

凤凰传媒（601928）：主业稳定发展，转型值得期待

推荐(首次)

文化传媒

当前股价：10.57 元

报告日期：2017 年 1 月 12 日

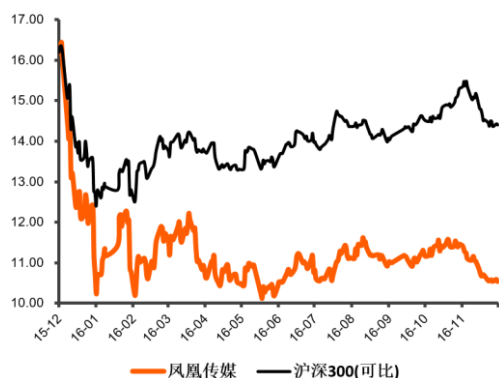
主要财务指标（单位：亿元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	100.46	105.35	115.24	127.02
(+/-)	4.4%	4.9%	9.4%	10.2%
营业利润	9.73	10.92	12.21	13.53
(+/-)	-3.1%	12.2%	11.9%	10.8%
归属母公司	11.24	12.75	14.03	15.32
净利润				
(+/-)	-6.7%	13.4%	10.0%	9.2%
EPS（元）	0.44	0.50	0.55	0.60
市盈率	24	21	19	18

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	25.45/25.45
流通市值（亿元）	268.23
每股净资产（元）	4.43
资产负债率（%）	28.44%

股价表现（最近一年）



行业研究员：于芳

执业证书编号：S1050515070001

联系人：朱瞰

电话：021-54967650

邮箱：zhukan@cfsc.com.cn

● **主业护城河较深，教材教辅行业进入难度大。**公司作为江苏省具备教材教辅出版发行资质的单位之一，承担着江苏省各地各校教辅材料的出版发行工作，目前全国仅有人教社与凤凰传媒具备主课教材教辅全覆盖。省外方面，除港澳台沪外，凤凰版教材已通过教育发展公司向各地集中推广使用，销售码洋已持续几年超过省内市场。此外，从五年前起，江苏省小学在校学生数量出现拐点，从2010年的398万上升至2015年的500万人，将带来教材教辅需求的提升，为公司未来几年主营业务的增长提供支撑。

● **延伸教育产业，大力布局在线教育。**在K12方面，公司旗下学科网服务网络遍布全国各省，合作院校30000余所，并已拥有1700多万注册会员，600多万套、21TB的海量资料，并以每天近5000套左右的速度增加。学科网于2015年年底获得好未来3000万美元战略投资，未来有望打通教辅出版机构、公立学校和课辅机构，并通过云端平台共享资源和用户，针对不同教育需求提供学习解决方案。在职教方面，凤凰创壹致力于互联网三维动态交互软件平台的研发，并于2015年底上线了100维尔教育网，涵盖了互动仿真与虚拟实训，未来随着系统的不断完善，有望推出基于不同专业的软件产品线，形成包括教材以及互动实训在内的完整教学体系，并向用户提供授权，进而实现基于用户数的收费模式。

● **转型稳步推进，未来业绩贡献值得期待。**大数据方面，公司正向应用服务转型，与华为签订的战略合作协议有望将各方优势相整合，拓展云服务，预计2017年净利润增长显著。文化Mall方面，公司在姜堰、苏州等地的文化Mall项目经营收益已达到预期，结合其他项目的有序推进，有望在未来持续为公司贡献业绩。游戏方面，手游新作持续上线，并通过控股游侠网以及3DM，在单机游戏门户网站具有较高市场份额。影视方面，凤凰传奇电视剧业务已形成武侠剧、抗战剧、当代情感剧三大板块，成为公司的流量型业务，并逐步打通电影、网剧的制作环节，以打造影视全产业链为目标，未来业绩贡献有望持续。

● **盈利预测：**我们预计公司2016-2018年归母净利润分别为12.75、14.03和15.32亿元，对应EPS 0.50、0.55和0.60元，PE分别为21、19和18倍。考虑到江苏省小学在校学生数量出现拐点，将为公司主营业务带来稳定增长，以及公司转型的稳步推进，首次给予“推荐”评级。

● **风险提示：**（1）传统主业增长迟缓；（2）公司转型不及预期；（3）行业政策风险。



目录

1. 公司简介	3
2. 主业护城河较深，教材教辅行业进入难度大	4
2.1 教材、教辅业务保持稳定规模，省外拓展成效显著	4
2.2 江苏省小学生源出现拐点，将带动公司业绩持续提升	5
3. 转型稳步推进，未来业绩提升值得期待	6
3.1 延伸教育产业，大力布局在线教育	6
3.2 大数据业务向应用服务拓展	8
3.3 文化消费新模式——文化 MALL 建设	8
3.4 新作持续上线，游戏业务稳步发展	9
3.5 以打造全产业链为目标——影视业务	10
4. 公司盈利预测与估值	12
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1 近几年公司营收保持增长	3
图表 2 公司 2015 年主营业务收入构成	3
图表 3 公司股权结构（截止 2016 年 9 月 30 日）	3
图表 4 教材出版发行营业收入及同比	4
图表 5 教辅出版发行营业收入及同比	4
图表 6 省外出版发行业务营业收入及同比	5
图表 7 凤凰教材	5
图表 8 江苏省普通小学在校学生数（万人）	5
图表 9 江苏省普通小学招生数（万人）	5
图表 10 学科网	6
图表 11 学科网产品信息	7
图表 12 凤凰创壹虚拟物流服务与管理教学平台	7
图表 13 大数据业务营业收入	8
图表 14 IDC 业务	8
图表 15 苏州凤凰文化 Mall	9
图表 16 南通凤凰文化 Mall	9
图表 17 游侠网	10
图表 18 3DM	10
图表 19 凤凰传奇影业部分出品作品	10
图表 20 凤凰联动影业部分出品作品	11
图表 21 凤凰联动图书中心	11
图表 22 公司盈利预测假设	12
图表 23 可比公司估值（截至 2017 年 1 月 11 日）	13
图表 24 公司盈利预测表	14

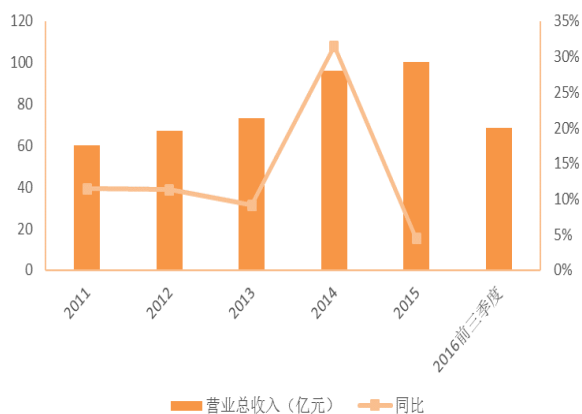


1. 公司简介

公司成立于1999年，并于2011年11月上市，是全国出版发行行业的龙头企业之一，兼有内容生产和渠道优势。公司已形成编印发一体化的产业链和多媒体、多业态的文化产业生态圈，各板块间资源共享、业务协同。公司智慧教育布局处于行业领先地位，相关业务包括凤凰版国标教材数字化业务、职业教育数字化业务、K12在线教育业务、云计算业务、教学软件开发业务。公司主要竞争对手为人教社、中南传媒、中文传媒、时代出版、皖新传媒等。

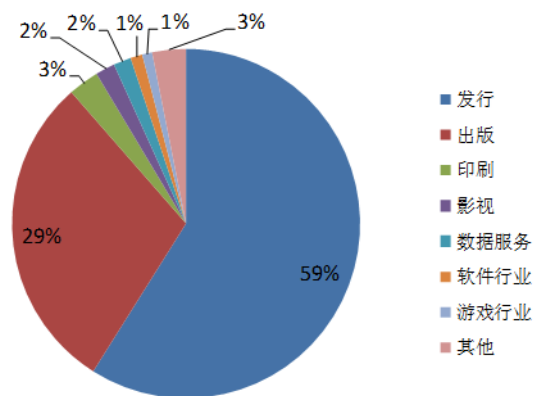
2011-2015年，公司营业收入年复合增长率达到10.76%，在江苏省生源总体下降的背景下，公司营收依旧保持增长。2015年，公司实现营业收入约100亿元，其中发行业务占59.0%，出版业务占29.6%，印刷业务占2.9%，影视业务占1.8%，数据服务业务占1.6%，软件业务占1.1%，游戏业务占0.9%，其他占4%。

图表 1 近几年公司营收保持增长



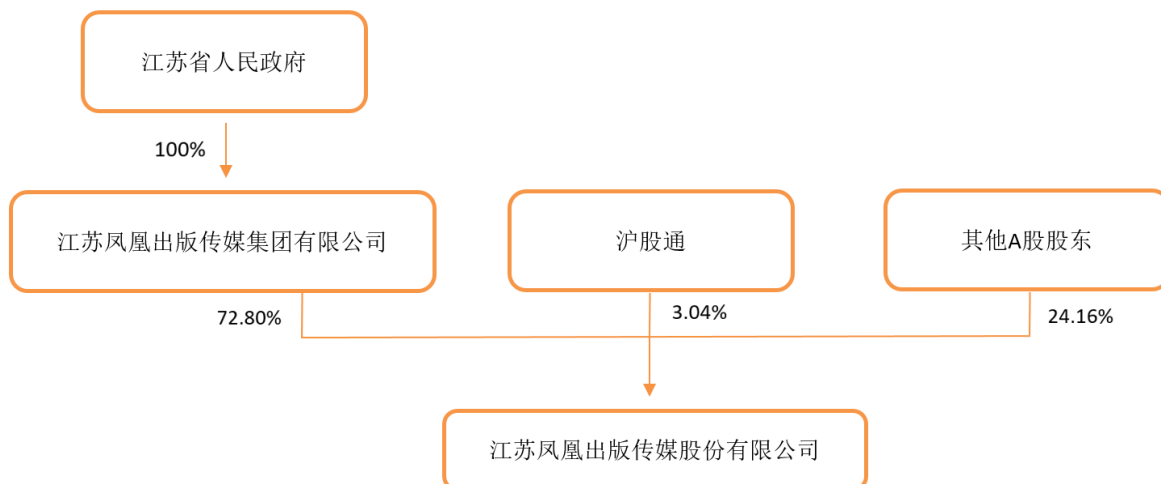
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 2 公司 2015 年主营业务收入构成



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 3 公司股权结构（截止 2016 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部



江苏凤凰出版传媒集团持有公司 18.53 亿股 A 股，占公司已发行总股本的 72.80%。2016 年 7 月，凤凰集团通过发行可交换公司债券，募集资金 50 亿元。根据 16 元/股的换股价格计算，若发行的可交债全部交换为凤凰传媒 A 股股票后，凤凰集团持有凤凰传媒股份比例将降低至 60.3%。

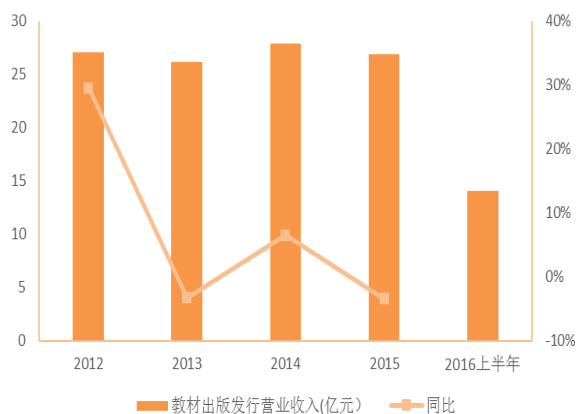
2. 主业护城河较深，教材教辅行业进入难度大

2.1 教材、教辅业务保持稳定规模，省外拓展成效显著

公司在主题出版、人文社科、图文生活、儿童文学、低幼动漫、外国文学、现当代文学等领域具备领先优势，出版了大量优质图书，拥有大量优质版权。公司旗下人民社、科技社、教育社、少儿社、译林社等 5 家出版单位从事中小学教材出版业务已有三十多年历史，主要竞争对手为人教社、北师大社。英语学科的主要竞争对手还有外研社、上海外语教育出版社。2015 年，公司一般图书的全国图书零售市场排名已上升至第 2 位。

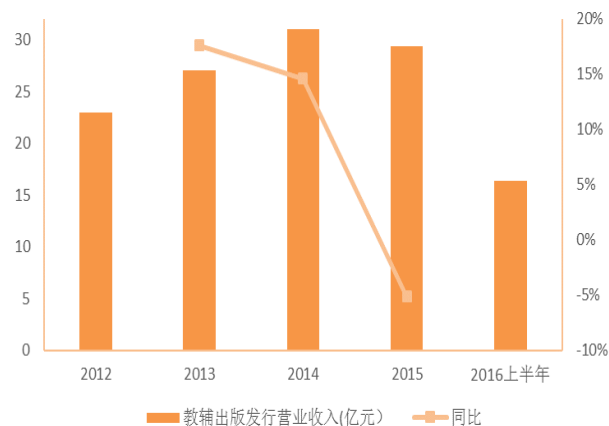
公司作为江苏省具备教材教辅发行资质的单位之一，目前全国仅有人教社与凤凰传媒具备主课教材教辅全覆盖，凤凰版教材在江苏省市场占有率已经达到 80% 以上。省外方面，海南省已采用凤凰版作为主课教材教辅，在除港澳台沪外，凤凰版的推广工作正持续进行，省外销售码洋已持续几年超过省内市场。2012-2015 年，公司省外出版发行业务营业收入增长显著，年复合增长率达到 17.36%，随着凤凰版教材教辅通过教育发展公司向各地集中推广使用，省外业务规模增长有望持续。公司主营业务保持稳定规模，2016 年前三季度实现归母净利润 8.67 亿元，为公司未来进一步的转型发展提供有力保障。

图表 4 教材出版发行营业收入及同比



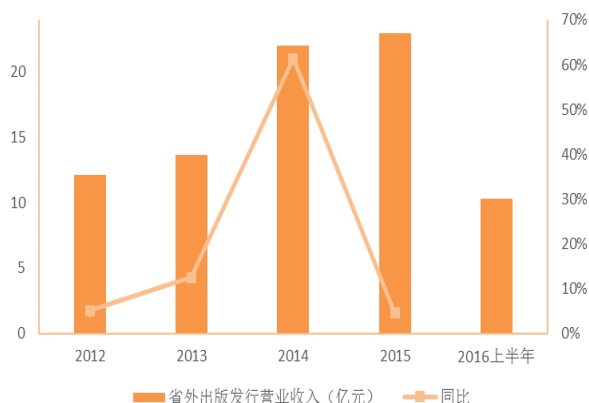
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 5 教辅出版发行营业收入及同比



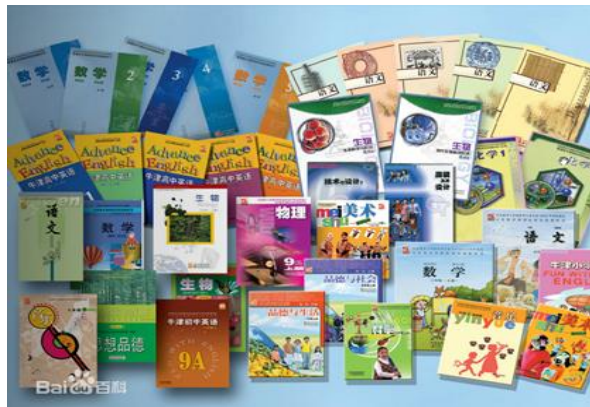
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 6 省外出版发行业务营业收入及同比



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 凤凰教材



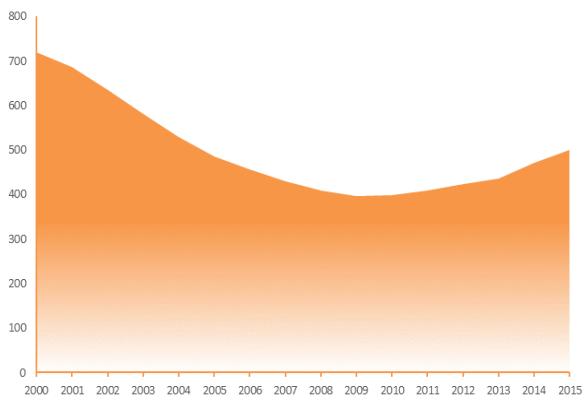
资料来源: 百度百科, 华鑫证券研发部

2.2 江苏省小学生源出现拐点, 将带动公司业绩持续提升

江苏省普通小学在校学生数于 2010 年出现拐点, 从 2010 年的 398 万上升至 2015 年的 500 万人。在此前的 2000-2010 年, 江苏省学生数量已有 10 年持续下降, 个别地区学生数量共计下降了 40%。此外, 普通小学招生人数拐点出现于 2005 年, 从 2005 年的 61 万人已上升至 2015 年的 92 万人。

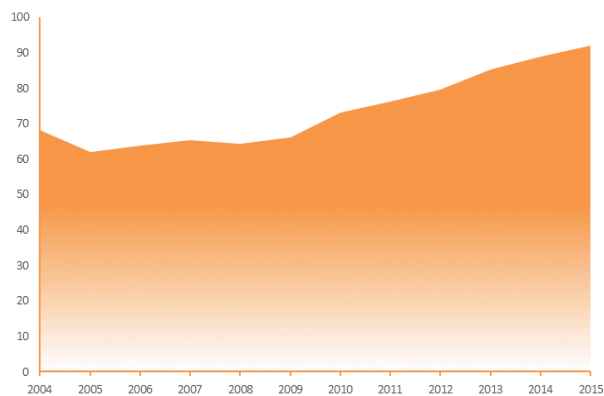
由于政府规定低年级学生不能使用教辅材料, 但随着低年级学生逐渐升入高年级, 教辅使用数量将逐渐增加。通过观察近五年来江苏省生源情况, 我们认为 2012-2014 年入学的小学一年级新生, 将在 2016-2018 年升入高年级, 随之将带来教材教辅未来几年需求的提升, 为公司未来几年主营业务的增长提供支撑。

