



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G061-1号

## 奥飞娱乐股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“奥飞娱乐股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年一月三十一日

## 奥飞娱乐股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA
<b>主体级别</b>	AA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	奥飞娱乐股份有限公司
<b>发行规模</b>	本期债券发行基础规模 1 亿元，可超额配售规模不超过 1 亿元（含 1 亿元）。
<b>债券期限</b>	本期债券期限为 2 年期，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率由发行人和主承销商采取网下面向合格机构投资者簿记建档的方式发行；发行人有权分别决定是否在本期债券存续期的第 1 年末调整本期债券后 1 年的票面利率。如发行人行使在第 1 年末调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内第 1 年票面利率加调整基点，在债券存续期第 2 年固定不变。
<b>偿还方式</b>	本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付。

### 概况数据

奥飞娱乐	2014	2015	2016	2017.Q3
所有者权益（亿元）	26.37	30.87	48.90	51.07
总资产（亿元）	41.10	48.09	83.66	85.99
总债务（亿元）	8.43	12.03	18.34	23.51
营业收入（亿元）	24.30	25.89	33.61	26.45
营业毛利率（%）	49.83	53.38	49.42	49.27
EBITDA（亿元）	5.41	6.55	6.89	-
所有者权益收益率（%）	15.65	15.57	9.76	8.02
资产负债率（%）	35.85	35.81	41.55	40.61
总债务/EBITDA（X）	1.56	1.84	2.66	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.25	15.19	13.43	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2017 年前三季度所有者权益收益率经年化处理；  
3、2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司总债务已剔除一年内到期的非流动负债中非计息项，其他流动负债中计息部分已调整至短期债务。

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“奥飞娱乐股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AA**，该级别反映了本期债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体奥飞娱乐股份有限公司（以下简称“奥飞娱乐”或“公司”）主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了奥飞娱乐偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了奥飞娱乐丰富的 IP 储备及较强的 IP 孵化能力、以 IP 为核心的泛娱乐产业链布局以及其较强的盈利能力及偿债能力等因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信证评也关注到公司游戏业务收入存在波动性、面临商誉减值风险、短期偿债压力较大等因素可能对公司及本期债券信用质量产生的影响。

### 正面

- 丰富的 IP 储备及较强的 IP 孵化能力。公司是国内最大的动漫玩具企业，旗下拥有《喜羊羊与灰太狼》、《巴拉啦小魔仙》、《铠甲勇士》和《超级飞侠》等高知名度 IP 资源；同时 2015 年公司收购国内最大原创动漫平台有妖气，极大地扩充了其 IP 储备且为公司注入持续的 IP 孵化能力。
- 泛娱乐产业链布局。公司已形成了以 IP 为核心涵盖动漫、玩具、婴童、游戏、授权、媒体、电影等一体的泛娱乐生态系统，利用 IP 的多层次开发以及各业务之间的联动性，开展“玩具+动漫+游戏”的交互式运营，使其在玩具及动漫影视等领域具有较强的竞争优势。
- 较强的盈利能力及偿债能力。得益于丰富的 IP 储备及 IP 对各业务板块收入的推动，加之通过并购使得婴童业务板块实现较快发展，

## 分析师

应治亚 zyying@ccxr.com.cn



陈曦 xchen@ccxr.com.cn



刘旭丹 xrliu@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2018年1月31日

近年来公司收入水平持续增长，利润总额不断提升，其较强的盈利能力及获现能力可为公司债务本息的偿付提供保障。

## 关注

- ▶ 游戏业务收入存在波动性。目前国内网络游戏行业竞争激烈，游戏类型和用户需求处于持续发展、演变的过程，公司需不断发掘市场增长潜力，开拓新游戏领域以维持其市场地位。2016年由于公司未推出市场人气突出的游戏，该板块业务收入有所下滑。
- ▶ 商誉减值风险。近年来公司加大并购力度，收购多家游戏、动漫平台等文化产业公司以及婴童产品类企业，使其商誉上升较快，2017年9月末达27.57亿元，占总资产32.06%。由于公司并购的标的大部分为早期或成长阶段企业，其发展面临较大不确定性，公司或存在商誉减值风险。
- ▶ 短期偿债压力较大。近年来公司债务规模上升较快，截至2017年9月末，公司总债务规模为23.51亿元，其中短期债务为23.14亿元，短期偿债压力较大。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

奥飞娱乐股份有限公司（以下简称“奥飞娱乐”或“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，初始注册资本80万元，由公司创始人蔡东青一人出资。2007年5月，广东奥迪玩具实业有限公司整体改制为广东奥飞动漫文化股份有限公司。2009年8月19日，经中国证券监督管理委员会（证监许可【2009】806号）核准，公司向社公开发行股票4,000万股，股本变更为16,000万股，并于2009年9月10日在深圳证券交易所上市，股票代码002292.SZ。2016年4月，公司名称变更为奥飞娱乐股份有限公司。截至2017年9月末，公司注册资本为130,694.43万元，自然人蔡东青直接持有公司44.36%的股份，是公司的控股股东及实际控制人。蔡东青之弟蔡晓东持有公司11.07%的股份，蔡东青之母李丽卿持有公司4.83%的股份。

公司经营范围包括动漫影视内容制作、真人影视、媒体经营、电视媒体及互联网媒体运营、游戏研发与发行、消费品制作与营运、动漫玩具与非动漫产销及智能玩具研发制作等。经过二十多年发展，公司已从玩具生产加工制造发展为围绕IP进行全产业链开发，形成以IP为核心，集动漫、玩具、婴童产品、游戏、授权、媒体、电影等一体化的泛娱乐生态系统。

截至2016年12月31日，公司资产总额83.66亿元，所有者权益（含少数股东权益）为48.90亿元，总负债为34.76亿元，资产负债率为41.55%；2016年公司实现营业收入33.61亿元，取得净利润4.77亿元，经营活动净现金流为1.86亿元。

截至2017年9月30日，公司资产总额85.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）为51.07亿元，总负债为34.92亿元，资产负债率为40.61%；2017年1~9月公司实现营业收入26.45亿元，取得净利润3.07亿元，经营活动净现金流为0.84亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	奥飞娱乐股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行基础规模 1 亿元，可超额配售规模不超过 1 亿元（含 1 亿元）
债券期限	本期债券期限为 2 年期，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
票面金额和发行价格	本期债券面值 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券票面利率由发行人和主承销商采取网下面向合格机构投资者簿记建档的方式发行；发行人有权分别决定是否在本期债券存续期的第 1 年末调整本期债券后 1 年的票面利率。如发行人行使在第 1 年末调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内第 1 年票面利率加调整基点，在债券存续期第 2 年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次、到期一次还本，最后一期利息随本金一同支付
募集资金用途	本期债券所募集的资金扣除发行费用后，拟用于偿还金融机构借款等有息债务

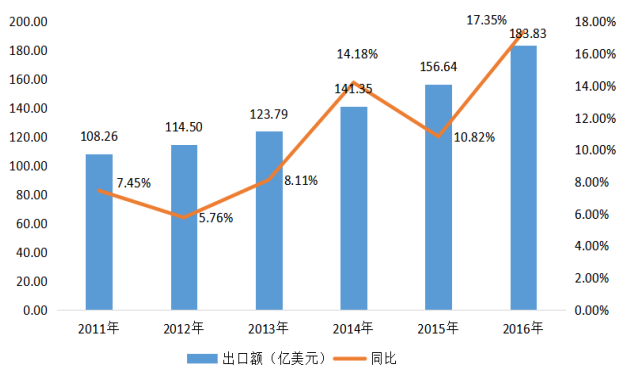
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

### 玩具行业概况

中国现代玩具行业起步于 20 世纪 80 年代中后期。伴随着中国经济的持续快速发展，国内玩具产业取得了长足的进步，中国也成为全球最大的玩具生产国和出口国，占国际出口玩具总量的 75% 左右，而我国玩具生产企业大部分是出口型企业，玩具出口总额约占中国玩具销售额的 50%。据国家统计局的最新数据显示，2011 年以来中国玩具出口额总体呈增长态势，由 2011 年的 108.26 亿美元增至 2015 年的 156.64 亿美元，年均复合增长率为 9.68%。2016 年，我国玩具出口总额高达 183.83 亿美元，同比增长 17.35%，美国、英国和菲律宾是我国玩具的前三大出口市场，对这三个国家的出口金额分别占我国该产品出口总额的 31.76%、5.77% 和 4.96%。

图 1：2011~2016 年中国玩具出口量及增速



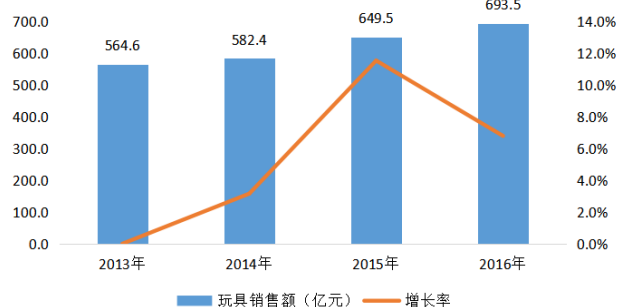
数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

中国玩具大部分的出口是为国外品牌加工生产，目前国内最重要的玩具生产和出口基地是五省一市，即广东、江苏、上海、山东、浙江和福建。广东省是中国的玩具大省，其玩具生产制造主要集中在深圳、东莞、广州、汕头澄海、佛山等地，此外浙江、江苏和上海等省市也是重要的生产和出口基地。在这些地区中，存在为数众多的中小型玩具生产销售企业，此类企业通常采用 OEM 生产模式，依靠一定的劳动力成本优势和生产工艺技术，为国内外各大品牌商、动漫公司代生产加工玩具产品。目前，世界知名的玩具企业都在中国设有分厂或与国内厂家合作生产玩具，且大多已通过销售代理或设立中国市场部进入中国市场，如美国的美泰集团、孩之宝集团以及日本的世嘉公司等。但由于外需市场回落、国内生产成本上升，人民币汇率变化等原因，中国玩具出口面临诸多压力，开发内需市场越来越被企业重视。近年来，众多品牌积极建设内销管道，国际品牌有迪士尼、梦工厂等，本土品牌有奥迪、好孩子等。

国内玩具消费市场上，2014~2016 年国内玩具销售额分别为 582.40 亿元、649.47 亿元和 693.50 亿元，年均复合增长率为 9.12%。但我国玩具消费仍然具有庞大的增长空间，数据显示，2016 年我国家庭年均玩具消费为 287.8 元，而玩具市场发展成熟的美国、英国和日本均在 1,000 元以上，此外新兴市场俄罗斯和巴西也分别达到 500 元以上。以市场销售额计算，目前中国已是世界上仅次于美国和日本的第二大玩具消费国，但中国人口基数庞大，以人均消费额计算，中国仅有美国的 1/8，日本的 1/5，我国在玩具人均消费上有巨大的提升空间。

从国内玩具生产商来看，目前外国产品、中外合资产品占了国内玩具大部分的市场。虽然中国的玩具制造业是典型的传统 OEM 经营模式，但中国玩具制造业的模式已经开始发生一定变化，国内玩具制造企业开始重视自主研发，一批具有自主知识产权及品牌的行业骨干企业正在成长起来，如“奥飞”、“蓝猫”、“好孩子”、“迪孚玩具”、“骅威”等。

