

2009 年 09 月 09 日

奥飞动漫 (002292.SZ)

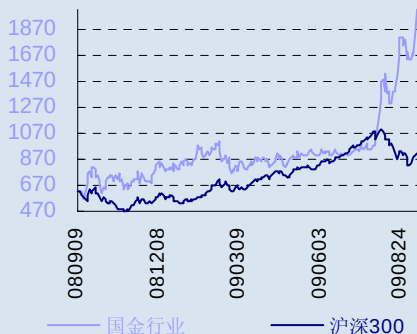
目标价格(人民币): 26.70-31.54 元

——盈利模式领先、想象空间巨大的动漫玩具企业

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	22.92
发行 A 股数量(百万股)	32.00
总股本(百万股)	160.00
国金文化用品与娱乐指数	2019.53
沪深 300 指数	3170.97
中小板指数	4538.69



公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.311	1.072	0.543	0.667	0.901	1.102
净利润增长率	N/A	417.08%	-49.33%	63.84%	35.02%	22.28%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	54.18	279.02	62.67	62.67	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.6	20.6	N/A	N/A
净资产收益率	17.82%	51.83%	29.18%	9.14%	11.56%	12.86%
每股净资产(元)	1.74	2.07	1.86	7.30	7.80	8.57
已上市流通 A 股(百万股)	N/A	N/A	N/A	32.00	32.00	32.00
总股本(百万股)	80.00	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 奥飞动漫“玩具企业+动漫制作”的盈利模式为公司创造了快速增长的收入规模和高利润率,并成为目前国内最大的动漫玩具企业。在我国的环境下,这种盈利模式比“动漫影视企业+授权”的模式进入壁垒高,同时,在产品开发效率、抗风险、克服盗版等方面更有优势。除此以外,公司迄今的成功还与我国的动漫产业扶持政策紧密相关,与该模式成功背后的人的因素紧密相关。
- 未来广阔的发展空间值得期待。一方面公司目前所占我国玩具市场的份额仅约为 1.6%,且盈利模式具备继续扩大市场分额的能力;另一方面,公司目前 80%的收入是玩具,其他动漫衍生品的收入比重仅不到 1%,而动漫产业的辐射面相当广,因此在其他衍生品领域也会有很大的发展空间。
- 公司总股本为 1.2 亿股,本次公开发行 4000 万股,以 22.92 元/股的发行价实际募集资金将超过 9 亿元。募投项目主要用于拍摄 6 部动漫作品、增加玩具产能储备和提升终端网络;将使现有盈利模式将得到全方位强化。
- 自主动漫玩具的收入与动漫影视片的播放、玩具开发款式量相关;09-11 年公司都规划有 8 本片子同时在播放,因此只要这些动画片能够如期播放,这三年公司的销售收入就能够实现快速增长。预计 09-11 年销售收入分别为 6.09、7.96、9.76 亿元;按照发行后总股本计算的全面摊薄 EPS 分别 0.667 元、0.901 元、1.102 元,对应增速 63.8%、35.0%、22.3%。
- 虽然公司属于玩具制造行业,但其以动漫作品带动动漫玩具销售的盈利模式在市场份额相当分散的玩具行业发展空间大、利润率高,而且作为行业龙头先发优势也比较明显,预计近几年收入、净利润的增长速度都会较快;另外,公司已经开始涉足更多的动漫衍生产品领域,未来以动漫内容和动漫形象管理为核心、发展更多授权产品的想象空间也较大。综合以上考虑,我们给予公司 09 年 40 倍、2010 年 35 倍 PE,认为公司上市后的合理价位在 26.70-31.54 元之间。
- 风险提示: 动漫影视作品的不成功影响玩具产品销售的风险、控股股东控制风险。

王晓莹

(8621)61038318

wangxiaoying@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271

zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

内容目录

奥飞动漫：“玩具企业+动漫制作”的盈利模式	3
公司沿革及股权结构	3
现阶段盈利模式：用动漫来营销、靠玩具来盈利	3
政策春风、盈利模式和企业家胆略是公司获得成功的关键	5
领先的市场地位，优秀的盈利能力	5
抓住政策扶持动漫产业的机遇，快速发展动漫影视创作	6
当前环境下，奥飞的“玩具企业+动漫制作”盈利模式更有发展优势	7
今天的成功靠企业家胆略，明日的成功要靠整个组织体系	7
未来广阔的发展空间值得期待	9
募投项目分析：现有盈利模式将得到全方位强化	10
公司盈利预测	11
盈利预测关键假设	11
盈利预测结论	15
股票估值和定价	15
风险提示	15
动漫影视作品的不成功影响玩具产品销售的风险	15
控股股东控制风险	15

图表目录

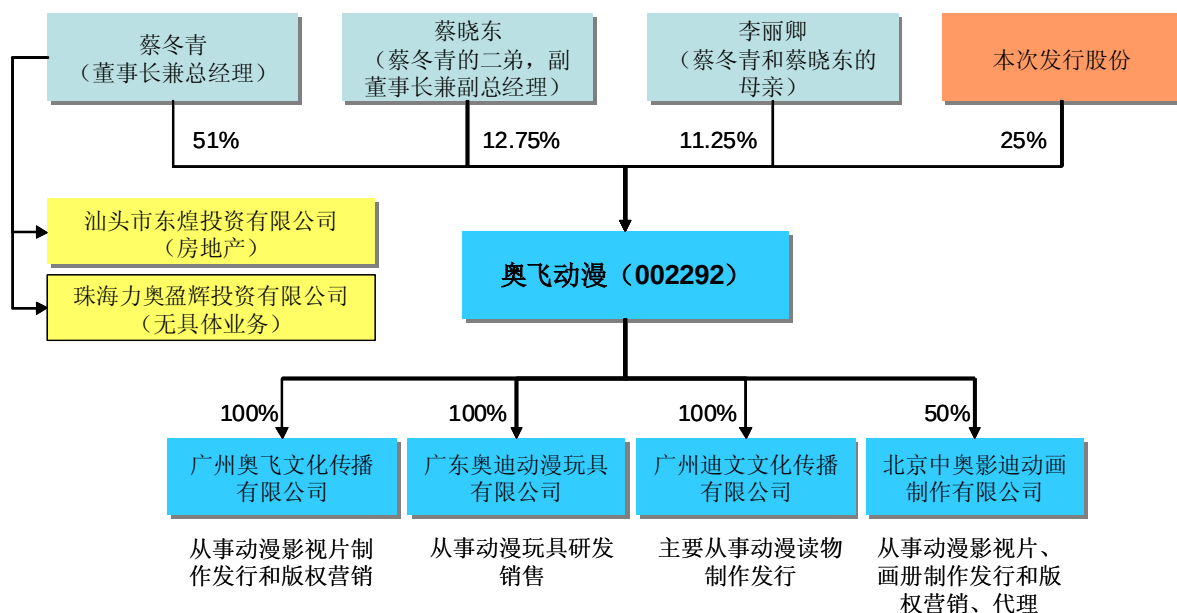
图表 1：奥飞动漫发行上市后股权结构及股东说明	3
图表 2：奥飞动漫盈利模式演进的三个阶段及标志性事件	4
图表 3：奥飞动漫现阶段主要产品的分类	4
图表 4：各类产品历年收入占比的变化	5
图表 5：各类产品历年毛利率的比较	5
图表 6：玩具品牌在国内主要零售商的网点覆盖率排名	5
图表 7：2009 年 7 月部分各地主要玩具零售商的品牌销售排名	6
图表 8：当前玩具与动漫结合的两种模式的比较	7
图表 9：奥飞动漫建立了与其盈利模式匹配的组织架构	8
图表 10：全球主要玩具企业的发展模式与 08 年销售业绩	9
图表 11：动漫衍生产品领域广泛	10
图表 12：公司募投项目内容及我们的评价	11
图表 13：自主动漫玩具的收入与动漫影视片的播放、玩具开发款式量相关 ..	12
图表 14：公司主要产品收入及毛利预测	13

奥飞动漫：“玩具企业+动漫制作”的盈利模式

公司沿革及股权结构

- 奥飞动漫的前身是成立于 1993 年的澄海县奥迪玩具实业有限公司，1997 年更名为广东奥迪玩具实业有限公司，2007 年整体变更为广东奥飞动漫文化股份有限公司。
- 本次公开发行股票前，公司总股本为 1.2 亿股；本次上市拟公开发行 4000 万股，发行上市后公司的股权结构及股东说明如下图（图 1）。
- ◆ 上市前公司股东是三位自然人，分别是公司董事长及其弟弟、母亲；无其他法人股东，也没有对其他管理层进行股权激励。不过公司表示正在设计一个激励面较广的计划。

图表1：奥飞动漫发行上市后股权结构及股东说明



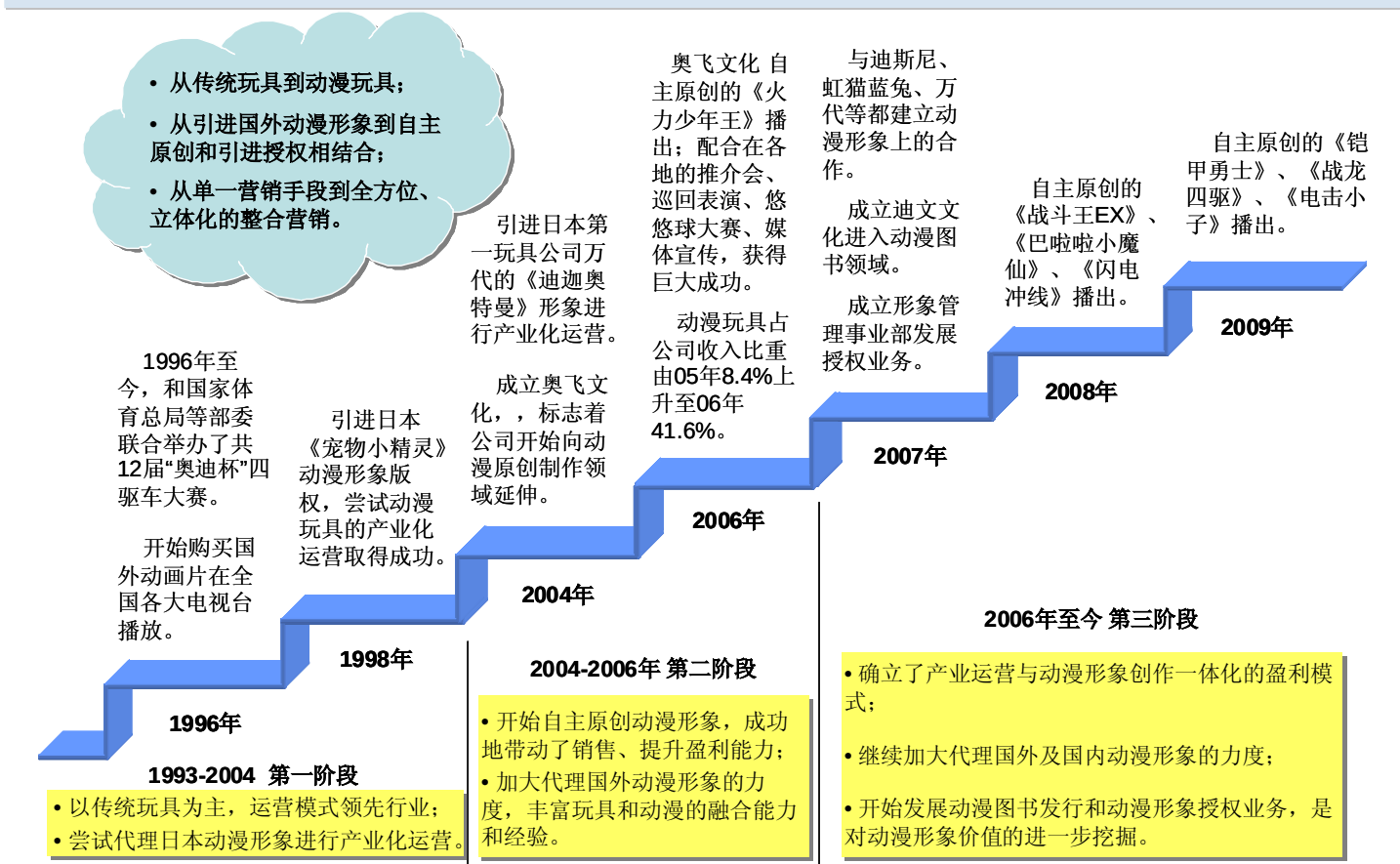
来源：根据招股说明书整理，国金证券研究所

现阶段盈利模式：用动漫来营销、靠玩具来盈利

- 像变形金刚、奥特曼等品牌玩具，都是根据动漫影视片中的相关形象进行设计，由玩具企业生产并由动漫影视片播出带动其销售的产品，这类玩具一般称为动漫玩具。动漫玩具是玩具产业和文化内容相融合的创新产品，具有广阔的市场空间和强大的发展后劲。目前，动漫玩具在美国、日本等动漫文化产业发达的国家已经占有较大的市场规模，是这些国家最主要的玩具产品类别之一。
- 奥飞动漫就是集产业运营与动漫内容创作为一体的动漫玩具企业；近年来成功实践了玩具与动漫结合的创新盈利模式，通过自主原创动漫影视片的播放和动漫形象的推广带动了相应动漫玩具销售的大幅增长；成为目前国内最大的动漫玩具企业。
- ◆ 我们用图详细整理了公司盈利模式发展的三个阶段（图表 2），总结来说公司在十几年的发展历程中走出了一条“从传统玩具到动漫玩具，从引进国外动漫影视图文、动漫形象到自主原创和引进授权相结合，从单一营销手段到全方位、立体化的整合营销”的道路。
- ◆ 目前动漫玩具及其他衍生产品占公司销售收入比重已由 05 年的 9% 不到上升至 09 年中期的 80% 以上（图表 3）；动漫玩具的毛利率也比非

动漫玩具高出近 20 个百分点（图表 4）；形成了以动漫玩具为主、非动漫类玩具为辅、动漫影视片及动漫图文作品快速增长的业务收入布局，初步实现了产品结构的调整升级，提升了公司的盈利能力。

图表2：奥飞动漫盈利模式演进的三个阶段及标志性事件



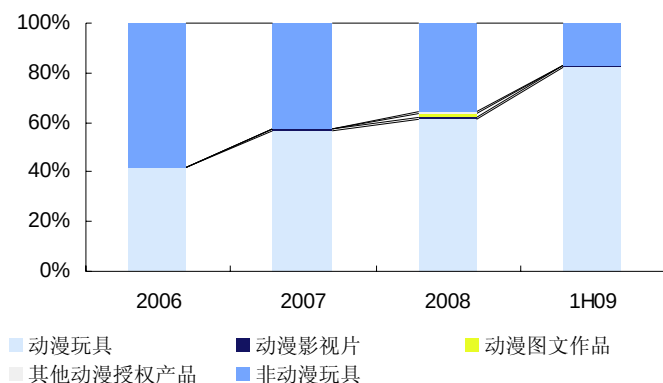
来源：根据招股说明书整理，国金证券研究所

图表3：奥飞动漫现阶段主要产品的分类

	动漫影视作品	动漫玩具	动漫图文作品	非动漫玩具
自主原创	动漫作品体系化开发	《火力少年王》	火力少年王悠悠球	《火力少年王》
		《战斗王 EX》	战斗王陀螺	——
		《巴啦啦小魔仙》	巴啦啦女孩玩具	《巴啦啦小魔仙》
		《闪电冲线》	闪电冲线遥控车	——
		《战龙四驱》	战龙四驱车	——
		《铠甲勇士》	铠甲勇士装备	——
	其他	《淘气包马小跳》	——	《少年漫画王》 《可爱漫妮》
代理	动漫作品周边产品	——	迪迦奥特曼产品（万代授权）	——
		——	钢铁拯救队产品（万代授权）	
		——	小熊维尼、米奇系列产品（迪斯尼授权）	
		——	虹猫蓝兔系列产品（上海虹猫蓝兔公司授权）	
	其他	——	——	澳贝婴儿玩具（日本澳贝授权）

