

有望创“喜羊羊”系列票房新高

买入 维持

投资要点:

预计《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》的最终票房在 1.52~2.53 亿元

经典形象+口碑积累+人物情节创新打造最佳“合家欢”影片

报告摘要:

预计最终票房在 1.52~2.53 亿元。1 月份起贺岁档逐步进入平稳期，平时日均票房稳定在 4000 万左右，周末日均票房 7000 万左右，自 1 月 31 日起进入春节档后，日均票房将有所提高，在此假设下，我们预计“喜羊羊”第 6 部大电影最终票房在 1.52~2.53 亿元之间。

口碑：经典形象+口碑积累+人物情节创新。电视版《喜羊羊与灰太狼》自 2005 年 6 月推出后，最高收视率达 17.3%，目前仍是国内最经典、最受欢迎的动画品牌，2013 年 11 月市场又推出《喜羊羊小顽皮》手游产品，12 月推出最新一部动画片《喜羊羊与灰太狼之懒羊羊当大厨》，都为大电影造势。“喜羊羊”大电影自 2009 年登上银幕，累计票房接近 8 亿元，仍是国产动漫电影票房纪录保持者，第 6 部的动画制作效果全面升级，加入新角色“飞马王子”和“蓝马公主”新角色，并契合当下热门节目“爸爸去哪儿”的情节打造最佳“合家欢”式影片，票房水平有望再创新高。

宣发与排片：华谊首次试水动漫，宣发形式新颖多样。该片是华谊兄弟参与制作发行的第一部动漫影片，凭借其较强的宣发实力，有望在 1 月份取得较高的排片表现。影片宣发始于 2013 年 9 月，中秋特辑、“影游互动”提升市场关注度。从市场格局看，近期《熊出没之夺宝熊兵》、《神偷奶爸 2》可能是主要的竞争对手，但“喜羊羊”凭借对儿童市场精准的把握，精良制作以及多年积累的口碑，有望成为亲子合家欢观影之首选。

维持“买入”评级。影片是寒假期间最具竞争力的动画电影，单片行情有望成为公司股价的催化剂之一，奥飞与华谊的首度联手引发市场关注。我们预计 13-15 年的 EPS 为 0.40 元、0.76 元和 1.26 元，成长性相对突出，是中长期价值型标的，持续看好其泛娱乐化战略的推进。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1056.78	1291.16	1647.23	2139.28	2771.55
增长率(%)	17.02%	22.18%	27.58%	29.87%	29.56%
归母净利润(百万)	132.19	181.38	241.85	366.42	491.62
增长率(%)	0.95%	37.21%	33.33%	51.51%	34.17%
每股收益(摊薄后)	0.22	0.30	0.40	0.76	1.26
市盈率(摊薄后)	177	131	98	52	31

传媒行业研究组

分析师:

张泽京(S1180511010003)

电话: 010-88085053

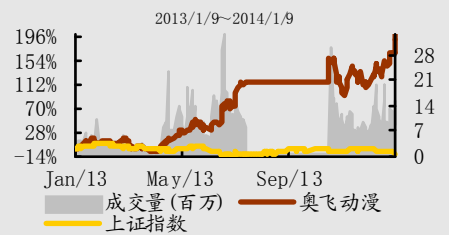
Email: zhangzejing@hysec.com

王京乐(S1180511080003)

