

建议申购
奥飞动漫（002292）
2009 年 08 月 31 日

纯正动漫创意产业第一股

合理价值区间：29.74—33.24 元

传媒与互联网行业分析师：王茹远

wangry@htsec.com

021-23219474

发行基本情况。本次奥飞动漫发行 4000 万股流通股，占发行后股本的 25%，发行后公司总股本为 16000 万股。发行采用网下发行和网上发行相结合的方式，其中网下发行股数为 800 万股，网上发行 3200 万股。公司初步询价工作于 2009 年 8 月 26 日完成，确定发行价格为 22.92 元，对应 2008 年摊薄后静态 PE 为 58.26 倍。公司网下发行申购缴款时间为：2009 年 8 月 31 日（周一）9:30-15:00。

公司概况：奥飞动漫是在国家大力扶持原创动漫创意产业背景下上市的第一股，主营业务为动漫影视片制作、发行、授权以及动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售。公司从最初以传统玩具为主、到代理国外动漫形象玩具、到目前确立了产业运营与动漫形象创作一体化的盈利模式，走出了一条适应中国产业环境的动漫产业发展道路。

投资建议：由于公司 2009、2010 年动漫影视片拍摄及播放正处于旺盛期，对动漫玩具的销售促进力度将很大，并且随着销售渠道的拓宽、海外市场的拓展、形象授权收益的提升，公司近几年可望迎来业绩增长高峰。我们预测 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.72、1.02 和 1.31 元。

与奥飞动漫最具可比性的 A 股上市公司有拓维信息（拥有手机动漫业务）和博瑞传播（拥有网络游戏业务），这两家公司 2009、2010 年平均 PE 为 34.19 倍、27.07 倍，奥飞动漫按此估值水平，则合理价值区间在 24.78—27.70 元，但由于公司是唯一也是第一个纯正动漫产业概念的上市公司，加上近几年较为明朗的发展前景，可予以 20% 的溢价，则合理价值区间为 29.74—33.24 元。

表 1 可比公司估值情况对比

公司简称	代码	市值 (亿元)	最新股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
拓维信息	002261	76.3	20.33	0.70	0.76	0.92	1.24	45.94	42.32	34.96	25.94
博瑞传播	600880	36.0	32.16	0.52	0.78	1.06	1.27	39.10	26.06	19.18	16.01
均值								42.52	34.19	27.07	20.97
奥飞动漫	002292	36.7		0.41	0.72	1.02	1.31	17.43	24.78	27.70	27.51

注：股价为 2009 年 8 月 28 日收盘价

资料来源：海通证券研究所

1. 公司基本情况介绍

1.1 主营业务介绍

公司主营业务为动漫影视片制作、发行、授权以及动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售。产品主要分为四类：动漫玩具、非动漫玩具、动漫影视作品、和动漫图文作品。公司发展主要经历了三个发展阶段：

（1）第一阶段为 2004 年以前。公司产品以传统玩具为主，主要包括塑胶玩具、四驱车和遥控车等产品。

（2）第二阶段为 2004-2006 年。一方面通过开展国际合作，逐步提高公司玩具与动漫的融合能力，代表产品为《迪加奥特曼》动漫玩具；同时自主开发动漫形象，清晰了产业运营与动漫形象创作结合的发展战略，代表性成果为首部原创动漫影视片《火力少年王 I》在全国各电视台的播放，并带动了火力少年王悠悠球动漫玩具的热销。

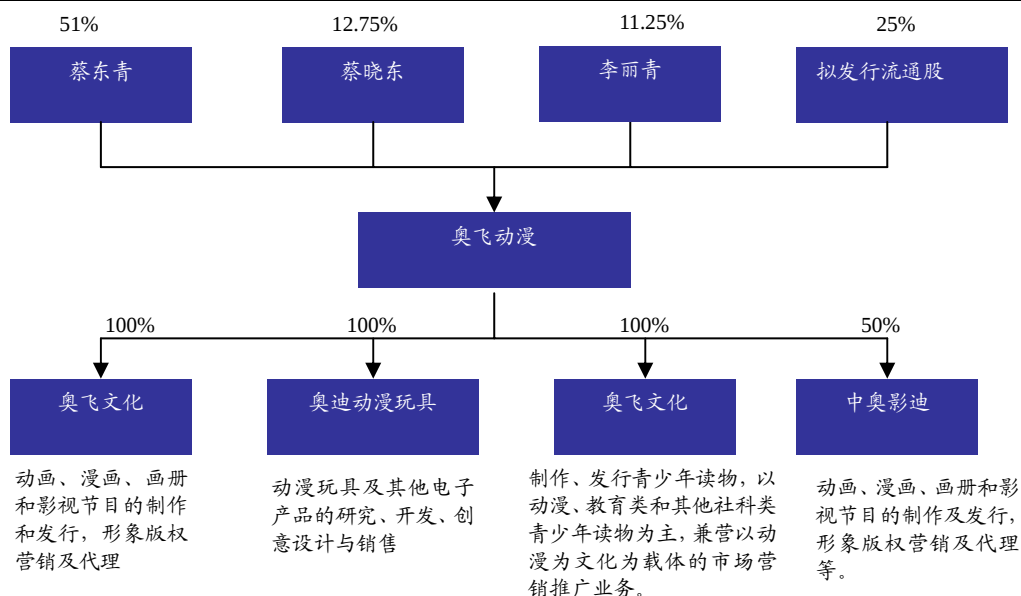
(3) 第三阶段为 2007 年至今。公司确立了产业运营与动漫形象创作一体化的盈利模式，并通过自主开发动漫形象和授权方式取得外部动漫形象两种方式，增加动漫玩具种类，逐步完善公司动漫玩具的产品结构。先后推出了原创动漫影视作品《火力少年王 II》《战斗王 EX》《巴啦啦小魔仙》《闪电冲线》《铠甲勇士》《战龙四驱》《电击小子》，以及开发了对应的动漫玩具火力少年王悠悠球、战斗王陀螺、巴啦啦女孩玩具、闪电冲线遥控车、铠甲勇士装备、战龙四驱车、电击小子。

除了动漫影视片和动漫玩具之外，公司也发展动漫图书发行及动漫形象授权业务，并将业务向海外拓展。

1.2 公司架构及股权结构

本次发行前蔡东青、蔡晓东（为蔡东青之二弟）、李丽卿（为蔡东青和蔡晓东之母亲）分别持有奥飞动漫 68%、17%、15% 股权。目前没有高管或者核心技术人员持股，根据公司高管在 IPO 推介会中披露，已经做好期权激励计划，会随后推出。我们认为，对于一家需要高端创意、技术及管理人才的快速发展的民营企业，对核心管理和技术人员的股权激励将有助于留住和吸引人才。

图 1 公司架构及股权结构（本次发行完成后）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

1.3 公司主要产品及销售情况

动漫玩具是公司销售收入和利润的主要来源，2009 年 1-6 月动漫玩具占公司营业收入比例提高至 81.93%，所产生的毛利占公司总毛利的 95.86%，并且自主创作动漫玩具在总收入中占比不断提高，2009 年 1-6 月达到 79.23%。

表 2 2006-2009 年 6 月各项产品收入情况(万元)

		2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
		金额	比重(%)	金额	比重(%)	金额	比重(%)	金额	比重(%)
动漫玩具	火力少年王悠悠球	656.25	1.90	5611.92	12.44	18689.09	37.61	8397.48	31.21
	战斗王陀螺	73.83	0.21	9778.64	21.67	5566.33	11.20		
	巴啦啦女孩玩具	215.60	0.62	1975.50	4.38				
	闪电冲线遥控车	10565.02	30.61	5159.15	11.43				
	铠甲勇士装备	3339.50	9.67	29.59	0.07				
	战龙四驱车	12489.48	36.18						
	电击小子(试推广)	8.44	0.02						
	自主创作动漫玩具小计	27348.12	79.23	22554.80	49.99	24255.42	48.82	8397.48	31.21
	迪迦奥特曼	483.19	1.40	2535.36	5.62	3629.59	7.30	2803.88	10.42
	迪斯尼系列	61.33	0.18	534.53	1.18	244.18	0.49		
授权开发	钢铁拯救队	269.03	0.78	1249.86	2.77				
	虹猫蓝兔系列	117.29	0.34	626.80	1.39				
	授权开发动漫玩具小计	930.84	2.70	4946.55	10.96	3873.77	7.80	2803.88	10.42
	动漫玩具销售收入总计	28278.96	81.93	27501.35	60.95	28129.19	56.61	11201.36	41.63
动漫玩具以外产品	非动漫玩具	5778.43	16.74	16139.58	35.77	21125.44	42.52	15670.94	58.24
	动漫影视片	235.78	0.68	402.69	0.89	228.5	0.46	33.37	0.12
	动漫图文作品	218.52	0.63	724.04	1.60	205.14	0.41		
	其他授权产品	5.23	0.02	351.3	0.78				
	动漫玩具以外产品总计	6237.96	18.07	17617.61	39.05	21559.08	43.39	15704.31	58.37
所有收入合计		34516.92	100.00	45118.96	100.00	49688.27	100.00	26905.67	100.00

资料来源:招股说明书,海通证券研究所整理

2. 公司业务未来前景分析——有望多面开花,迎来空前发展良机

公司多年的摸索,积累了丰富的产业运营经验,近几年又恰逢国家对动漫产业的大力扶持,加上 IPO 完成后资金的充裕、企业知名度的提升,公司将迎来了空前的发展良机。

我们认为公司未来几年业绩刺激因素主要来自于以下几个方面。

2.1 现有“动漫影视片带动玩具销售”模式的扩张是公司稳定收益的保障

公司 2006 年到 2009 年上半年动漫影视片与动漫玩具相辅相成、互相促进的模式成功概率较高,除了巴啦啦女孩玩具销售状况不乐观外,其余几部动漫影视片对应的玩具取得了不俗的销售额。巴啦啦女孩玩具虽然销售情况没有达到预期,但动画片本身的市场反响不错,是公司头一次开发面向女孩的影视片和玩具的尝试,公司目标也是打造持续性动漫品牌。

下表中所列的《闪电冲线》《铠甲勇士》《战龙四驱》《电击小子》正在全国各地动画及少儿台播出,《迪迪世界》和《西游战队》预计将于 2011 年开始播出。

表 3 奥飞动漫动漫影视片概况介绍

进度	片名	开发产品数量	集数	制作形式	制作等级	拍摄成本(万元)
已制作完毕且已播放	火力少年王 I	35 款	22 分钟*40 集	真人+三维特技	C 级	575.74
	火力少年王 II	15 款	24 分钟*26 集	真人+三维特技	C 级	436.7
	战斗王 EX	50 款	24 分钟*52 集	真人+三维特技	B 级	976.69
	巴啦啦小魔仙	35 款	24 分钟*52 集	真人+三维特技	B 级	925.4
	淘气包马小跳		12 分钟*104 集			
	闪电冲线	25 款	24 分钟*26 集	二维动画	B 级	757.33
	铠甲勇士	80 款	25 分钟*52 集	真人+三维特技	C 级	1200
	战龙四驱(1-38)		24 分钟*38 集	二维+三维	B 级	1800
	战龙四驱(39-53)	96 款	24 分钟*15 集	二维+三维	B 级	
	战龙四驱(续集)		24 分钟*11 集	二维+三维	B 级	
正在制作中	电击小子	100 款	24 分钟*52 集	三维	A 级	2400
	梁家妇女		24 分钟*26 集	二维		
	火力少年王 III		24 分钟*64 集	真人+三维特技	C 级	1200
	巴啦啦小魔仙之彩虹心石		24 分钟*36 集			
	迪迪世界	100 款	24 分钟*100 集	三维	C 级	1800
计划中	西游战队	50 款	24 分钟*52 集	真人+三维特技	B 级	1600

资料来源:招股说明书,海通证券研究所整理

从上表可以看到,正在制作中和计划中的动漫影视片拍摄成本要高于已经制作完成的几部片子。随着 IPO 的完成,募集资金到位后,公司将可以比以往投入更多的资金,用于拍摄效果精良的动漫影视片,其市场效果也有望达到比以往更好。我们认为,原创动漫影视片,较为类似自主研发的网络游戏,虽然无法完全预期其实际达到的效果,但对于有原创能力的公司来说,可根据已经形成的一套机制来较大程度保障推出后的效果。

2.2 形象授权收入具有较大提升空间

公司已制作并播出的动漫影视片主要是作为推动相应动漫玩具销售的营销手段,但也为公司培育新的利润增长点奠定了基础。《火力少年王 I》和《火力少年王 II》制作及播出后,公司开始尝试授权外部的动漫衍生品制造商根据影视片中的形象开发相应的动漫衍生品,2007 年和 2008 年已实现授权收入分别为 228.50 万元、402.69 万元。未来童装童鞋、图书发行、糖果玩具、卡通文具等授权衍生品市场空间广阔。公司也有计划在动画片成功的前提下,拍摄动漫电影。随着公司动漫影视片的增加,以及运作形象授权经验的丰富,授权收入将成为公司新的利润增长点。

2.3 海外销售也是公司未来利润增长点之一

公司海外业务设计的国家和地区包括东南亚、欧美、港台地区、东北亚、中东、南亚等,共销往 30 多个国家和地区,境外销售额逐年提升。金融危机后,玩具出口有向优势企业集中的趋势,随着公司规模不断的扩大、原创动漫产品的丰富,公司出口有望继续保持高速增长。

表 4 2006-2009 年 6 月分地区业务收入(万元)

	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比重(%)	金额	比重(%)	金额	比重(%)	金额	比重(%)
中国境内	29083.24	84.26	37878.17	83.95	44673.92	89.91	22297.01	82.87
境外(含香港)	5433.69	15.74	7240.77	16.05	5014.35	10.09	4608.66	17.13
合计	34516.93	100.00	45118.94	100.00	49688.27	100.00	26905.67	100.00

资料来源:招股说明书,海通证券研究所整理

2.4 渠道扩张可促进销售规模的快速提升

目前公司的产品已经进入到全国包括超市、商场和玩具销售点等 13000 多家零售终端，计划募集资金到位后发展到 2 万多家零售终端，增加在经济发达的省市、以及市场开发力度明显偏弱的省市终端进入的数量，优化完善市场布局，形成覆盖面较广的销售网络。

3. 募集资金投向情况

表 5 募集资金投向情况(万元)

项目名称	投资额度	投资计划			项目经济效益指标
		第一年	第二年	第三年	
动漫影视制作及衍生品产业化项目	20502.4	11660.4	7773.6	1068.4	项目第一、二年为建设期，从第三年开始运营。项目总投资收益率为 43.86%，税后投资回收期 4.23 年(含项目建设期 2 年)
动漫衍生品生产基地建设项目	18616.1	10721.6	5773.2	2121.3	项目第一、二年为建设期，从第三年开始运营。总投资收益率为 21.95%，投资回收期 6.22 年(含项目建设期 2 年)
市场渠道优化升级技术改造项目	7552.1	4493.1	2419.3	639.7	本项目的实施有利于公司优化市场网络布局，提升企业品牌形象，达到标准化、系列化、主体化，从而有效地发挥销售终端的宣传推广作用，提高产品销售效率。
合计	46670.6	26875.1	15966.1	3829.4	

资料来源：招股说明书，海通证券研究所整理

4. 盈利预测与投资建议

由于 2009、2010 年动漫影视片拍摄及播放正处于旺盛期，对动漫玩具的销售促进力度很大，并且随着销售渠道的拓宽、海外市场的拓展、形象授权收益的提升，公司近几年可望迎来业绩增长高峰。我们预测 2009-2011 年公司每股收益分别为 0.72、1.02 和 1.31 元。由于公司主营业务概念新颖、业绩增长前景较为明朗，建议“申购”。

表 6 奥飞动漫利润表预测预测(万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	26906	49688	45119	75014	101269	126586
减：营业成本	19346	32766	26470	46651	62979	78724
营业税金及附加	165	500	453	750	1013	1266
销售费用	1598	2830	4733	5480	7291	8988
管理费用	2483	3935	5686	7318	9621	11773
财务费用	306	614	1332	960	864	778
资产减值损失	440	31	-221	263	341	444
投资收益	0	6025	0	0	0	0
二、营业利润	2567	15037	6666	13592	19160	24615
加：营业外收入	374	223	437	502	652	782
减：营业外支出	22	148	173	57	74	88
其中：非流动资产处置净损失	0	24	0	0	0	0
三、利润总额	2920	15112	6930	14037	19738	25309
减：所得税费用	432	2251	423	2446	3355	4302
四、净利润	2488	12861	6507	11591	16383	21006
其中：被合并方在合并前实现利润	-38	-52	0	0	0	0
归属母公司股东的净利润	2488	12863	6518	11597	16373	20986
少数股东损益	0	-2	-10	-6	10	20
五、每股收益(按发行后股本)(元)	0.16	0.80	0.41	0.72	1.02	1.31

资料来源：上市公司披露信息，海通证券研究所预测

5. 风险因素

风险因素主要有（1）未来动漫影视片如果创意不佳，播放效果可能达不到理想预期；（2）根据动漫影视片中的形象和道具能否开发出适应市场的玩具也具有不确定性；（3）在国家对原创动漫大力扶持下，国产动画片供应量增速加快，竞争的加剧可能会给公司未来动画片的发行可能带来挑战；（4）各个动画卫视频道、少儿频道也可能开展动漫玩具和衍生品的生产和销售业务，具有电视台平台依托的此类公司可能会构成在诸多资源方面的直接竞争。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

王茹远：传媒及互联网行业分析师

重点研究上市公司：博瑞传播 (600880)、腾讯控股 (00700.HK)、阿里巴巴 (01688.HK)、A8 电媒音乐 (00800.HK)、生意宝 (002095)、北纬通信 (002148.SZ)、空中网 (KONG.NASDAQ)、金山软件 (03888.HK)、光宇国际 (01043.HK)

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。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授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。