

火橙股份 (838003)

——以人为核心，创意为导向，依托开放

平台打造内容传播垂直生态圈

投资要点：

➤ 互联网思维破局，开放平台重构生态。

火橙股份由广告界资深从业者合力打造，以创意为核心的六大事业部协同作战，成为集广告创意、广告制作、数字技术、公关活动为一体的全方位广告服务公司。公司服务品牌客户超过50家，包括奔驰、HTC、美克美家等全案代理与项目客户；公司作品备受好评，荣膺系列国际奖项。公司15年营收3506万元，同比增长99%，净利润79万元，同比增长327%。2016年上半年实现营收3496万元，同比增长278%，净利润为201万元。未来公司将继续坚持人才战略，将业务向发展潜力巨大的二三线城市拓展，坚持以创意为入口、重构边界、建立传播内容的垂直生态链。

➤ “互联网+”重塑营销行业格局催生弯道超车机遇，创意环节占据产业链价值高端和流量入口。

我国是全球发展最快的广告市场之一，2015年度广告经营额达到5973亿元历史新高，占GDP比重0.88%（相比发达国家占比2%），提升潜力巨大。创意占据了产业价值链源头，人才是广告创意输出的核心资源，未来仍将是广告行业持续发展的强劲动力。

➤ 公司以人为核心，创意为导向，开放平台为依托，力求打造以创意为入口的垂直生态圈。

公司立足创意优势，2015年推出360° 传播内容生产平台——火橙优选，以开放的合伙人制度吸引行业顶尖人才团队，整合无限云创意资源。火橙优选基于数据分析系统搭建在线提供创意制作的传播内容O2O平台，为客户提供广告创意、广告制作、数字技术、公关策划等广告的在线全方位解决方案。火橙优选是目前国内唯一拥有全案整合能力的专业内容生产平台。未来将全方位整合全球业界顶尖创意人，影视、平面、公关、技术等超过百家合作公司以及更大数量级的第三方公司陆续入驻平台。公司与脉脉和分众达成战略合作进行客户和专家资源导流：优选平台打破传统广告的横向壁垒，力求打造以创意为入口的垂直生态平台，形成既专业独立又高效协作的开放闭环生态。

➤ 投资建议

考虑公司持续集聚优质创意合伙人，采用区别于传统的去中间化经营模式，以及优选平台可能带来的业绩高速增长，我们预计公司2016-2018年营收分别为1亿/2亿/4.13亿元，同比增长186%/100%/106%，净利润分别为816万元/1481万元/3009万元，同比增长935.5%/81.6%/103.1%。参考A股及新三板广告行业可比公司17年平均PS估值分别为3.78X和5.85X，合理给予公司17年PS估值的4X，6个月目标市值8亿。

风险提示：客户集中度过高、市场竞争加剧、人才流失风险

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	17.58	35.06	100.27	200.53	413.09
增长率（%）		99.4%	186.0%	100.0%	106.0%
EBITDA（百万元）	(0.65)	0.86	11.28	21.92	43.80
净利润（百万元）	(0.35)	0.79	8.16	14.81	30.09
增长率（%）		326.8%	935.5%	81.6%	103.1%
EPS（元/股）	(0.03)	0.07	0.23	0.42	0.86
市盈率（P/E）	(628.46)	277.12	81.01	44.61	21.96
市净率（P/B）	134.42	20.97	17.39	13.75	11.41
EV/EBITDA	0.00	0.00	56.97	28.99	14.33

数据来源：公司公告，天风证券研究所

行业名称：

传媒

首次覆盖

当前价格：

18.8 元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	12/2
流通 A 股市值（百万元）	30
每股净资产（元）	7.19
资产负债率（%）	9.44
一年内最高/最低（元）	18.88/18.88

文浩

分析师

执业证书编号：S1110516050002

电话：021-68815320

邮箱：wenhao@sh.tfzq.com

焦娟

分析师

执业证书编号：S1110516020001

电话：021-68815320

邮箱：jiaojuan@sh.tfzq.com

相关报告



报告信息

正文目录

公司概况：互联网思维破局，开放平台重构生态	4
历史沿革：拥抱创意人才打造整合传播平台，把握行业洗牌机遇脱颖而出	4
行业分析：互联网+重塑格局催生后发机遇，创意环节占据价值链高端	7
广告市场空间巨大，结构性调整让更懂新生代营销的“小而美”公司面临超车机遇 ..	7
产业链整合催生去中间化经营模式，创意环节占据营销价值链高端	10
公司分析：从创意入口到制作出口，火橙优选打造整合传播闭环	13
以创意为核心的六大事业部独立运营，提供全方位广告整合传播	13
推出 360°传播内容生产平台——火橙优选，打造内容领域的垂直生态圈	18
创新商业模式打造闭合生态圈，开放合作姿态吸引人才聚集	22
优质客户资源与良好的品牌影响力巩固公司竞争优势	25
投资建议：买入评级	26

图表目录

图表 1：火橙股份发展历程	4
图表 2：火橙股份管理团队	5
图表 3：火橙股份股权结构图	5
图表 4：火橙股份 2014-2016H1 的营业收入和利润	6
图表 5：火橙股份 2014-2016H1 毛利率（%）	6
图表 6：火橙股份 2014-2016H1 三项费率（单位：%）	6
图表 7：中国广告市场经营额及增速	7
图表 8：我国广告产业经营单位和从业人数	7
图表 9：我国扶植广告产业的相关政策	8
图表 10：2012-2018 年我国网络广告市场规模及预测	9
图表 11：2012-2018 年中国移动广告市场规模及预测	10
图表 12：中国广告发展历程	10
图表 13：公司广告产业链	11
图表 14：广告行业痛点	11
图表 15：“去中间化”方案	12
图表 16：2013-2015 年广告从业人员基本情况（万人）	12
图表 17：2014、2015 年广告业务分布情况（亿元）	12
图表 18：火橙股份的四大业务以及范围	13
图表 19：火橙股份六大事业部独立运营	14
图表 20：2014、2015 年橙睿公关营业收入情况	16
图表 21：2014、2015 年橙睿公关净利润情况	16
图表 22：HTC 营销案例	16
图表 23：奔驰 E 系列案例	17
图表 24：美克美家案例	18
图表 25：火橙优选网业务流程	19
图表 26：客户一键发布需求	20
图表 27：火橙优选核心优势	21
图表 28：脉脉：“脉脉打通职场人脉”案例	21
图表 29：“Tecno Camon C9”案例	22
图表 30：火橙股份 P+B2B 的商业模式	23
图表 31：公司“线上+线下”销售模式	23
图表 32：资源整合：顶尖创意人	24

图表 33: 资源整合: 第三方公司及制作人.....	24
图表 34: 公司为客户“千叶珠宝”设计的作品.....	25
图表 35: 公司为客户“HTC”设计的作品	25
图表 36: 火橙股份战略合作伙伴	25
图表 37: 2014、2015 年公司前五大客户营收及占比.....	26
图表 38: A 股广告行业同行估值比较 (截至 2016 年 9 月 23 日)	27
图表 39: 新三板广告行业同行估值比较 (截至 2016 年 9 月 23 日)	27
图表 40: 财务预测摘要	29

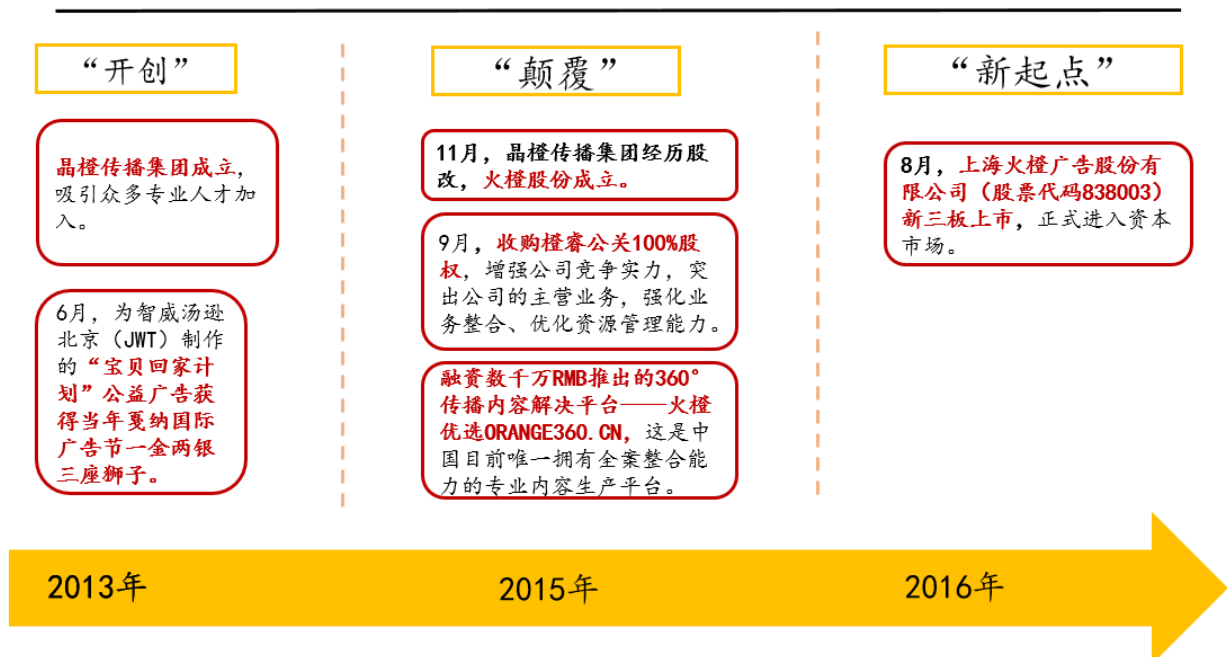
公司概述：互联网思维破局，开放平台重构生态

历史沿革：拥抱创意人才打造整合传播平台，把握行业洗牌机遇脱颖而出

火橙股份前身是实际控制人徐超先生于 2013 年成立的晶橙传播集团，成立以来公司始终以开放的合伙人文化吸聘行业顶尖创意人才加盟，作品广受行业好评，屡次获得法国坎城（嘎纳）广告奖、ONESHOW 金铅笔广告奖、克里奥广告奖、亚太广告奖、龙玺环球华文广告奖、中国 4A 广告奖等众多国际国内奖项；其为智威汤逊北京（JWT）制作的“宝贝回家计划”公益广告获得当年戛纳国际广告节一金两银三座狮子。2015 年 9 月公司收购徐超先生合伙设立的橙睿公关 100% 股权，解决同业竞争的同时，增补公关业务环节，有效增强了公司业务品类和竞争实力。2015 年 9 月公司融资数千万元推出 360° 传播内容解决平台火橙优选，以核心的合伙人机制为保障，整合汇聚了大量优秀创意和制作、后期等人才资源，通过去中间化以提升服务性价比，平台竞争力日益积淀。2015 年 11 月，公司股改进一步完善企业治理机制，火橙股份正式成立。

2016 年 8 月，火橙股份正式登陆新三板，借助资本平台有望进一步把握行业洗牌机遇加速蓝图铺展。目前，公司已发展为集广告创意、广告制作、数字技术、公关活动为一体的全方位整合营销服务商，广告创意、公关、影视制作、数字营销、娱乐营销、技术开发这六大事业部独立运营，各专业资深团队协力作战为客户提供高质、高效的整合传播服务。未来公司将继续加大核心业务平台火橙优选的推广力度，持续以人为核心源源不断引入优质创意合伙人、将业务向发展潜力巨大的二三线城市拓展，坚持以创意为入口、重构边界、建立传播内容的垂直生态链。

图表 1：火橙股份发展历程



来源：天风证券研究所根据公开资料整理

公司的实际控制人是徐超，通过直接持股 54.5%，以及通过橙乾投资间接持股 3.5%，合计持股 58%，徐超是公司创始人，历任营销行业顶尖企业创意类核心岗位，资源积累和专业积淀深厚，目前担任公司的董事长兼总经理。

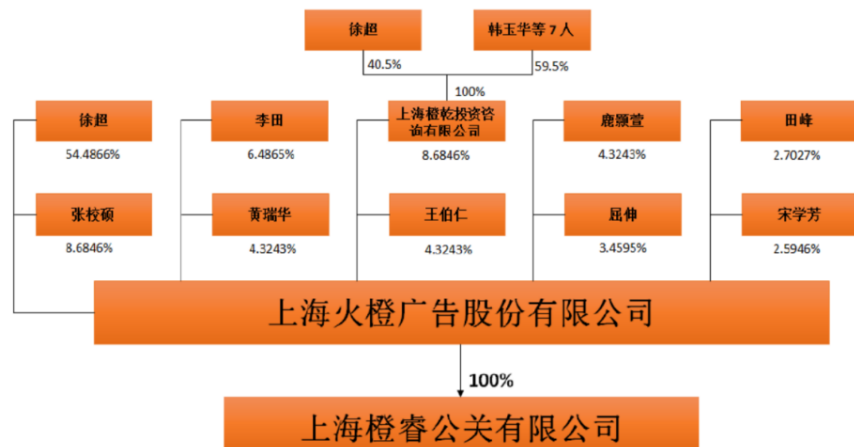
图表 2：火橙股份管理团队

董事	职位	个人成就
徐超	创始人&CEO	先后任职于 EURO RSCG、SAATCHI&SAATCHI、Ogilvy&Mather、Lowe China 睿狮中国（上海 北京）等国际传播集团、任职创意总监创意群总监。创办上海晶橙传播集团。曾获：嘎纳\ONE SHOW\克里奥\艾非\亚太\伦敦\澳洲 Awards\香港 4As\龙玺\中国 4A 创意金印等超过 100 项。
张校硕	合伙人	先后就职于 TBWA 上海，奥美 Ogilvy 北京、智威汤逊 JWT 北京，从文案一直做到资深创意总监。服务过阿迪达斯，并于 2008 年获得中国首座戛纳金狮。2010 年为腾讯创作《弹指间，心无间》系列广告。2013 年创意并执导《宝贝回家》，寻找丢失儿童的互动活动，再次获得戛纳金狮以及两座银狮子。在嘎纳\ADFEST\Media Spike \CLIO\One Show \中国广告节等国内外奖项上斩获颇多。
屈伸	副总裁	从设计师一直做到创意总监，历经李奥贝纳、TBWA、阳狮、盛世长城、LOWE、威汉等等，曾获各类广告大奖。
黄瑞华	副总裁	知名公关策划人、视觉艺术家。15 年公关传播领域工作经验，曾就职于上海新闻晚报传媒有限公司。
刘陈	CTO	曾任职于惠普 HP，担任云计算产品架构师，独立开发出开源版虚拟机管理平台，并成功推荐给上海电信；曾任职于东软集团，担任产品总监，并外派美国；创办弗瑞博桌球，为上海大众点评前五最受欢迎桌球俱乐部；创办上海互鸣网络科技。
蒋伶霞	上海总经理	广告从业 10 年，历经旭通、麦肯光明等国际 4A 公司。
杨璐	北京总经理	10 年的品牌整合及传播经验，曾任职奥美互动 360 团队，服务 IBM 客户的数码营销传播；及任职奥美广告，服务海南航空和康师傅饮品的品牌年度传播。

来源：公司公开资料、天风证券研究所

2016 年 8 月 26 日，公司根据实际经营和资本公积的实际情况，拟以现有股本 1156.25 万股为基数，转增 2343.15 万股，转增后总股本增至 3500 万股。

图表 3：火橙股份股权结构图



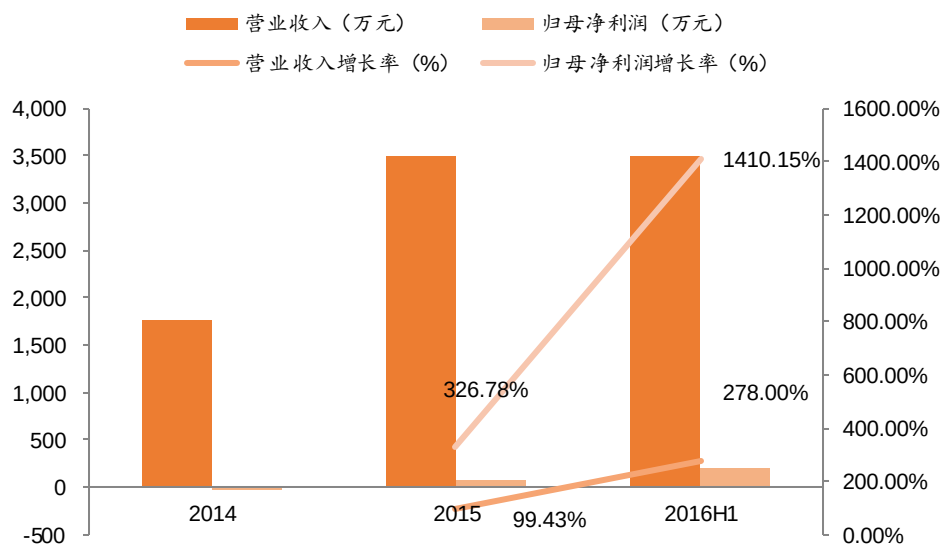
来源：公司公告、天风证券研究所

火橙股份 2015 年营业收入 3505.78 万元，同比增长 99.43%；净利润为 78.77

万元，同比增长 326.78%。登陆新三板后业绩持续稳定高速增长，2016 年上半年，实现营业收入 3496.15 万元，同比增长 278%，主要系公司加大了产出投入和市场推广，通过创新 O2O 业务运营模式，在维护老客户高更创意、美克国际等的同时又新接洽了北京壹代家庭、雅迪科技等知名品牌公司业务订单，并与奥美等多家知名广告公司建立合作。

2016 年上半年公司净利润为 201.02 万元，同比扭亏为盈。净利润增加的主要原因是 Orange360 创意内容解决平台去中间化后，公司得以直接对接第三方供应商，真正实现短、频、快的经营，广告行业的利润最大化。

