

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

张威威 0755-83660814

Email: zhangww@cgws.com

执业证书编号: S1070514080006

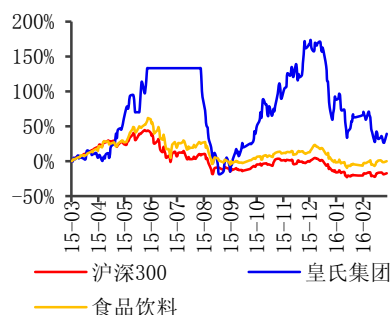
市场数据

目前股价	14.82
总市值（亿元）	124.14
流通市值（亿元）	61.72
总股本（万股）	83,764
流通股本（万股）	41,645
12个月最高/最低	30.20/8.67

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,393	3,230	4,200
(+/-%)	42%	35%	30%
净利润	322	474	664
(+/-%)	74%	47%	40%
摊薄 EPS	0.38	0.57	0.79
PE	38.57	26.19	18.68

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<入股碧海银帆和臻品悦动，完善儿童产业链>> 2016-03-01

<<打造幼教产业链闭环，董事增持表明信心>> 2016-01-14

乳业稳健增长，文化板块业绩靓丽

——皇氏集团（002329）年报点评

投资建议

公司乳业传媒双主业运行，乳业把握趋势稳健增长，文化产业平台基本建成，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.38/0.57/0.80 元，对应 PE 分别为 39/26/18 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司发布 2015 年年报，2015 年实现营业收入 16.85 亿，同比增长 49.09%，实现归母净利润 1.85 亿，同比增长 144.63%。扣非后净利润 1.75 亿，同比增长 167.57%；业绩符合之前公布的业绩快报。
- **乳业稳步增长，云南来思尔业绩快速提升：**2015 年公司乳制品食品实现收入 10.30 亿，同比增长 10.41%，实现毛利率 36.17%，同比提升 2.98pct，受益于 15 年国内生鲜乳价格的下降；其中云南皇氏来思尔实现收入 3.91 亿，同比增长 18.66%，实现净利润 0.59 亿，同比增长 47.90%，净利率提升 3pct 至 15.12%，低温产品消费趋势向好。来思尔 2015 年在渠道建设、核心产品打造上去的较大突破。公司通过复制来思尔的成功经验，在湖南、贵州成立子公司，拓展新的区域，进一步夯实公司西南乳业的根基。由于母公司承担全公司费用，利润率相对较低；估算公司乳制品总体利润在 8000 万左右。
- **文化板块增长较快，御嘉、骄阳业绩靓丽：**2015 年御嘉影视实现收入 2.80 亿，同比增长 49.18%，实现净利润 0.89 亿，同比增长 35.1%；盛世骄阳实现收入 4.22 亿，同比增长 40.36%，实现净利润 0.79 亿，同比增长 30.07%，均超额完成业绩目标，其中骄阳并表收入和利润分别为 1.88 亿和 0.36 亿。另外浙江完美在线并表收入和利润分别为 0.18 亿和 0.05 亿等。
- **文化产业链布局基本完成，乳业向低温倾斜：**公司已经完成“内容制作—媒体运营—终端传播—衍生品开发”的文化产业链布局，形成影视内容制作、媒体运营、终端传播、动漫幼教及儿童消费四大业务板块。儿童产业方面，公司依托盛世骄阳，已形成“伴你成长+新动漫+宝贝走天下+北广高清+完美在线”的多位布局，内容包括儿童教育、儿童娱乐、儿童金融、儿童消费等方面，有望成为公司业绩新的增长引擎。乳业逐渐向低温倾斜，以来思尔等优势产品为突破口，加大西南区域渠道建设和网络扩张。
- **风险提示：**行业竞争激烈、政策风险等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,130.30	1,685.14	2,392.90	3,230.41	4,199.53
营业成本	781.96	1,102.48	1,531.45	2,035.16	2,603.71
销售费用	152.05	202.15	282.36	381.19	487.15
管理费用	72.98	117.77	167.24	225.77	293.50
财务费用	16.89	38.39	20.17	25.59	19.80
投资净收益	1.65	1.40	1.00	1.00	-
营业利润	93.72	202.78	366.10	547.20	773.92
营业外收支	15.07	16.97	16.97	16.97	16.97
利润总额	108.80	219.74	383.07	564.17	790.89
所得税	18.92	4.43	7.73	11.38	15.95
少数股东损益	14.40	30.70	53.51	78.81	110.48
净利润	75.47	184.62	321.83	473.98	664.46
资产负债表 (百万)					
流动资产	847.82	1,650.19	2,724.86	3,974.48	5,513.30
货币资金	237.83	465.33	1,056.54	1,735.69	2,620.35
应收账款	278.69	617.17	876.38	1,183.11	1,538.05
应收票据	-	0.07	0.10	0.13	0.17
存货	163.91	112.83	156.74	208.29	266.48
非流动资产	1,430.56	2,803.35	2,456.33	2,106.56	1,733.85
固定资产	588.78	689.54	640.16	588.02	512.95
资产总计	2,278.38	4,453.53	5,181.19	6,081.04	7,247.16
流动负债	573.38	1,377.16	1,752.71	2,193.96	2,693.09
短期借款	300.00	418.00	418.00	418.00	418.00
应付款项	105.90	438.87	609.63	810.14	1,036.46
非流动负债	21.32	296.90	296.90	236.90	176.90
长期借款	-	260.00	260.00	200.00	140.00
负债合计	594.70	1,674.07	2,049.61	2,430.87	2,870.00
股东权益	1,683.68	2,779.47	3,131.58	3,650.17	4,377.16
股本	266.43	837.64	837.64	837.64	837.64
留存收益	1,287.13	1,750.68	2,049.29	2,489.07	3,105.58
少数股东权益	130.12	191.15	244.66	323.46	433.94
负债和权益总计	2,278.38	4,453.53	5,181.19	6,081.04	7,247.16
现金流量表 (百万)					
经营活动现金流	120.60	431.56	651.16	808.26	1,005.22
其中营运资本减少	-135.78	110.92	-107.92	-129.22	-155.03
投资活动现金流	-316.49	-670.98	-36.73	-34.92	-12.61
其中资本支出	-70.74	-405.62	-36.73	-34.92	-12.61
融资活动现金流	271.00	402.44	-23.22	-94.20	-107.95
净现金总变化	75.11	163.02	591.21	679.14	884.66

