

买入 维持
美盛文化 (002699)

2014 年 11 月 14 日

以自主 IP 形象开发为基础，未来产业链布局逐步完善

2014 年 11 月 14 日收盘价：32.64 元，6 个月目标价：37.81 元

 纺织服装行业高级分析师 焦娟
 SAC 执业证书编号：S0850514040002
 电话：021-23219356
 Email: jj9604@htsec.com

 纺织服装行业分析师 唐苓
 SAC 执业证书编号：S0850514070003
 电话：021-23212208
 Email: tl9709@htsec.com

表 1 可比公司基本情况

证券名称	上市时间	最新股价 (元/股)	总股本 亿股	流通 A 股 亿股	总市值 亿元	市盈率 倍	近 12 个月股息率	机构持股比例 2014 年中期	2013 年收入		2013 年净利润		2013 年毛利率
									亿元	同比增速	亿元	同比增速	
美盛文化	2012	32.64	2.06	0.69	67.14	108.16	0.07%	11.23%	2.31	12.72%	0.42	-14.86%	35.44%
奥飞动漫	2009	29.88	6.32	3.21	188.82	50.45	0.33%	35.76%	15.53	20.28%	2.31	27.26%	44.15%
拓维信息	2008	18.82	4.03	2.61	75.83	114.06	0.19%	5.82%	5.59	29.27%	0.40	9.04%	46.97%
乐视网	2010	33.51	8.41	4.76	281.88	97.59	0.09%	21.91%	23.61	102.28%	2.55	31.32%	29.33%
博瑞传播	1995	11.00	10.93	7.33	120.27	40.12	1.14%	9.24%	15.97	17.71%	3.38	18.29%	48.55%
华谊兄弟	2009	23.50	12.38	8.67	290.85	41.06	0.42%	11.70%	20.14	45.27%	6.65	172.23%	54.80%

资料来源：WIND、海通证券研究所、股价更新时间 2014/11/14

公司起家于动漫衍生品的出口业务，产品以品牌授权的服装产品为主，生产环节具有按单采购、以销定产的特点；公司在承接海外订单的同时，积极开拓国内市场。业务分为两部分，一是传统的动漫衍生品（以动漫服饰为主，非动漫服饰则为头巾、饰品等），该业务又可细分为外销市场业务（承接 ODM 订单）、国内零售业务（子公司莱盛童话，迪士尼的授权商，开拓国内零售市场）；二是布局全产业链带来的动漫、游戏等新业务（目前已完成四个项目的收购，股权比例分别为 Scheepers B.V.85%、缔顺科技 86%、星梦工坊 51%、纯真年代 70%），2014 年中期收入占比 4%，该新兴业务定位于动漫形象的打造，未来对公司业绩的贡献在于动漫形象对应的衍生产品的货币化变现。

2014 年 1-9 月实现营业收入 3.53 亿元，同增 77.88%；归属于上市公司股东的净利润 6238.03 万元，同增 48.40%；扣非净利润 6038.01 万元，同增 64.04%；经营活动产生的现金流量净额 1074.41 万元，同减 55.77%；EPS0.30 元，同增 50.00%。其中，三季度实现营业收入 1.88 亿元，同增 52.88%；归属于上市公司股东的净利润 4520.74 万元，同增 54.95%；经营活动产生的现金流量净额 4535.07 万元，同减 6.76%；EPS0.22 元，同增 57.14%。预计 2014 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间 7928.74 至 9180.64 万元，同增 90%-120%。

缔顺动漫创作为未来公司自主 IP 开发重点，预计业绩爆发将主要来源于游戏业务。

缔顺科技是美盛文化 2013 年 7 月份并购的控股子公司，目前主要业务包括原创动画制作、网络游戏研发与运营、和互联网技术开发，拥有《莫麟传奇系列》、《爵士兔系列》等原创动画片，《纸牌三国》、《小小勇者村》等原创游戏，游戏港口（<http://www.gk99.com>）、缔顺游戏（<http://www.nextsee.com/>）等游戏行业垂直门户网站。公司进行自主 IP

形象创作时，将充分考虑未来下游衍生品的可实现形式及开发潜能，从而实现以产业链后端的销售盈利反哺产业链前端的创作投入，形成产业链无缝连接的优良生态闭环。

目前缔顺仍主要以动漫创作为主，游戏相对较少，预计未来业绩爆发主要将来源于游戏，而动漫将带来相对稳定的增长。

布局线上线下，实现产业链各环节协同，以自有 IP 为基础，动漫热播、游戏上线、衍生品推出之间形成联动。

线下衍生品和线上游戏、动画片之间互容（三体联动）的具体方式预计将明年上半年推出。缔顺在制作实力上处于国内领先地位，结合公司下游渠道优势，可实现快速市场推广。线下衍生品方面，可能以授权、代理等方式进行魔法棒、服装等销售，并且通过在游戏、动画片中植入购买信息等方式实现客流引导。现阶段仍处于线上内容开发、设计，对应的线下实物尚未正式推广。

动漫游戏（包括“悠窝窝”网站）预计将是公司明年线上业务的重点。

如果效果超出预期，带来的收益将可能放大（考虑到公司计划各环节间实现导流，如果 IP 市场反响较好，则衍生品可能在之后几年会呈现级数增长），衍生品线下目前还有没有明确的布局，仍需要半年左右时间去验证 IP 的接受度。“悠窝窝”（20-30 人团队）明年将充分利用万圣节等契机，力争打造成为全国 COS 的最大平台，目前已和全国知名 COS 社团合作，推广速度较快。

表 2 公司上市至今对外投资交易汇总

时间	标的	价格	交易	持股比率	主要业务	业绩承诺	备注
2013/10/11	荷兰公司 Agenturen en Handelsmij Scheepers B.V.	1062.5 万欧元	股权收购	85%	嘉年华和节庆礼物物品、服饰、配件及动漫服饰的设计、采购和销售	—	客户为荷兰、比利时、德国、丹麦的节庆活动商店、主题商店、网络销售及零售商等。拥有网址为 http://www.partyxplosion.com 等的产品在线销售网站
2014/3/17	浙江缔顺科技有限公司	5400 万元	股权收购	85.82%	原创动画制作、网络游戏研发与运营、和互联网技术开发	2014、2015、2016 年度，计划实现净利润分别为 800、1200 和 1600 万	拥有《莫麟传奇系列》、《爵士兔系列》等原创动画片，《纸牌三国》、《小小勇者村》等原创游戏，游戏港口（ http://www.gk99.com ）、缔顺游戏（ http://www.nextsee.com/ ）等游戏行业垂直门户网站
2014/4/11	杭州星梦工坊文化创意有限公司	1530 万元	对外投资	51.06%	儿童剧演艺事业，以儿童舞台剧（含音乐剧等）的制作、演出、以及衍生产品的开发、销售为现阶段核心业务	2014、15、16 年度，实现净利润分别不低于 200、300 和 400 万	2014 年儿童剧演出目标是进入 60 个大中城市，演出场次达到 800 场
2014/5/6	上海纯真年代影视投资有限公司	9800 万元	对外投资	70%	广播电视节目制作、发行；影视文化艺术活动交流策划，会展服务，设计、制作、代理各类广告，利用自有媒体发布各类广告	2014、15、16、17 年度，实现净利润分别不低于 1500、2500、3000 和 4000 万	上海纯真年代出资 8000 万元向朱质冰、朱质颖和王文实际控制的北京颐和尚品、北京纯真年代等购买《远征！远征！》（尚未发行）、《中国式离婚》、《新结婚时代》等电视剧的版权和相关权益。

资料来源：公司公告（2013 年 10 月 14 日、2014 年 3 月 18 日、4 月 12 日、5 月 7 日），海通证券研究所

预计未来公司的业绩增长，一方面来自于出口订单的平稳、快速增长；另一方面，公司积极延伸动漫产业布局，构建集动漫原创、游戏制作、网络平台、国内外终端销售、儿童剧演艺、影视制作、发行等为一体的综合型大文化产业版图，重点关注未来涉及动漫行业全产业链运作模式的开展：（1）公司原有的收入来源主要集中在生产环节，通过一系列并购，公司希望通过布局全产业链，占据更多的产业链利润；（2）公司先后四次并购，基本渗透至动漫形象的创作、发行环节，海外销售环节，以及国内电商销售渠道。未来随着海外销售渠道、国内线下销售渠道的布局完成，实现动漫全产业链的运营，将主要体现在动漫衍生产品的成功，以及后续衍生产品通过销售渠道顺利的货币化变现；（3）我们判断公司以美

国的动漫产业发展方向为参考，构建掌控全产业链的商业模式，以打造动漫集团、扩大产品类别、提升附加值，从而获取各环节预期收益。

受益于上海迪士尼 2015 年的开业，我们判断公司传统业务未来一年仍将保持较为高速增长；相对于收购带来的动漫、游戏新业务对公司业绩的增厚作用，**我们更看好公司对动漫产业链的布局，预计未来的衍生品货币化变现，将明显拉动公司业绩增长。**

考虑到公司套期保值业务、政府补助等非经常性损益项目波动幅度较大，我们预计 2014—2016 年实现归属于母公司净利润分别为 8093 万元、1.42 亿、2.22 亿元，同增 93.92%、75.35%、56.55%，对应 EPS 分别为 0.39、0.69、1.08 元/股。考虑到公司 2014—16 年净利复合增长率达到 66%，并且具有规模优势、行业景气、业务扩展规划符合产业链发展方向等优势，给予一定估值溢价。其中制造业务受益于新客户订单快速增长及产品附加值提升，未来整体成长性明确，给予 2015 年 30 倍市盈率 (EPS0.38 元)；而 14 年起进入业绩贡献期的动漫、游戏及影视业务，考虑到收购项目将明显增厚公司利润，对比同类公司成长期的估值水平 (13 年 PE 均值 92 倍)，目前公司此块业务估值提升空间较大，给予公司 15 年 85 倍市盈率 (EPS0.31 元)，整体对应合理价值 37.81 元，买入评级。

主要不确定因素：品牌形象授权终止、汇率风险、IP 形象与变现渠道对接不顺等。

表 3 国内动漫产业链相较于日、美在衍生品与作品创作结合上明显松散

比较内容	日本	美国	中国
动画、漫画之间联系	动漫紧密结合，以“漫”制“动”	漫画作用较小，以动画原创为主	漫画几乎没有作用，动漫基本独立完成
前期宣传力度	大量预告片与植入广告宣传	大量预告片与植入广告强势宣传	动画默默制作，前期宣传与炒作较少
资金因素	大公司支撑、政府扶持、资金充裕	大牌公司直接制作，金融寡头积极注资，资金充裕	政府投资和政策支持，企业适量投入，资金不足
人力资源	本国培养与国际招聘相结合，大量外协加工	全面培养、广泛招揽，各类人才充足，注重外协加工	本国培养为主，制作人员充足，但经营、管理策划人才短缺
生产方式	大公司合成，小公司协同，外协公司辅助	大公司垄断，大型工厂化流水线生产	国有大公司制作为主，民企参与为辅，合作生产作为补充
政策环境	政府引导与市场运作相结合	商业化运作，与政府分离	国家规划和政策扶持，地方政府积极引导，市场化程度不高
产业链机制	产业链成熟，动、漫、衍生品结合紧密，成效显著	产业链完整，品牌与明星效应明显，增值持续	产业链不完整，动画产品与漫画、衍生品联系松散
制作技术	以精湛二维为主的动画电视片为主，剧场发达	以 IMAX 为主流的动画电影为主，院线发达	以电视动画片为主，种类多，有特色，动画电影制作水平一般

资料来源：日美动漫产业的发展与中国动漫产业发展战略、海通证券研究所

表 4 市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)				市盈率 (X)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
奥飞动漫	002292.SZ	29.88	0.38	0.74	1.00	1.34	81.80	40.18	29.85	22.36
拓维信息	002261.SZ	18.82	0.14	0.28	0.41	0.53	191.61	66.43	45.45	35.62
乐视网	300104.SZ	33.51	0.32	0.44	0.64	1.05	110.54	76.35	51.99	31.90
博瑞传播	600880.SH	11.00	0.53	0.38	0.45	0.51	35.58	29.01	24.37	21.46
华谊兄弟	300027.SZ	23.50	0.55	0.65	0.77	0.94	43.71	35.93	30.54	25.10
均值							92.65	49.58	36.44	27.29

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 11 月 14 日的收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期值

表 5 美盛文化主营业务盈利预测

动漫服饰	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	172.06	175.40	192.00	345.61	518.41	725.77
增长率 (YOY)	9.31%	1.94%	9.47%	80.00%	50.00%	40.00%
毛利率	49.09%	41.02%	35.49%	32.00%	31.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	87.60	103.46	123.86	235.01	357.70	500.78
增长率 (YOY)	16.67%	18.11%	19.72%	89.74%	52.21%	40.00%
毛利 (百万元)	84.47	71.94	68.14	110.59	160.71	224.99
增长率 (YOY)	2.60%	-14.83%	-5.28%	62.30%	45.31%	40.00%
占总销售额比重	80.31%	86.03%	84.02%	62.84%	54.49%	50.58%
占主营业务利润比重	88.67%	89.74%	84.57%	52.79%	40.11%	35.58%
非动漫服饰	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	42.19	28.48	32.66	65.32	84.91	110.39
增长率 (YOY)	31.66%	-32.50%	14.69%	100.00%	30.00%	30.00%
毛利率	25.59%	28.89%	32.23%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本 (百万元)	31.39	20.25	22.13	35.92	46.70	60.71
增长率 (YOY)	38.94%	-35.49%	9.31%	62.30%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	10.80	8.23	10.52	29.39	38.21	49.67
增长率 (YOY)	14.25%	-23.80%	27.93%	179.28%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	19.69%	13.97%	14.29%	11.88%	8.93%	7.69%
占主营业务利润比重	11.33%	10.26%	13.06%	14.03%	9.54%	7.86%
衍生品	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)					70.00	126.00
增长率 (YOY)						80.00%
毛利率					30.00%	40.00%
销售成本 (百万元)					49.00	75.60
增长率 (YOY)						54.29%
毛利 (百万元)					21.00	50.40
增长率 (YOY)						140.00%
占总销售额比重					7.36%	8.78%
占主营业务利润比重					5.24%	7.97%
动漫、游戏等	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)			3.86	139.01	278.03	472.65
增长率 (YOY)				3500.00%	100.00%	70.00%
毛利率			49.38%	50.00%	65.00%	65.00%
销售成本 (百万元)			1.95	69.51	97.31	165.43
增长率 (YOY)				3455.92%	40.00%	70.00%
毛利 (百万元)			1.91	69.51	180.72	307.22
增长率 (YOY)				3545.19%	160.00%	70.00%
占总销售额比重			1.69%	25.28%	29.22%	32.94%
占主营业务利润比重			2.37%	33.18%	45.11%	48.59%
合计	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	214.25	203.88	228.52	549.94	951.35	1434.81
增长率 (YOY)	13.09%	-4.84%	12.09%	140.65%	72.99%	50.82%
销售成本 (百万元)	118.99	123.71	147.95	340.44	550.71	802.52
毛利 (百万元)	95.26	80.17	80.57	209.49	400.64	632.28
平均毛利率	44.46%	39.32%	35.26%	38.09%	42.11%	44.07%

资料来源: 公司 2011、2012、2013 年报、2014 中报, 海通证券研究所

相关报告:

美盛文化 002699.SZ 公司深度报告: 布局动漫产业链, 发展空间巨大, 增持 首次 20140811

美盛文化 002699.SZ 中报点评: 业绩超市场预期, 布局动漫产业链, 发展空间巨大, 增持 维持 20140818

美盛文化 002699.SZ 点评报告: 看好公司未来的产业链布局, 持续推荐, 买入 调高 20141015

美盛文化 002699.SZ 三季报点评: 订单增长超预期, 布局动漫产业链, 发展空间巨大, 买入 维持 20141027

信息披露

分析师声明

焦娟：纺织服装行业高级分析师
唐苓：纺织服装行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：森马服饰、美邦服饰、富安娜、罗莱家纺、梦洁家纺、探路者、朗姿股份、卡奴迪路、七匹狼、九牧王、报喜鸟、奥康国际、鲁泰 A、百隆东方、华孚色纺、航民股份、美盛文化、浔兴股份、天华超净

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。