2017 年 12 月 15 日

公司研究●证券研究报告

奥飞娱乐（002292.SZ）

深度分析

从核心扩张，轻资产+主题乐园打造泛娱乐

投资要点

◆ **泛二次元 IP 为核，打造全产业链平台。**公司核心竞争力仍然在泛二次元，特别是以自身低龄 IP+有妖气平台产生的顶级 IP 是公司最核心的资源。

“有妖气”平台价值有望进一步得到挖掘。以 2017 年为例，我们预测公司在 IP 衍生领域通过镇魂街真人剧贡献约 2000 万元净利润，电影十冷 2 贡献约 3000 万元净利润，以及其他衍生贡献 3000 万净利润，我们预测未来在保守情境下，假设内容付费年化增速 10%，IP 衍生年化增速 30%，“有妖气”内容付费及衍生总收入在 2017-2020 年有望超过 6 亿元。

低龄 IP 王者制霸，线上线下衍生规模有望超 100 亿。我们预测，公司的周边授权衍生品类在顶级 IP 的加持下，还会持续增长，而 IP 授权模式可以有效抵御内容创意产业在下游的波动与风险，现金流增速稳定且持续，有望成为公司的主要盈利模式之一。根据调研披露数据，公司以超级飞侠产生的衍生收入规模在 2015-2017 年达到 60 亿元，我们预测未来通过顶级动漫 IP 运作产生的变现收入规模一部长期可以达到百亿元。

◆ **未来看点：**

轻资产运作，风险可控，变现能力强。公司将发力于自己泛二次元的核心优势，基于顶级 IP，线上+线下并进，整个运营模式从重资产向轻资产转型。

受益二胎爆发，母婴享受增长。公司在 2016 年上半年收购了北美一流母婴用品商 Baby Trend, 2017H1 母婴用品收入 4.89 亿，同比增长 565.32%。我们认为，凭借二胎红利，公司有望在婴童产业将继续深化品牌、IP、技术、渠道融合共享的策略，升级母婴大产业链，提升全球市场占有率，实现较快增长。

O2O 线下消费场景是公司线下衍生的集大成方向。公司未来向轻资产转型未来目标为打造线下衍生业务，而线下衍生的集大成方向则是 O2O 室内儿童乐园。2000 平左右的较大型乐园，根据我们的测算，在成熟期后能够有 3000-4000 万左右的年收入，考虑到公司自有 IP+自有零售+自有协同效应，预计净利率高于悠游堂的 20%，可达 30%或更高，因此在导入期结束后，这两家室内游乐场有望给公司贡献 1500-2000 万元净利润，而随着公司在此积累更多的经验与能力，有望进一步开店，打开局面后也可以通过授权加盟的方式进行轻资产的输出。我们看好未来公司在室内儿童乐园的运营潜力。

◆ **投资建议：**在战略调整期间，影视、游戏业务收入均有所下滑，我们看好公司泛二次元 IP 为核心打造的全产业链模式，特别是 IP 授权的空间，与后续基于公司 IP 核心竞争力的室内乐园的想象力与超预期的可能，中国迪士尼正在腾飞，不考虑定增，上调公司 2018 年净利润增速预测，预测公司 2017-2019 年净利润分别为 4.97 亿元、7.59 亿元、10.83 亿元，YoY 分别为-0.3%、52.7%、42.7%，每股收益分别为 0.38 、0.58、0.83 元（考虑定增以 2017 年 12 月 14 日收盘价计算，2017-2019

传媒 | 电影动画 III

投资评级	买入-A(上调)
6 个月目标价	18.56 元
股价(2017-12-13)	14.52 元

交易数据

总市值（百万元）	18,976.83
流通市值（百万元）	11,037.68
总股本（百万股）	1,306.94
流通股本（百万股）	760.17
12 个月价格区间	13.23/24.58 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.5	-5.37	-56.69
绝对收益	-10.92	-3.46	-38.96

分析师 付宇娣
SAC 执业证书编号：S0910517090002
fuyudi@huajinsc.cn
021-20377039

相关报告

奥飞娱乐：出售土地使用权，增加 8300 万净利润 2017-12-04

奥飞娱乐：转型产生阵痛，看好轻资产授权 2017-10-25

每股收益分别为 0.37、0.59、0.82 元)。给予公司 2018 年 32 倍估值 ,目标价 18.56 元，给与买入-A 评级。

◆ **风险提示：**1、新业务转型不达预期的风险。 2、商誉减值的风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2,589.2	3,360.7	4,017.6	5,187.3	6,507.1
同比增长(%)	6.6%	29.8%	19.5%	29.1%	25.4%
营业利润(百万元)	508.0	519.2	532.6	827.7	1,193.3
同比增长(%)	20.1%	2.2%	2.6%	55.4%	44.2%
净利润(百万元)	489.0	498.4	496.9	758.8	1,083.0
同比增长(%)	14.3%	1.9%	-0.3%	52.7%	42.7%
每股收益(元)	0.37	0.38	0.38	0.58	0.83
PE	40.5	39.7	39.9	26.1	18.3
PB	6.5	4.1	4.2	3.6	3.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、投资逻辑：从核心扩张，轻资产打造泛娱乐 6
二、奥飞娱乐：泛二次元 IP 为核，打造全产业链平台 9
（一）奥飞娱乐：发展遵循泛二次元风口 9
1、新时代打造正能量泛二次元，覆盖人口超过 3 亿 9
2、奥飞娱乐的发展历程：深入血液的泛二次元基因 11
（二）从核心扩张，从泛二次元扩张至泛娱乐领域 13
1、以泛娱乐为框架，详解从核心扩张逻辑 13
2、奥飞娱乐核心优势矩阵：泛二次元为核心 14
（三）有妖气：K12 以上泛二次元 IP，变现路径明晰 16
1、在线漫画：有望复制网络文学路径，成为 IP 提供者 16
2、有妖气：国漫原创 IP 平台，价值有望进一步挖掘 17
（四）低龄 IP：已经制霸，泛产业链运营 20
1、既有低龄动漫的领导者，顶级低龄 IP 的提供方 20
2、线上线下融合，全产业链模式变现有方 23
三、未来看点：轻资产转型风险可控，O2O+母婴打造新引擎 25
（一）母婴增速亮眼，受益二胎爆发 25
1、二胎红利逐步释放，母婴消费增速明显 25
2、公司在母婴行业先行布局，看好未来持续增长。 26
（二）轻资产运作，游戏+影视风险可控，变现能力加快 27
1、影视：《镇魂街》、《十冷 2》联合出品模式减轻风险 27
2、游戏联合运营+自有 IP 授权 28
（三）O2O 线下消费场景，打造中国版迪士尼 29
1、二胎+消费升级，儿童消费成为新引擎 29
2、悠游堂：公司参投，门店扩张增速超 30%，净利润率 20% 31
3、室内儿童乐园有望成为公司新亮点 33
四、公司财务状况：平台中孵化，静待好风起 35
1、主营业务分析：主营收入增速稳中有降，母婴成为新引擎 36
2、费用率分析：渠道优势带来综合效应，间接推高成本 37
3、杜邦分析：净利率较低影响 ROE，轻资产运营具有提升空间 39
4、募投项目：已获得核准批文，投向 IP 资源与体系建设 41
五、盈利预测及估值 41
六、风险提示 42
1、 新业务转型不达预期的风险。 42
2、 商誉减值的风险。 42

图表目录

图 1：奥飞娱乐从核心扩张路径：从泛二次元到泛娱乐 7
图 2：二次元涵盖的传播属性 9
图 3：艾瑞咨询将国产动漫剔除二次元调查 10
图 4：公司形成了以 IP 为核心的泛娱乐生态体系 12
图 5：公司具有深入血液的二次元基因并以此为核心进行发展 13
图 6：泛娱乐生态链图解：奥飞娱乐从泛二次元进军泛娱乐全行业 14

图 7：奥飞娱乐从核心扩张路径：从泛二次元到泛娱乐 15
图 8：公司核心竞争力仍然在泛二次元领域 16
图 9：截止 9 月 21 日 2017 年 TOP25 中票房国产电影票房情况 16
图 10：2017 年上半年省级卫视电视剧收视 16
图 11：漫画 APP 月活增速远快于其他数字阅读 APP 17
图 12：十冷 1 成为国漫电影化的开山之作，十冷 2 质量跃升台阶 19
图 13：《萌鸡小队》、《超变武兽》有望打造公司动漫 IP 新引擎 22
图 14：原创 IP+全产业链运营模式闭环 23
图 15：非动漫玩具收入及增速 24
图 16：动漫玩具收入及增速 24
图 17：全国年出生人口与出生率 25
图 18：母婴家庭人群已经近 3 亿人 25
图 19：婴童服务将在 2020 年超过婴童产品增速 26
图 20：婴童用品收入及增速 27
图 21：公司动漫影视类收入及增速 27
图 22：游戏收入增速下滑明显 29
图 23：儿童业态还未在全国普及，是一片蓝海 30
图 24：悠游堂获得“巴啦啦小魔仙”授权的 IP 主题乐园 32
图 25：“巴啦啦小魔仙”的变身可以通过动作捕捉、AR 交互线下实现 33
图 26：不同城市儿童业态客流趋势 34
图 27：成都奥飞欢乐世界实景 35
图 27：公司营收增速稳中有降 36
图 28：2017H1 公司主营构成 36
图 29：公司主营业务营收情况 36
图 30：公司各主营业务收入增速 37
图 31：公司毛利率水平一直维持在较高水平 37
图 32：公司三费走势 38
图 33：公司管理费用分种类情况 39
图 34：2016 年以来公司 ROE 下滑明显 39
图 35：公司资产负债率处于正常水平 39
图 36：公司净利润率在 2016 年下滑明显 40
图 37：公司投资收益/利润总额比重抬升 40
图 38：公司净资产与总资产周转率（%） 40
图 39：资本支出在 2016 年抬升 40

表 1：公司在扩张时面临的竞争情况 6
表 2：公司轻资产转型矩阵 7
表 3：著名卡通形象 10
表 4：公司在扩张时面临的竞争情况 14
表 5：有妖气用户数与作品数增长情况 18
表 6：有妖气平台中点击量前十作品主要类型（截止 2017 年 10 月） 18
表 7：三大 UGC 动漫平台主要指标情况 20
表 8：保守情景下估计有妖气平台向公司提供收入预测 20
表 9：公司在低幼动漫领域已经具有 IP 领导者地位 21
表 10：合作与信任并进，公司控股 FunnyFlux 22

表 11：部分 IP 衍生品类一览 24
表 12：公司 2017 年联合运营/主投上线电影作品 28
表 13：三大有妖气 IP 未来影视 IP 衍生 28
表 14：收购标的均于 2016 年完成业绩对赌 28
表 15：《十万个冷笑话》成功试水轻资产运营的游戏模式 29
表 16：2017 年儿童游乐场市场规模估算 30
表 17：截止 2016 年 4 月悠游堂各类型门店情况 31
表 18：悠游堂的加盟费用 32
表 19：具有动漫 IP 代表具有定价权 34
表 20：奥飞在运营室内儿童乐园方面具有天然优势 34
表 21： A 股部分休闲用品以及泛娱乐公司 2017H1 费用率情况 38
表 22：可比公司 2017H1 杜邦分析情况 40
表 23：公司几次修订非公开发行预案 41
表 24：公司募投项目投向 41
表 25：公司毛利率预测 42
表 26：可比公司估值情况 42

一、投资逻辑：从核心扩张，轻资产打造泛娱乐

我们强调：公司的核心优势处在泛二次元（K12+有妖气）IP 领域，基于泛二次元领域进行的扩张符合公司未来利益与竞争优势。

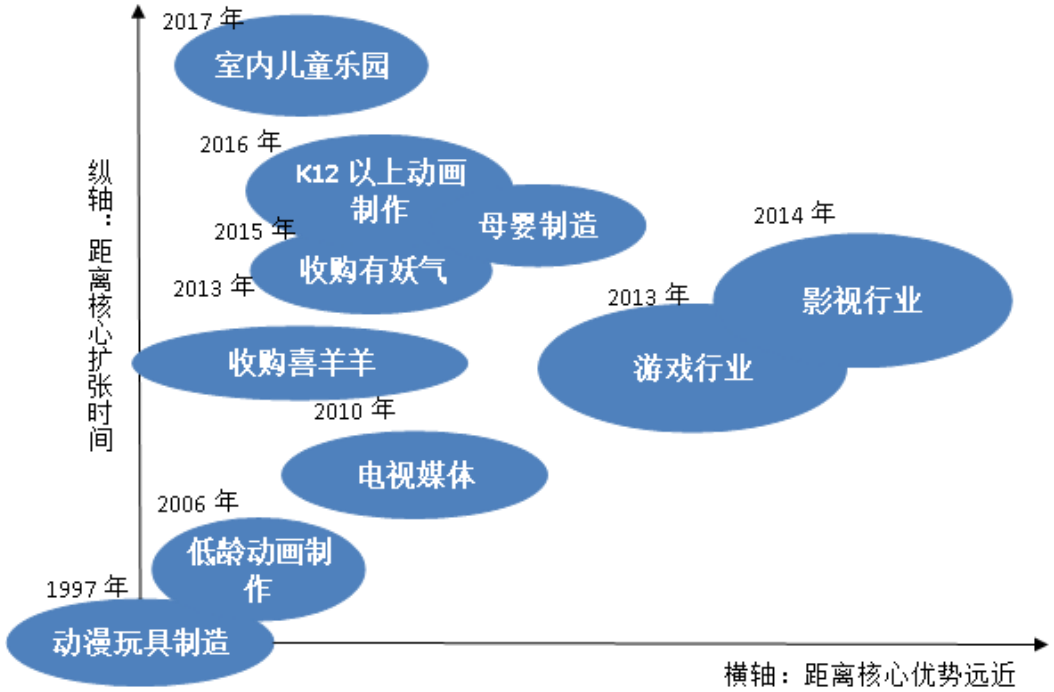
根据 iResearch 的预测，在 2017 年末，泛二次元用户将达到 3.08 亿人，并且这个数量还在扩张。公司的发展遵循泛二次元方向，根据公司的核心优势矩阵及公司发展历程，我们将动漫玩具制造、K12 动画制作作为公司扩张的基础核心，公司扩张的路径为从低龄到泛二次元，从泛二次元到泛娱乐，从小市场到大市场。但同样我们也可以看到，距离核心优势越远，公司所要承担的风险将越高，但同时，由于市场更大，IP 放大，可获得的回报也会更多。

表 1：公司在扩张时面临的竞争情况

	目标用户	定位市场	市场规模	竞争环境	公司竞争力
玩具制造	儿童	泛二次元	1000 亿	激烈	国内第一品牌，主要与国际大品牌竞争
动画制作	儿童至全年龄	泛二次元		激烈	拥有多项爆款儿童动漫 IP
K12 漫画	K12 以上二次元	泛二次元	动漫行业共计 1000 亿	寡头竞争	收购中国最大原创漫画平台之一有妖气
电视媒体	儿童	泛二次元		寡头垄断	具有六大动漫上星卫视之一的嘉佳卫视
游戏行业	儿童至全年龄	泛娱乐	1768 亿	激烈	收购方寸科技、爱乐游
影视行业	儿童至全年龄	泛娱乐	1400 亿	激烈	发行美人鱼、荒野猎人，制作十冷 2
室内室内乐园	儿童至全年龄	泛娱乐	500-1000 亿	宽松	顶级 IP 构建场景

资料来源：iResearch，公司公告，华金证券研究所整理

图 1：*奥飞娱乐从核心扩张路径：从泛二次元到泛娱乐*



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司核心竞争力仍然在泛二次元，特别是以自身低龄 IP+有妖气平台产生的顶级 IP 是公司最核心的资源。

“有妖气”平台价值有望进一步得到挖掘。以 2017 年为例，我们预测公司在 IP 衍生领域通过镇魂街真人剧贡献约 2000 万元净利润，电影十冷 2 贡献约 3000 万元净利润，以及其他衍生贡献 3000 万净利润，我们预测未来在保守情境下，假设内容付费年化增速 10%，IP 衍生年化增速 30%，“有妖气”内容付费及衍生总收入在 2017-2020 年有望超过 6 亿元。

低龄 IP 王者制霸，线上线下衍生规模有望超 100 亿。我们预测，公司的周边授权衍生品类在顶级 IP 的加持下，还会持续增长，而 IP 授权模式可以有效抵御内容创意产业在下游的波动与风险，现金流增速稳定且持续，有望成为公司的主要盈利模式之一。根据调研披露数据，公司以超级飞侠产生的衍生收入规模在 2015-2017 年达到 60 亿元，我们预测未来通过顶级动漫 IP 运作产生的变现收入规模一部长期可以达到百亿元。

未来看点：

1、轻资产运作，风险可控，变现能力强。

基于公司的泛二次元领域与全产业链运营，我们建立了以下矩阵：

表 2：公司轻资产转型矩阵

主营类型/运营模式	轻资产	重资产

线上	**影视**	IP 授权，联合出品	自行制作销售
	动漫	IP 授权，联合运营	自行制作销售
	游戏	IP 授权经营、发行商	自研
线下	**室内乐园**	授权	自建
	玩具	OEM	自研自建
		越轻资产：收益越确定，对顶级 IP 要求越高	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司将发力于自己泛二次元的核心优势，基于顶级 IP，线上+线下并进，整个运营模式从重资产向轻资产转型。

2、受益二胎爆发，母婴享受增长。

根据罗兰贝格的数据，受出生人口增长和消费能力升级的推动，未来五年，中国母婴童市场需求仍将持续处于上升态势，预计将以每年 15%的速度增长。

公司在 2016 年上半年收购了北美一流母婴用品商 BabyTrend，2017H1 母婴用品收入 4.89 亿，同比增长 565.32%。旗下澳贝、Baby Trend 的品牌认知度大力提升，渠道与品类拓展也取得了突出的成绩。2017H1，根据公司半年报国内母婴合作渠道数量环比增幅超过 40%，海外与沃尔玛、亚马逊等保持长期稳定合作，为品类与品牌扩张奠定了基础。澳贝通过与 IP 深度结合，已迈出了从婴儿玩具到用品的第一步。

我们认为，凭借二胎红利，公司有望在婴童产业将继续深化品牌、IP、技术、渠道融合共享的策略，升级母婴大产业链，提升全球市场占有率，实现较快增长。

3、O2O 线下消费场景，打造中国版迪士尼。

O2O 线下消费场景是公司线下衍生的集大成方向。公司未来向轻资产转型未来目标为打造线下衍生业务，而线下衍生的集大成方向则是 O2O 室内儿童乐园。

儿童消费成为家庭消费新引擎。根据盈石集团研究中心的数据显示，中国儿童消费市场已经接近 4.5 万亿元，其中儿童娱乐为 4600 亿元，未来 5 年的年增速也将突破 30%。根据我们对购物中心增速、三四线城市渠道下沉的判断，保守估计室内儿童乐园的规模有望上升至千亿。

根据我们对室内儿童乐园悠游堂的研究，尽两年来悠游堂门店增速超 30%，净利润率超 20%。我们认为公司由于顶级 IP 建设的出众能力，将在室内儿童乐园中拥有无可比拟的优势。

公司将以与地产商战略合作的方式，共同推动室内儿童游乐场的建设，目前已有 2 个儿童乐园完成，单店成本前期约 200-300 万元。2000 平左右的较大型乐园，根据我们的测算，在成熟期后能够有 3000-4000 万左右的年收入，考虑到公司自有 IP+自有零售+自有协同效应，预计净利率高于悠游堂的 20%，可达 30%或更高，因此在导入期结束后，这两家室内游乐场有望给公司贡献 1500-2000 万元净利润，而随着公司在此积累更多的经验与能力，有望进一步开店，打开局面后也可以通过授权加盟的方式进行轻资产的输出。我们看好未来公司在室内儿童乐园的运营潜力。

我们预测全年母婴收入在并表影响下增速 135%，室内乐园及其他类在公司轻资产转型后授权品类业务下增速达 85%，在战略调整期间，影视、游戏业务收入均有所下滑，我们看好泛二次元 IP 为核心打造的全产业链模式，特别是 IP 授权的空间，与后续基于公司 IP 核心竞争力的室内乐园的想象力与超预期的可能，中国迪士尼正在腾飞，不考虑定增，上调公司 2018 年净利润增速预测，预测公司 2017-2019 年净利润分别为 4.97 亿元、7.59 亿元、10.83 亿元，YoY 分别为-0.3%、52.7%、42.7%，每股收益分别为 0.38 、0.58、0.83 元，(考虑定增以 2017 年 12 月 14 日收盘价计算，2017-2019 每股收益分别为 0.37、0.59、0.82 元)。给予公司 2018 年 32 倍估值，目标价 18.56 元，给与买入-A 评级。

二、奥飞娱乐：泛二次元 IP 为核，打造全产业链平台

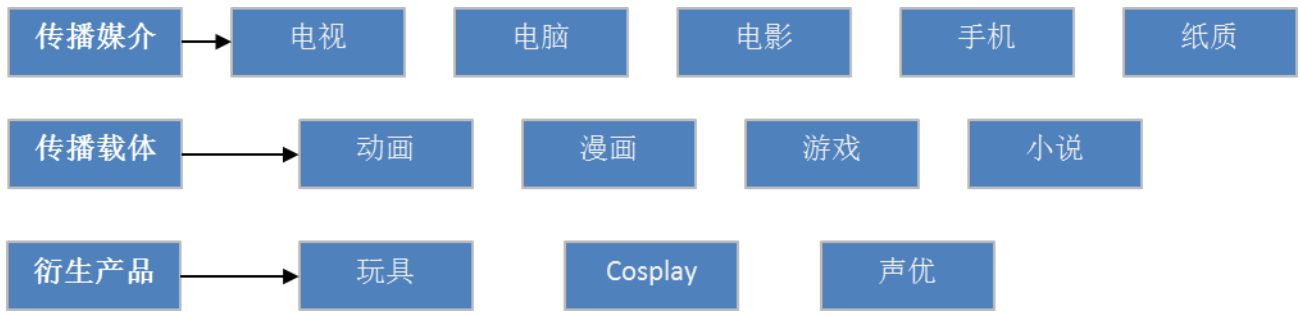
（一）奥飞娱乐：发展遵循泛二次元风口

1、新时代打造正能量泛二次元，覆盖人口超过 3 亿

二次元是虚拟形象的统称。本意是二维，区别于三维人物和场景，根据维基百科的解释，“在日本 ACG 作品当中所称的'次元'，通常是指作品中的幻想世界以及其各种要素的集合体。在传统上，以平面的媒体所表现的虚拟角色，如漫画或动画中的人物，因其二维空间的本质，而常称'二次元角色'，以有别于现实（三维空间）的人物。”

ACGN 构成二次元文化。二次元动画（Animation，A）、漫画（Comics，C）、游戏（Games，G）以及轻小说（Novels，N），合起来成为 ACGN，这些媒介成为二次元文化的主要载体，在新时期主要媒介包括电脑、手机、电视、电影、纸质作品等等。而由此产生的衍生 ,则包括 Cosplay、玩具、手办/模型、声优等等。二次元群体，就是对热爱平面虚拟作品及人物形象的一部分群体。从传播属性上来讲，二次元文化涵盖多种载体，通过现代媒体与具有旺盛的生命力。

图 2：二次元涵盖的传播属性



资料来源：iReseach,华金证券研究所

二次元文化也许是被误解最深的文化。从二次元诞生伊始，从日本带来的一些次文化圈的标签就与之如影相随。也由此产生了对二次元文化的种种误解。这些误解包括并不限于：

1. 二次元不应包括低龄动漫，只应包括青少年及成人动漫；
2. 二次元只是人生的一个阶段，会随着年龄的增长而退出二次元世界；
3. 二次元文化，本质是一种负能量文化，充满了“丧”与“宅”等元素。

针对这些误解，我们认为：

1.低龄动漫应在泛二次元中有位置，具有长尾价值的低龄动漫佳作可以持续贡献粘性。艾瑞咨询（iResearch）在 2015 年做的调查将国产低幼动漫排除于二次元的领域（但将日本动漫均包含在二次元领域）。但我们认为，如同机器猫、Hello Kitty 一般，尽管脱胎于儿童动漫，但我们认为，具有持续生命力、健康向上人设以及完整建构价值观的低龄动漫 IP，有望走出低龄分野，获得长期长尾价值。通过衍生商品、后续开发的不断强化粘性，会培养出一些持续时间跨越青春期的忠实用户。

图 3：艾瑞咨询将国产动漫剔除二次元调查



资料来源：iResearch 华金证券研究所

在欧美、日本等地，低龄动漫可以以“合家欢”的方式进行传播，带来数倍的衍生价值。

表 3：著名卡通形象

动漫名称	卡通形象	原作	市场规模	原目标人群	现目标人群
口袋妖怪		任天堂游戏	6 兆日元(约 600 亿美元)	5-15 岁	全年龄向
机器猫		藤子 F 不二雄所作漫画	2000 亿日元（约 20 亿美元）	1970 年 1 月开始在《小学 1-4 年级生》连载	全年龄向
Hello Kitty		Sanrio 公司设计的卡通形象	7200 亿日元（约 70 亿美元）	目标吸引幼儿园小朋友	全年龄向

资料来源：http://wiki.fdiary.net/animesales/?%BB%D4%BE%EC%B5%AC%CC%CF%A1%A6%C1%ED%C7%E4%BE%E5，华金证券研究所

2．泛二次元可以不毕业。随着国内泛二次元文化的普及以及在青少年的渗透率的增高，我们认为，越早接触二次元，停留在二次元的时间会越长。以日本为例，日本的漫画市场渗透率基本上达到 100%，根据日本动画协会的数据，截止 2016 年末，仅仅动画产业的产值。不管是针对低龄儿童的动漫，还是少年漫、少女漫，以及针对成人的青年漫，种类繁多，其中主要的消费人群是成年人，韩国仅仅 4000 万人口，在线漫画 Webtoon APP 月活 1000 万，在 2015 年网络漫画市场规模达到了 4200 亿韩元（约合人民币 25 亿），在 2016 年达到 8800 亿韩元（约合人民币 53 亿）。

3.爱好中富含正能量，新时代定义主流泛二次元。根据二次元社区 Bilibili 的调查，传统文化爱好更多的与年轻人的二次元爱好结合起来，古风音乐、舞蹈、传统乐器演奏逐渐成为 B 站音乐和舞蹈区的主流，古风服饰、妆容、收工在时尚区和生活区成为流行特色。

在 00 后中，十大新鲜关注排名第一的就是泛二次元社区的 B 站，我们认为，随着这些 10-25 岁人群在未来登上话语舞台，未来的二次元文化，并不仅仅是“丧文化”，“宅文化”，而会成为主流文化，泛二次元可以持续焕发活力。

根据 iResearch 的预测，在 2017 年末，泛二次元用户将达到 3.08 亿人，并且这个数量还在扩张。

2、奥飞娱乐的发展历程：深入血液的泛二次元基因

奥飞动漫成立于 1993 年，从成立伊始就具有深入血液的二次元基因。公司从动漫玩具制作起家，通过动漫联动进行玩具销售，打造了以 IP 为核心的、集内容生产-媒体播映-内容衍生为一体的二次元产业链。公司前身为澄海县奥迪玩具实业有限公司，成立于 1993 年 12 月 17 日，注册资本为 80 万元，1997 年 7 月 31 日更名为广东奥迪玩具实业有限公司。

公司的发展可分为以下四个阶段：

（1）2004 年以前：从传统玩具到授权动漫玩具

2004 年以前，公司产品以传统玩具为主，主要包括塑胶玩具、四驱车和遥控车等产品。凭借十多年对玩具市场的不断摸索和实践，公司在玩具产品的产业运营方面积累了丰富的经验。1996 年起，公司购买国外动画片在全国各大电视台播放，并与国家体育总局、科委、共青团等五个部委联合举办了共 12 届全国青少年“奥迪杯”四驱车大赛，配合大量地面推广活动，将全国四驱车市场推向高潮。公司在动漫形象产业化运营方面进行了一些有益的尝试。1998 年，公司与日本著名的任天堂株式会社、Tomy 公司合作，引进动画片《宠物小精灵》的动漫形象版权，在国内从事“宠物小精灵”系列动漫玩具产品的产业化运营，取得了较大成功。

（2）2004 年～2010 年：自主动漫形象开发

2004 年 10 月奥飞文化成立，标志着公司开始向动漫原创制作领域延伸。2006 年 3 月，由奥飞文化投资制作的动漫影视片《火力少年王Ⅰ》在全国各大电视台播放，“火力少年王”自

主动漫形象的推出，极大地带动了火力少年王悠悠球产品的销售并提高了该产品的毛利率水平，为公司确定玩具与动漫形象结合的发展战略奠定了良好的基础。

公司随后相继推出了《战斗王 EX》、《巴啦啦小魔仙》和《闪电冲线》等爆款 IP 动画，逐步掀起了小孩子玩战斗王陀螺、巴啦啦系列产品以及闪电冲线遥控车的热潮。

（3）2010 年~2014 年：从电视到全屏幕

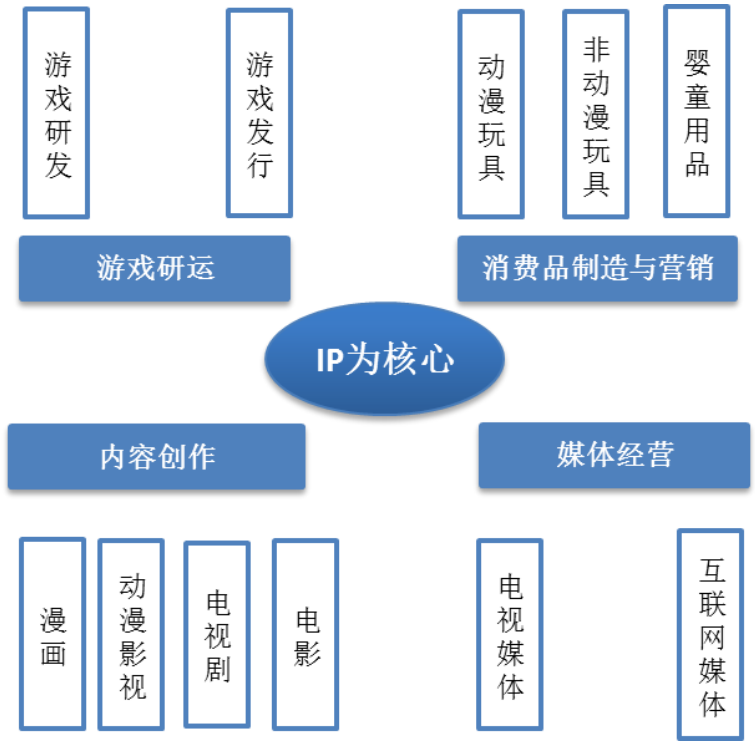
随着公司 2010 年收购广东嘉佳动漫卫视（6 大上星动漫卫视），公司在电视媒体形成“内容制作+媒体渠道+广告运营”的媒体产业链运作经营格局。

公司 2013 年收购方寸科技、爱乐游两家游戏公司，目前已经形成了游戏研运一体的游戏平台。公司于 2013 年收购好莱坞 451 电影 19.99%股权并于 2014 年成立奥飞影业， 从参投国内外电影项目的制作环节切入，目前主要涵盖内容创作、影片制作、衍生品开发等环节。

（4）2014 年~今：收购有妖气，构建泛娱乐大平台

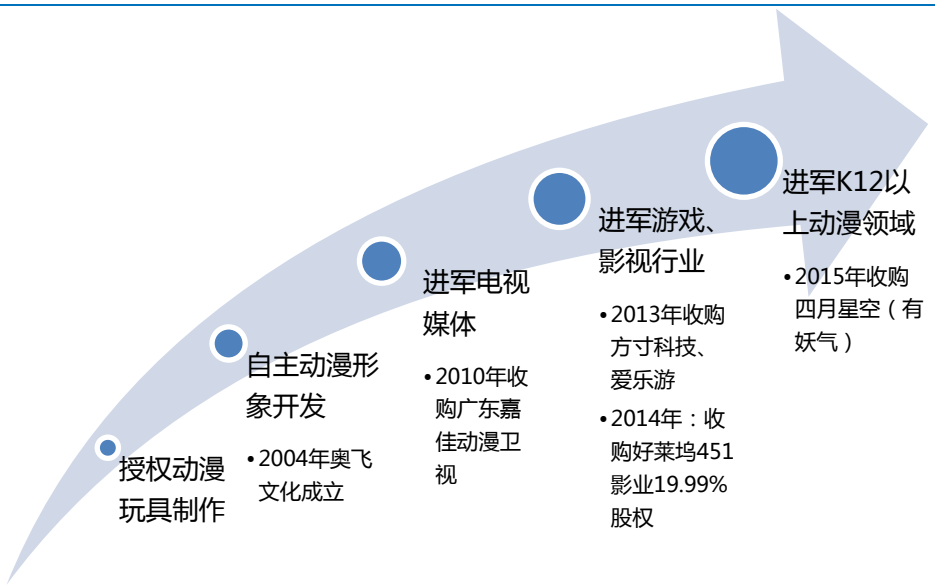
2015 年公司并购、整合了北京四月星空网络技术有限公司旗下的“有妖气原创漫画梦工厂（www.u17.com）”（下称“有妖气”），进入 K12（一般指从幼儿园至高中的少年儿童）以上的领域。有妖气是国内领先的原创漫画平台，截止 2017 年 6 月 30 日，平台所连载的漫画作品超过 44,000 部，并有累计 20,000 多位漫画作者在平台上持续进行内容创作、更新，极具活力的 UGC 模式为公司注入丰富的 IP 资源。公司在 K12 领域的 IP 优势以及成功整合有妖气平台，初步构建起公司的泛二次元 IP 平台，奠定了奥飞泛娱乐生态中的核心基础。

图 4：公司形成了以 IP 为核心的泛娱乐生态体系



资料来源：公司年报，华金证券研究所

图 5：公司具有深入血液的二次元基因并以此为核心进行发展



资料来源：公司公告，招股说明书，华金证券研究所

（二）从核心扩张，从泛二次元扩张至泛娱乐领域

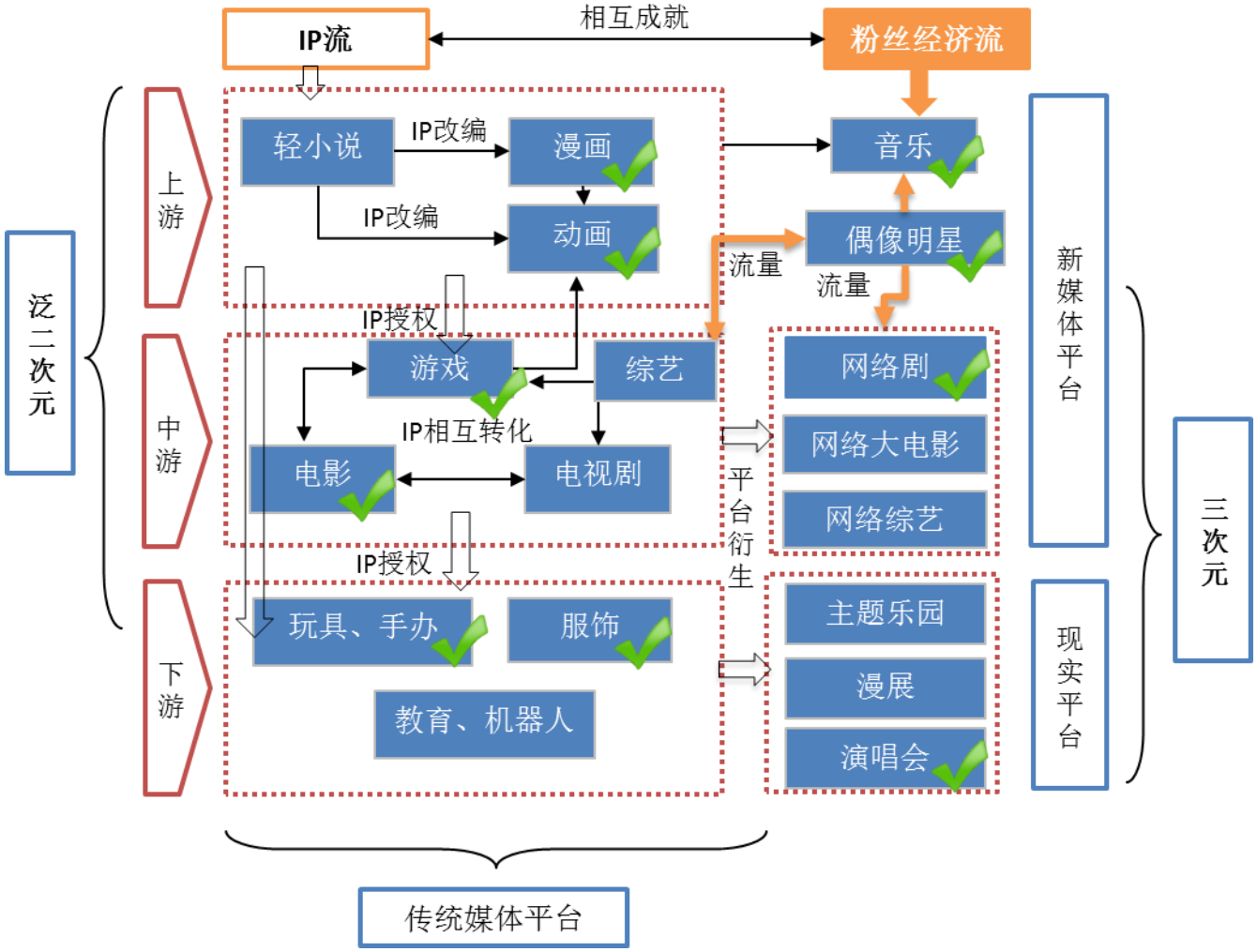
1、以泛娱乐为框架，详解从核心扩张逻辑

根据华金证券研究所泛娱乐研究框架，我们将泛娱乐框架分为四个维度来进行研究。

第一个维度是领域，主要分为泛二次元领域（ACGN）和三次元（现实）领域，泛二次元主要包括动画（A）、漫画（C）、游戏（G）、小说（N）及其衍生领域，三次元则是真人泛娱乐领域。第二个维度是平台，主要分为传统媒体平台、新媒体平台和现实平台。第三个维度是产业链结构，通过内容的产生、放大和衍生，分为上游、中游、下游。第四个维度是泛娱乐的核心流，我们认为 IP 及粉丝经济是泛娱乐的两大主线，因此核心流分为 IP 流和粉丝经济流，它们相互成就，共同组成了泛娱乐大板块的产业链串联。从 IP 路径而言，上游（小说、动画、漫画及部分游戏）生成 IP，通过中游(影视游戏)放大，最终介下游 IP 衍生领域。从粉丝经济流而言，偶像明星给中游内容制作行业带来流量，同时深度参与网剧、网大、网综的播映。

从 IP 流来看，公司从动漫衍生玩具出发，当前已经深度介入泛二次元各个领域，并从泛二次元向泛娱乐领域扩张，建立了以 IP 为核心的泛娱乐文化。从粉丝经济流来看，公司战略投资了二次元音乐偶像明星“洛天依”的母公司泽立仕，初步完成了粉丝经济的布局。

图 6：泛娱乐生态链图解：奥飞娱乐从泛二次元进军泛娱乐全行业



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、奥飞娱乐核心优势矩阵：泛二次元为核心

我们遵循从核心扩张的逻辑，探讨奥飞娱乐在泛二次元乃至泛娱乐道路上进行的扩张步骤。我们首先制成了奥飞娱乐的核心优势矩阵，根据其核心优势矩阵及公司发展历程，我们将动漫玩具制造、K12 动画制作作为公司扩张的基础核心，由此可以看到，公司围绕泛娱乐产业，进行有条不紊的扩张，路径为从低龄到泛二次元，从泛二次元到泛娱乐，从小市场到大市场。但同样我们也可以看到，距离核心优势越远，公司所要承担的风险将越高，但同时，由于市场更大，IP 放大，可获得的回报也会更多。

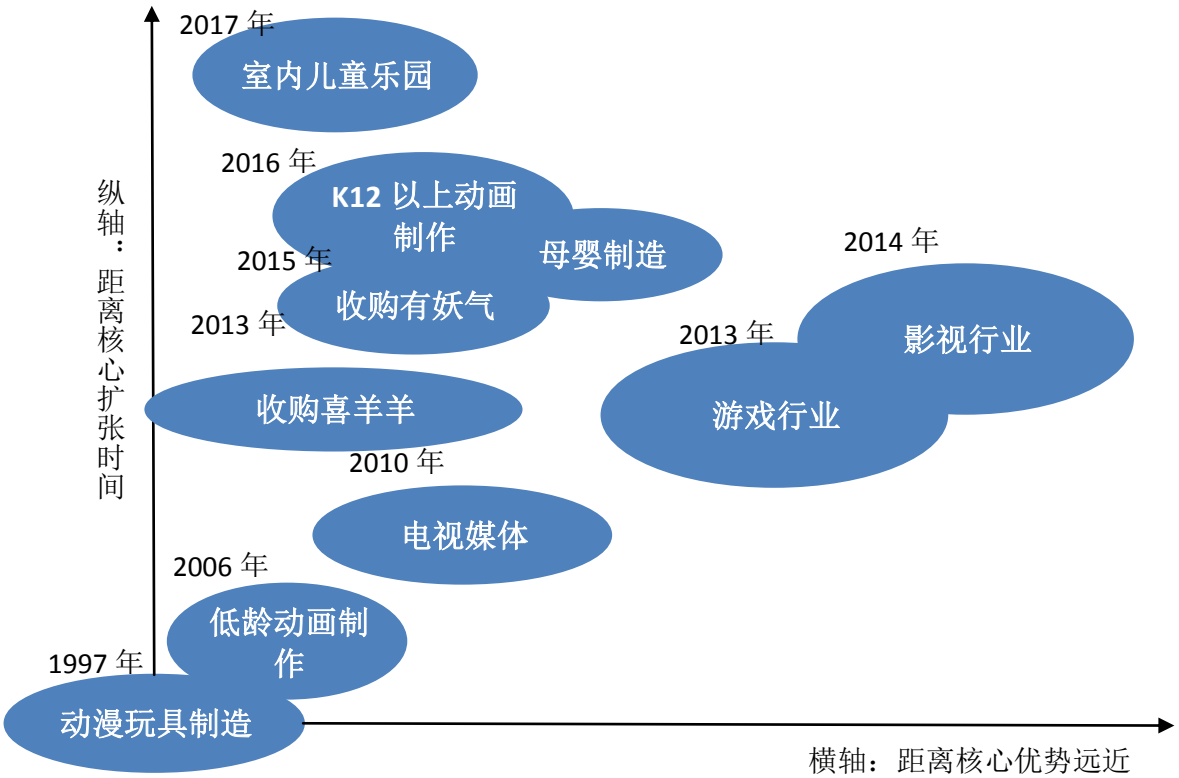
表 4：公司在扩张时面临的竞争情况

	目标用户	定位市场	市场规模	竞争环境	公司竞争力
玩具制造	儿童	泛二次元	1000 亿	激烈	国内第一品牌，主要与国际大品牌竞争
动画制作	儿童至全年龄	泛二次元	动漫行业	激烈	拥有多项爆款儿童动漫 IP
K12 漫画	K12 以上二次元	泛二次元	共计 1000 亿	寡头竞争	收购中国最大原创漫画平台之一有妖气

电视媒体	儿童	泛二次元		寡头垄断	具有六大动漫上星卫视之一的嘉佳卫视
游戏行业	儿童至全年龄	泛娱乐	1768 亿	激烈	收购方寸科技、爱乐游
影视行业	儿童至全年龄	泛娱乐	1400 亿	激烈	发行美人鱼、荒野猎人，制作十冷 2

资料来源：iResearch，公司公告，华金证券研究所整理

图 7：*奥飞娱乐从核心扩张路径：从泛二次元到泛娱乐*



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司核心竞争力仍然在泛二次元。至此，公司已经完成全年龄向、全产业链的泛娱乐布局，然而我们重申，公司最核心的竞争力仍然处在泛二次元领域，通过游戏、影视行业加固其泛娱乐基石，正是为了变现泛二次元领域 IP。从低幼 IP 到 K12，再到 K12 以上的全年龄段，公司的变现路径清晰明确。

图 8：公司核心竞争力仍然在泛二次元领域



资料来源：iResearch，华金证券研究所

（三）有妖气：K12 以上泛二次元 IP，变现路径明晰

1、在线漫画：有望复制网络文学路径，成为 IP 提供者

网络文学二十年发展提供大量 IP，迎来全面变现。中国网络文学从兴起到兴盛再到爆发于衍生不过短短 20 年时间。从 1995 年“水木清华”BBS 成立，“读书·武侠·文学”板块开始发表作品，到 2016 年年底，包括起点中文网、纵横中文网、17K 小说网等业内领先的原创文学网站在内的国内 40 家主要网络文学网站作品总量 1455 万种，当年新增作品即达 175 万部（根据国家新闻出版广电总局数字出版司发布的数据。根据 CNNIC 中国互联网络信息中心发布数据，中国网络文学用户规模达到 3.33 亿，占网民总体的 45.6%。

网络文学改编的作品，不管是 2007 年出版的《琅琊榜》、2009 年出版的《花千骨》和《三生三世十里桃花》、2005 年出版的《步步惊心》、2011 年出版的《醉玲珑》，多是 10 年前以上的作品。而当前迎来全面变现，网络文学的孵化和 IP 变现当前成为影视、游戏改编的重要来源。

图 9：截止 9 月 21 日 2017 年 TOP25 中票房国产电影票房情况

电影名	票房	是否网文 IP 改编
战狼	565123	否
西游伏妖篇	165593	否
乘风破浪	104851	否
大闹天竺	75793	否
悟空传	69654	是
情圣	54977	否
三生三世十里桃花	53454	是
熊出没之奇幻空间	52248	否

图 10：2017 年上半年省级卫视电视剧收视

频道	剧名	收视率%	是否网文 IP 改编
湖南卫视	人民的名义	3.661	否
湖南卫视	因为遇见你	1.93	否
浙江卫视	欢乐颂 2	1.61	否
东方卫视	欢乐颂 2	1.59	是
湖南卫视	楚乔传	1.42	是
湖南卫视	孤芳不自赏	1.31	是
东方卫视	三生三世十里桃花	1.29	是
东方卫视	守护丽人	1.23	否
江苏卫视	爱来的刚好	1.18	否

杀破狼·贪狼	52141	否	湖南卫视	择天记	1.12	是

资料来源：艺恩电影智库，华金证券研究所

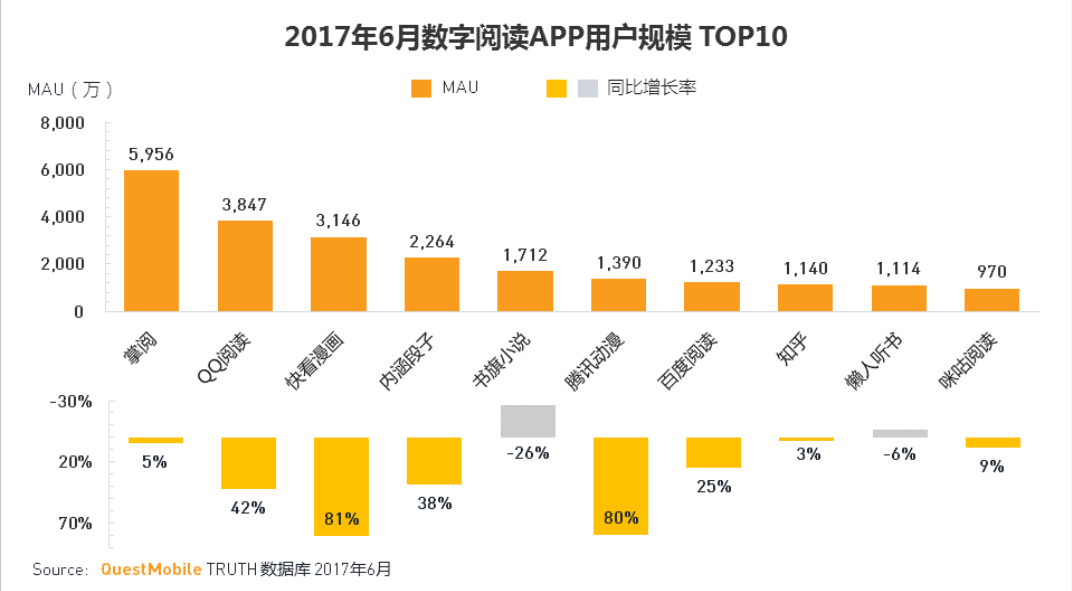
资料来源：卫视小露电，华金证券研究所

在线漫画有望复制网络文学风潮。十年前，70、80 后是网文阅读的主力，而现在他们成为社会中流砥柱、拥有了购买力之后，会为了年轻时代的情怀买单。根据 CNNIC（中国互联网络信息中心）发布的《第 39 次中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2016 年 12 月，网络文学用户规模达到 3.33 亿，较去年底增加 3645 万，占网民总体的 45.6%，其中手机网络文学用户规模为 3.04 亿，较去年底增加 4469 万，占手机网民的 43.7%。相反，在漫画的受众群体中，80 后甚至包括部分 95 前（26 岁）在内，仅占 5%。随着手机、碎片化社交模式在 90 后、00 后中的广泛普及，形象化、视觉化以及社交化引发新一轮的阅读习惯改变。

在线漫画阅读契合了新一代年轻人的诉求。（1），阅读方式改变的不可逆，从 PC 端转移到手机端，已经不再适合文字性的长篇阅读。（2），时间和注意力越来越碎片化，“刷”漫画成为手机上的习惯动作。（3）图片更加天然易于阅读，且已经占领青少年市场，具有先入性。

根据 iResearch 在 2016 年的报告，网文用户多集中为 5 年以上的老用户，而 2016 年上线的快看漫画作为 95 后、00 后移动条漫化的主战场，在短短一年多时间获得了 MAU 超过 3000 万，漫画 APP 月活增速远快于其他数字阅读 APP。投资在线漫画，代表投资十年后的网络文学 IP 市场。

图 11：漫画 APP 月活增速远快于其他数字阅读 APP



资料来源：QuestMobile，华金证券研究所

2、有妖气：国漫原创 IP 平台，价值有望进一步挖掘

中国最早的在线国漫原创漫画平台。有妖气网站创建于 2006 年，站长周靖淇一开始将其作为国内外漫画分享的在线漫画网站。2009 年 6 月，有妖气得到盛大网络投资，开始商业化运作，从此开始转变为原创漫画平台。2009 年 9 月 15 日，网站开始内测。2009 年 10 月 15 日，网站正式上线。

2015 年 8 月 11 日，奥飞动漫宣布以 9.04 亿元人民币购买“有妖气”母公司北京四月星空公司 100%股权，根据官方统计数据，此时有妖气网站注册用户超过 730 万人，活跃访问用户达 800 万，日均页面浏览量约为 80 万，拥有 1.7 万名常驻漫画家，同时有 4 万部漫画正在平台进行连载，高热度漫画达到 100 部以上。经过 2 年的发展，截止 2017 年 6 月 30 日，平台所连载的漫画作品超过 44,000 部，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。

表 5：有妖气用户数与作品数增长情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
注册用户（万人）	387	519	879	1400	1900
漫画家数量	11100	14200	17200	20000	20000
漫画作品数	15600	20000	24600	40000	44000
10 大作品点击量（亿次）	59.2	93.5	143.4	无数据	170

资料来源：公司公告，有妖气网站，华金证券研究所

平台贡献优质粘性强 IP，价值有望进一步挖掘。签约动漫中，具有大量客户基础的综合性漫画，适于改编为多种类型。与快看漫画宣扬的“轻动漫”不同，有妖气提供的是介于网文读者和 95 后轻松读者之间的重度用户，由于特有的 UGC 模式，作品的层次较高，思想性强，可改编性极强。

表 6：有妖气平台中点击量前十作品主要类型（截止 2017 年 10 月）

点击量排名	漫画名称	点击量（亿）	类型
1	镇魂街	32.72	科幻动作
2	黑瞳	26.8	魔幻惊悚
3	十万个冷笑话	25.18	搞笑
4	端脑	22.13	科幻推理
5	日渐崩坏的世界	18.5	搞笑恐怖
6	雏蜂	12.71	机甲科幻
7	长歌行	11.20	少女战争
8	拜见女皇陛下	10.8	少年生活
9	我，女机器人	9.5	科幻动作
10	星 Star	8.82	科幻

资料来源：有妖气网站，华金证券研究所

当前有妖气中共有 VIP 作品 127 部，A 级作品 75 部，其中包含多部现象级明星级作品《十万个冷笑话》《镇魂街》《雏蜂》《端脑》《黑瞳》等。

《十万个冷笑话》及衍生收入超过 5 亿元。（以下简称“十冷”）作为一部现象级漫画，于 2010 年 6 月 28 日开始在“有妖气”原创动漫平台上独家连载，自推出后人气急升。截至 2017 年 9 月 10 日，漫画总点击数超过 25.18 亿次，在国内影响力巨大。目前已经推出 3 季动画版总点击量 2015 年 1 月《十冷》推出电影版，最终斩获电影票房 1.2 亿元，成为继《喜羊羊与灰太

狼》系列和《熊出没》系列之后，第三个电影票房过亿的国产动画品牌，被业内人士评价为“中国电影史上第一部票房过亿的非低龄国产动画电影”。2017 年 8 月，由上海炫动、万达影视、奥飞影业联合出品的《十冷 2》，截止目前斩获票房 1.33 亿元，在暑期正面撞击罕见现象级电影《战狼》后，获此票房，不仅有情怀加成，更有作品本身的资质。

图 12：十冷 1 成为国漫电影化的开山之作，十冷 2 质量跃升台阶



资料来源：公司公告，艺恩电影智库，华金证券研究所

《镇魂街》有望接棒十冷，三大科幻点亮电影 IP。是 2010 年 2 月 3 日开始在“有妖气”原创动漫平台上独家连载的长篇热血漫画作品。《镇魂街》故事设定在一个人灵共存的世界，是人界通向灵域的过渡区，只有拥有守护灵的寄灵人才可进入，在这个奇异的世界里，主角与自己的守护灵通过一系列的斗争生存下去。截止 2017 年 9 月 17 日，《镇魂街》漫画总点击量达 32 亿

镇魂街网剧自 2017 年 8 月 2 日播出，根据骨朵网络影视的统计，截止 2017 年 9 月 20 日，总点击量超过 26.5 亿，成为漫改真人网剧中的开山之作。

公司未来储备端脑、雏蜂、镇魂街三部有妖气科幻改编电影，目前也正在筹备过程中。我们预测，公司的电影企划将围绕以有妖气与自有动漫 IP 为核心来进行。

在线漫画手游化，平台享有议价权。根据三文娱的调查，2016 年在线漫画付费金额已经高达 2 亿元，主要变现逻辑分为内容付费+IP 衍生，在 UGC 平台中，CP 方为弱势，平台享有入口优势与议价权，其中 TOP3 玩家为腾讯动漫、快看漫画和有妖气。

在三大平台中，有妖气的内容付费与 IP 衍生相对可操作易变现， 有妖气原本的内容付费能力较差，原因是针对 VIP 作品拥有“七天解封”功能，即 VIP 新章连载发表 7 天后可以免费阅读。2016 年末调整 VIP 计算模式之后， VIP 漫画仅对 VIP 用户开发，七天解封功能停止，VIP 单月购买价格为 30 元，续费价格为 8 元，年费会员 88 元（约合 7.3 元/月）。这次调整使得公司用户量和收入都有了质的增长，月收入翻倍，在今年内容付费领域年收入有望突破 3000 万元。

在 IP 衍生领域，有妖气也催生了十冷、十冷 2 等票房超过 1 亿的作品，是三大平台中商业化程度与衍生能力最强的公司。我们认为，有妖气的重度男性读者群、以及具有思想性与深度的作品，具有较强的改编潜力，也在过去十年间培育了深度 VIP 用户，尽管无需时时刷屏，但基盘确定，背靠奥飞的泛娱乐衍生资源，未来有望在版权销售与内容付费中持续贡献利润。

表 7：三大 UGC 动漫平台主要指标情况

指标	腾讯动漫	快看漫画	有妖气
DAU（截止 201707）	500 万	900 万	几十万级别
MAU（截止 201707）	9000 万(app1173.8)	3016.7	千万级别
目标客户	综合类用户	年轻女性读者	重度漫画读者
用户数	1 亿	1 亿	1900 万
盈利模式	版权销售+VIP 阅读	版权销售+广告分流	全产业链版权销售+VIP 阅读

资料来源：三文娱，Questmobile，华金证券研究所

“有妖气”平台价值有望进一步得到挖掘。我们认为，在有妖气中入 V（意即作为 VIP 的作品）的 100 部作品，都拥有较高的艺术性与改编价值，95 后、00 后对于内容付费拥有付费习惯，假设内容付费（VIP 购买）在今年爆发式增长之后，未来以年化 10%增速抬升，最终稳定在 5000 万元规模的水平；而 IP 衍生的规模参考《十冷 2》，单部授权及制作向公司贡献的利润超过 5000 万，保守估计 100 部作品中有 10 部头部作品可以贡献 5000 万级授权产生的净利润，而剩余 90 部作品每部授权产生千万级净利润（其中不乏精品的作品会产生更大流量），则当前的百部作品已经具有 15 亿元规模的 IP 产品衍生价值，“有妖气”平台价值还远值得进一步挖掘。以 2017 年为例，我们预测公司在 IP 衍生领域通过镇魂街真人剧贡献约 2000 万元净利润，电影十冷 2 贡献约 3000 万元净利润，以及其他衍生贡献 3000 万净利润，我们预测未来在保守情境下，假设内容付费年化增速 10%，IP 衍生年化增速 30%，“有妖气”内容付费及衍生总收入在 2017-2020 年有望超过 6 亿元。

表 8：保守情景下估计有妖气平台向公司提供收入预测

向公司贡献收入（万元）	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
内容付费（假设增速年化 10%）	3757	4132	4545	5000
IP 衍生（假设年化增速 30%）	8000	10400	13520	17576
总计	11757	14532	18065	22576

资料来源：华金证券研究所预测

（四）低龄 IP：已经制霸，泛产业链运营

1、既有低龄动漫的领导者，顶级低龄 IP 的提供方

低龄动漫领域王者制霸。在 K12 领域，公司目前拥有国内数量最多、知名度最高的动漫 IP 群，包括“喜羊羊与灰太狼”、“超级飞侠”、“贝肯熊”、“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”、“火力少年王”、“巨神战击队”等知名 IP。

其中，超级飞侠、喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙、巨神战击队等核心 IP 历年网播总量逾 750 亿次。目前，《超级飞侠》系列全网累计点播量突破 100 亿次，已在全球超过 72 个国家与

地区播放，并入围第五届国际艾美奖儿童奖，成为国内首个获得国际一线大奖提名的动画 IP。在 2016 年荣获中国动漫最高荣誉之一的“中国动漫金龙奖”最佳动画金奖，2017 年 9 月 29 日，更是 荣获“中国动漫金龙奖” 最佳动漫品牌奖。《喜羊羊与灰太狼》已推出了 17 部作品，新作《喜羊羊与灰太狼之发明大作战》一开播便登顶广东省网黄金时段收视冠军，收视率 5.14%，比第二名高出一倍多（数据来源：动漫收视榜）。《巴啦啦小魔仙》系列全网累计点播量超过 77 亿次，比众多同类女孩 IP 的网播量高几倍。

表 9：公司在低幼动漫领域已经具有 IP 领导者地位

IP 名称	卡通形象	开播时间	传播情况
火力少年王		2006 年	动画三部共 92 集，带动悠悠球热潮
铠甲勇士		2009 年	真人特摄剧，目前电视剧共 4 部，电影共 3 部，点击超过 60 亿次
超级飞侠		2015 年	全网累计点播量突破 100 亿次，已在全球超过 72 个国家与地区播放，并入围第五届国际艾美奖儿童奖，成为国内首个获得国际一线大奖提名的动画 IP。2017 年 9 月 29 日，荣获第 14 届中国动漫金龙奖最佳动漫品牌奖
喜羊羊与灰太狼		2005 年（奥飞 2013 年收购）	《喜羊羊与灰太狼》已推出了 17 部作品，新作《喜羊羊与灰太狼之发明大作战》一开播便登顶广东省网黄金时段收视冠军，收视率 5.14%，比第二名高出一倍多（数据来源：动漫收视榜）
巴啦啦小魔仙		2008 年	《巴啦啦小魔仙》系列全网累计点播量超过 77 亿次，比众多同类女孩 IP 的网播量高几倍。
巨神战击队		2012 年	中国版奥特曼，真人特摄动画，承接《铠甲勇士》，目前有三部共 156 集
贝肯熊		2005 年（奥飞 2014 年收购）	动画片共三季，目前在中国各大视频网站的累计点击量已经超过 100 亿次，2017 年初公司出品的《大卫贝肯之倒霉特工熊》获得 1.26 亿票房，成为国内第七个票房过亿的国产动画影片（系列）

资料来源：公司官网，公司公告，华金证券研究所整理

新品 IP 具有竞争力，有望再下一城。公司 2017 年末推出 2 部现象级作品，其中一部是由公司韩国控股子公司 FunnyFlux 推出的萌鸡小队，另一部则是公司自研的超变武兽。

图 13：《萌鸡小队》、《超变武兽》有望打造公司动漫 IP 新引擎





资料来源：微博 ID 奥飞粉丝后援会，中外玩具网，华金证券研究所

《萌鸡小队》主打温情家庭合家欢。2017 年 11 月 6 日上线后，上线 3 周点击量破 3 亿，截止 2017 年 12 月 14 日，点击量已破 5 亿。在低幼龄儿童中有望产生巨大影响力，《萌鸡小队》由公司韩国控股子公司 FunnyFlux 团队制作。FunnyFlux 团队是韩国顶尖的动画制作团队，在超级飞侠中与公司合作良好。公司在 2015 年 12 月以自有资金 850 万美元参股其 43.79%的股权，2017 年 9 月，公司再以自有资金 1620 万美元（约 1.06 亿元）投资 FunnyFlux，至此，公司全资子公司奥飞香港将持有 FunnyFlux9.83 万股，占目标公司股份总数的 60.02%，Funnyflux 将成为公司的控股子公司。

表 10：合作与信任并进，公司控股 FunnyFlux

时间	交易内容	交易后占股
2015 年 12 月 25 日	子公司奥飞香港将以自有资金 850 万美元投资 FunnyFlux,其中 272.7 万美元用以受让 FunnyFlux 原股东持有的股份共 2 万股,其余 577.3 万美元用以认购 FunnyFlux 新发行的股份共 4.2 万股。交易完成后,奥飞香港将持有 FunnyFlux43.79%的股权,且奥飞香港将享有与 FunnyFlux 优先合作的权利。	43.79%
2017 年 9 月 26 日	子公司奥飞香港以自有资金 1620 万美元(约 1.06 亿元）投资 FunnyFlux 其中 652.5 万美元（约 4275.83 万元）用以受让 FunnyFlux 原股东持有的股份（共 14500 股），其余 967.5 万美元（约 6340.03 万元）用以认购 FunnyFlux 新发行的股份，共 21500 股。	60.02

资料来源：公司公告，华金证券研究所

《超变武兽》主打少年战斗成长，目前已在多平台播出，动画为 3D 制作，全集 26 集，目标观众为 5-9 岁男孩，预计能有效带动公司线下商品的销售。

2、线上线下融合，全产业链模式变现有方

原创 IP+全产业链运营模式自成闭环。公司目前已经完成了 K12 动漫的闭环产业体系。具体模式为原创动画片制作-媒体播出-线下衍生品销售。

在原创动画方面，公司从 2006 年开始已经有深厚的积累，通过与韩国等顶尖工作室的深厚关系，打造了一系列具有国际意义的动画片，目前，《超级飞侠》已经在 70 多个国家和地区播出。

在媒体播出方面，公司是全市场唯一民营公司运营上星卫视的企业，持续发挥 IP 产业触达消费者的桥梁作用。2017H1，嘉佳卫视在稳固 5 亿人口覆盖面的基础上，保持“北上广深”同类卡通卫视排名第一，在广东本土市场的优势更加显著。暑假以来，嘉佳卫视在广东省近百个频道中收视排名跻身第二，再创新高。此外，公司的新媒体、其他卫视渠道也产生了的放大器作用。

