

**华强方特 (834793):**
**东方迪斯尼起航, 迈向文娱巨擘**
**买入 (首次)**
**2016年5月30日**
**市场数据**

报告日期	2016.5.30.
收盘价(元)	19.00
总股本(百万股)	885.2
流通股本(百万股)	326.8
总市值(百万元)	16818.80
流通市值(百万元)	6209.30
净资产(百万元)	5479.39
总资产(百万元)	15816.34
每股净资产	6.19

**主要财务指**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2805	3654	4268	4885
同比增长(%)	19.1%	30.3%	16.8%	14.5%
净利润(百万元)	654	877	1001	1124
同比增长(%)	-8.1%	34.2%	14.2%	12.3%
毛利率(%)	78.2%	78.6%	78.6%	78.5%
净利润率(%)	23.3%	24.0%	23.5%	23.0%
净资产收益率(%)	15.0%	13.8%	13.6%	13.2%
每股收益(元)	0.74	0.99	1.13	1.27
每股经营现金流(元)	1.86	1.87	2.44	2.50

**相关报告**

分析师:

纪云涛

S0190511020003

jiyt@xyzq.com.cn

研究助理:

代云龙

daiyunlong@xyzq.com.cn

邢军亮

xingjl@xyzq.com.cn

**投资要点**

- **华强方特是扎根文化土壤的“参天大树”。**公司市值超过 160 亿元,拥有员工近万人,近三年营收均超过二十亿,连续六年获评“中国文化企业 30 强”。公司通过对外并购与自身研发,大胆打造“文化+科技”产业链条。
- **“创意、研发、产品、销售”四维一体化模式,彰显公司实力。**公司储备了一大批高精尖人才,设有立体式的创意研发组织架构,多年来注重研发技术的投入,形成自己独具特色的专利技术和文化品牌。公司网络化的业务布局体系,各业务板块互为上下游,互相依靠和支持,实现了资源共享。
- **动漫产业发展势头良好,行业竞争中优质 IP 是决胜关键。**近年来我国动漫产业发展势头良好,优质 IP 成为行业内的竞争核心。公司不断提升故事创意和制作水平,立足已有的“熊出没”知名动漫 IP,继续扩大动漫品牌授权业务,积极开拓动漫衍生品、动漫舞台剧和动漫游戏市场,打造“动漫+X”的生态体系,提高动漫收入水平。
- **VR 技术风靡全球,公司率先将 VR 与主题公园结合,先发制人,这将进一步提振品牌影响力。**同时,公司向轻资产模式转型,提高资产回报率。随着旅游环境的不断完善以及居民消费能力的提升和消费观念的转变,引发了强有力的主题公园需求动力。2016 年被认定为 VR 元年,而 VR 技术与主题公园的结合将成为主题公园行业成长的新爆点。
- **盈利预测与评级:**我们看好公司未来的发展,预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.99、1.13 和 1.27 元,对应目前股价的 PE 分别为 19.2、16.8 和 15.0 倍,首次覆盖给予“买入”评级,建议投资者积极关注。
- **风险提示:**市场竞争加剧;动漫内容变现的不确定性;主题公园新项目推进放缓;税收政策变化。
- **注:**华强方特为兴业证券做市股票



## 目 录

投资概要.....	- 4 -
1、华强方特：扎根文化土壤上的参天大树.....	- 7 -
1.1、公司概况与股权情况.....	- 7 -
1.2、内外兼修，打造“文化+科技”全产业链条.....	- 8 -
1.3、生长于东方，放眼世界.....	- 9 -
2、三要素为文娱之树创造茁壮成长环境.....	- 9 -
2.1、沃土滋养——倚靠消费结构升级与高科技背景，文娱产业发展迅猛.....	- 9 -
2.2、雨露恩泽——政策利好不断，产业红利将持续释放.....	- 11 -
2.3、园丁精培——正外部效应显著，地方政府鼎力支持.....	- 12 -
3、对标迪斯尼，创研产销一体化模式.....	- 12 -
3.1、以创研为根基一体化运作流程，团队实力雄厚.....	- 12 -
3.2、四维度增强竞争力，构筑强大护城河.....	- 13 -
3.3、对标迪斯尼，高效执行全产业链开发战略.....	- 15 -
4、果实一：动漫产品.....	- 16 -
4.1、国产动漫需求旺盛，前景大好.....	- 16 -
4.2、“泛娱乐”趋势下，优质 IP 成为突破口.....	- 18 -
4.3、华强方特优质 IP 与制作水准兼备，实力尽显.....	- 19 -
5、果实二：主题公园.....	- 20 -
5.1、我国主题公园市场蕴藏广阔蓝海.....	- 21 -
5.2、国内主题公园历经四代沉浮，与科技结合正当时.....	- 22 -
5.3、VR 技术风靡全球，与主题公园结合，二者互利共生.....	- 23 -
5.4、华强“文化+科技”思路先发制人，品牌影响力必进一步提振.....	- 24 -
5.5、依托“方特”品牌号召力向轻资产模式转型.....	- 25 -
5.6、迪士尼来了，福兮祸兮.....	- 27 -
6、财务分析.....	- 27 -
7、盈利预测与估值.....	- 31 -
8、风险提示.....	- 34 -
附录：迪士尼总体案例分析.....	- 35 -
1、案例分析主要结论.....	- 35 -
2、迪士尼概述.....	- 35 -
3、产业链分析.....	- 35 -
4、消费者市场和消费行为分析.....	- 37 -
5、盈利模式分析.....	- 38 -
6、主题公园经营状况分析.....	- 38 -
7、财务状况分析.....	- 41 -
图 1、公司前十大股东明细.....	- 7 -
图 2、公司“文化+科技”全产业链.....	- 8 -
图 3、各产品关系图.....	- 8 -
图 4、我国居民家庭人均收入.....	- 10 -
图 5、我国居民消费性支出与文娱（除教育）支出情况.....	- 10 -
图 6、公司设立的研究机构.....	- 12 -
图 7、我国动漫产业规模.....	- 16 -
图 8、我国动漫片制作发行量（部）.....	- 16 -
图 9、国产动画片产量（分钟）.....	- 16 -
图 10、少幼儿人口所占比例.....	- 17 -

图 11、公司数字动漫业务收入情况.....	- 20 -
图 12、我国旅游收入和旅游人数.....	- 21 -
图 13、国内居民出游率和人均旅游花费 .....	- 21 -
图 14、我国黄金周一日游待客数.....	- 22 -
图 15、我国主题公园发展历程 .....	- 23 -
图 16、华强方特全国布局 .....	- 25 -
图 17、2012-2015 年公司营业收入情况.....	- 27 -
图 18、2012-2015 年公司的三费 .....	- 28 -
图 19、公司的三费增速.....	- 28 -
图 20、2012-2015 年公司研发投入.....	- 28 -
图 21、2012-2015 年公司营业利润和净利润.....	- 29 -
图 22、2012-2015 年公司现金情况.....	- 29 -
图 23、2014 年公司主营构成.....	- 30 -
图 24、2015 年公司主营构成.....	- 30 -
图 25、2012-2015 年公司毛利率和净利率 .....	- 30 -
图 26、2012-2015 年公司资产负债率 .....	- 30 -
图 27、2013-2015 年公司营运状况.....	- 31 -
图 28、全球百大电影各制片商占比 (%) .....	- 36 -
图 29、全球百大电影各制片商票房占比 (%) .....	- 36 -
图 30、迪士尼营业收入与营业利润 .....	- 41 -
图 31、迪士尼公司三比率 .....	- 41 -
图 32、迪士尼营业收入与营业利润 .....	- 42 -
图 33、迪士尼公司三比率 .....	- 42 -
图 34、迪士尼乐园游客数量变动与人均消费变动 .....	- 42 -
表 1、公司盈利预测假设.....	- 5 -
表 2、2015 年全国票房 TOP10.....	- 10 -
表 3、扶持性产业政策.....	- 11 -
表 4、公司文化产品及服务.....	- 15 -
表 5、2012 年全国原创电视动画生产企业 TOP10.....	- 19 -
表 6、主要获奖情况 .....	- 20 -
表 7、2013 年全球主题公园集团 TOP10.....	- 24 -
表 8、华强方特各项目建设方式.....	- 26 -
表 9、公司盈利预测假设 .....	- 32 -
表 10、公司盈利预测结果 .....	- 33 -
表 11、估值对比表 .....	- 33 -
表 12、迪斯尼公司 SWOT 分析 .....	- 37 -
表 13、五大乐园情况 .....	- 39 -
附表.....	- 43 -

## 报告正文

### 投资概要

#### 1、估值及投资建议

公司是扎根文化土壤的“参天大树”，拥有员工近万人，13、14、15年营收均超过二十亿，市值超过160亿元。公司下辖华强智能、华强数码电影、华强数字动漫等30多家专业公司，连续六年获评“中国文化企业30强”。

公司通过对外并购与自身研发，大胆将现代高新科技和文化产业相结合，形成互为上下游的文化内容产品及服务和文化科技主题公园两个板块的主营业务。公司对外投资产业链上的优秀标的51家，包括从事创意设计的华强数码电影，从事特种电影设备生产的华强智能，从事主题乐园管理的方特投资等。另一方面，公司致力于自身的研发积累和市场探索，经过多年努力，成熟掌握了相关领域的关键技术，拥有大量的自有知识产权，形成了具有国际竞争力的拳头产品。公司的文化内容产品及服务包括特种电影、动漫产品、影视出品、文化衍生品等，这些产品和服务均可以独立面对市场、直接形成收入，同时又作为公司产业链的中上游，为下游的文化科技主题公园业务提供强大的后台支持。

文娱产业是世界公认的朝阳产业，21世纪以来，我国文娱产业在人们消费转型和政府扶持背景下发展势头迅猛，正逐渐成长为国民经济的支柱型产业。随着人均收入和精神生活水平的提高，消费结构逐步从物质型转到服务型，这为文化娱乐产业的发展提供了沃土。国务院、文化部、财政部、工信部和发改委等部门一系列扶持政策出台，产业红利持续释放。另外，地方政府也鼎力支持当地文化娱乐项目，更为产业发展添一剂动力。

公司创研产销一体化模式，从四个维度增强自身优势。公司储备了一大批高精尖人才，并设有文化科技研究院、创意设计院和动漫创作中心，下面再根据各业务板块设有专门的研究机构；多年来，公司注重研发技术的投入，并在充分了解国内外行业信息和技术的的前提下，进行有针对性的研究开发，吸收国外的先进理念和技术，加以创新和提高，形成自己独具特色的专利技术和文化产品；公司的主营业务涵盖创意设计、特种电影、动漫产品、主题演艺、影视出品、文化科技主题公园等多个专业板块，形成了网络化的业务布局。在这个网络化业务体系中，各业务板块互为上下游，互相依靠和支持，实现了资源共享。一个业务领域的输出往往是另外一个业务领域的输入；公司目前已在全国多地自主投资建设文化科技主题公园，着力在国内打造“方特欢乐世界”和“方特梦幻王国”等品牌的文化科技主题公园，形成了一定的品牌优势和规模优势。

动漫方面，公司不断提升故事创意和制作水平，立足已有的“熊出没”知名动漫IP，继续扩大动漫品牌授权业务，积极开拓动漫衍生品、动漫舞台剧和动漫游戏市场，打造“动漫+X”的生态体系，提高动漫收入水平。近年来随着国家对动漫产业的扶持以及大量民间资本的投入，我国动漫产业出现了迅猛发展的良好势头。我国动漫产值从“十五”期末到“十一五”期末年均增长率超30%，2014年我

国动漫产业总产值超过 1000 亿元，专业从业人员超过 3 万人。影视动画是动漫产业的龙头和主体，国产原创动画片存在供不应求的现象。随着“二胎政策”全面开放，该产业将长期受益。

**主题公园方面，公司作为第四代“文化+科技”主题公园的典范，将打造世界最大的 VR 主题公园。**随着旅游环境的不断完善以及居民消费能力的提升和消费观念的转变，引发了强有力的主题公园需求动力。公司作为第四代主题公园的代表，在行业内具有较强的品牌影响力。2016 年被认定为 VR 元年，而公司早在 20 年前就开始跟踪研究 VR 等技术及其应用，目前，华强方特已将 VR 等技术广泛应用于“方特东方神画”、“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”等方特系列主题公园，公司所占据的先发优势有助于其快速扩张。**同时，公司将依托“方特”品牌向轻资产模式转型，提高资产回报率。**这一系列利好都将直接指向公司主题公园业务，我们预计公司的主题公园业务将会有新一轮爆发增长。

我们看好公司未来的发展，一方面随着精神娱乐需求的增长、方特主题乐园品牌影响力的提升、方特主题乐园数量的增加，公司主题乐园能够接待的数量将能够稳定增长，给公司带来稳定且增长的门票收入和其他运营相关的收入，另一方面动漫产业的发展，除了为主题公园产业提供强有力的内容支持、发挥协同效应外，以熊出没为代表的强大动漫 IP 也能够为公司带来版权和票房收入，存在爆发式增长的可能，而目前占比较小的动漫衍生品更有着极大的发展潜力，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.99、1.13 和 1.27 元，对应目前股价的 PE 分别为 19.2、16.8 和 15.0 倍，相比市场中的其他主题乐园和动漫公司，公司的估值相较发展潜力被低估，首次覆盖给予“买入”评级，建议投资者积极关注。

## 2、关键假设

表 1、公司盈利预测假设

年份		2015	2016E	2017E	2018E
<b>文化科技主题公园</b>					
主题公园运营	主营业务收入(万元)	132,536.78	151200.00	170100.00	189000.00
	同比增长率%	17.85%	14.08%	12.50%	11.11%
	毛利率%	62.69%	62.00%	61.50%	61.00%
创意设计	主营业务收入(万元)	119,132.08	148915.10	178698.12	205502.84
	同比增长率%	74.23%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率%	94.40%	94.00%	93.50%	93.00%
主题公园建设	主营业务收入(万元)	1,777.49	1866.36	1959.68	2057.67
	同比增长率%	-12.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率%	73.76%	73.00%	72.50%	72.00%
<b>文化内容产品及服务</b>					
数字动漫	主营业务收入(万元)	15,358.69	23038.04	33405.15	46767.21
	同比增长率%	102.45%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率%	89.73%	89.00%	88.50%	88.00%
特种电影	主营业务收入(万元)	5,697.43	30000.00	30000.00	30000.00
	同比增长率%	-84.48%	426.55%	0.00%	0.00%
	毛利率%	86.85%	86.00%	85.00%	84.00%
影视制作发	主营业务收入(万元)	0.00	4000.00	5000.00	6000.00

行	同比增长率 %	-100.00%	-	25.00%	20.00%
	毛利率 %	-	60.00%	60.00%	60.00%
文化衍生品	主营业务收入 (万元)	5,280.78	6336.94	7604.32	9125.19
等其他产品	同比增长率 %	17.44%	20.00%	20.00%	20.00%
及服务	毛利率 %	57.78%	57.00%	56.50%	56.00%
	营业费用 / 主营业务收入 %	24.23%	23.63%	23.83%	23.76%
	管理费用 / 主营业务收入 %	22.45%	23.00%	23.50%	23.75%
	财务费用 / 主营业务收入 %	5.99%	6.02%	5.45%	5.22%
	实际税率 %	23.90%	20.05%	20.44%	20.89%

数据来源：兴业证券研究所整理

### 3、股价表现催化剂

- (1) 主题公园海外布局加速;
- (2) 主题公园接待人数增长超预期;
- (3) 主题公园门票提价;
- (4) 以熊出没为代表的动漫内容收益大幅增长;
- (5) 衍生品业务拓展加速。

### 4、风险提示

- (1) 市场竞争加剧;
- (2) 动漫内容变现的不确定性;
- (3) 主题公园新项目推进放缓;
- (4) 税收政策变化。

## 1、华强方特：扎根文化土壤上的参天大树

### 1.1、公司概况与股权情况

深圳华强方特科技集团股份有限公司（下称“华强方特”）是国内知名的大型文化科技集团，下辖华强智能、华强数码电影、华强数字动漫等 30 多家专业公司，拥有员工近万人，13、14、15 年营收均超过二十亿。

公司于 2010 至 2015 年连续六年获评“中国文化企业 30 强”，还获批中宣部“全国文化体制改革工作先进单位”、文化部“2011 年度十大最具影响力国家文化产业示范基地”、“国家文化出口重点企业”、“世界知识产权版权金奖”、“广东省十大创新企业”、“广东省文明单位”、“广东省版权兴业示范基地”等殊荣，旗下多家企业被认定为国家重点动漫企业、国家高新技术企业、国家规划布局内重点软件企业等，多项产品荣获中宣部“五个一工程”优秀作品奖、中国文化政府艺术奖提名、中国舞蹈荷花奖、广电总局优秀国产动画片等。