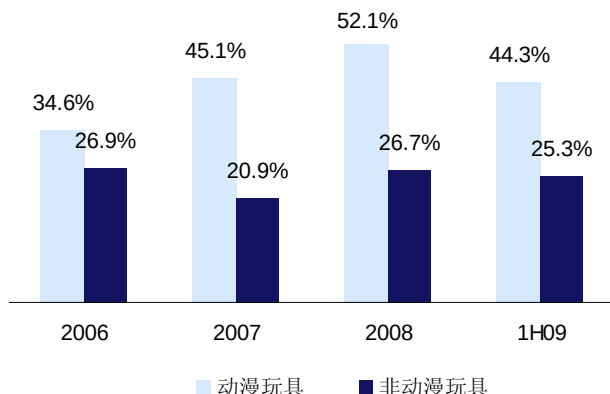
来源：根据招股说明书整理，国金证券研究所

图表4：各类产品历年收入占比的变化



来源：根据招股说明书整理，国金证券研究所

图表5：各类产品历年毛利率的比较

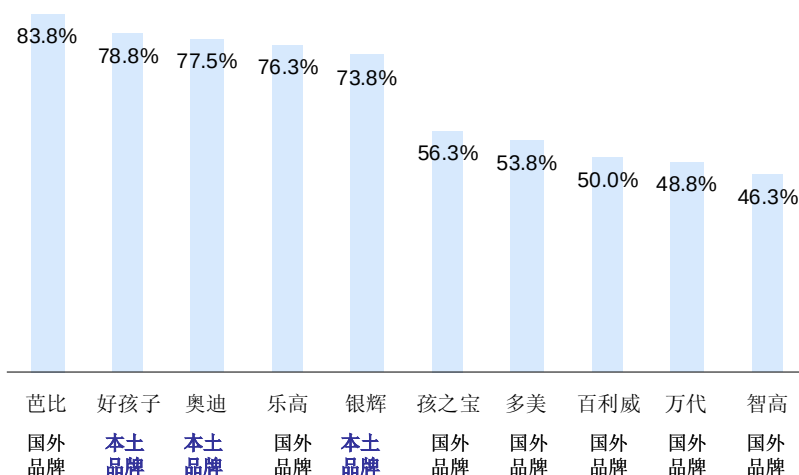


政策春风、盈利模式和企业胆略是公司获得成功的关键

领先的市场地位，优秀的盈利能力

- 我国玩具内销市场近几年因国民收入及消费水平的提高，发展速度较快；但是国内玩具品牌大部分都较为低档，主要在玩具批发零售市场、超市、街边玩具零售小店中销售，能够进入中、高档百货商场的品牌少，能够实现高附加值和高利润率的品种就更少。奥飞是少数能够在百货商场和国外品牌同台竞争的国内玩具品牌，同时也表现出优秀的盈利能力，这样的成功依靠的正是上文所分析的盈利模式。
- ◆ 根据中国玩具协会 2008 年初对中国内地各大城市近百家玩具及婴童产品主要零售商的抽样调查统计显示，奥迪玩具的中高端渠道覆盖率达到 77.5%，仅次于美泰的芭比品牌 83.75% 和婴童产品的好孩子品牌 78.75%（图表 6）。由于国内百货商场的玩具区一般面积都不大，因此进入壁垒高，渠道覆盖率可以佐证品牌的受欢迎程度和盈利能力（毛利率低的品牌即时进驻也很难盈利）。
- ◆ 根据我们对中国玩具协会统计的 09 年 7 月（暑期消费旺季）几家玩具销售额较大的百货商场的玩具及婴童品牌销售排名，奥迪在前十出现的频率也很高（图表 7）。

图表6：玩具品牌在国内主要零售商的网点覆盖率排名



来源：根据招股说明书整理，国金证券研究所

图表7：2009年7月部分各地主要玩具零售商的品牌销售排名

	深圳岁宝	武汉广场	成都人民商场	上海第一八佰伴	北京庄胜崇光	西安民生	大连麦凯乐	广州友谊	杭州大厦
1	乐高	乐高	乐高	孩之宝	乐高	乐高	孩之宝	乐高	HAPE
2	奥迪	读书郎	奥迪	华塑	芭比	反斗城	万代	万代	神游
3	孩之宝	步步高	银辉	反斗城	凯利特	凯利特	芙儿优	凯利特	芭比
4	灵动	芭比	芭比	银辉	银辉	奥迪	宏恩朗读者	百利威	乐高
5	澳贝	凯利特	百利威	乐高	海星	芭比	木马智慧	小神游	奥迪
6	迪孚	灵动	——	芭比	仕高	环奇	好孩子	IWAYA	灵动
7	芭比	银辉	——	乐家	万代	读书郎	大圣	玲利宝	木马
8	超人	奥迪	——	灵动	仙霸	风火轮	读书郎	灵动	CAMORE
9	群兴	百利威	——	凯利特	——	木马	芭比	芭比	BIG
10	环奇	万代	——	奥迪	——	艾力克	凯利特	奥迪	百利威

说明：澳贝是奥飞代理经营的非动漫玩具；凯利特是 TOMY、托马斯小火车等玩具的代理商。

来源：中国玩具协会，国金证券研究所

- 品牌、营销渠道、研发创新能力、强制性的安全与环保标准等基本壁垒已经将大部分企业挡在高盈利能力的玩具企业之列的门外。而公司能够跻身其中并与国外品牌同台竞争，还与我国的动漫产业扶持政策紧密相关，与公司兼具动漫创作和玩具制造的盈利模式紧密相关，与该模式成功背后的人的因素紧密相关。

抓住政策扶持动漫产业的机遇，快速发展动漫影视创作

- 近几年我国动漫产业的飞速发展无疑得益于政府的产业扶持政策，尤其是国家广电总局要求全国及各地电视台在每天黄金时间对国外动画片禁播、只能播放国产动画片，极大地推动了本土动漫产业的发展。而且从政策推出的节奏和内容来看，国家的扶持力度还在进一步加强。
 - ◆ 2004年，国家广电总局《关于发展我国影视动画产业的若干意见》，首次通过对电视台播放国外引进动画片的设置一定的限制措施，来构建国产动画片播映体系。对电视频道国产动画片与引进动画片的播出比例做了要求，国产动画片每季度播出数量不少于 60%。自此进口动画片播放数量大幅减少，国产动画片开始蓬勃发展。而奥飞也就是在 2004 年成立了奥飞文化，开始创作自主原创的《火力少年王》，于 2006 年播放并取得成功。
 - ◆ 2006 年，《广电总局关于进一步规范电视动画片播出管理的通知》规定 06 年 9 月起，全国各级电视台所有频道在每天 17-20 点之间均不得播放境外动画片和介绍境外动画片的资讯节目或展示境外动画片的栏目；必须播出国产动画片或国产动画栏目。
 - ◆ 2008 年，对国外动画片的限制制度再度加强，在《广电总局关于加强电视动画片播出管理的通知》中，要求自 08 年 5 月起，将禁播国外动画片的时间又延长了一个小时，即 17-21 点。
- 在国家大力度的政策扶持下，我国动漫产业也的确取得了长足的进步，奥飞借此机会也得以快速发展动漫作品带动动漫玩具销售的模式。
 - ◆ 我国动漫产业从 03 年只能生产 1.2 万分钟的电视动画片，到 05 年 4 万多分钟，06 年 8 万多分钟，07 年 10 万分钟，08 年制作完成国产电视动画片共 249 部 131042 分钟，同比增长 28%。诸如广东原创动力的《喜洋洋与灰太狼》、湖南宏梦的《神厨小福贵》、上海美术电影制片厂的《大耳朵图图》、以及奥飞的《火力少年王》等很多国产动画片都取得了很好的收视效果。

- ◆ 奥飞也逐年加大了动漫形象创作的投入，动漫影视片的产能由 06 年的 1060 分钟、07 年的 3752 分钟，提升到 08 年的近 5000 分钟；占全国动画片制作的比重达到 3.8%。

当前环境下，奥飞的“玩具企业+动漫制作”盈利模式更有发展优势

- 我国动漫产业在动漫和玩具的结合上，有两种模式：一种是“玩具企业+动漫制作”模式，玩具企业通过自主创作动漫形象开发动漫玩具，奥飞动漫便属于这种模式；另一种是“动漫影视企业+授权”模式，专做形象授权的动漫影视企业本身并没有周边产品的研发生产能力，需要授权某家玩具企业来生产动漫玩具。在对两种模式的进入壁垒和利弊进行比较后（图表 8），我们认为奥飞动漫的模式进入壁垒更高、同时在产品开发效率、抗风险、克服盗版等方面更有优势。

图表8：当前玩具与动漫结合的两模式的比较

	“玩具企业+动漫制作”模式	“动漫影视企业+授权”模式
进入壁垒	传统玩具企业虽然具备玩具产品的研发生产能力，但是进入动漫影视制作即是进入了一个关键成功要素完全不同的新行业，传统玩具企业往往缺乏相关的理念，因此理论上看似简单的产业链向上游延伸实际成功率较低。	动漫影视制作行业的壁垒
产品开发效率	较高。开发动漫玩具最好的方式是在动漫制作过程中需综合考虑动漫玩具的开发需求，在动漫形象和剧情设计中植入相关的玩具产品；玩具企业和动漫制作一体化的模式便可以更好地实现在动漫作品的制作阶段就开始玩具产品的研发，而且同一体系内部的合作在沟通上会更有效率。	较低。授权方与被授权方在对动漫形象的理解、沟通上容易出现偏差，加上目前本土动漫影视企业对于动漫形象的授权也处在学习和摸索的阶段，这些都会影响到两者之间的紧密对接和产品开发效率。
抗风险性	相对强。可以用玩具业务的相对稳定来克服动漫作品制作的投入产出风险。	相对弱。本土动漫蓬勃发展的同时，竞争也日益激烈，由于播放频道和时间资源有限，竞争的结果是动画片单靠播放基本不可能盈利，需要依靠授权等衍生产品来产生收益；但如果作品不太成功，便难以实现授权收益；因此投入风险较高。
防盗版	相对强。产品开发和动漫制作可以同步进行，因此动画片播放和玩具上市也可以实现同步，不给盗版留有时间上的空子。	相对弱。特别是新推出的动漫，动画片的播放和授权玩具上市之间往往有时间差，盗版产品容易钻空子。

来源：国金证券研究所

- 另外，尤其对奥飞而言，多年在国内玩具市场的耕耘已经积累起遍布全国的完善的营销网络体系，产品进入了全国 13000 多家商场、卖场和玩具店；这也是靠动漫影视起家的企业所不具备的渠道优势。
- ◆ 公司目前已建立起从经销商到分销商到终端零售商的三级营销渠道，与全国 137 家区域总经销商建立长期、稳定的合作关系，产品已进入了分布在全国各地的 13000 多家百货商场、卖场和玩具销售店。

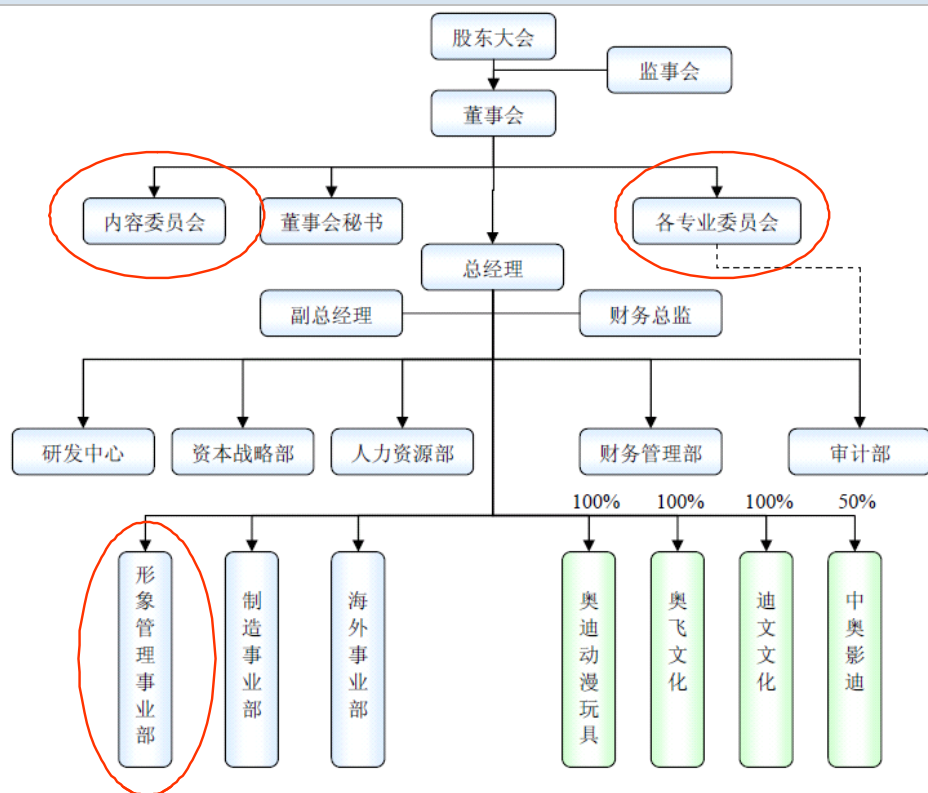
今天的成功靠企业家胆略，明日的成功要靠整个组织体系

- 我们认为公司的成功首先和企业家领先的理念、胆识是分不开的。
- ◆ 上文图表 2 “奥飞动漫盈利模式演进的三个阶段及标志性事件”中已经列示了一步一步奠定公司今日之成功的重要事件，其中的与国家体育总局联合举办四驱车大赛（自 1996 年起，公司与国家体育总局、科委、共青团等五个部委联合，共举办了 12 届全国青少年“奥迪杯”四驱车大赛，并配合了大量的地面推广活动，该活动每年直接参与人数超过 500 万人，累计参与人数估计达到 5,000 万人）、玩具企业去引进国外动画片在电视台播放、以及率先学习国外的玩具动漫化模式投入制作动漫影视片等，都是“敢为天下先”的业内创举；又由于这些项目都需要企业在没有看到收益之前先期投入比较大的资金，因此证明了公司核心决策层的企业家胆略。
- ◆ 迄今，公司通过与电视台合作组织与动漫影视片相关的电视大赛和活动，与电视台建立起长年合作、长年供片、深度合作的伙伴关系，确

保了公司动漫作品稳定的播出渠道和网络。公司动漫作品已覆盖了国内 31 个省市，200 余个电视频道；09 年起开始与广东、浙江等 24 个省 113 家电视台合作，推出“奥飞动画剧场”栏目。再结合现有的营销网络，公司形成了一套包括从中央台、卫视台到省级地面少儿频道直至县市一级频道等空中电视媒体推广，还有以《少年漫画王》等为代表的平面媒体推广，辅之以大型电视比赛等地面推广，立体交叉的完善的推广体系。

- 创业初期的成功中可能还带有运气的成分，随着公司业务的发展、规模的扩大，就必须确保每步棋的成功概率，这时候除了企业家正确的战略决策方向是关键以外，同样关键的就是整个执行体系，能否有效地落实公司的决策、实现公司的目标。
- ◆ 首先从公司组织架构的设计上，我们认为通过“内容委员会”、“各专业委员会”、“形象管理事业部”的设置，公司具备了整体策划和协同动漫产业链、管理动漫形象的执行体系基础（图表 9）。内容委员会的职责是对动漫影视片项目实行全方位的项目动态评估制度，对动漫影视片制作的前期、中期、后期均进行论证和评估，尽可能确保内容迎合市场需求、拍摄的技术可行性、相关衍生产品的市场空间；形象管理事业部负责公司动漫内容、形象的版权授权和商品化授权，以及动画、电视剧节目的媒体发行工作，建立和维护各类媒体发行渠道。
- ◆ 第二，在动漫玩具的创意设计和结构工程设计方面，公司从香港等地聘请了多名具有国际水平的高级专业设计师和开发工程师；而且难能可贵的是担任广州奥飞文化传播有限公司总经理、副总经理的詹奇安、陈日明两位香港人士从 04 年就为公司服务至今。
- ◆ 第三，虽然公司在上市前没有做职业经理人的股权激励，不过就推荐会上董事长的解释，公司是在规划一个涉及面更广的骨干员工激励计划；我们也期待这样的激励能够尽快实施，帮助公司留住人才。

图表9：奥飞动漫建立了与其盈利模式匹配的组织架构



来源：公司招股说明书、国金证券研究所

未来广阔的发展空间值得期待

- 首先，我国玩具市场容量很大，公司目前所占份额仅约为 1.6%，但盈利模式很有前途，因此具备市场分额继续扩大的能力，向上还有很大空间。
- ◆ 在金融危机影响下的 2008 年，中国玩具制造行业实现了累计工业总产值 1080 亿元，同比仍旧增长了 13.3%；即便其中在国内销售仅占 20%左右，市场容量也近 220 亿元。奥飞 08 年国内玩具（动漫玩具+非动漫玩具）销售收入约为 3.5 亿元，虽然根据各方资料奥飞的市场占有率已经排名第一，但其拥有的份额也仅为 1.6%，可见我国玩具消费市场品牌集中度相当分散，领导品牌还有很大的发展空间。对比国外玩具企业的收入规模也可以看到这一点，尤其美国孩之宝（玩具业的并购大鳄）和日本万代都是采用以动漫作品带动玩具销售这一盈利模式的企业，两者 08 年玩具收入分别约达 178 亿和 124 亿人民币（图表 10）。

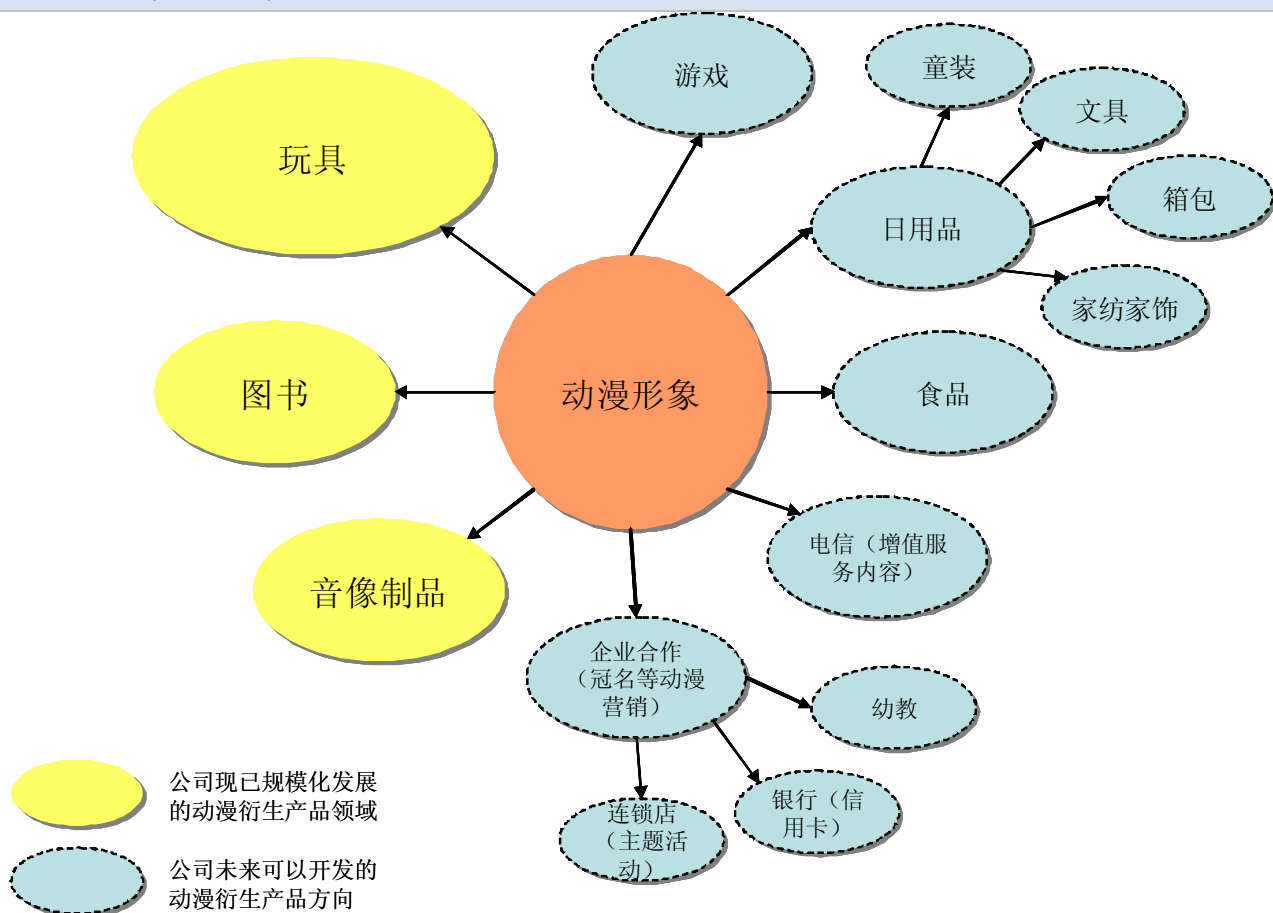
图表10：全球主要玩具企业的发展模式与 08 年销售业绩

企业	发展模式	主要营销渠道	主要玩具产品	2008 年销售业绩
美泰（美国）	主要通过人物故事和形象的塑造与传播，提升产品附加值。	大型百货商场、超市专柜、专卖店、网上销售	互动娱乐玩具和婴儿玩具为主，包括芭比娃娃、费雪等。	全球总收入近 65 亿美元，其中女孩和男孩品牌玩具 36.43 亿美元，费雪品牌玩具 23.57 亿美元。
孩之宝（美国）	主要以动漫故事内容和形象提高产品附加值，赋予玩具新的文化内涵。	大型百货商场、超市专柜、专卖店、网上销售	动漫玩具为主，包括星球大战、变形金刚、蜘蛛侠等形象衍生的玩具。	全球收入 40 亿美元，其中玩具产品的销售收入为 26.25 亿美元。
万代（日本）		专卖店、超市、百货公司	动漫玩具为主，包括机动战士高达、恐龙战队、钢铁战士、奥特曼等动漫形象衍生的玩具。	全球总销售额近 47 亿美元，其中玩具业务销售额约为 18.23 亿美元。
TOMY（日本）	通过提高技术研发能力，提升产品附加值。	直营店、大型百货商店	小型封装玩具、糖果玩具、成人玩具及迪斯尼授权玩具等。	全球总销售额近 20 亿美元，其中玩具业务销售额约为 12.54 亿美元。
乐高（丹麦）	主要通过互动娱乐促进学习，提升产品附加值。	大型零售连锁集团和连锁专卖店	益智类拼砌玩具。	全球总销售额约为 17.81 亿美元，玩具业务销售额为 17.54 亿美元。

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 其次，公司目前 80%的收入来自玩具，而动漫产业的辐射面相当广（图表 11）；公司在其他动漫衍生品的收入比重仅不到 1%，只要能够把动漫作品的内容制作好、把动漫形象的授权管理好，将来公司在其他动漫衍生品领域也会有很大的发展空间。

图表11：动漫衍生产品领域广泛



来源：国金证券研究所

募投项目分析：现有盈利模式将得到全方位强化

- 公司本次拟公开发行 4000 万股募集资金 4.67 亿元（实际按 22.92 元/股的发行价，实际募集资金超过 9 亿元），募投项目为三大项目（图表 12）。

图表12：公司募投项目内容及我们的评价

项目名称	拟投入募集资金(万元)	项目主要内容					我们的评价
动漫影视制作及衍生品产业化项目	20502.4	动漫影视片	受众年龄定位	创作目的	周期类型	截止 09 年中期已投入制作费比例	1、观察公司对六部动画片的定位设计、制作投入节奏、以及播放排期规划，整个项目能够有条不紊地开展，而且能够持续带动未来 3、4 年玩具及其他衍生产品的销售； 2、六部动画片受众定位更广，将扩大公司玩具及其他衍生产品的消费人群。 3、从过去的制作相对简单的真人动画、二维动画到《电击小子》的三维动画、真人动画片从过去的无名演员到聘请人气演员，公司的制作水准能够得到进一步的提升。
		《火力少年王 III》	5-14 岁男孩	将进一步推动悠悠球运动的普及和发展	潮流性	—	
		《铠甲勇士》	5-10 岁男孩	定位为中国版的“奥特曼”，具有现代感和科技感的风格	持续性	114.1%	
		《战龙四驱》（39-53 集）	7-16 岁男孩	现有四驱车产品的动漫化，依托公司与国家五部委联合举办 12 届全国“奥迪杯”四驱车比赛所形成的群众基础与市场基础，旨在再次掀起四驱车运动的高潮	潮流性	95.6%	
		《电击小子》（1-26 集）	4-14 岁男、女孩	公司首部纯三维动画片，定位为公司进军国际市场的代表作	持续性	119.4%	
		《迪迪世界》	2-8 岁婴幼儿儿童	定位于 2-8 岁的婴幼儿儿童的智力开发，是目前公司澳贝系列传统玩具的延伸	持续性	0.2%	
		《西游战队》	5-12 岁男孩	融入中国古代传统文化的元素	持续性	—	
动漫衍生品生产基地建设项目	18616.1	生产基地占地面积为 5.4 万平方米，其中，生产厂房建筑面积为 3.5 万平方米。					由于公司销售规模还将继续快速增长，因此需要扩大产能以防止旺季出现产能瓶颈
市场渠道优化升级技术改造项目	7552.1	1、商场（旗舰店及百货店、超市专柜）优化升级，建设旗舰店（大于 80 平方米）10 家、样板终端 230 家、优秀终端 330 家、达标终端 430 家，合计 1000 家。 2、玩具销售点拓展升级，从 07 年末的 13300 家增加到 2 万家。					销售终端的数量、分布、形象决定了公司产品最终能够被消费者所购买的效率。该项目有助于填补公司目前渠道网络的空白、优化销售终端的展示形象。
合 计：	46670.6						

来源：根据招股说明书整理、国金证券研究所

公司盈利预测

盈利预测关键假设

- 收入假设：公司将持续通过制作动漫影视作品播出带动动漫玩具销售为主的盈利模式来发展，因此我们对公司的盈利预测也围绕动漫影视片的播放时间及长短、动漫玩具开发的 SKU 数量来预测动漫玩具业务的收入（图表 13）。

图表13：自主动漫玩具的收入与动漫影视片的播放、玩具开发款式量相关

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
动漫影视片的播放排期	《火力少年王 I》	06.3-11							
	《火力少年王 II》		07.8-08.2						
	《战斗王 EX》			08.2.26 至今					
	《巴啦啦小魔仙》			08.4.30 至今					
	《淘气包马小跳》			08.5.1 至今					
	《闪电冲线》				08.10.30 至今				
	《铠甲勇士》				09.1.8 至今			重播	
	《战龙四驱》（1-38 集）				09.3.1 至今				
	《巴啦啦小魔仙之彩虹心石》								
	《梁家妇女》								
	《火力少年王 III》							重播	
	《战龙四驱》（39-53 集）								
	《电击小子》（1-26 集）								重播
	《迪迪世界》							2011.7 首播	重播
《西游战队》								重播	
动漫玩具款式数量	火力少年王悠悠球等	50 SKU				100 SKU			
	战斗王陀螺			50 SKU					
	巴啦啦女孩玩具			35 SKU					
	闪电冲线遥控车				25 SKU				
	铠甲勇士装备				27 SKU	96 SKU			
	战龙四驱车				96 SKU				
	电击小子					100 SKU			
	迪迪世界						100 SKU		
	西游战队						50 SKU		
动漫玩具销售收入：百万元	火力少年王悠悠球	84.0	186.9	56.1	12.5	60	120	潮流性玩具	
	YOY		122.6%	-70.0%	-77.7%	380%	100%		
	战斗王陀螺		55.7	97.8	1.5	2	2	潮流性玩具	
	YOY			75.7%	-98.5%	33.3%	0%		
	巴啦啦女孩玩具			19.8	4.5	20	40	持续性玩具	
	YOY				-77%	344.4%	100%		
	闪电冲线遥控车			51.6	160	100	50	潮流性玩具	
	YOY				210%	-37.5%	-50%		
	铠甲勇士装备			0.3	80	120	180	持续性玩具	
	YOY				26936%	50%	50%		
	战龙四驱车				200	250	150	潮流性玩具	
	YOY					25%	-40%		
	电击小子				0.17	50	60	持续性玩具	
	YOY					29521%	20%		
迪迪世界						50	持续性玩具		
西游战队						30			

来源：根据招股书整理，国金证券研究所

- ◆ 根据对公司 06 年至今动漫影视片与该主题动漫玩具的销售情况的关联程度的观察，一般动漫影视片播放当年的销量就会较高（铺货因素），第二年在全国及地方电视台普遍性地播放后，销量也达到高峰，持续播放的情况下玩具销量会维持在一定水平，一旦停止播放，玩具的销量就急速下降。我们在做预测时也充分考虑了这一因素。从图表中的动漫影视片播放排期（公司的规划）可以看到，2009-2011 年都是有 8 本片子同时在播放，因此只要这些动画片能够如期播放，这三年公司的销售收入就能够实现快速增长。
- ◆ 另外，公司为每类动漫形象所设计的玩具款式数（SKU）也会和该玩具系列的销售收入成正相关。

图表14：公司主要产品收入及毛利预测

项 目	2006	2007	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
动漫玩具							
销售收入（百万元）	112.01	281.29	275.01	282.79	478.67	627.00	792.00
增长率（YOY）		151.12%	-2.23%		74.05%	30.99%	26.32%
毛利率	34.63%	45.08%	52.14%	44.30%	44.65%	40.58%	40.47%
销售成本（百万元）	73.23	154.49	131.63	157.51	264.92	372.55	471.50
增长率（YOY）		110.97%	-14.79%		101.26%	40.63%	26.56%
毛利（百万元）	38.79	126.80	143.38	125.28	213.75	254.45	320.50
增长率（YOY）		226.93%	13.07%		49.08%	19.04%	25.96%
占总销售额比重	41.63%	56.61%	60.95%	81.93%	78.58%	78.82%	81.15%
占主营业务利润比重	51.31%	74.93%	76.89%	95.86%	94.43%	93.77%	92.95%
其中：火力少年王悠悠球							
销售收入（百万元）	83.97	186.89	56.12	6.56	12.50	60.00	120.00
增长率（YOY）		122.56%	-69.97%		-77.73%	380.00%	100.00%
毛利率	34.07%	49.58%	51.74%	27.80%	27.80%	35.00%	40.00%
占总销售额比重	31.21%	37.61%	12.44%	1.90%	2.05%	7.54%	12.30%
占主营业务利润比重	37.85%	54.76%	15.57%	1.40%	1.54%	7.74%	13.92%
其中：战斗王陀螺							
销售收入（百万元）		55.66	97.79	0.74	1.50	2.00	2.00
增长率（YOY）			75.67%		-98.47%	33.33%	0.00%
毛利率		37.46%	52.48%	41.59%	42.00%	35.00%	35.00%
占总销售额比重		11.20%	21.67%	0.21%	0.25%	0.25%	0.20%
占主营业务利润比重		12.32%	27.52%	0.23%	0.28%	0.26%	0.20%
其中：巴拉啦女孩玩具							
销售收入（百万元）			19.76	2.16	4.50	20.00	40.00
增长率（YOY）					-77.22%	344.44%	100.00%
毛利率			53.43%	53.56%	53.00%	50.00%	50.00%
占总销售额比重			4.38%	0.62%	0.74%	2.51%	4.10%
占主营业务利润比重			5.66%	0.88%	1.05%	3.69%	5.80%
其中：闪电冲线遥控车							
销售收入（百万元）			51.59	105.65	160.00	100.00	50.00
增长率（YOY）					210.13%	-37.50%	-50.00%
毛利率			58.47%	45.72%	46.00%	40.00%	40.00%
占总销售额比重			11.43%	30.61%	26.27%	12.57%	5.12%
占主营业务利润比重			16.18%	36.96%	32.52%	14.74%	5.80%
其中：铠甲勇士装备							
销售收入（百万元）			0.30	33.40	80.00	120.00	180.00
增长率（YOY）					26936.16%	50.00%	50.00%
毛利率			48.56%	39.35%	45.00%	45.00%	45.00%
占总销售额比重			0.07%	9.67%	13.13%	15.08%	18.44%
占主营业务利润比重			0.08%	10.05%	15.90%	19.90%	23.49%
其中：战龙四驱车							
销售收入（百万元）				124.89	200.00	250.00	150.00
增长率（YOY）						25.00%	-40.00%
毛利率				45.56%	45.00%	40.00%	40.00%
占总销售额比重				36.18%	32.83%	31.43%	15.37%
占主营业务利润比重				43.54%	39.76%	36.85%	17.40%
其中：电击小子							
销售收入（百万元）				0.08	0.17	50.00	60.00
增长率（YOY）						29520.85%	20.00%
毛利率				33.88%	34.00%	40.00%	40.00%
占总销售额比重				0.02%	0.03%	6.29%	6.15%
占主营业务利润比重				0.02%	0.03%	7.37%	6.96%
其中：其他（迪迪世界、西游战记玩具）							
销售收入（百万元）							160.00
增长率（YOY）							
毛利率							35.00%
占总销售额比重							16.39%
占主营业务利润比重							16.24%
其中：授权开发玩具							
销售收入（百万元）	28.04	38.74	49.47	9.31	20.00	25.00	30.00
增长率（YOY）		38.16%	27.69%		-59.57%	25.00%	20.00%
毛利率	36.29%	34.31%	44.80%	38.91%	38.00%	35.00%	36.00%
占总销售额比重	10.42%	7.80%	10.96%	2.70%	3.28%	3.14%	3.07%
占主营业务利润比重	13.46%	7.85%	11.88%	2.77%	3.36%	3.22%	3.13%

非动漫玩具							
销售收入（百万元）	156.71	211.25	161.40	57.78	120.00	150.00	160.00
增长率（YOY）		34.81%	-23.60%		-25.65%	25.00%	6.67%
毛利率	26.95%	20.91%	26.70%	25.26%	25.00%	22.00%	23.00%
销售成本（百万元）	114.48	167.09	118.30	43.19	90.00	117.00	123.20
增长率（YOY）		45.95%	-29.20%		-23.92%	30.00%	5.30%
毛利（百万元）	42.23	44.17	43.10	14.60	30.00	33.00	36.80
增长率（YOY）		4.59%	-2.42%		-30.39%	10.00%	11.52%
占总销售额比重	58.24%	42.52%	35.77%	16.74%	19.70%	18.86%	16.39%
占主营业务利润比重	55.87%	26.10%	23.11%	11.17%	13.25%	12.16%	10.67%

动漫影视片							
销售收入（百万元）	0.33	2.29	4.03	2.36	5.00	10.00	12.50
增长率（YOY）		584.75%	76.23%		24.16%	100.00%	25.00%
毛利率	-1625.32%	-91.12%	-97.73%	-363.96%	-337.57%	-162.54%	-110.03%
销售成本（百万元）	5.76	4.37	7.96	10.94	21.88	26.25	26.25
增长率（YOY）		-24.15%	82.33%		174.77%	20.00%	0.00%
毛利（百万元）	-5.42	-2.08	-3.94	-8.58	-16.88	-16.25	-13.75
增长率（YOY）		-61.61%	89.02%		328.88%	-3.70%	-15.38%
占总销售额比重	0.12%	0.46%	0.89%	0.68%	0.82%	1.26%	1.28%
占主营业务利润比重	-7.17%	-1.23%	-2.11%	-6.57%	-7.46%	-5.99%	-3.99%

动漫图文作品							
销售收入（百万元）		2.05	7.24	2.19	5.00	7.50	10.00
增长率（YOY）			252.95%		-30.94%	50.00%	33.33%
毛利率		16.32%	39.10%	-28.12%	-11.99%	0.00%	10.00%
销售成本（百万元）		1.72	4.41	2.80	5.60	7.50	9.00
增长率（YOY）			156.89%		26.98%	33.94%	20.00%
毛利（百万元）		0.33	2.83	-0.61	-0.60	0.00	1.00
增长率（YOY）			745.49%		-121.17%	-100.00%	
占总销售额比重		0.41%	1.60%	0.63%	0.82%	0.94%	1.02%
占主营业务利润比重		0.20%	1.52%	-0.47%	-0.26%	0.00%	0.29%

其他授权产品（为动漫文具类、饰品类、服装类和包装类等授权产品的销售收入）

销售收入（百万元）			3.51	0.05	0.50	1.00	1.50
增长率（YOY）					-85.77%	100.00%	50.00%
毛利率			31.64%	16.83%	16.00%	17.00%	18.00%
销售成本（百万元）			2.40	0.04	0.42	0.83	1.23
增长率（YOY）					-82.51%	97.62%	48.19%
毛利（百万元）			1.11	0.01	0.08	0.17	0.27
增长率（YOY）					-92.80%	112.50%	58.82%
占总销售额比重			0.78%	0.02%	0.08%	0.13%	0.15%
占主营业务利润比重			0.60%	0.01%	0.04%	0.06%	0.08%

销售总收入（百万元）	269.06	496.88	451.19	345.17	609.17	795.50	976.00
销售总成本（百万元）	193.46	327.66	264.71	214.48	382.82	524.13	631.18
毛利（百万元）	75.59	169.22	186.48	130.69	226.35	271.37	344.82
平均毛利率	28.10%	34.06%	41.33%	37.86%	37.16%	34.11%	35.33%

来源：国金证券研究所

■ 毛利率假设（图表 14）：

- ◆ 动漫玩具毛利率：一般产品在新上市铺货阶段毛利率较低（理解为公司给予经销商的进货折扣较高）；当动漫产品销售额最高、最受市场欢迎的时候毛利率也最高；当销售额下滑后毛利率也下降幅度较大。
- ◆ 动漫影视片毛利率：动漫影视片的销售收入是在电视台播放的收入，而成本是动画片的制作成本按照播放期三年的计划销售收入摊销，因此但看动漫影视片的毛利率为负。

- 费用假设（附表）：公司的销售费用主要由（依次）广告及市场推广费、运输费、销售人员工资及福利费、差旅费组成；管理费用主要由（依次）研究开发费、管理人员工资及福利费等组成；在收入快速增长的情况下，

这些费用的规模效应会比较明显，因此我们预计公司的销售费用和管理费用率都会逐年下降。

盈利预测结论

- 根据以上假设，预计公司 2009-2011 年销售收入分别为 6.09、7.96、9.76 亿元，对应增速 35%、30.6%、22.7%；按照发行后总股本计算的全面摊薄 EPS 分别 0.667 元、0.901 元、1.102 元，对应增速 63.8%、35.0%、22.3%。详细的三张表见报告附表。

股票估值和定价

- 虽然公司属于玩具制造行业，但其以动漫作品带动动漫玩具销售的盈利模式在市场份额相当分散的玩具行业发展空间大、利润率高，而且作为行业龙头先发优势也比较明显，预计近几年收入、净利润的增长速度都会较快；另外，公司已经开始涉足更多的动漫衍生产品领域，未来以动漫内容和动漫形象管理为核心、发展更多授权产品的想象空间也较大。综合以上考虑，我们给予公司 09 年 40 倍、2010 年 35 倍 PE，认为公司上市后的合理价位在 26.70-31.54 元之间。

风险提示

动漫影视作品的不成功影响玩具产品销售的风险

- 如果动漫影视作品的制作由于技术等原因未能达到预期观看的效果，或者由于其他原因导致其不能如期播出，会直接影响到相应动漫玩具的销售，从而使公司存在销售增长放缓的可能。

控股股东控制风险

- 上市之后，公司除 25%的流通股股东以外，其余 75%股权都由董事长蔡东青及其弟弟、妈妈持有，三人为一致行动人，处于绝对控股的地位，可能通过董事会或通过行使提案权及表决权等方式对公司的人事、经营决策等进行控制。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	269	497	451	609	796	976
增长率		84.7%	-9.2%	35.0%	30.6%	22.7%
主营业务成本	-193	-328	-265	-383	-524	-631
% 销售收入	71.9%	65.9%	58.7%	62.8%	65.9%	64.7%
毛利	76	169	186	226	271	345
% 销售收入	28.1%	34.1%	41.3%	37.2%	34.1%	35.3%
营业税金及附加	-2	-5	-5	-6	-8	-10
% 销售收入	0.6%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-16	-28	-47	-46	-56	-59
% 销售收入	5.9%	5.7%	10.5%	7.5%	7.0%	6.0%
管理费用	-25	-39	-57	-58	-60	-63
% 销售收入	9.2%	7.9%	12.6%	9.5%	7.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	33	97	78	117	148	213
% 销售收入	12.3%	19.4%	17.2%	19.2%	18.6%	21.8%
财务费用	-3	-6	-13	4	16	17
% 销售收入	1.1%	1.2%	3.0%	-0.7%	-2.1%	-1.7%
资产减值损失	-4	0	2	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	60	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	39.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26	150	67	120	164	229
营业利润率	9.5%	30.3%	14.8%	19.7%	20.6%	23.5%
营业外收支	4	1	3	6	6	6
税前利润	29	151	69	126	170	235
利润率	10.9%	30.4%	15.4%	20.6%	21.3%	24.1%
所得税	-4	-23	-4	-19	-25	-59
所得税率	14.8%	14.9%	6.1%	15.0%	15.0%	25.0%
净利润	25	129	65	107	144	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	25	129	65	107	144	176
净利率	9.2%	25.9%	14.4%	17.5%	18.1%	18.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	25	129	64	107	144	176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	8	8	43	16	17
非经营收益	2	-54	13	-2	-6	-6
营运资金变动	-57	-69	-59	-53	-66	-50
经营活动现金净流	-19	13	26	95	88	137
资本开支	-6	-18	-37	-66	-53	-34
投资	0	1	97	-1	0	0
其他	0	-2	0	0	0	0
投资活动现金净流	-6	-19	60	-67	-53	-34
股权募资	0	2	0	870	-22	0
债权募资	25	45	15	-135	0	1
其他	14	-29	-104	-4	-32	-43
筹资活动现金净流	39	18	-89	731	-54	-42
现金净流量	14	12	-3	759	-19	61

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	33	47	44	803	784	845
应收款项	50	189	78	124	162	199
存货	111	111	160	209	258	293
其他流动资产	10	23	41	33	39	34
流动资产	204	370	323	1,169	1,243	1,371
% 总资产	65.8%	81.7%	74.3%	89.3%	87.1%	86.8%
长期投资	43	0	0	1	0	0
固定资产	49	67	63	84	122	139
% 总资产	15.6%	14.8%	14.5%	6.4%	8.6%	8.8%
无形资产	14	15	47	53	60	67
非流动资产	106	83	112	140	185	208
% 总资产	34.2%	18.3%	25.7%	10.7%	12.9%	13.2%
资产总计	310	452	435	1,310	1,428	1,580
短期借款	75	120	135	0	0	0
应付款项	85	49	41	67	92	110
其他流动负债	10	29	29	68	83	92
流动负债	170	198	204	135	175	202
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	1	1	0	0	0
负债	171	198	206	135	175	203
普通股股东权益	140	248	223	1,169	1,247	1,371
少数股东权益	0	6	6	6	6	6
负债股东权益合计	310	452	435	1,310	1,428	1,580

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.311	1.072	0.543	0.667	0.901	1.102
每股净资产	1.744	2.068	1.861	7.303	7.795	8.566
每股经营现金净流	-0.233	0.111	0.218	0.595	0.551	0.859
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.270	0.331
回报率						
净资产收益率	17.83%	51.83%	29.18%	9.14%	11.56%	12.86%
总资产收益率	8.02%	28.43%	14.99%	8.15%	10.10%	11.16%
投入资本收益率	13.16%	21.97%	19.98%	8.45%	10.04%	11.60%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	84.68%	-9.20%	35.01%	30.59%	22.69%
EBIT增长率	N/A	191.53%	-19.47%	50.04%	26.88%	43.90%
净利润增长率	N/A	417.09%	-49.33%	63.84%	35.02%	22.28%
总资产增长率	N/A	45.83%	-3.86%	201.16%	8.99%	10.65%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.5	51.4	69.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	106.5	126.4	189.4	200.0	180.0	170.0
应付账款周转天数	25.0	26.6	35.8	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	65.9	49.2	50.9	37.8	28.1	21.8
偿债能力						
净负债/股东权益	30.13%	28.88%	39.69%	-68.38%	-62.56%	-61.32%
EBIT利息保障倍数	10.8	15.7	5.8	-26.9	-9.0	-12.7
资产负债率	55.02%	43.82%	47.30%	10.34%	12.23%	12.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。