

评级：增持(维持)

市场价格：14.85

目标价格：17.00

分析师：康雅雯

执业证书编号：S0740515080001

电话：021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

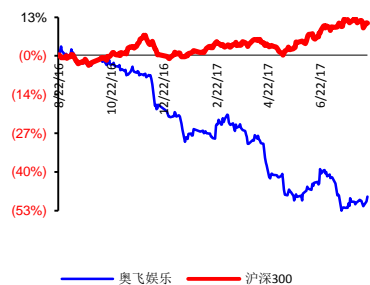
联系人：臧琨

电话：

Email: zangkun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,308
流通股本(百万股)	760
市价(元)	14.85
市值(百万元)	19,422
流通市值(百万元)	11,289

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,589.17	3,360.67	4,222.64	4,905.39	5,622.14
增长率 yoy%	6.56%	29.80%	25.65%	16.17%	14.61%
净利润	489.04	498.44	541.66	610.55	766.62
增长率 yoy%	14.26%	1.92%	8.67%	12.72%	25.56%
每股收益(元)	0.39	0.38	0.41	0.47	0.59
每股现金流量	-0.08	0.14	0.11	0.24	0.41
净资产收益率	16.14%	10.39%	10.15%	10.27%	11.42%
P/E	133.71	59.56	35.86	31.81	25.33
PEG	9.38	30.97	4.14	2.50	0.99
P/B	21.58	6.19	3.64	3.27	2.89

备注：

投资要点

- **事件：8月19日，奥飞娱乐公布2017年半年报，实现主营业务收入17.78亿元，同比增长17.2%，归属母公司股东净利润1.35亿元，同比下降53.8%。**
- **点评：**
- **收入增速保持稳健，动漫玩具、婴童用品表现较好，影视、游戏收入有所下滑。奥飞娱乐实现收入17.78亿元，同比增长17.2%，2016年同期增速为20.56%，增速稳健。分类别来看：**
 - **1) 玩具类业务毛利率持续攀升，动漫类优于非动漫类，IP优势进一步凸显。**2017年H1公司玩具类业务共实现收入9.58亿元，同比增长1.33%，毛利率为57.03%，比2016年同期上升3.92%。其中，动漫玩具类收入8.02亿元，同比增长4.23%，毛利率59.71%，比2016年同期上升3.45%；非动漫玩具类收入1.55亿元，同比下降11.41%，毛利率43.21%，比2016年同期上升3.96%。我们认为，公司玩具业务保持稳定，毛利率不断提升，显示出其定价能力不断增强，动漫类表现优于普通玩具，公司自有的动漫IP的附加值优势在逐步凸显。
 - **2) 婴童类业务实现大幅增长，主要是BabyTrend业务并表所致。**2017年H1公司婴童用品类收入4.89亿元，同比增长565.32%，毛利率38.45%，比2016年同期下降18.78%。收入大幅上升主要是2016年并购美国婴童品牌BabyTrend所致，而毛利率下降主要是由于BabyTrend业务毛利率相比原有公司业务较低所致。我们认为，未来受益于消费升级以及二胎政策放开，公司婴童类业务前景依旧广阔，且能够与公司的K12动漫IP产生一定协同效应。
 - **3) 影视业务同比下降，电影业务线收缩，网剧是未来增长点。**2017年H1公司影视收入2.26亿元，同比下降40.46%，毛利率53.64%，比2016年同期上升23.53%。影视业务收入有所下降主要是，2016年H1公司参投的电影项目包括《美人鱼》、《荒野猎人》上映导致票房分成收入较高，今年H1公司投资电影项目《贝肯熊》票房1.2亿相对2016年较少。下半年看，8月18日奥飞和有妖气共同出品的《十万个冷笑话2》上映，并且目前公司子公司奥飞影业正在逐步推进其网络剧项目，基于有妖气动漫IP改编的《三生三世桃花缘》、《镇魂街》网剧已经上映，《开封奇谈》、《端脑》等在储备项目中，因此我们认为下半年公司影视业务收入有望回升。
 - **4) 游戏收入下滑，互娱业务爆发仍需等待。**2017年H1公司游戏收入3

198.13 万元，同比下降 22.42%，毛利率 67.18%，比 2016 年同期下降 2.42%，游戏业务收入减少的主要原因是子公司爱乐游研发的游戏《雷霆战机》收入下降，并且上半年游戏新品推出较少，《航海王激战》5 月底推出，《魔天记 3D》、《天堂红骑士等》有望在下半年推出。因此我们预计下半年公司游戏收入将有所好转。目前看，公司的互娱业务推进步入整合期，前期已投入较大研发费用，但爆发仍需等待。

- **三费率上升、投资损益下降导致营业利润下滑。**2017H1 公司收入和利润出现一定背离主要原因来自于三费率的上升和投资损益的减少。费用方面，2017 年 H1 公司销售、管理和财务费用分别为 3.14、3.62 和 0.48 亿，三费率分别为 17.7%、20.26%和 2.72%，比 2016 年 H1 上升了 1.69%、3.38%和 0.6%，整体看销售费用增加主要是并表 BT 所致，管理费用增加主要来自于研发支出的增加，财务费用主要是利息支出增加所致。另一方面，2016H1 公司产生投资损益 1.18 亿元，主要是出售三七互娱股票的收益，而今年上半年投资收益为 0.33 亿元。我们认为，公司由原有玩具业务，逐步转型成为拥有影视、游戏等业务的泛娱乐公司，目前仍处于费用扩张期，导致在毛利率趋稳的情况下净利率有所下降，但费用扩张在边际上有所缩减，未来有望维持稳定。
- **盈利预测与投资建议：**短期看 1) 暑期档开启，公司“影视+游戏”多维度布局。影视：暑期档上映电影《十万个了冷笑话 2》(8.18)、超级网剧《镇魂街》(8.02)、动画《开封奇谈》(已连载中)；游戏：《航海王激战》已经入公测、《魔天记 3D》封测结束预计 2-3 季度上线、《天堂红骑士》目前已开启预约。2) 定增过会，预期将大幅缓解财务压力并加快泛娱乐业务推进。公司拟定增不超过 23.51 亿元，发行不超过 1.15 亿股，对现有的 IP 储备资源进行开发并孵化培育新 IP，已经获得证监会核准。我们认为，在公司一季度财务费用高企背景下，定增过会将大幅缓解未来财务压力，并将加速公司的互娱业务后期推进。作为我国动漫衍生品行业龙头，看好公司长期发展，我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 5.42、6.11 和 7.67 亿元，对应 EPS 为 0.41、0.47 和 0.59 元，给予“增持评级”。
- **风险提示：**1) 内容持续创新能力不足的风险；2) 泛娱乐业务整合能力不足的风险；3) 行业增速不及预期的风险。

图表 1: 公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,430	2,589	3,361	4,223	4,905	5,622
增长率	56.45%	6.6%	29.8%	25.6%	16.2%	14.6%
营业成本	-1,219	-1,207	-1,700	-2,193	-2,497	-2,829
% 销售收入	50.2%	46.6%	50.6%	51.9%	50.9%	50.3%
毛利	1,211	1,382	1,661	2,029	2,408	2,793
% 销售收入	49.8%	53.4%	49.4%	48.1%	49.1%	49.7%
营业税金及附加	-22	-28	-30	-34	-39	-45
% 销售收入	0.9%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-366	-430	-587	-739	-858	-984
% 销售收入	15.1%	16.6%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
管理费用	-367	-478	-598	-802	-907	-1,012
% 销售收入	15.1%	18.5%	17.8%	19.0%	18.5%	18.0%
息税前利润 (EBIT)	456	447	446	454	603	752
% 销售收入	18.8%	17.3%	13.3%	10.8%	12.3%	13.4%
财务费用	-21	-25	-53	-46	-44	-37
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.6%	1.1%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-1	-17	-14	-25	-24	-7
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	-11	104	135	200	130	140
% 税前利润	—	18.9%	24.0%	32.6%	18.7%	15.9%
营业利润	423	508	519	584	665	848
营业利润率	17.4%	19.6%	15.4%	13.8%	13.6%	15.1%
营业外收支	19	41	44	30	30	30
税前利润	442	550	563	614	695	878
利润率	18.2%	21.2%	16.8%	14.5%	14.2%	15.6%
所得税	-30	-69	-86	-92	-104	-132
所得税率	6.7%	12.5%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	413	481	477	522	591	747
少数股东损益	-15	-8	-21	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	428	489	498	542	611	767
净利率	17.6%	18.9%	14.8%	12.8%	12.4%	13.6%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	914	411	788	903	1,104	1,516
应收款项	391	900	769	968	1,179	1,342
存货	412	434	1,195	1,051	1,197	1,356
其他流动资产	481	355	439	567	659	722
流动资产	2,198	2,100	3,192	3,490	4,138	4,935
% 总资产	53.5%	43.7%	38.2%	39.7%	43.3%	47.1%
长期投资	216	710	1,398	1,498	1,598	1,698
固定资产	268	256	335	334	334	333
% 总资产	6.5%	5.3%	4.0%	3.8%	3.5%	3.2%
无形资产	1,392	1,405	3,148	3,168	3,191	3,224
非流动资产	1,912	2,709	5,174	5,293	5,416	5,548
% 总资产	46.5%	56.3%	61.8%	60.3%	56.7%	52.9%
资产总计	4,110	4,809	8,366	8,783	9,554	10,484
短期借款	359	705	1,314	1,314	1,314	1,314
应付款项	314	282	818	658	800	952
其他流动负债	141	162	498	554	593	623
流动负债	814	1,149	2,630	2,526	2,706	2,889
长期贷款	0	0	1	1	1	1
其他长期负债	659	573	844	844	844	844
负债	1,473	1,722	3,476	3,371	3,552	3,734
普通股股东权益	2,539	3,030	4,795	5,337	5,947	6,714
少数股东权益	98	57	95	75	55	35
负债股东权益合计	4,110	4,809	8,366	8,783	9,554	10,484

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.677	0.387	0.381	0.414	0.467	0.586
每股净资产 (元)	4.017	2.396	3.666	4.080	4.547	5.133
每股经营现金净流 (元)	0.827	-0.076	0.142	0.107	0.236	0.406
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.040	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.86%	16.14%	10.39%	10.15%	10.27%	11.42%
总资产收益率	10.41%	10.17%	5.96%	6.17%	6.39%	7.31%
投入资本收益率	17.62%	12.18%	8.46%	8.08%	10.12%	12.06%
增长率						
营业总收入增长率	56.45%	6.56%	29.80%	25.65%	16.17%	14.61%
EBIT增长率	67.13%	-1.99%	-0.20%	1.81%	32.78%	24.72%
净利润增长率	85.42%	14.26%	1.92%	8.67%	12.72%	25.56%
总资产增长率	26.92%	17.01%	73.96%	4.98%	8.78%	9.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.2	75.9	74.8	71.1	73.1	72.7
存货周转天数	128.0	128.0	175.0	175.0	175.0	175.0
应付账款周转天数	69.2	64.8	72.5	69.9	70.8	70.5
固定资产周转天数	39.2	36.9	31.9	28.6	24.5	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.27%	26.96%	19.85%	15.81%	10.91%	3.60%
EBIT利息保障倍数	21.4	18.0	8.4	9.9	13.8	20.4
资产负债率	35.85%	35.81%	41.55%	38.38%	37.18%	35.62%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	413	481	477	522	591	747
少数股东损益	0	0	0	-20	-20	-20
非现金支出	62	80	89	107	117	111
非经营收益	42	-75	-102	-177	-107	-117
营运资金变动	6	-582	-278	-312	-292	-210
经营活动现金净流	523	-97	186	120	289	511
资本开支	57	51	318	72	86	106
投资	-773	-644	-1,134	-100	-100	-100
其他	7	-5	12	200	130	140
投资活动现金净流	-823	-700	-1,440	28	-56	-66
股权募资	257	17	935	0	0	0
债权募资	-240	359	581	0	0	0
其他	408	-66	105	-53	-53	-53
筹资活动现金净流	425	309	1,620	-53	-53	-53
现金净流量	125	-488	366	95	180	392

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。