业绩表现平稳，期待互娱模式升级 增持 维持

投资要点:

- 内生平稳增长，“天拓”并表增加贡献
- 游戏互娱业务已形成清晰的战略规划，下半年产品值得期待
- 转型战略继续推进，关注外延式扩张

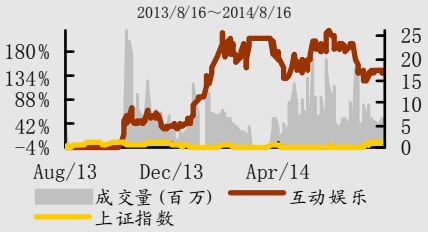
报告摘要:

- **主业平稳增长，“天拓”实现并表。**2014 年上半年公司实现营业收入 11.8 亿元，扣除非经常性损益净利润 0.81 亿元，分别同比增长 13.6%和 65.2%，对应 EPS0.14 元，低于此前预期。业绩增长主要是 3 月份“天拓科技”并表所致，上半年该公司实现扣非净利润 0.4 亿元，贡献盈利约 0.28 亿元，若扣除此因素影响，内生增速大约 8.2%。
- **车模业务：市场地位稳固，产品结构优化。**上半年公司车模玩具实现收入 2.66 亿元，增长 12.3%，由于产品结构优化，海外市场有所改善，国内渠道进一步铺设，保持一定的增长水平。
- **婴童用品及其他玩具：产品线积极拓展。**上半年公司实现婴童用品收入 0.5 亿元，大幅增长 22.8%，在产能瓶颈缓解后正充分受益行业的快速成长，其中儿童汽车安全座椅、自行车等产品加快推广，收入增长 751%至 733 万元，今年仍有望延续高增长态势。
- **游戏业务：稳步提升核心竞争力。**通过陆续整合“畅娱天下”和“天拓科技”，公司的游戏互娱产品已形成系统的精品战略布局，上半年品牌页游《倚天》经久不衰，月流水仍在 3000 万左右，《剑与地下城》、《水浒风云》月流水也达到几百万，《龙骑士传》、《伏魔西游》等新产品成功对接腾讯孵化组，下半年将加快推广进度，预计有 5 款自研产品上线，包括《有仙气》、《永恒之城》、《书剑恩仇录》等值得期待。在此基础上，公司还有望深化与腾讯平台的合作，拓展国内联运及海外市场，搭建发行平台建设，并借助外延成长的契机，巩固强化线上互娱生态链。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	1118.43	2219.18	2536.47	2805.22	3079.68
增长率（%）	151.72%	98.42%	14.30%	10.60%	9.78%
归母净利润(百万)	107.26	134.26	236.89	288.65	343.93
增长率（%）	32.23%	25.17%	76.45%	21.85%	19.15%
每股收益	0.17	0.22	0.38	0.47	0.55
市盈率	-	-	40	33	28

传媒行业研究组
分析师:
王京乐(S1180511080003)
电话：010-88085976
Email：wangjingle@hysec.com

市场表现



相关研究

《乐视网：给力定增彰显未来发展信心》 2014/8/8

《光线传媒：度过平淡期，下半年有望发力》 2014/8/8

《华策影视：业绩快速增长，主业转型现成效》 2014/7/29

《奥飞动漫：开心超人 2：暑期再度集结正能量》 2014/7/17

《奥飞动漫：玩具游戏双超预期，向上修正业绩》 2014/7/14

《华录百纳：并购引发质变，开创全新局面》 2014/7/2

《奥飞动漫：筑建全球优质动漫 IP 资源平台》 2014/6/25

- **转型战略推进，关注后续外延式扩张。**公司正在构建以文化内容为基础，线上线下结合、硬件软件结合、营销推广结合的“玩具+游戏”互动娱乐产业链，未来将加快与互联网融合实现链条延伸，近期停牌拟披露重大事项可能催生实质性利好。
- **维持“增持”评级。**不考虑新收购的情况下，调整未来 3 年 EPS 为 0.38 元、0.47 元和 0.55 元，对应 PE 为 40 倍，重点关注公司后续外延扩张和线上互娱业务模式的升级。

风险提示：1）新游戏流水、盈利不达预期；2）游戏业务监管风险；3）外延扩张缓慢，方案未获通过；4）收购资产盈利下滑。

表：公司后续游戏项目进展情况

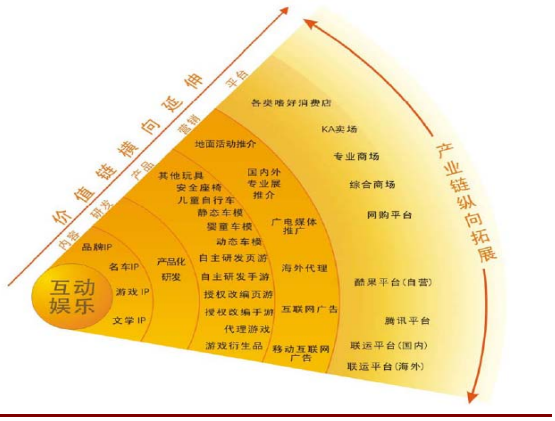
序号	项目	状态	预计上线时间
1	网页游戏《永恒之城》	处于研发阶段	2014 年 Q3
2	手机游戏《有仙气》	处于研发阶段	2014 年 Q3
3	欧美神话 SLG 网页游戏	处于研发阶段	2014 年 Q4
4	手机网络游戏《魔界之王》	处于研发阶段	2014 年 Q4
5	策略群体对战手机游戏软件三国系	处于研发阶段	2015 年 Q1
6	即时卡牌手机游戏软件星球大战系	处于研发阶段	2015 年 Q1
7	横版半即时回合制手机游戏软件魔物系	处于研发阶段	2015 年 Q1
8	轻动作类 ARPG 手机游戏软件欧美魔幻系	处于研发阶段	2015 年 Q1
9	回合制 RPG 手机游戏软件欧美暗黑系	处于研发阶段	2015 年 Q2

资料来源：公司公告、宏源证券

图 1：公司搭建成具备特色的互动娱乐平台

资料来源：公司公告、宏源证券

图 2：公司娱乐化产业链纵深布局



资料来源：公司公告、宏源证券

财务报表

利润表（单位：百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2219.18	2536.47	2805.22	3079.68
减：营业成本	1936.52	2040.80	2238.51	2422.06
营业税金及附加	4.67	5.34	5.91	6.48
营业费用	57.39	81.17	81.35	89.31
管理费用	64.12	88.78	92.57	101.63
财务费用	9.10	10.73	9.56	10.61
资产减值损失	1.35	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	13.59	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	4.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	164.42	309.66	377.32	449.59
加：其他非经营损益	2.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	166.81	309.66	377.32	449.59
减：所得税	22.06	46.45	56.60	67.44
净利润	144.75	263.21	320.73	382.15
减：少数股东损益	10.49	26.32	32.07	38.21
归属母公司股东净利润	134.26	236.89	288.65	343.93
EPS	0.216	0.382	0.465	0.554
PE	70.67	40.05	32.87	27.59

资料来源：宏源证券

资产负债表（单位：百万元）	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	209.46	202.92	497.52	775.13
应收和预付款项	110.88	138.27	211.79	240.90
存货	286.61	296.47	449.70	626.77
其他流动资产	6.91	6.91	6.91	6.91
长期股权投资	121.35	121.35	121.35	121.35
投资性房地产	23.94	20.68	17.43	14.17
固定资产和在建工程	584.72	536.02	485.32	432.62
无形资产和开发支出	422.99	388.17	353.36	318.55
其他非流动资产	29.29	21.97	14.65	14.65
资产总计	1796.14	1732.77	2158.03	2551.05
短期借款	316.98	11.94	0.00	0.00
应付和预收款项	331.50	348.21	511.31	577.73
长期借款	5.04	5.04	5.04	5.04
其他负债	30.96	30.96	30.96	30.96
负债合计	684.47	396.15	547.30	613.72
股本	241.78	296.78	296.78	296.78
资本公积	408.26	408.26	408.26	408.26
留存收益	368.83	567.46	809.49	1097.88

归属母公司股东权益	1018.87	1272.50	1514.54	1802.92
少数股东权益	92.79	119.11	151.19	189.40
股东权益合计	1111.67	1391.62	1665.72	1992.32
负债和股东权益合计	1796.14	1787.77	2213.03	2606.05
现金流量表				
经营性现金净流量	59.94	361.15	365.90	339.12
投资性现金净流量	-165.60	-20.00	-20.00	-20.00
筹资性现金净流量	130.87	-347.69	-51.29	-41.52
现金流量净额	26.81	-6.54	294.61	277.60

资料来源：宏源证券

作者简介:

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、思美传媒、华策影视、乐视网、光线传媒、互动娱乐、梅花伞等。

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
		孙立群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚　曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴　蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵　然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	zhoudi@hysec.com
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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范围包括证券投资咨询业务。