在线下衍生品销售方面，公司已经形成了多种多样的衍生模式，以超级飞侠为例，在 2015 年播出后，在 2015-2017 年间产生了 60 亿的衍生价值。

图 14：原创 IP+全产业链运营模式闭环

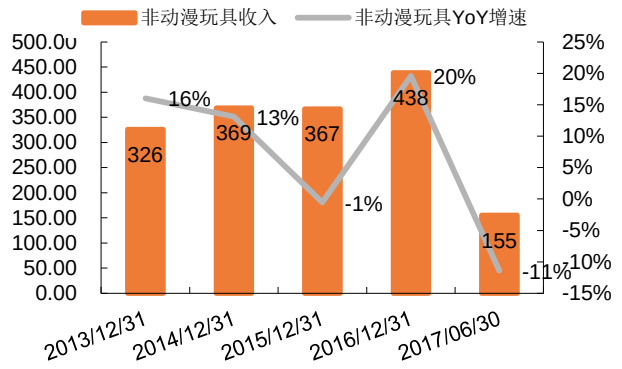


资料来源：华金证券研究所整理

公司线下衍生渠道多样。在线下衍生方面，公司主要有 3 种模式，一种是动漫玩具衍生，由公司自行制造销售，一种是周边授权衍生品，通过 IP 授权的方式，向其他高质量品牌进行授权，还有一种是真实场景衍生模式，主要是线下舞台剧、主题乐园、动漫酒店等。

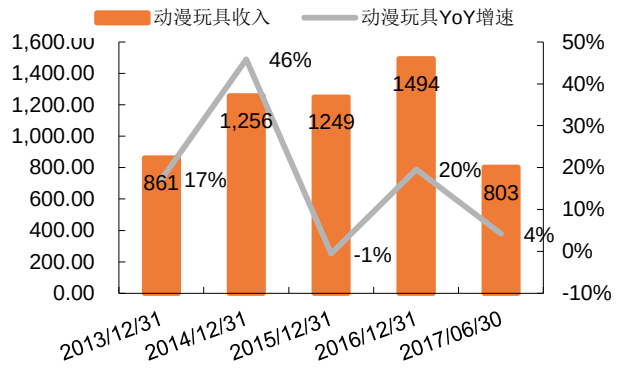
在动漫玩具衍生方面，公司 2017H1 动漫玩具收入 8.03 亿，占公司总收入的 45.12%，是公司主要的收入来源，毛利率持续走高，2017H1 动漫玩具毛利率 59.8%，超过非动漫玩具毛利率（43.3%）16.5pct。

图 15：非动漫玩具收入及增速



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 16：动漫玩具收入及增速



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

在周边授权业务方面，公司通过动漫形象向消费品、新业态授权效果明显。2017H1，公司授权合作伙伴数量比去年同期增长 30%，合作知名品牌包括伊利、蒙牛、光明、亨氏、小天才、如家酒店等。以“喜羊羊与灰太狼”为例，截至 2016 年 12 月，仅围绕“喜羊羊”品牌所产生的衍生产品门类就多达 1000 多种，涵盖了时尚、家居、食品健康与美容、文具、玩具五大品类。

在真实场景衍生方面，结合消费升级趋势，公司积极探索舞台剧、教育、室内乐园等领域的发展机遇。舞台剧公司已运营了两年多，依托精品 IP 的影响力以及团队的创意能力，喜羊羊与灰太狼、巴啦啦小魔仙、超级飞侠、贝肯熊等儿童剧场上半年在全国上演的场次同比大幅增长 37%。

我们预测，公司的周边授权衍生品类在顶级 IP 的加持下，还会持续增长，而 IP 授权模式可以有效抵御内容创意产业在下游的波动与风险，现金流增速稳定且持续，有望成为公司的主要盈利模式之一。根据公司调研披露数据，以超级飞侠产生的衍生收入规模在 2015-2017 年达到 60 亿元，我们预测未来通过顶级动漫 IP 运作产生的变现收入规模一部可以达到百亿元。

表 11：部分 IP 衍生品类一览

低幼 IP 名称	动漫玩具衍生品	周边授权衍生品	真实场景衍生
火力少年王	悠悠球	/	/
铠甲勇士	笔袋、手办、腰带	果冻	/
超级飞侠	手表、组合玩具、4D 探索箱、文具套装、变形机器人、玩具灯	班尼路 T 恤	舞台剧
喜羊羊与灰太狼	/	强生洗护、陶瓷玩具、农行信用卡、高露洁牙刷、伊利、徕音公仔	舞台剧
巴啦啦小魔仙	少女手办，变装套装，魔杖，魔法城堡		舞台剧
贝肯熊	亲子装、积木、书包、抱枕、公仔	饮料、尿不湿	舞台剧

资料来源：公司官网，华金证券研究所

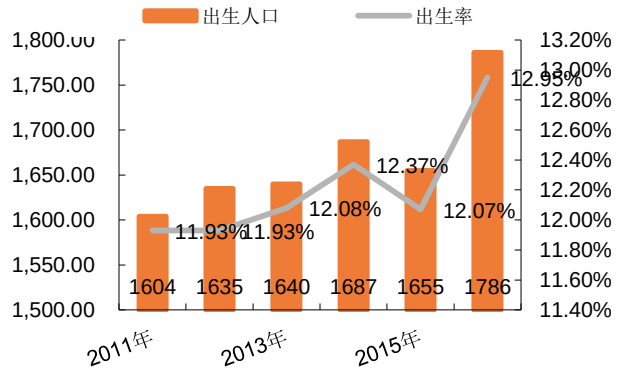
三、未来看点：轻资产转型风险可控，O2O+母婴打造新引擎

（一）母婴增速亮眼，受益二胎爆发

1、二胎红利逐步释放，母婴消费增速明显

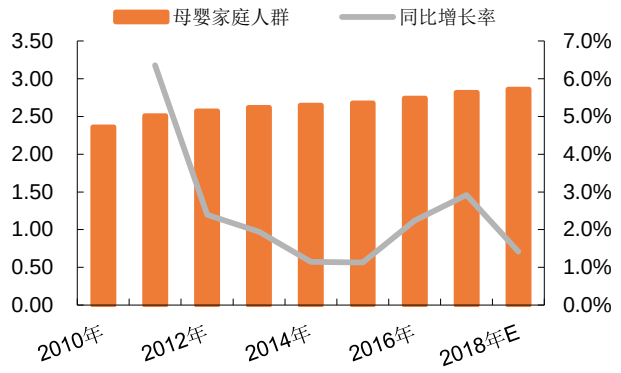
母婴家庭人群已经接近 3 亿人。根据国家统计局的数据 2017 年全国出生率为 12.07%，尽管不达预期，但出生率结构出现了变化，二孩出生占比由 2015 年的 40%上升至 2016 年的 47%。同根据 iResearch 的数据，全国母婴家庭人群已经接近 3 亿人。

图 17：全国年出生人口与出生率



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

图 18：母婴家庭人群已经近 3 亿人

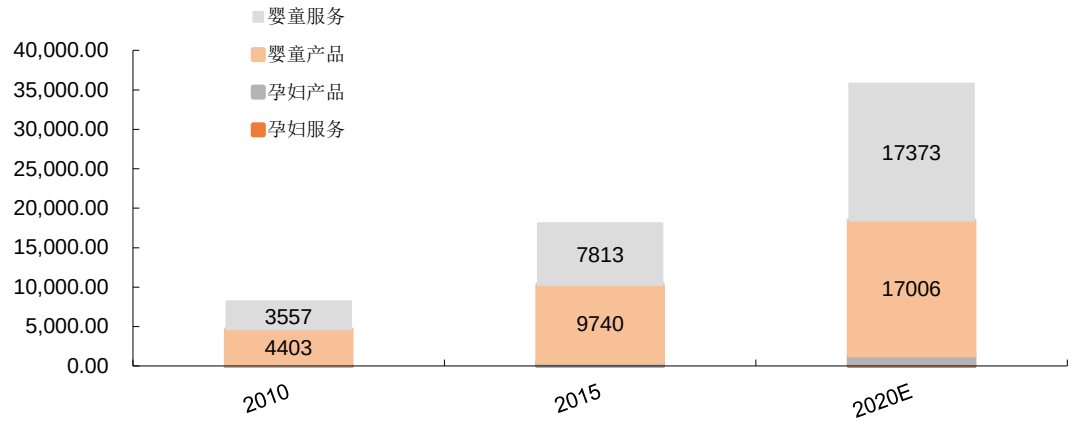


资料来源：iResearch，华金证券研究所

母婴市场消费将有年均 15%增速。根据罗兰贝格的数据，2015 年，中国母婴童（-1～14 岁）市场容量达到 18000 亿元，未来将以年均 15%的速度增长，于 2020 年达到 35799 亿元。

婴童市场结构会发生变化，婴童服务增速上升。受出生人口增长和消费能力升级的推动，未来五年，中国母婴童市场需求仍将持续处于上升态势，其中，婴童产品虽然绝对体量占比仍然较高，但由于经历了 2012-2014 年的井喷期，其市场渗透率高于其余子市场，因此 2015-2020 年期间的增速将逐步放缓。而其余三大品类，即婴童服务、孕妇产品和孕妇服务的增速都将有所提高。

图 19：婴童服务将在 2020 年超过婴童产品增速



资料来源：罗兰贝格，华金证券研究所

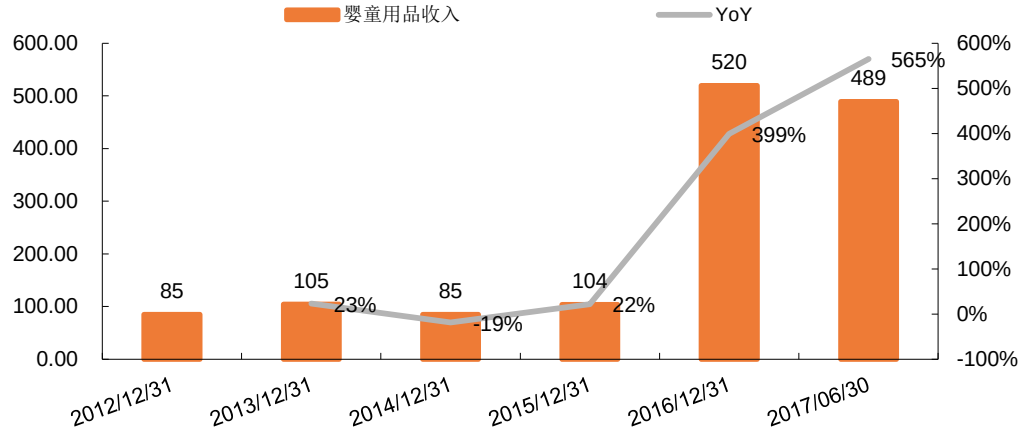
消费升级推动人均消费升高。当前，母婴童市场消费者的消费习惯正在发生变化，更加注重产品的品质、专业化及个性化。罗兰贝格调研显示，在做出购买决策时，母婴童产品消费者所关注的最主要因素是产品品质，其次是服务，对价格的敏感性较低。由此可见，中国消费者愿意为高质量、高安全性和高附加值的母婴童产品支付更高溢价；同时，我国人均可支配收入持续提高，“十三五”（2016-2020 年）期间年均 GDP 增长预计高于 6.5%；在这些因素驱动之下，消费者将不断增加在母婴童领域的消费。

2、公司在母婴行业先行布局，看好未来持续增长。

收购 BabyTrend，进入母婴品类。公司去年收购了北美领先的婴童出行及耐用品公司 Baby Trend Inc.以及其国内主要产品供应商东莞金旺儿童用品有限公司，将婴童用品品类扩展至婴童益智玩具、宝宝餐椅、宝宝推车、汽车安全座椅等，销售网络也从国内市场扩展至海外市场。

婴童业务国内外收入提速增长。公司母婴品类上半年收入 4.89 亿，同比增长 565.32%。旗下澳贝、Baby Trend 的品牌认知度大力提升，渠道与品类拓展也取得了突出的成绩。国内母婴合作渠道数量环比增幅超过 40%，海外与沃尔玛、亚马逊等保持长期稳定合作，为品类与品牌扩张奠定了基础。澳贝通过与 IP 深度结合，已迈出了从婴儿玩具到用品的第一步。

图 20：婴童用品收入及增速



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

我们认为，凭借二胎红利，公司有望在婴童产业将继续深化品牌、IP、技术、渠道融合共享的策略，升级母婴大产业链，提升全球市场占有率，实现较快增长。

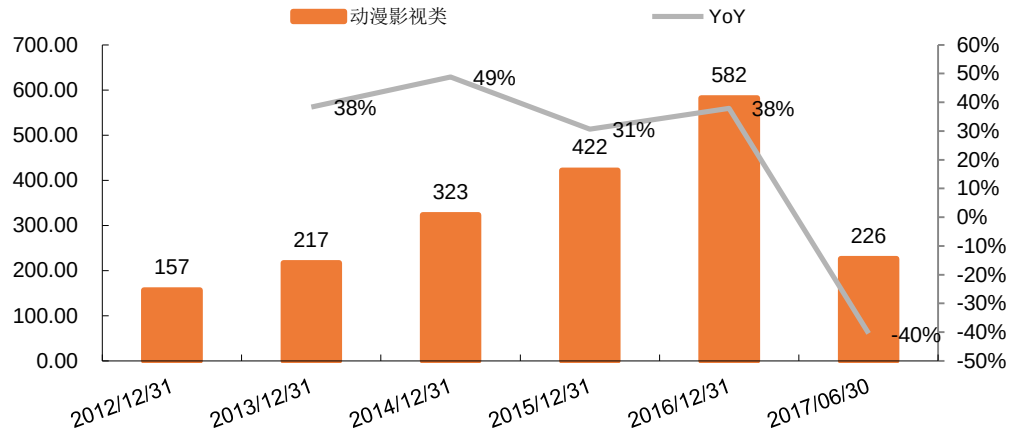
（二）轻资产运作，游戏+影视风险可控，变现能力加快

1、影视：《镇魂街》、《十冷 2》联合出品模式减轻风险

公司 2017 年影视收获颇丰。公司 2017 年出品了两款基于自身 IP 改编的大电影，《大卫贝肯(倒霉特工熊)》与《十万个冷笑话 2》(十冷 2)，均成为过亿的动漫电影，而出品的真人网剧《镇魂街》也创下了超过 30 亿的点击量。

但由于影视作为内容创意型行业，拥有制作周期长（2-3 年）、面临不确定性大等风险，考虑到公司参股的《美人鱼》、《荒野猎人》在 16 年上映获得的高回报，因此电影版块相较于去年有了较明显下滑，2017H1 公司动漫影视共计营收规模为 2.26 亿，YoY-40.46%，考虑到下半年《十冷 2》与《镇魂街》的增量，预计全年增速为-20%~-30%。

图 21：公司动漫影视类收入及增速



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

公司本年度《十冷 2》、《镇魂街》的商业模式都是以联合出品的方式进行，通过优酷、奥飞剧业、雄孩子传媒、有妖气联合出品，作为参投方获得分成，有效控制了内容创意行业的风险，同时可以选择性参与盈利项目，享受 IP 放大的收益，未来此种模式可以得到进一步推广。

表 12：公司 2017 年联合运营/主投上线电影作品

剧名/片名	首映/首播时间	票房/点击量	出品方	发行方	是否公司主投
《大卫贝肯（倒霉特工熊）》	2017 年 1 月 13 日	票房 1.26 亿	奥飞影业投资(北京) 有限公司、奥飞影业(上海)有限公司、哈尔滨品格文化传播有限公司	奥飞影业，鑫岳影视，苏州舞之	是
《十万个冷笑话 2》	2017 年 8 月 18 日	票房 1.33 亿	上海炫动，万达影视，奥飞影业，腾讯影业，卓然影业，艾尔平方，仙山文化	五洲电影，万达影业，上海炫动，腾讯影业、卓然影业、	否
《镇魂街》	2017 年 8 月 2 日	点击量超 30 亿	优酷、奥飞剧业	合一信息（优酷）、有妖气、奥飞影业、雄孩子传媒	否

资料来源：艺恩电影智库，华金证券研究所

电影走向精品化，合家欢创造价值，针对自有 K12 以上动漫 IP，公司将会以更精良的制作完成，联合投入，以技术、IP 等形式参投，后续开发进度根据合适产品、企划与投资方共同完成。公司储备的有妖气 IP 中的三大科幻力作《端脑》、《雏蜂》以及《镇魂街》电影版，将由好莱坞编剧操刀，联合有实力的电影制作与发行方共同推进。

表 13：三大有妖气 IP 未来影视 IP 衍生

名称	类型	出品时间	出品方
镇魂街第二季	动画	2017/12/01	上海炫动、万达影视、奥飞影业
镇魂电影	电影	待定	剧角映画，剧魔影业、奥飞影业、有妖气影业
端脑	电影	2019	剧角映画，剧魔影业、奥飞影业、有妖气影业
端脑	网剧	2018	搜狐视频，东阳留白影视文化
雏蜂	电影	2019	剧角映画，剧魔影业、奥飞影业、有妖气

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、游戏联合运营+自有 IP 授权

对赌结束，自研进程减缓。公司在 2013 年进入游戏行业，收购游戏研发公司爱乐游、方寸科技，支付 6.92 亿元，其中以现金支付 4.43 亿元，剩余 2.49 亿元以发行股份的方式支付，这些股份已经于 2017 年 6 月 17 日解禁 60%，剩余将在 2017 年 12 月 31 日解禁。根据对赌协议以及后续补充协议，两公司 2013-2016 归母净利润规模不得低于 1.8065 亿元和 1.6867 亿元，根据利润完成情况，两公司均于 2016 年完成业绩对赌。

表 14：收购标的均于 2016 年完成业绩对赌

收购标的	2013-2016 净利润	总计（万元）	是否完成业绩承诺
爱乐游	承诺	18065	是
	实际	37901.05	

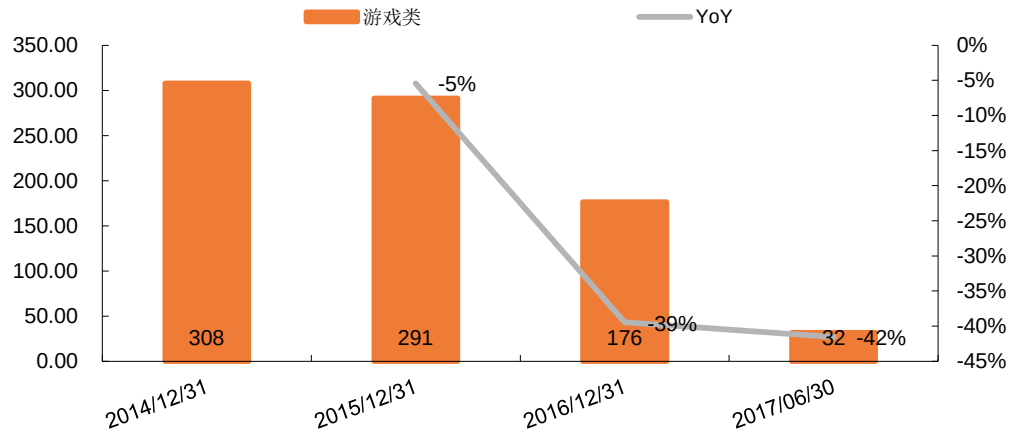
方寸科技	承诺	16867.5	是
	实际	17214.74	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司今年上半年陆续推动《水浒 Q 传》、《怪物 x 联盟 2》、《航海王激战》等产品上线，9 月 25 日，奥飞研发的 RPG 游戏《最终契约》上线。此外，奥飞代理的天闻角川开发的娘化养成策略 RPG 游戏《星耀少女》（原名《星娘收藏》）等游戏已进入测试阶段。

战略转型，在手项目结束后进入轻资产运营。2017H1，公司游戏类收入同比下降 41.56%，主要因本期雷霆战机收入减少所致。由于游戏研发竞争激烈，且具有巨大的不确定性，因此公司在手项目结束后，更多转向轻资产模式。具体而言，自研规模减少，而代理+IP 授权模式增多。

图 22：游戏收入增速下滑明显



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 15：《十万个冷笑话》成功试水轻资产运营的游戏模式

手游名	类型	出品时间	出品方
十冷 1 手游	手游	2015/3/18	蓝港互动
十冷 2 手游	手游	2017/8/19	上海哈邻、中手游、乐赢互动

资料来源：百度百科，华金证券研究所

（三）O2O 线下消费场景，打造中国版迪士尼

1、二胎+消费升级，儿童消费成为新引擎

儿童消费成为家庭消费新引擎。根据盈石集团研究中心的数据显示，中国儿童消费市场已经接近 4.5 万亿元，其中儿童娱乐为 4600 亿元，未来 5 年的年增速也将突破 30%。尼尔森数据显示，消费者在商场购买的儿童品类中，以销售童装、玩具为主的儿童零售最受欢迎，有 69%的消费者每三个月至少购买一次。其次是儿童娱乐游戏，多以角色扮演、互动体验以及游玩的形式为主，消费者比例为 43%。在这其中，82%的广州消费者每三个月至少带孩子进行一次儿童娱乐游戏，比例较其他城市偏高。而每三个月至少进行一次儿童服务类消费的消费者比例为 42%，且此类消费最受家长的追捧，儿童主题公园的消费者比例则是 37%，而从集客力来讲，儿童乐园是集客力最强的是子版块。

我们保守估计室内儿童游乐场业态未来还有 5000 家-10000 家增量。截至 2015 年底，全中国已拥有近 4000 家购物中心，截止 2017 年 6 月底全国约 5000 家， 而到 2025 年中国内地的购物中心将超过 1 万家。保守估计未来成熟阶段儿童游乐场的渗透率为 60%，则保守估计购物中心大型室内儿童游乐场的缺口为 3000 家，此外，传统百货、社区商场、学校周边、也可以修建室内儿童游乐场，随着消费升级、城镇以及渠道下沉，更多三四线城市也会开设儿童游乐场，消费习惯的养成，我们预估这个市场还有 5000 家~10000 家的增量。

图 23：儿童业态还未在全国普及，是一片蓝海



资料来源：汇纳科技。华金证券研究所

保守估计儿童游乐园在 2017 年市场规模已达 160 亿，预计未来总规模有望达千亿。根据已经开业的购物中心数目，和我们预估的 60%的儿童游乐场渗透率，大致测算了室内儿童游乐园的市场规模，在儿童游乐园业态在购物中心成熟的情况下，市场可达规模 160 亿，但基于业态的家数增量，渠道下沉，以及未来大型儿童乐园的开设，未来总规模有望达到 500 亿。

表 16：2017 年儿童游乐场市场规模估算

测算指标	500 平以下	500 平-1000 平	1000 平-1500 平	1500 平以上
单日顾客数(平时)	60	200	500	1000
平均每人会员价（平时）	40	60	80	100
单日顾客数（节假日）	200	500	1000	2000
平均每人会员价（假日）	60	80	100	120
单店全年收入（万元）	180	700	2000	4900
数量占比	60.0%	30.0%	9.9%	0.10%
假设 2017 年儿童游乐场总数为 5000 家，渗透率 60%	1800	900	297	3
总店总收入（万元）	324000	630000	594000	14700
市场规模合计（万元）		**1562700**		

资料来源：华金证券研究所测算

2、悠游堂：公司参投，门店扩张增速超 30%，净利润率 20%

国内最大的室内儿童乐园开发商。悠游堂（Yuyuto）成立于 2010 年，目前已经是国内最大的室内儿童乐园开发商运营商，是目前国内同行业中唯一一家拥有华北、华南、华中、西南、华东南、华东北六大区域中心的全国性连锁企业，与万达广场、凯德 MALL、中粮大悦城、华润万象城等全国知名商业项目建立了战略性合作。其细分市场的占有率逼近 30%。

需求旺盛，门店扩张加速。截止 2015 年 7 月，悠游堂有约 200 多家门店，此前已以每个季度 5 家门店的速度扩张。而仅 2016 年全年，公司便开设了近 100 家门店，以每个季度 20-30 家的速度扩张，遍布全国 100 多个城市，且大多数都是直营店。

种类丰富，满足多种业态需求。截止 2016 年 4 月，经悠游堂共开设约 230 家门店，其中典单体店是悠游堂的基础典型，目前已有 120 多家，面积在 300-600 平方米；综合型门店目前约 60 家门店，面积在 600-1000 平方米；特型门店近 20 家，面积在 300-1000 平方米；主题乐园 40 家，面积从 1000-5000 平方米不等。

表 17：截止 2016 年 4 月悠游堂各类型门店情况

	经典单体店	综合型门店	主题乐园	动漫主题乐园	特型门店
面积（平米）	300-600	600-1000	1000—1500	1500-3000	300—1000
项目	空间型游乐+手工+货架式零售	空间型游乐+设备型游乐+手工+独立零售+水吧	空间型游乐+设备型游乐+手工+独立零售+水吧	空间型游乐+设备型游乐+手工+独立零售+餐饮+小剧场	设备型游乐+手工+货架式零售+水吧+特殊体验项目（烘培或魔术教室）
店数	约 120 家	约 50 家	50 家（2016 年 4 月）	5 家（2015 年 7 月）	约 15 家
典型门店	上海虹口龙之梦购物中心、北京悠唐广场、广州正佳广场。	南京虹悦城、大连罗斯福、成都金牛万达	深圳益田假日广场、上海长泰广场、武汉众圆广场	北京爱琴海购物广场、北京蓝色港湾、重庆协信星光时代	
典型主题			海盗、冰雪、森林、星球	IP：Pororo，巴拉拉小魔仙	

资料来源：搜铺资讯，悠游堂官网，百度文库，华金证券研究所

其中，悠游堂通过获得奥飞的 IP 授权，在 2015 年开设了巴啦啦小魔仙的 IP 主题乐园，园内多处采用动画片中的场景，有魔仙堡，星钻小火车等等。经典项目：星空花园，小舞台，轨道小车。

图 24：悠游堂获得“巴啦啦小魔仙”授权的 IP 主题乐园



资料来源：悠游堂官网，华金证券研究所

直营+加盟，扩张加速，轻资产运营。悠游堂在早期以直营起步，在 2016 年以前以直营店为主，会员总人数达 100 万人，在 2016 年以后，在各项业态成熟后，开始引入加盟商，极大提升了扩张速度，增强了悠游堂的 IP 影响力。

根据悠游堂的加盟费用计算，以一个中型 300-500 平左右的规模儿童游乐场计算，前期投入 50-100 万左右，主要成本来自于商业租金，我们预测悠游堂通过加盟每家可收取 20%左右的收益。

表 18：悠游堂的加盟费用

加盟级别	直辖市/省会城市	地级城市	县级城市
店铺面积	500 ㎡	400 ㎡	300 ㎡
房租费用（押一付三）	12 万元/月	8 万元/月	6 万元/月
装修费用	500 元/㎡	400 元/㎡	300 元/㎡
设备费用	40 万元	30 万元	20 万元
广告宣传费用	2 万	1.5 万元	1 万元
开业费用	1.5 万元	1 万元	0.6 万元
人员工资（季度）	3500 元/月/人（15 人）	3000 元/月/人（12 人）	2500 元/月/人（8 人）
流动资金	20 万元	15 万元	10 万元
总投资费用	**152.25 万元**	**106.3 万元**	**70.6 万元**

资料来源：百度知道，华金证券研究所

室内儿童乐园净利率 20%以上。由于公开资料仅能获取悠游堂 2012 年数据，我们根据悠游堂 2012 年财务数据，公司直营、加盟店毛利率均为 90%以上，净利率为 31%。根据公司当时的估计，由于租金成本、人员成本持续上升，净利率在 2013 年约 25%，但大型门店的开设有利

于坪效的上升以及单位租金成本的下降，预计 2014 年净利率为 26.6%。因此我们估算，室内儿童乐园的净利率可以稳定在 20%以上。

奥飞可以享受悠游堂增速的利润。2015 年 7 月，奥飞动漫、TCL、碧桂园等 6 家机构，联合向悠游堂（YuYuTo）注资人民币 3 亿元股权融资。其中，奥飞动漫公司投资 8000 万元，持股 6.5%。

3、室内儿童乐园有望成为公司新亮点

O2O 线下消费场景是公司线下衍生的集大成方向。公司未来向轻资产转型未来目标为打造线下衍生业务，而线下衍生的集大成方向则是 O2O 室内儿童乐园。

公司的泛二次元 IP 优势天然适合进行 O2O 线下消费场景，特别是儿童业态的开设，原因在于：

（1） 公司的 K12 动漫 IP 得以产生具象化。公司的顶级 IP 可以有一个现实场所完成场景式的具象化，如果高端一些，例如基于公司针对于 AR 的投入，可以实现“巴啦啦小魔仙”变身场景的特效版。或者如超级飞侠的飞机可以成为小朋友的座驾，以碰碰车或者别的形式进行比拼。

图 25：“巴啦啦小魔仙”的变身可以通过动作捕捉、AR 交互线下实现



资料来源：百度图片，华金证券研究所

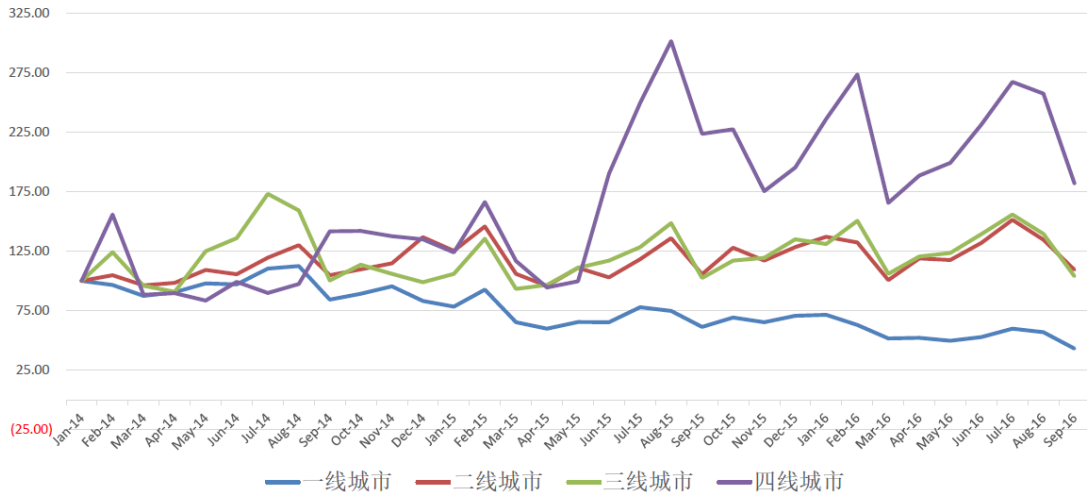
（2） 公司各大业务在线下儿童业态得以产生协同效应。公司既有的嘉佳卡通卫视节目可以在儿童业态中完成真人节目的取景拍摄，舞台剧可以通过小剧场等方式在线下儿童业态中巡回演出，动漫/非动漫玩具/母婴产品获得展示舞台，有利于带动公司的动漫/非动漫玩具/母婴产品的销售。

（3） 儿童乐园的 IP 形象展示有利于公司引进新产品，通过现实舞台减少了营销费用的支出，通过“熟脸带动新脸”的模式，可以增加新 IP 形象的渗透率和辨识度。

室内儿童游乐场符合公司轻资产路线，有利于异地扩张。在中国当前的核心家庭模式下，相较于室外大型主题乐园，室内儿童乐园符合“轻资产”路线，更有利于实现异地下沉式扩张。从

城市综合体的引流与布局而言，都需要室内儿童乐园的配置。根据盈科研究中心的数据，传统购物中心中,儿童业态比例大约 5%，而新的购物中心中儿童业态占比约 15%，而其中集客力最强的就是儿童游乐场。

图 26：不同城市儿童业态客流趋势



资料来源：汇纳科技，华金证券研究所

当前，除悠游堂之外，室内儿童乐园市场还未形成全国布局的格局，而大多数室内儿童乐园室内儿童乐园均没有形成体系，且类型趋同，没有动漫 IP 的加成，在前期收回成本后，对于器材、设备的更新具有惰性，不具备太高竞争力。

比较悠游堂在有 IP 加持(动漫主题类)与普通乐园的区别 ,在有巴啦啦小魔仙 IP 的情况下，门票收入可以翻倍，单店人流也可以相应提升 10%-20%，因此公司顶级 IP 的价值可以在儿童乐园中完全体现。

表 19：具有动漫 IP 代表具有定价权

悠游堂票价	普通门店	巴啦啦小魔仙主题乐园票价
单次票价	60	180

资料来源：大众点评网，华金证券研究所

不管在资金、IP 渠道、产品还是协同效应上，奥飞都具有较强的优势，新时代的东方迪士尼有望逐步走向眼前。

表 20：奥飞在运营室内儿童乐园方面具有天然优势

	奥飞	悠游堂
资金	A 股上市公司，目标以 2 亿元投向 O2O 场景建设	多次股权融资
IP	公司自有顶级 IP 可以进行内部孵化形成闭环	需要获得动漫 IP 的授权
渠道	奥飞玩具的渠道优势较强，有利于未来形成加盟布局	当前以自营为主要布局
产品	奥飞自有的玩具、AR/VR 都可以在场景中展现	需要引进玩具、技术

	奥飞	悠游堂
运营	公司拥有来自环球影城、迪士尼、巧虎等有经验的运营人员	公司从 2010 年涉足室内儿童游乐场，具有丰富的运营经验
协同	舞台剧、嘉佳卫视等均可产生协同效应	无其他方面协同效应
合家欢	“有妖气”IP 可以形成联动家长的合家欢模式	引进其他设备和 IP 形成合家欢模式

资料来源：公司公告，华金证券研究所

“亲子娱乐+餐饮+购物”，小迪士尼初试牛刀。截止 2017 年 12 月中旬，已有 2 个儿童乐园“奥飞欢乐世界”开园（广州、成都）。奥飞欢乐世界涵盖游乐设施、舞台演出、超级飞侠、贝肯熊等动漫明星互动体验，每周六日拥有“动漫全明星巡游”。可与动漫明星亲密接触。其中，儿童体验+线下商店+灰太狼咖啡厅+明星巡游打造全方位一体化亲子游乐方式，室内化、小型化迪士尼体验初具雏形。

现金流+高成长，看好儿童乐园与轻资产输出。公司将以与地产商战略合作的方式，共同推动室内儿童游乐场的建设，由于地产商的合作与严控成本，单店成本前期约 200-300 万元，2000 平左右的较大型乐园，根据上文平米、入场率的测算，在成熟期后能够有 3000-4000 万左右的年收入，考虑到公司自有 IP+自有零售+自有协同效应，预计净利率高于悠游堂的 20%，可达 30%或更高，因此在导入期结束后，这两家室内游乐场有望给公司贡献 1500-2000 万元净利润，而随着公司在此积累更多的经验与能力，有望进一步开店，打开局面后也可以通过授权加盟的方式进行轻资产的输出。我们看好未来公司在室内儿童乐园的运营潜力。

图 27：成都奥飞欢乐世界实景



资料来源：实地拍摄，华金证券研究所

四、公司财务状况：平台中孵化，静待好风起

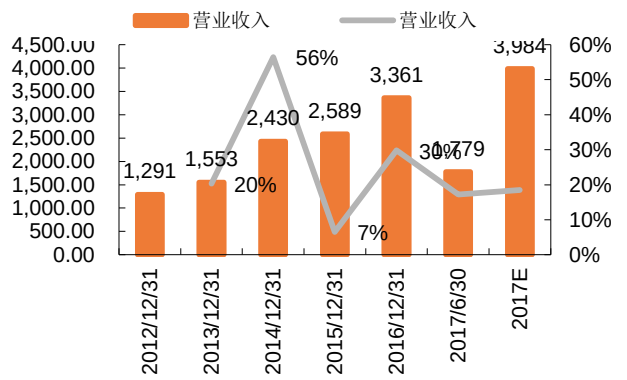
1、主营业务分析：主营收入增速稳中有降，母婴成为新引擎

截止 2017 年 H1，目前公司股东为创始人、董事长蔡东青，持有公司 44.33%股份，公司前三大股东蔡东青、蔡晓东、李丽卿共计持股 7874.95 万股，共计持有公司 60.02%的股份。其中，蔡东青为本公司实际控制人，蔡晓东为蔡东青的弟弟，李丽卿为蔡东青、蔡晓东的母亲。公司的股东结构较为稳定。

公司营收增速稳中有降。公司营业收入公司在泛娱乐转型过程中受到内容创意行业不确定性风险的影响，以及经历转型阵痛，2017 年 H1 营收增速下滑，2017H1 营收为 17.79 亿元，YoY17.2%。

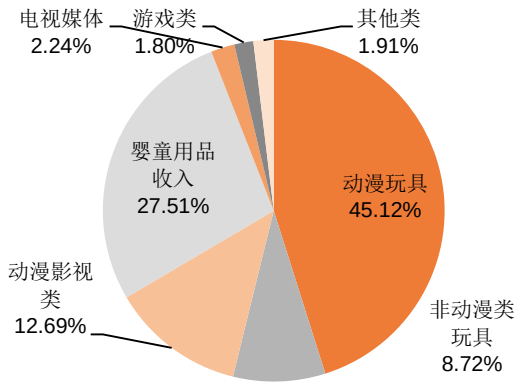
动漫玩具与母婴收入是公司主要的营收来源。截止 2017H1，公司主营业务分别占比为：动漫玩具 45.12%、婴童用品 27.51%，动漫影视 12.69%，非动漫玩具 8.72%，电视媒体 2.24%、游戏类 1.8%,以及其他类 1.91%。以公司自有 IP 为核心的动漫玩具目前是公司的主要营收来源。

图 28：公司营收增速稳中有降



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

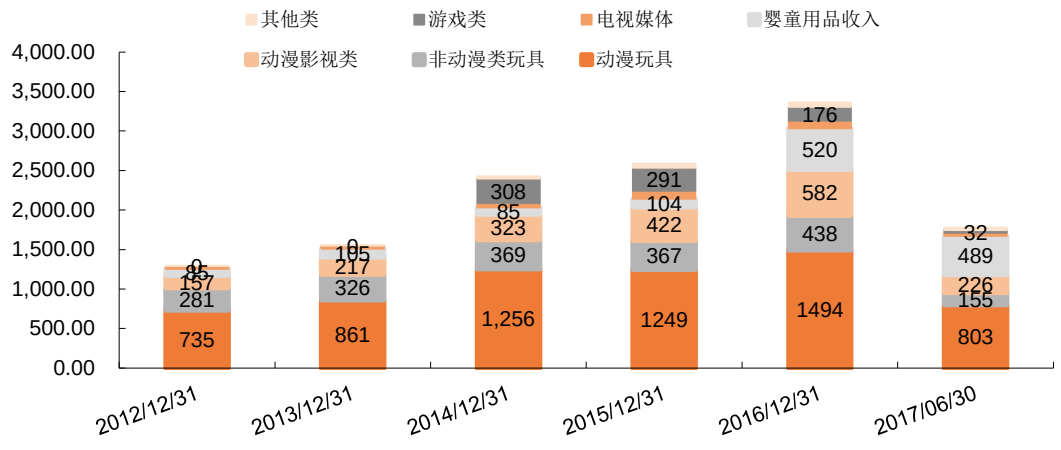
图 29：2017H1 公司主营构成



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

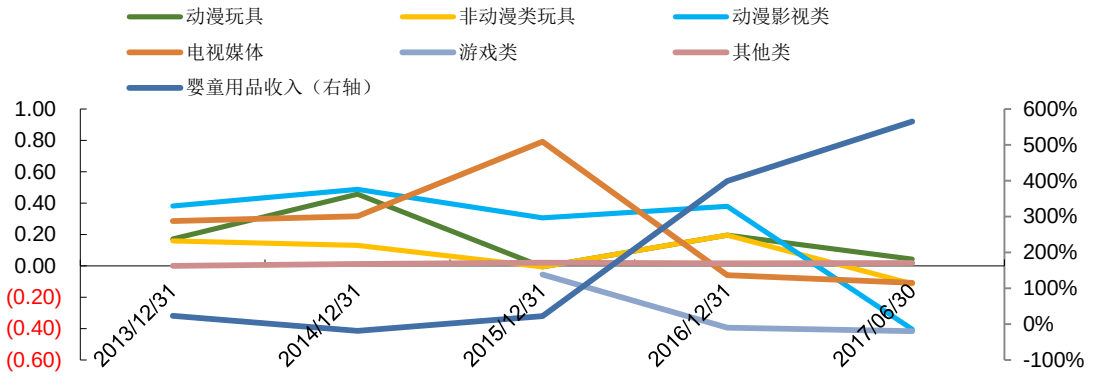
婴童用品营收增速迅猛。公司在 2016 年 4 月收购美国高端母婴品牌 BabyTrend 以及其国内主要产品供应商东莞金旺儿童用品有限公司，婴童用品收入已经成为公司的主要营业收入来源之一，在并表后 2016 年、2017H1 营收增速分别为 399%、565%。

图 30：公司主营业务营收情况



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

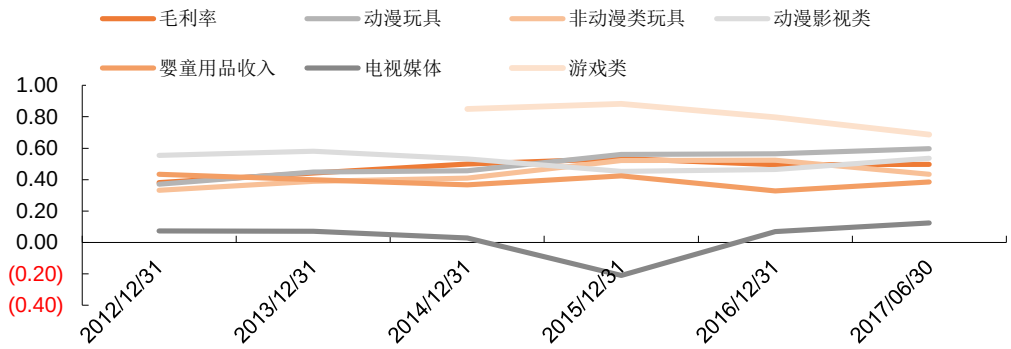
图 31：公司各主营业务收入增速



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

公司毛利率水平一直维持在较高水平，2016 年公司毛利率水平为 49.41%，2017H1 毛利率水平为 49.79%，一直维持在较高水平，原因是公司动漫玩具拥有 IP 与品牌溢价，2016、2017H1 毛利率水平分别为 56.34%、59.75%。非动漫玩具相比毛利率较低，2016、2017H1 毛利率水平分别为 52.38%、43.28%，分别低于动漫玩具 3.96pct、16.47pct。同时公司动漫影视、游戏毛利率也较高，2017H1 分别为 53.49%与 68.73%。高毛利率是公司坚守顶级泛二次元 IP 为核心的重要动力。由于动漫玩具、动漫影视毛利率的提升，公司毛利率在 2017H1 稳中有升。

图 32：公司毛利率水平一直维持在较高水平



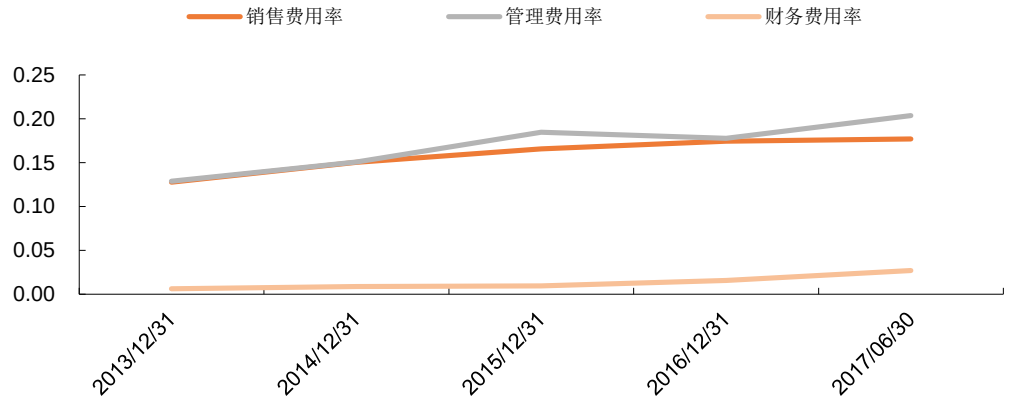
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

2、费用率分析：渠道优势带来综合效应，间接推高成本

公司渠道建设推高费用率。公司销售费用率、财务费用率一直处在较高水平，2017 年 H1 销售费用率、管理费用率分别为 17.9%、19.6%。但我们也要看到，今年以来公司大力发展商超、

百货等现代渠道，上半年现代渠道合作伙伴数量环比增长 29%，业务贡献成倍提升。我们看好公司渠道优势带来的综合效应。在轻资产 IP 化后，公司三费有望得到降低。

图 33：公司三费走势



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

表 21： A 股部分休闲用品以及泛娱乐公司 2017H1 费用率情况

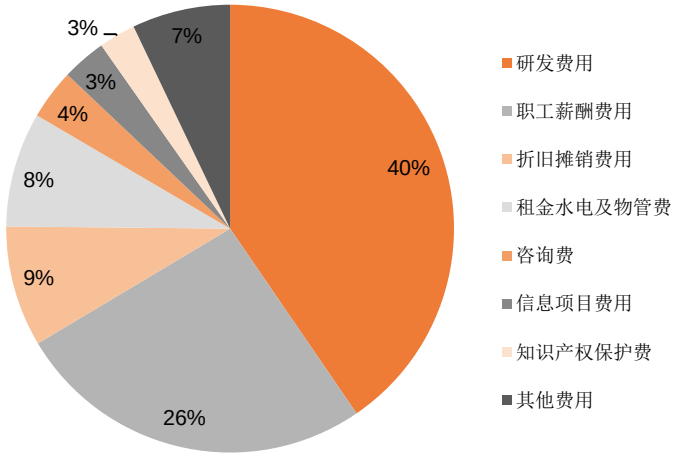
证券代码	证券简称	销售费用/营业总收入%	管理费用/营业总收入%	财务费用/营业总收入%
002292.SZ	奥飞娱乐	17.7	20.4	2.7
300043.SZ	星辉娱乐	11.3	11.9	3.2
002699.SZ	美盛文化	5.4	14.8	1.0
002555.SZ	三七互娱	29.0	13.2	0.5
002624.SZ	完美世界	9.8	28.9	3.2
603398.SH	邦宝益智	6.2	9.0	-0.7
均值		**13.2**	**16.4**	**1.6**

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

渠道下沉与扩张成效明显，三四线城市渗透率不断提升。当前公司的覆盖率一二线城市占 90%，三四线城市占 40%，公司积极布局三四线城市的渠道下沉，由于经销商渠道在玩具销售中占比较高（玩具网络销售占比 15%，经销商渠道占 70%），而在母婴中占比较低（母婴销售中 50%是网络销售），因此我们看好在三四线城市布局完成后公司管理费用率、销售费用率的稳步下降。

管理费用率高企来自于研发费用与职工薪酬。公司管理费用率高企主要来自于研发费用与职工薪酬。二者合计占 2017H1 销售费用的 66%，我们认为，公司作为顶级 K12 及以上泛二次元 IP 的提供商，研发费用保障了公司源源不断的后续研发能力。

图 34：公司管理费用分种类情况



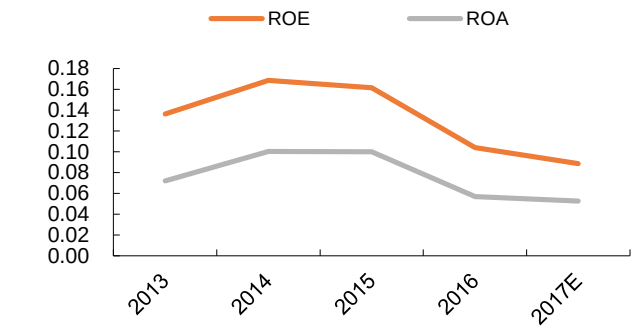
资料来源：公司公告，华金证券研究所

3、杜邦分析：净利率较低影响 ROE，轻资产运营具有提升空间

截止 2016 年 12 月 31 日，公司 ROE 水平为 10.4%，而上半年公司 ROE 仅为 2.82%，原因是游戏等业务净利润的下滑。

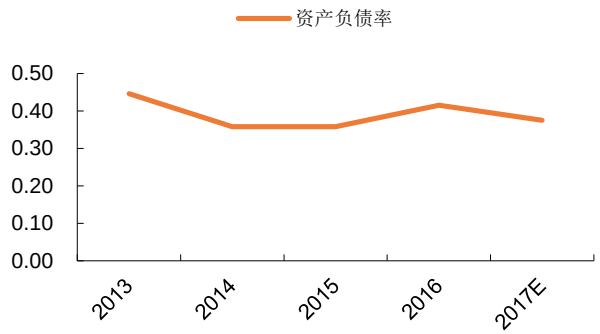
从权益乘数来看，截止 2017 年 6 月 30 日，公司资产负债率为 43.17%，较上年末上升 1.62pct，在同类可比公司中处于中间水平。

图 35：2016 年以来公司 ROE 下滑明显



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

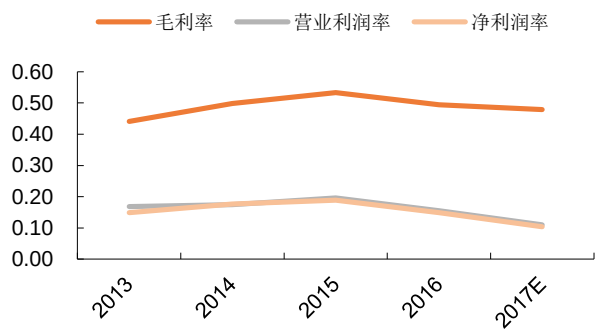
图 36：公司资产负债率处于正常水平



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

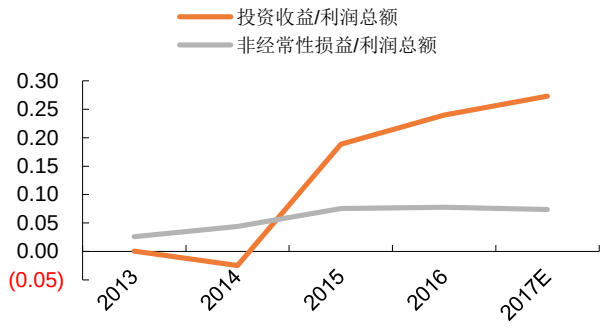
公司净利润率有一定下滑。从净利润率来看，公司 2014-2016 净利率水平分别为 17.6%、18.9%、14.8%，由于游戏对赌的结束，净利润率下滑明显，预计今年全年也会受到转型期阵痛的影响。同时，随着公司全平台布局的深入，投资收益/利润总额的比重不断抬升，在 2016 年末达到 24%的水平。

图 37：公司净利润率在 2016 年下滑明显



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

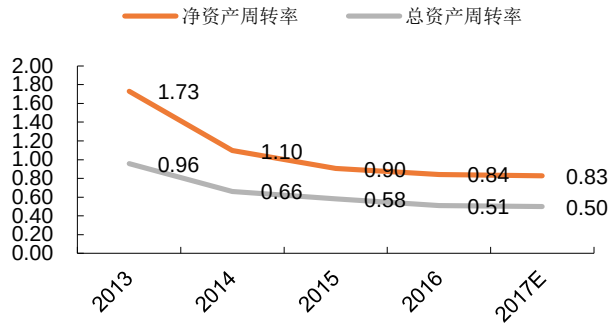
图 38：公司投资收益/利润总额比重抬升



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

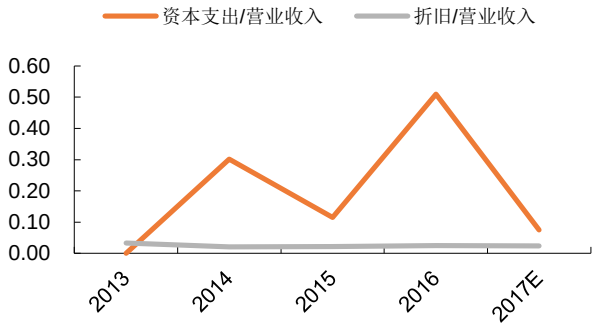
公司总资产周转率水平在 2014 年其一直较为稳定，2014~2016 年分别为 0.66%、0.58%、0.51%，净资产周转率 2014~2016 分别为 1.10%、0.90%、0.84%，我们预测公司总资产周转率与净资产周转率保持稳定。公司 2016 年度资本支出/营业收入显著增加，原因是收购 Baby Trend 后无形资产并表的影响。

图 39：公司净资产与总资产周转率（%）



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 40：资本支出在 2016 年抬升



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

综上，我们认为公司的 ROE 水平在轻资产转型后有望得到提升。

表 22：可比公司 2017H1 杜邦分析情况

证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE%	权益乘数(杜邦分析)	总资产周转率次	净利润/营业总收入%
002292.SZ	奥飞娱乐	2.8	1.8	0.2	6.9
300043.SZ	星辉娱乐	6.8	2.3	0.2	13.3
002699.SZ	美盛文化	2.8	1.2	0.1	26.0
002555.SZ	三七互娱	15.8	1.4	0.4	30.9
002624.SZ	完美世界	8.9	2.2	0.2	18.2
603398.SH	邦宝益智	4.9	1.1	0.2	19.7
均值		**7.0**	**1.7**	**0.2**	**19.2**

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

4、募投项目：已获得核准批文，投向 IP 资源与体系建设

公司于 2016 年 4 月提交非公开发行预案，后由于市场变化，调整三次方案，最终确定发行不超过 23.5 亿元，及不超过 1.15 亿股，募投项目投向 IP 资源建设与 IP 管理运营体系建设以及补充流动资金。

2017 年 6 月 7 日 ,证监会核准公司的非公开发行申请 ,公司于 2017 年 8 月 18 日获得批文。定增项目的落地能够有效夯实公司资金实力 ,有利于公司后续以泛二次元 IP 为核心的体系建设，包括室内 O2O 体验场景的建设。

表 23：公司几次修订非公开发行预案

		定增公告	定增公告（修订稿）	定增公告(第二次修订稿
公告时间		2016 年 4 月 9 日	2016 年 12 月 22 日	2017 年 4 月 19 日
发行对象		不超过 10 名	不超过 10 名	不超过 10 名
募投总金额		45 亿元	29.9 亿元	23.51 亿元
募投项目（亿元）	IP 资源建设项目	25.1	19.40	13.00
	IP 管理运营体系建设项目	6.9	5.11	5.11
	补充流动资金	13	5.40	5.40
募投股份		1.273 亿股	不超过 1.15 亿股	不超过 1.15 亿股

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 24：公司募投项目投向

项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
IP 资源建设项目	193,918.50	193,918.50
IP 管理运营体系建设项目	69,492.81	51,074.10
补充流动资金	54,007.40	54,007.40
合计	317,418.71	299,000.00

资料来源：公司公告，华金证券研究所

五、盈利预测及估值

我们基于以下假设给予公司估值：

1、游戏、影视行业战略性轻资产转型。在明年有望获得毛利率的抬升。

2、玩具收入在智能玩具转型、二胎浪潮下收入稳步增长。

3、母婴产品在今年获得并表收益增速 135%，在明年有望维持 60%增速。

4、看好 IP 授权类业务、室内主题乐园业务的新贡献，预计在“其他类”营收中活的贡献。

我们看好泛二次元 IP 为核心打造的全产业链模式，特别是 IP 授权的空间，与后续基于公司 IP 核心竞争力的室内乐园的想象力与超预期的可能，中国迪士尼正在腾飞，不考虑定增，上调公司 2018 年净利润增速预测 预测公司 2017-2019 年净利润分别为 4.97 亿元、7.59 亿元、10.83 亿元，YoY 分别为-0.3%、52.7%、42.7%，每股收益分别为 0.38 、0.58、0.83 元，(考虑定增

以 2017 年 12 月 14 日收盘价计算，2017-2019 每股收益分别为 0.37、0.59、0.82 元）。给予公司 2018 年 32 倍估值，目标价 18.56 元，给与买入-A 评级。

表 25：公司毛利率预测

	2014	2015	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
毛利率	**38.12%**	**44.17%**	**49.83%**	**53.38%**	**49.41%**	**47.95%**	**49.33%**
动漫玩具	37.13%	44.85%	45.56%	56.04%	56.34%	57.12%	57.51%
非动漫类玩具	33.07%	38.95%	40.88%	52.05%	51.91%	52.38%	52.84%
动漫影视类	55.39%	58.07%	53.26%	45.28%	50.25%	55.99%	65.10%
婴童用品收入	43.42%	39.81%	36.63%	42.36%	37.12%	39.09%	39.09%
电视媒体	7.31%	6.99%	2.86%	-21.16%	4.83%	7.75%	9.61%
游戏类			85.07%	88.34%	72.80%	78.71%	79.60%
室内乐园及其他	100.00%	6.26%	69.93%	38.21%	9.09%	44.56%	63.97%

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

可比公司估值如下：

表 26：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价	2017 预测 EPS（未覆盖选取 wind 一致预期中值）	2017 预测 EPS（未覆盖选取 wind 一致预期中值）	17 年 PE	18 年 PE
002699.SZ	美盛文化	17.80	0.42	0.52	42.7	33.9
002555.SZ	三七互娱	21.58	0.81	1.00	26.5	21.7
002624.SZ	完美世界	34.02	1.13	1.39	30.2	24.4
603398.SH	邦宝益智	15.77	0.30	0.39	52.4	40.9
均值					**39.4**	**31.3**
002292.SZ	**奥飞娱乐**	**14.52**	**0.38**	**0.54**	**38.0**	**32（预测值）**

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

六、风险提示

1、 新业务转型不达预期的风险。

2、 商誉减值的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,589.2	3,360.7	4,017.6	5,187.3	6,507.1
减:营业成本	1,207.1	1,699.8	2,091.1	2,628.6	3,185.5
营业税费	27.6	30.3	38.8	50.7	61.7
销售费用	429.5	586.7	692.3	830.7	1,038.4
管理费用	478.0	597.8	753.2	866.2	1,030.8
财务费用	24.8	53.4	47.6	67.3	74.2
资产减值损失	17.5	13.9	28.9	37.3	46.8
加:公允价值变动收益	-0.2	5.3	-0.1	1.7	-1.1
投资和汇兑收益	103.6	135.1	166.9	119.5	124.7
营业利润	508.0	519.2	532.6	827.7	1,193.3
加:营业外净收支	41.5	43.8	34.9	40.0	39.6
利润总额	549.5	563.0	567.5	867.8	1,232.9
减:所得税	68.8	85.8	86.5	132.3	187.9
净利润	489.0	498.4	496.9	758.8	1,083.0

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	411.1	788.3	803.5	1,037.5	1,301.4
交易性金融资产	10.1	5.3	5.2	6.9	5.8
应收帐款	898.8	765.8	1,220.7	1,228.9	1,663.1
应收票据	0.8	3.4	1.5	4.8	3.2
预付帐款	323.6	399.3	513.8	658.8	801.2
存货	434.3	1,195.3	721.5	1,761.0	1,247.5
其他流动资产	21.6	34.9	41.7	53.8	67.5
可供出售金融资产	379.5	855.9	430.1	555.1	613.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	330.2	541.9	638.9	681.8	724.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	255.9	331.7	363.3	388.9	346.1
在建工程	-	3.5	10.8	24.7	35.7
无形资产	189.1	514.5	352.5	327.9	310.9
其他非流动资产	1,554.4	2,926.5	2,670.1	2,852.2	2,805.3
资产总额	4,809.3	8,366.2	7,773.8	9,582.4	9,926.2
短期债务	651.8	1,056.0	904.5	1,688.7	1,254.0
应付帐款	229.1	726.4	377.3	1,010.0	582.7
应付票据	2.1	11.1	4.0	13.9	9.1
其他流动负债	266.2	836.9	1,137.3	1,154.0	1,429.0
长期借款	-	1.2	-	63.4	-
其他非流动负债	573.2	844.4	529.0	50.0	60.0
负债总额	1,722.4	3,476.0	2,952.1	3,980.1	3,334.9
少数股东权益	57.3	95.1	79.9	57.0	19.8
股本	1,264.6	1,307.9	1,307.9	1,307.9	1,307.9
留存收益	1,749.5	3,416.7	3,433.8	4,237.4	5,263.7
股东权益	3,086.9	4,890.2	4,821.6	5,602.3	6,591.3

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	480.7	477.2	496.9	758.8	1,083.0
加:折旧和摊销	62.4	74.9	73.1	95.1	98.8
资产减值准备	17.5	13.9	-	-	-
公允价值变动损失	0.2	-5.3	-0.1	1.7	-1.1
财务费用	25.9	57.4	47.6	67.3	74.2
投资损失	-103.6	-135.1	-166.9	-119.5	-124.7
少数股东损益	-8.3	-21.3	-15.9	-23.3	-38.1
营运资金的变动	-760.1	468.1	-462.3	-511.2	-242.7
经营活动产生现金流量	-96.6	186.0	-27.6	268.9	849.4
投资活动产生现金流量	-700.0	-1,440.0	545.9	-161.7	-24.6
融资活动产生现金流量	305.4	1,600.6	-502.9	126.8	-560.9

财务指标

（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	6.6%	29.8%	19.5%	29.1%	25.4%
营业利润增长率	20.1%	2.2%	2.6%	55.4%	44.2%
净利润增长率	14.3%	1.9%	-0.3%	52.7%	42.7%
EBITDA 增长率	17.7%	7.8%	3.9%	51.6%	38.0%
EBIT 增长率	20.0%	7.5%	1.3%	54.3%	41.6%
NOPLAT 增长率	12.5%	4.1%	1.3%	54.3%	41.6%
投资资本增长率	25.9%	47.3%	14.8%	7.2%	4.9%
净资产增长率	17.1%	58.4%	-1.4%	16.2%	17.7%
盈利能力					
毛利率	53.4%	49.4%	48.0%	49.3%	51.0%
营业利润率	19.6%	15.4%	13.3%	16.0%	18.3%
净利润率	18.9%	14.8%	12.4%	14.6%	16.6%
EBITDA/营业收入	22.5%	18.7%	16.3%	19.1%	21.0%
EBIT/营业收入	20.6%	17.0%	14.4%	17.3%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	35.8%	41.5%	38.0%	41.5%	33.6%
负债权益比	55.8%	71.1%	61.2%	71.0%	50.6%
流动比率	1.83	1.21	1.37	1.23	1.55
速动比率	1.45	0.76	1.07	0.77	1.17
利息保障倍数	21.47	10.72	12.20	13.30	17.08
营运能力					
固定资产周转天数	36	31	31	26	20
流动营业资本周转天数	143	124	113	112	107
流动资产周转天数	299	283	291	280	272
应收帐款周转天数	90	89	89	85	80
存货周转天数	59	87	86	86	83
总资产周转天数	620	706	723	602	540
投资资本周转天数	396	421	450	386	326
费用率					
销售费用率	16.6%	17.5%	17.2%	16.0%	16.0%
管理费用率	18.5%	17.8%	18.7%	16.7%	15.8%
财务费用率	1.0%	1.6%	1.2%	1.3%	1.1%
三费/营业收入	36.0%	36.8%	37.2%	34.0%	32.9%
投资回报率					
ROE	16.1%	10.4%	10.5%	13.7%	16.5%
ROA	10.0%	5.7%	6.2%	7.7%	10.5%
ROIC	18.5%	15.3%	10.5%	14.1%	18.7%
分红指标					
DPS(元)	0.04	0.04	0.04	0.06	0.09
分红比率	10.3%	10.5%	10.9%	10.6%	10.7%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.37	0.38	0.38	0.58	0.83
BVPS(元)	2.32	3.67	3.63	4.24	5.02
PE(X)	40.5	39.7	39.9	26.1	18.3
PB(X)	6.5	4.1	4.2	3.6	3.0
P/FCF	108.9	-40.1	-195.3	38.0	53.8
P/S	7.6	5.9	4.9	3.8	3.0
EV/EBITDA	33.1	31.3	31.3	20.2	14.1
CAGR(%)	15.2%	29.9%	5.2%	15.2%	29.9%
PEG	2.7	1.3	7.6	1.7	0.6
ROIC/WACC	1.8	1.5	1.0	1.4	1.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

付宇娣声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn