

奥飞娱乐股份有限公司

2012 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【29】号 01

债券剩余规模：4.5 亿元

债券到期日期：2018 年
06 月 07 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第三年末公司上调票
面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名：
刘佳龄 钟继鑫

电话：
0755-82872940

邮箱：
liujl@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

奥飞娱乐股份有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 04 月 24 日	2016 年 04 月 25 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对奥飞娱乐股份有限公司（以下简称“奥飞娱乐”或“公司”）及其 2013 年 06 月 07 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司最大板块的玩具类业务收入持续增长，毛利率保持较高水平，并购婴童出行品牌使得婴童用品业务收入大幅提升；影视类业务实现较快发展；通过外延并购，公司构建了全年龄段知识产权（以下简称“IP”）孵化能力；公司营业收入持续增长，总体盈利水平比较稳定。同时我们也关注到，公司游戏类业务收入和毛利率有所下滑，一定程度影响了公司盈利能力；商誉规模较大，若并购标的业绩不达预期，将面临商誉减值风险；对外并购频繁，并购后能否实现预期效益存在一定不确定性；面临较大的短期偿债压力等多个风险因素。

正面：

- 玩具类业务收入持续增长，毛利率保持较高水平，并购婴童出行品牌使得婴童用品业务收入大幅提升。玩具类业务是公司最大业务板块，其中动漫玩具拥有自主 IP 品牌，2016 年公司超级飞侠和爆裂飞车两款玩具热销，使得玩具销售类业务实现收入 19.32 亿元，同比增长 19.57%，毛利率为 55.45%，在同行中处于较高水平；同时，公司并购婴童出行品牌使得婴童用品收入大幅增长 399.14%。
- 公司影视类业务实现较快发展。2016 年，公司影视类业务实现收入 58,232.68 万元，同比增长 37.95%，毛利率较上年提高 1.27 个百分点。同时，公司的真人影视业务效

益显现，公司参投的多部电影口碑较好，票房收入较高。

- **通过外延并购，公司构建了全年龄段 IP 孵化能力。**2016 年 2 月，公司收购北京四月星空网络技术有限公司（以下简称“四月星空”）100% 股权，支付对价共计 9.04 亿元，四月星空旗下拥有国内领先的 K12（kindergarden through 12 grade，以下简称“K12”）以上原创漫画平台，与公司现有 K12 领域动漫 IP 结合，公司实现了全年龄段动漫 IP 内容孵化能力。
- **公司营业收入持续增长，总体盈利水平比较稳定。**2016 年公司实现营业收入 336,066.84 万元，同比增长 29.80%，毛利率为 49.42%，总体盈利水平比较稳定。

关注：

- **公司游戏类业务收入和毛利率有所下滑，一定程度影响了总体盈利能力。**游戏类业务具有受市场偏好影响大等特点，公司游戏类业务收入存在较大的波动。2016 年公司游戏类业务收入同比下降 39.46%，毛利率大幅下滑，受此影响公司综合毛利率为 49.42%，同比下降 3.96 个百分点。
- **商誉规模较大，若并购标的业绩不及预期，将面临商誉减值风险。**截至 2016 年末，公司商誉 26.00 亿元，占总资产比例 31.08%，若并购标的业绩不及预期，将面临商誉减值风险。
- **公司对外并购频繁，并购后能否实现预期效益存在一定不确定性。**近年公司对外并购较为频繁，公司主要通过收购公司股权的方式进入游戏、影视领域，部分被收购企业未实现盈利，收购后能否达到业绩承诺和盈利预期、与公司原有业务整合效果还需进一步检验。
- **有息债务大幅增加，面临较大的短期偿债压力。**为满足对外投资资金需求，截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模达到 19.32 亿元，较 2015 年末大幅增长 60.92%，短期借款达到 11.65 亿元，较 2015 年末增加 78.70%，流动负债占总负债的比重上升至 74.59%，面临较大的短期偿债压力。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	824,215.12	836,621.35	480,928.69	411,006.62
所有者权益合计(万元)	492,518.28	489,023.69	308,685.15	263,671.95
有息债务(万元)	193,173.23	182,285.47	120,044.67	83,754.83
资产负债率	40.24%	41.55%	35.81%	35.85%
流动比率	1.21	1.21	1.83	2.70
速动比率	0.74	0.76	1.45	2.19
营业收入(万元)	88,362.01	336,066.84	258,917.08	242,967.32
营业利润(万元)	6,189.22	51,921.06	50,802.94	42,286.47
利润总额(万元)	6,458.11	56,298.68	54,952.73	44,220.87
综合毛利率	46.89%	49.42%	53.38%	49.83%
总资产回报率	-	9.33%	13.29%	13.06%
EBITDA(万元)	-	68,927.18	65,506.72	54,145.26
EBITDA利息保障倍数	-	13.43	15.19	14.25
经营活动现金流量净额(万元)	-9,407.38	18,595.10	-9,661.55	52,277.39

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表, 鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1664号文核准，公司于2013年6月7日发行了5.50亿元公司债券，票面利率为5.20%，本期债券附第三年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。

本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。回售部分，付息日为2014年至2016年每年的6月7日（如遇法定及政府指定节假日或休息日，则顺延至其后的第1个工作日，下同），本金兑付日为2016年6月7日。未回售部分，付息日为2014年至2018年每年的6月7日，本金兑付日为2018年6月7日。

在本期债券存续期的第三年末，公司选择不上调本期债券票面利率，部分投资者行使回售选择权，回售数量为100万张，本金兑付金额为10,000万元，公司于2016年6月7日正常支付本期债券利息2,860.00万元（包含回售部分利息）以及回售部分本金。截至2017年3月31日，本期债券本息偿付情况如下表所示。

表 1 截至 2017 年 3 月 31 日本期债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付金额	利息支付	期末本金余额
2014年6月9日	0.00	2,860.00	55,000.00
2015年6月8日	0.00	2,860.00	55,000.00
2016年6月7日	10,000.00	2,860.00	45,000.00

注：2014年6月7日和2015年6月7日均为法定休息日。

资料来源：公司提供

本期债券募集资金拟用于补充公司营运资金。截至2017年3月31日，本期债券募集资金已全部用于补充营运资金。

二、发行主体概况

2016年，受非公开发行股份以及部分股票期权行权等因素影响，公司注册资本和实收资本有所增加，截至2016年12月31日，公司注册资本和实收资本为130,788.97万元，相比2015年末增加了4,333.77万元。其中，公司以每股25.97元向周靖淇、董志凌、于相华、北京聚铭聘志文化发展企业（有限合伙）等8名特定投资者非公开发行1,262.43万股用于支付四月星空100%股权的股份对价，以每股28.87元的发行价格，向8家特定投资者合计发行3,131.28万股用于募集配套资金，合计增加注册资本和实收资本4,393.70万元。

2016年公司控股股东及实际控制人未发生变更，控股股东及实际控制人依然为蔡东青

先生，截至2016年12月31日，蔡东青持股比例为44.33%，相比2015年末减少了4.31个百分点。

表 2 2016 年公司注册资本、控股股东及实际控制人变更情况

项目	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
注册资本（万元）	130,788.97	126,455.20
实收资本（万元）	130,788.97	126,455.20
控股股东	蔡东青	蔡东青
控股股东持股比例	44.33%	48.64%
实际控制人	蔡东青	蔡东青

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年，公司主营业务无变化，仍为内容创作、媒体经营、游戏研运、消费品制造与营销。公司2016年新纳入合并范围的子公司有24家，加快向婴童、影视、游戏产业等深化布局；不再纳入合并范围的子公司有5家，具体如下表3所示。

表3 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务	纳入方式
北京四月星空网络技术有限公司	100.00%	版权运营	非同一控制下合并
广州卓游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发	非同一控制下合并
上海震雷文化传播有限公司	100.00%	文化传媒	非同一控制下合并
Baby Trend, Inc.	100.00%	婴童用品	非同一控制下合并
深圳市奥飞贝肯文化有限公司	55.00%	影视版权	非同一控制下合并
东莞金旺儿童用品有限公司	100.00%	婴童用品	非同一控制下合并
广州奥飞硅谷文化发展有限公司	100.00%	文化传媒	设立
法国奥飞动漫玩具有限公司	100.00%	玩具销售	设立
苏州奥飞影视有限公司	100.00%	影视制作	设立
Alpha GROUP US LLC	100.00%	玩具销售	设立
海南盛游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发	非同一控制下合并
上海掌致信息科技有限公司	51.00%	游戏研发	非同一控制下合并
悦奥飞腾（苏州）投资管理	100.00%	投资管理	设立
广州麟游信息科技有限公司	26.01%	游戏研发	非同一控制下合并
东莞奥迪贝乐童车有限公司	100.00%	玩具制作	设立
广州奥飞婴童用品有限公司	100.00%	玩具销售	设立
广州奥玩商贸有限公司	100.00%	玩具销售	设立
珠海奥飞动漫品牌管理有限公司	100.00%	版权运营	设立
广州晶音信息科技有限公司	26.01%	游戏研发	非同一控制下合并
广州云间行信息科技有限公司	26.01%	游戏研发	非同一控制下合并