华强方特于 2015 年 12 月在新三板挂牌，总股本 4 亿股。截止 2016 年 4 月 22 日，公司十大股东明细如下：

图 1、公司前十大股东明细



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

梁光伟系华强集团法定代表人，其合并享有公司的权益比例为 30% 以上，为公司的实际控制人。另外，刘道强、高敬义、王巍、丁亮任华强方特高管，实现利益捆绑。

## 1.2、内外兼修，打造“文化+科技”全产业链条

公司扎根于文化产业，大胆将现代高新科技和文化产业相结合，通过不断创新与探索走出了一条“以文化为核心，以科技为依托”的文化科技产业发展新道路。截止 2015 年 12 月，公司**对外投资**产业链上的优秀标的 51 家，包括从事创意设计的华强数码电影，从事特种电影设备生产的华强智能，从事主题乐园管理的方特投资等。另一方面，公司致力于**自身的研发积累和市场探索**，经过多年努力，成熟掌握了相关领域的关键技术，拥有大量的自有知识产权，形成了具有国际竞争力的拳头产品，在国际市场上建立强势的中国文化科技品牌。

公司主营业务体现为文化内容产品及服务和文化科技主题公园两个板块，其中，文化内容产品及服务包括特种电影、动漫产品、影视出品、文化衍生品等，这些产品和服务均可以独立面对市场、直接作为产品形成收入，同时又作为公司产业链的中上游，为下游的文化科技主题公园业务提供强大的后台支持，间接产生效益；而文化科技主题公园作为公司产业链的终端环节，是在对特种电影、动漫等文化内容产品和核心技术综合应用的基础上，集“创意设计+研发生产+经营管理”为一体的综合性业务，并将整个产业链的效益充分释放。

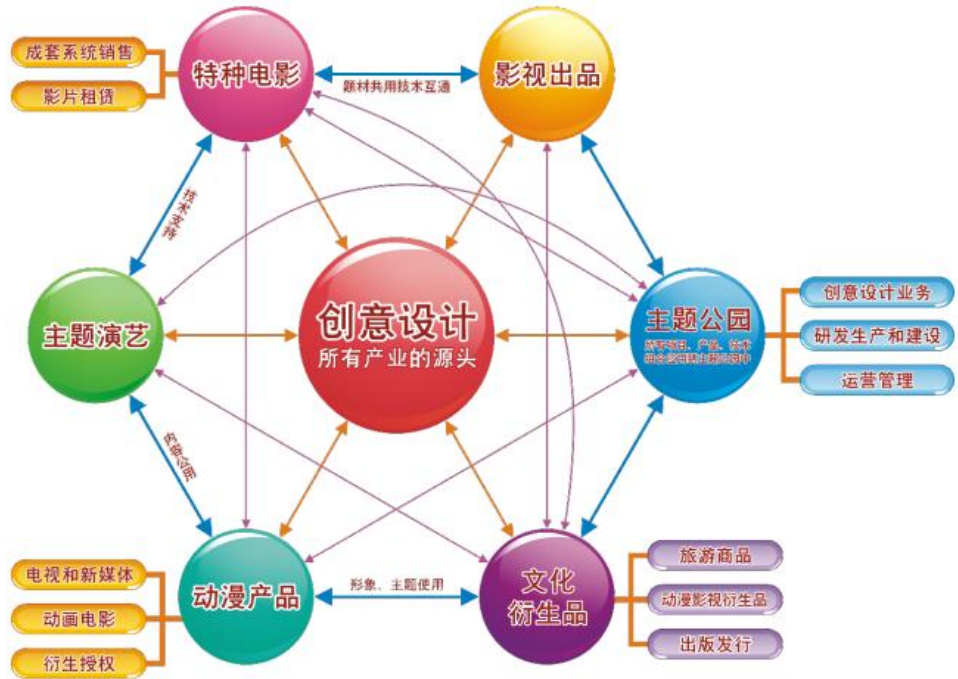
图 2、公司“文化+科技”全产业链



资料来源：公开转让说明书、兴业证券研究所

图 3、各产品关系图





资料来源：公开转让说明书、兴业证券研究所

### 1.3、生长于东方，放眼世界

党的十八大报告提出，提高国家文化软实力，促进文化和科技融合，发展新型文化业态，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平；扩大文化领域对外开放，积极吸收借鉴国外优秀文化成果。

华强方特发源于东方，也是在政府国家的关怀下逐渐壮大，时刻不忘响应国家号召。华强积极学习国外文化产业发展成功经验及分析研究我国文化产业的发展优势和存在问题，大胆将高新科技引入传统文化产业，创新了文化科技产业，积极探索走出了一条**面向世界的“以文化为核心，以科技为依托”的文化科技产业规模化、多元化、国际化的发展新路。**

如今，华强的主题公园项目不仅在国内多个城市建成运营，还将眼光置于伊朗、乌克兰以及其他新兴市场，不断开发海外业务。另外，华强的原创动漫作品累计**出口 15 万分钟**，覆盖了**100 多个国家和地区**，在全球范围内颇具影响力。华强的脚印将继续遍布世界各地。

## 2、三要素为文娱之树创造茁壮成长环境

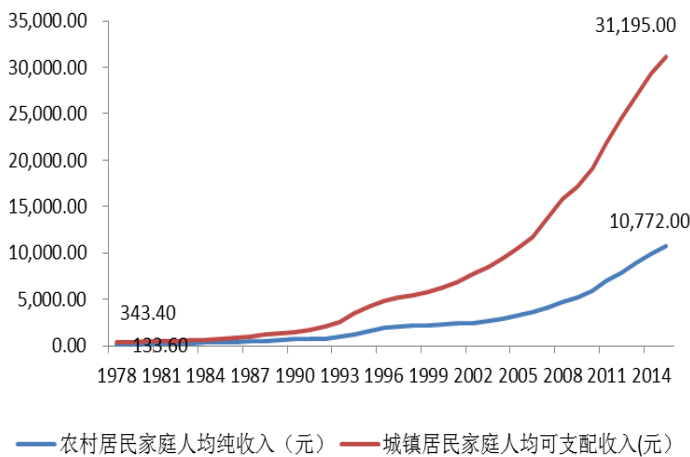
文娱产业是世界公认的朝阳产业，21 世纪以来，我国文娱产业在政府主导和扶持下发展势头迅猛，正逐渐成长为国民经济的支柱型产业。

### 2.1、沃土滋养——倚靠消费结构升级与高科技背景，文娱产业发展迅猛

随着人均收入和精神生活水平的提高，消费结构逐步从物质型转到服务型。

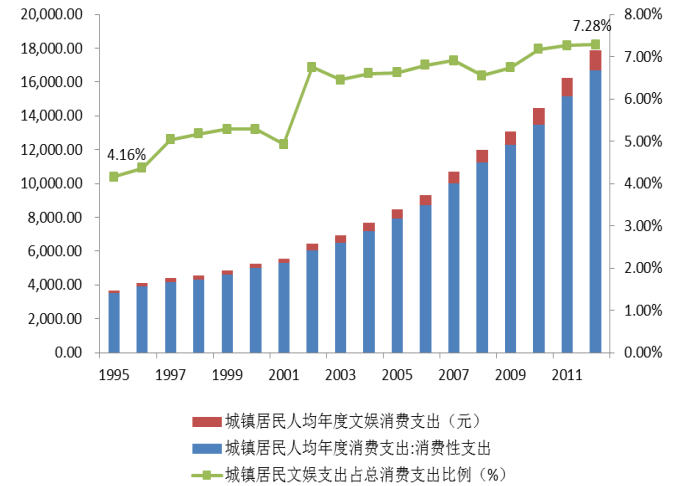
其中，文娱消费支出占我国居民消费比重逐渐增加，城镇居民文娱支出比例从二十世纪末的 **4.16%** 增长至 **7.28%**，人均支出金额也翻了 **10 倍**。在满足了基本的“吃穿住行”物质需求后，剩下的非物质需求大多需要依附在文娱产品上得以实现。因此，从文化娱乐产业角度衍生出来的产品服务具有广阔的需求前景。从产业总规模来看，数据显示，文化娱乐产业 2015 年总体规模将达到 4500 亿元，在 2020 年更有望达到一万亿元。在万亿级市场规模的驱动下，文娱产业将进入快速发展期，迎来黄金时代。

图 4、我国居民家庭人均收入



数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 5、我国居民消费性支出与文娱（除教育）支出情况



数据来源：Wind、兴业证券研究所

另外，全球科学技术的飞速发展给我们的生活带来一次又一次的惊喜。文化与高科技的结合形成的共栖、融合和衍生的互动关系，使其对经济发展的推动达到前所未有的力度。如今，无论是影视动漫或是其他文化产品，都加入了不少高科技元素，这也是为了满足消费者越来越精益求精的需求。据统计，2015 年票房前十作品，有 **7 部** 是利用了 3D 技术放映，票房占比超过七成。同时，从 2015 年影院票房来看，单片轻松破亿已是常态，也侧面反映出了我国居民越来越注重精神层面的需求，这也给文化产业迅猛发展创造条件。

表 2、2015 年全国票房 TOP10

排序	影片名称	类别	票房 (亿元)	观影人次 (万)
1	捉妖记	3D	24.39	6560
2	速度与激情 7	3D	24.27	6244
3	港囧	2D	16.13	4909
4	复仇者联盟 2: 奥创纪元	3D	14.64	3659
5	夏洛特烦恼	2D	14.41	4475
6	侏罗纪时间	3D	14.21	3710
7	寻龙诀	3D	13.69	3764
8	煎饼侠	2D	11.60	3550
9	澳门风云 2	3D	9.74	2484
10	西游记之大圣归来	3D	9.56	2758

资料来源：互联网、兴业证券研究所

## 2.2、雨露恩泽——政策利好不断，产业红利将持续释放

近年来，文化产业在国民经济中的地位不断提升，2009 年上升为国家战略性新兴产业，据此国务院、文化部、财政部、工信部和发改委等部门推出了一系列推进文化产业发展的相关政策。

**表 3、扶持性产业政策**

序号	政策法规名称	发布日期	主要内容
1	文化部关于加快文化产业发展的指导意见（文产发[2009]36号） 《文化产业振兴规划》（国发〔2009〕30号）	2009.9	1、明确演艺业、动漫业、文化娱乐业、文化旅游业、文化产品数字制作与相关服务等文化产业的十大发展方向和发展重点； 2、重点发展文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫等产业； 3、加快建设具有自主知识产权、科技含量高、富有中国文化特色的主题公园。
2	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》（银发[2010]94号）	2010.3	强调金融支持文化产业发展的意义，要求从信贷产品、授信服务、直接融资、保险市场以及配套机制等全方位加强和改进对文化产业的金融服务。
3	国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要（中办发〔2011〕40号）	2011.12	1、加快发展文化产业。构建现代文化产业体系；规划建设各具特色的文化创业创意园区，支持中小文化企业发展； 2、推进文化科技创新； 3、推动条件成熟的文化企业上市融资，鼓励已上市公司通过并购重组做大做强，完善支持文化产品和服务走出去政策措施，进一步扶持文化出口重点企业和重点项目。
4	文化部“十二五”时期文化产业倍增计划（文产发〔2012〕7号）	2012.2	1、以培育文化企业、扩大文化消费、推进文化科技创新、发展特色文化产业为重点； 2、提出演艺、动漫、文化旅游、创意设计等十一个重点发展行业。
5	《国家文化科技创新工程纲要》（国科发高〔2012〕759号）	2012.6	1、加强文化创意设计与展示自主核心技术和装备研发，形成整体技术集成解决方案； 2、研发文化主题公园关键技术及装备，形成系统集成解决方案，提升主题公园创意设计自主创新能力和文化旅游应用服务效果。
6	《坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进为全面建成小康社会而奋斗》	2012.11	增强文化整体实力和竞争力。推动文化事业全面繁荣、文化产业快速发展。加强重大公共文化工程和文化项目建设。促进文化和科技融合，发展新型文化业态，提高文化产业规模化、集约化、专业化水平。
7	国务院常务会议	2014.1	部署推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展。
8	《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》（国发〔2014〕10号）	2014.2	坚持正确的文化产品创作生产方向，着力提升文化产业各门类创意和设计水平及文化内涵，加快构建结构合理、门类齐全、科技含量高、富有创意、竞争力强的现代文化产业体系，推动文化产业快速发展。
9	《关于深入推进文化金融合作的意见》文产发[2014]14号	2014.3	深入推进文化与金融合作，推动文化产业成为国民经济支柱性产业。
10	《文化部关于贯彻落实〈国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见〉的实施意见》	2014.3	在国发（2014）10号文基础上，《实施意见》着眼于创意设计业、动漫游戏业、演艺娱乐。
11	国务院办公厅《进一步支持文化企业发展的两个规定》（国办发[2014]15号）	2014.4	中央、地方财政应安排专项资金支持文化企业发展；落实和完善有利于文化内容创意生产、非物质文化遗产项目经营的税收优惠政策；对国家重点鼓励的文化产品出口实行增值税零税率。鼓励文化企业上市，多渠道融资。
12	国务院颁布《进一步支持文化企业发展的规定》	2014.4	中央财政和地方财政应安排文化产业发展专项资金，采取贴息、补助、奖励等方式，支持文化企业发展；落实和完善有利于文化内容创意生产、非物质文化遗产项目经营的税收优惠政策；对国家重点鼓励的文化产品出口实行增值税零税率；鼓励文化企业进入中小企业板、创业板、“新三板”融资。
13	文化部、财政部关于推动特色文化产业发展的指导意见（文产发	2014.8	重点鼓励各地发展工艺品、演艺娱乐、文化旅游、特色节庆、特色展览等特色文化产业领域，发展区域性特色文化产业带，建设特色文化产业

〔2014〕28号)

14 《关于加快发展服务贸易的若干意见》(国发〔2015〕8号)

2015.2

示范区, 培育特色文化品牌, 促进特色文化产品交易, 明确财税金融扶持、强化人才支撑、建立重点项目库、支持拓展境外市场、建立完善交流合作机制等保障机制。

产业支撑, 创新发展; 大力促进文化创意、数字出版、动漫游戏等新型文化服务出口, 提升中华文化软实力和影响力; 培育具有丝绸之路特色的国际精品旅游线路和产品, 推进承载中华文化的特色服务贸易发展。

数据来源: 公开资料, 兴业证券研究所

### 2.3、园丁精培——正外部效应显著，地方政府鼎力支持

建立文化产业示范区, 社会效益远超过项目本身。以香港迪士尼为例, 香港特区政府与迪士尼公司联合成立香港主题公园公司, 其中迪士尼向香港主题公园公司注资 24.5 亿港元, 持有该公司 43% 的股权; 香港特区政府对其注资 32.5 亿港元, 持有 57% 的股权。期间, 香港特区政府主要获取改善就业、增加旅游收入、巩固香港旅游城市地位等当地社会效益。

类似的, 华强方特在芜湖投资建设的文化科技主题公园已显示了良好的周边经济带动效应, 郑州市中牟产业园区、安阳公园、宁波公园、大同公园等地政府供应的文化科技产业基地项目用地位置相对较偏, 周边基础设施薄弱, 当地政府希望主题公园开园后, 能够完善城市功能定位、提升城市影响力、提升周边商业圈价值、加快基础设施建设、促进文化科技产业提升、满足周边群众文化科技需求等。文化科技主题公园开园后, 当地政府可以获得税收、就业、旅游配套服务收入、经济增长、宣传当地文化等多方面间接利益。

由于文化项目具有极强的正外部性, 地方政府对项目通常给予大力支持, 享受税收减免与补贴, 尤其对于二三线城市来说, 带来的效益往往更大。

## 3、对标迪斯尼，创研产销一体化模式

### 3.1、以创研为根基一体化运作流程，团队实力雄厚

公司打造以“创研”为根基的创研产销一体的运营模式, 坚持以文化为核心, 科技为依托的产业发展核心理念, 形成了公司的独特优势, 极大地提高了公司在市场上的知名度和竞争力。

公司储备了一大批高精尖人才。截至 2015 年 6 月末, 公司参与研发人员合计 1037 名, 占员工总数的比例为 9.41%, 其中核心技术人员 15 名。此外公司还有技术支持人员 2053 人, 占员工总数比例为 18.63%。创新是公司赖以生存和发展的基石, 经过多年的探索, 公司设立了立体式的研发组织架构, 本部设有文化科技研究院、创意设计院和动漫创作中心, 负责相关基础技术和应用技术的研究开发, 下面再根据各业务板块设有专门的研究机构。

#### 图 6、公司设立的研究机构



资料来源：公司公开转让说明书、兴业证券研究所

创意研发是公司综合运用各项文化内容产品的重要能力体现。公司凭借丰富的特种电影、影视动漫、主题演艺等相关文化内容产品、大量的专有技术和自有知识产权，形成了独特的竞争优势。同时，随着公司自主创意设计和开发的文化科技主题公园建成开业和成功运营，公司在主题公园和主题项目的创意设计方面积累了丰富的经验，扩大了品牌影响力，报告期内，不断吸引深圳华强方特科技集团股份有限公司需求方委托公司提供文化科技主题公园及相关主题项目的创意设计服务，公司据此获得相应的创意设计收入。

### 3.2、四维度增强竞争力，构筑强大护城河

#### 维度一：创新机制激发源源“创意”

持续创新已经成为公司快速发展的源动力。为使公司能够保持市场竞争力，实现可持续发展，公司已经形成了一套行之有效的创新机制。

①“组织架构融合”创新机制。创意策划和技术研发机构的设置和分工为公司“文化+科技”经营理念提供了组织架构方面的保证。两方面的长期协作和良好互动，已经成为公司持续创新的根基与保障。②“人才融合”创新机制。依据公司独特的经营模式，公司人才构成中既有创意、策划、美术、音乐、电影等艺术方面人才，也有自动控制、机械制造、计算机等科学技术人才，还有两方面兼有的复合型人才。这些专业化人才的长期协作沟通，可以使更多的艺术人才熟悉科技，使更多的科技人才了解艺术，搭建了艺术创意与技术创新有效结合的专业人才队伍，为公司持续创新提供了人才保障。③创新激励机制。公司设立了“华强影视动画年度大奖”，每年设定固定基金，开展特种电影突出贡献、三维创作突出贡献、视觉特效突出贡献、舞台表演突出贡献等十多类奖项评选，鼓励员工的创作和创新热情。④持续的“学习、消化、吸收、创新”机制。公司设有专门的技术信息搜集追踪部门，及时跟踪国际业界热点，紧贴国际先进技术水平，获取最新实用资讯，剖析国外的先进技术。公司定期组织召开创意大会、技术研讨会、专题灵感会等创新主题会议，通过头脑风暴法促进各种创新性想法的产生。此外，华强方特还从各民族文化（特别是中华传统文化）获取创意灵感。

## 维度二：多年资金投入，“研发”实力不断提升

公司多年来注重研发技术的投入，并在充分了解国内外行业信息和技术的的前提下，进行有针对性的研究开发，吸收国外的先进理念和技术，加以创新和提高，形成自己独具特色的专利技术和文化产品。公司成立了文化科技研究院、创意设计院、工程设计院等专业研发设计部门和子公司，在持续研发投入和技术创新基础上，自主研发了公司主营产品所需的各项核心技术，如高清晰度图像播放技术、多通道图像同步播放器、视频无缝拼接技术、立体电影制作技术、三维游戏引擎、图像识别技术、图像曲面矫正模型、动感仿真技术、悬浮成像技术、数字影像实时合成、可调试齿轮齿条传动装置、跟踪视场及二次渲染制作立体电影的方法等。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司及其子公司拥有 250 件国内外注册商标，185 项国内外专利，204 件作品著作权，123 项软件产品登记和软件著作权。这些自主知识产权使公司的产品和服务具有独特性、创新性等竞争优势，在市场竞争中具有较强的议价能力，获取相对较高的利润空间。公司的所有核心技术均是公司通过原始创新、集成创新和引进消化吸收再创新所得，具有自主知识产权。目前公司生产和提供的文化产品与服务、投资建设的主题公园均使用公司自主的核心技术和知识产权。

## 维度三：网络化业务布局形成“产品”间协同效应

公司的主营业务涵盖创意设计、特种电影、动漫产品、主题演艺、影视出品、文化科技主题公园等多个专业板块，形成了网络化的业务布局。其中，创意设计、特种电影、动漫产品、主题演艺、影视出品等业务板块位于文化科技主题公园产业链的上游，这些业务领域既相互独立，可直接面向市场，又互相支撑，彼此共享创意和技术，实现了优势互补。文化科技主题公园则是创意设计、特种电影、动漫、主题演艺等各项独立业务的综合应用，成为重要的展示窗口。在这个网络化业务体系中，各业务板块互为上下游，互相依靠和支持，实现了资源共享。一个业务领域的输出往往是另外一个业务领域的输入。例如特种电影就是构成文化科技主题公园的主要项目，动漫作品的动漫形象和动画故事以及公司投拍的影视作品也是文化科技主题公园项目创意的重要来源。文化科技主题公园成为公司了解终端客户需求的重要平台，通过对市场需求的收集和分析，促使特种电影、动漫、主题演艺等文化产品作出新的创意设计或改进，以适应市场需求的快速变化，有效提升了公司的抗风险能力。

## 维度四：品牌影响力保障销售渠道畅通

公司目前已在全国多地自主投资建设文化科技主题公园，着力在国内打造“方特欢乐世界”和“方特梦幻王国”等品牌的文化科技主题公园，形成了一定的品牌优势和规模优势。品牌价值提升与信誉积累是一个长期的过程，率先进入中国主题公园行业并取得行业领先优势的企业不但能够吸引一流的人才加入创意策划、技术研发和制作团队，还能在获得政府资金支持等方面拥有更多的优势，从而对新进入的企业形成明显的竞争压力。

另外，公司创意设计、特种电影、动漫产品、主题演艺、影视出品等业务板块位于文化科技主题公园产业链的上游。目前，公司的特种电影、主题演艺等产

品大多为主题公园定制设计，主题公园的供需关系决定了附着在上面的衍生产品供需。因此，主题公园的品牌影响力能够带来更多客流，畅通全产品销售渠道。

方特主题公园不仅通过本身创意赢得了为数众多的忠实顾客，同时也积极开发新的客源，与当地政府和旅行社合作，走团散结合路线，树立品牌形象。

公司从“创意、研发、生产、销售”四个维度打造全产业链的经营模式，使公司能够根据不同市场的需要创意设计适应市场需求的文化产品和服务，并且通过自身的研发生产能力将创意设计最终付诸实现。

通过提高每一个维度的竞争力，形成了集人才壁垒、技术壁垒、服务壁垒、品牌壁垒于一身的全产业、多方位的进入壁垒。

### 3.3、对标迪斯尼，高效执行全产业链开发战略

公司是国内较少和迪士尼、环球影城一样业务领域既覆盖影视动漫等内容产业、文化衍生品产业，又包括主题公园的创意设计、研发生产和建设与最终运营的全产业链模式企业，使公司获得更强的市场竞争优势和议价能力。

公司这种全产业链开发战略，使各项业务的协调作用充分发挥，促使其在各自领域均取得了不菲成果。

**表 4、公司文化产品及服务**

核心产业	业内地位	代表项目
创意设计	华强方特科技集团产业的领头羊，主导着整个产业的发展	华强方特科技产业基地、美丽中国文化产业示范园、文化科技主题公园、大型主题项目等
主题公园	国内唯一一个从主题公园创意设计、研究开发、内容制作、施工建设、到市场运营全产业链运营的企业。	“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”两个主题公园品牌，已成功在芜湖、泰安、青岛等地投入运营 16 个主题公园，并输出到伊朗、乌克兰等国家；提出打造“美丽中国文化产业示范园”的发展设想。
动漫产品	动漫作品相继在全国 200 多家国内电视频道播出，多次央视夺冠；连续多届名列“中国动漫指数”榜单之首；作品覆盖到美国、俄罗斯、意大利等 100 多个国家和地区，进入 Nickelodeon、Disney 等全球知名主流媒体，斩获国内外多个大奖。	三维动画：《恐龙危机》、《熊出没》，以及《熊出没之...》系列；动画电影：《熊出没之夺宝熊兵》、《熊出没之雪林熊风》；二维动画：《海螺湾》、《猴王传》、《小鸡不好惹》、《熊猫走天涯》等。
特种电影	国内规模最大、种类最多、设备最齐全、产量最高、技术最全面的特种电影专业公司。	悬挂式球幕：《飞跃极限》等；动感球幕：《星际航班》等；全景球幕：《西游传说》等；环幕 4D：《深海探险》、《UFO》等；
影视出品	自有的影视拍摄基地、高科技技术和设备、影视特技团队等优势；	..... 《百万巨鳄》、《未来警察》、《形影不离》等，其中《百万巨鳄》是中国首次运用 CG 技术打造的全数字角色，独特精湛的特效设计赶超国际水平，荣获第十五届上海国际电影节“中国新片电影频道传媒大奖最佳导演奖”。
主题演艺	拥有多层次、多块状升降舞台和空间立体升降系统，先进的舞台布景。	《丛林股市》、《猴王》、《孟姜女》等；
文化衍生品	整合自身拥有的多领域知识产权。	图书、音像制品、服装、摆件等。

数据来源：公司公开资料，兴业证券研究所

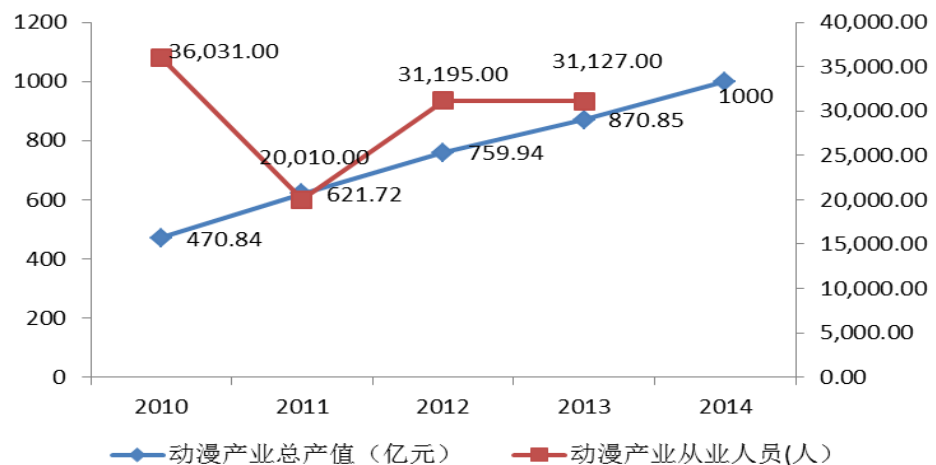
## 4、果实一：动漫产品

### 4.1、国产动漫需求旺盛，前景大好

#### ● 政策扶持、产业规模逐年扩大。

我国动漫产业由于起步晚，管理体系、机制较为落后，呈现出市场分散、企业规模偏小的市场格局，尚无法体现动漫产业的规模经济效益。近年来随着国家对动漫产业的扶持以及大量民间资本的投入，我国动漫产业出现了迅猛发展的良好势头。自 2004 年以来，我国出台了一系列鼓励与扶持中国原创动漫产业发展的政策，从减税、免税、低税率征税和下发专项资金等财税扶持，到晚间黄金时段限制非国产动画播出等保护性措施，特别是 2006 年国务院办公厅转发财政部等 10 部门《关于推动中国动漫产业发展的若干意见》、2009 年国务院常务会议审议通过《文化产业振兴规划》、2014 年国务院办公厅《进一步支持文化企业发展的规定》等政策的出台，使中国动漫产业进入了发展快车道，我国动漫产值从“十五”期末到“十一五”期末年均增长率超 30%，2014 年我国动漫产业总产值超过 1000 亿元，专业从业人员超过 3 万人。

图 7、我国动漫产业规模



资料来源：Wind、互联网、兴业证券研究所

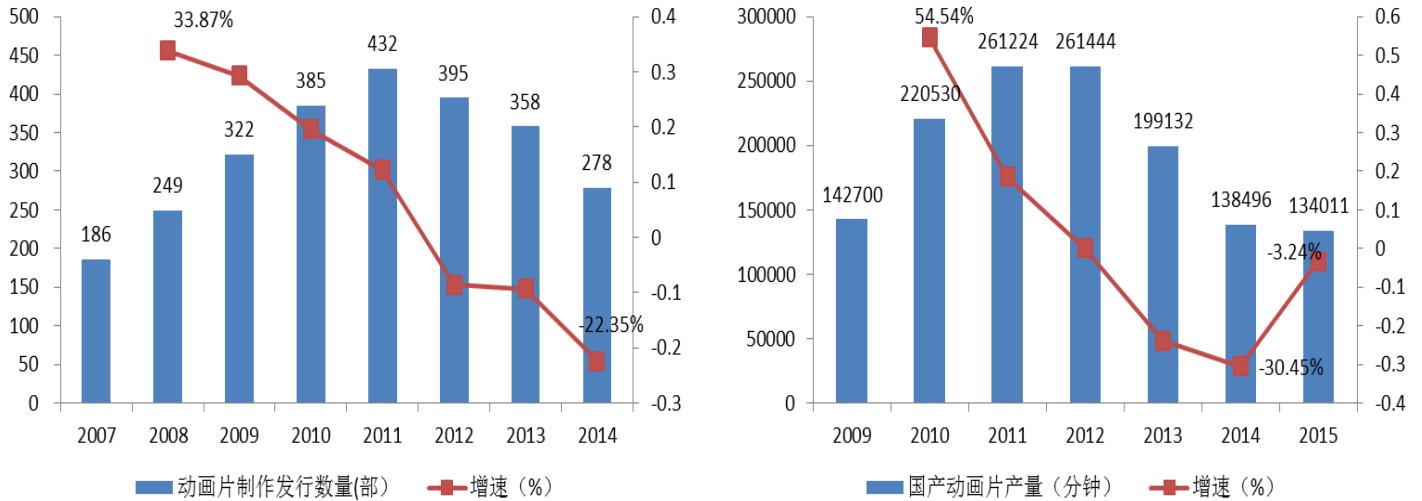
#### ● 影视动画供不应求，“二胎政策”使产业长期收益

影视动画是动漫产业的龙头和主体。2012 年之前中国动漫产业市场供给保持高速增长，影视动画制作主体不断增加。动画片发行量也在 2011 年达到最高点 432 部，2011、2012 年国产动画片产量均超过 26 万分钟。随后中国动画产业由原来的追求产量向提高质量，打造精品转变，动画片发行量开始陆续降低。

图 8、我国动漫片制作发行量 (部)

图 9、国产动画片产量 (分钟)





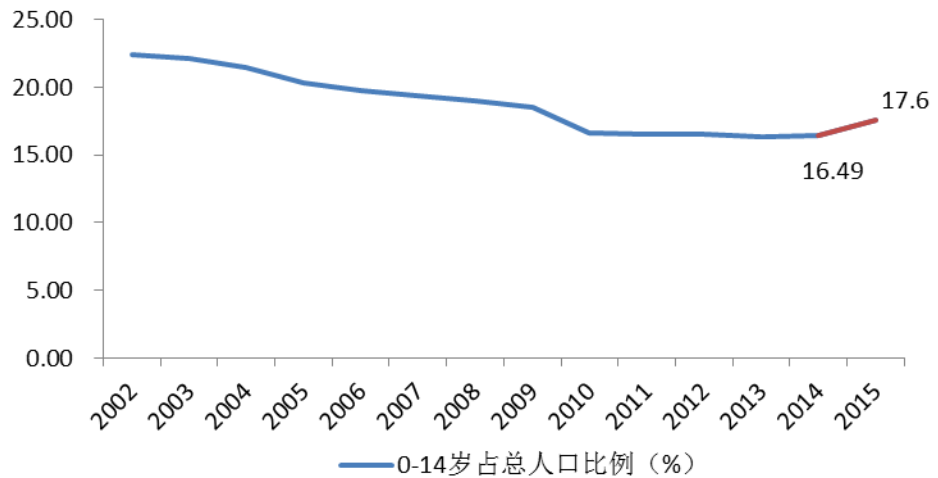
数据来源：Wind、兴业证券研究所

数据来源：互联网、兴业证券研究所

在播出环节，在国家政策支持下，中国国产影视动画播放体系已初步形成，目前国内有 2,000 多家省、市、县级电视台，其中动画专业频道有 5 个、少儿频道有 34 个、少儿栏目和动画栏目各 200 多个，对动画片的年需求达到 28 万分钟以上。然而，国产动画片产量自 2012 年后出现了滑坡，近几年维持在 13 万分钟左右，国产原创动画片存在**供不应求**的现象。对于优秀的原创动画片，为提高收视率，很多电视台愿意重复播出，从而使得优秀的国产原创动画片存在很大需求缺口。如以国家广电总局推荐播出的电视动画片作为优秀动画的标准，2014 年有 52 部被推荐播出，占同期产量的 18.71%。

值得一提的是，2015 年 10 月，中国共产党第十八届中央委员会第五次全体会议公报指出：坚持计划生育基本国策，积极开展应对人口老龄化行动，实施全面二孩政策。这标志着二胎政策全面放开，未来数年 4-14 岁的电视观众群体比重会继续提高，供求缺口会继续扩大。

图 10、少幼儿人口所占比例



资料来源：Wind、兴业证券研究所

#### 4.2、“泛娱乐”趋势下，优质 IP 成为突破口

##### ● “动画+X”的生态体系核心在打造动画明星

随着 2014 年产业融合和互联网经济持续深入，包括文学（小说）、动画、漫画、游戏、电影、电视剧在内的文化形态加速跨界融通，形成了“泛娱乐”的生态体系，“动画+X”的成功案例很多，如基于《秦时明月》、《熊出没》、《喜羊羊》、《铠甲勇士》、《大头儿子》、《开心宝贝》、《猪猪侠》、《巴啦啦小魔仙》等动画 IP 不仅推出了电视动画片、电影，在手机游戏市场上也大行其道。由此可见，“动画创意设计+相关产业+互联网+用户”的商业模式将动画企业和商业服务业与互联网紧密结合在一起，创造出不菲的“粉丝经济”和品牌溢价，而积累粉丝的关键还是在于打造优秀的动画明星。

##### ● 打造动漫明星，优质 IP 成突破口

前段时间，影院《疯狂动物城》狂澜十多亿票房，是迪士尼继《冰雪奇缘》、《功夫熊猫》系列等动画电影在内地又一口碑票房齐飞的经典之作。再看国产动画电影，虽然数量逐年增加，但是真正具有竞争力的票房过亿元的作品不多，至今为止，继《喜羊羊与灰太狼》之后只有华强方特出品的《熊出没》系列电影和《十万个冷笑话》、《大圣归来》票房过亿。

迪士尼电影之所以能席卷全球的成功关键就是强调每部作品的质量，倾力塑造每一个动漫形象。正是基于这一点，美国动漫产业中才能诞生出众多动画明星，这些明星的“赚钱”能力绝不亚于那些真人大牌明星，附着在它们上面的产品成为动漫衍生产品中的重要收入来源。

优质 IP 仍是决定成败的关键。

##### ● 国产动漫规模虽逐年扩大，但实力企业仍欠缺。

2012 年，当年出品动画片并取得《国产电视动画片发行许可证》的动画制作

机构约有 214 家，此外国内还有很多动画制作公司仅是承担动画外包的业务，为日、韩、美等国家和地区的动画片做加工，缺乏动画原创能力。根据国家广电总局公布的数据，在电视动画制作领域，2012 年我国前 10 名原创电视动画片生产企业如下：

**表 5、2012 年全国原创电视动画生产企业 TOP10**

序列	公司名称	部数	分钟数	市场占有率 (%)
1	东莞水木动画衍生品	5	13740	6.16
2	福建神画时代数码动画	15	10942	4.91
3	<b>深圳华强数字动漫</b>	<b>10</b>	<b>7534</b>	<b>3.38</b>
4	宁波水木动画设计	9	7286	3.27
5	无锡亿唐动画设计	9	7185	3.22
6	浙江中南集团卡通影视	11	6136	2.75
7	苏州卡酷影视动画科技	6	5550	2.49
8	安徽同人文化传播	9	5164	2.32
9	广州奥飞文化传播	7	4860	2.18
10	大连卡秀数字科技	2	3920	1.76

资料来源：WIND、兴业证券研究所

全球的动漫产业发展模式代表有日本的产业集群式和美国的寡头式。由于我国动漫产业发展起步晚，管理体系较为落后且动漫从业人才匮乏，较难形成像日本的产业集群，中国未来动漫产业的发展出路应效仿美国，走增加原创、增强独立性、集约化、产学研一体化模式的道路。

#### **4.3、华强方特优质 IP 与制作水准兼备，实力尽显**

2010 年-2012 年，华强数字动漫连续三年动漫产量位居全国前三甲。公司先后创作了如《生肖传奇之十二生肖快乐街》、《生肖传奇之十二生肖总动员》、《小鸡不好惹》、《小虫虫有大智慧》、《熊出没》等优秀动画作品，其中并在包括央视少儿在内的 200 多家国内电视台播出，取得了良好收视率；还辐射延展至奇艺网、PPTV 等一线新媒体平台热播，长期占居中国动漫点击排名前列。尤其是公司推出的三维动作喜剧动画片《熊出没》系列动画片已成为全国知名动画品牌。基于该动画推出的动画电影《熊出没之夺宝熊兵》在 2014 年 1 月上映，票房达到 **2.5 亿元**，成为国产动画首部破 2 亿的动画电影，2015 年 1 月上映的《熊出没之雪岭雄风》票房收入达到 **2.95 亿**，刷新了国产动画电影的最高票房纪录。公司在自产 IP 的同时积极收购优质 IP，和好莱坞一流的动漫创作者合作，推出一些新产品以保证源源不断的作品问世。今年 4 月公司马上会出小熊时代，熊大熊二的儿童时代，做成几百集连续剧，进军幼儿市场。

在制作技术方面，公司在动漫领域拥有的技术在国内处于领先地位，已经建成了先进的全无纸化三维动画片生产线，并使用自主研发的三维动画制作工艺流程进行动画生产制作，极大提高了动画制作的生产效率，保证了动画质量。

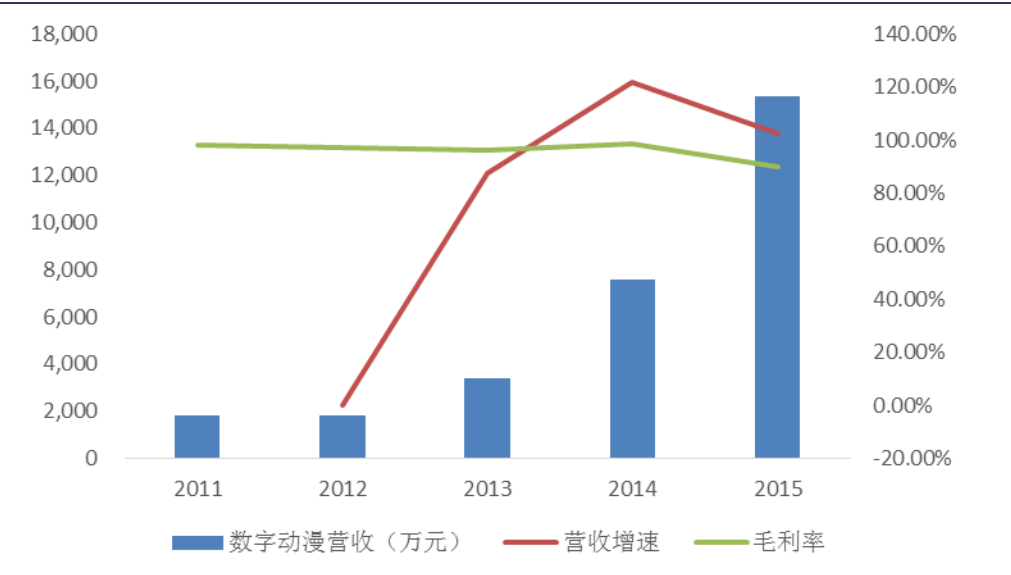
华强方特不断拓展国际市场，积极参加国际大型专业展会，增强国际知名度。同时专门组建了国际发行、配音等团队以适应国际化的需要。

截至目前，公司的动漫产品持续出口，累计出口片长超过 **20 万分钟**，覆盖美国、意大利、克罗地亚、新加坡等 **100** 多个国家和地区，进入了迪士尼、

Nickelodeon 等国际主流媒体频道。华强方特动漫作品多次荣获国内外大奖，累计奖项 **40 余项**，并有两部作品入选广电总局向全国电视播出机构推荐的 52 部优秀国产动画片。

从公司公布的 2015 年年报来看，在数字动漫业务上收入同比增长 **48.57%** 至 5021 万元，前景仍可期待。

图 11、公司数字动漫业务收入情况



资料来源：Wind、兴业证券研究所

表 6、主要获奖情况

序号	获奖作品	荣誉	颁奖单位
1	熊出没	第十二届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖	中共中央宣传部
2	熊出没	2011 年度优秀国产动画片一等奖	国家广电总局
3	熊出没	2013 年重点动漫产品	文化部
4	熊出没	“2013 中外玩具大奖”最具成长性动漫形象奖	中外玩具制造杂志
5	熊出没	2012 第三届中国十大最佳卡通形象奖 (“熊大、熊二”形象)	中国动画学会
6	熊出没	2014 中国动漫授权业十大中国品牌	中国动漫授权业大奖评审办公室
7	熊出没夺宝熊兵	第十三届精神文明建设“五个一工程”优秀作品奖	中共中央宣传部
8	熊出没夺宝熊兵	中国文化艺术政府奖第二届动漫奖最佳动画电影奖	文化部
9	熊出没夺宝熊兵	第十届中国国际动漫节“金猴奖”动画电影金奖	中国国际动漫节执委会
10	熊出没夺宝熊兵	入围法国昂西国际动画电影节“昂西水晶最佳动画长片奖”	The Annecy International Animation Film Festival 组委会
11	熊出没之雪岭熊风	第 11 届中国国际动漫节“金猴奖”动画电影金奖	中国国际动漫节执委会
12	笨熊笨事	2011 年法国戛纳电视节青少年节目展“儿童评审团”Kids' Jury 大奖	法国戛纳电视节
13	小虫虫有大智慧	AniFest2011 年捷克“国际动画电影节”提名奖	捷克“国际动画电影节”组委会
14	生肖传奇之十二生肖总动员	2010 年意大利“海湾卡通节”的 Pulcinella Awards 提名奖	意大利海湾卡通节动画展组委会
...			

数据来源：公司公开资料，兴业证券研究所

## 5、果实二：主题公园

主题公园是一种以游乐为目标的模拟景观的呈现，它的最大特点就是赋予游

乐形式以某种主题，围绕一个或几个主题创造一系列有特别的环境和气氛的项目吸引游客。园内所有的建筑色彩、造型、植被、游乐项目等都为主题服务，共同构成游客容易辨认的特质和游园的线索。

### 5.1、我国主题公园市场蕴藏广阔蓝海

#### ● 旅游环境的不断完善，为主题公园提供坚实的基础

主题公园行业发展对配套的交通设施、服务质量、环境保护、安全卫生、市民素质、生态环境等旅游环境因素依赖较大。根据 Wind 资讯数据显示，2014 年，我国国内旅游人数达 **40 亿人次**，全年旅游总收入达 **3.42 万亿元**。中国旅游研究院公布《中国出境旅游发展年度报告(2013-2014)》，该报告称，中国 2014 年出境旅游人数为 **1.17 亿人次**，从绝对数量而言，中国出境旅游市场已超德国与美国，成为世界第一大出境旅游市场。我国旅游业竞争力地位不断提升，旅游环境不断改善，都为主题公园行业发展提供了坚实基础。

图 12、我国旅游收入和旅游人数

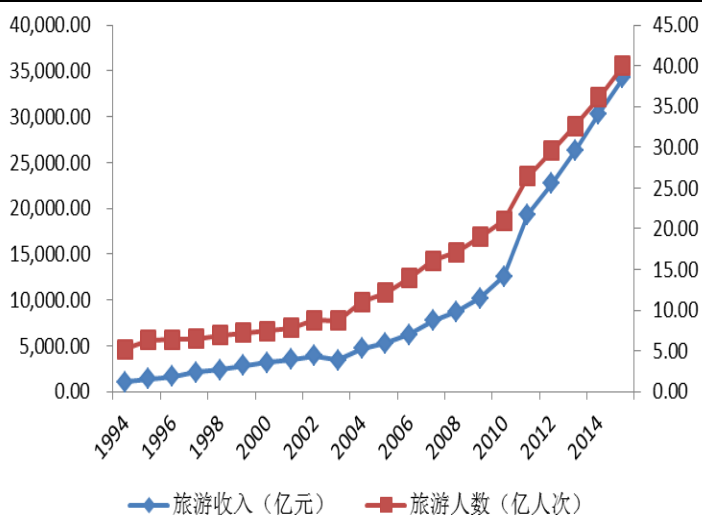
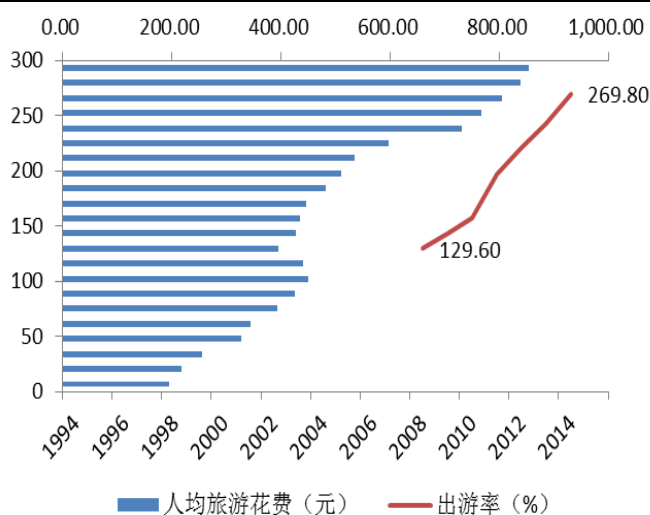


图 13、国内居民出游率和人均旅游花费



数据来源：Wind、兴业证券研究所

数据来源：Wind、兴业证券研究所

#### ● 居民消费能力提升和消费观念转变，需求端发力

随着我国经济快速发展，居民可支配收入的持续增长，游客的消费观念也随之转变和升级，个性化旅游将成为主流。主题公园因为鲜明的主题概念、独特的观光和游乐环境，使游客的体验、互动和参与感增强，从而能够充分满足游客的个性化旅游需求。根据《2010 年-2015 年主题公园行业发展前景分析及投资风险预测报告》，2000 年，北美地区游客人均消费 30 美元，欧洲地区游客人均消费 21.78 美元，亚洲地区游客人均消费 23.49 美元，而我国主题公园游客人均消费一般在 3.5 美元至 12.3 美元之间，不到欧美发达国家的一半。因此，主题公园消费需求仍有较大上升空间。

另外，随着短期假日增多以及人均收入的提升，游客消费倾向从过去简单的食物、门票、住宿、交通等基本消费向休闲娱乐、文化演艺等开销转变，旅游业

态也从过去简单观光向一日游、自由行等旅游业态转变，消费方式的变化也正好契合了主题乐园这种提供多元化短途休闲旅游业态的模式，进一步促进行业集聚。

图 14、我国黄金周一日游待客数



资料来源：Wind、兴业证券研究所

#### ● 各个城市展示区域文化的需要

中国土地面积广阔，人口众多，加之历史悠久，各个地区在发展过程中都形成了特有的区域文化，包括历史故事、人物或传说等。在中国经济高速发展的今天，各地都大力发展文化产业，发展旅游业，因此各地对能展现本地区特色文化，体现本地区风情的文化科技主题公园需求上升，从而为文化科技类主题公园的发展提供了广阔的发展空间。

#### ● 主题公园领域设外商进入屏障，供给端受呵护

目前国内大型主题公园运营的参与者主要是本土企业。根据《外商投资产业指导目录(2011年修订)》，大型主题公园的建设和运营被列入我国限制外商投资产业目录。截至目前，迪士尼已取得了国务院批准将于上海兴建主题公园，预计于2016年开业；环球影城也将于北京通州兴建主题公园，预计于2019年开业。主题公园作为旅游业的重要组成部分，在我国旅游业持续发展、旅游消费持续升级及游客对主题公园的偏好不断增强的情况下，我国主题公园市场不断扩大，并造就了一批本土主题公园品牌和公司，形成了华侨城集团、长隆集团、海昌集团、宋城演艺、华强方特等多家主题公园运营公司并存发展的局面。

### 5.2、国内主题公园历经四代沉浮，与科技结合正当时

上世纪80年代的大观园、西游记宫是我国主题公园的雏形，主要特征是利用影视拍摄场景二次开发形成，再现了传统的文化和故事情节。我国的主题公园相对于美国起步晚，但从上个世纪80年代至今也共经历了三波热潮，而现已更新至第四代。

图 15、我国主题公园发展历程



资料来源：兴业证券研究所整理

第四代基于“主题公园+科技”模式，实现高科技与传统行业的结合，一方面帮助科技产品价值实现，另一方面传统主题公园受限于纯艺术创新的速度，而与高科技结合可以补该短板。一般我们认为，科技创新快于艺术创新。

### 5.3、VR 技术风靡全球，与主题公园结合，二者互利共生

#### ● VR 需要主题公园作为其线下体验业务变现出口

2016 年被认定为 VR 元年，硬件渗透率将稳步攀升，在硬件普及之前线下体验将是 VR 商业模式中重要的变现出口。VR 线下体验模式能够加速 VR 硬件的落地从而教育市场，另一方面能够帮助 CP 实现快速变现，推动整个 VR 行业的发展。线下体验作为 VR 产业推广的主流商业模式，其中主题公园作为线下体验的重要场所。

#### ● 国内主题公园需要 VR 技术增强其竞争力

中国虽然目前拥有 3000 多个主题公园，但大多数开设项目雷同，规模受限，高端主题公园较少，吸引力不足，总体呈现 7 亏 2 平 1 盈利的状况。根据 AECOM 资料显示，2013 年全球主题公园集团中，中国首次有 3 家主题公园集团进入接待游客量 TOP10，迪斯尼集团、默林娱乐集团、环球影城娱乐集团仍稳居前三。相比发达国家，国内主题公园发展空间广阔，VR 切入正当时。

#### ● “主题公园+VR”模式有进入门槛

由于 VR 技术成本高，小型的游乐设施由于接待能力限制导致项目亏损，只有形成足够大的规模后，边际成本几乎为零，通过提高客流量迅速提升毛利率迅速，才有可能实现盈利。因此，国内一般的小型主题公园想要通过 VR 技术谋求

利润增长是有一定风险的，目前满足这一门槛要求的大型主题公园屈指可数。

**表 7、2013 年全球主题公园集团 TOP10**

序列	公司名称	国家	接待游客量 (万人)	同比增速
1	迪士尼公园	美国	13255	4.8%
2	默林娱乐集团	英国	5980	10.7%
3	环球影城	美国	3636	5.3%
4	华侨城中国	中国	2632	12.7%
5	六旗集团	美国	2610	1.4%
6	团圆娱乐	西班牙	2602	-4.1%
7	雪松会娱乐	美国	2352	0.9%
8	海洋世界公园	美国	2340	-4.1%
9	<b>华强方特</b>	<b>中国</b>	<b>1312</b>	<b>42.7%</b>
10	海昌集团	中国	1010	7.4%

资料来源：AECOM、兴业证券研究所

#### 5.4、华强“文化+科技”思路先发制人，品牌影响力必进一步提振

##### ● “文化+科技”思路成为第四代主题公园典范

华强方特作为国内文化科技主题公园的代表，“文化+科技”是公司一贯的经营理念，同时也是公司最大的竞争优势。公司自 2007 年第一家文化科技主题公园——芜湖方特欢乐世界开业以来，市场影响力迅速提升，目前已打造出科幻类主题公园“方特欢乐世界”、中国文化类主题公园“方特梦幻王国”和“非物质文化遗产主题公园”等相关品牌，并相继在沈阳、青岛、郑州、芜湖、株洲、天津、厦门等地实施布局。

##### ● 先发制人，打造世界最大 VR 主题公园

20 年前，华强方特已开始跟踪研究 VR 等技术及其应用；10 年前，华强方特大量采用 VR 等技术开发特种电影项目；目前，华强方特已将 VR 等技术广泛应用于“方特东方神画”、“方特欢乐世界”、“方特梦幻王国”等方特系列主题公园，通过大量运用特种电影、飞行模拟器、智能座椅和轨道车及虚拟现实空间等高科技手段和设备，创造了一系列让游客产生极致感官体验的主题项目，将游客“穿透虚拟，带入现实”。其中《千古蝶恋》、《女娲补天》、《哪吒闹海》、《飞越极限》、《魔法城堡》、《聊斋》等代表性项目更是赢得了诸多消费者的交口称赞。

从 VR“带给体验者身临其境的感受”的本质上来看，可以毫不夸张地说，世界上最大、最多、最有文化的 VR 主题公园就在中国，华强方特就是 VR 主题公园的创意者、建设者、运营者和拥有者，方特系列主题公园就是世界上最大、最多的 VR 体验地。接下去，公司还会成立 VR 研究所专攻该领域。

##### ● 占据先发优势迅速扩张

外来企业若想涉足科技模式的主题公园则需冲破技术壁垒、资金壁垒、人才储备壁垒、品牌壁垒四大屏障。前两者相对来说容易些，而人才储备壁垒和品牌壁垒是时间积淀产生的。文化和科技结合的主题公园对专业人才的要求极高，不仅需要各种专业技术人才，还需要既懂艺术又懂技术的复合型人才，更需要具有市场推广能力、国际发展眼光和管理经验的高端管理人才。高端人才的稀缺性使得新进入的企业很难吸引各类合适的专业人才并使其有效地协同工作。另外，主题公园的品牌很大程度上体现着服务和管理水平，品牌对游客有更强的吸引力，



在业务扩张时更容易获得当地政府的支持，获得市场的认可。

公司由于率先进入高科技模式的主题公园领域赢得了一定的先发优势，促使公司可以迅速拓展业务，提振其品牌影响力。自 2007 年 10 月公司第一座大型主题公园——芜湖方特欢乐世界开业以来，吸引了大量游客，“方特”品牌的影响力迅速提升。公司藉此进行全国区域的产业布局，先后在芜湖、汕头、泰安、沈阳、青岛、株洲、郑州、厦门、天津、嘉峪关、济南、宁波等热门旅游城市投资建设主题公园，截至目前，公司旗下开业的“方特”系列主题公园已达到 16 家。另外，株洲方特梦幻王国、厦门非物质文化遗产博览园、宁波方特东方神话、大同文化科技主题公园预计在 2016 年建成。预计 2016 年，公司运营的文化科技主题公园将达到 20 个。

图 16、华强方特全国布局



资料来源：公司网站、兴业证券研究所

### ● 积极与电影、综艺等合作，进一步提振品牌影响力

为了进一步提高知名度，挖掘潜在客户，公司积极冠名电影电视节目。2016 年，方特旅游度假区将作为国内一档热播综艺《奔跑吧兄弟 4》的指定主题乐园携手 7 位跑男成员。另一方面，公司冠名的电影《最好的我们》也将于 4 月上映，方特旅游度假区作为影片拍摄地点贯穿始终。这些必将进一步提升主题公园品牌影响力，吸引新一批游客。

## 5.5、依托“方特”品牌号召力向轻资产模式转型

### ● 什么是轻资产？

投资建设方特主题公园，部分或全部资金别人出，华强负责选址、设计、建造、招商和管理，使用华强方特的品牌和华强先进的研发团队以及领先的技术。主题公园所产生的收益华强与投资方按一定比例分成。这是一种全新模式，现已有 13 个项目采取合作投资，伊朗和大同的 2 个项目完全采取授权投资，预计 2016

年开业的 10 个项目中，有八成是采用这种新投资方式。华强方特将从以往自主投资的重资产时代向合作、授权的轻资产时代迈进。

**表 8、华强方特各项目建设方式**

公司名称	开业时间	建设方式
芜湖方特欢乐世界	2007.10.18	自主投资
芜湖方特梦幻王国	2010.12.08	自主投资
沈阳方特欢乐世界	2011.10.01	自主投资
青岛方特梦幻王国	2011.07.28	自主投资
株洲方特欢乐世界	2011.09.12	自主投资
郑州方特欢乐世界	2012.06.28	自主投资
厦门方特梦幻王国	2013.04.28	自主投资
天津方特欢乐世界	2014.07.06	自主投资
株洲方特梦幻王国（暂定名）	预计 2016 年开业	自主投资
郑州方特梦幻王国	2015.07.09	自主投资
厦门方特东方神话（暂定名）	预计 2016 年开业	自主投资
重庆方特科幻公园	2006.04.30	合作投资
汕头方特欢乐世界+蓝水星	2010.01.28	合作投资
泰安方特欢乐世界	2015.05.01	合作投资
济南方特东方神话	2015.04.29	合作投资
嘉峪关方特欢乐世界	2015.04.28	合作投资
芜湖方特东方神话	2015.08.18	合作投资
宁波方特东方神话	预计 2016 年开业	合作投资
南宁东盟文化博览园（暂定名）	预计 2016 年开业	合作投资
安阳历史文化园（暂定名）	预计 2016 年开业	合作投资
洛阳华夏历史文明传承主题园（暂定名）	预计 2016 年开业	合作投资
长沙华夏历史文明传承主题园（暂定名）	预计 2016 年开业	合作投资
郑州中华复兴之路文化科技园（暂定名）	预计 2016 年开业	合作投资
邯郸中国成语文化主题园（暂定名）	预计 2016 年开业	合作投资
伊朗方特欢乐世界	2014.08	授权投资
大同文化科技主题公园（暂定名）	预计 2016 年开业	授权投资

资料来源：公司公开资料、兴业证券研究所

### ● 为何转型轻资产？

①**杠杆效应**。利用尽量少的资源，撬动尽量多的项目。采取合作投资、联合投资等轻资产模式可以降低公司开发项目的成本，迅速扩张新项目。2015 年，公司建成开业 4 个，新开工 4 个，在建 10 个，新签约 5 个。今年将建成开业 4 个，预计新开工 4-5 个，新签约 4-5 个。预计到 2018 年，主题乐园总数超过 30 个，接待人次超过 4500 万。

②**提高资产回报率**。通过轻资产模式推动新项目扩张，公司知识产权、管理方式等也会作价，这样公司资产回报率会提升，同时降低折旧。

③**时代选择**。轻资产模式正契合了中国经济发展以依靠内需及消费为主的新发展模式，有利于企业迅速扩大规模，提高市场占有率。

④**分担风险**。传统的重资产模式，公司要经历从开发、建设、市场、推广、运营等漫长的成长过程，还有面对现金流紧张的困境，每一个项目都得独自承担巨大的风险。如今的轻资产模式，公司不仅可以通过这种方式以少量资金撬动更

大规模的项目，还可以实现风险共担。通过股份分散，输出技术、管理的方式，能够有效地控制风险，保障稳定发展。

⑤**更专注提高核心优势**。通过多年自主投资的建设方式，华强方特已经形成了较强的品牌号召力，积累了大批忠实顾客，仅利用自身资金建设已不能满足业务扩展的需求。公司可以依托“方特”这一品牌采取合作投资、联合投资、授权投资等方式拓宽业务量，而将更多的资金投入创造、研发等核心竞争力上，继续提高品牌的附加价值。

## 5.6、迪士尼来了，福兮祸兮

上海迪士尼乐园将于 2016 年 6 月 16 日正式开门迎客，将成为全球第六座迪士尼乐园。我们认为，迪士尼虽是华强方特的对标企业，但带来的却是利好。

### ● 二者之间非替代关系

不同主题公园各具特色，有独特性，对于消费者来说并非替代品。比如方特高科技主题公园是一个集科技、动感、参与、惊险、刺激为一体的高科技主题公园，以现代高科技手段表现人类的过去和未来，是一个全新概念的新型主题公园且更具中国化特色。而迪士尼乐园多是基于迪士尼动漫形象打造的集梦话、想象、创意和探险于一身的体验园。各自特色不同，所面向的群体也不同。

### ● 上海迪士尼将带动周边客流量

上海迪士尼开园后将吸引大批来沪游客，同时带动江浙一带客流量，辐射面广可覆盖公司芜湖、宁波项目。

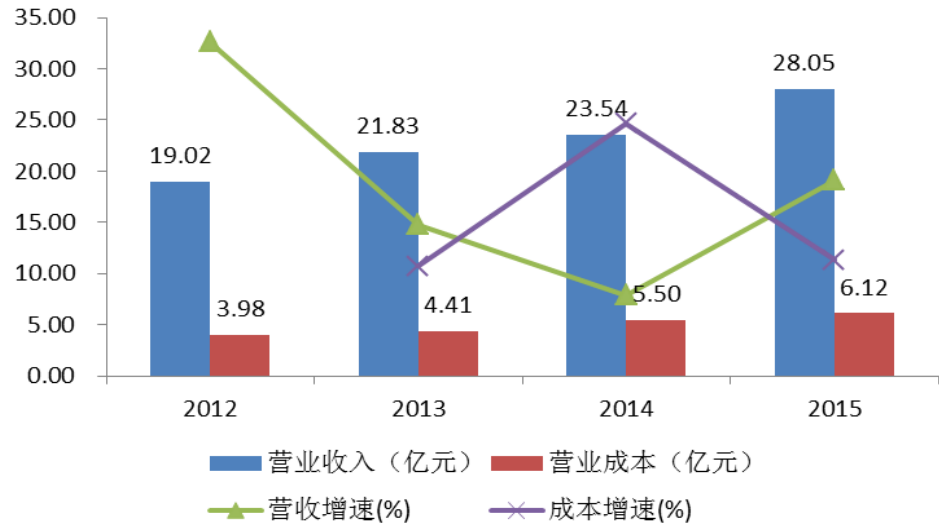
### ● 迪士尼的高票价提升业内定价空间

上海迪士尼平均票价定在 370/499 元，而国内主题公园票价基本定在 200-300 元之间，由于业内资源的流动性，国内其他主题公园有向其看齐的趋势。华强方特的票价为 240/250/280 元，这与 370/499 元之间就有着 200 元左右的价差，反而给予了公司较大的提价空间。

## 6、财务分析

2012-2015 年，公司总体保持良好的发展势头，业绩实现快速增长。2015 年实现营业收入 28.05 亿元，同比增长 19.14%，主要原因系新增济南、嘉峪关等公园项目投入运营导致主题公园运营收入增加，同时，创意设计和数字动漫业务也有较大幅度的增长；2015 年营业成本 6.12 亿元，同比增长 11.36%，主要原因系新增济南、嘉峪关等公园项目投入运营而导致营业成本增加；归属于母公司股东的净利润 6.54 亿元，同比下降 8.08%，主要原因系财务费用增加及税收优惠减少所致。

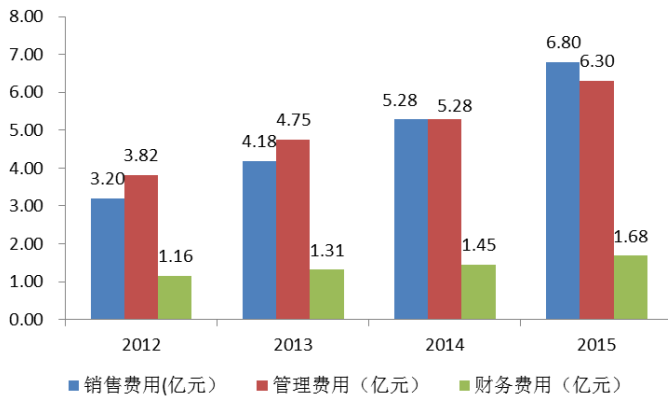
图 17、2012-2015 年公司营业收入情况



资料来源: Wind、兴业证券研究所

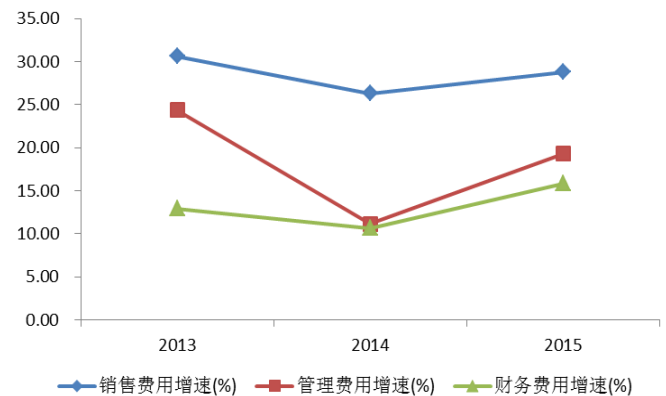
2015 年度公司发生管理费用 6.30 亿元,较上年同期增加 1.02 亿元,增幅为 19.33%。主要原因系因研发能力进一步增强导致研发经费增加及因公司的发展需要员工人数增加对应的管理费用工资增加所致;另外,销售费用 6.80 亿元,较上年同期增加 1.52 亿元,增幅为 28.78%,主要原因系新增济南、嘉峪关等公园项目投入运营导致对应的销售费用增加。2015 年度公司发生财务费用 1.68 亿元,较上年同期增加 2300 万元,增幅为 15.27%,主要原因系因文产基地建设资金需求增加导致财务费用增加。

图 18、2012-2015 年公司的三费



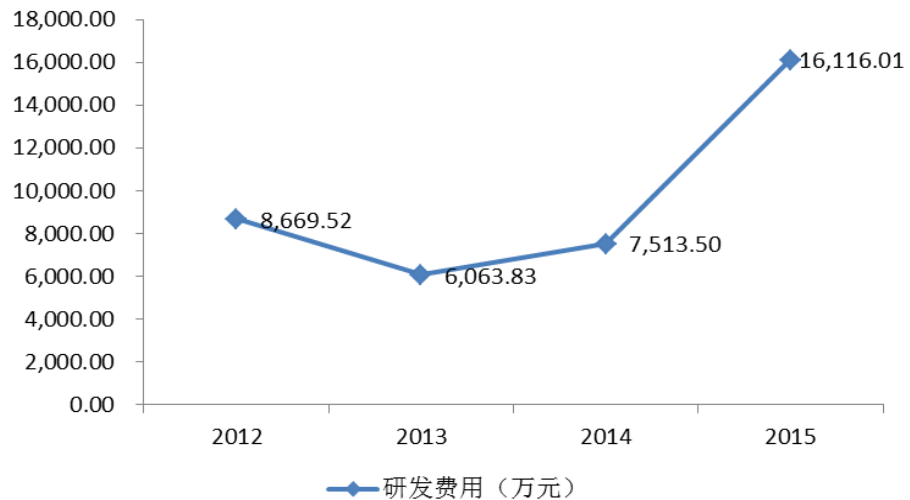
数据来源: Wind、兴业证券研究所

图 19、公司的三费增速



数据来源: Wind、兴业证券研究所

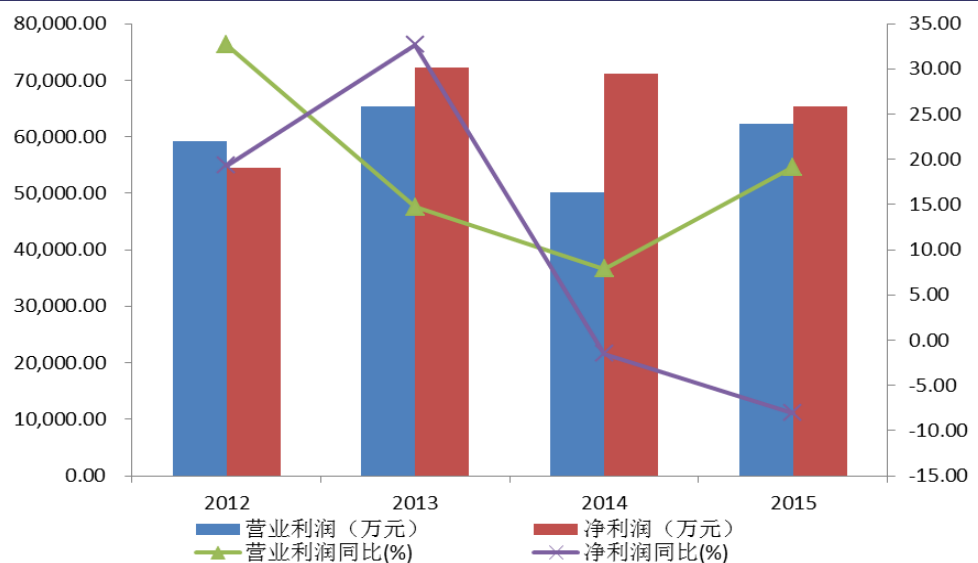
图 20、2012-2015 年公司研发投入



资料来源: Wind、兴业证券研究所

2015 年度公司实现营业利润 6.23 亿元,较上年同期增加 121,887,465.08 元,增幅为 24.33%,主要原因系主题公园运营、创意设计 & 数字动漫收入增加所致。2015 年公司净利润 6.63 元,较上年同期减少 5945.19 万元,减幅为 8.22%,主要原因系财务费用增加及税收优惠减少所致。

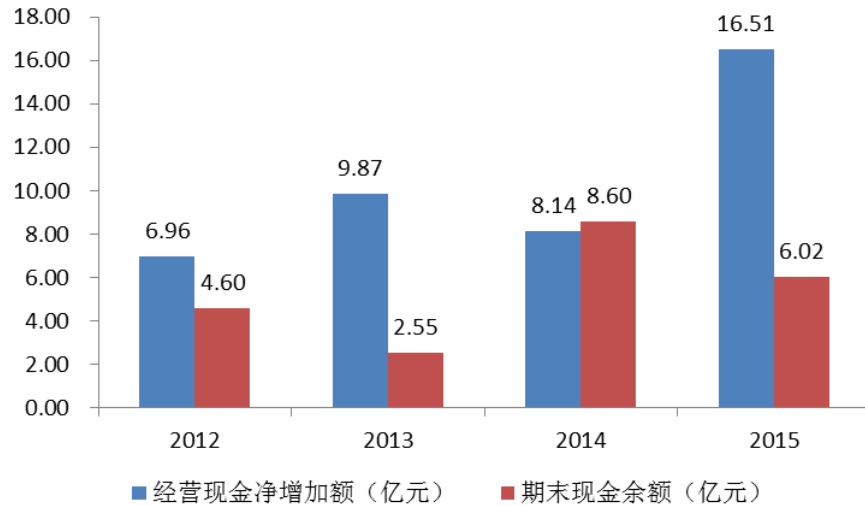
图 21、2012-2015 年公司营业利润和净利润



资料来源: Wind、兴业证券研究所

2015 年度经营活动产生的现金流量净额为 16.51 元,较上年同期增长 102.75%,主要原因系因营业收入及预收账款增加导致销售商品接受劳务收到的现金增加所致。

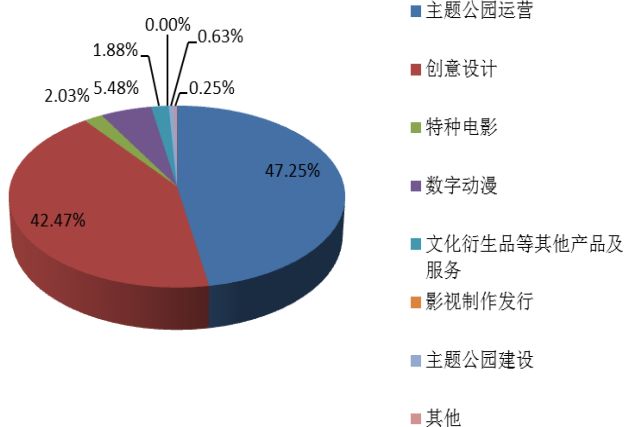
图 22、2012-2015 年公司现金情况



资料来源: Wind、兴业证券研究所

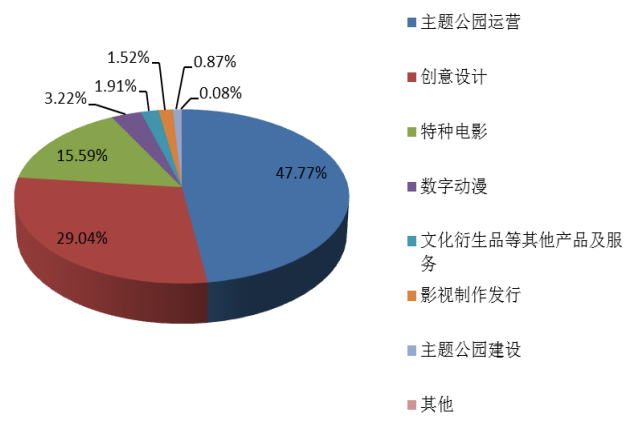
公司主营业务主要体现为文化科技主题公园和文化内容产品及服务两个板块。目前发展阶段,文化科技主题公园收入(包括创意设计、主题公园建设与运营)是公司主要收入来源,2015年度,该收入占营业收入的90.36%,文化科技主题公园收入规模逐年增长,随着公司主题公园合作方式和授权方式的增多及公司动漫业务的发展,文化内容产品及服务中特种电影收入(主要系特种电影设备销售及安装)、文化衍生品收入及数字动漫收入等亦将逐年增长。另外,值得一提的是2015年度公司实现数字动漫收入1.54亿元,较上年同期增加5020.6万元,增幅为48.57%。主要系《熊出没》品牌影响力日益扩大,市场效益逐步显现,版权收入及大电影等收入均有较大幅度的增长。

图 23、2014 年公司主营构成



数据来源: Wind、兴业证券研究所

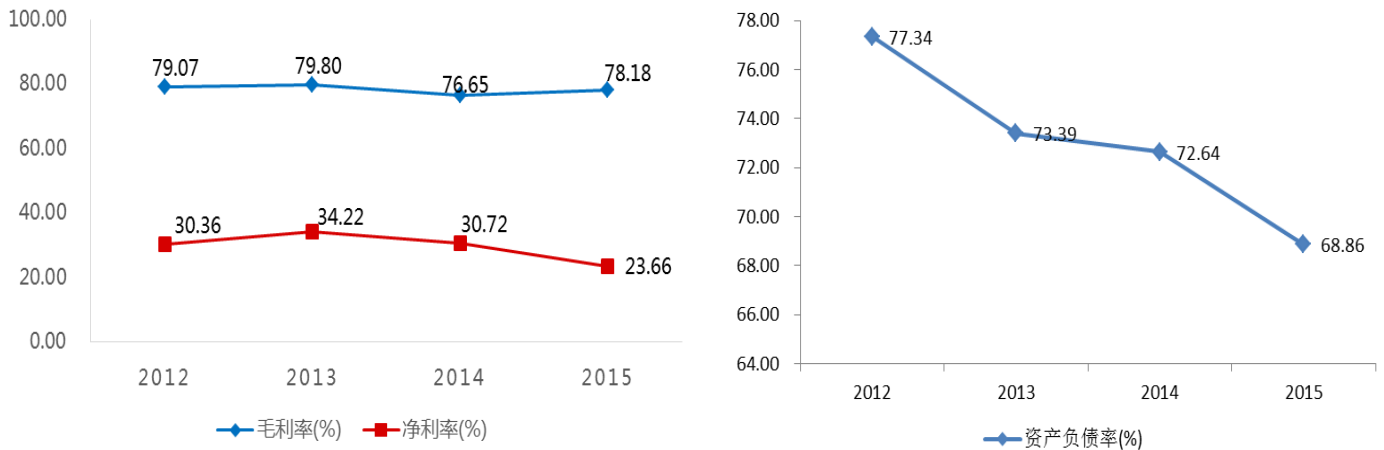
图 24、2015 年公司主营构成



数据来源: 公司年报、兴业证券研究所

图 25、2012-2015 年公司毛利率和净利率

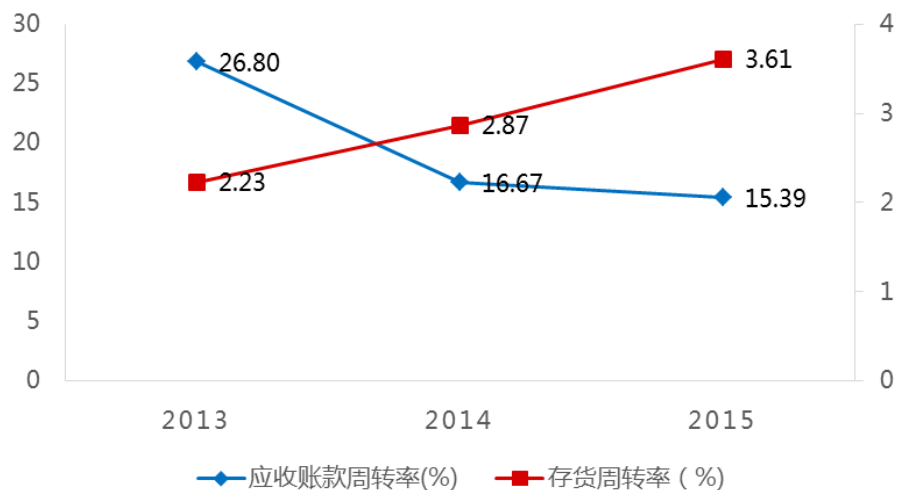
图 26、2012-2015 年公司资产负债率



数据来源：Wind、兴业证券研究所

数据来源：Wind、兴业证券研究所

图 27、2013-2015 年公司营运状况



资料来源：Wind、兴业证券研究所

## 7、盈利预测与估值

### ● 公司成长性分析

公司主营业务构成为两大业务板块，分别是文化科技主题公园和文化内容产品及服务，前者又包括三个子版块，分别是：主题公园运营、创意设计、主题公园建设，后者又包括四个子版块，分别是：数字动漫、特种电影、影视制作发行和文化衍生品等其他产品及服务。

#### (1) 文化科技主题公园

**主题公园运营：**主题公园运营业务是公司最主要的收入来源，自 2007 年 10 月公司第一座大型主题公园开业以来，在内容开发和营销等多方面的努力下，公司主题公园游客数量迅速增长。未来成长主要来自于品牌影响力逐渐增强后，接待游客数量的进一步增长，此外，也需要注意到，迪斯尼进入中国后，其较高的票价水平，可能为方特主题公园带来一定的提价空间，因此主题公园运营业务仍将保持稳定的成长。

**创意设计：**该业务主要为公司主题公园的整体设计、地方政府文化产业基地区域规划等设计项目提供专业的服务，未来会随着公司主题公园数量的增多以及能够提供创意设计服务的领域增多（比如科技馆、创意园区等），保持较高的发展增速。

**主题公园建设：**公司目前正逐渐改变主题公园的投资建设方式，逐步向轻资产品牌运营方向发展，该业务未来成长有限，不会发生大的变化。

## （2）内容产品及服务

**数字动漫：**公司数字动漫业务建立了包括前期创意设计、中期生产开发、后期市场发行的动漫产业链，已形成规模化生产能力，同时公司拥有“熊出没”等一些列动漫 IP，有着良好的收视率和市场知名度，未来将受益于动漫影视产业的高速发展，保持较高的发展增速。

**特种电影：**公司已掌握特种影片制作、特种电影银幕、特种电影设备和特种电影环境设计等核心技术，并开发出了十大类特种电影，不仅可以应用到公司旗下的方特主题公园中，同时也可以以项目形式对外销售。由于特种电影设备生产周期较长，因此 2015 年该业务收入同比大幅下滑，考虑到公司未来方特主题乐园的建设计划，并结合公司在建工程项目中特种设备 2015 年末的账面余额，我们认为 2016 年该业务有望大幅回升。

**影视制作发行：**公司在该业务上主要采取制片或者投资和制片混合方式，参与院线电影投资，由公司下属子公司方特影业作为制片人或者电脑特效承包商直接参与影片的制作。目前来看该业务一方面可以帮助“熊出没”大电影做宣发，另一方面更多的是帮助公司获取更多优质内容资源，用来丰富主题公园的创意内容，因此未来发展会相对比较稳定。

**文化衍生品等其他产品及服务：**公司通过整合特种电影、动漫产品、主题演艺、文化科技主题公园等领域所拥有的故事、形象等知识产权，广泛开展文化衍生品的创意、设计与规模化生产。随着方特主题乐园品牌效应的提升，以及熊出没等动漫 IP 形象的深入人心，公司的文化衍生品销售将保持良好的增长，在主题乐园业务布局接近完成后，有望成为公司新的业务重点。

- 公司盈利预测关键假设，如下表所示

表 9、公司盈利预测假设

年份		2015	2016E	2017E	2018E
<b>文化科技主题公园</b>					
主题公园运营	主营业务收入（万元）	132,536.78	151,200.00	170,100.00	189,000.00
	同比增长率 %	17.85%	14.08%	12.50%	11.11%
	毛利率 %	62.69%	62.00%	61.50%	61.00%
创意设计	主营业务收入（万元）	119,132.08	148,915.10	178,698.12	205,502.84
	同比增长率 %	74.23%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率 %	94.40%	94.00%	93.50%	93.00%
主题公园建设	主营业务收入（万元）	1,777.49	1,866.36	1,959.68	2,057.67
	同比增长率 %	-12.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 %	73.76%	73.00%	72.50%	72.00%



## 文化内容产品及服务

	主营业务收入(万元)	15,358.69	23038.04	33405.15	46767.21
数字动漫	同比增长率%	102.45%	50.00%	45.00%	40.00%
	毛利率%	89.73%	89.00%	88.50%	88.00%
	主营业务收入(万元)	5,697.43	30000.00	30000.00	30000.00
特种电影	同比增长率%	-84.48%	426.55%	0.00%	0.00%
	毛利率%	86.85%	86.00%	85.00%	84.00%
影视制作发行	主营业务收入(万元)	0.00	4000.00	5000.00	6000.00
	同比增长率%	-100.00%	-	25.00%	20.00%
	毛利率%	-	60.00%	60.00%	60.00%
文化衍生品等其他产品及服务	主营业务收入(万元)	5,280.78	6336.94	7604.32	9125.19
	同比增长率%	17.44%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率%	57.78%	57.00%	56.50%	56.00%
	营业费用/主营业务收入%	24.23%	23.63%	23.83%	23.76%
	管理费用/主营业务收入%	22.45%	23.00%	23.50%	23.75%
	财务费用/主营业务收入%	5.99%	6.02%	5.45%	5.22%
	实际税率%	23.90%	20.05%	20.44%	20.89%

数据来源：兴业证券研究所整理

## ● 盈利预测的结果，形式如下

表 10、公司盈利预测结果

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2805	3654	4268	4885
增长率%	19.1%	30.3%	16.8%	14.5%
营业利润(百万元)	623	851	992	1135
增长率%	24.3%	36.6%	16.6%	14.4%
净利润(百万元)	654	877	1001	1124
增长率%	-8.1%	34.2%	14.2%	12.3%
最新摊薄每股收益(元)	0.74	0.99	1.13	1.27
每股净资产(元)	4.92	7.20	8.33	9.60
动态市盈率(倍)	25.7	19.2	16.8	15.0
市净率(倍)	3.9	2.6	2.3	2.0

数据来源：兴业证券研究所整理

## ● 估值对比

表 11、估值对比表

公司代码	公司简称	市值(亿元)	营业收入(亿元)	每股收益(元)	每股净资产	每股经营性现金流	毛利率(%)	净利率(%)	净资产收益率	PE_LYR	PB_LF	PS
834793.OC	华强方特	168.19	28.05	1.63	10.89	4.13	78.18	23.66	15.01	25.72	3.10	6.00
000069.SZ	华侨城 A	522.70	322.36	0.64	4.64	-0.23	53.19	16.27	12.18	11.26	2.13	1.62
300144.SZ	宋城演艺	349.79	16.95	0.45	3.86	0.63	65.65	38.09	11.25	55.47	7.44	20.64
600593.SH	大连圣亚	28.37	3.05	0.47	4.20	1.28	54.78	15.22	11.13	66.00	11.30	9.29
833745.OC	恐龙园	4.26	4.79	0.38	3.75	1.09	44.61	13.52	10.24	6.71	0.75	0.89
002292.SZ	奥飞娱乐	386.66	25.89	0.39	2.40	-0.08	53.38	18.57	16.14	79.07	22.49	14.93
601999.SH	出版传媒	47.43	15.38	0.15	3.38	0.10	20.74	5.22	4.30	59.15	3.80	3.08
600825.SH	新华传媒	78.68	15.73	0.06	2.45	0.24	31.34	3.19	2.26	136.14	4.91	5.00

DIS.N	华特迪士尼	10656.18	3337.46	31.49	177.02	43.37	45.94	16.87	18.73	20.72	3.90	3.31
2255.HK	海昌海洋公园	55.32	14.58	0.06	0.96	0.17	55.51	17.14	6.23	28.60	1.51	3.56

资料来源: wind, 兴业证券研究所

注: 财务数据取自 2015 年年报, 股价取自 16 年 5 月 30 日收盘价

### ● 投资建议

我们看好公司未来的发展, 一方面随着精神娱乐需求的增长、方特主题乐园品牌影响力的提升、方特主题乐园数量的增加, 公司主题乐园能够接待的数量将能够稳定增长, 给公司带来稳定且增长的门票收入和其他运营相关的收入, 另一方面动漫产业的发展, 除了为主题公园产业提供强有力的内容支持、发挥协同效应外, 以熊出没为代表的强大动漫 IP 也能够为公司带来版权和票房收入, 存在爆发式增长的可能, 而目前占比较小的动漫衍生品更有着极大的发展潜力, 预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.99、1.13 和 1.27 元, 对应目前股价的 PE 分别为 19.2、16.8 和 15.0 倍, 相比市场中的其他主题乐园和动漫公司, 公司的估值相较发展潜力被低估, 首次覆盖给予“买入”评级, 建议投资者积极关注。

## 8、风险提示

- (1) 市场竞争加剧;
- (2) 动漫内容变现的不确定性;
- (3) 主题公园新项目推进放缓;
- (4) 税收政策变化。

## 附录：迪士尼总体案例分析

### 1、案例分析主要结论

- 以“文化”为链头，业务不断向下游延伸是迪士尼的业务模式。
- 学会利用“轮次效应”和“乘数效应”增强公司盈利能力。
- 掌握核心技术，不断进行项目、经营模式等创新是立于不败之地所在。
- 树立优秀的企业文化才能不在业务扩张中迷失。
- 分析客户心理，挖掘客户增量，巩固存量客户。
- 因地制宜、入乡随俗是海外扩张成败关键。

### 2、迪士尼概述

1923 年由华特 迪士尼与兄长洛伊 O 迪士尼创立迪士尼公司（the waltdisney company,NYSE:DIS）。它是美国一家娱乐媒体公司，也是全世界最大的传媒企业。目前，迪士尼现已创造出集传媒网络，实体主题公园及度假区，电影娱乐为一体的产业链。从 1955 年 7 月开始，美国“迪士尼乐园”正式营业，世界上第一个现代化大型主题公园由此开始走进人们的生活。Walt Disney 的理想是希望人们能在乐园中找到快乐和知识。此后将近六十年的时间，迪士尼公司在全球 6 个地方建起了“迪士尼乐园”及“迪士尼度假区”。

### 3、产业链分析

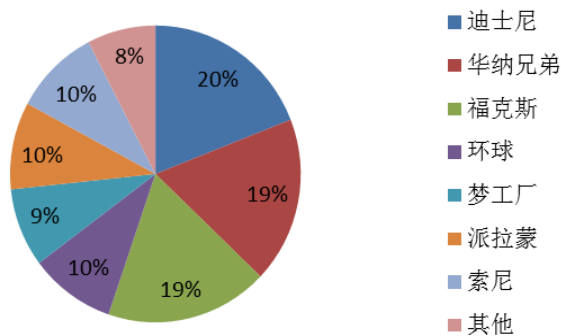
#### （一）影视产业

**影响力大：**影视产业类型繁多，生产各种影片、动画片、电视节目，产量大，每年出产 50 多部故事片，且发行、出售量大、重播率高，刻画过许多全世界知名的动漫人物。福布斯曾公布过一份“全球十大虚拟人物财富榜”，“米老鼠”稳居榜首，之后跟随者“小熊维尼”，“皮卡丘”，“哈利波特”等，共创造超过 230 亿美元的财富。但是这份名单中缺少中国动漫形象。

**取材多元化，本质不变：**迪士尼动漫制作中都充满着美国化色彩，有其自己的文化核心。同时，积极向各国文化取材，并将其迪士尼化。如：1998 年美国迪士尼首次取材于中国题材——花木兰替父从军的故事，改编成动画片《花木兰》，然后又相继推出电影版《花木兰》。“花木兰”这一动漫形象改变了“唧唧复唧唧”的传统中国女性形象，不再重点强调“孝为先”的精神，而是塑造成了一个更像美国人的花木兰。还有电影《功夫熊猫》中处处充满了中国元素，但是实际上“功夫熊猫”这一动漫形象也是被美国化的。

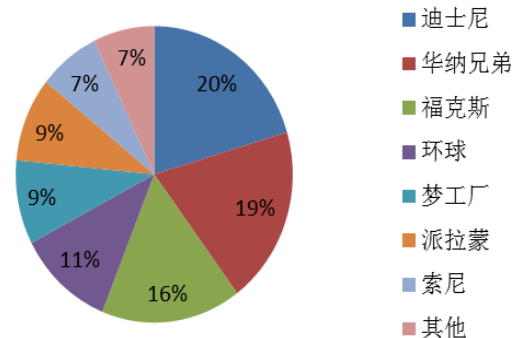
**受众面广：**迪士尼的动漫影视作品的目标受众并不仅仅是孩子，还有成年人。特别是现在的儿童具有成人化趋势，成年人又有儿童化的趋势。迪士尼的动漫影视作品恰好顺应了这两种趋势。

图 28、全球百大电影各制片商占比 (%)



数据来源：互联网、兴业证券研究所

图 29、全球百大电影各制片商票房占比 (%)



数据来源：互联网、兴业证券研究所

## (二) 迪士尼主题公园

迪士尼公园是基于迪士尼动漫影片而发展为旅游、娱乐的游乐园，并带动与乐园相关联的一系列消费服务部门，不断扩展业务，使收入“滚雪球”般膨胀，是公司业务主体。

1955 年 7 月，洛杉矶“迪士尼乐园”正式开始营业，成为全球第一家主题公园。1971 年奥兰多“迪士尼乐园”建成，占地 121km<sup>2</sup>，总共耗资 7.66 亿美元，每年接待游客 1600 万；1983 年东京“迪士尼度假区”建成，占地 2km<sup>2</sup>耗资 1500 亿日元，每年接待游客 1730 万；1992 年巴黎“迪士尼度假区”建成，占地 20km<sup>2</sup>耗资 440 亿美元，每年接待游客 1200 万；2005 年香港“迪士尼乐园”建成，占地 1.26km<sup>2</sup>耗资 141 亿港元，每年接待游客 450 万；据报道，预计 2015 年上海迪士尼开园。营业近 60 年以来。据有关文献统计，该乐园已经总计接待观光客有 10 多亿人，约占全球 1/6 的人口，平均每天的门票收入近百万美元。

“迪士尼乐园”之所以能够一直成为“不会过期”的经典主题乐园，主要是因为坚定的走“文化内涵赋予+高新技术引领”模式，并且采取“文化先行”策略。

## (三) 迪士尼消费品

**特许经营：**特许经营扩大了迪士尼公司盈利销售渠道，如今全球有 4000 多个拥有迪士尼特许经营的商家；

**衍生消费品：**主要是影视电视节目开发制作的音像带，VCD/DVD/CD 产品、旅游产品、玩具、纪念品、书籍等相关产品、影视代表产品及相应的旅游景点的开发。

## (四) 迪士尼的网络媒体

迪士尼网络媒体包括迪士尼—ABC 电视台、迪士尼广播电台、ESPN 公司，目前是迪士尼最大的收入来源。

## (五) 产品间关系——“文化先行”，耦合共生

“文化先行”是指迪士尼“文化主题先行，科技手段展现”的科技与文化融合模式”。迪士尼强大的文化背景是其成功的最重要因素”。在创建第一座迪士尼乐园

之前，沃尔特迪士尼主攻卡通漫画，造就了“米老鼠”、“唐老鸭”、“睡美人”、“忠狗”等经典卡通形象，从而它们成为了主题乐园的主角。当今的迪士尼乐园可以说是迪士尼产业链的微型缩景图。例如迪士尼乐园内的“米奇幻想曲”剧场，游客可以观看“米奇幻想曲”这部电影，对于迪士尼，有着“一切始于一只老鼠”的说法，米老鼠正是迪士尼快乐文化和梦文化的核心代表角色，游客看到熟悉的米奇头，就知道自己已经身处迪士尼乐园了”基于这样的文化背景和内涵，这一独特的娱乐创意应运而生。

除了影视作品与主题公园互为上下游的关系外，迪士尼的网络媒体也成为了其他产品的宣传、销售渠道。

#### （六）以横向为主的混合兼并

为寻求利润多元化，进一步扩大公司规模和影响力，以对抗市场上强大竞争对手，迪士尼公司积极进行收购兼并，主要以横向兼并为主。迪士尼产业整合的大事件历程：1993 年收购 Miramax Films——1996 年收购美国广播公司 ABC——1998 年购买 Infosee 搜索引擎——2001 年收购福克斯家庭全球公司——2006 年收购皮克斯——2009 年收购漫威——2010 年收购 Tapulous……

#### （七）SWOT 分析

**表 12、迪斯尼公司 SWOT 分析**

优势 (S)	1、享誉世界的品牌影响力 2、精良的制作团队与创作团队、优质的服务 3、全产业链经营，协同作用明显，具有较强议价权 4、广阔的市场，市场占有率高，拥有多样化的营销渠道 5、先进的管理理念
劣势 (W)	1、迪士尼文化对 90 后、00 后影响力降低 2、文化本土能力较差 3、投入成本高、风险大
机会 (O)	1、人民生活水平提高，旅游业繁荣 2、上海迪士尼将于 2016 年开园，中国人具有极强消费能力 3、授权经营、合资经营等多种方式有效防范风险，固定利润
威胁 (T)	1、文化行业竞争激烈，后来者势头很猛 2、文化创意具有不稳定性，影响其他业务的拓展 3、迪士尼文化与东道国文化摩擦 4、各国对本土文化保护，扩张受限制

数据来源：兴业证券研究所

## 4、消费者市场和消费行为分析

### （一）目标群体

迪士尼的主题文化之所以是快乐，是因为 Walt Disney 的理想是希望“人们在乐园里找到快乐和知识”。因此，迪士尼乐园的目标群体是所有想要忘记平日烦恼，寻求快乐的人。

另外，迪士尼的动漫影视作品的目标受众也不仅仅是孩子，还有成年人。特别是现在的儿童具有成人化趋势，成年人又有儿童化的趋势。迪士尼的动漫影视作品恰好顺应了这两种趋势。

所以，迪士尼的动漫影视目标受众和主题公园目标受众是相一致的即老少皆宜。另外，由于迪士尼“文化先行”的发展模式，所以，在动漫人物和动漫主题进行实体化公园之前，受众心理上已经广泛接受，所以受众对动漫的感情会转移到实体公园上，主题公园更容易接受。

## （二）消费动机

**忠实客户：**这一部分客户主要源于迪士尼文化的忠实爱好者，他们的消费动机源于对迪士尼文化以及所设计出来的角色的崇拜，而有极高的意愿去游览主题公园和购买一系列衍生品。这类顾客的需求是刚性的。

**追逐品牌：**此类大部分是非美国本土顾客，他们或许自身并未对迪士尼文化有多么高的认可度，但是由于迪士尼品牌的影响力，而愿意因品牌而消费。这种顾客的需求是弹性的，且大部分仅是一次消费。

## 5、盈利模式分析

### （一）“轮次效益”

所谓“轮次收益”包括 4 个环节，第一轮收益体现为影视动画品牌大片的票房保障，第二轮收益是销售品牌大片的公映拷贝，发行品牌大片的光盘录像。以上两轮运作，大体上已经可以保证迪士尼的成本回收。第三轮收益来自品牌价值链延伸中极其重要的增值环节，即利用和依靠品牌大片所塑造的著名影视动画角色形象，为主题公园增添新的内容看点，吸引游客重复前来观赏，并乐于为这种银幕与现实两个世界完美结合的奇妙感受再次付出票房代价。第四轮收益来自经品牌授权特许经营的周边产品销售，比如毛绒玩具、文化衫、纪念章、钥匙链等，以迪士尼形象的不同形式为共同特征。

### （二）“乘数效应”

对于多年积攒的品牌基础，借助动漫领域深厚的文化底蕴，迪士尼公司经营模式凸显出“乘数效应”。即消费者对迪士尼塑造的卡通人物形象及系列产品会逐步形成品牌认同。具体而言，迪士尼公司可从相关的特定产品、形象、商标或服务中重复地获取利润，形成乘数效应。如此一来，从上游源头的动画制作到第二轮次的主题公园创收，乃至最后的品牌产品和连锁经营，迪士尼公司利用了“迪士尼”品牌作为乘数，以此乘以各种经营方式来收获巨大利润。

## 6、主题公园经营状况分析

### （一）五大主题公园现状比较

在五大乐园中，位于美国佛罗里达州奥兰多的迪士尼面积最大，有 12228 公顷，香港迪士尼乐园最小，占地 126 公顷，仅为佛罗里达州的百分之一。美国奥兰多迪士尼公园是其中规模最大的，其次是位于巴黎马恩河谷的迪士尼，面积 1951 公顷；洛杉矶迪士尼为 206 公顷。从项目类别上看，也是美国奥兰多迪士尼居首。

表 13、五大乐园情况

国家	城市	建成时间	占地面积 (公顷)	年均游客人次 (万人次)
美国	洛杉矶	1955 年	206	1300
美国	奥兰多	1971 年	12228	1350
日本	东京	1983 年	201	1650
法国	巴黎	1992 年	1951	1200
中国	香港	2005 年	126	500

资料来源：互联网、兴业证券研究所

迪士尼在美国的两个项目都取得了很大成功。其中，洛杉矶迪士尼一问世便引起了巨大轰动，开张一年多，游客就突破 1000 万人次。当 1965 年迪士尼乐园 10 岁生日时，游客总数达到 5000 万人次。10 年里，乐园收入高达 1.95 亿美元之多。另一所奥兰多迪士尼也是“建不玩的奥兰多”之称，因其不断创新的项目吸引了众多游客。

迪士尼的海外项目中，东京迪士尼可以算是大获全胜，被誉为“亚洲第一乐园”。1983 年日本迪士尼乐园建成，参观人数呈现出逐年上升的趋势，如 1984 年约 1000 万人次，1990 年 1588 万人次，1995 年 1699 万人次，2001 年 2205 万人次，2010 年达到 2711 万人次。东京迪士尼年重复造访的游客比率超过 96%，入园超过 10 次的游客多达一半，更有 16% 的游客造访不下 30 次，而且游客大部分为日本本土游客。“迪士尼乐园”及其文化在日本毫无障碍的被日本民众接受。香港迪士尼乐园 1998 年开始建设到 2005 年建成，从开园至今，一直处于不温不火的经营状态。运营第一年，入场人数 520 万，略低于原定 560 万的目标，第二年虽说只有 400 万，依然没有达到预期，但是不可否认还是有一定的市场的。目前香港迪士尼的入园人数，除了“五一”“十一”假期能达到每日 2 万人次以上，平时的迪士尼乐园的直通巴士上座率不到 2 成。

巴黎迪士尼号称占地四分之一的巴黎，法国近代史上最庞大的投资项目，经营状态就一直惨淡不堪，从开业第一天起，就陷入了每日亏损百万美元的境地。据了解，来巴黎迪士尼乐园的游客中很大一部分是到欧洲旅游的日本游客。至 1994 年，巴黎迪士尼乐园共亏损 20 亿。

## （二）成功原因

### ● 迪士尼乐园紧扣迪士尼动漫文化主题

迪士尼的主题文化之所以是快乐，是因为 Walt Disney 的理想是希望“人们在乐园里找到快乐和知识”。从此，“快乐”主题成为迪士尼的品牌文化。

品牌文化是指把丰富的文化内涵赋予品牌，建立与文化内涵相关的品牌定位，并充分利用各种强有效的内外部传播途径使消费者不仅在实用功能上对产品进行认可，同时也使消费者在精神上对产品形成忠诚度，形成消费者对品牌在精神上的高度认同，创造品牌信仰，最终形成强烈的品牌忠诚。迪士尼的作品即使是没有标注迪士尼，但是我们能感受到迪士尼影视作品彰显迪士尼的风格和企业文化。

- **注重园区更新换代**

“迪士尼乐园”有个经典的理论就是“建不完的迪士尼”，每隔一段时间，“迪士尼乐园”就会更新一部分游乐项目，来保持不断的吸引力。

- **依托科技不断创新**

迪士尼在“科技+文化”的支撑下，常变常新，有着“永不落幕的迪士尼”之称。人们对娱乐产品的一大需求特征是喜新厌旧，喜欢不断追求新奇的娱乐体验。迪士尼乐园内的所有项目均采取连续滚动更新，其提出“永远建不完的迪士尼”的著名口号，以及一直采用的“#三三制”原则，为游客带来常游常新的感觉。

- **深厚的企业文化**

迪士尼拥有深厚的企业文化，涉及经营策略、服务理念、员工培训等方面。迪士尼公司在科技支持下可以更好地传播企业文化，传承并实践服务理念。例如，迪士尼官方网站的预定系统，便捷有效，同时融入了各类迪士尼的文化元素；又如迪士尼员工网上培训平台、交流平台、Learning Centre等，员工可以通过在线培训和交流更好地了解企业文化，从而做到 go above and beyond，提供完美服务。

- **东京迪士尼极大成功：日本市场对美国文化的强烈接受**

美日两国的文化大相径庭，为何迪士尼所代表的美国文化能够很好的被日本民众接受？根据《菊与刀》中的描写，日本大和民族非常推崇自己的文化，对自己文化的自豪感十分强烈，但是这个民族又十分善于学习和包容，所以在二战战败后，日本民众意识到有比自己民族更优秀的国家，转而推崇美国文化，认为美国人就是救世主和英雄。“迪士尼乐园”就是在这种情况下落户日本东京，自然“迪士尼乐园”所代表的美国文化能够顺利在日本本土落地，不需要特殊的跨文化传播策略和本土化策略。很多日本国民选择“迪士尼乐园”并不是真的为了游玩，而是为了去追求美国梦。这一点在日本地铁站灯箱广告语中也有所体现“like a new yorker”，也表现了日本公众在日常生活中以美国行为和价值观为准，同时也表现出日本公众对美国的崇拜之情。

### （三）失败原因

巴黎迪士尼的失败和香港迪士尼经营惨淡均说明了：迪士尼主题公园呈现时缺少灵活变通，缺乏跨文化传播中的本土化意识，而是一味生搬硬套美国模式。

- **香港迪士尼——不平等条约、迪士尼文化认可度低**

**不平等：**“香港迪士尼乐园”从一开始就伴随着“不平等条约”恶名，开业之初的“治外法权”——“园区内出现治安、消防等问题时，香港警察不得擅自入内处理，而由乐园保安人员自行解决，只有经过乐园方面同意，香港警察才能进入执法”使得香港迪士尼乐园成为一种“租借”。同时，开园之初，迪士尼管理层把整套美国迪士尼的管理模式照搬到香港“迪士尼乐园”中，所有园区工作人员讲英语的硬性要求，导致游客和工作人员沟通不畅，园内没有中式餐馆，导致经营第二年就发生了“拒客事件”。

**迪士尼文化认可度低：**香港很多青少年都是伴随着迪士尼动漫成长的，对迪士尼动漫人物也是耳熟能详，但是这种熟悉不能代表对美国文化的崇拜，迪士尼集团高估了中国普通受众对美国文化的喜爱程度。由于中国民众及周边亚洲国家的民众不像日本民众对美国文化的崇拜，导致文化接受程度不深，游客重游率低。



### ● 巴黎迪士尼——文化冲突，被看作是“文化核泄漏”遭到抵制

法国民众具有非常强烈的文化自豪感和文化自信。在世人眼中，法国无疑是一个文化大国，不仅具有艺术气息厚重的卢浮宫，还有代表法国文化自信的埃菲尔铁塔，代表美国文化的迪士尼乐园根本无法轻易获得法国人的钟情。当地居民居然把迪士尼乐园当成是赤裸裸的文化入侵，甚至上街游行用鸡蛋、番茄酱乱遭以及举着写“米老鼠回家去”的标语游行示威。

究其原因是因为迪士尼公司没有做好本土化转变。法国人认为法语是世界上最好听的语言，法国人不能容忍迪士尼乐园中工作人员及表演人员只用英语进行交谈；法国人认为葡萄酒是餐饮中必不可少的一部分，不能容忍园区内没有酒精类饮料；法国人曾经自豪的说“一部法国的历史胜过整个美洲的历史”，认为美国文化就是快餐文化和商业文化，没有艺术沉淀。最终形成群众上街游行抗议，认为迪士尼所代表的美国文化是对欧洲文化的污染，主流媒体在一边幸灾乐祸报道“迪士尼乐园”在法国的一次又一次失败。

巴黎和中国香港迪士尼项目提醒主题公园必须关注不同目标市场的游客对文化价值取向和文化认同的选择差异。

## 7、财务状况分析

迪士尼作为全球最大的文化传媒公司，2015 年营业收入更是突破了 500 亿美元，收入的主要来源是媒体网络、有线电视、乐园及度假区，其中，主题乐园方面，国内乐园带来的收入占到八成以上。此外，在主题乐园收入构成上，门票仅占不到四成，而商品经营、餐饮住宿两方面各自贡献了约 30% 的收入。

公司 2012 年起毛利率爆发增长得益于前些年的项目投入开始纯获收益，但公司总资产回报率不高阻碍了其盈利能力。这些年公司通过混合并购提升自身竞争力，同时采取合资、授权等多样模式建设主题公园，如香港迪士尼的模式，使得即使该乐园经营惨淡仍不影响迪士尼公司获利。

图 30、迪士尼营业收入与营业利润

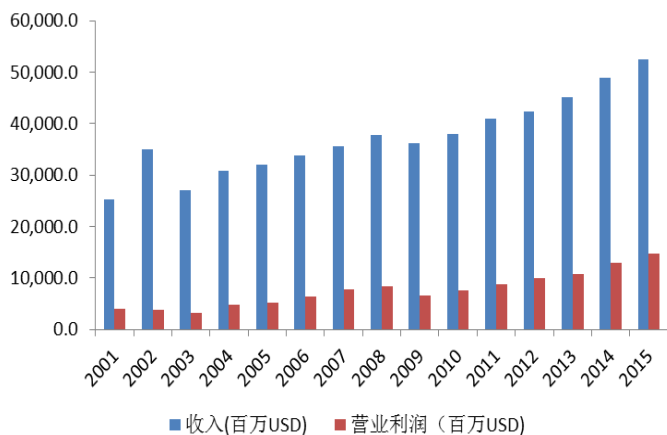
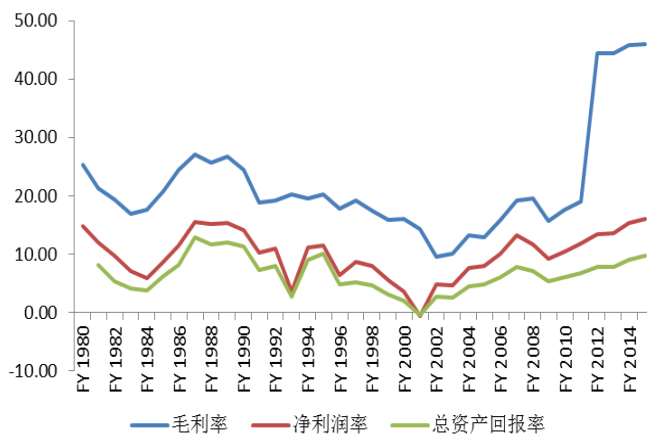


图 31、迪士尼公司三比率



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 32、迪士尼营业收入与营业利润

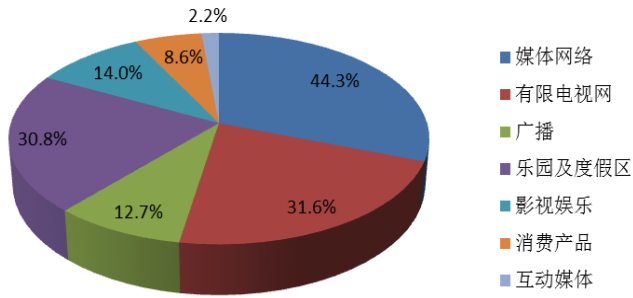
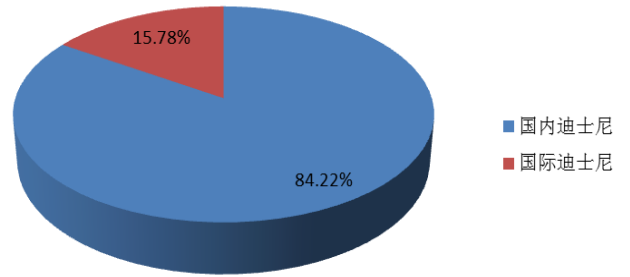


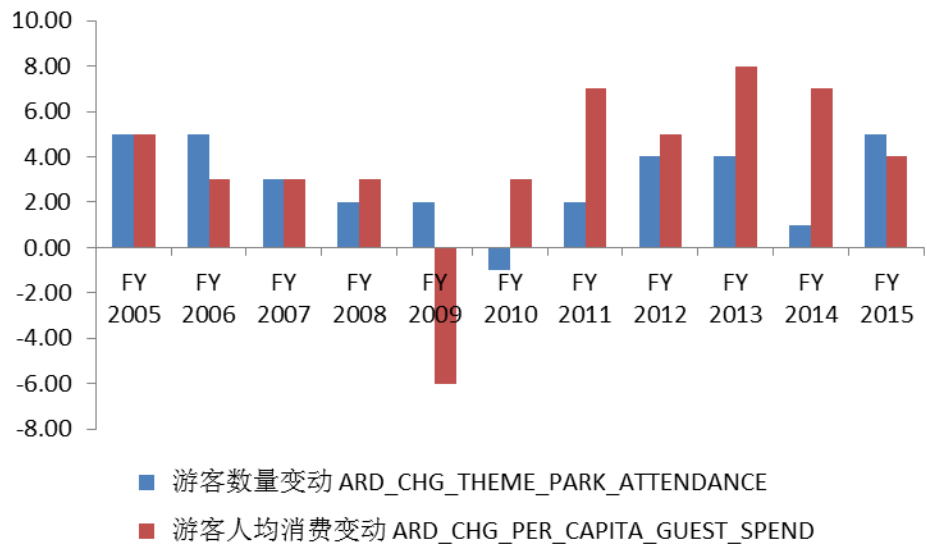
图 33、迪士尼公司三比率



数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

数据来源：Bloomberg、兴业证券研究所

图 34、迪士尼乐园游客数量变动与人均消费变动



资料来源：Bloomberg、兴业证券研究所

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	1097	2674	3859	5125
货币资金	617	2025	3074	4190
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	189	252	303	357
其他应收款	28	51	68	88
存货	179	229	267	307
<b>非流动资产</b>	13915	14486	15103	15628
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	689	612	638	629
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	7458	8199	8901	9558
在建工程	2601	2660	2702	2732
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3096	2930	2765	2599
<b>资产总计</b>	15013	17159	18962	20753
<b>流动负债</b>	4887	5261	5932	6596
短期借款	2257	2300	2600	2900
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1311	1733	2000	2312
其他	1319	1228	1332	1384
<b>非流动负债</b>	5450	5235	5355	5347
长期借款	1174	1174	1174	1174
其他	4276	4061	4181	4173
<b>负债合计</b>	10337	10496	11287	11943
股本	400	885	885	885
资本公积	608	1776	1776	1776
未分配利润	3145	3426	4327	5339
少数股东权益	321	331	341	352
<b>股东权益合计</b>	4676	6706	7718	8852
<b>负债及权益合计</b>	15013	17202	19005	20795

## 现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	654	877	1001	1124
折旧和摊销	549	495	553	612
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	95	94	94	94
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	168	220	233	255
投资损失	26	0	0	0
少数股东损益	10	10	10	10
营运资金的变动	-291	-267	-241	-223
<b>经营活动产生现金流量</b>	1765	1655	2159	2215
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1817	-1073	-1178	-1144
<b>融资活动产生现金流量</b>	269	826	67	45
现金净变动	216	1408	1049	1116
现金的期初余额	875	1092	2500	3548
现金的期末余额	1092	2500	3548	4665

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	2805	3654	4268	4885
营业成本	612	783	913	1052
营业税金及附加	60	83	97	110
销售费用	680	863	1017	1161
管理费用	630	840	1003	1160
财务费用	168	220	233	255
资产减值损失	7	13	13	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-26	0	0	0
<b>营业利润</b>	623	851	992	1135
营业外收入	250	260	280	300
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	872	1110	1272	1434
所得税	208	223	260	300
净利润	664	888	1012	1135
少数股东损益	10	10	10	10
<b>归属母公司净利润</b>	654	877	1001	1124
<b>EPS(元)</b>	0.74	0.99	1.13	1.27

## 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	19.1%	30.3%	16.8%	14.5%
营业利润增长率	24.3%	36.6%	16.6%	14.4%
净利润增长率	-8.1%	34.2%	14.2%	12.3%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	78.2%	78.6%	78.6%	78.5%
净利率	23.3%	24.0%	23.5%	23.0%
ROE	15.0%	13.8%	13.6%	13.2%

## 偿债能力(%)

资产负债率	68.9%	61.0%	59.4%	57.4%
流动比率	0.22	0.51	0.65	0.78
速动比率	0.19	0.46	0.61	0.73

## 营运能力(次)

资产周转率	19.6%	22.7%	23.6%	24.6%
应收帐款周转率	1539.0%	1657.7%	1537.6%	1481.1%

## 每股资料(元)

每股收益	0.74	0.99	1.13	1.27
每股经营现金	1.86	1.87	2.44	2.50
每股净资产	4.92	7.20	8.33	9.60

## 估值比率(倍)

PE	25.7	19.2	16.8	15.0
PB	3.9	2.6	2.3	2.0

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15%;  
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

**港股机构销售服务团队**

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室      传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。