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长	14.09%	49.09%	42.00%	35.00%	30.00%
营业成本增长	11.92%	40.99%	38.91%	32.89%	27.94%
营业利润增长	170.74%	116.36%	80.54%	49.47%	41.43%
利润总额增长	133.05%	101.98%	74.32%	47.28%	40.19%
净利润增长	107.54%	144.63%	74.32%	47.28%	40.19%
盈利能力					
毛利率	30.82%	34.58%	36.00%	37.00%	38.00%
销售净利率	6.68%	10.96%	13.45%	14.67%	15.82%
ROE	4.48%	6.64%	10.28%	12.99%	15.18%
ROIC	7.17%	10.09%	12.58%	18.32%	25.75%
营运效率					
销售费用/营业收入	13.45%	12.00%	11.80%	11.80%	11.60%
管理费用/营业收入	6.46%	6.99%	6.99%	6.99%	6.99%
财务费用/营业收入	1.49%	2.28%	0.84%	0.79%	0.47%
投资收益/营业利润	1.76%	0.69%	0.27%	0.18%	0.00%
所得税/利润总额	17.39%	2.02%	2.02%	2.02%	2.02%
应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货周转率	5.65	8.18	8.39	8.57	8.50
流动资产周转率	0.90	0.77	0.71	0.68	0.65
总资产周转率	0.34	0.35	0.42	0.48	0.52
偿债能力					
资产负债率	0.26	0.38	0.40	0.40	0.40
流动比率	1.48	1.20	1.55	1.81	2.05
速动比率	1.19	1.12	1.47	1.72	1.95
每股指标 (元)					
EPS	0.28	0.22	0.38	0.57	0.79
每股净资产	6.32	3.32	3.74	4.36	5.23
每股经营现金流	0.45	0.52	0.78	0.96	1.20
每股经营现金/EPS	1.60	2.34	2.02	1.71	1.51
估值					
PE	26.75	23.78	50.11	33.24	25.99
PEG	52.32	67.24	38.57	26.19	18.68
PB	0.62	1.12	0.82	-	-
EV/EBITDA	2.35	4.47	3.96	3.40	2.84
EV/SALES	21.12	29.92	16.40	13.43	10.88
EV/IC	3.78	7.79	5.49	4.05	3.10
ROIC/WACC	2.18	3.97	4.12	4.20	4.25
REP	0.88	1.24	1.55	2.25	3.17

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

长城证券股份有限公司(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@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

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

上海联系人

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