电话: 010-88085976

Email: wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

《思美传媒：打造最具创新性、专业性传播集团》

2014/1/7

《华谊兄弟：再启外延扩张增强影视剧实力》

2013/12/25

《华谊兄弟：定制贺岁喜剧大餐端上桌面》

2013/12/17

《光线传媒：3D 魔幻武侠巨作登陆贺岁档》

2013/12/6

《贺岁档至，期待单片行情再现》

2013/11/27

《奥飞动漫：收购游戏公司打造“漫游互动”平台》

2013/10/23



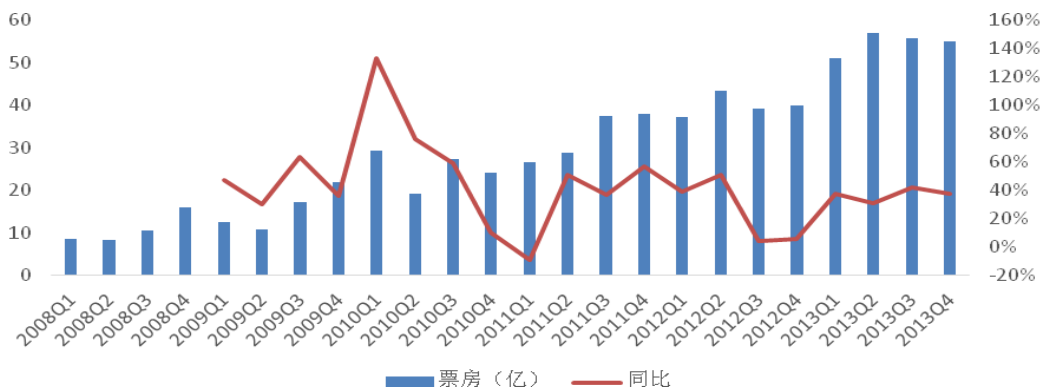
预告片及花絮观赏地址: <http://movie.douban.com/trailer/148706/#content>

一、票房预测: 预计在 1.52 亿元~2.53 亿元

2013 年全国电影总票房已超过 216 亿元, 较去年增长 27%, 继续保持近几年的快速增长势头, 其中国产动画电影 24 部, 票房约 6 亿元, 同比增长 50%。我们看到, 随着影院及银幕数增加, 国产动画电影制作发行水平显著提高, 大众“亲子型”消费能力不断提升, 因此预计 2014 年国产动漫电影有望出现爆发, 成为电影市场的最大亮点之一。随着 1 月份寒假及“春节档”来临, 孩子们将成为观影的重要力量。

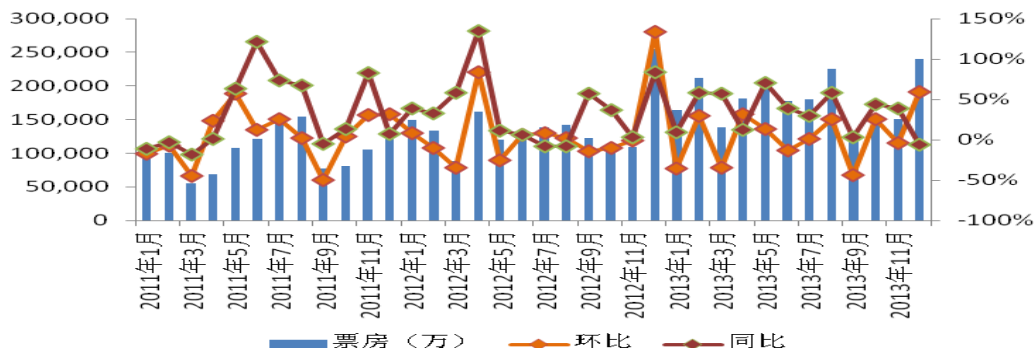
从市场表现看, 1 月份贺岁档经过高峰进入平稳期, 平时日均票房稳定在 4000 万左右, 周末日均票房 7000 万左右。自 1 月 31 日起进入春节档后, 日均票房将有所提高。以此为假设, 预我们计《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》的最终票房在 1.52 亿元~2.53 亿元之间。

图 1: 2008-2013 年电影季度票房变化



资料来源: 宏源证券

图 2: 2011-2013 年电影月度票房变化



资料来源: 宏源证券

表 1: 近两年总票房及各档期票房情况一览

项目(单位: 亿元)	春节档	清明档	五一档	端午档	暑期档	国庆档	总票房
2012 年	4.44	2.2	2.32	1.64	40.96	3.96	170.7
2013 年	8.88	4.4	4.46	2.47	58.3	6.17	216
同比增幅	100%	100%	92.2%	51%	42%	56%	27%

资料来源: 艺恩网、中国电影报、宏源证券

表 2: 2008-2013 年国产动画电影情况一览

年份	国产动画票房(亿元)	数量(部)	单片平均票房(万元)
2008	0.4	6	703
2009	2.6	11	2366
2010	1.7	10	1720
2011	3.2	15	2179
2012	4	22	2190
2013	6	24	2500

资料来源: 宏源证券

表 3: 《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》票房预测

上映时间	排片份额	票房(亿元)
1.16-1.19	20%-25%	0.44-0.55
1.20-1.26	15%-20%	0.41-0.68
1.27-2.2	10%-15%	0.42-0.62
2.3-2.9	5%-10%	0.25-0.51
2.10-2.16	0%-5%	0-0.17
合计	-	1.52-2.53

资料来源: 宏源证券

《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》是由奥飞动漫旗下原创动力、上海炫动、华谊兄弟联合出品，并由华谊兄弟负责发行，假设奥飞投资比例为 40%，制作成本为 0.18 亿元，制片占总票房比例的 40% 左右，则 1.52~2.53 亿元票房之间对公司业绩的影响如下：

表 4: 《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》对奥飞业绩的敏感性分析

最终票房	确认收入	成本	毛利	净利润	影响 EPS(元)	2014 年 EPS	2014PE
0.5	0.07	0.07	0.00	0.00	0.00	0.76	52
1	0.14	0.07	0.07	0.05	0.01	0.77	51
1.5	0.21	0.07	0.13	0.10	0.02	0.78	51
2	0.28	0.07	0.20	0.14	0.02	0.78	50
2.5	0.34	0.07	0.27	0.19	0.03	0.79	50

资料来源：宏源证券

二、口碑：经典形象+口碑积累+人物情节创新

与同档期的其他动画电影相比，《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》集合了更多票房超预期的积极元素，其中包括：

- **经典动漫形象，粉丝群体广泛，动画片、手游提前造势。** 国产原创系列电视动画片《喜羊羊与灰太狼》自 2005 年 6 月推出后，陆续在全国近 50 家电视台热播，最高收视率达 17.3%，远超同时段其他动画片，**2013 年 11 月推出《喜羊羊小顽皮》手游产品，12 月又推出最新一部动画片《喜羊羊与灰太狼之懒羊羊当大厨》，为即将上映的大电影造势**，而且同名漫画书推出后也立刻成为畅销书籍，销量超过百万册，这些品牌化、系列化、持续化、高产量、低成本的设计制作为该品牌的滚动营销打下了深厚基础。目前，以《喜羊羊与灰太狼》为主题开发的衍生品门类众多，涵盖音像图书、毛绒公仔、玩具礼品、文具服装、食品、日用品，还包括 QQ、MSN 表情、手机桌布、屏保、多媒体等。此外，陪伴中国儿童八载有余，拥有的强大而忠实的粉丝群体是该品牌最大优势，“喜羊羊”依然是国内最经典、最受欢迎的动画品牌。
- **每年一部贺岁大餐，稳坐国产动画电影头把交椅。**《喜羊羊与灰太狼》大电影自 2009 年第一次登上银幕，**每年寒假初都会与大小观众们见面，被称为“孩子们的春晚”，是中国生命周期最长，角色最深入人心的系列动画电影**，累计票房接近 8 亿元，曾经创造的 1.65 亿元票房纪录至今没有被打破，这次第 6 部影片凭借新故事、新形象等诸多亮点有望创造该系列片票房新高。

表5：“喜羊羊与灰太狼”系列动画片一览

年份	片名	集数*分钟
2005	喜羊羊与灰太狼	530*15
2006	喜羊羊与灰太狼之古古怪界大作战	60*15
2008	喜羊羊与灰太狼之羊羊运动会	60*15
2010	喜羊羊与灰太狼之羊羊快乐的一年	100*15
2010	喜羊羊游世博	20*5
2011	奇思妙想喜羊羊	60*15
2011	喜羊羊与灰太狼之给快乐加油	100*15
2012	喜羊羊与灰太狼之竞技大联盟	60*15
2012	喜羊羊与灰太狼之开心日记	60*15
2013	喜羊羊与灰太狼之开心方程式	60*15
2013	喜羊羊与灰太狼之懒羊羊当大厨	51*25

资料来源：互联网、宏源证券

表6：“喜羊羊”系列电影情况

序号	上映日期	电影名称	类型	制片方	发行方	总票房(万元)
1	2009.1.16	《喜羊羊与灰太狼之牛气冲天》	动画	上海文广、原创动力、北京优扬	中影、上影等	7599
3	2010.1.29	《喜羊羊与灰太狼之虎虎生威》	动画	上海文广、原创动力	中影、上影等	12470
4	2011.1.21	《喜羊羊与灰太狼之兔年顶呱呱》	动画	北京优扬、上海炫动、原创动力	中影、上影等	14820
5	2012.1.12	《喜羊羊与灰太狼之开心闯龙年》	动画	北京优扬、上海炫动、原创动力	博纳影业、上影等	16250
6	2012.8.10	《我爱灰太狼》	动画	卡通先生、原创动力等	卡通先生、珠江影业	7266
7	2013.1.24	《喜羊羊与灰太狼过蛇年》	动画	卡通先生、原创动力等	上海炫动、珠江影业	12214
10	2013.8.1	《我爱灰太狼2》	动画	卡通先生、原创动力等	卡通先生、珠江影业等	7468
11	2014.1.16	《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》	动画	原创动力、上海炫动、华谊兄弟	华谊兄弟	-

资料来源：互联网、宏源证券（标重影片为奥飞参与制作）

- **动画效果全面升级，童话梦幻视觉冲击；人物情节创新。**影片在特效制作和故事内容上都达到了全新的高度，为了给观众带来最华丽的动画场景，100多个特效组动画师全力投入特效制作，打造出汹涌激流和梦幻云层，更让花瓣形的天马城凌空矗立，这样的顶级制作使观众不用带上3D眼镜也可以有身临其境之感，动画效果将做到国产2D动画的极致。新作中还将出现精心设计的新角色“飞马王子”和“蓝马公主”，新情境“奇幻天宫”、“飞岛仙境”，灰太狼和小灰灰还将上演动画版的“爸爸去哪了”，情节格外具备吸引力。此外，还有当红演员郑恺、白百何倾情献声，这些都成为了《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》票房大卖的保证。

图 3：“喜羊羊”6 加入全新角色



资料来源：宏源证券

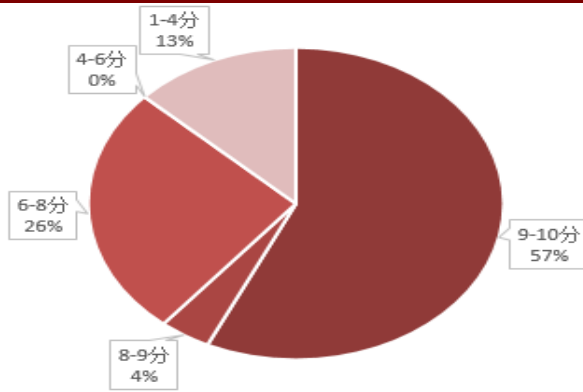
- **首选“合家欢”式动漫电影。**快乐、家庭、梦幻题材是“喜羊羊6”大电影的核心主题，在电视节目“爸爸去哪儿”热潮的背景下，“小手牵大手”亲子类题材的影片有望受到热捧。
- **影评网站口碑监测：**通过对上映前各大网站的监测可以发现，《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》拥有较高的评价，比如在格瓦拉网上，本片综合评定达到7分的高分，评分在6分以上的占87%。

表 7：影评网站上的评价

评测网站	分数	影评精选
豆瓣	5 星	国产动画的领路人！业界良心！！我国动漫产业的崛起就靠你了！！我最喜欢这部动画片，老少皆宜，今年也要破亿哟！！！！国产救星喜羊羊！！！！真搞不懂黑喜羊羊的人怎么想的，你们这是崇洋媚外！喜羊羊赛高！！信羊哥得永生！！
	5 星	就是很喜欢喜羊羊啊。。我是高二党。。从小学就开始看喜羊羊了。。这压根和那种内涵丰富的欧美片子没有可比性嘛！观众群体不同，给小孩子看的东西为什么要成年人来评判？
	4 星	这是十二生肖啊卧槽，是要出个遍么
时光网	10 分	画面精致了不少
	8 分	羊羊居然自己会飞了
	7 分	打个分 话说 这么多人歧视喜洋洋 你们以后也会有小孩的 你们的小孩也会喜欢喜洋洋的 换做你们是小孩 也会喜欢的 阶段不同而已 这是在间接侮辱小孩子吧
格瓦拉	10 分	喜羊羊系列的经典延续，很期待，会一直看下去
	9 分	看上去不错的样子！

资料来源：各影评网站、宏源证券

图 4: 格瓦拉对影片的评分



资料来源: 格瓦拉、宏源证券

三、华谊首次试水动漫，宣发形式新颖多样

《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》是华谊兄弟参与制作发行的第一部动漫影片，凭借其较强的宣发实力，有望在 1 月份取得较高的排片表现。“喜羊羊 6”大电影自 2013 年 9 月份就启动了宣传工作，相继推出“飞马王子”中秋特辑，并发布由五月天献声的宣传曲《天使》等，宣传周期拉长。与此同时，热门网页游戏《凯恩战记》、《魔卡物语》之飞马奇遇记专属任务剧情曝光，社区将融入喜羊羊大电影中的精彩剧情打造“喜灰迷”的专属游戏，形成“影游互动”的效果，全方位、多渠道的宣传方式将推动市场关注度达到火热。

表 8: 由华谊兄弟负责发行的影片排片率情况

时间	星期	排片份额	时间	星期	排片份额
一九四二 (制作+发行)					
2012/11/29	星期四	34.76%	2012/12/14	星期五	15.14%
2012/11/30	星期五	35.99%	2012/12/15	星期六	14.32%
2012/12/1	星期六	36.42%	2012/12/16	星期日	14.99%
2012/12/2	星期日	37.10%	2012/12/17	星期一	14.15%
2012/12/3	星期一	36.78%	2012/12/18	星期二	14.68%
2012/12/4	星期二	36.86%			
2012/12/5	星期三	34.23%			
2012/12/6	星期四	32.50%			
2012/12/7	星期五	32.22%			
2012/12/8	星期六	32.02%			
2012/12/9	星期日	32.46%			
2012/12/10	星期一	32.04%			
2012/12/11	星期二	22.44%			
2012/12/12	星期三	19.80%			
2012/12/13	星期四	17.22%			

十二生肖（制作+发行）					
2012/12/20	星期四	32.89%	2013/12/31	星期一	28.38%
2012/12/21	星期五	31.82%	2013/1/1	星期二	28.48%
2012/12/22	星期六	30.95%	2013/1/2	星期三	28.87%
2012/12/23	星期日	31.22%	2013/1/3	星期四	28.94%
2012/12/24	星期一	31.72%	2013/1/4	星期六	28.72%
2012/12/25	星期二	31.74%	2013/1/5	星期日	29.08%
2012/12/26	星期三	31.39%	2013/1/6	星期一	29.08%
2012/12/27	星期四	31.25%	2013/1/7	星期二	29.06%
2012/12/28	星期五	28.98%	2013/1/8	星期三	20.74%
2012/12/29	星期六	28.44%	2013/1/9	星期四	20.64%
2012/12/30	星期日	28.59%			
狄仁杰之神都龙王（制作+发行）					
2013/9/28	星期五	33.49%	2013/10/10	星期三	26.75%
2013/9/29	星期六	34.34%	2013/10/11	星期四	21.09%
2013/9/30	星期日	30.89%	2013/10/12	星期五	20.18%
2013/10/1	星期一	32.43%	2013/10/13	星期六	20.63%
2013/10/2	星期二	32.71%	2013/10/14	星期日	20.63%
2013/10/3	星期三	32.36%	2013/10/15	星期一	20.45%
2013/10/4	星期四	32.34%	2013/10/16	星期二	12.37%
2013/10/5	星期五	30.64%			
2013/10/6	星期六	30.46%			
2013/10/7	星期日	30.38%			
2013/10/8	星期一	31.37%			
2013/10/9	星期二	31.39%			

资料来源：宏源证券

从近两个月的片单可以看出，动画电影成扎堆爆发之势。1 月份将有《青蛙王国》、《神偷奶爸 2》、《熊出没之夺宝熊兵》、《巴拉啦小魔仙之魔法的考验》、《拯救大明星》、《聪明的一休》、《极地大冒险 2》等 7 部放映。其中，国产动画电影方面，《青蛙王国》票房变现中规中矩，但排片靠前基本不会对本片产生影响，而于 18 日上映的《熊出没之夺宝熊兵》近年来人气呈上升趋势，可能是本片主要的竞争对手，同为奥飞动漫出品的《巴拉啦小魔仙之魔法的考验》23 日上映，观众群体有差别，且为真人动画题材。相比之下，进口动画电影方面，《神偷奶爸 2》10 日上映，人气较高，但观影范围覆盖到成人，与本片形成差异化，《拯救大明星》、《聪明的一休》、《极地大冒险 2》在知名度上均不及本片，对本片排片影响有限。综上，虽然档期内上映动画电影较多，竞争较为激烈，但本片凭借针对儿童市场的独特性，精良的制作以及多年积累的口碑和粉丝基础，将带来亲子合家欢观影热潮，博取高票房。

主要竞争性动画电影的基本情况为：

- **《青蛙王国》（12 月 28 日上映）：**讲述了一个发生在青蛙王国里的美丽的励志故事。它的最大的艺术特色是“写实+卡通”以一个青蛙的视角，带人走进一个充满神奇色彩

的动物卡通世界。

- 《神偷奶爸2》(1月10日上映): 挟全球票房5.43亿的亮眼成绩打造续集,《神偷奶爸2》显然野心更大,除延续3D制作外,第二部的故事中,“坏蛋奶爸”格鲁和他的三个养女、以及小黄人也将携手继续耍宝卖萌。
- 《熊出没之夺宝熊兵》(1月18日上映): 是熊出没推出第一部电影,定位全年龄卡通大片,在剧情、内涵、特效上均有重大突破。
- 《巴啦啦小魔仙之魔法的考验》(1月23日上映): 作为超人气动漫品牌,在电视荧屏和电影大荧幕多栖开花,电视剧集是小朋友们每年必看的作品。
- 《拯救大明星》(1月25日上映): 该片由《狮子王》、《勇敢传说》团队精心打造,秉承好莱坞动画一贯的优良水准: 形象可爱、画面精致、3D效果出色等。
- 《聪明的一休》(1月31日上映): 全球首部剧场版宣布将于马年大年初一公映。该片由电视版原画作者石黑育先生领衔创作,1997版“一休师傅”的配音演员王晓燕女士“原音重现”。
- 《极地大冒险2》(2月2日上映): 卡里·约森恩执导的喜剧动画电影。由 Erik Carlson, 凯里·海塔拉蒂, Juha Veijonen 等担任主演。讲述了小驯鹿极地探险之旅。

表9: “喜羊羊”大电影前后片单情况

上映时间	影片	类型	地区	制片商	发行商	导演	主演	备注
12月28日	青蛙王国	动画	中国	吉林禹硕、航美传媒	万达影视	奈尔森·辛	石斑瑜、姜瑰瑾	3D
1月10日	神偷奶爸2(卑鄙的我2)	动画	美国	环球影业等	中影	皮艾尔·柯芬	邓超、田雨橙	3D
1月10日	哭恋	爱情 / 剧情	中国	北京徕玛风尚	中影	李济德	王大治 王二妮	
1月11日	六福喜事	爱情 / 喜剧	中国 / 中国香港	香港天马、乐视影业		谷德昭	黄百鸣、吴君如	
1月16日	喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记	动画	中国	上海炫动、原创动力、华谊兄弟、奥飞动漫	华谊兄弟	简耀宗	白百何、郑恺	
1月17日	非狐外传	古装/爱情	中国 / 中国香港	珠江电影集团等		钱升玮	周秀娜、方力申	
1月17日	诡镇	惊悚	中国	上海七贤影视文化传媒有限公司	华夏等	钱人豪	何超仪、夏凡	
1月17日	大寒桃花开	爱情	中国	上海鹏锦	北京唐德灿烂	许安	杨幂 冯绍峰	
1月17日	完美假妻	剧情 / 喜剧	中国	深圳市珑艺影视、中影星美		刘镇伟	何炅、徐若瑄	
1月17日	一触即发	动作 / 惊悚	美国	派拉蒙等	中影	肯尼思·	克里斯·派恩	
1月18日	熊出没之夺宝熊兵	动画 / 剧情	中国	华强数字动漫、卡通先生、乐视影业、珠江影业	卡通先生	丁亮、刘富源	张秉君、张伟、谭笑	3D

1月18日	金牌流浪狗	喜剧	中国	青岛凤凰世纪等		马里奥	毛毅	
1月23日	巴啦啦小魔仙之魔法的考验	奇幻 / 冒险	中国	奥飞动漫、光线影业	光线影业	李欣	廖景萱、袁奇峰	
1月25日	拯救大明星	动画	英国 / 美国	Prana Studios、Gateway Films	华夏	莱昂·朱森	马丁·弗瑞曼	3D
1月31日	西游记之大闹天宫	魔幻	中国 / 中国香港	星皓电影、东方电影等	北京安石英纳	郑保瑞	甄子丹、周润发	3D
1月31日	U盘	剧情	中国	神州金马、山东龙视天下	山东龙视天下	徐志强	肖雨雨 杨琰	
1月31日	前任攻略	爱情 / 喜剧	中国	华谊兄弟、乐华娱乐等	华谊兄弟	田羽生	韩庚、姚星彤	
1月31日	聪明的一休	动画	中国 / 日本	上海炫动、东映动画等	珠江影业			
1月31日	澳门风云(赌神4:谁与争锋)	剧情	中国 / 中国香港	香港星王朝、博纳等	博纳	王晶	周润发 谢霆锋	
1月31日	爸爸去哪儿	家庭 / 剧情	中国	光线、上海天娱等	光线	谢涤葵	小小志 田雨橙	
2月2日	大话天仙	喜剧	中国	北京诚信联盟国际影视文化有限公司		刘镇伟	孙俪、郑中基	
2月2日	极地大冒险2	动画 / 冒险	芬兰/德国/丹麦	迪士尼等	哥伦比亚影业等	弗兰克		3D
2月6日	机械战警	动作 / 犯罪 / 科幻	美国	米高梅电影公司等	中影等	何塞·帕迪里亚	乔尔·金纳曼	
2月14日	谁说我们不会爱	剧情 / 爱情	中国	深圳市世纪领军		刘宝贤	杜淳 颖儿	
2月14日	北京爱情故事	爱情 / 剧情	中国 / 中国香港	英皇娱乐、万达影视	万达影视	陈思诚	陈思诚 佟丽娅	
2月14日	江南爱情故事	爱情 / 剧情	中国	金泉华艺	中影	任鹏	沈秋雨	

资料来源：艺恩资讯、宏源证券

四、最佳档期：寒假春节“亲子档”观影热情高涨

1月16日是中小学放寒假第一天,“喜羊羊6”是精准针对中小學生定制的动画电影。处于消费能力最强的贺岁档,横跨春节档期和寒假,小影迷们观影情绪高涨,以儿童为中心的合家观影“亲子档”启动,助推观影人次和上座率。

五、继续看好奥飞动漫,维持“买入”评级

《喜羊羊与灰太狼之飞马奇遇记》是寒假期间最具竞争力的动画电影,单片行情有望成为公司股价的催化剂之一,奥飞与华谊的首度联手引发市场关注。在考虑收购游戏资产、“喜羊羊”品牌等因素后,我们预计公司13-15年的EPS为0.40元、0.76元和1.26元,

成长性相对突出，是中长期价值型标的。公司拥有的 IP 品牌、渠道、国际地位等核心竞争力将铸造中国版“迪士尼”的龙头价值，在内生保持快速增长的同时，今年在包括电影、游戏、移动互联网、国际化等领域仍有诸多看点，外延式扩张动力充足，战略合作顺理成章，业绩向上弹性较大，而 2015 年海外贡献爆发和“喜羊羊”盈利改善，成长更将提速，维持“买入”评级。

六、风险提示

- 1) 动漫影视片收视率、票房或游戏业务流水不达预期
- 2) 国内外竞争对手异军突起，竞争加剧
- 3) 国际化进展缓慢
- 4) 对外投资协同性有限
- 5) 传统玩具渠道受互联网冲击加大

财务报表

利润表(单位:百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1291.16	1647.23	2139.28	2771.55
减: 营业成本	799.12	953.32	1213.53	1552.65
营业税金及附加	17.74	16.47	21.39	27.72
营业费用	126.04	197.67	235.32	304.87
管理费用	142.70	202.61	248.16	321.50
财务费用	-10.03	-16.69	-19.56	-24.41
资产减值损失	4.83	5.00	5.00	5.00
加: 投资收益	-4.50	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.05	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	206.31	288.86	435.44	584.22
加: 其他非经营损益	11.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	217.37	288.86	435.44	584.22
减: 所得税	30.16	43.33	65.32	87.63
净利润	187.20	245.53	370.12	496.59
减: 少数股东损益	5.82	3.68	3.70	4.97
归属母公司股东净利润	181.38	241.85	366.42	491.62
原有业务 EPS	0.295	0.394	0.596	0.800
游戏业务	-	-	0.06	0.15
喜羊羊授权业务	-	0.01	0.05	0.06
孩之宝项目海外业务	-	-	0.06	0.25
公司合计 EPS	0.3	0.40	0.76	1.26
最新 PE	131	98	52	31

资料来源: 宏源证券(假设游戏业务年中并表)

资产负债表(单位:百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	579.04	631.39	729.90	955.04
应收和预付款项	367.65	395.69	558.69	661.29
存货	315.17	342.29	416.17	471.06
其他流动资产	105.97	105.97	105.97	105.97
长期股权投资	37.41	37.41	37.41	37.41
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	216.22	242.96	245.70	262.44
无形资产和开发支出	243.21	218.84	194.46	170.09
其他非流动资产	5.10	2.55	0.00	0.00
资产总计	1869.77	1977.09	2288.30	2663.31
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	256.30	221.34	288.56	336.19
长期借款	13.15	13.15	13.15	13.15
其他负债	0.34	0.34	0.34	0.34
负债合计	289.79	234.83	302.04	349.68
股本	409.60	409.60	409.60	409.60
资本公积	578.74	578.74	578.74	578.74
留存收益	490.74	649.35	889.64	1212.04
归属母公司股东权益	1479.08	1637.68	1877.98	2200.38
少数股东权益	100.90	104.58	108.28	113.25
股东权益合计	1579.98	1742.26	1986.26	2313.63
负债和股东权益合计	1869.77	1977.09	2288.30	2663.31
现金流量表				
经营性现金净流量	246.62	198.90	245.08	429.95
投资性现金净流量	-201.39	-60.00	-40.00	-60.00
筹资性现金净流量	-66.80	-86.55	-106.57	-144.81
现金流量净额	-21.81	52.35	98.52	225.14

作者简介:

张泽京: 宏源证券研究所传媒行业研究员; 六年证券行业从业经验, 曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010 年加盟宏源证券研究所。

王京乐: 传媒行业研究员, 东北财经大学金融学硕士, 四年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券研究所, 曾先后从事家电、旅游、煤炭等行业的研究。

主要研究覆盖公司: 奥飞动漫、华谊兄弟、中南传媒、华录百纳、百视通、乐视网、人民网、掌趣科技等。

机构销售团队

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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