

投资评级： 强烈推荐（维持）

分析师

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgs.com

执业证书编号:S1070514080006

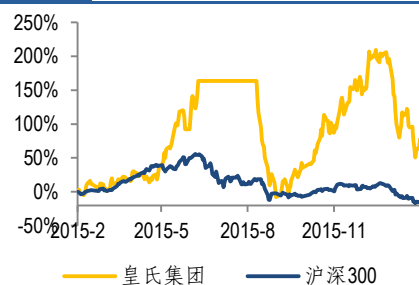
市场数据

目前股价	16.73
总市值（亿元）	140.14
流通市值（亿元）	69.67
总股本（万股）	83,764
流通股本（万股）	41,645
12个月最高/最低	30.20/8.60

盈利预测

百万元	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,582	2,120	2,651
(+/-%)	40%	34%	25%
净利润	176	246	327
(+/-%)	133%	40%	33%
摊薄 EPS	0.21	0.29	0.39
PE	79.80	56.87	42.88

公司表现



影视幼教平台雏形已现，环环互动内生盈利可期

——皇氏集团（002329）深度报告

投资建议

公司乳业传媒双主业运行，影视幼教平台雏形已现，环环互动内生盈利可期。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.21/0.29/0.39 元，对应 PE 分别为 80/57/43 倍，维持“强烈推荐”评级。

要点

- **乳业全国化受挫，转向新兴传媒幼教行业：**公司为广西乳制品龙头，市占接近 20%，2011 年收购云南来思尔，奠定桂、云、贵区域强势品牌的基础。2014 年乳业收入约为 8.73 亿，净利率降至 5% 左右。2014 年公司收购御嘉影视、2015 年收购盛世骄阳，开始乳业传媒双主业发展。
- **传媒幼教平台雏形已现，环环互动内生盈利性可期：**公司通过“收购御嘉影视进行影视节目制作——与喜多瑞建立战略合作关系——投资影视宝获取丰富 IP——借助于盛世骄阳版权分销与新媒体传播”的方式，将影视产业链基本打造完成。亲子幼教产业平台方面，公司 1) 依托于盛世骄阳海量动漫幼教资源作为核心内容，2) 以公司四大动漫频道，以及广电系统、新媒体拥有的广泛渠道作为媒体引流，3) 与富士康合作制作儿童 pad 介入硬件入口，并与智慧树等网上幼教平台合作介入幼儿园体系，4) 通过落地活动授权、衍生品等使盈利落地，5) 搭建电商平台吸引孕产妇及 0-3 岁消费人群，幼教产业平台搭建雏形已现，5 大环节互联互动，内生盈利性比较有保证。
- **学前教育市场快速增长，市场细分机会多多：**粗略估算我国 0-6 岁婴幼儿数量在 1.1 亿左右，随着消费升级、教育升级，更加系统全面的亲子教育愈发重要。2014 年幼儿教育市场规模达到 1200 亿元，同比增长 21%，预计未来仍将快速增长。学前教育更加注重个性、创造力的培育，因而幼教内容丰富多样，政策补贴及管制力度也比较低。学校教育、线上资源与线下产品，学前教育市场高度细分、市场份额高度分散，需要资本进行平台搭建以及资源整合。
- **3 年内看收购公司业绩兑现，未来看幼教平台内生增长：**公司收购公司时均作出明确业绩承诺。2015-2017 年御嘉影视扣非净利润分别达到 8775 万、11846 万、15992 万；盛世骄阳扣非净利润分别达到 7500 万、9000 万、10800 万，运营收入占比分别提升至 45%、55%、65% 等，同时做出相应激励机制。3 年内看收购公司业绩兑现，更远的未来要看公司搭建的幼教传媒平台内生盈利性和成长性。
- **风险提示：**幼教传媒行业竞争激烈、收购公司业绩不达预期等。

目录

1. 皇氏集团：乳业全国化受挫，战略转向传媒幼教行业.....	3
1.1 乳业全国化受挫.....	3
1.2 战略转向传媒幼教行业.....	4
1.3 上市公司与子公司通过股权实现利益绑定.....	5
2. 逐渐完善亲子幼教产业链的构建.....	6
2.1 影视产业链的构建基本完成.....	6
2.2 依托盛世骄阳独家内容，打造亲子幼教产业链.....	7
3. 学前教育行业高景气发展.....	10
3.1 学前教育需求快速增长.....	10
3.2 市场细分，整合幼教资源较为关键.....	11
3.3 线上线下结合，商业模式值得思考.....	12
4. 盈利预测和投资建议.....	14
附：盈利预测表.....	15

图表目录

图 1：公司 2008-2013 年收入规模及增速.....	3
图 2：公司 2008-2013 年利润规模及增速.....	3
图 3：公司 2008-2014 年净利率变化.....	3
图 4：公司 2011-2014 年乳制品年产量.....	3
图 5：摩拉菲尔纯水牛奶.....	4
图 6：摩拉菲尔酸牛奶.....	4
图 7：公司发展历程.....	4
图 8：公司影视文化产业链布局.....	6
图 9：公司影视文化产业链布局.....	8
图 10：公司亲子幼教产业链布局.....	9
图 11：学前三年入学率及在园儿童数.....	10
图 12：幼儿园数量（公办和民办）.....	10
图 13：幼儿教育市场规模.....	11
图 14：幼儿教育装备市场规模.....	11
图 15：学前教育市场高度细分.....	12
图 16：幼教 O2O 模式示意图.....	13
表 1：收购或参股公司业绩承诺.....	5
表 2：公司主要股东（2015 年三季报）.....	5
表 3：御嘉影视 2012-2014 年业绩及未来业绩预测.....	7
表 4：盛世骄阳业绩承诺及解锁比例.....	8
表 5：家庭教育和 B2B 教育主要模式、核心要素和代表企业.....	13
表 6：园所教育主要模式、核心要素和代表企业.....	13

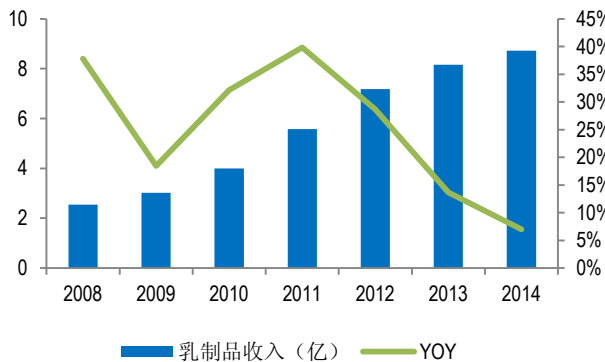
1. 皇氏集团：乳业全国化受挫，战略转向传媒幼教行业

1.1 乳业全国化受挫

皇氏乳业成立于 2001 年，位于广西南宁，经过区域内深耕细作，在广西省内市场份额第一。依靠广西水牛奶主产区优势，差异化经营使得公司迅速成为国内特色奶龙头。公司 2010 年在深交所上市，上市之后公司开始布局外延式增长，走出广西、迈向全国。2011 年 6 月公司收购云南来思尔 55% 的股权，进入西南市场高端酸奶市场。收购后，来思尔业绩快速增长，收入从 2010 年 1.17 亿到 2014 年增长至 3.3 亿，利润则从 527 万增长至 4000 万，4 年收入和利润复合增速分别为 30% 和 66%，应该算是比较成功的收购。2014 年公司乳制品总体收入规模达到 8.73 亿元。按统计局数据，2014 年广西省乳制品产量 37.6 万吨，公司 10 万吨的产量（粗算省内销量 6 万多吨）在省内市场份额约为 17%，若按销售额预计公司市场份额更高。

同时，2011 年公司依托广西特色水牛奶，打造高端品牌摩拉菲尔，进军北上广深，期间费用大增。同时因媒体宣传夸大水牛奶营养，导致销量受影响。公司 2012 年收入增长 29%，而利润下滑 44%。2013 年公司收缩战线，重新聚焦桂、云、贵市场。乳业增长趋于平稳，净利率从 15% 逐渐下滑至 4%-5% 左右，已经处于较低水平，趋于稳定。

图 1: 公司 2008-2014 年乳制品收入规模及增速



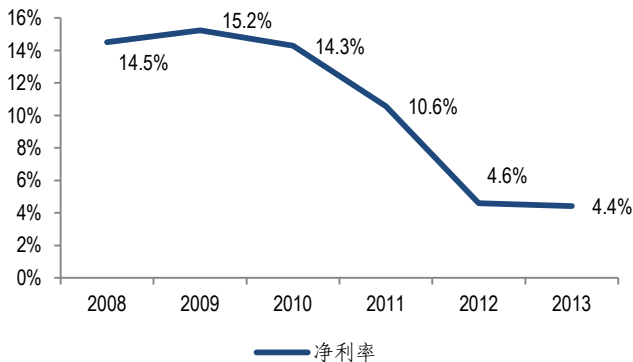
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 2: 公司 2008-2013 年总体利润规模及增速



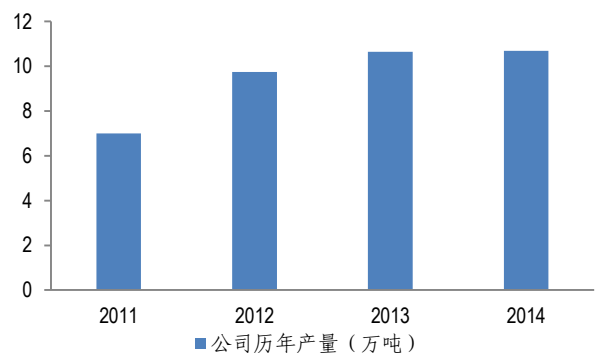
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 3: 公司 2008-2014 年净利率变化



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 4: 公司 2011-2014 年乳制品年产量



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 5: 摩拉菲尔纯水牛奶



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 6: 摩拉菲尔酸牛奶



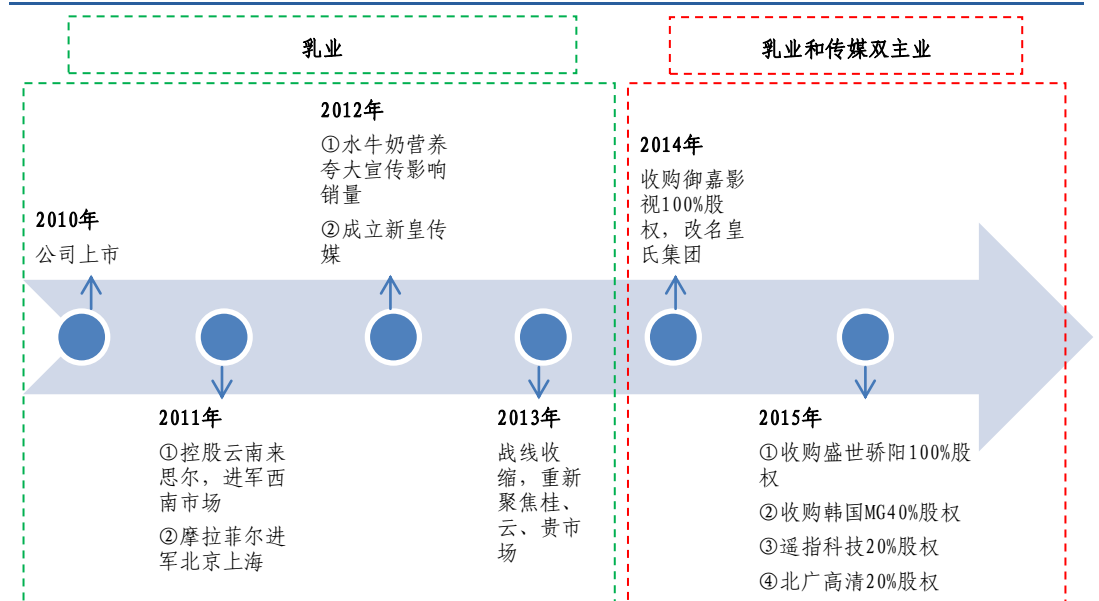
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