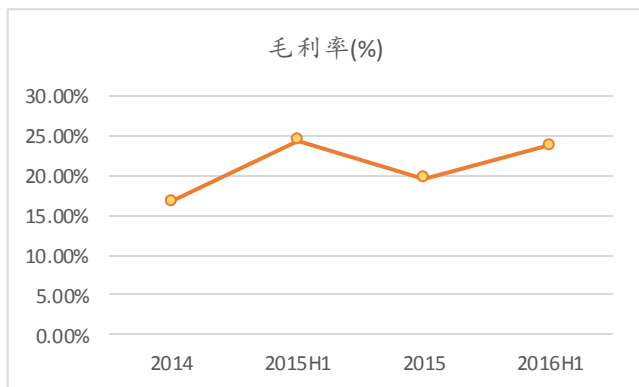
图表 4：火橙股份 2014-2016H1 的营业收入和利润



来源：wind、天风证券研究所

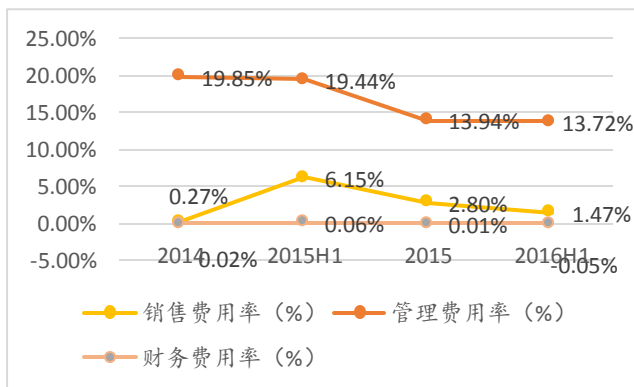
成立以来公司的毛利率提升，从 2014 年 16.76% 上升至 2016H1 的 23.76%；同时，2016H1 公司的三项费用率较去年同期均有所下降，其中销售费用下降了 4.68 个百分点，管理费用下降了 5.72 个百分点，财务费用下降了 0.11 个百分点。在业务和团队持续扩张的同时，公司内部管理效率也不断提升。

图表 5：火橙股份 2014-2016H1 毛利率 (%)



来源：wind、天风证券研究所

图表 6：火橙股份 2014-2016H1 三项费率 (单位：%)



来源：wind、天风证券研究所

行业分析：互联网+重塑格局催生后发机遇，创意环节占据价值链

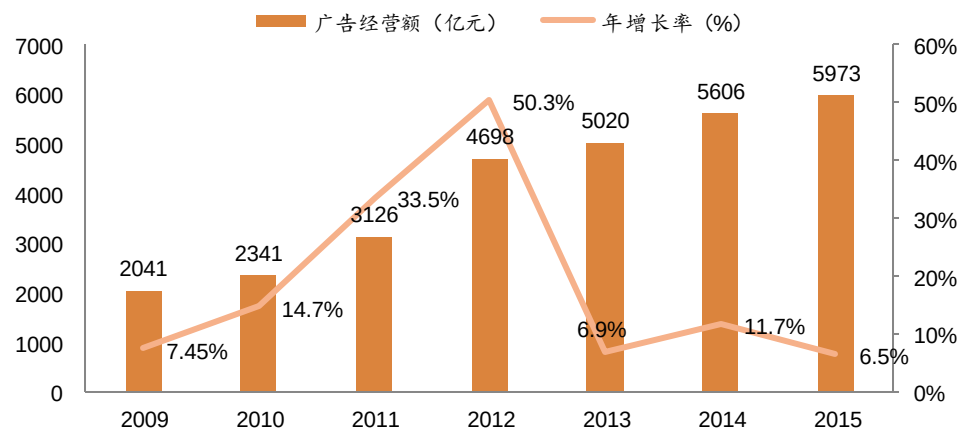
高端

广告市场空间巨大，结构性调整让更懂新生代营销的“小而美”公司面临超车机遇

随着市场竞争深化，企业营销需求推动我国广告市场迅速发展，2011年中国广告经营额达到3126亿元，首次成为全球第二大市场，现已成为全球广告市场增长最快的国家之一。

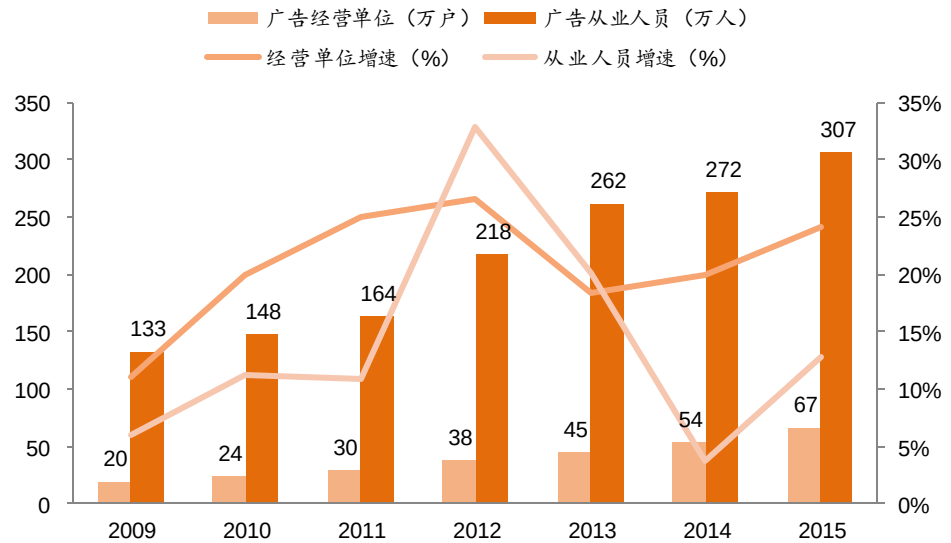
2015年广告业新增经营单位12.8万户，增幅达23.58%，总数飙升至67.19万户，平均每天新增企业超过351户；创造新就业岗位35万个，增幅达13.05%。全国广告业从业人员首次冲过300万人大关，仅三年间就增长了近百万人。但是，我国广告经营单位人员数量平均为4.57人，而新增经营单位平均只有2.77人，一定程度说明中国广告企业人才规模偏小，而人才是创意服务产业的核心驱动力，拥有良好机制和管理环境聚集人才资源的企业将占据有利竞争地位。

图表 7：中国广告市场经营额及增速



来源：中国广告统计年鉴、天风证券研究所

图表 8：我国广告产业经营单位和从业人数



来源：中国广告年鉴、天风证券研究所

2015 年度，我国广告经营额达到 5973 亿元历史新高，占 GDP 的比重 0.88%，与发达国家占比 2%相比，仍具备较大上升空间。未来，在外部政策利好和市场内在驱动下，营销行业的活力和潜力依然巨大。

图表 9：我国扶植广告产业的相关政策

序号	时间	颁布部门	产业政策	主要内容
1	2008 年	国家工商行政管理总局、国家发展与改革委员会	《关于促进广告业发展的指导意见》	提出广告业是创意经济中的重要产业，其发展水平直接反映一个国家或地区的市场经济发育程度、科技进步水平、综合经济实力和社会文化质量，该文同时要求促进广告产业向专业化、规模化发展，培育具有国际竞争力的广告企业。
2	2011 年	中国共产党第十七届中央委员会第六次全体会议	《中共中央关于深化文化体制改革推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》	加快发展文化产业，发展壮大出版发行、影视制作、印刷、广告、演艺、娱乐、会展等传统文化产业，加快发展文化创意、数字出版、移动多媒体、动漫游戏等新兴文化产业
3	2012 年	国家工商总局	《广告产业发展“十二五”规划》	是我国首个被纳入国民经济与社会发展规划体系的广告业中长期发展规划，规划提出“十二五”期间，广告经营额保持平稳较快增长，全国广告经营额年增幅在 12%左右。
4	2012 年	国家工商总局	《关于推进广告战略实施的意见》	提出到 2020 年，把我国建设成为广告创意、策划、设计、制作、发布、管理水平达到或接近国际先进水平的国家；培育一批拥有自主知识产权和先进技术、主业突出、创新能力强的大型骨干广告企业。支持资质好、潜力大、有特色、经营行为规范的小型化和微型广告企业发展。
5	2012 年	第十一届全国人民代表大会第四次会议	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	提出要“规范提升商务服务业”、“拓宽服务业企业融资渠道”，“支持符合条件的服务业企业上市融资和发行债券”，“促进广告、会展业健康发展”。
6	2013 年	国家发展改革委第 21 号令	《产业结构调整指导目录（2011 年本（2013 修正）》	将“广告创意、广告策划、广告设计、广告制作”列为鼓励类，为广告行业发展提供了强有力的政策支持依据和空间。
7	2014 年	国家发展改革	《关于推动传统媒	指出要推动传统媒体和新兴媒体融合发展，着力打造一批形

