

奥飞动漫 (002292)

公司研究/深度动态报告

谨慎推荐 首次评级

合理估值: 44.8 元

打造本土最具竞争力的动漫文化产业价值链

——奥飞动漫 (002292) 调研简报

民生精品---深度动态报告/传媒行业

2010 年 12 月 20 日

一、事件概述

近期我们对奥飞动漫公司进行了实地调研, 向公司高管了解了公司目前的经营状况, 并就我们关心的问题进行了交流。通过现场沟通交流, 我们认为公司打造动漫全产业链平台的发展战略及跨内容、跨媒体、跨产业的大动漫产业观, 能够确保公司在未来取得持续增长。

二、分析与判断

公司成功复制美国“孩之宝”盈利模式, “动漫+玩具+X”运营具有持续拓展优势

公司“动漫+玩具”商业模式保障稳定的业绩收入, 而对动漫形象的授权及衍生产品开发 (也就是其中的 X), 有助于公司完成大动漫娱乐产业的布局, 预计 2010~2012 年三年营收 CAGR 为 23.6%

“嘉佳卡通”频道及 4~5 部新作热播有力保障 2011 年业绩

“嘉佳卡通”覆盖人口增至 2.4 亿, 已覆盖广东、广西、贵州、郑州、武汉、杭州、海南等地区, 收视提升有望拉动衍生品销量增长; 2011 年将有 4~5 部动漫影视新作品上市; 预计明年 EPS 0.56 元, 增长 32%。

动漫全产业链运营平台战略确保公司具备长期投资价值

动漫衍生品授权的广度及深度扩大打开公司成长空间, 预计未来五年年均增长 20% 以上, 存在强烈的对外收购预期。

三、盈利预测与投资建议

我们预计 2010-2012 年公司实现营业收入分别为 7.00 亿元、8.71 亿元与 11.17 亿元, 三年 CAGR 为 23.64%; 归属母公司股东净利润分别为 1.09 亿元、1.44 亿元与 2.00 亿元, 三年净利润 CAGR 为 12.43%; 2010~2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.56 元与 0.78 元, 对应当前股价 PE 为 86.64、65.61 与 47.25, 首次给予“谨慎推荐”评级。我们认为, 由于公司目前“动漫+玩具+X”商业模式可拓展性较高, 在打造动漫全产业链的运营平台战略指导下存在收购预期, 且考虑“十二五”消费升级背景下动漫产业具有产值爆发可能性, 给予 80 倍 PE 估值, 对应 2011 年股价为 44.8 元。

四、风险提示

1) 合作拍摄制作动漫项目存在团队的协作及进度风险, 以及单个动漫项目运营存在市场竞争激烈而效益达不到预期等风险; 2) 原创动漫质量过低造成美誉度提升落后于预期风险; (3) 版权保护不力带来销售下降风险; (4) 核心创意人才流失风险。

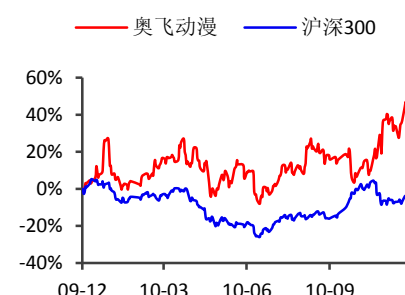
民生证券研究所

分析师: 卢婷
执业证书编号: S0100210090003

联系人: 郑平
电话: (8610)8512 7645
Email: zhengping@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-12-17)

收盘价 (元)	36.84
近 12 个月最高/最低	23.50/37.62
总股本 (百万股)	256.00
流通股本 (百万股)	64.00
流通股比例%	25.00
总市值 (亿元)	94.31
流通市值 (亿元)	23.58

相关研究

(一) 公司成功复制美国“孩之宝”盈利模式，“动漫+玩具+X”运营具有持续拓展优势

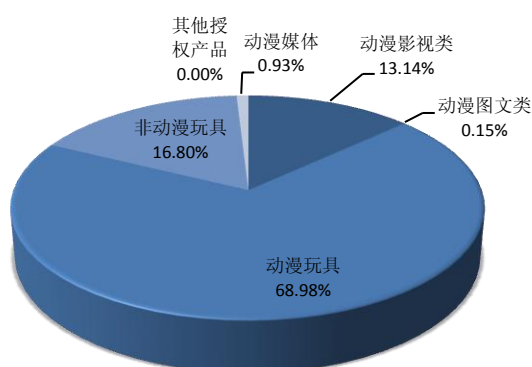
1、公司成功复制“孩之宝”盈利模式

公司过去为万代、迪斯尼、孩之宝等企业代理动漫形象的产品开发和销售，并成功复制“孩之宝”盈利模式，即将“动漫玩具”植入动漫影视作品带动玩具热销。近年来公司自有动漫形象及品牌在市场上形成了持续热度，已推出影视作品十几部，且动漫形象与产品数量不断增多，能够较好地吸引用户关注。公司旗下的动漫品牌《铠甲勇士》、《巴啦啦小魔仙》、《果宝特攻》等，是目前全国知名的原创动漫品牌。

