

管理费用和投资收益压制利润，泛娱乐布局初显成效

2017年8月20日

强烈推荐

(维持)

传媒行业

肖明亮(分析师)

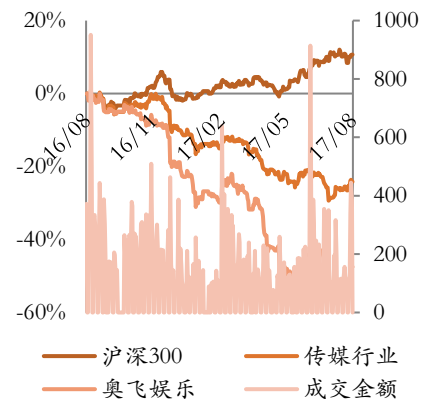
电话: 020-88831179
 邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310517070001

事件: 公司中报显示 2017 年上半年公司实现营业总收入 17.79 亿元，同比增长 17.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.35 亿元，同比下降 53.8%。同时公司披露三季报业绩预告，预计净利润约 3.07 亿元~4.38 亿元，同比增长-30%~0%。

点评:

- 玩具业务相对稳定，电影基数效应+管理费用激增+投资收益减少导致利润下滑:** 公司营收稳定增长符合预期，主要原因是玩具业务受益于超级飞侠、喜羊羊等 IP 影响力持续放大，玩具业务上半年收入 9.58 亿（同比增长 1.33%），毛利率提升至 57.04%，产品端公司超级飞侠、巴啦啦小魔仙、巨神战击队等长线产品保持稳定增长，并伴随影视 IP 孵化影响力持续放大；童车销售带动婴童业务上半年贡献收入 4.89 亿（同比增长 565.32%）占比 27.51%，成为公司第二大主营业务。报告期内归属母公司净利润同比下降 53.8%，主要是由于电影业务基数较高+管理费用、研发投入激增+投资收益同比减少影响，上年电影发行结算集中在上半年导致今年电影收入同比下降 40.46%，同时管理费用激增（研发费用+职工薪酬费用增长，导致管理费用增长 40.5%，新增超 1 亿元）以及研发投入激增（研发投入同比增加近 5000 万），此外投资收益同比锐减约 9000 万。公司全龄段布局仍在积极进行中，投入期加大了销售及研发费用，以期筑高行业壁垒，进一步完善行业布局。
- 海外布局初见成效，婴童车口碑与销量齐升:** 公司并购北美一线婴童品牌 Baby Trend 后持续发力渠道与品类拓展，旗下澳贝、Baby Trend 的品牌认知度大力提升。婴童业务国内外收入提速增长，上半年收入 4.89 亿，同比增长 565.32%。我们认为，公司将更坚定其对美国优质婴幼儿、娱乐影视等相关优质资产的持续布局，未来公司将利用积累的海外资源及影响力积极开展深度多层次 IP 开发。
- IP 多元开发初见成效，非公开发行获得审核通过:** K12 领域公司已经形成以《喜洋洋与灰太狼》等 6 大核心 IP 为切入点的精品 IP 矩阵，并成功实现从精品 IP 到全产业链变现的生态运作。其中原创 IP《超级飞侠》全网点击量破百亿，新作《喜洋洋与灰太狼之发明大作战》一开播便登顶广东省网同时段收视冠军，优质原创 IP 影响深远。K12 以上领域以“有妖气”为抓手布局，平台注册用户超 1900 万，累计入驻 2 万多位作者，连载漫画作品超 4.4 万部，公司以 IP 为核心提供流量入口，围绕泛娱乐产业链进行导流提供变现出口，影游剧漫多元变现效果显著。上半年公司上映了三部自有漫画 IP 改编动画作品，影剧协同作品《镇魂街》上映，首月点播量超 4 亿。年初上映的《大卫贝肯之倒霉特工熊》获过亿票房，成功打造动漫 IP 贝肯熊的市场影响力。公司非公开募资不超过 1.15 亿股获得证监会审核通过，主要用于 IP 资源建设和 IP 管理运营体系建设；公司预计 3 年内投资 62 部影视剧动画作品并深化泛娱乐生态系统。下半年公司储备了众多优质项目，动画领域下半年将推动学龄前与英雄类动画新作以及多部动画续集上映；影视领域 8 月 18 日上映的《十万个冷笑话 2》上映三天票房接近 5000 万，真人

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
奥飞娱乐	11.6	0.9	-25.8
传媒行业	6.2	-2.6	-11.5
沪深 300	-0.1	9.4	8.2

基本资料

总市值(亿元)	201.4
总股本(亿股)	13.1
流通股比例	58.1
资产负债率	41.5
大股东	蔡东青
大股东持股比例	44.3

相关报告

- *广证恒生传媒行业-奥飞娱乐 (002292) 深度报告:《IP 优势构建壁垒，泛娱乐变现渐入佳境》-20160711
- *广证恒生传媒行业-奥飞娱乐 (002292) 点评报告:《业绩稳健增长，打造 IP 为核心的生态系统》-

20160830

*广证恒生传媒行业-奥飞娱乐 (002292) 点评报告:《公司业绩符合预期, 影视产品储备丰富, 发展后劲充沛》-20170227

*广证恒生传媒行业-奥飞娱乐 (002292) 点评报告:《17 年影视储备充裕, IP 价值多层次变现》-20170330

动画《镇魂街》上映 20 天播放破 10 亿, 成绩斐然; 游戏领域下半年仍有多部作品计划上线。同时公司成立子公司霍尔果斯奥飞创业投资有限公司有利于子公司享受霍尔果斯税收优惠政策, 减轻子公司税收负担从而节约资金, 增加利润留存。公司将持续纵深运营 IP 衍生企业, 拓宽产业边界, 打造 IP 为核心的泛娱乐生态, 以期实现公司 IP 的最大化价值。

- **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 4.9、5.69、6.39 亿元, 对应 EPS 分别为 0.37、0.43、0.49 元, 对应当前股价 41、35、31.5 倍 PE。考虑公司围绕 IP 开发持续推进, 研发投入加大后劲发展值得期待, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 公司海外业务未达预期, 泛娱乐布局兑现缓慢

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3360.67	3804.89	4497.72	5375.57
同比(%)	29.80%	13.22%	18.21%	19.52%
归属母公司净利润	498.44	490.01	568.74	638.84
同比(%)	1.92%	-1.69%	16.07%	12.33%
毛利率(%)	49.42%	52.81%	51.84%	49.42%
ROE(%)	12.50%	9.67%	10.80%	11.93%
每股收益(元)	0.38	0.37	0.43	0.49
P/E	40.41	41.10	35.41	31.53
P/B	4.27	3.90	3.85	3.75
EV/EBITDA	17.85	29.34	26.52	23.86



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3192	3867	3653	3593	营业收入	3361	3805	4498	5376
现金	788	2075	1691	1541	营业成本	1700	1796	2166	2719
应收账款	645	574	651	623	营业税金及附加	30	37	44	51
其它应收款	121	111	133	122	营业费用	587	666	774	914
预付账款	399	329	351	360	管理费用	598	742	877	968
存货	1195	681	770	882	财务费用	53	43	28	37
其他	44	97	58	66	资产减值损失	14	11	14	13
非流动资产	5174	3598	4110	4548	公允价值变动收益	5	2	2	3
长期投资	542	344	405	431	投资净收益	135	0	0	0
固定资产	332	324	318	321	营业利润	519	513	597	677
无形资产	514	594	707	872	营业外收入	49	28	45	44
其他	3786	2335	2680	2923	营业外支出	6	4	5	5
资产总计	8366	7465	7763	8141	利润总额	563	537	637	717
流动负债	2630	1531	1770	1977	所得税	86	62	83	95
短期借款	1056	664	791	837	净利润	477	475	554	622
应付账款	491	307	327	375	少数股东损益	-21	-15	-15	-17
其他	1083	561	652	765	归属母公司净利润	498	490	569	639
非流动负债	846	692	703	746	EBITDA	690	651	741	835
长期借款	1	-1	-1	-1	EPS (摊薄)	0.38	0.37	0.43	0.49
其他	844	692	703	747					
负债合计	3476	2223	2473	2723	主要财务比率				
少数股东权益	95	80	65	48	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1308	1308	1308	1308	成长能力				
资本公积	1464	1464	1028	593	营业收入增长率	29.8%	13.2%	18.2%	19.5%
留存收益	1952	2390	2889	3470	营业利润增长率	2.2%	-1.2%	16.4%	13.4%
归属母公司股东权益	4715	5162	5225	5370	归属于母公司净利润增长率	1.9%	-1.7%	16.1%	12.3%
负债和股东权益	8366	7465	7763	8141	获利能力				
					毛利率	49.4%	52.8%	51.8%	49.4%
					净利率	14.2%	12.5%	12.3%	11.6%
现金流量表					ROE	12.5%	9.7%	10.8%	11.9%
					ROIC	8.1%	8.4%	9.1%	9.9%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
经营活动现金流	233	403	548	858	资产负债率	41.5%	29.8%	31.9%	33.4%
净利润	477	490	569	639	净负债比率	37.83%	35.63%	37.87%	37.22%
折旧摊销	75	72	75	80	流动比率	1.21	2.53	2.06	1.82
财务费用	53	43	28	37	速动比率	0.76	2.08	1.63	1.37
投资损失	-135	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	-271	-181	-41	102	总资产周转率	0.51	0.48	0.59	0.68
其它	33	-21	-84	-1	应收账款周转率	4.88	6.25	7.35	8.44
投资活动现金流	-1440	1425	-531	-539	应付账款周转率	5.03	4.50	6.83	7.74
资本支出	-318	-27	-31	-46	每股指标 (元)				
长期投资	476	623	-186	-84	每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.37	0.43	0.49
其他	-1598	828	-313	-410	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	0.31	0.42	0.66
筹资活动现金流	1601	-542	-401	-469	每股净资产 (最新摊薄)	3.61	3.95	4.00	4.11
短期借款	404	-392	127	46	估值比率				
长期借款	1	-2	-0	-0	P/E	40.41	41.10	35.41	31.53
普通股增加	43	0	0	0	P/B	4.27	3.90	3.85	3.75
资本公积金增加	1221	0	-436	-436	EV/EBITDA	17.85	29.34	26.52	23.86
其他	-69	-148	-91	-79					
现金净增加额	393	1287	-384	-151					



机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	孙宜农	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，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“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。