奥飞娱乐（002292.SZ）

2020 年 09 月 05 日

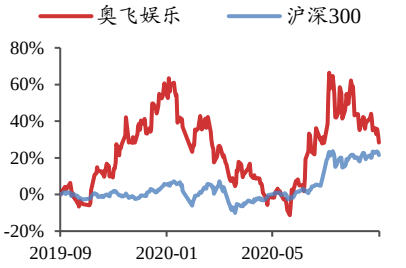
IP 赋能多业态复苏反转，泛娱乐生态圈再起航

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/9/4
当前股价(元)	8.29
一年最高最低(元)	11.11/5.71
总市值(亿元)	112.51
流通市值(亿元)	67.49
总股本(亿股)	13.57
流通股本(亿股)	8.14
近 3 个月换手率(%)	324.7

股价走势图



数据来源：贝格数据

方光照（分析师）
fangguangzhao@kysec.cn
证书编号：S0790520030004

陈俊希（分析师）
chenjunxi@kysec.cn
证书编号：S0790520080002

● IP 赋能多业态复苏反转，泛娱乐生态圈再起航，首次覆盖给予“买入”评级

公司以原创和收购的精品 IP 为核心，辐射玩具、电影、动画、游戏、主题乐园、文化教育等多业态，近期携手网易爆款 IP“阴阳师”切入潮玩领域，与已有 K12 精品 IP 以及 K12+的 IP、“有妖气”IP 共同完成全年龄层覆盖，且主题乐园项目“奥飞欢乐世界”展店进度加快，2020 年门店数量有望近 30 家，助力公司打造泛娱乐生态圈。我们看好 K12+领域的潮玩销售和主题乐园未来发展，预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.32/2.53/3.80 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.10/0.19/0.28 元，对应当前股价 PE 分别为 85/45/30 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 深耕玩具领域数十年，借力爆款 IP 发力潮玩有望焕然一新

公司以奥迪双钻品牌主攻玩具市场，近二十年来稳居国内玩具品牌榜前十；以澳贝、Baby Trend 主攻婴童用品，借助直播电商新渠道，澳贝爆款产品“数字认知蟹”抖音直播带货月销量达 2 万件以上，Baby Trend 婴儿车居亚马逊、沃尔玛同类产品销售榜领头位置。公司于近期上线“阴阳师”潮玩产品，线上首发哔哩哔哩平台，预售 48 小时售卖出 3.2 万只盲盒，爆款 IP 加持未来或增强公司在潮玩领域的产品力，多产品线齐头并进助力公司玩具业务焕然一新。

● 主题乐园延展 IP 价值，影视内容夯实 IP 内涵

公司着力拓展“奥飞欢乐世界”主题乐园项目，预计 2020 年线下门店数有望近 30 家。“奥飞欢乐世界”以公司精品 IP 形象为依托，具有强互动性的特点，能够拉近用户与 IP 形象的距离，拓展 IP 的内在价值。此外，公司近两年计划上新多部 K12 和 K12+方向的影视作品，包括动画、电影、剧集等多种形式，持续以优质的内容夯实旗下 IP 内涵，提升 IP 的传播范围和受众群体，为 IP 转化为玩具、游戏、教育、主题乐园等模式实现变现奠定基础。

● 风险提示：商誉减值风险、新产品销售不及预期、疫情影响海外业务及线下乐园业绩可能不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,840	2,727	2,736	3,185	3,693
YOY(%)	-22.0	-4.0	0.3	16.4	15.9
归母净利润(百万元)	-1,630	120	132	253	380
YOY(%)	-1908.7	-107.4	10.1	91.3	50.1
毛利率(%)	38.5	46.6	44.0	45.9	46.5
净利率(%)	-57.4	4.4	4.8	7.9	10.3
ROE(%)	-42.3	2.5	3.2	5.7	7.9
EPS(摊薄/元)	-1.20	0.09	0.10	0.19	0.28
P/E(倍)	-6.9	93.7	85.1	44.5	29.6
P/B(倍)	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 以 IP 为核，辐射全产业链，泛娱乐生态圈再起航 4
1.1、 以 IP 辐射全产业链，逐步拓展成为泛娱乐领军企业 4
1.2、 玩具业务奠定收入基石，多业务有望齐头并进 5
2、 数年耕耘不辍，爆款 IP 加持，玩具业务焕然一新 7
2.1、 深耕玩具业务多年，布局新媒体有望借力发力 7
2.2、 潮玩当道，盲盒出圈，“阴阳师”IP 助力玩具业务再现活力 9
3、 主题乐园加速拓展，放大 IP 价值 11
3.1、 主题乐园聚焦陪伴经济，沉浸式体验有望激活线下消费潜力 11
3.2、 学龄前教育业务具备先天优势，IP 衍生价值有望提升 12
4、 数字版权：聚焦质量，精品化开发有望提升版权价格 13
4.1、 创作端绑定顶尖团队，精品影视化内容持续上新 13
4.2、 内容分发覆盖“传统媒体+新媒体”，轮播模式保障内容热度 15
4.3、 数字版权高增长红利不再，聚焦精品化高溢价或是破局关键 15
5、 盈利预测与投资建议 16
5.1、 关键假设 16
5.1.1、 营业收入及毛利 16
5.1.2、 期间费用率 17
5.2、 盈利预测 17
5.3、 估值 17
5.3.1、 PEG 估值法 17
5.3.2、 投资建议及评级 17
6、 风险提示 18
附：财务预测摘要 19

图表目录

图 1： 公司以玩具起家，致力于打造泛娱乐生态圈 4
图 2： 公司已有 IP 涵盖 K12 和 K12+方向 5
图 3： 公司已形成多元化的业务模式 5
图 4： 玩具和婴童产品销售为公司主要收入来源 6
图 5： 玩具和婴童产品销售毛利率保持稳定 6
图 6： 2019 年公司营业收入增速基本回归稳定 6
图 7： 2019 年公司归母净利润扭亏为盈 6
图 8： 旗下子公司业务覆盖 IP 全产业链 7
图 9： 公司已形成多元化的业务模式 7
图 10： 2017-2022 年国内玩具市场规模增速或快于全球市场 8
图 11： 2016 年奥迪双钻在国内玩具市场的品牌吸引力位列第八 8
图 12： 2020H1 主流电商平台玩具品牌销售额排名奥迪双钻位列第八 8
图 13： 2019 年更多消费者通过直播/短视频了解玩具产品 9
图 14： 2019 年更多消费者通过直播/短视频了解婴童产品 9
图 15： 公司已发行多款 K12 方向的高性价比玩具 9
图 16： 2019 年全球潮玩市场规模超千亿元 10

图 17: 2019 年中国潮玩市场规模达 207 亿元 10
图 18: 2020 年“阴阳师”iOS 游戏畅销榜排名多保持在前 20 10
图 19: “阴阳师”手办+盲盒产品矩阵 10
图 20: 2019 年“奥飞欢乐世界”在儿童游乐领域排第 3 12
图 21: 市级/成熟商圈新开业购物中心儿童亲子业态面积占比持续上升 12
图 22: 近 57%的家长高度认可亲子陪伴的作用 12
图 23: 节假日父母愿意花费更多时间用于亲子陪伴 12
图 24: 2025 年早教市场规模有望突破 4000 亿元 13
图 25: 超 50%家长年均教育支出在 10000 元以上 13
图 26: “喜羊羊与灰太狼”系列多渠道播映提升 IP 热度 15
图 27: 预计在线动画市场增速下滑，进入稳定发展期 16
图 28: 光线传媒头部作品收入贡献高 16

表 1: 19 家“奥飞欢乐世界”已在全国各大城市陆续开业 11
表 2: 爆款 IP 影视作品持续上新，“超级飞侠”“喜羊羊与灰太狼”近年达 1 年 2 部的上新速度 13
表 3: 《喜羊羊与灰太狼》《萌鸡小队》等影视作品在主流视频网站播放热度高 14
表 4: 2020 下半年精品 IP 新作有望上映 14
表 5: 2019 年内容分发实现全渠道覆盖 15
表 6: 公司 2020 年预测 PEG 低于可比公司（美盛文化、光线传媒）的平均值 17

