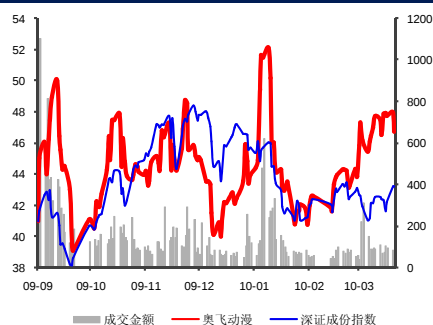


2010年3月30日

评级：推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《动漫创意产业的主要投资标的-季报点评》

《长期投资价值不变-业绩快报点评》

《打通动漫产业链的任督二脉-并购事件点评》

报告作者：

国联证券研究所综合组

组长杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

李斌

电话：0510-82833217

Email: lib@glsc.com.cn

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，特此申明。

奥飞动漫（002292.SZ）年报点评

点评要点：

奥飞动漫2009年年报发布，业绩符合预期。奥飞动漫09年营业收入5.91亿元，同比增长30.95%，归属上市公司股东净利润1.02亿元，同比增长55.95%，根据发行后股本摊薄每股收益0.635元。2009年分配方案为：以资本公积金每10股转增6股，共计转增9600万股，转增后公司总股本将增加至25,600万股。

奥飞动漫2009年营业收入一项保持了较好的增长态势，但从分季度情况看，公司战略转型的道路还很长。一是奥飞“动漫+玩具”的商业模式仍带有传统玩具业的属性，受到人力成本、原材料成本上升下降的影响。二是奥飞动漫在产品结构上转型，主推长线动画短期内销售爆发性有限。

奥飞动漫在业务发展结构上继续优化，上市后的优势作用明显。公司动漫影视作品收入大幅提高，显示公司正在从衍生品制造商向动漫内容提供商转变，公司既定发展战略得到了很好的执行。奥飞动漫三费在营收中占比均明显下降，规模优势及资金优势都有较明显的体现。

2010年，奥飞动漫仍有望保持较高增长速度。公司在2010年仍有多部自主开发动画，以及获得玩具开发授权的动画将上映，多种产品共同发力将有效推动公司营收的持续高增长，并有望得到新的优惠政策。

奥飞动漫商业模式不可复制优势仍非常明显，具有长期投资价值。维持“推荐”评级。2010年-2011年每股盈利0.93元、1.21元。对应当前股价47.95元，PE为51.56倍和39.63倍。在收购嘉佳卡通后，长期看奥飞动漫在巩固和提升其优势商业模式带来的投资价值；而短期看，作为A股唯一一家拥有卫星频道经营权的上市公司，带给资本市场的想象空间是巨大的。作为长线成长品种，我们维持“推荐”评级，建议投资者在市场可能的风格转换过程中，密切关注公司股价走势，抓住理想的投资时机。

一、事件：奥飞动漫发布 2009 年年报

奥飞动漫 2009 年年报发布，业绩符合预期。奥飞动漫 09 年营业收入 5.91 亿元，同比增长 30.95%，归属上市公司股东净利润 1.02 亿元，同比增长 55.95%，根据发行后股本摊薄每股收益 0.635 元。

2009 年分配方案为：以资本公积金每 10 股转增 6 股，共计转增 9600 万股，转增后公司总股本将增加至 25,600 万股。

二、年报看点：既定战略正在贯彻执行中

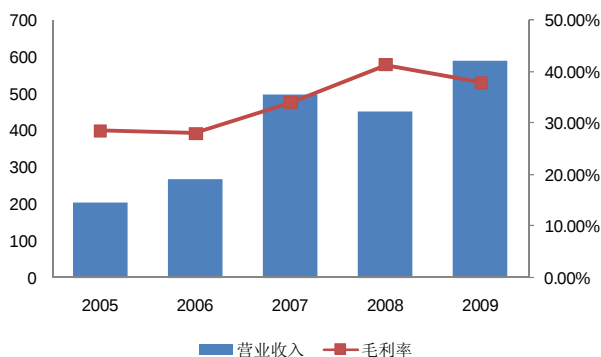
奥飞动漫 2009 年营业收入一项保持了较好的增长态势，但从分季度情况看，公司战略转型的道路还很长。公司 09 年营业收入增长保持良好势头但毛利率水平出现一定程度下降。同时，从单季度营收增长情况来看，09 年四季度的表现低于预期，出现环比下降情况。

我们认为这其中有两方面原因：

一是奥飞“动漫+玩具”的商业模式仍在一定程度上带有传统玩具业的属性，受到人力成本、原材料成本上升下降的影响。对比国外动漫玩具巨头孩之宝基本稳定在 60% 的毛利率，奥飞还有比较大的提升空间。

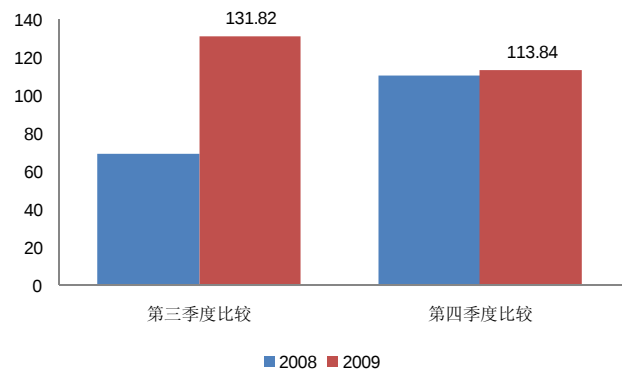
二是奥飞动漫在产品结构上转型。过去以动画片带动潮流玩具销售，以“玩具商思维”为中心的模式正在加入新的“内容提供商思维”，而主推长线动画对玩具销售促进作用不如短线品种明显，销售爆发性有限。

图表 1：奥飞动漫营收增长及毛利率水平



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 2：奥飞动漫单季营收比较

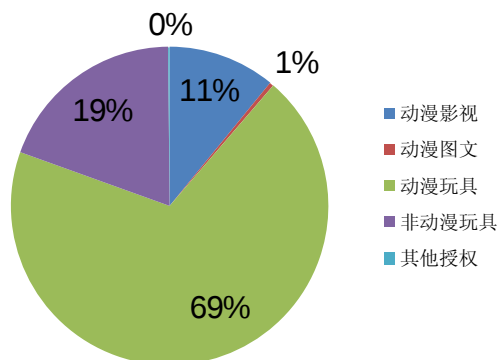


数据来源：国联证券研究所，Wind

奥飞动漫在业务发展结构上继续优化，动漫玩具收入占比提高，动漫影视收入亦是亮点。报告期内，奥飞动漫动漫玩具一项收入 4.09 亿，同比

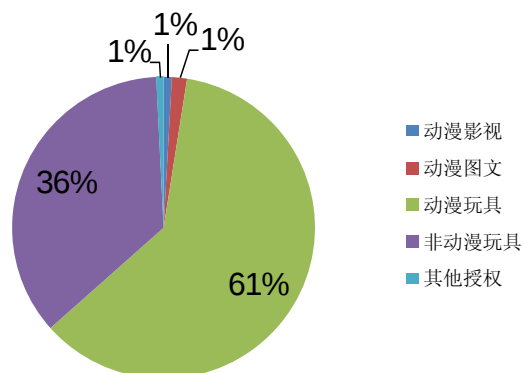
增长 48.68%，占比上升至 69%，体现公司以动漫玩具销售为主的业务特征。动漫影视在 09 年取得 0.64 亿的收入，同比大幅增长，显示公司正在从衍生品制造商向动漫内容提供商转变，公司既定发展战略得到了很好的执行。

图表 3：奥飞动漫 09 年主营分产品情况



数据来源：国联证券研究所，Wind

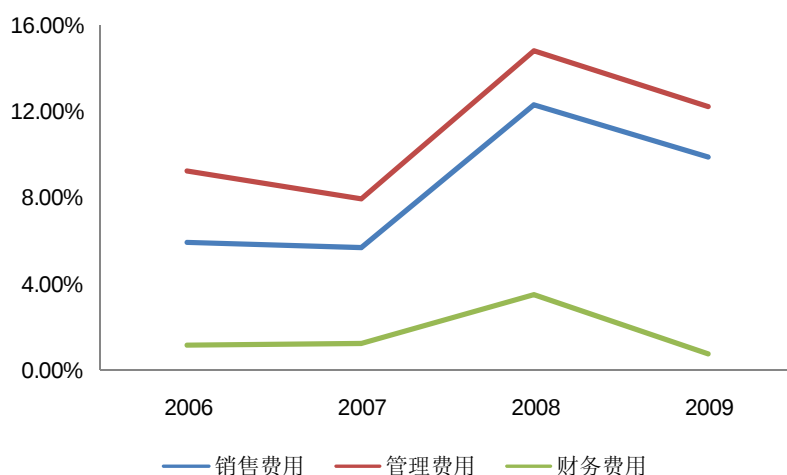
图表 4：奥飞动漫 08 年主营分产品情况



数据来源：国联证券研究所，Wind

奥飞动漫三费在营收中占比均明显下降，在收入规模持续增长前提下，奥飞动漫的规模优势及资金优势都有较明显的体现。

图表 5：奥飞动漫三费情况



数据来源：国联证券研究所

综上所述，奥飞动漫在 2009 年保持了较好的经营状况，既定发展战略执行有力，其在动漫行业内的领先优势没有改变。但是，处在从玩具商到动漫产业领导者，及从衍生品生产商到动漫内容提供商的双重转型过

程中，奥飞动漫在如何优化“动漫+玩具”商业模式，进一步提高毛利率水平，并提高动漫玩具以外产品收入方面还有很长的路要走。

三、长期投资价值不断提升

公司 2010 年战略目标为进一步把产业经营与资本运作有机结合起来，2010 年计划实现营业收入同比增长 30% 以上。公司提出加强对动画片内容的投入和内外资源重整，着力打造动漫精品。加强和提升产品创意设计和营销推广能力，提高项目上市成功率，不断丰富动漫产品线，延续老产品的生命力和生命周期，扩大单一项目的商业效益。并且，积极开拓海外市场，加快打造澳贝婴童品牌，培育新业务增长点。

我们认为，对于 2010 年奥飞动漫的经营情况及市场表现，有以下几个方面需要特别注意：

(1) 电影票房收入确实不理想，但也是预期之内。原因在于公司初次涉足电影发行等事项，经验不足，并且竞争对手积累的人气和在宣传上攻势导致影院排片的倾向性很明显。铠甲勇士系列本身已经在图书、电影、游戏、授权商品等方面形成了一个小有规模的产业群，其长期的商业生命力并无疑问。

(2) 公司在 2010 年仍有多部自主开发动画，以及获得玩具开发授权的动画将上映。根据广电总局 2009 年度核发《国产电视动画片发行许可证》目录，奥飞动漫的新作《梁家妇女》、《电击小子 2》等已经获得发行许可；另外奥飞获得相关玩具开发、销售授权的 3D 动漫电影大作《超蛙战士》也将于今年内登陆大荧幕。另外，根据公司参加香港玩具展的报道，还有《火力少年王 3》、《果宝特工》等一批新产品面世，我们也预期 09 年后半年开始营销的《电击小子》相关玩具和《御兽王者》卡牌玩具将逐渐进入良性销售期。多种产品共同发力将有效推动公司营收的持续高增长。

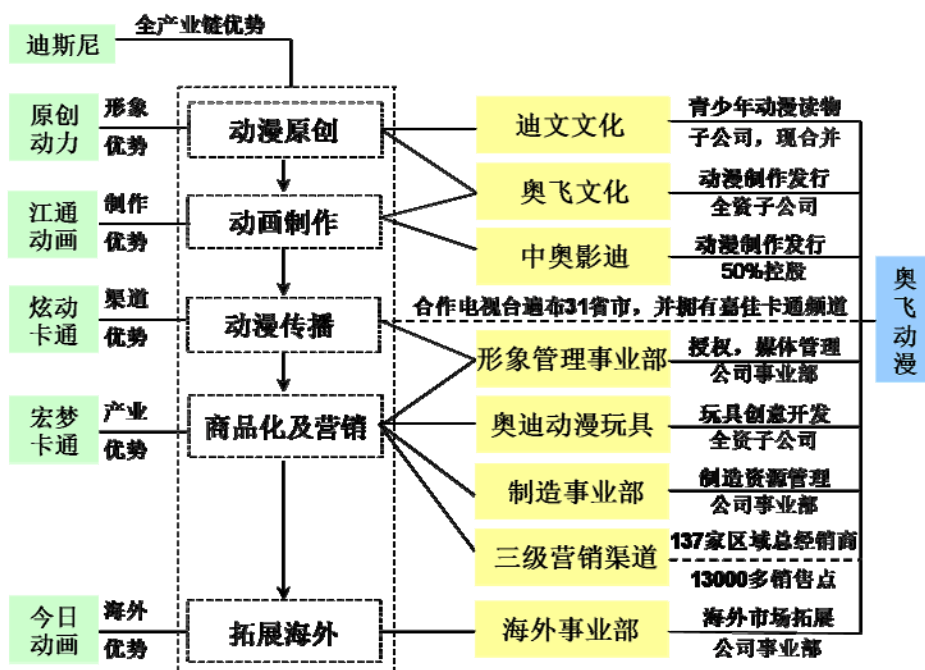
(3) 有望得到新的税收、补贴等优惠政策。公司下属子公司奥飞文化已被正式认定为高新技术企业，所得税按 15% 征收。同时奥飞文化还是获得文化部、财政部、国家税务总局共同认定为首批 100 家动漫企业之一，我们也预期公司将获得更多优惠政策支持。

奥飞动漫的战略价值不断得到提升。通过旗下奥迪动漫玩具、奥飞文化传播、迪文文化传播、中奥影迪动画制作四家子公司，以及制造、形象管理、海外三个事业部，奥飞动漫建立了涵盖漫画、动画、图文、衍生

品设计及授权等各环节的完整产业链。当中国动漫产业中大多数的竞争者还装备不齐之时，奥飞动漫基本已经全副武装。

从世界范围来看，奥飞的发展战略与美国孩之宝公司如出一辙。奥飞始终把握住了中国动漫产业和玩具产业的成功密码，它更接近我们理想状态中的综合型动漫公司的商业模式和盈利模式，亦符合世界动漫产业发展的一般规律。

图表 6：奥飞动漫业务结构



数据来源：国联证券研究所

通过收购嘉佳卡通，拥有了传播发行渠道的奥飞动漫更加如虎添翼。嘉佳卡通卫视是全国五个上星专业卡通频道之一，拥有成为“面向全国的专业性播出平台”的潜力。在拥有属于自己的专业卡通频道后，奥飞动漫将能充分发挥自身在动漫原创制作、动漫价值商品化及营销方面的强大实力，在打造中国最有价值动漫产业链的道路上迈出更大的步伐。

另外，传媒行业发展的大趋势和方向是三网融合。深入地看，三网融合后的广阔市场将大大有利于内容提供商。互联网、IPTV、3G 手机等平台对内容的需求大大提升。同时，网络传播内容的清理和国外版权方的知识产权要求又将导致非版权内容的大退潮，在此过程中，国内的内容提供商，尤其是动漫内容提供商将获得巨大的发展空间。

四、维持“推荐”评级

奥飞动漫商业模式不可复制优势仍非常明显，具有长期投资价值。维持“推荐”评级。我们维持此前对公司业绩的预测，2010年-2011年每股盈利0.93元、1.21元。对应当前股价47.95元，PE为51.56倍和39.63倍。

在收购嘉佳卡通后，我们认为，长期看奥飞动漫在巩固和提升其优势商业模式带来的投资价值；而短期看，作为A股唯一一家拥有卫星频道经营权的上市公司，带给资本市场的想象空间是巨大的。公司股价有望突破40元-50元的波动区间，获得更高的估值水平。以1.2-1.4倍PEG计算，奥飞动漫10年PE为55-65倍，对应股价50-60元，作为长线成长品种，我们维持“推荐”评级。

我们认为当前市场存在风格转换的可能，中小市值个股面临系统性风险，但业绩增长较为确定，在商业模式和盈利模式上具有核心竞争力的成长性个股在这过程中可能出现较好的投资时机，建议投资者密切关注公司股价走势。

五、 风险揭示

- 1、动漫创意产业的核心在于动漫作品的内涵价值，而一个动漫形象是否成功有很大不确定性，并不能通过事前的消费市场摸底、调研来充分把握。过去同类型动漫作品的成功也不一定能再次复制。创意的不确定性、消费者偏好的不确定性都会造成动漫公司盈利能力的波动。
- 2、奥飞动漫收购嘉佳卡通面临盈利能力波动风险、盈利预测风险、经营风险、技术风险、公司治理与内部控制风险等。
- 3、今年一季度公司无新动画上映，同时因珠江三角洲民工荒影响生产，单季业绩同比增长可能较差。

附：奥飞动漫盈利预测（转增股本前）

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	451	590.83	914	1174
营业成本	265	366.75	551	704
营业税金及附加	5	6.67	9	12
营业费用	47	48.33	73	94
管理费用	57	59.66	96	123
财务费用	13	3.54	8	10
资产减值损失	-2	2.50	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	67	103.40	177	231
营业外收入	4	15.58	4	4
营业外支出	2	1.03	2	2
利润总额	69	117.95	179	233
所得税	4	16.45	30	40
净利润	65	101.49	149	194
少数股东损益	-0	0.16	0	0
归属母公司净利润	65	101.65	149	194
EPS (元)	0.54	0.64	0.93	1.21

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。