

# 构建综合娱乐集团，打造中国版迪斯尼

调研简报/传媒行业

2013 年 10 月 25 日

## 一、事件概述

近期，我们对奥飞动漫公司进行了现场调研，与公司高管就公司收购方寸科技和爱乐游，收购喜羊羊与灰太狼以及公司后续的战略规划等问题进行了交流。我们认为，公司未来将以内生增长为基础，依托日趋成熟的“大动漫娱乐全产业链的动漫平台”，通过并购整合等资本运作方式进行产业布局，加速发展成为“中国迪斯尼”。

## 二、分析与判断

### ➤ 积极构建以动漫IP为核心的综合性娱乐集团，加速朝“中国迪斯尼”目标迈进

1、公司自上市以来确立了“产业文化化”和“文化产业化”两大发展步骤，战略目标是“成为中国的迪斯尼”。在“产业文化化”阶段，公司的战略重心是以动漫为引擎推动玩具业务的发展。历经近4年的时间，公司已经在这一阶段打下了较为坚实的基础；而在目前的“文化产业化”阶段，公司的战略目标变成建立以动漫IP为核心的综合娱乐集团。

2、我们预计，围绕这一战略目标，公司后续的布局重点将包括：（1）提升优秀动漫IP储备量。除自主研发外，不排除公司通过并购等方式收纳海外优秀IP的可能。（2）实现游戏业务与动漫内容的互通互补。一方面，奥飞现有IP将与被并购游戏公司之间实现互通；另一方面，奥飞将会借助自身平台，获取更多好的IP用于游戏开发。（3）加快动漫电影布局，保持年均推出4~5部电影的力度。除“巴啦啦”以外的其他优秀动漫形象（如铠甲勇士等）也将应用到电影领域，扩大其商业价值。（4）强化新媒体业务布局。动漫新媒体业务有望涉及游戏、教育、视频等领域。10月10日，CNTV旗下的未来电视与奥飞旗下的互联网动漫平台“爱看动漫乐园”启动独家战略合作，双方合作推出中国互联网电视爱看动漫频道，这是公司打造互联网动漫平台的一大重要战略步骤。（5）积极考察观摩以迪斯尼为代表的动漫乐园业务，筹备长远布局。

### ➤ 联姻最知名动漫形象喜羊羊，从儿童动漫领跑者转型为家庭娱乐产业领军者

1、喜羊羊系列形象价值空间巨大，公司的产业平台将协助其充分挖掘产业价值。（1）喜羊羊与灰太狼形象价值历经时间的考验，经久不衰，深入人心，是中国市场中最具市场竞争力与影响力，拥有最大受众根基的动漫第一形象；（2）奥飞作为中国动漫第一股，具备人才，资源，渠道以及平台等多方面综合实力，二者的结合，将有望再次实现动漫形象的提升与价值空间的爆发。

2、公开新闻显示，《喜羊羊电影6》将由炫动传播与华谊兄弟联合运营与投资，由华谊兄弟独家发行，预计会在2014年寒假上映。我们认为，考虑到喜羊羊等系列形象在成人观众中具有相对较高的接受度和认可度，后续的喜羊羊大电影系列成为将拉动公司从儿童动漫领跑者转型为家庭娱乐产业领军者的强劲引擎。

### ➤ 收购两大游戏公司，搭建游戏动漫产业协同发展平台

1、国外同行早已走出游戏与动漫结合的成功先例，如孩之宝将《变形金刚》的手游开发权授权于DeNA，漫威推出基于动漫的3D对战游戏《复仇者行动 Avengers Initiative》，迪斯尼授权艺电开发《星球大战》主题游戏。奥飞选择“漫游互通”的战略是其实现全产业链布局，最大化动漫IP价值的必然选择。作为国内唯一具有动漫全产业链的平台优势及盈利能力，奥飞已经具备营运、嫁接、外延式整合产业板块的良好基础，本次收购方寸科技与爱乐游，将使公司动漫形象嫁接游戏板块，增加新的盈利变现载体。

2、具体来看：（1）被并购方的游戏产品具备较强衍生品开发性，有望加速实现产品的价值变现。方寸科技开发的《怪物X联盟》是国内最成功的萌宠类移动网游之一，

**强烈推荐**

维持评级

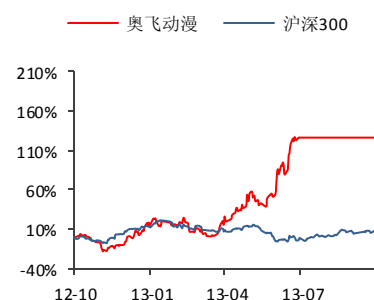
**合理估值：**

暂无

### 交易数据 (2013-10-24)

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价 (元)      | 34.08     |
| 近 12 个月最高/最低 | 34.08/9.8 |
| 总股本 (百万股)    | 614.40    |
| 流通股本 (百万股)   | 319.39    |
| 流通股比例%       | 51.98%    |
| 总市值 (亿元)     | 209.39    |
| 流通市值 (亿元)    | 108.85    |

### 该股与沪深 300 走势比较



### 分析师

**分析师：郑平**

执业证书编号：S0100512080001

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

**研究助理：胡琛**

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen\_yjs@mszq.com

### 相关研究

1. 《收购“方寸科技、爱乐游”，做漫游互动大布局》2013.10.23
2. 《迎娶“喜羊羊与灰太狼”，形象再添重磅砝码》2013.09.23
3. 《合作正式推进，勾画全球市场新版图》2013.08.28
4. 业绩符合预期，三季度关注《神魄》、《凯能》2013.08.22
5. 《向上吧！动漫》2013.07.15

结合宠物收集、养成、战斗等多重元素，与爱乐游开发业内排名领先的《水果武士》、《雷霆战机2》等玩偶、战斗休闲游戏一起，均属于比较适宜直接进行玩具等衍生品开发的游戏产品；（2）奥飞的IP价值，如喜羊羊，铠甲勇士等动漫形象，与公司主打的休闲类产品线风格契合，有望为被并购方的游戏产品带来长尾效应；（3）我们预计，搭载奥飞这一上市公司大平台后，两家游戏公司的现有游戏产品将在市场推广、渠道等方面获得更好的杠杆效应。预计不久的将来，将有以奥飞动漫IP为载体的优秀游戏产品出现，协同效应拭目以待。

### 三、盈利预测与投资建议

公司成长逻辑明晰：公司多年打造的大动漫娱乐全产业链运营模式愈加成熟，3~5年内国内同行难以企及；动画制作水准“质”的飞跃，使得动漫内容形象吸引力不断提升；传播渠道的多级协同与自有频道落地的扩大，使得动漫内容形象的知名度与美誉度接近突破临界点；销售渠道的扩张与品类管理的完善，使得动漫内容形象货币变现能力持续增强；内容形象的丰富储备与多元化张力，使得动漫内容形象受众面覆盖更高年龄段；全球范围内的内容与营销合作，使得公司市场空间从国内扩展至全球。

奥飞动漫为A股“动漫第一股”，亦是上市公司中唯一拥有“电视频道”经营权的公司。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，公司2013年加速向世界级品牌娱乐公司迈进，近年来的产业布局也即将形成业务协同力，2013年公司的品牌力与协同力将带来共振，有望提升公司塑造的动漫形象货币化能力。

考虑奥飞动漫收购的标的，其形象适合开发衍生产品，和公司现有业务有非常高的协同性，我们看好奥飞动漫的发展前景。我们保守预计，2013~2015年公司备考EPS为0.51元、0.81元、1.28元；对应PE分别为67x、42x、27x。此外，考虑喜羊羊灰太狼品牌的高价值以及对业绩贡献的高弹性，我们认为未来一年公司总市值可以看高至400亿元。

### 四、风险提示：

1、项目市场风险；2、知识产权保护风险；3、影视片播出政策风险；4、项目主要核心人员流失等人力资源管理风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2012A  | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 1,291  | 1,887  | 2,790  | 3,934  |
| 增长率（%）          | 22.18% | 46.16% | 47.83% | 41.01% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 181    | 321    | 516    | 808    |
| 增长率（%）          | 37.21% | 77.07% | 60.71% | 56.63% |
| 每股收益（元）         | 0.29   | 0.51   | 0.81   | 1.28   |
| PE              | 119.12 | 67.27  | 41.86  | 26.72  |
| PB              | 8.84   | 12.06  | 9.30   | 6.85   |

资料来源：民生证券研究院

**公司财务报表数据预测汇总**
**利润表**

| 项目 (百万元)     | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入      | 1,291 | 1,887 | 2,790 | 3,934 |
| 减：营业成本       | 799   | 1,057 | 1,553 | 2,163 |
| 营业税金及附加      | 18    | 25    | 35    | 49    |
| 销售费用         | 126   | 208   | 293   | 354   |
| 管理费用         | 143   | 208   | 279   | 393   |
| 财务费用         | (10)  | 7     | 17    | 10    |
| 资产减值损失       | 5     | 5     | 5     | 5     |
| 加：投资收益       | (5)   | 1     | 1     | 1     |
| 二、营业利润       | 206   | 380   | 610   | 961   |
| 加：营业外收支净额    | 11    | 10    | 10    | 10    |
| 三、利润总额       | 217   | 390   | 620   | 971   |
| 减：所得税费用      | 30    | 58    | 93    | 146   |
| 四、净利润        | 187   | 331   | 527   | 825   |
| 归属于母公司的利润    | 181   | 321   | 516   | 808   |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.29  | 0.51  | 0.81  | 1.28  |

**主要财务指标**

| 项目                | 2012A        | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EV/EBITDA</b>  | <b>68.11</b> | <b>51.60</b> | <b>32.51</b> | <b>21.02</b> |
| <b>成长能力:</b>      |              |              |              |              |
| 营业收入同比            | 22.2%        | 46.2%        | 47.8%        | 41.0%        |
| 营业利润同比            | 44.0%        | 84.2%        | 60.4%        | 57.6%        |
| 净利润同比             | 43.1%        | 77.1%        | 58.9%        | 56.6%        |
| <b>营运能力:</b>      |              |              |              |              |
| 应收账款周转率           | 7.50         | 7.86         | 7.95         | 7.80         |
| 存货周转率             | 4.17         | 5.12         | 5.35         | 5.29         |
| 总资产周转率            | 0.73         | 0.81         | 0.91         | 1.01         |
| <b>盈利能力与收益质量:</b> |              |              |              |              |
| 毛利率               | 38.1%        | 44.0%        | 44.3%        | 45.0%        |
| 净利率               | 14.0%        | 17.0%        | 18.5%        | 20.6%        |
| 总资产净利率 ROA        | 10.6%        | 14.3%        | 17.2%        | 21.1%        |
| 净资产收益率 ROE        | 12.4%        | 19.7%        | 25.6%        | 30.1%        |
| <b>资本结构与偿债能力:</b> |              |              |              |              |
| 流动比率              | 4.28         | 6.15         | 5.64         | 5.58         |
| 资产负债率             | 17.9%        | 34.1%        | 31.6%        | 28.5%        |
| 长期借款/总负债          | 3.8%         | 60.8%        | 52.4%        | 44.8%        |
| <b>每股指标 (元)</b>   |              |              |              |              |
| 每股收益              | 0.29         | 0.51         | 0.81         | 1.28         |
| 每股经营现金流量          | 0.60         | 0.29         | 0.43         | 0.77         |
| 每股净资产             | 3.86         | 2.83         | 3.66         | 4.97         |

**资产负债表**

| 项目 (百万元)         | 2012A        | 2013E        | 2014E        | 2015E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 628          | 1,283        | 1,492        | 1,922        |
| 应收票据             | 1            | 1            | 1            | 2            |
| 应收账款             | 197          | 283          | 418          | 590          |
| 预付账款             | 139          | 189          | 279          | 393          |
| 其他应收款            | 31           | 47           | 70           | 98           |
| 存货               | 315          | 423          | 621          | 865          |
| 其他流动资产           | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>1,419</b> | <b>2,226</b> | <b>2,882</b> | <b>3,872</b> |
| 长期股权投资           | 37           | 42           | 47           | 52           |
| 固定资产             | 74           | 80           | 85           | 90           |
| 在建工程             | 142          | 177          | 212          | 247          |
| 无形资产             | 214          | 192          | 171          | 149          |
| 其他非流动资产          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>506</b>   | <b>492</b>   | <b>516</b>   | <b>539</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,925</b> | <b>2,718</b> | <b>3,398</b> | <b>4,411</b> |
| 短期借款             | 20           | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据             | 7            | 5            | 8            | 11           |
| 应付账款             | 200          | 264          | 388          | 541          |
| 预收账款             | 38           | 48           | 70           | 97           |
| 其他应付款            | 12           | 10           | 10           | 10           |
| 应交税费             | 33           | 35           | 35           | 35           |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>331</b>   | <b>362</b>   | <b>511</b>   | <b>694</b>   |
| 长期借款             | 13           | 563          | 563          | 563          |
| 其他非流动负债          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>13</b>    | <b>564</b>   | <b>564</b>   | <b>564</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>345</b>   | <b>926</b>   | <b>1,074</b> | <b>1,258</b> |
| 股本               | 410          | 634          | 634          | 634          |
| 资本公积             | 579          | 579          | 579          | 579          |
| 留存收益             | 491          | 468          | 989          | 1,802        |
| 少数股东权益           | 101          | 111          | 122          | 138          |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>1,580</b> | <b>1,792</b> | <b>2,323</b> | <b>3,153</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>1,925</b> | <b>2,718</b> | <b>3,398</b> | <b>4,411</b> |

**现金流量表**

| 项目 (百万元)  | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量  | 246   | 181   | 275   | 489   |
| 投资活动现金流量  | (201) | (49)  | (49)  | (49)  |
| 筹资活动现金流量  | (67)  | 523   | (17)  | (10)  |
| 现金及等价物净增加 | (22)  | 655   | 209   | 430   |

资料来源：民生证券研究院

## 分析师简介

郑平，中国人民大学管理学博士，曾任工信部高级工程师。

## 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           |

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。