图表 8 江苏省普通小学在校学生数 (万人)



资料来源: Wind, 国家统计局, 华鑫证券研发部

图表 9 江苏省普通小学招生数 (万人)



资料来源: Wind, 国家统计局, 华鑫证券研发部



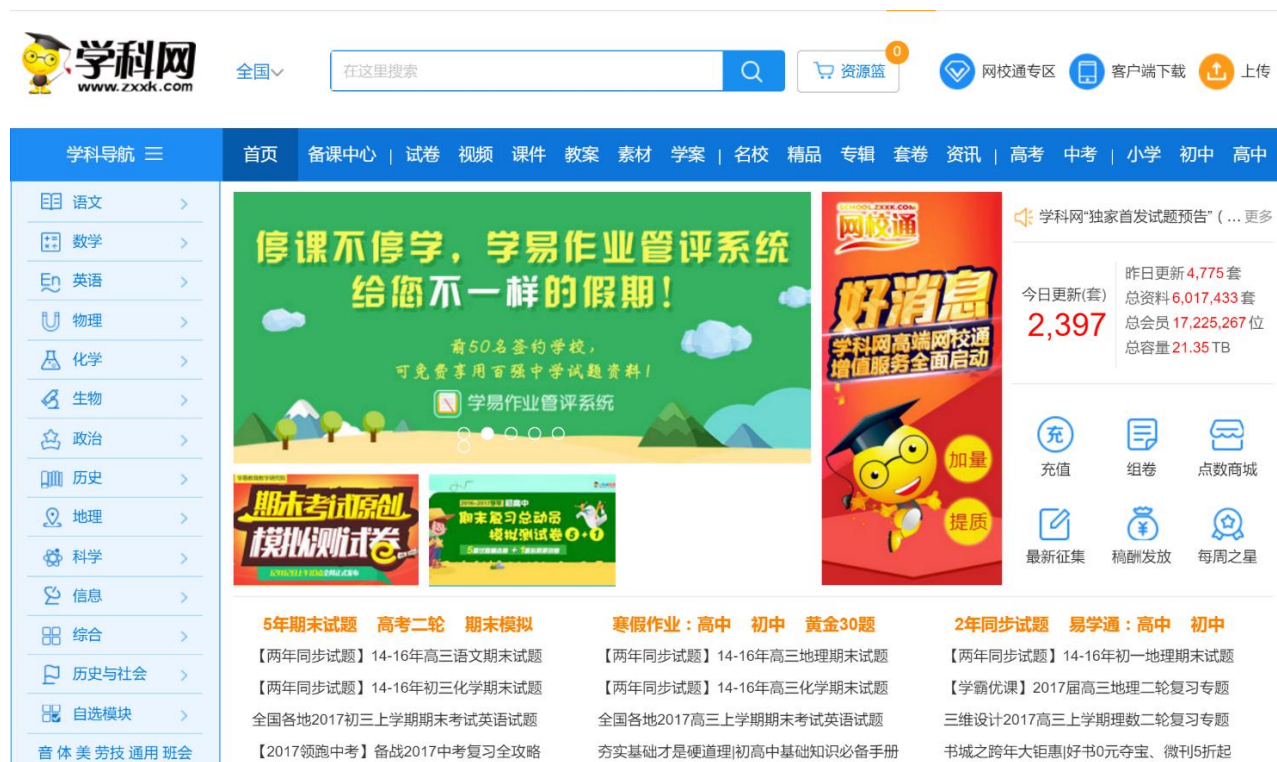
3. 转型稳步推进，未来业绩提升值得期待

3.1 延伸教育产业，大力布局在线教育

学科网——K12 在线教育

公司旗下学科网是一家专门从事教育科研、提供教育资源、教学服务与网络技术的网站，旗下品牌之一中学学科网，在中学在校和毕业生中拥有广大的用户群体。学科网服务网络遍布全国各省，合作院校 30000 余所（占全国中小学总数的 10%），通过的内容均为近两年来各地的精华，其中绝大部分来自于一线教师精心的原创内容。与此同时，学科网聘任 500 多名一线教师作为资料审核专家，严格把关资料质量，保障了高质量教学的资料来源。目前学科网注册会员已突破 1700 万，已拥有 600 多万套、21TB 的海量资料，并以每天近 5000 套左右的速度增加。

