

大文化 大娱乐 大动漫

民生精品---调研简报/传媒行业

2011年4月18日

一、事件概述

近期,我们对奥飞动漫公司进行了现场调研,并同公司高管就今年经营情况进行了充分交流。对于公司践行的“内容形象+玩具+X”商业模式,以及“嘉佳卡通”频道与动漫玩具、婴童业务的产业合作,这些势必会成为促进公司业绩持续增长的重要因素。

二、分析与判断

► 公司打造的“跨内容、跨媒体、跨产业的大动漫产业生态系统”正在形成

1、公司处于“大动漫产业生态系统”的核心地位。公司以原创动漫形象及内容为核心,打造婴童玩具、动漫玩具、媒体授权、网游、互联网社区等跨内容、跨媒体、跨产业的大动漫产业生态系统。该系统囊括了动漫创作、发行、播出、授权、产品开发、销售等各类产业合作伙伴,目前奥飞公司正处于该生态系统的核心位置。我们判断,奥飞公司耗费多年打造的大动漫产业生态系统正在形成,且发展态势看好。

2、大动漫产业生态系统利于未来的动态竞争。公司目前在产业布局方面所采取的很多工作,都是对大动漫产业生态系统诸多短板的完善。例如,2011年公司将渠道下沉至县,加快渠道扁平化,即是补足系统的销售短板,同时也将有更多的玩具经销商加入到系统中来,并与公司共同成长。我们判断,以“合作分享、共同进化”为基础的、注重协同扩展价值网络的大动漫产业生态系统的构建,是公司持续竞争优势的来源。公司在未来大动漫产业中的竞争,会是系统与个体的竞争。系统的优势利于公司在未来动态竞争中获得成功。

► 依托嘉佳卡通频道,10大核心内容形象价值持续放大

1、公司的十大核心内容形象包括:第一,长线品牌。(1)英雄类(勇气和力量):铠甲勇士、超兽武装;(2)朋友类(友情和成长):巴啦啦小魔仙、电击小子;(3)欢乐类(快乐和梦想):果宝特攻。第二,潮流品牌。(1)竞争与速度:战龙四驱、闪电冲线;(2)技术与智慧:火力少年王;(3)对战与力量:机甲兽神、御兽王者。我们判断,随着时间的推移,公司的核心内容形象必将转化成公司的独特资源,并成为公司竞争优势的来源。

2、嘉佳卡通频道定位——构建媒体组合动漫传播频道。频道将形成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。今年内,嘉佳卡通将覆盖5.3亿人口,并且会加强与奥飞的产业合作服务,其中包括专门为奥飞公司投入76%的黄金时段版面资源。作为奥飞强有力的产业推广平台,嘉佳卡通将在大型活动推广、凝聚经销商力量方面继续贡献力量。

3、依托嘉佳卡通频道,公司十大核心内容形象价值持续放大。以《火力少年王3》的播出及悠悠球销量为例:从去年第三季度末上市到今年2月份,悠悠球累计销售4.5亿元,销量突破2000万个,购买人数突破600万。2010年奥飞动漫出品的火力少年王系列动画片创造了中国玩具史上的一个奇迹,以每秒销售一个悠悠球的记录创造了新的销售高峰。我们判断,电视媒体与动漫玩具及衍生品销售的产业合作模式将成为公司业绩增长超预期的主要因素。

► 2011年为产业布局年,亦将形成公司业绩上行的拐点

1、2011年是婴童事业布局年。公司希望把“澳贝”打造为中国婴童第一品牌,2011年是重点布局年,我们预计未来三年婴童业务年均增长50%。

2、2011年亦是营销渠道布局年。公司将以市场精耕细作为原则,把市场“做深、做透、做大、做强”。加大对零售渠道的管理力度,使零售渠道成为奥飞重要且稳定的分销基础,更好地实现提升品牌、促进销量的双重作用。因此,对于渠道商及物流供应链的布局,将是公司今年的重点工作之一。

3、2011年的增长点包括:(1)内容和授权业务;(2)婴童产品事业;(3)海外市场

本公司具备证券投资咨询业务资格,请务必阅读最后一页免责声明

强烈推荐

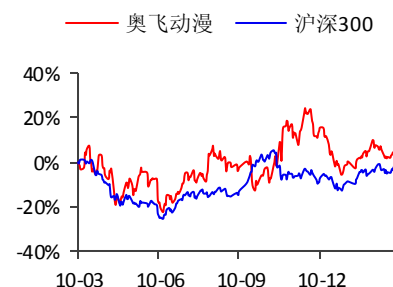
维持评级

合理估值: 48元

交易数据(2011-4-15)

收盘价(元)	32.85
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)	84.10
流通市值(亿元)	21.02

该股与沪深300走势比较



分析师

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

相关研究

1.《增长源自学习曲线效应 期待产业合作绽放异彩》2011.04.01

1.《收购童装企业,完善动漫全产业链》2011.03.30

2.《悠悠球销售超预期,关注2011年动漫新剧》2011.02.28

3.《<铠甲勇士刑天>上映,开年新剧值得关注》2011.01.24

4.《打造本土最具竞争力的动漫文化产业价值链》2010.12.20

场开拓；(4) 国际化合作的项目和机会：与 DISNEY、BANDAI、HASBRO、PEOPLE 的合作；(5) 嘉佳卡通的媒体广告业务；(6) 软体内容的延伸：电影、舞台剧、游戏、互联网等；(7) 行业收购兼并的外延式增长。

近期关注动漫新剧及舞台剧上映

- 1、4月17日，嘉佳卡通首播《超兽武装之仁者无敌》。4-5月有两部动画片《仁者无敌》(超兽武装)、《机甲兽神》登陆央视少儿频道。下半年还将有《翼飞冲天》、《火力少年王4》等新剧上映。
- 2、2011年4月底，将在上海等地推出巡回舞台剧——《铠甲勇士》、《巴啦啦小魔仙》约200场，将极大提升卡通形象的知名度和授权价值，强化与儿童及其家长的互动和情感体验。

三、盈利预测与投资建议

公司打造的“跨内容跨媒体跨产业的大动漫产业生态系统”轮廓日益清晰；“嘉佳卡通”频道与奥飞“十大核心内容形象”的产业合作已显示出正向反馈效应；公司有望加快成为“中国儿童与家庭娱乐产品和服务产业领军者”。我们判断，随着公司产业布局逐渐完善，以及各项业务协同效应逐步释放，公司“大文化、大娱乐、大动漫”的经营脉络将为越来越多的投资者所认可。同时，我们建议对于公司的价值判断采取模糊估值方式。

暂不调整盈利预测。预计2011~2013年EPS分别为0.80元、1.09元与1.39元，对应当前股价PE分别为41倍、30倍与24倍。“十二五规划”已将文化产业定义为国民经济支柱性产业，在此背景下动漫产业具有爆发性增长可能，给予公司48元第一目标价，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

- 1、短期项目业绩波动风险；
- 2、版权保护不力风险；
- 3、核心创意人才流失风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	903	1,291	1,653	1,994
增长率(%)	52.85%	42.91%	28.07%	20.66%
归属母公司股东净利润(百万元)	131	204	279	357
增长率(%)	28.83	55.85	36.85	27.69
每股收益(元)	0.51	0.80	1.09	1.39
PE	64.41	41.21	30.11	23.58
PB	6.08	5.30	4.52	3.80

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)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	903	1,291	1,653	1,994
减：营业成本	580	810	1,019	1,209
营业税金及附加	10	13	17	20
销售费用	81	110	139	166
管理费用	88	117	149	179
财务费用	(7)	(2)	(3)	(4)
资产减值损失	12	10	10	10
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	140	233	323	414
加：营业外收支净额	8	7	5	5
三、利润总额	147	240	328	419
减：所得税费用	23	38	52	66
四、净利润	124	202	277	353
归属于母公司的利润	131	204	279	357
五、基本每股收益 (元)	0.51	0.80	1.09	1.39

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	30.44	22.07	16.95
成长能力:				
营业收入同比	52.8%	42.9%	28.1%	20.7%
营业利润同比	35.2%	66.5%	38.8%	28.1%
净利润同比	22.4%	62.7%	36.8%	27.7%
营运能力:				
应收账款周转率	7.00	9.44	8.98	8.75
存货周转率	3.99	4.19	4.02	3.98
总资产周转率	0.63	0.75	0.83	0.84
盈利能力与收益质量:				
毛利率	35.8%	37.2%	38.4%	39.4%
净利率	14.5%	15.8%	16.9%	17.9%
总资产净利率 ROA	8.6%	11.7%	13.8%	14.9%
净资产收益率 ROE	9.6%	13.6%	16.0%	17.3%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	6.18	7.01	7.00	7.31
资产负债率	14.0%	12.8%	13.2%	13.0%
长期借款/总负债	5.3%	5.1%	4.2%	3.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.80	1.09	1.39
每股经营现金流量	0.96	0.25	0.74	1.07
每股净资产	5.40	6.19	7.27	8.65

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	885	935	1,128	1,406
应收票据	0	0	0	0
应收账款	112	161	207	249
预付账款	63	90	116	140
其他应收款	2	13	17	20
存货	252	364	458	544
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,316	1,564	1,925	2,359
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	62	58	55	52
在建工程	24	32	32	32
无形资产	197	178	158	138
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	293	268	245	222
资产总计	1,609	1,832	2,170	2,581
短期借款	10	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	132	162	204	242
预收账款	32	40	51	60
其他应付款	2	1	1	1
应交税费	25	20	20	20
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	213	223	275	323
长期借款	12	12	12	12
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	225	235	287	335
股本	256	256	256	256
资本公积	732	732	732	732
留存收益	336	540	819	1,176
少数股东权益	59	57	54	51
所有者权益合计	1,383	1,585	1,862	2,215
负债和股东权益合计	1,609	1,821	2,149	2,550

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	247	65	190	274
投资活动现金流量	(124)	(7)	0	0
筹资活动现金流量	(16)	(8)	3	4
现金及等价物净增加	106	50	193	278

资料来源：民生证券研究所

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，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“三网融合”课题项目，长期跟踪行业发展动态。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。

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。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：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

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

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。