



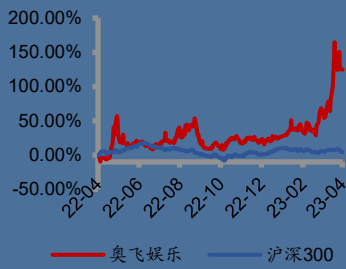
Research and
Development Center

以 IP 为核心的泛娱乐产业链生态圈，构筑内容创作企业护城河

— 奥飞娱乐（002292.SZ）首次覆盖报告

2023 年 4 月 26 日

冯翠婷 传媒互联网及海外首席分析师
执业编号：S1500522010001
联系电话：17317141123
邮箱：fengcuiting@cindasc.com

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
奥飞娱乐 (002292. SZ)
投资评级 **买入**
上次评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价	9.36
52 周内股价	3.47-10.47
波动区间 (元)	
最近 20 日涨跌幅 (%)	48.57%
总股本 (亿股)	14.79
流通 A 股比例 (%)	100%
总市值 (亿元)	138.41

资料来源：万得，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

奥飞娱乐 (002292. SZ)：以 IP 为核心的泛娱乐产业链生态圈，构筑内容创作企业护城河

2023 年 4 月 26 日

本期内容提要：

◆**以 IP 为核心的泛娱乐产业链生态圈。**公司以“发展民族动漫文化产业，让快乐与梦想无处不在”为使命，历经三次转型升级，成功打造了以 IP 为核心，集动漫、玩具、婴童、授权、媒体、影视、游戏等一体的泛娱乐产业链系统，实现了从精品 IP 打造到全产业链变现的运作模式。

◆**优化产品结构降本增效，疫情防控调整后整体形势向好。**从各项产品收入表现来看，公司婴童用品、玩具销售和影视类产品收入规模较大，2022 年上半年收入分别达 6.36 亿元、4.75 亿元和 1.47 亿元，占比分别为 47.8%、35.7%和 11.0%。从各项产品毛利率来看，影视类产品毛利率最高，2022 年上半年为 61.2%；玩具销售和婴童用品 2022 年上半年毛利率分别为 34.6%和 25.1%。2023 年随着疫情防控措施优化调整，政策着力稳投资促消费，消费端和生产端经济活动有望逐步恢复正常。

◆**内容创作推动文化产业发展，IP 持续诞生推动文化消费。**IP 是 AI 科技革命后内容进入高速发展期的核心竞争力。拥有强 IP 的公司在 2013-2015 年传媒行情中有着更强的泛娱乐业务变现红利。IP 授权为文化产业发展搭建了充满活力的桥梁，在国产 IP 的持续诞生下，新创意、新业态与新投资不断出现，为国内文化消费创造了新的需求与动能。AI+影视，AI+游戏，AI+虚拟形象等细分赛道都需要优质 IP 的支持。同时，各类多模态大模型的预训练也需要海量、高质量、正版版权的内容加持，AI 或将放大内容版权的价值。作为以 IP 为核心发展内容业务的公司，IP 的储备和开发能力是公司的核心竞争力。公司多年来持续打造并积累了众多优质 IP 资源，构建了覆盖各年龄段的 IP 矩阵，包括“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“萌鸡小队”、“啦啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“贝肯熊”、“巨神战击队”、“爆裂飞车”、“飓风战魂”、“火力少年王”等知名 IP。

◆**2023 年基本面有望整体向好，未来关注 AI+IP 领域发展空间。**2023 年，公司持续打造各 IP 新片作品，预计将于 2023 年内上映《超级飞侠》首部大电影和《贝肯熊 3》；玩具业务方面，结合新动画播片，公司将推出相关潮流玩具产品；婴童业务方面，海运费下降叠加 babytrend 产品提价，婴童用品毛利贡献增加，整体来看较为乐观。2023 年 4 月，奥飞娱乐旗下北京光年无限科技有限公司（图灵机器人）发布首个儿童版 ChatGPT 产品“智娃”，“智娃”通过 AI 大模型 TuringMM 大幅提升 NLP 能力，包括儿童知识域问答、上下文对话理解、儿童学习任务、儿童内容 AIGC 等。公司与“智娃”在儿童 IP 和内容层面进行对接，有望共同推动 AI+IP 的产业化落地。未来关注 AI+IP 结合，如 AI+虚拟形象、AI+动画电影制作以及 AI+玩具机器人等方面的应用，奥飞娱乐作为国内动漫 IP 龙头，有望受益于 AIGC 主题估值提升。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司营业收入有望保持增长，22-24 年营业收入分别为 26.69/29.70/33.88 亿元，同比增长 0.9%/11.3%/14.1%，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 -1.49/1.39/3.90 亿元，同比分别增长 64.4%/193.2%/181.3%。根据相对估值，2023 年可比公司估值倍数区间为 26.88-37.71，考虑到奥飞娱乐业务属性多样、主营业务复苏态势明显、以及公司电影板块弹性较大，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**股票交易异常波动、归母净利润亏损、行业政策变化、市场竞争加剧、IP 孵化周期长、动漫影视类业务收入存在较大不确定性等。

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,368	2,644	2,669	2,970	3,388
同比(%)	-13.2%	11.7%	0.9%	11.3%	14.1%
归属母公司净利润	-450	-417	-149	139	390
同比(%)	-474.9%	7.4%	64.3%	193.2%	181.3%
毛利率(%)	31.3%	26.3%	30.1%	38.1%	43.1%
ROE(%)	-14.0%	-12.9%	-4.8%	4.3%	10.8%
EPS (摊薄)(元)	-0.30	-0.28	-0.10	0.09	0.26
P/E	—	—	—	99.90	35.52
P/B	4.30	4.27	4.48	4.29	3.82

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 25 日收盘价

投资聚焦

► 我们了解到公司历经三次转型升级，多年来持续打造并积累了众多优质 IP 资源，构建了覆盖各年龄段的 IP 矩阵，包括“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“萌鸡小队”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“贝肯熊”、“巨神战击队”、“爆裂飞车”、“飓风战魂”、“火力少年王”等知名 IP，具备一定的影响力。

► 公司具备成熟的 IP 商业化运作能力，能对不同类型的 IP 进行精细分类，并根据其定位选择合适的商业化发展路径和变现方式。公司坚定围绕以 IP 为核心，内容为王，精品化、数字化、国际化的“1+3”发展战略，精品 IP 资源可开发为动画、电影、短视频、音频、游戏等不同形式的文化内容，通过电视媒体、院线、短视频平台、音频内容平台等多元化媒体渠道进行快速的品牌化传播、扩大 IP 影响力，并依托全产业链优势开启玩具衍生品、婴童用品、潮玩手办、IP 授权、主题商业等多渠道联动变现模式，实现 IP 价值最大化。

► 公司作为国内动漫 IP 龙头，依托全产业链优势实现 IP 价值最大化，我们认为公司未来的增长点有：

- 1) 预计将于 2023 年内上映《超级飞侠》首部大电影和《贝肯熊 3》，影片的推出有望为玩具销售提供正向拉力，公司玩具业务收入增长确定性较高。
- 2) 婴童业务围绕拓展品类、深度降本、提升利润的经营策略开展工作，循序渐进开拓欧洲市场、南美市场等国际线业务，力争保持稳定增长趋势。
- 3) 公司与“智娃”在儿童 IP 和内容层面进行对接，有望共同推动 AI+IP 的产业化落地。

目录

一、公司概况：以 IP 为核心的泛娱乐产业链生态圈	6
1、发展历程：三次业务转型升级，围绕 IP 进行全产业链开发	6
2、公司股权结构：实际控制权由创始人兼董事长蔡东青掌握	6
3、公司业绩：优化产品结构降本增效，疫情防控调整后整体形势向好	7
二、行业分析：内容创作推动文化产业发展，IP 持续诞生推动文化消费	8
1、内容创作推动文化产业发展，动漫行业迎来新的增长点	8
2、授权商品销售额连续五年增长，IP 持续诞生推动文化消费	9
三、公司业务：以 IP 为核心的动漫文化产业生态	11
1、IP+产业”的商业闭环，构建覆盖各年龄段的 IP 矩阵	11
3、高效的 IP+全产业链运营平台，多渠道联动变现模式实现价值最大化	12
4、2023 年基本面有望整体向好，未来关注 AI+IP 领域发展空间	13
四、盈利预测、估值与投资评级	14
五、风险因素	15

表目录

表 1 奥飞娱乐 IP 矩阵	11
表 2 收入拆分及盈利预测（百万元）	14
表 3 可比公司估值	14

图目录

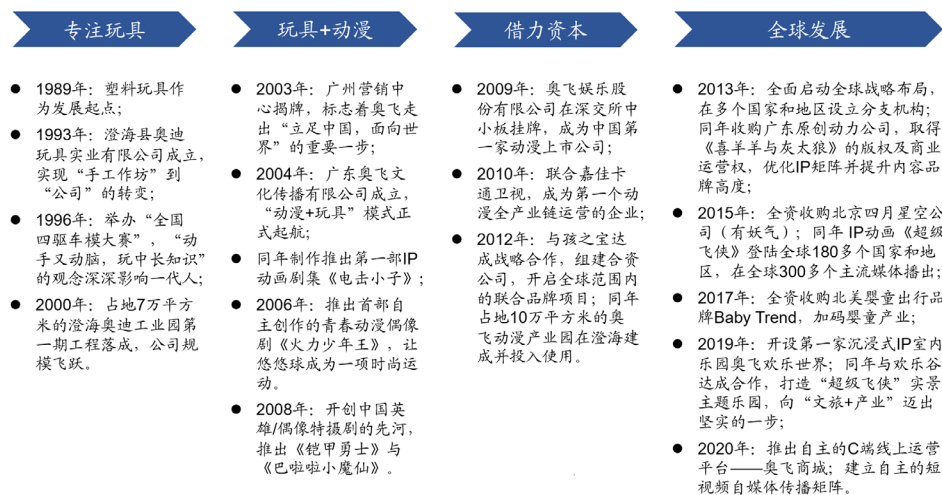
图 1：奥飞娱乐公司发展历程	6
图 2：奥飞娱乐公司股权结构图	7
图 3：2022 上半年主营业务构成	7
图 4：2017-2022H1 奥飞娱乐分产品毛利率变化	7
图 5：2017-2022Q3 奥飞娱乐营业收入变化（亿元，%）	8
图 6：2017-2022Q3 奥飞娱乐归母净利润变化（亿元，%）	8
图 7：2016-2022 年文化及相关产业企业营业收入（亿元，%）	9
图 8：2018-2022 年内容创作生产企业营业收入（亿元，%）	9
图 9：2018-2022 年授权商品零售额变化（亿元，%）	9
图 10：2018-2022 年授权金规模变化（亿元，%）	9
图 11：2022 年授权业务主要合作模式	9
图 12：公司主要 IP 影视作品	12

一、公司概况：以 IP 为核心的泛娱乐产业链生态圈

1、发展历程：三次业务转型升级，围绕 IP 进行全产业链开发

秉承“为新生代创造快乐与梦想”的使命，公司历经三次转型升级，不断超越自我，实现创新发展。**第一阶段公司专注玩具**，以塑料玩具为发展起点，1993 年澄海县奥迪玩具实业有限公司成立，实现“手工作坊”到“公司”的转变；**第二阶段公司探索“动漫+玩具”模式**，2004 年成立奥飞文化，推出第一部 IP 动画剧集《电击小子》，并于 2006 年推出首部自主创作的青春动漫偶像剧《火力少年王》，让悠悠球成为一项时尚运动；**第三阶段公司借力资本**，于 2009 年在深交所中小板挂牌，成为中国第一家动漫上市公司，随后联合嘉佳卡通卫视，实现动漫全产业链运营；**第四阶段公司致力于实现全球发展**，2013 年公司全面启动全球战略布局，在多个国家和地区设立分支机构，2015 年公司 IP 动画《超级飞侠》登陆全球 180 多个国家和地区，在全球 300 多个主流媒体播出，2017 年全资收购北美婴童出行品牌 Baby Trend，加码婴童产业。

图 1：奥飞娱乐公司发展历程

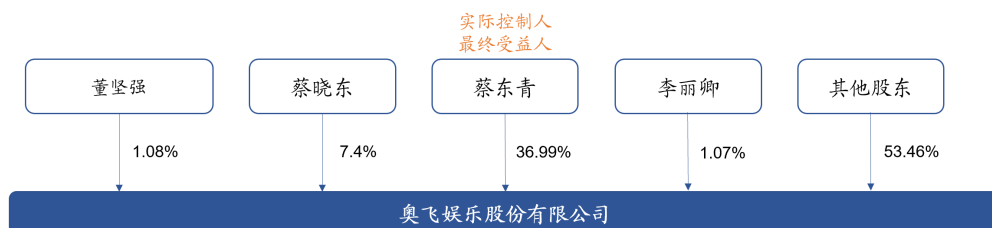


资料来源：奥飞娱乐公众号，信达证券研发中心

公司经过多年发展，从简单的制造与授权到原创并围绕 IP 进行全产业链开发，打造与积累了众多知名的 IP 形象，并通过多样化的媒体传播途径使 IP 渗透到动漫、游戏、影视、文学等多个文化产业领域。公司旗下拥有原创动力、狼烟动画、太极鼠等 10 多个原创动漫工作室，已打造出覆盖全年龄段的精品 IP 矩阵：其中包括面向 K12 人群的“喜羊羊与灰太狼”、“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”、“超级飞侠”、“开心超人”等 IP；面向青少年以及全年龄段人群的“十万个冷笑话”、“端脑”、“雏蜂”、“镇魂街”、“贝肯熊”、“太极鼠”、“功夫料理娘”等 IP。除了不断打造并培育众多知名 IP 之外，奥飞积极进行泛娱乐全产业链开发，目前已构建以 IP 为核心，集小说、漫画、动画、电影为一体的内容生态，以及横跨媒体、玩具、消费品、教育、主题乐园等板块的产业平台。

2、公司股权结构：实际控制权由创始人兼董事长蔡东青掌握

从股权结构来看，公司创始人兼董事长蔡东青持股比例 36.99%，为公司第一大股东，也是公司实际控制人和最终受益人；蔡东青的弟弟副董事长、总经理蔡晓东持股 7.4%，为公司第二大股东；蔡东青的母亲李丽卿为公司第四大股东，持股比例 1.07%，三者为一致行动人，其余以公共股东和机构持股为主。

图 2：奥飞娱乐公司股权结构图


资料来源：企查查，信达证券研发中心

3、公司业绩：优化产品结构降本增效，疫情防控调整后整体形势向好

公司始终致力于打造以 IP 为核心的动漫文化产业生态，依托 IP+全产业链运营优势，打造集动画、玩具、婴童、授权、潮玩、主题乐园等业务为一体的运营平台。公司专注于动漫 IP 及其内容的创作、传播和运营，以及玩具衍生品、婴童产品的研发、生产和销售，其核心主营业务涵盖内容业务、玩具业务、婴童业务等。

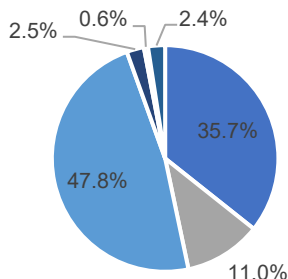
(1) 内容业务：内容业务主要包括内容创作、媒体发行、IP 授权以及动画电影等业务，覆盖创意研发、制作到发行传播、市场推广、IP 运营等完整环节。

(2) 玩具业务：玩具业务主要分为 K12 儿童玩具和潮玩手办。K12 儿童玩具主要包括动漫 IP 玩具和品类玩具两大类。

(3) 婴童业务：婴童业务主要为北美一线婴童品牌“babytrend”和中国母婴品牌“澳贝”的研发和销售，产品包括婴儿推车、汽车安全座椅、睡床、餐椅、学步车、玩具、纸品、室内游乐等核心品类。

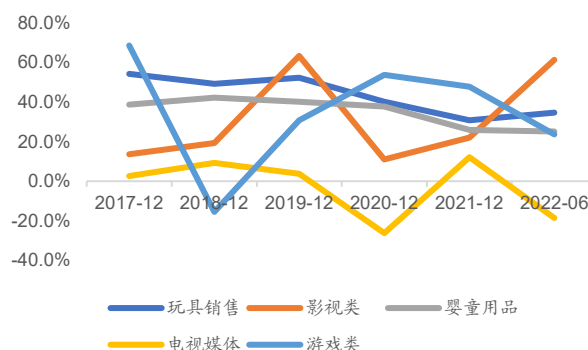
从各项产品收入表现来看，公司婴童用品、玩具销售和影视类产品收入规模较大，2022 年上半年收入分别达 6.36 亿元、4.75 亿元和 1.47 亿元，占比分别为 47.8%、35.7%和 11.0%。

从各项产品毛利率来看，影视类产品毛利率最高，2022 年上半年为 61.2%；玩具销售和婴童用品 2022 年上半年毛利率分别为 34.6%和 25.1%。

图 3：2022 上半年主营业务构成


■ 玩具销售 ■ 影视类 ■ 婴童用品 ■ 电视媒体 ■ 游戏类 ■ 其他类

资料来源：奥飞娱乐 2022 年半年度报告，信达证券研发中心

图 4：2017-2022H1 奥飞娱乐分产品毛利率变化


资料来源：奥飞娱乐年度报告，信达证券研发中心

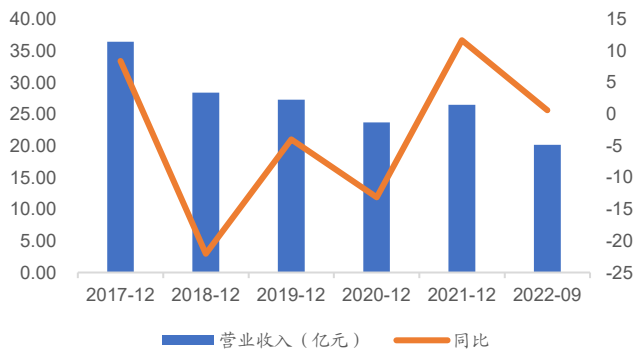
2021 年公司实现营业收入 26.4 亿元，同比增长 11.7%；归母净利润 4.2 亿元，同比增长
 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

7.4%。

2022 年上半年国内部分重点城市遭遇疫情反复，区域内相关企业停工停产，导致公司上游供应商、物流运输及销售等环节都受到不同程度的影响；同时国际环境依然复杂严峻，疫情持续、地缘政治动荡及各国的高通胀等问题导致海运价格、大宗原材料价格等仍处于相对高位；以上因素对公司婴童、玩具业务造成一定影响。为此，公司积极采取一系列针对性举措，主要围绕提升产品价格、优化产品结构、持续降本增效等方面降低相关因素造成的影响并逐步取得成效。2022 年前三季度公司实现营业收入 20.17 亿元，归母净利润-0.12 亿元，其中第三季度单季度实现归母净利润 0.15 亿元。公司 2022 年前三季度整体经营业绩已有改善，营业收入以及归母净利润较去年同期有所增长，并在二、三季度均实现正向利润，经营发展趋势向好。据公司 2022 年业绩预告，2022 年公司预计归母净利润亏损 1.3-1.7 亿元，主要是由于国内多地因疫情采取相关管控措施，导致出现物流运输受阻、人员流动出行减少以及市场消费需求减弱等情况，对公司日常经营造成较大影响。

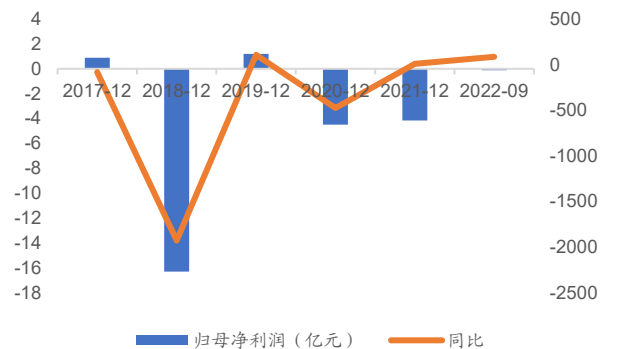
2023 年随着疫情防控措施优化调整，政策着力稳投资促消费，消费端和生产端经济活动有望逐步恢复正常。内容业务方面，公司持续打造各 IP 新片作品，预计将于 2023 年内上映《超级飞侠》首部大电影和《贝肯熊 3》；玩具业务方面，结合新动画播片，公司将推出相关潮流玩具产品；婴童业务方面，海运费下降叠加 babytrend 产品提价，婴童用品毛利贡献增加，整体来看较为乐观。

图 5: 2017-2022Q3 奥飞娱乐营业收入变化 (亿元, %)



资料来源: 奥飞娱乐年度报告, 信达证券研发中心

图 6: 2017-2022Q3 奥飞娱乐归母净利润变化 (亿元, %)



资料来源: 奥飞娱乐年度报告, 信达证券研发中心

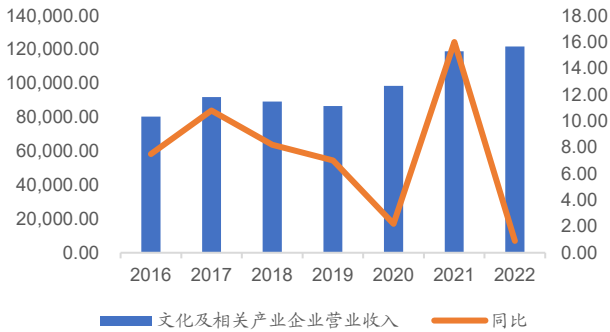
二、行业分析：内容创作推动文化产业发展，IP 持续诞生推动文化消费

1、内容创作推动文化产业发展，动漫行业迎来新的增长点

文化产业在近年来国家的大力支持下发展迅猛，随着 Z 时代经济逐渐独立，以内容创作为主的动漫产业也逐步成为文化产业发展的重要引擎。根据国家统计局对全国 6.9 万家规模以上文化及相关产业企业调查数据显示，2022 年，文化企业实现营业收入 121805 亿元，同比增长 0.9%，行业整体发展稳定。分行业类别看，2022 年内容创作生产企业实现营业收入 26168 亿元，同比增长 3.4%，占文化产业营业总收入的 21.5%，成为文化产业发

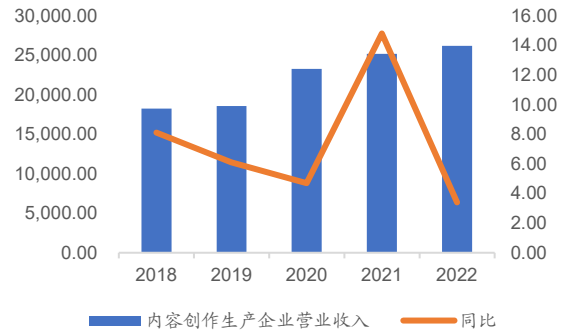
展的主要推动力。在国家一系列推进文化产业发展的政策支持下，顺应媒体渠道发展多元化，我国动漫行业正迎来新的增长点。

图 7：2016-2022 年文化及相关产业企业营业收入（亿元，%）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：2018-2022 年内容创作生产企业营业收入（亿元，%）

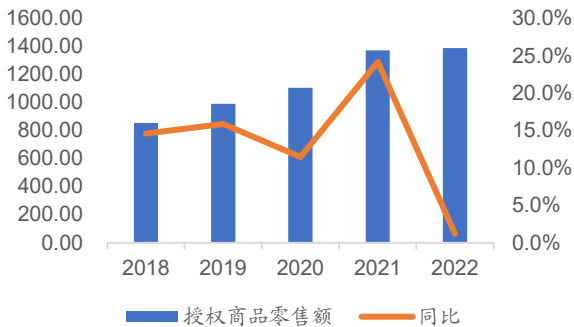


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2、授权商品销售额连续五年增长，IP 持续诞生推动文化消费

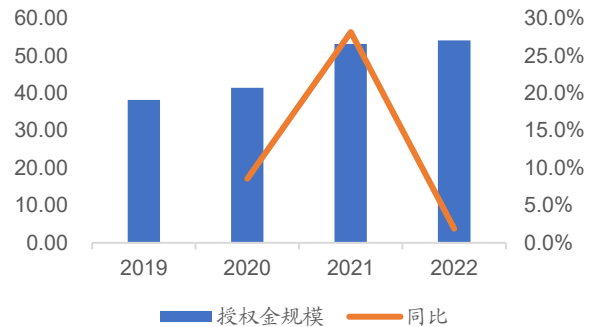
IP 是 AI 科技革命后内容进入高速发展期的核心竞争力。拥有强 IP 的公司在 2013-2015 年传媒行情中有着更强的泛娱乐业务变现红利。IP 授权为文化产业的发展搭建了充满活力的桥梁，在国产 IP 的持续诞生下，新创意、新业态与新投资不断出现，为国内文化消费创造了新的需求与动能。AI+影视，AI+游戏，AI+虚拟形象等细分赛道都需要优质 IP 的支持。同时，各类多模态大模型的预训练也需要海量、高质量、正版版权的内容加持，AI 或将放大内容版权的价值。根据中国玩协品牌授权专委会发布的《2023 中国品牌授权行业发展白皮书》，五年来授权商品零售额和授权金规模持续增长，授权商授权合作期限、合作模式、授权金收取模式更加成熟；被授权方对 IP 授权的价值认知、合作时间、合作 IP 数量均有提升；消费者对 2023 年购买授权产品的支出意愿更加乐观。2022 年，中国年度授权商品零售额为 1390 亿元，同比增长 1.2%；中国年度授权金为 54.2 亿元，同比增长 1.9%。IP 授权的主要合作模式是商品授权，占比达到 56.2%。作为以 IP 为核心发展内容业务的公司，IP 的储备和开发能力是公司的核心竞争力。

图 9：2018-2022 年授权商品零售额变化（亿元，%）



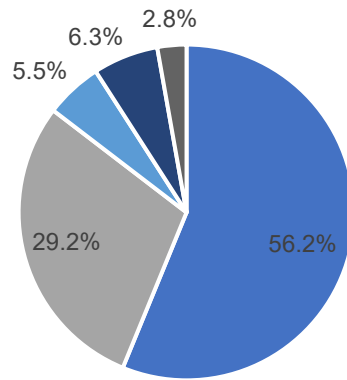
资料来源: 中国玩协, 信达证券研发中心

图 10：2018-2022 年授权金规模变化（亿元，%）



资料来源: 中国玩协, 信达证券研发中心

图 11：2022 年授权业务主要合作模式



■ 商品授权 ■ 品牌联名 ■ 主题空间 ■ 促销授权 ■ 内容改编

资料来源：中国玩协，信达证券研发中心

三、公司业务：以 IP 为核心的动漫文化产业生态

1、IP+产业”的商业闭环，构建覆盖各年龄段的 IP 矩阵

公司的内容业务管理运作体系覆盖创意研发、制作到发行传播、市场推广、IP 运营等完整环节，包括内容创作、媒体发行、IP 授权以及动画电影等。公司将优质动漫内容经由复合型媒介平台的传播扩大其影响力及拉力，通过商业化运作完成 IP 变现，进而反哺内容业务发展，形成“IP+产业”的商业闭环，构筑内容创作企业护城河。

公司作为国内动漫文化行业的领军企业，始终贯彻以 IP 为核心的战略，通过旗下多个核心动漫创意制作团队以及与全球优秀行业合作伙伴的协作配合，不断创作精品动漫 IP 内容。公司多年来持续打造并积累了众多优质 IP 资源，构建了覆盖各年龄段的 IP 矩阵，包括“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“萌鸡小队”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”、“贝肯熊”、“巨神战击队”、“爆裂飞车”、“飓风战魂”、“火力少年王”等知名 IP，具备一定的影响力。公司一方面精心培育自主品牌，不断推出新的 IP，并在既有 IP 上也在持续创作新的内容，另一方面通过与国际优秀内容制作团队协作、授权合作等方式灵活整合外部优秀 IP，由此加速扩充 IP 资源储备，构建强有力的精品 IP 矩阵。

