

24 年报和 1Q25 点评：一季度业绩平稳，25 年业务亮点多

核心观点

25 年一季度业绩平稳，收入和扣非归母净利润增速分别为 11% 和 10.0%。25 年公司业务亮点：

潮玩业务“玩点无限”在产品研发、渠道建设和用户运营全面发力。产品端，一季度上新约 20 款产品，崩坏叠叠乐销量领先，今年将拓展毛绒、可动玩偶等新品类。渠道端，除传统集合品店渠道，加快下沉三四线，寻找酒店/游乐场/礼品零食连锁店等新场景。用户运营层面，举办主题快闪店/艺术展览等线下活动。

新一代 AI 玩具上线在即。基于喜羊羊和懒羊羊打造，接入阿里通义模型，互动延迟大幅缩短。入门级产品价格 199 元，低于其他国产主流 AI 玩具的价格。25 年将基于更多 IP 角色打造 AI 玩偶，并面向电信运营商等 B 端客户开展 AI 产品定制化服务。

我们预计 2025-2027 年公司营业收入 29.06/31.37/33.62 亿元，同比增加 7.02%/7.95%/7.17%；归母净利润为 1.32/1.96/2.54 亿元，同比扭亏/+48.21%/+29.40%，2025 年 4 月 29 日收盘价对应 PE 为 95.2x/64.2x/49.6x，持续推荐，维持“买入”评级。

事件

24 年实现营业收入 27.15 亿元，同比下降 0.86%；归母净利润亏损 2.85 亿元，扣非归母净利润亏损 2.87 亿元，均落在此前业绩预告的区间内。

25 年一季度实现营业收入 6.58 亿元，同比增长 1.10%；归母净利润 0.49 亿元，同比下降 2.76%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 10.00%。

奥飞娱乐 (002292.SZ)

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 04 月 30 日

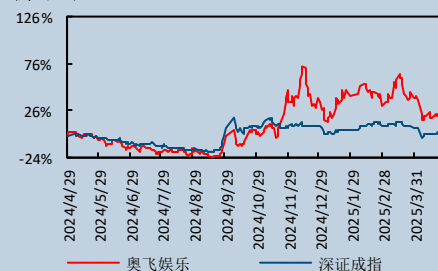
当前股价：8.51 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-14.64/-12.71	-12.81/-13.92	29.53/23.12
12 月最高/最低价 (元)		11.84/5.21
总股本 (万股)		147,869.97
流通 A 股 (万股)		101,786.88
总市值 (亿元)		125.84
流通市值 (亿元)		86.62
近 3 月日均成交量 (万)		9157.61
主要股东		
蔡东青		34.15%

股价表现



相关研究报告

重要财务指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,738.76	2,715.31	2,906.04	3,137.00	3,361.90
YOY(%)	3.09	-0.86	7.02	7.95	7.17
净利润(百万元)	93.64	-285.29	132.25	196.01	253.63
YOY(%)	154.57	-404.66	扭亏	48.21	29.40
毛利率(%)	37.72	42.15	40.81	41.97	42.85
净利率(%)	3.42	-10.51	4.55	6.25	7.54
ROE(%)	2.81	-9.49	4.22	5.88	7.07
EPS(摊薄/元)	0.06	-0.19	0.09	0.13	0.17
P/E(倍)	134.38	-44.11	95.15	64.20	49.61
P/B(倍)	3.78	4.19	4.01	3.77	3.51

资料来源: iFinD, 中信建投证券

简评

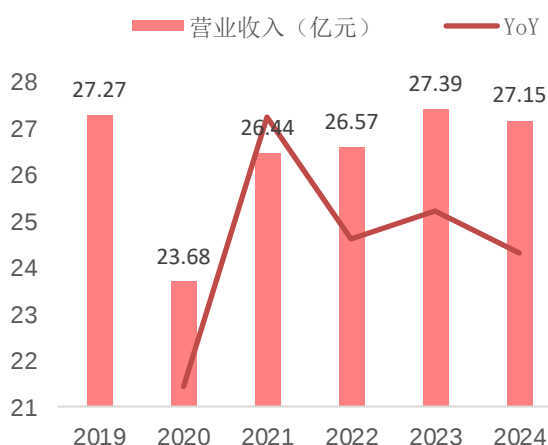
1、2024 年业绩回顾：公司发力 IP 潮玩业务

收入端：玩具销售业务有下滑，婴童用品业务增长稳健。2024 年实现收入 27.15 亿元，同比基本持平。分业务看，婴童用品收入 12.12 亿元，同比增长 13.03%，占收入比例 44.64%，同比增加 5.48pct，成为公司第一大收入来源。玩具销售收入 10.26 亿元，同比下降 12.13%。我们预计玩具销售业务中，传统玩具业务奥迪双钻略有下滑，潮玩业务玩点无限增长较多，具体而言：

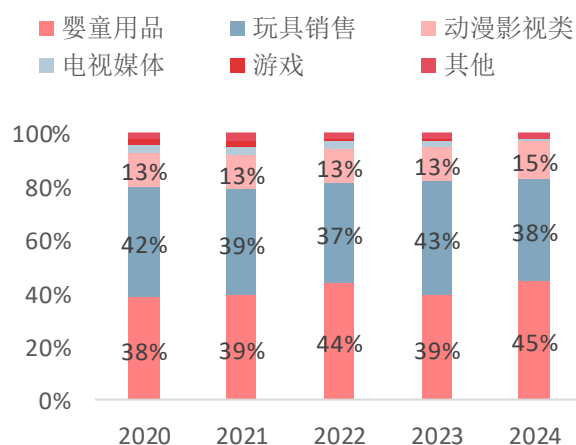
- **奥迪双钻：**24 年公司不断梳理整合调优，强化品类聚焦，一方面基于超级飞侠、巴啦啦小魔仙、铠甲勇士、量子战队、爆裂飞车等自有 IP 打造玩具衍生品，另一方面联动小马宝莉、变形金刚、三丽鸥等外部 IP 打造玩具衍生产品。23 年剑旋陀螺等重点产品销售亮眼，收入基数较高，24 年收入有下滑。
- **玩点无限：**以叠叠乐、盲盒、糖果粒为主要品类，协同三福百货、名创优品、杂物社、KKV、X11 等知名潮玩渠道，增加产品的覆盖面和可触及性。除了“喜羊羊与灰太狼”等自有 IP 产品以外，还与米哈游、叠纸、网易、B 站、腾讯、阿里娱、起重集、奇门遁甲和双叶社等合作，陆续推出了崩坏：星穹铁道、未定事件簿、恋与制作人、第五人格、蛋仔派对、天官赐福、王者荣耀、三丽鸥、粉红兔子、暹罗厘普、蜡笔小新等相关产品。

利润端亏损，主要受商誉减值影响。2024 年归母净利润亏损 2.85 亿元，其中四季度亏损 3.57 亿元。24 年公司确认资产减值损失 4.00 亿元，其中长期股权投资减值损失 1.24 亿元，商誉减值损失 2.15 亿元。商誉减值主要集中于贝肯熊 IP 运营方广州贝肯文化和超级飞侠 IP 运营方 FunnyFluxCo., Ltd。24 年其余成本开支控制较好，其中毛利率 42.15%，同比增加 4.43pct，主要是影视类和婴童用品业务毛利率增加；期间费用率合计 35.60%，同比增加 3.13pct，主要是销售、管理和研发费用率各同比增加 1pct 左右。

图表1：公司营业收入变化



图表2：公司营业收入拆分



资料来源：公司公告，中信建投

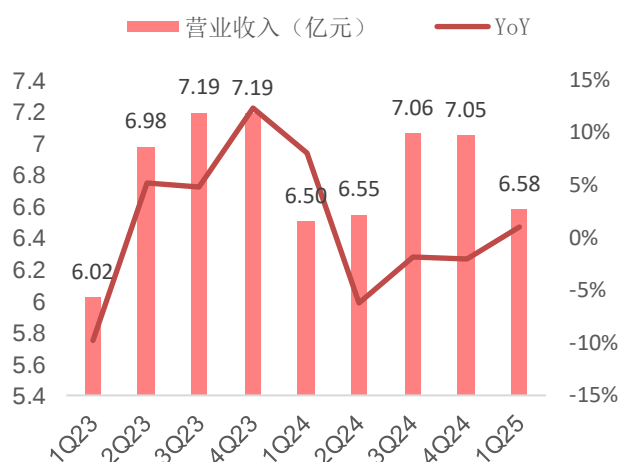
资料来源：公司公告，中信建投

2、1Q25 收入平稳增长，费用控制较好

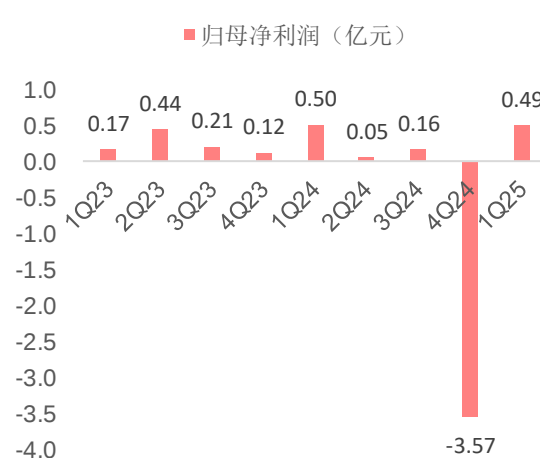
玩点无限贡献收入增量。2025 年一季度实现收入 6.58 亿元，同比增长 1.10%。一季度玩点无限上新约 20 款产品，以崩坏、天官赐福、三丽鸥等游戏/二次元 IP 为主，崩坏叠叠乐销量领先。

费用控制较好。2025 年一季度归母净利润 0.49 亿元，同比下降 2.76%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 10.00%。毛利率和期间费用率控制较好，一季度毛利率 44.22%，期间费用率合计 31.96%，同比基本持平。归母净利润与扣非归母净利润的增速差异较大，主要是非流动性资产处置损益的影响。2025 年一季度、2024 年一季度该项分别为 10 和 401 万元，计入非经常性损益。

图表3： 公司各季度营业收入变化



图表4： 公司各季度归母净利润变化



资料来源：公司公告，中信建投

资料来源：公司公告，中信建投

3、25 年看点：商誉减值风险较小，IP 潮玩和 AI 玩具亮点多

过去商誉减值对利润端影响较大，目前剩余商誉的减值风险较小。2018 年至今，除了 21、22 年海运和原材料价格较高，拉低毛利率并导致公司亏损以外，其余各年的亏损主要受商誉减值的影响。截至 24 年底公司商誉账面价值 12.90 亿元，其中喜羊羊 IP 运营方（原创动力+资讯港）为 5.38 亿元，海外婴童业务相关公司（babytrend+金旺儿童）为 6.97 亿元。这两块业务的经营相对稳健，我们预计未来商誉减值风险相对较小。

图表5： 2018 年至今公司减值情况梳理（百万元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
归母净利润	-1630	120	-450	-417	-172	94	-285
减值情况梳理（损失为负）							
资产减值损失	-1495	-28	-184	-102	-77	-47	-400
其中：商誉减值	-944	0	-143	0	0	-5	-215
存货跌价损失	-123	-26	-38	-56	-54	-41	-57
长期股权投资减值损失	-88	-2	-4	-46	-24	0	-124
其他	-340	0	0	0	0	0	-4

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

信用减值损失	0	-33	-3	-9	-10	-15	-12
--------	---	-----	----	----	-----	-----	-----

资料来源：公司公告，中信建投

25 年 IP 潮玩有望继续发力，贡献业绩增量。IP 潮玩品牌玩点无限每周维持 1-3 款产品更新，近期拓展天线宝宝新 IP，推出天线宝宝趴趴睡叠叠乐和庆典系列马口铁徽章；同时积极拓展毛绒新品类，已推出桃源食记系列蹲蹲毛绒和蓝色禁区动物毛绒团子，单价分别为 60 元和 49 元，显著高于核心品类叠叠乐的单价 19.9 元。展望 25 年全年，公司将在产品研发、渠道拓展、用户运营三大方面发力：

- **产品研发：**在巩固叠叠乐品类优势的基础上，尝试拓展毛绒玩偶盲盒、可动玩偶、智能潮玩等新品类，同时开放式探索“喜羊羊与灰太狼”“巴啦啦小魔仙”等 IP 的潮玩化运营，提升自有 IP 产品贡献。
- **渠道拓展：**目前以线下经销渠道为主，已进驻三福百货、名创优品、杂物社、KKV、X11 等知名潮玩品牌。今年渠道拓展主要寻找酒店、游乐场、礼品零食连锁店等各类型新渠道，并加快下沉三四线渠道，深化市场渗透。
- **用户运营：**一方面通过线上融合社交平台、短视频等构建传播矩阵，线下举办主题快闪店、联动艺术展览等场景深化沉浸式体验，进一步强化品牌认知；另一方面围绕用户分层运营，建立“核心玩家培育+会员体系+全域社群”的立体化运营模式，通过专属权益、UGC 内容共创等提升用户黏性。

近期新一代 AI 玩具上线在即，使用体验全面提升。公司早在 24 年底就落地 AI 玩具 AI 智趣喜羊羊，在喜羊羊 IP 毛绒产品中集成大模型能力，实现智能语音对话、情感识别、个性化内容推荐等功能。近期新一代 AI 玩具有望上线，基于喜羊羊和懒羊羊打造。新产品接入阿里通义模型，互动延迟大幅缩短；入门级产品价格 199 元，低于跃然创新、Folotoy 等其他国产主流 AI 玩具的价格。25 年同样有望在产品研发和渠道拓展两大层面发力：

- **产品研发：**围绕“喜羊羊与灰太狼”等知名 IP 打造矩阵化智能产品线，基于更多 IP 角色打造 AI 玩偶。
- **渠道拓展：**目前 AI 玩具主要通过线上的官方旗舰店和名创优品等线下渠道销售。今年将积极开拓 B 端市场，例如与电信运营商联合推出流量套餐绑定款智能玩具，为企业客户提供定制化礼赠品解决方案等。

图表6： 今年以来玩点无限新产品梳理

IP	产品名称	价格（元）	发布时间
喜羊羊与灰太狼	电视机叠叠乐冰箱贴	单只 19.9，端盒 12 款 238.8	2025/1/17
	羊羊六拼蛋糕叠叠乐	单只 19.9，端盒 12 款 238.8	2025/1/17
蜡笔小新	动物车子叠叠乐	单只 19.9，端盒 12 款 238.8	2025/2/10
	电视机叠叠乐冰箱贴	单只 19.9，端盒 12 款 238.8	2025/2/10
	动感纸箱叠叠乐	单只 19.9，端盒 12 款 238.8	2025/2/10
天官赐福	「画旅同行」系列谷美吧唧	单只 39.9，端盒 6 款 239.4	2025/2/13

	早茶叠叠乐	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/2/13
崩坏：星穹铁道	泡面系列叠叠乐第一弹	单只 19.9, 端盒 14 只 278.6	2025/2/15
	指尖键帽	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/2/15
	叠叠乐第二弹	单只 35	2025/2/15
	泡面系列叠叠乐第二弹	单只 19.9, 端盒 14 只 278.6	2025/3/3
天线宝宝	趴趴睡叠叠乐	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/3/21
	庆典系列马口铁徽章	单只 15, 端盒 12 款 180	2025/3/21
Hangyodon	假日系列叠叠乐	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/3/28
蛋仔派对	礼物盒叠叠乐	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/3/28
三丽鸥	搭档系列马口铁徽章	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/4/10
	蒸汽时代系列马口铁徽章	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/4/10
桃源食记	蹲蹲毛绒	单只 59.9, 端盒 6 只 359.4	2025/4/10
蓝色禁区	动物系列叠叠乐	单只 19.9, 端盒 12 款 238.8	2025/4/25
	动物毛绒团子	单只 49, 端盒 6 只 294	2025/4/25

资料来源：公司公告，中信建投

投资建议：我们预计 2025-2027 年公司营业收入 29.06/31.37/33.62 亿元，同比增加 7.02%/7.95%/7.17%；归母净利润为 1.32/1.96/2.54 亿元，同比扭亏/+48.21%/29.40%，2025 年 4 月 29 日收盘价对应 PE 为 95.2x/64.2x/49.6x，维持“买入”评级。

风险提示：海外业务市场风险、IP 孵化周期长投入高但回报率不稳定的风险、二级市场炒作致价格体系失序的风险、消费者需求不充分的风险、新系列上线节奏不及预期的风险、新系列销量不及预期的风险、核心客户流失的风险、客户数量增长不及预期的风险、公司产品影响力下降的风险、IP 生命周期的风险、头部 IP 影响力下滑的风险、第三方 IP 发生版权纠纷的风险、新品被抄袭的风险、重点单品发行或运营失误风险、行业竞争激烈、核心人才流失风险、渠道开拓不及预期。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获 2024 年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024 年 21 世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024 年 Wind 金牌分析师评选传媒行业第四名；2024 年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI 应用、潮流玩具等

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk