

IP 生态圈建设成效渐显

投资要点

- 前三季度业绩增长显著,衍生品业务发展迅猛、真趣网络并表增厚利润。**公司Q1-Q3实现营收6.8亿元,同比增长54.9%,实现归母净利润3.0亿元,同比增长101.2%,扣非后归母净利润1.4亿元,同比增长108.0%。公司公布了2017年全年业绩预告,预计全年净利润区间3.42-4.37亿元,同比增长80%-130%。业绩大幅增长的原因:1)IP衍生品收入以及动漫游戏增加。2)公司3月份并表手机社交游戏的研发及运营商真趣网络,标的2017年对赌净利润为1.02亿元,使公司游戏业务收入迎来较大提升。3)Q1-Q3非经常性损益1.6亿,其中主要来源为子公司香港美盛出售手游直播平台“ChushouTV”的运营公司KascendHolding,Inc6.17%股权确认的投资收益。4)公司对费用管控力度加强,期间费用率下降。
- 成为JAKKS第一大股东+IP合作广泛,衍生品之路值得期待。**1)今年上半年,公司增资美国迪士尼授权商、第三大玩具动漫服饰巨头JAKKS,持股比例高达19.5%,成为标的第一大股东。投资JAKKS,公司有望增强自身的衍生品设计及研发能力,同时有望共享JAKKS拥有的优质上游IP资源,公司与JAKKS成立的合资公司已经帮助公司获得迪士尼玩具及相关衍生品销售的授权。2)IP合作方面,公司深化与迪士尼、漫威、任天堂等IP源头的合作,共同开发“星球大战”、“冰雪奇缘”、“魔兽”、“超级马里奥”、漫威英雄系列等IP衍生品。此外,美盛二次元与阅文集团达成正式合作,获得顶级国产漫画IP《全职高手》的正版cos周边授权。
- 动漫、游戏逐步发酵:**今年动漫游戏业务增长较快,以原创IP《女神记》为例,今年5月上线3D动画网剧,上线一个月,居全网5月新增作品播放量排行榜第二,并屡次进入b站国产动画热门榜单前三、百度动漫风云榜前三,多次摘得“爱奇艺动漫风云榜”桂冠,改编的电影已处于制作阶段,同IP手游也将于明年上线。
- 盈利预测与投资建议:**预计2017-2019年EPS分别为0.44元、0.56元、0.66元。服装行业可比公司PE均值为40.11倍,但考虑到动漫行业蓬勃发展给动漫服饰业带来的机遇,同时公司自身业务之间能产生协同优势,因此给予公司2017年45倍估值,对应目标价19.83元,首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**汇兑损益风险、并购标的业绩或不及预期、IP开发进展或不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

联系人: 罗亚琨
电话: 0755-88604093
邮箱: lyk@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	9.10
流通A股(亿股)	7.38
52周内股价区间(元)	12.88-38.05
总市值(亿元)	163.72
总资产(亿元)	48.94
每股净资产(元)	3.97

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	633.16	1186.80	1640.66	2108.22
增长率	55.15%	87.44%	38.24%	28.50%
归属母公司净利润(百万元)	189.96	401.20	509.84	601.06
增长率	50.27%	111.20%	27.08%	17.89%
每股收益EPS(元)	0.21	0.44	0.56	0.66
净资产收益率ROE	5.39%	10.89%	12.39%	13.03%
PE	86	41	32	27
PB	4.70	4.44	3.98	3.55

数据来源: Wind, 西南证券

关键假设：

假设 1：2017 年动漫服饰市场规模预计达到 75 亿元，近年来年均增速超过 30%，公司是国内动漫服饰领头企业，预计公司动漫服饰业务增速能优于市场。

假设 2：动漫及游戏业务方面，2017 年国产动漫用户规模预计增速达到 62.7%，动漫行业产值增速预计为 15%，但由于公司 3 月完成对真趣网络的并购，因此预计公司动漫及游戏业务将有显著优于行业的增长。

假设 3：非动漫服饰方面，2016-2020 年，中国成人服饰市场规模年均复合增长预计为 6.8%，而公司凭借 JAKKS 方面带来的优势将会以高于行业平均的水平继续健康发展。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
动漫服饰	收入	327.23	523.6	680.6	884.8
	增速	39.9%	60.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	42.3%	43.0%	43.0%	42.0%
动漫、游戏等	收入	82.11	328.4	492.7	615.8
	增速	88.0%	300.0%	50.0%	25.0%
	毛利率	90.2%	60.0%	60.0%	60.0%
非动漫服饰	收入	214.23	321.3	449.9	584.8
	增速	78.2%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	23.6%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	收入	9.59	13.4	17.5	22.7
	增速	-7.3%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	7.7%	47.0%	47.0%	47.0%
合计	收入	633.2	1186.8	1640.7	2108.2
	增速	55.1%	87.4%	38.2%	28.5%
	毛利率	41.7%	42.9%	43.2%	42.6%

数据来源：公司公告，西南证券

公司估值：

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.44 元、0.56 元、0.66 元。服装行业可比公司 PE 均值为 40.11 倍，但考虑到动漫行业蓬勃发展给动漫服饰业带来的机遇，同时公司自身业务之间能产生协同优势，因此给予公司 2017 年 45 倍估值，对应目标价 19.83 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	最新收盘价 (元)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002762.SZ	金发拉比	25.19	0.41	0.48	0.63	43.28	37.06	28.26
002832.SZ	比音勒菲	33.65	1.63	2.01	2.46	36.94	30.04	24.45
均值						40.11	33.55	26.36

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	633.16	1186.80	1640.66	2108.22	净利润	187.85	401.20	509.84	601.06
营业成本	369.39	677.94	931.70	1210.21	折旧与摊销	23.06	21.96	21.96	21.96
营业税金及附加	4.83	8.34	11.82	14.55	财务费用	-13.14	-10.68	-14.77	-18.97
销售费用	46.71	47.47	65.63	84.33	资产减值损失	19.98	5.00	5.00	5.00
管理费用	106.45	154.28	196.88	252.99	经营营运资本变动	-1782.95	-1589.71	-1327.98	-1374.99
财务费用	-13.14	-10.68	-14.77	-18.97	其他	1603.54	-202.13	-209.37	-200.68
资产减值损失	19.98	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	38.33	-1374.36	-1015.31	-966.63
投资收益	132.42	200.00	200.00	200.00	资本支出	-80.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.32	-0.88	-2.12	-1.41	其他	-2002.37	199.30	197.88	198.59
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2083.15	199.30	197.88	198.59
营业利润	231.03	503.56	642.28	758.72	短期借款	0.00	956.81	928.29	897.78
其他非经营损益	8.65	8.34	8.24	8.18	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	239.68	511.90	650.52	766.90	股权融资	2079.59	-170.00	0.00	0.00
所得税	51.83	110.70	140.68	165.84	支付股利	0.00	-37.99	-80.24	-101.97
净利润	187.85	401.20	509.84	601.06	其他	-89.81	19.75	14.77	18.97
少数股东损益	-2.11	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	1989.78	768.57	862.82	814.79
归属母公司股东净利润	189.96	401.20	509.84	601.06	现金流量净额	-51.10	-406.50	45.39	46.76
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	525.18	118.68	164.07	210.82	成长能力				
应收和预付款项	143.38	244.54	345.63	446.90	销售收入增长率	55.15%	87.44%	38.24%	28.50%
存货	141.97	264.00	372.49	481.52	营业利润增长率	69.46%	117.96%	27.55%	18.13%
其他流动资产	2021.33	3519.03	4746.96	6011.95	净利润增长率	47.73%	113.58%	27.08%	17.89%
长期股权投资	112.21	112.21	112.21	112.21	EBITDA 增长率	68.19%	113.67%	26.15%	17.28%
投资性房地产	33.35	33.35	33.35	33.35	获利能力				
固定资产和在建工程	327.77	311.50	295.24	278.97	毛利率	41.66%	42.88%	43.21%	42.60%
无形资产和开发支出	175.21	170.29	165.37	160.45	三费率	22.12%	16.10%	15.10%	15.10%
其他非流动资产	168.22	167.44	166.66	165.88	净利率	29.67%	33.81%	31.08%	28.51%
资产总计	3648.63	4941.05	6401.97	7902.07	ROE	5.39%	10.89%	12.39%	13.03%
短期借款	0.00	956.81	1885.10	2782.89	ROA	5.15%	8.12%	7.96%	7.61%
应付和预收款项	120.98	241.79	334.52	426.43	ROIC	11.70%	12.01%	10.45%	9.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	38.06%	43.38%	39.59%	36.13%
其他负债	44.76	57.28	67.58	78.89	营运能力				
负债合计	165.74	1255.88	2287.20	3288.21	总资产周转率	0.25	0.28	0.29	0.29
股本	505.32	909.57	909.57	909.57	固定资产周转率	2.15	4.15	6.08	8.32
资本公积	2405.06	1830.80	1830.80	1830.80	应收账款周转率	6.55	7.15	6.46	6.18
留存收益	527.54	890.75	1320.35	1819.44	存货周转率	2.98	3.22	2.88	2.81
归属母公司股东权益	3428.85	3631.12	4060.73	4559.82	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.80%	—	—	—
少数股东权益	54.04	54.04	54.04	54.04	资本结构				
股东权益合计	3482.89	3685.16	4114.77	4613.86	资产负债率	4.54%	25.42%	35.73%	41.61%
负债和股东权益合计	3648.63	4941.05	6401.97	7902.07	带息债务/总负债	0.00%	76.19%	82.42%	84.63%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	20.83	3.38	2.49	2.19
EBITDA	240.95	514.84	649.48	761.71	速动比率	19.78	3.17	2.33	2.05
PE	86.19	40.81	32.11	27.24	股利支付率	0.00%	9.47%	15.74%	16.96%
PB	4.70	4.44	3.98	3.55	每股指标				
PS	25.86	13.80	9.98	7.77	每股收益	0.21	0.44	0.56	0.66
EV/EBITDA	33.21	32.32	26.98	24.12	每股净资产	3.83	4.05	4.52	5.07
股息率	0.00%	0.23%	0.49%	0.62%	每股经营现金	0.04	-1.51	-1.12	-1.06
					每股股利	0.00	0.04	0.09	0.11

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn