

# 奥飞娱乐 (002292)

证券研究报告

2020年11月03日

## Q3 边际改善业绩归正，关注底部复苏及盲盒弹性

事件：公司于20年10月29日公布三季报，公司2020Q1-Q3实现营收17.62亿元，同比下降14.14%；归母净利润-4635.83万元，同比下降139.12%；扣非后归母净利润-5573.38万元，同比下降160.38%。公司2020Q1-Q3业绩相比上年同期下降的主要原因系：（1）受到新冠疫情带来的相关影响，公司玩具等涉及到线下终端销售的部分业务业绩下滑；（2）公司为了响应国家政策，嘉佳卡通要达到国有资本必须控股51%以上的相关要求；以及为嘉佳卡通引入能带来更多合作资源和渠道的战略合作伙伴，公司于2020年5月转让嘉佳卡通16%股权，该交易产生投资损失1,469.23万元。

经拆分，20Q3实现营收6.74亿元，同比下降2.68%，环比增加14.09%；归母净利润359.93万元（位于前期预告范围300-450万元内），同比下降53.14%；扣非后归母净利润14.90万元，同比下降98.09%。归母净利润位于前期预告范围中线，公司自20Q2内生净利扭亏为盈后，20Q3全面实现业绩归正，体现边际改善，公司主动调整业务模式，有序恢复生产经营活动，各项业务步入正轨。

毛利率方面，公司20Q1-Q3毛利率为36.39%，同比下降10.94pct，其中20Q3毛利率36.37%，同比下降6.07pct，环比下降0.69pct；公司20Q1-Q3净利率为-2.36%，同比下降7.87pct，其中20Q3净利率0.50%，同比增加0.27pct，环比增加1.39pct。

公司20Q1-Q3四项费用为6.71亿元，同比下降17.81%，整体费用率38.08%，同比下降1.70pct。经拆分，公司20Q3四项费用为2.31亿元，同比下降18.22%，整体费用率34.33%，同比下降6.52pct，环比下降3.49pct。

2020年5月12日，公司公布11.03亿元定增方案，募集股份数≤总股本的10%，募集资金主要用于玩具产品扩产建设、婴童用品扩产建设、奥飞欢乐世界乐园网点建设、全渠道数字化运营平台建设4个项目。2020年9月，公司已完成第一次反馈意见回复工作，截至10月31日，公司已完成发审委会议准备工作函的回复。

投资建议：疫情对公司20年业绩有一定冲击，随疫情影响减弱边际改善明显，Q3单季度业绩回正，公司线上销售渠道占比提升、盲盒+MCN等多种新尝试，定增计划彰显信心，有望加速公司以IP为核心的生态圈建设，Q4玩具单品数量提升业绩有望持续改善，但全年回正仍有压力。我们预计度过疫情影响后，21/22年受玩具婴童底部修复以及影视（《贝肯熊》、《萌鸡小队》、《喜羊羊》、《超级飞侠》大电影等）、潮玩（IP类盲盒）、主题商业业务带来新的增长，预计净利分别2.34/3.06亿元，对应估值38x/29x，关注泡泡玛特上市在即对IP及玩具行业估值提振以及疫情后边际改善逻辑，长期公司IP变现价值明显，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响、市场竞争加剧、全球贸易波动、IP孵化周期长等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,839.79	2,726.92	2,608.18	3,006.12	3,490.11
增长率(%)	(22.04)	(3.97)	(4.35)	15.26	16.10
EBITDA(百万元)	(1,603.13)	311.35	147.37	382.41	430.69
净利润(百万元)	(1,630.19)	120.10	0.38	234.14	306.45
增长率(%)	(1,908.72)	(107.37)	(99.68)	61,263.54	30.88
EPS(元/股)	(1.20)	0.09	0.00	0.17	0.23
市盈率(P/E)	(5.44)	73.90	23,261.56	37.91	28.96
市净率(P/B)	2.26	2.20	2.26	2.13	1.98
市销率(P/S)	3.13	3.25	3.40	2.95	2.54
EV/EBITDA	(4.94)	43.28	67.89	25.07	22.62

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.42元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,357.16
流通A股股本(百万股)	814.14
A股总市值(百万元)	8,875.82
流通A股市值(百万元)	5,324.46
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	35.13
一年内最高/最低(元)	11.11/5.71

### 作者

冯翠婷 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090001  
fengcuiting@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

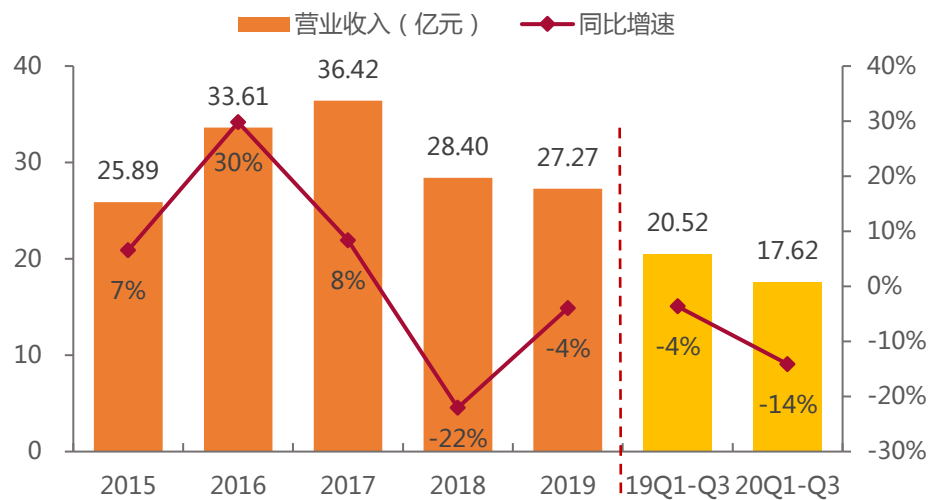
- 1 《奥飞娱乐-半年报点评:Q2内生边际改善实现扭亏，8月起《阴阳师》盲盒开售火爆，关注潮玩带来的业绩及估值增厚》2020-08-29
- 2 《奥飞娱乐-首次覆盖报告:动漫IP+国内绝对龙头，发力IP生态圈新业态》2020-07-21

## 1. 财务数据分析

公司 2020Q1-Q3 实现营收 17.62 亿元，同比下降 14.14%；归母净利润-4635.83 万元，同比下降 139.12%；扣非后归母净利润-5573.38 万元，同比下降 160.38%。公司 2020Q1-Q3 业绩相比上年同期下降的主要原因系：（1）受到新冠疫情带来的相关影响，公司玩具等涉及到线下终端销售的部分业务业绩下滑；（2）公司为了响应国家政策，嘉佳卡通要达到国有资本必须控股 51% 以上的相关要求；以及为嘉佳卡通引入能带来更多合作资源和渠道的战略合作伙伴，公司于 2020 年 5 月转让嘉佳卡通 16% 股权，该交易产生投资损失 1,469.23 万元。

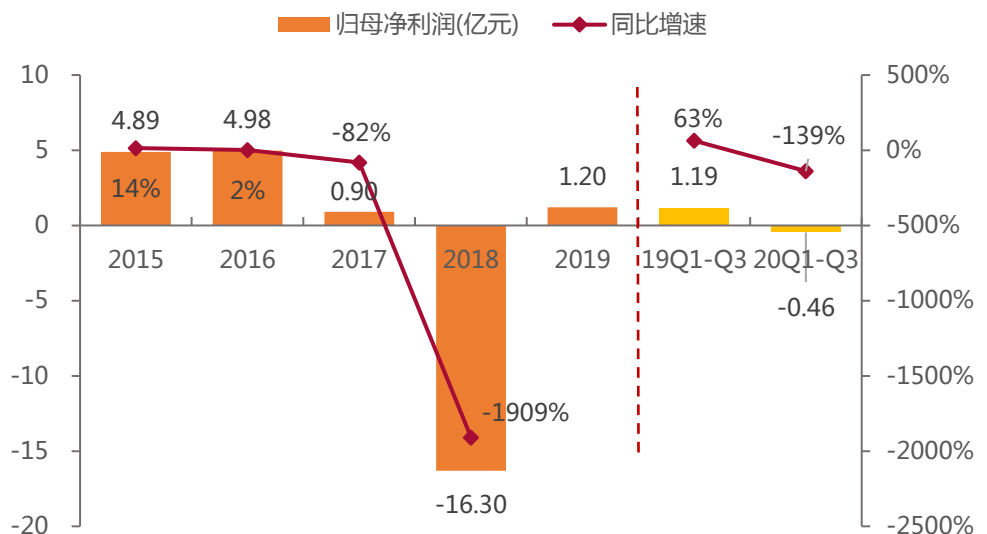
经拆分，20Q3 实现营收 6.74 亿元，同比下降 2.68%，环比增加 14.09%；归母净利润 359.93 万元（位于前期预告范围 300-450 万元内），同比下降 53.14%；扣非后归母净利润 14.90 万元，同比下降 98.09%。归母净利润位于前期预告范围中线，公司自 20Q2 内生净利扭亏为盈后，20Q3 全面实现业绩归正，体现边际改善，公司主动调整业务模式，有序恢复生产经营活动，各项业务步入正轨。

