

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2009年12月28日

奥飞动漫(002292.SZ)/42.7元

首次进军大银幕，正确时间的正确尝试

信息技术·传媒

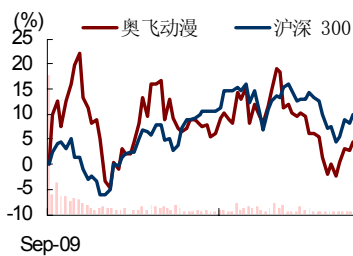
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3189
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	4000
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	11.9
资产负债率	12.4%
主要股东	蔡东青
主要股东持股比例	51%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	86	86
相对表现	2	76	3



相关报告

1、《奥飞动漫产品结构优化是亮点，平台价值得到充分体现》

10/21/09

2、《奥飞动漫平台优势明显，盈利模式极具拓展性》

8/25/09

事件：

奥飞动漫与上海永旭文化传播联合投资拍摄，由广电省电影公司发行，珠江电影制片有限公司共同出品的电影《铠甲勇士之帝皇侠》将于2010年1月20日左右在全国公映。奥飞动漫出资占该片总投资的70%。

核心观点：

一、《铠甲勇士之帝皇侠》是奥飞动漫联合各方出品的首部电影，我们认为这是公司在正确时间做的正确尝试。

正确的时间：公司选择了中国最成熟也是最能创造票房奇迹的贺岁档期，并在最终上映日期上进行了仔细分析，即避开了强劲大片的锋芒，又选择在寒假期间放映精准锁定了青少年受众。**正确的尝试：**动漫电影是动漫、玩具类企业重要的盈利点，比电视动画、漫画图书等具有更大范围的影响力；在国外是传媒娱乐集团包括玩具企业进一步延伸产业链和获取商业价值最大化的“杀手锏”；而在国内，动漫电影市场虽处于萌芽阶段但已有成功的案例、并极具发展潜力。

二、公司首次进军大银幕，优势与挑战并存。**公司的优势：**《铠甲勇士》历时播出1年所培育的大批青少年观众群，和合作伙伴在广东地区的资源优势。**公司的挑战：**在离电影上映不到1个月的时间里，公司与合作方如何展开积极、有效的电影营销宣传，和争取院线方足够的放映场次为电影票房创造发挥的空间。

三、公司首部电影出品可看作公司的战略性尝试，票房追求是其次，积极延伸产业链、构建大动漫娱乐产业布局才是目的。虽然作为公司出品的首部电影，在票房预测上有一定的不确定性，但我们高度认可公司此次对产业链所做的积极延伸和战略性尝试，公司的发展模式将从现在的“动漫+玩具”升级为“动漫+玩具+影视+游戏+授权”，最终完成大动漫娱乐产业的布局。

四、盈利预测与投资评级

由于预测公司首部电影票房的不确定性，我们暂不对公司业绩进行调整，继续维持09~11年0.65元、0.89元和1.14元的盈利预测，当前股价下对应PE分别为66倍、48倍和38倍。我们看好奥飞独特的商业模式和明显的平台优势，未来盈利模式极具拓展性，鉴于当前估值偏高，我们继续维持“审慎推荐-A”的投资评级；但我们认为如公司估值有所调整，对于长期投资者而言可考虑逐步买入。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	497	451	676	882	1,085
同比增长	85%	-9%	50%	30%	23%
营业利润(百万元)	150	67	121	169	218
同比增长	486%	-56%	82%	39%	29%
净利润(百万元)	129	65	104	142	182
同比增长	417%	-49%	60%	36%	28%
每股收益(元)	0.80	0.41	0.65	0.89	1.14
PE	53.1	104.8	65.6	48.2	37.5
PB	27.5	30.6	5.8	5.3	4.7

资料来源：招商证券

具体点评

一、《铠甲勇士之帝皇侠》是奥飞动漫联合各方出品的首部电影，我们认为这是公司在正确时间做的正确尝试。

1、正确的时间：公司选择了中国最成熟也是最能够创造票房奇迹的贺岁档期，同时在最终上映日期的确定上也进行了仔细分析，即避开了强劲大片的锋芒，又选择在寒假期间放映精准锁定了青少年受众。

- 贺岁档期（目前普遍认可的贺岁档是从年末的12月到下一年的2月，中间包括了圣诞、元旦、春节等小的档期）作为中国内地最为成熟的档期，经过多年的市场培育，选择在此档期观看电影已成为大量观众特别是家庭观众的习惯，观众数量也是最多的；过去三年的贺岁档期票房收入分别是7.5亿、9.4亿和14.7亿，保持着较快的增速，预计09~10年的贺岁档期的票房将达到20亿。
- 公司拟定于明年1月20日上映，在大片云集的贺岁档中找到了适合自身票房发挥的空间：

公司出品的《铠甲勇士之帝皇侠》的目标受众以青少年为主，而放映期间刚好是寒假期间，占有天时之利；

同时公司电影放映的前、后两周都没有大量新的强劲大片上映，在放映场次有保证的前提下，票房将有发挥的空间（参见表1）：梅隆导演历时4年的3D科幻史诗巨作《阿凡达》在前两周（1月4日）上映，《喜洋洋2》在前一周（1月12日）上映，《名侦探柯南》剧场版在前一周（1月14日）上映，《虹猫蓝兔火凤凰》在后一周（1月26日）上映，还有众多贺岁大片均选择避开《阿凡达》的锋芒选择在今年12月（如《三枪》、《十月围城》等）或明年2月（如《锦衣卫》、《未来警察》等）上映；惟一对公司票房有直接冲击的是拟定于与公司同期上映的人物传记《孔子》，但由于两部电影所面向人群的不同，同时中国电影银幕数的持续扩容已具备同期容纳多部影片的实力，因此公司电影争取一定的放映场次还是有可能的。

2、正确的尝试：动漫电影是动漫、玩具类企业重要的盈利组成部分，比电视动画、漫画图书等具有更大范围的影响力，并有利于企业及产品品牌的建设；在国外是传媒娱乐集团包括玩具企业进一步延伸产业链和获取商业价值最大化的“杀手锏”；而在国内，动漫电影市场虽处于萌芽阶段但已有成功的案例、并极具发展潜力。

- 在国外，孩之宝旗下“变形金刚”、“特种部队”玩具改编电影成功，掀起好莱坞根据经典玩具形象改编电影的浪潮。

孩之宝的“变形金刚”是最为成功的案例，变形金刚最开始是以玩具形式于1984年正式诞生，当年的5月和9月又分别推出变形金刚的漫画书和电视动画，并使变形金刚玩具销售在全球取得空前的成功；而近三年孩之宝又联合梦工厂、派拉蒙接连推出“真人电影版”变形金刚，不仅在电影票房创造佳绩（变形金刚1、2部在北美票房分别为3.2亿和4亿美元，在中国内地分别是2.8亿和4.3亿人民币），更促使其变形金刚玩具销售焕发“第二春”；

孩之宝在“变形金刚”取得成功后，今年又把历史更悠久的“特种部队”玩具搬上大银幕，同样取得不错的成绩，北美和中国内地票房分别为1.5亿美元和1.4亿人民币；

孩之宝又与环球公司达成协议，将旗下《大富翁》、《糖果乐园》、《弹力超人阿姆斯

特朗》等游戏、玩具品牌打造成真人电影;

同时, 丹麦乐高积木玩具也将与华纳兄弟合作, 搬上大银幕。

- 在国内, 09 年低成本《喜洋洋与灰太狼之牛气冲天》在票房上的巨大成功, 让国内动漫企业看到通过电影盈利的可能, 登上大银幕的国内动漫电影数量明显增加。

08 年上映的国产动漫电影主要是《风云决》(票房 3 千万);

09 年上映的国产动漫则有 6 部之多, 其中既有取得票房佳绩的《喜洋洋与灰太狼之牛气冲天》、《麦兜响当当》(票房分别为 0.86 亿和 0.72 亿), 也有成绩一般的《马兰花》、《齐天大圣前传》《神兵小将》《麋鹿王》(票房分别为 0.1 亿、472 万、420 万、220 万), 如算上《阿童木》(香港意马国际制作、光线传媒投资发行, 内地票房 0.5 亿) 则有 7 部;

而 10 年仅仅第一个月就将有三部国产动漫电影准备上映, 分别是《喜洋洋 2》、《铠甲勇士之帝皇侠》、《虹猫蓝兔火凤凰》。

表 1、2010 年 1 月 4 日~2 月 14 日上映电影拍片表

星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
1 月 4 日	1 月 5 日	1 月 6 日	1 月 7 日	1 月 8 日	1 月 9 日	1 月 10 日
《阿凡达》						
1 月 11 日	1 月 12 日	1 月 13 日	1 月 14 日	1 月 15 日	1 月 16 日	1 月 17 日
《喜洋洋 2》			《名侦探柯南》			
1 月 18 日	1 月 19 日	1 月 20 日	1 月 21 日	1 月 22 日	1 月 23 日	1 月 24 日
《铠甲勇士之帝皇侠》						
《孔子》、《好雨时节》						
1 月 25 日	1 月 26 日	1 月 27 日	1 月 28 日	1 月 29 日	1 月 30 日	1 月 31 日
《虹猫蓝兔火凤凰》						
2 月 1 日	2 月 2 日	2 月 3 日	2 月 4 日	2 月 5 日	2 月 6 日	2 月 7 日
《锦衣卫》						
2 月 8 日	2 月 9 日	2 月 10 日	2 月 11 日	2 月 12 日	2 月 13 日	2 月 14 日
《未来警察》		《苏乞儿》		《全城热恋》		《大兵小将》

资料来源: 招商证券研发中心

二、公司首次进军大银幕, 优势与挑战并存。

1、公司的优势在于:《铠甲勇士》历时播出 1 年所培育的大批青少年观众群, 和合作伙伴在广东地区的资源优势。

- 《铠甲勇士》(52 集) 于 09 年 1 月正式播出, 截止今年上半年在 29 个省、直辖市的 100 个电视频道播出, 累计播出时间 13 万分钟 (未包括重播时间); 经过近 1 年时间的播出, 培养了数量众多的青少年观众群, 这类观众无疑是公司电影的重点目标受众;
- 公司此次电影的合作伙伴珠影集团在广东地区的发行方面有一定的资源优势, 而广东地区历来是中国内地票房的“粮仓”, 这有利于公司电影在广东取得较好的票房成绩。珠影集团旗下的珠江电影制片有限公司和广电省电影公司分别是公司此次电影的投资方和发行方, 而广东省电影公司还是《喜洋洋与灰太狼之牛气冲天》的联合发行方之一, 这将有利于公司借助合作伙伴在广东地区积累的资源和经验。

2、公司的挑战在于：在离电影上映不到 1 个月的时间里，公司与合作方如何展开积极、有效的电影营销宣传，和争取院线方足够的放映场次为电影票房创造发挥的空间。

贺岁档期在继续创造票房奇迹的同时，也由于参与上映的电影数量增多而使得竞争日益惨烈；这要求电影除了自身素质过硬（需要讲一个吸引人、情节完整的故事，优秀的导演，强大的演员阵容等）外，最终胜出的关键因素还越来越需要电影制作发行方出色的营销推广和对院线终端的发行能力。

三、公司首部电影出品可看作公司的战略性尝试，票房追求是其次，积极延伸产业链、构建大动漫娱乐产业布局才是目的。

➤ 作为公司出品的首部电影，在票房预测上有一定的不确定性，不过根据电影放映首周的票房成绩和口碑，可基本判断该部电影的最终票房规模。

在离最终上映不到 1 个月的时间里，公司与合作方如何展开营销推广将对最终的电影产出有决定性影响；同时我们认为公司有可能会利用合作方在广东地区的资源优势进行深度区域营销、并争取到一定的放映场次，这将使得广东地区有望成为公司票房组成的中坚力量。

➤ 虽我们对公司首部电影的最终票房没有明确预期，但我们高度认可公司此次对产业链所做的积极延伸和战略性尝试，公司的发展模式将从现在的“动漫+玩具”升级为“动漫+玩具+影视+游戏+授权”，最终完成大动漫娱乐产业的布局。

《铠甲勇士之帝皇侠》作为公司的第一部电影，公司的投入成本并不高，在 1 千万左右，对公司来说是一次宝贵的经验积累，我们认为这是拉开了未来“铠甲勇士”系列电影的序幕，在未来追求高票房产出的同时，也将有利于经典动漫形象的打造，进一步促进铠甲玩具的销售；

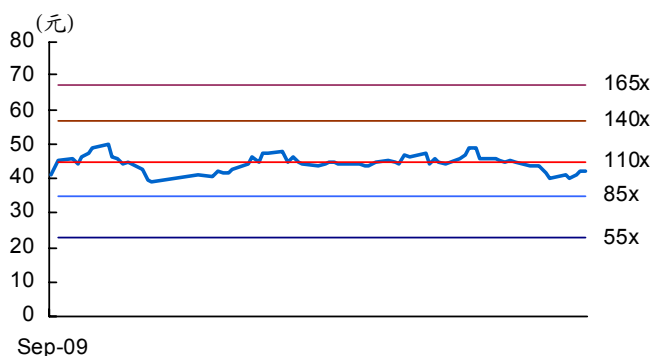
公司目前“动漫+玩具”的经营模式证明是成熟和成功的，未来以动漫玩具盈利作为支撑点，同时借助公司的平台优势（在此前报告中我们已多次强调和说明），公司有实力积极进行产业链的延伸，除了目前培育的电影业务，未来的网络游戏、在线网络儿童虚拟社区等都将是公司未来可涉足的领域。

四、盈利预测与投资评级

由于预测公司首部电影票房的不确定性，我们暂不对公司业绩进行调整，继续维持 09~11 年 0.65 元、0.89 元和 1.14 元的盈利预测，当前股价下对应 PE 分别为 66 倍、48 倍和 38 倍。

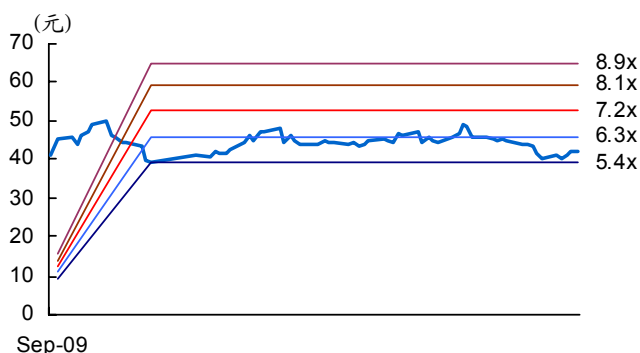
我们看好奥飞独特的商业模式和明显的平台优势，未来盈利模式极具拓展性，鉴于当前估值偏高，我们继续维持“审慎推荐-A”的投资评级；但我们认为如公司估值有所调整，对于长期投资者而言可考虑逐步买入。

图 1、奥飞动漫历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、奥飞动漫历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 2、盈利预测简表

收入（百万元）	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	281	275	546	765	948	1,083	1,243	1,543
自主开发小计	243	226	524	690	861	981	1,101	1,351
授权开发小计	39	49	21	75	87	102	142	192
非动漫玩具	211	161	119	100	110	120	135	150
动漫影视片	2.3	4.0	6.4	11	21	37	67	120
动漫图文作品	2.1	7.2	5.2	6	7	8	10	13
其他授权产品	0.0	3.5	0.1	0	0	0	0	0
合计	497	451	676	882	1,085	1,248	1,455	1,826
收入增速	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	151%	-2%	98%	40%	24%	14%	15%	24%
非动漫玩具	35%	-24%	-26%	-16%	10%	9%	13%	11%
动漫影视片	585%	76%	58%	80%	80%	80%	80%	80%
动漫图文作品		253%	-28%	10%	15%	20%	25%	30%
其他授权产品			-98%	-50%	-100%			
总体增速	85%	-9%	50%	30%	23%	15%	17%	26%
毛利率	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	45.1%	52.1%	43.7%	41.9%	42.2%	42.6%	42.5%	42.9%
非动漫玩具	20.9%	26.7%	27.4%	32.0%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
动漫影视片	-91.1%	-97.7%	-191.6%	-100.0%	-50.0%	-35.0%	-35.0%	-35.0%
动漫图文作品	16.3%	39.1%	5.5%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他授权产品		31.6%	17.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
综合毛利率	34.1%	41.3%	38.3%	38.9%	38.8%	38.6%	37.3%	36.3%
EPS	0.80	0.41	0.65	0.89	1.14	1.29	1.41	1.51

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	370	323	1,126	1,214	1,393
现金	47	44	730	701	761
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	89	77	122	159	195
其它应收款	100	1	3	4	5
存货	111	160	250	324	398
其他	23	41	21	27	33
非流动资产	83	112	236	288	275
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	67	63	192	248	239
无形资产	15	46	41	37	33
其他	1	3	3	2	2
资产总计	452	435	1,362	1,502	1,668
流动负债	198	204	176	196	216
短期借款	120	135	80	80	80
应付账款	21	31	50	65	80
预收账款	8	4	8	11	13
其他	48	34	38	40	43
长期负债	1	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	1	0	0	0
负债合计	198	206	176	196	216
股本	120	120	160	160	160
资本公积金	0	0	828	828	828
留存收益	128	103	192	312	458
少数股东权益	6	6	6	6	6
母公司所有者权益	248	223	1,180	1,301	1,446
负债及权益合计	452	435	1,362	1,502	1,668

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	13	26	44	76	117
净利润			104	142	182
折旧摊销			22	34	36
财务费用			5	(2)	(3)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(90)	(98)	(99)
其它			4	1	(0)
投资活动现金流	(19)	60	(150)	(86)	(23)
资本支出			(150)	(86)	(23)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	18	(89)	792	(19)	(34)
借款变动			(55)	0	0
普通股增加			40	0	0
资本公积增加			828	0	0
股利分配			(16)	(21)	(36)
其他			(6)	2	3
现金净增加额	12	(3)	686	(29)	60

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	497	451	676	882	1,085
营业成本	328	265	417	539	664
营业税金及附加	5	5	10	13	16
营业费用	28	47	49	66	81
管理费用	39	57	71	97	109
财务费用	6	13	5	(2)	(3)
资产减值损失	0	(2)	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	60	0	0	0	0
营业利润	150	67	121	169	218
营业外收入	2	4	6	4	4
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	151	69	126	172	221
所得税	23	4	22	30	39
净利润	129	65	104	142	182
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	129	65	104	142	182
EPS (元)	0.80	0.41	0.65	0.89	1.14

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	85%	-9%	50%	30%	23%
营业利润	486%	-56%	82%	39%	29%
净利润	417%	-49%	60%	36%	28%
获利能力					
毛利率	34.1%	41.3%	38.3%	38.9%	38.8%
净利率	25.9%	14.4%	15.4%	16.1%	16.8%
ROE	51.8%	29.2%	8.8%	10.9%	12.6%
ROIC	35.6%	20.6%	8.2%	9.9%	11.6%
偿债能力					
资产负债率	43.8%	47.3%	12.9%	13.0%	12.9%
净负债比率	26.5%	31.0%	5.9%	5.3%	4.8%
流动比率	1.9	1.6	6.4	6.2	6.5
速动比率	1.3	0.8	5.0	4.6	4.6
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	0.5	0.6	0.7
存货周转率	3.0	2.0	2.0	1.9	1.8
应收帐款周转率	7.6	5.4	6.8	6.3	6.1
应付帐款周转率	13.7	10.2	10.3	9.4	9.2
每股资料(元)					
每股收益	0.80	0.41	0.65	0.89	1.14
每股经营现金	0.08	0.16	0.28	0.48	0.73
每股净资产	1.55	1.40	7.38	8.13	9.04
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.13	0.23
估值比率					
PE	53.1	104.8	65.6	48.2	37.5
PB	27.5	30.6	5.8	5.3	4.7
EV/EBITDA	24.9	46.1	27.6	20.3	16.2

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 5 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。