上海哇呀咖啡有限公司	100.00%	咖啡店	非同一控制下合并
上海有妖气文化发展有限公司	100.00%	版权运营	非同一控制下合并
北京夏日茉莉文化发展有限公司	100.00%	文化传媒	非同一控制下合并
天津仙山文化传播有限公司	100.00%	版权运营	非同一控制下合并

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	剩余股权比例	业务性质	不再纳入合并报表的原因
广州奥娱叁特文化有限公司	0.00%	文艺创作服务	出售全部股权
上海攀塔文化传播有限公司	0.00%	为文化活动提供筹备、策划服务	出售全部股权
广东明星创意动画有限公司	19.50%	文化传媒	持股比例降低而失去控制权
佛山原创动力文化传播有限公司	0.00%	文化传媒	注销
Alpha Pictures Capital GP Limited	0.00%	文化传媒	注销

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

截至2017年3月31日，公司资产总额为824,215.12 万元，所有者权益为492,518.28万元，资产负债率为40.24%；2016年度，公司实现营业收入336,066.84万元，利润总额56,298.68万元，经营活动产生的现金流量净额18,595.10万元。

三、运营环境

我国泛娱乐产业持续较快发展，“互联网+文化娱乐”业态广泛互联并深度融合，优质IP处于泛娱乐产业的核心地位

随着我国人均可支配收入的提高，居民对电影、电视、动漫等文化消费的需求日益增长，文化娱乐消费保持较快发展。同时，随着互联网与游戏、影视、文学动漫等文娱产业互相之间的深度渗透，以“互联网+文化娱乐”为表现形式的泛娱乐产业处于长线上上升通道，跨界融合加速。根据工信部发布的《2017年中国泛娱乐产业白皮书》，2016年中国泛娱乐产业总产值约为4,155亿元，2017年预计将达到4,800亿元以上，增速预计为15%以上。

从各细分领域来看，根据《2016年中国游戏产业报告》，2016年游戏产业规模达到1,655.7亿元，同比增长17.7%，移动游戏成为份额最大、增速最快的细分市场；电影方面，根据国家新闻出版广电总局电影局公告的数据显示，2016年全国总票房达457.1亿元，同比增长3.7%，其中前10%的电影占据七成以上票房，头部效应明显；电视剧方面，大IP改编电视剧继续受到追捧，网络剧异军突起，2016年上线作品数量同比增长约28%。

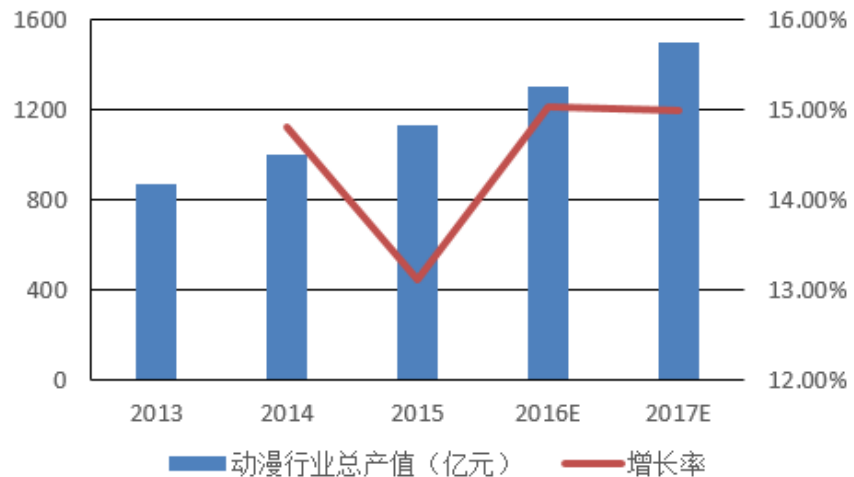
从产业链来看，文学和动漫为泛娱乐产业的上游，主要负责IP的培养和孵化，影视和音乐为泛娱乐产业链的中游，游戏和相关衍生产品为泛娱乐产业链的下游，是产业的主要变现层，而随着文学、动漫、电影、电视剧和游戏的广泛融合，形成了“同一明星IP，多

种文化产品”的创新模式，优质IP占据了产业的核心地位，成为了各大传媒公司竞相争夺的资源。

动漫产业规模和用户群体不断增长，相关产业链不断完善，产业的投融资活跃，但原创动漫水平仍有待提升

受互联网的发展和产业政策的推动影响，2016年我国动漫产业内容生产实力进一步提升，预计总产值超过1,300亿元，同比增长超过15%，预计2017年总产值将达到1,500亿元。从产业结构来看，舞台剧、主题公园、其他衍生品等广义动漫衍生品的产值占总产值的48.95%。

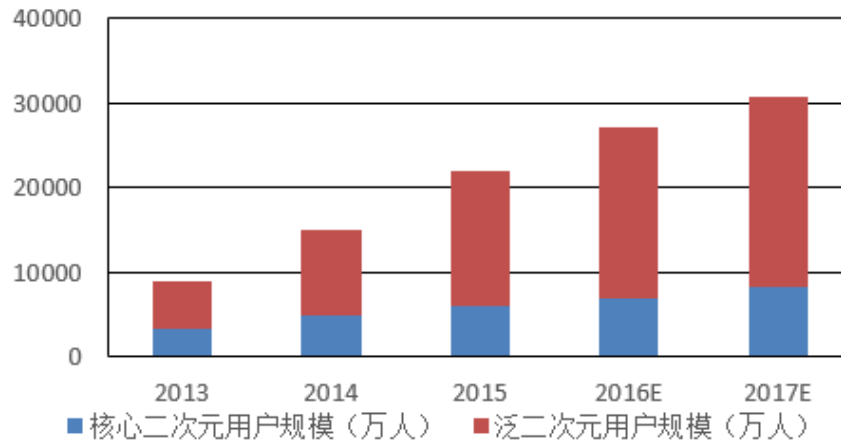
图1 中国动漫行业总规模产值及增长率



资料来源：中国产业信息网

从需求端看，人口的代际变迁助推动漫产业发展。我国动漫产业是90年代末伴随日漫进入而兴起的，目前动漫的消费主力军80后和部分90后已经步入社会，具有一定的经济能力。同时动漫发展正在逐步向低龄化发展，80后的动漫多认知于大学，90后则起步于初中，00后则从小学开始就已耳濡目染，动漫的低龄化起步使动漫产业建立了广大原始的用户基础。根据艾瑞咨询数据显示，2015年我国核心二次元用户规模达到5,939万人，同比增长19.16%，18-25岁的年轻人是主要群体，泛二次元用户规模达到1.6亿人，同比增长约60%，巨大的用户群体成为动漫产业发展的内生动力。移动互联网的不断渗透有利于优质动漫作品的传播，目前我国活跃用户数量较大的动画类APP主要有哔哩哔哩动画、布丁动画、猫团动漫、AcFun等，漫画类APP主要包括布卡漫画、爱动漫、快看漫画、暴走漫画、腾讯动漫等，随着动漫移动端的兴起，动漫用户的规模将不断增大。同时随着二胎政策的全面开放，人口增长迎来新高潮，叠加代际变迁效应和互联网的传播，动漫产业在未来多年有望继续保持高速增长。