图表 10 学科网

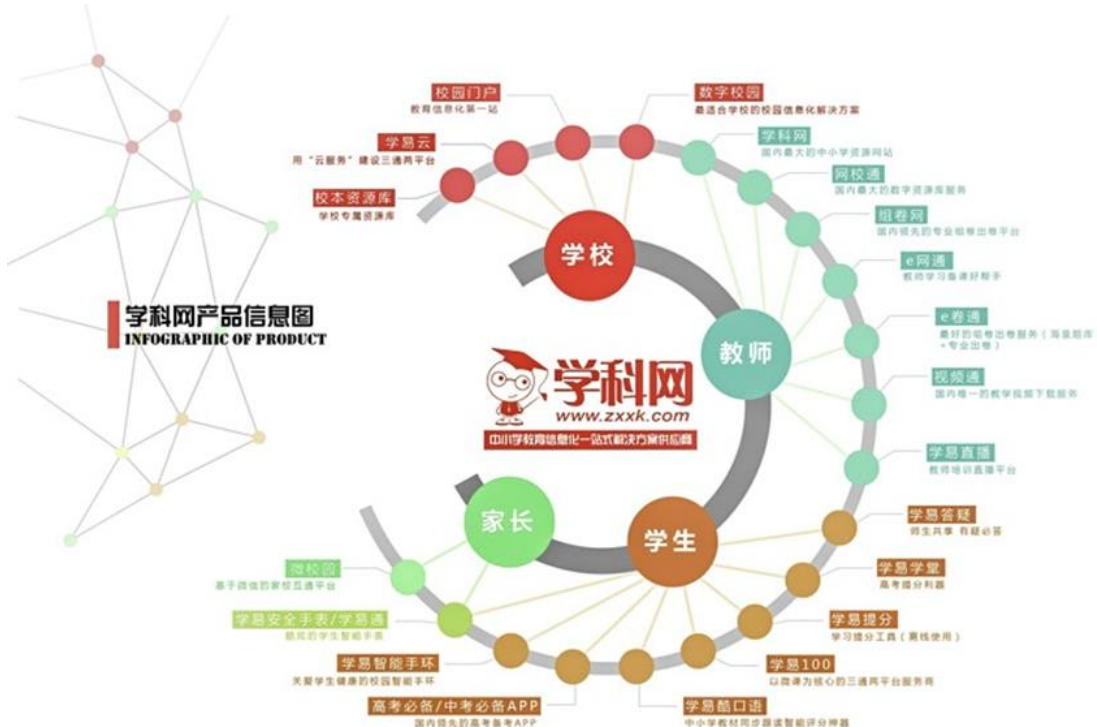


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

学科网针对用户采用免费注册、提供预览、收费下载的方式。同时，对今年新发展的合作学校已采用收费模式。此外，学科网于 2015 年年底获得好未来 3000 万美元战略投资，好未来拥有数百人规模的研发团队，旗下学而思网校拥有丰富的视频资源，可为学科网布局公立学校的发展战略提供内容支持。学科网 2016 年上半年实现营业收入 3531 万元，同比增长 33.34%，目前学科网正加大投入进行平台与内容的建设，未来有望打通教辅出版机构、公立学校和课辅机构，并通过云端平台共享资源和用户，针对不同教育需求提供学习解决方案。由于学科网在投入方面的加大，我们认为虽然短期内利润增长不明显，但依托公司在教育领域的资源优势，长期发展值得期待。



图表 11 学科网产品信息

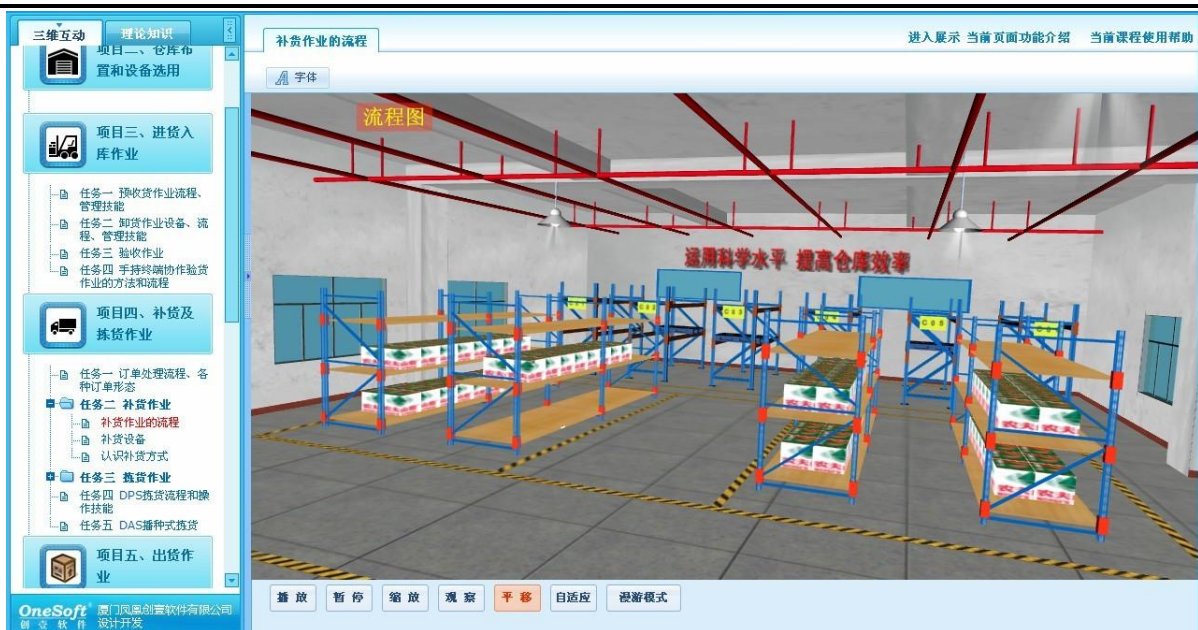


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

凤凰创壹——在线职业教育

公司旗下凤凰创壹致力于互联网三维动态交互软件平台的研发，目前已成为国内产品覆盖面最广、用户数量最多的在线虚拟现实三维互动教学软件企业。同时，凤凰创壹是教育部职教所选定的三维互动教学软件开发、制作、发行的全国独家合作单位，为教育部职业院校教学改革提供全方位服务。

图表 12 凤凰创壹虚拟物流服务与管理教学平台



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



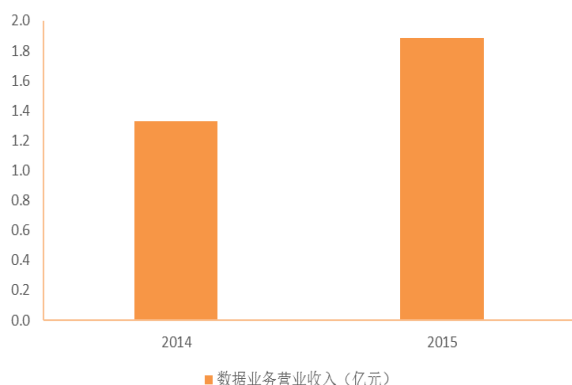
2015 年底，凤凰创壹旗下 100 维尔教育网上线，其互动仿真内容已涵盖 49 个专业、460 门课程，并具有 300 万个三维互动模型，开发量为全国第一，目前已有厦门大学、吉林大学等 1000 所学校安装创壹的产品。此外在虚拟实训方面，创壹已涵盖烹饪、农垦、物流、化工、汽修、旅游等 20 项专业，在未来将持续针对特定实验，开发相关虚拟实训产品。凤凰创壹在软件制作方面具有核心优势，建模引擎具有国家专利，其建模不仅具有虚拟仿真，而且文件大小较低，未来随着互动仿真内容与虚拟实训系统的不断完善，有望推出基于不同专业的软件产品线，形成包括教材以及互动实训在内的完整教学体系，并向用户提供授权，进而实现基于用户数的收费模式。

3.2 大数据业务向应用服务拓展

凤凰云计算中心于 2013 年建设完成，在此之前公司数据服务仅用于内部平台，目前数据服务正逐步转向 IDC 业务，向互联网企业、金融机构和政府机构提供数据托管服务。公司 IDC 业务已向大圆银泰、中国电信，百度南方数据，优酷后台提供服务器托管。凤凰云计算中心已建成机架 3000 多台，二期项目将在原地新增约 700 台机架。

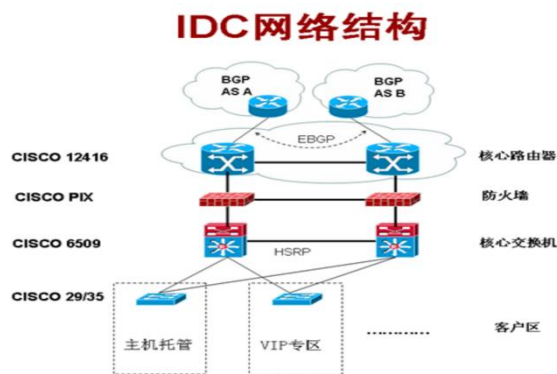
公司 2015 年与华为签署了云计算战略合作协议，向应用服务方面拓展，利用公司自身的行业背景以及资源优势，以及华为的云计算技术优势，拓展云服务，2015 年公司数据业务实现净利润 3000 万元，预计 2016 年达到 5000 万元，2017 年将继续显著增长。

图表 13 大数据业务营业收入



资料来源：公司定期公告，华鑫证券研发部

图表 14 IDC 业务



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

3.3 文化消费新模式——文化 Mall 建设

凤凰文化 Mall 以体验式书城为核心，是全面经营影院、教育培训、字画展览、卡通动漫、文化娱乐、轻质餐饮、商业零售的文化消费综合体，经营模式包括公司自营、联营以及出租。文化 Mall 的投资建设是凤凰传媒的重要战略，目前在合肥、苏州、宿迁、昆山、射阳等地均有布局。公司在姜堰、苏州等地的文化 Mall 项目经营收益已达到预期，结合其他项目的有序推进，有望在未来持续为公司贡献业绩。

凤凰文化 Mall 是公司探索文化消费新模式的方式，为公司旗下的各品牌提供集中展示的空间。随着实体购书的消费行为逐渐被线上消费所替代，文化 Mall 的经营模式也随之转为以体验式为主，根据公司规划，文化 Mall 中 10% 的面积将用于免费体验阅读，通过线下体验的方式推动线上消费的发展。

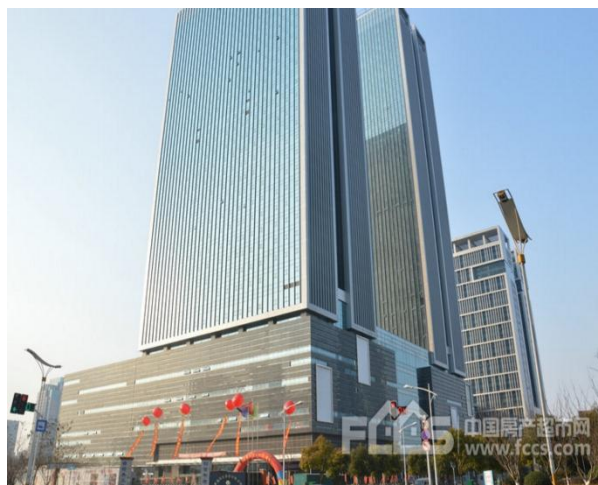


图表 15 苏州凤凰文化 Mall



资料来源：百度乐居，华鑫证券研发部

图表 16 南通凤凰文化 Mall



资料来源：百度图片，华鑫证券研发部

3.4 新作持续上线，游戏业务稳步发展

手游主体——慕和网络

慕和网络致力于智能平台游戏开发与运营，并抓住智能手机游戏的快速发展，相继出品了《Emross War》、《Roman Empire》、《掌上三国》、《三国英雄传》等游戏。慕和于 2012 年底上线的《魔卡幻想》，取得了中国畅销榜第二的成绩，用户过 5000 万，至今《魔卡幻想》全球各语言版本依然保持了旺盛的生命力，用户和收入保持稳定。此外，慕和网络于 2014 年获得了中国第一个微软 Xbox Live 手机游戏发行商，国内其他游戏开发厂家将通过与慕和的合作，向全世界开通 Xbox Live 的国家和地区发行产品，从而扩大慕和的盈利能力。

慕和于 2016 年 6 月上线了《魔珠争霸》，是目前中国大陆市场唯一的弹珠玩法手游。即将上线的《法老王的荣耀》，由慕和在中东的合作伙伴开发，该游戏以伊斯兰文化为题材，一度在沙特保持销量榜第三，在阿联酋以及其他中东国家保持在榜单 Top10。

单机游戏主体——游侠网、3DM

凤凰传媒于 2013 年完成了与游侠网的资本层面合作，正式控股游侠网。游侠网创建于 1999 年，是国内目前最有影响的单机游戏门户网站之一，在游戏资讯、攻略、评测等方面都独具特色和原创性。

游侠商城是国内正版游戏销售的主要渠道之一，《仙剑奇侠传 5》、《英雄无敌 6》等游戏的火爆销售，展现出凤凰游侠在国内单机游戏平台具有的强大实力。此外，凤凰传媒于 2014 年控股 3DM，进一步拓展单机游戏领域，与凤凰游侠产生协同。3DM 游戏网创立于 2001 年，2010 年正式转型为公司运作的大型游戏门户网站。经过十多年发展已经积累出相当丰富的行业经验，常年致力于为游戏玩家提供最全、最新、最快的单机游戏及电玩游戏资讯、内容和服务。凤凰传媒通过控股游侠网以及 3DM，在单机游戏门户网站具有较高市场份额。



图表 17 游侠网



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

图表 18 3DM



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

3.5 以打造全产业链为目标——影视业务

凤凰传奇影业是集团旗下一家专业影视制作公司，于 2013 年 12 月成功注入凤凰传媒，主营电视剧的投资、制作与发行，是国内首屈一指的大型影视传媒机构，先后投资制作了《裸婚时代》、《新萍踪侠影》、《郎本无情》、《姐妹兄弟》、《山海经之赤影传说》等具有热烈市场反响的精品大剧。

凤凰传奇成立 6 年，电视剧业务已形成武侠剧、抗战剧、当代情感剧三大板块，成为公司的流量型业务，目前正逐步加大与优秀播出平台的合作，并在未来将保持每年 3-5 部作品的推出。同时，凤凰传奇正筹拍 10 部超级网剧，改编自英国著名推理作家阿加莎·克里斯蒂的作品，目前正在与英国方面洽谈购买大陆版权事宜，其中热播的英剧《无人生还》有望在超级网剧成功的基础上做成大电影。凤凰传奇作为稳健型公司，以电视剧业务为基础，正逐步打通电影、电视剧和网剧从剧本筹措到宣传发行播出的所有环节，以打造全产业链为目标，实现三方联动与多元布局。

图表 19 凤凰传奇影业部分出品作品



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



凤凰联动系集团旗下另一家影视公司，涵盖了电影、电视剧、网剧、舞台剧的策划、宣传和发行，投资拍摄了电视剧《父亲的身份》、网络剧《心理罪》，并合资拍摄了改编自畅销小说的同名电影《匆匆那年》。凤凰联动在戏剧方面也有涉及，投资了根据艾米畅销 400 万册的小说《山楂树之恋》改编的同名话剧，并由中国最具影响力的国宝级导演田沁鑫执导，于 2014 年 7 月在国家大剧院连演九场，获得观众广泛好评。

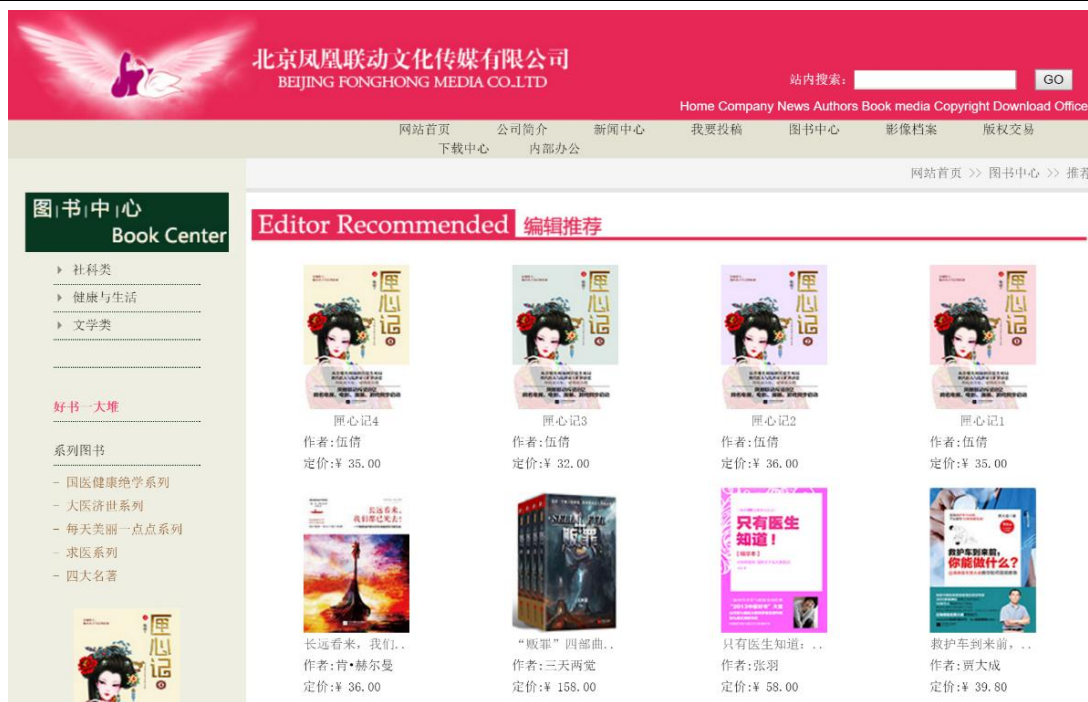
图表 20 凤凰联动影业部分出品作品



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

此外，凤凰联动同时从事图书出版业务，携手数百名优秀签约作家，拥有丰富的创作资源。未来凤凰联动将继续依托作为影视公司在制作与发行方面的优势，参与出版优秀文学作品以及策划、投资相关电影、电视剧、戏剧作品，进一步挖掘优秀文学作品的深层价值，进而提升公司盈利。《匆匆那年》、《山楂树之恋》的成功已展示出凤凰联动在文学作品改编方面的优秀实力。随着公司影视业务的不断推进，我们认为凤凰联动作为涵盖了电影、电视剧、网剧、舞台剧的专业影视公司，未来具有注入上市公司的可能性，为公司影视业务全产业链的发展提供支持。

图表 21 凤凰联动图书中心



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



4. 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

(1) 公司主营业务保持稳定，随着生源的增长，教材教辅的出版发行将会提升。此外，凤凰版教材已实现主课全覆盖，不仅在江苏省已逐渐取代人教版教材，省外市场也正逐步拓展，结合转型的有序推进，预计 2016-2018 年公司营业收入同比分别增长 4.86%、9.40%和 10.22%。

(2) 由于教辅不受价格限制，随着公司业务结构的变化，教辅业务的较大增长带动公司毛利率显著改善，预计 2016-2018 年公司综合毛利率分别为 38.87%、38.96%、39.05%。

