

深度报告

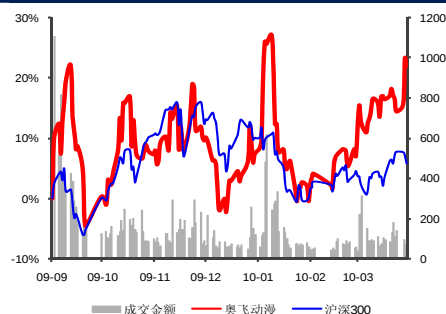
动漫创意

中国动漫产业的“帝皇侠”

2010年4月13日

评级：推荐（维持）

最近52周走势：



相关研究报告：

《小荷已露尖尖角，早做蜻蜓立上头——中国动漫产业投资价值分析》

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）深度研究

领悟动漫文化，领导动漫商业模式，领舞中国动漫市场。未来十年，中国动漫市场将增长十倍，空间超过6000亿。其领导者必拥有三个特征：深刻领悟动漫文化的本质——“侠”，掌握动漫价值商业化和产品化的精髓——“皇”，商业模式、盈利模式都契合中国产业发展之道——“帝”。我们认为奥飞动漫正是这样的公司。从奥飞动漫身上看到的是商业模式、盈利模式、产业模式、文化内涵模式多元统一下的强大综合竞争力。买入是不二的选择。

增长、成长、市值空间，三位一体的估值体系。我们认为奥飞动漫具有以现有价值为基础，以潜在价值为目标，以战略价值为补充的估值体系。基于业绩增长的现有价值以DCF估值，区间40-51元，基本被市场认知；基于成长的潜在价值以PEG估值，区间52-67元；基于稀缺性的战略价值以市值空间估值，未来不可限量。此二者还未被投资者充分挖掘。

不同于意马国际，被误解的风险。简单概括两者的不同就是产品和产业的区别。奥飞“动漫+玩具”的模式、完整的产业链和多产品线发展模式分散了单一作品的风险，和意马国际完全受作品票房左右的盈利模式完全不同。

维持“推荐”评级。奥飞动漫具有长期投资价值，我们认为可以对公司长期给予“推荐”评级，建议投资者长期投资，分享中国动漫产业和奥飞的双重成长。

单位：万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	451	591	786	1022	1328
营业利润	67	103	165	220	292
净利润	65	102	149	195	255
每股收益(元)	0.41	0.64	0.93	1.22	1.60
市盈率(倍)	-	81.2	55.9	42.6	32.5

目 录

一、奥飞动漫：动漫行业最佳投资标的	3
二、中国动漫市场：能者据之	3
三、奥飞动漫：做中国动漫的“帝皇侠”	6
1. 帝者奥飞：掌握理想商业模式的领导者	7
2. 皇者奥飞：全副武装的产业先行者	10
3. 侠者奥飞：立足少儿的热血创意者	12
四、估值：增长+成长+市值空间	13
1. 现有价值的DCF估值：40-51 元	14
2. 潜在价值的PEG估值：52-67 元	15
3. 战略价值的市值与行业空间比较估值：市值倍增并非空想	17
五、风险比较：厘清一些误解	17
1. 被误解的风险因素	17
2. 确实存在的风险因素	19

图 表 目 录

图表 1: 历年国产电视动画片生产数量（分钟）	4
图表 2: 中国动漫产业仍有巨大成长空间	4
图表 3: 中国动漫产业的钻石模型分析	5
图表 4: 动漫衍生产品开发模式	6
图表 5: 奥飞动漫公司成长历史	8
图表 6: 奥飞动漫营收增长及毛利率水平（百万元）	9
图表 7: 奥飞动漫各类产品毛利率水平	9
图表 8: 动漫衍生品种类	10
图表 9: 铠甲勇士产业链	10
图表 10: 奥飞动漫业务结构与同业比较	11
图表 11: 福布斯 2004 年十大虚拟人物财富榜（亿美元）	12
图表 12: 美、日经典动画类别	12
图表 13: 奥飞动漫作品类别和针对消费群	13
图表 14: 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果	14
图表 15: 孩之宝公司成长历史	15
图表 16: 孩之宝市值与净利增长率（百万美元）	16
图表 17: 孩之宝PE与PEG	16
图表 14: 奥飞动漫与意马国际的对比	18
图表 15: 奥飞动漫股价受影响明显较小	18
图表 16: 意马国际股价与票房密切相关	18

一、奥飞动漫：动漫行业最佳投资标的

奥飞动漫登陆 A 股市场，成为 A 股第一家纯粹意义上的动漫产业上市公司。作为动漫产业最主要的投资标的，奥飞动漫已经受到了一定关注。但对动漫行业的市场空间、商业模式，以及奥飞动漫的成长潜力，投资者的认识仍有不足。

我们推出 A 股市场第一份动漫产业投资价值研究报告《小荷已露尖尖角，早做蜻蜓立上头》（09 年 10 月 19 日）中，深入分析了动漫行业的市场空间、价值内涵和商业模式，对中国动漫产业广阔前景充分肯定；同时也看到国内 5000 多家动漫企业大多数还在为盈亏平衡奋斗，这又是中国动漫产业整体性的不足之处。我们认为，能在这样的局势中脱颖而出者，将获取最大的利益。

“帝皇侠”是奥飞通过拳头作品《铠甲勇士》打造的中国动漫界新英雄人物。“帝皇侠”之名不但彰显奥飞动漫成为中国动漫文化产业领导者的决心，亦恰合我们对于奥飞动漫独特竞争力的诠释：

“帝”：德象天地，能行天道。商业模式契合中国动漫产业发展之道；

“皇”：大也，煌煌盛美。拓展产业链，充分利用平台优势做大做强；

“侠”：不拘一格，以立强于世。以独特的动漫创意，在竞争中胜出。

要实现世界一流的动漫文化产业集团的愿景和价值，奥飞动漫的路还很长。但我们认为，奥飞动漫已经选择了一条正确的道路，有最大的可能在中国动漫产业发展过程中取得领袖地位。作为一家已获利数年，成长前景良好的小型成长公司，并且其市值相比产业而言仍有较大提升，奥飞动漫是值得重点关注的投资标的。

二、中国动漫市场：能者据之

第一个故事：不同动漫角色的财富人生。

1965 年，中国动画的开山大师万氏兄弟拍摄了一代动画巨作《大闹天宫》，在国内外获奖无数，取得空前绝后的辉煌的成绩，相关产品的开发也取得一定的收益。但是，《大闹天宫》的优秀并没有上升为产业的成功，产品开发局限于播放权。一时的成功终成为绝响，永远被我们怀念.....

1984 年，著名漫画家鸟山明开始连载漫画《龙珠》，日本“孙悟空”诞

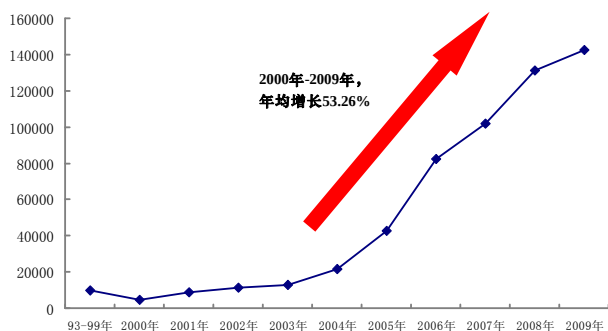
生。《龙珠》世界销量3亿5000万册，被誉为日本的“国民漫画”，其经济效应直接影响到集英社、万代、东映、富士电视台等等大型公司，使其有了自己独立的经济生命，即使30年后，改编电影、游戏仍层出不穷.....

中国具有广阔的动漫市场，未来很长一段时间都是高速增长期。我国已经迈过人均GDP3000美元的临界点，文化消费能力和水平迎来高速增长的黄金时代。当物质文明相对富足，人类会转向追求更高层次的需求。而动漫的特殊表现形式使得它更能展现人类想象力的宽广，满足我们文化消费的需要，这是动漫行业发展的原动力。2007年世界动漫市场总规模超过2228亿美元，与游戏、动画产业相关的衍生品产值超过5000亿美元，是对世界经济贡献仅次于IT产业的新经济增长点，和动漫产业大国美国、日本、韩国相比，我国动漫行业总产值显示出巨大的增长潜力。

尽管我国已经是动漫大国，却并非动漫产业强国，产能扩张大于价值提升。2009年中国原创动画制作达到14万分钟，9年间动画产能年增长超过50%；但相应的，2008年我国动漫产业总产值为260亿人民币，相比04年年增长率不过20%，产能的扩张大于价值的提升。而美国迪斯尼公司08年的收入达378亿美元，已是中国动漫产业总产值的10倍；仅小熊维尼一个动漫形象，一年拉动产值竟也能高出中国动漫产业总产值59%，可见差距之大。

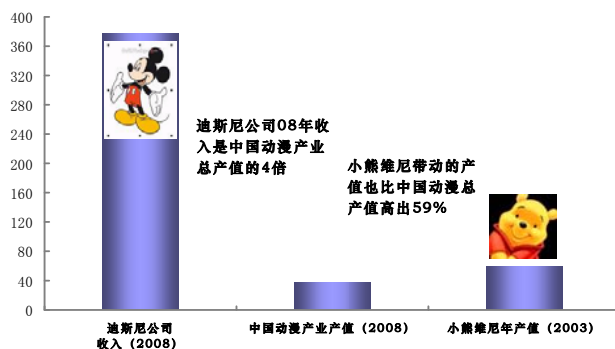
一言以蔽之，“有市场缺商业，有产品没产业”是中国动漫产业庞大潜力始终无法转变为实际经济效益的重要原因。

图表 1： 历年国产电视动画片生产数量（分钟）



数据来源：国联证券研究所，广电总局

图表 2： 中国动漫产业仍有巨大成长空间

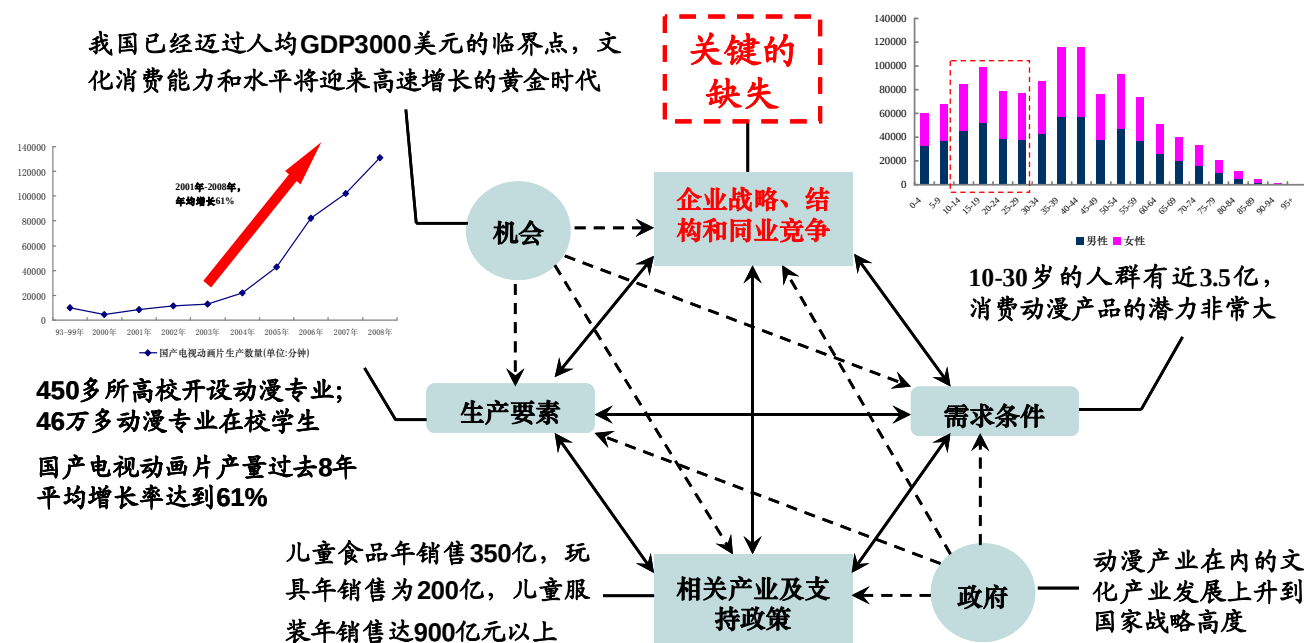


数据来源：国联证券研究所，公司财务数据，广电总局

差距和政策导向昭示动漫产业未来10年数十倍增长空间，但50%产能扩张对应20%产值增长的背后是商业模式的缺乏。09年9月公布的《文化产业振兴计划》将包括动漫产业在内的文化产业发展上升到国家战略高度，彰显出政策支持动漫产业腾飞的力度更上一层楼。根据规划要求，我国政府目

前已把整个动漫产业作为将来高速成长的产业，目标是今后的 5-10 年内，包含相关衍生品在内的整体动漫产业应占 GDP 的 1%，以每年 8% 的 GDP 增速计算，10 年后动漫产业产值将达到 6000 多亿人民币。这意味着未来 10 年动漫产业年增长率将达到 37%。何人能享受行业高速发展的利益？最重要一条，商业模式以及盈利模式都能契合中国动漫产业发展之道。

图表 3：中国动漫产业的钻石模型分析

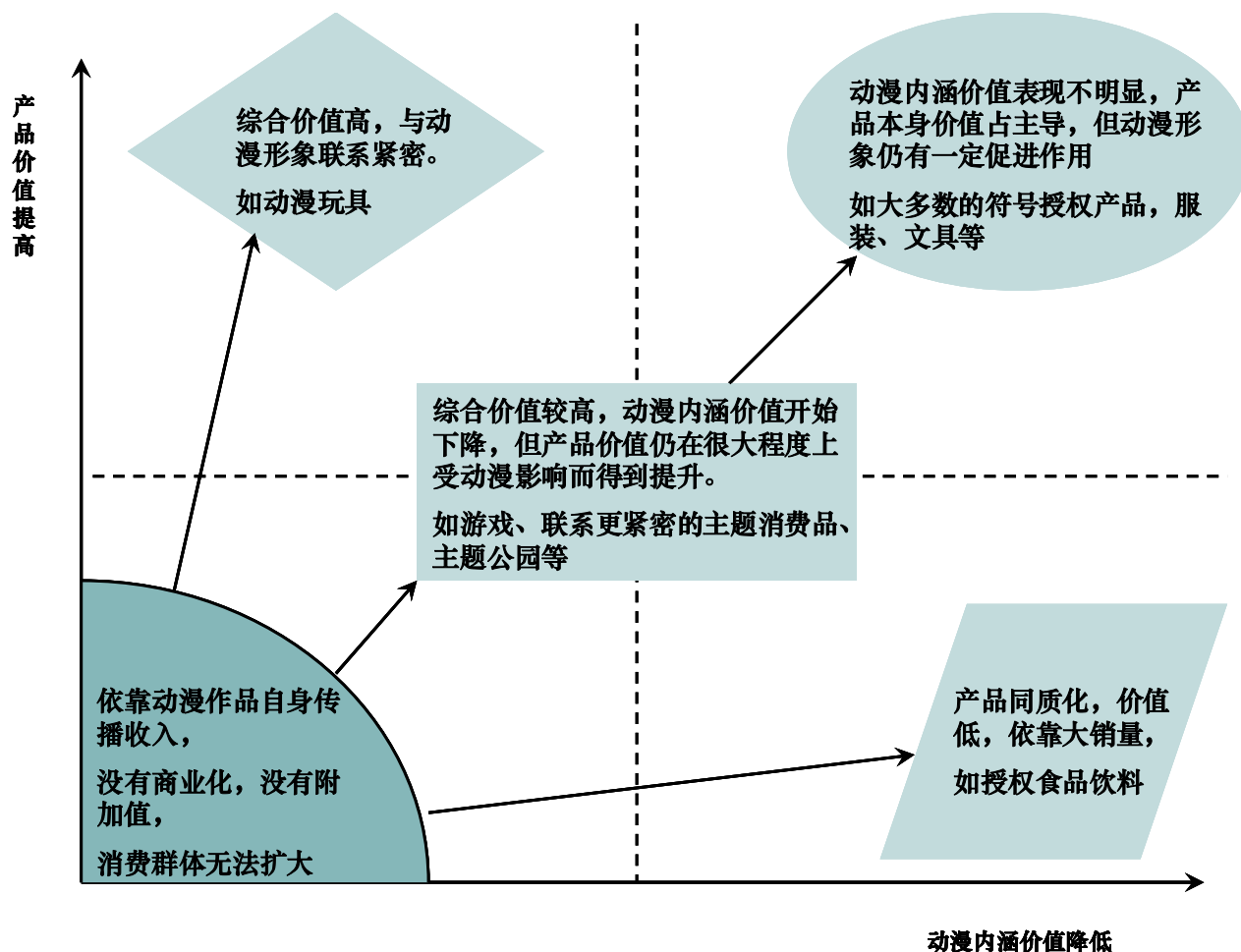


数据来源：国联证券研究所

“中国制造”向“中国创造”转变，首先是“创造”与“制造”并重。由于我国版权交易意识淡薄，依靠电视台播放，动画制作方最多只能回收 30% 的投资额，而授权商品产出亦很有限。因“喜羊羊与灰太狼”而声名鹊起的广东原创动力 08 年收入约为 3000 万，电影高票房背后是众多强势合作方的高比例分成。在这种模式下诞生了有“名”的品牌，却没有诞生有“利”的企业。作为崛起中的制造业大国，我们强调“创造”的重要性，但也同时看到，没有“制造”支持的“创造”缺乏盈利模式。

事实上，无论中外，动漫产业的发展不仅依赖内容，而且依赖于形象，其收入的来源并不主要在于源头，而在于后续产品和衍生产品，这是动漫产业成败的关键，是商业模式，也是盈利模式。从动漫形象到衍生产品的过程实际上是版权不断增值的过程。在衍生品的开发过程中，产品价值与动漫内涵价值共同构成了产品的综合价值。其中，动漫内涵价值的充分利用是第一位的。在动漫品牌和文化还没有牢固确立时，强化动漫产品的内涵价值比产品本身价值更为重要。

图表 4: 动漫衍生产品开发模式



数据来源：国联证券研究所

有能力开发成功商业化动漫形象，更重要的是有能力充分利用动漫内涵价值，掌握动漫价值商业化、产品化能力的企业，才是契合中国动漫产业发展之道的。如果进一步来问，谁能成为其中的领军人物？那么，我们认为，中国是世界玩具生产大国，出口的玩具约占全球玩具市场的 70%，具有深厚的“制造”基础；玩具又是与动漫形象、内涵价值结合最紧密的衍生品之一，为“创造”提供了无限可能，玩具行业将是最有可能诞生中国动漫产业王者的“风水宝地”，而奥飞动漫又将最有可能成为其中的佼佼者。

三、奥飞动漫：做中国动漫的“帝皇侠”

奥飞动漫的成功秘诀可以用“帝皇侠”之名来概括，即商业模式符合中国动漫产业发展路线；拓展平台，打造中国最有价值的动漫产业链；创造独具特色的动漫形象风格。归根结底，是商业模式、盈利模式、产业模式、文

化内涵模式的多元统一。

1. 帝者奥飞：掌握理想商业模式的领导者

第二个故事：一个传奇的诞生

上世纪 80 年代初，日本 TAKARA 公司设计并推出了 MICROMEN 和 DIACLONE 两个系列玩具，主角是一群可以变换成汽车、飞机的机器人。玩具推出以后，TAKARA 公司拍了部广告片在电视上播放，但反响平平。此时，老牌玩具商孩子宝参与进来，设定了一条“借助动画片来卖玩具”的渐进路线，于是，在 1984 年，传奇般的《变形金刚》诞生了，很难统计出《变形金刚》影视作品及其玩具到底给孩子之宝贡献了多少。不过，2007 年第一部《变形金刚》电影带来 7 亿美元的全球票房收入的同时，也为孩子之宝催生了 4.8 亿美元玩具收入，传奇还在继续……

奥飞动漫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。奥飞动漫自 1993 年以玩具制造商起步，16 年间从注册资本 80 万元成长到 1.6 亿股本的上市公司，规模扩张 200 倍。在快速成长的背后，是奥飞逐步抓住动漫文化产业发展关键的过程。

公司优势经营模式的萌芽。1996 年奥飞为促进电动四驱车的销售，引进日本动画片《四驱小子》，并首次举办“奥迪杯”四驱车大赛，由此确立了“奥迪双钻”品牌在国内玩具市场上的地位。98 年公司再度尝试引进日本著名动画《宠物小精灵》，并生产、销售相关玩具产品。自成立伊始，“动漫+玩具+线下活动”的模式就成为了公司从玩具商向内容提供商转变的契机。

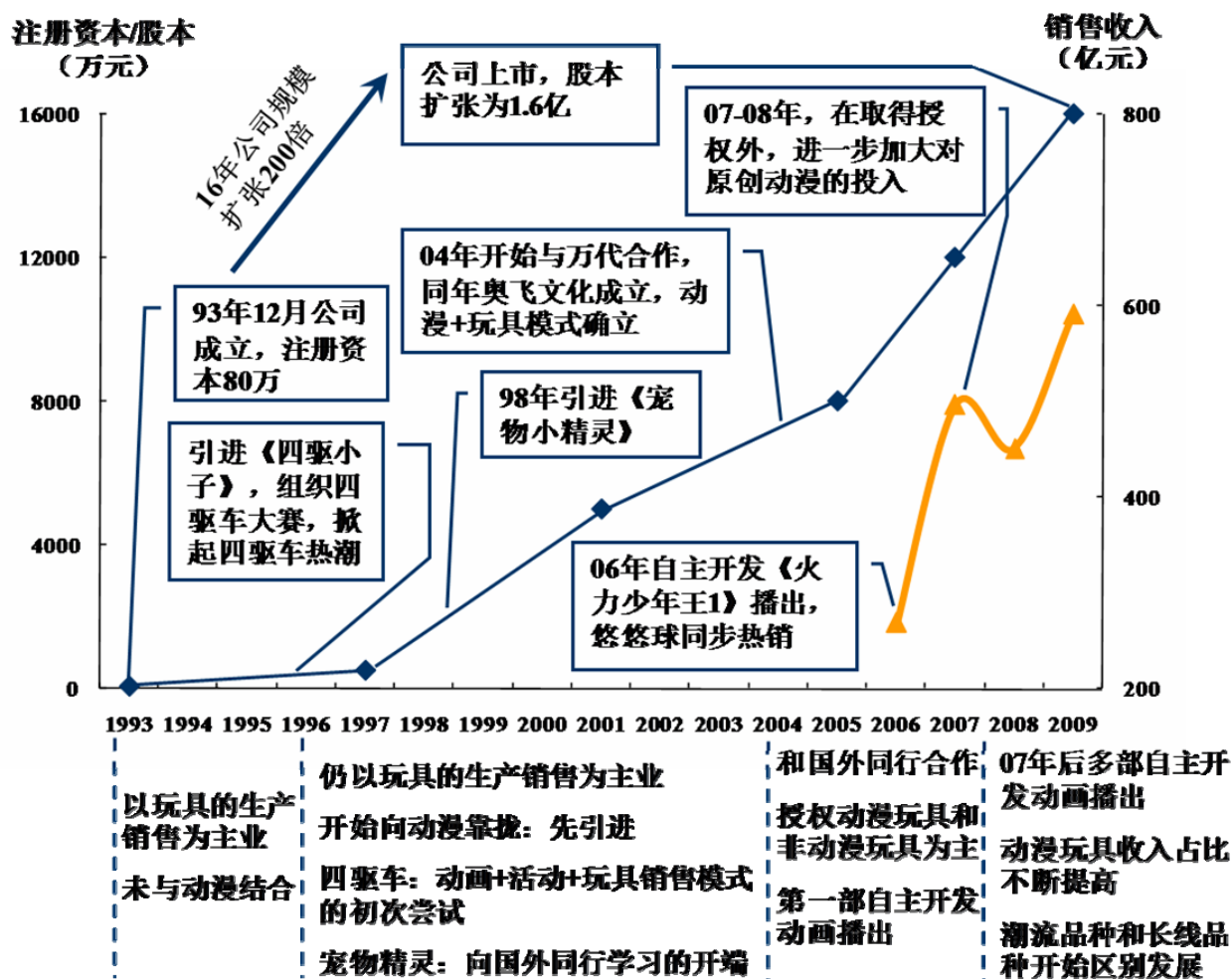
明确发展模式，先学习后自创。自 2004 年起，公司明确了“动漫+玩具”的模式。通过引进日本万代、美国迪斯尼等公司的授权形象开发玩具，进一步积累经验，同时公司也积极自主开发动漫作品。06 年奥飞首部动漫影视片《火力少年王 I》在全国上映，主题玩具悠悠球同步热销，标志着奥飞产业运营与自主动漫形象创作一体化盈利模式的基本确立。

自主制作为主，进入快速发展期。07 年后，公司先后有《火力少年王 II》、《战斗王 EX》、《巴啦啦小魔仙》和《闪电冲线》等多部自主制作动画播出，由此带动多种动漫玩具销售，业务发展进入高速增长期。在这一阶段，公司重心在于“围绕玩具做动漫”，但在不断积累动漫创意和制作经验同时，更坚定了公司做内容提供商的战略决心。

长线作品开拓新空间，实现新飞跃。09 年公司推出《铠甲勇士》、《电击小子》、《战龙四驱》等新作品。公司动漫玩具收入占比从 06 年的 31% 上升到 09 年的 69%。除继续“围绕玩具做动漫”，带动潮流性玩具（如四驱车、悠

悠球等)销售以外,公司开始“围绕动漫做产业”,创作长线作品。《铠甲勇士》、《电击小子》等作品已拥有良好口碑。公司在“动漫+玩具”模式已有一定规模基础上,09年动漫影视与授权收入大幅增长,占比达到11%,标志着公司开始向文化产业集团的新飞跃。

图表 5: 奥飞动漫公司成长历史

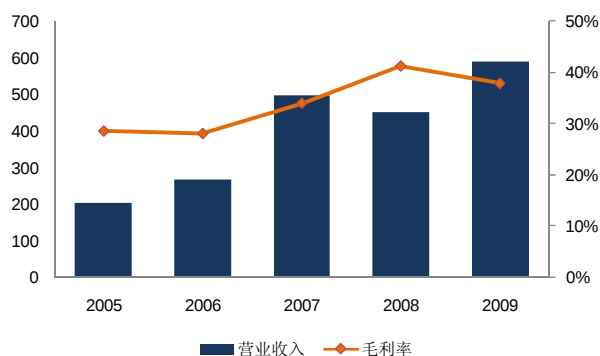


数据来源: 国联证券研究所

奥飞动漫经过多年发展逐步摸索出的“动漫+玩具”盈利模式在国内动漫产业界处于领先地位。一般来说,衍生品开发商是等版权价值提升后才介入产业链中。但在中国的特殊产业环境中,衍生产品制造商提前介入,与版权升值同时,甚至直接开发原创产品,充当产业链前端可能才是更具有爆发性和现实价值的运营模式。衍生品制造商充分了解市场,在动漫作品的创作上也更有针对性,能够完全实现“可成功商业化动漫形象”、“动漫内涵的产品化”以及“动漫价值充分利用”,使动漫作品与衍生产品之间的互动促进更为明显。

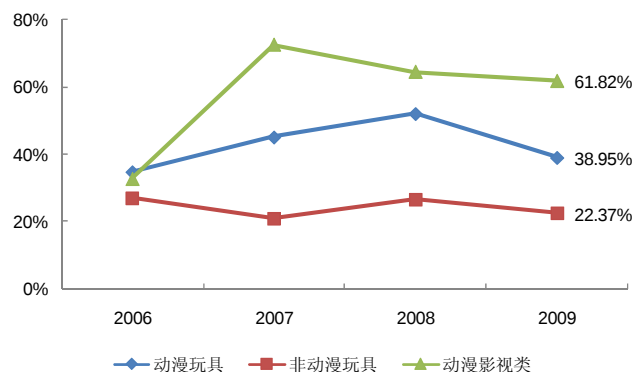
“动漫+玩具”模式借助动漫作品的影响提高了消费者“粘性”，商业模式优势凸显。奥飞动漫在2009年实现营业收入591亿，相比自主创作动漫作品之前的2005年，增长近300%。在收入增长的同时，毛利率水平亦同时增长，从2005年的28.6%上升到09年前三季度的37.9%，充分显示奥飞“动漫+玩具”模式的盈利优势。无论广东原创动力还是宏梦三辰，在这一方面与奥飞动漫的差距是相当大的，这更衬托出奥飞的竞争实力。

图表 6：奥飞动漫营收增长及毛利率水平（百万元）



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 7：奥飞动漫各类产品毛利率水平

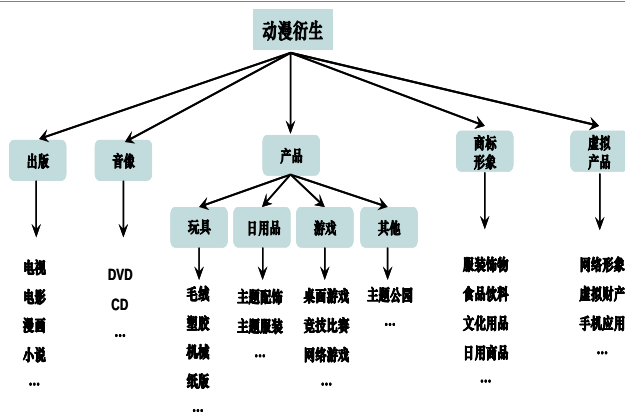


数据来源：国联证券研究所，公司财报

注：09年前，动漫影视类毛利率为子公司账面毛利率

奥飞动漫的“动漫+玩具”模式是商业模式与盈利模式的结合的优秀成果，为其进一步拓展其他衍生产品市场打下良好的基础。不同于“蓝猫”一开始就走产品授权道路以致动漫内涵价值降低，奥飞动漫遵循经典的动漫衍生产品开发模式，在动漫玩具的基础上逐步开展其他授权产品的开发。以奥飞主力作品铠甲勇士为例，除电影、电视热映，玩具销售情况良好以外，在“截图书”、授权手机游戏、音像作品，以及形象授权商品等方面均取得进展，以铠甲勇士作品为中心的产业链、价值链正在形成。

图表 8：动漫衍生品种类



数据来源：国联证券研究所

图表 9：铠甲勇士产业链



数据来源：国联证券研究所，互联网

2. 奥飞：全副武装的产业先行者

第三个故事：迪斯尼≠米老鼠

成立于1923年的迪斯尼公司最早发现了动漫创造的“快乐文化”与商业性结合所爆发出的巨大商业价值，并坚定不移地实践了80多年。除通过创造米老鼠、唐老鸭、维尼熊等主角，构造巨大的快乐文化影响力外，迪斯尼依靠高效率的商业运作，将“卡通—快乐—利润”的模式，通过电影、硬碟、授权商品、主题公园等渠道拓展到了几乎所有的消费领域，一手缔造了名为“动漫产业链”的巨大产业集群。

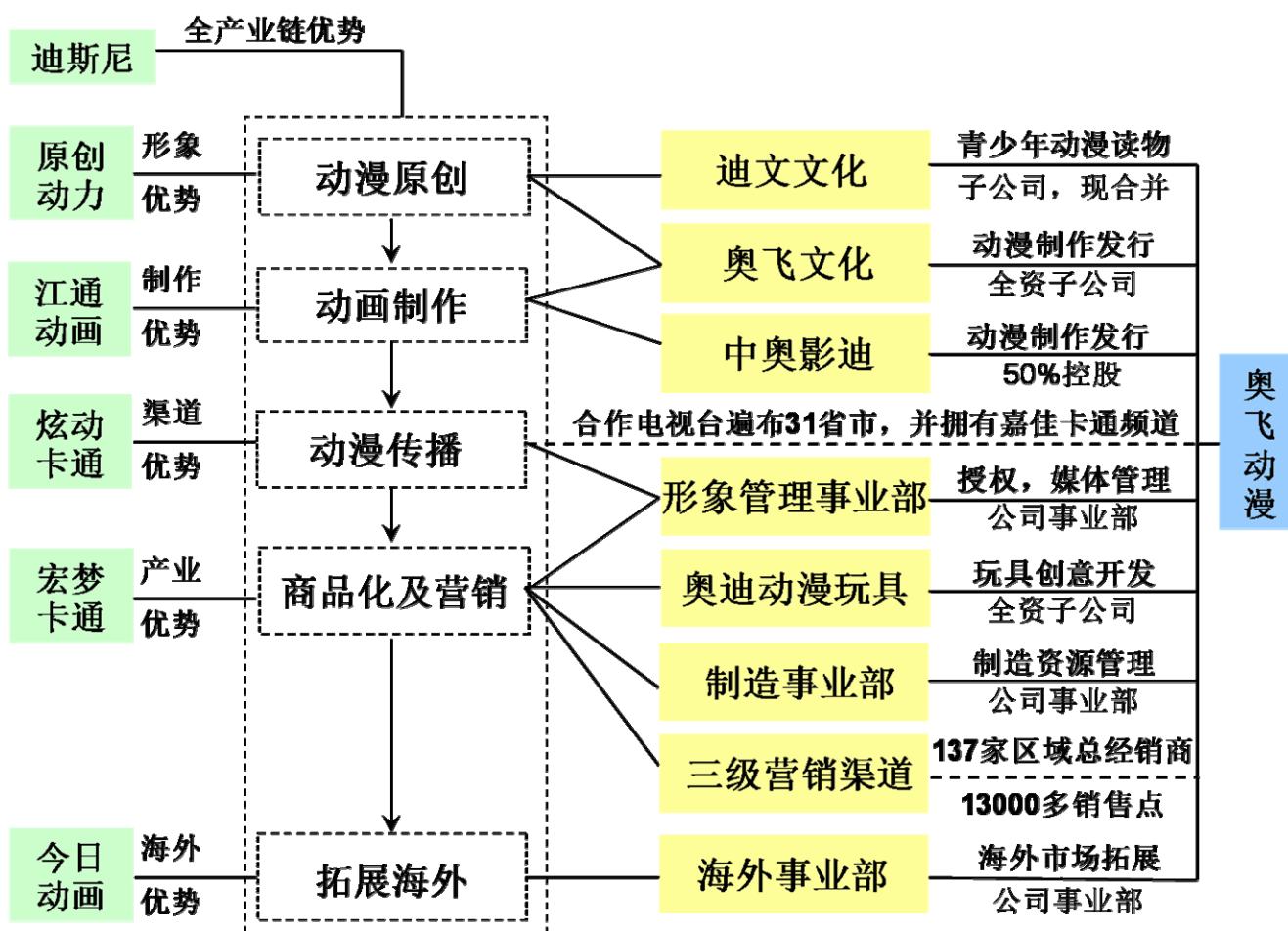
广义的动漫产业链涉及范围非常广泛，产业空间亦相应不断扩大。整个动漫产业链至少包含了四个环节：动漫作品的原创—动画制作—动漫传播发行—商品化及营销，以及衍生的海外市场开拓。国外动漫巨头如迪斯尼在所有环节上都拥有巨大竞争优势，但在国内，大多数动漫公司仅在一两项上具有优势。如名声较大的原创动力拥有高价值的动漫形象（喜羊羊）；起于代工的江通动画在制作上有优势；上海炫动卡通在频道资源方面得天独厚；湖南宏梦在产业衍生上经验丰富（蓝猫、虹猫）；今日动画则是较为特别的，优先发展海外市场的动漫公司。但是，我们已一再指出，可成功商业化的动漫形象和整体化设计的产业理念才是中国动漫产业根本性的商业模式和核心竞争力，要实现动漫产业的真正腾飞则必须实现动漫产业内多环节、多业态的一体化。以上动漫公司盈利能力较弱即是此缺陷的体现。

与之形成对比的是，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。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；遍布全国的三级营销体系则支持了公司在衍生品方面的营销；最后，原本薄弱的动漫传播渠道掌控能力通过收购广东嘉佳卡通而补上了产业链拼图的重要一环。不难看出，奥飞动漫所拥有的不只是一两件神兵利器，而是更完整的“套装”，奥飞在动漫产业竞争中已经是全副武装。

在基本打通产业链后，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。

图表 10：奥飞动漫业务结构与同业比较



数据来源：国联证券研究所

完整产业链构筑平台优势，带来价值增值的倍数效应。创新性是动漫文化产业的重要特征，创意作品因其资源丰富和生产过程的主观性而具有极强的个性特征；此外，创意产品在信息时代的传播和辐射速度极快，带有一种强大的短时间逻辑。这说明创意行业在产品开发上存在巨大风险，而这种风险只能通过多产品线模式来消除。

奥飞动漫在动画、漫画、频道资源、衍生品设计制造和营销、品牌等方

面的优势构筑起了巨大的价值增值平台。在任何环节具有单一优势的动漫公司都可以在奥飞的平台上实现从作品到产品再到产业的突破，获得盈利。而对于奥飞来说，优秀的创意自动上门，有助于实现多产品线发展的模式，在平滑创意开发风险之余，更是新利润增长点的源泉所在。奥飞动漫已经成为《御兽王者》和《超蛙战士》的玩具产品合作方，平台效应初步显现。我们认为，未来在玩具衍生品以外的合作也将增多，又反过来强化了奥飞动漫产业平台的价值，其增值效应将成倍数增长。

3. 侠者奥飞：立足少儿的热血创意者

第四个故事：少年漫画的霸主地位

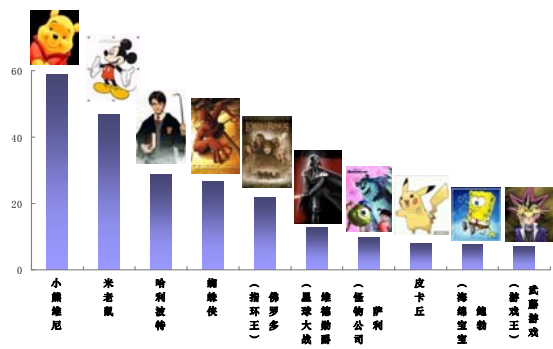
2009 年日本国内销售额最高的漫画系列前三名是已统治日本动漫界 10 年的“三大漫”：《One Piece》、《火影忍者》和《死神》。三大漫所具有的一个共同点就是，他们都是立足少年动漫市场的热血漫画。热血动漫一般内容上以打斗、悬疑、冒险、科幻为主，主题围绕“努力、友情、胜利”展开。日本动漫发展历史上最成功的作品，如《阿童木》、《七龙珠》、《猎人》等均属此类，而美国动漫界耳熟能详的超级英雄们也是热血动漫的一员。少年热血动漫无论过去、现在，还是将来都会是动漫产业最大的一颗摇钱树.....

奥飞动漫主要覆盖 7-12 岁的少儿，并通过产品线类别、宽度和渠道的拓宽，全面覆盖 0-16 岁的年龄段，这正是少年动漫的核心消费群体。奥飞动漫在动漫形象创意上分为持续性和潮流性两类，前者“围绕玩具做动漫”，后者“围绕动漫做产业”，但从题材类别上看，均属于少年动漫。在题材风格上，我们认为，奥飞做出了最明智的选择。

从动漫类别的市场空间来看，少年动漫始终是最佳选择。不同于国内动漫言必称“喜羊羊”的局面，无论日本还是美国，以冒险、奇幻为主题的少年动漫才是最大的市场份额占有者。2004 年福布斯发布虚拟人物财富排行榜中属于少年热血范畴的虚拟人物占到了六个席次。而在我们更熟悉的日本动漫界，能成为统治级作品的一般也都是少年动漫作品，“三大漫”统治日本动漫界 10 年即是证明。因此，在各种类型的动漫作品中，少年动漫市场空间最大，又因其内容易于动画化、衍生品化，价值空间也最大。

图表 11：福布斯 2004 年十大虚拟人物财富榜（亿美元）

图表 12：美、日经典动画类别



数据来源：国联证券研究所 福布斯杂志

日本经典	类别	美国经典	类别
龙珠	热血战斗	变形金刚	科幻战斗
游戏王	卡牌对战	特种部队	科幻战斗
钢之炼金术士	热血战斗	蓝精灵	奇幻温馨
高达	科幻打鬥	霹雳猫	奇幻战斗
海贼王	热血战斗	蜘蛛侠	奇幻战斗
火影忍者	热血战斗	忍者神龟	奇幻战斗
死神	热血战斗	希曼	奇幻战斗
名侦探柯南	侦探推理	星球大战	科幻战斗
犬夜叉	热血战斗	龙与地下城	奇幻战斗
网球王子	热血体育	神探加杰特	科幻搞笑

数据来源：国联证券研究所，互联网

外部因素对坚持做少年动漫也非常有利。由于日本国内老龄化趋势明显，立足国内市场为主的日本动漫作品风格开始转变，正逐渐向成人化靠拢，纯粹少年动漫作品开始减少。中国国内以及周边国家的少年动漫市场空间都将慢慢让位于新的竞争者。专注于少年题材的奥飞动漫已经打开韩国、台湾市场，未来也将持续开拓东亚、东南亚乃至欧美市场。09年奥飞动漫来自境外的收入占到25%，同比增长106%，显示出较强的竞争力。

图表 13：奥飞动漫作品类别和针对消费群

作品	题材类别	针对消费群	可开发产品
战龙四驱	潮流/热血竞技	7-16岁	四驱车玩具、形象授权、竞技比赛
火力少年王	潮流/热血竞技	5-14岁	悠悠球玩具、形象授权、竞技比赛
战斗王 EX	潮流/热血竞技	5-14岁	陀螺玩具、形象授权、竞技比赛
闪电冲线	潮流/热血竞技	5-14岁	遥控车玩具、形象授权、竞技比赛
铠甲勇士	持续/热血战斗	5-14岁	形象玩具、游戏、形象授权、出版物
电击小子	持续/热血战斗	5-14岁	形象玩具、游戏、形象授权、出版物
巴啦啦小魔仙	持续/少女战斗	4-12岁	形象玩具、游戏、形象授权、出版物
果宝特攻	持续/机器人战斗	5-12岁	形象玩具、游戏、形象授权、出版物
迪迪世界	持续/幼儿益智	2-8岁	益智玩具

数据来源：国联证券研究所，公司资料

四、估值：增长+成长+市值空间

我们认为奥飞动漫的价值由三部分组成：现有价值、潜在价值和战略价

值，对奥飞的估值应当这三部分的价值充分考虑在内。

现有价值：以动漫影视制作拉动玩具销售，以玩具为中心开发动漫作品，产业文化化——奥飞动漫（当前）

潜在价值：以电视、电影、漫画等全平台动漫为核心以动漫文化为核心开发衍生品，文化产业化——孩之宝

战略价值：以动漫文化为核心，跨领域、跨平台，拥有创意、传播、商业化体系的文化产业集团——迪斯尼

我们认为，三部分价值体现了奥飞动漫发展的三个阶段，其中现有价值最为客观，我们认为应采用 DCF 估值；潜在价值是当前的发展目标，也是奥飞动漫基于成长能力的价值体现，我们认为 PEG 能更好体现；战略价值是奥飞动漫作为动漫第一股所具有的战略性溢价，从产业投资角度来看我们认可其潜在的巨大价值最终将释放为公司市值，但从证券投资角度来说，我们则要慎重对待这部分价值。

1. 现有价值的DCF估值：40-51 元

鉴于公司所处行业的高成长预期，及公司在动漫玩具行业的优势和品牌效应，我们认为对公司未来增长的预测乐观一点是合理的。根据我们对公司的估值假设，对应下的 DCF 估值结果为 50.66 元，基于现有价值的合理估值区间大致在 40-51 元间。

DCF 估值与奥飞动漫上市以来股价运行区间相符。这说明市场基本认识到了奥飞动漫的现有价值。

图表 14： 针对折现率和永续增长率的敏感性分析结果

	50.66	8.2%	8.7%	9.16%	9.7%	10.2%
增长率/WACC	6.5%	130.26	97.16	76.59	62.59	52.47
	6.0%	101.27	79.81	65.21	54.66	46.68
	5.5%	83.18	67.95	56.94	48.63	42.14
	5.0%	70.82	59.34	50.66	43.90	38.48
	4.5%	61.84	52.79	45.73	40.08	35.47
	4.0%	55.02	47.65	41.76	36.94	32.94
	3.5%	49.66	43.51	38.49	34.31	30.80

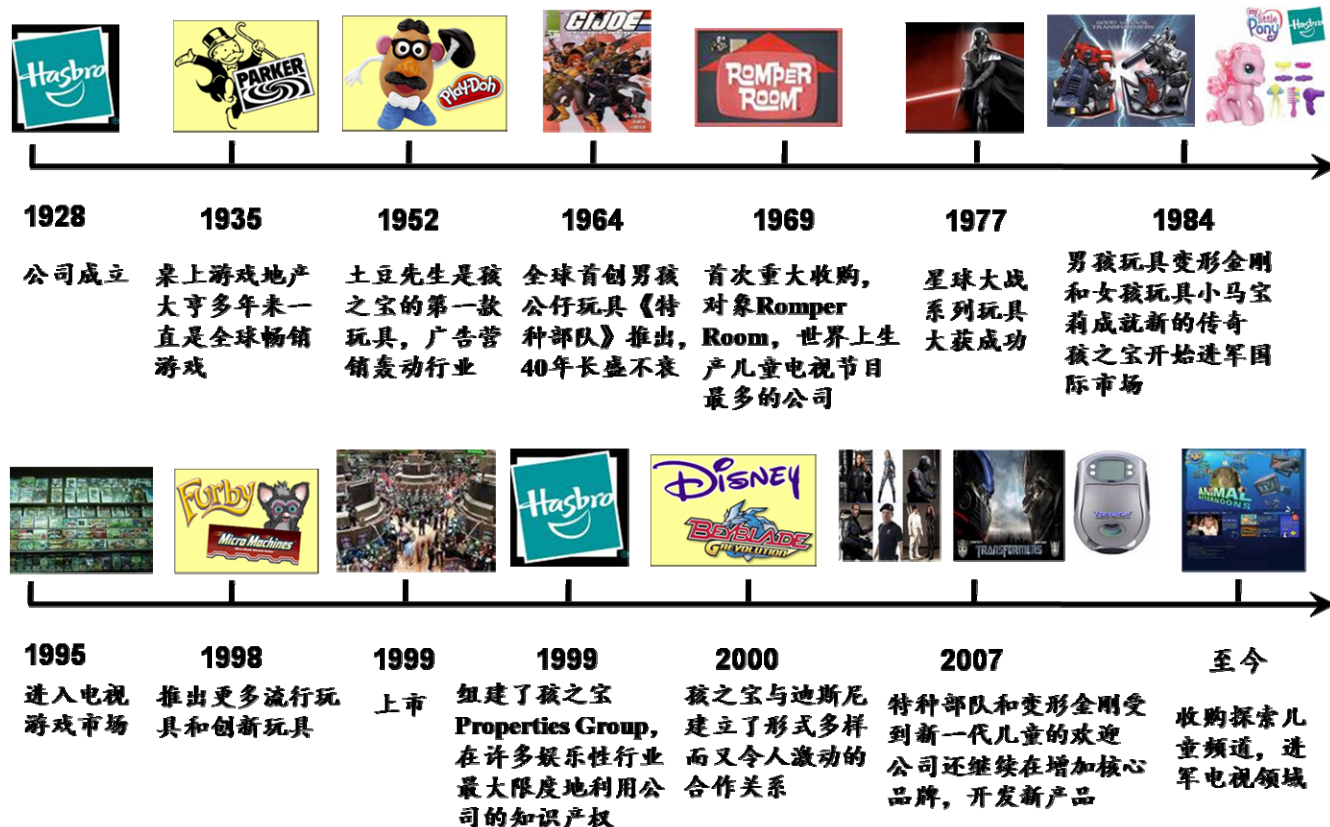
数据来源：国联证券研究所

2. 潜在价值的PEG估值：52-67 元

对于潜在价值的估值，我们以世界著名动漫玩具制造商孩之宝为参照对象。对比图表 5 的奥飞动漫发展历程，我们会发现其与孩之宝公司如出一辙，借用托尔斯泰的名言：“成功的公司多半大同小异。”从玩具到动漫玩具，到自行生产相关节目内容，奥飞 16 年的历史就像孩之宝 80 年历史的一个缩写，孩之宝所看到的一切，奥飞动漫也都看到了。因此，我们认为在探讨如何为奥飞动漫潜在成长能力估值时，孩之宝是最好的参照对象。

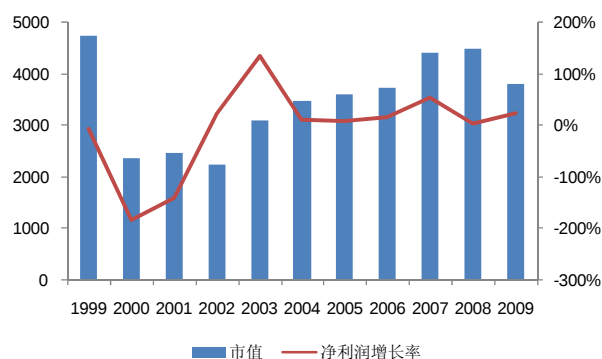
孩之宝公司成立于 1928 年，上市后已经过了增长高峰期，一个显著特征是 1990-2009 年，孩之宝公司平均销售净利率为 5.52%，而净资产收益率为 15%；而奥飞动漫 09 年销售净利率为 17%，加权平均净资产收益率为 20.69%，成长性明显高于上市后的孩之宝。但即使是已度过高速增长期的孩之宝，美国证券市场也曾给出 2 倍的 PEG 估值。从成熟资本市场上同类个股的估值表现看，我们认为，对文化产业给予更高溢价的理由是成立的。

图表 15：孩之宝公司成长历史



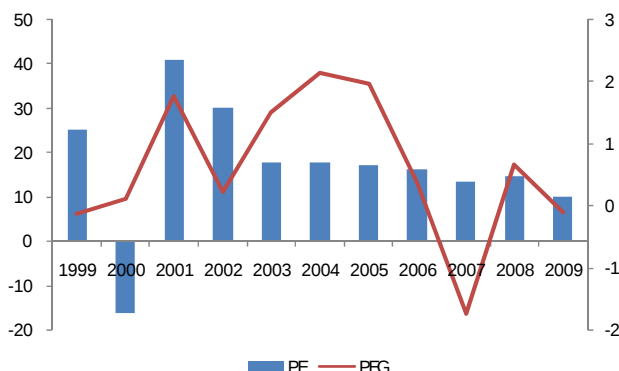
数据来源：国联证券研究所 公司网站

图表 16：孩之宝市值与净利润增长率（百万美元）



数据来源：国联证券研究所，Bloomberg

图表 17：孩之宝 PE 与 PEG



数据来源：国联证券研究所，Bloomberg

不考虑股本扩大影响，我们预测公司 10-12 年每股盈利为 0.93 元、1.22 元、1.60 元，复合增长率 40%左右。我们认为与孩之宝比较，奥飞动漫处在更明确的高速增长期，享受较高的 PEG 估值是合理的。因此，以 1.4-1.8 倍 PEG 估值计算，基于潜在价值的合理估值区间为 52 元-67 元。

对比公司目前股价，我们认为投资者对公司潜在价值认识并不充分，基于 PEG 的估值区间将成为奥飞动漫未来的目标价区域。

3. 战略价值的市值与行业空间比较估值：市值倍增并非空想

作为中国动漫行业第一股，奥飞动漫是中国动漫业界理想商业模式、盈利模式、产业模式和文化内涵模式的多元统一的典型代表。因此，奥飞动漫是最有希望向迪斯尼模式发展，成长为动漫业巨头的公司之一。从这个意义上讲，奥飞动漫作为投资标的具有双重的稀缺性：一是有机会成长为伟大公司的动漫企业的稀缺性；二是作为动漫业上市公司的稀缺性。投资奥飞动漫就必然要考虑到这样的战略价值。

我们认为，10年后中国动漫产业产值有望达到6000多亿人民币。当前奥飞动漫在中国玩具行业的市场占有率为5%-8%。奥飞动漫如成长为中国动漫业的龙头企业，在产业中亦占有5%以上的份额，则公司市值的想象空间还可翻3倍，如果再考虑到进军国际市场，当然空间就更大。尽管我们强调这部分价值实现还很遥远，但这并非一种空想，因此也能部分体现到公司当前的估值中去。

综上所述，我们认为奥飞动漫以现有价值为基础，以潜在价值为目标，以战略价值为补充的估值体系显示：奥飞动漫具有长期投资价值，当前股价仅是现有价值的充分体现，潜在价值和战略价值仍有待投资者发掘。我们认为可以对公司长期给予“推荐”评级，建议投资者长期投资，分享中国动漫产业和奥飞的双重成长。

五、 风险比较：厘清一些误解

第五个故事：史克威尔与吉卜力的不同

2001年史克威尔公映第一部以人类为主角的CG电影《最终幻想：灵魂深处》，在CG技术上达到了当时的高峰。但因理念过于超前而导致票房惨败，最终损失超过100亿日元，史克威尔因此濒临破产……

1988年剧场版动画《龙猫》在日本上映，却因为错过了暑假黄金档期而没有达到预期的票房收入，这使得吉卜力工作室陷入财政困境。但是一家布偶制造商看中了龙猫的造型，龙猫布偶投入市场后大受欢迎，其销售成果竟逐步补回了吉卜力工作室的财政赤字，吉卜力的盈利模式也就此确立……

1. 被误解的风险因素

动漫行业在A股市场是一个新兴事物，投资者对其认识往往有所偏差。自奥飞动漫上市后，市场普遍将其与港股公司意马国际进行比较。但实际上奥飞动漫的经营模式与意马国际有非常大的差距，在风险因素上也完全不同。

简单概括两者的不同就是产品和产业的区别。意马国际从圣诞树生产商转向高端 CG 动画制作不过 8 年，走的是好莱坞“大投入-大产出”的模式，依靠较低的 CG 动画制作成本，通过出售电影版权赚取票房分仓。因此每个单独的电影作品都可能成为其重大风险来源，其业绩完全受电影卖座与否左右。09 年《阿童木》的失败是意马国际经营软肋的最好体现。

奥飞动漫则不同。奥飞以玩具制造商转向动漫内容制作，构建的是从创意到衍生品开发的全产业链模式。依靠“动漫+玩具”的“搭售”模式，奥飞实现了商业模式与盈利模式的有机结合。单一一个作品的风险将被奥飞在玩具界的品牌优势、营销优势以及在动漫作品方面的多产品线模式所平滑。尽管 10 年初《铠甲勇士》电影票房不理想，但实际对公司经营影响非常小，这就是其商业模式的优势所在。

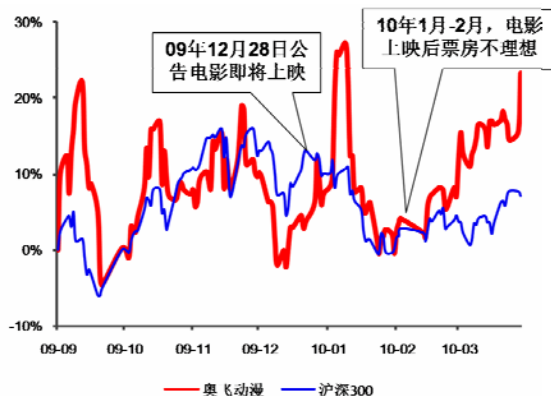
图表 18：奥飞动漫与意马国际的对比

对比项目	奥飞动漫	意马国际
原主营	玩具，属产业链下游向上游发展	圣诞树，属跨领域发展
原行业地位	中国玩具业第一品牌，有力支持公司转型	世界圣诞树生产龙头，但原业务基本被剥离
商业模式	动漫+玩具，依靠动漫作品拉动玩具销售	大投入大产出，单纯依靠出售版权回收资金
盈利模式		
产业模式	从创意到衍生品开发的全产业链模式	局限于 CG 动画制作
动画内容模式	自主开发少年动漫作品	购买成熟作品版权
发展历程	从购买版权销售动漫玩具到自主拍摄影视片，16 年来积极、稳步推进	02 年转型开始做 CG 特效，05 年开始大手笔买入版权制作 CG 动画电影
核心竞争力	商业模式符合现实，产业链完整，动漫创意空间大	拥有好莱坞级的团队，但成本是美国的五分之一
盈利能力	09 年收入 5.9 亿，净利 1 亿	09 年收入 361 万港币，亏损 1.77 亿港币
风险敞口	单一作品风险基本被多产品线平滑	完全受作品票房左右

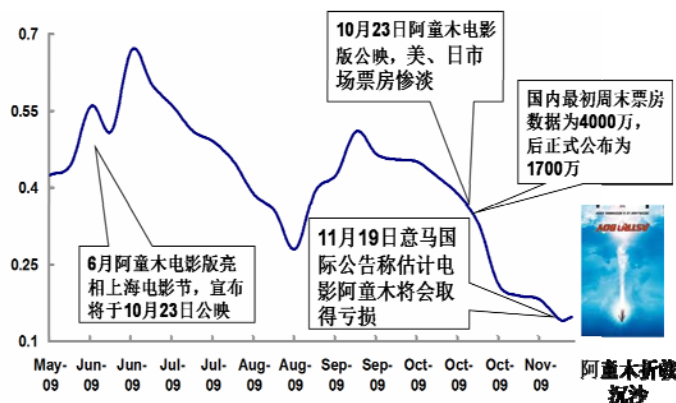
数据来源：国联证券研究所，公司资料

图表 19：奥飞动漫股价受影响明显较小

图表 20：意马国际股价与票房密切相关



数据来源：国联证券研究所 Wind



数据来源：国联证券研究所

2. 确实存在的风险因素

(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) 行业及公司发展都处在起步阶段，强化销售、拓展渠道等方面均会增加公司运营成本，毛利率及净利率尚处于不稳定阶段。

(3) 公司进取精神较强，在传媒、互联网、内容制作等方面将进行积极的资本运作行为，但同时大量的资本支出可能拖累业绩增长。

(4) 国家对动漫产业税收、补贴等优惠政策存在不确定性。

(5) 公司估值的绝对水平较高，如市场出现系统性风险，则公司股价波动风险也会相应增大。

附 录

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	779	461	363	387	营业收入	591	786	1022	1328
应收款项	149	194	252	327	营业成本	367	495	638	823
存货净额	201	269	342	441	营业税金及附加	7	9	11	15
其他流动资产	36	47	61	80	销售费用	48	55	72	93
流动资产合计	1165	970	1019	1229	管理费用	60	65	84	108
固定资产	67	295	415	422	财务费用	4	(3)	(3)	(3)
无形资产及其他	46	44	42	41	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	90	110	130	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1280	1402	1589	1823	营业利润	103	165	220	292
短期借款及交易性金融负债	25	25	25	25	营业外净收支	15	10	9	8
应付款项	21	27	34	44	利润总额	118	175	229	300
其他流动负债	20	24	31	40	所得税费用	16	26	34	45
流动负债合计	66	76	90	108	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	15	15	15	15	归属于母公司净利润	102	149	195	255
其他长期负债	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
长期负债合计	15	15	15	15	2009	2010E	2011E	2012E	
负债合计	81	92	106	124	净利润	102	149	195	255
少数股东权益	6	6	5	5	资产减值准备	5	8	4	1
股东权益	1193	1313	1469	1673	折旧摊销	11	15	27	34
负债和股东权益总计	1280	1410	1580	1801	公允价值变动损失	2	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	4	(3)	(3)	(3)
2009	2010E	2011E	2012E		营运资本变动	(131)	(105)	(127)	(173)
每股收益	0.64	0.93	1.22	1.60	其它	(5)	(8)	(5)	(2)
每股红利	0.15	0.19	0.24	0.32	经营活动现金流	(16)	59	94	122
每股净资产	7.46	8.20	9.18	10.45	资本开支	(15)	(250)	(150)	(40)
ROIC	12%	12%	18%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(15)	(340)	(170)	(60)
毛利率	38%	37%	38%	38%	权益性融资	868	0	0	0
EBIT Margin	19%	21%	21%	22%	负债净变化	15	0	0	0
EBITDA Margin	20%	23%	24%	24%	支付股利、利息	(24)	(30)	(39)	(51)
收入增长	31%	33%	30%	30%	其它融资现金流	(84)	0	0	0
净利润增长率	56%	47%	30%	31%	融资活动现金流	767	(30)	(39)	(51)
资产负债率	7%	7%	7%	7%	现金净变动	735	(310)	(115)	11
息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	货币资金的期初余额	44	779	461	363
P/E	78.7	53.6	41.1	31.3	货币资金的期末余额	779	469	346	375
P/B	6.7	6.1	5.4	4.8	企业自由现金流	(42)	(218)	(73)	63
EV/EBITDA	67.3	45.5	33.2	25.1	权益自由现金流	(110)	(207)	(66)	69

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。