1.2 战略转向传媒幼教行业

2012 年公司公告与新华社广西分社签署合作协议, 享有新华频媒、新华影廊全部经营管理权和广告招商权, 后设立控股子公司新皇传媒, 此为公司接触传媒行业第一步。

2014 年 4 月, 公司公告收购御嘉影视 100% 的股权, 开启了转型传媒的道路, 并改名为皇氏集团。6 月, 公司公告与盛世骄阳和北广高清签署投资协议, 若这两家公司业绩达到约定条件, 皇氏以增加投资或股权收购的方式获得公司控股权。2015 年 1 月, 公司与韩国顶级特效制作公司 MG 签订合作框架协议, 取得 40% 的股权; 3 月公司公告收购盛世骄阳 100% 的股权; 6 月公司投资设立浙江皇氏互联网金融服务公司 (投资 100 万, 占比 10%), 并增资遥指科技, 股权占比为 20%; 8 月公司收购完美在线 60% 股权; 12 月与鸿富锦签订战略合作协议, 等等等等。公司通过收购、参股、战略合作的方式进行了多项影视文化和幼教产业布局。

图 7: 公司发展历程



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

在影视产业上，公司“影视制作-新媒体运营-终端传播”产业链已经构建完成；幼教产业链仍在构建当中，预计未来公司布局重点为幼教产业。公司收购或者参股的公司基本上都做了几年的业绩承诺，业绩不达标，原股东需做出利润补偿；参股企业业绩达标才会进行增资。预计 2015 年公司传媒板块利润占比将达到 70% 左右。

表 1: 收购或者参股公司业绩承诺

持股比例		业绩承诺: 扣非后净利润 (万)				
		2014	2015	2016	2017	2018
御嘉影视	100%	6,500	8,775	11,846	15,992	
盛世骄阳	100%	6,000	7,500	9,000	10,800	
盛世骄阳运营收入占比		25%	45%	55%	65%	
北广高清	20%	2,000	3,500			
韩国 MG	40%		595	1,116	2,009	3,515

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

1.3 上市公司与子公司通过股权实现利益绑定

公司收购御嘉影视和盛世骄阳，都是通过非公开增发+现金的方式，两公司大股东李建国、徐蕾蕾在皇氏集团均有持股，实现子公司利益与上市公司利益绑定。

表 2: 公司主要股东 (2015 年三季报)

排名	股东名称	持股数量 (股)	占总股本 比例(%)	备注
1	黄嘉棣	303,023,388	37.14	皇氏乳业创始人，公司董事长、董事
2	李建国	99,457,249	12.19	御嘉置地集团董事长、御嘉影视董事长、公司董事
3	任东梅	36,188,194	4.44	
4	徐蕾蕾	31,039,817	3.80	盛世骄阳创始人、公司董事

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

2. 逐渐完善亲子幼教产业链的构建

2.1 影视产业链的构建基本完成

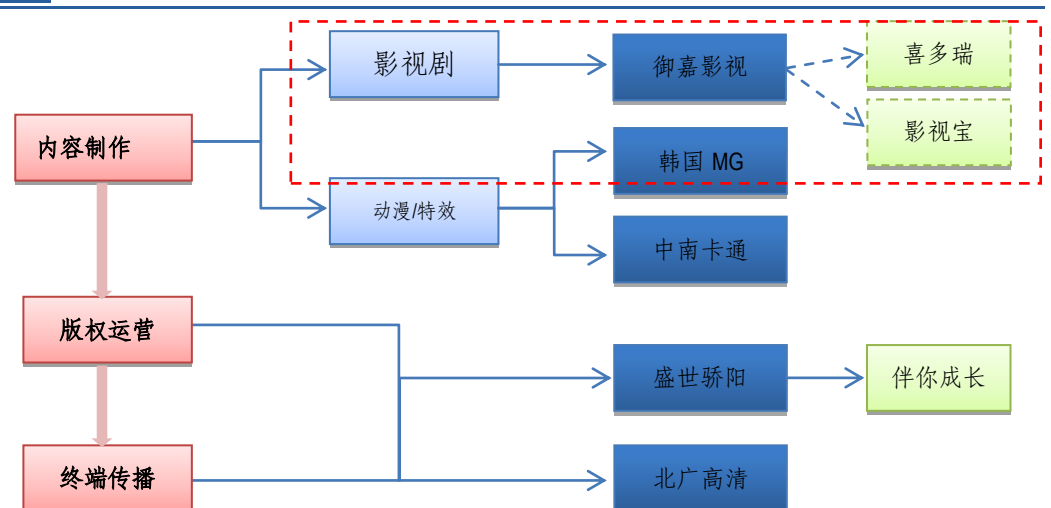
2014 年公司以发行股份和支付现金相结合的方式，购买李建国持有的御嘉影视 100% 的股权，合合作价 6.89 亿，具体方式为：向李建国发行 3552.04 万股及支付现金 2.05 亿元，同时向上市公司实际控制人黄嘉棣发行 1691.26 万股，募资 2.28 亿元以支付交易所需现金和交易的中介费用。对黄嘉棣和李建国发行价格均为 13.50 元/股（不低于公告前 20 个交易日的 90%，实际发行价扣除分红为 13.45 元/股）。交易完成后黄嘉棣和李建国分别持有上市公司 40.49% 和 13.29% 的股权。

御嘉影视成立于 2007 年 3 月 21 日，是一家集精品电视剧、舞台剧制作及发行于一体的文化传媒企业，每年发行 1-2 部电视剧，代表作品有《我爱男闺蜜》、《大男当婚》等。自主创作的话剧《请你对我说个谎》获得多项奖项，《谁爱谁、爱谁谁》全国公演 200 多场，获得观众好评。

2015 年 5 月，皇氏集团、御嘉影视与北京喜多瑞文化经纪公司三方签署全面战略合作框架协议，未来将以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及版权资源以及良好的行业口碑，建立长久的互利合作机制。喜多瑞是国内唯一以编剧为核心的影视制作公司，与国内多家电视台建立了长期战略合作伙伴关系，旗下有汪海林、闫刚、刘毅、陈彤、石康等多名国内著名编剧在内的管理及创作团队，目前签约编剧 70 余位，每年约有 50 部作品。该合作协议的签订为公司影视传媒业务创造了良好的文化创意产业环境。

此外 2015 年 6 月公司参与投资设立浙江皇氏互联网金融服务公司，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支持。

图 8: 公司影视文化产业链布局



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

御嘉影视经营情况也比较出色，收购前 2013 年公司收入和利润分别为 8430 万和 2817 万，到 2014 年分别同比增长 122% 和 134%，此后 2015-2017 年利润承诺每年增长 35% 左右，业绩稳健较快增长。2015 年已经实现了承诺业绩。

除了业绩承诺，对御嘉影视关键核心人员，公司也做了股份锁定安排，李建国以资产认购的上市公司股份在业绩承诺期（2014-2017年）不得转让，有效防止李建国离职。与股份锁定的同时，公司还设置了业绩奖励，如果承诺期御嘉影视实际净利润总和超出承诺净利润，超出部分的30%奖励给李建国为代表的御嘉影视经营管理团队，防止管理团队流失并实行业绩激励。

表 3: 御嘉影视 2012-2014 年业绩及未来业绩预测

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入(万)	7,112	8,430	18,741			
YOY		18.54%	122.32%			
利润(万)	970	2,817	6,591	8,775	11,846	15,992
YOY		190.32%	133.95%	33.14%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

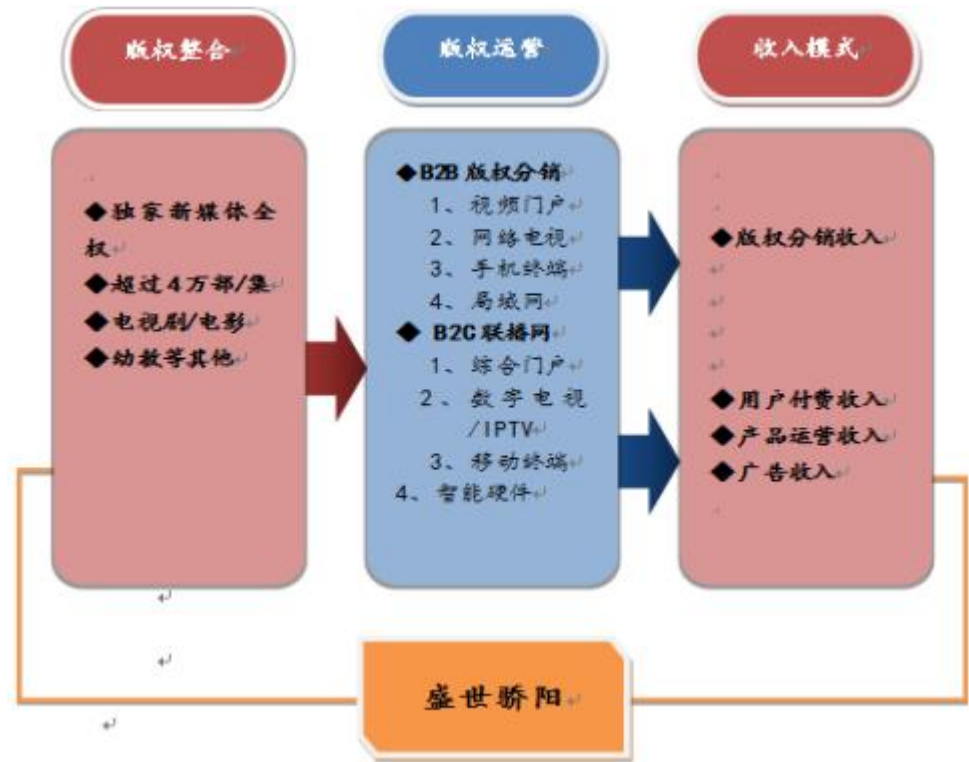
与喜多瑞合作并成立“影视宝”之后，公司 IP 来源更加丰富。预计未来除电视剧外，网络定制剧以及电影作品将增加，丰富的影视资源储备为公司快速发展奠定了基础。预计未来两三年，御嘉业绩将保持 35% 以上的业绩增长。2016 年预计将会有 12-15 部网络定制剧，电影 2-6 部参与或者主投。

