

分析师:

文浩

wenhao@xyzq.com.cn

S0190513060001

增持 (维持)

**奥飞动漫 (002292)**

许彬

binxu@xyzq.com.cn

S0190513090001

杨文硕

yangwenshuo@xyzq.com.cn

**收购方寸科技和爱乐游强势归来****2013年10月25日**

许彬

**投资要点**  
binxu@xyzq.com.cn

S0190513090001

奥飞动漫此次并购的方寸科技和爱乐游，均属于在各自类型领域里，业内较为知名且经验丰富的精品团队，均具有多年的卡牌、萌宠、战斗休闲等移动游戏开发经验，且开发出诸多知名产品。通过本次收购，奥飞搭建了全方位的线上线下互动的生态体系，一方面游戏产品可直接进行玩具等衍生品开发，另一方面游戏和动漫玩具可以借助各种方式互为依托、互相推动，从而进一步增强公司产业链整体能力，值得长期看好，维持“增持”评级。

**事件:**

奥飞动漫今日发布公告，作价 3.28 亿元购买方寸科技 100% 的股权，4.30 亿元(其中追加交易对价 0.62 亿元)购买爱乐游 100% 的股权。公司发布三季报，三季度单季营业收入 3.96 亿元同比增 26.36%，实现净利润 5563 万元同比增 36.57%，前三季度营收 10.54 亿元同比增 30.88%，净利润 1.46 亿元同比增 40.45%。

**点评:**

- 本次收购估值合理，多处创新可圈可点。

方寸科技和爱乐游对应 13 年 PE 分别为 13 倍和 11.92 倍，方寸承诺 14 年增速 40%，爱乐游为 26.8%。

对比同行业的对价，本次收购估值合理。此外有多处创新之处值得关注：爱乐游有追加对价条款；两家公司在 16 年 4 季度后均可另行约定 2017 年以后的奖励条款；奖励条款首次激励投资公司兼平台方，爱乐游若 13-16 年净利润之和高于 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（爱乐游主要收入来自于腾讯平台和移动游戏基地）和世纪凯华。

**表、两家公司的业绩承诺对应 PE**

	2013	2014	2015	2016
方寸科技	2500 万	3500 万	4725 万	6142.5 万
增速		40%	35%	30%
<b>PE</b>	<b>13.00</b>	<b>9.29</b>	<b>6.88</b>	<b>5.29</b>
爱乐游	3080 万	3905 万	4930 万	6200 万
增速		26.8%	26.2%	25.8%
<b>PE</b>	<b>11.92</b>	<b>9.40</b>	<b>7.44</b>	<b>5.92</b>
爱乐游(追加对价)	3080 万	3905 万	4930 万	7808 万
<b>PE</b>	<b>13.93</b>	<b>10.99</b>	<b>8.70</b>	<b>5.49</b>

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

- 方寸信息与爱乐游属于精品团队，萌宠、玩偶类游戏天然适合衍生品开发。

方寸科技和爱乐游的开发团队均属于在各自类型领域里，业内较为知名且经验丰富的精品团队。两个标的公司团队均具有多年的卡牌、萌宠、战斗休闲等移动游戏开发经验，且开发出诸多知名产品。一方面，方寸科技开发的《怪物X联盟》是国内最成功的萌宠类移动网游之一，结合宠物收集、养成、战斗等多重元素，与爱乐游开发业内排名领先的《水果武士》、《雷霆战机2》等玩偶、战斗休闲游戏一起，均属于比较适宜直接进行玩具等衍生品开发的游戏产品。

图、爱乐游移动休闲游戏

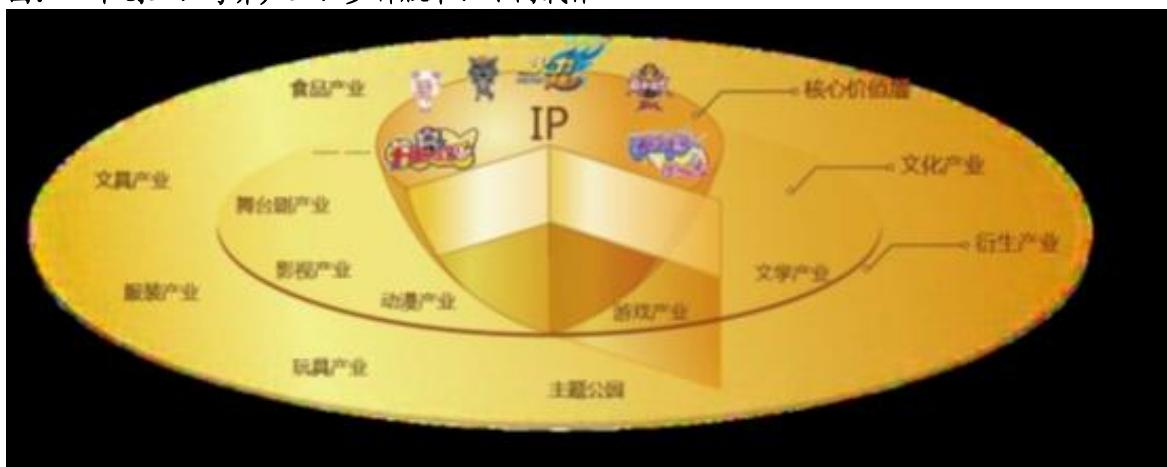


资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- 看好收购带来的后续协同，动漫产业与游戏有天然互补。

通过本次收购，奥飞搭建了全方位的线上线下互动的生态体系。如公告提到：玩具等线下产品可以附带游戏推广卡、印刷二维码，并通过线下的实体直销店、授权机构实体将客户资源导入到线上游戏等产品；线上游戏产品可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；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。

图：一个创业、跨界产业、多种版本、不同载体



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图、奥飞搭建了全方位线上线下互动的娱乐体验



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

从海外标杆的角度看，著名动漫作品《火影忍者》、《海贼王》、《圣斗士星矢》、《灌篮高手》和《变形金刚》等陆续推出相应的跨终端、跨平台游戏作品，动漫与游戏的结合及互动具有广泛而成功的商业实践基础。近日恰好有新闻提到迪士尼可能与方寸合作，迪士尼将旗下多个IP授权给方寸，方寸基于《怪物x联盟》的原型，将授权的形象融入到游戏之中，研发一款新品，并交予迪士尼代理发行，双方除分成以外不涉及现金流动（信息来源：<http://news.ipadown.com/29598>）。而韩国则把最大化IP价值的理念发挥到极致。

韩国政府 OSMU (One Source Multi Use) 引入动漫产业，OSMU 直译为“一源多用”，在 ACG 时代的韩国动漫产业可以解读为“一个创意、跨界产业、多种版本、不同载体”。一个创意题材同时衍生出漫画、动画、游戏、卡通形象产品等多个子项目，甚至扩及周边的电影、电视剧、美食、观光、电信、设计、音乐、出版及其他产业项目。各子项目间独立又紧密联系，在投资、上市时间、宣传推广计划上相互配合、相互推进。该模式下一个创意就可以形成一个产品链，政府出台政策鼓励以某一畅销作品为源，进行跨产业、多载体的再制作。

图：韩国动漫产业各领域销售额

动漫产业各领域销售额					
类别	企业数量(家)	从业人数(名)	销售额(百万韩元)	出口(千美元)	进口(千美元)
漫画	10,109	10,748	739,094	4,209	5,492
游戏	30,535	43,365	6,580,600	1,240,856	332,250
动画	289	4,170	418,570	89,651	7,397
卡通形象	1,542	23,406	5,358,272	236,521	196,367
总计	42,475	81,689	13,096,536	1,571,237	541,506

资料来源：根据《2010 韩国文化产业统计报告》数据整理，兴业证券研究所

- 交易详情：

奥飞动漫今日发布公告，拟向张铮、应趣网络、郑美琴、杭州纳加及杭州米艺发行股份及支付现金方式，

购买其持有的方寸科技 100% 股权；拟向孟洋、王鹏、腾讯科技、世纪凯华发行股份及支付现金，购买其持有的爱乐游 100% 股权；并向不超过 10 名其他特定投资者发行股份募集配套资金用于本次交易的现金支付。

### 1) 交易对价与支付方式：

**交易方式为现金加股权：**方寸科技交易对价 3.25 亿元，其中现金支付 2.03 亿元，剩余 1.22 亿元以发行股份的方式支付，发行股份价格为 26.65 元/股，共计发行 459 万股。

爱乐游交易对价 3.67 亿元，其中现金支付 2.40 亿元，剩余 1.27 亿元以发行股份的方式支付，发行股份价格为 26.65 元/股，共计发行 475 万股，如果爱乐游 2013 年、2014 年和 2015 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满足《爱乐游盈利补偿协议》约定条件，则本公司需追加不超过 0.62 亿元的交易对价，同时交易对方补充承诺 2016 年净利润不低于 7,808 万元。

**配套募集资金约 2.31 亿元：**公司拟向符合条件的不超过 10 名（含 10 名）特定投资者发行股份募集配套资金，金额不超过本次交易总金额（交易对价与募集配套资金之和）的 25%，约为 2.31 亿元。根据发行的股份底价 21.65 元/股测算，公司需发行股份的上限不超过 1065 万股，为募集配套资金而发行股份的最终数量将根据最终发行价格确定。

**业绩承诺未来四年：**根据交易的业绩承诺，本次收购方寸科技对应 13 年 PE13 倍，爱乐游对应 13 年 PE 11.92 倍，参考之前的历次游戏收购，本次收购估值合理。

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不低于 2,500 万元、3,500 万元、4,725 万元、6,142.5 万元。在各年经营业绩达到承诺利润的前提下，超过部分的净利润的 30% 作为奖励对价。

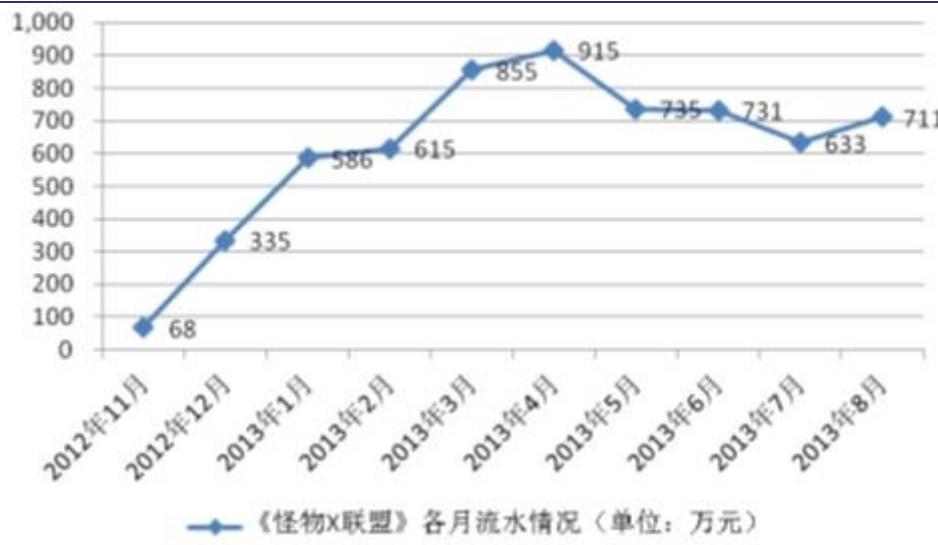
爱乐游 2013 年、2014 年、2015 年、2016 年实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润不低于 3,080 万元、3,905 万元、4,930 万元、6,200 万元。如果爱乐游 2013 年、2014 年和 2015 年累计实现的合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润总和高于 11,915 万元，本公司按《爱乐游盈利补偿协议》追加交易对价，则交易对方 2016 年承诺净利润数应调整为 7,808 万元。若 13-16 年净利润之和高于 21,734 万元，则超过部分的净利润的 40% 作为超额业绩奖励，其中 25% 归属于孟洋及爱乐游核心管理层成员，15% 归属于腾讯科技和世纪凯华。

### 2) 方寸信息与爱乐游简介：

#### 方寸科技：

芳村科技是国内知名的移动网络游戏开发商，具有经验丰富的移动网络游戏开发团队，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。公司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 6,182 万元的流水，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，并一度冲进韩国主流手机应用商店游戏总榜第一名。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、《怪物 X 联盟》流水变化



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 爱乐游：

爱乐游是国内知名的休闲游戏开发商，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。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，先后获得多个奖项。凭借多款经典的移动游戏产品，爱乐游已经成为移动游戏行业的优秀开发商品牌，受到各平台商和用户的欢迎。公司游戏分为移动休闲游戏、移动 WAP 网游和移动网络游戏三类。

移动休闲游戏：公司移动休闲游戏收入主要源自腾讯平台和移动游戏基地。

### 表、腾讯平台关键运营数据

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	0.01
《疯狂钓鱼》	2011.4	82.93	396.31
《美女如云斗地主》	2013.2	81.88	0.01
《雷霆战机 2012》	2010.8	20.94	164.65
《仙缘》	2010.5	7.32	29.40

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 表、移动游戏基地关键运营数据

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	0
《大鱼吃小鱼》(系列)	2013.2	524.46	0
《黄金矿工》	2013.5	11.67	0

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

移动 WAP 网游：截至 2013 年 8 月底，《英雄 OL》共取得的总流水为 4,575.73 万元，《修真天下》共取得的总流水为 3,699.10 万元。

### 表、两款游戏流水

名称	英雄 OL	修真天下
2012 年: 流水合计 (万元)	1,640.69	1,910.97
当期注册用户数合计 (万户)	420.46	1,630.77
月均活跃用户数 (万户)	330.81	-
月均付费用户数 (万户)	5.13	2.89
月均 ARPU 值 (元)	27.20	28.72
2013 年 1-8 月: 流水合计 (万元)	672.91	1,665.32
当期注册用户数合计 (万户)	285.98	338.80
月均活跃用户数 (万户)	250.29	-
月均付费用户数 (万户)	2.70	3.79
月均 ARPU 值 (元)	35.65	39.69

资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

移动网络游戏: 爱乐游从 2012 年开始投入研发力量, 研发完成了包括《英雄无双》、《雷霆战机 OL》等移动网络游戏。截至本预案出具日, 上述游戏正在积极调试, 预计将于 2013 年底上线运营

#### ● 业绩预测和估值:

根据我们的盈利预测, 收购前 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.43、0.62 和 0.85, 收购后分别为 0.51、0.71 和 0.98。按照当前股价(2013 年 10 月 24 日)34.08 元, 对应 2013 年 PE 67 倍。综合考虑游戏的协同效应、公司的线上线下布局和收购喜羊羊带来的增值, 综合而言未来成长值得长期看好, 给予“增持”评级。

**表、考虑并购之后公司业绩预测**

	2013E	2014E	2015E
奥飞动漫	2.65 亿	3.79 亿	5.22 亿
总股本	61440 万		
EPS	0.43	0.62	0.85
方寸+爱乐游利润	5580 万	7405 万	9655 万
交易后总股本	61440 万+934 万非定向+1065 万配套=63439 万		
交易后 EPS	0.51	0.71	0.98

资料来源: 兴业证券研究所

#### ● 风险提示

1) 新产品上市可能面临销售不达预期的风险; 2) 国内动漫电影市场有待培养, 公司每年 2~3 部电影有可能低于预期; 3) 公司渠道改革目前进展顺利, 但有进展遇阻或推迟的风险。

**表、可比公司估值 (均为 2013 年 10 月 23 日股价)**

简 称	股价(元)	EPS					PE		
		12	13E	14E	15E	12	13E	14E	15E
掌趣科技	28.6	0.25	0.64	0.95	1.34	114	45	30	21
光线传媒	43.15	0.61	0.86	1.20	1.63	70	50	36	27
华谊兄弟	26.2	0.45	1.09	1.40	1.80	58	24	19	15
华策影视	31.15	0.37	0.65	0.84	1.09	83	48	37	29
新文化	46.4	0.94	1.25	1.62	1.99	49	37	29	23

资料来源: 兴业证券研究所

## 附表

## 资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	1419	1726	2200	2862
货币资金	628	797	1085	1478
交易性金融资产	105	100	100	100
应收账款	197	221	252	322
其他应收款	31	40	51	66
存货	315	411	515	649
<b>非流动资产</b>	506	496	455	421
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	37	36	36	36
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	74	128	137	124
在建工程	142	71	36	18
油气资产	0	0	0	0
无形资产	214	214	214	214
<b>资产总计</b>	1925	2222	2655	3283
<b>流动负债</b>	331	380	428	529
短期借款	20	0	0	0
应付票据	7	5	6	8
应付账款	200	207	259	326
其他	104	168	163	195
<b>非流动负债</b>	13	13	13	13
长期借款	13	13	13	13
其他	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	345	393	441	543
股本	410	614	614	614
资本公积	579	374	374	374
未分配利润	427	652	1003	1486
少数股东权益	101	106	111	116
<b>股东权益合计</b>	1580	1830	2214	2741
<b>负债及权益合计</b>	1925	2222	2655	3283

## 利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1291	1688	2162	2764
营业成本	799	1033	1294	1630
营业税金及附加	18	20	24	27
销售费用	126	162	203	254
管理费用	143	183	228	285
财务费用	-10	-20	-27	-37
资产减值损失	5	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-5	-2	0	0
<b>营业利润</b>	206	305	438	604
营业外收入	14	13	13	13
营业外支出	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	217	315	448	614
所得税	30	45	64	87
<b>净利润</b>	187	270	384	527
少数股东损益	6	5	5	5
<b>归属母公司净利润</b>	181	265	379	522
<b>EPS(元)</b>	0.30	0.43	0.62	0.85

## 主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	22.2%	30.7%	28.1%	27.9%
营业利润增长率	44.0%	47.8%	43.6%	38.0%
净利润增长率	37.2%	46.2%	43.0%	37.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	38.1%	38.8%	40.2%	41.0%
净利率	14.0%	15.7%	17.5%	18.9%
ROE	12.3%	15.4%	18.0%	19.9%

## 现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	181	265	379	522
折旧和摊销	27	22	30	34
资产减值准备	5	-0	2	4
无形资产摊销	15	4	4	4
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	1	-20	-27	-37
投资损失	5	2	0	0
少数股东损益	6	5	5	5
营运资金的变动	23	-71	-134	-166
经营活动产生现金流量	246	189	265	360
投资活动产生现金流量	-201	1	-4	-4
融资活动产生现金流量	-67	-21	27	37
现金净变动	-22	168	288	393
现金的期初余额	641	628	797	1085
现金的期末余额	618	797	1085	1478

## 偿债能力(%)

资产负债率	17.9%	17.7%	16.6%	16.5%
流动比率	4.28	4.55	5.14	5.41
速动比率	3.33	3.46	3.93	4.17

## 营运能力

资产周转率	73.3%	81.4%	88.6%	93.1%
应收帐款周转率	727.8%	782.9%	887.3%	935.3%

## 每股资料(元)

每股收益	0.30	0.43	0.62	0.85
每股经营现金	0.40	0.31	0.43	0.59
每股净资产	2.41	2.81	3.42	4.27

## 估值比率(倍)

PE	104.9	71.8	50.2	36.5
PB	12.9	11.0	9.1	7.3

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn	冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhbsd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元璗	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 翱	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人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，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受到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。