1、 以 IP 为核，辐射全产业链，泛娱乐生态圈再起航

我们认为，公司以原创和外购 IP 为核心，业务覆盖动画、电影、游戏、玩具、舞台剧、主题乐园、文化教育等多元化的业务模式，致力于打造世界级的泛娱乐生态圈，为多年龄层的消费者持续输出多样化的泛娱乐内容。

1.1、 以 IP 辐射全产业链，逐步拓展成为泛娱乐领军企业

公司最初专注于玩具领域，数次战略调整后，已经逐步成为泛娱乐文化产业的领军者。2004 年以前公司以传统玩具销售为主，2004 年起从终端 IP 衍生品制造切入上游 IP 研运，同时成立奥飞文化进军原创动漫领域；2012 年参股精合动漫，正式布局舞台剧演艺业务；2013 年以 6.9 亿元收购方寸科技和爱乐游，获得“雷霆战机”、“怪物 X 联盟”等精品游戏 IP，开始布局移动游戏业务；2016 年主题商业体验业态初具规模，切入主题乐园、特色餐饮等线下消费领域。

图1：公司以玩具起家，致力于打造泛娱乐生态圈



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司以 IP 为核，已形成 K12 方向及 K12+方向两大 IP 资源库，精品 IP 上新节奏维持在 1-2 年左右。K12 方向的原创 IP 方面，截止 2019 年公司已有“超级飞侠”、“萌鸡小队”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“巨神战击队”、“机灵宠物车”等多款精品 IP，同时通过收购的方式获得“喜羊羊与灰太狼”、“贝肯熊”等知名 IP。此外，公司通过收购“有妖气”平台，获得“十万个冷笑话”、“镇魂街”、“端脑”、“雏蜂”等 K12+方向 IP。布局全年龄层的 IP 资源储备或有助于公司的 IP 衍生品拓宽受众群体，有望提升变现能力。

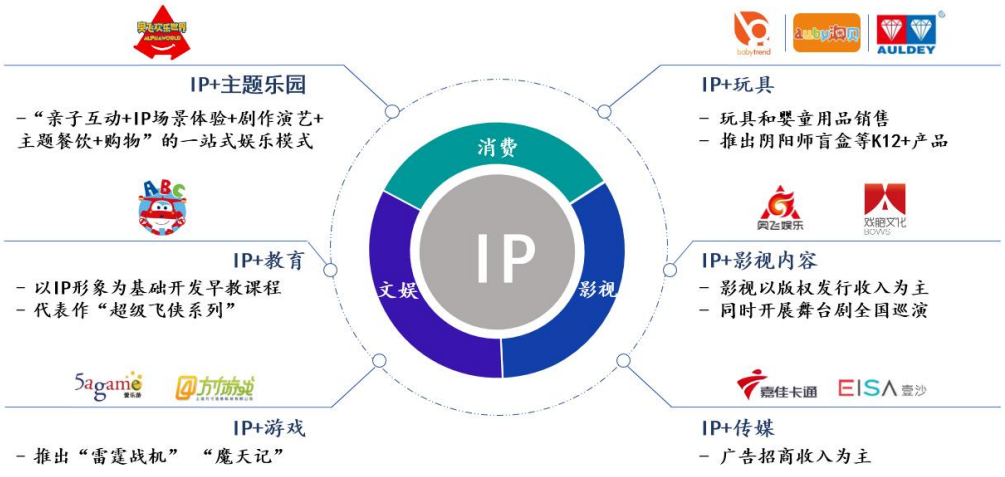
图2：公司已有 IP 涵盖 K12 和 K12+方向



资料来源：公司公告、开源证券研究所

在已有精品 IP 的基础上，公司业务涵盖动画、电影、游戏、玩具、舞台剧、主题乐园、文化教育等多元模式。基于已有 IP 资源，影视改编的内容实现“传统媒体+新媒体”的全渠道覆盖；玩具和婴童用品销售建立起“奥迪双钻”、“澳贝”、“Baby Trend”三大品牌矩阵；主题乐园“奥飞欢乐世界”以 IP 为运营基石，在全国的直营和加盟门店数合计已达 19 家，全年有望近 30 家；此外，公司开发基于经典 IP 的系列游戏和早教课程，持续拓宽产业链辐射范围。公司业务已经涵盖泛娱乐多业态，未来有望打造成为业内领先的泛娱乐生态圈。

图3：公司已形成多元化的业务模式

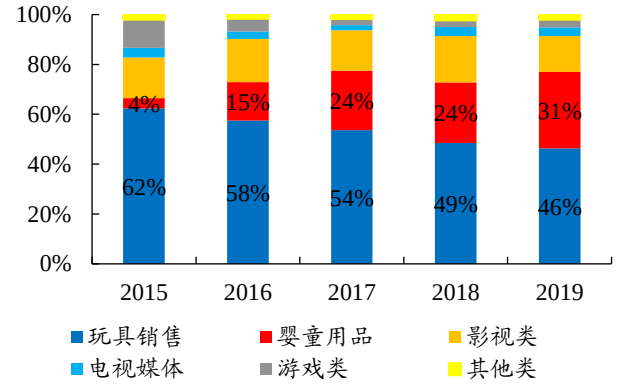


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、 玩具业务奠定收入基石，多业务有望齐头并进

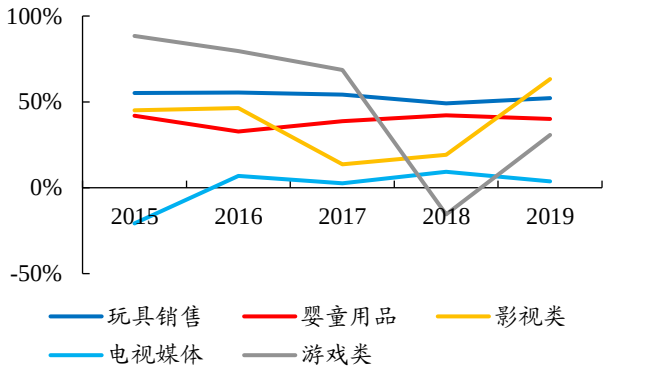
公司以玩具和婴童产品销售为主要收入来源，毛利率基本保持稳定。2019 年公司以玩具和婴童用品为主的消费品合计收入占比达 77%，且该两项业务的毛利率基本保持稳定，为公司收入提供保障。

图4：玩具和婴童产品销售为公司主要收入来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所

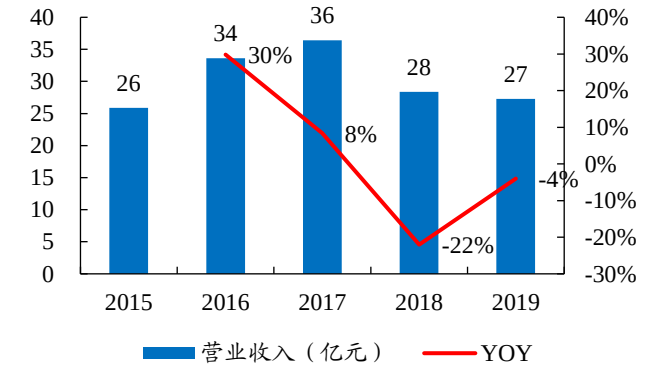
图5：玩具和婴童产品销售毛利率保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

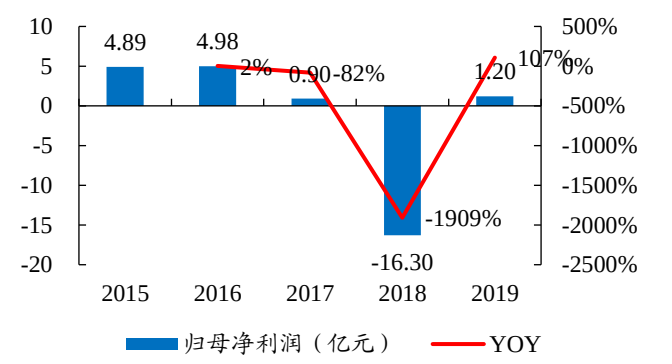
从公司整体业绩来看，2018 年由于玩具业务销售不达预期及海外玩具反斗城的影响，计提约 15 亿元的资产减值，影响当期业绩。公司对此进行了相应调整，合并奥迪双钻玩具和澳贝玩具事业部以优化供应链，启用“I2M”软件进行全程项目管理。在 2019 年公司归母净利润实现扭亏为盈。

图6：2019 年公司营业收入增速基本回归稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

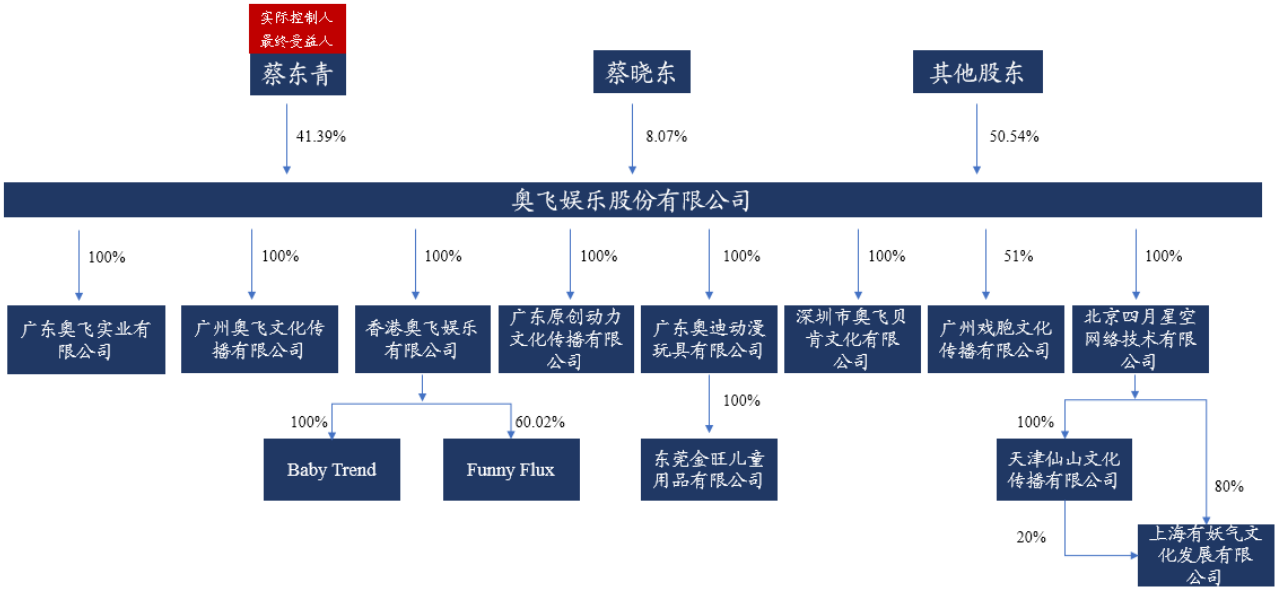
图7：2019 年公司归母净利润扭亏为盈



数据来源：公司公告、开源证券研究所

从股权来看，公司实际控制权由创始人蔡东青掌握，通过收并购实现 IP 全产业链布局，未来有望实现多业务齐头并进。截至 2020 年 7 月 21 日，公司由创始人蔡东青控股，持股比例 41.39%，蔡氏兄弟蔡东青和蔡晓东合计持股 49.46%。公司通过收购原创动力、奥飞贝肯分别获得喜羊羊与灰太狼、贝肯熊爆款 IP，进而实现内容创作人才储备；通过投资收购 Baby Trend、东莞金旺完善婴童产业链。我们认为在经过 2018 年调整以后，公司并购整合能力将稳步提升，内部供应链持续优化，经营效率进一步增强。

图8：旗下子公司业务覆盖 IP 全产业链



资料来源：公司公告、开源证券研究所（截止 2020 年 7 月 21 日）

2、 数年耕耘不辍，爆款 IP 加持，玩具业务焕然一新

公司深耕玩具业务多年，长期处于本土玩具品牌的第一梯队，在基于已有 IP 资源创造玩具形象的同时，公司于近期联手网易“阴阳师”IP，进军 K12+领域的潮玩，以盲盒和手办两种模式拓宽玩具业务布局，未来有望进一步承接网易或其他公司多样化的爆款 IP，增强玩具业务的营业收入能力。

2.1、 深耕玩具业务多年，布局新媒体有望借力发力

公司在玩具领域已形成完善的产品矩阵，拥有涵盖婴童及青少年的多年龄层产品布局。目前公司已形成奥迪双钻、澳贝、Baby Trend 三大品牌矩阵，其中奥迪双钻以销售围绕自有 IP“超级飞侠”“萌鸡小队”“爆裂飞车”开发的变形玩具、人偶、装备等为主；澳贝主打 0-3 岁婴幼儿的益智玩具，以及部分品类的婴童用品，畅销款式包括分龄摇铃、床铃、牙胶、布书、爬行及学步用品等；Baby Trend 主推婴童出行及耐用品系列产品，在亚马逊、沃尔玛等多个购物平台销量领先，2020 年将重点研发新品类“婴儿摇椅”，与现有的儿童推车系列、汽车安全座椅、睡床系列、餐椅系列、学步车系列等形成六大核心品类。

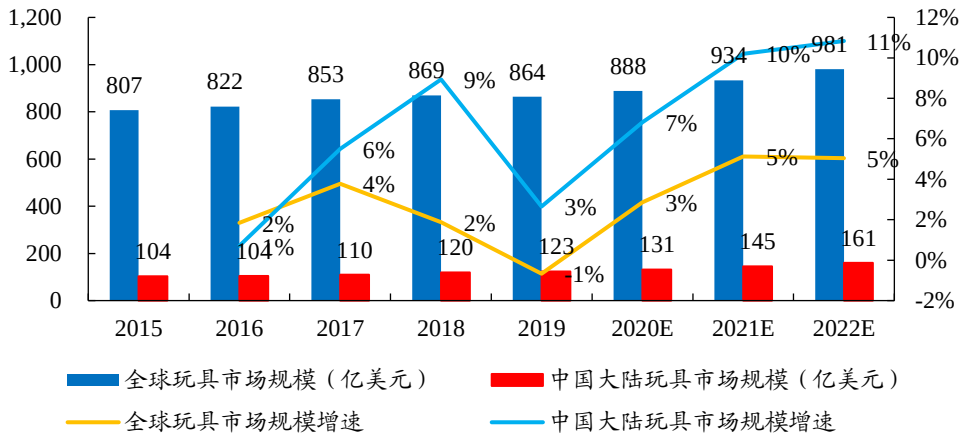
图9：公司已形成多元化的业务模式



资料来源：公司公告、开源证券研究所

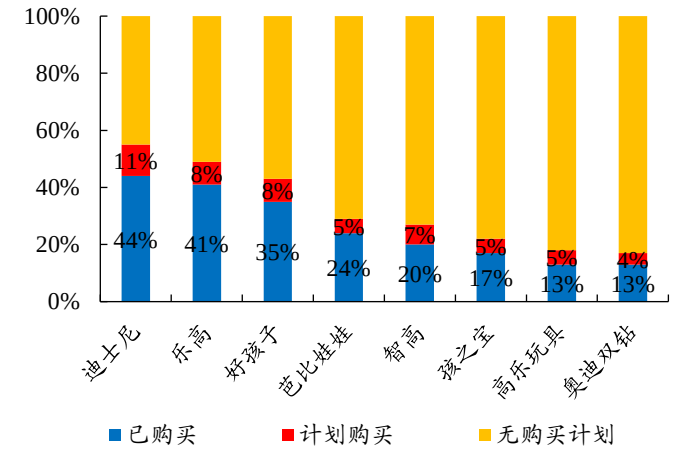
我们认为，国内玩具市场仍处于相对较快增长阶段，公司玩具品牌奥迪双钻作为国内玩具头部品牌，有望保持稳定增长。根据数据威的资料，2017-2022 年国内玩具市场规模增速有望快于全球市场。而根据 NPD 的调研结果，公司旗下玩具品牌奥迪双钻在 2016 年已有 17%的受访者表示已购买或计划购买相关产品。另根据数据威，2020 年上半年主流电商玩具品牌销售额前十中，奥迪双钻名列第八位，前十份额占比为 4%。因此，我们判断公司品牌奥迪双钻作为头部的玩具品牌，有望受益国内玩具市场的扩张，奠定营业收入的基本盘。

图10：2017-2022 年国内玩具市场规模增速或快于全球市场



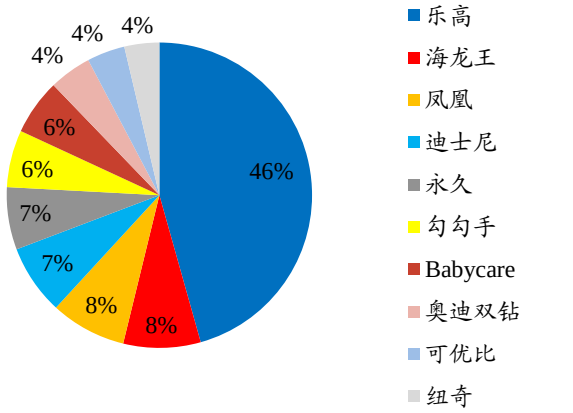
数据来源：ECdataway 数据威、开源证券研究所

图11：2016 年奥迪双钻在国内玩具市场的品牌吸引力位列第八



数据来源：The NPD Group、开源证券研究所

图12：2020H1 主流电商平台玩具品牌销售额排名奥迪双钻位列第八

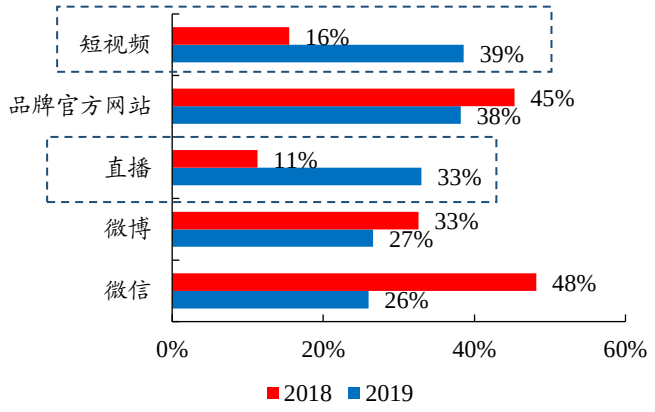


数据来源：ECdataway 数据威、开源证券研究所

并且，公司在 2020 年加强新媒体平台布局，与母婴类达人在淘宝、抖音、快手、小红书等主流新媒体平台开展直播带货和短视频营销合作。其中爆款产品“数字认知蟹”抖音直播带货月销量达 2 万只以上，销售额超 300 万元，2020 年春季新品发布会淘宝直播平台 3 小时直播发布会累计观看人数达 5.95 万人，居当日淘宝直播母婴类热度排行榜第一。参考中国玩具和婴童用品协会的数据，2019 年分别有 33%和 39%的消费者通过直播/短视频了解玩具产品，同比分别增长 22pct 和 13pct；同期分

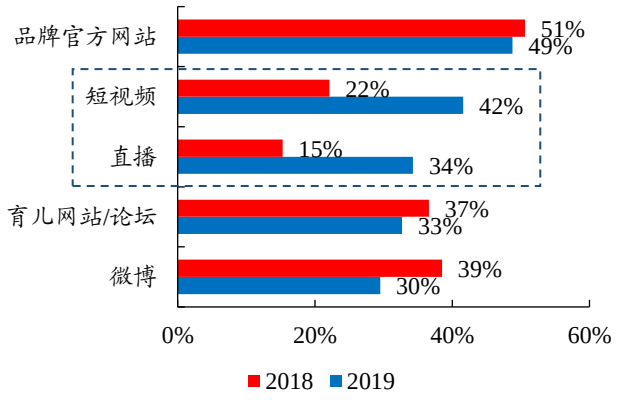
别有 34%和 42%的消费者通过直播/短视频了解婴童产品，同比分别增长 19pct 和 20pct。**我们认为，通过新媒体平台，借助直播/短视频等新型营销方式，有望对公司玩具及婴童类产品销售额产生促进效用。**

图13：2019 年更多消费者通过直播/短视频了解玩具产品



数据来源：中国玩具和婴童用品协会、开源证券研究所

图14：2019 年更多消费者通过直播/短视频了解婴童产品



数据来源：中国玩具和婴童用品协会、开源证券研究所

2.2、 潮玩当道，盲盒出圈，“阴阳师”IP 助力玩具业务再现活力

公司传统玩具及 IP 盲盒主要以 K12 方向为主，追求较高的性价比。公司目前 IP 类玩具占比达 90%，根据天猫、京东等官方旗舰店数据来看，IP 类玩具价格大约在 20-500 元之间，非 IP 类玩具价格约在 20-800 元之间。公司 2019 年布局盲盒类玩具，2019 年 3 月上线“巴啦啦小魔仙”开发的倒蛋分子盲盒玩具，2019 年 12 月推出“小猪佩奇”盲盒系列产品。截至 2020 年 6 月，公司已推出约 15 款盲盒产品，但以 K12 方向为主，重视性价比。

图15：公司已发行多款 K12 方向的高性价比玩具

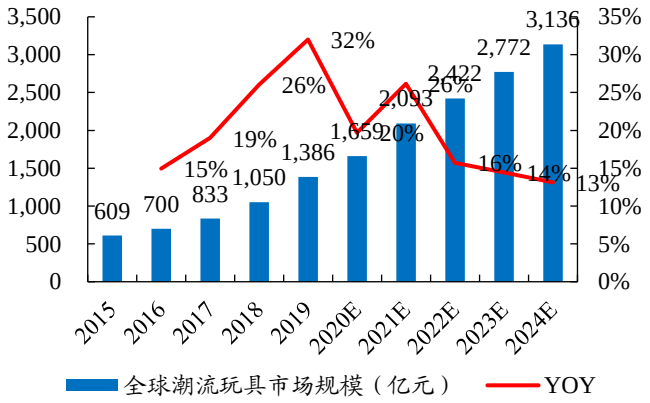


资料来源：公司公告、开源证券研究所

目前，全球潮玩已有超千亿元的市场规模，中国也有 200 亿元以上的市场规模，公司于近期正式进军 K12+方向潮流玩具，以盲盒破圈，未来或大有可为。根据弗若斯特沙利文的数据，2019 年全球潮玩市场规模近 200 亿美元，同比增长 32%，4 年 CAGR 为 23%，若按 2019 年 12 月 31 日在岸人民币收盘价计算，则已有约 1,386 亿

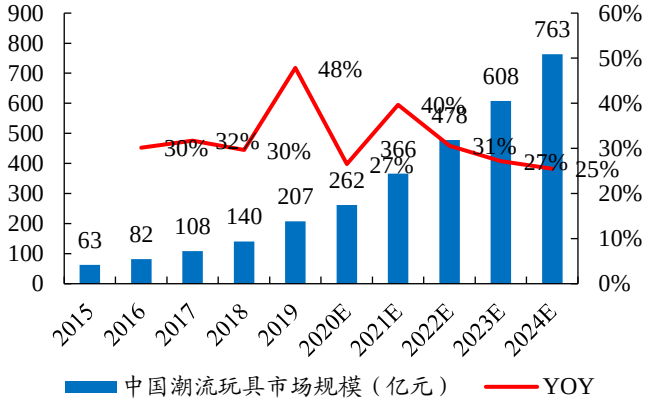
元人民币的市场规模；同期中国潮玩市场规模达 207 亿元，同比增长 48%，2015-2019 年 CAGR 为 35%。进一步从中国潮玩市场在全球市场的占比来看，从 2015 年占比仅 10%，到 2019 年占比达 15%，再到 2024 年占比有望达 24%，中国或逐渐成为全球潮流玩具消费的核心市场之一，公司盲盒业务亦有望从中获益。

图16：2019 年全球潮玩市场规模超千亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所（市场规模数据已由原单位美元转换为人民币，其中美元兑换人民币汇率按 2019 年 12 月 31 日在岸人民币收盘价计算）

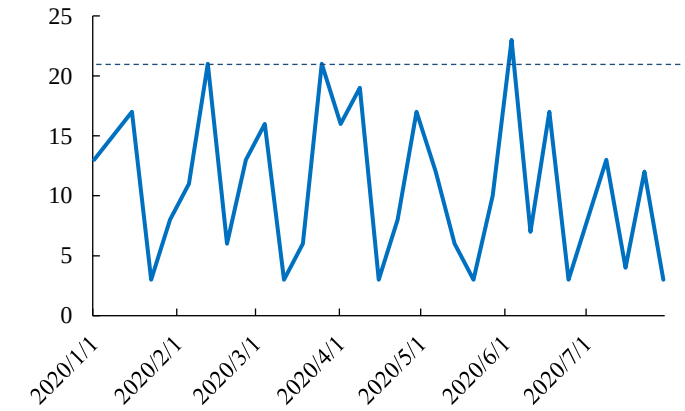
图17：2019 年中国潮玩市场规模达 207 亿元



数据来源：弗若斯特沙利文、开源证券研究所

近期公司与网易合作，推出“阴阳师”盲盒和手办，我们认为借助爆款 IP，有望提升公司在 K12+方向玩具产品的销售能力。根据七麦数据，2020 年以来“阴阳师”iOS 游戏畅销榜排名大多时间维持在前 20 名以内，且自 2016 年上线至今累计注册用户达 2 亿人以上，显示出该款 IP 具有较强影响力。“阴阳师”盲盒线上渠道以哔哩哔哩为主，根据公司官方微信公众号的数据，首批产品 8 月 8 日首发预售 48 小时即售出超 3.4 万只，显示出较强的产品力；线下渠道以全家、名创优品等便利店和文创用品商店为主，重点面向 Z 世代年轻人销售。我们认为，公司或以“阴阳师”系列产品为契机，未来有望承接更多网易或其他公司爆款 IP，完善 K12+方向玩具产品矩阵。

图18：2020 年“阴阳师”iOS 游戏畅销榜排名多保持在前 20



数据来源：七麦数据、开源证券研究所

图19：“阴阳师”手办+盲盒产品矩阵



资料来源：公司官方微信公众号

3、 主题乐园加速拓展，放大 IP 价值

3.1、 主题乐园聚焦陪伴经济，沉浸式体验有望激活线下消费潜力

主题类线下业务主打“亲子共享”，已在业内建立良好的口碑，未来有望受益于“陪伴经济”。公司目前已开展的主题类线下业务包括奥飞欢乐世界、奥飞动漫明星嘉年华、超级飞侠迷你体验站等。其中“奥飞欢乐世界”室内主题乐园已有 19 家门店开业，以“动漫 IP+设备综合游乐+空间游乐+复合业态”的模式运营，聚焦“内容、产品、服务”，以实现线下消费聚流根据。2019 年赢商大数据发布的购物中心关注的儿童亲子品牌榜中，奥飞欢乐世界列儿童游乐品牌第 3。未来在拓店选址上将优先发展西部、中部、西北等地区的下沉市场，并推出“城市合伙人”计划进行运营管理。

表1：19 家“奥飞欢乐世界”已在全国各大城市陆续开业

乐园	地址	开店时间	占地面积（平方米）
广州奥体优托邦店（首家室内乐园）	天河区奥体南路 12 号当季二楼	2017/12/16	3,000
成都凯德天府店	凯德天府 3 楼	2017/12/23	2,500
北京房山龙湖店（首家加盟店）	房山区龙湖天街 3 层	2018/9/21	1,000
郑州瀚海海尚店	瀚海海尚广场 3 层	2019/12/28	2,000
江苏无锡店	新吴区震泽路新吴万达广场 3 楼	2020/7/30	-

资料来源：公司公告、开源证券研究所

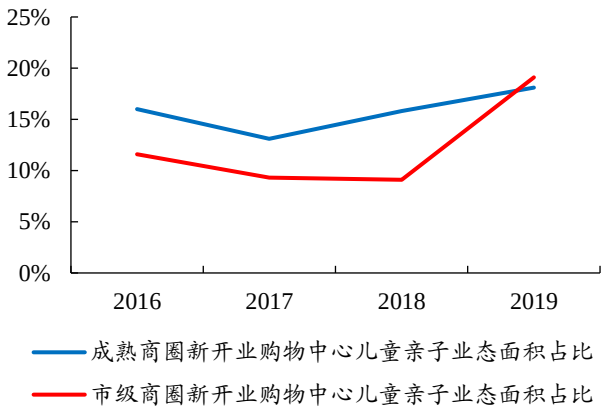
儿童游乐聚焦“陪伴经济”，通过聚焦家庭消费、增加顾客消费时长增加收入。根据赢商大数据显示，2016-2019 年市级商圈新开业购物中心儿童亲子业态面积占比由 2016 年的 12%增加至 2019 年的 19%，成熟商圈新开业购物中心儿童亲子业态面积占比由 2016 年的 16%增加至 2019 年的 18%。因为儿童亲子业态具有消费时间长、消费频次高的特征，所以购物中心对于亲子业态较为青睐。另一方面，家长对于儿童陪伴的重视程度普遍较高。艾瑞咨询调查显示，约 57%的受访者认为亲子陪伴非常重要，节假日 30%左右父母愿意花费超过 8 小时在亲子陪伴上。我们认为父母对于“亲子陪伴”的高认可度将成为亲子游乐市场的核心驱动力，公司有望通过主题乐园挖掘亲子线下消费市场潜力。

图20：2019 年“奥飞欢乐世界”在儿童游乐领域排第 3



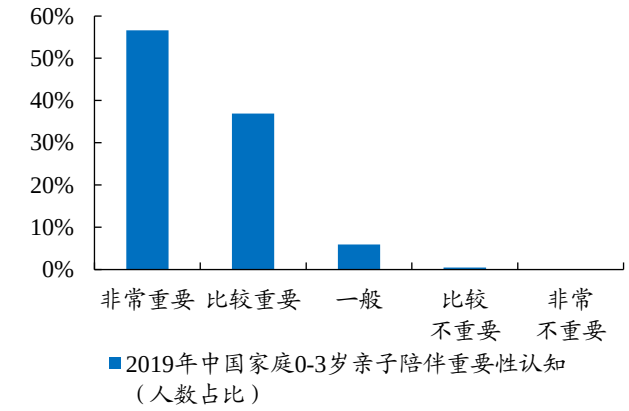
资料来源：赢商大数据、开源证券研究所

图21：市级/成熟商圈新开业购物中心儿童亲子业态面积占比持续上升



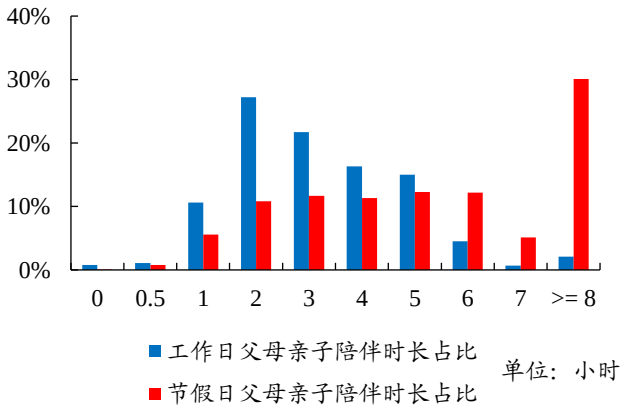
数据来源：赢商大数据、开源证券研究所

图22：近 57%的家长高度认可亲子陪伴的作用



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图23：节假日父母愿意花费更多时间用于亲子陪伴



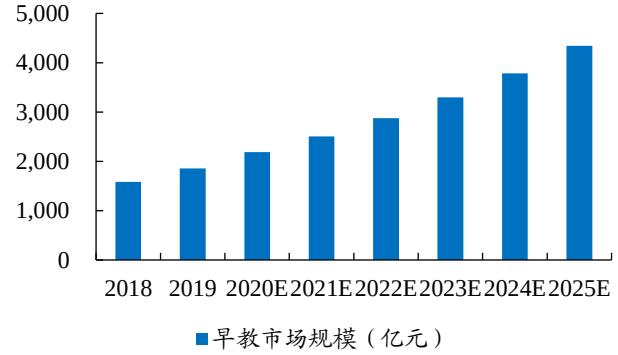
数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

3.2、 学龄前教育业务具备先天优势，IP 衍生价值有望提升

公司在开展教育业务方面具有先天基因。一方面原有的图书出版团队在教材开发等方面积累了一定的经验和资源，另一方面，公司的经典 IP“超级飞侠”“萌鸡小队”等能够利用动漫陪伴学习模式解决小朋友在学习过程中难集中注意力的痛点。学龄前儿童语言教育课程《超级飞侠学英语》已于 2019 年 9 月正式上线，并在优酷独家播出。2020 年公司将拓展超级飞侠学英语项目，并开发“萌鸡小队创意美育工坊”“新智趣羊学堂”“奥飞创客空间”等自研核心课程项目。

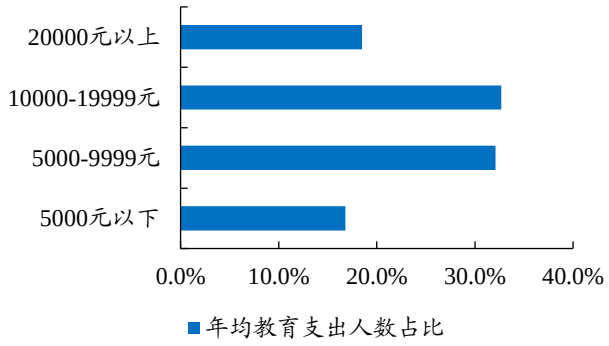
早教市场持续两位数增长趋势，主流消费群体消费支出较高。据亿欧智库测算，2019 年国内早教市场规模达 1859 亿元，预计未来将保持 15%的年均增速，2025 年早教市场规模将超 4,000 亿元。从市场主流消费群体支付意愿来看，Questmobile 数据显示，超 80%的家长年均教育消费支出在 5,000 元以上。我们认为，由于家长对低龄教育的重视，整个早教市场主流消费群体对于价格敏感度相对较低，支付意愿高，未来市场增长可持续性高。公司有望借助自有 IP 产品在 K12 年龄段群体中的影响力，打通 IP 在早教领域的变现渠道，获得早教市场高增长红利。

图24：2025 年早教市场规模有望突破 4000 亿元



数据来源：亿欧智库、开源证券研究所

图25：超 50%家长年均教育支出在 10000 元以上



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所（数据为 2019 年 QuestMobile 的调研结果）

4、 数字版权：聚焦质量，精品化开发有望提升版权价格

4.1、 创作端绑定顶尖团队，精品影视化内容持续上新

公司通过绑定顶尖内容创作及运营团队，保障精品影视内容持续上新。公司创立初期就和“铠甲勇士”之父伍伟民建立了合作关系，后续通过收购原创动力引进了“喜羊羊之父”黄伟明导演及其团队，通过投资 Funny Flux 与“超级飞侠”、“萌鸡小队”IP 制作团队形成深度合作。人才团队的绑定促进了公司持续性推出精品影视内容，如“超级飞侠”系列从上线以来保持每年至少 1 部的上新速率，“喜羊羊与灰太狼”动画系列作品近几年达到每年 2 到 3 部的上新速度。《贝肯熊》、《萌鸡小队》大电影有望在明年上映。

表2：爆款 IP 影视作品持续上新，“超级飞侠”“喜羊羊与灰太狼”近年达 1 年 2 部的上新速度

IP	（近几年）动画/电影/全网剧作品情况		播出情况
	名称	播出/上映时间	
喜羊羊与灰太狼（截至 2020 年 7 月，共播出作品 32 部 2487 集,单集约 15 分钟）	奇幻天空岛	2018 年	截至 2020 年 1 月，全系列国内全网点击超 200 亿次；《异国大营救》上线 10 天全网点击破 2 亿
	羊村守护者	2019 年	
	跨时空救兵	2019 年	
	奇趣外星客	2020 年	
	异国大营救	2020 年	
超级飞侠（共播出 8 季，合计超 180 集，单集约 13 分钟）	超级飞侠 4/5 季	2018 年	《超级飞侠》正片系列全网播放量超过 300 亿
	超级飞侠 6/7 季	2019 年	
	超级飞侠 8 季	2020 年	
贝肯熊（共播出 4 季，合计超 300 集，单集约 3 分钟）	贝肯熊 1	2008 年	《贝肯熊 4》开播首月于金鹰卡通播出超 22 轮，获得近 60 次前三甲收视榜排名；系列动画片全网点播量破 250 亿
	贝肯熊 2	2014 年	
	贝肯熊 3	2014 年	
	贝肯熊 4	2019 年	
萌鸡小队（共播出 2 季，合计 104 集，单集 7 分钟）	萌鸡小队第 1 季	2017 年	爱奇艺-热播榜-儿童-播放指数榜第 13（截至 2020.07.30）
	萌鸡小队第 2 季	2018 年	芒果 TV-动漫-总榜第 13（截至 2020.07.30）
镇魂街	镇魂街 1	2016 年	B 站-新番榜-国产动画-周排行第 15

IP	（近几年）动画/电影/全网剧作品情况		播出情况
	名称	播出/上映时间	
（共播出 2 季，每集 25 分钟）			（2020.07.24-2020.07.31）
	镇魂街 2	2019 年	在 B 站开播，累计总播放 1.4 亿次

资料来源：公司公告、开源证券研究所

从作品质量来看，经典作品在海内外都收获了较高热度和口碑。各大视频网站热播榜单上都有公司制作的影视作品，“喜羊羊与灰太狼”系列截至 2020 年初已在全球超 100 个国家和地区播出，国内全网点击已超过 200 亿次，海外方面在 Netflix、韩国 Oksusu、KBS plus 等平台播出。

表3：《喜羊羊与灰太狼》《萌鸡小队》等影视作品在主流视频网站播放热度高

		作品	排名	播放情况		
				播放指数	热度值	播放量
爱奇艺-热播榜-动漫-播放指数榜	榜单前 3	航海王	1	758.2 万	-	-
		爆笑虫子全集	2	338.3 万	-	-
		香肠派对	3	256.9 万	-	-
	公司作品	贝肯熊全集	10	100.3 万		
爱奇艺-热播榜-儿童-热度榜	榜单前 3	小猪佩奇全集	1	-	4,822	-
		无敌鹿战队-第 1 季	2	-	4,658	-
		奇奇和悦悦的玩具	3	-	4,654	-
	公司作品	喜羊羊与灰太狼之羊村守护者-第 3 季（异国大营救）	4	-	4,594	-
芒果 TV-动漫-总榜	榜单前 3	汪汪队立大功-第三季	1	-	-	8.4 亿
		宝宝巴士儿歌	2	-	-	41.6 亿
		精灵梦叶罗丽	3	-	-	9,612.4 万
	公司作品	巴啦啦小魔仙之魔箭公主	5	-	-	2,031.6 万
		萌鸡小队-第二季	13	-	-	3.1 亿
哔哩哔哩-新番榜-国产动画-周排行	榜单前 3	元龙	1	-	-	4,874.6 万
		凡人修仙传	2	-	-	2,391.7 万
		雾山五行	3	-	-	1,210.1 万
	公司作品	镇魂街-第 1 季	15	-	-	4 亿

资料来源：爱奇艺、哔哩哔哩、芒果 TV、优酷视频、开源证券研究所（哔哩哔哩数据时间为 2020 年 07 月 24 日-2020 年 07 月 31 日，其他视频网站数据为截至 2020 年 7 月 31 日数据）

表4：2020 下半年精品 IP 新作有望上映

IP	2020 年上新计划
超级飞侠	预计有 2 部新动画片上线
萌鸡小队	将上映大电影 8 月将推出《萌鸡小队 3》动画片
机灵宠物车	年末播出第二季中英文版
贝肯熊	《贝肯熊 2：金牌特工》有望上映
镇魂街	真人剧第二季进入后期制作 第三季动画进入立项策划筹备中

IP	2020 年上新计划
雏蜂	动画《雏蜂伊甸之子》第二季将启动国内外宣传和上线发行工作

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2、 内容分发覆盖“传统媒体+新媒体”，轮播模式保障内容热度

公司以自有渠道播出和外部合作方式，完善内容分发网络，并通过作品轮播提高与用户触达频次。传统渠道布局上，除了在自有的嘉佳卡通频道播出影视作品，还积极与主流电视媒体合作。例如与国内影响力较大的儿童频道金鹰卡通建立长期深度合作，播出经典 IP 动画《巴啦啦小魔仙》、《喜羊羊与灰太狼》以及最新动画作品《超级飞侠 8》、《机灵宠物车》等。新媒体渠道布局上，与爱奇艺、腾讯、优酷、芒果、搜狐、PPTV 等视频网站均达成合作，相关作品在 PC 端、移动端和电视端等播出。

表5：2019 年内容分发实现全渠道覆盖

渠道	覆盖情况
全年轮播推荐次数	570+次
视频平台覆盖情况	6 家
OTT/IPTV 覆盖情况	40+个
音频/APP/硬件/流媒体/短视频/自媒体平台	15+家

资料来源：公司公告、开源证券研究所（数据为截至 2019 年末情况）

图26：“喜羊羊与灰太狼”系列多渠道播映提升 IP 热度



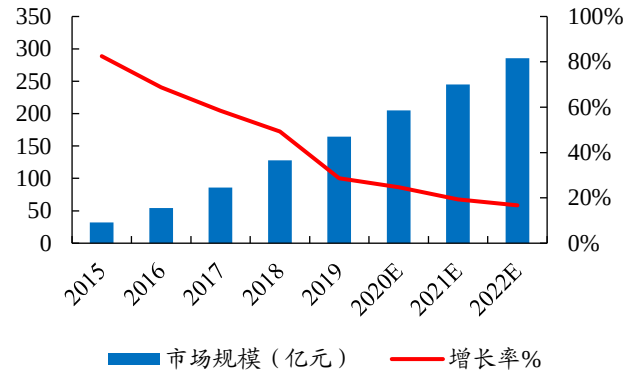
资料来源：百度搜索指数、公司公告、开源证券研究所

4.3、 数字版权高增长红利不再，聚焦精品化高溢价或是破局关键

国内内容版权行业已从高增长阶段步入稳定发展期，头部内容仍拥有较高溢价。据艾瑞咨询测算，2019 年中国在线动画市场规模为 164.6 亿元，年增速达 28.7%，相对于 2015 年的 82.5%明显下滑，预计 2022 年增速会继续下滑至 16.7%。但从市场版权定价来看，精品内容依旧享有高溢价。例如 2019 年光线传媒前 5 部影视剧《哪吒之魔童降世》（主投+独家发行）、《千与千寻》（协助推广）等合计收入对营业总收入的贡献度高达 82%。我们认为，数字版权行业进入稳定发展期将利好于头部作品，公司未来在精品 IP 如“喜羊羊与灰太狼”、“超级飞侠”等的影视作品定价上还有较

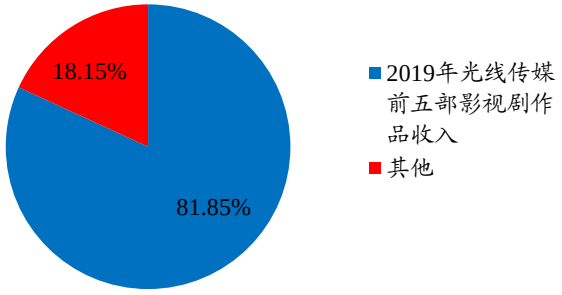
大提升空间。

图27：预计在线动画市场增速下滑，进入稳定发展期



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图28：光线传媒头部作品收入贡献高



数据来源：光线传媒公告、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

5.1、 关键假设

5.1.1、 营业收入及毛利

我们将公司的营业收入拆分为玩具销售、婴童用品、主题乐园、动漫影视及其他业务。

1）玩具销售：2017-2019 年公司玩具销售业务实现营业收入 19.55、13.78、12.62 亿元，分别同比增长 1%、-30%、-8%。我们将玩具销售业务分为 K12 玩具和 K12+玩具，其中 K12 玩具由于疫情影响，2020 年或表现不佳，2021 年有望回暖；K12+向玩具主要包括盲盒及手办，我们给予该项业务较高的增速预期。综合来看，我们预测 2020-2022 年玩具销售业务收入同比增速分别为-3%、12%、10%。毛利率方面，考虑到新上线的潮玩毛利率高于传统 K12 玩具，公司 2019 年玩具业务毛利率为 52%，参考泡泡玛特 2019 年 65%的毛利率，我们认为 2020 年公司玩具销售业务毛利率或提升至 55%左右。

2）婴童用品：2018、2019 年公司婴童用品营业收入同比增速分别为-21%、22%，考虑到该项业务在境外市场有较好的销售情况，故预测 2020-2022 年婴童用品营业收入同比增速分别为 25%、20%、20%。毛利率方面，我们预测未来 3 年或将维持在过往 40%左右的毛利率水平。

3）主题乐园：公司主题乐园为新业务，2018、2019 年门店数分别为 9 家、17 家，我们预测 2020 年门店数或增长至 28 家。考虑到 2020 年门店扩张进度加速，且疫情后新开店有望获得需求释放的短期红利，故预测 2020-2022 年主题乐园营业收入同比增速分别为 50%、32%、45%，毛利率预计在 30%左右。

4）动漫影视：2017-2019 年公司动漫影视业务营业收入同比增速分别为 1%、-10%、-26%，考虑到疫情影响，2020 年公司计划上映影片或延期上线，2021 年可能有较多储备动画影片登陆院线，故预测 2020-2022 年动漫影视营业收入同比增速分别为-50%、40%、30%。毛利率方面，预计 2020 年受疫情影响毛利率较低，2021、2022 年或逐渐恢复。

5）其他业务：公司其他业务包括游戏、主题教育等，2017-2019 年其他业务实现营业收入分别为 2.30、2.29、2.12 亿元，我们预测 2020-2022 年其他业务或将维持 2 亿元左右的营业收入规模。

5.1.2、 期间费用率

1）销售费用率：公司 2017-2019 年销售费用率分别为 19%、22%、18%，我们判断公司进行部门整合以后，未来公司销售费用率或有望维持下降趋势，因此预测 2020-2022 年销售费用率或维持在 15%左右。

2）管理费用率：公司 2017-2019 年管理费用率分别为 22%、16%、14%，我们判断未来公司管理费用率或维持在 14%左右。

3）研发费用率：公司 2017-2019 年研发费用率分别为 0%、11%、7%，我们判断 2020-2022 年公司研发费用率或维持在 7%左右。

5.2、 盈利预测

结合上述假设分析，我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 27.36、31.85、36.93 亿元，分别同比增长 0.3%、16.4%、15.9%；归属于母公司股东的净利润分别为 1.32、2.53、3.80 亿元，分别同比增长 10.1%、91.3%、50.1%。对应当前股本的 EPS 分别为 0.10、0.19、0.28 元。

5.3、 估值

我们选取 A 股以动漫 IP 影视开发和消费品销售为主的公司美盛文化（002699.SZ），以及覆盖动漫内容开发制作的影视公司光线传媒（300251.SZ）作为可比公司，考虑未来成长性，采用相对估值法中的 PEG 估值方法对公司进行估值。

5.3.1、 PEG 估值法

基于 2019 年年报，将 2019 年归母净利润作为业绩基期，将 2022 年归母净利润作为预测期，其中，美盛文化、光线传媒归母净利润采用 Wind 一致预期（180 天）的预测数据，公司的归母净利润采用我们的预测值。计算得出美盛文化、光线传媒从基期到预测期的业绩 CAGR 分别为 9%、11%；采用 2020 年 9 月 4 日收盘价，美盛文化、光线传媒对应 2020 年预测 PE 分别为 178 倍、96 倍，对应 PEG 分别为 19.8、8.7，平均值为 14.3；公司对应的 2020 年预测 PE 为 85 倍，对应 PEG 为 1.8，低于可比公司 PEG 的平均值。

表6：公司 2020 年预测 PEG 低于可比公司（美盛文化、光线传媒）的平均值

证券代码	证券简称	基期归母净利润（2019A）	归母净利润（2022E）	基期至 2022 年归母净利润 CAGR	PE（2020E）	PEG
002699.SZ	美盛文化	0.38	0.48	9%	178	19.8
300251.SZ	光线传媒	9.48	13.40	11%	96	8.7
			平均值		137	14.3
002292.SZ	奥飞娱乐	1.20	3.80	47%	85	1.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（基于 2020 年 9 月 4 日收盘价，美盛文化、光线传媒预测数据采用 Wind 一致预期，美盛文化、光线传媒归母净利润单位为亿元，奥飞娱乐预测数据采用我们的预测值，归母净利润单位为亿元。）

5.3.2、 投资建议及评级

公司以原创和收购的精品 IP 为核心，辐射玩具、电影、动画、游戏、主题乐园、

文化教育等多业态，近期携手网易爆款 IP“阴阳师”切入潮玩领域，与已有 K12 精品 IP 以及 K12+IP、“有妖气”IP 共同完成全年龄层覆盖，且主题乐园项目“奥飞欢乐世界”展店进度加快，2020 年门店数量有望近 30 家，助力公司打造泛娱乐生态圈。公司当前估值水平低于可比公司的平均值，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

6、 风险提示

1、商誉减值风险。公司因过去的收购形成了一定商誉，2020 年第一季度商誉占总资产比例约 35%。若未来部分子公司经营业绩不如预期，公司可能面临一定的商誉减值风险。

2、新产品销售不及预期。公司的主要收入来自玩具和婴童用品销售，销售额的增长依赖于产品的不断出新。考虑到消费市场喜好变换难以预测，存在公司新品因无法获得市场认可而滞销的风险。

3、疫情影响海外业务及线下乐园业绩可能不达预期。公司 2019 年约 46%收入来自境外，考虑到目前海外部分地区疫情仍较严重，海外订单存在持续下滑的风险。另外国内室内乐园业务因疫情防控要求，客流量可能存在不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2536	2195	2866	3312	3812
现金	781	551	1014	1181	1369
应收票据及应收账款	488	522	491	688	679
其他应收款	231	87	232	140	291
预付账款	147	83	147	121	190
存货	844	904	934	1134	1236
其他流动资产	46	48	48	48	48
非流动资产	4151	4049	3974	3965	3895
长期投资	478	463	448	433	418
固定资产	300	292	263	274	287
无形资产	289	275	264	258	191
其他非流动资产	3084	3018	2999	3000	3000
资产总计	6687	6244	6840	7277	7707
流动负债	2420	2072	2552	2758	2824
短期借款	1504	1295	1810	1890	1889
应付票据及应付账款	417	415	459	524	603
其他流动负债	499	362	284	344	332
非流动负债	267	78	60	49	34
长期借款	242	58	40	29	14
其他非流动负债	24	20	20	20	20
负债合计	2687	2150	2612	2807	2857
少数股东权益	81	63	65	67	71
股本	1357	1357	1357	1357	1357
资本公积	2098	2073	2073	2073	2073
留存收益	360	504	638	893	1276
归属母公司股东权益	3920	4031	4163	4402	4779
负债和股东权益	6687	6244	6840	7277	7707

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	73	281	113	263	302
净利润	-1692	104	134	255	383
折旧摊销	112	104	81	65	70
财务费用	118	81	86	96	95
投资损失	-122	2	0	0	0
营运资金变动	247	-63	-187	-154	-246
其他经营现金流	1411	52	0	0	0
投资活动现金流	-16	-60	-6	-56	0
资本支出	67	76	-60	6	-55
长期投资	95	87	15	16	15
其他投资现金流	146	103	-50	-34	-39
筹资活动现金流	1	-414	-159	-121	-114
短期借款	222	-209	0	0	0
长期借款	208	-184	-18	-11	-15
普通股增加	50	0	0	0	0
资本公积增加	636	-25	0	0	0
其他筹资现金流	-1114	4	-141	-110	-99
现金净增加额	67	-191	-51	87	189

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2840	2727	2736	3185	3693
营业成本	1746	1456	1531	1723	1974
营业税金及附加	26	22	23	27	31
营业费用	639	478	399	465	517
管理费用	446	378	369	382	443
研发费用	301	191	191	223	229
财务费用	118	81	86	96	95
资产减值损失	1495	-28	0	0	0
其他收益	37	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	122	-2	0	0	0
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	-1772	83	135	269	403
营业外收入	11	29	8	2	1
营业外支出	12	8	2	1	1
利润总额	-1774	105	141	269	404
所得税	-82	0	7	13	20
净利润	-1692	104	134	255	383
少数股东损益	-62	-16	1	3	4
归母净利润	-1630	120	132	253	380
EBITDA	-1578	275	293	414	550
EPS(元)	-1.20	0.09	0.10	0.19	0.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-22.0	-4.0	0.3	16.4	15.9
营业利润(%)	-2661.4	104.7	63.0	98.9	50.1
归属于母公司净利润(%)	-1908.7	-107.4	10.1	91.3	50.1
获利能力					
毛利率(%)	38.5	46.6	44.0	45.9	46.5
净利率(%)	-57.4	4.4	4.8	7.9	10.3
ROE(%)	-42.3	2.5	3.2	5.7	7.9
ROIC(%)	-27.3	3.1	3.4	5.2	6.8
偿债能力					
资产负债率(%)	40.2	34.4	38.2	38.6	37.1
净负债比率(%)	30.0	21.4	20.2	16.9	11.4
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	4.6	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	4.2	3.5	3.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.20	0.09	0.10	0.19	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.21	0.08	0.19	0.22
每股净资产(最新摊薄)	2.89	2.97	3.07	3.24	3.52
估值比率					
P/E	-6.9	93.7	85.1	44.5	29.6
P/B	2.9	2.8	2.7	2.6	2.4
EV/EBITDA	-7.9	44.4	41.5	29.1	21.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn