

深度报告

传媒行业

动漫

奥飞动漫(002292)

询价区间: 24.00-26.00

2009年8月26日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	120.00/0.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,960.77/11,892.02
发行价格(元)	0.00
发行股本(百万股)	40.00

财务数据

净资产值(百万元)	277.35
每股净资产(元)	2.31
资产负债率	44.67%

相关研究报告:

分析师: 廖绪发 CFA

电话: 0755-82133406

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

分析师: 陈财茂

电话: 021-68866236

E-mail: chencm@guosen.com.cn

新股分析

打造最具价值的动漫产业链

●独具特色的商业模式

奥飞动漫过去的成功得益于“动漫+玩具”的商业模式,打造出一条完整的动漫产业链,在创意、制造、播放渠道、营销渠道四个环节具有独特优势,使得这一模式短期很难被竞争对手复制,不管是动漫行业还是玩具行业的竞争者。

●动漫行业未来的黄金 10 年

动漫行业在国内仍然是一个新兴行业,处于发展的起步阶段,未来将是迎来 10 年黄金发展期,驱动力包括庞大并且逐步增加的儿童(潜在消费者)、收入增长带来文化消费的持续升级(人均消费增加)以及中央政府的大力支持。

●奥飞动漫未来的成长路径

2009-2011 年仍将延续动漫作品驱动动漫玩具销售的路径,但逐渐从潮流性产品向持续性产品过渡;之后过渡到动漫行业整合者的路径上,通过类似与禾盛合作《铠甲勇士》的方式,或者并购的方式,整合中国动漫行业的优势资源,逐渐转变为一个动漫运营平台。凭借上市的先发优势,通过资本市场的力量完成对产业资本的整合,设计充分的激励机制,实现长期、持续、高速的增长,有望打造成中国最伟大的动漫文化产业集团。

●估值和询价建议: 询价区间 24-26 元

我们预计,奥飞动漫 2009-11 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.68、1.02 和 1.34 元,三年复合增长率为 40%。采取 FCFF 进行绝对估值、PE 和 PEG 进行相对估值,得出的合理价值区间在每股 23.69-27.08 元之间,建议询价区间为 24-26 元。

独立性声明:

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,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	496.88	451.19	683	907	1,236
(+/-%)	84.68%	-9.20%	51.4%	32.8%	36.3%
净利润(百万元)	128.63	65.18	108	163	214
(+/-%)	417.09%	-49.33%	66.3%	50.2%	31.8%
每股收益(元)	1.07	0.54	0.68	1.02	1.34
EBIT Margin			17.9%	19.8%	22.1%
净资产收益率(ROE)	51.83%	29.18%	9.8%	13.1%	15.2%
市盈率(PE)			59.1	39.3	29.8
EV/EBITDA			49.9	34.5	23.1
市净率(PB)			5.77	5.16	4.53

投资摘要

我们采取 FCFF 进行绝对估值、PE 和 PEG 进行相对估值，得出的合理价值区间在每股 23.69-27.08 元之间，建议询价区间为 24-26 元。

作为 A 股动漫第一股，奥飞动漫凭借其独特的商业模式，在动漫行业中成功走出一条“产业文化化”的道路，未来公司仍将继续坚持这条路径，并逐渐向“文化产业化”演进，最终成为中国的 disney 也并非神话。在这一进程中，公司依托卓越的管理、富有创意的内容原创以及广泛的播出和营销网络，已经实现并将持续实现高速稳定的增长，我们预计公司未来三年（2009-2011 年）净利润的 CAGR 将达到 40%。

公司成长性的两个依托分别是：独具特色的商业模式以及分享动漫行业的未来 10 年黄金发展期。

独具特色的商业模式：奥飞过去的成功得益于选择了“动漫+玩具”的商业模式，打造了一条完整的动漫产业链，因其在价值链上创意、玩具制造、播放渠道、营销渠道等四个环节独具优势，使得这一模式短期内很难被其他竞争对手复制，不管是动漫行业的竞争者还是玩具行业的领先者。

动漫行业未来的黄金 10 年。尽管动漫行业在美国发展了近 90 年，日本发展了近 60 年，但是在国内仍然是一个新兴行业，处于发展的起步阶段。构成未来黄金 10 年的因素包括庞大并且逐步增加的儿童（潜在消费者）、收入增长带来文化消费的持续升级（人均消费增加）以及中央政府的大力支持。

奥飞动漫未来的成长路径为：2009-2011 年仍将延续动漫作品驱动动漫玩具销售的路径，但逐渐从潮流性产品向持续性产品过渡；之后过渡到动漫行业整合者的路径上，通过类似与禾盛合作《铠甲勇士》的方式，或者并购的方式，整合中国动漫行业的优势资源，逐渐转变为一个动漫运营平台。凭借上市的先发优势，通过资本市场的力量完成对产业资本的整合，设计充分的激励机制，实现长期、持续、高速的增长，有望打造成中国最伟大的动漫文化产业集团。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与询价建议：询价区间 24-26 元	5
FCFF估值：每股价值为 26.63 元	5
PE估值：每股价值为 23.69-27.08 元	6
PEG估值：每股价值为 24.37-27.08 元	6
询价建议：询价区间 24-26 元	7
成长的基石：独具特色的商业模式	7
“动漫 + 玩具” = 价值的“创造 + 实现”	8
从“产业文化化”到“文化产业化”	9
成长的空间：分享动漫行业的黄金发展期	10
收入增长驱动文化消费升级	10
潜在消费者：巨大的儿童基础	11
政策环境：国家大力支持的领域	11
成长的路径：中国的disney之路	12
过去三年的增长动力：动漫玩具	12
未来两年的增长：延续动画片驱动动漫玩具的模式	13
动漫行业的整合者：从《铠甲勇士》开始	14
增长的稳定性：从潮流性到持续性产品	14
盈利预测：2009-2011 年净利润CAGR为 40%	15
募投项目：驱动短期和长期增长	16
风险提示	16
表：奥飞动漫盈利预测与估值表	17
国信证券投资评级	18
免责声明	18

图表目录

表 1: FCFF估值模型的核心假设（三阶段）	5
表 2: WACC的核心假设	5
表 3: FCFF估值模型	5
表 4: FCFE估值对WACC和g的敏感性分析	6
表 5: A股传媒公司平均PE	6
图 1: 奥飞动漫的成长路径	7
图 2: 奥飞动漫“动漫+玩具”相结合的商业模式	9
图 3: 从“产业文化化”到“文化产业化”	9
图 4: 日本文化消费升级进程（1964-2006）	10
图 5: 美国文化消费升级进程（1929-2006）	10
图 6: 中国文化消费升级的证据（1995-2007）	11
图 7: 收入差距导致地区间文化消费差异（2007）	11
图 8: 中国人口构成	11
图 9: 人口出生的绝对数量逐渐回升	11
表 6: 动漫行业主要支持政策	12
表 7: 奥飞动漫收入成本构成（2005-1H2009）	13
表 8: 动画片驱动动漫玩具增长（2005-1H2009）	13
表 9: 奥飞动漫公开披露动漫片（已推出+即将推出）	14
图 10: 从潮流性产品向持续性产品演进	15
表 10: 奥飞动漫盈利预测简表（2006-2011E）	15
表 11: 募投项目	16