图 2：2013~2016 年国内玩具销售额及增速



数据来源：凯普康研究报告，中诚信证评整理

从销售渠道来看，中国传统玩具销售渠道主要有：一是大型商场，以销售中高档、国际大品牌玩具为主；二是超市卖场，是中低价位玩具的重要卖场；三是批发市场。此外，近年来专卖店、加盟连锁快速发展，如玩具反斗城、爱就推门、乐友、丽家宝贝等玩具及母婴连锁店不断涌现，成为大多数家长选购玩具的渠道之一。同时，网上销售等新型玩具销售管道也快速发展，玩具企业纷纷进驻迅速崛起的电子商务平台，如天猫、淘宝、京东、1 号店等网购平台。而外来品牌进入中国市场主要通过以下两种方式：通过代理机构渗透，或者直接进军中国零售市场。国外公司的玩具产品以电子玩具、益智型玩具及游戏机等具有高科技含量玩具为主。

目前，我国政府对玩具实行了强制性产品认证制度。从 2002 年 5 月 1 日起，国家认证认可监督管理委员会开始受理第一批列入强制性产品目录的 19 大类 132 种产品的认证申请。从 2007 年 6 月 1 日起，国家开始对童车、电子玩具、塑胶玩具、弹射玩具、娃娃玩具、金属玩具等 6 大类玩具产品强制实施 3C 认证，无认证的产品不允许出厂、销售。玩具行业 3C 认证的执行有利于规范玩具行业秩序，营造诚实守信的市场环境，提高产业、企业和产品的国际竞争能力，加速整个行业的产业结构调整。此外，近年来越来越多的高科技手段、信息

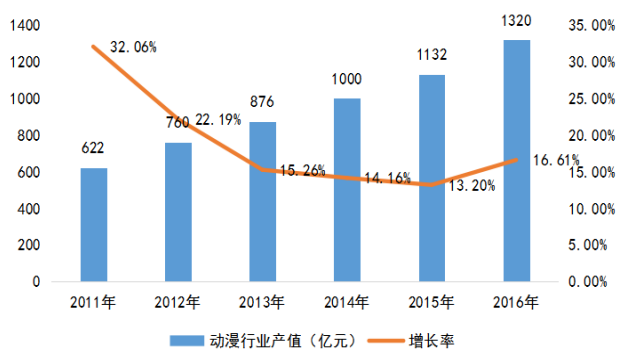
科技、机器人技术运用到玩具生产当中，高科技玩具已成为吸引人们眼球的焦点，并深受消费者青睐。高科技玩具在整体产业结构中所占比重的不断提高，将促使中国玩具业避免低水平复制的恶性竞争，有利于玩具产业向高水平、健康的方向发展，以及提升我国玩具业在国际国内高端市场上的竞争力。经过多年的技术引进和消化吸收，国内玩具制造商的整体技术水平、生产装备水平得到了明显提升。部分优势企业已接近国际同类先进企业水平，掌握了生产过程中的核心技术，具备了自主研发和技术创新能力，经营模式逐渐从单纯的贴牌生产方式转向自主品牌方式，产品档次及附加价值不断提高，盈利能力和可持续发展能力不断增强。

总体而言，依靠一定的劳动力成本优势和生产工艺技术，中国已成为世界最大的玩具出口国；同时，随着我国经济水平的提高和人均可支配收入提高，国内玩具市场总额得到较快增长。

### 动漫行业概况

动漫产业是指以“创意”为核心，以动画，漫画为表现形式，包含动漫图书，报刊、电影、电视，音像制品、舞台剧和基于现代信息传播技术手段的动漫新品种等动漫直接产品的开发、生产、出版、播出、演出和销售，以及与动漫形象有关的服装、玩具、电子游戏等衍生产品的生产和经营的产业。动漫产业被誉为21世纪最具创意的朝阳产业，近年来中国动漫行业发展迅速，根据比达咨询（BDR）数据，中国动漫行业产值已从2011年的622亿元增长至2016年的1,320亿元，年均复合增长率达16.24%。

图 3：2011~2016 年中国动漫行业总产值及增速

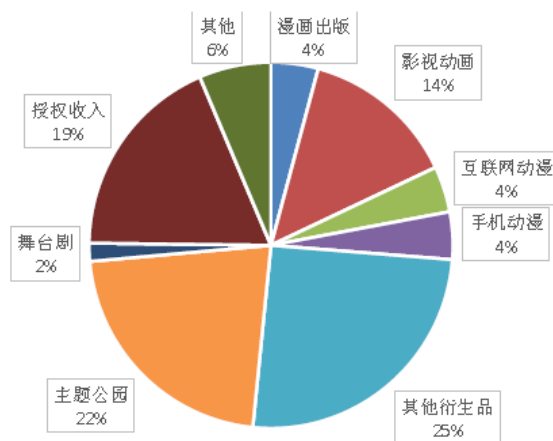


数据来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

从产业结构来看，动漫产业主要包括动画作品

制造、动漫衍生品以及版权授权。2015年，舞台剧、主题公园、其他衍生品等广义动漫衍生品的产值占动漫总产值的48.95%，占据了动漫市场的半壁江山；漫画出版、影视动画、互联网动漫、手机动漫等动漫作品制作的产值仅占总产值的26.25%；动漫版权授权收入约占总产值的19%。

图 4：2015 年我国动漫产业结构



数据来源：中国产业信息网，中诚信证评整理

影视动画方面，2011年中国国产动画产量高达261,444分钟，呈量多质差的局面，自“十二五”规划提出动画产量需从数量向质量转变，各地相继出台优化扶持方案，此后产量逐年下降，2014年、2015年国产动画产量分别为138,496分钟和134,011分钟，由数量增长转向质量提升的趋势十分明显。未来随着节目库累积数量的增加和动画频道拓展空间有限的矛盾进一步加剧，有产量向质量转折将成为我国国产动画行业在结构调整和发展转换过程中的必然现象。此外，根据国家新闻出版广电总局数据显示，近年来我国国产动画片备案数量和分钟数均呈小幅波动趋势。2014~2016年国产动画片备案数量分别为425部、399部和425部，备案分钟数分别为271,133分钟、298,114分钟和232,135分钟。题材上来看，国产动画片备案数量及备案分钟数集中在童话题材及教育题材，2016年童话及教育题材备案数量为277部，占全部题材的65.18%；备案分钟数158,587分钟，占全部题材的68.32%。

动漫衍生品方面，目前中国的动漫衍生市场主要包括动漫玩具、动漫服装、动漫出版物和动漫品牌授权，其中动漫玩具为占比最大的动漫衍生品产品类型，其市场规模占到了中国动漫衍生品整体市

场的一半以上，动漫服装和动漫出版则分别占据动漫衍生品市场的16%和4%。从国内动漫衍生品行业的发展来看，动漫品牌授权是动漫作品品牌化的重要步骤，目前动漫人物形象应用、动漫情境主题园已成为国内动漫行业的发展方向。当下，国内动漫衍生品市场仍为国外的动漫品牌如迪士尼卡通形象占垄断地位，国产动漫衍生品相对存在竞争力不足。未来，随着国产动漫品牌化及精品化趋势加强，国产动漫衍生品在市场上也将占有重要地位。

从动漫企业分布来看，中国动漫产业形成以广东、上海、北京为首，珠三角、长三角和环渤海地区协同发展的核心区域，包括奥飞娱乐、华强动漫、腾讯动漫、中南卡通、央视动画等为代表的大型企业。

**表 2：中国主要动漫企业 2017 年 1-9 月经营状况**

单位：亿元

企业名称	资产总额	营业收入	净利润	经营范围
奥飞娱乐	85.99	26.45	3.07	动漫、玩具、婴童用品
光线传媒	91.72	15.49	6.48	电影、视频直播、游戏
美盛文化	48.94	6.84	2.97	动漫、游戏舞台剧
长城动漫	14.01	1.58	0.35	炼焦、游戏、动漫
拓维信息	43.37	8.01	1.49	教育服务、手游

数据来源：各公司年报，中诚信证评整理

从动漫行业政策来看，中国动漫产业的发展得到了国家的高度重视和大力支持，成为文化产业的重要组成部分。2006年4月国务院办公厅转发财政部等部门制定的《关于推动中国动漫产业发展的若干意见》，首次从国家层面明确提出发展动漫产业，将动漫中小企业纳入“科技型中小企业技术创新基金”资助范围；2006年8月，《广电总局关于进一步规范电视动画片播出管理的通知》要求自2006年9月1日起17点至20点禁播境外动画片，必须播出国产动画片或国产动画栏目。2008年2月广电总局再次发布《关于加强电视动画片播出管理的通知》将禁播境外动画片时间延长至17点至21点。2012年7月，文化部发布《“十二五”期间国家动漫产业发展规划》，首次单独为中国动漫产业制定规划，中国动漫产业得到迅猛发展。2014年国务院出台《国务院关于推进文化创意和涉及服务于相关产

业融合发展的若干意见》，指出深入挖掘优秀文化资源，推动动漫游戏等产业的优化升级，打造民族品牌。2016年3月，全国人大表决通过了《“十三五”规划纲要》，“十三五”规划提出要构建现代公共文化服务体系；加快发展现代文化产业，加快发展网络视听、移动多媒体、数字出版、动漫游戏等新兴产业，推动出版发行、影视制作等传统产业转型升级；建设现代传媒体系，建设“内容+平台+终端”的新型传播体系，打造一批新型主流媒体和传播载体。2017年2月，文化部颁布了《文化部关于“十三五”时期文化发展改革规划》，提出“加快发展动漫、游戏、创意设计、网络文化等新型文化业态，支持原创动漫创作生产和宣传推广，培育民族动漫创意和品牌，持续推动手机（移动终端）动漫等标准制定和推广，扶持建设国家动漫产业综合示范园区建设等”，表明我国对动漫产业扶持态度。

资金扶持方面，财政部、税务局2013年发布《关于动漫产业增值税和营业税政策的通知》，在增值税、营业税方面给予动漫产业相关的优惠政策。此外，各个地区均设立扶持奖励资金，并发布推动动漫产业发展的意见，以多种形式扶持创作生产，积极推动动漫产业的发展。随着供给侧改革的不断深入，政府将进一步优化消费结构，实现消费品的不断升级，而文化消费是消费结构升级的重要组成部分，政府也将进一步加大对动漫产业的支持力度。

表3：近年来我国动漫行业主要相关政策

时间	政策名称	主要内容
2006年8月	《广电总局进一步规范电视动画片播出管理的通知》	从17点-20点，禁播外国动漫节目，必须播放国产动漫节目。
2008年2月	《广电总局进一步规范电视动画片播出管理的通知》	禁播国外动漫节目的时间段从17点-20点延长至17点-21点。
2012年6月	《“十二五”时期国家动漫产业发展规划》	对包括动漫产业在内的文化产业发展都提出了明确要求和战略部署。首次为动漫产业单独制定五年规划。
2013年2月	《2013年动漫企业认定有关工作的通知》	做好动漫企业认定管理工作，推动动漫产业发展。
2013年6月	《关于组织参加第五届中国国际影视动漫版权保护和贸易博览会的通知》	以动漫版权保护和交易为核心，立足珠三角地区在衍生品生产方面的优势资源，促进动漫产业链资源整合对接、合作。
2013年7月	《推动国产动画电影发展的9条措施》	增加对动画电影创作的扶持，对国产动画电影进行宣传推介和集中营销。
2013年9月	《关于组织好2013年“原动力”中国原创动漫出版扶持项目申报工作的通知》	重点扶持原创动漫图书、音像电子以及少数民族与原文字的动漫作品。
2013年12月	《关于动漫产业增值税和营业税政策的知》	在增值税、营业税方面基于动漫产业相关税收优惠政策。
2014年2月	《国务院关于推进文化创意和设计服务与产业融合发展的若干意见》	推动动漫游戏与虚拟仿真技术再设计、制造等产业领域的集成应用。
2014年7月	《关于组织做好2014年“原动力”中国原创动漫出版扶持计划项目申报工作的通知》	扶持原创动漫作品，推动动漫作品转化为出版产品。
2014年8月	《关于开展2014年弘扬社会主义核心价值观动漫扶持计划申报工作的通知》	评审优秀动漫产业和产品，采用多种形式扶持创作生产，加大推广力度。
2016年3月	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	加快发展现代文化产业，加快发展网络视听，移动多媒体，数字出版、动漫游戏等新兴产业。将包括动漫产业在内的文化产业建成国民经济的支柱产业。
2016年8月	《动漫企业进口动漫开发生产用品税收政策》	自2016年1月1日至2020年12月31日，经国务院有关部门认定的动漫企业自主开发、生产动漫直接产品，确需进口的商品可享受免征进口关税及进口环节增值税的政策。
2017年2月	《文化部关于“十三五”时期文化发展改革规划》	提出“加快发展动漫、游戏、创意设计、网络文化等新型文化业态，支持原创动漫创作生产和宣传推广，培育民族动漫创意和品牌，持续推动手机（移动终端）动漫等标准制定和推广，扶持建设国家动漫产业综合示范园区建设等”。

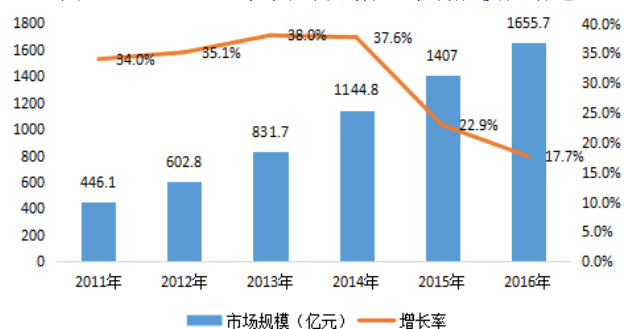
资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总体来看，动漫行业近年来呈现快速增长的趋势，且表现形式多种多样，质量不断提升，与动漫相关的衍生品行业亦蓬勃发展。同时，近年政府也政策和资金扶持方面给予动漫产业较大的支持力度。

### 网络游戏行业概况

网络游戏是指以互联网为传输媒介，以游戏运营商服务器和用户计算机、手机等为处理终端，以游戏的客户端软件或互联网浏览器为信息交互窗口的个体性在线游戏，旨在实现娱乐、休闲、交流和取得模拟成就的目标。2016年中国网络游戏市场实际销售收入达到1,655.7亿元，较2015年增长17.7%，其中，中国自主研发网络游戏市场实际销售收入达到1,182.5亿元，同比增长19.9%，自主研发网络游戏海外市场销售收入达到72.3亿美元，同比增长36.2%。

图5：2011~2016年中国游戏行业市场规模及增速



数据来源：公开资料，中诚信证评整理

按照使用端的不同，网络游戏可以分为客户端游戏、网页游戏和移动网络游戏。客户端游戏是指在电脑上安装相应客户端软件才能进行的网络游戏，是传统的网络游戏形式。网页游戏包括大型网页游戏和社交网页游戏是指基于 HTTP 协议，以 Flash、Java、Unity3D 等网页开发技术为基础，用户只需通过浏览器就可以进行的网络游戏。网页游戏因其加载速度快、游戏时间灵活、使用终端多样

化等特点，近年来受到全球各个地区游戏用户的欢迎从而取得迅速发展。移动网络游戏是以手机、平板电脑等移动终端为载体，通过安装特定软件或直接通过互联网浏览器可以进行的网络游戏。相对于以手机等移动端为载体的单击移动游戏，移动网络游戏在使用过程中需要通过 GPRS、3G、4G、WIFI 网络等联网形式与游戏网络服务器或其他玩家发生互动，以由运营商服务器和用户的手机和平板电脑为处理终端，以游戏客户端软件为信息交互窗口，是一种具有可持续性的个性多人在线游戏。2016 年国家新闻出版广电总局批准出版的国产游戏约 3,800 款，其中移动端游戏约占 92.0%，网页游戏约占 6.0%，客户端游戏约占 2.0%。从销售情况看，2016 年中国客户端游戏市场实际销售收入达到 582.5 亿元，同比下降 4.8%；中国网页游戏市场实际销售收入达到 187.1 亿元，同比下降 14.8%；中国移动游戏市场实际销售收入达到 819.2 亿元，同比增长 59.2%。

从产业链来看，国内移动端游戏和网页游戏的产业链相似，主要包括游戏开发商、游戏运营商、游戏渠道商、支付服务商和游戏用户等。游戏开发商自主完成游戏的开发，然后交于游戏运营商进行游戏的发行、运营和推广，游戏渠道商利用其自身渠道协助游戏运营商进行游戏的推广，使游戏到达游戏用户，游戏用户进行游戏消费，由支付服务商进行收取、结算，并集中支付给游戏开发商、运营商、渠道商。游戏开发商位于产业链最上游，是整个市场的创造者。开发商根据市场需求定制产品的开发计划，组织策划、美工、程序开发等人员按照特定流程进行游戏的初步开发，在经过多轮测试，逐步调整完善直至形成正式的游戏产品。运营商利用自有资源协调游戏开发商、渠道商和支付服务商进行游戏的发行推广、运营分析、收益结算以及客户服务等业务。游戏渠道商依托自身推广渠道向游戏用户提供游戏产品的资讯介绍、运行页面或下载链接等，协助游戏运营商共同完成游戏的推广。目前，游戏主流的推广渠道包括应用商店、应用内平台、游戏厂商内置、搜索引擎、浏览器、社交媒体以及传统媒体等。支付服务方负责向游戏用户提供

游戏产品消费行为的计费支付渠道，现目前主要支付渠道包括三大电信运营商利用其自身通道优势可以实现的话费支付；第三方支付平台如支付宝、快钱、财付通等利用互联网优势可以实现的联网支付；各应用商店提供下载支付服务，先对账户进行充值即可支付。

运营模式方面，网络游戏主要分为自主运营和联合运营两种运营模式。自主运营模式指网络游戏厂商独立完成游戏产品的研发、运营以及推广。联合运营模式指网络游戏开发商与运营商合作运营的商业模式，以实现资源互补。网络游戏开发商提供产品，网络游戏运营商主要提供运营服务以及用户资源的支持。

盈利方面，目前网络游戏行业的盈利模式主要包括以下三种方式：一、按虚拟道具收费、按游戏时间收费和广告收费。按虚拟道具收费（FTP）是指游戏运营商为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而公司的收益来自于游戏内虚拟道具和高级功能模块的销售。玩家注册一个游戏账户后，即可参加公司的游戏而无须支付任何费用。若玩家希望进一步加强游戏体验，则需通过购买游戏点卡并充值到游戏账户中，点卡的面值将按固定的比例折算成游戏的虚拟货币，游戏玩家再用账户中的虚拟货币购买游戏中的虚拟物品来增加经验、技能等从而提升娱乐体验。目前该模式已成为中国网络游戏的主流收费模式，其优势是降低了初级玩家的进入门槛，有利于提升用户的平均消费值。二、按时间收费（PTP），按时间收费是指网络游戏运营商按照玩家的游戏在线时间进行收费，具体又分为计点收费和包月收费两张。所谓计点收费，是指玩家需要先购买点卡，面值不同的点卡对应不同的游戏点数，通过玩家的游戏在线时间来计算，将点数按一定比例转换成小时、分、秒来进行消费。所谓包月消费，是指按照固定时间段来收费的模式，一般按月为单位，这种情况下只需要买一张月卡，就可以在一个月时间内不限时玩游戏，适合在线时间长的玩家。同样，还有年卡、季卡，甚至还有包周卡、包天卡等。目前，这种收费模式的网络游戏逐渐减少。三、游戏内置广告，游戏内

置广告（IGA）是指在游戏中出现的商业广告，以游戏的用户群为基础，通过设定条件，在游戏的适当的时间、适当的位置出现的广告。游戏内置广告主要形式包括：游戏路牌广告，3D 立体物体，特制场景位置的游戏场景内置广告，游戏道具赞助，游戏内文字广播，游登录退出时的弹出广告，及游戏官方网站广告和游戏形象授权等形式。目前，国内采用游戏内置广告的网络游戏主要是网页游戏，市场规模相对较小。

从竞争格局来看，手游是中国游戏产业销售收入最高、增速最快的细分市场，其竞争格局的变化将最大程度地影响未来中国游戏产业的走势与格局。2017 年一季度，中国移动游戏发行商市场份额占比中，腾讯占比最大，达到 41.2%；其次网易达到 28.5%；三七互娱位于腾讯和网易之后，占比 5.1%。由于腾讯拥有渠道优势，不仅发行自研产品，还与众多研发商合作，代理发行；网易凭借研发与流量优势，占比接近 30%。腾讯和网易发行商市场份额合计接近 70%，伽马数据（CNG）预计，游戏行业未来将继续保持向龙头企业集中的趋势，并向更多已取得一定优势的企业集中，最终形成“2+X”的多巨头格局。

表 4：中国主要游戏企业 2016 年经营状况

单位：亿元、%			
企业名称	收入	增速	主要产品
腾讯游戏	1,523.44	48.10	QQ 游戏、王者荣耀、英雄联盟、怪物猎人、刀剑、英雄岛
网易游戏	381.79	67.43	梦幻西游、魔兽世界、星际争霸、英雄三国
三七互娱	52.48	12.69	大天使之剑、武神赵子龙、琅琊榜、拳皇
游族网络	25.30	64.86	魔法天堂、女神联盟、少女三国志
蓝港互动	6.58	21.61	王者之剑、苍穹之剑、神之刃、蜀山战纪
联众	8.72	13.30	德州扑克、斗地主、中国象棋
天神娱乐	16.75	78.02	傲剑、苍穹变、梦幻 Q 仙
智明星通	47.38	51.64	开心农场、阳光牧场

数据来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

此外，近年来网络游戏行业在产品服务、市场渠道等方面已经形成激烈的行业竞争格局。随着互联网娱乐产业内容的多样化与精细化，网络游戏用

户对产品的要求也日趋提高，而部分网游企业在内容上有急功近利的倾向，部分网络游戏显现出明显的同质化趋势，即使是新出现的游戏模式也会在不久以后被各方厂商以各种形式变相模仿。目前，除位于市场前列的大型网络游戏公司外，中小型企业数量众多，实力参差不齐，部分企业虽然可以研发出几款广受市场欢迎的游戏作品，但是综合运营实力欠佳，可持续发展能力较弱。随着市场竞争的家具，中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应，生存空间将收到较大限制。

总体而言，近年我国网络游戏产业稳步增长，相关网络游戏产业渠道也逐渐拓宽，多种盈利模式相互结合，未来发展前景较好。但同时网络游戏行业竞争激烈，游戏开发商需不断发掘市场增长潜力，开拓新游戏领域以维持其竞争地位。

## 竞争优势

### 公司拥有丰富的 IP 资源储备，具备较强的 IP 孵化能力，旗下动漫 IP 在数量、知名度等方面均位居国内前列

近年来奥飞娱乐坚定执行“以 IP 为核心”的发展战略，通过“内容投入”+“市场推广”的紧密结合，积累了丰富 IP 资源储备。公司一方面自主创作了如《铠甲勇士》、《巴拉啦小魔仙》、《超级飞侠》、《火力少年王》和《开心超人》等 IP，另一方面通过收购，整合了如《喜羊羊与灰太狼》、《贝肯熊》、《功夫料理娘》、《雷霆战机》、《魔天记》、《太极鼠》、《雏蜂》、《端脑》、《镇魂街》、《十万个冷笑话》等外部优秀 IP，扩大 IP 资源储备。其中，《喜羊羊与灰太狼》多年保持“中国原创第一品牌”的地位；《铠甲勇士》、《巴拉啦小魔仙》的品牌知名度在 4~12 岁儿童中占据领先地位；《超级飞侠》上线至今国内全网点击量超过 14 亿，成为 K12<sup>1</sup>领域动漫 IP 中的新秀。2015 年公司并购整合了北京四月星空网络技术有限公司（以下简称“四月星空”）旗下的有妖气原创漫画梦工厂（以下简称“有妖气”），极大丰富了其 IP 资源。通过

<sup>1</sup> 是 kindergarten through twelfth grade 的简写，是指从幼儿园（Kindergarten，通常 5-6 岁）到十二年级（grade 12，通常 17-18 岁）。

“外延+内生”的方式，奥飞娱乐的 IP 不断扩张，并在泛娱乐平台中多维度地提升其品牌知名度和影响力。

此外，奥飞娱乐旗下原创动漫工作室达 10 多个，包括明星动画、狼烟动画、太极鼠等，持续为公司培育原创动漫 IP。另外，公司收购的有妖气是国内领先的原创漫画平台，在 K12 以上领域拥有丰富的 IP 资源，截至 2017 年 9 月末，有妖气平台所连载的漫画作品超过 40,000 部，月活跃读者超过 120 万，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（用户原创内容）模式为奥飞娱乐注入源源不断的 IP 孵化能力。

### 公司玩具主业稳定增长，同时积极布局以 IP 为核心涵盖动漫、玩具、婴童、游戏、授权、媒体、电影等一体的泛娱乐生态系统

奥飞娱乐以玩具制造起家，目前已成为中国动漫玩具行业的龙头企业，且玩具业务仍是其最主要的收入和利润来源。公司在早期实行“动漫传播+玩具销售”运作模式，随动漫影视片的热播同步推出相应动漫玩具，同时在各地举办比赛等宣传推广活动，推动玩具销售。公司持续运营 IP 玩具包括《火力少年王 1》+悠悠球、《战斗王 EX》+陀螺、《啦啦小魔仙》+啦啦女孩玩具、《闪电冲线》+遥控车、《铠甲勇士》+勇士装备、《战龙四驱》+四驱车、《翼空之巅》+手指滑板等，2016 年玩具业务营业收入为 19.32 亿元，近三年年均复合增长率为 10.61%，占营业收入的 57% 以上。2015 年，公司推出学龄前动画系列《超级飞侠》并取得市场良好反响，2016 年公司推出第二季并配套增加相关玩具产品，随着 IP 持续孵化与成熟运营，公司动漫玩具业务将维持较快增长。2016 年公司全资收购北美领先的婴童出行及耐用品公司 Baby Trend Inc.（以下简称“美国 BT”）以及其国内主要产品供应商东莞金旺儿童用品有限公司（以下简称“东莞金旺”），扩展婴童产品品类，产业链布局进一步延伸，使得当年婴童产品业务收入同比大幅增长 400%。未来公司结合奥飞的 IP 资源，不断升级母婴大产业链，该板块业务将成为重要的盈利增长点。

经过多年发展，公司已构建以 IP 为核心涵盖动漫、玩具、婴童产品、游戏、授权、媒体、电影等的多元产业格局，形成各产业相互协同、深入发展的泛娱乐生态圈。公司的 IP 资源可进行多方位、多角度、多轮次立体开发为电影、游戏、动画、电视剧、网络剧等文化内容衍生品，提升和放大 IP 品牌价值。公司具备优秀的动漫形象运营能力及产业渠道，以 IP 为核心，通过影视扩大 IP 知名度和影响力，再通过相关线下衍生品（玩具、婴童服饰）、线上互动娱乐产品（游戏），线上线下销售、流水分成、授权等方式实现 IP 变现，多元变现渠道使得公司 IP 价值最大化；同时动漫、玩具、婴童产品、游戏、授权、媒体、电影等多元化产业布局全面提升公司整体竞争实力。

### 业务运营

奥飞娱乐是国内第一家上市动漫企业，主营业务涵盖玩具、动漫影视、游戏、婴童产品及媒体等其他业务。近年来公司发展迅速，业务规模持续增长。2014-2016 年，公司实现营业收入分别为 24.30 亿元、25.89 亿元和 33.61 亿元，年均复合增长率为 17.61%；同期营业毛利率分别为 49.83%、53.38% 和 49.42%，整体有所波动。从各板块情况来看，2016 年玩具、动漫影视、婴童用品、游戏和其他业务分别实现收入 19.32 亿元、5.82 亿元、5.20 亿元、1.76 亿元和 1.50 亿元，占营业收入比重分别为 57.50%、17.33%、15.46%、5.25% 和 4.46%。另 2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 26.45 亿元，毛利率为 49.27%。

表 5: 2014~2017.Q3 公司营业收入构成情况

业务板块	2014			2015			2016			2017.Q3		
	营业收入	毛利率	收入占比	营业收入	毛利率	收入占比	营业收入	毛利率	收入占比	营业收入	毛利率	收入占比
玩具业务	15.79	42.83	65.00	16.16	55.14	62.41	19.32	55.45	57.50	14.35	53.76	54.25
动漫影视业务	3.69	59.08	15.18	4.22	45.19	16.30	5.82	46.46	17.33	3.38	57.46	12.78
婴童业务	0.85	36.70	3.51	1.04	42.01	4.02	5.20	32.76	15.46	6.97	37.77	26.36
游戏业务	3.08	85.09	12.68	2.91	88.40	11.26	1.76	79.63	5.25	0.61	81.43	2.30
其他业务	0.88	26.02	3.63	1.55	-0.70	6.00	1.50	5.46	4.46	1.14	21.75	4.31
<b>合计</b>	<b>24.30</b>	<b>49.83</b>	<b>100.00</b>	<b>25.89</b>	<b>53.38</b>	<b>100.00</b>	<b>33.61</b>	<b>49.42</b>	<b>100.00</b>	<b>26.45</b>	<b>49.27</b>	<b>100.00</b>

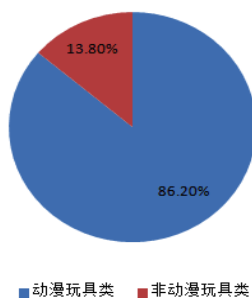
资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

### 玩具业务

玩具制造业务是公司的传统业务, 也是其营业收入的最主要来源。公司玩具业务的运营主体主要为公司本部、广东奥迪动漫玩具有限公司及汕头奥迪玩具有限公司。

公司通过自主创作或授权开发生产制造玩具产品, 产品类型包括动漫玩具及非动漫玩具, 动漫玩具产品主要包括喜羊羊玩具、火力少年王悠悠球、战斗王之飓风战魂陀螺、巴拉啦小魔仙女孩人偶和装备玩具、铠甲勇士人偶和装备玩具、超级飞侠变形和模型玩具等自主创作的动漫形象相关衍生品, 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, 开创多产业联动营销模式, 并为动漫玩具申请了多个外观设计专利。非动漫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, 已在国内婴童玩具市场中建立了较高的品牌美誉度。此外, 公司不断探索智能玩具产品开发, 已启动智能玩具的设计、研发及制作, 并与多家人工智能领先企业建立战略联盟, 以“IP+智能”战略理念为消费者带来更多创新体验产品。

图 6: 2016 年公司玩具产品收入构成情况



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2014~2016 年公司玩具业务实现营业收入分别为 15.79 亿元、16.16 亿元和 19.32 亿元, 其中动漫玩具收入分别为 12.56 亿元、11.33 亿元和 16.66 亿元。公司持续运营的动漫 IP 玩具包括《铠甲勇士》、《巴拉啦小魔仙》、《喜羊羊与灰太狼》和《火力少年王》等相关配套玩具, 2015 年公司推出学龄前动画系列《超级飞侠》, 并取得市场良好反响, 当年超级飞侠相关总收入(包括玩具、影视、授权等)接近 2 亿元; 2016 年公司推出该部作品第二季, 配套增加相关玩具产品, 随着《超级飞侠》IP 的持续孵化与成熟运营, 有望带动公司玩具业务继续维持较快增长速度。非动漫玩具方面, 2014~2016 年公司非动漫玩具收入分别为 3.23 亿元、4.83 亿元和 2.67 亿元, 占玩具业务收入比重分别为 20.45%、29.89%和 13.80%。公司拥有国内知名的“澳贝”、“奥迪双钻”、“雷速登”、“翼飞冲天”等玩具品牌, 其中澳贝玩具主要是针对 0~3 岁婴幼儿开发出的益智玩具, 有床铃、运动型产品等, 重点培育婴幼儿的触觉、视觉和听觉。

表 6: 2014~2017.Q3 公司非动漫玩具销售占比情况

项目	单位: %			
	2014	2015	2016	2017.Q3
婴幼儿玩具	81.55	87.11	79.07	73.24
遥控车	16.23	17.00	7.31	0.08
飞机类	1.54	0.00	-	22.85
其他	0.68	-4.11	13.62	3.82
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售渠道方面, 公司玩具产品主要是通过经销商、家乐福和沃尔玛等第三方商城, 以及网上直销等渠道进行销售。公司已建立起从经销商到分销

商、到终端零售商的 3 级营销渠道，产品已在全国 2 万多家百货商场、卖场和玩具销售店销售。2013 年以来公司还加强销售渠道扁平化管理，一方面降低了中间商销售渠道占比，使得回款周期相对较长的终端零售客户数量增加；另一方面通过下沉经销商层级的方式给予现有部分大型零售商更长的回款周期，不断提高对渠道掌控力度，维护公司品牌形象。线上渠道方面，公司 2012 年底成立电商事业部，加大线上渠道拓展步伐。2014 年公司成功抢占玩具线上渠道销售领导地位，电商销售额同比增长 400%，随着市场渠道互联网化，公司通过网上直营的玩具销售收入占比逐年上升，2014~2016 年占比分别为 2.50%、3.85%和 4.92%。

**表 7：2014~2017.Q3 公司玩具销售渠道占比情况**

单位：%

项目	2014	2015	2016	2017.Q3
网上直营	2.50	3.85	4.92	4.84
第三方商场	0.91	5.40	7.59	9.21
经销商	96.59	90.75	87.49	85.94
<b>合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

生产方面，公司在汕头拥有 3 个玩具生产基地，其中本部工业园拥有 2 个玩具生产基地，占地面积 7 万平方米；新工业园拥有 1 个玩具生产基地，占地面积 6.8 万平方米。对于玩具初级产品，公司外包给长期合作的 20 余家代工厂。公司玩具产品原材料主要以塑胶原料、电子配件、五金件及包装材料等组成，塑胶原料和包装材料占主要部分。截至 2016 年末，公司玩具原材料供应商前五名采购额占采购总额的 10.85%，原材料供应商集中度较低。公司原材料运费由供应商承担，账期通常为 2 个月；对于部分塑胶原料，公司在价格低位时提前备货。

**表 8：2016 年公司玩具业务前五名供应商情况**

单位：万元、%

供应商名称	采购额	占比
第一名	4,143.44	2.65
第二名	3,469.94	2.22
第三名	3,270.64	2.09
第四名	3,251.79	2.08
第五名	2,823.50	1.81
<b>合计</b>	<b>16,959.31</b>	<b>10.85</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外业务方面，公司海外销售（包括香港）涉及地区或国家包括东南亚、欧美、港台地区、东北亚、中东、南亚等，出口产品以内销主导产品为参照，并根据海外市场的实际情况挑选合适的产品投放目标市场。公司海外市场的销售模式较为多样，在东南亚、台湾、香港、印度等地实行代理制，即在当地以播放动漫影视片和举行地面活动的形式促进产品在当地的销售；在欧洲、中东、大洋洲等新开发区域，主要以传统的贸易模式与代理制相结合的方式，逐步渗透当地市场。2015 年，公司加大拓展海外市场的力度，在洛杉矶、波士顿、伦敦、巴黎、雅加达、首尔、曼谷等均设有分支机构，海外业务覆盖超过 40 个国家或地区。此外，公司旗下知名 IP“火力少年王”所改编的国际版《火力少年王》动画片于 2015 年 11 月 13 日在美国探索家庭频道（Discovery Family Channel）播出，亦将带动相关玩具衍生品在美国市场的销售。2016 年，公司在美国洛杉矶新设国际设计和营销中心，提升产品创新能力，2016 年海外玩具销售收入同比增长 138.21%。

总体来看，近年来公司动漫类玩具及非动漫类玩具销售收入均保持逐年增长态势，其中动漫类玩具依靠 IP 影响力，在玩具业务总收入中占主要部分。未来公司将继续依靠其丰富的 IP 储备及销售渠道的优化，进一步提升玩具业务收入规模。

## 动漫影视业务

公司动漫影视业务已实现从创意、制作到市场推广完整的运作体系，部分加工制作环节对外委托加工，但核心环节均由公司自主完成。公司动漫影视产品的收入模式分为动漫影视片节目发行收入和授权费收入两种形式，前者主要是发行动漫影视作品的收入，后者指公司就策划制作并已播放的动漫影视作品授权客户采用其动漫影视作品中的形象、品牌等的商品，按商品销售额的一定比例收取的形象授权费。2014~2016 年公司动漫影视业务收入分别为 3.69 亿元、4.22 亿元和 5.82 亿元，近三年年均复合增长率为 25.59%。

公司的动漫影视产品包括动漫电影和动漫电视剧两部分。具体来看，动漫电影收入主要为动漫

电影票房分账收入、网络及电视等非院线的发行收入、影片贴片广告收入及版权收入等，同时动漫电影对公司动漫玩具业务能起到一定推介作用。公司动漫电影项目通过内部委员会审查，确定财务预算、主创人员、发行目标及影片档期等，经国家广电总局批准电影摄制许可后，进行影片的制作，最后与院线达成放映协议并进行影片放映前的宣传推介工作。动漫电视剧方面，公司动漫电视剧收入主要为向电视台销售的动漫电视剧电视播映权收入，与动漫电影类似，动漫电视剧除了从电视台获得收入外，亦可促进其动漫玩具的销售。公司动漫电视剧项目经内部委员会审查通过，确定财务、主创人员和销售目标，进而开始电视的制作及预售，最终完成后制作并提交国家广电总局进行内容审查，通过后确认收入并向电视台进行后续销售。

公司深耕动漫影视产业，积累了丰富的经验与行业优势。2014~2016年，公司分别推出10部、16部和13部动漫影视片，近三年年均产能接近一百万分钟，在二维与三维动画创意、制作水平方面均保持行业领先地位。公司积极进行动漫电影的开发，持续开发了《喜羊羊与灰太狼》、《铠甲勇士》、《巴啦啦小魔仙》和《十万个冷笑话》等多部动漫电影作品，2016年公司推出《巨神站击队》、《爆裂飞车》、《零速争霸》、《巴啦啦小魔仙》、《欢乐大联盟》等10多部动画、特摄剧及其续集。截至2017年9月末，公司正在制作的动漫影视片共26部，主要包括《十万个冷笑话第三季》、《菊叔5岁画》、《贝肯2》等，储备较为充足。

表9：2014~2016年公司制作完成的主要动漫影视片

		单位：分钟
项目	名称	节目时长
动漫电视剧	电视剧 1	1,560
动漫电视剧	电视剧 2	1,200
动漫电视剧	电视剧 3	1,560
动漫电视剧	电视剧 4	1,560
动漫电视剧	电视剧 5	1,200
动漫电视剧	电视剧 6	900
动漫电视剧	电视剧 7	900
动漫电视剧	电视剧 8	520
动漫电视剧	电视剧 9	1,196
动漫电视剧	电视剧 10	-
动漫电视剧	电视剧 11	1,144
动漫电视剧	电视剧 12	338
动漫电视剧	电视剧 13	1,000
动漫电视剧	电视剧 14	-
动漫电视剧	电视剧 15	-
动漫电视剧	电视剧 16	1,248
动漫电视剧	电视剧 17	920
动漫电视剧	电视剧 18	572
动漫电视剧	电视剧 19	572
动漫电视剧	电视剧 20	338
动漫电视剧	电视剧 21	360
动漫电视剧	电视剧 22	900
动漫电视剧	电视剧 23	156
动漫电视剧	电视剧 24	156
动漫电视剧	电视剧 25	900
动漫电视剧	电视剧 26	900
动漫电视剧	电视剧 27	340
动漫电视剧	电视剧 28	598
动漫电影	电影 1	90
动漫电影	电影 2	90
动漫电影	电影 3	93
动漫电影	电影 4	86
动漫电影	电影 5	86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 10：截至 2017 年 9 月末公司正在制作的主要动漫作品

单位：分钟

项目	集数	节目时长
作品 1	52	520
作品 2	120	100
作品 3	12	240
作品 4	15*60	900
作品 5	8*26	208
作品 6	8*26	208
作品 7	未定	未定
作品 8	15*60	900
作品 9	26	22
作品 10	26	23
作品 11	26	22
作品 12	26	22
作品 13	26	13
作品 14	26	13
作品 15	26	23
作品 16	1	90
作品 17	1	90
作品 18	1	90
作品 19	1	90
作品 20	1	90
作品 21	1	90
作品 22	1	90
作品 23	1	90
作品 24	1	90
作品 25	1	90
作品 26	1	90
<b>合计</b>	<b>377</b>	<b>4,204</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司动漫影视业务以 IP 为核心。随着 IP 矩阵与泛娱乐产业运营一体化战略深化，公司持续加大对动漫影视内容创作的投入。截至 2016 年末，公司已形成以《喜羊羊与灰太狼》、《巴拉啦小魔仙》、《铠甲勇士》、《超级飞侠》、《贝肯熊》等 6 大精品 IP 为核心的 K12 领域动漫 IP；同时为进一步将公司 IP 矩阵延伸至全年龄段用户，公司于 2016 年 2 月收购四月星空 100% 股权，以整合旗下的有妖气平台，目前公司拥有《十万个冷笑话》、《镇魂街》、《端脑》、《雏蜂》等 4 大核心成年领域动漫 IP，全年龄段 IP 矩阵丰富。截至 2016 年末，公司拥有的 IP 数量达到 7,300 个，较 2015 年增加

1,494 个。依靠其在 K12 领域的影响力及 IP 储备优势，未来公司动漫影视收入仍有较为良好的保障。

## 婴童业务

公司婴童产品收入主要来源于子公司广东衣酷文化发展股份有限公司（以下简称“衣酷文化”）的棉品系列产品以及上海祥同科技股份有限公司（以下简称“祥同科技”）的童鞋系列产品。2014~2015 年公司婴童产品收入分别为 0.85 亿元和 1.04 亿元，其中 2014 年由于婴童产品市场竞争较为激烈，导致当年婴童产品收入下滑；2015 年受益于电商渠道销售量的增加，其婴童产品业务收入实现反弹，同比增长 22.16%。2015 年 10 月，衣酷文化、祥同科技定向增发股份并申请在全国中小企业股份转让系统挂牌，导致公司的持股比例降低。公司将其从子公司转为联营单位，不再纳入合并范围。

2016 年 4 月，公司全资收购北美领先的婴童出行及耐用品公司美国 BT 及其国内主要产品供应商东莞金旺，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，销售网络亦从国内市场扩展至海外市场，使得 2016 年公司婴童产品业务收入同比大幅增长 400% 至 5.20 亿元。

BT 公司主要从事婴儿车、安全座椅、高餐椅等儿童用品开发和销售，拥有两个独立品牌“Baby Trend”和“MUV”。2016 年美国 BT 组合产品、婴儿车、安全座椅和餐椅的销量分别为 38.29 万件、28.94 万件、33.96 万件和 22.92 万件，主要客户为美国沃尔玛、美国 Toys R Us、Target、美国亚马逊等几大零售商和网络销售商，收入来源较为稳定。

公司婴童业务以 IP 为链接，通过“内生+并购”的方式在品牌、品类、市场等方面进行扩张。公司依托美国 BT 的品牌、创意、技术与渠道等资源，结合奥飞的 IP 资源，一方面促进了婴童益智玩具、耐用品、出行用品等多品类产品的共同研发，拓展国内市场；另一方面推动用户资源共享、海内外渠道共享，升级母婴大产业链。随着该板块业务的不断成熟，将成为公司未来重要的盈利增长点。

## 游戏业务

2014年，公司通过收购手游研发商北京爱乐游信息技术有限公司（以下简称“爱乐游”）和上海方寸信息科技有限公司（以下简称“方寸科技”）100%股权涉足游戏业务，参股端游及网游开发商广州叶游信息技术有限公司（以下简称“叶游信息”）等企业完成手游、端游布局。公司的游戏业务主要集中在游戏研发方面，其研发的游戏产品由发行商支付版权金后，在各大游戏平台上推广和运营。

公司游戏业务运营模式分为代理合作模式、联营运营模式、自主运营模式三种。代理合作模式系公司将游戏授权给如网易、腾讯等发行运营商代理运营，通过独家授权，部分优质产品可以先获取一笔版权金，后续在持续产生的充值流水中按照协议约定比例获得分成；联营运营模式系公司绕过发行运营商，直接与渠道商进行对接，由于减少了中间发行商的渠道，公司能获得更高的分成比例；自主运营模式系公司打造自己游戏官方服务平台，通过自主研发或代理形式不断推出游戏产品，吸引大量玩家群体进入游戏，沉淀为自有用户。

公司目前游戏业务板块收入主要来自于游戏流水渠道分成收入以及官方服务器自运营游戏用户流水充值收入。在收入分成方面，游戏产品采用下载免费/下载收费、道具收费等模式，取得的收入在研发商、发行商、平台商及支付服务商之间进行分配，对于游戏用户的充值收入，游戏发行商会扣除渠道成本（iOS端为30%，其他渠道平均为50%），然后根据一定比例支付给游戏研发商，通常为充值收入的20%-25%之间。

截至2016年末，公司游戏板块涵盖16家游戏研发公司，专注于手游、端游、休闲类、修仙类及重度型等多重游戏研发、发行及运营。公司推出了《雷霆战机》、《怪物X联盟》及《魔天记》等多款游戏，取得了较好的市场业绩，部分产品获得了众多市场消费者的认可，其中爱乐游研发的《雷霆战机》于2014年登陆微信，上线一年稳占iOS畅销榜前五名，累计注册用户超过1亿，且公司提前一年完成利润业绩对赌目标。此外，2015年9月公司成立游戏发行公司广州卓游信息科技有限公司，

开启游戏发行业务，推动游戏研运一体化，着力提升游戏板块的整体运营效益；并于2016年投资日本新生代最大出版社角川集团旗下的角川游戏及与韩国知名游戏公司NCsoft达成战略合作，以推动海外游戏产品在国内市场的发行。

公司收购的广州叶游信息技术游戏公司（以下简称“广州叶游”）业绩承诺为2015年、2016年、2017年净利润不低于750万元、950万元、950万元，实际2015年及2016年净利润分别为899万元、-3,252.89万元。鉴于广州叶游未完成业绩承诺，少数股东同意将其持有目标公司40%的股权按1元的价格或者法律法规允许的最低价格全部转让给公司，以作为广州叶游未能实现2016年业绩承诺的相应补偿。

2014~2016年公司游戏业务实现营业收入分别为3.08亿元、2.91亿元和1.76亿元，2015~2016年公司未推出人气突出的游戏，且2014年推出的手游《雷霆战机》热度退潮，收入下滑明显。公司近期已调整游戏业务的定位，利用IP方的人脉资源优势，与外部第三方联合开发产品，降低自身的研发投入与项目失败对业绩带来的冲击。

表 11：公司已推出游戏情况

单位：万元				
游戏	推出时间	研发成本	收入	类型
游戏 1	2013	306	332	自研游戏
游戏 2	2016	333	361	自研游戏
游戏 3	2015	202	187	自研游戏
游戏 4	2017	802	768	联合开发
游戏 5	2017	696	427	自研游戏
游戏 6	2016	-	1,903	代理发行
合计	-	-	3,977	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 12：截至 2017 年 9 月末公司研发游戏情况

单位：万元				
游戏	推出时间	研发预算	收入	类型
游戏 1	2018.4	1,500	355	MOBA
游戏 2	2019	500	140	卡牌
游戏 3	2018.3	800	90	卡牌
合计	-	2,800	585	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司游戏业务板块收入有所下滑，但其仍对营业收入形成一定补充；未来公司

将在游戏领域发挥 IP 联动效应,推动游戏业务持续快速发展。同时中诚信证评关注到,被收购公司能否达到业绩承诺存在较大的不确定性。

### 其他业务

公司其他业务主要为媒体业务及真人影视业务,此外还包括信息服务类业务、设计及制作类业务、培训类业务、表演类业务等。

媒体业务方面,公司积极强化媒体业务板块,通过电视媒体与互联网媒体的综合运营,搭建“线上”、“线下”多屏传播平台。目前公司已建立“嘉佳卡通+爱看动漫+魔屏+布卡”囊括电视、移动端动漫媒体渠道。公司控股的广东嘉佳卡通影视有限公司(以下简称“嘉佳卡通”)在全国 6 大少儿卡通卫视频道中排名第三,2015 年嘉佳卡通收视率取得较大突破,一方面依托奥飞娱乐在 K12 领域强大的动漫内容创作能力与多年沉淀的深厚用户基础,另一方面嘉佳卡通转型专注大型综艺节目价值挖掘,节目制作能力快速提升。在互联网媒体领域,公司控股国内领先的移动漫画平台魔屏,参股国内领先的儿童动漫视频移动平台爱看动漫乐园和移动漫画 APP 运营商布卡漫画,截至 2016 年末公司互联网渠道影响和控制的平台日均活跃量超过千万人次。

表 13: 公司媒体渠道分类

类别	名称	说明
电视媒体	嘉佳卡通	国内第三大卡通频道
互联网媒体	魔屏	国内领先的移动漫画平台
互联网媒体	有妖气	国内最大的漫画原创平台
互联网媒体	布卡	移动漫画 APP
互联网媒体	爱看漫画乐园	国内领先儿童漫画视频平台

资料来源:公司官网,中诚信证评整理

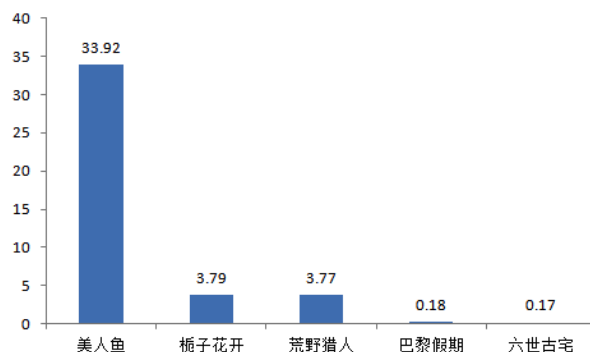
真人影视方面,公司于 2014 年成立奥飞影业投资(北京)有限公司(以下简称“奥飞影业”),正式涉足真人影视领域。公司从参投国内外电影项目的制作环节切入,依托公司现有 K12 领域的 IP 矩阵、“有妖气”平台的 IP 资源以及其他多形态的 IP 资源,进行剧本改编的二次创作。在影片制作环节,公司以主导或参投的形式参与制作,根据预定模式分享影片票房收益。对于主导项目以及部分参投项目,公司可根据协议约定进行相关衍生品开发,获得 IP 后端的价值增量。2016 年公司成立剧业板块,

基于“有妖气”的漫画 IP 资源,与影视制作团队、发行渠道等合作进行真人连续剧创作。连续剧作品通过网络视频平台、电视台等媒体渠道播出,公司主要取得连续剧发行收入。

2016 年,奥飞影业获得《电影发行经营许可证》,逐步夯实了公司电影发行能力。截至 2016 年末,公司参投的《美人鱼》斩获票房 33.9 亿元成为中国票房之冠;《荒野猎人》获得奥斯卡多项大奖,国内上映取得 3.77 亿元票房;青春偶像剧《栀子花开》获得总票房 3.79 亿元。2016 年,奥飞影业实现收入 16,630.73 万元,净利润 306.99 万元。

图 7: 截至 2016 年末公司参投电影票房情况

单位:亿元



资料来源:公司提供,中诚信证评整理

值得注意的是,公司近年加大对外投资力度,除 2014 年收购多家游戏公司、2015 年收购北京四月星空网络技术有限公司、2016 年收购美国 BT 和东莞金旺并纳入合并报表范围外,公司还参投了多家文化产业公司。截至 2017 年 9 月末,公司商誉为 27.57 亿元,主要系收购资讯港管理有限公司、爱乐游、方寸信息、四月星空、美国 BT 和东莞金旺等公司产生的商誉。由于投资标的大部分为早期或成长阶段的企业,企业发展面临较大不确定性,公司可能面临较大的商誉减值风险,并可能对其盈利能力和资产质量产生负面影响,中诚信证评将对公司投资企业的盈利能力保持关注。

总体而言,奥飞娱乐已形成了以 IP 为核心涵盖动漫、玩具、婴童、游戏、授权、媒体、电影等一体的泛娱乐生态系统。公司利用 IP 的多层次开发以及各业务之间的联动性,开展“玩具+动漫+游戏”的交互式运营,凭借其丰富的 IP 储备,公司在玩具及动漫影视行业具备较强的竞争优势;同时公司积极

开拓婴童产品、媒体经营和真人影视等业务，整体业务呈持续快速发展。但同时中诚信证评亦注意到，公司商誉规模较大，需持续关注其相关投资项目的盈利情况。

## 公司治理

### 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》等相关法律、法规、规范性文件的要求建立了健全的法人治理结构，坚持依法运作，公司章程明确规定了股东大会、董事会、监事会和经营层的权限、职责和义务。自公司成立以来，公司股东大会、董事会、监事会均能按照有关法律、法规和《公司章程》的规定独立有效运作。股东大会是公司的最高权力机构，董事会是公司常设决策机构，公司董事会对股东大会负责。公司共设有董事 7 名，其中独立董事 3 名，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事会设董事会秘书 1 人，由董事长提名，经董事会聘任或解聘。监事会为公司内部的最高监督层，依法、独立地对公司生产经营情况、财务状况以及公司董事、高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督，目前公司监事会由 3 名监事组成，其中监事会主席 1 人，职工代表监事 1 人。

### 内部管理

根据经营发展的实际需要、完善符合自身经营特点的管理体系、加强内部监督管理的力度，公司建立了一系列较为完善的内部管理制度。

在货币资金管理上，各级公司的资金，由总公司财务管理部负责统筹安排、财务总监审批，以“安全、高效”为管理目标，各级公司和部门必须给予支持及配合。预算方面，各级公司预算年度的资金支出，按照经批准的“年度经营预算”及其资金预算执行；各级公司各月实际运作中的各项资金开支，严格按照经批准的“月度资金计划执行”，不得擅自变动用途或超支。同时公司严格遵守收支两条线原则、责任管理以及不相容岗位相互分离、制约和监督。

在财务管理上，公司贯彻“财权相对集中，分级授权管理”的财务管理体系，在集中领导下，按分管权限及责任对财务收支进行核算、管理和监督。股东大会、董事会、监事会按照《公司法》等相关法律法规及公司章程的规定，对公司财务行使相关职权。

在对外投资管理上，公司设立了严格的对外投资决策流程及审批程序。公司股东大会、董事会、投资决策委员会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资做出决策。对控股子公司、参股公司的财务管理和会计核算，严格按照公司财务管理制度办理；对股票、基金、债券及期货投资必须依照制度规定的审批权限及审批程序取得批准后方可实施。

在担保管理方面，公司担保业务坚持平等、自愿、公平、诚信、互利、审慎的原则，依法担保、规范运作，由公司财务部统一管理，公司对外担保须经经过董事会或股东大会审议，公司对控股子公司以外的单位提供担保必须采用反担保等必要措施防范风险。

总体看来，公司已建立了较健全的治理结构和管理体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 战略规划

经过 20 多年的发展，奥飞娱乐已基本形成了以 IP 为核心，集动漫、玩具、婴童、游戏、授权、媒体和电影等一体的泛娱乐生态系统。公司秉承开放的心态，在内容制作、形象授权、产品研发、科技等领域建立了优质的合作伙伴阵容，未来将围绕“内容为王”、“互联网化”、“国际化”和“科技化”的发展战略，聚焦“精品、变现、效率”，进一步强化精品 IP 阵容，持续加强公司的核心竞争力与可持续发展能力。具体如下：1、持续构建与完善泛娱乐 IP 开发平台和 IP 衍生产业生态；2、加速公司“内容为王、互联网化、国际化、科技化”发展战略落地，继续巩固和发展在泛娱乐产业平台的差异化优势布局；3、加速机制变革和人才激励，全面激活公司各产业群价值释放与协同效应。

总体来看，公司经营战略主要围绕 IP 开展泛娱

乐行业发展战略，并根据其自身经营实际制定符合其自身发展的战略规划，其发展战略有望逐步实现。

## 财务分析

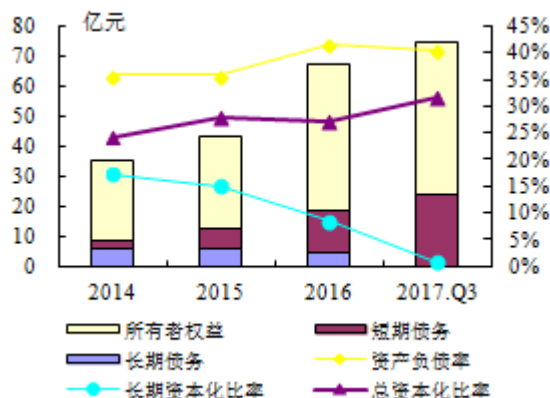
以下财务分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的2014~2016年审计报告以及未经审计的2017年三季度财务报表。

### 资本结构

随着业务规模及合并范围的扩大，公司资产总额逐年增长，2014~2016年末公司总资产分别为41.10亿元、48.09亿元和83.66亿元，近三年年均复合增长率达42.67%。与此同时，公司负债规模亦逐年上升，近三年分别为14.73亿元、17.22亿元和34.76亿元，年均复合增长率为53.62%。自有资本方面，受益于公司利润的持续积累和股票定向增发，其自有资本实力提升较快。同期末公司所有者权益合计分别为26.37亿元、30.87亿元和48.90亿元，近三年年均复合增长率为36.18%。另截至2017年9月30日，公司总资产为85.99亿元，总负债为34.92亿元，所有者权益合计51.07亿元。

财务杠杆方面，2014~2016年末及2017年9月末，公司资产负债率分别为35.85%、35.81%、41.55%和40.61%；同期总资本化率分别为24.23%、28.04%、27.27%和31.52%，整体财务杠杆水平相对合理，未来随着投资并购力度不断加大，公司财务杠杆比率或将进一步上升。

图8：2014~2017.Q3 奥飞娱乐资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，近年来公司收购多家网络、

玩具、游戏及婴童用品公司使得商誉和存货大幅增加，其流动资产比重不断降低。2014~2016年末及2017年9月末，公司流动资产分别为21.98亿元、21.00亿元、31.92亿元和32.20亿元，占期末资产总额的比重分别为53.48%、43.67%、38.16%和37.45%。流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货等组成。具体来看，截至2016年末，公司货币资金为7.88亿元，同比上升91.79%，主要系2016年收到非公开发行股票募集资金及从股东处取得借款所致；其中受限资金合计0.24亿元，占比3.05%。同期末，公司应收账款为6.45亿元，同比下降12.11%，主要系2016年公司收回较多按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款所致；计提坏账准备0.22亿元，计提比例为3.36%，账龄主要以1年以内为主。预付账款主要为支付给制片方的影片制作费，随着公司对影视剧投资增加，其预付账款增长较快，2016年末达3.99亿元，同比增长23.41%。2016年末公司其他应收款为1.21亿元，同比下降26.69%，主要为股权转让款、押金及保证金和往来款，账龄以1年以内为主；其中其他应收款前五名合计金额为0.78亿元，占比61.64%，集中度较高。同期末，公司存货为11.95亿元，同比大幅增长175.24%，主要系公司并购资产及影视片存货增加所致，主要由库存商品和原材料构成，两者分别占比75.60%和14.33%。另截至2017年9月末，公司货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货分别为7.10亿元、6.58亿元、4.96亿元、0.91亿元和12.23亿元。

非流动资产方面，2014~2016年末及2017年9月末，公司非流动资产分别为19.12亿元、27.09亿元、51.74亿元和53.78亿元，分别占期末资产总额的46.52%、56.33%、61.84%和62.55%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、商誉和无形资产构成。其中，截至2016年末，公司可供出售金融资产为8.56亿元，同比增加125.55%，主要系公司新增对广东明星创意动画有限公司、北京诺亦腾科技有限公司、北京光年无限科技有限公司和无锡超导影视制作有限公司等多家公司共计4.77亿元的股权投资所致；同期末公司长期股权投资为5.42亿

元,同比增长 64.10%,主要系公司新增对北京灵龙文化发展有限公司、北京爱乐游文化发展有限公司、Funny Flux Entertainment、上海颖立文化传媒有限公司等多家公司共 3.11 亿元的股权投资所致;商誉为 26.00 亿元,较上年末增加 118.42%,主要系当年合并四月星空、东莞金旺和美国 BT 增加的商誉所致;无形资产为 5.14 亿元,同比增长 63.23%,主要系 2016 年公司购买土地使用权和并购著作权等所致。另截至 2017 年 9 月末,公司可供出售金融资产、长期股权投资、商誉和无形资产分别为 9.77 亿元、4.84 亿元、27.57 亿元和 5.14 亿元。

从负债结构来看,公司负债主要由应付账款及有息债务构成。截至 2016 年末,公司应付账款余额为 4.91 亿元,同比增长 167.10%,主要为收购东莞金旺导致应付供应商款项的大幅增长。有息债务方面,2014~2016 年末,公司总债务规模分别为 8.43 亿元、12.03 亿元和 18.34 亿元,债务规模持续增长;同期末长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.54 倍、1.19 倍和 3.07 倍,其短期债务占比呈上升趋势,债务期限结构有待优化。另截至 2017 年 9 月末,公司应付账款为 4.08 亿元,有息债务为 23.51 亿元,长短期债务比为 63.23 倍。其中,2017 年 9 月末公司短期债务大幅上升,主要系公司发行的“12 奥飞债”和“17 奥飞娱乐 CP001”即将于 2018 年到期,短期债务相应大幅增长所致,公司短期偿债压力较大。

总体来看,近年来公司不断加大影视动漫的制作投入及产业链并购投资力度,资产及负债规模均逐年上升,未来随着投资并购力度不断加大,公司财务杠杆比率或将进一步上升。此外,公司有息债务以短期债务为主,债务结构与其影视动漫制作及发行周期不甚匹配,短期偿债有所加大。

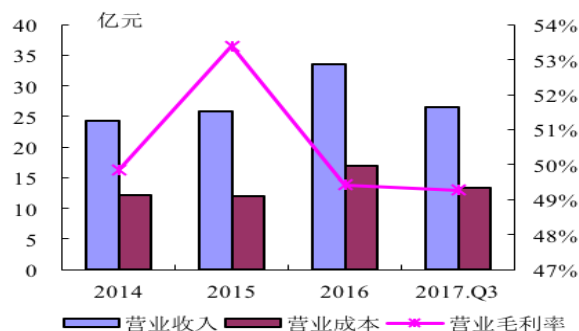
## 盈利能力

近年来公司玩具业务稳步增长,同时其动漫影视业务、游戏业务、电视媒体业务及婴童用品业务均实现良好发展,整体营业收入实现较快增长。2014~2016 年,公司营业收入分别为 24.30 亿元、25.89 亿元和 33.61 亿元,年均复合增长率为 17.60%。此外,近年来公司积极开展境外(含香港)

业务,2016 年实现境外营业收入 10.10 亿元,占总营业收入的 30.05%,同比大幅增长 138.21%。

从营业毛利率来看,近三年公司营业毛利率呈波动态势,分别为 49.83%、53.38%和 49.42%,整体保持较高水平。分板块来看,2016 年公司玩具业务板块毛利率为 55.45%,较上年增加 0.31 个百分点,主要系公司销售渠道持续优化所致;同期公司动漫影视业务板块毛利率为 46.46%,较上年增加 1.27 个百分点;游戏业务板块毛利率为 79.63%,较上年减少 8.77 个百分点,但仍维持在较高水平;婴童产品业务板块毛利率为 32.76%,较上年减少 9.25 个百分点,主要系海外婴童产品毛利率水平较低所致;而设计及制作类、信息服务类等其他业务尚处起步阶段,毛利率波动较大,2016 年公司其他业务板块毛利率为 5.46%,较上年增加 6.16 个百分点。另 2017 年 1~9 月,公司实现营业收入 26.45 亿元,毛利率为 49.27%。

图9: 2014~2017.Q3奥飞娱乐收入成本分析



资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

期间费用方面,2014~2016 年及 2017 年 1~9 月,公司期间费用分别为 7.54 亿元、9.32 亿元、12.38 亿元和 10.90 亿元,主要由销售费用和管理费用构成。其中,2016 年公司销售费用和管理费用分别为 5.87 亿元和 5.98 亿元,较上年同期分别增长 36.51%和 25.10%,主要系随着公司经营规模的不断扩大,相应的广告费用、职工薪酬、推广促销费、展示费及研发费用有所增加。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月,公司期间费用占营业收入的比重分别为 31.02%、36.01%、36.83%和 41.22%,期间费用上升较快,对利润造成一定侵蚀,其期间费用控制能力有待加强。

表14: 2014~2017.Q3奥飞娱乐期间费用分析

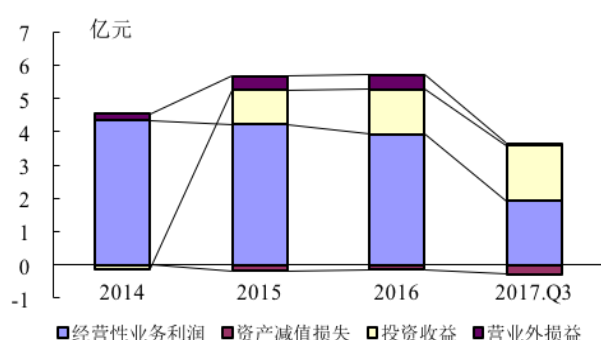
单位: 亿元

	2014	2015	2016	2017.Q3
销售费用	3.66	4.30	5.87	4.71
管理费用	3.67	4.78	5.98	5.46
财务费用	0.21	0.25	0.53	0.74
三费合计	7.54	9.32	12.38	10.90
营业总收入	24.30	25.89	33.61	26.45
三费收入占比 (%)	31.02	36.01	36.83	41.22

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月, 公司经营性业务利润持续减少, 分别为 4.35 亿元、4.22 亿元、3.93 亿元和 1.92 亿元, 主要系期间费用增长较快所致; 同期, 公司投资收益有所增长, 分别为-0.11 亿元、1.04 亿元、1.35 亿元和 1.68 亿元, 主要系公司处置长期股权投资取得的投资收益。综上, 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月, 公司实现利润总额分别为 4.42 亿元、5.50 亿元、5.63 亿元和 3.58 亿元, 扣除相关所得税后取得净利润分别为 4.13 亿元、4.81 亿元、4.77 亿元和 3.07 亿元, 同期所有者权益收益率分别为 15.65%、15.57%、9.76% 和 8.02%。

图10: 2014~2017.Q3奥飞娱乐利润总额构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司玩具及动漫影视主营业务突出, 近年来营业收入持续增长且毛利率处于较高水平; 且近年公司通过出售长期投资获得的投资收益对其利润形成一定补充, 整体盈利能力较强。但值得注意的是, 近年来公司期间费用迅速攀升, 经营性业务利润持续减少, 须对其期间费用控制能力保持关注。

## 偿债能力

从债务规模来看, 截至 2017 年 9 月末, 公司总债务规模为 23.51 亿元, 其中短期债务 23.14 亿元, 长短期债务比为 63.23 倍, 主要系公司发行的“17 奥飞娱乐 CP001”和“12 奥飞债”即将于 2018 年到期, 短期债务相应大幅增长所致。

现金流方面, 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月, 公司经营性现金流净额分别为 5.23 亿元、-0.97 亿元、1.86 亿元和 0.84 亿元, 呈现一定波动性。其中 2015 年经营性净现金流为负主要系公司当年增加新的业态而产生较大的经营性现金流出, 尤其是海外市场现金流出较多; 此外, 近年来公司开展销售扁平化, 使得其收款方式发生转变, 销售回款有所减少。

获现能力方面, 近年来公司盈利能力持续提升, 经营获现能力较好, 2014~2016 年公司实现 EBITDA 分别为 5.41 亿元、6.55 亿元和 6.89 亿元。同期, 公司总债务/EBITDA 分别为 1.56 倍、1.84 倍和 2.66 倍, 2016 年公司总债务/EBITDA 较高主要系当期债务增加较多所致; EBITDA 利息保障倍数分别为 14.25 倍、15.19 倍和 13.43 倍, 整体来看, 公司经营所得对其债务本息的保障程度良好。

表15: 2014~2017.Q3奥飞娱乐偿债能力分析

	2014	2015	2016	2017.Q3
短期债务 (亿元)	2.95	6.54	13.83	23.14
总债务 (亿元)	8.43	12.03	18.34	23.51
经营活动净现金流 (亿元)	5.23	-0.97	1.86	0.84
EBITDA (亿元)	5.41	6.55	6.89	-
总债务/EBITDA (X)	1.56	1.84	2.66	-
EBITDA 利息倍数 (X)	14.25	15.19	13.43	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.62	-0.08	0.10	0.05
经营活动净现金流/利息支出 (X)	13.76	-2.24	3.62	-
资产负债率 (%)	35.85	35.81	41.55	40.61
总资本化率 (%)	24.23	28.04	27.27	31.52

注: 2017 年三季度经营活动净现金流/总债务指标经年化处理;

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2017 年 9 月末, 公司担保余额为 3.23 亿元, 主要是公司对全资子公司广东奥飞实业有限公司、奥飞影业 (香港) 有限公司以及香港奥飞娱乐有限公司的担保。

财务弹性方面，公司与各金融机构保持良好合作关系，截至 2017 年 9 月末，公司共获得商业银行授权额度总额为 20.21 亿元，尚未使用额度为 9.19 亿元，整体具备一定的备用流动性。

总体而言，近年来公司加大动漫影视的制作投入和并购投资力度，债务水平随之增长。考虑到公司拥有丰富的 IP 资源储备，并逐步形成了以 IP 为核心涵盖动漫、玩具、婴童、游戏等一体的泛娱乐生态系统，收入规模持续增长，盈利能力及获现能力较强，可对其到期债务本息的偿付形成良好保障。

## 结 论

综上，中诚信证评评定奥飞娱乐股份有限公司主体信用级别为 **AA**，评级展望为稳定；评定“奥飞娱乐股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用级别为 **AA**。

## 关于奥飞娱乐股份有限公司 2018年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

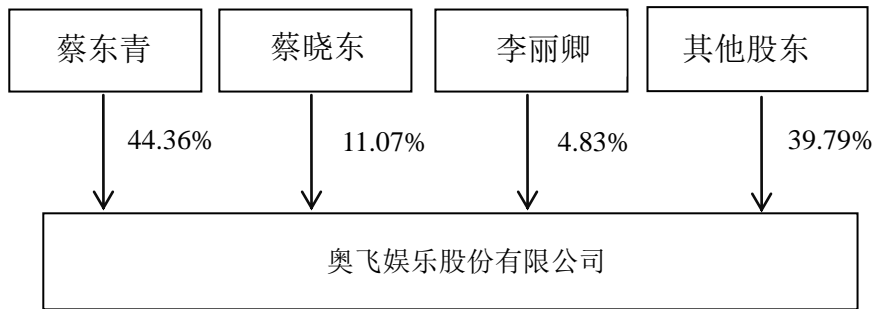
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

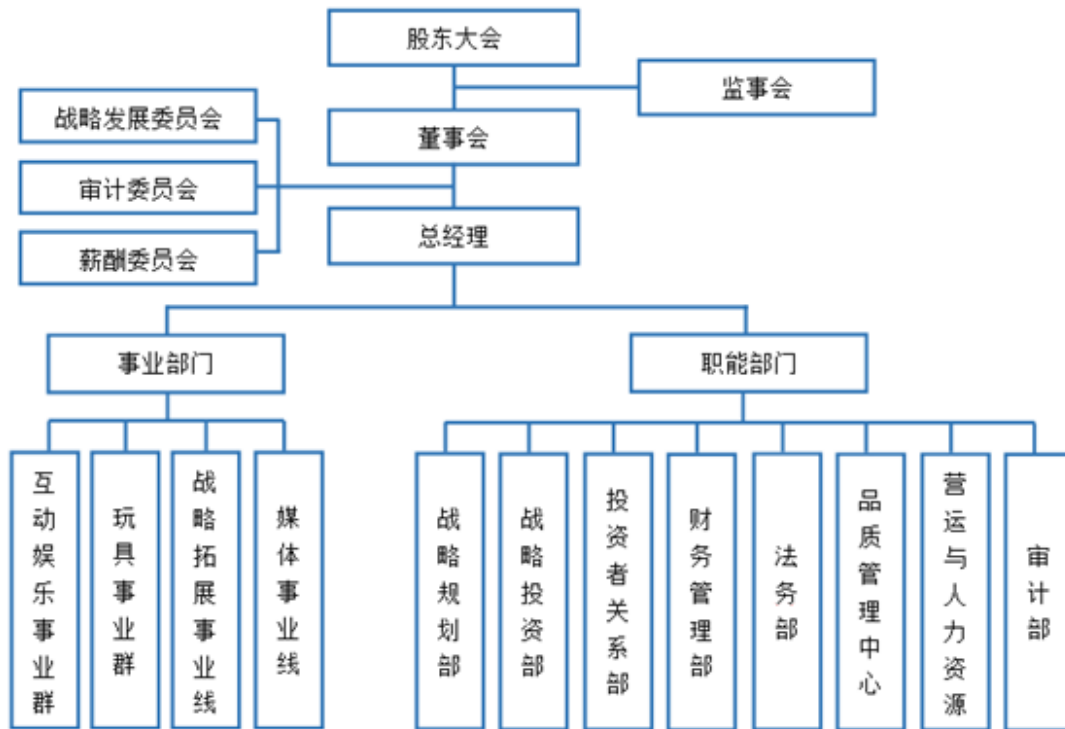
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：奥飞娱乐股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



附二：奥飞娱乐股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 9 月 30 日）



**附三：奥飞娱乐股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q3
货币资金	91,388.73	41,110.58	78,826.55	71,005.75
应收账款净额	34,348.68	73,335.85	64,451.69	65,804.01
存货净额	41,215.40	43,428.88	119,532.60	122,323.45
流动资产	219,816.38	210,026.44	319,226.01	322,005.70
长期投资	21,615.82	70,966.00	139,773.78	146,038.66
固定资产合计	26,763.48	25,587.54	33,524.27	33,674.59
总资产	411,006.62	480,928.69	836,621.35	859,855.20
短期债务	29,488.27	65,392.67	138,337.89	231,411.12
长期债务	54,807.16	54,860.85	45,052.84	3,659.71
总债务（短期债务+长期债务）	84,295.43	120,253.52	183,390.73	235,070.83
总负债	147,334.67	172,243.54	347,597.66	349,183.55
所有者权益（含少数股东权益）	263,671.95	308,685.15	489,023.69	510,671.65
营业总收入	242,967.32	258,917.08	336,066.84	264,541.37
三费前利润	118,831.89	135,445.24	163,053.01	128,203.98
投资收益	-1,091.33	10,361.31	13,507.58	16,762.15
净利润	41,256.68	48,070.46	47,717.43	30,714.34
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	54,145.59	65,507.02	68,927.17	-
经营活动产生现金净流量	52,277.39	-9,661.55	18,595.10	8,434.68
投资活动产生现金净流量	-82,302.95	-69,998.29	-144,002.44	-38,064.86
筹资活动产生现金净流量	42,871.26	30,542.28	160,058.31	24,314.80
现金及现金等价物净增加额	12,502.43	-48,760.44	36,613.38	-6,068.91
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q3
营业毛利率（%）	49.83	53.38	49.42	49.27
所有者权益收益率（%）	15.65	15.57	9.76	8.02
EBITDA/营业总收入（%）	22.29	25.30	20.51	-
速动比率（X）	2.19	1.45	0.76	0.61
经营活动净现金/总债务（X）	0.62	-0.08	0.10	0.05
经营活动净现金/短期债务（X）	1.77	-0.15	0.13	0.05
经营活动净现金/利息支出（X）	13.76	-2.24	3.62	-
EBITDA 利息倍数（X）	14.25	15.19	13.43	-
总债务/EBITDA（X）	1.56	1.84	2.66	-
资产负债率（%）	35.85	35.81	41.55	40.61
总债务/总资本（%）	24.23	28.04	27.27	31.52
长期资本化比率（%）	17.21	15.09	8.44	0.71

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2017年三季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标均经年化处理；

3、2014~2016年末及2017年9月末公司总债务中已剔除一年内到期的非流动负债中非计息项，其他流动负债中计息部分已调整至短期债务。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
<b>AA</b>	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
<b>A</b>	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
<b>BBB</b>	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
<b>BB</b>	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
<b>B</b>	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
<b>CCC</b>	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。