

# 博瑞传播（600880）中报点评

## 转型攻坚，价值重估延后

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

研究助理：黄继晨

日期：2014年7月23日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

### 事件：

公司发布2014年中期报告，上半年实现总收入 8.0 亿元，较上年同期增 7.95%；归属于母公司所有者的净利润 1.57 亿元，较上年同期减少 12.79%；基本每股收益为 0.14元。

### 点评：

#### 1、传统媒体业务超预期下滑拖累业绩

受经济下滑影响以及新媒体业态的冲击，公司上半年传统媒体业务“量价齐跌”，以平面广告和印刷等为代表的传统媒体业务出现超预期下滑，仅实现主营收入 3.46 亿元、毛利规模 1.43 亿元，同比下降幅度分别达到 26.2% 和 35.7%。我们认为上述趋势将贯穿全年，报业相关业务大幅萎缩或将拖累其 14 年整体业绩。

另一方面，营收增长而净利下滑主要归咎于：1) 并表范围加大导致销售费用率上升 1.8 个百分点；2) 游戏业务步入研发密集期，并表漫游谷后研发开支同比增加 4200 余万，管理费用率激增 5.8 个百分点。我们认为在多元化经营以及外延并购的持续推进下，公司对费用的控制略显薄弱，后续整合与共享渠道和研发资源有望成为内控的着力突破点。

#### 2、游戏业务占比攀升，自主研发能力再获认可

并表漫游谷后，网络游戏业务占比快速提升，上半年实现收入 1.58 亿元，对总收入贡献达到 19.69%，实现净利润 4127 万元，对整体贡献达到 22.97%，成为公司成长的重要驱动。与此同时，由博瑞梦工厂研发的 3D 重度手游《龙之守护》上线初期表现上佳，国内 ios 平台流水超过 500 万/月，海外渠道：登陆韩国 KAKAO 平台，6 月流水达到 1500 万人民币。强势渠道商和发行商独家代理该款游戏也再一次印证了公司强大的研发能力。我们认为，公司以手游精品 CP 为核心的新产品发展战略有望在未来 18 个月中陆续获得回报，其下半年预计推出 6 款新游戏，与久游联合运营的《劲舞团 3》亦有望在今年四季度上线测试。最后，公司在游戏发行领域的布局仍显薄弱，自研产品仍主要通过与强势渠道合作以及独代授权的方式进行发行，



联讯证券

后续有望通过外延并购补足在发行环节以及流量平台方面的短板，继续提升手游业务在营收中的比重和在企业价值中的地位。

### 3、转型攻坚，延展产业链对冲传统业务下滑，维持“增持”评级

在传统媒体业务超预期萎缩的大背景下，仅依靠内生增长已经难以实现管理层设定的 20 亿元的收入目标，未来公司看点将主要集中在网游新品的市场反响以及或有的潜在并购。不考虑或有并购的影响，我们测算公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.36 和 0.45 元（较年报点评分别下调 10.8% / 9.5%），对应 PE 分别为 29X / 23X。公司仍处于转型的攻坚期，新旧媒体切换的雏形已经显现，但长期成长空间尚待打开，考虑到其相对合理的估值以及充足的现金储备，我们维持其“增持”评级不变。

### 4、风险提示：

“漫游谷”业绩不达预期、梦工厂手游新品推广不利、户外广告业务开拓逊于预期、小贷业务不良贷款风险。

图表 1 公司盈利预测简表

百万元（人民币）	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	1306	1356	1597	1857	2136
<i>增速 (%)</i>	<i>12.39%</i>	<i>3.83%</i>	<i>17.76%</i>	<i>16.31%</i>	<i>15.01%</i>
营业成本	668	717	782	901	1019
<i>毛利率 (%)</i>	<i>48.85%</i>	<i>47.13%</i>	<i>51.00%</i>	<i>51.50%</i>	<i>52.30%</i>
销售费用	62	61	75	85	96
管理费用	132	167	188	238	250
财务费用	(5)	(17)	(10)	(17)	(13)
营业利润	531	371	485	588	724
利润总额	531	379	501	601	737
归属于母公司所有者的净利润	394	286	338	394	495
<i>增速 (%)</i>	<i>23.84%</i>	<i>-27.37%</i>	<i>18.23%</i>	<i>16.54%</i>	<i>25.62%</i>
基本每股收益(元)	0.36	0.26	0.31	0.36	0.45

资料来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

### 分析师承诺

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。

### 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。