

奥飞动漫(002292)

商业模式清晰的国内动漫产业领军者

研究员: 孙华

执业证书编号: S0570208080267

电话: 025-83290935

E-mail: gaosheng999@gmail.com

地址: 南京市中山东路 90 号

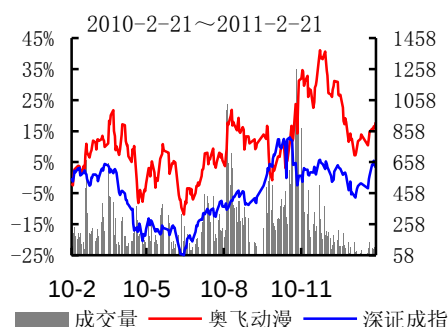
投资评级: 观望(维持)

传媒 II

当前价格(元): 31.42

目标价格(元): 32.00

股价走势图



相关研究

1 《奥飞动漫(002292):业绩符合预期、关注公司未来产业链布局》
2010.8

投资要点:

- 公司是国内最大的动漫玩具企业, 主营业务为动漫影视节目的制作、动漫形象的创作、动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售。公司采取集动漫内容创作与动漫产业运营为一体的商业模式, 在国内处于领先地位。
- 目前公司通过批发、零售以及批零结合三种方式, 产品已进入了分布在全国各地的近两万家商场、卖场和玩具销售店, 是国内玩具行业中营销体系最为完善和终端数最多的企业之一。
- 11 年全年公司将至少有 5 部动漫影视节目上映, 影视节目数量多于 10 年, 我们预计 11 年公司推出的影视节目收视效果也将好于 10 年, 并带动公司玩具等衍生产品销售情况优于 10 年。
- 公司旗下的“澳贝”婴童玩具目前是中国婴童玩具第一品牌, 10 年收入预计在 8000 万元, 我们认为公司在婴童玩具领域的领先地位可以保持甚至可以进一步扩大, 未来五年“澳贝”品牌的业绩增速将在 20%。
- 公司于 10 年上半年收购了“嘉佳卡通”频道并对其进行了一系列改造, 目前该频道覆盖人口近 3 亿。预计 11 年该频道将有望实现盈亏平衡, 覆盖人口将达到 5 亿。“嘉佳卡通”频道作为稀缺的媒体资源对公司的发展具有重要意义。
- 我们预计公司 2010 年-2012 年将实现归属母公司净利润 1.11 亿元、1.42 亿元和 1.91 亿元, 增速分别为 9%、29%和 35%。预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.43 元、0.56 元和 0.75 元, 对应当前股价市盈率分别为 73 倍、57 倍和 42 倍。
- 公司盈利模式清晰、产业链完整, 动漫内容创作与动漫产业运营水平在国内处于领先地位, 未来发展前景值得期待。但公司目前股价估值较高, 在传媒板块内也处于高端, 仅给予“观望”评级。
- **风险提示:** 公司动漫影视节目收视效果低于预期, 动漫玩具被严重盗版。

公司基本资料

总股本(万)	25600.00
流通 A 股(万)	6400.00
52 周内股价区间(元)	22.9-53.11
总市值(亿)	80.44
总资产(亿)	14.47
每股净资产(元)	4.97

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	5.91	7.46	9.53	12.07
+/-%	30.95	26%	28%	27%
净利润(百万)	101.65	111	142	192
+/-%	55.97	9	29	35
EPS(元)	0.40	0.43	0.56	0.75
P/E	79.01	72.66	56.50	41.90

公司是国内最大的动漫玩具企业，商业模式在国内处于领先地位

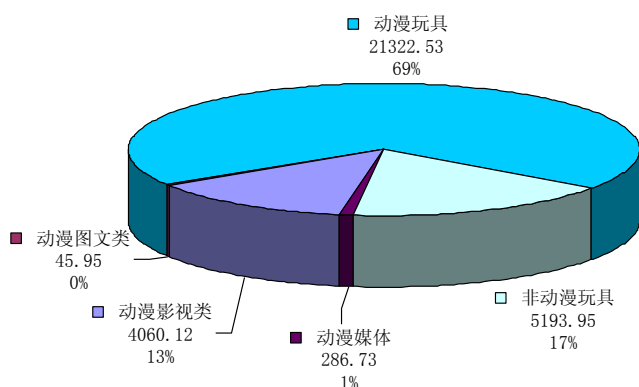
公司是国内最大的动漫玩具企业，主营业务为动漫影视节目的制作、动漫形象的创作、动漫玩具和非动漫玩具的开发、生产与销售。公司采取集动漫内容创作与动漫产业运营为一体的商业模式，在国内处于领先地位。

- **在动漫影视和动漫玩具方面：**公司借鉴美国孩之宝和日本万代等公司的成功经验，采取以自主开发的原创动漫内容和动漫形象带动具有自主品牌的动漫玩具销售的模式，目前取得较好效果，动漫玩具和动漫影视已经是公司销售收入和利润的主要来源。公司的《火力少年王》、《铠甲勇士》、《果宝特工》等一系列动漫影视作品已经在市场上具有较高知名度，并带动相关动漫玩具销售良好。
- **在非动漫玩具方面：**公司非动漫玩具产品主要为“澳贝”品牌婴童玩具，该品牌主要面向 0-6 岁的婴童，目前“澳贝”品牌销售收入在国内婴童玩具行业排名第一。
- **在动漫媒体领域：**公司通过收购收购广东嘉佳卡通影视有限公司 60%股权，成功拥有“嘉佳卡通”频道，成为国内第一家拥有上星动漫频道的民营企业，“嘉佳卡通”频道是全国五家上星动漫频道之一，该频道的收购使得公司在动漫影视节目播放渠道领域获得重要优势。

目前公司通过批发、零售以及批零结合三种方式，产品已进入了分布在全国各地的近两万家商场、卖场和玩具销售店，是国内玩具行业中营销体系最为完善和终端数最多的企业之一。

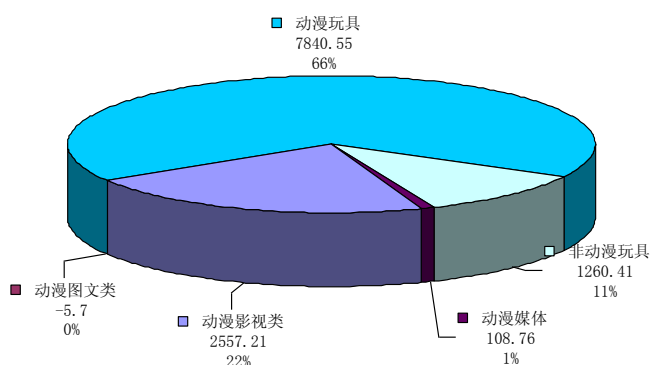
奥飞动漫是玩具行业第一家被国家工商总局认定为“中国驰名商标”的企业，其“奥迪”双钻玩具品牌被评为“中国驰名商标”和“中国名牌”。

图 1：奥飞动漫 10 年 1H 主营业务收入构成（单位：万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图 2：奥飞动漫 10 年 1H 主营业务毛利构成（单位：万元）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

动漫影视:预计11年全年上映5部以上新剧

根据广电总局网站公开资料以及公司节目制作进程看，11 年全年公司将至少有 5 部影视节目上映，其中《火力少年王 3》真人版和《铠甲勇士刑天》已经上映，另外还将有《雷速登闪电极速》、《巴啦啦小魔仙之彩虹心石》和《电击小子 3》将陆续上映。从公司推出的影视节目数量上看，已经过去的 10 年里公司只有《果宝特工》、《机甲兽神》、《火力少年王 3》动画版和电影《铠甲勇士帝皇侠》等 4 部影视节目上映，11 年影视节目多于 10 年。

从公司影视节目的收视效果和拉动公司玩具等衍生产品销售情况看，预计 11 年将好于 10 年。

- 10 年公司重点推出的《机甲兽神》和《铠甲勇士帝皇侠》销售情况低于预期，造成公司 10 年上半年业绩低于预期。
- 10 年下半年公司推出的《火力少年王 3》动画版引发了悠悠球销售热潮，几个月内悠悠球销售就超过 2 亿元，而这种情况仍将通过今年 1 月《火力少年王 3》真人版的推出而得到延续，预计 11 年全年悠悠球销售收入仍能超过 2 亿元，
- 11 年 2 月公司将推出的《雷速登闪电极速》有望延续 09 年《雷速登闪电冲线》的收视热潮，带来相关衍生玩具产品的热卖。
- 11 年初在“嘉佳卡通”频道上映的《铠甲勇士刑天》有望成为 11 年公司的明星产品，目前《刑天》的相关玩具衍生品已经在热卖中，全年销量有望达到 1.5 亿元。
- 另外，《电击小子 3》和《巴啦啦小魔仙之彩虹心石》将在三维动画片和女孩动画片市场产生影响，成为公司影视节目业绩的重要补充。

表 1：奥飞动漫 11 年上映新剧

序号	片 名	题材	集数	上映时间
1	火力少年王 3 真人版	当代青少	36	11 年初上映
2	雷速登之闪电极速	现实	52	预计 11 年 2 月
3	巴啦啦小魔仙之彩虹心石	现实	36	预计 11 年 2 季度
4	电击小子 3	科幻	26	11 年
5	铠甲勇士刑天	当代科幻	30	11 年 1 月上映

资料来源：广电总局网站、华泰证券研究所

表 2：奥飞动漫动漫节目剧照及衍生玩具。

片名	剧照	玩具衍生品
铠甲勇士刑天		
巴啦啦小魔仙		
电击小子		

火力少年王 3		
雷速登		

资料来源：互联网、华泰证券研究所

相关影视节目产品介绍

➤ 《铠甲勇士刑天》

《铠甲勇士》是一部真人版特摄剧， 由公司与上海禾旭广告有限公司联合投资，总投资额为 2700 万元，其中奥飞动漫投资 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。

截至目前，《铠甲勇士》衍生玩具销售收入已近 7 亿元，相关形象授权已涉及日用品、视频、娱乐等众多行业。

➤ 《雷速登之闪电急速》

由公司独家投资，总投资额为 1327 万元，资本金投入主要包括两个方面，一是影视片制作，投入 1040 万元；二是开模手板投入 287 万元。资金来源为公司 IPO 超募资金。

➤ 《火力少年王 3》

该剧配合公司在全国各地举办的产品推介会、各销售网点和商业卖场的巡回表演、地方电视台的悠悠球电视大赛以及与中央电视台合作组织的全国悠悠球比赛等与媒体结合的立体式的推广活动，将全国悠悠球市场推向了高潮，该系列影视片还在香港特别行政区、台湾地区、印尼、马来西亚、印度、韩国和菲律宾等国家和地区播放，取得较高的收视率，推动了公司悠悠球在海外的销售。

➤ 《电击小子 3》

公司制作的《电击小子》三维动画片的衍生项目。衍生产品主要为动漫玩具产品，包括公仔、装备、游戏机、遥控车等产品。《电击小子》是纯三维动画片，定位为公

司进军国际市场的代表。

➤ 《巴啦啦小魔仙》

该剧开创国内女孩动漫影视片先河，第一部已经取得较好收视效果。

“澳贝”：中国婴童玩具第一品牌，正在向其他婴童用品领域发展

公司旗下的“澳贝”婴童玩具目前是中国婴童玩具第一品牌，10 年收入预计在 8000 万元，从规模上看仍然有较大发展潜力。

婴童行业是指以 0-6 岁婴童为需求主体，提供家长对孩子从怀孕到生育、养育、教育三个层面所需求的产品和服务之行业，婴童服装、婴童食品、婴童玩具、婴童日用品、婴童服务构成婴童产业的主要部分。目前中国婴童行业市场规模在 5000 亿元人民币。