图2 中国二次元受众规模



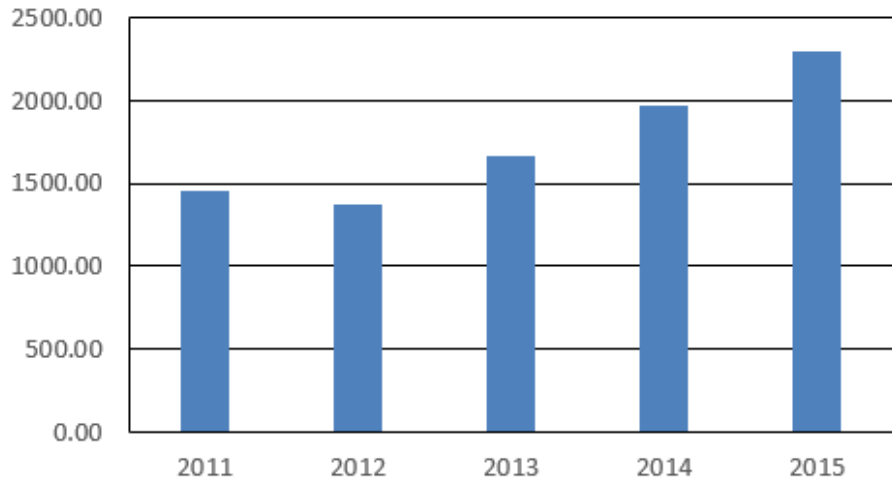
资料来源：艾瑞咨询

从供给端看，行业并购频繁，产业链完善指日可期。在产业链方面，随着IP资源和衍生品市场价值凸显，动漫企业近年收购动作频繁，并购对象主要是储备有优质IP、原创能力强的动漫公司和动漫平台，以期完成产业链延伸，尤其龙头企业通过布局全产业链来实现业务的多层次开发。但目前原创漫画的质量仍较差，本土精品动漫在在总体内容消费市场份额中占比较低，主流动漫内容消费市场仍被日本和美国动漫占据。动漫衍生品是动漫产业的主要盈利来源，我国动漫衍生品市场产值仍然较小，而美国迪士尼的广义衍生品业务占据动漫IP业务收入的80%以上，是其产业链中最主要的盈利点。

婴儿潮及消费水平提高推动我国玩具消费市场的壮大，行业发展将向具有品牌影响力企业集中

我国玩具制造业整体呈现稳定增长趋势，2016年1—12月玩具行业主营业务收入2295.4亿元，累计同比增长6.5%；利润总额121.9亿元，累计同比增长13.1%。

图3 近年我国玩具制造业主营业务收入情况（单位：亿元）



数据来源：Wind资讯，鹏元整理

随着新一轮婴儿潮和居民消费水平提高，国内市场空间广阔。影响玩具消费的众多因素中，儿童人口总数、生育政策、家庭收入以及消费意识最为关键。目前我国玩具消费水平仍然较低，与发达国家差距较大，以市场销售额计算，中国是世界上仅次于美国和日本的第二大玩具消费国，但人均消费只有美国的1/8，日本的1/5，我国在人均消费上有巨大的提升空间。同时随着“单独二胎”政策的放开和“80”后、“90”后进入婚育年龄，未来或引发“婴儿潮”的到来，将直接拉动国内玩具的市场需求。随着我国经济的发展，人民消费水平和消费意识的不断提高，社会结构变迁导致的中产消费崛起以及“二胎新政”或引发的新一轮婴儿潮的到来，国内玩具消费增长前景较好。

从产业链来看，欧洲、美国、日本玩具行业凭借品牌和渠道的优势占据了玩具行业高附加值环节，行业规模大，集中度高，我国玩具企业大部分无自主知识产权，80%的玩具企业是纯加工型代工企业，以OEM贴牌为主，处在产业链的最低端。由于没有自主品牌、缺少核心技术，制约了我国玩具市场发展。未来，行业发展将向具有品牌影响力企业集中，而纯代工的企业生存空间进一步缩小。

四、经营与竞争

2016年，公司已经构建了以IP为核心的泛娱乐产业链平台，在K12领域成功实现了从精品IP打造到全产业链变现的生态运作，并在K12以上领域逐步深化产业布局，综合竞争力得到提升。2016年度公司实现营业收入336,066.84万元，同比增长29.80%；综合毛利率49.42%，

同比减少3.96个百分点。

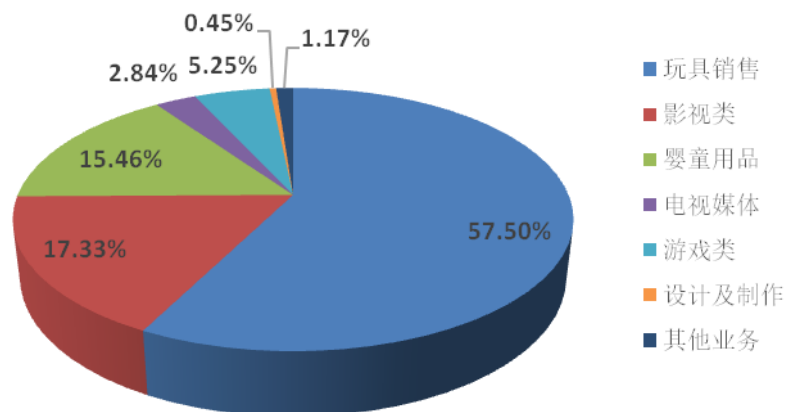
按产品分类来看，游戏、电视媒体、设计及制作业务收入分别同比下滑39.46%、5.87%和36.24%，玩具销售、影视、婴童用品业务收入分别同比增加19.57%、37.95%和399.14%，其中婴童用品业务收入大幅增加主要是收购Baby Trend, Inc.（以下简称“BT”）和东莞金旺儿童用品有限公司（以下简称“东莞金旺”）所致。玩具生产销售依然是公司最大的业务板块，2016年实现收入19.32亿元，占营业收入比例为57.50%，其次是影视类、婴童用品类业务，分别占营业收入比例为17.33%、15.46%。各类产品的毛利率互有增减，婴童用品类和游戏类业务毛利率有所下降；影视类和玩具销售类业务毛利率相对稳定，电视媒体类业务毛利率大幅提高。

表 4 2015-2016 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
玩具销售类	193,232.28	55.45%	161,601.23	55.14%
影视类	58,232.68	46.46%	42,212.92	45.19%
婴童用品类	51,960.13	32.76%	10,409.86	42.01%
游戏类	17,645.37	32.76%	29,147.48	88.40%
电视媒体类	9,555.33	6.94%	10,151.51	-20.77%
其他业务	3,932.97	-22.70%	3,028.78	32.78%
设计及制作类	1,508.08	69.51%	2,365.31	42.41%
合计	336,066.84	49.42%	258,917.08	53.38%

资料来源：公司 2015-2016 年度报告，鹏元整理

图4 2016年公司各类业务收入占比情况



资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

公司玩具业务品牌效应显现，销售策略效果释放，动漫玩具类业务收入大幅增长，毛利率保持较高水平

公司通过自主创作或授权开发模式生产制造动漫类和非动漫类玩具产品，玩具年产能达200亿只。2016年，受部分动漫玩具销量大幅增长的影响，公司的玩具销售类业务实现收入19.32亿元，同比增长19.57%，毛利率保持较高水平。

公司动漫玩具主要包括喜羊羊玩具、火力少年王悠悠球、战斗王之飓风战魂陀螺、铠甲勇士人偶和装备玩具、超级飞侠变形和模型玩具等自主创作的动漫形象相关的衍生品，毛利率相对普通玩具更高。动漫玩具依托公司精品IP的影响力，开创多产业联动营销模式，并为动漫玩具申请了多个外观设计专利。2016年，公司实现动漫玩具收入156,109.55万元，同比增加37.79%，主要是由于超级飞侠、爆裂飞车两大IP相关衍生品热销，其中超级飞侠累计销量超过3,000万件，公司国内销售渠道下沉与扩张效果明显，对二三线城市的覆盖范围扩大导致。

公司非动漫类玩具主要包括澳贝婴童玩具、遥控飞机、挥挥飞车等，毛利率较低。其中澳贝婴童玩具经过多年的悉心经营，已在国内婴童玩具市场中建立了较高的品牌美誉度。2016年，受市场竞争加剧影响，公司的非动漫玩具收入为37,122.73万元，同比下降23.15%。

表 5 公司玩具销售类业务收入情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	占比	收入	占比
动漫玩具类	156,109.55	80.79%	113,298.68	70.11%
其中：玩具种类 1	6,718.76	3.48%	23,449.14	14.51%
玩具种类 2	76,710.72	39.70%	17,530.57	10.85%
玩具种类 3	9,871.78	5.11%	8,823.19	5.46%
玩具种类 4	31,781.13	16.45%	-	-
玩具种类 5	5,729.97	2.97%	9,955.01	6.16%
玩具种类 6	-	-	27,371.00	16.94%
其他	25,297.19	13.09%	26,169.77	16.19%
非动漫玩具类	37,122.73	19.21%	48,302.55	29.89%
其中：婴幼儿玩具	21,085.60	10.91%	30,063.34	18.60%
合计	193,232.28	100.00%	161,601.23	100.00%

资料来源：公司提供

影视类业务收入保持增长，公司动漫影视储备充足和真人影视效益显现，未来公司影视类业务可期

公司内容创作业务主要为动漫影视、真人电影的创作与发行。2016年，由于公司参股

电影的票房收入较高，公司实现影视类收入58,232.68万元，同比增长37.95%，毛利率同比增长1.27个百分点。

公司制作动漫影视内容，已实现从创意、制作到市场推广完整的运作体系，部分动漫影视片的加工制作环节对外委托加工，但知识产权仍属于公司，公司构建了较为完善的IP创造体系。公司在K12领域已打造了庞大的动漫IP矩阵，包括《喜羊羊与灰太狼》、《铠甲勇士》、《芭芭拉小魔仙》等，2016年公司共推出《巨神战击队》、《爆裂飞车》、《零速争霸》、《巴啦啦小魔仙》、《欢乐大联盟》等10多部动画、特摄剧及其续集，作品总体网络点播量处于行业较高水平。在K12以上领域，公司收购四月星空100%股权，以整合其旗下的“有妖气原创漫画梦工厂（www.u17.com）”（以下简称“有妖气”），公司于2016年成立剧业板块，基于有妖气的漫画IP资源，与影视制作团队、发行渠道等合作进行真人连续剧创作，开发并制作了《镇魂街》、《雏蜂》等多部网络剧及电影。公司动漫影视在二维与三维动画创意、制作水平均保持行业领先地位。

公司的动漫影视收入来源于动漫影视片节目发行收入、授权费收入两种形式，前者主要是发行动漫影视作品的收入，后者指公司将其动漫影视作品中的形象、品牌等对外授权，并按销售额的一定比例收取的形象授权费或固定授权费。截至2016年末，公司正在制作的主要动漫影视片有19部，储备充足，依靠公司在K12的IP打造能力和在K12以上领域的原创IP优势地位，预计未来动漫影视收入较有保障。但是动漫影视类作品受观众喜好影响较大，不同影视作品的收益存在较大差异，可能导致公司影视板块业绩存在波动性。

表 6 截至 2016 年末公司正在制作的主要动漫影视片

名称	拍摄方式	动漫影视片形式	集数（集）	时长（分钟）
影视片 1	自制	二维+三维	26	572
影视片 2	自制	二维	42	924
影视片 3	自制	二维+三维	26	598
影视片 4	自制	三维	26	338
影视片 5	自制	三维	26	572
影视片 6	委托制作	动画剧	50	500
影视片 7	委托制作	动画剧	10	100
影视片 8	委托制作	动画剧	12	240
影视片 9	委托制作	动画剧	100	94
影视片 10	委托制作	动画电影	1	90
影视片 11	委托制作	动画电影	1	90
影视片 12	委托制作	动画剧	26	260
影视片 13	自制	动画剧	26	156
影视片 14	自制	动画剧	180	900
影视片 15	自制	动画剧	60	900
影视片 16	自制	动画剧	26	208

影视片 17	自制	动画剧	26	208
影视片 18	自制	动画剧	60	900
影视片 19	合作制作	真人剧	12	50
合计	-	-	-	7,700

注：委托制作方式指版权归公司所有，委托第三方进行加工制作。

资料来源：公司提供

在真人影视方面，公司已构建内容创作、影片制作、影片发行衍生品开发等链条。公司以主投或参投的形式参与国内外电影的制作，根据约定模式分享影片票房收益。2016年，全资子公司奥飞影业投资（北京）有限公司获得《电影发行经营许可证》，获得电影发行资质。2016年，公司参投的电影《美人鱼》、《荒野猎人》市场反响较好，分别取得国内票房收入33.92亿元、3.77亿元，使得本年影视类业务收入大幅提高。

公司收购两家婴童用品类公司，婴童用品业务收入大幅提高，毛利率有所下降

公司2016年分别以现金6.28亿元和3.13亿元收购BT和东莞金旺两家婴童用品公司，BT主要从事婴儿车、安全座椅、睡床、高餐椅等儿童用品开发和销售，拥有两个独立品牌“Baby Trend”和“MUV”，是北美地区综合排名前两位的婴童出行用品品牌，BT产品均外包给国内工厂生产，东莞金旺是其在国内的主要供应商。2015年BT主营业务收入实现11,954.06万美元，实现净利润714.42万美元，2015年末总资产为4,453.96万美元，净资产为1,960.47万美元。根据对外投资合同，BT公司股东承诺BT公司2016年、2017年和2018年三个会计年度财务报表的扣除非经常性损益的税前利润且经营性现金净流量，分别不低于810万美元、900万美元和990万美元，否则将对公司进行现金补偿。BT公司2016年实现扣除非经常性损益的税前利润总额为1,298.66万美元，超过业绩承诺的810万美元。东莞金旺2015年实现主营业务收入38,747.65万元，实现净利润-5.85万元，2015年末总资产为24,888.23万元，净资产为3,708.98万元，东莞金旺未与公司约定业绩承诺。此外，2015年10月，子公司广东衣酷文化发展股份有限公司和上海祥同科技股份有限公司定向增发股份并申请在全国中小企业股份转让系统挂牌，导致公司的持股比例降低，公司不再将其纳入合并范围，国内婴童用品收入有所下降。

受益于BT和东莞金旺的并表，2016年婴童用品类业务收入大幅增长，同比增长399.14%；但由于海外婴童产品毛利率不高，婴童用品类业务毛利率下降9.25个百分点。公司未来将依托BT和东莞金旺的品牌、技术和渠道等资源及优势，整合国内婴童品牌，扩展国内婴童市场。

公司游戏类业务收入有所下滑，对外收购游戏公司较多，游戏业务未来能否实现盈利预期和整合预期还有待检验

公司于2014年进入游戏行业，控股多家游戏研发公司，并在2016年开始涉足游戏发行领域。公司所研发的游戏产品由发行商支付版权金后，在各大游戏平台上推广和运营，即授权运营；或向其他研发商获取发行权和运营权，即联合运营，联合运营的毛利率相对授权运营更高。游戏产品采用下载免费/下载收费、道具收费等模式，取得的收入在研发商、发行商、平台商及支付服务商之间进行分配。

公司旗下控股了13家游戏研发公司，各专注不同类型的产品，包括手游、端游、休闲类、修仙类、重度型等多类型游戏研发。截至2016年底，公司推出了《雷霆战机》、《怪物X联盟》、《魔天记》、《十万个冷笑话》等多款游戏，部分产品获得了市场认可。但由于2016年未推出市场人气突出的游戏，且2014年推出的手游《雷霆战机》的收入下滑明显，游戏类业务收入同比下降39.46%，毛利率大幅下降55.64个百分点。2016年授权运营的产品数量较少且授权运营收入大幅下滑，但联合运营收入大幅提高。2016年公司以1.2亿元收购广州卓游信息科技有限公司（以下简称“卓游科技”）51%的股权切入游戏发行业务，除代理内部自研游戏产品外，还获得了日本角川游戏、韩国NCsoft等公司游戏产品在国内的发行权。由于游戏产品以项目进行开发运营，具有前期投入大、受市场偏好影响大等特点，属于高风险高收益业务，因此游戏类业务收入存在较大的波动性。同时，公司主要通过收购股权的方式进入游戏领域，部分被收购企业未实现盈利，收购后能否达到业绩承诺和盈利预期、与公司原有业务整合效果还需进一步检验。

表 7 2015-2016 年公司游戏运营情况（单位：个、万元）

项目	2016 年			2015 年		
	游戏数量	收入	占比	游戏数量	收入	占比
游戏发行	-	5,609.84	31.79%	-	-	-
联合运营	4	8,088.82	45.84%	12	2,724.48	9.35%
授权运营	3	3,946.71	22.37%	7	26,423.00	90.66%
合计	7	17,645.37	100.00%	19	29,147.48	100.00%

资料来源：公司提供

传统媒体受新媒体冲击较大，电视媒体业务收入下滑明显，且由于运营成本较高，该板块毛利率较低

公司旗下已拥有“嘉佳卡通”、“爱看动漫”和“手机魔屏”等内容平台。公司所控股的广东嘉佳卡通影视有限公司（以下简称“嘉佳卡通”）与广告运营团队壹沙（北京）文化传媒有限公司形成了“内容制作+媒体渠道+广告运营”的媒体产业链经营格局。通过节目赞助、节目植入、线上线下营销、软硬广告传播结合等诸多方面进行广告招商；年度广告运作通过招标方式实行广告包盘，实现营业收入。

2016年，嘉佳卡通国内落地覆盖进一步扩大，内容质量持续提升。作为全国6大少儿卡通卫视频道之一，嘉佳卡通2016年在全国51家卫视排名21位的基础上再次晋升3位，在广东地区少儿频道的收视份额连续三年稳居第一。2016年，由于受新媒体冲击和广告业务收入下滑，加之传统媒体的运营成本较高，使得电视媒体板块业务收入下降5.87%，且毛利率水平较低。2016年公司对广告包盘业务加强了风控和运营，使得电视媒体板块业务实现盈利。

公司收购四月星空100%股权，能否激活泛娱乐产业价值链还需检验；对外投资企业数量较多，与公司业务的整合效果尚需检验，且面临一定的投资损失风险

为进一步将公司IP矩阵延伸至全年龄段用户，公司于2016年2月以发行股份及支付现金相结合的方式收购四月星空100%股权，对价共计9.04亿元，以整合其旗下的有妖气平台，有妖气是国内领先的原创漫画平台，在K12以上领域拥有丰富的IP资源。截至2016年12月31日，有妖气所连载的漫画作品超过40,000部，涵盖科幻、玄幻、推理、武侠、生活、搞笑、爱情等多个系列，月活跃读者超过800万人，并有累计20,000多位漫画作者在平台上持续进行内容创作、更新。公司将针对有妖气平台挖掘出具有市场前景的IP，通过授权进行动画、连续剧、电影、游戏等产品开发，目前已开发的影视、游戏IP有《十万个冷笑话》、《镇魂街》、《雏蜂》等。

截至2016年末，公司拥有的IP数量为10,158个，相比2015年增加4,352个，但核心IP数量较少。公司利用原有的K12领域IP优势以及新整合有妖气平台，构建成全年龄段的泛娱乐IP平台，进一步丰富了IP资源，但有妖气能否激活公司的泛娱乐产业价值链还需检验。

表 8 截至 2016 年末公司知识产权情况（单位：个）

项目	2016 年末	2015 年末
IP 数量	10,158	5,806
其中：核心 IP	6	6

资料来源：公司提供

值得注意的是，公司近年加快对外投资步伐，2016年除收购四月星空、BT、东莞金旺、卓游科技外，公司还参投了多家文化传媒类公司。截至2016年末，公司可供出售金融资产为8.56亿元，系对30家公司或产业基金的投资；长期股权投资为5.42亿元，系对20家联营或合营企业投资。由于对外投资金额较大，投资数量较多，被投资企业与原有业务整合效果有待检验，且投资标的大部分为早期或成长阶段的企业，企业发展面临较大不确定性，公司面临一定的投资损失风险。

表 9 2016 年公司主要对外投资情况（单位：万元）

被投资企业名称	股权取得成本	商誉增加	取得方式	是否约定业绩承诺
北京四月星空网络技术有限公司	90,400.00	82,842.80	现金及股份购买	否
广州卓游信息科技有限公司	12,000.00	5,994.09	现金	否
上海震雷文化传播有限公司	1,200.00	546.97	现金购买及增资	未披露
Baby Trend, Inc.	59,622.97	28,933.04	现金购买	是
深圳市奥飞贝肯文化有限公司	2,750.00	2,204.15	现金购买	未披露
东莞金旺儿童用品有限公司	31,317.28	17,797.17	现金购买	否

资料来源：公司2016年年度报告，鹏元整理

此外，公司于2016年4月9日公告非公开发行股份预案，根据公司2017年4月19号最新公告的修订稿，公司拟募集不超过23.51亿元，其中130,018.50万元用于IP资源建设项目、51,074.10万元用于IP管理运营体系建设项目、54,007.40万元用于补充流动资金，此次非公开发行股份有利于降低公司的债务压力，该方案尚需通过证监会的核准方可实施，能否实施存在一定不确定性。

表 10 公司拟非公开发行股份投资安排（单位：万元）

投资类型	IP 资源建设项目					
项目名称	电影	游戏	电视剧	网络剧	动画	合计
项目数量	6 部	10 部	4 部	14 部	28 部	62 部
项目拟投入金额	51,500.00	9,900.00	20,851.00	26,446.50	31,221.00	139,918.50
募集资金拟投入金额	51,500.00	-	20,851.00	26,446.50	31,221.00	130,018.50
项目投资时间	2016 年至 2018 年					
投资类型	IP 管理运营体系建设项目					
项目	总投资金额	募集资金投入金额	各项募集资金占该项目总募集资金的比例			
（一）建设投资	65,492.81	51,074.10	100.00%			
其中：智能玩具	15,008.20	11,398.20	22.32%			
IP 场景消费 O2O 体系建设	20,084.00	16,044.00	31.41%			

互联网化及大数据平台建设	27,281.90	23,631.90	46.27%
基本预备费	3,118.71	-	-
(二) 铺底流动资金	4,000.00	-	-
合计	69,492.81	51,074.10	100.00%

资料来源：《奥飞娱乐股份有限公司非公开发行股预案（第二次修订稿）》，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年度审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，财务报表均采用新会计准则编制。2016年，公司新纳入合并范围的子公司24家，不再纳入合并范围的子公司5家，详见表3。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但商誉占比较高，存在商誉减值风险；应收账款和存货规模较大，占用了较多营运资金

截至2017年3月末，公司资产总计824,215.12万元，资产规模较2015年末大幅增长71.38%，主要源于2016年公司对外并购四月星空、东莞金旺、BT等公司所致；资产结构方面，2017年3月末公司非流动资产相比2015年末大幅增长，占资产总额的63.59%，主要是可供出售金融资产和商誉的增长所致。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。截至2016年末，公司货币资金余额78,826.55万元，同比大幅增长91.74%，主要是2016年公司非公开发行并募集配套资金以及从银行取得的短期借款增加所致，因作为银行承兑汇票保证金、信用证保证金而使用受到限制的货币资金为2,358.59万元。公司应收账款账面价值64,451.69万元，同比降低12.11%，主要是2016年公司加大回款力度使得玩具销售回款增加；应收账款中一年以内账龄的余额占比89.43%，公司共计提了2,048.63万元坏账准备，计提比例为3.08%。预付款项主要是预付给影片制作公司的制作费，一年以内账龄的预付账款余额占比为90.99%，2016年末预付账款余额同比增长23.41%。公司存货主要为在制作及已制作完成的动漫影视作品，2016年末公司存货为11.95亿元，较上年末大幅增长175.24%，其中原材

料和库存商品增长较快，主要是公司并购资产以及影视片存货增加所致。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产、商誉和其他非流动资产构成。2016年，公司对外投资力度较大，对30家公司追加或新增股权投资，主要投资对象为影视及游戏类公司，使得2016年末公司可供出售金融资产同比大幅增长125.55%；公司长期股权投资主要为对20家联营或合营企业的投资，公司对11家联营企业追加投资，使得2016年末权益法核算的长期股权投资同比增长64.10%。固定资产同比增加29.63%，主要是合并被收购企业固定资产所致。无形资产同比增加172.06%，主要是购买2.56亿元土地使用权所致。公司商誉是最主要的资产，截至2016年末账面价值260,040.96万元，同比大幅增长118.42%，商誉账面价值增长主要是收购BT、四月星空、东莞金旺股权所形成，公司未对商誉计提减值准备。其他非流动资产主要是预付的股权性投资款，由于未达到确认长期股权投资或可供出售金融资产的条件，因此重分类至其他非流动资产，2016年末公司其他非流动资产大幅下降，主要为本年将2015年末对子公司子公司广州奥娱叁特文化有限公司（以下简称“奥娱叁特”）的90%预付股权投资款转入可供出售金融资产所致。截至2016年末，公司已将持有的奥娱叁特股权处置，奥娱叁特的主要资产为其持有的芜湖顺荣三七互娱网络科技股份有限公司（股票代码002555，以下简称“三七互娱”）的股份，共持有三七互娱A股股票436.3953万股，认购金额为2亿元，处置金额为3.06亿元。

总体来看，公司资产规模保持较快增长，但商誉占比依然较高，若被收购公司业绩不及预期，可能面临一定的商誉减值风险；应收账款和存货规模较大，占用了较多营运资金。

表 11 2015-2017 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	62,987.13	7.64%	78,826.55	9.42%	41,110.58	8.55%
应收账款	61,998.21	7.52%	64,451.69	7.70%	73,335.85	15.25%
预付款项	43,268.69	5.25%	39,929.20	4.77%	32,356.08	6.73%
存货	116,295.64	14.11%	119,532.60	14.29%	43,428.88	9.03%
流动资产合计	300,119.67	36.41%	319,226.01	38.16%	210,026.44	43.67%
可供出售金融资产	91,059.42	11.05%	85,587.70	10.23%	37,945.54	7.89%
长期股权投资	54,781.50	6.65%	54,186.08	6.48%	33,020.46	6.87%
固定资产	33,844.60	4.11%	33,169.76	3.96%	25,587.54	5.32%
无形资产	51,036.87	6.19%	51,449.60	6.15%	18,911.17	3.93%
商誉	259,423.76	31.48%	260,040.96	31.08%	119,055.85	24.76%
其他非流动资产	4,451.50	0.54%	5,721.28	0.68%	32,351.02	6.73%

非流动资产合计	524,095.45	63.59%	517,395.34	61.84%	270,902.25	56.33%
资产总计	824,215.12	100.00%	836,621.35	100.00%	480,928.69	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

公司存货周转天数增加，资产运营效率有所下降

2016年，公司收入规模有所增加，应收账款规模有所下降，应收账款周转天数较上年减少1.06天，预付账款减少11.21天；而公司对上游供应商的占款增加，应付账款周转天数同比提高7.54天。公司影视片增加导致存货规模大幅增长，因此存货周转天数延长46.35天。综合上述因素，公司净营业周期同比增加了26.54天，使得营运资金压力有所加大。

由于收入增加和回款增加，流动资产提高，公司流动资产周转效率有所上升。但公司对外投资使得资产规模迅速增长，使得总资产的周转效率有所下降。总体而言，2016年公司整体资产运营效率有所下降。

表 12 2015-2016 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
存货周转天数	172.57	126.22
应收账款周转天数	73.80	74.86
预付账款周转天数	76.55	87.76
应付账款周转天数	71.50	63.96
净营业周期	251.42	224.88
流动资产周转天数	283.47	298.83
固定资产周转天数	31.47	36.38
总资产周转天数	705.69	620.08

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入持续提升，但受游戏业绩下滑影响，盈利能力减弱

得益于玩具销售、影视、婴童用品业务的收入增长，2016年公司营业收入同比增长29.80%；因游戏类业务毛利率大幅下降，使得综合毛利率减少3.96个百分点。由于公司对外并购及经营规模扩张，使得期间费用规模有所增长，2016年公司期间费用占营业收入比例为36.83%，同比上升0.82个百分点。公司的销售费用和管理费用支出规模较大，主要为推广促销展示费、研发费用及相关人员薪酬，较大的费用支出一定程度削减了公司的利润空间。未来公司继续深化泛娱乐全产业链布局并进一步扩大市场空间，因此仍需扩充管理

团队、拓展渠道等，相关费用支出规模将保持迅速增长，对利润的削减可能进一步增大。

2016年，公司获得投资收益13,507.58万元，主要为处置持有子公司奥娱叁特90%股权，处置价款3.06亿元。2016年公司的投资收益同比增长30.37%，占营业利润的26.02%，较上年同比增长5.62个百分点，加之以政府补助为主的营业外收入有所增长，使得2016年公司利润总额同比增加2.45%。

2016年，公司的投资收益和营业外收入占利润总额比例为32.77%，较上年提高5.58个百分点，对当年的利润贡献较大。剔除投资收益和政府补助等非经常性损益，公司的扣除非经常性损益后净利润为33,927.37万元，相比上年减少1.90%，公司盈利能力有所减弱，主要原因系游戏业务拖累所致。

表 13 2015-2017 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	88,362.01	336,066.84	258,917.08
投资收益	338.43	13,507.58	10,361.31
营业利润	6,189.22	51,921.06	50,802.94
营业外收入	342.41	4,940.89	4,580.56
利润总额	6,458.11	56,298.68	54,952.73
净利润	4,102.02	47,717.43	48,070.46
扣除非经常性损益后净利润	4,351.37	33,927.37	34,585.19
综合毛利率	46.89%	49.42%	53.38%
期间费用率	39.21%	36.83%	36.01%
营业利润率	7.00%	15.45%	19.62%
总资产回报率	-	9.33%	13.29%

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量增长，投资活动现金保持大额净流出，资金来源依赖于对外筹资

2016年公司净利润同比减少0.73%，且对投资收益等非经营损益的依赖提高。公司的FFO同比减少4.39%，现金生成能力略微下降。同时，经营性项目占用营运资金规模大幅减少，因此经营活动现金流体现为净流入。

近年公司频繁对外进行股权投资，使得投资活动现金流持续保持大额的净流出。2016年，公司处置子公司及其他股权性投资收回投资款金额较大，但由于对外投资规模仍较大，使得投资活动现金缺口有所增大。公司未来将持续深化布局泛娱乐产业的主要途径是对外

投资收购，投资活动现金流可能持续大额流出。

近年公司的经营活动现金流规模不大，无法满足持续的对外投资需求，为业务的扩张，公司持续进行外部融资缓解资金压力。2016年，筹资活动现金净流入额相比上年大幅增加，公司筹资活动流入和流出金额均较大，筹资活动现金流入主要来源于大股东借款、新增银行借款和定向增发募集配套资金等，现金流出主要是偿还大股东借款、偿还银行借款及支付本期债券回售本金等。

表 14 2015-2016 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	47,717.43	48,070.46
非付现费用	8,880.83	7,991.99
非经营损益	-10,192.70	-7,527.11
FFO	46,405.56	48,535.34
营运资本变化	-27,061.92	-58,709.00
其中：存货减少（减：增加）	-55,925.83	-1,838.86
经营性应收项目的减少（减：增加）	19,313.86	-53,580.94
经营性应付项目的增加（减：减少）	9,550.05	-3,289.20
其他	-748.55	512.11
经营活动产生的现金流量净额	18,595.10	-9,661.55
投资活动产生的现金流量净额	-144,002.44	-69,998.29
筹资活动产生的现金流量净额	160,058.31	30,542.28
现金及现金等价物净增加额	36,613.38	-48,760.44

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司整体负债水平上升，有息债务增长，短期偿债压力加大

2016年，由于公司增发股份和对外并购资产，公司所有者权益规模有所增长，负债规模增长迅速。截至2017年3月末，公司负债合计331,696.83万元，较2015年末增长92.57%；所有者权益合计492,518.28万元，较2015年末增长59.55%，负债与所有者权益比率有所增长，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 15 2015-2017 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	331,696.83	347,597.66	172,243.54
所有者权益	492,518.28	489,023.69	308,685.15
负债与所有者权益比率	67.35%	71.08%	55.80%

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要以短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。截至2016年末，短期借款较上年末增加62.01%，主要是公司业务扩张，资金需求加大所致。应付账款主要是原材料应付款，2016年末公司应付账款余额较上年末大幅增加，主要是收购东莞金旺导致应付供应商款项大幅增长，一年以内账龄的余额占比为96.05%。2016年末公司其他应付款大幅增长，主要是大股东借款，该借款公司无需支付利息，2017年3月末已大部分偿还。公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期应付款，为尚需支付对BT公司的股权收购款，其他流动负债主要是一年内到期的短期融资券。公司非流动负债主要以应付债券和长期应付款为主，应付债券为本期债券，由于2016年债券提前回售，应付债券余额有所下降。长期应付款主要为2017年后尚需支付的对BT公司的股权收购款。

公司的有息债务占比较高，截至2017年3月末，有息债务¹金额为19.32亿元，较2015年末大幅增长60.92%。考虑到近年公司持续进行对外投资，经营活动产生的现金难以维持公司的业务扩张速度，公司面临一定的偿债压力，且存在期限错配风险。

表 16 2015-2017 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	116,480.58	35.12%	105,604.72	30.38%	65,183.82	37.84%
应付账款	38,698.78	11.67%	49,129.84	14.13%	18,393.88	10.68%
其他应付款	9,176.63	2.77%	23,505.75	6.76%	4,517.89	2.62%
一年内到期的非流动负债	24,205.66	7.30%	25,775.83	7.42%	5,313.37	3.08%
其他流动负债	30,598.73	9.22%	30,982.60	8.91%	-	-
流动负债合计	247,400.86	74.59%	263,034.17	75.67%	114,922.41	66.72%
应付债券	44,944.74	13.55%	44,932.84	12.93%	54,860.85	31.85%
长期应付款	38,496.51	11.61%	38,710.54	11.14%	1,894.80	1.10%
非流动负债合计	84,295.98	25.41%	84,563.48	24.33%	57,321.13	33.28%
负债合计	331,696.83	100.00%	347,597.66	100.00%	172,243.54	100.00%
有息债务	193,173.23	58.24%	182,285.47	52.44%	120,044.67	69.69%

来源：公司 2015-2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

截至2017年3月末，公司资产负债率为40.24%，整体负债水平有所提高。由于短期借款大幅增长，公司流动比率、速动比率同比均有下滑，短期偿债压力较大。

2016年公司EBITDA同比增长5.22%，但由于2016年新增大量银行借款，计入财务费用

¹ 2017年3月末公司有息负债包括短期借款、一年内到期的非流动负债中的一年内到期的长期借款 1,700 万元、其他流动负债中的应付短期融资券 29,927.91 万元、长期借款和应付债券。

的利息支出增加19.07%，使得EBITDA利息保障倍数有所降低。2016年末公司短期有息债务包括短期借款、一年内到期的长期借款和应付短期融资券，合计13.72亿元，占总负债比重为39.47%，预计2017年公司的还本付息的压力将进一步加大。

表 17 2015-2017 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	40.24%	41.55%	35.81%
流动比率	1.21	1.21	1.83
速动比率	0.74	0.76	1.45
EBITDA（万元）	-	68,927.18	65,506.72
EBITDA 利息保障倍数	-	13.43	15.19
有息债务/EBITDA	-	2.64	1.83

资料来源：公司 2015-2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对经销商的担保金额合计965.77万元，占期末净资产的0.20%。

表 18 截至 2016 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保额度	担保金额	担保方式	担保期
经销商	10,000.00	965.77	连带责任保证	三个月
合计	10,000.00	965.77	-	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

七、评级结论

2016年，公司整体收入实现增长，各类业务收入和毛利率各有增减。其中最大板块业务玩具类业务收入持续增长，毛利率保持较高水平，公司并购婴童出行品牌使得婴童用品业务收入大幅提升。真人影视业务效益显现，公司影视类业务保持较快发展。公司收购四月星空，实现了全年龄段动漫IP内容孵化能力。公司收入规模持续增长，总体盈利水平比较稳定。

但值得注意的是，公司的游戏类业务收入和毛利率有所下滑，游戏业务受市场偏好影响大，该业务收入存在较大的波动性，一定程度影响了公司总体盈利能力。商誉规模较大，若并购标的业绩不及预期，可能会造成商誉减值。近年公司对外并购频繁，并购后能否实现预期效益存在一定不确定性。有息债务规模大幅增长，且流动负债大幅增加，公司面临较大的短期偿债压力。

综上，鹏元对公司及本期债券的2017年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	62,987.13	78,826.55	41,110.58	91,388.73
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	531.24	533.20	1,013.30	20.56
应收票据	5.57	336.68	80.94	-
应收账款	61,998.21	64,451.69	73,335.85	34,348.68
预付款项	43,268.69	39,929.20	32,356.08	26,497.28
应收利息	0.39	8.90	16.13	174.94
其他应收款	11,393.09	12,128.98	16,544.75	4,752.78
存货	116,295.64	119,532.60	43,428.88	41,215.40
其他流动资产	3,639.71	3,478.20	2,139.92	21,418.01
流动资产合计	300,119.67	319,226.01	210,026.44	219,816.38
可供出售金融资产	91,059.42	85,587.70	37,945.54	5,498.06
长期股权投资	54,781.50	54,186.08	33,020.46	16,117.76
固定资产	33,844.60	33,169.76	25,587.54	26,737.75
在建工程	1,334.35	354.50	-	25.73
无形资产	51,036.87	51,449.60	18,911.17	21,004.81
商誉	259,423.76	260,040.96	119,055.85	116,551.50
长期待摊费用	4,923.85	3,267.45	2,544.86	1,671.62
递延所得税资产	23,239.60	23,618.00	1,485.81	1,693.79
其他非流动资产	4,451.50	5,721.28	32,351.02	1,889.23
非流动资产合计	524,095.45	517,395.34	270,902.25	191,190.25
资产总计	824,215.12	836,621.35	480,928.69	411,006.62
短期借款	116,480.58	105,604.72	65,183.82	28,330.17
应付票据	685.24	1,105.26	208.85	540.60
应付账款	38,698.78	49,129.84	18,393.88	24,496.42
预收款项	8,358.70	8,083.83	5,127.39	3,866.46
应付职工薪酬	6,715.92	8,072.74	5,653.88	7,794.17
应交税费	10,087.36	9,269.24	8,888.80	4,555.28
应付利息	2,393.26	1,504.37	1,634.54	1,666.26
应付股利	-	-	-	99.78
其他应付款	9,176.63	23,505.75	4,517.89	2,507.99
一年内到期的非流动负债	24,205.66	25,775.83	5,313.37	7,559.80
其他流动负债	30,598.73	30,982.60	-	-

流动负债合计	247,400.86	263,034.17	114,922.41	81,416.93
长期借款	120.00	120.00	-	-
应付债券	44,944.74	44,932.84	54,860.85	54,807.16
递延收益	166.18	224.48	565.48	643.60
长期应付款	38,496.51	38,710.54	1,894.80	8,578.06
递延所得税负债	568.55	575.62	-	116.87
其他非流动负债	-	-	-	1,772.05
非流动负债合计	84,295.98	84,563.48	57,321.13	65,917.74
负债合计	331,696.83	347,597.66	172,243.54	147,334.67
股本	130,788.97	130,788.97	126,455.20	63,194.02
资本公积	146,543.88	146,445.90	24,331.07	85,772.48
减：库存股	918.90	918.90	1,754.16	1,772.05
其他综合收益	7,267.81	7,973.22	3,298.19	-88.82
盈余公积	15,509.54	15,509.54	12,254.85	9,580.30
未分配利润	184,289.79	179,717.99	138,365.57	97,191.65
归属于母公司所有者 权益合计	483,481.10	479,516.72	302,950.73	253,877.58
少数股东权益	9,037.19	9,506.97	5,734.42	9,794.38
所有者权益合计	492,518.28	489,023.69	308,685.15	263,671.95
负债和所有者权益总 计	824,215.12	836,621.35	480,928.69	411,006.62

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	88,362.01	336,066.84	258,917.08	242,967.32
其中：营业收入	88,362.01	336,066.84	258,917.08	242,967.32
二、营业总成本	82,509.25	298,186.56	218,454.90	199,601.26
其中：营业成本	46,933.01	169,981.84	120,710.40	121,886.89
营业税金及附加	600.97	3,031.98	2,761.44	2,248.53
销售费用	14,459.48	58,668.73	42,954.69	36,580.30
管理费用	17,880.08	59,777.55	47,796.14	36,650.45
财务费用	2,307.65	5,340.07	2,482.39	2,134.05
资产减值损失	328.07	1,386.37	1,749.84	101.02
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-1.96	533.20	-20.55	11.74
投资收益（损失以“-”号填列）	338.43	13,507.58	10,361.31	-1,091.33
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	6,189.22	51,921.06	50,802.94	42,286.47
加：营业外收入	342.41	4,940.89	4,580.56	2,252.52
减：营业外支出	73.52	563.27	430.78	318.13
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	6,458.11	56,298.68	54,952.73	44,220.87
减：所得税费用	2,356.10	8,581.25	6,882.27	2,964.19
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	4,102.02	47,717.43	48,070.46	41,256.68
归属于母公司所有者的净利润	4,571.80	49,844.44	48,904.00	42,801.29
少数股东损益	-469.79	-2,127.00	-833.53	-1,544.61

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	100,101.14	405,100.95	172,541.92	277,210.46
收到的税费返还	2,052.70	2,109.53	1,598.88	406.80
收到其他与经营活动有关的现金	819.39	5,727.33	7,559.68	5,375.72
经营活动现金流入小计	102,973.23	412,937.81	181,700.48	282,992.97
购买商品、接受劳务支付的现金	63,213.95	224,495.82	62,752.12	128,502.62
支付给职工以及为职工支付的现金	22,373.16	68,388.63	50,809.33	44,299.00
支付的各项税费	5,839.31	28,352.40	23,927.36	21,134.54
支付其他与经营活动有关的现金	20,954.19	73,105.86	53,873.21	36,779.42
经营活动现金流出小计	112,380.62	394,342.71	191,362.02	230,715.58
经营活动产生的现金流量净额	-9,407.38	18,595.10	-9,661.55	52,277.39
收回投资收到的现金	50.00	23,361.65	40,846.41	8,085.00
取得投资收益收到的现金	-	1,157.83	158.68	50.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.00	31.26	408.83	65.82
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	210.00	27,211.83	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	150.00	600.00
投资活动现金流入小计	261.00	51,762.57	41,563.92	8,801.71
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,377.12	31,781.67	5,508.39	5,731.79
投资支付的现金	9,777.17	70,927.52	87,635.40	49,016.91
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1,722.00	93,055.82	17,609.82	36,355.96
支付其他与投资活动有关的现金	-	-	808.60	-
投资活动现金流出小计	14,876.29	195,765.01	111,562.20	91,104.66
投资活动产生的现金流量净额	-14,615.29	-144,002.44	-69,998.29	-82,302.95
吸收投资收到的现金	-	93,480.71	1,650.87	25,696.88
取得借款收到的现金	46,655.88	167,291.25	75,911.82	28,793.31
发行债券收到的现金	-	29,940.00	-	-
收到其他与筹资活动有关的现金	1,356.09	168,073.74	5,723.00	60,734.98
筹资活动现金流入小计	48,011.97	458,785.70	83,285.69	115,225.17
偿还债务支付的现金	23,171.30	139,180.51	40,015.29	52,772.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	473.37	11,704.90	9,474.04	10,076.56
支付其他与筹资活动有关的现金	14,678.83	147,841.98	3,254.07	9,505.03
筹资活动现金流出小计	38,323.51	298,727.39	52,743.40	72,353.91
筹资活动产生的现金流量净额	9,688.46	160,058.31	30,542.28	42,871.26

汇率变动对现金及现金等价物的影响	-148.62	1,962.41	357.11	-343.27
现金及现金等价物净增加额	-14,482.83	36,613.38	-48,760.44	12,502.43
加：期初现金及现金等价物余额	76,467.96	39,854.58	88,615.03	76,112.60
期末现金及现金等价物余额	61,985.13	76,467.96	39,854.58	88,615.03

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	47,717.43	48,070.46	41,256.68
加：资产减值准备	1,386.37	1,749.84	101.02
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,393.89	2,868.43	2,677.13
无形资产摊销	2,229.08	2,162.82	2,439.66
长期待摊费用摊销	1,871.49	1,210.90	1,007.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	195.68	133.42	34.46
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-533.20	20.55	-11.74
财务费用（收益以“-”号填列）	5,738.09	2,589.11	3,806.06
投资损失（收益以“-”号填列）	-13,507.58	-10,361.31	1,091.33
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-2,116.99	207.99	-708.99
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	31.30	-116.87	-6.63
存货的减少（增加以“-”号填列）	-55,925.83	-1,838.86	2,795.53
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	19,313.86	-53,580.94	-7,912.92
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	9,550.05	-3,289.20	4,323.95
其他	-748.55	512.11	1,384.56
经营活动产生的现金流量净额	18,595.10	-9,661.55	52,277.39

资料来源：公司2014-2016年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	193,173.23	182,285.47	120,044.67	83,754.83
资产负债率	40.24%	41.55%	35.81%	35.85%
流动比率	1.21	1.21	1.83	2.70
速动比率	0.74	0.76	1.45	2.19
综合毛利率	46.89%	49.42%	53.38%	49.83%
总资产回报率	-	9.33%	13.29%	13.06%
EBITDA（万元）	-	68,927.18	65,506.72	54,145.26
EBITDA 利息保障倍数	-	13.43	15.19	14.25
非付现费用（万元）	-	8,880.83	7,991.99	6,225.44
非经营损益（万元）	-	-10,192.70	-7,527.11	4,204.49
FFO（万元）	-	46,405.56	48,535.34	51,686.61
营运资本变化（万元）	-	-27,061.92	-58,709.00	-793.77

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2016 年 12 月 31 日公司纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例	业务性质
广州奥飞文化传播有限公司	100.00%	文化传媒
广州奥飞文化发展有限公司	100.00%	文化传媒
奥飞影业投资（北京）有限公司	95.00%	影视制作
广州狼烟动画有限公司	85.00%	文化传媒
奥飞影业（香港）有限公司	95.00%	文化传媒
广东奥迪动漫玩具有限公司	100.00%	玩具销售
广东嘉佳卡通影视有限公司	60.00%	文化传媒
北京中奥影迪动画制作有限公司	50.00%	影视制作
奥飞动漫文化（香港）有限公司	100.00%	文化传媒
AULDEY TOYS OF NORTH AMERICA LLC	100.00%	文化传媒
资讯港管理有限公司	100.00%	文化传媒
WONDER MAGIC GLOBAL LIMITED	100.00%	文化传媒
ToonExpress Hong Kong Limited	100.00%	文化传媒
广州新源动力动漫形象管理有限公司	100.00%	文化传媒
英国奥飞动漫玩具有限公司	100.00%	文化传媒
汕头奥迪玩具有限公司	100.00%	动漫玩具生产
广东原创动力文化传播有限公司	100.00%	文化传媒
北京爱乐游信息技术有限公司	100.00%	游戏研发
北京中盛天创科技发展有限公司	100.00%	游戏研发
上海方寸信息科技有限公司	100.00%	游戏研发
广州奥飞嘉佳教育有限公司	100.00%	文化传媒
上海方寸互娱网络科技有限公司	100.00%	游戏研发
广州叶游信息技术有限公司	60.00%	游戏研发
壹沙（北京）文化传媒有限公司	70.00%	文化传媒
北京魔屏科技有限公司	60.00%	文化传媒
北京奥飞多屏文化传媒有限公司	80.00%	文化传媒
上海奥飞网络科技有限公司	100.00%	动漫玩具销售
广东奥飞实业有限公司	100.00%	动漫玩具生产
奥飞影业（上海）有限公司	95.00%	广播电视节目制作、发行
北京指游互动科技发展有限公司	100.00%	游戏开发
广州戏胞文化传播有限公司	51.00%	影视经纪代理服务
Alpha Animation, Inc	95.00%	文化传媒
Alpha Entertainment (International) Company Limited	100.00%	文化传媒
上海奥飞游戏有限公司	100.00%	游戏开发

广州奥飞文化产业投资管理有限公司	100.00%	投资管理服务
广东奥飞动漫文化产业投资基金（有限合伙）	100.00%	股权投资
北京绵绵堂科技有限公司	60.00%	技术推广服务；软件开发
北京四月星空网络技术有限公司	100.00%	版权运营
广州卓游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
上海震雷文化传播有限公司	100.00%	文化传媒
Baby Trend, Inc.	100.00%	婴童用品
深圳市奥飞贝肯文化有限公司	55.00%	影视版权
东莞金旺儿童用品有限公司	100.00%	婴童用品
广州奥飞硅谷文化发展有限公司	100.00%	文化传媒
法国奥飞动漫玩具有限公司	100.00%	玩具销售
苏州奥飞影视有限公司	100.00%	影视制作
Alpha GROUP US LLC	100.00%	玩具销售
海南盛游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
上海掌致信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
悦奥飞腾（苏州）投资管理	100.00%	投资管理
广州麟游信息科技有限公司	26.01%	游戏研发
东莞奥迪贝乐童车有限公司	100.00%	玩具制作
广州奥飞婴童用品有限公司	100.00%	玩具销售
广州奥玩商贸有限公司	100.00%	玩具销售
珠海奥飞动漫品牌管理有限公司	100.00%	版权运营
广州晶音信息科技有限公司	26.01%	游戏研发
广州云间行信息科技有限公司	26.01%	游戏研发
Alpha Pictures, Inc.	100.00%	文化传媒
上海哇呀咖啡有限公司	100.00%	咖啡店
上海有妖气文化发展有限公司	100.00%	版权运营
北京夏日茉莉文化发展有限公司	100.00%	文化传媒
天津仙山文化传播有限公司	100.00%	版权运营

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	非流动资产周转天数 (天)	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2])$
	应收账款周转天数 (天)	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2])$
	存货周转天数 (天)	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2])$
	预付账款周转天数 (天)	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初预付款项} + \text{期末预付款项}) / 2])$
	应付账款周转天数 (天)	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2])$
	净营业周期 (天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
	总资产周转天数 (天)	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2])$
	流动资产周转天数 (天)	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初流动资产总额} + \text{期末流动资产总额}) / 2])$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	主营业务毛利率	$(1 - \text{主营业务成本} / \text{主营业务收入}) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	营运资本	流动资产 - 流动负债
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 其他长期有息债务
	短期有息债务	短期借款 + 1年内到期的长期借款 + 其他短期有息债务
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务
	产权比率	负债 / 所有者权益

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。