管理人员变动	董事会人数由9人制调整为5人制，其中独立董事人数调整为2人。高海浩先生因工作需要，申请辞去公司董事、董事长及董事会战略与投资委员会任委员职务。司副总经理朱仁华先生、方卫英女士、童杰先生和何锋先生，董事张燕女士、独立董事曹国熊先生、独立董事胡晓明先生提交的书面辞职报告。上述人员辞职后将不再担任公司任何职务，辞职报告自送达董事会之日起生效。
2017/5/9	收购控股拍卖公司	公司出资人民币3,715.39万元，收购浙江《美术报》有限公司所持有的浙江美术传媒拍卖有限公司51%股权，收购完成后，公司将合计持有美术拍卖公司66%股权，美术拍卖公司将成为公司控股子公司。
2017/6/6	与创新工场签订战略合作框架协议	双方计划在全国范围内布局云数据中心，提供云网一流的互联网基础服务，建立基于高标准IDC基础设施建立的生态平台，为用户提供行业云、私有云等云计算服务以及大数据流通、增值服务。双方有意共同推进基于空间、政策、媒体、研究院、合作基金等领域资源基础之上，在人工智能、大数据、云计算、文化娱乐等方向合作推动创业孵化。
2017/7/5	全资子公司收购棋牌类游戏公司	2017年7月5日，公司全资子公司杭州边锋网络技术有限公司以自有资金现金方式出资人民币10亿元收购深圳天天爱100%股权。收购完成后，深圳天天爱将纳入公司合并财务报表，提升公司数字娱乐板块产品竞争实力，也利于杭州边锋进一步拓展区域性休闲娱乐游戏市场，增强公司整体竞争实力。

资料来源：联讯证券，公司资料

图表 9：现有流通股占总股本的 91%


资料来源：联讯证券，公司资料



二、全盘剥离传统报业

本次重大资产重组是公司积极响应中央关于推动传统媒体和新兴媒体深度融合、落实中央全面深化改革部署、推进宣传文化领域改革创新的一项重要举措。

至 2017 年 3 月 31 日，公司董事会通过了重大资产重组暨关联交易方案及相关议案，批准公司向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产共 21 家子公司股权，本次重组的交易价格确定为人民币 199,671 万元。

公司近年来全力推进由提供单一广告向全方位城市生活服务提供商转变，媒体资产经营取得了一定成绩，由于服务业务毛利率低，公司的营收增长较快，盈利能力虽与同行业相比表现出了较强的抗压能力，但利润仍然持续下行。

公司出售的 21 家标的公司均为新闻传媒类资产，其中 16 家核心标的公司为 2011 年重组上市时置入。置入时置入资产交易价格为 24 亿元，2010 年度的营业收入为 12 亿元，归属于母公司的净利润为 2.09 亿元。但在 2011 年公司重组上市后，受互联网冲击影响，传统媒体行业尤其是都市类媒体广告收入遭遇挑战，根据统计数据，2011-2015 年间，报纸广告收入累计降幅达 55%，2016 年报纸广告收入同比下滑 20%，利润同比下滑 50%。

至 2017 年 3 月 31 日，公司董事会通过了重大资产重组暨关联交易方案及相关议案，批准公司向控股股东浙报控股出售新闻传媒类资产共 21 家子公司股权，本次重组的交易价格确定为人民币 199,671 万元。标的资产账面价值为 76,084 万元，评估增值 123,587 万元，评估增值率为 162.4%。公司更名浙报数字文化集团股份有限公司。

本次重大资产重组是公司积极响应中央关于推动传统媒体和新兴媒体深度融合、落实中央全面深化改革部署、推进宣传文化领域改革创新的一项重要举措。

三、加强部署游戏产业，推进“面向客户”移动端转型

（一）中国游戏市场蓬勃发展，电竞成为新兴赛事

2016 年，中国游戏市场实际销售收入 1655.7 亿元，同比增长 17.7%，但增长速度有所放缓，游戏市场竞争更趋激烈。同时，移动端游戏收入达到 819.2 亿元，同比增长达 59.2%，增长幅度明显高于产业整体发展；电竞类游戏收入达 504.6 亿元，已经占据游戏市场接近三分之一的份额。

2017 年 7 月 17 日与阿里体育在杭州宣布，双方达成战略合作伙伴关系。亚奥理事会当天还宣布，电子竞技项目将在 2022 年杭州亚运会成为亚运会正式比赛项目，阿里体育也会积极参与亚奥理事会各项赛事的市场开发工作。

（二）进一步开发棋牌类自有 IP，着力发展电竞赛事

公司全资子公司杭州边锋是数字娱乐行业内领先的棋牌类游戏游戏平台，在 2016 中国“游戏十强”盛典中斩获三项重量级大奖，同时入选“2016 中国互联网企业 100 强”排行榜；上海浩方是国内领先的电竞平台，2016 年营收同比 2015 年实现 100% 增长；“战旗直播”拥有电竞行业内数一数二的官方资源，已经成为了国内领先的绿色电竞直播平台，



在细分用户市场占有率不断扩大。

杭州边锋孵化的“战旗直播”项目，明确专注电竞赛事、注重差异化发展的自身定位，依托业内数一数二的官方资源，签下了诸多国内最高级别电竞选手，多家冠军俱乐部，取得多项游戏赛事的独播、首播权，已经成为了国内领先的绿色电竞直播平台，在细分用户市场占有率不断扩大。同时，该项目和上海浩方电竞平台、杭州边锋游戏平台相关业务有效联动，荣获“2016年度最佳游戏直播平台奖”。

游戏业务是公司的重要创收业务，2016年游戏业务的毛利率达到78%，完成利润35,5771.50万元，为公司贡献超过三分之一的主营利润。对于公司未来游戏产业的盈利方式，公司倾向于内生不断开发自有IP，通过版权费；以及开创有影响力的自有赛事品牌，通过赞助商冠名投资，实现外部融资。

（三）收购“房卡模式”游戏公司，进一步扩大市场占有率

公司围绕已经建成的拥有6.6亿注册用户、5000万活跃用户及3000万移动用户的国内最大国资控股互联网用户平台，着力提升移动用户规模及粘合度。自2015年WiFi在全国各地普及，以及智能手机的推广，人们更多地由电脑终端转向智能手机，游戏由PC端转向移动端是大势所趋。目前，边锋的PC端页游为主，正在积极向移动端转型。

2017年7月5日，边锋出资10亿元，收购房卡模式游戏公司“天天爱”100%股权。根据北京中企华资产评估有限公司出具的中企华评报字(2017)3585号《评估报告》，标的股权评估基准日(2017年4月30日)按收益法评估的价值为112,288.89万元，增值110,379.34万元，增值率5,780.36%。

房卡模式，即玩家可以通过多种社交渠道邀请好友，分享二维码生成的专属房卡，进入指定的游戏房间，通过人拉人的方式，进行好友之间约战竞技。它突破了传统的游戏币房间模式，将熟人之间的用户资源再进行深度挖掘和再利用；主打熟人棋牌游戏，有社交的性质在里面。而游戏积分方式的结算，使游戏的输赢只是一个战绩排行，以纯粹休闲的方式，在平台中进行体现，很大程度上规避了行业的政策风险。

“房卡模式”利用地区熟人资源，自身具有地区进入壁垒，一旦进入市场，其他竞争公司很难进入。且目前浙江省尚不存在强劲竞争对手，开发“房卡模式”面向客户端游戏可以利于公司进一步提升省内棋牌游戏市场份额，保障盈利增长。

四、全力发展“四位一体”大数据核心力量

（一）基本完成“四位一体”建设布局

2016年，公司投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、大数据创客中心、大数据产业基金在内的“四位一体”大数据产业生态圈，2016年公司牵头设立的浙江大数据交易中心成为唯一经省政府批复同意的大数据交易中心，已上线对外开放；省内最大数据中心之一“富春云”互联网数据中心正式开工建设；大数据创客中心定址完成；大数据产业基金设立完成，并对若干优质标的完成投资。



数据交易中心成为浙江省内经省政府批准的第一个也是目前唯一一个大数据交易平台，积累了浙江电信、浙江联通、华数传媒、海康威视、绿城等重量级活跃会员 140 家。位于杭州富阳的“富春云”互联网数据中心是浙江省最大数据中心之一，2016 年完成了咨询、监理招标等大量前期工作，同时通过反复调研论证完成了数据中心主要技术规范的制定，编制了国内领先的《数据中心项目设计任务书》，并采用 EPC（工程总承包）模式加快推进项目进度，现已进入实质性建设阶段；大数据创客中心项目定址乌镇并完成了用地审批；总额 10 亿元的大数据产业基金也已完成设立，报告期内对若干优质标的完成投资。

目前，大数据交易中心作为第三方数据平台，为会员单位提供服务，单位之间直接交易数据，交易中心从中获取佣金。主要为政府、医疗提供服务。

（二）数据增值化，深度数据挖掘

2017 年 6 月同创新工场签署战略合作协议，建立基于高标准 IDC 基础设施建立的生态平台，为用户提供行业云、私有云等云计算服务以及大数据流通、增值服务。双方有意共同推进基于空间、政策、媒体、研究院、合作基金等领域资源基础之上，在人工智能、大数据、云计算、文化娱乐等方向合作推动创业孵化。

未来公司将加速发展大数据产业，不断推进旗下各板块现有庞大数据资源的互联互通，补充“3+1”布局中其他版块服务，实现数据增值。

五、文化产业投资

2016 年初，继全面完成对三国杀业务的分拆重组后，公司又启动了东方星空创投公司的体制机制改革，设立了杭州合有德峰投资有限公司，通过投资团队持股、引入社会资本等方式，完善并充实了公司文化投资平台搭建，在控制投资风险的基础上有效撬动社会资本，扩大文化产业投资的规模，文化投资平台基本完成由直投为主向以基金投资为主的战略转型。

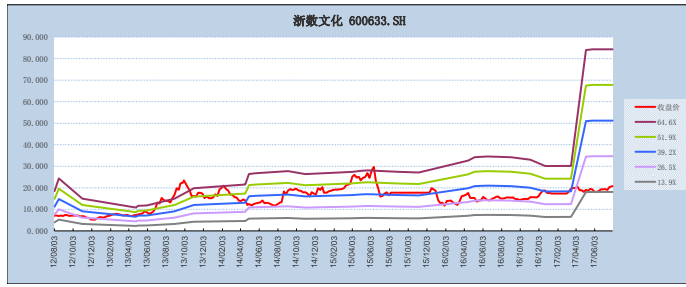
公司文化产业投资结构呈现泛模块化，涉足科技、政务、电商、艺术品拍卖、影视 IP、移动阅读等。公司现投资一 40 亿规模的 AI 项目。

六、风险提示

1. 游戏行业竞争激烈；2. “大数据”科研发展不及预期。

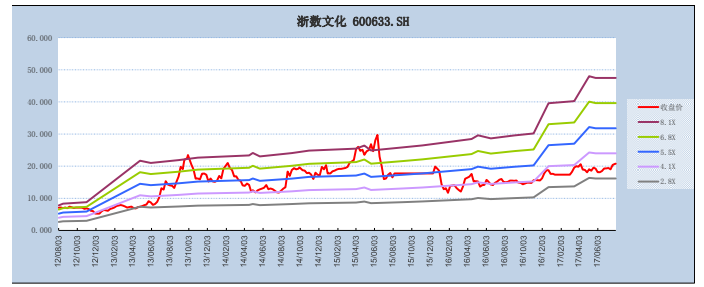


图表 10: PE 区间



资料来源: 联讯证券, Wind

图表 11: PB 区间



资料来源: 联讯证券, Wind



附录：公司财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,742	247	1,508	2,520	经营性现金净流	382	370	614	329
应收和预付款项	507	233	530	256	投资性现金净流	(428)	743	750	773
存货	53	28	56	30	筹资性现金净流	1,215	(2,608)	(103)	(89)
其他流动资产	167	167	167	167	现金流量净额	1,171	(1,495)	1,261	1,012
长期股权投资	560	560	560	560	经营性现金净流	382	370	614	329
投资性房地产	350	308	266	224					
固定资产和在建工程	565	423	280	137					
无形资产和开发支出	3,409	3,341	3,273	3,204					
其他非流动资产	1,547	1,526	1,505	1,505					
资产总计	8,900	6,832	8,143	8,602					
短期借款	250	0	0	0					
应付和预收款项	877	451	912	483					
长期借款	0	(2,200)	(2,200)	(2,200)					
其他负债	97	97	97	97					
负债合计	1,223	(1,652)	(1,192)	(1,621)					
股本	1,302	1,302	1,302	1,302					
资本公积	3,299	3,299	3,299	3,299					
留存收益	1,873	2,258	2,665	3,090	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	6,474	6,859	7,266	7,691	收益率				
少数股东权益	1,203	1,624	2,068	2,532	毛利率	34%	38%	37%	37%
股东权益合计	7,677	8,484	9,334	10,223	三费/销售收入	24%	19%	16%	16%
负债和股东权益合计	8,900	6,832	8,143	8,602	EBIT/销售收入	30%	54%	53%	53%
					EBITDA/ 销售收	33%	65%	63%	62%
					销售净利率	29%	43%	44%	45%
					资产获利率				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	9%	9%	9%	9%
营业收入	3,550	2,414	2,486	2,561	ROA	12%	19%	16%	16%
减: 营业成本	2,326	1,509	1,566	1,613	ROIC	23%	5%	5%	6%
营业税金及附加	32	21	22	23	增长率				
营业费用	351	237	244	251	销售收入增长率	3%	-32%	3%	3%
管理费用	529	302	311	320	EBIT 增长率	9%	25%	1%	3%
财务费用	(42)	(79)	(146)	(172)	EBITDA 增长率	10%	34%	1%	1%
资产减值损失	30	23	23	23	净利润增长率	16%	2%	5%	4%
加: 投资收益	592	0	0	0	总资产增长率	15%	-23%	19%	6%
公允价值变动损益	0	0	0	0	股东权益增长率	53%	6%	6%	6%
其他经营损益	(0)	0	0	0	经营营运资本增	82%	54%	-140%	56%
营业利润	918	402	467	503	资本结构				
加: 其他非经营损益	172	990	1,000	1,030	资产负债率	14%	-24%	-15%	-19%
利润总额	1,090	1,392	1,467	1,533	流动比率	202%	123%	224%	513%
减: 所得税	65	348	367	383	速动比率	184%	88%	202%	479%
净利润	1,025	1,044	1,100	1,150	资产管理效率				
减: 少数股东损益	413	421	444	464	总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3
归属母公司股东净利润	612	623	656	686	固定资产周转率	7.1	5.7	8.9	18.7
					应收账款周转率	9.1	12.3	6.1	12.0
					存货周转率	44.1	54.6	28.1	53.6

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，负责传媒互联网领域的研究，之前曾任职于凯基证券和川财证券研究所。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com