中国的婴幼儿用品市场行业仍处于不成熟的初级阶段，整个行业进入门槛不高，巨大的市场吸引了更多企业进入该行业，占有优势市场地位及拥有良好口碑的强势企业较少。目前，全国共有 4 万家婴童企业，婴童产品销售近 60%集中在批发市场。

中国市场上婴幼儿用品市场知名品牌并不多。其中，美国强生在婴幼儿卫浴市场占据了绝对优势，而丽婴房、好孩子则在婴幼儿服饰、耐用品等方面颇具影响力，而公司的“澳贝”品牌在婴童玩具这个细分市场处于领先地位。

目前，公司在在婴童领域的发展策略是：抓住国内婴童市场快速增长的机遇，在巩固和强化“澳贝”在婴童玩具国内第一品牌地位的同时，拓宽“澳贝”品牌在婴童用品的延伸，实现“澳贝”由婴童玩具品牌向婴童用品品牌的升级。

我们认为公司在婴童玩具领域的领先地位可以保持甚至可以进一步扩大，未来五年“澳贝”品牌的业绩增速将在 20%左右；但在其他婴童用品方面，公司的生产经营理念和经验仍然需要积累，其竞争优势仍然需要进一步培育。

表 3：“澳贝”婴童玩具产品

		
床铃系列	沐浴系列	积木系列

		
运动系列	摇铃系列	启智系列

资料来源：“澳贝”玩具主页、华泰证券研究所

“嘉佳卡通”：公司推广动漫节目和产品的重要渠道，11年有望实现盈亏平衡

10年上半年，奥飞动漫以自有资金9000万元收购广东嘉佳卡通影视有限公司60%股权，收购完成后，公司控股经营广东嘉佳卡通影视有限公司。

广东嘉佳卡通影视有限公司拥有全国五家专业卡通卫视频道之一“嘉佳卡通卫视”三十年的经营权。嘉佳卡通频道是广东省首家、全国第四家上星专业动画频道，隶属于南方广播影视传媒集团，是广东电视台第六电视频道。嘉佳卡通频道每天播出18小时。

目前全国一共有五家上星动画频道，分别为广东省的“嘉佳卡通卫视”，北京的“卡酷动画卫视”、江苏的“优漫卡通卫视”、上海的“炫动卡通卫视”和湖南的“金鹰卡通卫视”。

10年公司成功入主“嘉佳卡通”频道后，对其进行了一系列改造，包括：1. 重新打造其管理团队；2. 扩大频道覆盖区域，增强频道影响力；3. 推出新节目新栏目和新主持人。

目前“嘉佳卡通”已经覆盖广东、广西、海南、武汉、郑州、杭州、南昌、福州等省市，总覆盖人口接近3个亿。在覆盖地区选择上，公司的策略是避开动漫业较发达、竞争较激烈的东部地区，以开发中西部地区为主。

在频道栏目改造上，公司新推出了快乐童声、辣妈育婴坊、开心宝贝等一系列栏目，已经取得了较好效果。另外在奥飞动漫入主“嘉佳卡通”频道后，奥飞动漫的动漫节目和“奥迪双钻”玩具广告也更多在黄金时段推出。

10年是“嘉佳卡通”频道的投入期，主要实现落地范围的快速扩大和影响力的上升，由于各地有线网络运营商收取的频道落地费价格较高（一般每个地区的频道落地费在200-500万元之间），而“嘉佳卡通”频道目前获得的广告费用不足以支撑，“嘉佳卡通”频道10年预计亏损数百万元。11年公司将把重点放在增加“嘉佳卡通”频道广告收入上，在扩大落地范围上公司并不希望过于迅速。预计11年“嘉佳卡通”覆盖人口将达到5亿，频道将实现盈亏平衡。

表 4：中国五家上星动画卡通频道

频道标志	频道名称	归属省市	上星时间
	嘉佳卡通卫视	广东	2009 年 12 月
	卡酷动画卫视	北京	2006 年 10 月
	优漫卡通卫视	江苏	2010 年 7 月
	炫动卡通卫视	上海	2004 年 12 月
	金鹰卡通卫视	湖南	2004 年 4 月

资料来源：华泰证券研究所

公司是集内容原创和产业运营于一体的动漫公司，“嘉佳卡通”频道作为稀缺的媒体资源对公司的发展具有明显意义，一方面，“嘉佳卡通”频道运营成熟后，可以为公司贡献收入，改善公司收入结构，并平滑公司业绩；另一方面，“嘉佳卡通”频道本身作为重要媒体资源，能够有效宣传公司的动漫节目、和各类玩具产品，增强公司的媒体话语权和市场影响力，其对公司的长远发展构成利好。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2010 年-2012 年将实现归属母公司净利润 1.11 亿元、1.42 亿元和 1.91 亿元，增速分别为 9%、29%和 35%。预计公司 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.43 元、0.56 元和 0.75 元，对应当前股价市盈率分别为 73 倍、57 倍和 42 倍。

公司盈利模式清晰、产业链完整，动漫内容创作与动漫产业运营水平在国内处于领先地位，未来发展前景值得期待。但公司目前股价估值较高，在传媒板块内也处于高端，仅给予“观望”评级。

投资风险提示

1. 公司动漫影视节目收视效果低于预期的风险。公司在 11 年将推出 5 部以上动漫影视节目，如果其中一些节目收视效果低于预期，对公司业绩将产生一定负面影响。
2. 公司动漫玩具被盗版的风险。公司通过动漫影视节目带动其动漫玩具的销售，如果公司的动漫玩具被严重盗版或仿制，将使得公司业绩受到不利影响。

表 5：奥飞动漫分业务盈利预测（单位：万元）

		2008	2009. 1H	2009	2010. 1H	2010E	2011E	2012E
动漫影视类	收入	402.69	235.79	6430.92	4060.12	8746.05	11807.17	15821.61
	收入增速					36%	35%	34%
	成本	796.24	1093.90	2455.60	1502.91	3015.15	4049.86	5442.63
	毛利率	-97.73%	-363.93%	61.82%	62.98%	65.53%	65.70%	65.60%
动漫图书类	收入	723.98	218.50	238.55	45.95	105	120	160
	收入增速					-55.98%	14.29%	33.33%
	成本	440.95	279.95	283.53	51.65	110	115	150
	毛利率	39.09%	-28.12%	-18.86%	-12.40%	-4.76%	4.17%	6.25%
动漫玩具	收入	27502.17	28279.22	40890.23	21322.53	51525	65353	82405
	收入增速					26.01%	26.84%	26.09%
	成本	13163.44	15751.82	24961.84	13481.98	32512.28	41499.16	51915.15
	毛利率	52.14%	44.30%	38.95%	36.77%	36.90%	36.50%	37%
非动漫玩具类	收入	16138.87	5778.12	11431.16	5193.95	12350	14820	17784
	收入增速					8.04%	20.00%	20.00%
	成本	11830.20	3972.87	8873.83	3933.54	9262.5	10966.8	12982.32
	毛利率	26.70%	31.24%	22.37%	24.27%	25%	26%	27%
动漫媒体	收入				286.73	1800	3050	4300
	收入增速							
	成本				177.97	2400	3100	3800
	毛利率				37.93%	-33.33%	-1.64%	11.63%
主营业务合计	收入	44767.70	34511.62	58990.86	30909.28	74526.05	95150.17	120470.61
	收入增速					26.33%	27.67%	26.61%
	成本	26230.83	21098.53	36574.80	19148.05	47299.93	59730.81	74290.10
	毛利率	41.41%	38.87%	38.00%	38.05%	36.53%	37.22%	38.33%