估值与询价建议：询价区间 24-26 元

FCFF 估值：每股价值为 26.63 元

我们运用 FCFF 模型对奥飞动漫进行绝对估值，并采用三阶段模型。其中 2009-2011 年为高速增长期（显性期），收入增长率分别为 51%、33%和 36%；2012-2018 年为半显期，收入增长率从 32%逐步平滑下降到 5%；2018 年后为永续增长期，假定永续增长率为 2%。

表 1: FCFF 估值模型的核心假设（三阶段）

核心假设	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	84.7%	-9.2%	51.4%	32.8%	36.3%	32.0%	28.0%	19.0%	14.4%	9.7%	7.8%	4.9%
gross margin	34.1%	41.3%	39.6%	41.3%	42.0%	42.5%	42.8%	43.0%	43.1%	43.2%	43.2%	43.2%
管理费用率	7.8%	12.3%	10.5%	10.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
销售费用率	5.7%	10.5%	9.5%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
营业税金及附加率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	14.9%	6.1%	15.0%	15.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	18.3%	36.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

同时，我们假定 RFR 为 5.5%，风险溢价率 7.5%，有效税率 25%，按照 A 股传媒行业无杠杆 Beta 推算奥飞动漫有杠杆的 Beta 为 0.96，股权价值占比为 80%，在此假设下，公司的 WACC 为 10.88%。

表 2: WACC 的核心假设

无风险收益率	5.5%	有效税率	25%
风险溢价率	7.5%	Kd	4.13%
Beta	0.96	E/(E+D)	80%
Ke	12.72%	WACC	10.88%

资料来源：国信证券经济研究所

根据 FCFF 三阶段模型和 WACC 的假设，我们测算奥飞动漫的合理价值为 26.63 元。

表 3: FCFF 估值模型

	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV
EBIT	122	180	273	370	481	578	666	733	792	832	
t	15%	15%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
EBIT*(1-t)	104	153	205	277	361	434	499	550	594	624	
D&A	10	13	17	21	24	28	32	36	39	43	
营运资金净变动	(8)	(69)	(105)	(125)	(145)	(126)	(113)	(87)	(77)	(52)	
资本性投资	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	(50)	
FCFF	57	47	66	123	191	286	368	448	507	565	6,495
PV(FCFF)	51	38	49	81	114	154	179	196	200	201	2,313
核心企业价值	3,575										
减：净债务	(685)										
股票价值	4,261										
每股价值	26.63										

资料来源：国信证券经济研究所

将每股价值对永续增长率和 WACC 和永续增长率进行敏感性分析，当永续增长率为 0.5-3.5%，WACC 为 9.9-11.9%时，奥飞动漫的每股价值为 21.86-35.04

元，中准价格为 26.63 元。

表 4: FCFE 估值对 WACC 和 g 的敏感性分析

g/wacc	9.9%	10.4%	10.88%	11.4%	11.9%
3.5%	35.04	32.23	29.83	27.74	25.91
3.0%	33.32	30.80	28.63	26.72	25.05
2.5%	31.82	29.55	27.57	25.82	24.27
2.0%	30.52	28.45	26.63	25.02	23.58
1.5%	29.38	27.48	25.79	24.29	22.95
1.0%	28.36	26.60	25.04	23.64	22.38
0.5%	27.45	25.82	24.36	23.05	21.86

资料来源：国信证券经济研究所

PE 估值：每股价值为 23.69-27.08 元

奥飞动漫的商业模式决定了自身的行业属性为传媒，而非轻工制造，因为公司的价值核心在于动漫内容，动漫玩具作为内容的一种衍生产品，仅仅是价值的一种实现手段。由于公司作为国内 A 股市场动漫第一股，缺乏直接的可比公司，而如选择国外 disney 和万代等动漫公司进行比较，则由于发展阶段和资本市场环境存在巨大差异，即使选择同一发展阶段的估值水平也不具有可比性。

我们选择 A 股现有的传媒公司作为可比标的，这些公司大多为传统媒体，按照一致性预测计算当前的平均 PE 为 41 倍，最近三个月最高 PE 达到 51 倍，最低为 36 倍。这些公司的 CAGR（08-10）平均为 20.4%，而根据我们的预测，奥飞动漫 09-10 年净利润的 CAGR 为 40%，显然应该享有更高的估值溢价。

即使我们不考虑成长性溢价，我们预测奥飞动漫 09 年全面摊薄后的 EPS 为 0.68 元，保守按照 09 年 35-40 的 PE 水平计算，对应的每股价值为 23.69-27.08 元。

表 5: A 股传媒公司平均 PE

		市场一致预测的 EPS			CAGR (08-10)	近三个月价格			对应 09 年 PE		
		08A	09E	10E		最高价	最低价	当前价	最高	最低	当前
有线网络	歌华有线	0.33	0.24	0.28	-8.3%	13.85	10.22	11.45	57.4	42.3	47.4
	广电网络	0.18	0.22	0.29	27.3%	9.37	6.82	7.66	42.9	31.2	35.1
	天威视讯	0.30	0.31	0.38	12.0%	18.00	13.81	15.65	58.4	44.8	50.8
图书出版	时代出版	0.53	0.60	0.66	11.2%	18.77	12.70	13.60	31.4	21.2	22.7
	出版传媒	0.20	0.23	0.26	12.6%	12.58	8.16	9.76	53.7	34.9	41.7
报业	博瑞传播	0.52	0.71	0.87	28.9%	23.98	17.04	20.11	33.8	24.0	28.3
	华闻传媒	0.13	0.14	0.16	11.1%	6.65	4.76	5.76	46.9	33.6	40.6
	新华传媒	0.48	0.45	0.52	4.5%	19.15	9.55	10.56	42.3	21.1	23.3
广告	北巴传媒	0.17	0.39	0.59	84.1%	13.82	10.02	11.26	35.6	25.8	29.0
	中视传媒	0.26	0.24	0.27	2.5%	16.75	11.69	13.22	68.5	47.8	54.0
综合	东方明珠	0.14	0.17	0.23	29.7%	11.96	9.05	9.49	71.8	54.4	57.0
	中信国安	0.26	0.40	0.44	30.0%	19.40	13.65	17.20	47.9	33.7	42.5
	电广传媒	0.24	0.28	0.35	19.1%	18.79	14.32	16.80	66.9	51.0	59.8
平均					20.4%				50.6	35.8	40.9

资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

注：当前价为 8 月 25 日收盘价，近三个月的区间以此推算，踢出赛迪传媒和粤传媒（微利或者亏损）

PEG 估值：每股价值为 24.37-27.08 元

对于奥飞动漫这样高成长的公司，另外一个可供选择的估值方法是 PEG，国

内外对这类公司的估值通常采取 0.9-1.3 倍 PEG 估值，对应的 CAGR 为未来三年的增长，根据我们的预测，奥飞 2009-2011 年净利润的 CAGR 为 40%，我们选取 0.9-1 倍 PEG 进行计算，对应 09 年的 PE 为 36-40 倍，按照我们 09 年 0.68 的 EPS 计算，合理价值为每股 24.37-27.08 元。

