

背倚 IP 筑起行业壁垒，多线并行促进生态发展

——奥飞娱乐（002292）首次覆盖

增持（首次）

2023 年 12 月 28 日

报告关键要素：

公司以塑料玩具起家，陆续转型升级布局动漫行业，始终坚持构建以 IP 为核心的动漫文化产业生态，以婴幼儿和儿童为核心用户并逐步覆盖至年轻人群体，秉持集动画、电影、授权、玩具、婴童、潮玩手办、主题商业等业务为一体的“IP+全产业链”运营理念，经过多年发展已经成长为国内领先的动漫文化多生态产业平台之一。

投资要点：

内容业务：构建“IP+产业”商业闭环，筑起核心壁垒。公司拥有经验丰富、技术精湛的创意制作团队，持续研发创作的优质动漫影视内容经由复合型媒介平台传播扩大其影响力，能够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，可分为动画业务及授权业务：

1) **动画业务：以 IP 为核心，TV 动画+动画电影双业务强布局。**国家相应推出了一系列推进动漫文化产业发展的政策，从限播措施、税收优惠、版权规范等方面全力扶持我国动漫产业，市场规模和行业收入快速增长，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，构建了覆盖各年龄段 IP 的资源矩阵，包括“超级飞侠”“喜羊羊与灰太狼”等，通过旗下多个核心动漫创意制作工作室以及与全球优秀行业合作伙伴的协作配合，坚持创作精品动漫 IP 内容，持续为全球家庭带来优质动漫内容；

2) **授权业务：IP 资源丰富赋能授权业务，积极拓展 K12 及年轻潮流市场。**公司 IP 资源丰富，且“喜羊羊与灰太狼”、“巴啦啦小魔仙”、“铠甲勇士”等优质 IP 国民认可度较高，在授权业务具有较强的优势，同时具备成熟的 IP 商业化运作能力，为公司扩大 IP 影响力，增加 IP 营收。公司稳定开拓 K12 市场及潮流市场，为合作授权品牌方提供一站式赋能，实现业务增量。

玩具业务：产业链体系成熟，K12 与潮玩双线并行。经过多年的拓展与积累，公司在玩具衍生品设计、生产及销售方面已经形成了一套成熟的体系，涵盖创意外观设计、结构功能开发、模具开发、制造、营销等多

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2656.76	2803.10	3106.86	3476.71
增长比率(%)	0.47	5.51	10.84	11.90
归母净利润(百万元)	-171.60	152.66	247.47	336.00
增长比率(%)	58.86	188.97	62.10	35.77
每股收益(元)	-0.12	0.10	0.17	0.23
市盈率(倍)	-72.21	81.17	50.07	36.88
市净率(倍)	3.79	3.53	3.30	3.03

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,478.70
流通A股(百万股)	975.30
收盘价(元)	8.07
总市值(亿元)	119.33
流通A股市值(亿元)	78.71

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：夏清莹
执业证书编号：S0270520050001
电话：075583223620
邮箱：xiaqy1@wlzq.com.cn

研究助理：李中港
电话：17863087671
邮箱：lizg@wlzq.com.cn

个环节。在前端创意与后端营销方面，公司着重将产品与 IP 资源相结合，增强其品牌效益。公司自有的产品研发与制造体系提升了产品在成本、效率、市场反应等方面的竞争优势。同时，公司持续进行产品研发与渠道拓展的国际化，积极提升产品竞争力，扩大市场空间。

婴童业务：依托国内外双品牌联动优势，持续深耕大母婴市场。疫情后居民人均消费支出回升，母婴行业消费潜力可观，市场消费规模稳步上升，公司积极推行大母婴战略，依托国内外“babytrend”、“澳贝”双品牌联动优势，发挥各自优势在区域市场中形成品类以及渠道互补，辅以多年儿童消费市场运营经验，持续深耕大母婴市场。

AI 领域：积极促进“IP+AI”产业化落地。公司积极拥抱人工智能等前沿技术给文化产业带来的变革，与技术领域头部企业保持深入交流，探索相关技术在内容创作、产品研发等环节的融合应用，通过与强大的 AI 技术公司合作，以这些资源作为核心，推动“IP+AI”的深度融合。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2023 年-2025 年营收分别为 28.03/31.07/34.77 亿元，同比增速分别为 5.51%/10.84%/11.90%，归母净利润分别为 1.53/2.47/3.36 亿元，2023 年实现扭亏为盈，2024 年-2025 年同比增速分别为 62.10%/35.77%，对应 EPS 为 0.10/0.17/0.23 元，对应 12 月 25 日收盘价的 PE 为 81.17X/50.07X/36.88X。**首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险因素：行业竞争加剧、用户需求不及预期、影视作品表现不及预期、原材料成本上升、海外市场开拓不及预期、海运成本上升等风险。

正文目录

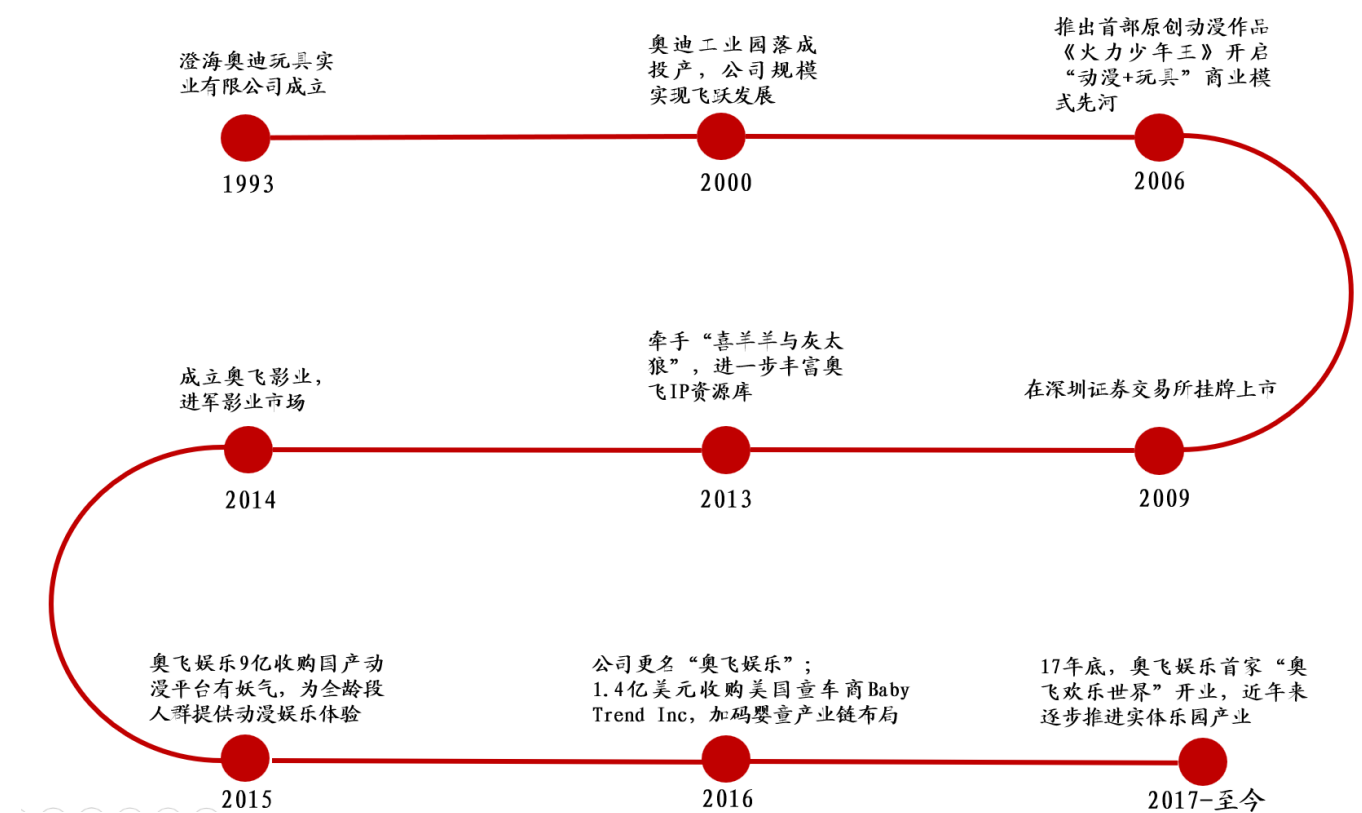
1 国内领先动漫文化多生态产业平台，以 IP 为核心拓展市场	4
1.1 发展历程：以玩具起家，转型升级布局动漫行业.....	4
1.2 主营业务：以 IP 为核心，打造全能动漫文化产业生态.....	4
1.3 股权架构：股权结构稳定.....	5
1.4 业绩分析：疫情负面影响消退，公司 2023Q3 业绩趋势向好.....	6
2 内容业务：构建“IP+产业”商业闭环，筑起核心壁垒	6
2.1 动画内容：以 IP 为核心，TV 动画+动画电影双业务强布局.....	7
2.2 授权业务：IP 资源丰富赋能授权业务，积极拓展 K12 及年轻潮流市场.....	8
3 玩具业务：产业链体系成熟，K12 与潮玩双线并行	9
4 婴童业务：依托国内外双品牌联动优势，持续深耕大母婴市场	11
5 AI 领域：积极促进“IP+AI”产业化落地	13
6 盈利预测与投资建议	14
7 风险提示	15
图表 1: 公司主要发展历程.....	4
图表 2: 公司目前主营业务.....	5
图表 3: 公司股权结构.....	6
图表 4: 2019-2023Q1-Q3 营业收入及增速.....	6
图表 5: 2019-2023Q1-Q3 归母净利润（单位：亿元）.....	6
图表 6: 内容业务布局.....	7
图表 7: 2013-2023E 中国动漫产业总产值（单位：亿元）.....	7
图表 8: 公司 TV 动画.....	8
图表 9: 公司动画电影.....	8
图表 10: 2020-2022 年中国年度授权商品零售额（单位：亿元）.....	8
图表 11: 2020-2022 年中国年度授权金（单位：亿元）.....	8
图表 12: 公司授权业务示例.....	9
图表 13: 2018-2022 年中国玩具出口额.....	10
图表 14: 2022 年中国玩具（不含游戏）出口额 TOP10 目的地.....	10
图表 15: 动漫 IP 类玩具示例.....	10
图表 16: 品类玩具示例.....	11
图表 17: 潮流玩具示例.....	11
图表 18: 2016-2022 年中国出生人口数量及出生率.....	12
图表 19: 2016-2022 年中国居民人均消费支出（单位：元）.....	12
图表 20: 2016-2025E 中国母婴市场消费规模.....	12
图表 21: 2016-2025E 母婴消费渠道分布情况.....	12
图表 22: 婴童业务示例.....	13
图表 23: 公司“IP+AI”产业化落地情况.....	13
图表 24: 公司盈利预测（单位：百万元）.....	14
图表 25: 可比公司估值表.....	15

1 国内领先动漫文化多生态产业平台，以 IP 为核心拓展市场

1.1 发展历程：以玩具起家，转型升级布局动漫行业

奥飞娱乐股份有限公司是国内领先的动漫文化多生态产业平台。奥飞娱乐股份有限公司是中国最大的动漫文化集团之一，成立于1993年，以塑料玩具起家，成立前身澄海奥迪玩具实业有限公司，并在2000年落地工业园，扩大生产规模，在2006年公司开始转型升级，推出首部原创动漫作品《火力少年王》开启“动漫+玩具”商业模式先河，于2009年成功上市，并陆续开始动漫行业布局，例如成立奥飞影业，收购“有妖气”国产动漫平台等，在2016年更名为“奥飞娱乐”，并后续发布公告收购美国童车商Baby Trend Inc，加码布局婴童产业，同时在2017年开始陆续布局实体游乐园“奥飞欢乐世界”。经过20多年的发展，奥飞娱乐已经成长为国内领先的动漫文化多生态产业平台之一。

图表1:公司主要发展历程



资料来源：公司官网、万联证券研究所

1.2 主营业务：以 IP 为核心，打造全能动漫文化产业生态

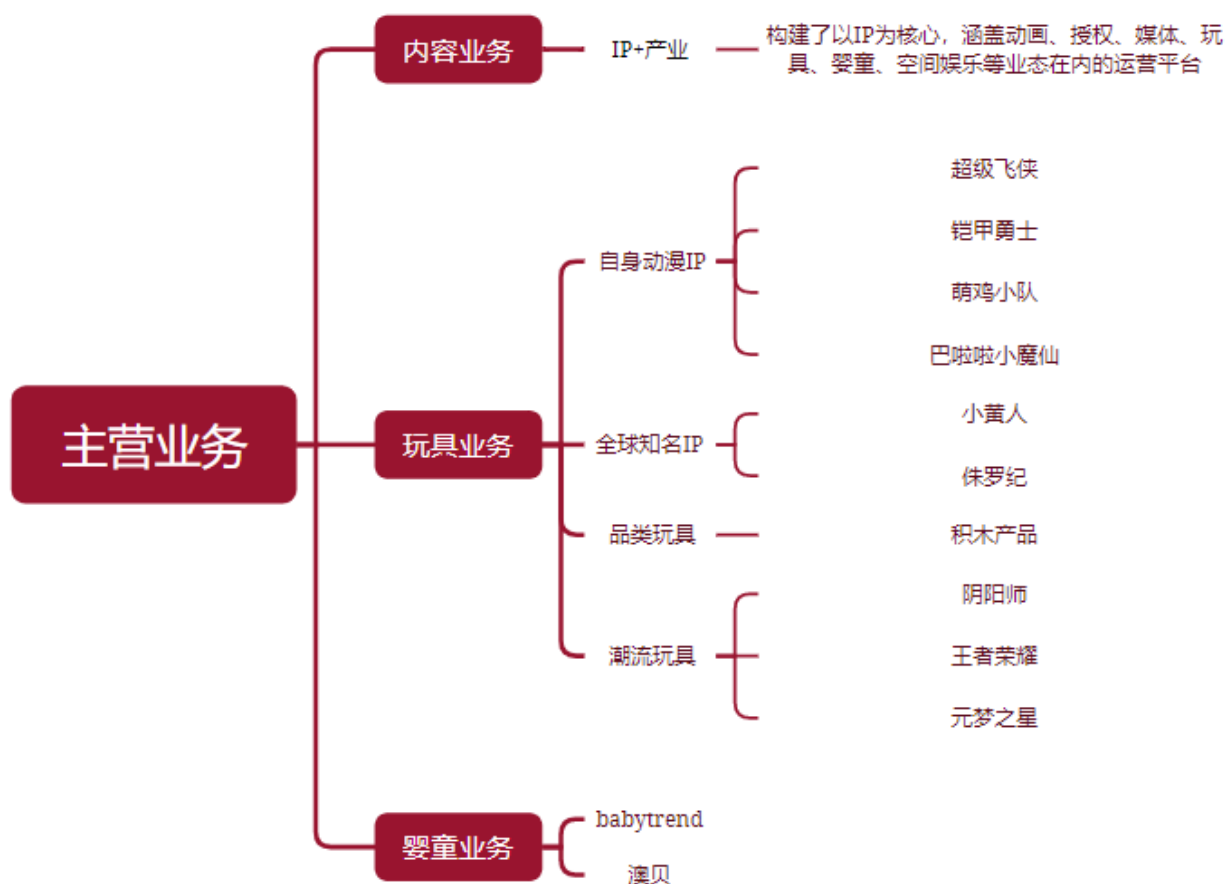
公司以IP为核心，打造全能动漫文化产业生态。公司始终坚持构建以IP为核心的动漫文化产业生态，以婴幼儿和儿童为核心用户并逐步覆盖至年轻人群体，打造集动画、电影、授权、玩具、婴童、潮玩手办、主题商业等业务为一体的“IP+全产业链”运营平台。公司主营业务主要分为三大板块，分别是内容业务、玩具业务及婴童业务。

1) **内容业务**：公司拥有经验丰富、技术精湛的创意制作团队，持续研发创作的优质动漫影视内容经由复合型媒介平台传播扩大其影响力，能够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，构筑内容创作企业的核心壁垒。公司构建了以IP为核心，涵盖动画、授权、媒体、玩具、婴童、空间娱乐等业态在内的运营平台，IP资源将依托全产业链优势，开启多渠道联动

变现模式，实现价值最大化；

- 2) **玩具业务**：公司着重将产品与IP资源相结合，增强其品牌效益，围绕自身动漫IP“超级飞侠”、“萌鸡小队”、“铠甲勇士”、“巴啦啦小魔仙”等开发生产相应系列的变形玩具、人偶、装备、陀螺、悠悠球、四驱车等多种样式的玩具；与全球知名IP通过授权合作开发生产其衍生玩具，如“侏罗纪”、“小黄人”等；结合IP、教育、科技等不同属性打造品类玩具；背靠“王者荣耀”、“阴阳师”、“元梦之星”等知名游戏IP推出盲盒等形式的潮流玩具；
- 3) **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，包括了婴儿推车、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产品。

图表2:公司目前主营业务

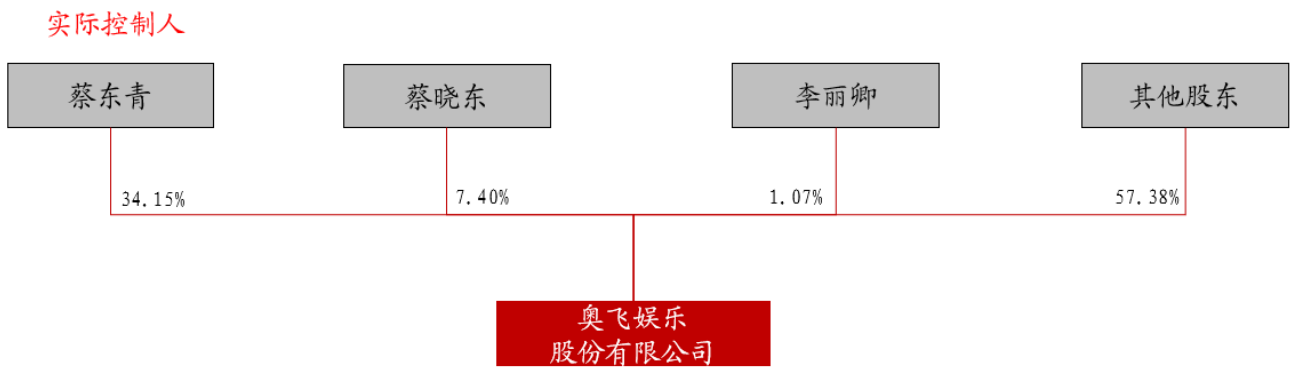


资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.3 股权架构：股权结构稳定

公司股权结构稳定。根据2023年三季报披露，公司创始人兼董事长蔡东青为公司实际控制人，持股比例34.15%，为公司第一大股东，其弟弟蔡晓东、其母亲李丽卿分别持有公司7.40%、1.07%股份，为公司第二、第五大股东，其余的为公共股东及机构股东，占比57.38%。

图表3:公司股权结构

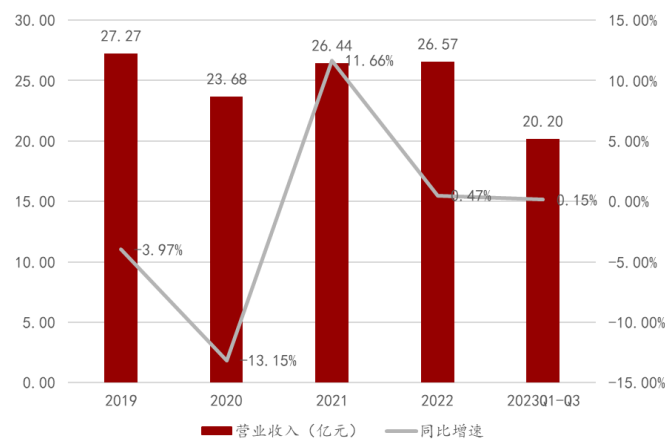


资料来源:公司公告、万联证券研究所

1.4 业绩分析: 疫情负面影响消退, 公司 2023Q3 业绩趋势向好

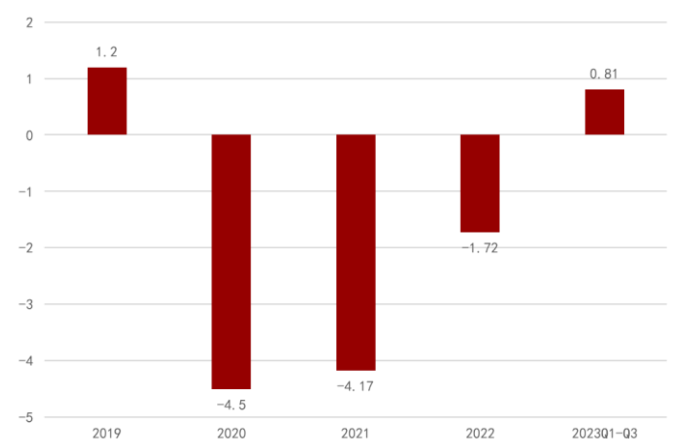
疫情负面影响消退, 公司2023Q3业绩趋势向好。自疫情开始, 公司业绩有所承压, 2020年, 由于公司玩具等涉及到线下终端销售的部分业务营收下滑、营业成本较上年同期有较大增加、公司投资损失以及资产减值损失, 归母净利润转盈为亏。在2021年至2022年, 疫情影响并未消退, 同时婴童业务、玩具业务受到海运价格大幅上升、大宗原材料价格上涨等影响较为明显, 叠加人民币汇率波动、计提相关减值损失, 归母净利润仍处于亏损状态, 但亏幅逐年缩减。2023年前三季度, 疫情负面影响终结, 公司按年度经营计划积极推进各项业务, 各项目逐步有序开展落实, 发展趋势向好, 整体营收同比增长0.15%至20.20亿元, 归母净利润大幅上涨768.25%至0.81亿元。

图表4:2019-2023Q1-Q3 营业收入及增速



资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所

图表5:2019-2023Q1-Q3 归母净利润 (单位: 亿元)



资料来源: iFind、公司公告、万联证券研究所

2 内容业务: 构建“IP+产业”商业闭环, 筑起核心壁垒

公司构建“IP+产业”商业闭环, 筑起核心壁垒。公司拥有经验丰富、技术精湛的创意制作团队, 持续研发创作的优质动漫影视内容经由复合型媒介平台传播扩大其影响力, 能够通过商业化运营变现, 进而反哺内容业务发展, 形成“IP+产业”的商业闭环, 构筑内容创作企业的核心壁垒, 公司已建立从内容创意研发、制作到发行传播、市场推广以及IP商业化运营等完整环节的内容业务运作管理体系, 主要可分为动画内容业务及授权业务。

图表6:内容业务布局

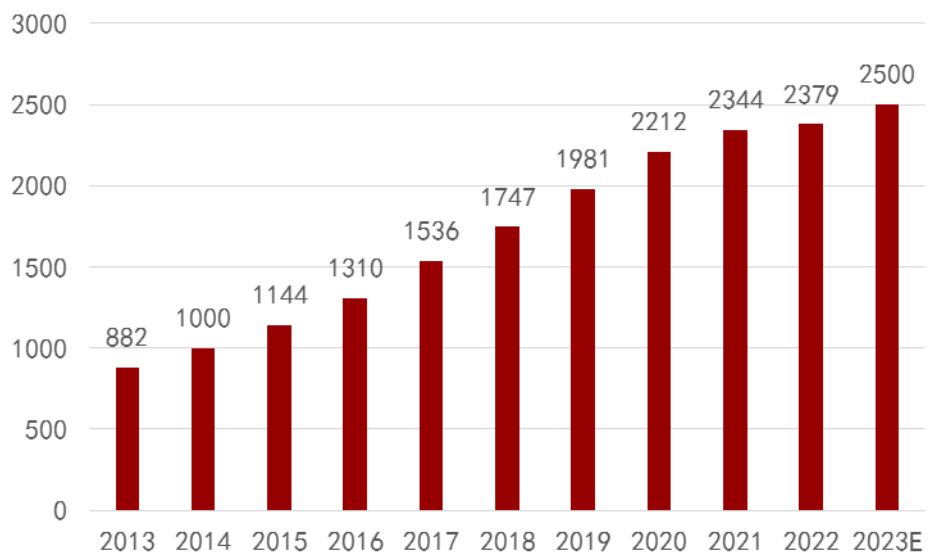


资料来源:公司公告、万联证券研究所

2.1 动画内容:以IP为核心,TV动画+动画电影双业务强布局

政策引导下,中国动漫产业蓬勃发展。中国动漫行业经历了从萌芽到发展,再到转折、缓慢发展和蓬勃发展的五个阶段,在这个过程中,中国动漫创作者们打造了一批优秀的原创作品和企业,已经逐渐成为一个多元化、国际化和产业化的行业,有着广阔的发展前景。国家相应推出了一系列推进动漫文化产业发展的政策,从限播措施、税收优惠、版权规范等方面全力扶持我国动漫产业,尤其是国产动漫的发展。在政策推动下,在过去几年中,市场规模和行业收入快速增长,根据嘉世咨询数据显示,2022年中国动漫产业总产值达到2379亿元,预计在2023年实现2500亿元。未来随着政策引导、全产业链发展、全年龄段覆盖、互联网新型技术赋能以及海外市场拓展,整个动漫产业具有较大的增长空间。

图表7:2013-2023E 中国动漫产业总产值(单位:亿元)



资料来源:嘉世咨询、万联证券研究所

公司贯彻以IP为核心，TV动画+动画电影双业务强布局。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工作室以及与全球优秀行业合作伙伴的协作配合，坚持创作精品动漫IP内容，持续为全球家庭带来优质动漫内容。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IP的资源矩阵，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”、“超凡小英雄”等，分别从TV动画及动画电影两方面进行战略布局，市场表现均较为突出。

图表8:公司 TV 动画



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表9:公司动画电影

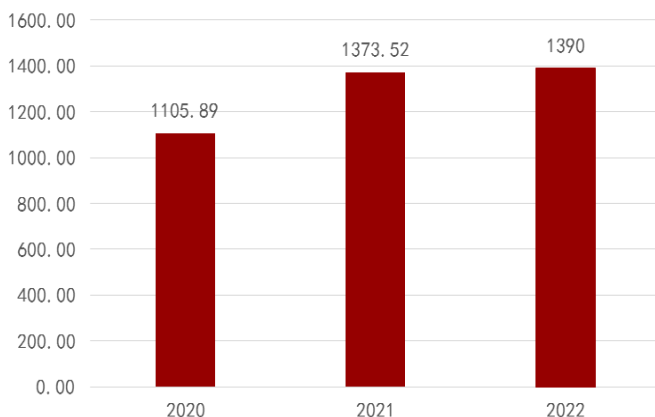


资料来源：公司公告、万联证券研究所

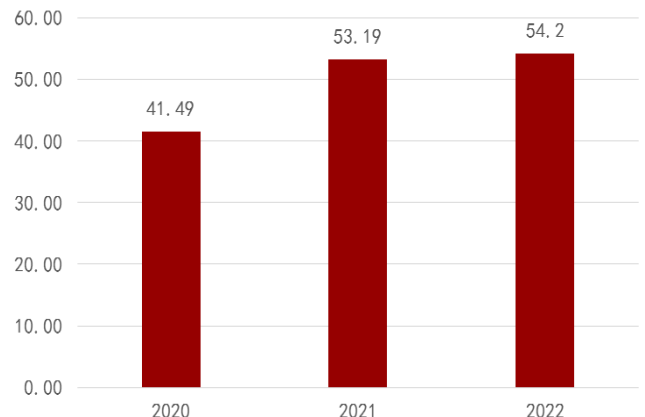
2.2 授权业务: IP 资源丰富赋能授权业务, 积极拓展 K12 及年轻潮流市场

IP授权行业发展迅速, 未来商业空间充足。随着消费者对个性化、定制化消费需求的不断增长, 众多品牌开始跨界营销, 寻求强强联合的品牌协同效应, 中国授权行业近年来发展迅速, 行业规模不断扩大, 并已经初具规模。根据中国玩具和婴童用品协会数据, 中国年度授权商品零售额及中国年度授权金已经增长至1390亿元及54.2亿元, 从品牌授权市场的IP类型分布来看, 娱乐类IP (包括: 卡通动漫、影视综艺、电子游戏、肖像形象、网络文学、音像图书) 仍是最主要的IP类型, 其中卡通动漫类占比最高。IP授权不仅是IP业务收入的主要方式之一, 同时也是扩大IP影响力, 拓展IP生态边界的关键核心, 中国作为全球第二大消费市场, 加之动漫行业蓬勃发展的助力, 有望为我国IP授权行业的发展带来无限潜力和空间。

图表10:2020-2022 年中国年度授权商品零售额 (单位: 亿元) 图表11:2020-2022 年中国年度授权金 (单位: 亿元)



资料来源：中国玩具和婴童用品协会、万联证券研究所



资料来源：中国玩具和婴童用品协会、万联证券研究所

公司IP资源丰富赋能授权业务，积极拓展K12及年轻潮流市场。公司IP资源丰富，且“喜羊羊与灰太狼”、“巴拉啦小魔仙”、“铠甲勇士”等优质IP国民认可度较高，在授权业务具有较强的优势，同时具备成熟的IP商业化运作能力，为公司扩大IP影响力，增加IP营收。公司授权业务稳定开拓K12市场，在食品饮料、日化用品、服装配饰等重点品类稳扎稳打，与达利食品、蒙牛·趣仔冰淇淋、特步童装童鞋、联众文具等多个知名品牌上达成授权合作；积极推进年轻潮流市场，不断探索新兴授权模式，例如“喜羊羊与灰太狼”、“巴拉啦小魔仙”等IP已经与十多款游戏联名，涵盖腾讯游戏、网易游戏、西山居等众多游戏厂商头部产品，同时在新消费领域实现跨界营销，如“喜羊羊与灰太狼”与怂重庆火锅厂、“巴拉啦小魔仙”与塔斯汀汉堡在六一儿童节周进行联动等。公司积极探索更加开放的IP生态，借助旗下优质IP内容和全产业链优势，在商品设计开发、营销推广和销售渠道方面实现全面的开放，为合作授权品牌方提供一站式赋能，实现业务增量。

图表12:公司授权业务示例

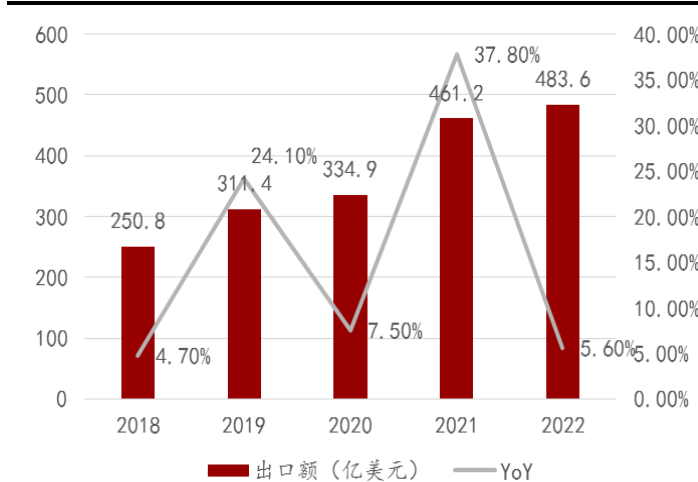


资料来源：网易、中外玩具网、万联证券研究所

3 玩具业务：产业链体系成熟，K12 与潮玩双线并行

玩具行业已然成熟。玩具行业属于成熟行业，已形成成熟的生态系统，完整的产业链条，全球市场定位明晰。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。根据中国玩具和婴童用品协会《2023中国玩具和婴童用品行业发展白皮书》指出，2022年国内市场玩具零售总额为883.1亿元，比上年增长3.3%；中国玩具（不含游戏）出口额为483.6亿美元，比上年增长5.6%。

图表13:2018-2022年中国玩具出口额



资料来源: 中国玩具和婴童用品协会、万联证券研究所

图表14:2022年中国玩具(不含游戏)出口额TOP10目的地

No	国家	出口额(亿美元)	YoY	占比
1	美国	130.8	-2.9%	27.1%
2	日本	24.1	33.8%	5.0%
3	韩国	19.3	15.8%	4.0%
4	英国	19.1	-8.6%	4.0%
5	墨西哥	17.3	22.5%	3.6%
6	德国	15.0	-9.1%	3.1%
7	马来西亚	14.0	33.9%	2.9%
8	荷兰	13.4	-12.5%	2.8%
9	越南	12.8	70.3%	2.7%
10	澳大利亚	11.7	6.2%	2.4%

资料来源: 中国玩具和婴童用品协会、万联证券研究所

公司K12与潮玩双线并行,积极展开联动合作。公司的玩具业务主要包括两大部分,其一是K12玩具。这部分又分为两个细分类别,即动漫IP类和品类玩具。动漫IP类玩具以品牌“奥迪双钻”为主,奥迪双钻主要设计、开发、生产、经营竞技类玩具、遥控玩具和智能数码系列和女孩玩具系列等近千个品种,经销网络遍布全国,向海外辐射,品牌知名度位居国内行业榜首,其旗下有众多诸如:“超级飞侠”“爆裂飞车3”“火力少年王”“铠甲勇士”“巴啦啦小魔仙”等知名IP。

图表15:动漫IP类玩具示例



资料来源: 中外玩具网、万联证券研究所

品类玩具以积木产品为主。奥飞娱乐旗下“维思积木”品牌主打中颗粒和小颗粒产品,结合IP、教育、科技等不同属性,推出了积木遥控车、军事积木、航空航天拼装、“超级飞侠”“巴啦啦小魔仙”等系列产品。

图表16:品类玩具示例



资料来源：维思积木官网、万联证券研究所

除了K12玩具，奥飞娱乐的另一个玩具产品线是潮流玩具，特别推出“玩点无限”品牌，以盲盒概念为主导，积极切入潮玩手办市场。公司潮玩手办IP来源于企业自有IP和外部授权IP，后者包括了“阴阳师”“Sank Toys”“星际熊”“请吃红小豆”“王者荣耀”等。同时积极与热点新游展开合作，例如公司与腾讯新游《元梦之星》合作，已获得IP授权开发周边衍生产品。

图表17:潮流玩具示例



资料来源：腾讯、网易、万联证券研究所

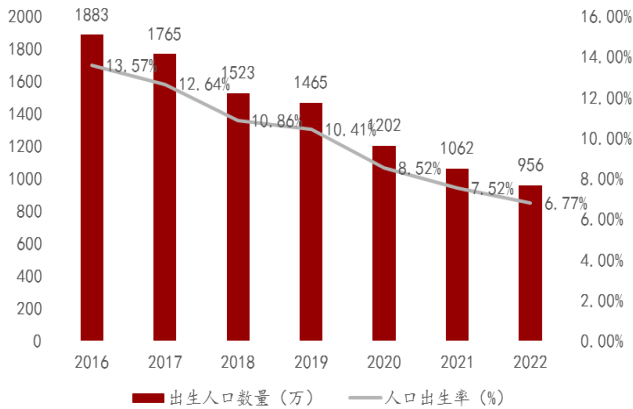
公司玩具业务体系成熟，积极提升产品竞争力。经过多年的拓展与积累，公司在玩具衍生品设计、生产及销售方面已经形成了一套成熟的体系，涵盖创意外观设计、结构功能开发、模具开发、制造、营销等多个环节。在前端创意与后端营销方面，公司着重将产品与IP资源相结合，增强其品牌效益。公司自有的产品研发与制造体系提升了产品在成本、效率、市场反应等方面的竞争优势。同时，公司持续进行产品研发与渠道拓展的国际化，积极提升产品竞争力，扩大市场空间。

4 婴童业务：依托国内外双品牌联动优势，持续深耕大母婴市场

疫情后居民人均消费支出回升，母婴行业消费潜力可观。我国人口出生率自2016年起

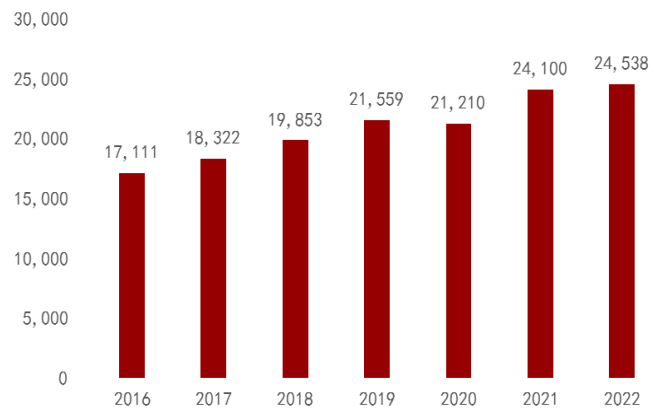
持续下滑趋势，于2022年跌破1000万，但我国居民人均消费支出情况自2016年起整体呈现增长趋势，在2022年达到24,538元，虽然受到疫情的影响，20年出现轻微下滑，但随着疫情的好转，2021年我国消费环境迎来复苏，即使居民消费仍然保持一定的谨慎和理智，但已展现出较为积极的消费活力。随着信息的发展和科学认知的进步，中国父母的育儿理念也出现变化，如今精细化、个性化的育儿理念备受宝妈宝爸推崇。

图表18:2016-2022年中国出生人口数量及出生率



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

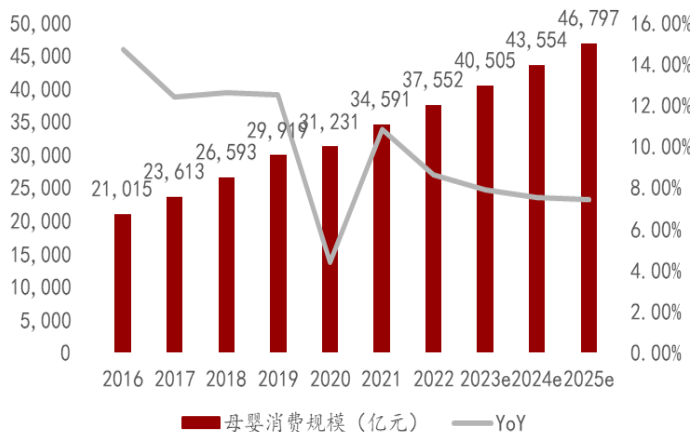
图表19:2016-2022年中国居民人均消费支出 (单位: 元)



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

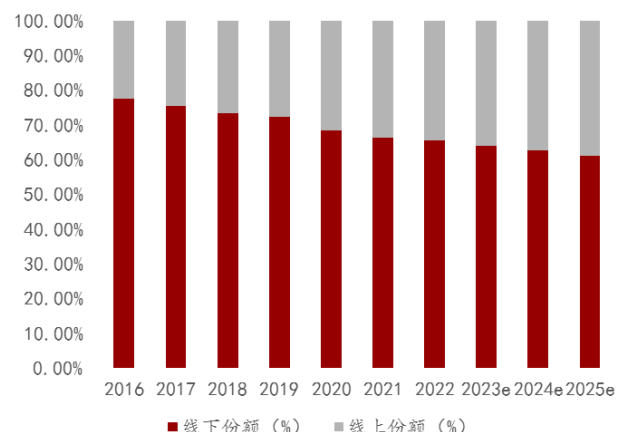
中国母婴市场消费规模稳步上升，线上销售渠道份额逐年增长。随着区块链、物联网、5G和人工智能等技术的快速发展，实体经济与线上经济的融合逐渐深入，品牌也更加注重运用互联网流量进行广告营销。2022年中国母婴市场规模达到37,552亿元，2016到2022年线上母婴消费占比由22.6%提升至34.6%，上浮12%，有望在今年突破4万亿元；线下商超、母婴实体店等是泛母婴人群实现商品消费的重要渠道，2020年之前线下消费渠道的消费占比超过7成。在线上购物体验优化、用户消费习惯迁移、私域触点不断完善等多重因素的驱动下，母婴消费的线上份额逐年提升，未来母婴消费将延续线上化趋势。

图表20:2016-2025E 中国母婴市场消费规模



资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

图表21:2016-2025E 母婴消费渠道分布情况

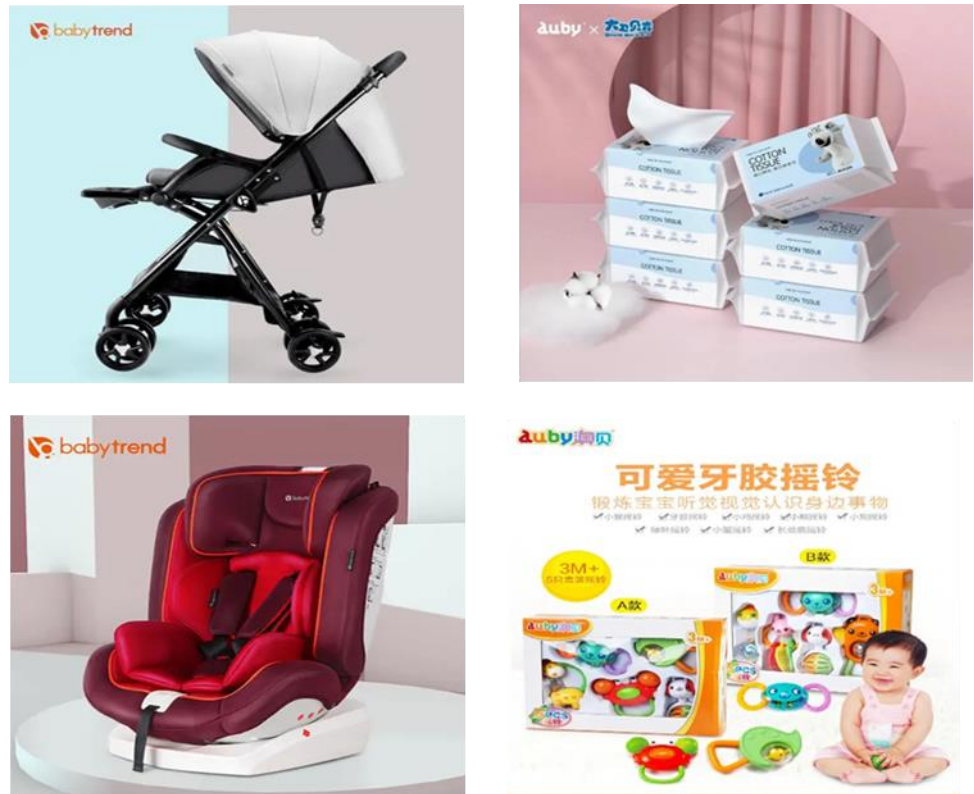


资料来源: 艾瑞咨询、万联证券研究所

依托国内外双品牌联动优势，持续深耕大母婴市场。公司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，包括了婴儿推车、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产品。近年来，公司积极推行大母婴战略，依托国内外双品牌联动优势，辅以多年儿童消费市场运营经验，持续深耕大母婴市场。“babytrend”升级为综合类母婴品牌，产品从核心品类逐步拓展婴童玩具、哺育用品、婴童家具等新品类，其国内品牌定位为专业婴童出行

专家；“澳贝”从专注婴幼儿玩具的品牌升级成为品类更丰富的“澳贝母婴”品牌，产品品类包括专业益智玩具、安心纸品、餐具喂养、室内游乐、户外出行等多个系列，在海外定位为专业婴童玩具品牌。两者发展各有侧重点，将发挥各自优势在区域市场中形成品类以及渠道互补。

图表22:婴童业务示例



资料来源: babytrend、澳贝、万联证券研究所

5 AI领域：积极促进“IP+AI”产业化落地

积极促进“IP+AI”产业化落地。公司积极拥抱人工智能等前沿技术给文化产业带来的变革，与技术领域头部企业保持深入交流，探索相关技术在内容创作、产品研发等环节的融合应用，通过与强大的AI技术公司合作，以这些资源作为核心，推动“IP+AI”的深度融合，持续投入研发和创新，实现“IP+AI”的产业化落地并创造更大的商业价值。

图表23:公司“IP+AI”产业化落地情况

序号	合作对象	产品
1	北京红棉小冰科技有限公司	共同打造“喜羊羊与灰太狼”“超级飞侠”等知名动画 IP 主要角色的虚拟数字人及智能玩具；目前公司上线试运行“喜羊羊与灰太狼”小程序，该测试版本接入了喜羊羊 AI 孪生数字人功能模块，在表情、动作、语言等方面贴合喜羊羊动漫 IP 形象及性格设定。
2	北京光年无限科技有限公司、海豚传媒股份有限公司	签署 AI 数字人战略合作协议，各方将对“人工智能与儿童 IP 活化、儿童 IP 数字人研发以及商业应用”项目展开探索与合作。

资料来源: 公司公告、万联证券研究所

6 盈利预测与投资建议

我们将公司业务分为四大板块进行预测，分别是玩具业务、婴童业务、动漫影视业务（内容业务）及其他业务，其他业务包含电视媒体、游戏等业务，分业务盈利预测如下：

1) 玩具业务：由于公司玩具业务生态链成熟，根据中国玩具及婴童用品协会的数据显示，2016年至2022年玩具的年复合增长率为8.72%，且伴随着中国经济的恢复，居民可支配收入持续增长，线下活动逐步开展增强市场关注度，基于2023年半年报数据，我们预测玩具业务2023年营收增长率为10%，在2024-2025年升至15%。毛利率方面，公司高毛利新品长线玩具销售占比有所提升，结构有所调整，我们预测2023年将回升至40.00%，并逐年提升。

2) 婴童业务：根据艾瑞咨询数据，2023年-2025年的母婴市场消费规模增长率在8%左右，结合公司2023年半年报数据，我们预测2023年营收增长率为5%，随着公司依托国内外双品牌联动优势，持续深耕大母婴市场，我们预计2024年-2025年营收将有所增长，增长率分别为8.00%、10.00%。毛利率方面，公司优化产品结构、拓展新品及品类、降本增效等措施，同时受益于海运价格费用回归正常水平等外部因素，婴童业务毛利率得到较为明显改善，我们预测2023年-2025年毛利率增长至35%左右。

3) 动漫影视：根据公司2023年半年报数据，公司动漫影视类业务上半年发展不及预期，但是动漫行业及授权行业均处于稳步增长，同时下半年多项优质IP续作播出，电影端也有相关布局，展望未来市场，我们预测2023年-2025年增长率为-5.00%、10.00%、10.00%。毛利率基于半年报数据，有所降低，我们预测维持在30%左右。

4) 其他业务：公司其他业务主要为电视媒体及游戏等业务，结构变动速度较快，我们基于2023年半年报各业务营收占比加权计算出增长率及毛利率，并预计逐年小幅增长，我们预测2023-2025年增长率为4.00%、6.00%、8.00%，毛利率为11%、12%、13%。

图表24:公司盈利预测（单位：百万元）

	2022A	2023H1	2023E	2024E	2025E
玩具业务	990.35	517.85	1089.38	1252.79	1440.71
YoY	-5.17%	9.07%	10%	15%	15%
毛利率	32.71%	42.47%	40%	41%	42%
婴童业务	1,165.12	576.67	1223.37	1321.24	1453.37
YoY	12.63%	-9.39%	5%	8%	10%
毛利率	29.31%	36.00%	35%	35%	35%
动漫影视业务	343.79	129.88	326.60	359.26	395.19
YoY	2.76%	-11.39%	-5%	10%	10%
毛利率	43.58%	32.54%	30%	30%	30%
其他业务	157.50	75.89	163.74	173.57	187.45
YoY	-31.82%	3.86%	4%	6%	8%
毛利率	5.86%	10.94%	11%	12%	13%
总营业收入	2656.76	1,300.29	2803.10	3106.86	3476.71
YoY	0.47%	-2.30%	5.51%	10.84%	11.90%
总归母净利润	-171.60	60.45	152.66	247.47	336.00
YoY	58.86%	扭亏为盈	扭亏为盈	62.10%	35.77%

资料来源：iFind、公司公告、万联证券研究所

综合来看，我们预计公司2023年-2025年营收分别为28.03/31.07/34.77亿元，同比增速分别为5.51%/10.84%/11.90%，归母净利润分别为1.53/2.47/3.36亿元，2023年实现扭亏为盈，2024年-2025年同比增速分别为62.10%/35.77%，对应EPS为0.10/0.17/0.23元。根据公司2023年前三季度业绩表现情况，归母净利润实现扭亏为盈，且公司布局的行业市场有增长空间，看好公司未来发展，我们预测对应12月25日收盘价的PE为81.17X/50.07X/36.88X。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表25:可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300251.SZ	光线传媒	234.10	-0.24	0.22	0.36	0.42	-35.64	35.16	21.67	18.56
300413.SZ	芒果超媒	482.46	0.98	1.18	1.40	1.61	30.77	21.15	17.82	15.60
	均值		0.37	0.70	0.88	1.02	-2.44	28.16	19.75	17.08
002292.SZ	奥飞娱乐	123.92	-0.12	0.10	0.17	0.23	-72.21	81.17	50.07	36.88

资料来源: iFind、万联证券研究所

注: 1. 市值数据统计时间截至于2023.12.25; 2. 可比公司2023-2025年EPS、PE预测值为同花顺统计的机构一致预测, 视源股份预测取自于我们团队预测。

7 风险提示

行业竞争加剧、用户需求不及预期、影视作品表现不及预期、原材料成本上升、海外市场开拓不及预期、海运成本上升等风险。

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2657	2803	3107	3477
同比增速 (%)	0.47	5.51	10.84	11.90
营业成本	1832	1823	2002	2220
毛利	824	980	1105	1257
营业收入 (%)	31.03	34.96	35.56	36.15
税金及附加	12	13	14	16
营业收入 (%)	0.46	0.45	0.46	0.46
销售费用	333	308	326	348
营业收入 (%)	12.54	11.00	10.50	10.00
管理费用	404	378	388	417
营业收入 (%)	15.21	13.50	12.50	12.00
研发费用	170	154	155	174
营业收入 (%)	6.38	5.50	5.00	5.00
财务费用	23	0	0	0
营业收入 (%)	0.87	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-77	0	0	0
信用减值损失	-10	0	0	0
其他收益	17	14	20	21
投资收益	-3	-3	-3	-4
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	-1	-2	-2	-2
营业利润	-191	135	235	317
营业收入 (%)	-7.18	4.83	7.57	9.12
营业外收支	14	25	25	35
利润总额	-177	160	260	352
营业收入 (%)	-6.66	5.72	8.37	10.12
所得税费用	-2	7	12	14
净利润	-175	153	248	338
营业收入 (%)	-6.58	5.46	8.00	9.72
归属于母公司的净利润	-172	153	247	336
同比增速 (%)	58.86	188.97	62.10	35.77
少数股东损益	-3	0	1	2
EPS (元/股)	-0.12	0.10	0.17	0.23

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	-0.12	0.10	0.17	0.23
BVPS	2.21	2.37	2.54	2.77
PE	-72.21	81.17	50.07	36.88
PEG	-1.23	0.43	0.81	1.03
PB	3.79	3.53	3.30	3.03
EV/EBITDA	-822.51	49.81	37.13	29.10
ROE	-5.24%	4.35%	6.58%	8.21%
ROIC	-3.03%	3.17%	5.01%	6.51%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	724	399	335	294
交易性金融资产	108	108	108	108
应收票据及应收账款	366	389	424	478
存货	819	811	875	979
预付款项	70	94	100	108
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	65	180	196	195
流动资产合计	2152	1980	2037	2161
长期股权投资	422	488	517	554
固定资产	294	305	313	322
在建工程	0	0	0	-1
无形资产	101	108	102	101
商誉	1465	1661	1710	1818
递延所得税资产	264	259	259	259
其他非流动资产	810	897	977	1041
资产总计	5508	5697	5914	6256
短期借款	926	949	829	723
应付票据及应付账款	580	530	587	658
预收账款	10	10	11	12
合同负债	132	150	161	181
应付职工薪酬	107	106	116	129
应交税费	13	17	18	20
其他流动负债	1078	1065	952	850
流动负债合计	1921	1877	1846	1850
长期借款	40	40	40	40
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	2	2	2	2
其他非流动负债	243	237	237	237
负债合计	2206	2156	2125	2129
归属于母公司的所有者权益	3273	3511	3759	4095
少数股东权益	29	30	31	33
股东权益	3302	3541	3789	4127
负债及股东权益	5508	5697	5914	6256

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	148	63	292	354
投资	170	-66	-29	-38
资本性支出	-84	-380	-205	-247
其他	0	-7	-3	-4
投资活动现金流净额	87	-453	-237	-288
债权融资	-1408	-37	0	0
股权融资	1	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	1118	23	-120	-106
筹资成本	-46	0	0	0
其他	-113	73	0	0
筹资活动现金流净额	-448	59	-120	-106
现金净流量	-198	-324	-65	-41

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场