资料来源：华泰证券研究所

表 6：奥飞动漫重要财务指标预测

重要财务指标				
单位: 百万元				
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	591	746	953	1207
收入同比(%)	31%	26%	28%	27%
归属母公司净利润				
润	102	111	142	192
净利润同比(%)	56%	9%	29%	35%
毛利率(%)	37.9%	36.5%	37.2%	38.3%
ROE(%)	8.5%	8.5%	9.8%	11.7%
每股收益(元)	0.40	0.43	0.56	0.75
P/E	79.01	72.66	56.50	41.90
P/B	6.73	6.16	5.55	4.90
EV/EBITDA	61	54	41	30

资料来源：华泰证券研究所

表 7：奥飞动漫盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1165	1238	1361	1536	营业收入	591	746	953	1207
现金	779	776	749	760	营业成本	367	474	598	744
应收账款	146	159	208	268	营业税金及附加	7	8	10	13
其他应收款	3	8	15	20	营业费用	48	64	83	104
预付账款	36	45	62	84	管理费用	60	79	102	128
存货	201	250	326	403	财务费用	4	-5	-5	-5
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	0	1
非流动资产	115	159	200	236	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	62	103	137	164	营业利润	103	126	164	223
无形资产	46	52	61	71	营业外收入	16	5	6	7
其他非流动资产	8	4	2	1	营业外支出	1	1	2	3
资产总计	1280	1397	1561	1772	利润总额	118	131	168	226
流动负债	66	67	84	99	所得税	16	20	26	35
短期借款	20	0	0	0	净利润	101	110	142	191
应付账款	21	37	46	55	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	25	31	38	44	归属母公司净利润	102	111	142	192
非流动负债	15	20	25	30	EBITDA	119	134	178	244
长期借款	15	20	25	30	EPS (元)	0.64	0.43	0.56	0.75
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	81	87	109	129	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	6	6	5	5	成长能力				
股本	160	256	256	256	营业收入	31.0%	26.3%	27.7%	26.6%
资本公积	828	732	732	732	营业利润	55.1%	22.2%	29.6%	36.1%
留存收益	205	316	458	649	归属于母公司净利润	55.9%	8.7%	28.6%	34.8%
归属母公司股东权益	1193	1304	1446	1638	获利能力				
负债和股东权益	1280	1397	1561	1772	毛利率 (%)	37.9%	36.5%	37.2%	38.3%
现金流量表					净利率 (%)	17.2%	14.8%	14.9%	15.9%
单位: 百万元					ROE (%)	8.5%	8.5%	9.8%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	20.1%	18.5%	18.4%	20.2%
经营活动现金流	10	70	23	65	偿债能力				
净利润	101	110	142	191	资产负债率 (%)	6.4%	6.3%	7.0%	7.3%
折旧摊销	12	13	20	27	净负债比率 (%)	49.19%	22.86%	22.83%	23.22%
财务费用	4	-5	-5	-5	流动比率	17.68	18.34	16.20	15.51
投资损失	0	0	0	0	速动比率	14.62	14.58	12.26	11.40
营运资金变动	-112	-48	-134	-147	营运能力				
其他经营现金流	5	0	1	-1	总资产周转率	0.69	0.56	0.64	0.72
投资活动现金流	-25	-59	-61	-63	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	25	50	50	50	应付账款周转率	14.26	16.45	14.42	14.72
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	0	-9	-11	-13	每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.43	0.56	0.75
筹资活动现金流	753	-15	10	10	每股经营现金流 (最新)	0.04	0.27	0.09	0.25
短期借款	-115	-20	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	4.66	5.09	5.65	6.40
长期借款	15	5	5	5	估值比率				
普通股增加	40	96	0	0	P/E	79.01	72.66	56.50	41.90
资本公积增加	828	-96	0	0	P/B	6.73	6.16	5.55	4.90
其他筹资现金流	-16	0	5	5	EV/EBITDA	61	54	41	30
现金净增加额	737	-3	-27	12					

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。