2.2 依托盛世骄阳独家内容，打造亲子幼教产业链

收购盛世骄阳之后，以盛世骄阳海量动漫资源、及其丰富的终端传播渠道为核心，公司开始打造幼教产业链。盛世骄阳创立于 2009 年 8 月，是国内首家专业从事影视内容新媒体版权整合、发行与运营的机构，收入规模行业最大。盛世骄阳经营模式分为两类：一是基础的新媒体影视版权分销业务，公司从数百家影视节目制作及发行公司独家整合规模化的优质影视内容（以电视剧、幼儿教育为主），再将规模化的内容分销给各类视频门户及全国性的新媒体平台。二是 B2C“骄阳剧场”内容产品运营，整合散落在各地的新媒体渠道和各地的数字电视、移动终端、智能电视、OTT、手机等多样化的终端。公司将独家新媒体版权的影视剧内容以专区等形式覆盖到上述渠道和终端，通过规模化的内容实现规模化的渠道和多终端的整合，针对不同的终端和渠道进行内容产品的定制化服务，最终实现广告收入、用户付费收入、内容产品运营收入等多样化的版权收入。收购时给予估值 7.8 亿元，向交易对方支付现金 1.2303 亿元，并发行 2489.4655 万股（发行价格为 26.39 元/股）。

预计盛世骄阳版权采购趋于平稳，运营收入占比逐渐提高。未来盛世骄阳的业务主要从 IP 运营及开发、影视剧版权分销及运营、幼儿动漫内容运营/在线教育/儿童衍生品的开发运营三大方面开展，重点打造国内最大的家庭娱乐及亲子幼教业务平台。收购时骄阳做了业绩承诺，运营收入（除版权发行之外的营业收入）占比到 2017 年提升至 65%。同时对徐蕾蕾认购的皇氏集团的股份做了 3 年的锁定，完成每年业绩可以解锁一定比例。

图 9：公司影视文化产业链布局



资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

表 4：盛世骄阳业绩承诺及解锁比例

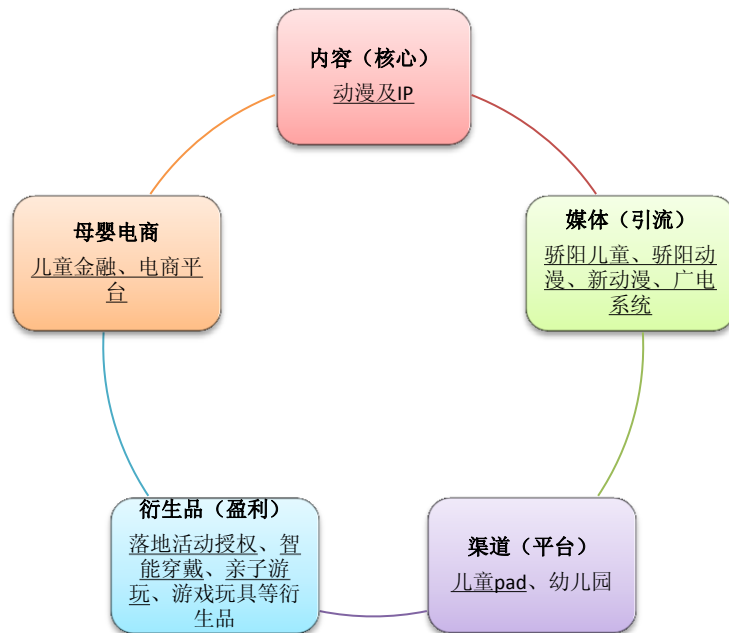
	2014	2015E	2016E	2017E
利润（万）	6,000	7,500	9,000	10,800
YOY		25%	20%	20%
运营收入占比	25%	45%	55%	65%
解锁比例		25%	30%	45%
2014 年承诺业绩和运营收入占比是增资直至控股的条件。				

资料来源：公司公告，长城证券研究所整理

以盛世骄阳版权采购及运营平台为基础，公司收购北广高清 20%的股权，并约定若公司取得卡酷少儿独家合作权，将取得北广高清控股权，同时与中南卡通签署战略合作，运营辽宁卫视旗下新动漫频道。对公司旗下内容进行一个梳理，目前基于影视、IP 定制、运营的内容都在盛世骄阳，基于儿童产品的开发都在伴你成长，基于频道付费的都在北广高清。

公司以其丰富的动漫及 IP 内容为核心，下游有骄阳儿童、骄阳动漫、新动漫、卡酷少儿四大幼儿频道，通过媒体渠道、幼儿园平台、硬件入口（儿童 pad）切入，一方面通过点播收费、广告收入产生盈利，另一方面利用落地活动授权、智能穿戴、亲子游玩、游戏等衍生品作为盈利点。此外，公司将继续通过布局电商平台覆盖母婴用品、儿童用品等，完成亲子幼教产业链布局。

图 10: 公司亲子幼教产业链布局



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

公司幼教产业布局基本成型。公司第一大优势在于拥有海量独家影视动漫资源，未来将与迪斯尼等成熟版权机构合作，获得更多优秀 IP。公司另一大优势在于公司在广电系统、新媒体渠道拥有广泛的覆盖，且建立了较好的联系。与其他一些涉足幼教及儿童用品的企业相比，公司的布局具有一定差异化和壁垒：

