投资评级 增持 首次覆盖

打造“内容+渠道”生态，泛娱乐战略全面铺进中

投资要点：

- **致力打造“内容+渠道”的平台型公司，文化传媒板块将大有可为。**公司于 2014 年跨界进入文化传媒领域，原主业为传统计量器具制造业，2015 年营收 4.01 亿元，文化传媒板块（营收 2.26 亿元）占比 56%，2016 年上半年营收 2.49 亿元，文化传媒板块（营收 1.64 亿元）占比 66%，公司转型以来，文化产业稳健发展，营收比例已全面超过原传统主业，且占比逐年提升，是拉动公司业绩增长的最主要动力。在文化传媒板块，定位“内容+渠道”的平台型公司，随着公司内容制作能力不断强化以及渠道覆盖面加大，我们认为公司文化产业将驶入发展快车道。

- **旗下水木动画为全国最大动漫制作企业，积极开发线下主题乐园。**2015 年 5 月公司完成水木动画 100%股权收购，水木动画是国内规模最大、技术最专业的动画制作团队，拥有 1000 多人的高效专业制作团队，能够承接各种类型的动画片，截止 2015 年水木动画完成自主知识产权的知识型动画片近 3 万分钟，动画年产量全国第一，动画版权拥有量近 18 万分钟，版权拥有量全国第一。水木动画承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 0.4 亿元、0.44 亿元、0.53 亿元，其中 15 年已实现净利润 0.49 亿元。此外，水木动画依托自身动漫版权储备优势，积极开展主题乐园项目，其中与常州市政府合作的集装箱小镇项目以及与贵阳市政府合作的东方科幻谷项目正在积极建设中，我们预计开园时间在明年 3-4 月份左右。

- **拟收购嘉博文化、华桦文化、元纯传媒，夯实上游影视制作能力。**嘉博文化业务覆盖 IP 开发、制作、投资、宣发等影视制作全产业链，主要投资与拍摄的影片包括《一个勺子》、《老男孩之猛龙过江》《小时代 3：刺金时代》、《小时代 4：灵魂尽头》、《致青春·原来你还在这里》及电视剧《爹妈满院》、《骄阳似我》等，取得良好的投资收益；华桦文化主要业务为境内外影片投资、宣发以及版权运营，与派拉蒙影业、索尼影业等国际顶级影视公司保持密切合作关系，已为多家境外知名影视公司提供宣发服务并参与部分大制作电影投资，主要参与宣发的重磅电影有：《变形金刚 4：绝迹重生》、《碟中谍 5：神秘国度》、《007：幽灵党》等；元纯传媒为国内领先的综艺、纪录片、网络影视内容提供商与运营商，曾出品《人生第一次》（登陆浙江卫视，连续四期 CSM71 收视率排名全国第一）等优秀综艺节目，同时与浙江、东方、北京卫视等多家主流卫视频道及爱奇艺、优酷土豆等一线视频网站保持常年业务来往，可独立面向市场进行广告招商运作。

股票数据

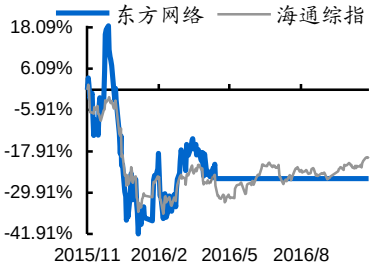
6 个月内目标价（元）	23.20
11 月 22 日收盘价(元）	20.94
52 周股价波动（元）	16.91-76.66
总股本/流通 A 股（百万股）	290/199
总市值/流通市值（百万元）	6071/4172

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	295.8	127.4	80.2
市净率	5.6	4.9	4.1
市销率	39.04	24.85	17.36
EV/EBITDA	114.3	101.2	59.2
分红率(%)	—	—	—

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	18.4	18.4	18.4
相对涨幅（%）	14.1	13.0	14.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:钟奇
Tel:(021)23219962
Email:zq8487@htsec.com
证书:S0850513110001
分析师:郝艳辉
Tel:(010)58067906
Email:hyh11052@htsec.com
证书:S0850516070004
联系人:孙小雯
Tel:(021)23154120
Email:sxw10268@htsec.com
联系人:刘欣
Tel:(010)58067933
Email:lx11011@htsec.com

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	242.84	404.31	635.29	909.04	1167.56
(+/-)YoY(%)	37.40%	66.49%	57.13%	43.09%	28.44%
净利润(百万元)	21.74	53.36	123.94	196.76	258.27
(+/-)YoY(%)	99.97%	145.48%	132.24%	58.76%	31.26%
全面摊薄 EPS(元)	0.03	0.07	0.16	0.26	0.34
毛利率(%)	31.12%	44.24%	45.60%	49.23%	50.45%
净资产收益率(%)	2.71%	6.23%	12.65%	16.72%	18.00%

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

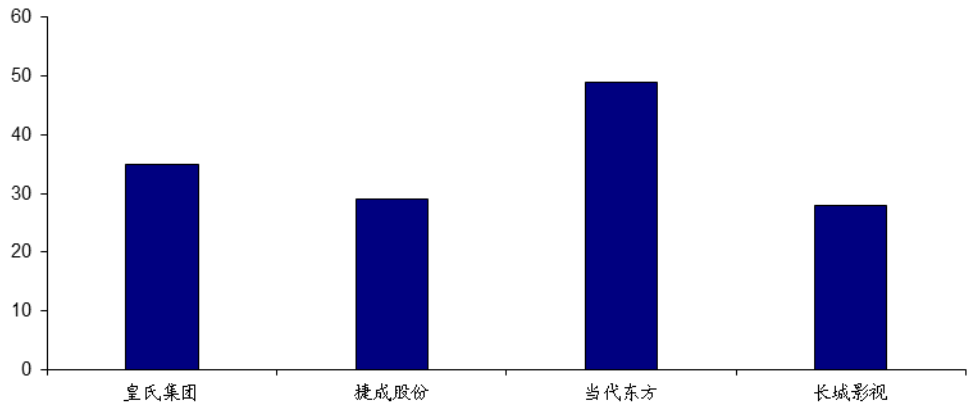
本次收购总作价 35.3 亿元，其中嘉博文化承诺 2016-2018 年净利润分别不低于 1.2 亿元、1.5 亿元及 1.95 亿元；华桦文化 2016-2018 年净利润分别不低于 0.8 亿元、1.04 亿元及 1.3 亿元；元纯传媒 2016-2018 年净利润分别不低于 0.6 亿元、0.78 亿元及 1 亿元。我们认为此次收购若顺利实施将大幅增强公司影视制作能力和进一步扩充公司内容储备，同时依托公司自有渠道优势使内容端价值最大化，加大“内容”与“渠道”协同效应，公司盈利能力将得到大幅加强。

- **渠道覆盖三网，“沙发院线”、“超级娱乐家电视套餐”发展快成规模。**2016 年中报显示，公司在广电运营商、电信运营商、移动互联网等渠道累计覆盖用户超过 1 亿，在有线电视网、电信网、互联网均有内容输出，渠道覆盖已初具规模。旗下子公司东方华尚推出的“沙发院线”业务是渠道端重要看点，“沙发院线”是基于有线电视网、电信网、互联网及移动互联网等重要渠道，进行院线电影准同步播出的数字化发行平台，截至 2016 年中报已采购数千部电影和数万分钟的动画内容，覆盖有线数字电视用户 3500 万家，互联网渠道累计覆盖 5000 万用户，以及与三大运营商开展 IPTV 及手机无线增值业务开展了深度合作。此外，旗下子公司乾坤时代推出的“超级娱乐家电视套餐”基于初期渠道建设成形有望迎来高速发展，“超级娱乐家电视套餐” 是公司联合广电运营商和电视厂商推出的以超级动漫、超级院线、超级游戏为主的“内容+硬件”捆绑套餐业务，2016 年中报显示，已完成九个省全面覆盖销售，与各地广电运营商及家电企业完成 1463 个销售服务网点的进驻。

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2016 年实现净利润 1.24 亿元，EPS 为 0.16 元，当前股价 20.94 元，对应 2016 年 EPS 市盈率为 131 倍，我们认为公司文化传媒板块业务有望通过并购迎来爆发式增长，同时传统业务发展保持相对稳定，仍可享受一定溢价估值，给予公司 2016 年 145 倍估值，对应目标价 23.2 元，“增持”评级。考虑若公司顺利完成嘉博文化、华桦文化、元纯传媒的收购，预计备考净利润为 3.84 亿元，发行新股后摊薄 EPS 为 0.38 元，股价为 23.2 元时，对应市盈率为 61 倍，略高于行业均值，考虑公司文化传媒板块布局优势，估值处于合理区间。

- **风险提示。**资产收购情况不达预期。

图 1 东方网络同业公司 16 年预期 PE 对比（单位：倍）



资料来源：wind，海通证券研究所，截至 2016 年 11 月 22 日收盘价

表 1 东方网络各业务分项收入预测与假设（单位：百万元）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入						**毛利**					
计量器具制作业	198.5	178.1	160.3	149.1	141.6	计量器具制作业	56.8	45.2	40.7	37.8	36.0
文化传媒行业	44.3	226.2	475.0	759.9	1025.9	文化传媒行业	18.7	133.7	249.0	409.7	553.1
营业成本						**毛利率**					
计量器具制作业	141.7	132.9	119.6	111.3	105.7	计量器具制作业	28.63%	25.38%	25.38%	25.38%	25.38%
文化传媒行业	25.6	92.5	226.0	350.3	472.8	文化传媒行业	42.26%	59.10%	52.42%	53.91%	53.91%

资料来源：公司 2015 年年报，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标（元）				
每股收益	0.07	0.16	0.26	0.34
每股净资产	3.71	4.25	5.10	6.22
每股经营现金流	-0.04	0.41	0.88	1.14
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000
价值评估（倍）				
P/E	295.78	127.36	80.22	61.11
P/B	5.64	4.93	4.10	3.36
P/S	39.04	24.85	17.36	13.52
EV/EBITDA	114.28	101.21	59.21	44.77
股息率（%）	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**	**0.00%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	44.24%	45.60%	49.23%	50.45%
净利润率	16.47%	21.66%	24.49%	25.26%
净资产收益率	6.23%	12.65%	16.72%	18.00%
资产回报率	2.68%	6.36%	8.34%	9.13%
投资回报率	6.77%	12.03%	17.02%	20.14%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	66.49%	57.13%	43.09%	28.44%
EBIT 增长率	309.88%	71.78%	65.98%	34.29%
净利润增长率	206.31%	106.63%	61.73%	32.50%
偿债能力指标				
资产负债率	54.7%	46.6%	46.5%	44.9%
流动比率	1.34	2.06	1.85	1.90
速动比率	0.82	1.35	1.16	1.20
现金比率	1.31	6.48	7.19	9.76
经营效率指标				
应收帐款周转天数	134.31	135.71	134.86	135.05
存货周转天数	236.96	216.29	217.20	220.19
总资产周转率	0.26	0.32	0.42	0.45
固定资产周转率	2.81	4.40	6.52	8.81

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	66.61	137.63	222.60	294.95
折旧摊销	58.82	16.18	34.01	37.46
营运资金变动	-155.67	-45.45	-38.50	-56.11
经营活动现金流	**-10.34**	**94.98**	**203.82**	**262.02**
固定资产投资	0.00	-11.91	-12.14	-10.79
无形资产投资	0.00	-31.59	-37.03	-39.91
资本支出	225.47	-98.03	176.90	143.34
投资活动现金流	**-370.88**	**105.74**	**-169.02**	**-135.86**
债务变化	392.00	-171.00	0.00	0.00
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**370.25**	**-171.00**	**0.00**	**0.00**
现金净流量	-10.97	29.72	34.80	126.16
公司自由现金流	-73.64	-25.34	69.98	125.00
股权自由现金流	-82.05	-184.40	82.82	137.84

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**404.31**	**635.29**	**909.04**	**1167.56**
营业成本	225.43	345.60	461.51	578.54
毛利率%	44.24%	45.60%	49.23%	50.45%
营业税金及附加	2.33	4.67	6.31	8.04
营业税金率%	0.58%	0.74%	0.69%	0.69%
营业费用	27.92	42.89	62.09	79.59
营业费用率%	6.91%	6.75%	6.83%	6.82%
管理费用	66.66	101.32	145.42	187.54
管理费用率%	16.49%	15.95%	16.00%	16.06%
EBIT	81.97	140.80	233.71	313.85
财务费用	19.58	0.00	0.00	0.00
财务费用率%	4.84%	0.00%	0.00%	0.00%
资产减值损失	5.65	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.80	7.71	7.88	7.47
营业利润	**62.53**	**148.51**	**241.58**	**321.32**
营业外收支	10.24	5.67	6.42	6.81
利润总额	**72.78**	**154.18**	**248.00**	**328.13**
EBITDA	140.78	156.98	267.72	351.31
所得税	6.17	16.55	25.41	33.18
有效所得税率%	8.47%	10.73%	10.24%	10.11%
少数股东损益	13.24	13.70	25.84	36.68
归属母公司所有者净利润	**53.36**	**123.94**	**196.76**	**258.27**
扣除非经常性损益净利润	**57.23**	**132.58**	**216.83**	**288.83**

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	287.74	317.46	352.26	478.42
应收款项	194.94	236.21	335.88	432.01
存货	205.91	204.80	274.63	349.01
其它流动资产	6.94	6.94	6.94	6.94
流动资产合计	829.17	891.29	1152.97	1509.82
长期股权投资	97.52	97.52	97.52	97.52
固定资产	146.37	158.28	170.42	181.21
在建工程	191.13	269.38	355.50	443.28
无形资产	138.90	170.49	191.18	212.47
非流动资产合计	1165.74	1057.20	1206.50	1319.18
资产总计	**1994.91**	**1948.48**	**2359.47**	**2829.00**
短期借款	171.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	54.08	73.18	100.24	125.61
预收账款	8.15	15.75	20.35	26.64
其它流动负债	0.80	0.80	0.80	0.80
流动负债合计	617.32	433.27	621.66	796.24
长期借款	372.00	372.00	372.00	372.00
其它长期负债	102.43	102.43	102.43	102.43
非流动负债合计	474.43	474.43	474.43	474.43
负债总计	**1091.76**	**907.70**	**1096.09**	**1270.67**
实收资本	230.57	230.57	230.57	230.57
普通股股东权益	856.15	980.08	1176.84	1435.11
少数股东权益	47.00	60.70	86.54	123.21
负债和所有者权益合计	**1994.91**	**1948.48**	**2359.47**	**2829.00**

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 22 日
资料来源：公司年报（2015），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

钟奇　　互联网及传媒
郝艳辉　　互联网及传媒

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　互动娱乐,雷曼股份,当代明诚,中文在线,凯撒股份,蓝色光标,光线传媒,大连圣亚,顺网科技,中科三环,新华文轩,润和软件,巴士在线,天源迪科,新开普,帝龙文化,四维图新,引力传媒,天通股份,佳都科技,南山铝业,中国高科,麦达数字,红宇新材,易华录,中南传媒,上海电影,天舟文化,视觉中国,长白山,完美世界,印纪传媒,银江股份,奥飞娱乐,吉视传媒,浙江富润,用友网络,运达科技,完美环球,万润科技,广联达,海昌海洋公园,思美传媒,西安旅游,全通教育,新南洋,长城影视,丽江旅游,捷顺科技,捷成股份,安妮股份,浙报传媒,利欧股份,首旅酒店,双象股份,凯撒旅游,北信源,天神娱乐,中科曙光,航天信息,同有科技,国旅联合。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。