表 1 奥飞娱乐 IP 矩阵

IP	简介	播出情况
超级飞侠	《超级飞侠》是一部针对学龄前孩子的 3D 动画作品，于 2015 年正式推出。凭借多元化的故事、精良的制作，屡屡在海内外斩获大奖，包括“金龙奖最佳系列动画奖金奖”、“动感金羊奖最佳动漫品牌”和“金星奖卓越人气 IP 奖”等。	上线以来每年至少播出 1 部，截至 2022 年 12 月已播出 13 季。全新一季《超级飞侠 13》开播 10 天全网点击量破亿，总触达人次破 3 亿，在全国 15 个卫视和地方少儿频道热播，在一线、新一线、二线城市掀起收视狂潮。
喜羊羊与灰太狼	2013 年，奥飞娱乐以 5.4 亿元收购了《喜羊羊与灰太狼》的 IP 形象及制作团队，旗下精品 IP 又增一员。《喜羊羊与灰太狼》系列在全国各大电视台、动漫频道、少儿频道及全球 100 多个国家及地区播出，整体收视表现优秀，在众多少儿频道更是长期领先。	截至 2022 年 11 月推出超过 3000 集动画剧集及多部电影。2022 年春节，电影《喜羊羊与灰太狼之筐出未来》票房成绩突破 1.6 亿，猫眼评分达 9.3。2022 年 7 月，《羊村守护者 5 之奇妙大营救》首播告捷，网络播放量超 2 亿，全网热度直破 30000+。
萌鸡小队	《萌鸡小队》是奥飞娱乐推出的儿童社交 IP，动画采用了国际水准的 3D 技术制作，通过精良的动画制作、生动的故事演绎、“引导式”的教育理念，向孩子传递如何通过游戏和玩乐，逐步学习与小伙伴相处。因为核心价值观是引导儿童社交，被大众誉为“宝宝社交第一剧”。	自 2017 年 11 月首播以来，动画受到广大观众的热烈喜爱。《萌鸡小队 4》已于 2022 年 9 月播出。截止至 2022 年 10 月 10 日，萌鸡小队系列全网点击量已突破 224.7 亿。
大卫贝肯熊	《大卫贝肯熊》(又名倒霉熊)诞生于 2002 年，是 EBS 教育台联手 RG 动画工作室制作的一系列短片喜剧。2014 年，贝肯熊正式加入了奥飞娱乐的大家庭，成为奥飞旗下又一个超高人气的精品 IP。	截至 2022 年，贝肯熊一共推出六季喜剧短片，一个剧场版，两部大电影。奥飞影业制作出品的 3D 动画电影《大卫贝肯熊之倒霉特工熊》于 2017 年新春贺岁档全国上线，票房破亿，《贝肯熊 2: 金牌特工》2021 年 7 月上映，在各大购票网站上获得好评不断。
巴啦啦小魔仙	《巴啦啦小魔仙》是奥飞娱乐于 2008 年推出的女孩 IP 品牌，是国内首创的以女孩魔法变身为主题的原创新动画。	截至 2022 年，《巴啦啦小魔仙》累计更新 8 部动画片及真人剧，全系列在国内各大视频网站总点击量超 132 亿。
超凡小英雄	《超凡小英雄》是奥飞娱乐 2022 年推出的全新英雄冒险喜剧 IP，讲述一个小英雄为了保护野生动物，和逗比反派相互交锋，斗智斗勇的故事。	《超凡小英雄》动画于 2022 年 8 月开播，传统媒体渠道收视长期据占前三位；音频故事大获好评，节目点击量突破 1000 万。

资料来源：奥飞娱乐公众号，信达证券研发中心

其中，《超级飞侠》动画至今已在全球超过 150 多个国家和地区播出，衍生玩具也在多个国家和地区热销。2022 年，《超级飞侠 12》和《超级飞侠 13》均在开播后 10 天全平台点击即破亿，其中《超级飞侠 12》在 5 月底开播后连续 30 天霸榜念童少儿内容榜 TOP1，多次荣登“漫收视”动画收视榜，持续在各大卫视少儿频道晚间黄金时段播出。

2022 年，公司作品《巴拉啦小魔仙之魔法星缘堡》掀起女孩 IP 新热潮，精美 3D 作画内容获观众好评，动画片强势覆盖两百多家主流电视台黄金时段，首播当天即排名芒果 TV 念童少儿内容榜首位，连续 7 天稳居全网收视榜首。随剧情热播，口碑持续发酵，百度搜索指数大幅上升，上线 3 周全网点播量破 1 亿，新媒体连续 28 天蝉联全网播放量第一，56 次荣登“漫收视”动画收视榜前列。《喜羊羊与灰太狼羊村守护者 5 奇妙大营救》新片自 7 月中旬播出后收视数据优异，多次获得收视榜全天冠军，累计覆盖 4-14 岁少年儿童超过 300 万人次；登陆爱奇艺、腾讯、芒果 TV、优酷等网络平台累计播放量突破 3.5 亿次，全网热度值破 30000，在各大平台榜单上持续排名前列。

公司在 2022 上半年推出了“萌鸡小队”“喜羊羊与灰太狼”两部系列电影。其中《萌鸡小队：萌新闻世界》于 2022 年年初上映，累计票房近 3500 万元；《喜羊羊与灰太狼》时隔七年后在大年初一回归大银幕，凭借优秀的制作水平以及高燃的运动剧情，受到了观众的认可与喜爱，票房突破 1.6 亿元，在豆瓣、猫眼、B 站等评分及口碑良好。

图 12：公司主要 IP 影视作品



资料来源：奥飞娱乐公众号，信达证券研发中心

3、高效的 IP+全产业链运营平台，多渠道联动变现模式实现价值最大化

近年来，公司在深化加强与全国卡通卫视及重点省市级少儿频道合作的基础上，紧随新媒体行业发展趋势，持续扩大传播触达范围，形成从网络视频平台、IPTV、OTT 到数字电视、

智能终端、音频平台，以及 APP 应用、流媒体平台、短视频平台等全方位的新媒体内容触达渠道，目前已覆盖超过 60 家的主流媒介平台。

公司具备成熟的 IP 商业化运作能力，能对不同类型的 IP 进行精细分类，并根据其定位选择合适的商业化发展路径和变现方式。公司坚定围绕以 IP 为核心，内容为王，精品化、数字化、国际化的“1+3”发展战略，精品 IP 资源可开发为动画、电影、短视频、音频、游戏等不同形式的文化内容，通过电视媒体、院线、短视频平台、音频内容平台等多元化媒体渠道进行快速的品牌化传播、扩大 IP 影响力，并依托全产业链优势开启玩具衍生品、婴童用品、潮玩手办、IP 授权、主题商业等多渠道联动变现模式，实现 IP 价值最大化。

公司拥有专业团队设计打造多样化图库素材，可根据不同产品特点提供个性化授权形象。2022 年，公司头部 IP“超级飞侠”携手汤臣倍健、稳健医疗、腾讯游戏、网易游戏、宝洁、好来化工、斯凯奇等各大行业优质企业，持续在食品、医疗，游戏、日化、鞋服等重点领域寻求突破，**通过联合营销盘活资源，多渠道拓展客户，提升 IP 品牌形象以及授权收入。**同时，公司积极开辟年轻项授权赛道，以国潮联名、手游联名、国际艺术家二创等形式进入年轻人市场，切入手办及数字藏品新赛道，使品牌进一步年轻化，提升 IP 地位。

4、2023 年基本面有望整体向好，未来关注 AI+IP 领域发展空间

公司玩具婴童业务预期恢复，2023 年基本面有望整体向好。（1）玩具业务方面，结合《超级飞侠 12》《啦啦小魔仙之魔法星缘堡》等影视节目热播，公司同步推出相关精品玩具项目，通过高度还原动画内容以及丰富的产品玩法，成功打造超级飞侠全新系列愿望能量球、啦啦夏乐彤魔法道具等爆款产品，同时拓展玩具新品类，打造益智拼装产品系列，丰富口袋小世界儿童潮玩系列等。2023 年公司计划推出《超级飞侠》首部大电影及番外片，影片的推出有望为玩具销售提供正向拉力，公司玩具业务收入增长确定性较高。（2）**婴童业务方面**，2022 年 Babytrend 婴童用品业务按既定经营计划，逐步落实调整价格、拓展品类、深度降本等经营策略。产品方面持续推出安全座椅、推车等核心品类的新品项目，上半年实现线下新品陈列增加 22%，新品毛利率同比提升 20pct，同时自 4 月份起对部分销售产品实现提价约 10%，进一步改善产品毛利水平；渠道方面持续增加新品线上线市场投入，实现对沃尔玛、亚马逊等客户销售增长超 50%；优化供应链流程，采用新材料、新工艺、新技术提升制造能力和效率，持续降本增效。上述相关举措在一定程度上缓解了外部经营环境的不利影响，22H1 公司海外婴童用品业务销售收入较 21H1 增长 27%，保持稳定增长趋势，利润情况环比 2021 年下半年有较明显改善。2023 年公司婴童业务利润端有望受益海运成本降低以及产品提价影响，预计将会为公司带来较好的业绩表现。

2023 年 4 月，奥飞娱乐旗下北京光年无限科技有限公司（图灵机器人）发布首个儿童版 ChatGPT 产品“智娃”，“智娃”通过 AI 大模型 TuringMM 大幅提升 NLP 能力，包括儿童知识域问答、上下文对话理解、儿童学习任务、儿童内容 AIGC 等。公司与“智娃”在儿童 IP 和内容层面进行对接，有望共同推动 AI+IP 的产业化落地。未来关注 AI+IP 结合，如 AI+虚拟形象、AI+动画电影制作以及 AI+玩具机器人等方面的应用，奥飞娱乐作为国内动漫 IP 龙头，有望受益于 AIGC 主题估值提升。

四、盈利预测、估值与投资评级

奥飞娱乐手上有“超级飞侠”、“喜羊羊”、“贝肯熊”、“铠甲勇士”、“巴拉拉小魔仙”、“萌鸡小队”等重点 IP，是国内动漫 IP 龙头。2022 年公司整体收入有所增长但利润亏损。2023 年随着疫情防控措施优化调整，整体形势向好，公司业绩有望恢复。

(1) 动漫影视业务方面：公司持续打造各 IP 新片作品，预计将于 2023 年内上映《超级飞侠》首部大电影和《贝肯熊 3》；

(2) 玩具业务方面：结合新动画播片，公司将推出相关潮流玩具产品，公司玩具业务收入增长确定性较高；

(3) 婴童业务方面：海运费下降叠加 babytrend 产品提价，婴童用品毛利贡献增加，整体来看较为乐观。

表 2 收入拆分及盈利预测 (百万元)

年份	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2368.20	2644.32	2668.72	2969.63	3387.72
yoy%	-13.15%	11.66%	0.92%	11.28%	14.08%
归母净利润	-450.29	-417.07	-148.70	138.54	389.65
yoy%	-474.93%	7.38%	64.35%	193.17%	181.26%
婴童用品	906.02	1034.44	1158.57	1251.26	1351.36
yoy%	8.10%	14.17%	12.00%	8.00%	8.00%
玩具销售	986.41	1044.32	966.00	1062.60	1221.98
yoy%	-21.86%	5.87%	-7.50%	10.00%	15.00%
动漫影视类	302.69	334.57	309.48	402.32	543.13
yoy%	-22.51%	10.53%	-7.50%	30.00%	35.00%
电视媒体	61.53	82.76	91.04	100.14	110.15
游戏收入	61.22	68.39	64.81	66.60	65.70
信息服务类	20.95	11.30	0.00	0.00	0.00
其他	29.37	68.55	78.83	86.72	95.39
销售费用	365.91	413.30	373.62	378.63	389.59
管理费用	342.59	398.09	366.95	371.20	389.59
研发费用	191.94	195.89	173.47	178.18	203.26

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

综上，我们预计公司营业收入有望保持增长，22-24 年营业收入分别为 26.69/29.70/33.88 亿元，同比增长 0.9%/11.3%/14.1%，预计公司 22-24 年归母净利润分别为-1.49/1.39/3.90 亿元，同比分别增长 64.4%/193.2%/181.3%。根据相对估值，2023 年可比公司估值倍数区间为 26.88-37.71，考虑到奥飞娱乐业务属性多样、主营业务复苏态势明显、以及公司电影板块弹性较大，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3 可比公司估值

代码	公司	市值 (亿人民币)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300251.SZ	光线传媒	310.67	-1.97	8.24	10.61	-158.01	37.71	29.27
300133.SZ	华策影视	179.46	4.03	5.29	6.51	44.56	33.93	27.55
300413.SZ	芒果超媒	632.49	18.21	23.53	27.87	34.73	26.88	22.70

资料来源：wind、信达证券研发中心，统计时间为 2023/4/25

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 14

注：华策影视、芒果超媒已出 2022 年年报，采用实际值

五、风险因素

- 1、公司存在股票近期交易异常波动的风险：**根据公司股票交易异常波动公告，奥飞娱乐股票于 2023 年 4 月 11 日、4 月 12 日连续两个交易日收盘价格涨幅偏离值累计超过 20%。
- 2、公司可能连续 3 年归母净利润为负值：**根据公司业绩预亏公告，国内多地由于疫情原因采取相关管控措施，导致出现物流运输受阻、人员流动出行减少以及市场消费需求减弱等情况，对公司日常经营造成较大影响。据公司 2022 年业绩预告，公司预计 22 年归母净利润亏损 1.3-1.7 亿元，存在连续三年归母净利润为负的风险。
- 3、市场竞争加剧，外部环境变化，可能对业绩存在不利影响：**面对泛娱乐领域巨大的市场前景，越来越多优秀的全球动漫、影视、游戏、互联网等公司将业务重心转移到精品 IP 开发以及 IP 衍生产业布局上，对于网络流量、IP 制作资源等方面的市场竞争将愈发激烈。此外，中美关系复杂多变，汇率及关税政策也面临着一定的风险和不确定性。面对复杂多变的国际形势和经济贸易环境，公司业务可能会受到经济环境、国际政治形势以及上下游客户景气度等因素的不利影响。
- 4、公司动漫影视类业务收入存在较大不确定性：**精品 IP 及系列的动画、电影等内容的开发周期较长，需要较高的资本投入，市场反响存在较多的不确定性，对于投资回收周期以及回报率有一定的风险。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,053	2,561	2,541	2,789	3,371
货币资金	576	917	1,284	1,089	1,720
应收票据	8	22	9	17	19
应收账款	381	314	352	426	506
预付账款	95	133	118	118	125
存货	878	767	649	817	797
其他	115	408	129	322	204
非流动资产	3,445	3,176	3,027	2,900	2,778
长期股权投资	455	415	405	395	385
固定资产(合计)	286	269	252	234	218
无形资产	154	104	82	83	87
其他	2,550	2,388	2,288	2,188	2,088
资产总计	5,498	5,737	5,568	5,690	6,149
流动负债	2,191	2,156	2,132	2,118	2,196
短期借款	1,390	1,250	1,250	1,250	1,250
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	471	494	483	469	526
其他	331	411	398	399	419
非流动负债	62	311	311	311	311
长期借款	45	43	43	43	43
其他	17	268	268	268	268
负债合计	2,254	2,467	2,444	2,429	2,507
少数股东权益	29	30	33	30	23
归属母公司股东权益	3,216	3,240	3,091	3,230	3,620
负债和股东权益	5,498	5,737	5,568	5,690	6,149

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,368	2,644	2,669	2,970	3,388
同比(%)	-13.2%	11.7%	0.9%	11.3%	14.1%
归属母公司净利润	-450	-417	-149	139	390
同比(%)	-474.9%	7.4%	64.3%	193.2%	181.3%
毛利率(%)	31.3%	26.3%	30.1%	38.1%	43.1%
ROE(%)	-14.0%	-12.9%	-4.8%	4.3%	10.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.30	-0.28	-0.10	0.09	0.26
P/E	—	—	—	99.90	35.52
P/B	4.30	4.27	4.48	4.29	3.82
EV/EBITDA	-131.60	-49.69	-406.19	54.35	25.32

利润表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,368	2,644	2,669	2,970	3,388
营业成本	1,626	1,950	1,865	1,839	1,928
营业税金及附加	13	11	11	12	14
销售费用	366	413	374	379	390
管理费用	343	398	367	371	390
研发费用	192	196	173	178	203
财务费用	77	75	74	75	77
减值损失合计	-184	-102	-20	-20	-20
投资净收益	-57	12	10	10	10
其他	23	17	30	33	37
营业利润	-467	-472	-176	138	414
营业外收支	6	14	12	12	12
利润总额	-461	-458	-164	150	426
所得税	-11	-50	-18	14	44
净利润	-450	-408	-145	136	382
少数股东损益	0	9	3	-3	-8
归属母公司净利润	-450	-417	-149	139	390
EBITDA	-70	-202	-35	264	542
EPS(当年)(元)	-0.33	-0.30	-0.10	0.09	0.26

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	125	-41	361	-195	637
净利润	-450	-408	-145	136	382
折旧摊销	115	157	55	38	38
财务费用	78	81	88	88	88
投资损失	57	-12	-10	-10	-10
营运资金变动	153	85	364	-458	127
其它	172	55	10	11	11
投资活动现金流	-60	158	95	87	82
资本支出	-79	-87	84	77	72
长期投资	18	244	0	0	0
其他	1	2	10	10	10
筹资活动现金流	-36	240	-88	-88	-88
吸收投资	0	555	0	0	0
借款	1,595	1,578	0	0	0
支付利息或股息	-62	-63	-88	-88	-88
现金净增加额	21	349	368	-195	632

研究团队简介

冯翠婷，信达证券传媒互联网及海外首席分析师，北京大学管理学硕士，香港大学金融学硕士，中山大学管理学学士。2016-2021 年任职于天风证券，覆盖互联网、游戏、广告、电商等多个板块，及元宇宙、体育二级市场研究先行者（首篇报告作者），曾获 21 年东方财富 Choice 金牌分析师第一、Wind 金牌分析师第三、水晶球奖第六、金麒麟第七，20 年 Wind 金牌分析师第一、第一财经第一、金麒麟新锐第三。

凤超，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员，本科和研究生分别毕业于清华大学和法国马赛大学，曾在腾讯担任研发工程师，后任职于知名私募机构，担任互联网行业分析师。目前主要负责海外互联网行业的研究，拥有 5 年的行研经验，对港美股市场和互联网行业有长期的跟踪覆盖。主要关注电商、游戏、本地生活、短视频等领域。

刘旺，信达证券传媒互联网及海外团队高级研究员。北京大学金融学硕士，北京邮电大学计算机硕士，北京邮电大学计算机学士，曾任职于腾讯，一级市场从业 3 年，创业 5 年（人工智能、虚拟数字人等），拥有人工智能、虚拟数字人、互联网等领域的产业经历。

李依韩，信达证券传媒互联网及海外团队研究员。目前主要覆盖互联网板块。中国农业大学金融硕士，曾任职于华创证券，2022 年加入信达证券研发中心。团队曾入围 2021 年新财富传播与文化类最佳分析师评比，2021 年 21 世纪金牌分析师第四名，2021 年金麒麟奖第五名，2021 年水晶球评比入围。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。