

定期报告

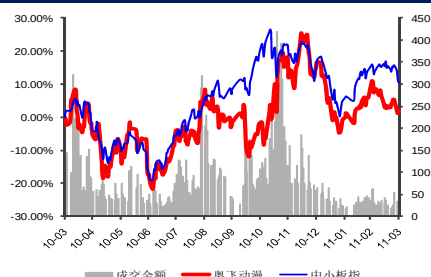
强大产业平台，凝聚动漫核心价值

传媒行业

2011 年 3 月 30 日

投资评级：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》

《中国动漫产业的帝皇侠-奥飞动漫深度研究报告》

报告作者：

国联证券研究所传媒娱乐组

何冰冰

执业证书编号：S0590210040004

联系人：

李斌

电话：0510-82833337

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。

截至证券研究报告发布日，本公司持有奥飞动漫 4002368 股，市值为 1.21 亿元，占奥飞动漫公司总股本的 1.56%。

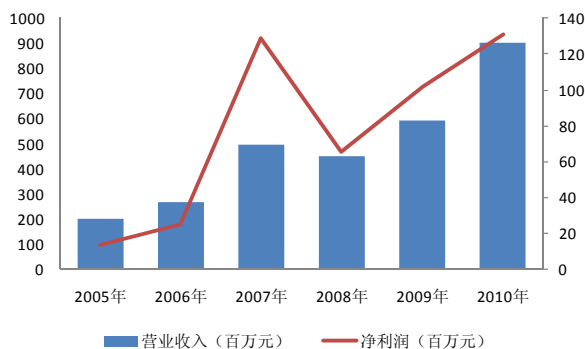
奥飞动漫（002292）2010 年年报点评

- 奥飞动漫发布 2010 年年度报告，全年业绩符合预期。奥飞动漫 2010 年实现营业收入 9.04 亿，同比增长 52.85%；全年实现净利润 1.31 亿，同比增长 28.8%，合每股收益 0.51 元，符合我们之前报告中的盈利预测。未来奥飞动漫不仅将能巩固已有成功项目，取得长期增长；更能增强在新项目上的运作能力和储备基础，从而保证业绩的复合高增长。
- 目前中国动漫产业的核心价值在“产业”，拥有强大商业化平台的奥飞动漫应当比其他动漫企业更值得重视。综合而言，奥飞动漫的真正价值在于其商业模式切合中国动漫产业的发展轨迹；在于其盈利模式具有持续爆发力；在于其产业模式已经具有成熟化的平台特征；在于其文化模式和产业价值的高度融合，是新兴产业“模式即价值”的真正体现。
- 我们预测公司 11 年-13 年 EPS 分别为 0.76 元、1.01 元和 1.3 元，基于现有价值的合理估值区间大致在 28-35 元间。同时，我们认为奥飞动漫作为中国最为优秀的动漫产业平台，正处在核心竞争力不断增强的阶段，从而其估值在进入成熟期前都将会是保持较高溢价。以预期 11 年 60 倍市盈率计，我们认为奥飞动漫中期股价目标为 45-50 元。
- 综上所述，我们认为奥飞动漫将在 2011 年实现对现有价值区间的突破，真正显现“中国最有价值动漫产业平台”的实力，当前股价已经具有吸引力，维持“推荐”评级。
- 主要风险在于动漫产品销售可能低于预期，及中小市值个股整体估值水平受到系统性风险冲击。

一、2010 年业绩符合预期

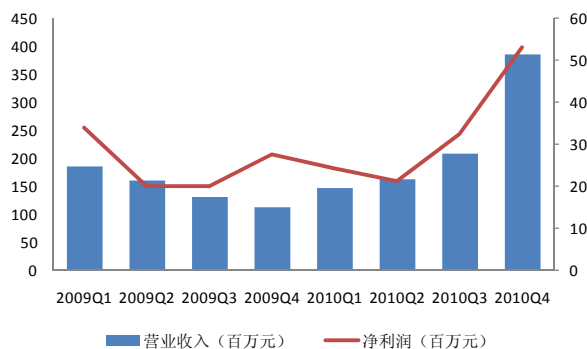
奥飞动漫发布 2010 年年度报告，全年业绩符合预期。奥飞动漫 2010 年实现营业收入 9.04 亿，同比增长 52.85%；全年实现净利润 1.31 亿，同比增长 28.8%，合每股收益 0.51 元，符合我们之前报告中的盈利预测。从年度表现看，奥飞动漫业务增长仍处于稳健的高增长阶段。从季度表现来看，则奥飞动漫在 10 年保持了收入和利润逐季升高的态势。这主要是由于奥飞动漫在 2010 年推出《火力少年王 3》、《铠甲勇士》、《果宝特工》等动漫作品市场反馈良好，公司产品线得以丰富，并充分发挥了公司的品牌优势。

图表 1：奥飞动漫经营状况的年度变化



数据来源：国联证券研究所

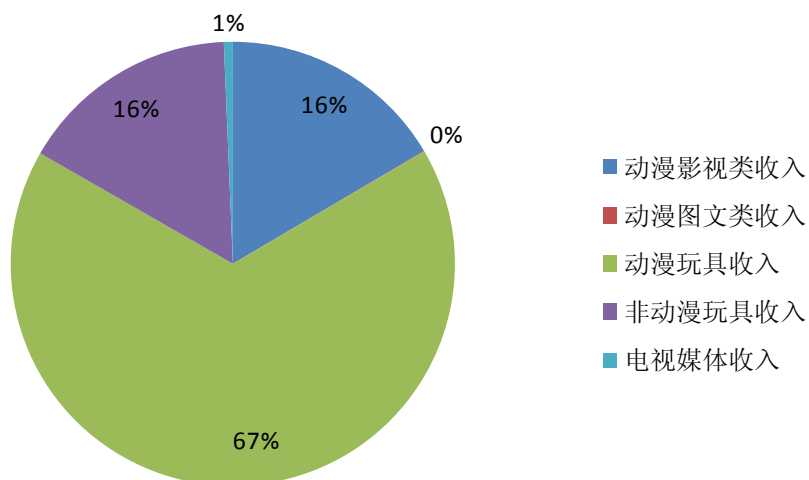
图表 2：奥飞动漫经营状况的季度变化



数据来源：国联证券研究所

分业务来看，动漫玩具仍然是公司业绩增长的主要来源，而其他业务的增长令人振奋。2010 年，奥飞动漫动漫玩具收入达 6.02 亿元，占公司动漫业务总营收的 67%，相比 2008、2009 年，玩具收入占比继续稳步下降。与动漫玩具 47.34% 的收入增速相比，动漫影视类收入（主要包含授权业务）增长 131.75%，突显出奥飞动漫逐渐从玩具公司向全面的动漫产业集团转型的成果。动漫影视类收入及非动漫玩具（主要是婴童类产品）收入过亿，并保持高速增长的势头显示出奥飞动漫业务收入来源将更趋向多元化。

图表 3： 奥飞 10 年分业务收入占比情况

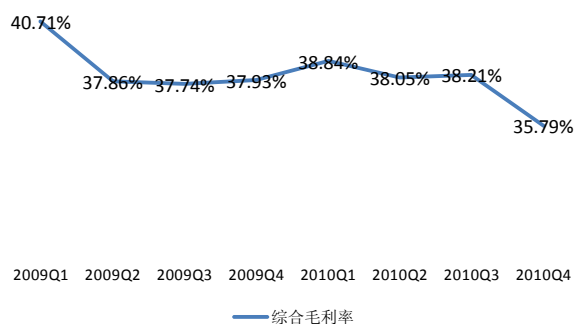


数据来源：国联证券研究所

从毛利率情况看，奥飞动漫“动漫+玩具”的业务模式有助于其对抗劳动力和原材料成本的上升。从综合毛利率表现看，奥飞动漫尚未能如孩之宝等国外公司那样，保持相对高和稳定的毛利率。动漫玩具 47.34%的收入增速和 62.46%的营业成本增速对比显示，转型发展中的奥飞动漫仍然受到沿海地区劳动力成本和原材料成本快速上升的影响。但从分业务的毛利率情况来看，除动漫玩具毛利率出现下降以外，动漫影视类（授权）业务毛利率及非动漫玩具（婴童）业务毛利率都有小幅上升。

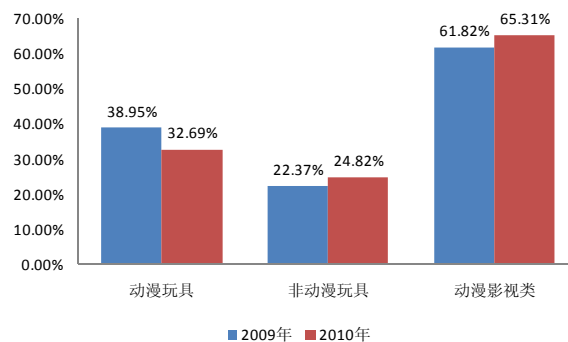
我们认为，中国经济发展和世界经济形势的大环境决定了中国制造业劳动力成本进入到无法逆转的上升期，而大宗原材料价格则在相当长时间内仍会冲击企业利润，中国制造业企业必然要经历毛利率承受较大压力的时代。但奥飞动漫通过自主品牌和形象拉动两种有力模式，在一定程度上缓解了成本冲击。这更多显示出奥飞作为一家以动漫衍生品为主业的公司，不同于一般玩具公司的优势。

图表 4：奥飞动漫综合毛利率变化



数据来源：国联证券研究所

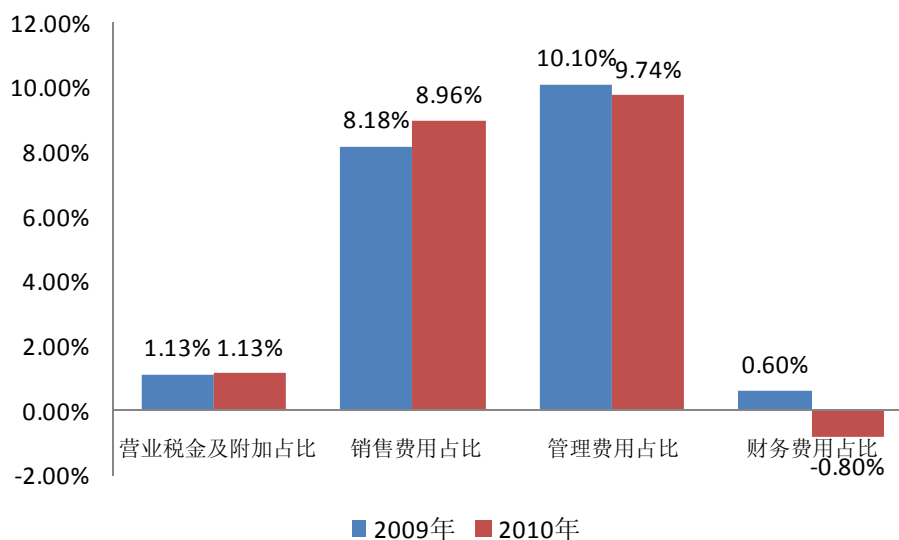
图表 5：奥飞动漫分业务毛利率变化



数据来源：国联证券研究所

此外，奥飞动漫在 10 年继续保持主要费用率的稳定。在相关消费品竞争激烈，且公司业务规模不断扩大的情况下，稳定的费用率显示出公司长期稳健经营的良好基础及品牌影响力在产品销售中所起的事半功倍的效果。

图表 6：奥飞 10 年主要费用率情况对比



数据来源：国联证券研究所

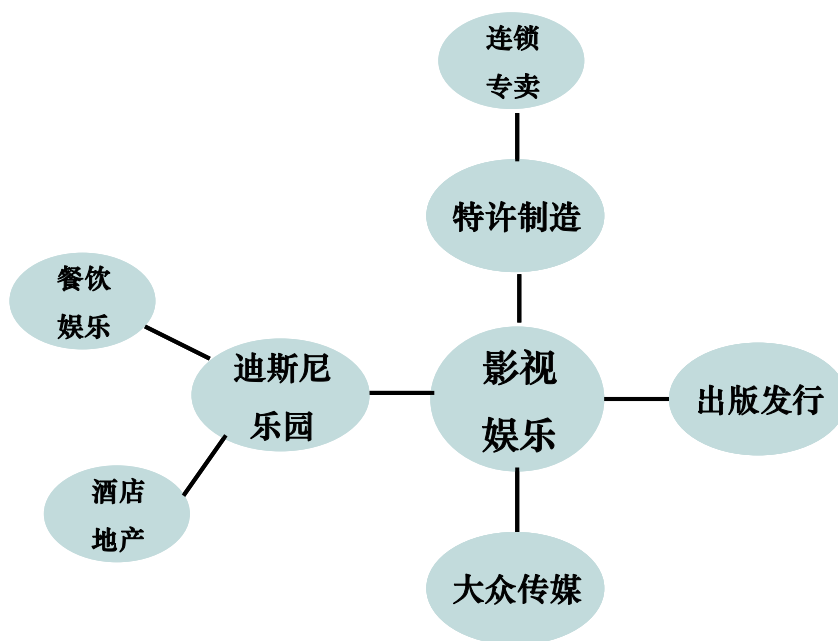
综上所述，奥飞动漫 2010 年经营业绩符合我们之前判断。尤其是我们所指出的，2010 年中期是奥飞动漫业绩拐点的观点得到验证。未来奥飞动漫不仅将能巩固已有成功项目，取得长期增长；更能增强在新项目上的运作能力和储备基础，从而保证业绩的复合高增长。

二、产业平台应获得更多掌声

对于动漫产业的投资逻辑，我们曾在过往报告中做了结论性的论述：动漫产业核心竞争力在于，可成功商业化的动漫形象和整体化设计的产业理念。能够建立完善的动漫产业链，支持有明确和完善商业模式的动漫企业将拥有最大潜力成长为中国动漫创意产业的明日巨擘（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）。这其中有两层含义，一是动漫形象应具有商业化的可能，并尽可能拥有最大的商业空间；二是应具备支持形象商业化的产业能力。尽管我们早已强调了这两大条件缺一不可，但实际上无论是二级市场对动漫产业的判断，还是大众媒体普遍的认知，都还仅仅停留在对动漫形象的直观认识上。我们认为这是对奥飞动漫长期战略价值判断及中短期业绩表现预期存在误区的重要原因。

“言动漫必称喜羊羊”是过于强调形象重要性的表现。虽然动漫形象是整个动漫产业的核心，但我们可以从已有案例证明成功的动漫形象背后更主要的是产业运作。以“阿童木”而言，是日本明治食品与森永食品的产业竞争对品牌授权的需求提高所致；以皮克斯而言，迪斯尼公司强大的发行和后续衍生品销售能力是支持“皮克斯神话”的根本所在；而对于变形金刚和高达等机器人形象而言，在推出初期更是以“玩具推动动画”的形式出现的。