图 1：奥飞娱乐 2015-2020Q1-Q3 营业收入及增速



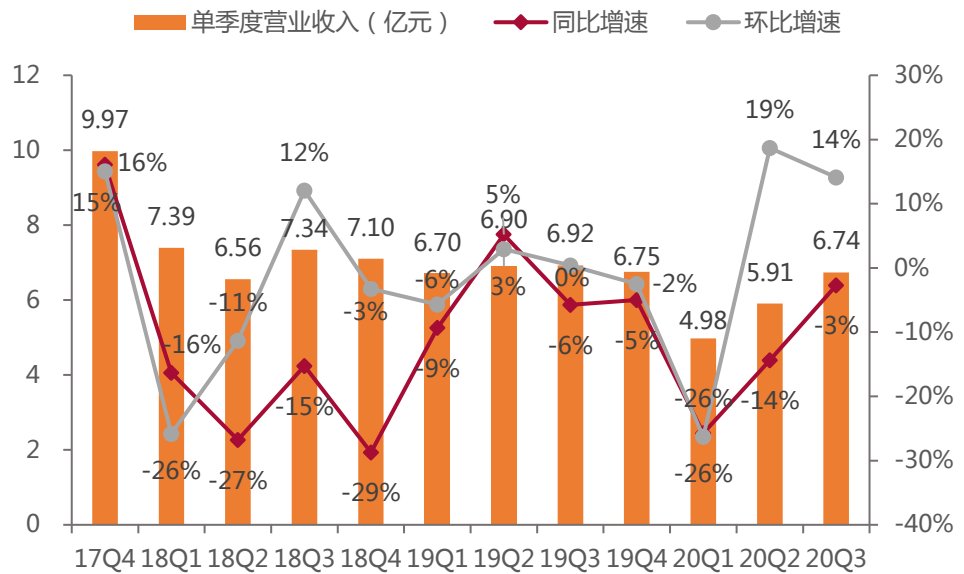
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：奥飞娱乐 2015-2020Q1-Q3 归母净利润及增速



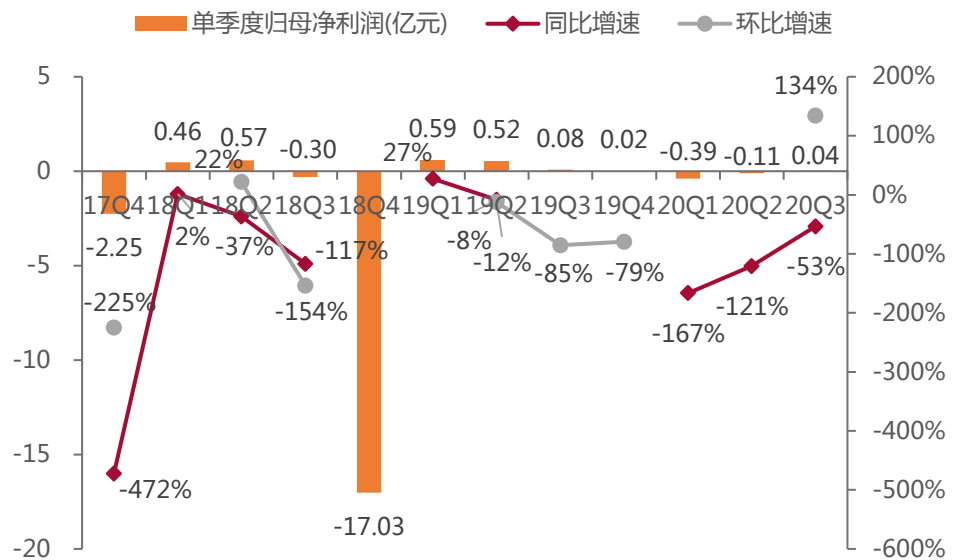
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：奥飞娱乐 17Q4-20Q3 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：奥飞娱乐 17Q4-20Q3 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 20Q1-Q3 非经常性损益 937.55 万元，其中 20Q1-Q3 非资产处置损益为-1719.89 万元，计入当期损益的政府补助为 2163.41 万元（同比增长 94.96%）。

表 1：2020Q1-Q3 单季度非经常性损益项目和金额（万元）

项目	2020Q1	2020Q2	2020Q3
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）	-186.49	-1,487.18	-46.22
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	497.69	1,318.35	347.37

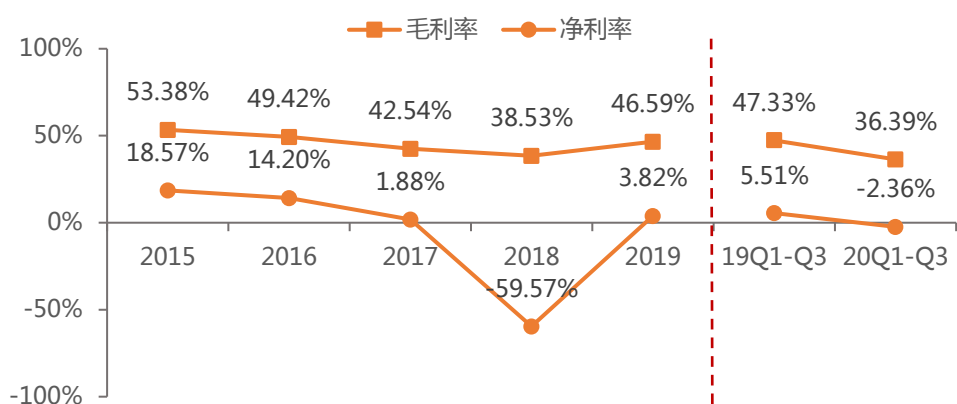
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	102.07	535.32	89.48
减：所得税影响额	69.82	57.84	55.61
少数股东权益影响额（税后）	3.62	36.58	9.39
合计	339.83	272.08	325.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率方面，公司 20Q1-Q3 毛利率为 36.39%，同比下降 10.94pct，其中 20Q3 毛利率 36.37%，同比下降 6.07pct，环比下降 0.69pct；

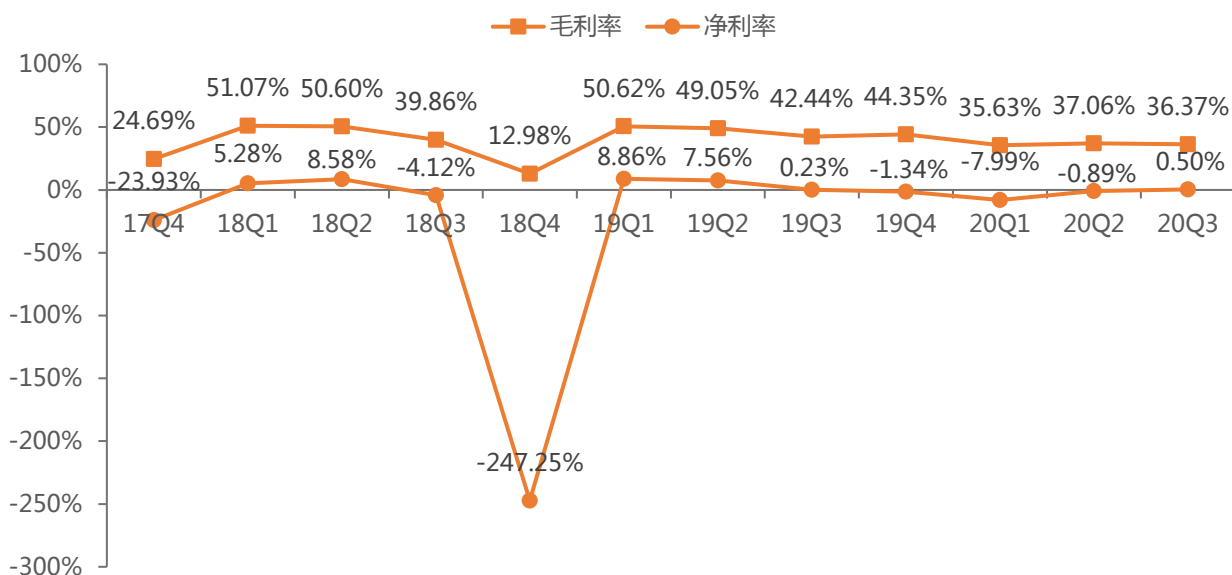
净利率方面，公司 20Q1-Q3 净利率为 -2.36%，同比下降 7.87pct，其中 20Q3 净利率 0.50%，同比增加 0.27pct，环比增加 1.39pct。

图 5：奥飞娱乐 2015-2020Q1-Q3 毛利率与净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：奥飞娱乐 17Q4-20Q3 毛利率与净利率



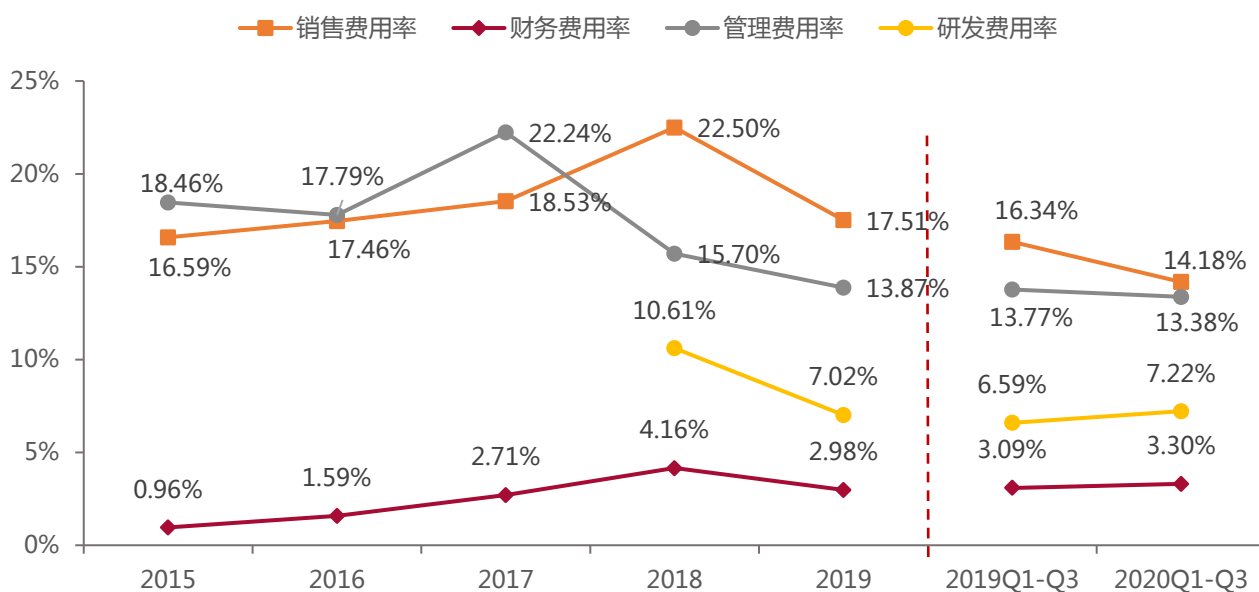
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 20Q1-Q3 四项费用为 6.71 亿元，同比下降 17.81%，整体费用率 38.08%，同比下降 1.70pct。其中：

- 公司 20Q1-Q3 **销售费用** 2.50 亿元，同比下降 25.45%，销售费用率 14.18%，同比下降 2.15pct；
- 公司 20Q1-Q3 **管理费用** 2.36 亿元，同比下降 16.58%，管理费用率 13.38%，同比下降 0.39pct；
- 公司 20Q1-Q3 **财务费用** 5817.63 万元，同比下降 8.12%，财务费用率 3.30%，同比增加 0.22pct；
- 公司 20Q1-Q3 **研发费用** 1.27 亿元，同比下降 5.93%，研发费用率 7.22%，同比增加 0.63pct。

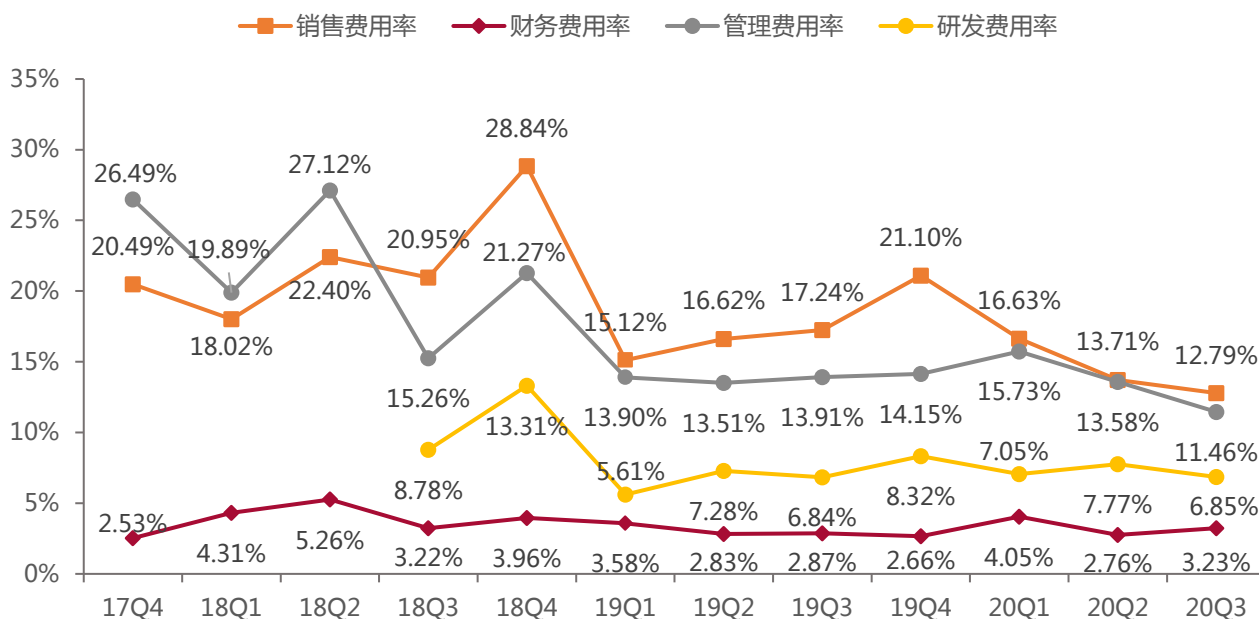
经拆分，公司 20Q3 四项费用为 2.31 亿元，同比下降 18.22%，整体费用率 34.33%，同比下降 6.52pct，环比下降 3.49pct。

图 7：奥飞娱乐 2015-2020Q1-Q3 费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

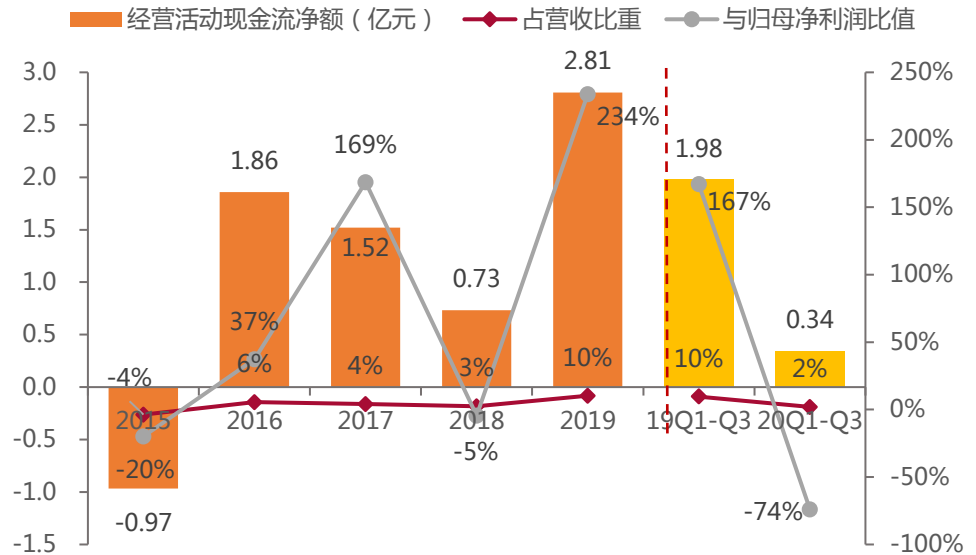
图 8：奥飞娱乐 17Q4-20Q3 费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

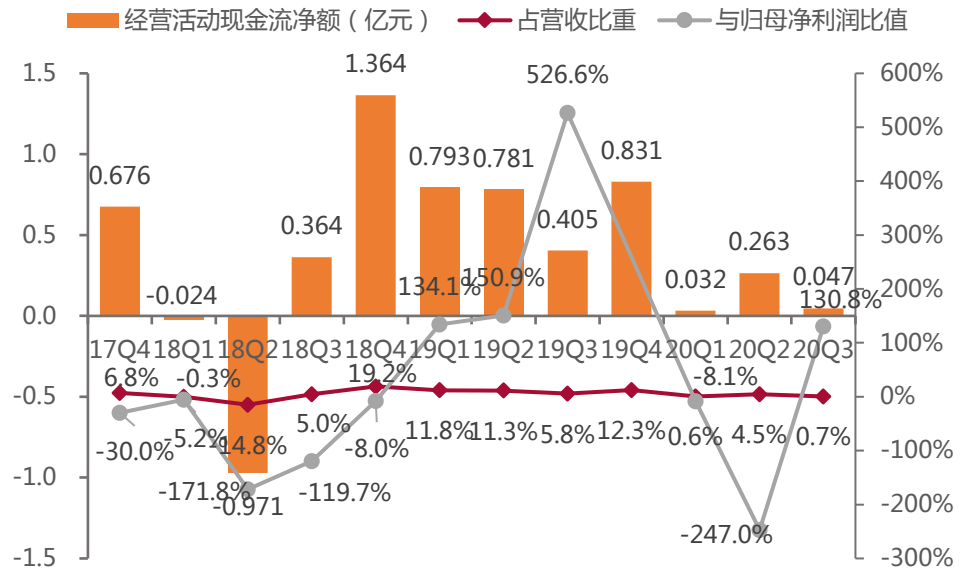
20Q3 经营性活动现金流净额 471 万元，同比下降 88.36%，占营收比重为 0.70%，占归母净利润比重为 130.80%。

图 9：奥飞娱乐 2015-2020Q1-Q3 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：奥飞娱乐 17Q4-20Q3 经营性现金流情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年 5 月 12 日，公司公布 11.03 亿元定增方案，募集股份数 ≤ 总股本的 10%，募集资金主要用于玩具产品扩产建设、婴童用品扩产建设、奥飞欢乐世界乐园网点建设、全渠道数字化运营平台建设 4 个项目。2020 年 9 月，公司已完成第一次反馈意见回复工作，截至 10 月 31 日，公司已完成发审委会议准备工作函的回复。

## 2. 投资建议

疫情对公司 20 年业绩有一定冲击，随疫情影响减弱边际改善明显，Q3 单季度业绩回正，公司线上销售渠道占比提升、盲盒+MCN 等多种新尝试，定增计划彰显信心，有望加速公司以 IP 为核心的生态圈建设，Q4 玩具单品数量提升业绩有望持续改善，但全年回正仍有压力。由于海外疫情影响持续、电影上映时间后延等原因，我们下调公司盈利预测（原盈利预测 0.76/3.51/4.68 亿元），预计度过疫情影响后，21/22 年受玩具婴童底部修复以及影视（《贝肯熊》、《萌鸡小队》、《喜羊羊》、《超级飞侠》大电影等）、潮玩（IP 类盲盒）、主题商业业务带来新的增长，预计净利分别 2.34/3.06 亿元，对应估值 38x/29x，关注泡泡玛特上市在即对 IP 及玩具行业估值提振以及疫情后边际改善逻辑，长期公司 IP 变现价值明显，维持“买入”评级。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	780.56	550.80	1,088.32	601.22	698.02
应收票据及应收账款	487.53	521.62	510.77	525.15	677.55
预付账款	146.70	83.12	314.63	46.84	365.67
存货	844.40	903.81	755.55	974.95	1,107.82
其他	276.62	135.65	252.58	213.71	290.15
<b>流动资产合计</b>	<b>2,535.81</b>	<b>2,195.00</b>	<b>2,921.85</b>	<b>2,361.88</b>	<b>3,139.22</b>
长期股权投资	477.91	462.83	462.83	462.83	462.83
固定资产	300.50	292.47	735.06	924.76	988.01
在建工程	0.00	2.50	481.70	240.85	120.42
无形资产	288.95	275.47	353.02	288.88	224.73
其他	3,083.65	3,015.81	2,492.14	2,573.65	2,669.44
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,151.00</b>	<b>4,049.08</b>	<b>4,524.75</b>	<b>4,490.96</b>	<b>4,465.44</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,686.81</b>	<b>6,244.09</b>	<b>7,446.60</b>	<b>6,852.84</b>	<b>7,604.65</b>
短期借款	1,504.23	1,295.29	2,159.11	1,513.94	1,902.03
应付票据及应付账款	416.58	414.66	338.85	462.94	537.82
其他	499.21	362.27	777.23	576.54	587.64
<b>流动负债合计</b>	<b>2,420.02</b>	<b>2,072.22</b>	<b>3,275.19</b>	<b>2,553.41</b>	<b>3,027.49</b>
长期借款	142.80	58.09	58.09	0.00	17.86
应付债券	99.57	0.00	33.19	44.25	25.81
其他	24.27	19.65	82.88	42.27	48.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>266.64</b>	<b>77.75</b>	<b>174.16</b>	<b>86.52</b>	<b>91.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,686.66</b>	<b>2,149.97</b>	<b>3,449.35</b>	<b>2,639.93</b>	<b>3,119.43</b>
少数股东权益	80.63	63.24	63.19	44.70	10.57
股本	1,357.16	1,357.16	1,357.16	1,357.16	1,357.16
资本公积	2,097.73	2,072.56	2,072.56	2,072.56	2,072.56
留存收益	2,457.87	2,576.52	2,576.90	2,811.04	3,117.49
其他	(1,993.24)	(1,975.35)	(2,072.56)	(2,072.56)	(2,072.56)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,000.15</b>	<b>4,094.12</b>	<b>3,997.25</b>	<b>4,212.90</b>	<b>4,485.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,686.81</b>	<b>6,244.09</b>	<b>7,446.60</b>	<b>6,852.84</b>	<b>7,604.65</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(1,691.70)	104.06	0.38	234.14	306.45
折旧摊销	111.80	104.30	103.26	115.30	121.32
财务费用	117.04	73.08	61.21	40.44	23.53
投资损失	(122.50)	2.29	41.00	0.00	0.00
营运资金变动	(548.93)	(800.60)	487.97	(12.72)	(676.86)
其它	2,207.58	797.74	(0.05)	(18.80)	(34.91)
<b>经营活动现金流</b>	<b>73.29</b>	<b>280.88</b>	<b>693.77</b>	<b>358.35</b>	<b>(260.46)</b>
资本支出	(856.33)	82.31	1,039.37	40.61	(6.00)
长期投资	23.46	(15.08)	0.00	0.00	0.00
其他	816.84	(127.20)	(2,182.96)	(40.61)	6.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(16.04)</b>	<b>(59.97)</b>	<b>(1,143.59)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
债权融资	1,971.32	1,419.99	2,565.73	1,760.41	2,140.43
股权融资	659.81	(113.75)	(158.41)	(40.44)	(23.53)
其他	(2,629.74)	(1,720.46)	(1,419.98)	(2,565.42)	(1,759.64)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1.40</b>	<b>(414.23)</b>	<b>987.34</b>	<b>(845.45)</b>	<b>357.26</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>58.64</b>	<b>(193.32)</b>	<b>537.52</b>	<b>(487.09)</b>	<b>96.80</b>

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,839.79</b>	<b>2,726.92</b>	<b>2,608.18</b>	<b>3,006.12</b>	<b>3,490.11</b>
营业成本	1,745.59	1,456.37	1,514.96	1,553.68	1,895.13
营业税金及附加	26.29	21.74	20.87	24.05	27.92
营业费用	638.85	477.59	440.00	500.00	560.00
管理费用	445.82	378.13	348.74	408.83	437.45
研发费用	301.23	191.34	178.50	222.45	240.24
财务费用	118.09	81.29	61.21	40.44	23.53
资产减值损失	1,495.22	(27.64)	20.00	30.00	20.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	122.50	(2.29)	(41.00)	0.00	0.00
其他	(281.45)	67.60	82.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>(1,772.35)</b>	<b>82.82</b>	<b>(17.09)</b>	<b>226.67</b>	<b>285.83</b>
营业外收入	10.67	29.46	17.44	0.00	0.00
营业外支出	12.24	7.75	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>(1,773.92)</b>	<b>104.53</b>	<b>0.35</b>	<b>226.67</b>	<b>285.83</b>
所得税	(82.22)	0.47	0.02	11.33	14.29
<b>净利润</b>	<b>(1,691.70)</b>	<b>104.06</b>	<b>0.33</b>	<b>215.34</b>	<b>271.54</b>
少数股东损益	(61.51)	(16.04)	(0.05)	(18.80)	(34.91)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(1,630.19)</b>	<b>120.10</b>	<b>0.38</b>	<b>234.14</b>	<b>306.45</b>
每股收益(元)	(1.20)	0.09	0.00	0.17	0.23

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-22.04%	-3.97%	-4.35%	15.26%	16.10%
营业利润	-2661.43%	-104.67%	-120.64%	-1426.11%	26.10%
归属于母公司净利润	-1908.72%	-107.37%	-99.68%	61263.54%	30.88%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.53%	46.59%	41.92%	48.32%	45.70%
净利率	-57.41%	4.40%	0.01%	7.79%	8.78%
ROE	-41.59%	2.98%	0.01%	5.62%	6.85%
ROIC	-31.23%	3.93%	1.04%	5.01%	6.02%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.18%	34.43%	46.32%	38.52%	41.02%
净负债率	29.77%	21.23%	36.96%	27.52%	32.16%
流动比率	1.05	1.06	0.89	0.92	1.04
速动比率	0.70	0.62	0.66	0.54	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.60	5.40	5.05	5.80	5.80
存货周转率	3.11	3.12	3.14	3.47	3.35
总资产周转率	0.38	0.42	0.38	0.42	0.48
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.20	0.09	0.00	0.17	0.23
每股经营现金流	0.05	0.21	0.51	0.26	-0.19
每股净资产	2.89	2.97	2.90	3.07	3.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	-5.44	73.90	23,261.56	37.91	28.96
市净率	2.26	2.20	2.26	2.13	1.98
EV/EBITDA	-4.94	43.28	67.89	25.07	22.62
EV/EBIT	-4.69	59.33	226.79	35.89	31.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com