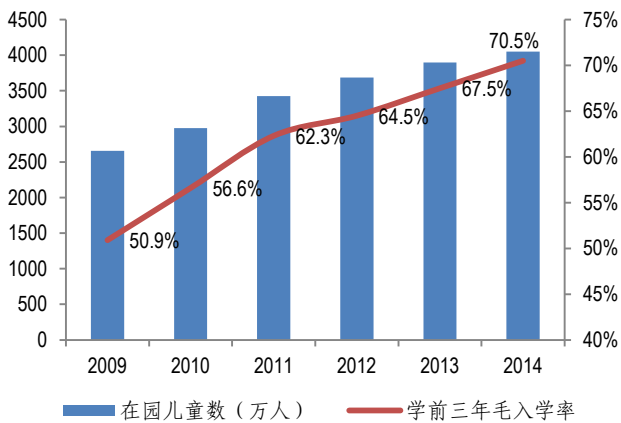
1. **不拿内容卖硬件，而是以内容为核心、以硬件为媒介，建立与幼儿园的合作关系、与儿童的客户粘性，进而增加运营收入。**公司与鸿富锦建立排他性的战略合作关系，制作儿童 pad，将公司独家动漫资源植入 pad，并满足 3 个条件：①内容安全，②限时娱乐，家长可以定时关机，③材料安全，无棱角，食品级材料，可牙咬。还可以与幼儿园合作植入教学课件、教学 app 等，定制服务和独家幼教资源是公司产品与其他儿童 pad 的差异。而且，公司不直接市场上卖硬件，而是通过预定付费内容赠送 pad、或者与幼儿园合作分成的方式到达终端消费者手中，成功规避了市场上硬件的竞争。
2. **以内容换资源，加大媒体渠道对其他环节的引流作用，并提高公司运营收入。**骄阳有四个频道：骄阳剧场（广告模式）、4K 剧场、骄阳儿童、骄阳动漫；此外北广高清旗下运营卡酷少儿，另外公司运营辽宁新动漫频道。除了骄阳剧场，与一些地方台，公司拿内容换地方台播放资源，已经合作了 50 多家，2016 年 6 月份之前争取做到 100 多个电视台。可以免费向电视台提供影视资源，与电视台进行广告分成或者播放自己环节产品的广告，对其他环节形成引流的作用。
3. **与幼儿园平台建立良好关系，向下游衍生品延伸，实现盈利。**通过多媒体渠道、儿童 pad、儿童智能穿戴设备等硬件入口以及幼儿园平台，公司实现与儿童和幼儿园的对接，通过落地活动授权、亲子游玩活动，等与幼儿园实现盈利分成。公司已经与智慧树、慧沃、爱果实等幼儿园平台合作，已覆盖几万家幼儿园。
4. **电商平台服务于母婴消费，儿童金融促进消费。**公司筹建电商平台，销售母婴用品、婴幼儿奶粉、儿童玩具等等，服务于 0-3 岁婴儿，可以增加妈妈对公司产品粘性，此外通过玩游戏，家长给小孩的奖励可以形成积分，在电商平台消费。

3. 学前教育行业高景气发展

3.1 学前教育需求快速增长

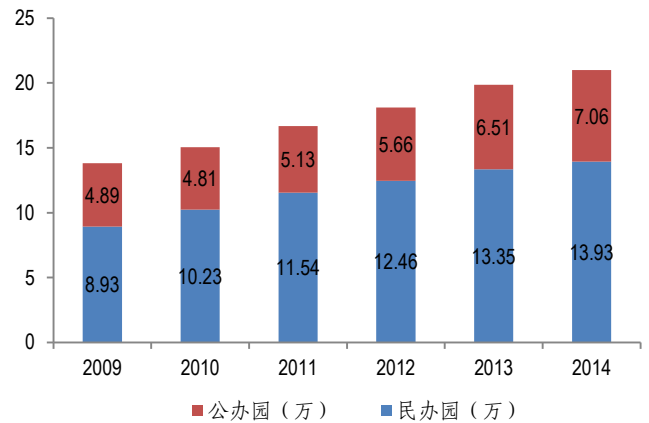
中国每年新生人口约为 1600-1700 万，粗略估算 0-6 岁婴幼儿数量在 1.1 亿左右。随着城镇化水平提升、消费升级、居民对教育需求的持续增长、以及家庭结构的变化都促进社会整体对 0-6 岁学前教育需求的蓬勃发展，教育低龄化的趋势越发明显。家长对孩子教育的需求也从一般性的“养育看护”转向更加系统全面的“亲子教育”、“专业早教”、“情商管理”等，更加注重孩子身心健康的高质量成长。

图 11: 学前三年入学率及在园儿童数



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 12: 幼儿园数量 (公办和民办)



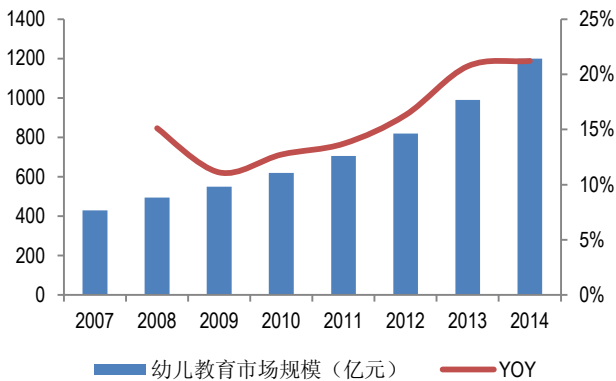
资料来源: wind, 长城证券研究所整理

我国在园幼儿数和学前三年毛入园率呈现稳步增长趋势，学前教育普及率大幅提高。2014 年我国在园儿童数超过 4000 万人，学前三年毛入学率达到 70.5%，根据国家教育发展纲要，2020 年学前教育普及率将达到 85%，若人口数量稳定，则还有接近 900 万人的增长空间。2014 年我国幼儿园数量达到 20.99 万个，较 2009 年增长 52%，其中民办幼儿园接近 14 万个，占比为 66%。由于学前教育缺乏国家经费支持，入园贵、入园难的问题较为突出。民办幼儿园数量的增长一定程度缓解了入园难的问题，短期还是受到资金、教师队伍、管理经验等因素的影响。

同时，学前教育也是受到机构和资本重点关注的细分行业之一。据投资中国数据分析，2006 年-2011 年期间教育培训细分行业融资数量最多是学前教育行业，占总比例的 21%。学前教育由于受管制少、家长投入价格敏感度低，且市场多样化且高度细分，对资金吸引力较强。

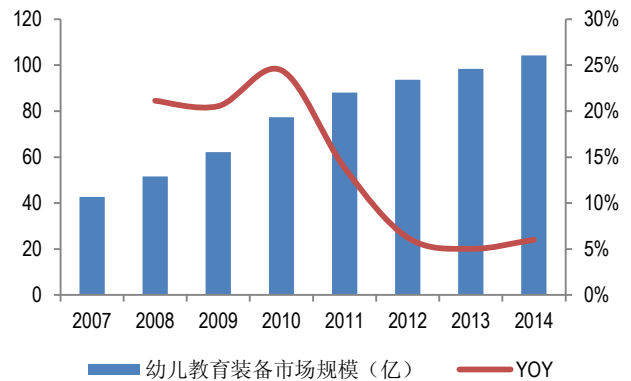
随着学前教育需求的快速增长以及大量资金介入，幼儿教育市场规模快速扩容，幼儿用教具需求也快速增加。2014 年幼儿教育市场规模达到 1200 亿元，同比增长 21%，其中幼儿教育装备市场规模达到 104 亿元。

图 13: 幼儿教育市场规模



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

图 14: 幼儿教育装备市场规模



资料来源: wind, 长城证券研究所整理

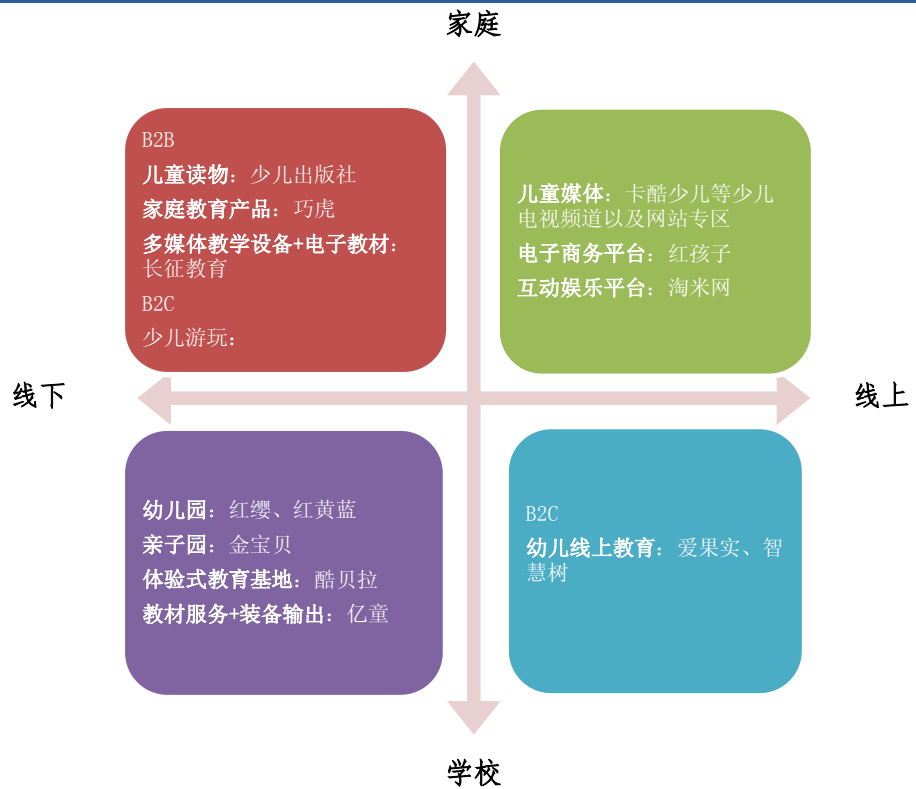
3.2 市场细分，整合幼教资源较为关键

学前教育按年龄阶段分类，大致分为 0-3 岁与 3-6 岁，有种狭义的说法是学前教育只涉及 3-6 岁，因为 0-3 岁以家庭教育为主，各类亲子园为辅，3-6 岁以幼儿园为主。随着对幼儿个性（智力、情商开发）、创造力培养的重视，学前教育内容和形式与其他阶段的教育相比更是丰富多样，且服务机构多样，政策管约束束低。幼教市场空间巨大，同时行业高度细分，区域化特征明显。如学校和家庭教育区别，线上和线下教育区别，两两交叉又有不同类型的产品和模式：

- 1) 首先是线下学校资源，以幼儿园、亲子园、体验式教育基地等，以及配套的教材服务和教学装备企业，如前所述，我国幼儿园 60%以上是民办园，已经出现一些全国龙头企业，如红缨、红黄蓝、亿童等。
- 2) 其次是传统的面向家庭的儿童读物、教材、多媒体教学产品以及儿童亲子游玩产品，或者自主研发或者国外引进，也出现一些全国知名品牌，如巧虎等。
- 3)、4) 借助互联网，面向学校和家庭的有一些幼儿线上教育网站以及儿童动漫视频专区、电子商务平台和互动娱乐平台等也在快速发展，线上模式能突破地域限制，整合教育资源，面向全国的家长、幼儿教师和儿童。

这些经验模式中，消费体验是最重要的，首先要产品好、有创新，其次是营销手段好、范围广。首先就线下资源来说，教育机构本身不易复制，产品和服务不易标准化，管控难度大，对人的依赖性强。另外，幼儿园的业态本身辐射范围小，一般在几公里范围内，且幼儿园是强资源型市场，选址具有稀缺性，与政府、地产开发商、社区关系密切，跨区域公关难度大。由于物理区域方面的平台较为分割，为了整合散乱的幼教资源，实现纵向一体贯通，许多 0-6 岁教育服务集团不断涌现。而在线上资源上，进入门槛更低，但在资金背景下容易形成规模效应实现资源整合，在幼教产品开发和渠道推广方面形成完整产业链，在此背景下，形成平台或者生态圈显然更有生命力。

图 15: 学前教育市场高度细分



资料来源: ChinaVenture, 长城证券研究所整理

表 5: 家庭教育和 B2B 教育主要模式、核心要素和代表企业

主要模式	家庭教育 0-6 岁				B2B 模式		
	母婴媒体	家庭读物和玩具	电子商务平台	在线互动娱乐	在线教育及测评	多媒体互动教学平台	B2B 教材和装备
核心要素	内容、技术创新、网络推广	产品研发、销售	人气、产品种类齐全、安全的支付体系	游戏开发、网络推广、APP	产品研发、销售	研发、渠道	研发、渠道
代表企业	宝宝树、摇篮网	巧虎	红孩子	淘米网、云创科技	成长阶梯	达润世纪	红缨、亿童

资料来源: ChinaVenture, 长城证券研究所整理

表 6: 园所教育主要模式、核心要素和代表企业

园所教育						
主要模式	月子中心	社区育婴服务	亲子园	幼儿园	周末培训	体验教育
核心要素	服务质量、环境、价格	选址、课程、规模	品牌、课程、选址	品牌、教师、课程	品牌、教师、课程	品牌、服务创新、价格
代表企业	馨月汇	能量宝贝	金宝贝	红黄蓝	瑞思英语	酷贝拉

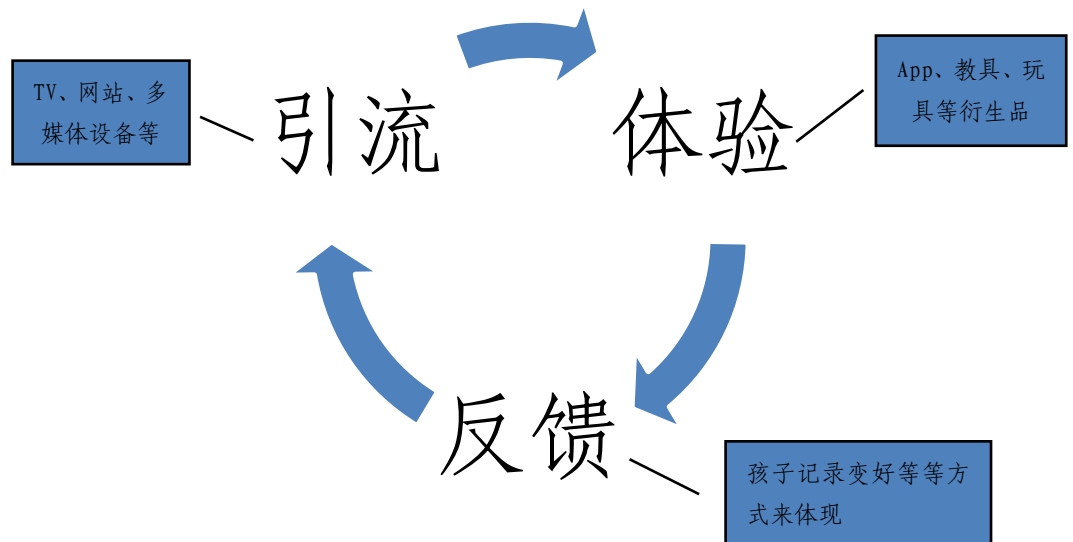
资料来源: ChinaVenture, 长城证券研究所整理

3.3 线上线下结合，商业模式值得思考

移动互联网技术的发展和成熟，使得人们娱乐和阅读更加碎片化，也是的学前教育服务市场随内容和应用产品的不断革新而日趋成熟。家长教育子女方式不再限于传统图书

及益智玩具，而向互联网、平板电脑和智能手机延伸。同时移动终端能做到及时沟通和园外的教育延伸，更加丰富和深化了教育内容和形式，智能穿戴设备也在校园安全领域等方面的应用也日趋明显。

图 16: 幼教 O2O 模式示意图



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

对于单纯的互联网产品, 我们认为在 0-6、7 岁这个年龄段, 在线付费还是比较难的, 学前教育是多渠道、多媒体的, 移动教育作为新的渠道和新的手段, 对教育起到辅助作用。线上作为传播渠道或者入口、进行引流, 线下的实体教育产品或者娱乐产品等等作为出口, 这样把线上线下打通, 是让不同产业之间运作起来、互动起来, 应该比较好的模式。尤其是幼教产品丰富多样, 要获得家长的信任, 有正向反馈会效果更好。

4. 盈利预测和投资建议

公司业绩增长主要来自于并购公司的业绩兑现。未来 3 年由于还在业绩承诺期，业绩稳定增长有保障（见表 1），之后要看公司业务布局的内生长性。不考虑未来可能进一步收购情况，根据表 1 收购公司业绩承诺，其中盛世骄阳 2015 年 8 月份并表，15 年入表利润预计为 2000 万，16 年则完全并表。另外假设 1) 乳制品利润 2015-2017 年维持 5000 万、5000 万、6000 万左右，假设 2) 北广高清 2016-2017 年利润分别为 4000 万、4500 万，则预计 2015-2017 年公司净利润分别为 1.78 亿、2.70 亿、3.50 亿，分别同比增长 136%、51%、29%，对应 PE 分别为 79/52/40 倍。维持强烈推荐评级。

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, wuyuan@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, linqyun@cqws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@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>