

奥飞娱乐(002292)/文化传媒

整装待发, 泛娱乐航母再起航

评级: 增持(首次)

市场价格: 15.45

目标价格: 17.58

分析师: 康雅雯

执业证书编号: S0740515080001

电话: 021-20315097

Email: kangyw@r.qlzq.com.cn

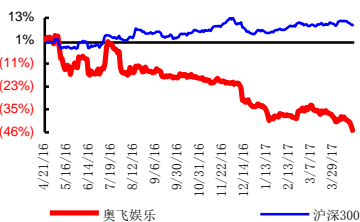
联系人: 臧琨

电话:

Email: zangkun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,308
流通股本(百万股)	753
市价(元)	15.45
市值(百万元)	20,208
流通市值(百万元)	11,633

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,589.17	3,360.67	4,546.58	5,471.29	6,358.67
增长率 yoy%	6.56%	29.80%	35.29%	20.34%	16.22%
净利润	489.04	498.44	620.04	791.32	989.33
增长率 yoy%	14.26%	1.92%	24.39%	27.62%	25.02%
每股收益(元)	0.39	0.38	0.47	0.61	0.76
每股现金流量	-0.08	0.14	0.15	0.30	0.53
净资产收益率	16.14%	10.39%	11.45%	12.75%	13.75%
P/E	133.71	59.56	32.59	25.54	20.42
PEG	9.38	30.97	1.34	0.92	0.82
P/B	21.58	6.19	3.73	3.26	2.81

备注: 总股本未考虑定向增发

投资要点

- 奥飞娱乐是我国玩具企业龙头, 全面进军泛娱乐领域。** 公司是我国玩具龙头, 拥有包括奥迪双钻、澳贝等多个自主 IP 玩具品牌。2010 年以来, 公司不断转型和升级, 逐步构建以 IP 为核心的全产业链运营模式, 初步形成了“IP 矩阵+内容制作+媒体运营+衍生品”的泛娱乐生态。公司目前拟定增不超过 23.51 亿元, 对现有的 IP 储备资源进行开发并孵化培育新 IP。
- IP 矩阵+内容制作+媒体运营, 泛娱乐航母再起航。** 泛娱乐行业规模超过 5600 亿元, 。泛娱乐时代 IP 是核心竞争力, 未来动漫 IP 有望成为继网文后的最大 IP 来源, 奥飞娱乐拥有大量头部 IP, 具备先发优势。**IP 矩阵:** 公司拥有“K12+成人”的全年龄段 IP 矩阵, K12 领域拥有超级飞侠、喜羊羊、巴拉拉小魔仙等顶级 IP, 2015 年收购“有妖气”后逐步完成了对成人化动漫 IP 的布局。**内容制作:** “影视+游戏”双轮驱动。影视方面, 奥飞整合全球优质 IP 和运营平台进行布局, 参与出品发行的电影票房超过 57 亿元, 2016 年成立剧业公司布局网生内容, 基于有妖气核心 IP 进行内容开发, 已出品网剧《桃花缘》, 储备项目包括《开封奇谈》、《镇魂街》等。游戏方面, 2017 年预计上线多款游戏, 包括《航海王激战》、《天堂: 红骑士》、《魔天记 3D》等大 IP 手游, 也包括《星娘收藏》、《十万个冷笑话 2》等二次元游戏。**媒体运营:** 拥有卫视嘉佳卡通, 覆盖用户超过 7000 万, 收视人口超过 5 亿, 控股漫画平台“有妖气”、漫画魔屏, 参股布卡漫画、爱看动漫乐园, 投资掌阅。
- 衍生品龙头, 充分受益于消费升级和全面二孩。** 奥飞是我国最大的动漫 IP 玩具商, 依托其在 K12 领域的内容领先地位, 拥有奥迪双钻、澳贝等玩具品牌, 玩具业务毛利率稳步提升, 2017 年收入将超过 20 亿元, 同时加速全球分销渠道布局, 海外收入增长快。2016 年收购美国著名婴童品牌 BabyTrend, 全面布局婴童业务线, 未来充分受益于消费升级及全面二孩带来了人口红利。
- 投资建议:** 我们预测公司 2017-2019 年对应 EPS 分别为 0.47、0.61、0.76 元, 公司我国动漫衍生品行业龙头, 深耕二次元泛娱最难变现的衍生品领域, 并且目前拥有“IP 矩阵+内容制作+媒体渠道+衍生品”的泛娱乐全产业链布局, 我们给予奥飞娱乐未来 6-12 月内目标市值 230 亿, 对应 2017 年市盈率 37X, 对应每股价格为 17.58 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:** 1) 内容持续创新能力不足的风险; 2) 泛娱乐业务整合能力不足的风险; 3) 行业增速不及预期的风险。

内容目录

奥飞娱乐：玩具龙头，全面进军泛娱乐	- 4 -
领先的玩具制造商，拥有自主 IP 玩具产品	- 4 -
积极转型，加速布局泛娱乐产业链	- 5 -
拟定增资金用于 IP 项目开发，缓解资金压力	- 6 -
IP 矩阵+内容制作+媒体运营，泛娱乐航母再起航	- 7 -
泛娱乐愈演愈热，动漫 IP 有望引领 2.0 时代	- 7 -
“K12+成年人”全年龄段 IP 矩阵，拥有大量头部 IP	- 9 -
“影视+游戏”双轮驱动，承接 IP 内容变现	- 11 -
构建“电视+互联网”媒体运营渠道，提升内容传播度	- 14 -
投资 AR/VR 和 AI 领域，布局产业未来	- 15 -
衍生品龙头，充分受益于消费升级和全面二孩	- 17 -
新生儿出生回暖叠加消费升级，长期利好公司玩具及婴童业务	- 17 -
玩具：依托 K12 领域核心 IP，全面开启国际化进程	- 19 -
收购 BabyTrend，全面布局婴童业务线	- 22 -
盈利预测与投资建议	- 24 -
盈利预测假设及结果	- 24 -
投资建议：目标价 17.58 元，给予“增持”评级	- 25 -
风险提示	- 26 -

图表目录

图表 1：奥飞娱乐四大战略转型	- 4 -
图表 2：奥飞娱乐玩具简介	- 4 -
图表 3：2007-2016 营业收入及其增速（单位：万元）	- 5 -
图表 4：2007-2016 归属于母公司净利润及增速（单位：万元）	- 5 -
图表 5：2007-2016 经营利润率	- 5 -
图表 6：2007-2016 主营业务构成	- 5 -
图表 7：奥飞娱乐泛娱乐布局	- 6 -
图表 8：奥飞娱乐定增募投项目	- 6 -
图表 9：泛娱乐上中下游产业情况	- 7 -
图表 10：泛娱乐市场细分领域及市场规模	- 7 -
图表 11：泛娱乐产业以 IP 为核心	- 8 -
图表 12：2016 中国超级 IP 排名 TOP10	- 9 -
图表 13：漫画阅读平台用户增速高于小说阅读	- 9 -
图表 14：奥飞娱乐 K12 领域核心动漫 IP 情况	- 9 -
图表 15：有妖气核心 IP 及其作品数据统计情况	- 10 -
图表 16：奥飞娱乐其他主要 IP 提供单元	- 10 -
图表 17：2009-2016 年奥飞娱乐影视收入（万元）	- 11 -
图表 18：2014-2016 年奥飞娱乐游戏收入（万元）	- 11 -
图表 19：奥飞娱乐影视板块业务布局	- 11 -
图表 20：奥飞娱乐参与主要电影作品汇总	- 12 -

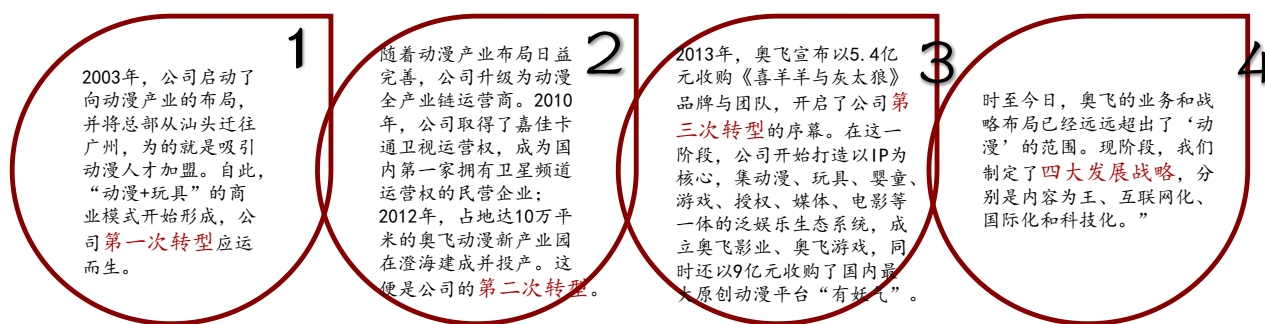
图表 21: 奥飞娱乐主要影视项目储备统计.....	- 12 -
图表 22: 奥飞娱乐游戏业务布局.....	- 13 -
图表 23: 爱乐游及方寸科技盈利承诺及实现情况.....	- 13 -
图表 24: 奥飞游戏项目储备统计.....	- 14 -
图表 25: 2010-2016 年电视媒体业务收入情况 (万元).....	- 14 -
图表 26: 嘉佳卡通用户覆盖率和收视情况.....	- 14 -
图表 27: 奥飞控股的电视媒体布局.....	- 15 -
图表 28: 奥飞娱乐主要参股的主要互联网媒体统计.....	- 15 -
图表 29: 奥飞娱乐 VR 布局.....	- 15 -
图表 30: 虚拟形象哪吒和《十冷》作者寒舞同台互动.....	- 16 -
图表 31: VR 影视领域加大投入.....	- 16 -
图表 32: 奥飞布局人工智能、通过机器人变现 IP.....	- 16 -
图表 33: 奥飞携手图灵机器人、打造家庭智能心生态.....	- 16 -
图表 34: 1949 年至今我国新生儿人口情况 (万人).....	- 17 -
图表 35: 2000-2016 年我国人均可支配收入.....	- 17 -
图表 36: 我国母婴童细分市场分类.....	- 17 -
图表 37: 2010-2020 年母婴童市场及增速情况.....	- 17 -
图表 38: 2010 年-2019 年全球玩具零售额及其增速.....	- 18 -
图表 39: 全球玩具市场 (分国家) 零售额情况.....	- 18 -
图表 40: 我国玩具市场增长率与全球市场增长率.....	- 18 -
图表 41: 2002-2015 年我国玩具企业收入盈利情况.....	- 19 -
图表 42: 2002-2015 年我国玩具制造企业数量.....	- 19 -
图表 43: 2016 年国内外玩具公司收入 (亿美元).....	- 19 -
图表 44: 国内外玩具公司玩具业务毛利率变化 (%).....	- 19 -
图表 45: 奥飞娱乐玩具布局情况统计.....	- 20 -
图表 46: 奥飞 2010-2016 玩具销售情况 (万元).....	- 20 -
图表 47: 奥飞 2010-2014 玩具收入占比情况.....	- 20 -
图表 48: 2016 年五大电商平台热销玩具综合榜.....	- 21 -
图表 49: 2016 年五大电商平台热销玩具综合榜 (续).....	- 21 -
图表 50: 2016 年百货商超渠道畅销玩具排行榜.....	- 21 -
图表 51: 奥飞娱乐海外业务收入及增速情况.....	- 22 -
图表 52: 奥飞娱乐婴童类业务布局情况.....	- 22 -
图表 53: 2011-2016 年奥飞婴童业务收入 (万元).....	- 23 -
图表 54: BabyTrend 收入及利润情况.....	- 23 -
图表 55: Baby Trend 品牌展示.....	- 23 -
图表 56: Baby Trend 品牌展示.....	- 23 -
图表 57: BabyTrend 业绩对赌及实现情况.....	- 24 -
图表 58: 公司分项目收入预测 (百万元).....	- 24 -
图表 59: 公司盈利预测 (百万元).....	- 25 -
图表 60: 公司财务报表摘要.....	- 27 -

