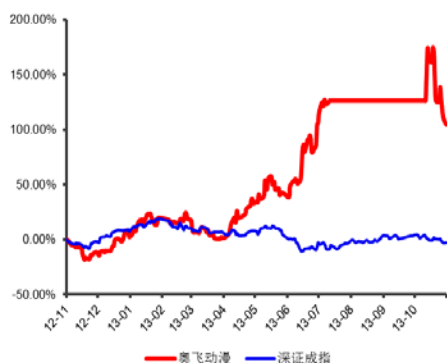


2013 年 11 月 12 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

分析师：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

联系人

徐艺

电话：0510-82833337

 Email: xuyi@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

——奥飞动漫（002292.SZ）事件点评

事件：

1) 奥飞动漫拟以 3.25 亿元收购北京方寸科技 100% 股权，以 3.67 亿元收购爱乐游 100% 股权，共计 6.92 亿元，以现金支付和发行股份相结合的方式，现金支付 4.43 亿元，剩余 2.49 亿元以发行股份方式支付，共计发行 933.98 万股。

2) 公司发布 2013-2014 年备考盈利预测，预测 2013-2014 年分别实现营业收入 17.6 亿元和 24.5 亿元，同比增速分别为 34% 和 39%，归属母公司的净利润 3.05 亿元和 3.80 亿元，同比增速分别为 63% 和 25%。

进军手游，弥补产业链重要一环，期待动漫+游戏的完美结合。

奥飞动漫是国内动漫行业全产业链布局最为突出，向“大动漫王国”迈进最有力的公司。目前产业链已覆盖动漫内容创作、媒体发行、商品化授权、衍生产品运营、直营零售等产业链环节，此次并购是公司向手机游戏领域迈进的重要一步，也是公司完善产业链的战略布局。由于本次收购的两家手游公司在动漫游戏方面优势突出，与公司当前业务契合度高，我们判断，未来公司各环节将会产生协同作用，对公司动漫整体品牌起到放大效应。

估值合理，标的优质，公司议价能力较强。

公司收购方寸科技和爱乐游的市盈率分别为 14 和 12，低于 A 股上市公司对手游领域收购的平均估值 15 倍。从未来利润增速看，根据业绩承诺方寸科技 2014-2016 年的净利润增速不低于 40%、35% 和 30%，爱乐游增速不低于 27%、26% 和 26%，未来三年保持高增长预期较强。爱乐游原是腾讯参股 13% 的公司，未来公司游戏上线微信平台的可能性较大，而且两家公司的研发能力强，此前研发的产品《怪物 X 联盟》、《水果武士》《雷霆战机》《英雄 OL》均表现突出。同时，方寸科技具备精品游戏的国际化推广优势，我们认为此次收购估值合理，体现了公司较强的议价能力。

业务整合规划清晰。

公司围绕深度开发双方原有客户，并协同拓展新客户的目标，在业务整合中的措施包括：以游戏为核心直接开发玩具等衍生产品、线下玩具附

带游戏推广卡、印刷二维码推广线上游戏、依托公司自有和外部合作电视媒体播出二维码、官方微博、微信账号及 APP 下载地址等，以及线下比赛、竞技活动及舞台剧等，联合推广线上游戏和线下玩具等互动的娱乐体验。此外，还可在线上游戏中链接和内置玩具等线下产品的电子商务平台，将线上游戏玩家引导形成线下玩具等产品的消费者。

外延扩张战略已开启，打开未来想象空间。

奥飞动漫在本年度的外延扩张模式明显加强，此前公司已联手美国玩具巨头“孩之宝”设立合资公司，2014 年海外销售将实现突破，同时，公司将喜羊羊创作和运营团队纳入麾下，拥有国产动画第一品牌，内容创作能力和品牌影响力大幅提升，再加上此次向手游行业的双进军，我们判断这只是一个开端。根据公司动漫全产业链的全局战略以及国外动漫巨头迪斯尼的成长路径，未来发展空间巨大，迪士尼的市值目前已经达到 1200 亿美元，伴随我国动漫产业的高速成长和消费群体的扩容，公司目前的市值差距正是未来的成长空间。

公司预计游戏类业务 2013-2014 年贡献收入 1.09 亿/1.74 亿。

根据公司的备考盈利预测，2013/2014 年游戏类业务的同比增速分别为 374%/60%，毛利率分别为 85%/86%，成为当前细分业务中毛利率最高的业务项，增长靓丽。当前移动游戏行业正处于快速发展期，2011-2013 年上半年，我国移动终端游戏的增速分别为 20%、37%和 108%，移动休闲游戏的增速分别为 4%、18%和 32%，均处于增速不断提升的阶段。该项业务将成为公司新的盈利增长点。

给予“推荐”评级。我们以交易完成后 6.34 亿股本计算，预计公司 2013 年-2015 年每股收益分别为 0.49 元、0.66 元和 0.97 元，对应当前股价 PE 分别为 52.0、38.6 和 26.2，归属于母公司净利润分别为 3.10 亿、4.15 亿和 6.14 亿，净利润年复合增长率为 48.6%。考虑到动漫行业空间大，公司全产业链布局完善，未来多板块协同效应显著，以及公司作为 A 股唯一动漫类上市公司的标的稀缺性，我们给予公司 2014 年的 PE 在 50x-55x，2014 年合理股价为 33-36 元区间，给予公司“推荐”评级。

风险因素：（1）收购整合不达预期的风险；（2）动漫行业竞争加剧的风险。

收购标的优质

图表 1: 方寸科技和爱乐游业绩承诺

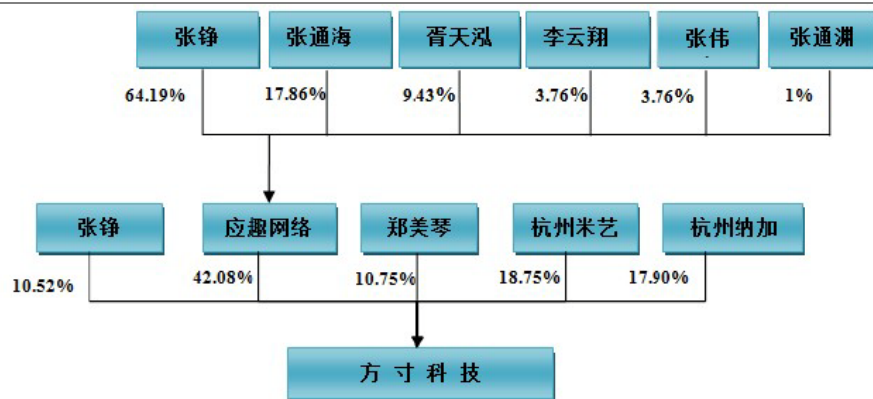
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------|------|------|------|------|
| 方寸科技净利润 | 2500 | 3500 | 4725 | 6143 |
| YOY | | 40% | 35% | 30% |
| 爱乐游净利润 | 3080 | 3905 | 4930 | 6200 |
| YOY | | 27% | 26% | 26% |

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

方寸科技

方寸科技是国内知名的移动网络游戏开发商, 于 2011 年 8 月成立, 拥有游戏研发人员近 70 人, 其实际控制人张铮及 9 名核心技术团队成员均具有 5 年以上网络游戏开发和运营管理的丰富经验。

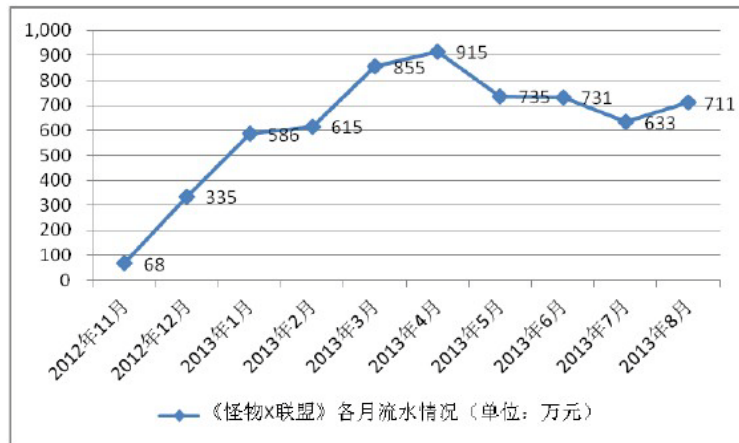
图表 2: 方寸科技产权控制关系



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

其开发的第一款移动网游《怪物 X 联盟》是国内迄今为止最成功的萌宠类移动网络游戏之一, 上线 10 个月在国内共取得 6182 万元的流水, 曾被评为中国流水最高的 20 款移动网络游戏之一。目前, 方寸科技正在积极拓展国际市场, 《怪物 X 联盟》已经成功在韩国、日本、台湾地区和澳大利亚上线。2013 年 8 月, 方寸科技另一款移动网络游戏《喵将传》在各大游戏平台上线, 运营数据良好, 该款游戏未来将成为方寸科技另外一个业绩增长点。

图表 3: 《怪物 X 联盟》各月流水情况



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

方寸科技管理层股东承诺自标的资产交割日起, 仍需至少在方寸科技任职六十个月, 并与方寸科技签订期限为六十个月的《劳动合同》、《竞业限制协议》、《保密协议》。

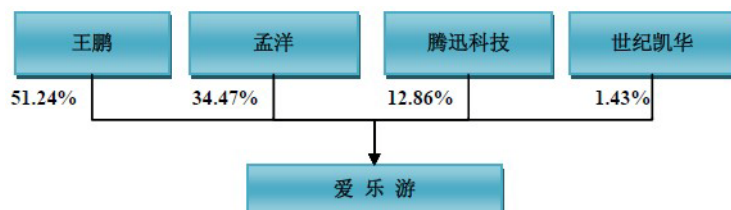
方寸科技的业绩承诺是 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 2,500 万元、3,500 万元、4,725 万元、6,142.5 万元。承诺 2014-2016 年的净利润的增速为 40%、35% 和 30%。

在各年经营业绩达到承诺利润的前提下, 如果方寸科技 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润总和高于 168,675,000 元, 则超过部分的净利润的 30% 作为奖励对价。但如张铮和应趣网络中合伙人于 2016 年 12 月 31 日之前从方寸科技离职的不得享有。

爱乐游

爱乐游是国内知名的休闲游戏开发商, 设立于 2008 年 11 月, 共拥有经验丰富的策划、程序设计、美术设计、测试及运营在内各类研发人员 78 名。

图表 4: 爱乐游产权控制关系



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

目前, 该公司已成功开发了多款经典的移动游戏, 其中:《雷霆战机》系列是 2013 年“米粉”最佳飞行射击游戏;《水果武士》系列获得腾讯平台“智能机单机休闲类金企鹅奖”;《英雄 OL》, 上市不到半年就成为行业中最优秀的产品

之一，先后获得了 2010 年度中国网络游戏风云榜“年度最佳手机网游”、2010-2011 当乐网金游奖“最佳页面手机网游”、腾讯移动游戏开发者峰会“最佳页面网游”、2012 年 QQ 游戏联网类优秀奖等殊荣。

图表 5: 爱乐游游戏在腾讯游戏平台的关键运营数据

| 名称 | 上线时间 | 2013 年 1-8 月 流水 (万元) | 2012 年 流水 (万元) |
|-------------|---------|-------------------------|-------------------|
| 《水果武士》(系列) | 2012.12 | 1,702.45 | 54.83 |
| 《雷霆战机》(系列) | 2012.8 | 736.60 | 888.78 |
| 《大鱼吃小鱼》(系列) | 2013.1 | 332.24 | - |

资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 6: 爱乐游游戏在移动游戏基地的关键运营数据

| 名称 | 上线时间 | 2013 年 1-8 月 流水 (万元) | 2012 年 流水 (万元) |
|-------------|--------|-------------------------|-------------------|
| 《雷霆战机》(系列) | 2012.8 | 1,433.29 | 75.56 |
| 《水果武士》(系列) | 2013.1 | 1,064.52 | - |
| 《大鱼吃小鱼》(系列) | 2013.2 | 524.46 | - |

资料来源: 公司公告 国联证券研究所

爱乐游的主要收入来源于腾讯游戏和三大通信运营商游戏基地。2013 年 1-8 月，爱乐游来自腾讯游戏和三大通信运营商游戏基地的收入占同期收入比例已超过 87%。其中腾讯是公司最大客户，对营业收入的贡献在 42%。

公司核心管理层承诺至少在爱乐游服务至 2016 年 12 月 31 日。

爱乐游 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 3080 万元、3905 万元、4930 万元、6200 万元。承诺 2014-2016 年净利润增速为 27%、26%和 26%。

如果爱乐游 2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润之和高于 21,734 万元，则超过部分的净利润的 40%作为超额业绩奖励，其中 25%归属于孟洋及爱乐游核心管理层成员，15%归属于腾讯科技和世纪凯华。

财务报表预测与财务指标 单位：百万

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 现金及现金等价物 | 628 | 1186 | 1248 | 1492 | 营业收入 | 1291 | 1755 | 2438 | 3213 |
| 应收款项 | 229 | 313 | 401 | 528 | 营业成本 | 799 | 970 | 1341 | 1727 |
| 存货净额 | 315 | 402 | 554 | 715 | 营业税金及附加 | 18 | 23 | 32 | 42 |
| 其他流动资产 | 142 | 140 | 195 | 257 | 销售费用 | 126 | 193 | 256 | 337 |
| 流动资产合计 | 1419 | 2140 | 2498 | 3092 | 管理费用 | 143 | 219 | 325 | 394 |
| 固定资产 | 216 | 308 | 331 | 350 | 财务费用 | (10) | (5) | 2 | (4) |
| 无形资产及其他 | 214 | 205 | 196 | 188 | 投资收益 | (5) | (1) | (4) | (4) |
| 投资性房地产 | 39 | 39 | 39 | 39 | 资产减值及公允价值变动 | (5) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 37 | 127 | 147 | 167 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1925 | 2819 | 3210 | 3835 | 营业利润 | 206 | 354 | 478 | 713 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 20 | 90 | 20 | 20 | 营业外净收支 | 11 | 10 | 9 | 8 |
| 应付款项 | 207 | 214 | 295 | 381 | 利润总额 | 217 | 364 | 487 | 721 |
| 其他流动负债 | 104 | 124 | 173 | 222 | 所得税费用 | 30 | 55 | 73 | 108 |
| 流动负债合计 | 331 | 429 | 488 | 623 | 少数股东损益 | 6 | (1) | (1) | (1) |
| 长期借款及应付债券 | 13 | 563 | 563 | 563 | 归属于母公司净利润 | 181 | 310 | 415 | 614 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 长期负债合计 | 13 | 563 | 563 | 563 | | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 负债合计 | 345 | 992 | 1052 | 1186 | 净利润 | 181 | 310 | 415 | 614 |
| 少数股东权益 | 101 | 100 | 99 | 99 | 资产减值准备 | (3) | 13 | 3 | 2 |
| 股东权益 | 1479 | 1727 | 2059 | 2551 | 折旧摊销 | 22 | 24 | 34 | 38 |
| 负债和股东权益总计 | 1925 | 2819 | 3210 | 3835 | 公允价值变动损失 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 财务费用 | (10) | (5) | 2 | (4) |
| | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 营运资本变动 | (0) | (129) | (163) | (214) |
| 每股收益 | 0.44 | 0.49 | 0.66 | 0.97 | 其它 | 6 | (13) | (3) | (2) |
| 每股红利 | 0.20 | 0.10 | 0.13 | 0.19 | 经营活动现金流 | 211 | 204 | 285 | 436 |
| 每股净资产 | 3.61 | 2.72 | 3.25 | 4.02 | 资本开支 | (51) | (120) | (50) | (50) |
| ROIC | 13% | 19% | 23% | 28% | 其它投资现金流 | (105) | 5 | 0 | 0 |
| ROE | 12% | 18% | 20% | 24% | 投资活动现金流 | (160) | (205) | (70) | (70) |
| 毛利率 | 38% | 45% | 45% | 46% | 权益性融资 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 16% | 20% | 20% | 22% | 负债净变化 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 18% | 21% | 21% | 23% | 支付股利、利息 | (83) | (62) | (83) | (123) |
| 收入增长 | 22% | 36% | 39% | 32% | 其它融资现金流 | 71 | 70 | (70) | 0 |
| 净利润增长率 | 37% | 71% | 34% | 48% | 融资活动现金流 | (63) | 558 | (153) | (123) |
| 资产负债率 | 23% | 39% | 36% | 34% | 现金净变动 | (12) | 557 | 62 | 244 |
| 息率 | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.9% | 货币资金的期初余额 | 641 | 628 | 1186 | 1248 |
| P/E | 73.5 | 66.5 | 49.7 | 33.6 | 货币资金的期末余额 | 628 | 1186 | 1248 | 1492 |
| P/B | 9.0 | 11.9 | 10.0 | 8.1 | 企业自由现金流 | 148 | 72 | 232 | 379 |
| EV/EBITDA | 60.1 | 57.8 | 41.9 | 29.1 | 权益自由现金流 | 232 | 147 | 161 | 383 |

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|---|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来6个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来6个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来6个月内弱于大盘 |
| | 关注 | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

免责条款:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。