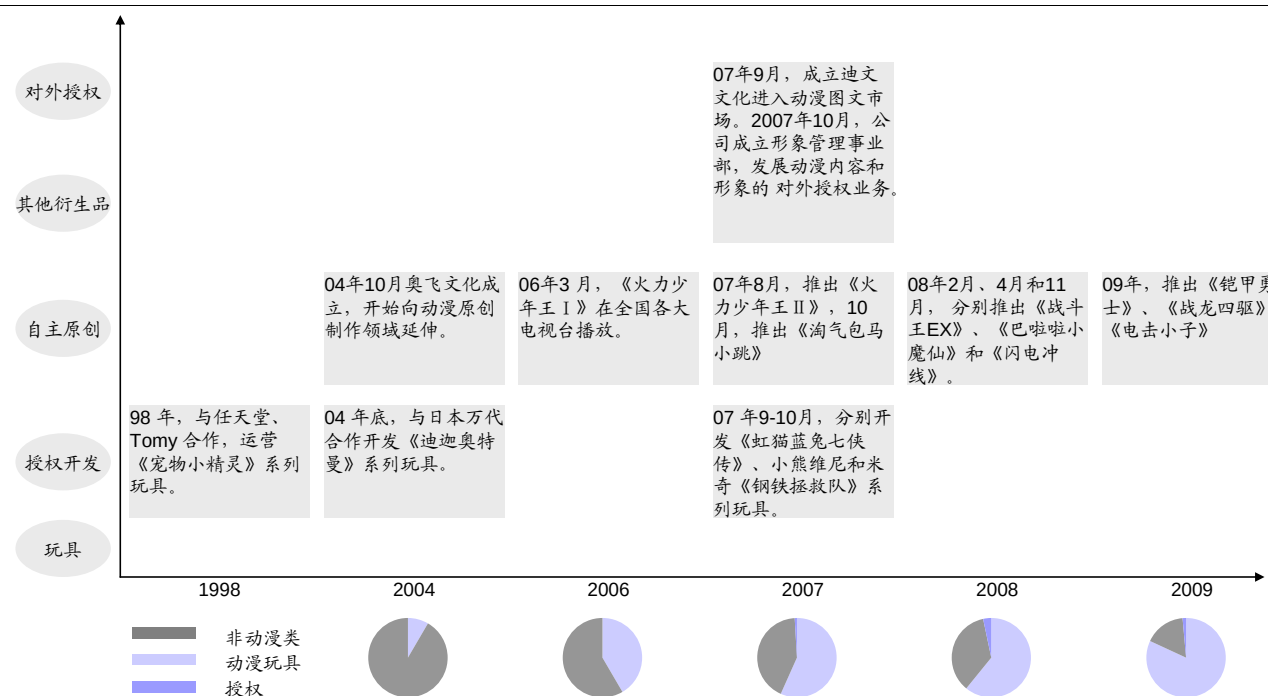
询价建议：询价区间 24-26 元

奥飞动漫作为 A 股动漫第一股，凭借其独特的商业模式，在动漫行业中成功走出一条“产业文化化”的道路，未来公司仍将继续坚持这条路径，并逐渐向“文化产业化”演进，最终成为中国的 disney 也并非神话。在这一进程中，公司依托卓越的管理、富有创意的内容原创以及广泛的播出和营销网络，已经实现并将持续实现高速稳定的增长，我们预计公司未来三年（2009-2011 年）净利润的 CAGR 将达到 40%，根据我们的 FCFF 模型、PE 和 PEG 进行估值，合理价值区间为 24-27 元，我们对投资者的询价区间建议为 24-26 元。

成长的基石：独具特色的商业模式

奥飞动漫成立于 1993 年，在 2004 年之前还是一个典型的传统玩具生产商，1998 年开始了对动漫行业的首次探索，与任天堂、Tomy 公司合作，运营《宠物小精灵》系列动漫玩具。2004 年成立奥飞文化公司开始向动漫原创领域延伸，2006 年推出第一部原创动画片《火力少年王 1》，并推广动漫玩具悠悠球，取得了巨大的成功。到目前奥飞动漫已经推出了 9 部动漫作品，并推动了衍生品的热销，成长为销售收入超过 6 亿元，净利润近亿元的企业。

图 1：奥飞动漫的成长路径



资料来源：国信证券经济研究所

奥飞过去的成长路径可以概括为：传统玩具—授权开发动漫玩具—自主原创动漫玩具，执行的是“产业文化化”的发展战略，伴随着这一发展战略下，奥飞的动

漫玩具占销售收入的比例从 2005 年的 8.4%，上升为 82%。

公司未来的发展战略一方面将继续执行“产业文化化”发展战略（类似孩之宝），另外也将开拓“文化产业化”的路径（类似 disney），实现“传统玩具 - 授权开发动漫玩具 - 自主原创动漫玩具 - 其他衍生品 - 对外授权”发展战略。

“动漫 + 玩具” = 价值的“创造 + 实现”

从奥飞的经营绩效看，尽管 08 年在内外部因素的影响下出现了下滑，05-08 年收入的年均复合增长率仍旧达到了 30%。这对于其他玩具运营商难以企及，而对于国内绝大多数动漫企业也是望尘莫及。我们认为，这得益于奥飞找到了传统玩具行业动新兴动漫行业的最佳结合点，就是“动漫 + 玩具”的商业模式。

1、“动漫 + 玩具”的结合本质上是价值“创造 + 实现”的结合

奥飞动漫“动漫 + 玩具”的商业模式，核心价值在于动漫内容，但是实现的途径是通过动漫玩具的销售。这一商业模式的主要特点是：（1）内容原创主要围绕着衍生产品进行，创意阶段需要考虑衍生品的市场推广；（2）动画片的播出采取免费赠播的方式，可以控制播出时间和频率，配合玩具的推广；（3）动画片的等级不需要太高，控制拍摄成本。

2、这一模式是国内目前最为现实和有效的模式

中国动漫行业发展的 10 多年历程中，接近 90%的企业因为找不到合适的商业模式而夭折，他们大多梦想着成为中国的 disney，从而选择了 disney 的成长路径：“精美的原创内容 - 播出收入弥补拍摄成本 - 授权收入创造利润”。但是直到目前，国内的动画其实也就是“两只猫和一只羊”（蓝猫、虹猫蓝兔、喜羊羊），经典的原创内容和深入人心的动漫形象是所有动漫公司追求的目标，但是应该选择更加现实有效的商业模式，要不然企业的生存本身就存在很大问题，何谈发展。

国内有些企业选择了“以动漫制作”起家的方式并取得了成功，例如江通动画。目前来看，奥飞动漫“以动漫内容驱动玩具销售”的模式最为有效和现实。

目前中国动漫企业 disney 模式步履维艰的原因有：（1）经典的原创内容可遇而不可求；（2）版权保护机制缺失，即使创造了经典的形象，也难以分享到对应的价值；（3）播放收入对制作成本的弥补杯水车薪，根据动漫等级的不同，每分钟制作成本在 6000 - 30000 元不等，但是播出收入却仅有 30 - 200 元/分钟；（4）资金实力普遍较差，既然播出收入难以覆盖制作成本，自然这个行业就会有一个很长的培育过程，伴随着大量的资金投入，而现实是这些企业往往资金规模有限，生存难以为继。

3、其他企业难以复制奥飞动漫现有的商业模式

尽管在玩具行业，奥飞存在银辉这样的竞争对手，在动漫行业，面临宏梦、三辰、原创动力等竞争对手。但是，因其独特的商业模式，将整个动漫产业链打通，让其他企业难以复制。

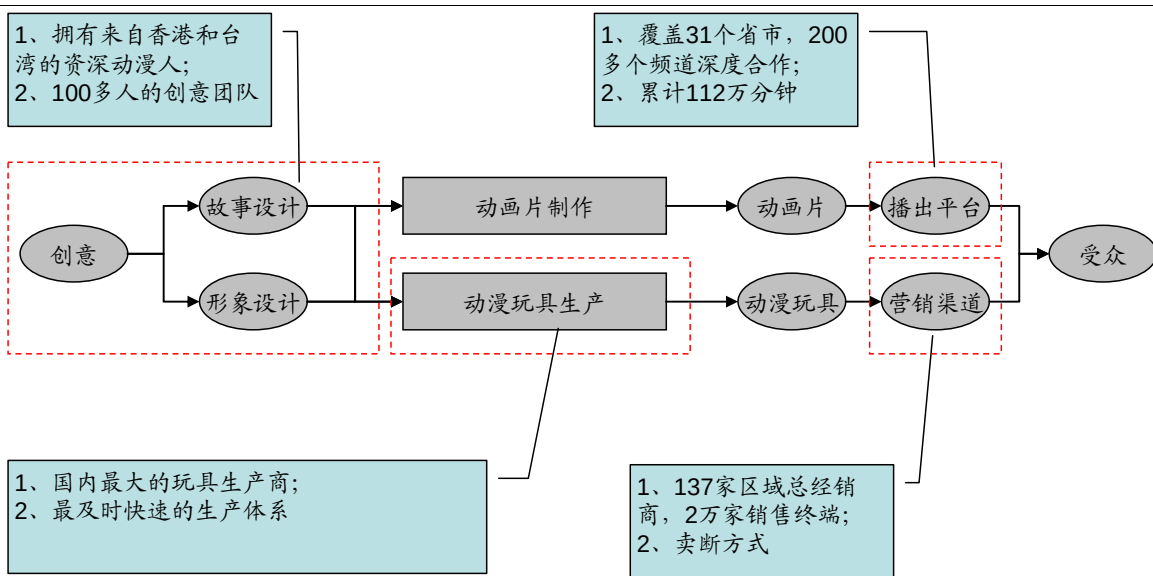
在整条价值链上，最为核心的四个环节在于创意（内容）、玩具生产、媒体播出平台和营销渠道。我们认为，奥飞动漫在这环节上已经积累了相当的先发优势。

（1）创意：公司目前拥有包括香港和台湾动漫人在内 100 多人的团队，更为重要的是，即将上市的资本平台优势决定了奥飞能够设计更加有效的股权激励机制。（2）播出平台：公司目前采取了赠播的方式，已经覆盖了全国 31 个省市、200 多个频

道，累计播出时间达到了 112 万分钟。(3) 玩具制作：这是公司起家的法宝，是国内最大的玩具生产商，具备业内最及时快速的生产体系。(4) 营销渠道：奥飞目前有 137 家区域总经销商，2 万多家销售终端，其优势在业内绝对领先。

正因奥飞在这一商业模式的价值链的四个核心环节上积累了足够的竞争优势，其他在单一环节上竞争对手，难以复制这一模式，不管是银辉还是宏梦。

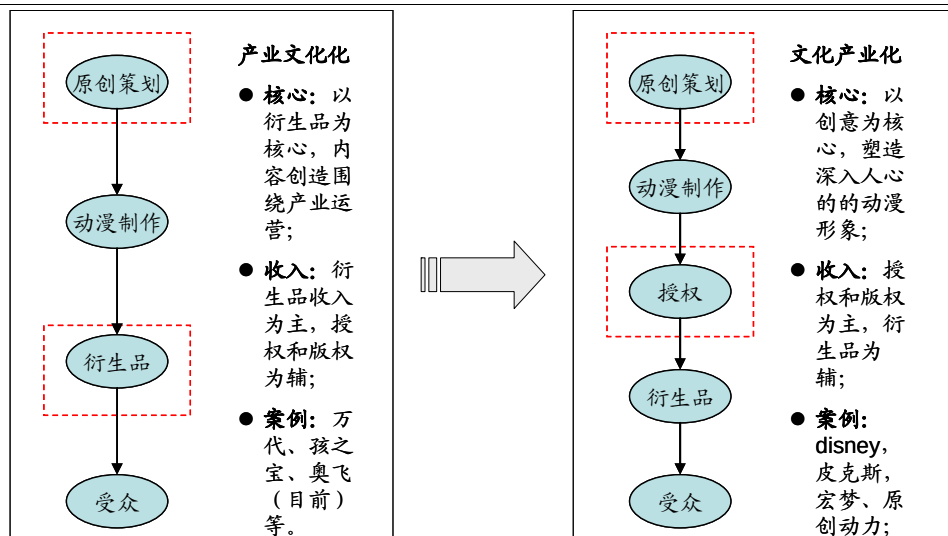
图 2：奥飞动漫“动漫+玩具”相结合的商业模式



资料来源：国信证券经济研究所

从“产业文化化”到“文化产业化”

图 3：从“产业文化化”到“文化产业化”



资料来源：国信证券经济研究所

凭借独具特色的商业模式，奥飞实现了从传统玩具制造商向动漫企业的华丽转身，取得了巨大的成功。用“产业文化化”概括奥飞过去的成功再合适不过，这一

模式的核心在于“以玩具为核心，内容创造围绕产业运营进行；内容创造价值，玩具实现价值”。例如，在拍摄《火力少年王1》之前，奥飞就已经开始运营悠悠球，而通过推出这一动漫作品，悠悠球的销售量价齐升，取得了巨大的成功。

未来，奥飞的路将沿着两个方向一起前进，一方面，继续执行目前“产业文化化”的战略；另一方面，开拓“文化产业化”的新局面，创造经典动漫形象，打造百年老店。

我们认为，“文化产业化”需要的基础包括：（1）完善的激励机制吸引业内最为优秀的原创团队；（2）持续的资金支持；（3）更加重视长期利益；（4）坚定的战略执行。

对于这四点，前两点对于已经上市的奥飞具有无与伦比的优势，而后两点在于管理层对战略的理解和执行，而这正是奥飞管理层正在考虑和即将执行的战略。

如果完成“产业文化化”到“文化产业化”再次转型，奥飞极有可能成为中国的 Disney，届时就是中国动漫行业最伟大的企业。

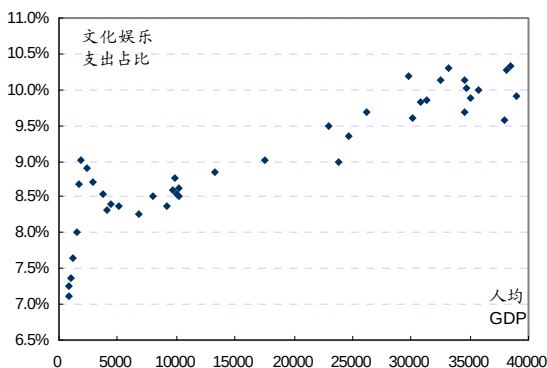
成长的空间：分享动漫行业的黄金发展期

动漫行业在美国经过了近 90 年的发展、日本经过了近 60 年的发展，已经相当成熟，但是在国内，仅仅经过了 10 多年的探索，刚刚起步，未来 10 年，是动漫行业的黄金发展期，核心的三个驱动力包括，收入增长带来的文化消费升级、巨大的儿童基数、政策支持。

收入增长驱动文化消费升级

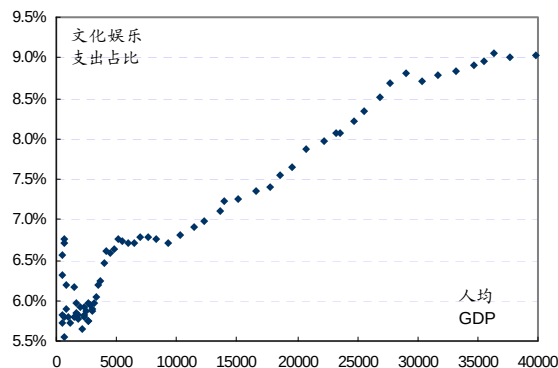
不管是动漫版权、授权还是衍生品带来的收入，对消费者来说，都算是一种文化消费，文化消费的典型特点就是随着收入增长，支出占比不断提高。这一点，从日本 40 多年的经验和美国近 70 年的经验看，已经非常明显，而中国不管是横截面的数据还是时间序列数据看，也都非常明显。体现为，随着居民收入水平的不断提高，文化娱乐消费占支出的比例不断增加。

图 4：日本文化消费升级进程（1964-2006）



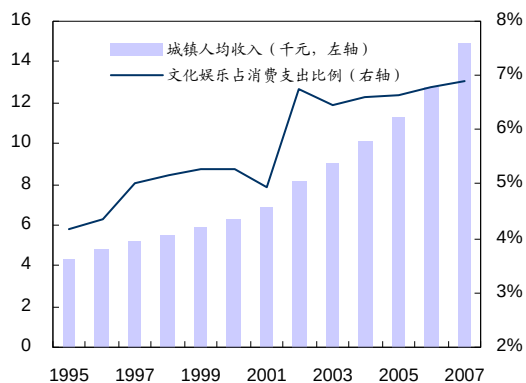
资料来源：Bloomberg，日本国民统计局

图 5：美国文化消费升级进程（1929-2006）



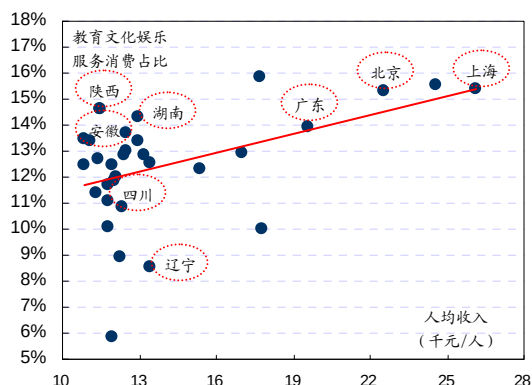
资料来源：BEA

图 6: 中国文化消费升级的证据 (1995-2007)



资料来源: Wind 资讯 国家统计局 国信证券经济研究所

图 7: 收入差距导致地区间文化消费差异 (2007)



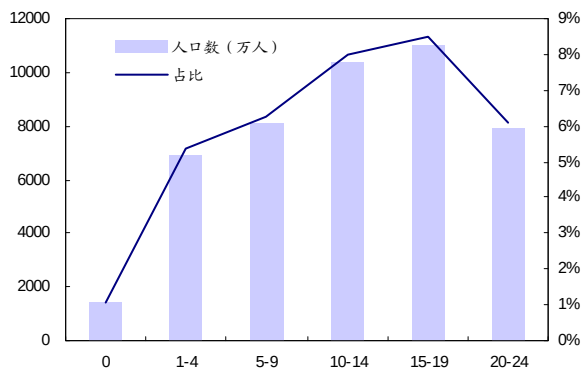
资料来源: Wind 资讯 国家统计局 国信证券经济研究所

潜在消费者: 巨大的儿童基础

截至 2008 年底, 全国 0-14 岁儿童为 2.5 亿人, 占到了总人口的 19%, 根据国家统计局对 1718 家玩具企业的统计, 2008 年玩具销售总额 980 亿元, 人均消费 392 元 (约合 57 美元, 这里存在高估, 因为玩具消费群并非仅仅 0-14 岁儿童), 相对美国、日本近 200-300 美元人均消费计算, 至少还有 5-6 倍的发展空间。

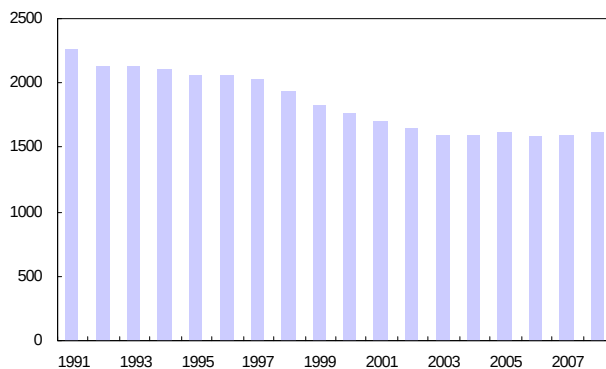
另外, 07 年开始, 全国人口出生量扭转了持续减少的趋势, 2008 年出生人口 1608 万人, 目前国家已经逐步松动计划生育政策, 未来人口出生量逐步回升可以预期。巨大的人口基数奠定了未来增长的空间。

图 8: 中国人口构成



资料来源: 国家统计局

图 9: 人口出生的绝对数量逐渐回升



资料来源: 国家统计局

玩具消费的特点是儿童消费, 家长买单。经过多年的计划生育, 独生子女成了普遍现象, 结果导致 4 个老人、2 个年轻人供养 1 个小孩, 两代人给 1 个人买单。每个小孩的玩具支出不断增加。

政策环境: 国家大力支持的领域

近年来国家动漫行业的支持力度非常之大, 一系列的政策, 实质性的“禁播令”, 在传媒所有行业力度最大。国家支持动漫行业发展的背景在于“提升中国文化软实力”的大背景, 动漫、电影、图书等是最好的文化载体, 对提升中国文化的国际影响力意义深远。而动漫的受众多为没有太多判断力的儿童, 国家出台禁播令,

支持民族动漫，也就是支持中国文化。

在国家不断推出支持政策的背景下,我国的动漫影视片发行量从2004年的2.2万分钟,增加到2008年的13.1万分钟,增长了大约50%。

表 6: 动漫行业主要支持政策

政策	主要内容
《“十一五”文化发展规划纲要》	推动国产动漫振兴工程,并制定了具体的政策措施。
《文化产业振兴规划》	加快发展文化创意和动漫等重点文化产业。
《2009年国务院政府工作报告》	提出要培育消费热点,拓展消费空间,积极发展网络动漫等新型消费。
《关于推动我国动漫产业发展的若干意见》	这是我国动漫产业最重要的政策文件之一,明确推动动漫产业发展的目标是:通过政策推动,形成成熟的动漫产业链,打造动漫龙头企业;力争用5至10年时间,使我国动漫产业创作开发和生产能力跻身世界动漫大国和强国行列。
《文化部关于扶持我国动漫产业发展的若干意见》	明确了扶持民族原创、完善产业链条、完善支撑体系,加快平台建设等方面的具体举措。
广电总局下《关于发展我国影视动画产业的若干意见》	对国产动画业进行了全面规划,基本勾勒出国产动画业的全新版图,提出了一系列政策措施,从体制、政策、市场管理等方面促进我国影视动画产业的发展。
国家广电总局下发的《关于加强电视动画片播出管理的通知》	自2008年5月1日起,全国各级电视台所有频道不得播出的境外动画片、介绍境外动画片的资讯节目以及展示境外动画片的栏目的时段,由原来的17:00-20:00延长至17:00-21:00。动画频道、少儿频道、青少频道、儿童频道和其它以未成年人为主要对象的频道,要严格执行每天国产动画片与引进动画片播出比例不低于7:3的规定。
《电视剧审查管理规定》、《中外合作制作电视剧管理规定》、《境外电视节目引进、播出管理规定》	对动画片的制作、规划、审查、合拍、引进和播出等环节进行了规定,使动画片的规范管理成为有法可依的行政许可项目。
《关于文化体制改革试点中支持文化产业发展的若干税收政策问题的通知》	明确指出从事动画、漫画创作、出版和生产以及动画片制作、发行的企业属于政府鼓励的文化企业范围,享受《通知》的优惠政策。
《关于进一步加强和改进未成年人思想道德建设的若干意见》	提出“积极扶持国产动画片的创作、拍摄、制作和播出,逐步形成具有民族特色、适合未成年人特点、展示中华民族优秀传统文化的动画片系列”,拉开了重振国产动画的序幕。
《广电总局关于实行优秀国产动画片推荐播出办法的通知》	通知规定了推荐优秀国产动画片的指导思想、方向、方针、原则,以及推荐程序、需呈交的材料。

资料来源:国家各部委,国信证券经济研究所整理

对于动漫行业,国家并不限制民营资本介入,这在中国的媒体行业中,实属不易,相反,国家动漫行业的支持一视同仁。正因如此,造就了生机勃勃的动漫行业,目前约有30多个动漫产业园区,近6000多家动漫机构。民营企业的动漫发行量占到了80%。

正因有巨大的并且逐年增加的儿童群体,收入增长带来的文化消费不断升级,以及国家对动漫行业的大力支持,中国将迎来动漫产业发展的黄金10年,动漫产业存在5-10倍的成长空间,而谁能在巨大的市场中独占鳌头,就取决于对产业资源和资本市场最为合理的整合和利用,而今,奥飞动漫已经走在了全国动漫行业的前头,在分享行业的高速增长的同时也将超越行业增长。

成长的路径: 中国的 disney 之路

2005年,奥飞动漫的营业收入仅2.03亿元,2008年达到了4.5亿元,尽管当年下滑了9.2%,但05-08年三年的符合增长率仍旧达到了30%。

过去三年的增长动力: 动漫玩具

奥飞过去三年半的增长主要驱动力来自于动漫玩具,收入占比从2005年的8.4%,增长到2009年的82%。而动漫玩具增长的动力又主要来自于动画片推出对玩具的带动。2006年悠悠球的增长是因为当年推出的《火力少年王1》,而2007年继续推出《火力少年王2》则推动了悠悠球再次爆发性增长。08年推出了《战斗王EX》、《巴拉啦小魔仙》和《闪电冲线》(年底推出),09年推出了《铠甲勇士》和《电击小子》。

动画片的推出对动漫玩具的销售起到立竿见影的效果,带来玩具销售的量价齐升。

表7: 奥飞动漫收入成本构成 (2005-1H2009)

	2005	2006	2007	2008	1H2009
营业收入	203.4	269.1	496.9	451.2	345.2
动漫玩具	17.1	112.0	281.3	275.0	282.8
非动漫类玩具	186.3	156.7	211.3	161.4	57.8
动漫影视片	0.0	0.3	2.3	4.0	2.4
动漫图文作品	0.0	0.0	2.1	7.2	2.2
其他授权产品	0.0	0.0	0.0	3.5	0.1
营业成本	145.3	193.5	327.7	264.7	214.5
动漫玩具	11.3	73.2	154.5	131.6	157.5
非动漫类玩具	134.0	114.5	167.1	118.3	43.2
动漫影视片	0.0	5.8	4.4	8.0	10.9
动漫图文作品	0.0	0.0	1.7	4.4	2.8
其他授权产品	0.0	0.0	0.0	2.4	0.0
营业收入占比	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
动漫玩具	8.4%	41.6%	56.6%	61.0%	81.9%
非动漫类玩具	91.6%	58.2%	42.5%	35.8%	16.7%
动漫影视片	0.0%	0.1%	0.5%	0.9%	0.7%
动漫图文作品	0.0%	0.0%	0.4%	1.6%	0.6%
其他授权产品	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%
收入增长率		32.3%	84.7%	-9.2%	
动漫玩具		555.7%	151.1%	-2.2%	
非动漫类玩具		-15.9%	34.8%	-23.6%	
动漫影视片			584.7%	76.2%	
动漫图文作品				252.9%	
其他授权产品					
gross margin	28.6%	28.1%	34.1%	41.3%	37.9%
动漫玩具	34.1%	34.6%	45.1%	52.1%	44.3%
非动漫类玩具	28.1%	26.9%	20.9%	26.7%	25.3%
动漫影视片			-91.1%	-97.7%	-364.0%
动漫图文作品			16.3%	39.1%	-28.1%
其他授权产品				31.6%	16.8%

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

表 8: 动画片驱动动漫玩具增长 (2005-1H2009)

单位, 百万	2005	2006	2007	2008	1H2009
动漫玩具	17.1	112.0	281.3	275.0	282.8
自主原创	0.0	84.0	242.6	225.5	273.5
火力少年王悠悠球	0.0	84.0	186.9	56.1	6.6
战斗王陀螺	0.0	0.0	55.7	97.8	0.7
巴啦啦女孩玩具	0.0	0.0	0.0	19.8	2.2
闪电冲线遥控车	0.0	0.0	0.0	51.6	105.7
铠甲勇士装备	0.0	0.0	0.0	0.3	33.4
战龙四驱车	0.0	0.0	0.0	0.0	124.9
电击小子 (试推广)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
授权开发	17.1	28.0	38.7	49.5	9.3
迪迦奥特曼	17.1	28.0	36.3	25.4	4.8
迪斯尼系列	0.0	0.0	2.4	5.3	0.6
钢铁拯救队	0.0	0.0	0.0	12.5	2.7
虹猫蓝兔系列	0.0	0.0	0.0	6.3	1.2
所推出动画片	● 《火力上年王 1》		● 《火力少年王 2》		● 《战斗王 EX》
					● 《铠甲勇士》
					● 《巴啦啦小魔仙》
					● 《战龙四驱》
					● 《闪电冲线》
					● 《电击小子》

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

未来两年的增长：延续动画片驱动动漫玩具的模式

从已经公开的资料来看，奥飞未来两年的增长（2010-2011 年）仍将延续推出动画片从而驱动动漫玩具销售的增长模式。

按照计划,2010 年将推出的动画片包括《电击小子 27-52》、《战龙四驱 39-53》、《火力少年王 III》和《迪迪世界》等。而 2011 年以后将推出的影片包括《西游战队》和《战龙四驱(续集)》等等,以上动画片仅仅限于公开披露部分,我们相信,公司还有更多的影片储备,在合适的时间推出。从而保证 2010-2011 年的增长。

表 9: 奥飞动漫公开披露动漫片(已推出+即将推出)

序号	名称	类型	等级	集数	每集时长(m)	总时长	推出时间	产品类别	目标年龄	目标性别
1	火力少年王 I	真人+三维	C	40	22	880	2006	35	5-14	男
2	火力少年王 II	真人+三维	C	26	24	624	2007	15	5-14	男
3	战斗王 EX	真人+三维	B	52	24	1248	2008	50	5-14	男
4	巴啦啦小魔仙	真人+三维	B	52	24	1248	2008	35	4-12	女
5	淘气包马小跳			104	12	1248	2008			
6	闪电冲线	二维	B	26	24	624	2008	25	5-14	男
7	铠甲勇士	真人+三维	C	52	25	1300	2008	80	5-10	男
8	战龙四驱(1-38)	二维+三维	B	38	24	912	2009	96	7-16	男
9	电击小子(1-26)	三维	A	26	24	1248	2009	100	4-14	男、女
10	电击小子(27-52)	三维	A	26	24	1248	2010	100	4-14	男、女
11	战龙四驱(39-53)	二维+三维	B	15	24	360	2010	96	7-16	男
12	火力少年王 III	真人+三维	C	64	24	1536	2010	50	5-14	男
13	迪迪世界	三维	C	100	24	2400	2010	100	2-8	男、女
14	西游战队	真人+三维	B				2011	50	5-12	男
15	战龙四驱(续集)	二维+三维	B	11	24	264	2011	96	7-16	男
16	巴啦啦小魔仙之彩虹心石	二维		36	24	864		35	4-12	女
17	梁家妇女	二维		26	24	624				

资料来源:招股说明书,国信证券经济研究所

动漫行业的整合者:从《铠甲勇士》开始

奥飞动漫的上市给公司积累了良好的先发优势,未来完全可能凭借资本实力和充分的激烈机制,成为中国动漫行业的整合者。

2007 年 9 月,奥飞动漫与上海禾盛文化传播有限公司签署《合作协议书》,双方就合作制作《铠甲勇士》系列电视剧约,按发行人 70%(其中 20%作为补偿禾盛文化的制作及管理费用)、禾盛文化 30%进行投资,收益比例按 50%:50%分配。2008 年 1 月,双方又达成《补充协议》,约定项目总投资分为序曲版与完整版两部分,分别预算为 250 万元、1600 万元。双方约定本项目商品化之玩具销售收入中的 8%作为权益金,其他商品化授权收入的比例另行约定。授权管理运营商(及发行人)将在商品化授权权益金收入中提取 10%作为运营费用,剩余的权益金收入为双方之利润。

这一模式已经实现了奥飞动漫和禾盛文化的双赢。我们认为,未来公司完全可以复制这一合作模式,与更多的动漫公司合作,甚至收购合适的标的。而国内近 6000 家的动漫企业机构为大多规模较小,盈利不佳,但是不乏创意人才,奥飞未来的整合空间巨大。

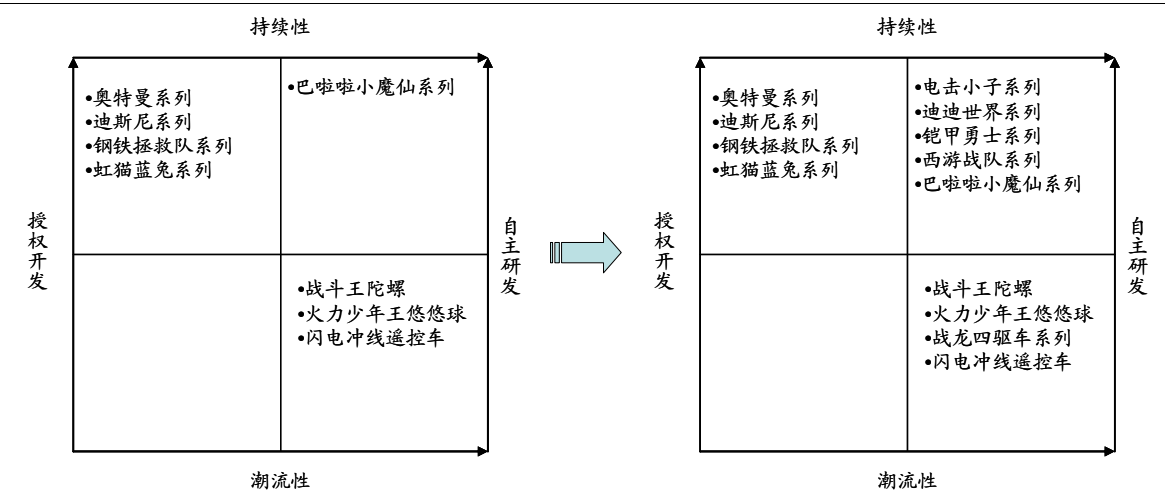
通过自身的不断发展,已经对行业的不断整合,奥飞完全有可能成为中国的 disney。

增长的稳定性:从潮流性到持续性产品

奥飞过去增长的波动性来自于之前推出的主要是一些潮流性的产品,例如悠悠球和陀螺,从这两款产品的增长可以清晰看出。尽管公司在男孩市场百战百胜,但是仅仅依赖于潮流性产品驱动的增长必然存在波动。

未来,奥飞将更加注重持续性产品的研发,包括已经推出的铠甲勇士系列玩具、巴拉啦小魔仙系列,电击小子系列,和未来将推出的迪迪世界系列和西游战队系列。增长的稳定性同样可以给予估值溢价。

图 10: 从潮流性产品向持续性产品演进



资料来源: 国信证券经济研究所

盈利预测: 2009-2011 年净利润 CAGR 为 40%

正如我们上述分析,奥飞未来两年的增长将延续动画片驱动动漫玩具销售的增长模式,同时逐渐开始行业整合之路,成为动漫行业的运营平台,最终从“产业化”走向“文化产业化”,成为未来中国的 disney 也并非神话。

表 10: 奥飞动漫盈利预测简表 (2006-2011E)

单位, 百万	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	269.1	496.9	451.2	683.0	907.0	1,235.8
动漫玩具	112.0	281.3	275.0	559.0	822.0	1,150.8
自主原创	84.0	242.6	225.5	539.0	790.0	1,106.0
授权开发	28.0	38.7	49.5	20.0	32.0	44.8
非动漫类玩具	156.7	211.3	161.4	112.0	73.0	73.0
动漫影视片	0.3	2.3	4.0	5.0	5.0	5.0
动漫图文作品	0.0	2.1	7.2	5.0	5.0	5.0
其他授权产品	0.0	0.0	3.5	2.0	2.0	2.0
营业成本	193.5	327.7	264.7	412.5	532.4	716.8
动漫玩具	73.2	154.5	131.6	315.1	461.8	646.2
非动漫类玩具	114.5	167.1	118.3	82.2	55.4	55.4
动漫影视片	5.8	4.4	8.0	9.5	9.5	9.5
动漫图文作品	0.0	1.7	4.4	4.0	4.0	4.0
其他授权产品	0.0	0.0	2.4	1.7	1.7	1.7
毛利	75.6	169.2	186.5	270.5	374.6	519.0
营业税金及附加	1.7	5.0	4.5	6.8	9.1	12.4
管理费用	24.5	38.7	55.6	71.7	95.2	117.4
营业费用	16.0	28.3	47.3	64.9	86.2	111.2
财务费用	3.1	6.1	13.3	0.3	(6.3)	(6.4)
营业外收支	3.5	0.7	2.6	3.0	3.0	3.0
利润总额	29.2	151.1	69.3	127.2	190.8	284.8
所得税	4.3	22.5	4.2	19.1	28.6	71.2
净利润	24.9	128.6	65.2	108.3	162.5	214.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4
归属母公司的净利润	24.9	128.6	65.2	108.3	162.5	214.0

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

奥飞动漫 09-11 年净利润 CAGR 将达到 40%，净利润将从 2008 年的 6518 万元，增长到 2011 年的 2.1 亿元，09 年净利润 1.08 亿元。2009-2011 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.68 元，1.02 元和 1.34 元。

募投项目：驱动短期和长期增长

总体来看，公司的募投项目能够提升公司的短期增长和长期发展，所投的 6 个动画片部分已经开始播出，产生了超预期的效果，未来陆续推出的动画片成功的概率也很高，而对动漫衍生品生产基地的建设和市场渠道的优化升级则能够进一步巩固现有商业模式的优势，从而驱动公司的长期增长。

表 11：募投项目

项目（单位，百万）	拟投入募集资金	第一年	第二年	第三年
动漫影视制作及衍生品产业化	205.0	116.6	77.7	10.7
动漫衍生品生产基地建设	186.2	107.2	57.7	21.2
市场渠道优化升级技术改造	75.5	44.9	24.2	6.4
合计	466.7	268.8	159.7	38.3

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

风险提示

我们认为，动漫行业的主要风险在于增长的稳定性，如果出现投资的动画片未能达到预期，则有可能导致收入增长低于预期。如果公司能增加持续性产品的投入，改善公司的产品结构，将能显著降低这一风险。

表 12：奥飞动漫盈利预测与估值表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	44	846	868	899	营业收入	451	683	907	1236
应收款项	78	112	149	203	营业成本	265	413	532	717
存货净额	160	170	219	295	营业税金及附加	5	7	9	12
其他流动资产	41	61	82	111	销售费用	47	65	86	111
流动资产合计	323	1190	1318	1508	管理费用	57	76	100	122
固定资产	63	106	149	188	财务费用	13	0	(7)	(7)
无形资产及其他	46	41	37	32	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	435	1340	1506	1731	营业利润	67	124	188	282
短期借款及交易性金融负债	135	100	100	100	营业外净收支	3	3	3	3
应付款项	36	68	88	118	利润总额	69	127	191	285
其他流动负债	33	55	71	95	所得税费用	4	19	29	71
流动负债合计	204	223	259	312	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	65	108	163	214
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1	现金流量表 (百万元)				
负债合计	206	224	260	314		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	6	6	5	5	净利润	65	108	163	214
股东权益	223	1110	1240	1412	资产减值准备	(3)	3	0	0
负债和股东权益总计	435	1340	1506	1731	折旧摊销	10	10	13	17
					公允价值变动损失	(2)	(2)	(2)	(2)
					财务费用	13	0	(7)	(7)
关键财务与估值指标					营运资本变动	32	(8)	(69)	(105)
	2008	2009E	2010E	2011E	其它	2	(3)	(1)	(1)
每股收益	0.54	0.68	1.02	1.34	经营活动现金流	105	109	104	124
每股红利	0.20	0.14	0.20	0.27	资本开支	(4)	(50)	(50)	(50)
每股净资产	1.86	6.94	7.75	8.82	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	20%	27%	33%	35%	投资活动现金流	(4)	(50)	(50)	(50)
ROE	29%	10%	13%	15%	权益性融资	0	800	0	0
毛利率	41%	40%	41%	42%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	20%	22%	支付股利、利息	(24)	(22)	(33)	(43)
EBITDA Margin	19%	19%	21%	23%	其它融资现金流	(56)	(35)	0	0
收入增长	-9%	51%	33%	36%	融资活动现金流	(103)	743	(33)	(43)
净利润增长率	-49%	66%	50%	32%	现金净变动	(3)	802	22	31
资产负债率	49%	17%	18%	18%	货币资金的期初余额	47	44	846	868
息率	0.5%	0.5%	0.7%	0.9%	货币资金的期末余额	44	846	868	899
P/E	73.6	59.1	39.3	29.8	企业自由现金流	111	57	47	66
P/B	21.5	5.8	5.2	4.5	权益自由现金流	55	22	52	72
EV/EBITDA	57.3	49.9	34.5	23.1					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔 嵘	021- 68866202	高 健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖 喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
		赵 谦	021-68866295		
银行		房地产		计算机	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	凌 晨	021-68866233
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	电子元器件	
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	王俊峰	010-82254205
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭 波	0755-82133909	李 君	021-68866235	郑 东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左 涛	021-68866253	秦 波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱 伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆 震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
		张栋梁	0755-82130532		
石油与石化		电力设备		传媒	
李 晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021- 68866253	皮家银	021- 68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁 丹	0755-82130678
				陈 栋	021-68866235
通信		造纸		家电	
严 平	021- 68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-68864599				
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨 昕	021-68864596	廖绪发	021-68866237
		徐蔚昌	021-68866233	刘智景	021-68866233
中小股票		食品饮料		农业	
高芳敏	021-68864586	黄 茂	0755-82133476	张 如	021-68866233
陈爱华	0755-82133397	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		固定收益与基金	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-68866233
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				杨 涛	0755-82133339
金融工程		金融工程		金融工程	
葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297	焦健	0755-82131822
董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532	赵学昂	0755-82131822
戴 军	021-68864585	林晓明	021-68866946		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 linli@guosen.com.cn	叶琳菲	021-68864011 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn				