

投资评级：强烈推荐（上调）

分析师

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgws.com

执业证书编号:S1070514080006

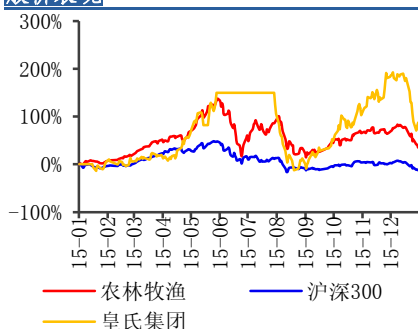
市场数据

目前股价	18.66
总市值（亿元）	156.30
流通市值（亿元）	77.71
总股本（万股）	83,764
流通股本（万股）	41,645
12个月最高/最低	30.20/8.35

盈利预测

百万元	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,729	2,248	2,698
(+/-%)	53%	30%	20%
净利润	234	318	403
(+/-%)	210%	36%	27%
摊薄 EPS	0.28	0.38	0.48
PE	66.86	49.09	38.75

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<拟获得北广高清控股权、“卡酷少儿”唯一合作权，完善动漫幼教产业链>>

2015-12-29

打造幼教产业链闭环，董事增持表明信心

——皇氏集团（002329）动态点评

投资建议

公司乳业和传媒双主业发展，幼教生态圈布局逐渐清晰，短期外延式扩张给公司带来较大的业绩增长，长期看幼教生态圈具有较强的内生盈利性。新年以来公司股价自高位下跌 33%，估值大幅降低，公司董事宗剑增持公司股份，更表明对公司基本面和未来发展的信心。上调至“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**昨日公司公告，公司董事宗剑以其自有资金于 1 月 13 日增持公司股份，增持数量为 73.9 万股，增持均价为 18.923 元，增持完成后，宗剑持有本公司 0.16% 的股权。
- **增持表明对公司基本面和未来发展的信心：**公司转型传媒和幼教，宗剑先生做出很大贡献，这一部分业务基本上是宗剑先生在管理和运作，而宗剑先生在高管中持股比例相对较低，我们认为未来继续增持的概率较高。
- **幼教产业生态圈的布局基本清晰：**上周我们对公司进行调研，与宗剑先生和徐蕾蕾女士针对公司幼教产业的布局进行了沟通。公司依托独家动漫资源，定位于 0-6.5 岁婴幼儿，向下游布局新媒体渠道、幼儿园渠道、硬件入口以及儿童金融和儿童游玩，还有母婴电商，各个板块之间都有较强的互动，形成产业链闭环，一旦客户群体稳定，将会形成较强的壁垒。
- **形成产业闭环，盈利性不是问题：**公司幼教产业生态圈还属于搭建阶段，重在培养客户粘性，操作模式主要是通过各板块之间互动、和平台分成，投入成本较低、具有较强的内生盈利性。同时，预计公司会继续通过收购或参股的方式完成生态圈的搭建，外延式扩张将给公司带来较大的业绩增长。
- **风险提示：**幼教行业竞争激烈，业绩不达预期等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	990.72	1,130.30	1,729.37	2,248.18	2,697.81	成长性					
营业成本	698.70	781.96	1,037.62	1,326.42	1,564.73	营业收入增长	31.35%	14.09%	53.00%	30.00%	20.00%
销售费用	176.38	152.05	242.11	314.74	377.69	营业成本增长	39.66%	11.92%	32.69%	27.83%	17.97%
管理费用	63.67	72.98	121.06	157.37	188.85	营业利润增长	52.16%	170.74%	228.11%	38.55%	27.95%
财务费用	11.58	16.89	12.42	12.32	7.89	利润总额增长	8.99%	133.05%	201.04%	36.20%	26.70%
投资净收益	0.79	1.65	-	-	-	净利润增长	11.39%	107.54%	209.76%	36.20%	26.70%
营业利润	34.62	93.72	307.52	426.07	545.16	盈利能力					
营业外收支	12.07	15.07	20.00	20.00	20.00	毛利率	29.48%	30.82%	40.00%	41.00%	42.00%
利润总额	46.68	108.80	327.52	446.07	565.16	销售净利率	3.67%	6.68%	13.52%	14.16%	14.95%
所得税	7.18	18.92	49.13	66.91	84.77	ROE	4.01%	4.48%	9.23%	10.93%	11.89%
少数股东损益	3.14	14.40	44.62	60.77	76.99	ROIC	4.69%	7.17%	13.97%	17.32%	20.50%
净利润	36.36	75.47	233.77	318.40	403.40	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	17.80%	13.45%	14.00%	14.00%	14.00%
					(百万)	管理费用/营业收入	6.43%	6.46%	7.00%	7.00%	7.00%
流动资产	528.69	847.82	1,856.23	2,434.27	3,104.33	财务费用/营业收入	1.17%	1.49%	0.72%	0.55%	0.29%
货币资金	169.87	237.83	974.89	1,295.89	1,747.10	投资收益/营业利润	2.29%	1.76%	0.00%	0.00%	0.00%
应收账款	110.80	278.69	426.40	554.32	665.19	所得税/利润总额	15.38%	17.39%	15.00%	15.00%	15.00%
应收票据	-	-	-	-	-	应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货	115.29	163.91	217.50	278.03	327.99	存货周转率	5.01	4.10	4.19	4.38	4.54
非流动资产	737.23	1,430.56	1,367.77	1,272.80	1,169.48	流动资产周转率	1.44	0.84	0.81	0.81	0.78
固定资产	548.73	588.78	557.28	493.58	421.55	总资产周转率	0.56	0.41	0.50	0.56	0.59
资产总计	1,265.91	2,278.38	3,224.00	3,707.07	4,273.81	偿债能力					
流动负债	344.98	573.38	669.40	773.30	859.66	资产负债率	0.28	0.26	0.21	0.21	0.21
短期借款	187.00	300.00	300.00	300.00	300.00	流动比率	1.53	1.48	2.77	3.15	3.61
应付款项	75.56	105.90	140.52	179.64	211.91	速动比率	1.20	1.19	2.45	2.79	3.23
非流动负债	14.10	21.32	21.32	21.32	21.32	每股指标 (元)					
长期借款	-	-	-	-	-	EPS	0.17	0.28	0.28	0.38	0.48
负债合计	359.08	594.70	690.72	794.63	880.98	每股净资产	4.24	6.32	3.02	3.48	4.05
股东权益	906.83	1,683.68	2,533.28	2,912.44	3,392.83	每股经营现金流	0.55	0.45	0.25	0.41	0.56
股本	214.00	266.43	837.64	837.64	837.64	每股经营现金/EPS	3.26	1.60	0.90	1.07	1.17
留存收益	580.22	1,287.13	1,520.90	1,839.30	2,242.70	估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	112.61	130.12	174.73	235.50	312.49	PE	109.81	65.88	66.86	49.09	38.75
负债和权益总计	1,265.91	2,278.38	3,224.00	3,707.07	4,273.81	PEG	1.33	0.88	2.13	1.84	-
现金流量表					(百万)	PB	4.40	2.95	6.17	5.37	4.61
经营活动现金流	118.45	120.60	209.29	342.09	470.68	EV/EBITDA	32.58	26.18	35.75	27.77	22.92
其中营运资本减少	25.12	-135.78	-175.33	-153.14	-132.49	EV/SALES	4.23	4.68	9.22	7.10	5.91
投资活动现金流	-96.37	-316.49	-43.44	-21.09	-19.47	EV/IC	3.83	2.70	7.33	6.87	6.57
其中资本支出	-96.61	-70.74	-43.44	-21.09	-19.47	ROIC/WACC	0.55	0.84	1.64	2.03	2.40
融资活动现金流	-125.57	271.00	571.21	-	-	REP	6.98	3.21	4.48	3.38	2.74
净现金总变化	-103.49	75.11	737.06	321.00	451.21						

研究员介绍及承诺

张威威: 华中科技大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cqws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cqws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cqws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cqws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cqws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cqws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cqws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cqws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cqws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cqws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cqws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cqws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cqws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wanqy@cqws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cqws.com>