2、公司的商业模式具有较强拓展性

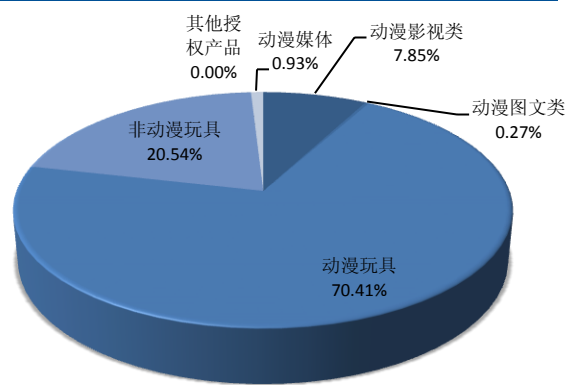
目前，公司的主营业务是动漫影视片制作、发行，授权业务，媒体广告以及动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售（见图1、图2）。公司“动漫+玩具”商业模式保障稳定的业绩收入，而对动漫形象的授权及衍生产品开发，特别是对服装、饰品、图书、网游等进行跨界经营（也就是其中的X），有助于公司完成大动漫娱乐产业的布局，预计2010~2012年三年营收CAGR为23.6%（见表1）。

图1：1H2010年奥飞动漫主营业务收入占比



资料来源：公司报表，民生证券研究所

图2：1H2010年奥飞动漫主营业务成本占比



资料来源：公司报表，民生证券研究所

表2：奥飞动漫分业务盈利预测

业务	指标	2009	2010	2011	2012
动漫影视类	收入（百万元）	64.31	83.60	112.86	152.36
	YOY	1497.01%	30.00%	35.00%	35.00%
	成本（百万元）	24.56	33.15	43.10	56.02
	YOY	208.40%	35.00%	30.00%	30.00%
	营业利润率	61.82%	60.35%	61.82%	63.23%
动漫图文类	收入（百万元）	2.39	0.95	1.05	1.10
	YOY	-67.05%	-60.00%	10.00%	5.00%
	成本（百万元）	2.84	0.99	1.04	1.09
	YOY	-35.70%	-65.00%	5.00%	5.00%
	营业利润率	-18.85%	-4.00%	0.73%	0.73%
动漫玩具	收入（百万元）	408.90	490.68	613.35	797.36
	YOY	48.68%	20.00%	25.00%	30.00%

	成本 (百万元)	249.62	294.55	359.35	459.97
	YOY	89.63%	18.00%	22.00%	28.00%
	营业利润率	38.95%	39.97%	41.41%	42.31%
	收入 (百万元)	114.31	120.03	138.03	158.74
	YOY	-29.17%	5.00%	15.00%	15.00%
	成本 (百万元)	88.74	92.29	104.29	114.71
非动漫玩具	YOY	-24.99%	4.00%	13.00%	10.00%
	营业利润率	22.37%	23.11%	24.45%	27.73%
	收入 (百万元)	0.93	4.63	5.79	7.24
	YOY	-73.64%	400.00%	25.00%	25.00%
	成本 (百万元)	0.99	2.97	3.50	4.13
	YOY	-58.83%	200.00%	18.00%	18.00%
其他授权产品 (动漫媒体)	营业利润率	-6.75%	35.95%	39.54%	42.92%
	收入 (百万元)	590.83	699.90	871.09	1,116.80
	YOY	30.95%	18.46%	24.46%	28.21%
营业收入合计	成本 (百万元)	366.74	423.95	511.27	635.93
	YOY	38.55%	15.60%	20.60%	24.38%
	营业成本合计				

资料来源：民生证券研究所

(二) “嘉佳卡通”频道受众 2.4 亿及 4~5 部新作热播有力保障 2011 年业绩

1、“嘉佳卡通”覆盖 2.4 亿人口，受众增长较快，收视率提升有望拉动衍生品销量增长

(1) 覆盖人口范围扩大

今年 3 月公司出资 9000 万元收购广东嘉佳卡通影视有限公司 60% 股权，这也令公司成为 A 股唯一一家拥有频道经营权的上市公司。目前，自今年 4 月公司管理团队入驻经营后，嘉佳卡通取得了新进展。现在嘉佳卡通已覆盖广东、广西、贵州、郑州、武汉、杭州、海南等地区，覆盖人数已经达到 2.4 亿，拓展工作有了明显进展。

(2) 全国性频道落地指日可待

目前公司正着力打造嘉佳卡通卫视全国落地的媒体发行平台以及央视、省台、地方台三级发行网络，嘉佳卡通正从“区域性”频道转型为“全国性”频道。嘉佳卡通卫视开设四个卡通剧场，每天播出 18 小时。嘉佳卡通频道有利于公司自有动漫影视节目的黄金档期播出以及自有动漫衍生产品的推广，例如奥贝婴童品牌及产品的推广。

(3) 频道扭亏为盈值得期待

由于频道落地费用及营销费用增加，嘉佳卡通今年将亏损几百万元。但我们认为，随着收视用户人数的增加、新动漫节目的陆续推出以及业务结构的战略调整（黄金时段

播出优秀节目提高收视率，并引入广告招标，增加广告收入），明年嘉佳卡通将为公司贡献新的利润增长点。参考民营收费儿童频道——台湾东森 YOYO，仅广告收入一年就可达到 7000~8000 万。

2、明年将有 4~5 部动漫影视新作品上市

(1) 前期推出的新剧有望带动玩具持续热销，2010 年下半年玩具销售收入可达到 2.5 亿

元以上

今年前三季度公司推出了《铠甲勇士之帝皇侠》、《果宝特攻》、《机甲兽神》及《火力少年王 3》等四部动漫影视作品。公司借鉴美国“孩之宝”模式，即向电视台、网站“赠播”动漫作品（收取较低版权费），从而拉动相关玩具热销。我们预计，今年下半年以来“奥迪双钻”玩具销量将会有明显提升，例如悠悠球、果宝特攻系列玩具、铠甲勇士帝皇侠等，销售收入可达到 2.5 亿元以上。

（2）策划中的新剧将陆续公映，2011 年影视收入达到 1 亿元以上，并有望带动全年玩具营收 6 亿元以上

2011 年上半年，公司将推出系列剧《铠甲勇士刑天》和《雷速登之闪电急速》，而《凯能机战》也正在加快策划和制作中，有望在下半年推出（见表 2）。其中，《铠甲勇士刑天》是由公司和上海永旭文化传播有限公司联合投资摄制，将于 2010 年 1 月寒假档期在全国各大省少儿频道热播。参照 2010 年公司动漫影视作品推出节奏，我们判断，明年公司亦将有 4~5 部影视新作品推向市场。

表 2：近期奥飞动漫动漫项目投资情况

动漫项目	总投资额	投资类型	公司投资
《铠甲勇士刑天》	2700 万元	合资	2040 万元，其中拍片投资额 1540 万元，开模手板投资额 500 万元，占 70%版权收益
《雷速登之闪电急速》	1327 万元	独资	1327 万元，影视片制作预计投入 1040 万元；开模手板投入 287 万元
《凯能机战》	3536 万元	合资	2798.4 万元，拍片投资额 2298.4 万元，投资比例为 65%，占 59.8%的版权收益。开模手板投资额 500 万元

资料来源：公司公告，民生证券研究所

（3）预计公司明年 EPS 0.56 元，增长 32%

按照以往影视新作对于玩具销量拉动效应的估计，我们认为，考虑公司已经推出十几部影视作品，2011 年 4~5 部影视作品将拉动影视收入达到 1 亿元以上，并将带动玩具全年销量提升 25%，营收 6 亿元以上。

（三）动漫全产业链运营平台战略确保公司具备长期投资价值

1、动漫衍生品授权的广度及深度扩大打开公司成长空间，预计未来五年年均增长 20%以上

公司对于动漫衍生品开发采用的是“预先授权、同步上市”的模式。

（1）在广度上，围绕内容形象，公司未来将争取在图书、饰品、动画片、电影、互联网等领域动产品实现同步上市。（2）在深度上，公司在授权模式和时限可以更加多元化和灵活化，最大程度挖掘动漫衍生品的经济价值。

我们认为，公司致力于提升动漫形象的知名度和美誉度，从而带动授权衍生品的发展，将成功打开公司成长空间，未来五年年均增长 20%以上。

2、存在强烈的对外收购预期

公司的业务经营涉及内容制作、市场营销、产品制造、媒体传播及形象授权等动漫全

产业链环节。产业布局上将以内容形象为核心，谋求对婴童玩具、动漫玩具、发行授权、互联网社区、网游等进行跨界经营。我们认为，在动漫全产业链运营平台战略指导下，公司存在强烈的对外收购预期。

3、公司文化为长期发展储备了充足动力

公司在跨地域跨界整合创意策划、导演、编剧、电脑制作等人才和团队，优秀创作人才和团队为公司发展储备了持续动力。公司将继续提高动漫影视片的产能，丰富动漫产品结构，并扩大动漫影视片及相关衍生产品的销售收入。

4、公司发展战略明确

由于动漫产业自身具有链条长且环节多，协同程度要求高等特点，且我国动漫产业处于初级阶段，公司打造一体化的动漫全产业链运营平台，是一种合乎动漫产业发展规律及企业实际经营情况的战略选择，这将有助于公司未来逐渐成长为本土真正富有竞争实力且规模巨大的领军企业。但我们认为，未来公司还需要重新审视动漫产业链的“微笑曲线”，重点占领动漫产业链的两端——前端的作品原创和后端的衍生品开发。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	591	700	871	1,117
增长率（%）	30.95%	18.46%	24.46%	28.21%
归属母公司股东净利润（百万元）	102	109	144	200
增长率（%）	55.95	7.09	32.05	38.86
每股收益（元）	0.78	0.43	0.56	0.78
毛利率（%）	37.9%	39.4%	41.3%	43.1%
净资产收益率 ROE(%)	14.2%	8.1%	9.8%	12.1%
每股净资产（元）	4.68	5.47	6.03	6.81
PE	47.23	86.64	65.61	47.25
PB	7.87	6.74	6.11	5.41
EV/EBITDA	-	67.76	50.05	36.24

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	591	700	871	1,117
减：营业成本	367	424	511	636
营业税金及附加	7	8	10	12
销售费用	48	73	91	117
管理费用	60	77	96	123
财务费用	4	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	2	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	103	119	164	230
加：营业外收支净额	15	5	5	5
三、利润总额	118	124	169	235
减：所得税费用	16	19	25	35
四、净利润	101	105	144	200
归属于母公司的利润	102	109	144	200
五、基本每股收益 (元)	0.78	0.43	0.56	0.78

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	-	67.76	50.05	36.24
成长能力:				
营业收入同比	31.0%	18.5%	24.5%	28.2%
营业利润同比	55.1%	14.8%	38.2%	40.0%
净利润同比	56.0%	3.6%	36.7%	38.9%
营运能力:				
应收账款周转率	5.31	4.36	4.44	4.49
存货周转率	3.27	2.81	2.66	2.78
总资产周转率	0.69	0.51	0.57	0.65
盈利能力与收益质量:				
毛利率	37.9%	39.4%	41.3%	43.1%
净利率	17.2%	15.6%	16.5%	17.9%
总资产净利率 ROA	11.8%	7.7%	9.4%	11.6%
净资产收益率 ROE	14.2%	8.1%	9.8%	12.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	17.68	12.75	12.34	11.86
资产负债率	6.4%	9.4%	9.5%	9.7%
长期借款/总负债	18.4%	22.2%	19.6%	16.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	0.43	0.56	0.78
每股经营现金流量	0.04	0.09	0.19	0.23
每股净资产	4.68	5.47	6.03	6.81

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	779	794	844	904
应收票据	0	0	0	0
应收账款	146	175	218	279
预付账款	36	70	87	112
其他应收款	3	7	9	11
存货	201	297	358	445
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,165	1,343	1,515	1,752
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	62	50	42	35
在建工程	5	13	13	13
无形资产	46	41	37	32
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	115	104	92	81
资产总计	1,280	1,447	1,608	1,832
短期借款	20	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	21	51	61	76
预收账款	7	34	41	51
其他应付款	0	1	1	1
应交税费	9	20	20	20
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	66	105	123	148
长期借款	15	30	30	30
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	15	30	30	30
负债合计	81	135	153	178
股本	160	256	256	256
资本公积	828	828	828	828
留存收益	205	314	458	657
少数股东权益	6	2	2	2
所有者权益合计	1,199	1,400	1,544	1,744
负债和股东权益合计	1,280	1,536	1,697	1,921

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	10	22	49	59
投资活动现金流量	(25)	(3)	0	0
筹资活动现金流量	753	(4)	1	1
现金及等价物净增加	737	15	50	61

分析师与行业专家简介

郑平，中国人民大学管理学博士，工信部高级工程师，曾供职于工信部电信研究院，4 年以上通信行业研究经验，主持或参与了多项政府部院及电信运营商课题项目，长期跟踪行业发展动态，对行业有较为深刻的理解和认识。2010 年加盟民生证券研究所。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008年加入民生证券，长期关注IT行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。