

业绩下滑，仍具备长期投资价值

奥飞动漫 (002292)
评级: 增持 (维持)

股价: 28.6 元

跟踪报告

2010 年 08 月 25 日 星期三

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
 010-59707103
 kzy@longone.com.cn
 通信及传媒

联系人: 郑永双
 010-59707120
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

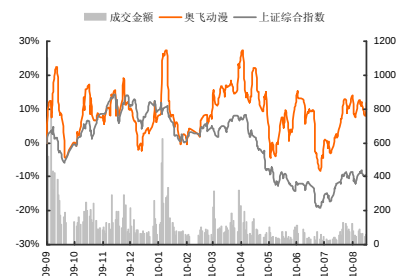
联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	2.56
流通股本(亿股)	0.64
总市值(亿元)	73.22
流通市值(亿元)	18.30

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	10.0	7.0
3 个月	6.8	5.9
6 个月	4.5	17.9

个股相对上证综指走势图

投资要点

- **业绩下滑，幅度超过预期。**10 年上半年公司实现营业收入 3.1 亿元，同比下降 10.5%，实现净利润 4557 万元，同比下降 15.6%，对应摊薄后每股收益 0.18 元，二季度实现营业收入 1.6 亿元，同比增长 1.5%，环比增长 11.1%，实现净利润 2134 万元，同比增长 6.4%，环比下降 11.9%，对应每股收益 0.08 元。上半年业绩下滑，主要由于一季度缺少热播动画片带动的玩具销售，去年同期《闪电冲线》(08 年 10 月开始在电视台播出)带动玩具产品热销，而今年上半年三月份上映的《机甲兽神》和《果宝特工》还处于播放初期，带动玩具销售有一个相对滞后的效应；同时一季度上映的动漫影片《铠甲勇士之帝皇侠》只录得 340 万票房收入，投资亏损也拖累了上半年的业绩。
- **收入与毛利率双降，销售费用率处于高位。**上半年动漫玩具实现收入 2.13 亿元，同比降低 24.6%，毛利率 36.8%，下降 7.5 个百分点，非动漫玩具实现收入 0.51 亿元，同比降低 10.2%，毛利率 24.3%，下降 1 个百分点，综合毛利率 38.1%保持稳定主要得益于去年同期高毛利的动漫影视片业务形成收入较少，而本期录得收入 0.4 亿元，拉高了毛利率。由于公司上半年对《铠甲勇士之帝皇侠》和两部新动画片进行了大量的市场推广，而形成的收入并不理想，致使报告期销售费用率高达 11.6%，高出 09 年全年 3.4 个百分点，预计下半年会有所好转，全年销售费用率有望保持在 10%左右。
- **收购佳嘉卡通，产业链布局完成，具备长期投资价值。**公司于今年 3 月份收购佳嘉卡通频道，开频道上市之先河，至此已完成“内容-媒体-产业”平台的搭建。佳嘉卡通近日落地贵州和郑州(430 万用户)，年底将落地河南(550 万户)，表明公司正加大力度推广佳嘉卡通，着眼长远，以媒体为核心打造产业链，我们认为公司的模式在长期来看具有核心竞争力，难以模仿，具备长期投资价值。
- **下半年公司将推出系列片《火力少年王 III》**，根据前两部的成功经验，我们认为下半年业绩将有所回升并好于上半年。预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.48 元、0.60 元，动态市盈率为 59x、47x。维持公司“增持”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	496.9	451.2	590.8	771.2	990.3
营业收入增长率(%)	84.7%	-9.2%	30.9%	30.5%	28.4%
营业利润(百万元)	150.4	66.7	103.4	132.9	172.6
营业利润增长率(%)	485.7%	-55.7%	55.1%	28.6%	29.8%
净利润(百万元)	128.6	65.2	101.6	124.0	154.0
净利润增长率(%)	417.1%	-49.3%	55.9%	22.0%	24.2%
营业利润率(%)	30.3%	14.8%	17.5%	17.2%	17.4%
每股收益(元)	0.50	0.25	0.40	0.48	0.60
每股净资产(元)	0.97	0.87	1.27	1.75	2.36
PE (X)	56.9	112.3	72.0	59.0	47.5
PB (X)	29.5	32.8	22.5	16.3	12.1
ROE (%)	51.8%	29.2%	31.3%	27.6%	25.5%

表 1. 奥飞动漫 10 年上半年及二季度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	2Q2010	YoY	1Q2010	2Q2010	QoQ
营业收入	345.17	309.09	-10.5%	160.28	162.70	1.5%	146.39	162.70	11.1%
增长率	NA	-10.5%	NA	-195.2%	1.5%	196.8%	-20.8%	1.5%	22.3%
毛利率	37.9%	38.1%	0.2%	34.6%	37.3%	2.8%	38.8%	37.3%	-1.5%
营业成本	214.49	191.48	-10.7%	104.86	101.95	-2.8%	89.53	101.95	13.9%
营业税金及附加	3.43	3.14	-8.3%	1.30	1.34	3.4%	1.80	1.34	-25.3%
期间费用率	18.3%	21.8%	3.5%	18.7%	22.0%	3.2%	21.6%	22.0%	0.3%
销售费用	25.22	35.94	42.5%	10.55	18.80	78.2%	17.14	18.80	9.7%
销售费用率	7.3%	11.6%	4.3%	6.6%	11.6%	5.0%	11.7%	11.6%	-0.1%
管理费用	33.67	34.05	1.1%	17.44	18.35	5.2%	15.70	18.35	16.9%
管理费用率	9.8%	11.0%	1.3%	10.9%	11.3%	0.4%	10.7%	11.3%	0.6%
财务费用	4.42	-2.54	-157.5%	2.02	-1.40	-169.0%	-1.14	-1.40	21.9%
财务费用率	1.3%	-0.8%	-2.1%	1.3%	-0.9%	-2.1%	-0.8%	-0.9%	-0.1%
资产减值损失	1.31	0.52	-60.4%	0.90	0.30	-66.9%	0.22	0.30	33.4%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
投资净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
营业利润	62.64	46.48	-25.8%	23.20	23.33	0.6%	23.15	23.33	0.8%
增长率	NA	-25.8%	NA	-167.9%	0.6%	168.5%	-41.3%	0.6%	41.9%
营业利润率	18.1%	15.0%	-3.1%	14.5%	14.3%	-0.1%	15.8%	14.3%	-1.5%
加：营业外收入	3.02	7.34	143.4%	1.15	1.73	50.5%	5.61	1.73	-69.2%
减：营业外支出	0.28	0.66	133.2%	0.00	0.40	#DIV/0!	0.26	0.40	52.9%
利润总额	65.37	53.16	-18.7%	24.35	24.66	1.3%	28.50	24.66	-13.4%
减：所得税	11.39	8.24	-27.7%	4.31	3.97	-8.0%	4.27	3.97	-7.1%
实际所得税率	17.4%	15.5%	-1.9%	17.7%	16.1%	-1.6%	15.0%	16.1%	1.1%
净利润	53.98	44.92	-16.8%	20.03	20.70	3.3%	24.22	20.70	-14.6%
减：少数股东损益	-0.03	-0.65	1980.3%	-0.03	-0.65	2465.4%	-0.00	-0.65	26969.4%
归属于母公司所有者的净利润	54.01	45.57	-15.6%	20.06	21.34	6.4%	24.23	21.34	-11.9%
增长率	NA	-15.6%	NA	-166.5%	6.4%	172.9%	-28.6%	6.4%	35.0%
净利润率	15.6%	14.7%	-0.9%	12.5%	13.1%	0.6%	16.5%	13.1%	-3.4%
每股收益（元）	0.21	0.18	-15.6%	0.08	0.08	6.4%	0.09	0.08	-11.9%

资料来源：东海证券研究所，WIND

表 2. 奥飞动漫盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	496.9	451.2	590.8	771.2	990.3	-9.2%	30.9%	30.5%	28.4%
增长率	84.7%	-9.2%	30.9%	30.5%	28.4%	-93.9%	40.1%	-0.4%	-2.1%
动漫玩具	281.3	275.0	408.9	580.6	783.9	-2.2%	48.7%	42.0%	35.0%
非动漫类玩具	211.3	161.4	114.3	102.9	92.6	-23.6%	-29.2%	-10.0%	-10.0%
其他	4.3	14.8	67.6	87.7	113.8	240.8%	357.4%	29.7%	29.8%
综合毛利率	34.1%	41.3%	37.9%	38.0%	38.7%	7.3%	-3.4%	0.1%	0.7%
营业成本	327.7	264.7	366.7	478.2	607.3	-19.2%	38.5%	30.4%	27.0%
营业税金及附加	5.0	4.5	6.7	7.7	9.9	-9.3%	47.9%	15.1%	28.4%
期间费用率	14.9%	26.0%	18.9%	19.5%	20.0%	11.2%	-7.2%	0.6%	0.5%
销售费用	28.3	47.3	48.3	73.3	99.0	67.2%	2.1%	51.7%	35.2%
销售费用率	5.7%	10.5%	8.2%	9.5%	10.0%	4.8%	-2.3%	1.3%	0.5%
管理费用	39.4	56.9	59.7	77.1	99.0	44.5%	5.0%	29.2%	28.4%
管理费用率	7.9%	12.6%	10.1%	10.0%	10.0%	4.7%	-2.5%	-0.1%	0.0%
财务费用	6.1	13.3	3.5	0.0	0.4	116.8%	-73.7%	-100.0%	NA
财务费用率	1.2%	3.0%	0.6%	0.0%	0.0%	1.7%	-2.4%	-0.6%	0.0%
资产减值损失	0.3	(2.2)	2.5	2.0	2.0	-810%	-213.4%	-20.0%	0.0%
投资净收益	60.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	NA	NA	NA
营业利润	150.4	66.7	103.4	132.9	172.6	-55.7%	55.1%	28.6%	29.8%
增长率	485.7%	-55.7%	55.1%	28.6%	29.8%	-541.4%	110.7%	-26.5%	1.2%
营业利润率	30.3%	14.8%	17.5%	17.2%	17.4%	-15.5%	2.7%	-0.3%	0.2%
加: 营业外收入	2.2	4.4	15.6	15.0	15.0	95.6%	257.2%	-3.8%	0.0%
减: 营业外支出	1.5	1.7	1.0	2.0	2.0	16.3%	-42.1%	100.0%	0.0%
利润总额	151.1	69.3	118.0	145.9	185.6	-54.1%	70.2%	23.7%	27.2%
减: 所得税	22.5	4.2	16.5	21.9	31.5	-81.2%	290.1%	32.7%	44.1%
实际所得税率	14.9%	6.1%	14.0%	15.0%	17.0%	-8.8%	7.9%	1.0%	2.0%
净利润	128.6	65.1	101.5	124.0	154.0	-49.4%	55.9%	22.2%	24.2%
减: 少数股东损益	(0.0)	(0.1)	(0.2)	0.0	0.0	426.0%	90.7%	-100.0%	NA
归属于母公司所有者的净利润	128.6	65.2	101.6	124.0	154.0	-49.3%	55.9%	22.0%	24.2%
增长率	417.1%	-49.3%	55.9%	22.0%	24.2%	-466.4%	105.3%	-33.9%	2.2%
净利润率	25.9%	14.4%	17.2%	16.1%	15.6%	-11.4%	2.8%	-1.1%	-0.5%
每股收益(元)	0.50	0.25	0.40	0.48	0.60	-49.3%	55.9%	22.0%	24.2%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122