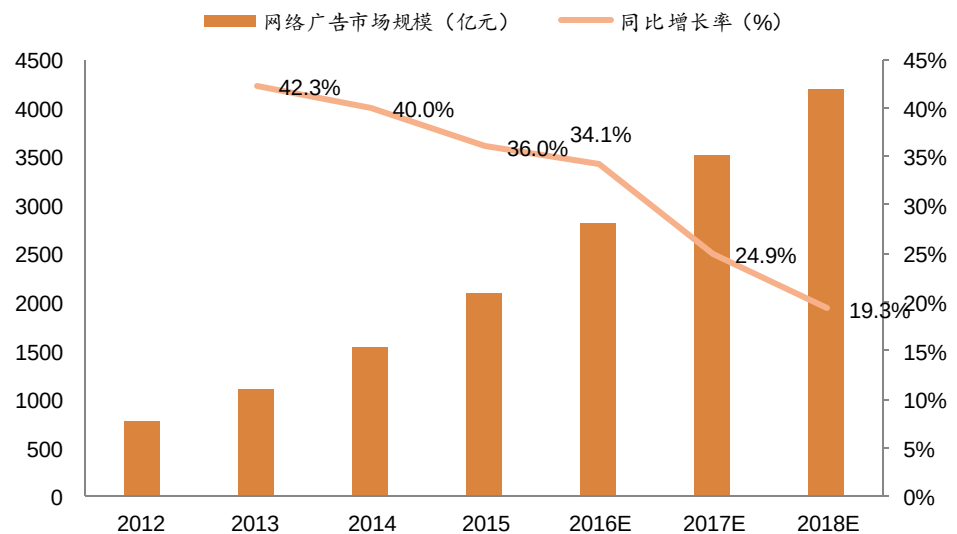
		委	体和新兴媒体融合发展的指导意见》	态多样、手段先进、具有竞争力的新型主流媒体，建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团，形成立体多样、融合发展的现代传播体系。
8	2016 年	国家工商行政管理总局	互联网广告管理暂行办法	互联网广告应当具有可识别性，显著标明“广告”，使消费者能够辨明其为广告。付费搜索广告应当与自然搜索结果明显区分

来源：公开资料整理、天风证券研究所

营销的本质是通过媒介向大众传递信息，有效建立产品、服务与用户的连接，最终产生经济效益。目前互联网高速发展积淀的高用户基数，以及人们拥有的数字设备的增多、停留在数字设备时间的延长，都为数字营销发展开辟了广阔空间。面对广告主对投放精准化、个性化的要求，互联网广告，尤其是移动端广告的发展如日中天。

根据艾瑞咨询统计，2015 年我国互联网广告市场规模达 2093.7 亿元，同比增长 36%，增速较去年有所放缓，但仍保持高位。预计 2018 年整体规模有望突破 4000 亿元。

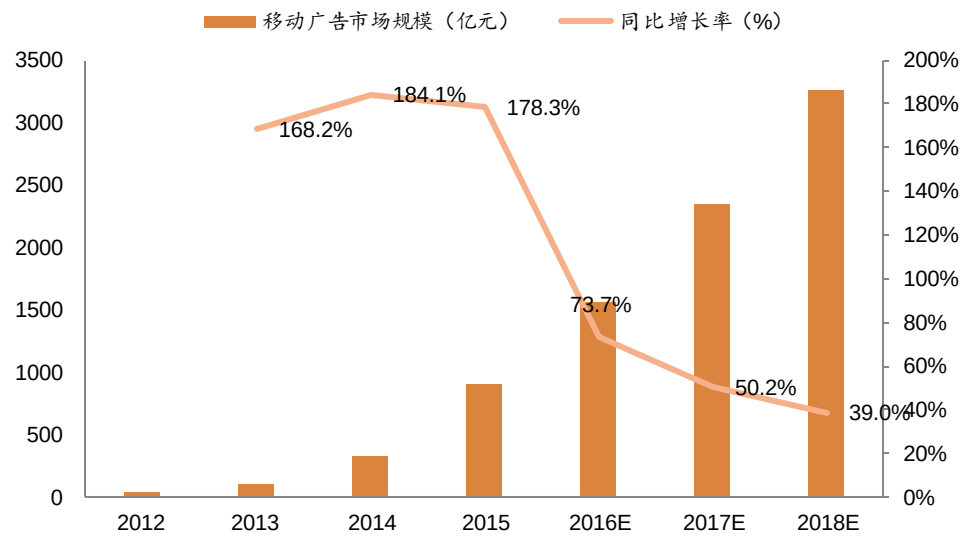
图表 10：2012-2018 年我国网络广告市场规模及预测



来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

移动互联网的高速发展为移动广告的发展提供了巨大的空间，2015 年我国移动广告市场规模达到 901.3 亿元，同比增长率高达 178.3%，发展势头十分强劲，预计 2018 年，中国移动广告市场规模将突破 3000 亿，在网络广告市场的渗透率近 80%。目前移动广告市场经过几年的发展和竞争，逐渐进入了新的发展阶段，针对垂直行业的移动广告平台在各自领域逐渐形成规模化经营，移动广告产品的创新和成熟进一步吸引广告主向移动广告市场倾斜。移动程序化营销、场景营销、泛娱乐营销、自媒体社群营销成为未来几年移动营销发展的趋势。

图表 11: 2012-2018 年中国移动广告市场规模及预测



来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

面对行业结构性调整机遇,大型传统广告公司由于内部机制的复杂,流程的缓慢、人才的流失、高昂的费用、缓慢的反应、对于行业前瞻性的缺失等等综合因素渐渐落后于潮流而走向衰落。广州盛世长城的萎缩、北京李奥贝纳的关闭、MCSaatchi 被本土公司兼并、达彼思的消失.....越来越多的 4A 公司不知所踪,意味着占据中国广告业至高点的国际 4A 公司江河日下了。这样的市场环境为一些新形态广告公司以及转型公司提供了一个分享巨大市场的机会。

图表 12: 中国广告发展历程



来源: 互联网、天风证券研究所

产业链整合催生去中间化经营模式, 创意环节占据营销价值链高端

互联网高速发展、渗透一切(截至 2015 年 12 月,中国网民规模达 6.88 亿。互联网普及率为 50.3%),产品和服务的产业形态悄然变化,决定了广告营销的形态和商业模式需要做出相应调整。

典型的广告产业链是从广告主的诉求出发,通过第三方公司来完成媒体的购买和广告创意的设计,再由交由制作公司和后期公司进行制作和后期处理,最后通过媒体上的投放实现目标受众向消费者的转化。然而,由于广告行业产业链参与者众多,产业链环节复杂,由此带来了周转期较长,各环节衔接的低效率带来的营销费用漏损等行业痛点。由此催生了整合营销产业链上下游环节,提供一站式营销解决方案的业务发展需求,营销行业创新先锋率先开启去中间化尝试。

图表 13: 公司广告产业链



来源: 互联网、天风证券研究所

图表 14: 广告行业痛点

行业痛点	
1 创意执行脱节 2 担心花冤枉钱 3 创意不靠谱 4 一个团队做多个客户 5 找不到合适供应商 6 一旦选择很难短时间更换 7 时间不能保证	1 创意被窃 2 预算越来越低 3 创意人被束缚 4 人才流动大运营成本高 5 流程太复杂 6 随时更改Brief 7 拖款 / 账期
广告主	代理公司

来源: 艾瑞咨询、天风证券研究所

“互联网+”发展,使得营销行业去中间化更为顺畅,火橙股份即做了率先尝试,通过搭建线上中间平台将客户和作业团队直接匹配,客户根据需求直接在平台上下单,而平台专业团队迅速对接,并找出合适作业团队;此外,根据创意需求同时找出合适创意的第三方制作团队,给到客户性价比最高的执行方案,期间透明化管理,使得客户得到性价比最高的回报,由此在平台上实现业务闭环和创意闭环。

图表 15: “去中间化”方案

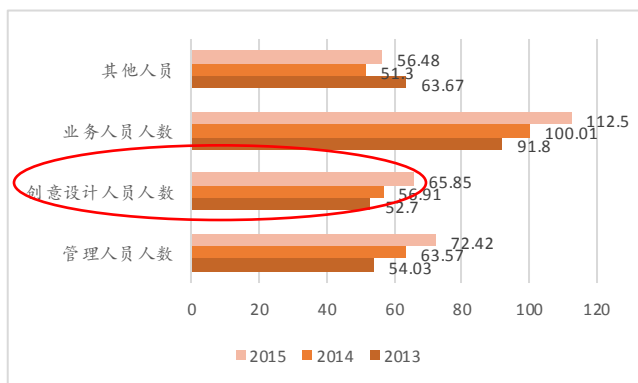


来源：艾瑞咨询、天风证券研究所

技术更迭加速，营销形态演进不断，新的媒介、互动形式、广告渠道层出不穷，最终还是要回归到营销和传播的本源，即最初的流量入口——营销创意内容，就行业整体业务发展看，创意业务毛利率最高，占据了产业价值链高端环节，也是吸引品牌客户的关键。未来一段时期内，随着行业竞争加剧，以及垄断造成的流量成本上升，媒介代理端的毛利率承受一定压力，移动端业务发力相比 PC 端有更高毛利率，精准营销的毛利率逐渐提升。而营销创意类服务将始终保持较高毛利率。

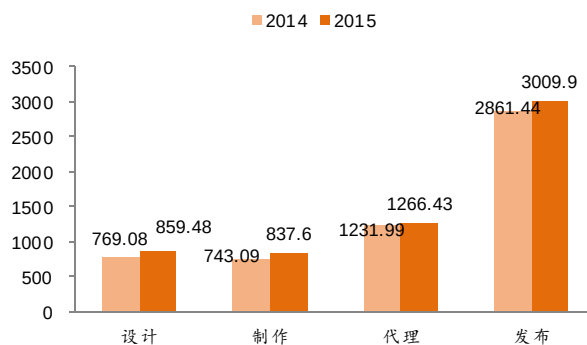
就营销行业的实际发展情况看，广告从业人员结构中创意人员正在重新成为行业的主流人群。2015 年，全行业创意设计人员总数达到了 65.85 万人，年增幅高达 15.70%，成为当年广告行业各类从业者中增幅最高的类别。由此可以看出广告行业新一轮转型升级，结构调整已经开始。与该趋势互为验证的数字是，在设计、制作、代理、发布四大门类中，以创意为基础的设计与制作两项的收入增长都达到了两位数，分别为 11.75%与 12.72%，与代理（2.80%）、发布（5.19%）的低增长形成了鲜明对比。

图表 16: 2013-2015 年广告从业人员基本情况（万人）



来源：中国广告行业发展报告、天风证券研究所

图表 17: 2014、2015 年广告业务分布情况（亿元）



来源：中国广告行业发展报告、天风证券研究所

总结看，创意仍将是广告行业持续发展的强劲动力和价值源头，而互联网广告的快速发展，正在从根本上改变着广告市场的格局，市场也正在重新赋予“创意”新的内涵和定义。插上互联网翅膀的营销企业，利用网络化购买、发布，省略掉许多中间环节，使市场资源更容易对接，市场信息更加对等，将颠覆传统经营模式获得创新红利溢价。

公司分析：从创意入口到制作出口，火橙优选打造整合传播闭环

以创意为核心的六大事业部独立运营，提供全方位广告整合传播

火橙股份是集广告创意、广告制作、数字技术、公关活动为一体的全方位广告服务公司，公司可根据客户需求提供四大业务的整合服务，也可提供其中一项或几项的组合服务。

图表 18：火橙股份的四大业务以及范围



来源：公司官网、天风证券研究所

目前公司依托六大事业部独立运营，在广告创意、公关、影视制作、数字营销、娱乐营销、技术开发，专业资深的团队协力作战为客户提供高质、高效的整合传播服务。

图表 19: 火橙股份六大事业部独立运营



来源：天风证券研究所根据公开资料整理

➤ 广告创意业务

公司为客户提供突出体现产品特性和品牌内涵的创意服务,由公司的创意团队和创意合伙人团队完成。包括品牌整合传播方案、TVC 脚本创意、VI 视觉识别系统、KV 平面创意设计、画册创意设计、POSM 物料创意设计、文案创意、其它创意项目。致力于帮助客户解决两个问题,建立品牌与销售产品,布局有别于其他竞品的品牌定位策略,建立品牌与消费者的链接,并最终形成销售。

➤ 广告制作业务

根据广告设计要求,制作可供刊播、设置、张贴、散布、传阅的广告作品,由公司的创意团队和创意合伙人团队完成。包括形象片拍摄制作、广告 TVC 拍摄制作、平面广告拍摄制作、微电影拍摄制作、活动视频录制及制作、影视配乐配音、后期剪辑制作、其它影视制作。公司提供专业化的制作团队,整合各类平面、影视拍摄资源,打通制片配合、全球导演资源、拍摄及后期制作等全部环节,为创意实施提供高性价比的制作服务及专业化把控。

➤ 数字技术业务

数字技术业务为全方位营销而提供的便于互联网传播的数字化服务,由公司的创意团队和创意合伙人团队完成。包括传播网站、minisite 创意及搭建、线上 banner 及 Flash 设计制作、UI 设计、Social media 运营、SEO、SEM 优化、HTML5 页面设计开发、APP 开发、其它技术开发。

※火橙数字营销

火橙数字营销事业部借助社会化媒体营销、数字化媒介策略为先导,为客户品牌

建立基于数字化的消费者中心，通过数字端的创意与品牌活动执行、直接与消费者互动、并根据消费者的反馈进一步深化品牌价值。

※火橙娱乐营销

火橙娱乐营销事业部集中国内各大影视娱乐及相关明星资源，在 IP 授权、娱乐定制、综艺合作、联合营销等多方面帮助拓展客户品牌的传播外延，提供品牌高效曝光、推动长尾销售的价值平台。

※火橙科技

通过前沿技术、整合团队实力，将软件开发，广告创意，网络营销互动和移动互联网进行跨界结合，以高效执行提供超出预期的解决方案。

➤ 公关活动业务

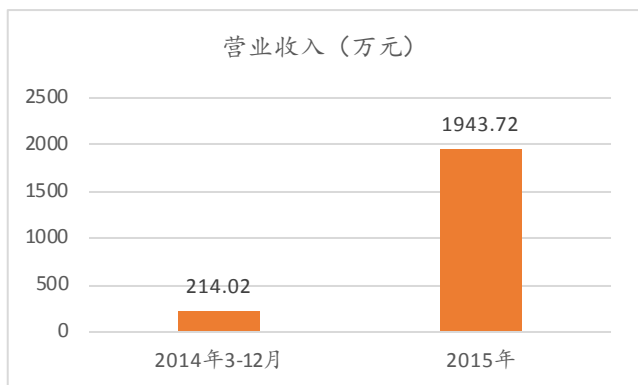
公司子公司橙睿公关为客户信息传播，关系协调与形象管理事务的咨询、策划、实施和服务。具体包括企业品牌传播、新媒体传播、事件策划与传播、媒体邀请、活动策划执行、其它公关项目。结合品牌需求、量身打造最适合公关传播的活动、媒介计划，并以丰富资源进行落地执行。**紧密结合创意，为客户形成核心事件传播并提供相匹配的大声量露出，完美契合传播链条。**

※橙睿公关

2015 年 9 月 1 日，公司收购橙睿公关 100% 股权，橙睿公关成为公司的全资子公司。橙睿公关是一家以公关活动策划，文化艺术交流策划，企业形象策划，市场营销策划，品牌策划与推广等为主要业务的公关公司。一方面，公关活动是广告产业链的重要一环，在所有的传播落地执行中扮演着重要角色；另一方面，橙睿公关是公司重要客户美克美家供应商之一。同时，公司和橙睿公关系同一控制下的两个企业，业务范围存在重合也存在互补。因此，公司对橙睿公关的收购解决了同业竞争的问题，同时能够有效的增强公司竞争实力，突出公司的主营业务，强化业务整合、优化资源管理能力。

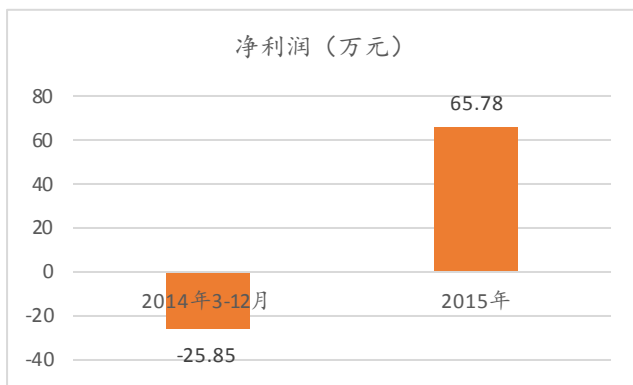
2015 年 9 月 30 日至 2015 年 12 月 31 日，橙睿公关实现营业收入 13,47.67 万元，占 2015 年合并营业收入 38.44%，实现净利润 37.67 万元，占 2015 年净利润 47.82%，大幅提升了本公司的经营业绩。

图表 20: 2014、2015 年橙睿公关营业收入情况



来源: 招股说明书、天风证券研究所

图表 21: 2014、2015 年橙睿公关净利润情况



来源: 招股说明书、天风证券研究所

公司采用病毒视频作为公司整合营销的一种手段,病毒视频可以被视作“病毒传播”的最新形态。借助电子邮件、视频、博客以及 YouTube 这样的视频托管网站,视频片段在互联网上得到大面积的传播。从制作风格上看,“病毒视频”通常十分诙谐幽默,除了一些精彩的原创剧本,还包括为数众多的“改编”作品--从对知名视频片段的戏谑模仿到某部影视作品的巧妙改造。

公司的主要经典案例包括:

HTC 案例: HTC one 手机新品上市之际,公司通过打造“最炫名著风”系列活动,包括《长话西游》、《真假宝玉》、《张飞来了》、《水浒二班》、《贵妃失宠》五支病毒视频,并以舞台剧形式在视频网站以及官方微博、微信同步上映。在视频网站为 HTC 赚足了眼球,优酷点击量超过 1000 万,乐视点击量超过 6000 万, HTC one 手机也成为热销明星机型。

图表 22: HTC 营销案例



来源: 招股说明书、天风证券研究所

奔驰 E 系列案例：梅赛德斯-奔驰新 E320L 上市之际，公司通过创作 E320L《教父》系列《刹车篇》《大灯篇》《引擎篇》三段病毒式视频，将 V6 双涡轮增压发动机、碰撞预防辅助系统、全 LED 智能照明系统等与众不同的优势深入消费者的认知，并塑造奔驰 E 系列的社会中坚形象，引发受众对 E 系列新车的热情与关注，系列视频被麦迪逊邦、广告门等广告圈媒体争相报道，并很快引爆了社交网络讨论热潮，更引起了受众的自主转发和二次传播，引发了上百万的点击量。

图表 23：奔驰 E 系列案例



来源：招股说明书、天风证券研究所

美克美家案例：美克美家淮海路旗舰店盛装启幕之际，公司借助陈道明的超高关注度，首先放出神秘预告片“巨匠之作淮海首映”，作为热点引爆网络，营造“陈道明大电影贺岁档上映”的话题，引发社交平台、公众媒体的关注和讨论。充分制造悬念，充分引爆热点，将陈道明和美克美家的“巨匠”形象完美契合，一举打通了线上线下传播渠道，使得“巨匠志造”的品牌形象引起了强烈共鸣，并显著促进了线下门店的客流量。

图表 24: 美克美家案例



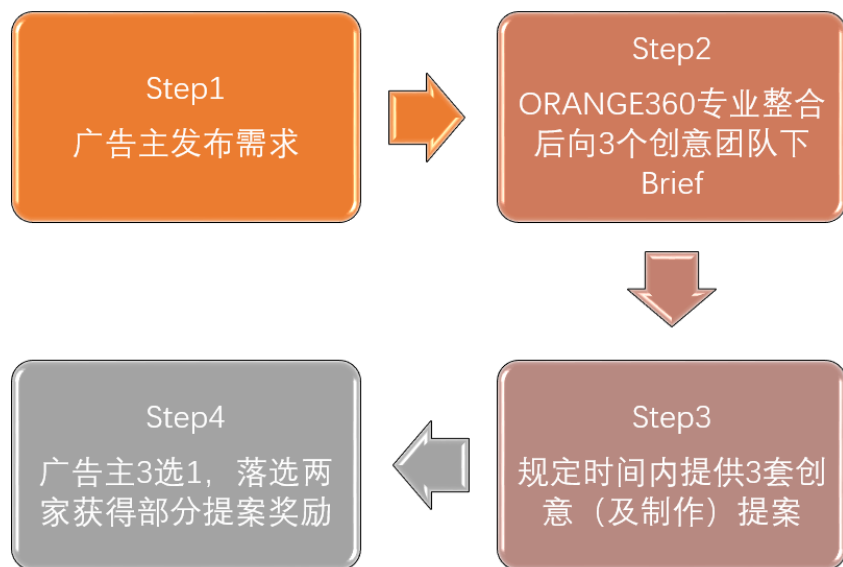
来源：招股说明书、天风证券研究所

推出 360° 传播内容生产平台——火橙优选，打造内容领域的垂直生态圈

公司 2015 年推出 360° 传播内容生产平台——火橙优选，优化了原有的商业模式，将传统广告行业加入互联网元素，整合产业链资源，打造内容领域的垂直生态圈，为客户提供广告创意、广告制作、数字技术、公关策划等广告的在线全方位解决方案，为创意人、制作人、导演、广告公司、企业主等提供业务平台，有效地形成了开放式闭环。火橙优选是中国最早注册成立的 360° 传播内容解决平台之一，也是目前唯一拥有全案整合能力的专业内容生产平台。

火橙优选通过整合全球顶尖创意人与第三方供应商资源，基于数据分析系统搭建一个在线提供创意制作的传播内容 O2O 平台。同时，平台以创意为入口，通过吸引企业主和引入创意合伙人带来新的业务，由公司的核心团队整合平台上的创意人、制作人、数字技术人员和公关人员组建项目团队，各不同工种相互启发与协作，由公司负责团队协调和质量把控，并最终交付客户。

图表 25: 火橙优选网业务流程



来源：公司公开资料、天风证券研究所

➤ 优选平台面向的用户群体

创意人、设计师、制作、导演、自由工作者等合作伙伴

火橙优选会与每一位入驻平台的创意人或团队进行审核、评估、签约确立合作意向，并在云创意、云制作等数据库为他们建立鲜明的风格标识及擅长领域划分，为创意项目最大限度的降低合作与沟通成本。建立一个平衡的生态与开放的平台，让内部个体既保持独立，又资源共享。

正在寻找好的传播创意解决方案的企业用户

企业用户一方面不用担心中间环节被大量抽佣，降低项目成本；另一方面也能迅速找到适合自己品牌需求与调性的高品质创意及执行人才，一旦遇到任何合作问题，平台处理起来也更加灵活，内部强大的资源库可以让风险更低。

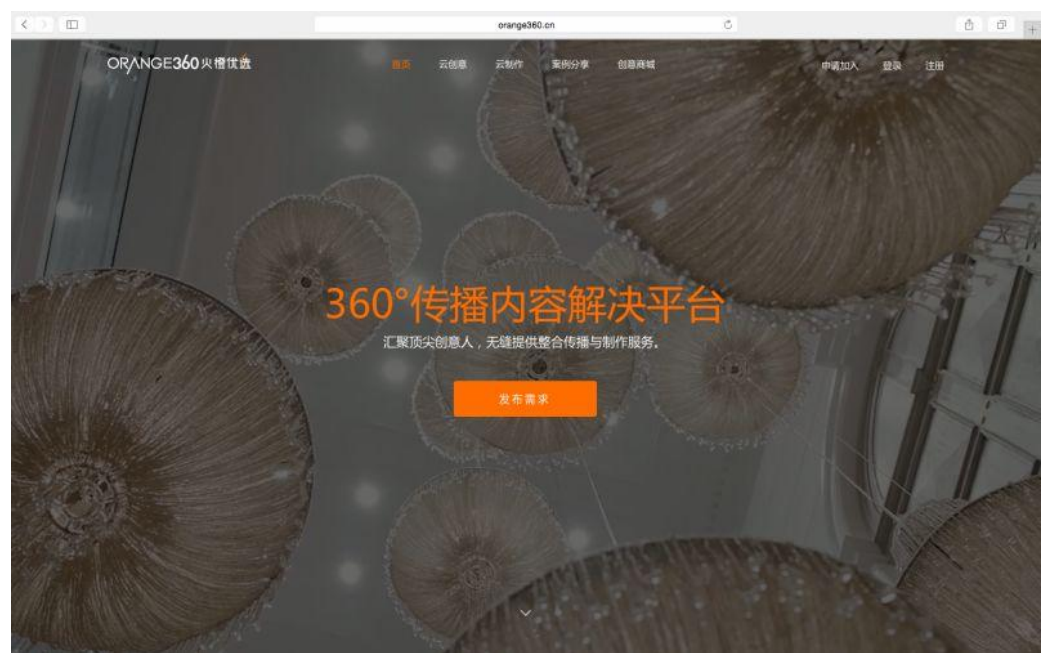
目前公司面向的客户主要是互联网创业企业。以创业型的互联网企业为切入点，慢慢培养大中型企业打破以往的传播内容合作模式。

➤ 优选平台提供的功能

广告主一键发布需求及浏览、下单、进度、咨询

企业或广告主可通过火橙优选服务号或登录火橙优选官方网站 www.orange360.cn 一键发布需求，客服实时响应，无缝对接。企业主可绕开繁琐的会议和电话跟进，直接通过网站及手机客户端进行浏览、下单、进度和业务咨询。提高效率、简化合作流程。

图表 26：客户一键发布需求



来源：公司官网、天风证券研究所

平台管理、提供云创意

平台方可通过云创意的形式，征询适应的创意团队，并为客户进行甄选推荐。每个项目将成立独立的群组，相关方人员可在群组中进行讨论和安排工作。并可通过线上沟通安排提案。在整个执行进度过程中，平台方将全面把控每个节点的质量，并敦促跟踪进度，适时给予支持。

第三方公司执行、浏览及展示

第三方可在火橙优选网进行任务接单，并在执行过程中全程同步进度，浏览相关下单信息，也可在网站上进行自己的作品展示。

➤ 优选平台的核心优势

第一，火橙优选依靠互联网生态有效地将资源方整合（orange 的强项在于整合力），在云平台上进行分工合作，取长补短。这样做不但在全案上得到了精益求精的效果，还缩短了制作时间、减少了成本，为创意工作者和企业提供了一个利用互联网来解决传播方案问题的平台。

第二，火橙优选平台推崇的是扁平化的业务操作，各方人员全程参与，共同完成策略方向及创意产出，随时响应客户的反馈。去中间化后公司直接对接第三方供应商，真正实现短、频、快的经营，广告行业的利润最大化。

第三，平台可以解决传统广告流程的弊端和通病，扁平化的业务协作，从了解客户的需求开始，避免了传统业务模式的上传下达、反馈修改再反馈再修改的工作定式，各方面人员全程参与，共同完成策略方向及创意产出，形成良性联动机制，随时响应客户的反馈，同进同退，工作效率大为提高；并保证了创意执行的高质量、不变形，让线上线下、传统互动等传播模式有机结合，形成全覆盖的整合化传播。

图表 27: 火橙优选核心优势



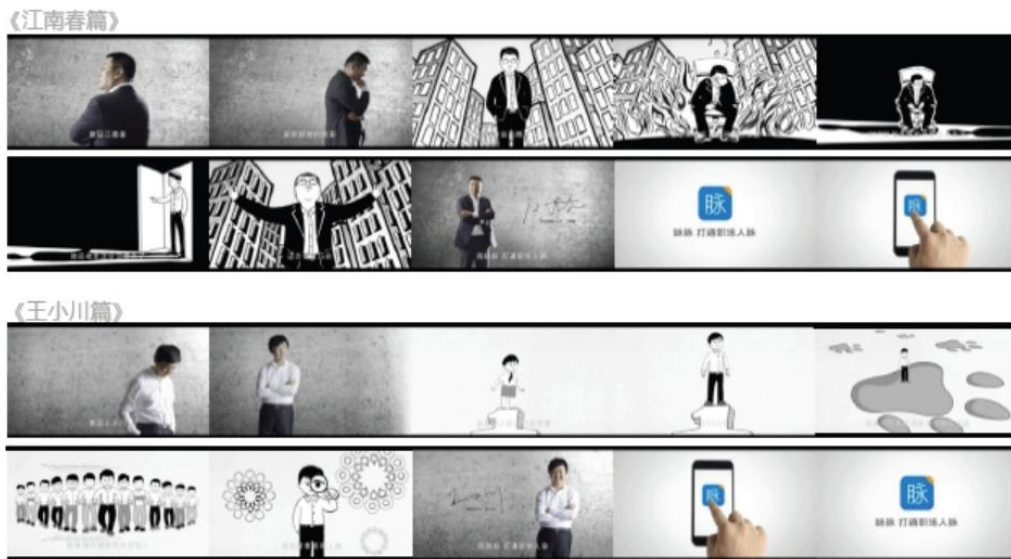
来源：公司官网、天风证券研究所

➤ 优选平台精选案例

脉脉：“脉脉打通职场人脉”案例

公司请江南春和王小川作为代言人，一位是传媒上市公司老板，一位是学霸创业的黑马，两位大佬用自己的创业故事解答了人脉的重要性。本轮创意上线后两个月脉脉用户增加十倍，目前达到千万级别。

图表 28: 脉脉：“脉脉打通职场人脉”案例



来源：公司公开资料、天风证券研究所

Tecno Camon C9：“秀”出非洲市场的手机

在非洲，Tecno 的排名仅次于三星、苹果，是知名度最高的中国手机品牌。公司优选平台与其合作打造一部适合在非洲大陆投放的广告，创作了三条“欧美主流风格”的短片，高效、完美的执行让创意顺利落地，客户表示效果大大超出他们预期。

图表 29: “Tecno Camon C9” 案例



来源：公司公开资料、天风证券研究所

创新商业模式打造闭环生态圈，开放合作姿态吸引人才聚集

➤ 新形态商业模式打破横向壁垒，打造垂直生态平台，形成开发闭环生态

公司 2015 年推出 360° 传播内容生产平台——火橙优选，改变了原有的商业模式，将传统广告行业加入互联网元素，平台打破传统广告的横向壁垒，打造以创意为入口的垂直生态平台，形成既专业独立又高效协作的开放闭环生态。

运营模式：平台就是打通广告传播行业的上下游关系，把创意人、制作人、数字技术人员和公关人员快速整合，既可为企业主提供一站式的广告传播整合服务，也可以提供创意、制作、数字技术或公关环节的单一服务，针对客户的个性化需求，创意、公关、制作、数字四部分人员通力配合，以客户需求为先导，以优秀创意为核心，以优质产出为原则，以生态协作为标准，重新定义广告传播。

做到从创意入口到制作出口核心部分都在平台之上完成，真正做到去中间化，既能让合作方（企业主、广告公司等）降低成本又能让产业链参与者增加收入，而平台会给予全产业链的资源支持及质量把控。从而建立传播内容的垂直生态链（开放式的生态闭环）。

图表 30: 火橙股份 P+B2B 的商业模式



来源：公司公开资料、天风证券研究所

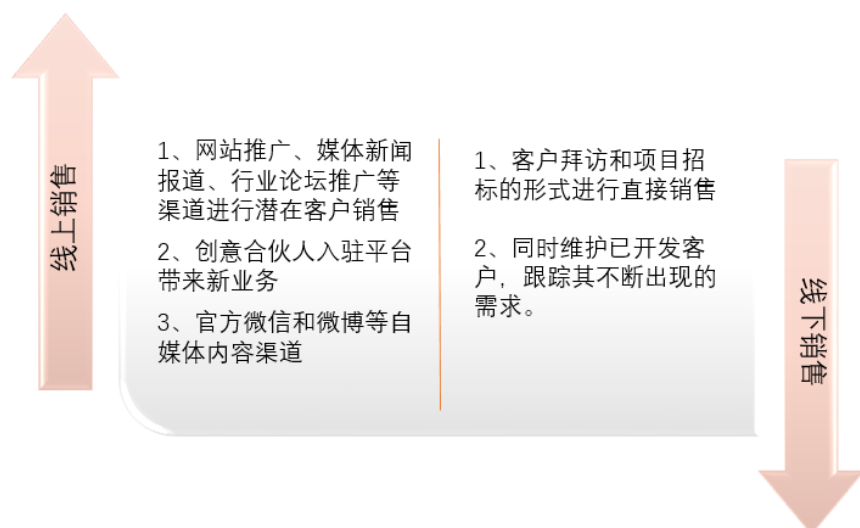
销售模式：公司拥有长期稳定的专业销售团队，其中子公司橙睿公关作为公司公关业务的独立团队，主要完成公司的公关业务部分，也可以独立承接公关业务。公司选择部分优秀创意人为公司的创意合伙人，由创意合伙人导入创意业务由公司的团队完成包括制作、数字技术、公关策划等整合传播服务。目前公司销售主要采用线上和线下相结合的方式进行销售。

线上推广：主要包括公司网站推广、媒体新闻报道、行业论坛推广等渠道进行潜在客户销售。引入创意合伙人入驻平台，由创意合伙人带来新的业务。同时进行自媒体运营，公司官方微信和微博等自媒体内容渠道，用于发布相关业务信息。

线下销售：主要采用客户拜访和项目招标的形式进行直接销售；同时维护已开发客户，跟踪其不断出现的需求。

过去一年多公司线下业务的总客户达到 30 家，互联网客户 5 家。传统大型企业项目平均营收达到 160 万\个，互联网企业项目平均营收达到 50 万\个。公司定价主要依据公司成本和市场价格定价。

图表 31: 公司“线上+线下”销售模式



来源：公司公开资料、天风证券研究所

盈利模式：公司为客户提供全方位广告传播整合服务，收取整合服务的服务费。公司为客户提供广告创意、广告制作、数字技术及公关活动中的单独服务获得收益。同时公司通过实行合伙人分成制度保障业务量的增长以及更大的利润空间。

➤ 新形态合伙人模式吸引人才聚集

传统的公司的运营模式就是压榨劳动力，而公司提出了“以人为核心”的理念，以力求打造一个创意为入口的垂直生态链。也就是说，把去掉传统广告公司经营模式原有的边界，将压榨劳动力的模式，变成合伙模式。寻找创意、业务、公关策划、制作、技术等方面的人才，通过不同工种相互启发与协作分享，把更好的解决方案提供到客户服务中去。以平台为依托，通过合伙人价值加平台机制，在创意为导向下，为每一位客户提供有针对性的整合传播方案。

这种“以人为核心”的合伙人经营的模式让火橙股份聚集了大量的优质人才，目前火橙股份拥有固定管理团队，汇集大量全球顶尖创意人，整合无限云创意资源。目前超过 1000 位全球业界顶尖创意人意向加入，已加入 100 多位。

图表 32：资源整合：顶尖创意人



来源：公司官网、天风证券研究所

会有超过 10000 家第三方公司入驻平台，目前已有 100 多位制作人意向加入。

图表 33：资源整合：第三方公司及制作人

影视、平面、公关、技术等超过100家合作公司将陆续进驻橙品精选网，为行业上下游整合资源、简化合作环节，为甲方客户提供更多的支持。



来源：公司公开资料、天风证券研究所

优质客户资源与良好的品牌影响力巩固公司竞争优势

公司的竞争力也来自于公司管理人员在公关广告传媒行业从业多年所积累的丰富经验和客户资源以及公司发展过程中所形成的良好口碑和品牌影响力。

公司依托强大的创意合伙人资源和优质的服务，与国内外品牌公司形成默契合作，为品牌公司的品牌建设提供全程服务，品牌公司会对创意人存在较高的依赖性，目前公司的品牌客户超过 50 家，已经在行业内树立了良好的品牌知名度，形成了一定的客户优势。公司服务的客户包括奔驰、HTC、美克美家、千叶珠宝、美即面膜、绿叶日化、青岛啤酒、脉脉、团车网、开新二手车、尚品网、珂兰钻石、淘当铺、e 袋洗等等全案代理与项目客户。

图表 34：公司为客户“千叶珠宝”设计的作品



来源：公司官网、天风证券研究所

图表 35：公司为客户“HTC”设计的作品



来源：互联网、天风证券研究所

公司与脉脉和分众已经达成战略合作：预计年底 2000-3000 万数十万企业用户在脉脉的专家栏目里面“广告专家”都会是火橙优选的优秀行业签约专家，客户的需求直接导入到火橙优选平台；做为互联网品牌的传播第一媒体平台分众拥有强大的网络和客户资源，目前公司已与分众建立起良好的合作关系，将会成为分众的创意合作伙伴，解决分众客户的创意内容。

图表 36：火橙股份战略合作伙伴



来源：公司公开资料、天风证券研究所

2014 年、2015 年，公司前五大客户营业收入占当期总营业收入的比例分别为 82.02%、78.08%。

图表 37：2014、2015 年公司前五大客户营收及占比

2014 年		
客户名称	营业收入（万元）	占营业收入合计数比例（%）
宏达通讯有限公司	987.34	56.17
上海纽顿美容仪器设备有限公司	162.12	9.22
上海厚源广告有限公司	109.10	6.21
北京市千叶世纪珠宝首饰有限公司	103.04	5.86
上海开新汽车服务有限公司	80.19	4.56
合计	1441.80	82.02

2015 年		
客户名称	营业收入（元）	占营业收入合计数比例（%）
美克国际家居用品股份有限公司	1575.23	44.93
高更创意(北京)文化传媒有限公司	556.60	15.88
宏达通讯有限公司	259.15	7.39
北京搜狗科技发展有限公司	207.65	5.92
北京市千叶珠宝股份有限公司	138.70	3.96
合计	2737.33	78.08

来源：公司官网、天风证券研究所

针对客户集中度过高带来的经营风险，公司业务对接人员针对不同客户采取不同的措施，并新接洽了北京壹代家庭、雅迪科技、上海尚雨、北京经纬行动广东分公司、诗普琳珠宝、厦门特步投资、壹基金公益基金会、北汽福田、宝家丽等知名客户，公司的客户资源得到进一步拓展。

投资建议：

考虑公司持续集聚优质创意合伙人，采用区别于传统的去中间化经营模式，以及优选平台可能带来的业绩高速增长，我们预计公司 2016-2018 年营收分别为 1 亿/2 亿/4.13 亿元，同比增长 186%/100%/106%，净利润分别为 816 万元/1481 万元/3009 万元，同比增长 935.5%/81.6%/103.1%。参考 A 股及新三板广告行业可比公司 17 年平均 PS 估值分别为 3.78X 和 5.85X，合理给予公司 17 年 PS 估值的 4X，6 个月目标市值 8 亿。

风险提示：客户集中度过高风险、市场竞争加剧风险、人才流失风险

图表 38: A 股广告行业同行估值比较 (截至 2016 年 9 月 23 日)

公司 简称	总股 本	2015 净利 润(亿 元)	2016E 净利 润(亿 元)	2017E 净利 润(亿 元)	2015E PS	2016E PS	2017E PS	15PE	16PE	17PE	15PS	16PS	17PS	市值 (亿 元)
分众传 媒	87.37	33.89	44.15	53.91	0.39	0.51	0.62	37.51	28.80	23.58	14.73	11.97	9.85	1271.21
利欧股 份	16.07	2.25	7.60	10.06	0.14	0.47	0.63	132.08	39.20	29.61	6.78	3.71	2.72	297.72
电广传 媒	14.18	3.81	6.19	7.50	0.27	0.44	0.53	60.44	37.24	30.74	3.85	3.19	2.74	230.49
蓝色光 标	19.99	0.68	7.29	9.65	0.03	0.36	0.48	321.82	29.87	22.59	2.61	1.70	1.22	217.88
省广股 份	11.76	5.48	7.16	8.93	0.41	0.53	0.67	35.56	27.18	21.80	2.02	1.65	1.35	194.72
联建光 电	6.14	2.24	4.04	5.93	0.36	0.66	0.97	63.11	34.95	23.81	9.27	5.31	3.79	141.15
联创互 联	5.90	0.31	1.92	2.62	0.05	0.33	0.44	486.65	78.12	57.29	15.55	6.79	5.47	149.96
明家联 合	3.19	0.55	2.42	3.24	0.17	0.76	1.02	202.46	46.36	34.62	12.44	6.42	4.90	112.04
思美传 媒	2.86	0.88	1.91	2.88	0.31	0.67	1.01	106.71	49.38	32.72	3.78	2.51	1.94	94.27
平均 值	18.61	5.57	9.19	11.63	0.24	0.52	0.71	160.70	41.23	30.75	7.89	4.80	3.78	301.05

资料来源: wind 一致预期、天风证券研究所

图表 39: 新三板广告行业同行估值比较 (截至 2016 年 9 月 23 日)

公司 简称	总股 本	2015 净利 润(亿 元)	2016E 净利 润(亿 元)	2017E 净利 润(亿 元)	2015E PS	2016E PS	2017E PS	15PE	16PE	17PE	15PS	16PS	17PS	市值(亿 元)
汇量 科技	0.93	0.48	1.25	0.86	0.52	1.34	0.92	123.07	47.33	68.79	7.61	5.51	4.40	59.16
众享 科技	0.22	0.65	0.00	0.00	3.00	0.00	0.00	49.95	-	-	30.52	-	-	32.52
大象 股份	0.94	0.50	0.00	0.00	0.54	0.00	0.00	37.66	-	-	4.72	-	-	19.01
沃捷 传媒	2.05	0.50	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	31.59	-	-	2.01	-	-	15.86
壁和 科技	0.64	0.13	0.33	0.57	0.20	0.52	0.89	93.73	35.91	20.79	5.44	3.02	2.19	11.85
哇棒	0.60	0.24	0.47	0.64	0.40	0.78	1.06	48.76	25.27	18.44	5.33	2.52	1.77	11.86

传媒														
易简科技	0.64	0.21	0.00	0.00	0.33	0.00	0.00	54.34	-	-	9.02	-	-	11.57
聚宝网络	0.80	0.22	0.40	0.53	0.27	0.50	0.66	48.44	26.52	20.21	12.37	7.43	5.22	10.61
樊雅文化	0.22	0.28	0.00	0.00	1.31	0.00	0.00	29.08	-	-	12.54	-	-	8.17
平均值	0.74	0.33	0.25	0.27	0.69	0.33	0.37	76.63	33.76	32.06	12.29	8.27	5.85	19.03

资料来源：wind 一致预期、天风证券研究所

图表 40: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	0.03	2.51	18.00	25.00	33.05	营业收入	17.58	35.06	100.27	200.53	413.09
应收账款	1.54	3.90	12.00	18.00	28.00	营业成本	14.63	28.17	74.70	154.81	319.73
预付账款	0.77	6.62	15.00	16.30	16.00	营业税金及附加	0.09	0.18	0.52	1.03	2.14
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	0.05	0.98	1.27	2.57	5.37
其他	0.01	0.00	2.10	0.01	0.00	管理费用	3.49	4.89	13.64	23.66	47.92
流动资产合计	2.35	13.03	47.10	59.31	77.05	财务费用	0.00	0.01	(0.05)	(0.20)	(0.20)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.00	0.01	0.07	0.06	0.05
固定资产	0.07	0.99	2.00	4.00	5.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.00	0.00	0.36	0.20	0.20	营业利润	(0.68)	0.82	10.12	18.60	38.09
非流动资产合计	0.07	0.99	2.36	4.20	5.20	营业外收入	0.34	0.19	0.30	0.30	0.30
资产总计	2.42	14.02	49.46	63.51	82.25	营业外支出	0.00	0.01	0.02	0.01	0.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	(0.35)	1.00	10.40	18.89	38.38
应付账款	0.67	0.62	2.47	4.02	6.50	所得税	0.00	0.22	2.25	4.08	8.29
其他	0.13	2.99	9.10	11.63	22.29	净利润	(0.35)	0.79	8.16	14.81	30.09
流动负债合计	0.80	3.61	11.57	15.65	28.79	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(0.35)	0.79	8.16	14.81	30.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	(0.03)	0.07	0.23	0.42	0.86
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
负债合计	0.80	3.61	11.57	15.65	28.79		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	2.00	10.00	35.00	35.00	35.00	营业收入		99.43%	186%	100%	106%
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润		-219.74	1137%	83.75%	104.8%
留存收益	(0.38)	0.41	3.00	10.00	17.00	归属于母公司净利润		-326.78	935.47	81.61%	103.1%
其他	0.00	(0.00)	(0.00)	3.05	5.90	获利能力					
股东权益合计	1.62	10.41	38.00	48.05	57.90	毛利率	16.76%	19.64%	25.50%	22.80%	22.60%
负债和股东权益总计	2.42	14.02	49.57	63.70	86.69	净利率	-1.98%	2.25%	8.14%	7.39%	7.28%
						ROE	-21.39	7.57%	21.46%	30.83%	51.97%
现金流量表						ROIC		40.39%	99.96%	73.45%	130.00
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	(0.35)	0.79	8.16	14.81	30.09	资产负债率	32.99%	25.74%	23.34%	24.57%	33.21%
折旧摊销	0.03	0.03	1.20	3.52	5.92	净负债率	0.00%	7.43%	2.90%	-13.38%	-16.14%
财务费用	0.00	0.00	(0.05)	(0.20)	(0.20)	流动比率	2.94	3.61	4.07	3.79	2.68
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.94	3.61	4.07	3.79	2.68
营运资金变动	0	-4	-11	-1	3	营运能力					
其它	0	-1	0	0	0	应收账款周转率	22.78	12.87	12.61	13.37	17.96
经营活动现金流	0.08	(4.57)	(1.66)	17.17	39.25	存货周转率	-	-	-	-	-
资本支出	0.10	0.95	2.22	5.52	6.92	总资产周转率	14.51	4.26	3.16	3.55	5.67
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
其他	-0.2	-1.9	-62.2	-85.5	-56.9	每股收益	-0.03	0.07	0.23	0.42	0.86
投资活动现金流	-0.1	-0.9	-60.0	-80.0	-50.0	每股经营现金流	0.01	-0.40	-0.14	1.49	3.39
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	0.14	0.90	1.09	1.37	1.65
股权融资	2	8	25	3	3	估值比率					
其他	-2	0	42	68	25	市盈率	-628.46	277.12	81.01	44.61	21.96
筹资活动现金流	0.0	8.0	67.2	70.8	27.8	市净率	134.42	20.97	17.39	13.75	11.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	0.00	0.00	56.97	28.99	14.33
现金净增加额	0	2	6	8	17	EV/EBIT	0.00	0.00	63.78	34.54	16.56

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门、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)