

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

2010年4月23日

奥飞动漫(002292.SZ)/48.6元

1季度缺少强势新片播出，业绩表现平淡

信息技术·传媒

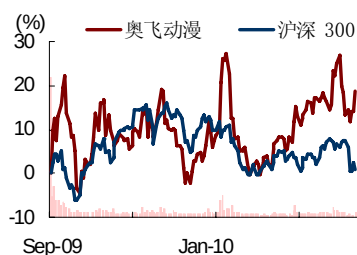
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2,999
总股本(万股)	16,000
已上市流通股(万股)	4,000
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	7.6
ROE(TTM)	10.3
资产负债率	6.2%
主要股东	蔡东青
主要股东持股比例	51.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	8	112
相对表现	5	13	88



相关报告

1、《奥飞动漫海外市场与授权业务成长迅速，内容价值显现》

3/39/10

2、《奥飞动漫掌控国内稀缺的卫视媒体资源，打造中国迪斯尼更进一步》

3/10/10

3、《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

4、《奥飞动漫首次进军大银幕，正确时间的正确尝试》

12/28/09

5、《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

6、《奥飞动漫平台优势明显，盈利模式极具拓展性》

8/25/09

□ 公司1季度业绩表现平淡，我们在此前报告中已提示投资者注意此风险。公司1季度实现收入1.5亿，同比下降21%；实现净利润0.24亿，同比下降29%，净利率为16.5%，同比下降1.9个点；每股盈利0.15元。

公司今年1季度与去年同期相比，缺少强势新片上映。去年同期公司有《闪电冲线》动画片热播，这部动画片是从08年10月开始在电视台播出，带动闪电冲线遥控车的热销势头持续到去年上半年，该产品在08年全年和09年上半年分别实现0.52亿和1.3亿的销售收入；同时去年公司另一明星产品战龙四驱车也从去年3月份开始在各电视台播出《战龙四驱车》前38集，在去年上半年实现1.25亿的销售收入。而今年1季度则缺少这样的新片上映，只是在3月份的后半段有《机甲兽神》、《果宝特攻》两个主要的动画片上映。

公司主要财务指标表现正常，值得注意的是公司销售费用率有所上升。销售费用率与去年同期相比增加3.8个点达到11.7%，一方面是收入减少导致费用率有所上升，另一方面销售费用的绝对额也有所增加，说明了公司加强了市场营销推广力度，我们预计公司未来销售费用增加是趋势。

□ 我们认为公司后面3个季度业绩将会好于1季度，将表现出多极增长趋势，同时公司决定在香港设立全资子公司以更好的开拓海外市场，并将加强并购。

动漫玩具业务方面，公司今年将至少有3部新动画片播出并促进其动漫玩具的销售，预计整体收入会有30%的增长。其中包括已经播出的《机甲兽神》和《果宝特工》，下半年还将推出《火力少年王3》，同时机甲勇士今年表现预计会好于去年，再加上存量方面闪电冲线和战龙四驱车仍会有所贡献。

同时公司表现出良好的多极增长趋势。动漫影视片业务随着公司持续推出动画片其节目发行和授权费收入还将保持快速增长态势，同时非动漫玩具类业务方面将重点打造“澳贝”成为国内第一婴童品牌而不只局限于玩具品牌，拓宽“澳贝”品牌在婴童用品的延伸，并将其培育成的业务增长点。

□ 维持“审慎推荐-A”的投资评级：我们预测10~12年EPS分别为0.83元、1.06元和1.33元。我们长期看好公司的平台价值，同时公司在成为国内唯一掌控稀缺卫视频道资源的上市公司后，不仅平台优势得到进一步加强，并且未来极具想象空间，考虑到后续公司将推进股权激励计划和加强并购（年报披露）都将成为股价催化剂，提示投资者关注公司阶段性的投资机会。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	451	591	760	1,014	1,303
同比增长	-9%	31%	29%	33%	29%
营业利润(百万元)	67	103	147	197	261
同比增长	-56%	55%	42%	34%	33%
净利润(百万元)	65	102	134	169	213
同比增长	-49%	56%	31%	27%	26%
每股收益(元)	0.41	0.64	0.83	1.06	1.33
PE	119.2	76.4	58.2	46.0	36.6
PB	34.8	6.5	5.9	5.4	4.9

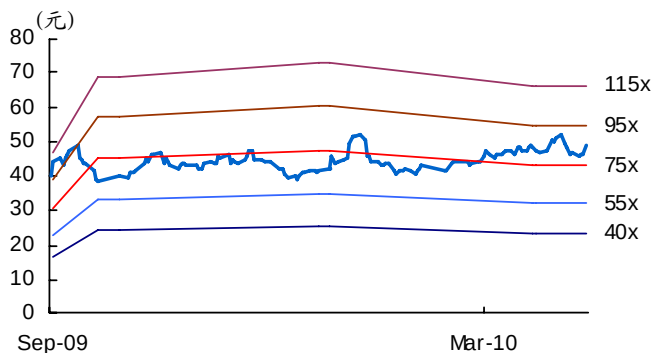
资料来源：招商证券

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	09N
营业收入	185	160	132	114	146	591
营业成本	110	105	82	70	90	367
营业费用	15	11	9	14	17	48
管理费用	16	17	13	13	16	60
财务费用	2	2	1	(2)	(1)	4
营业利润	39	23	24	17	23	103
归属母公司净利润	34	20	20	28	24	102
EPS (元)	0.21	0.13	0.13	0.17	0.15	0.64
主要比率	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	09N
毛利率	40.7%	34.6%	37.4%	38.7%	38.8%	37.9%
营业费用率	7.9%	6.6%	6.7%	12.5%	11.7%	8.2%
管理费用率	8.8%	10.9%	10.1%	11.1%	10.7%	10.1%
营业利润率	21.3%	14.5%	17.9%	15.1%	15.8%	17.5%
有效税率	17.3%	17.7%	17.2%	3.2%	15.0%	13.9%
净利率	18.4%	12.5%	15.2%	24.1%	16.5%	17.2%
YoY	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	09N
收入	9.9%	56.0%	90.0%	2.8%	-20.8%	31.0%
归属母公司净利润	12.5%	87.7%	832%	24.4%	-28.6%	55.9%

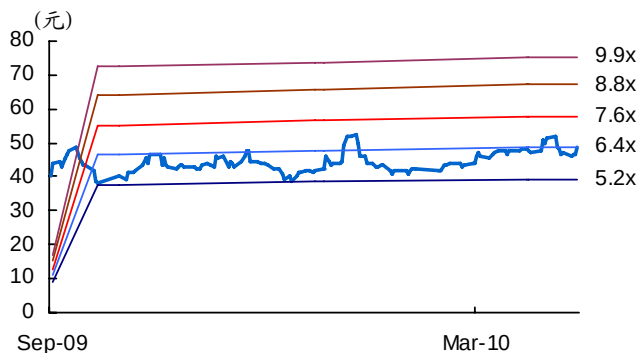
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

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

表 2、盈利预测简表

收入（百万元）	07N	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	281	275	409	531	701	886	1,136	1,376
非动漫玩具	211	161	114	120	150	175	210	235
动漫影视片	2.3	4.0	64.3	106	159	239	358	537
动漫图文作品	2.1	7.2	2.4	2	2	2	2	2
其他授权产品	0.0	3.5	0.9	1	1	1	1	1
合计	497	451	591	760	1,014	1,303	1,708	2,152
收入增速	07N	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	151%	-2%	49%	30%	32%	26%	28%	21%
非动漫玩具	35%	-24%	-29%	5%	25%	17%	20%	12%
动漫影视片	585%	76%	1497%	65%	50%	50%	50%	50%
动漫图文作品		253%	-67%	0%	0%	0%	0%	0%
其他授权产品			-74%	8%	0%	0%	0%	0%
总体增速	85%	-9%	31%	29%	33%	29%	31%	26%
毛利率	07N	08N	09N	10E	11E	12E	13E	14E
动漫玩具	45.1%	52.1%	39.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%
非动漫玩具	20.9%	26.7%	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
动漫影视片	-91.1%	-97.7%	61.8%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%	65.0%
动漫图文作品	16.3%	39.1%	-18.9%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%	35.0%
其他授权产品		31.6%	-6.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
综合毛利率	34.1%	41.3%	37.9%	38.7%	39.3%	40.2%	41.1%	42.5%
EPS	0.80	0.41	0.64	0.83	1.06	1.33	1.74	2.26

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	323	1,165	1,224	1,372	1,539
现金	44	779	795	804	816
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	77	146	142	189	243
其它应收款	1	3	4	5	7
存货	160	201	256	337	427
其他	41	36	28	37	47
非流动资产	112	115	181	181	189
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	63	62	133	137	148
无形资产	46	46	41	37	34
其他	3	8	7	7	7
资产总计	435	1,280	1,405	1,553	1,727
流动负债	204	66	77	91	105
短期借款	135	20	20	20	20
应付账款	31	21	28	37	47
预收账款	4	7	9	12	16
其他	34	18	20	21	23
长期负债	1	15	15	15	15
长期借款	0	15	15	15	15
其他	1	0	0	0	0
负债合计	206	81	92	106	120
股本	120	160	160	160	160
资本公积金	0	828	828	828	828
留存收益	103	205	318	454	613
少数股东权益	6	6	6	6	6
母公司所有者权益	223	1,193	1,307	1,442	1,601
负债及权益合计	435	1,280	1,405	1,553	1,727

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	26	10	122	60	89
净利润		102	134	169	213
折旧摊销		0	17	22	23
财务费用		0	(6)	(6)	(6)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(26)	(127)	(142)
其它		(92)	3	1	2
投资活动现金流	60	(25)	(86)	(23)	(30)
资本支出		0	(86)	(23)	(30)
其他投资		(25)	0	0	0
筹资活动现金流	(89)	753	(20)	(28)	(47)
借款变动		0	(5)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(20)	(34)	(53)
其他		753	5	6	6
现金净增加额	(3)	737	16	9	12

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	451	591	760	1,014	1,303
营业成本	265	367	466	615	779
营业税金及附加	5	7	8	11	14
营业费用	47	48	66	90	119
管理费用	57	60	78	106	137
财务费用	13	4	(6)	(6)	(6)
资产减值损失	(2)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	103	147	197	261
营业外收入	4	16	11	8	6
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	69	118	157	204	266
所得税	4	16	24	35	53
净利润	65	101	134	169	213
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	65	102	134	169	213
EPS (元)	0.41	0.64	0.83	1.06	1.33

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-9%	31%	29%	33%	29%
营业利润	-56%	55%	42%	34%	33%
净利润	-49%	56%	31%	27%	26%
获利能力					
毛利率	41.3%	37.9%	38.7%	39.3%	40.2%
净利率	14.4%	17.2%	17.6%	16.7%	16.3%
ROE	29.2%	8.5%	10.2%	11.7%	13.3%
ROIC	20.6%	7.4%	8.9%	10.7%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%
净负债比率	31.0%	3.1%	2.5%	2.3%	2.0%
流动比率	1.6	17.7	15.8	15.1	14.6
速动比率	0.8	14.6	12.5	11.4	10.6
营运能力					
资产周转率	1.0	0.5	0.5	0.7	0.8
存货周转率	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0
应收帐款周转率	5.4	5.3	5.3	6.1	6.0
应付帐款周转率	10.2	14.3	19.1	19.0	18.6
每股资料(元)					
每股收益	0.41	0.64	0.83	1.06	1.33
每股经营现金	0.16	0.06	0.76	0.37	0.56
每股净资产	1.40	7.46	8.17	9.01	10.01
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.21	0.33
估值比率					
PE	119.2	76.4	58.2	46.0	36.6
PB	34.8	6.5	5.9	5.4	4.9
EV/EBITDA	38.5	31.8	21.5	16.0	12.3

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，现任招商证券研发中心研究副董事。2007 年从事传媒研究，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。