

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

2010年3月10日

奥飞动漫(002292.SZ)/45.84元

掌控国内稀缺的卫视媒体资源，打造中国迪斯尼更进一步

信息技术·传媒

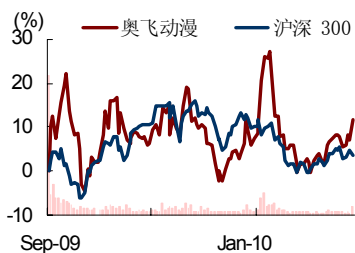
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3049
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	4000
总市值(亿元)	73
流通市值(亿元)	18
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	11.9
资产负债率	12.4%
主要股东	
主要股东持股比例	

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	100	100
相对表现	5	97	50



相关报告

- 1、《奥飞动漫受益于政府补贴与税收优惠，09年业绩符合预期》
2/4/10
- 2、《奥飞动漫首次进军大银幕，正确时间的正确尝试》
12/28/09
- 3、《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
- 4、《奥飞动漫平台优势明显，盈利模式极具拓展性》
8/25/09

我们认为公司通过收购获取长达 26 年的国内稀缺卫视频道资源的经营权，是一次非常漂亮的收购，将进一步巩固公司的平台优势，并对公司经营模式再次升级，积极延伸产业链、构建大动漫娱乐产业具有重要的战略意义；表现出公司打造中国“迪斯尼”的决心和气魄，更反映出公司在国内动漫领域具有领先的战略思维和开拓的视野。

事件

公司公告以自有资金 9 千万收购广东中唱一帆和广州金诚潮两家公司分别持有广东嘉佳卡通影视公司 30%股权；收购完成后，公司将持有嘉佳卡通影视 60%股权并达到控股地位（另 40%股权由广东电视台旗下南方之星影视公司持有），从而拥有全国 5 家专业卡通卫视频道之一“嘉佳卡通卫视”后续 26 年经营权。

点评：

一、公司作为民营动漫公司，通过收购取得稀缺的卫视频道经营权，即使在全国广电系统都属首例，有利于巩固公司“动画+玩具”的盈利模式。

公司目前是“动画+玩具”相结合的盈利模式，该模式成功的必要前提是动画片的播出。目前国内动画片发行本身不赚钱；动画片扮演的功能，形象的解释更像是“广告片”，公司需要将深受青少年喜欢的动漫形象转化为动漫玩具并向市场销售，才能实现盈利。这种模式相当于“二次销售”，第一次销售的目的在于尽可能覆盖更多的消费者并换取广泛的关注度和人气，在此基础上，第二次销售的目的才是将这种“眼球经济”转化为“商业价值”；因此，公司获得全国专业卡通卫视频道，对公司具有非常重要的战略价值。

二、公司通过收购取得了嘉佳卡通长达 26 年的经营权，将强化公司对上游电视播出渠道资源的有效掌控，同时公司将会通过积极、有效的市场化手段提升嘉佳卡通在全国的落地范围和品牌影响力。

嘉佳卡通频道现开设 4 个卡通剧场，每天播出 18 个小时（6:00~24:00），覆盖广东和广西两省约 1.3 亿人口；嘉佳卡通影视公司成立于 05 年底，于 06 年 9 月试播以来，一直处于培养队伍、开拓市场和打造品牌阶段，投入大、产出少；09 年收入 0.13 亿元，亏损 0.09 亿元，资产和净资产分别为 0.09 亿和 0.08 亿元。

我们将目前国内已有的卡通频道包括少儿频道在内的市场格局划分为四个梯队：处于第一梯队的是央视少儿频道；处于第二梯队的就是全国 5 家专业卡通卫视频道，分别是北京卡酷、湖南金鹰、上海炫动、广东嘉佳、江苏优漫；处于第三梯队的是各省级少儿频道；第四梯队的是各市、县的少儿频道。其央视少儿频道凭借垄断资源优势 and 全国落地覆盖范围最大的优势，在全国卡通、少儿类频道中具有绝对的领先优势；而 5 家专业卡通卫视频道并未实现真正意义上的全国范围落地，这里有落地费的原因，也由于目前各地网台并未彻底分家，利益上还有联系，因此各地方出于保护当地卡通、少儿频道收视率考虑，也会限制各家专业卡通卫视频道在当地的落地。

虽然嘉佳卡通也面临上述不利情况的挑战，但我们仍然对嘉佳卡通的后续发展持积极、乐观态度。主要原因有两个：

- 一是嘉佳卡通卫视频道未来内容将更为精彩和更具品牌影响力。嘉佳卡通影视公司此前是广东电视台旗下的南方之星影视公司控股，在经营管理上难免有事业型单位的固有缺陷；而在公司控股后，公司在人事任免和招聘、节目的编排、卫视频道和栏目的品牌打造、市场推广和广告经营、全国范围落地等各方面都具有独立自主的经营权，加上公司本身就是全国优质、专业的动漫内容提供商，嘉佳卡通影视公司与过去相比将更为市场化和具有活力；
- 二是嘉佳卡通卫视频道未来落地和扩大覆盖范围的难度日益下降。在三网融合的大背景下，全国网台分离、有线网络中的省网乃至全国网络整合的趋势将更为明显，未来各地有线网与当地电视台间的股权联系将越来越弱，未来成功落地的关键在于和有线网络公司谈好落地费，这对于资金有优势的奥飞来说并不是问题；再加上IPTV、网络视频（包括网络电视台）等新的媒体渠道的丰富和发展，嘉佳卡通未来实现全国落地的难度不是在加大，反而是更为容易和可选择的传输渠道更为丰富。

三、我们认为公司此次成功收购，对进一步强化公司的平台优势，并对公司经营模式实现再次升级，和对后续进一步延伸产业链具有非常重要的战略意义。我们大胆预测公司有望成为动漫领域的盛大，未来在动漫领域将继续扮演着商业模式的领先者和开拓者的角色，同时未来围绕大动漫娱乐产业的构建还将会会有积极的并购。

我们过去一直强调和看好公司的平台优势和价值，公司在获取卫视频道资源后，伴随嘉佳卡通卫视频道覆盖范围的扩大和品牌影响力的提升，公司的平台价值将得到充分的发挥；未来公司将更有优势与众多优秀动画制作公司展开深度合作甚至是参控股优秀的动画制作公司。

并且我们认为嘉佳卡通未来和公司各条业务和产品线将会产生更多的交集并形成协同效应，从而促进公司经营模式实现再次升级，并有效促使公司进一步对产业链进行积极的延伸。公司拥有优质的宣传平台，自身旗下和合作伙伴的动画片播出就有了有利的保证并可获得最优质的播出时段（比如最近奥飞的《电击小子》和《巴啦啦小魔仙》就分别在嘉佳卡通频道晚上的6点和8点正点播放），同时将来公司推出的动漫电影也有了宣传阵地；并且电视台的大量广告时段可以进行公司旗下品牌及产品的宣传推广，比如奥贝婴儿品牌及其产品的推广。

同时基于公司的平台优势，其商业模式极具拓展性；在这里我们前瞻性的对公司未来发展方向和可能涉足的并购领域进行预测：1、我们认为公司未来仍将积极培育、并做大做强动漫电影业务；2、网络游戏、在线网络儿童虚拟社区等都将是公司未来要重点涉足的领域；3、在上游播出渠道，公司未来还会积极涉足有线电视 VOD 点播、IPTV、网络视频（包括网络电视台）等新型媒体领域；4、在下游衍生产品开发领域，公司在现有玩具基础上，还有可能通过并购涉足童装、童鞋、童车等生产领域。我们认为公司未来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+衍生产品开发”，最终完成大动漫娱乐产业的布局。

盈利预测与投资评级

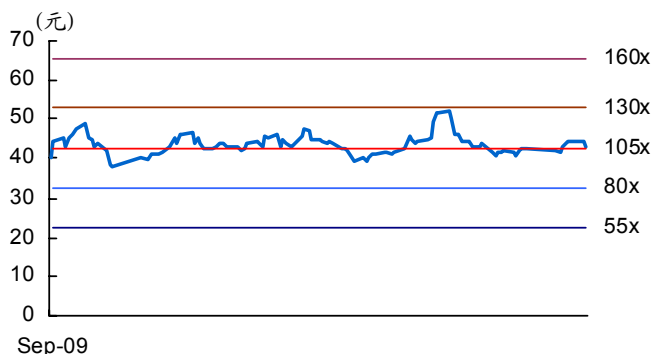
我们预测近两三年嘉佳卡通影视公司仍属于投入期，对公司业绩影响有限，故维持10~12年0.83元、1.04元和1.28元的盈利预测；当前股价下对应PE分别为55倍、44倍和36倍，继续维持“审慎推荐-A”的投资评级。考虑到公司作为全国首家通过收

购获取稀缺的卫视频道资源的经营权，具有一定的想象的空间；同时目前动漫产业在国内正处黄金发展阶段并受到国家大力扶持，我们判断公司后续会凭借其平台优势和资金优势积极进行并购整合；提示投资者关注公司股价具有阶段性的投资机会。

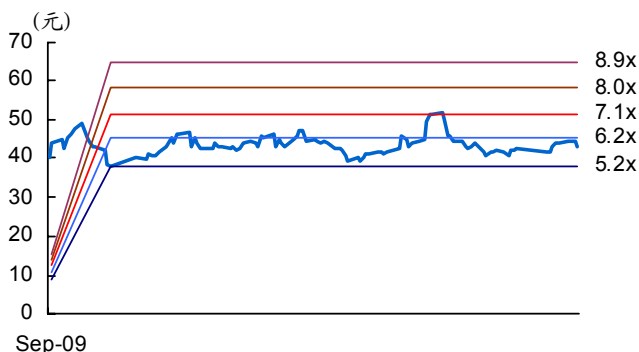
表 2、盈利预测简表

收入（百万元）	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	281	275	469	658	823	1,038	1,208	1,498
自主开发小计	243	226	447	611	761	956	1,086	1,316
授权开发小计	39	49	21	47	62	82	122	182
非动漫玩具	211	161	106	105	120	150	190	225
动漫影视片	2.3	4.0	6.4	11	23	50	86	128
动漫图文作品	2.1	7.2	5.2	6	7	8	10	13
合计	497	451	586	780	972	1,246	1,493	1,864
收入增速	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	151%	-2%	70%	40%	25%	26%	16%	24%
非动漫玩具	35%	-24%	-34%	-1%	14%	25%	27%	18%
动漫影视片	585%	76%	58%	80%	100%	120%	70%	50%
动漫图文作品		253%	-28%	10%	15%	20%	25%	30%
总体增速	85%	-9%	30%	33%	25%	28%	20%	25%
毛利率	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	45.1%	52.1%	43.8%	41.6%	41.7%	42.1%	42.3%	42.2%
非动漫玩具	20.9%	26.7%	28.0%	32.1%	34.2%	34.2%	34.3%	34.3%
动漫影视片	-91.1%	-97.7%	-191.6%	-100.0%	-50.0%	-25.0%	-20.0%	-20.0%
动漫图文作品	16.3%	39.1%	5.5%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
综合毛利率	34.1%	41.3%	38.0%	38.2%	38.6%	38.4%	37.7%	36.9%
EPS	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04	1.28	1.47	1.60

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

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

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	1,116	1,196	1,360
现金	47	44	771	738	792
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	106	140	175
其它应收款	100	1	3	4	5
存货	111	160	218	289	358
其他	23	41	18	24	30
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	1,352	1,484	1,635
流动负债	198	204	167	186	205
短期借款	120	135	80	80	80
应付账款	21	31	44	58	72
预收账款	8	4	7	10	12
其他	48	34	37	39	41
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	167	186	205
股本	120	120	160	160	160
资本公积金	0	0	828	828	828
留存收益	128	103	190	303	436
少数股东权益	6	6	6	6	6
母公司所有者权益	248	223	1,178	1,291	1,424
负债及权益合计	452	435	1,352	1,484	1,635

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	13	26	85	71	107
净利润			102	133	166
折旧摊销			22	34	36
财务费用			5	(3)	(3)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(47)	(94)	(92)
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	(17)	(30)
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			(15)	(20)	(33)
其他			(6)	3	3
现金净增加额	12	(3)	727	(33)	54

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	586	780	972
营业成本	328	265	363	482	597
营业税金及附加	5	5	9	12	15
营业费用	28	47	43	59	73
管理费用	39	57	62	86	97
财务费用	6	13	5	(3)	(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	102	145	193
营业外收入	2	4	16	11	8
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	151	69	117	155	200
所得税	23	4	15	22	34
净利润	129	65	102	133	166
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	129	65	102	133	166
EPS (元)	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	85%	-9%	30%	33%	25%
营业利润	486%	-56%	54%	41%	34%
净利润	417%	-49%	56%	30%	25%
获利能力					
毛利率	34.1%	41.3%	38.0%	38.2%	38.6%
净利率	25.9%	14.4%	17.4%	17.0%	17.1%
ROE	51.8%	29.2%	8.7%	10.3%	11.7%
ROIC	35.6%	20.6%	7.4%	8.9%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	43.8%	47.3%	12.4%	12.6%	12.5%
净负债比率	26.5%	31.0%	5.9%	5.4%	4.9%
流动比率	1.9	1.6	6.7	6.4	6.6
速动比率	1.3	0.8	5.4	4.9	4.9
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	0.4	0.5	0.6
存货周转率	3.0	2.0	1.9	1.9	1.8
应收帐款周转率	7.6	5.4	6.4	6.3	6.2
应付帐款周转率	13.7	10.2	9.8	9.5	9.2
每股资料(元)					
每股收益	0.80	0.41	0.64	0.83	1.04
每股经营现金	0.08	0.16	0.53	0.44	0.67
每股净资产	1.55	1.40	7.36	8.07	8.90
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.12	0.21
估值比率					
PE	57.0	112.5	71.9	55.2	44.2
PB	29.6	32.8	6.2	5.7	5.1
EV/EBITDA	25.5	47.1	32.3	23.7	18.4

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。