

皇氏集团 (002329)

IP 纵深提升品牌溢价，平台衍生拓展商业空间

行业名称	食品饮料
投资建议	买入
当前价格:	16.08元
目标价格:	25.06元

投资要点:

➢ 双主业战略夯实,内容+平台横纵拓展商业价值。

公司围绕“乳业+文化”双主业不断推进资源整合与商业价值突破。传统乳业业务健康发展,是目前国内最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业。文化领域业务推进加速公司营收结构良性改善,围绕影视娱乐、动漫幼教、直播金融等互联网平台业务等垂直生态发力深耕,一方面利用优质IP提升品牌溢价,尤其打造儿童相关的IP及衍生品生态链,另一方面以IP内容及消费品作为载体,先是向视频点播相关的互联网渠道渗透,接着向金融、视频直播、电商等互联网平台延展,力争打造多产品变现、覆盖上亿用户群的互联网平台。公司15年营收16.85亿元,同比增长49%,净利润2.15亿元,同比增长140%,预计16年上半年业绩维持70-80%高速增长。

➢ 御嘉携手盛世骄阳,打造优质IP源头,提升整体集团影响力。

御嘉影视是皇氏体系内优质IP内容重要来源、同时不断与行业强强联合包括东阳欢娱、喜多瑞、中南卡通等展开包括主创人员和项目等全面合作,出品了《我爱男闺蜜》、《我爱男保姆》等精品电视剧;盛世骄阳运营海量IP,历史上采购的众多IP开发权一直被低估,接下来会有更多和御嘉及体外优质公司合作开发计划。此外在亲子幼教细分领域IP储备领先,子公司伴你成长拥有《佩格和小猫》、《老虎丹尼尔的邻居》等知名IP,IP形象联动衍生领域助力继续放大品牌价值。公司同时投资韩国知名动画制作公司MG并成立合资公司,强强联合致力于利用顶级特效共同打造优质动漫作品。

➢ 乳业渠道有望和幼教娱乐业务线下协同,线上娱乐、动漫幼教、金融服务等纵向切入,打造覆盖过亿用户贯穿线上线上大平台。

盛世骄阳通过全面覆盖互联网/广电网/电信网/移动网等新媒体渠道,搭建开放高效的内容运营平台,旗下伴你成长运营“新动漫”频道目前覆盖全国160个大中城市,家庭用户数达到1.5亿。公司通过增资北广高清(相关资源国内动漫第一卫视频道“卡酷少儿”),投资遥指科技(旗下运营“宝贝走天下”APP构建亲子游生活与数据平台),投资线下连锁幼儿园碧海银帆,打造幼教T2O2O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,构建儿童产业生态圈。同时收购完美在线、投资易联视讯和臻品悦动等,围绕互联网金融、移动视频直播以及电商等等纵向切入,不断强化平台的覆盖用户及变现能力,长期具备极强爆发性。

➢ 投资建议

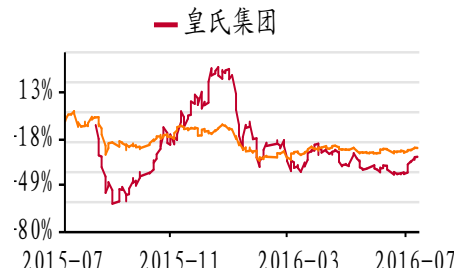
预计公司16-18年实现净利润为3.92亿、5.26亿、6.76亿,同比增长112.7%、33.8%和28.5%;考虑公司品牌溢价持续提升以及渠道平台在金融、移动直播、电商等垂直生态不断拓展,不排除后续持续资源整合带来业绩上调空间;首次给予买入投资评级,参考影视娱乐类可比公司17年平均PE估值32倍,幼教类可比公司17年平均PE估值44倍,乳业类可比公司17年平均PE估值37倍,仅考虑公司未来一年内可能的外延整合空间,预计17年备考净利润有望达到6亿元以上,综合给予公司17年PE估值35倍,12个月目标市值210亿,目前公司总股本8.38亿股,对应目标价25.06元。

➢ 风险提示:外延整合不及预期,行业增速放缓、竞争风险

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)	6,693
每股净资产(元)	3.11
资产负债率(%)	40.62
一年内最高/最低(元)	69.48/11.01

一年内股价相对走势



文浩 分析师
 执业证书编号: S1110516050002
 电话:
 邮箱: wenhao@sh.tfzq.com
 焦娟 分析师
 执业证书编号: s1110516020001
 电话:
 邮箱: jiaojuan@sh.tfzq.com
 冯翠婷 联系人
 电话:
 邮箱: fengct@sh.tfzq.com

相关报告

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,130.30	1,685.14	2,494.00	3,366.91	4,410.65
增长率(%)	14.09%	49.09%	48.00%	35.00%	31.00%
EBITDA(百万元)	177.59	405.08	820.92	1,031.86	1,281.89
净利润(百万元)	75.47	184.62	392.68	525.58	675.60
增长率(%)	107.54%	144.63%	112.70%	33.84%	28.54%
EPS(元/股)	0.09	0.22	0.47	0.62	0.79
市盈率(P/E)	178.47	72.96	34.30	26.07	20.28
市净率(P/B)	8.67	5.20	4.61	4.03	3.41
EV/EBITDA	42.25	58.53	16.59	13.04	9.97

数据来源:公司公告,天风证券研究所



报告信息

正文目录

公司概述：乳业+文化双主业战略夯实，品牌溢价与平台衍生能力凸显	4
行业分析：文化产业仍处黄金时代，幼教市场增长红利显著	7
经济背景：中等收入阶层崛起将直接拉动文教娱乐消费	7
文化娱乐：以 IP 为轴心的泛娱乐产业继续蓬勃发展	8
幼儿教育：新生儿红利和市场旺盛需求带来发展空间	12
公司分析：优质 IP 提升品牌溢价，渠道渗透铸就平台价值	14
丰富储备与优质内容为体，IP 提升皇氏品牌溢价	14
平台价值已现：娱乐教育渠道已开花，金融、移动直播、电商齐头并进	22
投资建议	35

图表目录

图表 1: 皇氏集团历史沿革图	4
图表 2: 皇氏集团 2011-2015 年营业收入和利润	5
图表 3: 皇氏集团转型以来 (14 年以来) 季度营业收入和利润	6
图表 4: 皇氏集团 2011-2015 年各业务营收占比 (单位: %)	6
图表 5: 皇氏集团 2011-2015 年各三项费率 (单位: %)	7
图表 6: 1978-2014 城镇居民人均可支配收入和人均消费性支出	7
图表 7: 教育文化娱乐服务消费支出结构	8
图表 8: 文化娱乐服务占总消费支出比重	8
图表 9: 按收入等级分城镇居民家庭平均每人全年文教娱乐现金消费支出占总现金消费支出百分比	8
图表 10: 以 IP 为核心的泛娱乐产业蓬勃发展	8
图表 11: 2015 年热播剧平均收视 TOP10	9
图表 12: 2015 年热播剧网络点击量 TOP10	10
图表 13: 2010 年-2016H1 中国电影票房收入	10
图表 14: 2010 年-2016H1 中国电影观影人次	10
图表 15: 2015 年电影观影人群不同年龄占比	10
图表 16: 2015 年网剧全网点击量 TOP 排行榜	11
图表 17: 2014-2016 年网络大电影全网产量	11
图表 18: 1978 年-2015 年中国人口出生率(%)	12
图表 19: 1984 年-2014 年中国 0-6 岁儿童数量 (亿人)	12
图表 20: 2009 年-2014 年中国幼儿园及民办幼儿园数量	12
图表 21: 2009 年-2014 年中国幼儿园及民办幼儿园入园学生人数 (万人)	13
图表 22: 中国代表性幼儿园品牌加盟数量及市占率	13
图表 23: 2016 年中国 0-6 岁家庭月收入/平均月教育产品支出情况	14
图表 24: 御嘉影视承诺业绩及实现情况 (单位: 万元)	15
图表 25: 2007 年以来御嘉影视主要投资制作电视剧一览	15
图表 26: 电视剧《我爱男保姆》4 月 1 日网络点击量情况 (单位: 万次)	16
图表 27: 御嘉影视与东阳欢娱、中南卡通、北京喜多瑞合作内容介绍	16
图表 28: 盛世骄阳 2013-2015 年营收和净利润	17
图表 29: 盛世骄阳承诺业绩及实现情况 (单位: 万元)	17
图表 30: 盛世骄阳主要业务版图	18
图表 31: 盛世骄阳新媒体版权资源	18

图表 32: 盛世骄阳部分上游内容版权代表作	19
图表 33: 爱奇艺盛世骄阳系列幼儿专区	19
图表 34: 伴你成长 IP 资源树	20
图表 35: 小老虎丹尼尔形象	20
图表 36: 动漫产业链	21
图表 37: 皇氏儿童水牛奶	22
图表 38: 皇氏学生奶系列	22
图表 39: 盛世骄阳业务模式示意图	22
图表 40: 盛世骄阳渠道布局	23
图表 41: 盛世骄阳部分合作网络渠道	23
图表 42: 盛世骄阳渠道与互联网电视渠道合作方式	24
图表 43: 新动漫频道节目单 (7 月 9 日)	24
图表 44: 以伴你成长为核心搭建幼教 T2O2O 平台	25
图表 45: 北广高清“最爱迪士尼”点播包	26
图表 46: 宝贝走天下新版界面	26
图表 47: 盛世骄阳 (伴你成长) 在乐视网渠道合作动漫幼教专区	27
图表 48: 中投视讯网页	28
图表 49: 卡酷传媒主要品牌	28
图表 50: 碧海银帆智能幼教产品	29
图表 51: T2O2O 的商业闭环	29
图表 52: 皇氏集团互联网金融生态圈	30
图表 53: 影视宝概况	30
图表 54: 完美在线优势	31
图表 55: 臻品悦动旗下优盒网官网	32
图表 56: 臻品悦动发展成就和优势资源	32
图表 57: 易直播业务体系	33
图表 58: 2015 年中国在线直播市场数据	34
图表 59: 易直播引入 VR 技术 (VR 视角效果图)	34
图表 60: SAAS 服务市场规模保持快速增长	35
图表 61: 皇氏集团业务战略版图	35
图表 62: 影视传媒同行估值比较 (更新日期 2016-7-11)	36
图表 63: 幼教产业同行估值比较 (更新日期 2016-7-11)	36
图表 64: 乳业产业同行估值比较 (更新日期 2016-7-11)	37
图表 65: 财务预测摘要	38

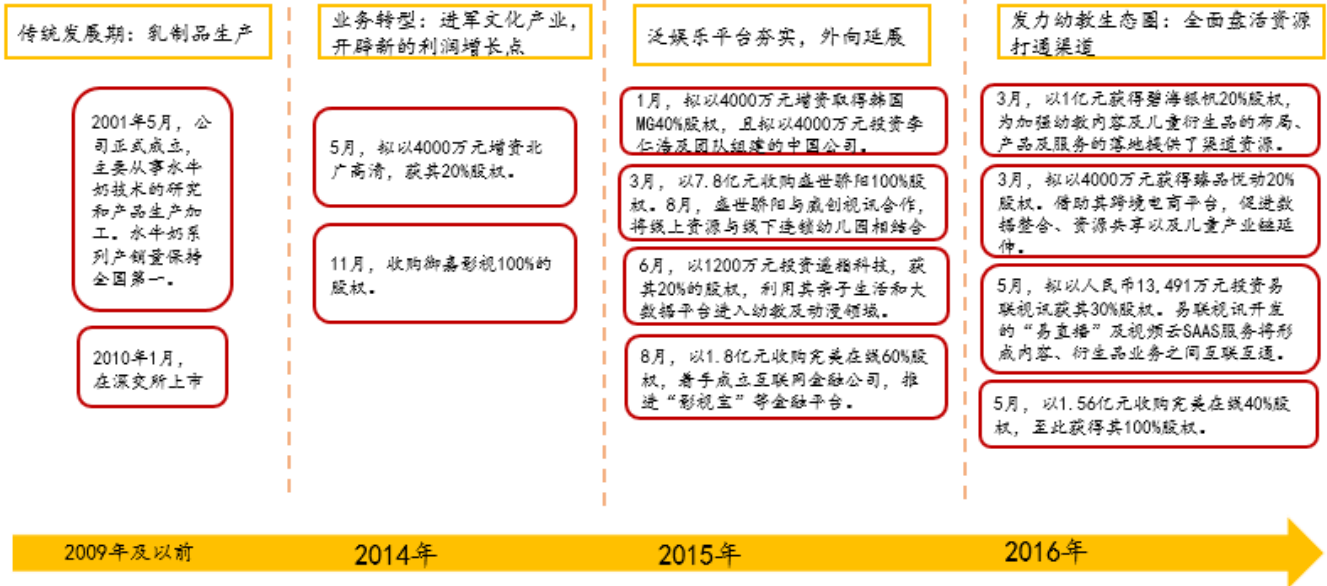
公司概述：乳业+文化双主业战略夯实，品牌溢价与平台衍生能力凸显

2010年1月6日，公司依托皇氏乳业传统业务优势成功上市，2014年通过收购御嘉影视及增资北广高清转型切入文化领域，后更名皇氏集团。之后加快了围绕泛娱乐平台建设的并购重组，先后收购盛世骄阳等增强影视内容及渠道控制力。公司目前已形成了乳业及文化传媒业务协同发展的经营模式，两大业务板块均具有较强的竞争优势：

※乳制品行业方面：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，拥有并控制了广西近80%水牛奶可控奶源，水牛奶系列产品产销量始终保持全国第一。作为区域性品牌的城市型乳制品企业，除广西、云南两大核心区域外，业务已延伸至湖南、贵州等西南省份，西南第一乳企的根基进一步夯实。

※文化传媒行业方面：近两年来公司积极推动文化业务板块产业链上下游的并购，沿着内容与渠道并举的清晰路径进行，一方面以优质内容为突破点，通过IP提升皇氏品牌溢价和基本商业变现，包括积累了皇氏御嘉影视及盛世骄阳的丰富IP资源以及韩国MG、中南卡通等在内容方面的战略合作。另一方面以娱乐、幼教、金融、电商等多业务切入，打造覆盖过亿用户的互联网平台力图在底层实现数据共享和数据变现。目前，公司“内容制作—媒体运营—终端传播—衍生品开发”的文化全产业链布局已经建立，公司文化板块业务领域已涵盖影视制作及发行、版权内容及运营、动漫幼教内容及亲子O2O互动平台、儿童衍生品开发等几大方面；并正进一步夯实和完善文化板块业务，整合动漫、幼教资源，搭建国内最大的亲子幼教及动漫新平台。未来集团将继续通过幼儿教育、儿童消费类产品的深入开发及渠道的建设和拓展，使公司乳业板块与文化板块之间形成良好的业务延展性，完美在线的加入和P2P公司成立将进一步为集团后续整合提供强大支持，臻品悦动、易联视讯等也积极助力公司各业务板块协同构成闭环。

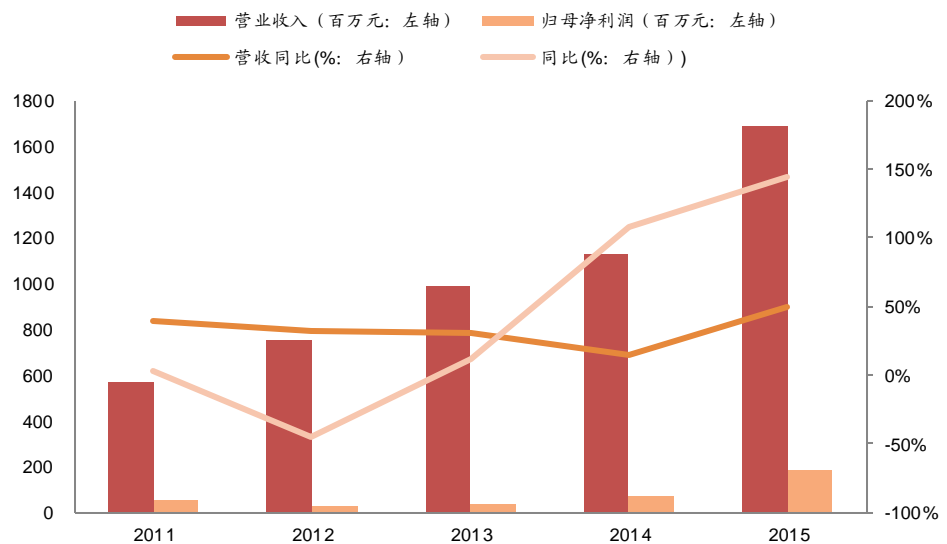
图表 1：皇氏集团历史沿革图



来源：天风证券研究所

公司 15 年营业收入 16.85 亿元，同比增长 49.09%，净利润 2.15 亿元，同比增长 139.58%，扣非后净利润 1.75 亿元，同比增长 167.60%，主要受益于收购盛世骄阳并表。总资产 44.54 亿元，同比增长 95.47%。

图表 2：皇氏集团 2011-2015 年营业收入和利润



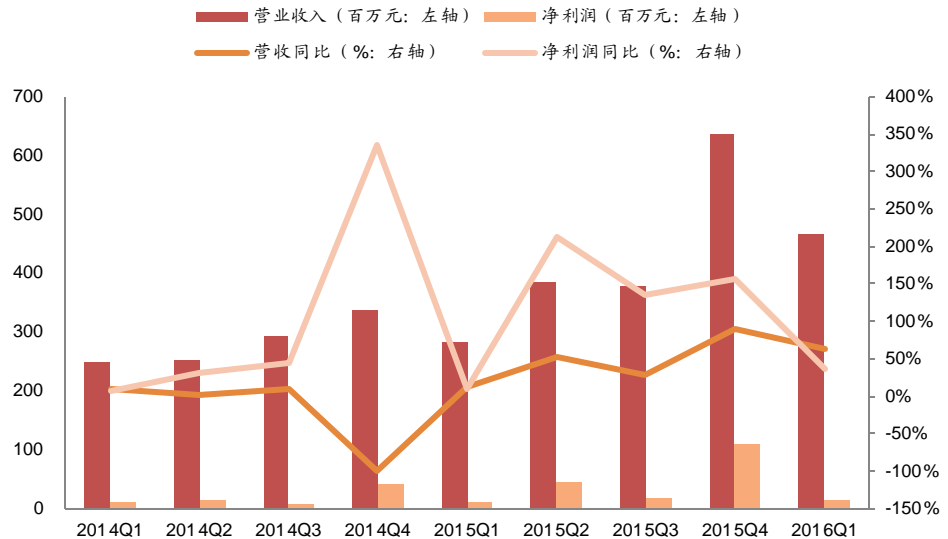
来源：wind，天风证券研究所

16 年 Q1 公司营业收入 4.65 亿元，同比增长 63.48%，净利润 1622.97 万元，同比增长 37.61%；主要因公司销售规模扩大及合并盛世骄阳、完美在线等公司合并报表所致。

公司持续扩大乳业板块业务的销售规模及落实文化板块业务的整合发展，同时与上年同期相比，公司的合并财务报表范围增加了盛世骄阳、完美在线等公司，预计公司 2016 年 1-6 月经营业绩较上年同期有所增长。根据公司预告，2016H1 公司归母

净利润预计 5661.47 万元，变动幅度为 50%—80%，净利润变动区间为 8492.21-10190.65 万元。我们预计在 70-80%范围，上半年净利润体量在 1 亿左右。

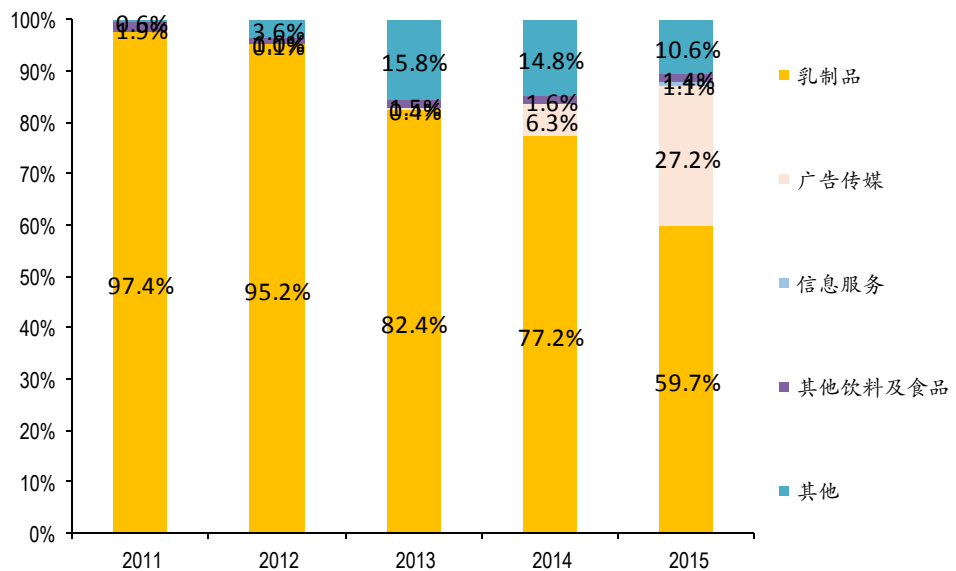
图表 3: 皇氏集团转型以来 (14 年以来) 季度营业收入和利润



来源: wind, 天风证券研究所

公司双主业战略不断夯实，传统乳业收入占比结构改善，2014 年和 2015 年广告传媒板块的营收明显增加。目前主要收入来自乳制品生产销售和影视剧制作发行等业务。

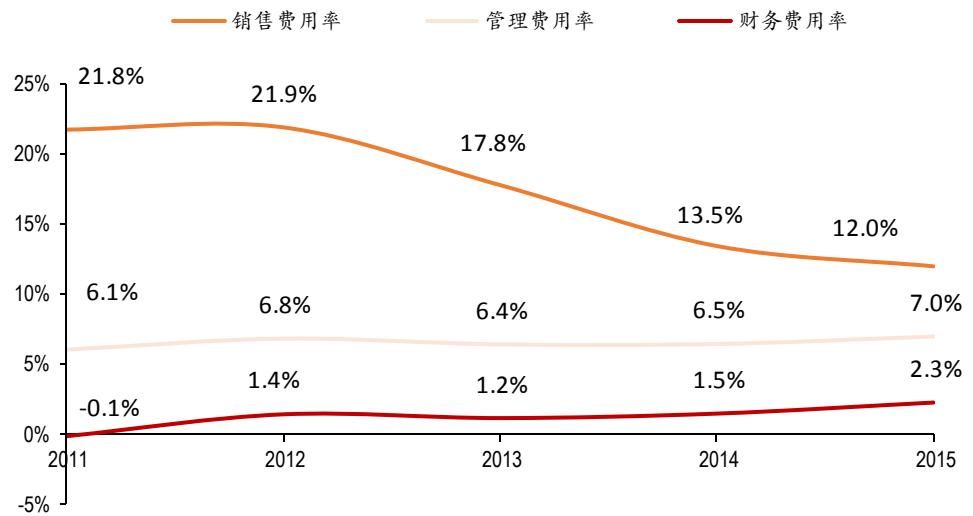
图表 4: 皇氏集团 2011-2015 年各业务营收占比 (单位: %)



来源: 天风证券研究所

2015 年公司销售费用为 2.01 亿元，同比增长 32.95%，主要因为公司销售收入增加及合并盛世骄阳报表所致；管理费用为 1.18 亿元，较去年同期增长 61.37%，主要因为公司筹建田东生态牧场摊销土地租金及合并皇氏御嘉影视、盛世骄阳报表。财务费用较去年同期增加 127.26%，原因为银行借款增加及合并报表所致。

图表 5: 皇氏集团 2011-2015 年各三项费率 (单位: %)



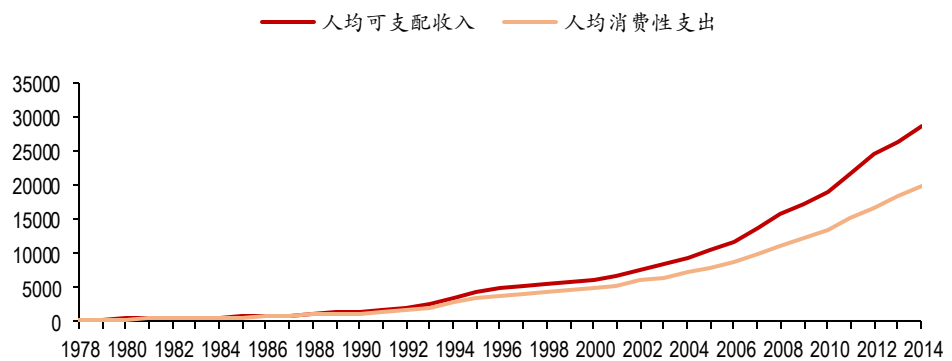
来源: 天风证券研究所

行业分析: 文化产业仍处黄金时代, 幼教市场增长红利显著

经济背景: 中等收入阶层崛起将直接拉动文教娱乐消费

2014 年中国平均可支配收入 20167 元 (3295 美元), 城镇居民人均可支配收入 2.88 万元 (4712 美元), 已跨入中高等收入国家的行列。按照世界银行的最新定义, 低收入国家是指人均国民收入在 824 美元以下, 中低收入国家是 825 美元至 3254 美元之间, 中高等收入国家是在 3255 美元至 10064 美元之间, 高收入国家则超过 10065 美元。

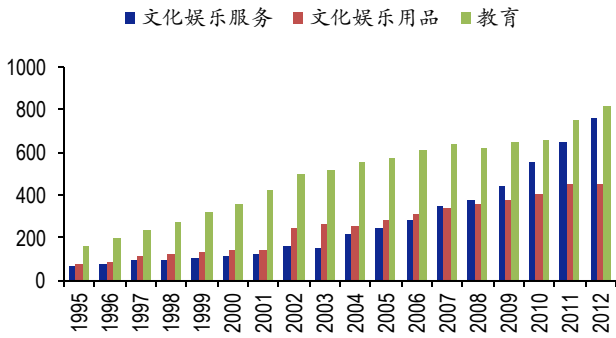
图表 6: 1978-2014 城镇居民人均可支配收入和人均消费性支出



来源: 国家统计局, 天风证券研究所

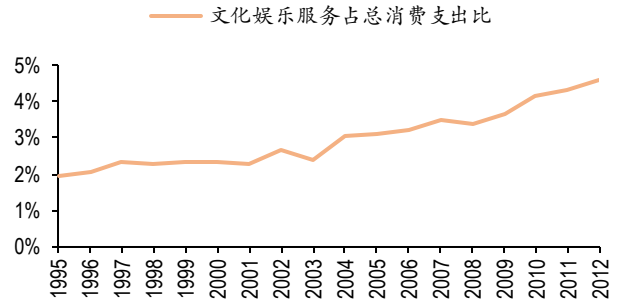
从消费结构上看, 用于文教娱乐消费逐年提升。文化娱乐用品支出和教育支出两个领域增速相对较低。如单独考虑文化娱乐服务, 其消费支出比重已从 1995 年的 1.95% 增至 2012 年的 4.57%。

图表 7: 教育文化娱乐服务消费支出结构



来源: 国家统计局, 天风证券研究所

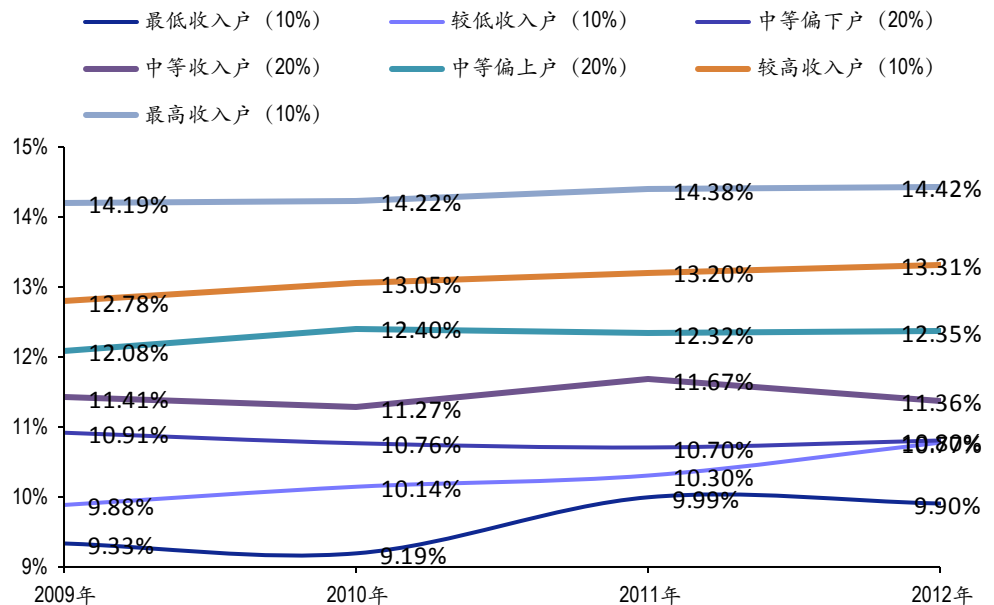
图表 8: 文化娱乐服务占总消费支出比重



来源: 国家统计局, 天风证券研究所

此外, 收入提升对文教娱乐的消费推动明显。根据国家统计年鉴提供的数据, 人均文教娱乐现金消费占总现金消费比重, 最低收入户中仅有 9.9%, 而最高收入户高达 14.41%。可支配收入的提升对推动消费升级有明显推动。

图表 9: 按收入等级分城镇居民家庭平均每人全年文教娱乐现金消费支出占总现金消费支出百分比



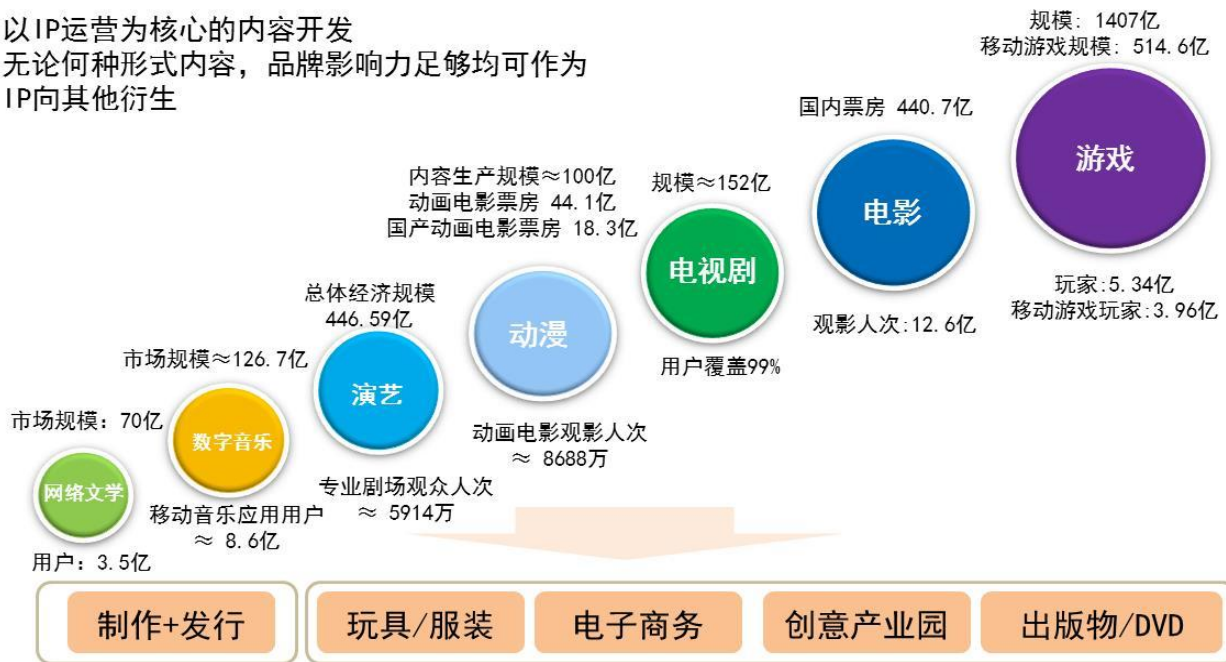
来源: 国家统计年鉴, 天风证券研究所

文化娱乐: 以 IP 为轴心的泛娱乐产业继续蓬勃发展

由于内容本源一致, 以 IP 运营为核心的内容开发可以横跨不同娱乐版块, 并且可向下游进行多形式的衍生开发, 而互联网的高度渗透又推动了游戏、文学、动漫、影视、戏剧等多领域共生的泛娱乐新生态。同时受益于整体经济发展带动的文化娱乐消费占比提升以及以 90 后、00 后为代表的新娱乐大众崛起, 泛娱乐产业整体及各细分领域仍处于蓬勃发展的黄金时代。

图表 10: 以 IP 为核心的泛娱乐产业蓬勃发展

以IP运营为核心的内容开发
无论何种形式内容，品牌影响力足够均可作为
IP向其他衍生



来源：天风证券研究所根据互联网公开资料整理

► 电视剧：IP 剧吸睛效应显著，互联网播映渠道崛起

2015 年，电视剧在 IP 剧、90 后、台网联动、付费观看等一波波浪潮中不断重塑。

从题材上看，IP 改编剧天然具备知名度及粉丝效应，更易触达受众情感，容易吸引更多受众，横向上则能够进行电影、游戏、衍生品等多业态协同开发。2015 年收视率排行前 5 的电视剧中，IP 改编作品占据 2 席，在网络平台端 IP 剧优势更为明显，网络点击量前 5 名剧目里 IP 剧高达 4 部。

从渠道上看，网络播放平台逐渐成为重要一星。2014 年仅有《古剑奇谭》一部作品网络点播量破 50 亿，2015 年网络播放量 TOP10 的电视剧作品网络播放量均超过 50 亿，其中《花千骨》播放量 201.35 亿次，2015 年底播出的跨年大戏《半月传》收官后全网播放量则高达 208 亿次。

图表 11：2015 年热播剧平均收视 TOP10

排名	剧目	平均收视
1	《武媚娘传奇》	3.03%
2	《半月传》	2.09%
3	《花千骨》	1.98%
4	《锦绣缘华丽冒险》	1.88%
5	《伪装者》	1.83%
6	《活色生香》	1.73%
7	《神犬小七》	1.66%
8	《妻子的谎言》	1.54%
9	《老农民》	1.53%
10	《偏偏喜欢你》	1.48%

来源：腾讯娱乐、天风证券研究所

注：CSM50 收视率截至 2015 年 12 月 27 日，《半月传》抓取前 16 集在双平台上播出的电视剧收视率最高值。《半月传》全剧东方卫视 CSM50 平均收视率 2.867%，单集最高 4.177%，北京卫视 CSM50 平均收视率 2.809%，单集最高 4.125%

图表 12：2015 年热播剧网络点击量 TOP10

排名	剧目	网络播放量 (亿次)
1	《花千骨》	201.35
2	《武媚娘传奇》	112.81
3	《琅琊榜》	97.21
4	《何以笙箫默》	81.27
5	《云中歌》	76.81
6	《克拉恋人》	74.77
7	《虎妈猫爸》	61.26
8	《大秧歌》	57.65
9	《伪装者》	52.12
10	《千金女贼》	51.03

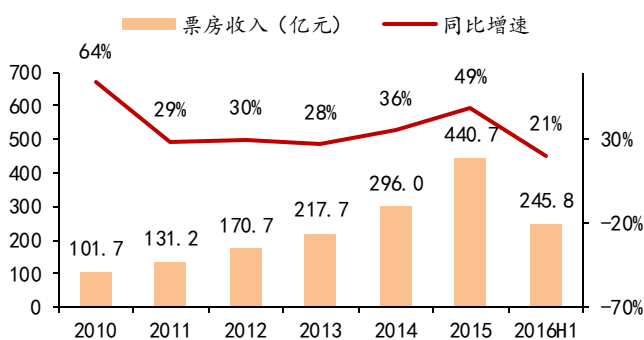
来源：腾讯娱乐、天风证券研究所

注：《半月传》横跨 2015/16 年，尚未计入 2015 榜单。

► · 电影：2016 年 H1 全国票房 246 亿元，票房及观影人次同比增速均超过 20%

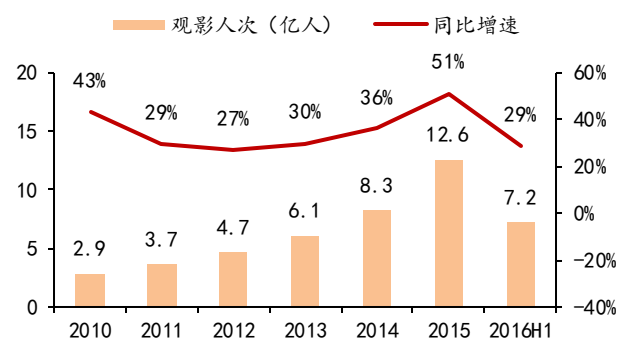
2015 年中国电影总票房以 440.69 亿完美收官，同比增长 48.7%。2015 年全年观影人次为 12.6 亿，同比增长 51.08%。2016 年电影市场整体增速有所下降，2016 年上半年，全国电影票房 246 亿元，同比增速仍然超过 20%。

图表 13：2010 年-2016H1 中国电影票房收入



来源：艺恩咨询，国家电资办，天风证券研究所

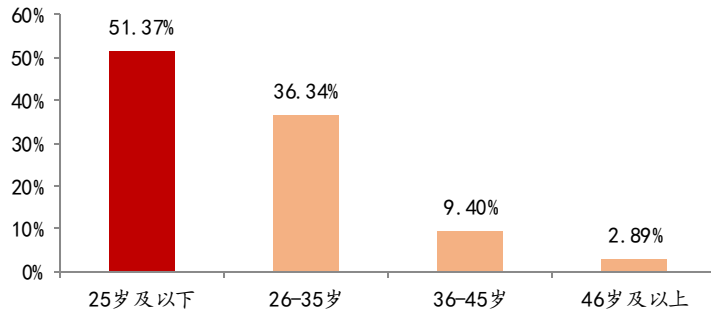
图表 14：2010 年-2016H1 中国电影观影人次



来源：艺恩咨询，天风证券研究所

主流观影人群呈现明显的年轻化的趋势。根据淘票电影计数据，2015 年 25 岁及以下观影人群占比 51.37%。

图表 15：2015 年电影观影人群不同年龄占比



来源：淘宝电影，天风证券研究所

➤ 网络剧&网大：在题材创新和精品制作中快速成长

2014 年开始起步的网络剧正经历着井喷式的增长。2015 年全网共上线网剧作品 379 部，同比 2014 年的 205 部同比增长 85%，其中共 9 部网剧播放量突破 10 亿次，51 部网剧播放量过亿，全年网剧累计播放量达 229 亿次。2015 年底上线，2016 年 1 月播映完结的《太子妃升职记》则以单日最高过两亿、完结时总计超过 24 亿的播放量刷新网剧播放记录。

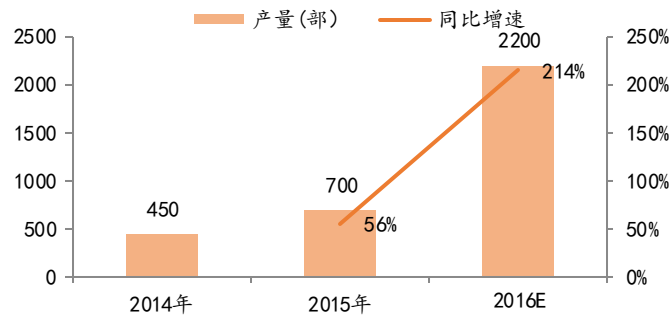
图表 16：2015 年网剧全网点击量 TOP 排行榜

名次	2015 年 TOP10	点击量(亿次)	播放平台	制作方	集数
1	盗墓笔记	28.12	爱奇艺	欢瑞世纪	12
2	花千骨 2015	15.68	爱奇艺	慈文、视骊	32
3	暗黑者 2	14.28	腾讯	慈文、视骊	51
4	屌丝男士第四季	11.7	搜狐视频	搜狐视频	8
5	他来了请闭眼	11.5	搜狐视频	搜狐视频、SMG 尚世影业、山影、正午阳光	22/24
6	灵魂摆渡 2	10.82	爱奇艺	完美建信	20
7	执念师	10.8	PPTV、搜狐视频	聚力传媒、慈文、视骊、金狐文化	20
8	校花的贴身高手	10.52	爱奇艺	世像文化、沃影传媒	24
9	无心法师	10.5	搜狐视频	搜狐视频、唐人	20
10	蜀山战纪（全四季）	8.6	爱奇艺	稻草熊影业	40

来源：娱乐资本了，天风证券研究所 注：《太子妃升职记》横跨 2015/16 年，尚未计入 2015 榜单

2015 年开始，以《道士出山》为标志，网络大电影进入了一个快速成长期。《道士出山》1、2 部累计实现点击量 3.4 亿，以低成本获得较高收益。2016 年全网预计产出网络大电影 2200 部，同比增长 214%。

图表 17：2014-2016 年网络大电影全网产量

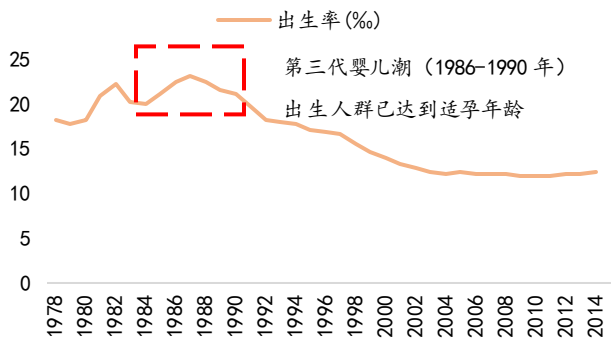


来源：骨朵传媒，天风证券研究所

幼儿教育：新生儿红利和市场旺盛需求带来发展空间

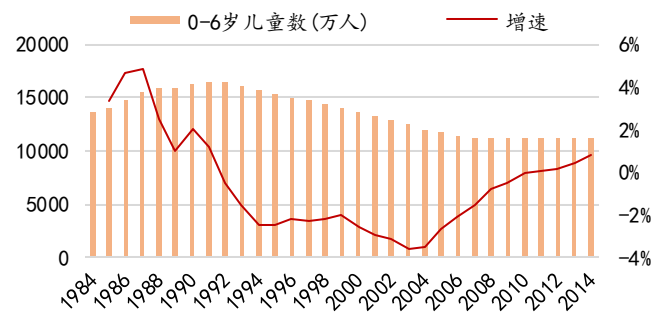
自 2005 年起，我国 0-6 岁儿童数量在 1.1 亿人次左右，随着第三代婴儿潮出生人口已经达到适孕年龄，以及 2015 年二孩政策的全面放开，双重利好将推动 0-6 岁儿童数量增长，幼教市场有望持续受益。

图表 18：1978 年-2015 年中国人口出生率(%)



来源：wind，天风证券研究所

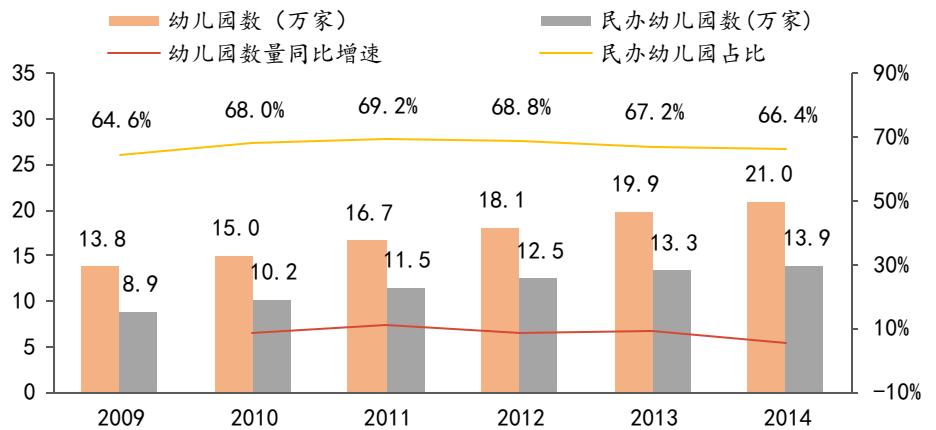
图表 19：1984 年-2014 年中国 0-6 岁儿童数量(亿)



来源：国家统计局，天风证券研究所

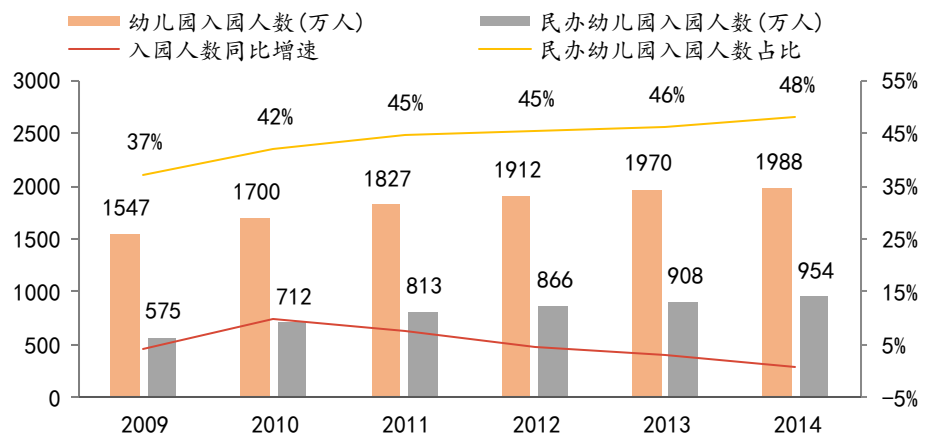
2014 年我国幼儿园园数达 20.99 万所，同比增长 5.71%，入园幼儿数达到 1988 万人，同比增长 0.9%。2014 年《全国教育事业统计公报》显示，全国学前三年毛入学率 70.5%，教育部、发改委、财政部《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》提出，到 2016 年，全国学前三年毛入园率达 75%左右。预计到 2020 年，中国幼儿园总数将超 30 万家，其中民办幼儿园是市场发展主力军。

图表 20：2009 年-2014 年中国幼儿园及民办幼儿园数量



来源: wind, 天风证券研究所

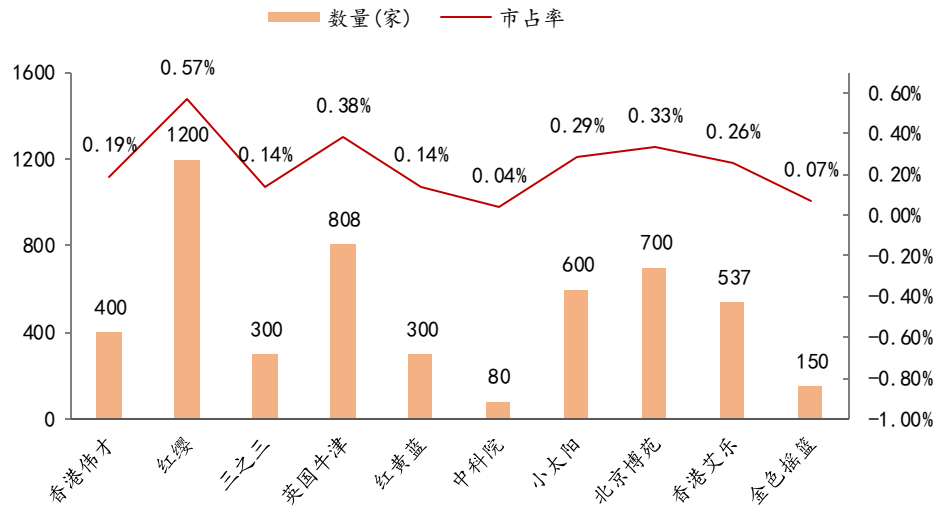
图表 21: 2009 年-2014 年中国幼儿园及民办幼儿园入园学生人数 (万人)



来源: wind, 天风证券研究所

从市场格局看, 中国幼教市场较为分散, 前 100 家民办幼儿园机构市占率不足 5%, 未来存在整合发展空间。

图表 22: 中国代表性幼儿园品牌加盟数量及市占率

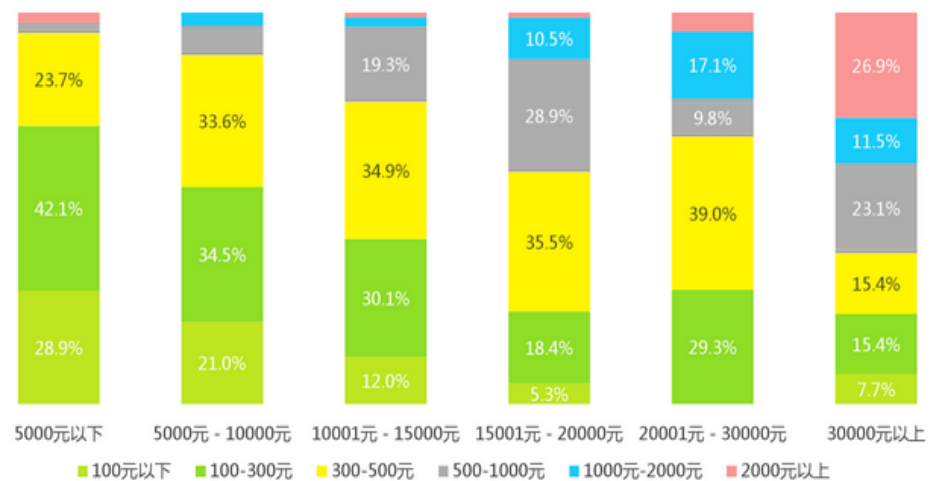


来源：互联网公开资料，天风证券研究所

从家庭消费支出分析，中国家庭典型“4+2+1”的结构导致孩子已经成为家庭消费的核心，而普遍具备高学历和一定消费能力的80、90后父母对孩子进行早期教育重视程度也较高。

根据艾瑞咨询统计，0-6岁家庭月收入在3万元以上家庭在早教产品每月支出费用在500元以上的占比61.5%。

图表 23：2016 年中国 0-6 岁家庭月收入/平均月教育产品支出情况



来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

公司分析：优质 IP 提升品牌溢价，渠道渗透铸就平台价值

丰富储备与优质内容为体，IP 提升皇氏品牌溢价

➤ 御嘉影视和盛世骄阳是皇氏体系内优质内容提供方

御嘉影视：专注精品电视剧制作发行

御嘉影视是集精品电视剧、舞台剧制作及发行于一体的文化传媒企业，主要经营电视剧制作及话剧制作、电视综艺、专题片等。2014年11月，皇氏集团以6.825亿元收购御嘉影视100%股权，同时御嘉影视更名为皇氏御嘉影视。

御嘉影视承诺2014-2017年扣非归母净利润分别不低于6,500万元、8,775万元、1.18亿元、1.60亿元，2015年御嘉影视实现扣非归母净利润8,871.45万元，超额完成业绩承诺。

图表 24：御嘉影视承诺业绩及实现情况（单位：万元）

年份	2015年	2016年	2017年
承诺业绩（万元）	8,775	11,846	15,992
同比增速	35%	35%	35%
实际实现业绩（万元）	8,871		
同比增速	33.38%		

来源：公司公告，天风证券研究所

御嘉影视自成立以来，一直专注于精品电视剧，其制作发行的《我爱男保姆》、《我爱男闺蜜》、《大男当婚》、《永不回头》、《三十岁，你好！》等剧集已分别在中央电视台、东方卫视、北京卫视、深圳卫视、山东卫视、安徽卫视、浙江卫视等卫视频道上映，取得了优异的收视成绩，积累了良好的业界口碑。

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《我爱男闺蜜》一剧，由著名导演汪俊、实力编剧李潇携手一线明星黄磊、陈数共同打造，收获高收视率及良好口碑。首轮播出期间，该剧在四大卫视播放收视率所占的市场份额合计位列全国第一。2016年3月，御嘉影视联合广东华夏电影传播有限公司推出的电视剧《我爱男保姆》同样取得了较好的收视率，并荣获“江苏2015年度最佳都市情感剧”奖项。

图表 25：2007年以来御嘉影视主要投资制作电视剧一览

序号	作品名称	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
7	我爱男保姆	35	联合享有	(粤)剧审字(2015)第010号
8	云巅之上	49	联合享有(御嘉影视占70%，东阳欢娱占30%)	(津)剧审字(2015)第010号
9	红色护卫	30	联合享有	

来源：公司官网，天风证券研究所

图表 26：电视剧《我爱男保姆》4月1日网络点击量情况（单位：万次）



来源：Vlinkage，天风证券研究所

此外，御嘉影视还与东阳欢娱、北京喜多瑞、浙江中南卡通等影视公司展开全面合作，合作内容包括签约知名演员、知名导演、编剧、剧本以及真人动漫、电影、优秀剧目互投等领域。

图表 27：御嘉影视与东阳欢娱、中南卡通、北京喜多瑞合作内容介绍

时间	合作方	合作内容
2015.4	东阳欢娱影视（于正创立）	<p>签署《全面战略合作框架协议》，在剧作选题、优秀剧本、编剧人员、演员、导演、剧作投资、新媒体运营、周边产品等与文化传媒相关的各领域、环节共享资源。皇氏集团、御嘉影视充分利用文化产业链及资金优势，东阳欢娱影视充分输出其掌握或合作的行业资源（包括签约知名演员、知名导演等在影视制作方面与公司、御嘉影视合作等）。</p> <p>御嘉影视与东阳欢娱影视联合投资的首部电视剧《云巅之上》已于 2015 年 4 月 18 日在天津开机，该剧投资约 1 亿元人民币（其中：御嘉影视占 70%，东阳欢娱影视占 30%）。</p>
2015.5	中南卡通	<p>签署《全面战略合作框架协议》，在真人动漫剧作选题、优秀剧本、编剧、导演、电影、优秀剧目互投、周边产品等与文化传媒相关的各领域、环节共享资源。皇氏集团、御嘉影视充分利用文化产业链及资金优势，中南卡通充分输出其掌握或合作的行业资源。</p>
2015.5	北京喜多瑞	<p>签署《全面战略合作框架协议》，就影视剧版权交易等文化传媒领域的业务展开合作。以公司、皇氏御嘉影视现有的、未来的其他下属平台、合作平台为运营主体，充分发挥喜多瑞丰富的影视剧编剧和版权资源以及良好的行业口碑，建立长久的互利合作机制。</p>

来源：公司公告，天风证券研究所

在话剧制作方面，御嘉影视亦具有较强的创作运营能力。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。《爱谁谁、谁爱谁》截至目前已全国公演 200 余场，受到广大观众的一致好评。

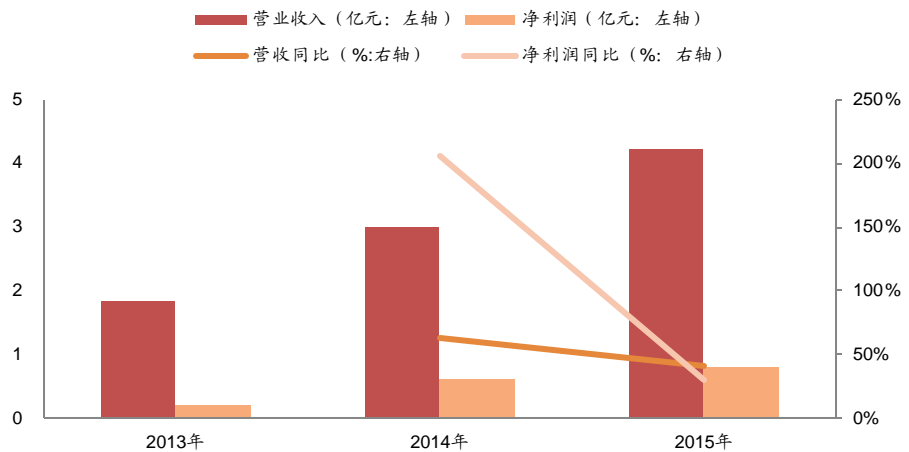
御嘉影视精品电视剧作品以及话剧制作优势一方面为公司积累了大量优质版权，

另一方面也体现出御嘉在精品影视剧方面制作优势，能够有能力通过精品电视剧、话剧等承接优质 IP 甚至培育自主 IP 品牌。

盛世骄阳：从影视节目数字版权分销商升级为版权运营商，以及幼教领域领先者

北京盛世骄阳文化传播有限公司 2009 年 7 月由徐蕾蕾女士创立，是中国领先的新媒体影视节目整合、发行和运营公司，专业从事影视内容新媒体发行与运营，是目前国内最大的影视节目数字版权分销商。盛世骄阳独家享有国内外影视节目（包含电视剧、幼教、动漫节目等）超过 40,000 集/（部）的信息网络传播权，拥有超过十万分钟的儿童动漫和幼教内容资源，持有数十部国际知名优秀动漫节目的中国区独家全 IP 开发权，与国内 98% 的主流视频网站和新媒体播出平台建立了长期的良好合作关系。

图表 28：盛世骄阳 2013-2015 年营收和净利润



来源：天风证券研究所

2015 年 7 月，皇氏集团完成购买盛世骄阳 100% 的股权，交易价格 7.8 亿元。盛世骄阳承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别不低于 7,500 万元、9,000 万元、1.08 亿元，同时，盛世骄阳 2015 年-2017 年运营收入比例指标（指运营收入占营业收入的比例）分别不低于 45%、55%、65%。2015 年盛世骄阳实现扣非归母净利润 7,699.59 万元，完成率 102.66%，运营收入比例实现数 45.79%。

图表 29：盛世骄阳承诺业绩及实现情况（单位：万元）

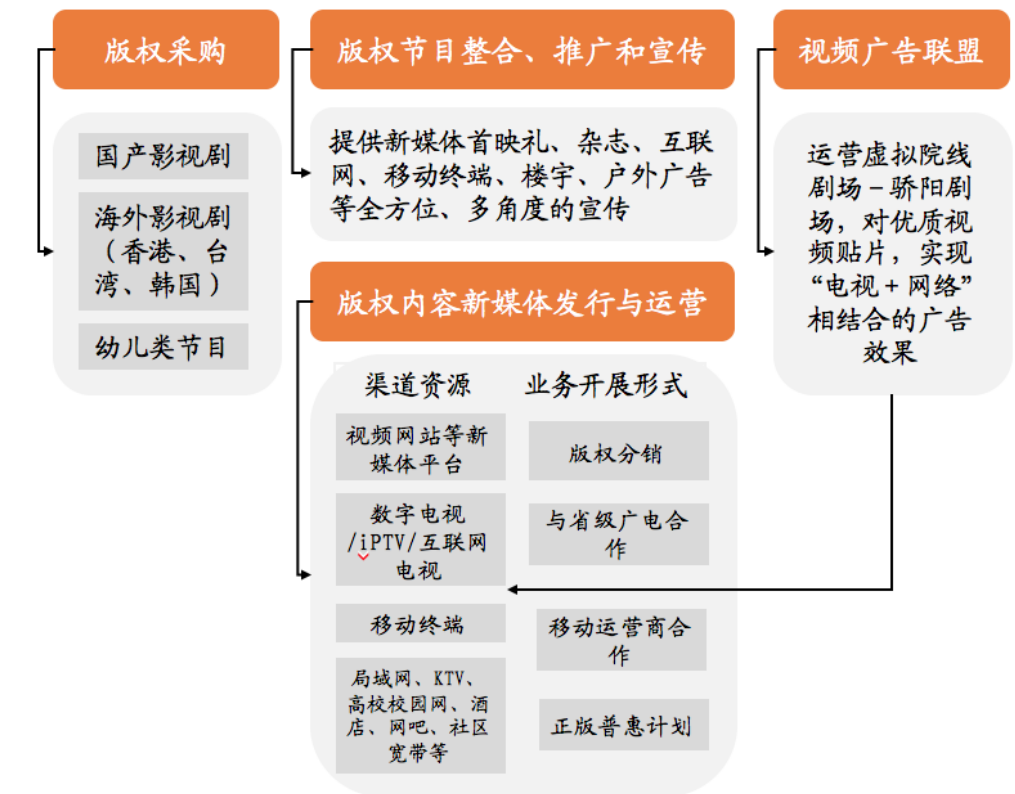
年份	2015 年	2016 年	2017 年
承诺业绩(万元)	7,500	9,000	10,800
同比增速		20.00%	20.00%
实际实现业绩 (万元)	7,947		
同比增速	30.47%		

来源：公司公告，天风证券研究所

作为国内专业从事影视内容新媒体发行与运营的机构，盛世骄阳主要开展业务分为包括：1) 新媒体版权节目整合与宣推；2) 新媒体版权节目发行；3) 数字电视/IPTV

发行；4) 正版普惠计划；5) 视频广告联盟；6) 其他渠道发行；7) 合作搭建视频平台业务。

图表 30: 盛世骄阳主要业务版图



来源：公司官网，天风证券研究所

在版权储备方面，盛世骄阳已与包括华策影视、新文化、长城影视、光线影业、中影集团等在内的国内外近 200 家知名影视制作方缔结合作关系，拥有全球影视娱乐节目资源且独家享有国内外影视剧超过 35000 集（部），在新媒体市场的版权及渠道占有率高达 80%以上。

盛世骄阳拥有播映版权类型包括同步国产电视剧，同步国产电影，韩剧，台湾偶像剧，港剧、经典香港电影、经典国产电视剧等，拥有新版四大名著、《大宅门 1912》、《精忠岳飞》、《龙门镖局》等亿元精品大剧的独家新媒体版权。同时 2012 年起，公司新增 30 万分钟综艺娱乐及教育健康类节目，包括热门幼教益智节目、经典流行相声、魔术表演、戏曲、美食等。

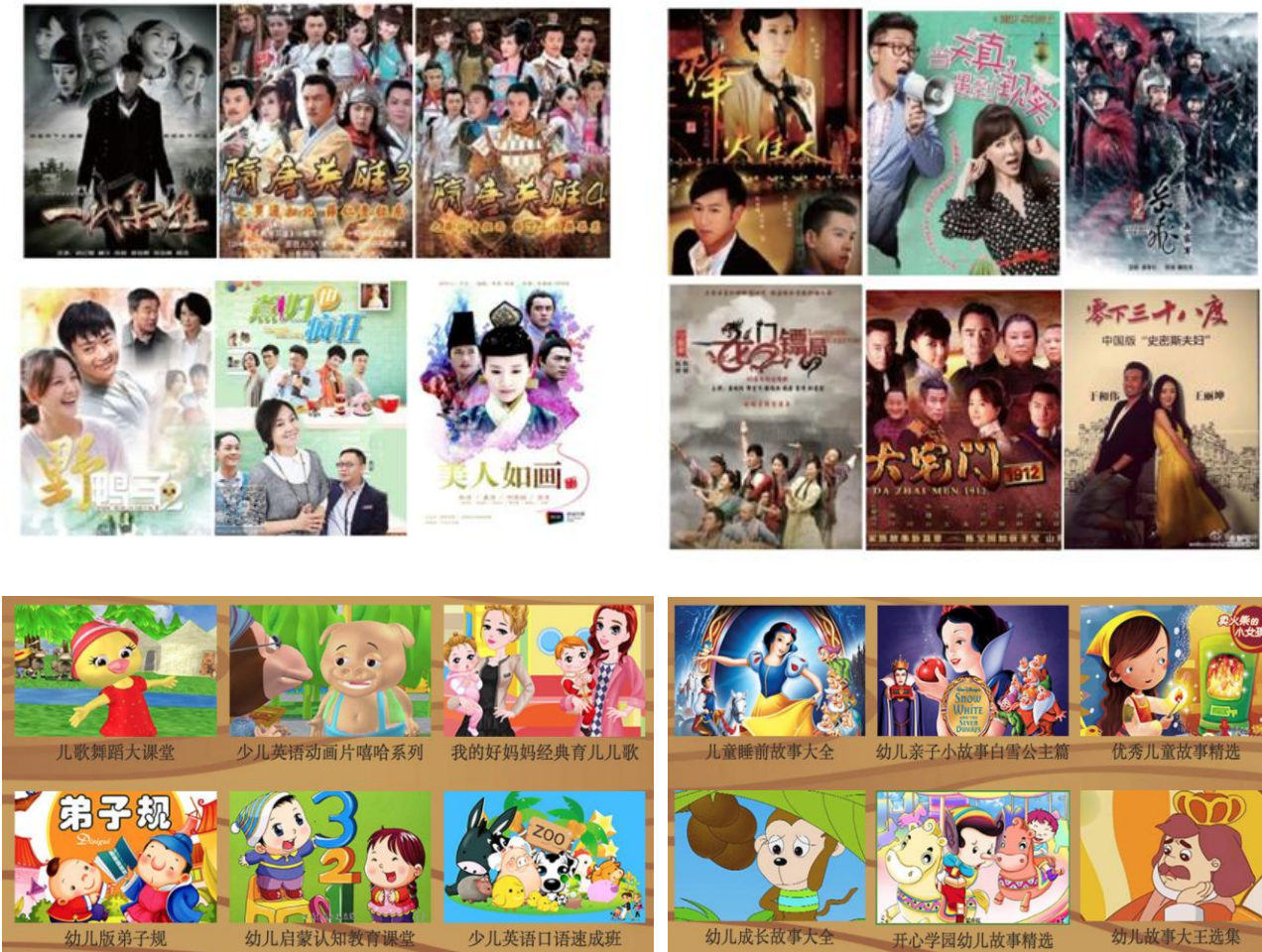
图表 31: 盛世骄阳新媒体版权资源

内容类型	数量	主要代表	备注
国产影视剧	3.5 万部(集)	新版四大名著、《隋唐英雄》、《美人如画》、《家的N次方》、《大宅门 1912》、《精忠岳飞》、《龙门镖局》等电视剧；《喜羊羊与灰太狼 3》、《疯狂的导演》、《摇摆 de 婚约》、《天地逃生》等 19 部中外电影	高清节目占比超过 20%
海外影视剧		主要来自于香港 ATV，台湾中天、八大，韩国 KBS、MBC 等影视公司	

幼儿类节目	《双语不用教》、《睡前小故事》、《中华德育故事》、《一千零一夜》等
-------	-----------------------------------

来源：公司公告，天风证券研究所

图表 32：盛世骄阳部分上游内容版权代表作



来源：公司公告，天风证券研究所

➢ 亲子幼教细分领域 IP 储备领先

皇氏集团在亲子幼教领域版权储备突出。盛世骄阳拥有 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，拥有大量儿童幼教和幼儿动漫内容资源，包括《蓝猫淘气 3000 问》、《四大名著》、《中华德育故事》、《双语不用教》、《左右脑智力开发》、《幼儿启蒙英语系列》、《幼儿儿歌系列》、《一千零一夜》、《睡前小故事》等。

图表 33：爱奇艺盛世骄阳系列幼儿专区



来源：爱奇艺官网，天风证券研究所

2015年7月，盛世骄阳子公司伴你成长成立，核心业务是家庭娱乐节目制作，动漫频道及传媒网络运营，国内外动漫、幼教IP的本地化营销及衍生品授权，相关硬件产品的研发和销售等，将有效整合盛世骄阳线上线下动漫资源。

在知名动漫IP品牌方面，伴你成长拥有《佩格和小猫》(Peg+Cat)、《老虎丹尼尔的邻居》、《红色自行车》、《我是梦妮》、《神探加杰特》、《洛宝贝》等自全球的知名IP。

图表 34：伴你成长 IP 资源树



来源：互联网公开资料，天风证券研究所

图表 35：小老虎丹尼尔形象



来源：互联网公开资料，天风证券研究所

皇氏集团以及御嘉影视也在幼教动漫方面积极对外合作。2015年1月，皇氏集团与韩国知名动画制作公司 MACROGRAPH 合作，皇氏集团出资 4000 万元，取得 MG 公司 40% 的股权，同时出资 4000 万元取得双方合资中国公司 40% 的股权。MG 公司主要应用 CG 技术来完成 VFX (Visual Effect, 特效视觉效果) 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，参与特效制作作品包括《功夫之王》、《R2B》、《西游降魔篇》、《西游记之大闹天宫 3D》、《钟馗降魔之雪妖魔灵》、《美人鱼》等，是目前全亚洲技术领先的制作公司。皇氏集团与 MG 强强联合有利于双方利用顶级特效共同打造优

质动漫作品。

2015年5月，皇氏集团与御嘉影视、国内最大的原创动画公司之一中南卡通签署《全面战略合作框架协议》，在真人动漫剧作选题、优秀剧本、编剧、导演、电影、优秀剧目互投、周边产品等与文化传媒相关的各领域、环节共享资源。中南卡通拥有《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，公司动画产业链再度完善，有望获取和培育更多优质动画IP，充实内容储备。

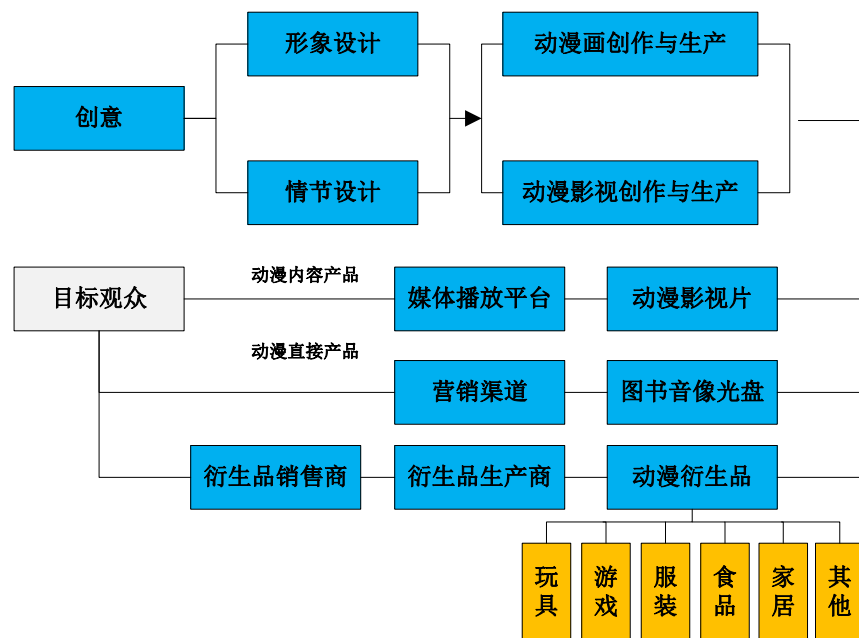
➤ IP 形象联动衍生领域助力继续放大品牌价值

动漫幼教 IP 更易向儿童相关衍生领域拓展

动漫 IP 以其形象特点，有较强的延展属性，能够与服装、食品、游戏、家居、主题公园等各个大产业进行嫁接。动漫幼教 IP 以卡通形象为主，更易向儿童相关衍生领域进行拓展，创造更高的长尾价值。

盛世骄阳子公司伴你成长主营业务包括儿童相关衍生品开发和推广，将在公司 IP 形象衍生业务中发挥重要作用。

图表 36：动漫产业链



来源：上市公司公告，天风证券研究所

2015年12月14日伴你成长与鸿富锦合作共同开发和生产儿童使用硬件、儿童穿戴设备及虚拟互联设备等产品，将有助于伴你成长线上内容、线下产品的业务链条将搭建完成。

原主业的乳业产品贡献业绩同时也能够成为 IP 衍生的重要载体

皇氏集团原有主业为乳制品制造和销售，在实行双主业运营后，乳制品行业依然

稳健发展。皇氏集团是目前国内最大的水牛奶技术研究和产品生产加工企业，拥有多项水牛奶研究发明专利。公司拥有并控制广西近 80%水牛奶可控奶源，水牛奶系列产品产销量始终保持全国第一。

在区域拓展方面，公司业务逐渐延伸至湖南、贵州等省份，在西南省份领域已经布局广西、云南、湖南和贵州，逐步夯实西南省份优势。

皇氏乳制品一方面继续为公司贡献丰厚业绩，另一方面也有望与文化产业协同，成为 IP 衍生的重要载体。公司目前乳制品包括屋顶包系列、瓶奶系列、学生奶系列等 13 项产品形式，同时是“国家星火计划乳制品加工基地”、“广西第一家学生奶定点生产企业”，如公司产品外包装印制公司动漫 IP 形象，特别是学生奶、儿童奶等定向受众产品，将有望有效宣传公司 IP 形象，扩大 IP 受众，放大 IP 价值。

图表 37: 皇氏儿童水牛奶



来源：公司官网，天风证券研究所

图表 38: 皇氏学生奶系列



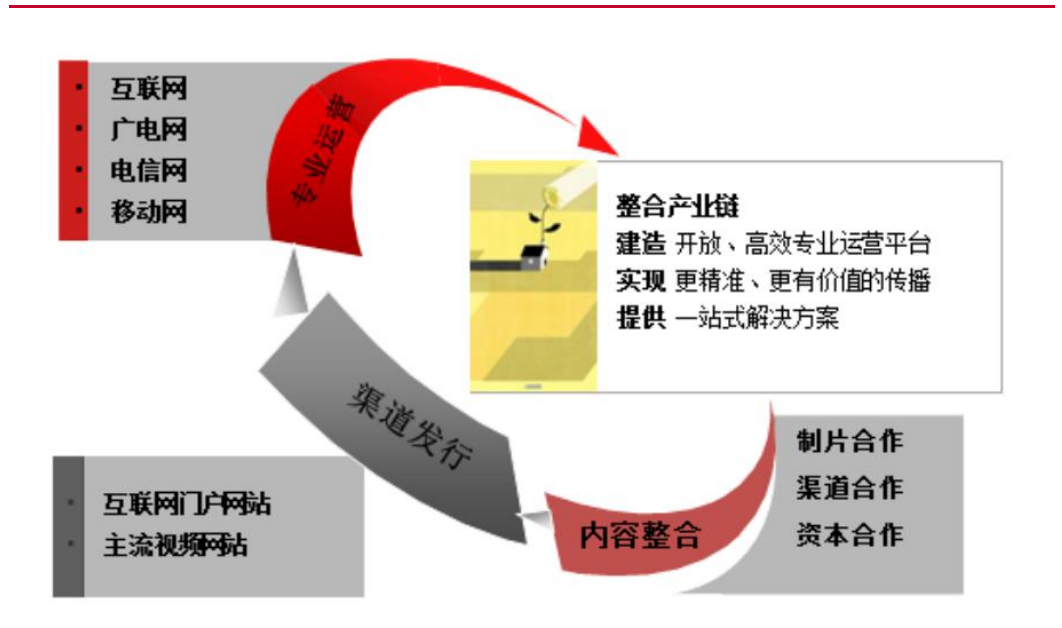
来源：公司官网，天风证券研究所

平台价值已现：娱乐教育渠道已开花，金融、移动直播、电商齐头并进

➤ 以盛世骄阳为核心搭建跨广电、电信和互联网多渠道平台

盛世骄阳以“版权+渠道+运营”为资源核心和能力核心，通过与上游合作方的制片合作、渠道合作、资本合作等方式整合优质内容资源，与下游合作方包括互联网、广电网、电信网、移动网等渠道通过新媒体版权发行、产品运营等方式进行合作，整合整条产业链，由此全面覆盖互联网、广电网、电信网、移动网等新媒体领域，搭建起开放、高效的运营平台，实现更精准、更有价值的传播。

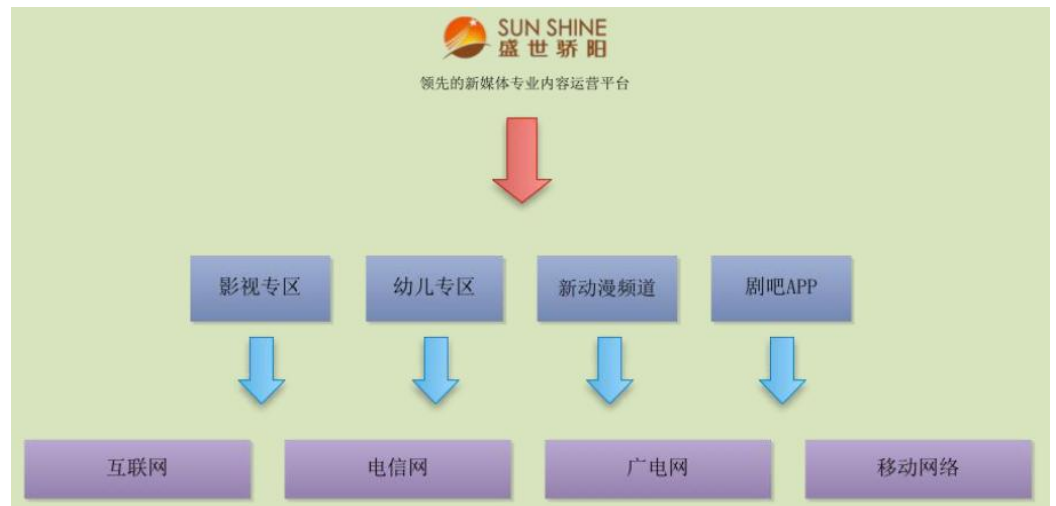
图表 39: 盛世骄阳业务模式示意图



来源：公司公告，天风证券研究所

在终端渠道方面，盛世骄阳拥有丰富的专业内容资源和专业运营能力，覆盖了新媒体所有主流渠道，在面对互联网领域、广电网领域、电信网领域、移动互联网领域多渠道开展业务，已搭建为平台型企业。

图表 40：盛世骄阳渠道布局



来源：公司公告，天风证券研究所

※互联网平台：盛世骄阳拥有强大的网络发布平台，已与国内 98% 的主流视频网站和新媒体播出平台建立了长期、良好的合作关系。盛世骄阳与搜狐、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 等垂直视频网站建立了长期业务合作，为其提供全方位影视节目综合解决方案。盛世骄阳可以将影视节目库向互联网视频媒体进行多频次、多轮数授权发行，授权期限不超过独家版权的使用期限。

图表 41：盛世骄阳部分合作网络渠道



来源：公司公告，天风证券研究所

※互联网电视平台：盛世骄阳积极布局互联网电视领域，与小米、创维电视、未来电视、鹏博士、中国国际广播电台等 10 余家互联网电视牌照方及终端厂商合作，覆盖超过 5,000 万用户。盛世骄阳与互联网电视牌照方、智能终端厂商合作建立骄阳影视专区，骄阳影视专区通过付费点播和广告收益获得收入。

图表 42：盛世骄阳渠道与互联网电视渠道合作方式

合作类别	收费方式
与互联网电视运营商合作建立影视、幼教动漫收费专区	盛世骄阳按照用户订购数量根据约定对收入进行合作分成
向互联网电视运营商提供内容，运营商免费向用户提供内容服务并加载广告	盛世骄阳按照约定对广告收入进行合作分成。

来源：公司公告，天风证券研究所

※广电网平台：盛世骄阳与有线电视网络运营商、电视台合作，通过点播业务、新动漫付费电视频道等业务形式，由盛世骄阳负责提供其拥有的影视节目内容资源，合作方提供播出平台、负责传输通道，双方共同运营并发展用户。根据已经公开资料，目前盛世骄阳合作的有线网运营商覆盖 28 个省市、自治区，覆盖用户超过 3 亿。未来，盛世骄阳将会进一步扩大广电网领域业务的合作范围、加大合作度；同时推出时尚专区等多元化、差异化产品，以满足用户需要。

盛世骄阳通过点播产品为用户提供多样化、差异化的电视剧收看体验。2015 年 8 月盛世骄阳与辽宁北方新媒体有限公司签署《辽宁广播电视条<新动漫>频道合作合同书》，获得新动漫频道 2015 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日五年独家运营权。在此期间盛世骄阳拥有《新动漫》所有动漫影视片源的经营权，共 192 部，合计 14,644 集。新动漫频道是向全国传送的有线数字付费电视频道，全天 24 小时播出，目前已经覆盖全国 41 个省、市地区，覆盖用户超过 1.28 亿。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。线下服务将充分利用《新动漫》频道的宣传资源，与动漫后产品厂商、动漫乐园等进行互动活动，代理销售动漫后产品。

图表 43：新动漫频道节目单（7 月 9 日）

 **新动漫节目单** ▶ **在线直播**

07-09 星期六 中午 晚间

00:00 动画大联播:果宝特攻 剧情 剧照
 05:00 环球动漫
 05:40 儿童剧场
 08:00 环球动漫
 09:00 爱盟幼儿园
 09:20 果宝特攻 剧情 剧照
 10:20 瓢虫贝贝之乌龙魔法 剧照

午间节目

12:00 环球动漫
 13:00 神龙拯救队 剧情 剧照
 15:00 野生动物宝宝 剧情 剧照
 16:30 精灵梦叶罗丽 剧情 剧照
 17:30 爱盟幼儿园

晚间节目

18:30 童星大联盟
 18:50 熊仔 剧照
 20:00 爱盟幼儿园
 20:20 毛毛王历险记 剧照
 21:00 动画大联播:神龙拯救队 剧情 剧照

来源：电视猫，天风证券研究所

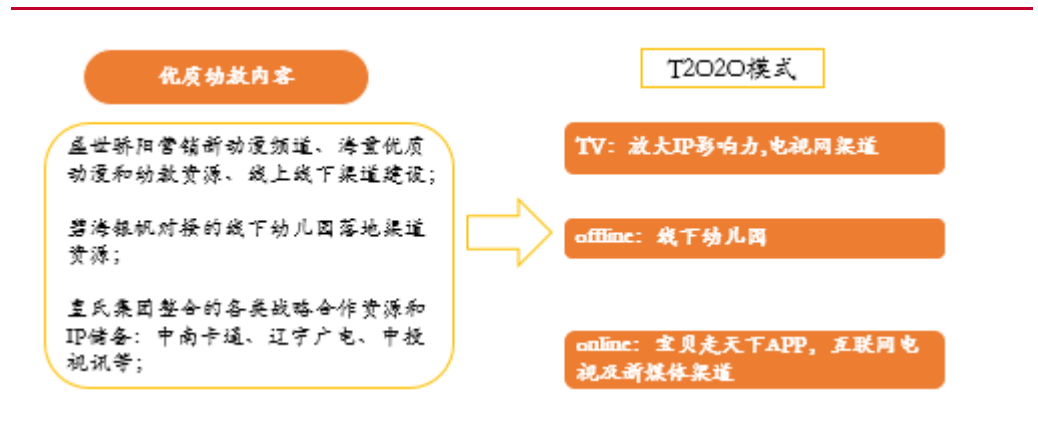
※电信网平台:盛世骄阳在电信网领域主要合作开展 IPTV 业务。盛世骄阳为电信运营商提供高清节目解决方案。目前盛世骄阳电信网业务主要以高清影视剧和幼教、动漫节目内容点播为主要盈利点。高清影视专区是盛世骄阳与电信网运营商合作运营的付费剧场。盛世骄阳负责提供高清节目内容资源及节目日常编排，电信网运营商负责提供传输通道，双方共同进行剧场的营销推广。目前盛世骄阳合作的电信网运营商覆盖 20 余省市、自治区，覆盖用户超过 5000 万。

※移动互联网平台:盛世骄阳通过与移动运营商、智能手机厂商合作等方式积极开拓移动视频业务。盛世骄阳与三大移动运营商开展合作，主要采取 CP、SP 两种业务运营方式。盛世骄阳向移动运营商提供内容，按照流量获取收益。目前盛世骄阳已经与三大移动运营商建立合作，其中包含移动视频基地、移动动漫基地、电信视频基地等，已经覆盖超过 1 亿用户。

➤ 打造幼教 T2O2O 平台，构建儿童产业生态圈

依托集团在渠道和内容的优势构建儿童产业生态圈，未来随着幼儿教育、儿童消费类产品的深入开发及渠道的建设和拓展，公司乳业板块与文化板块之间将形成良好的业务延展性，双主业闭环内的协同平台得以搭建成型。

图表 44: 以伴你成长为核心搭建幼教 T2O2O 平台



来源: 天风证券研究所根据公开资料整理

此前集团已经积累丰富的幼教内容与渠道资源, 公司 14 年 5 月增资 4000 万元获得北广高清 20% 股权, 北广高清目前运营北京广电系统唯一的高清点播运营品牌——“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”高清点播等; 与好莱坞、欧洲、国内节目发行商保持紧密合作, 尤其在欧美的电影、剧集、体育、少儿、综艺节目与原创格式以及国产剧集方面拥有丰富、一手和独家的强势节目资源。

图表 45: 北广高清“最爱迪士尼”点播包



来源: 公司官网, 天风证券研究所

2015 年 6 月 3 日, 集团出资 1200 万元持有遥指科技 20% 股权, 遥指科技目前于研发与运营“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。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。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。

图表 46: 宝贝走天下新版界面



来源：互联网，天风证券研究所

盛世骄阳拥有全国动漫数字电视频道“新动漫”的经营权。“新动漫”频道目前覆盖全国 160 个大中城市，家庭用户数达到 1.5 亿。目前，盛世骄阳还陆续与江苏、安徽、河南、河北等多省卫视台合作开办了省级儿童动漫台，合作的省份正在持续扩大。

2015 年 7 月成立下属全资子公司“伴你成长”并将其与幼儿教育相关的内容和媒体资源转移注入。自成立以来，伴你成长在动漫幼教内容资源的引进及整合、线上线下渠道建设及资源整合利用、幼教 IP 与亲子栏目的开发以及儿童衍生品的的设计推广上进行了科学部署和落实。截止目前，伴你成长已对原先拥有的动漫幼教内容进行了系统整合和规划，在包括视频网站、有线电视、新动漫频道等在内的播放渠道建立了动漫幼教专区，对新动漫频道进行改版，同时与国内外多家知名机构展开动漫幼教合作，全面布局动漫幼教线上平台、内容以及线下相关衍生品的产品开发及推广。

图 47：盛世骄阳（伴你成长）在乐视网渠道合作动漫幼教专区



来源：乐视网，天风证券研究所

围绕伴你成长，公司继续与各方展开战略合作。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。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。

图表 48: 中投视讯网页



来源：互联网公开，天风证券研究所

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，公司未来有望顺利取得北广高清更大影响力，并直接影响卡酷运营。“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。借助北广高清及“卡酷少儿”品牌，将大幅拓宽公司动漫幼教内容的传播渠道和儿童衍生品的推广渠道，大大增强公司在动漫幼教产品的创意及制作、出版播放及衍生品开发及推广的能力，逐步完善公司“教育+娱乐+衍生品”的儿童产业生态圈。

图表 49: 卡酷传媒主要品牌



来源：公司官网，天风证券研究所

为打造幼儿教育的大平台生态圈及不断取得幼儿教育的资源，2016年3月1日集团向碧海银帆增资1000万获得20%股权。碧海银帆是中国教育部教育技术协会

指定的国内唯一的“幼儿园信息化技术推广中心”。以幼儿园入园健康信息采集为起点，借助云计算平台和移动互联网技术，通过移动端帮助园长实现智能管理、老师实现高效教学，并让幼儿园与家长实时沟通和互动交流。截止 2015 年末，碧海银帆已为全国 10,000 家幼儿园提供专业的信息化服务，为 200 万户年轻家庭提供优质的幼儿教学互动分享平台。碧海银帆提前对中国幼教大数据产业布局，新开发的幼儿智能体感设备已经领先同行 3 年。计划在 3 年内完成 100,000 家幼儿园的市场圈地战略，成为中国幼教产业的创新标杆。碧海银帆承诺 2016 年/2017 年归母净利润为正，且截至 2016 年度末直接的业务、产品或服务植入的幼儿园数量不少于 1.5 万家、2017 年度上述数量不少于 2.5 万家。

图表 50: 碧海银帆智能幼教产品



来源：公司官网，天风证券研究所

伴你成长拥有大量儿童幼教和幼儿动漫内容资源以及全国动漫数字电视频道“新动漫”的经营权。基于未来学前教育行业的发展前景，伴你成长将其幼儿教育相关的内容和媒体资源与碧海银帆数据平台及产品进行有效结合，并借此直接进入线下连锁幼儿园，共同开展与幼儿教育相关的业务，为皇氏集团加强幼教内容及儿童衍生品的布局、产品及服务的落地提供了一个强大的渠道资源。与此同时，碧海银帆所掌握的幼教资源平台也将为皇氏集团参股公司杭州遥指科技的“宝贝走天下”提供良好的业务发展平台，为遥指科技后续向培训教育等电商与金融业务渗透并打造亲子生活第一平台提供强大的客户基础，从而提升皇氏集团文化板块产业链综合实力。

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成为“T（TV-电视）”端，碧海银帆数据平台对接的全国线下连锁幼儿园作为天然的线下落地资源，即“O（Offline-线下）”端，加上集团正研发的各类幼教类智能硬件和 APP 产品包括遥指科技“宝贝走天下”，形成“O（Online-线上）”端。通过 T 打造媒体影响力，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。

图表 51: T2O2O 的商业闭环

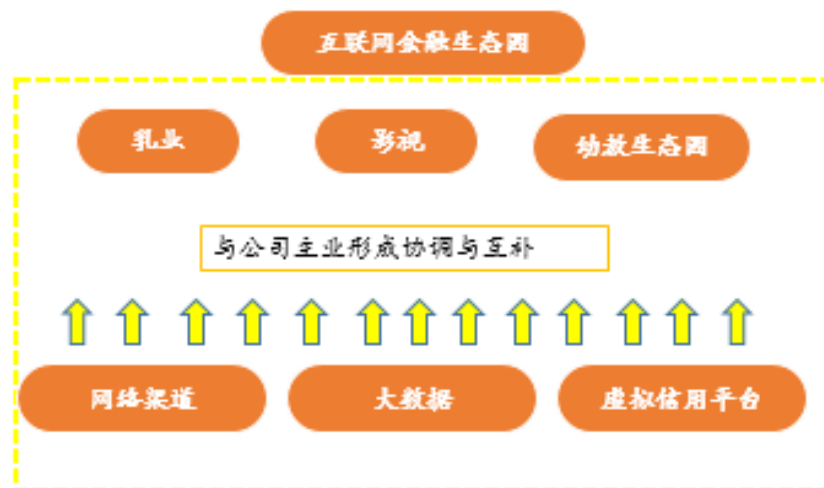


来源：互联网公开，天风证券研究所

➤ 衍生无限空间：渠道创新切入直播，打造互联网金融生态圈

为优化公司产业结构，进一步开拓新兴互联网业务，实现在互联网金融领域的快速布局，尽快打造包括网络渠道、大数据、虚拟信用平台在内的互联网金融生态圈，将互联网金融业务发展与公司主业形成协同与互补，提升公司持续盈利能力和抗风险能力，公司拟参与投资成立浙江皇氏互联网金融服务公司。

图表 52：皇氏集团互联网金融生态圈



来源：公司官网，天风证券研究所

皇氏集团股份有限公司于 2015 年 6 月拟共同成立浙江皇氏互联网金融服务公司，并以该公司运营包括“影视宝”等互联网金融平台，为包括影视在内的文化产业提供互联网金融服务与支持，打造专注于文化产业的互联网金融生态圈。“影视宝”是 P2P 公司拟推出并运营的一个互联网金融平台，为包括影视在内的文化产业提供金融服务与支持。

图表 53：影视宝概况

平台	操作方式	收益分成	影响
“互联网金融+影视剧众筹”平台	通过御嘉影视与东阳欢娱影视、北京喜多瑞、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	项目完成后投资各方享受各自投资收益	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。
“互联网金融+编剧及剧本版权”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。

来源: 公司官网, 天风证券研究所

皇氏集团于 2015 年 8 月以 1.8 亿元收购完美在线 60% 股权, 2016 年 5 月以 1.56 亿元收购剩余 40% 股权, 成为完美在线唯一股东。完美在线 2015 年度实现净利润 2241.27 万元(扣非净利润为 1966.76 万元), 且其承诺于 2016 年/2017 年度/2018 年度扣非后归母净利润分别不少于 2600 万元/3380 万元/4390 万元。公司拟与完美在线共同充分挖掘金融大数据、征信系统, 建立健全用户关系, 围绕公司的互联网金融平台, 联合开发多样化金融衍生产品, 努力通过底层数据挖掘及数据风控模型为核心, 面向不同层次的金融客户推荐及营销不同类型的理财及融资贷款类产品, 以此打造公司在互联网金融行业内的核心竞争力。同时, 公司将通过完美在线所掌握的金融客户资源及其与客户的连接方式, 使之成为公司未来儿童幼教系列产品及儿童衍生品的重要客户转换平台及推广平台。

完美在线的主营业务为信用卡电子账单系统设计、开发及运营维护、信用卡增值服务、互联网金融数据分析及系统支撑等, 是银联数据的最大电子账单服务商, 负责银联商务技术开发、通道推广及运营工作。目前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, 已与国家 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 7,000 万人, 同时向银联商务约 17 万家商户提供服务。

图表 54: 完美在线优势



来源: 公司官网, 天风证券研究所整理

皇氏集团已着手成立互联网金融公司,并着力推出“影视宝”等互联网金融平台,此次投资将有利于公司进行双方优势资源的整合,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。公司将依托上市公司的资源优势,力求通过本次投资进一步推动公司在金融服务领域的扩展,并实现各方的共同发展。

2016年3月公司拟以现金增资和股权转让方式出资4,000万元投资臻品悦动获其20%股权,臻品悦动经营品类涵盖进口母婴、家居日用、美妆个护、食品保健等多个品类,供应链采集范围涵盖日韩、澳洲、加拿大、荷兰、新西兰等国家,主营渠道包括优盒网、优盒-极速免税店、优小盒等,目前已实现购买用户50万,旗下O2O平台整合了宁波保税区和银联商务的优势资源,建立创新的“跨境B2C+O2O”的创新业务模式,整合了供应链管理、仓储物流、清关配送等各方资源,具备了无国界贸易和线上线下融合的特征。臻品悦动承诺2017年实现净利润不少于8000万元。

图表 55: 臻品悦动旗下优盒网官网



来源: 公司官网, 天风证券研究所整理

此次投资臻品悦动将集团后期海外市场资源及产品的引进建立有效的销售渠道,并促进构建电商业务发展模式,进一步完善和发展公司在互联网、电子商务、母婴用品等相关行业的布局。借助臻品悦动的跨境电商平台,在方便公司乳业板块未来跨境产品的引进及销售的同时,也为充分利用公司已有的幼教及亲子生活业务平台进行数据整合和资源共享,促进公司幼教内容、母婴产品、儿童衍生品产业链的延伸发挥积极作用。通过各方资源的充分融合,实现相互之间的用户资源和数据的共享,将有利于公司打造国内最大的亲子生活和幼教动漫平台。

图表 56: 臻品悦动发展成就和优势资源

开设跨境免税店67家	建立跨境仓储物流服务团队
社区及银行网点专柜将近1,800个	获跨境自营合资资质（宁波口岸仅两家）
与银联商务共同推出“优小盒”云POS机具，2016年预计安装1万台	与天猫、京东、苏宁、洋码头等大平台对接进行仓储、产品供应链等合作
预计实现文化载体引进项目，重点涵盖生鲜冷冻、纯天然蜂蜜等保健食品。	签约引进日本知名品牌每年100个、地方名优产品每年50个

来源：公司公告，天风证券研究所整理

2016年5月公司拟以现金增资和股权转让方式出资1.35亿元取得易联视讯30%股权。易联视讯控股子公司云聚汇及易视云，分别开发了“易直播”及视频云SAAS服务。皇氏集团有意借助联视讯的业务平台、国内领先的技术优势以及顶尖的运营管理和技术团队，充分利用集团目前所拥有的影视剧内容、动漫、幼教等文化资源与标的企业产品进行叠加，积极打造皇氏文化产业整体布局。

在视频大时代的框架下，易联视讯旗下的云聚汇拥有从移动视频压缩编码、网络传输、视频数据存储、动态媒体内容分发等领域近30个核心专利技术，这些核心技术构建起移动视频生态链中最重要的护城河。此外团队在VR领域上有着强大的技术资源储备，平台已经支持360度全景视频，3D视频等。云聚汇已在视频直播领域里拥有超过500万用户的新一代的移动视频直播社交平台**易直播**，是国内领先的具有互动、分享等功能的视频社交实时交互平台。基于核心的视频和云平台技术，在国内多个核心城市节点布局完整的移动视频云平台。

图表 57：易直播业务体系



来源：公开资料，天风证券研究所

2015年中国在线直播平台数量接近200家，其中网络直播的市场规模为90亿，网络直播平台用户数量已经达到2亿，大型直播平台每日高峰时段同时在线人数接近400万。

图表 58: 2015 年中国在线直播市场数据



来源: 艾媒咨询, 天风证券研究所整理

为了在激烈的竞争中脱颖而出, 今年 7 月易直播宣布, 自己的 app 中将正式加入 360VR 全景直播功能, 并在平台中开通专门的 VR 直播频道, 用户可以在视频平台上 360 度全方位观看直播, 并体验 VR 带来的身临其境的感受。易直播称为第一家融入 VR 技术的直播平台, 这将大大提升用户的参与感。

图表 59: 易直播引入 VR 技术 (VR 视角效果图)



来源: 互联网, 天风证券研究所整理

易视云将构建一体化 SAAS 服务, 专注为企业客户和移动应用开发者提供全新的一站式移动视频解决方案, 提供专业的视频直播点播服务、VR 交互视频云等服务。中国企业级 SAAS (Software-as-a-Service, 软件即服务, 云计算的服务形式之一) 市场存在大量的创业和投资机会, 处于快速发展阶段。云聚汇是领先的视频编解码技术和高效流畅的视频流媒体平台, 帮助企业搭建基于自身业务的互动视频系统, 并提供稳定的流媒体分发、存储服务 SAAS 服务。视频 SAAS 平台的创业技术团队聚集了国内乃至世界最顶级的流媒体视频技术力量, 拥有国内视频一线公司的核心研发力量, 平均从业时间超过 10 年, 利用先进软件技术和理念构建了稳健的视频基础架构平台。上述 SAAS 业务及相关人员等拟从云聚汇剥离转入易视云。

图表 60: SAAS 服务市场规模保持快速增长

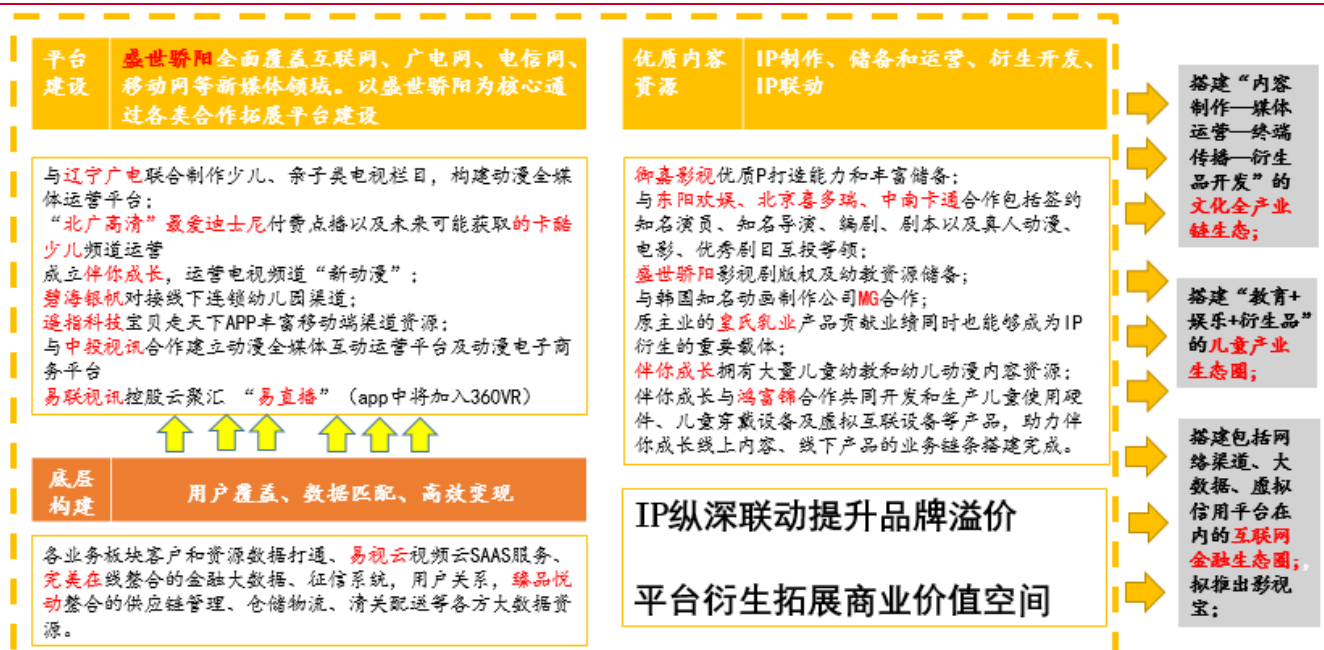
市场规模	艾瑞根据市场披露数据估算，2015年中国企业级SaaS云服务达到65.6亿元人民币，预计2016年仍将保持40%以上的增长。
资本动向	2015年，SaaS企业级服务融资总金额超过40亿元，后期融资金额多集中在亿元级别，出现新三板上市企业（基调网络、和创科技）。
服务形式	传统软件公司、创业企业、互联网公司等行业参与各方开始基于平台/客户等优势提升服务水平，延伸服务范围。

来源：艾瑞咨询，天风证券研究所整理

投资建议

预计公司 16-18 年实现净利润为 3.92 亿、5.26 亿、6.76 亿，同比增长 112.7%、33.8%和 28.5%；考虑公司品牌溢价持续提升以及渠道平台在金融、移动直播、电商等垂直生态不断拓展，不排除后续持续资源整合带来业绩上调空间；首次给予买入投资评级，参考影视娱乐类可比公司 17 年平均 PE 估值 32 倍，幼教类可比公司 17 年平均 PE 估值 44 倍，乳业类可比公司 17 年平均 PE 估值 37 倍，仅考虑公司未来一年内可能的外延整合空间，预计 17 年备考净利润有望达到 6 亿以上，综合给予公司 17 年 PE 估值 35 倍，12 个月目标市值 210 亿，目前公司总股本 8.38 亿股，对应目标价 25.06 元。

图表 61: 皇氏集团业务战略版图



来源：天风证券研究所

图表 62: 影视传媒同行估值比较 (更新日期 2016-7-11)

公司简称	2015 净利润	2016E 净利润	2017E 净利润	2015 EPS	2016 EPS	2017 EPS	15 年 PE	16 年 PE	17 年 PE	15 年 PS	16 年 PS	17 年 PS
光线传媒	4.02	6.38	8.52	0.14	0.22	0.29	84.85	53.48	40.04	22.40	16.55	12.56
华策影视	4.75	6.72	8.70	0.27	0.38	0.50	56.24	39.78	30.75	10.06	7.93	6.34
华谊兄弟	9.76	11.85	14.62	0.35	0.43	0.52	38.48	31.71	25.70	9.70	7.14	5.48
华录百纳	2.67	4.09	5.21	0.38	0.58	0.73	63.08	41.15	32.34	8.93	6.43	4.95
新文化	2.48	4.08	5.47	0.46	0.76	1.02	50.77	30.90	23.04	12.28	7.85	5.63
当代东方	1.11	2.43	3.37	0.14	0.31	0.43	86.96	39.66	28.56	19.54	9.04	6.11
完美环球	2.88	10.07	13.30	0.22	0.77	1.01	168.54	48.25	36.56	43.05	9.03	7.11
中南传媒	16.95	19.94	23.14	0.94	1.11	1.29	19.26	16.38	14.11	3.24	2.90	2.57
长城动漫	0.18	0.91	1.33	0.06	0.28	0.41	234.94	47.58	32.51	12.09	8.83	6.12
奥飞娱乐	4.89	7.04	9.44	0.37	0.54	0.72	78.40	54.48	40.60	14.81	11.09	8.64
美盛文化	1.26	2.00	2.78	0.28	0.45	0.62	121.02	76.61	55.10	37.49	19.39	14.09
苏宁环球	9.00	11.97	14.14	0.30	0.39	0.47	44.13	33.19	28.09	5.39	3.87	3.37
平均值	5.00	7.29	9.17	0.33	0.52	0.67	87.22	42.76	32.28	16.58	9.17	6.91

来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2016E、2017E 净利润采用 wind 一致预期)

图表 63: 幼教产业同行估值比较 (更新日期 2016-7-11)

公司简称	2015 净利润	2016E 净利润	2017E 净利润	2015EPS	2016EPS	2017EPS	15 年 PE	16 年 PE	17 年 PE	15 年 PS	16 年 PS	17 年 PS
威创股份	1.19	2.02	3.00	0.14	0.24	0.36	115.19	68.12	45.86	22.40	16.55	8.63
立思辰	1.30	2.58	3.47	0.15	0.30	0.40	140.84	71.06	52.76	10.06	7.93	9.90
全通教育	0.94	2.64	4.53	0.15	0.42	0.71	195.83	69.37	40.46	9.70	7.14	9.34
拓维信息	2.09	2.93	3.76	0.19	0.26	0.34	75.19	53.83	41.86	8.93	6.43	11.31
新南洋	0.60	0.90	1.20	0.23	0.35	0.46	122.72	81.65	61.45	12.28	7.85	4.61

科大讯飞	4.25	5.38	7.27	0.33	0.42	0.56	96.60	76.41	56.50	19.54	9.04	8.33
洪涛股份	3.58	4.40	5.43	0.30	0.37	0.45	30.59	24.85	20.13	43.05	9.03	2.69
银润投资	-0.14	1.09	1.33	-0.14	1.13	1.38	-356.05	44.38	36.30	3.24	2.90	1.42
勤上光电	0.21	1.22	2.18	0.02	0.13	0.23	402.76	68.32	38.37	12.09	8.83	4.23
平均值	1.56	2.57	3.58	0.15	0.40	0.55	91.52	62.00	43.74	14.81	11.09	6.72

来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2016E、2017E 净利润采用 wind 一致预期)

图表 64: 乳业产业同行估值比较 (更新日期 2016-7-11)

公司简称	2015 净利润	2016E 净利润	2017E 净利润	2015 EPS	2016 EPS	2017 EPS	15 年 PE	16 年 PE	17 年 PE	15 年 PS	16 年 PS	17 年 PS
伊利股份	46.32	52.39	59.46	0.76	0.86	0.98	22.67	20.04	17.65	1.75	1.61	1.48
光明乳业	4.18	5.35	6.24	0.34	0.43	0.51	39.74	31.09	26.66	0.86	0.81	0.72
贝因美	1.04	1.60	1.97	0.10	0.16	0.19	128.06	82.98	67.30	2.93	2.68	2.45
三元股份	0.79	1.95	1.90	0.05	0.13	0.13	152.73	61.58	63.29	2.64	2.33	1.84
西部牧业	0.23	0.63	1.04	0.11	0.30	0.49	133.59	48.74	29.82	5.15	3.00	1.92
新希望	22.11	32.51	38.71	0.53	0.78	0.93	16.51	11.23	9.43	0.59	0.46	0.41
天润乳业	0.51	0.87	1.27	0.49	0.84	1.23	110.03	64.00	44.10	9.51	6.78	5.13
平均值	10.74	13.62	15.80	0.34	0.50	0.64	86.19	45.67	36.89	3.35	2.53	1.99

来源: wind, 天风证券研究所 (注: 2016E、2017E 净利润采用 wind 一致预期)

风险提示: 外延整合不及预期, 行业增速放缓、竞争风险

图表 65: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	237.83	465.33	199.52	492.35	1,290.15	营业收入	1,130.30	1,685.14	2,494.00	3,366.91	4,410.65
应收账款	349.63	697.68	446.55	1,072.11	917.33	营业成本	781.96	1,102.48	1,576.55	2,065.28	2,664.21
预付账款	91.92	345.85	126.42	514.81	379.58	营业税金及附加	5.67	8.61	12.68	17.07	22.44
存货	163.91	112.83	352.78	269.15	520.78	营业费用	152.05	202.15	182.06	235.68	352.85
其他	4.53	28.49	12.55	15.21	18.77	管理费用	72.98	117.77	149.64	259.25	352.85
流动资产合计	847.82	1,650.19	1,137.82	2,363.63	3,126.62	财务费用	16.89	38.39	143.47	185.88	239.78
长期股权投资	0.00	13.29	13.29	13.29	13.29	资产减值损失	8.68	14.35	8.17	8.00	10.18
固定资产	570.19	594.60	648.92	696.15	726.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	86.82	157.08	130.25	126.15	105.69	投资净收益	1.65	1.40	50.00	40.00	60.00
无形资产	90.66	696.04	522.88	349.72	176.56	其他	-3.30	-2.79	-100.00	-80.00	-120.00
其他	682.89	1,342.33	1,328.99	1,332.30	1,322.12	营业利润	93.72	202.78	471.43	635.74	828.33
非流动资产合计	1,430.56	2,803.35	2,644.33	2,517.61	2,343.78	营业外收入	19.19	25.92	30.00	45.00	40.00
资产总计	2,278.38	4,453.53	3,782.14	4,881.24	5,470.40	营业外支出	4.12	8.95	6.35	6.47	7.26
短期借款	300.00	418.00	191.51	0.00	0.00	利润总额	108.80	219.74	495.08	674.27	861.08
应付账款	167.21	628.09	242.26	813.76	683.59	所得税	18.92	4.43	45.05	60.68	77.50
其他	106.17	331.07	159.26	306.70	303.18	净利润	75.47	184.62	392.68	525.58	675.60
流动负债合计	573.38	1,377.16	593.03	1,120.46	986.77	少数股东损益	14.40	30.70	57.35	88.00	107.98
长期借款	0.00	260.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	89.87	215.31	450.03	613.58	783.58
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.09	0.22	0.47	0.62	0.79
其他	21.32	36.90	24.11	27.45	29.49						
非流动负债合计	21.32	296.90	24.11	27.45	29.49	主要财务比率					
负债合计	594.70	1,674.07	617.14	1,147.90	1,016.26		2014	2015	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	130.12	191.15	245.63	332.16	437.74	成长能力					
股本	266.43	837.64	837.64	852.27	852.27	营业收入	14.09%	49.09%	48.00%	35.00%	31.00%
资本公积	1,016.60	1,308.85	1,308.85	1,308.85	1,308.85	营业利润	170.74%	116.36%	132.48%	34.85%	30.29%
留存收益	1,287.13	1,750.68	2,081.74	2,548.91	3,164.14	归属于母公司净利润	107.54%	144.63%	112.70%	33.84%	28.54%
其他	-1,016.60	-1,308.85	-1,308.85	-1,308.85	-1,308.85	获利能力					
股东权益合计	1,683.68	2,779.47	3,165.01	3,733.34	4,454.15	毛利率	30.82%	34.58%	36.79%	38.66%	39.60%
负债和股东权益总计	2,278.38	4,453.53	3,782.14	4,881.24	5,470.40	净利率	6.68%	10.96%	15.75%	15.61%	15.32%
						ROE	4.86%	7.13%	13.45%	15.45%	16.82%
						ROIC	9.97%	14.44%	19.10%	24.34%	30.79%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	26.10%	37.59%	16.32%	23.52%	18.58%
净利润	89.87	215.31	392.68	525.58	675.60	净负债率	-0.21%	1.84%	15.06%	5.47%	14.10%
折旧摊销	69.46	167.70	206.03	210.24	213.77	流动比率	1.48	1.20	1.92	2.11	3.17
财务费用	18.12	38.82	143.47	185.88	239.78	速动比率	1.19	1.12	1.32	1.87	2.64
投资损失	-1.65	-1.40	-50.00	-40.00	-60.00	营运能力					
营运资金变动	-69.74	36.67	-278.56	-219.62	-93.96	应收账款周转率	4.55	3.22	4.36	4.43	4.43
其它	14.53	-25.55	57.35	88.00	107.98	存货周转率	8.10	12.18	10.71	10.83	11.17
经营活动现金流	120.60	431.56	470.96	750.08	1,083.17	总资产周转率	0.64	0.50	0.61	0.78	0.85
资本支出	651.67	1,515.48	72.79	76.66	47.96	每股指标(元)					
长期投资	-12.85	13.29	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.09	0.22	0.47	0.62	0.79
其他	-955.31	-2,199.74	-82.79	-116.66	-37.96	每股经营现金流	0.14	0.52	0.56	0.90	1.29
投资活动现金流	-316.49	-670.98	-10.00	-40.00	10.00	每股净资产	1.85	3.09	3.49	3.99	4.71
债权融资	305.75	732.24	213.43	27.30	34.49	估值比率					
股权融资	677.68	825.07	-143.47	-171.25	-239.78	市盈率	178.47	72.96	34.30	26.07	20.28
其他	-712.43	-1,154.88	-796.73	-273.31	-90.07	市净率	8.67	5.20	4.61	4.03	3.41
筹资活动现金流	271.00	402.44	-726.77	-417.25	-295.36	EV/EBITDA	42.25	58.53	16.59	13.04	9.97
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	67.83	98.30	22.15	16.38	11.97
现金净增加额	75.11	163.02	-265.81	292.83	797.80						

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

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：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)