图表 22 公司盈利预测假设

营业收入	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
发行	750,196.5	683,708.7	738,405.4	812,245.9	901,593.0
出版	278,065.8	313,322.5	343,206.0	374,094.5	411,504.0
印刷	34,094.0	33,035.6	33,035.6	33,035.6	33,035.6
影视	6,810.3	20,972.7	23,070.0	25,377.0	27,914.7
数据服务	13,278.9	18,874.2	30,198.7	33,218.6	34,879.5
软件行业	10,261.0	12,865.0	12,865.0	12,865.0	12,865.0
游戏行业	17,419.1	10,731.3	12,340.9	14,192.1	16,320.9
其他产品服务	13,061.8	36,350.4	36,350.4	36,350.4	36,350.4
内部抵销	(234,207.77)	(190,388.84)	(206,906.5)	(226,348.2)	(249,485.6)
合计	924,236.5	969,355.0	1,053,454.0	1,152,440.3	1,270,242.9
营业成本	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
发行	545,596.27	475,500.22	487,347.5	536,082.3	595,051.4
出版	215,028.84	230,714.22	248,772.9	272,827.1	301,467.8
印刷	27,918.42	26,966.13	26,924.0	26,924.0	26,924.0
影视	3,171.15	12,705.86	13,842.0	15,226.2	16,748.8
数据服务	6,846.34	7,101.66	12,079.5	13,287.4	13,951.8
软件行业	2,192.02	3,637.98	3,730.9	3,730.9	3,730.9
游戏行业	4,832.21	4,763.60	4,936.4	5,676.8	6,528.4
其他产品服务	7,555.43	26,225.19	27,262.8	27,262.8	27,262.8
内部抵销	(213,257.83)	(172,707.63)	(180,882.7)	(197,574.6)	(217,451.9)
合计	599,882.85	614,906.95	644,013.27	703,443.00	774,213.96
毛利率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
发行	27.3%	30.5%	34.0%	34.0%	34.0%
出版	31.4%	32.8%	33.5%	33.7%	34.0%
印刷	18.1%	18.4%	18.5%	18.5%	18.5%
影视	53.4%	39.4%	40.0%	40.0%	40.0%
数据服务	48.4%	62.4%	60.0%	60.0%	60.0%
软件行业	78.6%	71.7%	71.0%	71.0%	71.0%
游戏行业	72.3%	55.6%	60.0%	60.0%	60.0%
其他产品服务	42.2%	27.9%	25.0%	25.0%	25.0%
合计	35.09%	36.57%	38.87%	38.96%	39.05%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.50 元、0.55 元、0.60 元。我们选取 A 股中主营业务相近的公司作为估值参照，对应公司 2017 年的平均 PE 为 19 倍。虽然公司估值处于行业中游，但考虑到江苏省小学在校学生数量出现拐点，将为公司主营业务带来稳定增长，以及公司转型的稳步推进，因此首次给予“推荐”的投资评级。

图表 23 可比公司估值（截至 2017 年 1 月 11 日）

代码	简称	每股价格 (元)	EPS			PE		
			2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E
601928.SH	凤凰传媒	10.57	0.44	0.51	0.57	32	21	19
601098.SH	中南传媒	16.30	0.94	1.08	1.25	26	15	13
600373.SH	中文传媒	20.54	0.78	1.01	1.25	34	20	16
600551.SH	时代出版	20.32	0.78	0.86	1.00	29	23	20
601801.SH	皖新传媒	17.68	0.85	0.46	0.54	37	38	33
		平均				32	24	20

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



图表 24 公司盈利预测表

单位：万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	961,824	1,004,584	1,053,454	1,152,440	1,270,243
增长率 (%)	31.47%	4.45%	4.86%	9.40%	10.22%
减：营业成本	608,317	622,901	644,013	703,443	774,214
毛利率 (%)	36.75%	37.99%	38.87%	38.96%	39.05%
营业税金及附加	4,504	5,150	5,150	5,150	5,150
销售费用	120,036	134,195	136,949	153,275	168,942
管理费用	125,725	136,201	141,163	154,427	170,213
财务费用	-5,374	-13,009	-6,294	-12,270	-13,359
费用合计	240,387	257,388	271,818	295,431	325,796
期间费用率 (%)	24.99%	25.62%	25.80%	25.64%	25.65%
资产减值损失	19,087	30,016	31,476	34,434	37,954
加：公允价值变动收益	68	0	0	0	0
投资收益	10,818	8,164	8,164	8,164	8,164
营业利润	100,415	97,293	109,161	122,146	135,293
增长率 (%)	18.94%	-3.11%	12.20%	11.90%	10.76%
营业利润率 (%)	10.44%	9.68%	10.36%	10.60%	10.65%
加：营业外收入	28,657	23,241	26,500	26,500	26,500
减：营业外支出	4,202	3,100	3,200	3,200	3,200
利润总额	124,870	117,435	132,461	145,446	158,593
增长率 (%)	31.47%	-5.95%	12.80%	9.80%	9.04%
利润率 (%)	12.98%	11.69%	12.57%	12.62%	12.49%
减：所得税费用	1,546	2,015	1,987	2,182	2,379
所得税率 (%)	1.24%	1.72%	1.50%	1.50%	1.50%
净利润	123,324	115,420	130,474	143,265	156,214
增长率 (%)	31.25%	-6.41%	13.04%	9.80%	9.04%
净利润率 (%)	12.82%	11.49%	12.39%	12.43%	12.30%
归属于母公司所有者的净利润	120,543	112,410	127,464	140,254	153,204
增长率 (%)	28.23%	-6.75%	13.39%	10.03%	9.23%
少数股东损益	2,781	3,010	3,010	3,010	3,010
总股本	254,490	254,490	254,490	254,490	254,490
摊薄每股收益 (元)	0.47	0.44	0.50	0.55	0.60

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

5. 风险提示

- (1) 传统主业增长迟缓；
- (2) 公司转型不及预期等；
- (3) 行业政策风险。



研究员简介

于 芳：上海财经大学金融工程硕士，2015年7月加盟华鑫证券。重点跟踪领域：TMT。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>