

审慎推荐-A (维持)

奥飞动漫 002292.SZ

目标估值: NA
当前股价: 28.6 元
2010 年 8 月 24 日

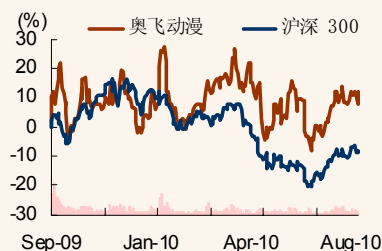
上半年业务表现不乏亮点，经营模式再次升级值得期待

基础数据

上证综指	2,650
总股本 (万股)	25,600
已上市流通股 (万股)	6,400
总市值 (亿元)	73
流通市值 (亿元)	18
每股净资产 (MRQ)	4.8
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	31.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	9	100
相对表现	5	19	109



相关报告

- 1、《奥飞动漫公司长期投资价值在于平台优势和极强的业务延展性》
7/30/10
- 2、《奥飞动漫 1 季度缺少强势新片播出，业绩表现平淡》
4/23/10
- 3、《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

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

- 公司此前发布半年业绩快报，符合预期。上半年收入 3.1 亿，同比下降 11%，主要是与去年同期相比缺少强势新片上映；营业利润 0.46 亿，同比下降 26%，其中毛利率保持稳定为 38%，不过由于销售和管理费用率提升较多，导致营业利润率同比下降 3 个百分点降为 15%；归属母公司净利润为 0.46 亿，同比下降 16%；每股盈利 0.18 元。
- 上半年虽业绩表现一般，但从分业务看仍不乏亮点。最大亮点是上半年获得嘉佳卡通卫视频道 26 年经营权，有利于公司构建“动漫+玩具+媒体”的新经营模式；同时公司加大力度扶持的“澳贝”品牌已初见成效；另外公司的动漫形象和品牌授权这一块增长很快，并具有较高的毛利率，是未来极具潜力和看点的业务。

动漫玩具：缺少强势动画片导致上半年收入下滑。上半年收入 2.1 亿，同比下降 25%。收入下滑原因主要是缺少类似于去年上半年《闪电冲线》和《战龙四驱车》两部表现强劲的动画片，这两部动画片为公司去年上半年贡献了 2.3 亿的玩具销售收入，而今年上半年首先年初的《铠甲勇士》电影票房表现一般，没有带动铠甲勇士玩具的销售；另外 3 月份后半段推出的《机甲兽神》、《果宝特攻》两个部动画片，其中《机甲兽神》的收视率表现一般，影响了相应玩具的销售。

非动漫玩具：公司大力扶持“澳贝”品牌初见成效。上半年收入 0.5 亿，同比下降 10%，但与去年全年下降 29% 相比，降幅明显缩窄。公司以前非动漫玩具业务包括普通玩具和澳贝婴儿玩具，公司现已基本停止生产销售普通玩具，而以生产销售动漫玩具为主；公司在非动漫玩具业务上将重心转移到“澳贝”婴儿玩具，为此公司年初还联合儿童教育专家冯夏婷合作建立了针对幼儿的“澳贝早期教育研究中心”，已进一步提高“澳贝”品牌在消费者心中的专业性和权威性。因此该业务表明上看是收入在下降，实际情况是公司对于非动漫玩具业务的内部结构做了调整，“澳贝”玩具在上半年表现出了很好的上升势头。

动漫影视片：上半年惟一增长的业务，也是现有业务中毛利率最高的业务。上半年收入 0.4 亿，同比大幅增长 1622%，毛利率为 63%。该业务包括节目发行收入和授权费收入，其中授权费占有大部分比例，因此该业务也是公司未来极具看点的潜力业务。

动漫媒体业务：是上半年新增业务，对公司而言意味着经营模式升级。上半年收入 0.03 亿，主要是 2 季度开始获得嘉佳卡通卫视频道独家经营的广告收入；虽目前收入贡献较少，但对公司而言意味着由过去的“动漫+玩具”向“动漫+玩具+媒体”的经营模式升级，这对公司进一步巩固平台优势，积极延伸产业链和发挥多业务之间的协同效应具有非常明显的促进作用。

□ 下半年我们认为整体经营表现会好于上半年。

动漫玩具：下半年新增《火力王 3》的播出将给公司动漫玩具业务带来明显起色，预计将带动火力王悠悠球玩具实现 1 亿元的销售收入；同时上半年发挥正常的《果宝特工》和《铠甲勇士》其稳定销售将延续到下半年。今年上半年已实现 2.1 亿收入，而去年下半年仅为 1.3 亿收入，因此今年下半年该业务表现值得乐观预期。

非动漫玩具：“澳贝”将继续具有良好的表现；同时公司对“澳贝”定位并不局限于婴儿玩具品牌，而是准备将其打造为国内第一婴童品牌，因此未来“澳贝”品牌将在其他婴童用品领域（如童装、童鞋、童车等领域）进行延伸。

动漫影视片和动漫媒体业务：都是公司未来极具看点的潜力业务。其中公司在 8 月中旬已将嘉佳卡通卫视频道成功在贵州全省和河南郑州实现落地，两地覆盖用户数已达 430 万，预计年底将覆盖河南全省；届时嘉佳卡通将在广东、广西、贵州、河南四省实现覆盖，其覆盖区域范围和人群规模将大大提升，其品牌影响力和随之给公司带来的正面促进效应也将进一步显现。

□ 维持“审慎推荐-A”的投资评级。我们预测公司 10~12 年 EPS 为 0.47 元、0.62 元和 0.79 元，当前股价对应 PE 为 61 倍、46 倍和 36 倍。我们看好公司独特的商业模式和明显的平台优势，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。

□ 风险提示：动画片播出效果一般将影响动漫玩具销售，从而有可能使公司业绩低于预期。

表 1、各季度业绩回顾

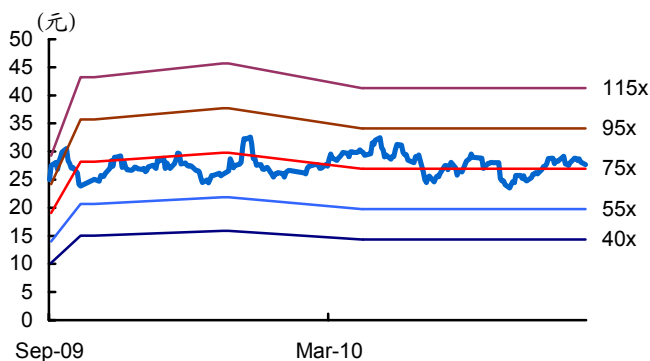
(百万元)	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
营业收入	146	163	345	309	591	720
营业成本	90	102	214	191	367	446
营业费用	17	19	25	36	48	72
管理费用	16	18	34	34	60	76
财务费用	(1.1)	(1.4)	4.4	(2.5)	3.5	(5.8)
营业利润	23	23	63	46	103	125
归属母公司净利润	24	21	54	46	102	119
EPS (元)	0.09	0.08	0.21	0.18	0.40	0.47
主要比率	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
毛利率	38.8%	37.3%	37.9%	38.1%	37.9%	38.1%
营业费用率	11.7%	11.6%	7.3%	11.6%	8.2%	10.0%
管理费用率	10.7%	11.3%	9.8%	11.0%	10.1%	10.5%
营业利润率	15.8%	14.3%	18.1%	15.0%	17.5%	17.3%
有效税率	15.0%	16.1%	17.4%	15.5%	13.9%	15.0%
净利率	16.5%	12.7%	15.6%	14.5%	17.2%	16.6%
YoY	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
收入	-20.8%	1.5%		-10.5%	31.0%	21.8%
归属母公司净利润	-28.6%	6.4%		-15.6%	55.9%	17.5%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

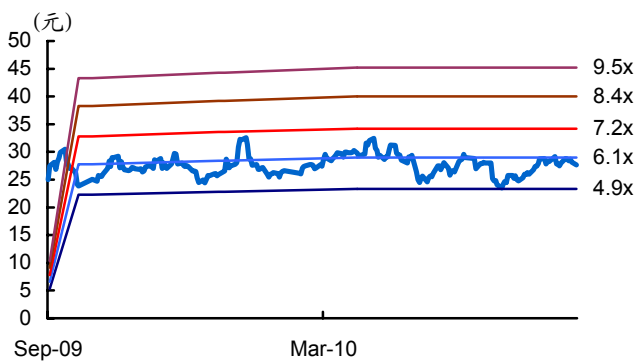
表 2、盈利预测简表

收入 (百万元)	09N	10E	11E	12E	13E	09H1	10H1	09H2	10H2E
动漫玩具	409	481	726	991	1,181	283	213	126	268
非动漫玩具	114	120	160	195	225	58	52	57	68
动漫影视片	64	109	164	246	369	2.4	41	62.0	69
动漫图文作品	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.2	0.5	0.2	1.9
动漫媒体业务		7.0	8.4	10.3	12.9		2.9		4.1
其他授权产品	0.9	0	0	0	0	0.1		0.9	0
合计	591	720	1,061	1,445	1,790	345	309	246	411
收入增速	09N	10E	11E	12E	13E	09H1	10H1	09H2	10H2E
动漫玩具	49%	18%	51%	37%	19%		-25%		112%
非动漫玩具	-29%	5%	33%	22%	15%		-10%		20%
动漫影视片	1497%	70%	50%	50%	50%		1622%		11%
动漫图文作品	-67%	0%	0%	0%	0%		-79%		861%
动漫媒体业务			20%	23%	25%				
其他授权产品	-74%						-100%		-100%
总体增速	31%	22%	47%	36%	24%		-10%		67%
毛利率	09N	10E	11E	12E	13E	09H1	10H1	09H2	10H2E
动漫玩具	39.0%	37.0%	37.0%	37.0%	37.0%	44.3%	37%	27.0%	37%
非动漫玩具	22.4%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	25.3%	24%	19.4%	22%
动漫影视片	61.8%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%	-364%	63%	78%	63%
动漫图文作品	-18.9%	-10.0%	-8.0%	-6.0%	-6.0%	-28.1%	-12%	82.2%	-9%
动漫媒体业务		38.0%	36.0%	35.0%	35.0%		38%		38%
其他授权产品	-6.8%					17.0%		-8.2%	
综合毛利率	37.9%	38.1%	38.5%	39.2%	40.3%	37.9%	38%	38.0%	39%
EPS	0.40	0.47	0.62	0.79	0.99	0.21	0.18	0.19	0.29

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	323	1,165	1,210	1,355	1,521
现金	44	779	802	755	710
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	134	198	269
其它应收款	1	3	4	5	7
存货	160	201	244	358	482
其他	41	36	27	39	53
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	1,391	1,536	1,709
流动负债	204	66	75	94	114
短期借款	135	20	20	20	20
应付账款	31	21	27	39	53
预收账款	4	7	9	13	18
其他	34	18	20	22	24
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	90	109	129
股本	120	160	256	256	256
资本公积金	0	828	732	732	732
留存收益	103	205	307	433	586
少数股东权益	6	6	6	6	6
母公司所有者权益	223	1,193	1,295	1,422	1,574
负债及权益合计	435	1,280	1,391	1,536	1,709

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	26	10	127	2	30
净利润		102	119	158	203
折旧摊销		0	17	22	23
财务费用		0	(6)	(6)	(5)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(8)	(174)	(192)
其它		(92)	3	2	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	(18)	(26)	(46)
借款变动		0	(5)	0	0
普通股增加		0	96	0	0
资本公积增加		0	(96)	0	0
股利分配		0	(18)	(32)	(51)
其他		753	5	6	5
现金净增加额	(3)	737	23	(46)	(45)

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	720	1,061	1,445
营业成本	265	367	446	652	878
营业税金及附加	5	7	8	12	16
营业费用	47	48	72	109	152
管理费用	57	60	76	115	159
财务费用	13	4	(6)	(6)	(5)
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	125	179	245
营业外收入	4	16	17	13	10
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	69	118	141	191	254
所得税	4	16	21	32	51
净利润	65	101	119	158	203
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	65	102	119	158	203
EPS (元)	0.25	0.40	0.47	0.62	0.79

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-9%	31%	22%	47%	36%
营业利润	-56%	55%	20%	44%	37%
净利润	-49%	56%	18%	33%	28%
获利能力					
毛利率	41.3%	37.9%	38.1%	38.5%	39.2%
净利率	14.4%	17.2%	16.6%	14.9%	14.1%
ROE	29.2%	8.5%	9.2%	11.1%	12.9%
ROIC	20.6%	7.4%	7.6%	9.8%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	6.4%	6.5%	7.1%	7.6%
净负债比率	31.0%	3.1%	2.5%	2.3%	2.0%
流动比率	1.6	17.7	16.1	14.4	13.3
速动比率	0.8	14.6	12.8	10.6	9.1
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	2.2	2.1
应收帐款周转率	5.4	5.3	5.1	6.4	6.2
应付帐款周转率	10.2	14.3	18.8	19.8	19.1
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.40	0.47	0.62	0.79
每股经营现金	0.10	0.04	0.49	0.01	0.12
每股净资产	0.87	4.66	5.06	5.55	6.15
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.12	0.20
估值比率					
PE	112.3	72.0	61.3	46.2	36.0
PB	32.8	6.1	5.7	5.2	4.7
EV/EBITDA	33.6	27.7	21.8	15.2	11.3

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。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，招商证券研发中心研究副董事。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 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面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。

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。