图表 7：迪斯尼产业构架



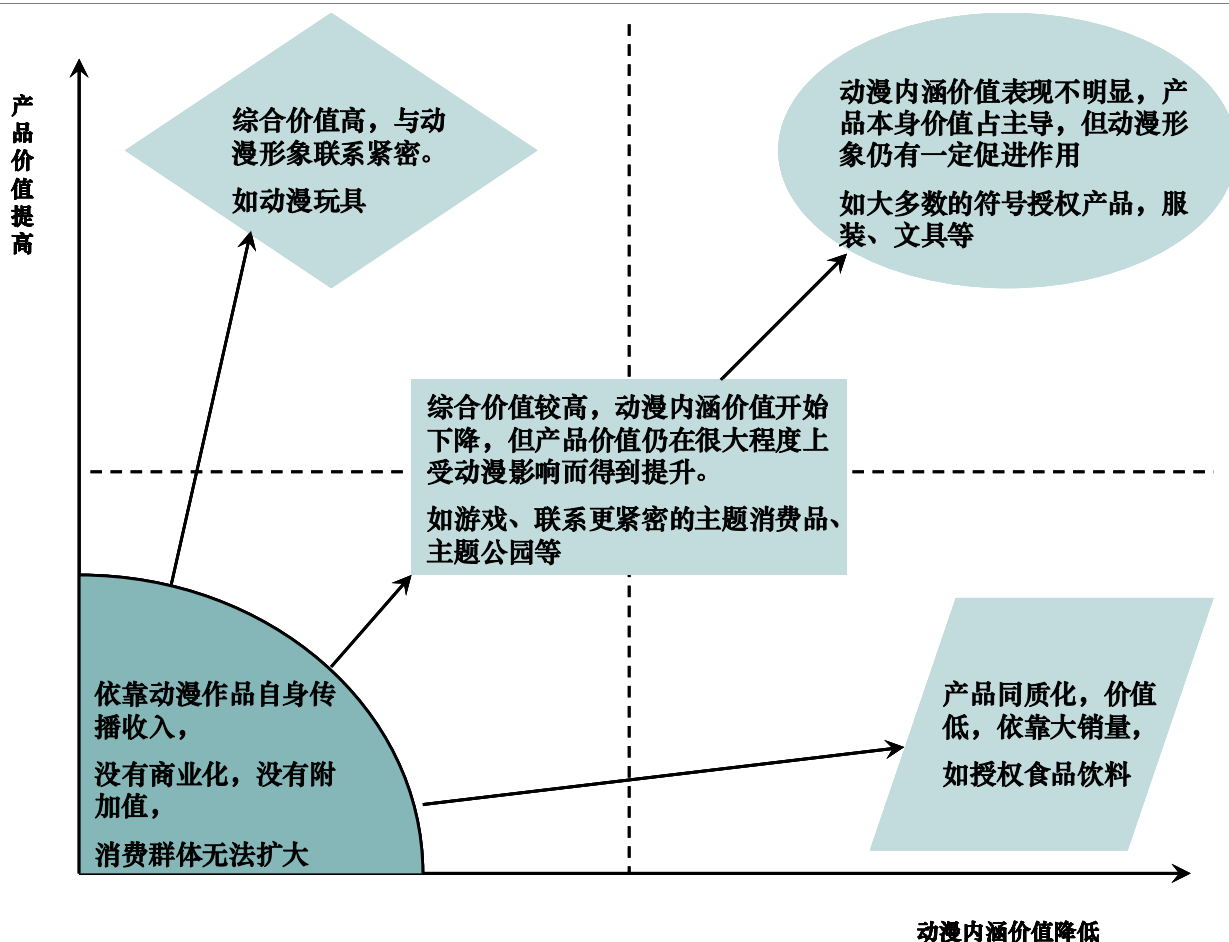
数据来源：国联证券研究所

以上案例证明，单纯动漫形象的人气和口碑并不能和其商业价值、盈利能力划上等号。也正因如此，国内知名度最高的动漫作品《秦时明月》还难以宣布盈利，拥有喜羊羊代理权的动漫火车集团 2010 年的收入 7460 万港币也是低于大家的直观认识的。

因此，我们要再次强调的是，目前中国动漫产业的核心价值在“产业”，拥有强大商业化平台的奥飞动漫应当比其他动漫企业更值得重视。我们从三方面分析这个观点：

首先，动漫和玩具的天然结合度意味着奥飞动漫的成功是经过产业历史发展验证的。我们的四象限“动漫衍生品开发模式示意图”已经明示，动漫玩具是充分利用动漫形象内涵价值最为充分的衍生品形式，也是拓展动漫商业价值最快捷的方式。因此，在 70-80 年代的动漫黄金时代，无论日本还是美国，玩具公司作为动漫产业龙头的地位都是毋庸置疑的，也由此诞生了孩之宝、万代等知名的动漫玩具企业。这一客观发展规律也将在中国重演。

图表 8： 动漫衍生产品开发模式



数据来源：国联证券研究所

即使考虑玩具业本身的增长也是相当可观的。2009 年，全球玩具市场规模为 800 亿美元，其中美国 215 亿美元，日本 6949 亿日元。分项来看，美国玩具市场上动画人物及配件一项销售 16 亿美元，占比 7.4%；日本的男孩形象商品销售 548 亿日元，占比 7.8%。但是如果考虑面向成人的动漫人偶玩具也包括进来，则一国玩具业市场中 25% 左右与动漫有关。

中国动漫业潜在消费人口约为 2-3 亿，而世界十大玩具市场中除中国、印度、巴西以外，玩具消费人均支出均在 300 美元以上。假设随着国民收入增长，中国人均玩具消费支出增长 1 倍以上，达到巴西 50 美元的水准，则中国玩具市场总规模在 100-150 亿美元，即 680-1000 亿人民币，以市场零售价为出厂价 2.5 倍计算，玩具业有 270-400 亿的收入空间可以去争取。而根据世界各国发展情况来看，一国动漫玩具巨头只是有限的数家，最终将进入“强者通吃”格局。

图表 9： 2009 年全球前 10 位玩具市场

Country Rank		Country	Toy Market Size	Country Share		Spend/kid	Kids Population	% to 15+ yrs
2009	2008		2009 (million \$)	2009	2008	2009 (\$)	2009 (million)	2009
1	1	United States	\$21510	26.8%	27.9%	\$280	61.9	19%
2	2	Japan	\$5820	7.2%	7.5%	\$288	17.1	15%
3	3	China	\$4954	6.2%	5.8%	\$20	242.7	1%
4	4	United Kingdom	\$4317	5.4%	5.3%	\$361	10.2	14%
5	5	France	\$4239	5.3%	5.2%	\$308	11.9	13%
6	6	Germany	\$3420	4.3%	4.1%	\$244	11.2	20%
7	7	Brazil	\$2773	3.5%	2.7%	\$51	53.1	3%
8	8	India	\$2091	2.6%	2.5%	\$6	352.5	0%
9	13	Australia	\$1881	2.3%	1.8%	\$401	3.93	16%
10	12	Canada	\$1872	2.3%	2.1%	\$296	5.39	15%

数据来源： NPD 国联证券研究所

其次，我们看到奥飞动漫在动漫形象的推出上走了一条务实、有效的路线。奥飞动漫的动画作品大多可归于商业动画性质，但相比采用庞大集数轰炸或是昂贵 3D 效果等策略的动画片而言，奥飞动漫作品的播出效果出人意料的好。在奇艺网动画专区，奥飞动漫几乎所有动画片均进入热播的 TOP15，而在前 8 位则有三部片是属于奥飞动漫的。尤其考虑到奥飞动漫的铠甲勇士等片一般是 52 集规制，在与 530 集的喜羊羊、142 集的猫和老鼠等片的竞争中拥有如此高的点播率，其成功是显而易见的。

图表 10: 奇艺网热播榜

 共142集全 猫和老鼠 播放: 337245691次 评价: 9.1 (39983评)	 共530集全 喜羊羊与灰太狼 播放: 315810410次 评价: 9 (61283评)	 共52集全 铠甲勇士 播放: 123395192次 评价: 9 (49089评)	 共156集 (至78集) 大头儿子小头爸爸 播放: 98550559次 评价: 8.9 (9756评)
 共52集全 迪迦奥特曼 播放: 88751149次 评价: 9.1 (32234评)	 共52集全 电击小子 播放: 66724096次 评价: 9.1 (15254评)	 共52集全 海绵宝宝 播放: 51152766次 评价: 9.2 (19336评)	 共52集全 果宝特攻 播放: 49522545次 评价: 9.4 (21683评)

数据来源: 奇艺网, 国联证券研究所

最后, 奥飞动漫拥有将动漫价值转化为商业盈利的强大实力, 这得益于它强大的动漫产业平台。不仅是动画片本身受到欢迎, 奥飞更是通过自己对动漫玩具项目的丰富运作经验, 不断创造出新的“玩具销售神话”。最为明显的案例是 10 年下半年推出的《火力少年王 3》将一个曾经在十多年前就风靡过, 并且奥飞自己也运作过三次的, 并不新鲜的玩具品类做出了近 4 亿的销售成绩, 如果考虑市场零售以及由奥飞所带动的跟风 and 盗版产品, 则整个溜溜球玩具规模因此而扩大到百亿规模。根据《中外玩具制造》评选, “2010 年度中国市场十大畅销玩具”中奥飞动漫独占两席。这种竞争力在中国玩具业界和动漫业界都是少有竞争对手的。

图表 11： 2010 年十大畅销玩具

序号	品牌	产品	出品公司
1	奥迪双钻	果宝特攻	广东奥迪动漫玩具有限公司
2	三丽欧	Hello kitty系列	三丽欧公司
3	TOMY	托马斯火车系列	TAKARATOMY 集团
4	芭比	芭比百变时装礼盒	美泰有限公司
5	灵动-美亚美	圣石奇兵	广州灵动创想文化科技有限公司
6	百利威	教学机器人	广州锦威贸易有限公司
7	乐高	创意颗粒系列	乐高集团
8	孩之宝	变形金刚	孩之宝公司
9	好孩子	婴儿推车	好孩子集团
	悠悠球		广东奥迪动漫玩具有限公司

数据来源：奇艺网，国联证券研究所

综合而言，奥飞动漫的真正价值在于其商业模式切合中国动漫产业的发展轨迹；在于其盈利模式具有持续爆发力；在于其产业模式已经具有成熟化的平台特征；在于其文化模式和产业价值的高度融合，是新兴产业“模式即价值”的真正体现。动漫庞大的产业链和价值链决定了，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；而中国消费业产业链不集中的特质又决定了依靠企业联合的模式很难实现这种一体化，因此有能力打造一体化动漫产业平台的大型集团公司就会显得尤为重要。奥飞动漫正是在动漫内容制作、发行传播、衍生品设计制造等环节上具有全面优势的企业。

随着中国动漫产业真正走向市场，我们预期大规模的产业整合将形成潮流，而作为动漫产业平台运营者的奥飞动漫而言，将长期受益。奥飞动漫以动漫为纽带运作完整儿童消费产业平台的战略日渐清晰，以“奥迪双钻”品牌为核心引导的动漫玩具业务线；以“澳贝”和“迪迪世界”为核心引导的婴童产品业务线，以及以“嘉佳卡通”为核心引导的动漫传媒业务线将依次进入其强盛时期，最终形成互相支持的“铁三角”。在其业务核心逐渐成熟的过程中，奥飞强大的产业平台将成为具有极大吸引力的“吸铁石”。中国普遍缺乏盈利模式的动漫企业和普遍缺乏商业模式的消费品企业都有望向奥飞的平台靠拢，不断壮大奥飞动漫的整体实力，并最终向中国最大的动漫产业集团目标前进。

因此，我们坚持以三种不同层次的估值方式来认识奥飞动漫的价值。

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

我们认为现有价值最为客观，我们认为应采用 DCF 估值；而潜在价值和战略价值共同构成奥飞动漫的预期价值，来源于我们对奥飞动漫长期规模扩张、业绩增长的预测和对其行业稀缺性、产业领导者地位的溢价判断。我们认为市值比较方法在其中起到非常大的作用。对于当前 PE 估值相对较高的现状，我们则认为，奥飞动漫处在一个即将腾飞的产业中，公司每一年的内生增长或是外延扩张都可能带来核心竞争力质的飞跃。从这个角度来说，我们认为资本市场应将会逐步认识到产业平台才是中国动漫产业链的核心价值所在。因此作为中国最优秀的动漫产业平台企业，奥飞动漫的估值水平在公司进入成熟期前都将会是保持较高溢价的。

鉴于公司 2011 年仍有《巴啦啦小魔仙之彩虹心石》、《雷速登系列》等新品推出，而《铠甲勇士》、《火力少年王》等品牌项目仍有持续销售能力，未来项目储备情况也逐渐进入良性循环，鉴于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。我们预测公司 11 年-13 年 EPS 分别为 0.76 元、1.01 元和 1.3 元，根据我们对公司的估值假设，对应下的 DCF 估值合理区间大致在 28-35 元间。即奥飞动漫历史股价表现仅仅反映了第一层次的现有价值。

从奥飞动漫的稀缺价值和对其动漫产业平台不断壮大的预期出发，我们则认为奥飞动漫有能力维持相对较高的市盈率估值。以预期 11 年 60 倍市盈率计，我们认为奥飞动漫中期股价目标为 45-50 元。

综上所述，我们认为奥飞动漫将在 2011 年实现对其现有价值区间的突破，真正显现“中国最有价值动漫产业平台”的实力，当前股价已经具有吸引力，未来股价将有 50%左右的增长空间，维持“推荐”评级。

三、风险因素

- 1、动漫产品销售具有不确定性，可能低于预期；
- 2、中小市值公司受市场系统性风险而出现估值水平整体下降；
- 3、政策性风险

图表 12: 奥飞动漫业绩预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.51	0.76	1.01	1.30
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	5.17	5.93	6.94	8.24
ROIC	9%	8%	12%	12%
ROE	10%	13%	15%	16%
毛利率	36%	37%	37%	38%
EBIT Margin	16%	16%	17%	18%
EBITDA Margin	16%	17%	18%	19%
收入增长	53%	43%	33%	32%
净利润增长率	29%	48%	33%	29%
资产负债率	18%	11%	11%	11%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	59.5	40.3	30.2	23.4
P/B	5.9	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	55.7	35.8	26.4	19.1

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	903	1291	1711	2255
营业成本	580	820	1078	1398
营业税金及附加	10	15	19	25
销售费用	81	116	154	203
管理费用	88	132	173	226
财务费用	(7)	(6)	(3)	(2)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(12)	(5)	(5)	(5)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	140	210	285	400
营业外净收支	8	15	15	15
利润总额	147	225	300	415
所得税费用	23	36	47	83
少数股东损益	(7)	(5)	(5)	(1)
归属于母公司净利润	131	194	258	333

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	885	785	679	656
应收款项	114	354	469	618
存货净额	252	363	477	619
其他流动资产	65	77	103	135
流动资产合计	1316	1579	1727	2029
固定资产	86	93	114	134
无形资产及其他	197	192	187	182
投资性房地产	9	9	9	9
长期股权投资	0	40	60	80
资产总计	1609	1913	2098	2434
短期借款及交易性金融负债	10	10	10	10
应付款项	132	68	89	116
其他流动负债	71	43	56	73
流动负债合计	213	121	156	200
长期借款及应付债券	12	12	12	12
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	12	12	12	12
负债合计	225	133	168	212
少数股东权益	59	54	49	48
股东权益	1324	1518	1776	2108
负债和股东权益总计	1609	1705	1993	2368

数据来源：国联证券研究所

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

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

免责声明：

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。