奥飞娱乐：玩具龙头，全面进军泛娱乐

领先的玩具制造商，拥有自主 IP 玩具产品

- 奥飞娱乐是我国领先的玩具研发、生产和分销商，拥有多个自主 IP 玩具产品系列。公司成立于 1993 年，前身为澄海县奥迪玩具实业有限公司。20 余年来，公司紧跟行业发展趋势，不断调整战略方向，四次战略转型紧跟行业发展趋势，从以传统玩具生产逐步转型为全产业链的泛娱乐生态系统。在 1993 年至 2009 年，公司产品以传统非动漫玩具为主，主要包括塑胶玩具、四驱车和遥控车等产品。随后公司通过购买和自主制作经典动画片，配合大量地面推广活动，大力推动了公司动漫玩具销售。2009 到 2012 年，在动漫领域深入发展，打通了从 IP 储备、内容创作、媒体渠道到衍生品的动漫全产业链运营。2012 年开始，公司积极布局游戏、电影、IP 资源等领域，延伸自然科技环节，打造以 IP 为核心的泛娱乐生态。

图表 1：奥飞娱乐四大战略转型



来源：互联网、中泰证券研究所

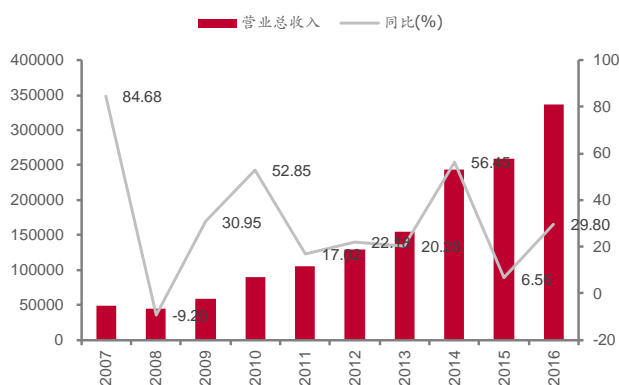
图表 2：奥飞娱乐玩具简介

分类		玩具名称
动漫玩具	自主创作	火力少年悠悠球/战斗王陀螺/啦啦啦女孩玩具/闪电冲线遥控车/战龙四驱车/铠甲勇士装备
	授权开发	迪迦奥特曼/钢铁拯救队/迪士尼系列/虹猫蓝兔系列
非动漫类玩具		遥控车系列/澳贝婴儿玩具/梦想世界/制作乐园

源：公司年报、中泰证券研究所

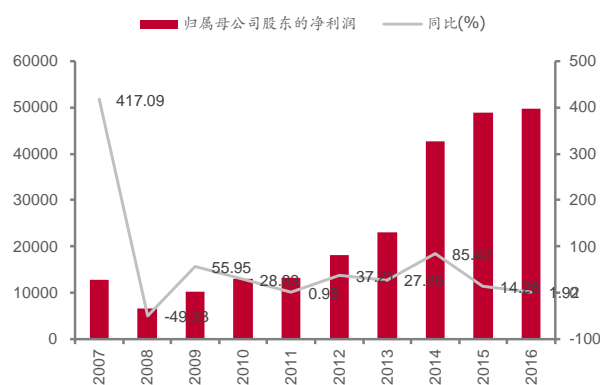
- 奥飞娱乐营收增长稳健，收入结构也逐步多元化。2016 年公司实现营业总收入 33.61 亿元，同比增长 29.80%；营业利润为 5.19 亿元，同比增长 2.20%；利润总额为 5.63 亿元，同比增长 2.45%；归属于上市公司股东的净利润为 4.98 亿元，同比增长 1.92%。公司毛利率维持在 40%-50%，处于行业较高水平。收入结构中，玩具销售类比重逐年下降，动漫影视和衍生品业务收入逐渐增加，泛娱乐布局也逐步显现。

图表 3: 2007-2016 营业收入及其增速 (单位: 万元)



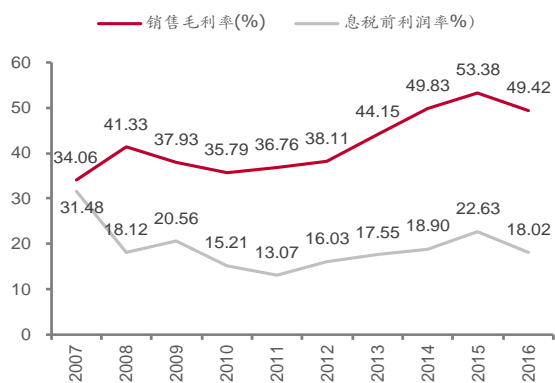
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 2007-2016 归属于母公司净利润及增速 (单位: 万元)



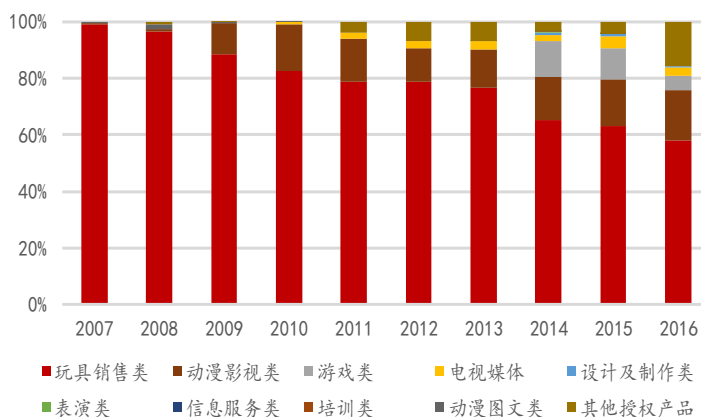
来源: wind、中泰证券研究所

图表 5: 2007-2016 经营利润率



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 2007-2016 主营业务构成

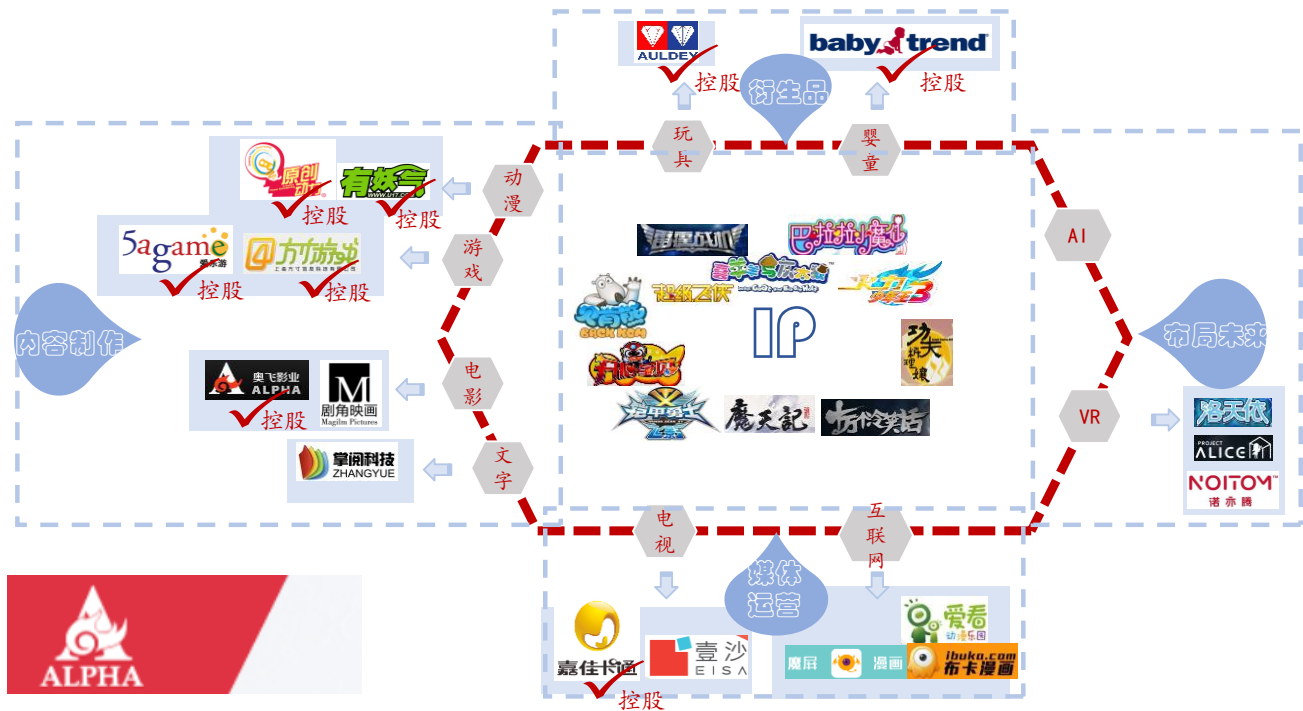


来源: wind、中泰证券研究所

积极转型，加速布局泛娱乐产业链

- 2010 年以来，奥飞娱乐不断转型和升级，逐步构建以 IP 为核心的全产业链运营模式，初步形成了“IP 矩阵+内容制作+媒体运营+衍生品”的泛娱乐生态。目前奥飞推行“3+1”的模式，以 IP 为核心，同时以内容为王，进行互联网化和科技化运作。动漫领域全资收购了“有妖气”动漫平台，进一步扩大公司的 IP 矩阵；游戏领域收购了爱乐游和方寸科技，将在未来推出更多的游戏新品；不断加强衍生品授权产业链的发展，拥有中国第一玩具品牌“奥迪双钻”、幼儿玩具品牌澳贝，收购了“baby trend”童车制造商，商业变现能力逐渐增强；继续布局 VR 领域、影视领域、动漫领域，推动“科技+娱乐”的产业发展。

图7：奥飞娱乐泛娱乐布局



来源：中泰证券研究所

拟定增资金用于IP项目开发，缓解资金压力

- 奥飞娱乐拟非公开发行募集资金不超过 23.51 亿元，发行数量不超过 1.15 亿股。一方面，奥飞娱乐需要对现有的 IP 储备资源进行开发，另一方面业务要不断投入资金孵化新的 IP，奥飞拟募集 23.51 亿元中 13 亿元用于 IP 资源开发，包括电影、电视剧、网剧和动画等合计 52 个项目，另外还将投资 5.1 亿元用于 IP 管理运营体系建设。2016 年奥飞娱乐财务费用 5340 万元，定增后也将对其财务压力有所缓解。

图8：奥飞娱乐定增募投项目

定增募投项目						
序号	项目名称	项目投资总额	募集资金拟投入金额			
1	IP资源建设项目	139,918.50	130,018.50			
2	IP管理运营体系建设项目	69,492.81	51,074.10			
3	补充流动资金	54,007.40	54,007.40			
合计		263,418.71	235,100.00			
1. 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	10	4	14	28	62
项目拟投入额(万元)	51,500.00	9,900.00	20,851.00	26,446.50	31,221.00	139,918.50
募集资金拟投入额(万元)	51,500.00	-	20,851.00	26,446.50	31,221.00	139,918.50
2. IP管理运营体系建设项目						
序号	项目	总投资金额	募集资金投入金额			
一	建设投资	65,492.81	51,074.10			
1	其中：智能玩具	15,008.20	11,398.20			
2	IP场景消费O2O体系建设	20,084.00	16,044.00			
3	互联网化及大数据平台建设	27,281.90	23,631.90			
4	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			

来源：公司公告，中泰证券研究所

IP 矩阵+内容制作+媒体运营，泛娱乐航母再起航

泛娱乐愈演愈热，动漫 IP 有望引领 2.0 时代

- 泛娱乐是指由文学、动漫、影视、音乐、游戏、演出、衍生品等多元文化娱乐形态而组成的融合产业。泛娱乐产业以 IP 内容为核心辐射多个业态，通过多渠道传播，部分资金实力雄厚的企业试水全产业链布局，资本正加快对泛娱乐各业态内容的渗透，以期在消费升级时代的泛娱乐产业爆发增长中获取溢价增值。从产业链的空间结构来看，上中下游形成了孵化、运营、变现一体化的商业闭环。

图表 9：泛娱乐上中下游产业情况



来源：艾瑞，中泰证券研究所

- 渠道成熟、版权渐明晰，泛娱乐产业迎来黄金发展期，市场潜力巨大。2016 年泛娱乐产业火力全开，影视剧作、动漫、游戏等多业态的创新融合成为行业热点，2016 年泛娱乐产业市场规模总计达 5600 亿元。上游以网络文学和动漫（不含衍生品）为主，市场规模达到 1391 亿元；中游以影视剧、网络生活内容（网络电视剧网络大电影）、数字音乐为主，市场规模达到 1678 亿元；下游以游戏、虚拟现实（VR、不含硬件）、衍生品和演出等为主，市场规模达到 2570 亿元。

图表 10：泛娱乐市场细分领域及市场规模

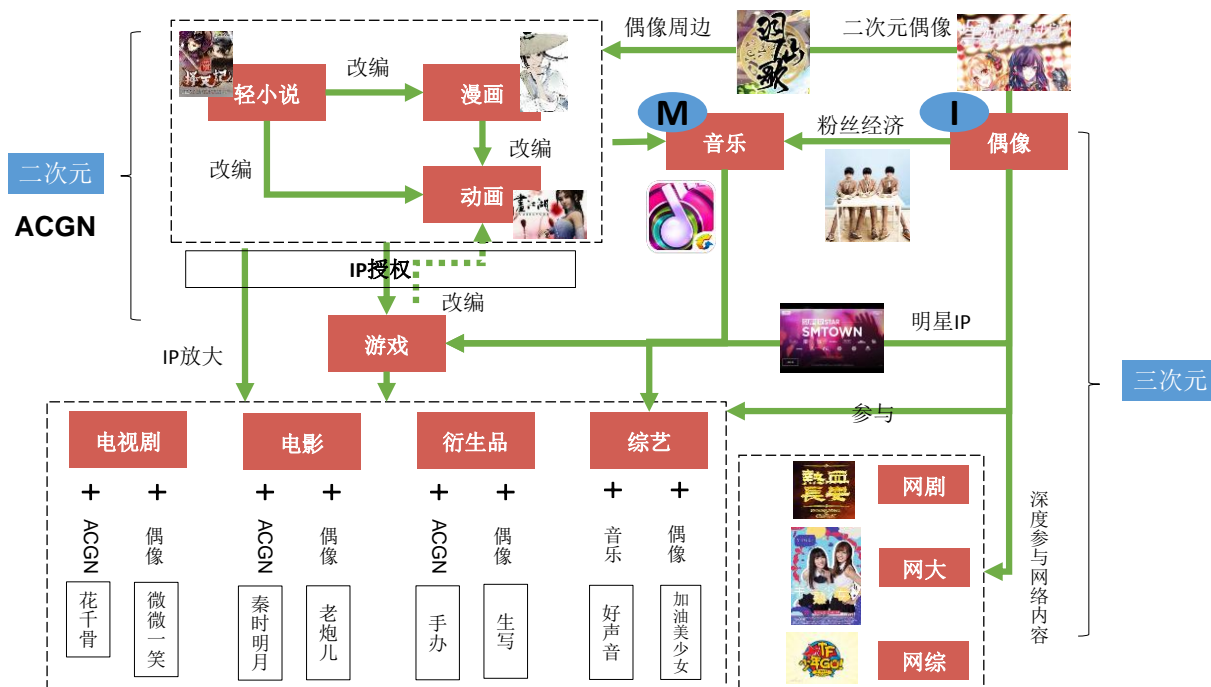
市场规模（单位：亿元）			2013	2014	2015	2016E	2017E
泛娱乐	上游	网络文学	46.3	56	70	90	110
		动漫	871	1000	1131	1301	1469
		合计	917.3	1056	1201	1391	1579
	中游	电影	217.69	296.39	440.69	457.12	500
		影视剧	135	245	368	521	698
		音乐	596.74	650.61	665.32	700	750
		合计	949.43	1192	1474.01	1678.12	1948
	下游	游戏	831.7	1144.8	1407	1655.7	2000

	演出	436.4	455.9	475.4	494.9	514.4
	衍生品	264	316	380	420	480
	合计	1532.1	1916.7	2262.4	2570.6	2994.4
总计		3398.83	4164.7	4937.41	5639.72	6521.4

来源：dataeye, 产研智库, 中国报告大厅, 中国产业信息网, 中国演出协会, 中泰证券研究所

- 泛娱乐时代 IP 是核心竞争力，IP 需要早期孵化的特点决定了小说、漫画是主要的 IP 来源。泛娱乐产业中，核心的价值来自于拥有头部 IP，而盈利模式主要是对接更加成熟的影视、游戏等下游行业，因此 IP 是泛娱乐时代的核心竞争力，但是 IP 的培养及孵化必须容忍较小的试错成本，因此成本较低的小说、漫画成为 IP 的主要来源。

图表 11：泛娱乐产业以 IP 为核心



来源：中泰证券研究所

- 网文 IP 引领泛娱乐 IP 的 1.0 时代，动漫 IP 有望引领 2.0 时代。网文改编电视剧、电影、游戏等已经成为眼下最流行的泛娱乐模式，近些年的头部 IP 剧几乎都来自于网文改编，网文-影视-游戏的产业链条已经比较成熟。下个阶段，我们认为在网文 IP 不断被开发，消费者娱乐习惯逐步由文字向图片、视频转换的背景下，动漫有望接替网文成为 IP2.0 时代的核心。目前看，超级 IP 前十中主要以网文为主，但是各类头部漫画已经逐步展示出其巨大的商业价值，另外，移动阅读细分领域的动漫阅读用户在数量上也逐步增加，并且如掌阅等移动阅读领先者也开始逐步布局漫画市场。

图表 12：2016 中国超级 IP 排名 TOP10

排名	IP 名称	原著作者	类型	题材
1	19 天	old 先	漫画	校园青春
2	盗墓笔记	南派三叔	小说	恐怖冒险
3	西游记	吴承恩	小说	仙侠神话
4	斗破苍穹	天蚕土豆	小说	玄幻奇幻
5	尸兄	七度鱼	漫画	恐怖冒险
6	一条狗	使徒子	漫画	玄幻奇幻
7	凡人修仙传	忘语	小说	仙侠神话
8	橙红时代	骁骑校	小说	青春爱情
9	三体	刘慈欣	小说	科幻
10	SCI 谜案集	耳雅	小说	悬疑推理

来源：《2016 中国 IP 产业报告》，中泰证券研究所

图表 13：漫画阅读平台用户增速高于小说阅读

日期	指标	掌阅	QQ 阅读	快看漫画	腾讯动漫
2017.01	月度独立设备数 (万台)	9422	4524	826	460
	同比	120.19%	35.13%	216.48%	143.39%
	日均独立设备数 (万台)	1777	953	185	91
	同比	142.10%	35.95%	230.36%	152.78%
2016.01	月度总有效时长 (万小时)	39072	29120	1915	1611
	同比	233.89%	127.02%	287.65%	188.71%
	月度独立设备数 (万台)	4279	3348	261	189
	日均独立设备数 (万台)	734	701	56	36
	月度总有效时长 (万小时)	11702	12827	494	558

来源：艾瑞，中泰证券研究所

“K12+成年人”全年龄段 IP 矩阵，拥有大量头部 IP

- K12 低幼年龄段动漫一直是奥飞固有的核心竞争力，拥有大量头部 IP。** 奥飞娱乐 K12 领域的内容提供单元主要是《喜羊羊与灰太狼》、《火力少年王》、《铠甲勇士》、《巴啦啦小魔仙》、《超级飞侠》、《爆裂飞车》和《巨神战击队》等，以上作品均是 K12 领域的头部 IP。2013 年 9 月，奥飞以 6.34 亿港元资讯港管理有限公司 100% 股权，以 3639.6 万元人民币收购广东原创动力文化传播有限公司 100% 股权，从而获得包括“喜羊羊与灰太狼”在内的系列动漫品牌及卡通形象的知识产权。

图表 14：奥飞娱乐 K12 领域核心动漫 IP 情况

K12 核心动漫 IP	定位	影响力	数据统计
《超级飞侠》 	学龄前 3D 动画	公司全新打造的“超级飞侠”，在韩国播出时，收视率在同类型动画片中排名第一。	第一季全网播放量：41.62 亿 第二季全网播放量：29.34 亿 第三季（未完结）全网播放量：6.42 亿
《铠甲勇士》 	真人版特摄剧	同领域 4-12 岁的男孩人群中综合排名第一	总播放量：51.2 亿 《铠甲勇士捕王》票房：1735 万 《铠甲勇士之帝皇侠》票房：340 万 《铠甲勇士之雅塔莱斯》票房：4439.09 万
《巴啦啦小魔仙》 	K12 动画+真人	同领域 4-12 岁的女孩人群中综合排名第一	总播放量：47.8 亿 《巴啦啦小魔仙大电影》票房：5177 万元 《巴啦啦小魔仙之魔法的考验》票房：1915 万元 《巴啦啦小魔仙之魔箭公主》票房：3828 万元
《喜羊羊与灰太狼》 	K12 电视动画+动画电影	多年保持“中国动漫原创第一品牌”的地位	七部电影总票房：7.89 亿元 最热排行前七部动画播放量：37.49 亿
《火力少年王》 	动画版+真人版	国内知名悠悠球品牌，掀起悠悠球狂潮。	火力少年王动画版系列播放量：1.9 亿 火力少年王真人版系列播放量：2.5 亿
《爆裂飞车》 	K12 动画	奥飞最新玩具车同名动画	第一季全网播放量：7.75 亿 第二季全网播放量：2.54 亿
《巨神战击队》 	真人版特摄剧	奥飞第二部真人特摄剧	第一季全网播放量：7.42 亿 第二季全网播放量：7.24 亿 第三季全网播放量：9.77 亿

来源：艺恩，各视频网站，中泰证券研究所

- 2015 年收购“有妖气”，全力布局成人动漫 IP 领域。**2015 年 8 月，奥飞动漫以 9.04 亿元人民币全资收购四月星空（即“有妖气”网站的母公司）

100%股权，“有妖气漫画”是目前国内最专注的扶持中国原创漫画的互联网平台，也是中国唯一且最大的纯原创漫画网站。奥飞与“有妖气”共建 ACG 大平台，使之成为奥飞泛娱乐大生态发展的动力引擎，进一步扩大公司的 IP 矩阵，巩固“以 IP 为核心的泛娱乐生态系统”发展战略。目前有妖气的头部核心 IP 包括：十万个冷笑话、镇魂街、端脑、开封奇谈和桃花缘等。

图表 15：有妖气核心 IP 及其作品数据统计情况

IP	发展情况	数据统计
《十万个冷笑话》 	动画（一、二、三季）+电影（一、二部（制作中））	一、二、三（更新中）季动画播放次数：10.81、8.31和7.66亿次 第一部电影票房：1.2亿人民币
《镇魂街》 	动画（第一季）+漫画单行本（1、2、3卷）+电影（储备）+网剧（储备）	第一季动画播放次数：3.76亿
《端脑》 	动画（一、二季（储备））+真人科幻3D电影（储备）	第一季动画播放次数：9632.12万
《开封奇谈》 	漫画单行本（1、2、3、4）+动画（即将开播）+网络剧（储备）	漫画点击量：9913万
《桃花缘》 	漫画+网络剧	漫画点击量：8524万 网剧点击量：4.93亿

来源：艺恩，有妖气，各视频网站，中泰证券研究所

- 除 K12 和有妖气的 IP 提供单元外，随着公司加快在手机游戏、动漫平台、动画工作室、影业和剧业等多方面的布局，使得公司动漫 IP 阵营又新增了类似太极鼠、功夫料理娘和贝肯熊等全年龄段优质 IP，通过“外延+内生”的方式，奥飞的 IP 不断扩张，并在泛娱乐平台中多维度地提升知名度和影响力。

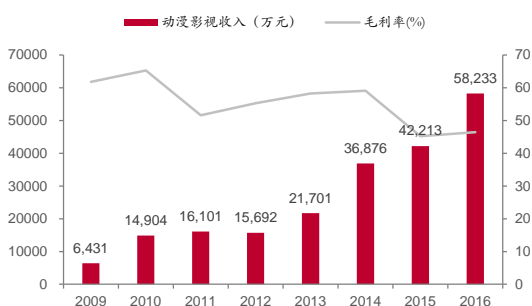
图表 16：奥飞娱乐其他主要 IP 提供单元

其他主要 IP	定位	来源	影响力	数据统计
贝肯熊 	动画+电影	收购韩国动漫 IP “倒霉熊”	相关作品在搜狐视频点击率超过12亿次，网络搜索条目达到1360万	《大卫贝肯之倒霉特工熊》票房：1.25亿元 《倒霉熊第一季》总播放次数：60亿 《倒霉熊第二季》总播放次数：18.34亿 《倒霉熊第三季》总播放次数：36.19亿
太极鼠 	动画电影（储备）	旗下“太极鼠工作室”投资制作	上线一个月，就在豆瓣获得8.2的高分，并引发3万余次转发。不少网友高度称赞此部动画片，认为其不逊色于《疯狂原始人》《怪兽大学》等好莱坞制作。	主要平台播放量22.8万次
功夫料理娘 	动画电影（储备）	旗下“狼烟动画工作室”投资制作	本片为2011年狼烟倾力制作的剧情短片，采用了手绘和无纸联合的形式创作，流利的打斗动作以及各族元素的卖点让其在海外受到了高度关注。	主要平台播放量49.9万次
嫁人就嫁灰太狼 	小说+短剧	全资收购的“原创动力”投资制作	2017年2月14日在腾讯、优酷土豆、乐视、搜狐、芒果TV、PPTV等视频网站甜蜜上线。	主要平台播放量2324万次

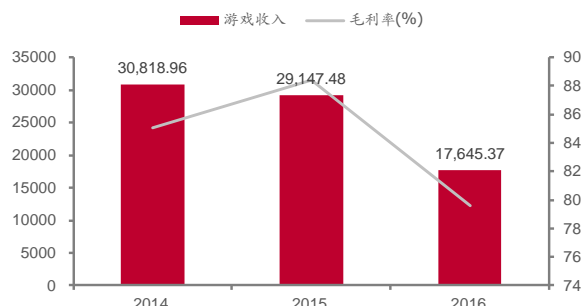
来源：互联网、中泰证券研究所

“影视+游戏”双轮驱动，承接 IP 内容变现

- 奥飞娱乐自 2009 年后开始大力布局动漫影视业务，2014 年通过收购爱乐游和方寸科技布局游戏业务，目前已经形成了“影视+游戏”的双轮内容制作驱动引擎。2016 年影视业务收入 5.82 亿元，同比增长 37.95%，毛利率 46.46% 与 15 年持平，收入上涨主要是一方面传统动漫制作、版权授权业务保持稳健增长，另一方面公司参与的顶级电影《美人鱼》、《荒野猎人》等在 2016 年上映；2016 年游戏业务收入 1.76 亿元，同比下跌 39.46%，毛利率 79.63%（下跌 9.07PP），下跌的原因主要是 2016 年奥飞游戏板块缺少大体量新品游戏上线，期间上线的游戏主要有《水浒 Q 传》。

图表 17：2009-2016 年奥飞娱乐影视收入（万元）


来源：wind、中泰证券研究所

图表 18：2014-2016 年奥飞娱乐游戏收入（万元）


来源：wind、中泰证券研究所

1. 影视业务板块

- 奥飞利用其国际化的视野，整合全球优质 IP 资源与运营平台布局影视板块。2012 年至今奥飞参股了美国传媒新贵美国 451 传媒集团、韩国优秀动画企业 Funny Flux，与奥斯卡常客新摄政娱乐公司（New Rengency）、韩国顶级特效公司 Dexter Studio 加强战略合作，持续开拓全球合作伙伴网络，整合国际成熟的技术与商业模式，构建领先的文化产业化平台。如今，奥飞的娱乐版图正式登陆美国，并不断拓展疆域，将以更高视野打造国际精品，持续构筑世界量级的娱乐王国。

图表 19：奥飞娱乐影视板块业务布局

时间	公司	轮次	金额	备注
2012年6月	万象娱通	收购37.5%股权	600万元	战略合作
2014年8月	奥飞影业投资（北京）有限公司	100%	5亿	奥斯卡常客新摄政娱乐公司（New Rengency）
2014年12月	美国451集团	不详	近千万美元	
2015年2月	剧角映画	B+轮	数千万元	韩国顶级特效公司Dexter Studio
2015年3月	奥飞影业（上海）有限公司	100%	1000万	
2015年5月	剧角映画	C轮	1亿元	派拉蒙及迪士尼前高管Bob Bacon重磅加盟奥飞影业。好莱坞派拉蒙动画（Paramount Animation）前任执行副总裁Bob Bacon将出任首席执行官（CEO），曾任迪士尼动画（Disney Animation Studio）执行副总裁。作为奥飞泛娱乐的全新板块，“奥飞动画（美国）”将负责开发和制作面向全球观众、具有国际一流水准的高质量长片动画电影。首部作品计划在2020年发布，之后将以每年一部的速度持续出品高水准动画电影精品。
2015年7月	统帅创智家	收购10%股权	5000万元	
2015年8月	四月星空	全资收购	9.04亿元	
2015年12月	韩国FunnyFlux	A轮	850万美	
2016年7月	奥飞影业投资（北京）有限公司	100%	3亿（增资）	
2016年7月	奥飞影业（香港）有限公司	100%	1亿港元	国际化
2016年8月	奥飞娱乐北美动画电影部门“奥飞动画（美国）”	已成立	未知	
2017年1月	美国电影项目公司（中英名称未定）	拟出资设立	100万美元	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 奥飞运用丰富多元的 IP 资源和国际化的战略合作打造了多部优秀的电影作品，其参与制作和发行的电影票房超过 57 亿元。奥飞的影视业务最早主要是动画片、儿童特摄片的制作和发行，在电影方面前期主要集中在儿童动画和真人电影，包括喜羊羊系列、巴啦啦小魔仙系列等，2014 年后伴随十万个冷笑话电影的上映，奥飞的影视业务开始加速，参与制作或发行影片超过 10 部，总票房超过 57 亿元。

图表 20：奥飞娱乐参与主要电影作品汇总

电影	类型	上映时间	产地	简介	票房
喜羊羊与灰太狼系列电影	喜剧 / 动画 / 家庭 / 冒险	—	中国大陆	奥飞领域动画片	7.89 亿
巴啦啦小魔仙系列电影	真人动画 / 魔幻 / 冒险	—	中国大陆	奥飞领域动画片	1.09 亿
铠甲勇士系列电影	剧情 / 动作 / 科幻	—	中国大陆	奥飞领域真人片	0.65 亿
《十万个冷笑话》	动画/喜剧	2014/12/31	中国大陆	对有妖气 IP 的电影开发	1.20 亿
《栀子花开》	爱情	2015/7/10	中国大陆	与世纪百年影业、华谊兄弟等联合出品	3.79 亿
《巴黎假期》	剧情 / 喜剧 / 爱情	2015/7/31	中国大陆	与寰宇娱乐、合一影业等联合出品	0.18 亿
《通灵之六世古宅》	惊悚 / 恐怖	2015/7/24	中国大陆	与北京剧魔影业投资管理有限公司、北京剧角映画等联合出品	0.17 亿
《恶人报喜》	爱情/喜剧	2016/1/23	中国大陆/香港	与银都机构有限公司、寰宇娱乐有限公司联合出品	0.28 亿
《危城歼霸》	动作 / 武侠 / 古装	2016/8/31	中国大陆/香港	与伯纳影业、寰宇娱乐、爱奇艺影业、太阳娱乐文化等联合出品	1.6 亿
《刺客信条》	动作 / 科幻 / 冒险	2016/12/21	美国	对好莱坞的新摄政娱乐公司的大片投资	1.61 亿
《美人鱼》	科幻 / 爱情 / 喜剧	2016/2/8	中国大陆	与中国电影、星辉海外、和和影业共同出品	33.92 亿
《荒野猎人》	剧情/惊悚	2016/3/18	美国	对好莱坞的新摄政娱乐公司的大片投资	3.77 亿
《大卫贝肯之倒霉特工熊》	动画/家庭/冒险/喜剧	2017/1/13	中国大陆	由奥飞影业、品格文化出品，鑫岳影视宣发的 3D 动画电影	1.26 亿

来源：公司公告，艺恩，中泰证券研究所

- 影业之外成立奥飞剧业布局网生内容，并持续加大对动漫 IP 储备的改编。2016 年成立奥飞剧业布局网生内容，目前已经出品了网络剧《三生三世桃花缘》，包括《镇魂街》、《开封奇谈》等在内的多个项目也在陆续推进，同时 2017 年包括《细胞分裂》、《十万个冷笑话 2》等公司参与的电影作品也可能陆续上映。

图表 21：奥飞娱乐主要影视项目储备统计

电影	类别	上映时间	制作地区	简介
《端脑》	电影	-	美国	对有妖气的电影开发
	网络剧	-	中国大陆	对有妖气的影视剧开发
《镇魂街》	电影	-	中国大陆	对有妖气的电影开发
	网络剧	2017 年	中国大陆	对有妖气的影视剧开发
《细胞分裂》	电影	-	加拿大/美国	对好莱坞的新摄政娱乐公司的大片投资
《十万个冷笑话 2》	电影	2017 年	中国大陆	对有妖气的电影开发
《雏蜂》	电影	-	中国大陆	对有妖气的电影开发
《学院传说桃花缘》	网络剧	2017 年	中国大陆	改编自有妖气人气少女漫画《桃花缘》
《开封奇谈》	网络剧	2017 年	中国大陆	对有妖气的电影开发

来源：奥飞娱乐网站，公司公告，中泰证券研究所

2. 游戏业务板块

- 奥飞娱乐在游戏领域进行了积极布局，大力推动“IP 产业”的深度融合。公司先后收购了方寸科技、爱乐游和叶游等游戏厂商，打造集产品研发、游戏发行和 IP 授权为一体的游戏综合平台，一方面为公司的 IP 提供变现渠道，另一方面通过游戏反哺 IP 的创新方式，全方位发展以“IP”为核心的泛娱乐生态系统。

图表 22：奥飞娱乐游戏业务布局


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2014 年收购方寸科技、爱乐游正式进军游戏行业，并逐步将其整合至奥飞游戏板块。**2014 年，奥飞娱乐以 3.25 和 3.67 亿元对价收购方寸科技和爱乐游 100% 股权，后又入股叶游信息、卓优科技等游戏公司，共同整合成为奥飞的游戏板块，共研发、发行的游戏包括《魔天记》、《雷霆战机》、《十万个冷笑话》等游戏。目前，奥飞游戏板块经过 2-3 年的整合，再加上内部外部 IP 的逐步对接，结合其未来项目储备，我们认为 2017 年以后其价值会逐步得到释放。

图表 23：爱乐游及方寸科技盈利承诺及实现情况

公司名称	2013年		2014年		2015年		2016年		合计	
	承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩
爱乐游	3080万	1762.67万	3905万	20361.29万	4930万	10589.32万	6200万	5187.77万	18115万	37901.05万
方寸科技	2500万	2578.33万	3500万	3609.83万	4725万	5181.05万	6142.5万	5845.53万	16867.5万	17214.74万

附注：爱乐游同时承诺2015-2016年扣非净利润不低于1.5亿元

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 奥飞目前储备多款游戏，2017 年新上线游戏数量有望大幅提高，游戏业务有望迎来拐点。**2016 年 10 月上线了《水浒 Q 传》和《怪物 X 联盟 2》，2017 年目前正在内测或待上线的主要游戏包括星娘收藏（与角川游戏合作发行）、航海王激战、天堂红骑士（与韩国 NCSoft 合作）、魔天记 3D 和十万个冷笑话 2。游戏项目储备丰富，且包括航海王、十万个冷笑话等大 IP 改变游戏，我们认为 2017 年二季度后奥飞娱乐的游戏业务有望迎来业绩拐点。

图表 24：奥飞游戏项目储备统计

游戏项目	(预计) 上线时间	进度	开发商	发行商	游戏类型
水浒 Q 传	2016.10	已上线	卓游信息	卓游信息	RPG 手游
怪物 X 联盟 2	2016.10	已上线	方寸科技	卓游信息	2D 萌系宠物收集养成类手游
星娘收藏	2017	内测	角川游戏	卓游信息	养成策略 RPG 手游
航海王激战	2017	内测 (公测已公布)	叶游信息	卓游信息	首款航海王正版格斗卡牌手游
天堂：红骑士	2017	内测	NCSOFT CORPORATION	卓游信息	攻城, 收集养成, RPG 类手游
十万个冷笑话 2	2017	待上线	-	-	回合制卡牌手游
魔天记 3D	2017	待上线	方寸科技	卓游信息	RPG + 新式回合战斗手游
最终契约	-	开发中	奥飞游戏 (原创 IP)	-	RPG 手游
幻想三国志 5	-	开发中	广州叶游	-	RPG 手游
奔跑吧龙珠	-	开发中	广州叶游	-	跑酷手游
暴走装甲	-	内测	深圳战艺网络科技	奥飞游戏	载具射击端游

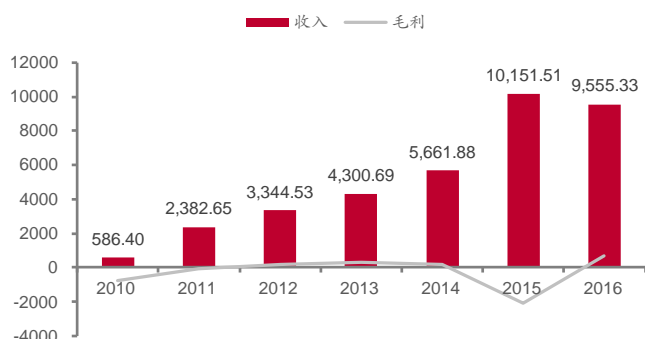
来源：公司公告，中泰证券研究所

构建“电视+互联网”媒体运营渠道，提升内容传播度

- 目前，奥飞娱乐已建立了“嘉佳卡通+爱看动漫+魔屏+布卡+有妖气”的囊括电视、互联网/移动互联网端动漫媒体渠道，搭建起“线上”、“线下”多屏传播平台。

- **1. 电视媒体：**目前奥飞拥有的电视渠道包括嘉佳卡通、壹沙（北京）文化和北京奥飞传媒（原“北京奥飞多屏传媒有限公司”），形成“内容制作+媒体渠道+广告运营”的媒体产业链运作经营格局。目前嘉佳卡通覆盖用户超过 7000 万，收视人口超过 5 亿，2016 年公司电视媒体收入 9555 万元，较 2015 年略有下滑，整体看电视渠道收入趋稳，毛利率较低，难以为公司带来直接业绩增厚，但其覆盖人口的广度能够为公司的 IP 和产品提供巨大流量入口。

图表 25：2010-2016 年电视媒体业务收入情况 (万元)



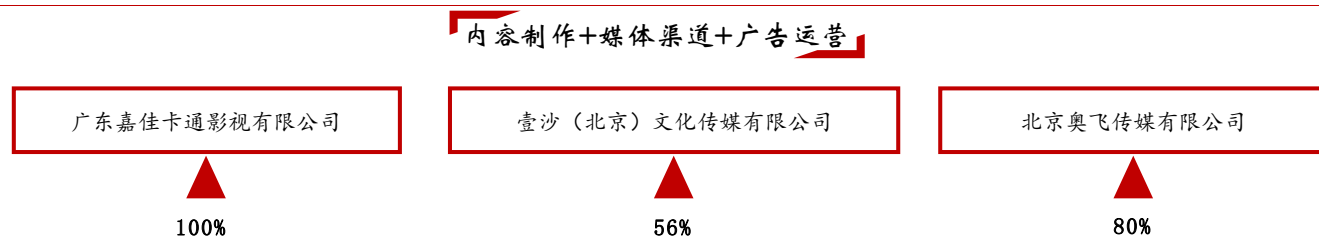
来源：wind，中泰证券研究所

图表 26：嘉佳卡通用户覆盖率和收视情况



来源：公司官网，中泰证券研究所

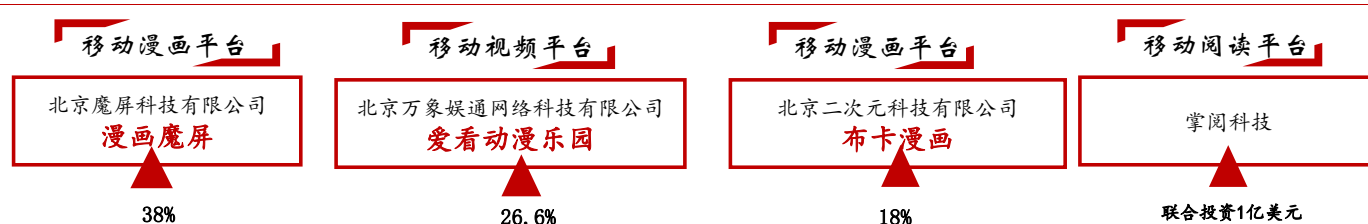
图表 27: 奥飞控股的电视媒体布局



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **2.互联网媒体：**奥飞目前拥有的漫画平台包括有妖气、漫画魔屏、爱看动漫乐园、布卡漫画，并且投资入股了移动阅读平台掌阅科技。公司利用平台较大的流量进一步扩大旗下漫画作品、影视内容的用户群体，提升 IP 影响力；同时，为其他内容、发行商提供快速、精准的客户定位与内容投放服务；此外，公司的游戏、消费品等可搭载线上媒体渠道，获得更直接、更广阔的用户群。

图表 28: 奥飞娱乐主要参股的主要互联网媒体统计

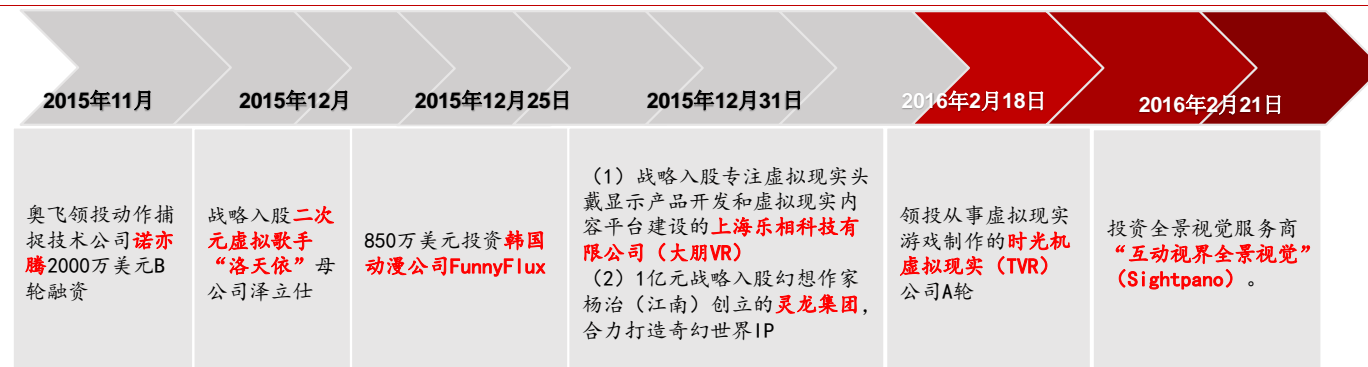


来源：wind，中泰证券研究所

投资 AR/VR 和 AI 领域，布局产业未来

- AR/VR 是奥飞娱乐“IP+娱乐”战略中的重要一环，某种程度上来说，二次元人群将是虚拟现实应用最早的一批用户。奥飞娱乐的 IP 资源能最大程度上应用于 VR 领域，目前，奥飞娱乐已经投资了多家 VR 公司，从硬件到内容到技术，均有涉及，初步搭建了完整的 VR 生态圈。

图表 29: 奥飞娱乐 VR 布局



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 奥飞娱乐以 IP 为核心，拟将旗下动画制作、电影拍摄、游戏开发等基石性业务，与前沿的动作捕捉技术等相结合，开发出超越用户期待的沉浸式娱乐产品。未来十年是 VR 与 AR 的十年，未来更大市场的爆发依赖于 VR 工业与泛娱乐产业进行多场景融合。

图表 30：虚拟形象哪吒和《十冷》作者寒舞同台互动



来源：互联网，中泰证券研究所

图表 31：VR 影视领域加大投入



来源：互联网，中泰证券研究所

- 奥飞娱乐具有“IP+”模式的 DNA，发挥用情感链接用户的优势，使持有 IP 虚拟形象的 AI（人工智能）技术变得更加具有亲和力。2016 年 1 月，奥飞娱乐启动“IP+智能”战略，战略注资人工智能机器人开放平台图灵机器人 5000 万元，并计划投入 20 亿研发包括智能机器人、可穿戴手表等智能终端。同时战略投资法国蓝蛙、图灵机器人等顶尖机器人公司，以全球一流的智能研发矩阵共同打造全球首个“家庭智能心生态”。预计到 2016 年年底，奥飞家庭智能终端的总存量将超过 100 万台。

图表 32：奥飞布局人工智能、通过机器人变现 IP



来源：互联网，中泰证券研究所

图表 33：奥飞携手图灵机器人、打造家庭智能心生态



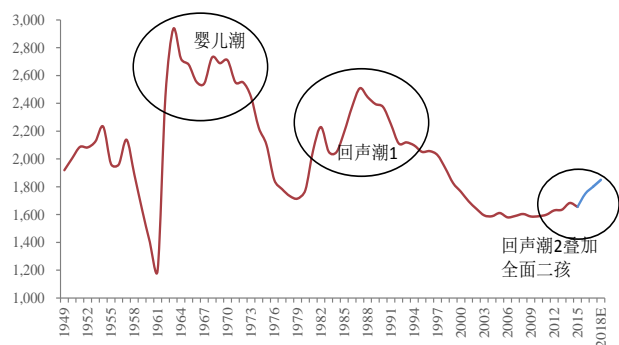
来源：互联网，中泰证券研究所

衍生品龙头，充分受益于消费升级和全面二胎

新生儿出生回暖叠加消费升级，长期利好公司玩具及婴童业务

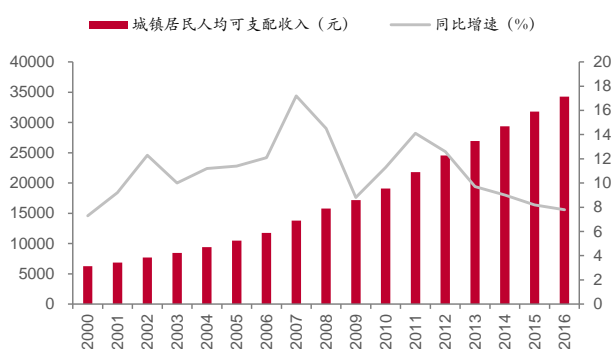
- 受益于消费升级及人口出生数回暖，我国母婴童市场维持高速发展。2016年我国人均可支配收入达到3.43万元，伴随居民可支配收入的快速增长，居民消费不断升级，对于母婴童产品和服务的需求不断上升；另一方面，伴随婴儿潮回声潮以及全面二胎的放开，预计每年新生儿数量将回升，我们预计未来每年新生儿数量有望提升至1900万人左右。

图表 34：1949 年至今我国新生儿人口情况（万人）



来源：国家统计局，中泰证券研究所

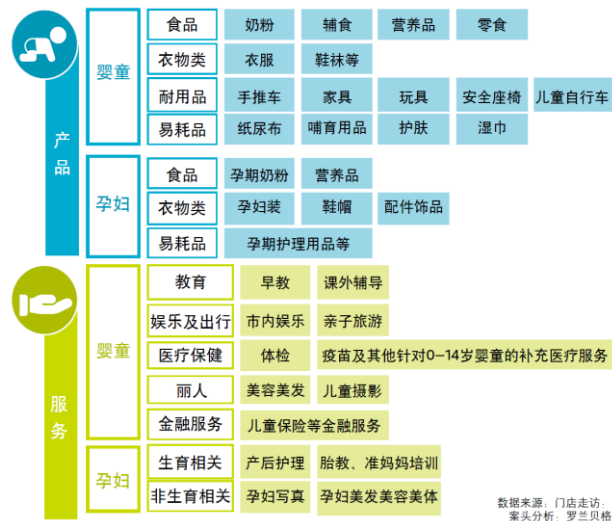
图表 35：2000-2016 年我国人均可支配收入



来源：国家统计局，中泰证券研究所

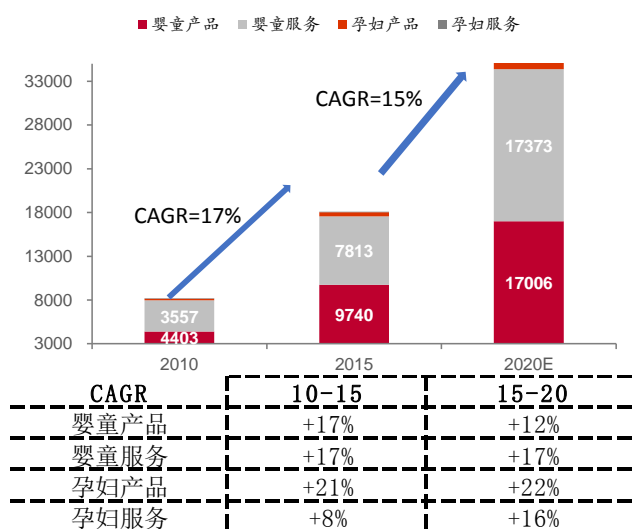
- 奥飞目前业务主要涉及婴童产品及服务，包括儿童耐用品及教育、娱乐服务，预计到2020年整体母婴童市场有望达3.58万亿元。目前我国母婴童市场主要包括婴童孕妇的产品及服务，2015年市场规模达1.81万亿，其中以婴童产品（9740亿）、服务（7813亿）为主；预计到2020年可达3.58万亿，年均复合增速为15%。

图表 36：我国母婴童细分市场分类



来源：《2016年中国母婴童市场研究报告》，中泰证券研究所

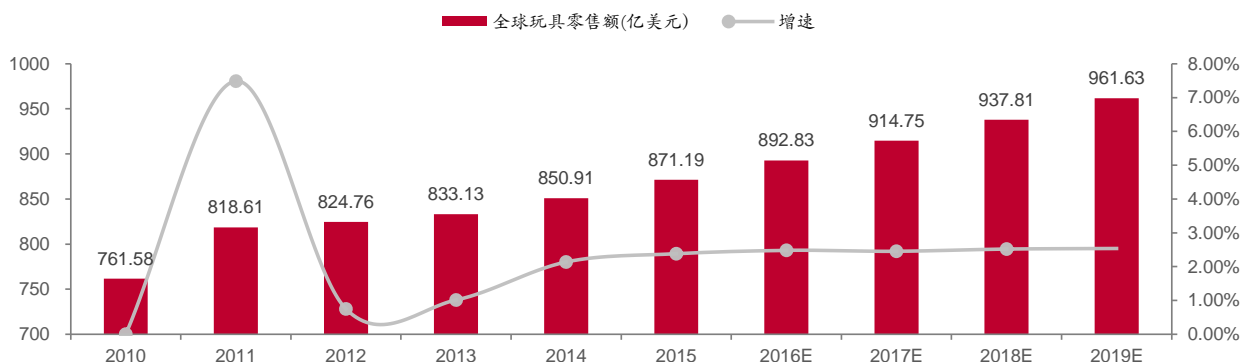
图表 37：2010-2020 年母婴童市场及增速情况



来源：《2016年中国母婴童市场研究报告》，中泰证券研究所

- 全球玩具市场基本成熟，总体上保持稳定增长。2010年至2015年间，全球玩具市场零售额从761.57亿美元增加到871.19亿美元，五年CAGR为2.73%。总体看全球玩具市场将保持稳定增长，预计到2019年可达961亿美元，年均增速在2.5%左右。

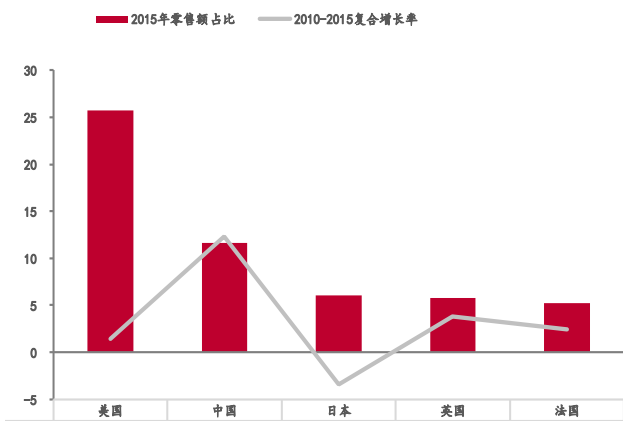
图表 38：2010 年-2019 年全球玩具零售额及其增速



来源：Euro monitor，中泰证券研究所

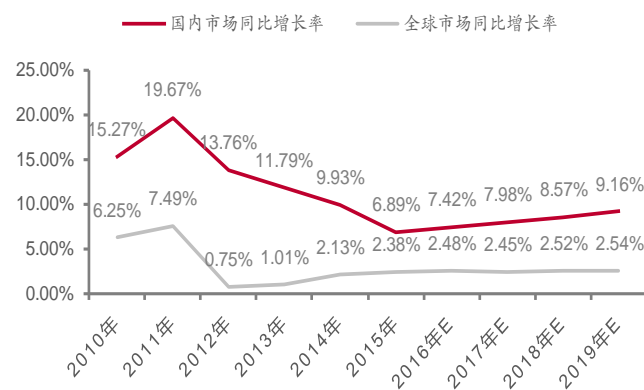
- 中国玩具市场远高于同期世界玩具市场增长率，预计到2020年市场规模可达138亿美元。中国2015年玩具零售额为100.97亿美元，占全球玩具零售额的1.59%，是亚洲最大的玩具消费国。受益于消费升级和人口出生数回暖，2014年开始国内市场开始步入新一轮快速增长期，未来将进入中高速增长期（CAGR约8%），并远高于同期世界玩具市场增长率，至2019年我国国内市场零售额将增至138.80亿美元，市场前景广阔。

图表 39：全球玩具市场（分国家）零售额情况



来源：Euro monitor，中泰证券研究所

图表 40：我国玩具市场增长率与全球市场增长率

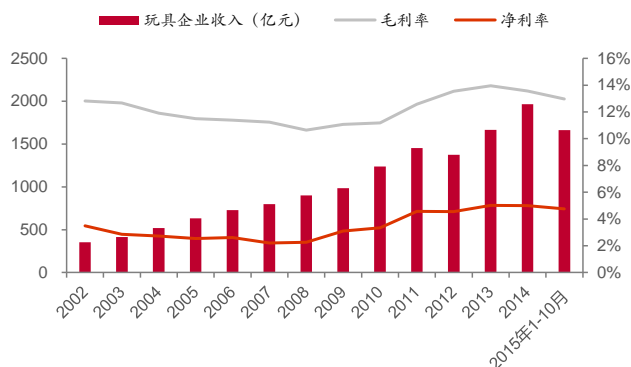


来源：Euro monitor，中泰证券研究所

- 代加工模式利润率低，市场行业集中度未来提升，将孕育更多知名品牌。根据国家统计局数据，2010年规模以上的玩具企业有1,905家，2014年为1,410家，减少了25.98%，但是玩具市场集中度依旧较低，企业平均收入仅为1.39亿元。目前我国玩具行业集中度低，企业数量多、规模较小，利润率较低（4%-5%），且每年有约15%的玩具制造企业亏损。

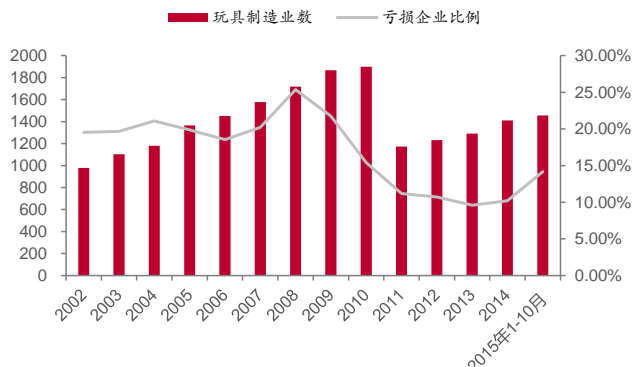
造成这一现象的本质原因是我国玩具制造以出口代加工为主，缺少文化娱乐附加值，我们认为以龙头奥飞等为代表的厂商将依托其自身的动漫 IP 形象，不断增强产品品质，未来国产玩具有望孕育出如美国孩之宝和日本万代等知名衍生品厂商。

图表 41：2002-2015 年我国玩具企业收入盈利情况



来源：Wind，中泰证券研究所

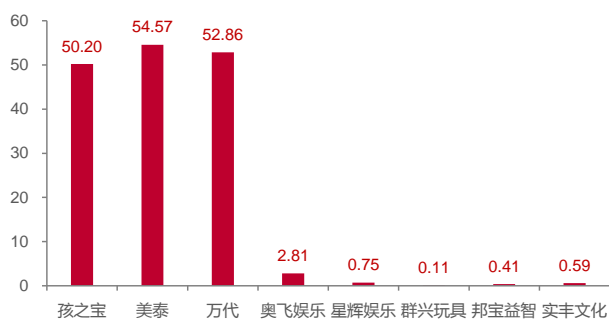
图表 42：2002-2015 年我国玩具制造企业数量



来源：Wind，中泰证券研究所

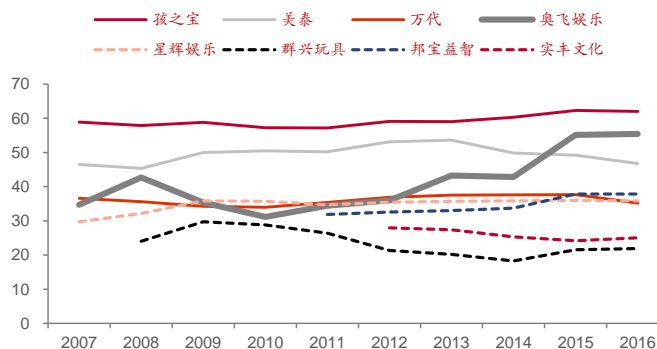
- 国内企业收入增长潜力依旧巨大，高毛利来自于品牌和 IP 的溢价能力。目前国外龙头玩具企业收入规模超过 50 亿美元，国内企业依然具备巨大成长空间，奥飞 2016 年玩具收入 2.81 亿美元，仅为孩之宝等企业的 5%。国外龙头企业毛利率维持在 40%-60% 之间，国内总体毛利率仅为 12% 左右，上市公司在 20%-30% 左右，奥飞得益于 K12 领域 IP 储备，玩具业务毛利率不断提高，2016 年超过 55%，已经比肩国外龙头厂商。

图表 43：2016 年国内外玩具公司收入 (亿美元)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 44：国内外玩具公司玩具业务毛利率变化 (%)





来源：Wind，中泰证券研究所

玩具：依托 K12 领域核心 IP，全面开启国际化进程

- 奥飞娱乐是老牌的玩具厂商，旗下拥有奥迪、澳贝和奥多拉等品牌，拥有大量基于自主 IP 的子品类。(1) 动漫玩具：主要包括喜羊羊、火力少年王、战斗王、巴啦啦小魔仙、铠甲勇士人和超级飞侠变等自主创作的动漫形象相关的衍生品。动漫玩具依托公司精品 IP 矩阵的巨大影响力

以及多点开花的产业生态，不断开创多产业联动营销模式。(2) 非动漫玩具：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。其中澳贝婴童玩具经过多年的悉心经营，在国内婴童玩具市场中建立了较高的品牌美誉度。通过深入了解用户需求，加大产品研发力度，多方位满足母婴需求。

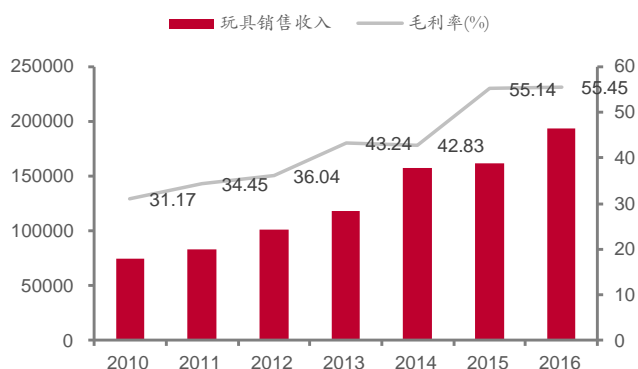
图表 45：奥飞娱乐玩具布局情况统计

玩具品牌	品牌简介	玩具类型
奥迪玩具	广东奥迪动漫玩具有限公司成立于1993年，主要设计、开发、生产、经营竞技类玩具、遥控玩具和智能数码系列和女孩玩具系列等近千个品种，经销网络遍布全国，向海外辐射，品牌知名度位居国内行业榜首。其中玩具品牌“奥迪双钻”已成为国内举足轻重的玩具品牌，深得众多消费者的信赖与支持。	
澳贝玩具	Auby澳贝是广东奥飞动漫文化股份有限公司旗下的婴幼儿品牌，创立于2006年。七年以来，Auby澳贝在中国已经售出了近2000万个产品，陪伴了无数宝宝快乐成长。	

来源：公司官网、中泰证券研究所

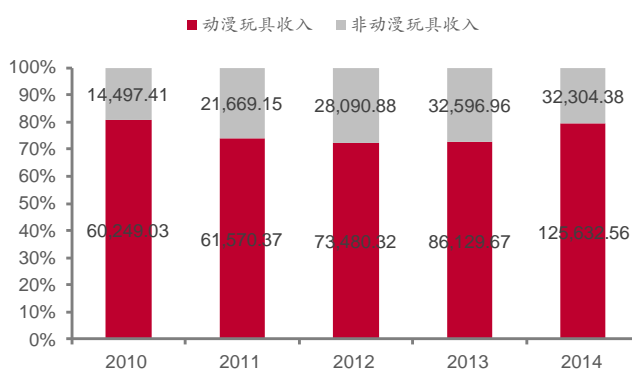
- 2016 年公司玩具业务收入 19.32 亿元，同比增长 19.57%，毛利率上升至 55.45%。得益于其丰富的 IP 储备，公司动漫玩具收入占比稳定在 80% 左右，一方面动漫玩具得益于其 IP 加成，毛利率高于一般玩具；另一方面公司销售渠道的逐渐扁平化也促进其出厂价不断提高，进一步提高了公司毛利率水平。

图表 46：奥飞 2010-2016 玩具销售情况（万元）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 47：奥飞 2010-2014 玩具收入占比情况



来源：wind、中泰证券研究所

- 奥迪双钻、澳贝等品牌已经成为我国知名玩具品牌系列，奥迪双钻更是依托动漫 IP 成为我国最受欢迎的玩具品牌。2016 年五大电商平台中，奥迪双钻的超级飞侠系列和澳贝的乖乖小鸭系列分别为是动漫类和应有玩具类排名第一和第三。

图表 48：2016 年五大电商平台热销玩具综合榜

1 动漫类			2 益智早教类		
品牌	产品	图片	品牌	产品	图片
奥迪双钻	超级飞侠		阿季罗	火兔兔故事机	
乐高	小奥人系列 (神偷奶爸古堡大冒险、小黄人大冒险套装、小黄人大眼萌首次套装)		贝芬乐	欢乐花仙子电子琴	
			费雪	小羽皮皮学习桌	
			猫贝乐	水晶双圈有声挂图	

来源：中外玩具网，中泰证券研究所

图表 49：2016 年五大电商平台热销玩具综合榜（续）

3 婴幼儿玩具类			4 益智早教类		
品牌	产品	图片	品牌	产品	图片
费雪	脚踏钢琴健身器		快乐伙伴	磁力建构片	
费雪	声光安抚海马		米米智玩	外星奇域场景积木	
澳贝	乖乖小鸭		特宝儿	中国地图与世界地图套装	
			乐高	数字火车	

来源：中外玩具网，中泰证券研究所

- 2016 年无论百货零售还是批发渠道，奥迪双钻都是最畅销玩具排行榜第一位，并且蝉联冠军多年，奥迪双钻和澳贝目前已经成为我国知名的玩具、婴童品牌。

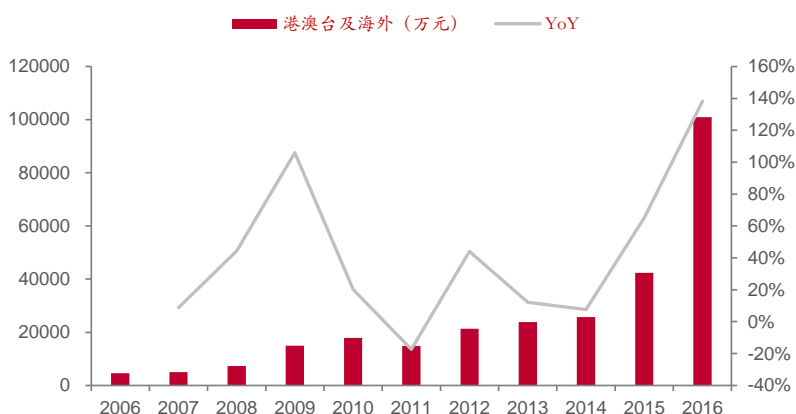
图表 50：2016 年百货商超渠道畅销玩具排行榜

排名	品牌	热销榜登录次数	畅销产品种类
1	奥迪双钻	48	超级飞侠系列、铠甲勇士系列、爆裂飞车
2	乐高	41	幻影忍者、星战未来骑士系列、乐高女孩积木
3	托马斯	22	轨道车系列、合金小火车
4	芭比	22	娃娃
5	孩之宝	21	变形金刚系列、小马宝莉
6	风火轮	20	轨道系列、火辣小跑车
7	银辉	19	遥控车、遥控飞机系列
8	万代	16	高达、三国系列模型、hello kitty、变形蛋
9	费雪	16	婴幼儿系列、学步车、脚踏钢琴健身器
10	澳贝	14	婴幼儿玩具、摇铃、澳贝森林钢琴健身架

来源：中外玩具网，中泰证券研究所

- 业务国际化持续推进，2016 年海外收入超过 10 亿元。奥飞娱乐 2016 年海外业务收入达 10.09 亿元，同比增长 138.21%，增速主要来自于其对 BabyTrend 公司的业务并表，在剔除并表效应后海外业务增速在 30% 左右。公司海外发行与销售网络不断扩大，并与沃尔玛、玩具反斗城、Target 三大零售巨头均达成合作，公司在美国洛杉矶新设国际设计和营销中心，迎来多名来自美泰玩具、费雪、万代（美国）等行业高端人才加盟，提升产品创新能力

图表 51: 奥飞娱乐海外业务收入及增速情况

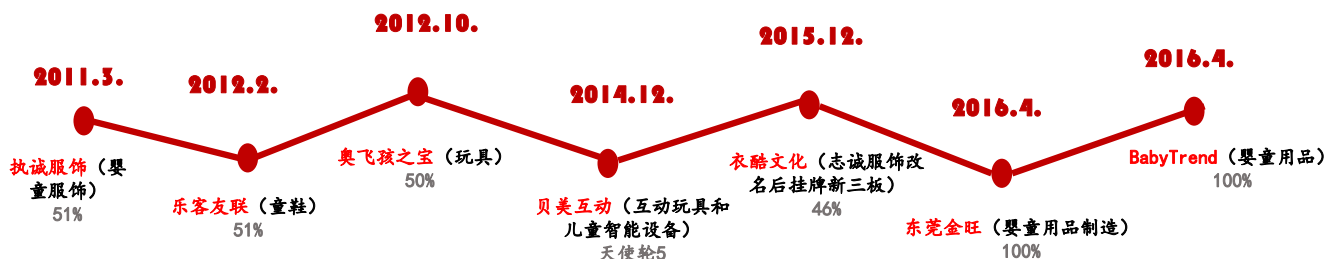


来源: Wind, 中泰证券研究所

收购 BabyTrend, 全面布局婴童业务线

- 2011 年其开始布局婴童业务, 目前拥有衣酷文化、乐客友联和 BabyTrend 等品牌。2011 年奥飞收购执诚服饰全面进军婴童业务, 后收购乐客友联, 参股贝美互动等公司, 2016 年收购了北美领先的婴童出行用品公司 Baby Trend 以及其在国内的主要产品供应商东莞金旺儿童用品有限公司, 扩展婴童产品品类, 婴童业务的产业链布局进一步延伸。

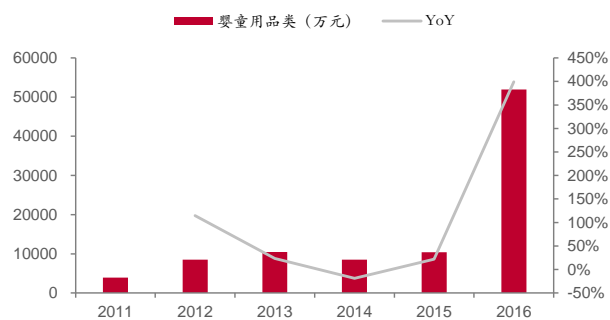
图表 52: 奥飞娱乐婴童类业务布局情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

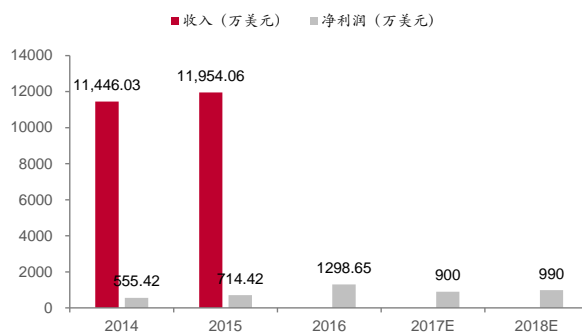
- 婴童业务增长迅速, 2016 年达 5.19 亿元, 同比增长 399.14%, 主要是收购 BabyTrend 并表所致。奥飞的婴童业务 2011 年以来基本保持在 1 亿元左右收入体量, 2015 年控股子公司衣酷文化挂牌新三板后变为公司长期股权投资, 因此其收入不再计入奥飞营收。2016 年收购 BT 后, 奥飞婴童业务体量迅速扩张至 5 亿元以上。BT 公司每年收入超过 1.1 亿美元, 2016 年扣非税前利润为 1298 万美元, 超过 810 万的盈利承诺。

图表 53: 2011-2016 年奥飞婴童业务收入 (万元)



来源: 中外玩具网, 中泰证券研究所

图表 54: BabyTrend 收入及利润情况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (2016 年后为扣非实际和盈利承诺税前利润)

- Baby Trend 是美国第二大的婴童出行用品公司, 拥有较大的市场占有率。奥飞娱乐借助收购 BT 公司, 强势进军童车童椅市场, 并与奥飞现有的玩具、服装、童鞋、游乐场、媒体、智能设备等婴童业务形成良性互补, 通过 IP 与科技的充分结合, 为全球婴童带来集安全、智能、教育与娱乐于一体的综合解决方案, 并且提供更多场景、更丰富产品, 更多元服务, 引领新生代的儿童消费潮流, 推动婴童行业标准和竞争力的全面提升。**

图表 55: Baby Trend 品牌展示



来源: 互联网、中泰证券研究所

图表 56: Baby Trend 品牌展示



来源: 互联网、中泰证券研究所

- 收购 BT 的同时, 奥飞以 4600 万美元现金对价收购了 BT 产品的主要制造商东莞金旺, “品牌+制造”的一体化购买, 有利于奥飞后续整合 BT 品牌的整个供应链体系, 能够更有效的实现资源整合。BT 原股东承诺 2016-2018 年扣费税前利润不低于 810 万、900 万和 990 万美元, 2016 年实现 1298.66 万美元。由于东莞金旺历史上基本保持盈亏平衡, 因此奥飞此次收购总对价应该为 1.4 亿美元 (9400 万+4600 万), 以 2016 年税前利润计算, 本次收购 EV/EBT=10.78 倍, 估值合理。**

图表 57: BabyTrend 业绩对赌及实现情况

公司名称	收购回顾	2016年		2017年		2018年	
		承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩	承诺业绩	实际业绩
BabyTrend 和东莞金旺	支付现金9400万美元或等值人民币 Baby Trend Inc. 100.00%的股权。并且以4600万美元或等值人民币收购BT 主要代工商东莞金旺100%股权。	810万美元	1298.66万美元	900万美元	-	990万美元	-

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测假设及结果

- 根据公司现有业务分类方式, 我们将公司主营业务进行以下分类: 玩具、动漫影视、游戏、电视媒体、婴童用品和其他。结合公司情况, 我们给出以下核心假设:
 - 1) 玩具业务保持稳健增长, 毛利率小幅上升; 婴童业务由于 2017 年上半年并表 BT, 全年收入有望继续快速增长。
 - 2) 动漫影视业务保持平稳增长, 2017 年二季度后较多新游戏上线, 我们预计公司 2017 年游戏业务会较大幅度增长。
 - 3) 电视媒体业务保持稳定。

图表 58: 公司分项目收入预测 (百万元)

项目	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
玩具							
销售收入	1,187.27	1,579.37	1,616.00	1,932.32	2318.78	2782.54	3339.05
增长率 (YOY)	—	33.03%	2.32%	19.57%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	43.24%	42.83%	55.14%	55.45%	56.10%	56.50%	56.80%
动漫影视							
销售收入	217.01	368.76	422.13	582.33	630.00	870.00	1000.00
增长率 (YOY)	—	69.93%	14.47%	37.95%	8.19%	38.10%	14.94%
毛利率	58.25%	59.08%	45.19%	46.46%	45.00%	45.00%	45.00%
游戏							
销售收入	0.00	308.19	291.47	176.45	425.30	525.00	596.00
增长率 (YOY)	—	—	-5.43%	-39.46%	141.03%	23.44%	13.52%
毛利率	0.00%	85.09%	88.40%	79.63%	77.55%	78.00%	78.00%
电视媒体							
销售收入	43.01	56.62	101.52	95.55	100.00	105.00	110.00
增长率 (YOY)	—	31.64%	79.30%	-5.88%	4.66%	5.00%	4.76%
毛利率	7.77%	3.37%	-20.77%	6.94%	5.00%	5.00%	5.00%
婴童产品							
销售收入	104.66	85.22	104.10	519.60	1012.50	1108.75	1213.63
增长率 (YOY)	—	-18.57%	22.15%	399.14%	94.86%	9.51%	9.46%
毛利率	40.04%	36.70%	42.01%	32.76%	31.48%	31.44%	31.40%
其他							

销售收入	1.06	31.51	53.94	54.42	60.00	80.00	100.00
增长率 (YOY)	—	2872.64%	71.18%	0.89%	10.25%	33.33%	25.00%
毛利率	49.06%	66.71%	37.08%	2.87%	30.00%	30.00%	30.00%
销售收入小计	1553.01	2429.67	2589.16	3360.67	4546.58	5471.29	6358.67
平均毛利率	44.14%	49.83%	53.38%	49.42%	49.62%	50.28%	50.77%

来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 59: 公司盈利预测 (百万元)

项目	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,430	2,589	3,361	4,547	5,471	6,359
增长率	56.45%	6.60%	29.80%	35.30%	20.30%	16.20%
营业成本	-1,219	-1,207	-1,700	-2,291	-2,720	-3,131
营业税金及附加	-22	-28	-30	-36	-44	-51
营业费用	-366	-430	-587	-796	-957	-1,113
管理费用	-367	-478	-598	-796	-930	-1,049
财务费用	-21	-25	-53	-46	-44	-36
资产减值损失	-1	-17	-14	-27	-28	-9
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	-11	104	135	120	130	140
营业利润	423	508	519	676	877	1,110
营业外收支	19	41	44	30	30	30
税前利润	442	550	563	706	907	1,140
所得税	-30	-69	-86	-106	-136	-171
净利润	413	481	477	600	771	969
少数股东损益	-15	-8	-21	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	428	489	498	620	791	989
净利率	17.60%	18.90%	14.80%	13.60%	14.50%	15.60%

来源: Wind, 中泰证券研究所

- 我们预测公司 2017-2019 年实现营业收入 45.47、54.71、63.59 亿元，同比增长 35.30%、20.30%、16.20%；实现归属于母公司净利润 6.2、7.91、9.89 亿元，同比增长 24.39%、27.62%、25.02%。目前公司总股本 13.08 亿，不考虑定增摊薄，我们预计公司 2017-2019 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.47、0.61、0.76 元。

投资建议：目标价 17.58 元，给予“增持”评级

- 我们预测公司 2017-2019 年对应 EPS 分别为 0.47、0.61、0.76 元。奥飞娱乐是我国动漫衍生品行业龙头，深耕二次元泛娱最难变现的衍生品领域，并且目前拥有“IP 矩阵+内容制作+媒体渠道+衍生品”的泛娱乐全产业链布局，享有一定估值溢价，我们给予奥飞娱乐未来 6-12 月内目标市值 230 亿，对应 2017 年市盈率 37X，对应每股价格为 17.58 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- **1) 内容持续创新能力不足的风险。**公司目前业务弹性主要来自内容制作，但是由于内容产业需要具备持续创新才能够保证业绩，因此公司内容持续创新能力不及预期，会对业绩造成负面影响。
- **2) 泛娱乐业务整合能力不足的风险。**公司目前定位于打造泛娱乐平台生态圈，但是其从上游 IP 到下游零售的泛娱乐业务板块较多，若公司不能够对各业务进行有效的整合，会对业绩造成负面影响。
- **3) 行业增速不及预期的风险。**前公司卡位二次元进军泛娱乐，但是由于二次元潜在消费人群具备一定的不确定性，若行业发展速度不及预期，也会对公司业绩造成负面影响。

图表 60: 公司财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,430	2,589	3,361	4,547	5,471	6,359
增长率	56.45%	6.6%	29.8%	35.3%	20.3%	16.2%
营业成本	-1,219	-1,207	-1,700	-2,291	-2,720	-3,131
% 销售收入	50.2%	46.6%	50.6%	50.4%	49.7%	49.2%
毛利	1,211	1,382	1,661	2,256	2,751	3,228
% 销售收入	49.8%	53.4%	49.4%	49.6%	50.3%	50.8%
营业税金及附加	-22	-28	-30	-36	-44	-51
% 销售收入	0.9%	1.1%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-366	-430	-587	-796	-957	-1,113
% 销售收入	15.1%	16.6%	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
管理费用	-367	-478	-598	-796	-930	-1,049
% 销售收入	15.1%	18.5%	17.8%	17.5%	17.0%	16.5%
息税前利润 (EBIT)	456	447	446	628	820	1,015
% 销售收入	18.8%	17.3%	13.3%	13.8%	15.0%	16.0%
财务费用	-21	-25	-53	-46	-44	-36
% 销售收入	0.9%	1.0%	1.6%	1.0%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-1	-17	-14	-27	-28	-9
公允价值变动收益	0	0	5	0	0	0
投资收益	-11	104	135	120	130	140
% 税前利润	—	18.9%	24.0%	17.0%	14.3%	12.3%
营业利润	423	508	519	676	877	1,110
营业利润率	17.4%	19.6%	15.4%	14.9%	16.0%	17.5%
营业外收支	19	41	44	30	30	30
税前利润	442	550	563	706	907	1,140
利润率	18.2%	21.2%	16.8%	15.5%	16.6%	17.9%
所得税	-30	-69	-86	-106	-136	-171
所得税率	6.7%	12.5%	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	413	481	477	600	771	969
少数股东损益	-15	-8	-21	-20	-20	-20
归属于母公司的净利润	428	489	498	620	791	989
净利率	17.6%	18.9%	14.8%	13.6%	14.5%	15.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	413	481	477	600	771	969
少数股东损益	0	0	0	-20	-20	-20
非现金支出	62	80	89	109	121	113
非经营收益	42	-75	-102	-97	-107	-117
营运资金变动	6	-582	-278	-413	-394	-269
经营活动现金净流	523	-97	186	179	371	676
资本开支	57	51	318	72	86	106
投资	-773	-644	-1,134	-100	-100	-100
其他	7	-5	12	120	130	140
投资活动现金净流	-823	-700	-1,440	-52	-56	-66
股权募资	257	17	935	0	0	0
债权募资	-240	359	581	0	0	0
其他	408	-66	105	-53	-53	-53
筹资活动现金净流	425	309	1,620	-53	-53	-53
现金净流量	125	-488	366	74	262	557

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	914	411	788	883	1,165	1,742
应收款项	391	900	769	1,043	1,314	1,517
存货	412	434	1,195	1,098	1,304	1,501
其他流动资产	481	355	439	590	714	794
流动资产	2,198	2,100	3,192	3,613	4,497	5,555
% 总资产	53.5%	43.7%	38.2%	40.6%	45.4%	50.0%
长期投资	216	710	1,398	1,498	1,598	1,698
固定资产	268	256	335	334	334	333
% 总资产	6.5%	5.3%	4.0%	3.8%	3.4%	3.0%
无形资产	1,392	1,405	3,148	3,168	3,191	3,224
非流动资产	1,912	2,709	5,174	5,293	5,416	5,548
% 总资产	46.5%	56.3%	61.8%	59.4%	54.6%	50.0%
资产总计	4,110	4,809	8,366	8,907	9,914	11,103
短期借款	359	705	1,314	1,314	1,314	1,314
应付款项	314	282	818	689	872	1,054
其他流动负债	141	162	498	568	620	659
流动负债	814	1,149	2,630	2,571	2,806	3,026
长期贷款	0	0	1	1	1	1
其他长期负债	659	573	844	844	844	844
负债	1,473	1,722	3,476	3,416	3,652	3,872
普通股股东权益	2,539	3,030	4,795	5,415	6,207	7,196
少数股东权益	98	57	95	75	55	35
负债股东权益合计	4,110	4,809	8,366	8,907	9,914	11,103

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.677	0.387	0.381	0.474	0.605	0.756
每股净资产(元)	4.017	2.396	3.666	4.140	4.745	5.502
每股经营现金流(元)	0.827	-0.076	0.142	0.152	0.299	0.532
每股股利(元)	0.000	0.000	0.040	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.86%	16.14%	10.39%	11.45%	12.75%	13.75%
总资产收益率	10.41%	10.17%	5.96%	6.96%	7.98%	8.91%
投入资本收益率	17.62%	12.18%	8.46%	10.95%	13.24%	15.53%
增长率						
营业总收入增长率	56.45%	6.56%	29.80%	35.29%	20.34%	16.22%
EBIT增长率	67.13%	-1.99%	-0.20%	40.84%	30.47%	23.86%
净利润增长率	85.42%	14.26%	1.92%	24.39%	27.62%	25.02%
总资产增长率	26.92%	17.01%	73.96%	6.46%	11.31%	11.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	50.2	75.9	74.8	71.1	73.1	72.7
存货周转天数	128.0	128.0	175.0	175.0	175.0	175.0
应付账款周转天数	69.2	64.8	72.5	69.9	70.8	70.5
固定资产周转天数	39.2	36.9	31.9	26.6	21.9	18.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.27%	26.96%	19.85%	15.96%	9.49%	0.23%
EBIT利息保障倍数	21.4	18.0	8.4	13.7	18.6	28.0
资产负债率	35.85%	35.81%	41.55%	38.36%	36.84%	34.87%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。