

奥飞娱乐股份有限公司

2012 年公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

奥飞娱乐股份有限公司 2012 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【257】号 01

债券简称：12 奥飞债

债券剩余规模：4.5 亿元

债券到期日期：2018 年
6 月 7 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第三年末公司上调票
面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名：
汪永乐 梁瓚

电话：
0755-82879719

邮箱：
wangyl@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 5 月 21 日	2017 年 4 月 24 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对奥飞娱乐股份有限公司（以下简称“奥飞娱乐”或“公司”，股票代码：002292.SZ）及其 2013 年 6 月 7 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司 IP 储备丰富，长期业务具备潜力；公司多业态联动，拓宽 IP 变现渠道；玩具和婴童业务受益于二孩政策及消费升级；定增落地，公司资金压力得到部分缓解。同时我们也关注到，公司盈利能力大幅下滑；影视和游戏类业务影响总体盈利水平；公司对外投资频繁，被投资企业业绩和发展有待观察；商誉规模较大，存在一定的减值风险；有息债务持续增加，短期偿债压力加大等风险因素。

正面：

- **IP 储备丰富，长期业务具备潜力。**公司积累了覆盖全年龄段的 IP，在 K12(kindergarten through 12 grade，以下简称“K12”)领域，公司拥有“超级飞侠”、“喜羊羊与灰太狼”、“铠甲勇士”等知名 IP；在 K12 以上，公司拥有“有妖气原创漫画梦工厂（www.u17.com）”（以下简称“有妖气”），平台连载漫画超过 4.7 万部，为公司注入丰富的 IP 资源。
- **公司多业态联动，拓宽 IP 变现渠道。**公司已构建以 IP 为核心，涵盖动漫、媒体、玩具、婴童、游戏、实景娱乐等多业态联动的产业格局。通过 IP 资源授权动画、影视、游戏等文化内容的开发，提升和放大 IP 品牌价值。文化内容通过公司旗下的嘉佳卡

通卫视、有妖气等多元媒体渠道进行快速的品牌化传播，扩大 IP 影响力。依托丰富的 IP 资源和渠道升级，公司获得授权收入并带动玩具等衍生品的销售，授权范围涉及商品、室内乐园、舞台剧、教育、展览等领域，拓宽 IP 变现渠道。

- **玩具和婴童业务受益于二孩政策及消费升级。**随着“全面二孩”政策的持续实施，2017 年我国新生二孩数 883 万人，比 2016 年增加 162 万人，2017 年二孩占全部出生人口比重达到 51.2%，比上年提高 11 个百分点。同时，我国玩具消费水平仍然较低，与发达国家差距较大，随着我国经济的发展，人民消费水平和消费意识的不断提高，公司强大的自主 IP 及销售渠道将推动玩具及婴童用品销售充分受益。2017 年公司超级飞侠和爆裂飞车两款 IP 玩具保持热销，合计占当年玩具销售收入的 53.98%，同时，公司婴幼儿玩具销售收入同比增长 37.79%。
- **定增落地，公司资金压力得到部分缓解。**2018 年 1 月公司非公开发行股份共募集资金 6.79 亿元，通过定增资金的补充，增强公司资本实力，有助降低公司资产负债率和财务费用。

关注：

- **公司盈利能力大幅下滑。**2017 年公司期间费用率高企，资产减值损失侵蚀利润，利润总额同比下滑 87.45%。同期公司获得投资收益和资产处置收益共计 2.38 亿元，扣除非经常性损益后净利润亏损 1.82 亿元，相比上年大幅减少 157.14%。
- **公司影视和游戏类业务影响总体盈利水平。**受投资电影亏损影响，2017 年公司影视类业务毛利率同比大幅下滑 32.82 个百分点，且动漫影视类作品受观众喜好影响较大，公司影视板块业绩存在波动性。游戏产品生命周期较短且更新迭代频繁，2017 年公司游戏类业务收入同比大幅下降 48.85%，毛利率同比下降 11.11 个百分点。
- **公司对外投资频繁，被投资企业业绩和发展有待观察。**近年公司对外投资金额较大，投资数量较多。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产账面价值 10.17 亿元，涉及 47 家公司或产业基金的投资；长期股权投资账面价值 4.54 亿元，涉及 22 家联营或合营企业的投资。被投资企业与原有业务整合效果有待检验，且投资标的大部分为早期或成长阶段的企业，发展面临较大不确定性。
- **公司商誉规模较大，存在一定的减值风险。**2017 年度有 4 家涉及游戏及媒体行业的子公司业绩未达预期，公司共计计提商誉减值 5,197.70 万元。截至 2017 年末，公司商誉价值合计 29.32 亿元，占总资产比例达 35.05%，若未来并购标的业绩不及预期，将继续面临商誉减值风险。

- **公司有息债务持续增加，短期偿债压力加大。**为满足对外投资资金需求，截至 2018 年 3 月末，公司有息债务规模达到 26.86 亿元，占负债总额的 71.36%，较 2016 年末大幅增长 47.35%，其中短期有息债务达到 24.20 亿元，较 2016 年末增加 76.35%，流动负债占总负债的比重达到 86.69%，近年公司对外投资频繁，资金存在一定期限错配风险，短期偿债压力加大。

公司主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
总资产（万元）	935,743.77	836,394.47	836,621.35
归属于母公司所有者权益合计（万元）	546,009.99	477,181.52	479,516.72
有息债务（万元）	268,606.44	228,520.17	182,285.47
资产负债率	40.23%	41.29%	41.55%
流动比率	1.22	0.92	1.21
速动比率	0.91	0.61	0.76
营业收入（万元）	73,934.40	364,246.41	336,066.84
营业利润（万元）	5,683.09	6,919.35	51,921.06
利润总额（万元）	5,695.21	7,064.04	56,298.68
综合毛利率	51.07%	42.54%	49.42%
总资产回报率	-	1.93%	9.33%
EBITDA（万元）	-	28,167.40	68,927.18
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	13.43
经营活动现金流量净额（万元）	-242.36	15,189.45	18,595.10

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

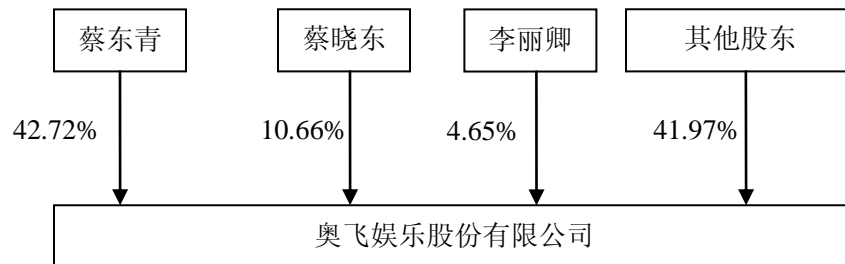
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年6月7日公开发行5年期5.50亿元公司债券，募集资金均用于补充公司营运资金。截至2018年3月31日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年9月19日公司回购注销股权激励计划限制性股票第三个解锁期不符合解锁条件的全部限制性股票945,360股，2018年1月公司非公开发行股票50,215,206股，截至2018年3月31日，公司注册资本及股本均为135,715.95万元。公司控股股东及实际控制人未发生变更，控股股东及实际控制人仍为蔡东青先生¹，持股比例为42.72%，相比2016年末减少了1.61个百分点。截至本报告披露日，蔡东青先生及其持股5%以上一致行动人蔡晓东先生持有的公司股份处于质押状态的股数合计为37,804万股，占公司总股本的27.86%。

图1 截至2018年3月末公司股东及持股比例情况



资料来源：公司提供

公司2017年新纳入合并范围的子公司有8家，主要涉及动漫和游戏产业，其中公司以1,620万美元投资Funny Flux Entertainment CO., Ltd（以下简称“FunnyFlux”），持股比例由43.79%上升至60.02%；不再纳入合并范围的子公司有4家，具体如下表1所示。

表1 2017年公司合并报表范围变化情况

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	业务性质	纳入方式
Funny Flux Entertainment CO., Ltd	60.02%	动漫设计	非同一控制下合并
上海星落信息技术有限公司	60.00%	游戏研发	非同一控制下合并
南京图乙方圆网络科技有限公司	60.00%	推广运营服务	非同一控制下合并
广州位面信息科技有限公司	51.00%	游戏研发	非同一控制下合并

¹ 公司未提供实际控制人蔡东青的信用报告。

Alpha Pictures Development, LLC	100.00%	文化传媒	设立
Alpha Entertainment Group America Holding Corporation	100.00%	投资管理	设立
霍尔果斯奥飞创业投资有限公司	100.00%	投资管理	设立
卓越游戏科技有限公司	51.00%	游戏研发	设立

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	剩余股权比例	业务性质	不再纳入合并报表的原因
Alpha Entertainment (International) Company Limited	0	文化传媒	注销
Wonder Magic Global Limited	0	文化传媒	注销
北京中奥影迪动画制作有限公司	0	动画制作	出售股权
北京夏日茉莉文化发展有限公司	0	文化传媒	出售股权

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为836,394.47万元，归属于母公司的所有者权益为477,181.52万元，资产负债率为41.29%。2017年度，公司实现营业收入364,246.41万元，利润总额7,064.04万元，经营活动现金净流入15,189.45万元。

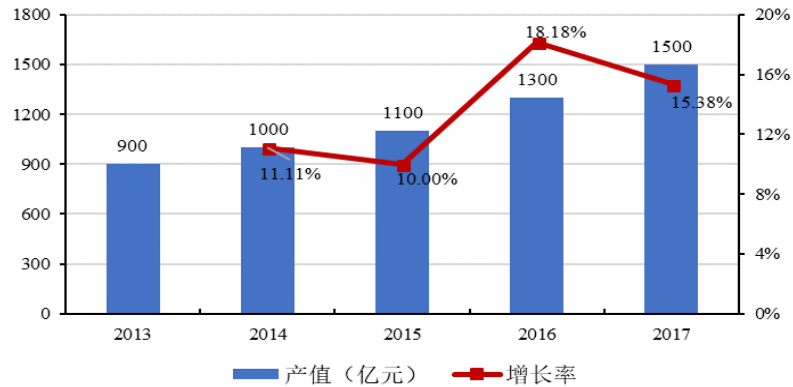
截至2018年3月31日，公司资产总额为935,743.77万元，归属于母公司的所有者权益为546,009.99万元，资产负债率为40.23%；2018年1-3月，公司实现营业收入73,934.40万元，利润总额5,695.21万元，经营活动现金净流出242.36万元。

三、运营环境

动漫产业规模和用户群体稳步增长，但短期难改低质、低幼化格局，动漫人才紧缺，原创动漫水平仍有待提升

随着移动互联网的深入普及，我国动漫产业在制作生产、传播发行和鉴赏消费等诸多层面得到快速发展。2017年我国动漫产业总产值达到1,500亿元，同比增长超过15%，高于同期全国文化产业增加值增长速度。其中，玩具、舞台剧、主题园等衍生品产值占动漫产业产值近50%。

图2 2013-2017年中国动漫产业产值及增长率



注：中国动漫产业产值包括上游制作、中游发行及播出、下游衍生品开发等各环节产值。
资料来源：艺恩咨询

从需求端看，我国动漫产业具备稳固的用户基础。我国动漫产业伴随着日本动漫的进入兴起于90年代末，80后（指1980-1989年出生的人群）成为当时动漫行业的消费主力军。进入21世纪，随着互联网的普及和移动互联网的高速发展，以动漫为主要载体的平面世界构成了丰富多元的二次元文化，根据艺恩咨询的调研数据显示，2017年中国动漫行业用户规模达到3.1亿人，同比增长14.8%，90后（指1990-1999年出生的人群）和00后（指2000-2009年出生的人群）占比达六成，成为二次元动漫产业的消费主力军。当前，80、90后已全部成年，开始步入生育高峰期，而我国80后的人口数量为2.2亿人，90后和00后的人口数量达到3.3亿人，同时随着二胎政策的全面开放，叠加代际变迁效应和互联网的传播，动漫产业在未来多年有望继续保持高速增长，面向少年儿童的低幼向动漫也将获得较大成长空间。

从供给端看，一方面受多年政策补贴和收视渠道控制影响，我国绝大多数动漫作品定位低幼群体，原创动漫的质量仍较差，缺少吸引人的剧情设定和文化积淀，本土精品动漫在总体内容消费市场份额中占比较低。另一方面动漫人才资源的短缺也是造成动画质量差的重要原因，我国培养动漫人才侧重于技术性，缺乏能够激发创造性，提升审美能力的具有人文和艺术素养的综合素质人才。由于典型的动漫受众在10岁之前，观看渠道以电视为主，而10岁以后，逐步过渡到以互联网为主。国产动漫在低幼市场形成了绝对强势，而在全年龄段市场所依赖的互联网渠道，国产动漫市场则相当有限，目前我国仍属于动漫生产大国却非强国。主流动漫内容消费市场仍被日本和美国动漫占据。动漫衍生品是动漫产业的主要盈利来源，我国动漫衍生品市场产值仍然较小。

从动漫行业政策来看，中国动漫产业已成为文化产业的重要组成部分。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

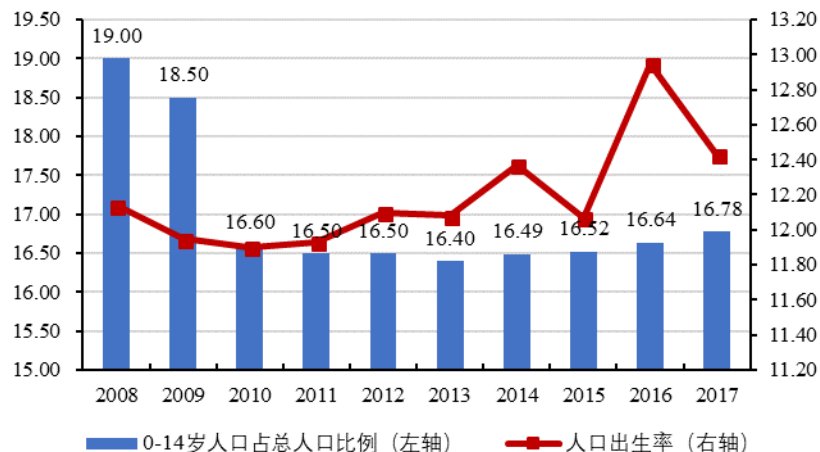
创意和品牌，持续推动手机（移动终端）动漫等标准制定和推广，扶持建设国家动漫产业综合示范园建设等”。

我国玩具市场受益于消费升级及二孩政策，行业发展将向具有品牌影响力企业集中

我国是全球最大的玩具制造国和出口国，占国际出口玩具总量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%。2017年我国玩具制造业整体呈现稳定增长趋势，玩具行业主营业务收入2,357.1亿元，同比增长8.5%；利润总额127.8亿元，同比增长8.8%。

从需求端来看，根据中国玩具和婴童用品协会发布的《中国玩具和婴童用品行业发展白皮书》显示，2017年中国玩具行业零售规模达646.3亿元人民币，比上一年增长16.2%；0-12岁儿童人均玩具消费276.8元，比上一年增长14.5%。由于儿童数量多寡和居民收入水平直接决定了玩具市场的基础空间，随着二孩政策的全面实施和居民消费水平提高，国内玩具市场空间广阔。根据国家统计局的数据，2016-2017年我国新生儿人口分别为1,786万人、1,723万人，其中2017年二孩数量进一步上升至883万人，比2016年增加162万人，2017年二孩占全部出生人口比重达到51.2%，比上年提高11个百分点，同时0-14岁儿童人口超过2.5亿人。目前我国玩具消费水平仍然较低，与发达国家差距较大，以市场销售额计算，中国是世界上仅次于美国第二大玩具消费国，但中国人均玩具消费支出仅为美国的1/8，我国在人均消费上有巨大的提升空间。随着我国经济的发展，人民消费水平和消费意识的不断提高，同时随着“全面二孩”政策的持续实施和80后、90后步入生育高峰期，将直接拉动国内玩具的市场需求。

图3 2008-2017年0-14岁人口占总人口比例及人口出生率（%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

从产业格局来看，由于玩具品类更新换代速度快、复购率高，通过不断的培育和创新

IP为玩具产品注入内涵精神价值，吸引消费者反复购买，进而形成持久的品牌影响力。欧洲、美国、日本玩具行业凭借品牌和渠道的优势占据了玩具行业高附加值环节，行业规模大，集中度高，例如，乐高集团通过自创和外延收购掌握了包括星球大战、哈利波特和蝙蝠侠等世界顶级IP，以此为土壤开发相应玩具和游戏，企业获得持续的发展，并且在建筑模型玩具中占据65.5%的市场份额。而我国玩具企业大部分无自主知识产权，80%的玩具企业是纯加工型代工企业，以OEM贴牌为主，处在产业链的最低端。由于没有自主品牌、缺少核心技术，制约了我国玩具市场发展。一方面，我国玩具市场集中度仍很低，2016年前十大国产玩具品牌市场占有率仅为20.1%，远低于美国61.2%的集中度水平。另一方面，玩具生产集群明显，主要玩具公司集中在浙江、江苏、广东、福建和上海，其中广东是全国最大的玩具生产基地。未来行业发展将向具有品牌影响力企业集中，而纯代工的企业生存空间进一步缩小。

玩具消费IP属性不断加强，国内玩具企业加速布局

近年来国内IP授权玩具的销售额增长较快，其增长率一直高于非授权玩具的增长率，是国内玩具销售额增长的核心动力，并且IP授权玩具在玩具销售总额的比重不断上升，从2009年的10%上升至2016年的17%。玩具产业存在着一条以内容产业驱动的行业价值链，玩具及其他IP衍生品变现的整个价值链中，优质IP的价值地位愈加凸显，IP与玩具等衍生品的有机结合是玩具企业保持长期竞争力的核心。目前国内已有多家玩具公司加速IP布局。最早布局动漫IP的奥飞娱乐，从简单的制造与授权到原创并围绕IP进行泛娱乐布局，拥有十多个原创动漫工作室，积累了众多知名的IP形象，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”等IP，面向青少年以及全年龄段人群的“十万个冷笑话”、“镇魂街”、“贝肯熊”等IP。以积木玩具产品为主的邦宝益智在2016年发布了独立IP产品“邦宝功夫神侠”系列玩具，同样在积木玩具领域的小白龙在2014年推出了动画《积高侠与阿里巴巴》，并围绕“积高侠”IP推出原创动画、电影、真人剧和漫画等内容强化IP价值。2016年佳奇科技也在全网推出其机器人IP的第一部作品《机变英盟》，其衍生玩具销量良好，未来佳奇科技还将持续加大投入，制作《机变英盟》续集，并计划在各大电视儿童频道播出。

四、经营与竞争

2017年公司继续完善以IP为核心，集动漫、授权、玩具、婴童用品、游戏和主题乐园等业务的泛娱乐产业链平台，通过持续打造精品IP巩固其在K12领域的领先地位，并围绕有妖气原创漫画平台深化K12以上领域布局。公司通过IP资源授权动画、影视、游戏等文化内

容的开发，提升和放大IP品牌价值。文化内容通过公司旗下的嘉佳卡通卫视、有妖气等多元媒体渠道进行快速的品牌化传播，扩大IP影响力。依托丰富的IP资源和渠道升级，公司获得授权收入并带动玩具等衍生品的销售，授权范围涉及商品、室内乐园、舞台剧、教育、展览等领域，公司多业态联动拓宽IP变现渠道。

2017年度公司实现营业收入36.42亿元，同比增长8.39%，综合毛利率42.54%，同比减少6.88个百分点。其中，玩具销售收入19.55亿元，占当年营业收入的53.68%，仍是公司销售收入的主要来源；其次是婴童用品和影视类业务，分别占营业收入的比重为23.86%、16.15%。从毛利率方面来看，2017年除婴童用品业务毛利率同比上升5.92个百分点外，其余各主营业务毛利率均出现不同程度下滑。

表 2 2016-2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
玩具销售	195,512.54	54.20%	193,232.28	55.45%
婴童用品	86,915.91	38.68%	51,960.13	32.76%
影视类	58,823.16	13.64%	58,232.68	46.46%
游戏类	9,026.46	68.52%	17,645.37	79.63%
电视媒体	7,340.93	2.55%	9,555.33	6.94%
设计及制作	121.36	38.07%	1,508.08	69.51%
其他业务	6,506.06	14.20%	3,932.97	-22.70%
合计	364,246.42	42.54%	336,066.84	49.42%

资料来源：公司 2016-2017 年年度报告，鹏元整理

公司持续打造精品IP，动漫影视储备充足，长期业务具备潜力，但受电影投资亏损影响，公司影视类业务盈利能力大幅下滑

公司内容创作业务主要为动漫影视和真人影视的创作与发行，形式包含动画片和电影，此类原创精品IP构成了公司的核心竞争力，并通过动漫影视片节目发行和授权获取收入，对公司玩具销售起到巨大的推介作用。

在K12领域，公司现有IP市场价值和影响力持续放大，同时保持不断打造精品IP的能力。2017年公司共推出21部动漫影视片，合计9,315分钟，其中包括《超级飞侠》、《萌鸡小队》、《啦啦啦小魔仙》和《喜羊羊与灰太狼》等19部动画片及其续集。公司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。截至2018年3月底，《超级飞侠》系列动画片全网总点击量超过180亿次，并获得了国际授权业协会（LIMA）“年度亚洲授权项目”、金龙奖“最佳动漫品牌奖”、“2017年中国授权业大奖年度中国IP”等奖项。公司新推出的另一部定位学龄前教育的动画片《萌鸡小队》被评为国家新闻出版广电总局及广东省新闻

出版广电局推荐的优秀国产电视动画片，上线不到5个月全网累积点击量达到22亿次。在K12以上IP领域，公司通过有妖气平台拥有《十万个冷笑话》、《镇魂街》、《端脑》和《雏蜂》等K12以上领域多部热门动漫IP。截至2018年3月末，有妖气平台共拥有2,300多万注册用户，连载漫画作品超过4.7万部，S级作品超过110部，A级作品超过60部，为公司补充一定的IP资源，并取得不错的市场表现，例如由漫画《镇魂街》改编的真人剧累积点击量超过32亿，动画电影《十万个冷笑话2》在2017年实现票房收入高达1.2亿元。此外，公司于2018年初引入英国知名IP“小猪佩奇”，并计划在2018年第四季度推出基于“小猪佩奇”的主题玩具系列。

影视类收入方面，2017年公司实现影视类业务收入58,823.16万元，较上年变动不大，但受公司所投资的海外电影《刺客信条》出现较大亏损的影响，影视类业务毛利率同比大幅下滑32.82个百分点。当前公司已主动收缩海外影视业务，转变对外影视投资方式，聚焦对动漫影视内容创作的投入，回归自有IP。随着IP矩阵与泛娱乐产业运营一体化战略深化，公司预计2018年将投资制作22部动漫影视，截至2017年末在真人影视方面预计总投资2.64亿元，公司已投资0.27亿元，尚需投资2.37亿元。公司动漫影视项目储备充足，依靠其在K12领域的IP打造能力和在K12以上领域的原创IP优势地位，动漫影视收入方面具备一定空间，但是动漫影视类作品受观众喜好影响较大，不同影视作品的收益存在较大差异，可能导致公司影视板块业绩存在波动性。

表3 截至2017年末公司主要在拍真人影视项目（单位：万元）

项目名称	上映时间	总投资额	截至2017年末已投资额	尚需投资
项目一	2018年3月	1,606	1,584	22
项目二	2018年11月	2,312	538	1,774
项目三（有妖气IP）	待定	6,300	250	6,050
项目四（有妖气IP）	待定	16,200	300	15,900
合计	-	26,418	2,672	23,746

资料来源：公司提供

受市场竞争加剧和新品类玩具拓展失利影响，公司玩具销售增长放缓

公司通过自主创作或授权开发模式生产制造动漫类和非动漫类玩具产品。2017年公司玩具销售类业务实现收入19.55亿元，其中动漫玩具销售收入占比79.67%，较上年有所下降，而非动漫玩具类中的婴幼儿玩具销售表现较好，占当年玩具销售收入的14.86%，同比上升3.95个百分点。

公司动漫玩具主要包括超级飞侠变形和模型玩具、爆裂飞车车型和变形机器人玩具、火力少年王悠悠球、铠甲勇士人偶和装备玩具、啦啦小魔仙女孩玩具等由自主创作的动

漫形象相关的衍生品，毛利率相对普通玩具更高。动漫玩具依托公司精品IP的影响力，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。2017年公司实现动漫玩具销售收入15.58亿元，同比微幅减少0.22%，原因主要是一方面，受市场竞争加剧影响，更多厂商采取与公司相仿的自主IP品牌变现模式，对公司原有动漫IP玩具造成一定冲击；另一方面，公司在2017年第四季度上线的悠悠球玩具销量未达预期，在新品类的拓展上失利。但在公司强大的自主IP和销售渠道推动下，2017年公司超级飞侠和爆裂飞车两款IP玩具保持热销，合计占当年玩具销售收入的53.98%。

公司非动漫类玩具主要包括澳贝婴幼儿玩具、遥控飞机、挥挥飞车等，毛利率较低。其中澳贝婴幼儿玩具经过多年的悉心经营，已在国内婴幼儿玩具市场中建立了较高的品牌美誉度，新品销售收入占据业务总收入较大比重，线下渠道分销网点增长较快，2017年拓展新的终端销售网点超过2,700家，全渠道销售同比增长36%。2017年婴幼儿玩具实现收入2.91亿元，同比增长37.79%。

表 4 公司玩具销售类业务收入情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
动漫玩具类	155,764.86	79.67%	156,109.55	80.79%
其中：玩具种类 1	5,205.58	2.66%	6,718.76	3.48%
玩具种类 2	72,458.25	37.06%	76,710.72	39.70%
玩具种类 3	2,539.07	1.63%	9,871.78	5.11%
玩具种类 4	33,079.18	16.92%	31,781.13	16.45%
玩具种类 5	8,455.52	4.32%	5,729.97	2.97%
玩具种类 6	17,106.00	8.75%	-	-
玩具种类 7	7,980.53	4.08%	-	-
其他	8,940.73	5.74 %	25,297.19	13.09%
非动漫玩具类	39,747.68	20.33%	37,122.73	19.21%
其中：婴幼儿玩具	29,054.84	14.86%	21,085.60	10.91%
合计	195,512.54	100.00%	193,232.28	100.00%

资料来源：公司提供

采购方面，公司玩具产品原材料主要包括塑胶原料、电子配件、五金件及包装材料等，其中塑胶原料和包装材料占主要部分。截至2017年末公司玩具原材料供应商前五名采购额占采购总额的14.86%，较2016年上升4.02个百分点。总体而言，公司原材料供应商较为稳定且集中度较低。

表 5 2017 年公司主要供应商情况（单位：万元）

前五大供应商	采购金额	占采购总额的比重
第一名	4,738.98	4.43%
第二名	2,931.26	2.74%
第三名	2,911.10	2.72%
第四名	2,859.43	2.68%
第五名	2,437.46	2.28%
合计	15,878.24	14.86%

资料来源：公司提供

销售渠道方面，公司已经建立起从经销商到分销商和终端零售商的三级营销网络，公司玩具产品主要通过经销商、第三方商场、网上直销等渠道进行销售，并以经销商销售模式为主，通过经销商批发至分销商或零售终端。2017年公司大力发展商超、百货等现代渠道，第三方商场销售渠道占比16.36%，同比增加8.77个百分点。

表 6 2016-2017 年公司玩具销售渠道占比情况

渠道	2017 年	2016 年
网上直营	4.65%	4.92%
第三方商场	16.36%	7.59%
经销商	78.99%	87.49%

资料来源：公司提供

公司婴童用品业务稳健增长，对公司业绩支持明显

2016年公司收购Baby Trend, Inc.（以下简称“BT”）和东莞金旺儿童用品有限公司（以下简称“东莞金旺”）两家婴童用品公司后扩大婴童用品业务范围，BT主要从事婴儿车、安全座椅、睡床、高餐椅等婴童耐用品开发和销售，拥有两个独立品牌“Baby Trend”和“MUV”，是北美地区综合排名前两位的婴童出行用品品牌，BT产品均外包给国内工厂生产，东莞金旺是其在国内的主要供应商。2017年BT主营业务收入实现8.54亿元，净利润0.58亿元，2017年末总资产为3.29亿元，净资产为2.04亿元。根据对外投资合同，BT公司原股东承诺BT公司2016年、2017年和2018年三个会计年度财务报表的扣除非经常性损益的税前利润且经营性现金净流量，分别不低于810万美元、900万美元和990万美元，否则将对公司进行现金补偿。BT公司2017年实现扣除非经常性损益的税前利润总额为1,060.79万美元，2017年度经营现金净流量1,288.48万美元，均超过业绩承诺的900万美元。东莞金旺2017年实现主营业务收入3.97亿元，净利润0.12亿元，2017年末总资产为2.43亿元，净资产为1.35亿元，东莞金旺未与公司约定业绩承诺。

2017年公司婴童用品类业务收入实现较快增长，同比增长67.27%，主要系BT在2017年度纳入合并范围月数相对2016年有所增加所致；但受玩具反斗城美国门店关闭事件影响，

2017年BT营业收入同比上年微幅下跌，利润总额同比基本持平。公司未来计划依托BT和东莞金旺的品牌、技术和渠道等资源及优势，整合国内婴童品牌，扩展国内婴童市场。

游戏类业务收入大幅下滑，公司拟调整游戏业务战略

公司于2014年进入游戏行业，控股多家游戏研发公司，并在2016年开始涉足游戏发行领域。公司所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，即授权运营；或向其他研发商获取发行权和运营权，即联合运营。游戏产品采用免费下载、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。2017年公司所研发的游戏主要通过自主发行方式运营，承担了较大风险。

表 7 2016-2017 年公司游戏运营情况（单位：个、万元）

项目	2017 年			2016 年		
	游戏数量	收入	占比	游戏数量	收入	占比
自主发行	5	4,988.24	55.26%	-	5,609.84	31.79%
联合运营	-	3,120.20	34.57%	4	8,088.82	45.84%
授权运营	2	918.02	10.17%	3	3,946.71	22.37%
合计	7	9,026.46	100.00%	7	17,645.37	100.00%

资料来源：公司提供

公司旗下控股了16家游戏研发公司，各专注不同类型的产品，包括手游、端游、休闲类、修仙类、重度型等多类型游戏研发。截至2017年底，公司陆续推出了《怪物x联盟》、《魔天记》、《水浒Q传》等多款游戏。但由于游戏产品生命周期较短且更新迭代频繁，2017年公司未推出市场人气突出的游戏，且2014年推出的爆款手游《雷霆战机》在2017年已停止运营，导致公司游戏类业务收入同比大幅下降48.85%，毛利率下降11.11个百分点。

游戏产品以项目进行开发运营，具有前期投入大、受市场偏好影响大等特点，属于高风险高收益业务。同时，公司主要通过收购股权的方式进入游戏领域，部分被收购企业未实现盈利，收购后能否达到业绩承诺和盈利预期存在一定不确定性。由于业绩未达预期，2017年公司对广州叶游信息技术有限公司计提商誉减值2,225.75万元，对北京绵绵堂科技有限公司计提商誉减值420.35万元。公司近期已调整游戏业务的定位，通过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，公司加强影游联动，强化游戏板块的盈利能力，截至2017年末公司储备了《最终契约》、《航海王激战》等游戏，处在研发阶段的游戏产品共有4个，预计仍需投入1,400多万元。

表 8 截至 2017 年末公司游戏研发游戏情况（单位：万元）

游戏类型	推出时间	研发预算	已投入成本
MOBA 类	2018.09	1,500	1,372
卡牌类	2019	500	140
卡牌类	2018.05	800	321
消除与经营类（动画 IP）	2018.09	600	132
合计		3,400	1,965

资料来源：公司提供

传统媒体受新媒体冲击较大，电视媒体业务收入下滑明显，且由于运营成本较高，毛利率较低

公司旗下已拥有“嘉佳卡通”、“爱看动漫”和“手机魔屏”等内容平台。公司所控股的广东嘉佳卡通影视有限公司（以下简称“嘉佳卡通”）与广告运营团队壹沙（北京）文化传媒有限公司（以下简称“壹沙传媒”）形成了“内容制作+媒体渠道+广告运营”的媒体产业链经营格局。通过节目赞助、节目植入、线上线下营销、软硬广告传播结合等诸多方面进行广告招商；年度广告运作通过招标方式实行广告包盘，实现营业收入。

2017年由于受新媒体冲击和广告业务收入下滑影响，加之传统媒体的运营成本较高，使得电视媒体板块业务收入同比下降23.17%，毛利率水平同比下滑4.39个百分点至2.55%。同时，公司对壹沙传媒计提商誉减值283.88万元，对北京魔屏科技有限公司计提商誉减值2,267.72万元。

拓展IP授权范围，试水儿童乐园，拓宽IP变现渠道

公司依托其自身丰富及有影响力的IP资源，授权合作伙伴阵营进一步扩大，品类涵盖服装服饰、食品饮料、日化用品、文具等，除商品授权外，公司还积极拓展室内乐园、舞台剧、酒店、儿童教育、展览等领域授权业务，拓宽IP变现渠道。公司推出的儿童IP舞台剧重点剧目喜洋洋IP舞台剧《名羊四海》、超级飞侠IP舞台剧《乐迪的秘密任务》等在全国巡演，2017年总演出场次同比翻倍，超级飞侠主题巡展成功举办20场，入场人次超400万。截至2018年3月末，公司打造的儿童室内乐园奥飞欢乐世界先后在广州优托邦和成都凯德开业，融合了旗下喜洋洋与灰太狼、超级飞侠、贝肯熊以及最新上线的萌鸡小队等热门IP，打造集餐饮、购物、游乐设施、舞台演出和主题场景互动体验的一站式乐园，公司长期业务具备发展潜力。

对外投资企业数量较多，与公司业务的整合效果尚需检验；公司商誉规模较大，若后续盈利未达预期，存在一定的商誉减值风险

公司近年投资步伐较快，2017年除收购FunnyFlux、上海星落信息技术有限公司（以下简称“星落技术”）、南京图乙方圆网络科技有限公司（以下简称“图方科技”）和广州

位面信息科技有限公司（以下简称“位面科技”）外，公司还参投了多家文化传媒类公司。截至2017年末，公司可供出售金融资产账面价值为10.17亿元，系对47家公司或产业基金的投资；长期股权投资账面价值为4.54亿元，系对22家联营或合营企业投资。由于对外投资金额较大，投资数量较多，被投资企业与原有业务整合效果有待检验，且投资标的企业大部分处于早期或成长阶段，发展面临较大不确定性。

截至2018年3月末公司通过收购纳入合并范围的子公司共有18家，形成商誉规模28.85亿元，占总资产30.83%。近年来公司持续对外并购布局完善泛娱乐产业，增强了公司的综合实力。但需要关注的是，由于在对被收购公司进行治理结构、财务管理、人力资源管理等方面进行融合过程对公司管理能力和资源整合能力提出更高要求，若公司管理能力无法满足业务发展需求或不能对被收购公司实施有效的整合利用、不能发挥协同效应，将降低公司运营效率，从而削弱公司的市场竞争力，若被并购公司经营出现不利变化，公司则存在一定的商誉减值风险。此外，由于动漫行业人才资源短缺，公司主营业务大多属于轻资产业务模式，对于核心团队依赖程度较高，近年来公司通过对外投资并购布局泛娱乐产业，存在人才资源不足及流失风险。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年度审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，财务报表均采用新会计准则编制。2017年公司新纳入合并范围的子公司8家，不再纳入合并范围的子公司4家，详见表1。

资产结构与质量

公司总资产规模有所扩大，但应收账款和存货规模较大，占用了较多营运资金，且商誉占比较高，存在商誉减值风险

公司非公开发行股份及公开发行公司债券的募集资金到位，截至2018年3月末公司总资产规模上升至93.57亿元，较2017年末增长11.88%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2017年末公司货币资金余额为66,928.63万元，同比减少15.09%，期末无受限货币资金。2018

年 3 月末公司货币资金余额为 168,907.35 万元，较 2017 年末大幅增长 152.37%，主要系公司通过非公开发行股份收到募集资金 6.79 亿元以及公开发行公司债券收到募集资金 1 亿元所致。2017 年末公司应收账款账面价值为 74,618.82 万元，同比增长 15.77%，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 71,580.80 万元，账龄在一年以内的应收账款占比为 84.60%，2017 年计提坏账准备 2,825.10 万元，计提比例为 3.95%。前五名应收对象欠款所占比重为 22.39%。2018 年 3 月末公司应收账款账面价值小幅下降至 72,095.64 万元。预付款项主要是预付给影片制作公司的制作费和游戏公司的游戏研发款，2017 年末公司预付账款账面价值为 33,790.13 万元，同比下降 15.37%。2018 年 3 月末预付账款账面价值小幅增加至 34,817.17 万元。公司存货主要为在制作及已制作完成的动漫影视作品和玩具类产品，2017 年末公司存货规模为 98,098.59 万元，同比减少 17.93%，主要是影视片收入达成结转相应成本所致。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、无形资产和商誉构成。2017 年末公司可供出售金融资产同比增长 18.83%，主要系对 11 家公司追加或新增股权投资所致，投资对象涉及影视动画、文化咨询及游戏类公司。2017 年末公司长期股权投资同比减少 16.13%，主要系公司将苏州奥银湖杉投资合伙企业（有限合伙）转入可供出售金融资产核算以及将 FunnyFlux 纳入合并范围所致，2018 年 3 月末公司长期股权投资账面价值为 46,583.95 万元，较 2017 年末略有上升。

2017 年末公司固定资产账面价值为 31,366.72 万元，同比减少 5.44%，主要是公司处置奥迪工业园的房屋建筑物所致，2018 年 3 月末公司固定资产账面价值小幅上升至 31,989.02 万元。2017 年末公司无形资产同比增加 3.09%，主要是公司通过企业合并增加的商标权以及购置软件及著作权所致。随着公司近年持续对外投资并购，商誉规模持续增长，2018 年 3 月末商誉规模为 288,479.33 万元，占总资产的比重为 30.83%，商誉规模较 2017 年末略有下降，主要系汇率变动所致；2017 年末商誉规模同比增长 35.05%，主要是当年新增收购 FunnyFlux、位面科技、图方科技和星落技术，合计形成商誉 25,440.20 万元以及调整 BT 商誉 16,270.56 万元所致。2017 年公司共计提高商誉减值 5,197.70 万元，若未来被收购的子公司经营出现不利变化，则公司存在一定的商誉减值风险。

总体来看，公司总资产规模有所扩大，但应收账款、存货和对外投资规模较大，占用了较多营运资金，且商誉占比依然较高，若被收购公司业绩不及预期，存在一定的商誉减值风险，公司资产整体流动性一般。

表 9 2016-2018 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	168,907.35	18.05%	66,928.63	8.00%	78,826.55	9.42%
应收账款	72,095.64	7.70%	74,618.82	8.92%	64,451.69	7.70%
预付款项	34,817.17	3.72%	33,790.13	4.04%	39,929.20	4.77%
其他应收款	17,067.18	1.82%	15,838.06	1.89%	12,128.98	1.45%
存货	101,194.69	10.81%	98,098.59	11.73%	119,532.60	14.29%
流动资产合计	399,203.61	42.66%	295,733.51	35.36%	319,226.01	38.16%
可供出售金融资产	102,715.16	10.98%	101,702.09	12.16%	85,587.70	10.23%
长期股权投资	46,583.95	4.98%	45,445.38	5.43%	54,186.08	6.48%
固定资产	31,989.02	3.42%	31,366.72	3.75%	33,169.76	3.96%
无形资产	52,342.98	5.59%	53,040.10	6.34%	51,449.60	6.15%
商誉	288,479.33	30.83%	293,174.01	35.05%	260,040.96	31.08%
非流动资产合计	536,540.16	57.34%	540,660.96	64.64%	517,395.34	61.84%
资产总计	935,743.77	100.00%	836,394.47	100.00%	836,621.35	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模有所提升，但受影视投资亏损、潮流玩具和游戏业绩下滑的影响，盈利能力减弱

得益于BT和东莞金旺纳入合并报表带来婴童用品业务的显著增加，2017年公司营业收入同比增长8.39%，但公司影视类和游戏类业务毛利率下滑较大，使得公司2017年综合毛利率较2016年下降6.88个百分点至42.54%。

费用方面，由于公司经营规模扩大以及新增借款导致公司费用出现明显上升，公司2017年期间费用率为43.49%，较2016年上升6.66个百分点。公司的销售费用和管理费用支出规模较大，主要推广促销展示费、研发费用及相关人员薪酬，较大的费用支出一定程度削减了公司的利润空间。未来公司继续深化泛娱乐全产业链布局并进一步扩大市场空间，因此仍需扩充管理团队、拓展渠道等，相关费用支出规模将保持迅速增长，对利润的削减可能进一步增大。

2017年公司获得投资收益16,219.60万元，主要系增资FunnyFlux纳入合并范围产生的投资收益1.29亿元所致。2017年公司的投资收益和资产处置收益合计是利润总额的3.38倍。扣除非经常性损益后净利润为-18,170.66万元，相比上年减少157.14%。公司盈利能力减弱，主要系公司2017年第四季度上线的潮流玩具业务推进未达预期、影视投资业务亏损和游戏

业务商誉减值所致。

表 10 2016-2018 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入	73,934.40	364,246.41	336,066.84
投资收益	-275.91	16,219.60	13,507.58
营业利润	5,683.09	6,919.35	51,921.06
营业外收入	42.67	813.34	4,940.89
利润总额	5,695.21	7,064.04	56,298.68
净利润	3,900.40	6,855.46	47,717.43
扣除非经常性损益后净利润	2,748.45	-18,170.66	31,800.37
综合毛利率	51.07%	42.54%	49.42%
期间费用率	42.21%	43.49%	36.83%
营业利润率	7.69%	1.90%	15.45%
总资产回报率	-	1.93%	9.33%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流量规模不大，持续的对外投资及业务扩张较为依赖对外筹资，存在一定的资金压力

2017 年公司净利润同比大幅下滑 85.63%，且对投资收益、资产处置损益等非经营损益的依赖提高。扣除非付现费用和非经营损益，公司的 FFO 同比减少 71.47%，现金生成能力大幅下滑。公司存货规模下降，以及经营性应付项目减少使得营运资本规模大幅减少，因此公司 2017 年经营活动现金净流入 1.52 亿元。

投资活动现金流方面，由于近年公司频繁对外股权投资，投资活动现金流持续净流出。未来公司将继续通过对外投资收购布局完善泛娱乐产业，预计公司投资活动现金流仍将持续大额流出。

筹资活动现金流方面，近年公司的经营活动现金流规模不大，无法满足持续的对外投资需求，为满足公司的业务扩张，公司持续进行外部融资以缓解资金压力。2017 年筹资活动产生的现金净流入 1.51 亿元，公司筹资活动现金流入和流出金额均较大，筹资活动现金流入主要来源于新增保证借款所致，现金流出主要是筹资往来款所致。

表 11 2016-2017 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	6,855.46	47,717.34

非付现费用	25,102.23	8,880.83
非经营损益	-18,718.35	-10,192.70
FFO	13,239.34	46,405.56
营运资本变化	1,950.11	-27,061.92
其中：存货减少（减：增加）	25,479.60	-55,925.83
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,834.75	19,313.86
经营性应付项目的增加（减：减少）	-14,694.74	9,550.05
其他	0.00	-748.55
经营活动产生的现金流量净额	15,189.45	18,595.10
投资活动产生的现金流量净额	-38,597.25	-144,002.44
筹资活动产生的现金流量净额	15,051.61	160,058.31
现金及现金等价物净增加额	-9,539.33	36,613.38

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司短期借款规模较大，有息债务规模持续增长，存在期限错配风险且短期偿债压力加大

2017年公司所有者权益和负债规模较上年变化不大。截至2018年3月末，公司负债规模376,408.15万元，较2017年末增长9.00%，主要系新增长期借款和公开发行人公司债券所致；所有者权益规模559,335.62万元，较2017年末增长13.90%，主要系公司非公开发行股份所致。公司所有者权益对负债覆盖程度有所提升。

表 12 2016-2018 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	376,408.15	345,320.12	347,597.66
所有者权益	559,335.62	491,074.35	489,023.69
负债与所有者权益比率	67.30%	70.32%	71.08%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，公司流动负债规模较大，截至2018年3月末公司流动负债占负债总额的比例为86.69%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。短期借款主要是质押借款和保证借款，因融资需求扩大，短期借款余额上升至2018年3月末的145,238.09万元，占当期末负债总额的比例为38.59%，同时公司近年对外投资较为频繁，资金存在一定期限错配风险。应付账款主要是原材料应付款，2017年末公司应付账款余额较上年有所减少，一年以内账龄的应付账款余额占比为92.79%。公司一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的长期应付款和一年内到期的应付债券，其

中一年内到期的长期应付款为尚需支付对BT公司的股权收购款，一年内到期的应付债券为本期债券。其他流动负债主要是应付短期融资券。截至2018年3月末公司非流动负债主要以应付债券和长期应付款为主，其中长期应付款主要为2018年后尚需支付的对BT公司的股权收购款。

随着公司融资力度加大，公司有息债务规模持续增长，截至2018年3月末，公司有息债务¹规模为26.86亿元，占负债总额的71.36%，较2016年末大幅增长47.35%。考虑到近年公司持续进行对外投资，经营活动产生的现金难以维持公司的业务扩张速度，公司面临一定的偿债压力。此外，公司5亿元短期融资券（票面利率6%，产生财务费用3,000万元）将于2018年5月31日到期以及本期债券剩余规模4.5亿元将在2018年6月7日到期（年化利率5.2%，每年产生财务费用2,340万元），2018年1月公司非公开发行股份共募集资金6.79亿元，通过定增资金的补充，增强公司资本实力，有助降低公司资产负债率和财务费用，部分缓解公司短期债务压力。

表 13 2016-2018 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	145,238.09	38.59%	128,233.54	37.13%	105,604.72	30.38%
应付账款	38,447.37	10.21%	41,949.44	12.15%	49,129.84	14.13%
一年内到期的非流动负债	64,717.99	17.19%	65,469.36	18.96%	25,775.83	7.42%
其他流动负债	50,836.13	13.51%	50,810.50	14.71%	30,982.60	8.91%
流动负债合计	326,291.96	86.69%	321,364.07	93.06%	263,034.17	75.67%
应付债券	9,925.17	2.64%	0.00	0.00	44,932.84	12.93%
长期应付款	20,767.73	5.52%	18,168.29	5.26%	38,710.54	11.14%
非流动负债合计	50,116.20	13.31%	23,956.05	6.94%	84,563.48	24.33%
负债合计	376,408.15	100.00%	345,320.12	100.00%	347,597.66	100.00%
有息债务	268,606.44	71.36%	228,520.17	66.18%	182,285.47	52.44%

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

截至2018年3月末，公司资产负债率为40.23%，整体负债水平小幅下降。由于短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债的增长，公司流动比率、速动比率同比均有下滑，短期偿债压力加大。

2017年公司EBITDA同比下降59.13%，同时由于公司利息支出增加，使得EBITDA利息保障倍数大幅降低。随着有息债务规模的增加，2017年有息债务/EBITDA上升明显，EBITDA

¹2018年3月末公司有息负债包括短期借款、一年内到期的长期借款 1,796.83 万元和一年内到期的应付债券 44,994.63 万元、应付短期融资券 49,985.41 万元、长期借款和应付债券。

对债务本金的保障能力减弱。

表 14 2016-2018 年 3 月公司偿债能力指标

指标名称	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	40.23%	41.29%	41.55%
流动比率	1.22	0.92	1.21
速动比率	0.91	0.61	0.76
EBITDA (万元)	-	28,167.40	68,927.18
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	13.43
有息债务/EBITDA	-	8.11	2.64

资料来源：公司 2016-2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年末，公司对经销商的担保金额合计806.34万元，占期末净资产的0.16%。

表 15 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保额度	担保金额	担保方式	担保期
经销商	10,000.00	806.34	连带责任保证	三个月
合计	10,000.00	806.34	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告

七、评级结论

2017年公司继续完善以IP为核心，集动漫、授权、玩具、婴童用品、游戏和主题乐园等业务的泛娱乐产业链平台。公司积累了覆盖全年龄段的IP，长期业务具备潜力。公司实现IP授权、文化内容开发、多元媒体渠道传播等多业态联动，拓宽IP变现渠道。在二孩政策及消费升级推动下，公司玩具和婴童业务将充分受益，未来收入具有一定保障。随着公司定增落地，公司资金压力得到部分缓解。

值得注意的是，公司盈利能力大幅下滑，近年来对外投资频繁，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，且公司商誉规模较大，存在一定的减值风险。2017年度公司影视和游戏类业务盈利水平大幅下降，公司拟调整影视和游戏业务战略，整合效果仍待检验。此外，公司有息债务持续增加，短期偿债压力加大。

综上，鹏元对公司及本期债券的2018年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	168,907.35	66,928.63	78,826.55	41,110.58
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	533.20	1,013.30
应收票据	36.71	39.12	336.68	80.94
应收账款	72,095.64	74,618.82	64,451.69	73,335.85
预付款项	34,817.17	33,790.13	39,929.20	32,356.08
应收利息	0.11	0.00	8.90	16.13
其他应收款	17,067.18	15,838.06	12,128.98	16,544.75
存货	101,194.69	98,098.59	119,532.60	43,428.88
其他流动资产	5,084.77	6,420.15	3,478.20	2,139.92
流动资产合计	399,203.61	295,733.51	319,226.01	210,026.44
可供出售金融资产	102,715.16	101,702.09	85,587.70	37,945.54
长期股权投资	46,583.95	45,445.38	54,186.08	33,020.46
固定资产	31,989.02	31,366.72	33,169.76	25,587.54
在建工程	340.28	1,461.95	354.50	0.00
无形资产	52,342.98	53,040.10	51,449.60	18,911.17
商誉	288,479.33	293,174.01	260,040.96	119,055.85
长期待摊费用	5,250.64	5,575.20	3,267.45	2,544.86
递延所得税资产	8,657.44	8,730.67	23,618.00	1,485.81
其他非流动资产	181.41	164.84	5,721.28	32,351.02
非流动资产合计	536,540.16	540,660.96	517,395.34	270,902.25
资产总计	935,743.77	836,394.47	836,621.35	480,928.69
短期借款	145,238.09	128,233.54	105,604.72	65,183.82
应付票据	185.90	185.90	1,105.26	208.85
应付账款	38,447.37	41,949.44	49,129.84	18,393.88
预收款项	6,325.92	6,722.13	8,083.83	5,127.39
应付职工薪酬	7,633.86	12,539.11	8,072.74	5,653.88
应交税费	6,368.61	6,234.62	9,269.24	8,888.80
应付利息	4,738.82	3,304.09	1,504.37	1,634.54
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应付款	1,799.25	5,915.37	23,505.75	4,517.89
一年内到期的非流动负债	64,717.99	65,469.36	25,775.83	5,313.37
其他流动负债	50,836.13	50,810.50	30,982.60	0.00
流动负债合计	326,291.96	321,364.07	263,034.17	114,922.41

长期借款	16,666.31	3,484.91	120.00	0.00
应付债券	9,925.17	0.00	44,932.84	54,860.85
递延收益	1,136.08	955.73	224.48	565.48
长期应付款	20,767.73	18,168.29	38,710.54	1,894.80
递延所得税负债	1,465.20	1,191.42	575.62	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	50,116.20	23,956.05	84,563.48	57,321.13
负债合计	376,408.15	345,320.12	347,597.66	172,243.54
股本	135,715.95	130,694.43	130,788.97	126,455.20
资本公积	209,195.45	146,212.64	146,445.90	24,331.07
减：库存股	0.00	0.00	918.90	1,754.16
其他综合收益	-2,580.22	1,241.46	7,973.22	3,298.19
盈余公积	19,011.25	19,011.25	15,509.54	12,254.85
未分配利润	184,667.57	180,021.73	179,717.99	138,365.57
归属于母公司所有者权益合计	546,009.99	477,181.52	479,516.72	302,950.73
少数股东权益	13,325.63	13,892.83	9,506.97	5,734.42
所有者权益合计	559,335.62	491,074.35	489,023.69	308,685.15
负债和所有者权益总计	935,743.77	836,394.47	836,621.35	480,928.69

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	73,934.40	364,246.41	336,066.84	258,917.08
其中：营业收入	73,934.40	364,246.41	336,066.84	258,917.08
二、营业总成本	69,137.12	383,700.81	298,186.56	218,454.90
其中：营业成本	36,178.86	209,291.26	169,981.84	120,710.40
营业税金及附加	924.79	2,951.01	3,031.98	2,761.44
销售费用	13,323.40	67,505.36	58,668.73	42,954.69
管理费用	14,702.43	81,023.60	59,777.55	47,796.14
财务费用	3,183.34	9,888.74	5,340.07	2,482.39
资产减值损失	824.30	13,040.84	1,386.37	1,749.84
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	0.00	-533.20	533.20	-20.55
投资收益（损失以“-”号填列）	-275.91	16,219.60	13,507.58	10,361.31
资产处置收益（损失以“-”号填列）	0.00	7,626.83	0.00	0.00
其他收益	1,161.72	3,060.52	0.00	0.00
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	5,683.09	6,919.35	51,921.06	50,802.94
加：营业外收入	42.67	813.34	4,940.89	4,580.56
减：营业外支出	30.55	668.65	563.27	430.78
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	5,695.21	7,064.04	56,298.68	54,952.73
减：所得税费用	1,794.81	208.58	8,581.25	6,882.27
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	3,900.40	6,855.46	47,717.43	48,070.46
归属于母公司所有者的净利润	4,645.83	9,012.96	49,844.44	48,904.00
少数股东损益	-745.43	-2,157.50	-2,127.00	-833.53

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	84,161.37	373,098.56	405,100.95	172,541.92
收到的税费返还	1,549.61	7,259.06	2,109.53	1,598.88
收到其他与经营活动有关的现金	2,274.49	5,885.45	5,727.33	7,559.68
经营活动现金流入小计	87,985.48	386,243.07	412,937.81	181,700.48
购买商品、接受劳务支付的现金	43,350.53	167,048.22	224,495.82	62,752.12
支付给职工以及为职工支付的现金	22,402.14	89,997.00	68,388.63	50,809.33
支付的各项税费	4,003.57	31,146.67	28,352.40	23,927.36
支付其他与经营活动有关的现金	18,471.60	82,861.73	73,105.86	53,873.21
经营活动现金流出小计	88,227.84	371,053.62	394,342.71	191,362.02
经营活动产生的现金流量净额	-242.36	15,189.45	18,595.10	-9,661.55
收回投资收到的现金	866.00	8,215.98	23,361.65	40,846.41
取得投资收益收到的现金	0.00	481.40	1,157.83	158.68
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6.37	6,555.11	31.26	408.83
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	3,743.29	27,211.83	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	189.05	0.00	150.00
投资活动现金流入小计	872.37	19,184.83	51,762.57	41,563.92
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,593.75	12,536.67	31,781.67	5,508.39
投资支付的现金	1,800.00	18,913.67	70,927.52	87,635.40
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	822.66	2,525.11	93,055.82	17,609.82
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	808.60
投资活动现金流出小计	4,216.40	57,782.08	195,765.01	111,562.20
投资活动产生的现金流量净额	-3,344.03	-38,597.25	-144,002.44	-69,998.29
吸收投资收到的现金	68,130.00	130.00	93,480.71	1,650.87
取得借款收到的现金	75,711.43	221,089.91	167,291.25	75,911.82
发行债券收到的现金	9,915.00	49,900.00	29,940.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	2,331.23	168,073.74	5,723.00
筹资活动现金流入小计	153,756.43	273,451.14	458,785.70	83,285.69
偿还债务支付的现金	45,183.28	224,481.69	139,180.51	40,015.29
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,603.51	12,310.74	11,704.90	9,474.04
支付其他与筹资活动有关的现金	414.70	21,607.10	147,841.98	3,254.07
筹资活动现金流出小计	47,201.49	258,399.54	298,727.39	52,743.40

筹资活动产生的现金流量净额	106,554.93	15,051.61	160,058.31	30,542.28
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-989.83	-1,183.13	1,962.41	357.11
现金及现金等价物净增加额	101,978.71	-9,539.33	36,613.38	-48,760.44
加：期初现金及现金等价物余额	66,928.63	76,467.96	39,854.58	88,615.03
期末现金及现金等价物余额	168,907.35	66,928.63	76,467.96	39,854.58

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	6,855.46	47,717.43	48,070.46
加：资产减值准备	13,040.84	1,386.37	1,749.84
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4,557.83	3,393.89	2,868.43
无形资产摊销	3,625.19	2,229.08	2,162.82
长期待摊费用摊销	3,878.38	1,871.49	1,210.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-7,626.83	195.68	133.42
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	533.20	-533.20	20.55
财务费用（收益以“-”号填列）	9,816.41	5,738.09	2,589.11
投资损失（收益以“-”号填列）	-16,219.60	-13,507.58	-10,361.31
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-5,027.49	-2,116.99	207.99
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-212.62	31.30	-116.87
存货的减少（增加以“-”号填列）	25,479.60	-55,925.83	-1,838.86
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-8,834.75	19,313.86	-53,580.94
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-14,694.74	9,550.05	-3,289.20
其他	0.00	-748.55	512.11
经营活动产生的现金流量净额	15,189.45	18,595.10	-9,661.55

资料来源：公司2015-2017年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	268,606.44	228,520.17	182,285.47	120,044.67
资产负债率	40.23%	41.29%	41.55%	35.81%
流动比率	1.22	0.92	1.21	1.83
速动比率	0.91	0.61	0.76	1.45
综合毛利率	51.07%	42.54%	49.42%	53.38%
总资产回报率	-	1.93%	9.33%	13.29%
EBITDA（万元）	-	28,167.40	68,927.18	65,506.72
EBITDA 利息保障倍数	-	3.12	13.43	15.19
非付现费用（万元）	-	25,102.23	8,880.83	7,991.99
非经营损益（万元）	-	-18,718.35	-10,192.70	-7,527.11
FFO（万元）	-	13,239.34	46,405.56	48,535.34
营运资本变化（万元）	-	1,950.11	-27,061.92	-58,709.00

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至 2017 年 12 月 31 日公司纳入合并范围的子公司

公司名称	持股比例	业务性质
广州奥飞文化传播有限公司	100.00%	文化传媒
广东嘉佳卡通影视有限公司	60.00%	文化传媒
奥飞影业投资（北京）有限公司	100.00%	影视制作
广州狼烟动画有限公司	85.00%	文化传媒
奥飞影业（香港）有限公司	100.00%	文化传媒
广东奥迪动漫玩具有限公司	100.00%	玩具销售
AULDEY TOYS OF NORTH AMERICA LLC	100.00%	文化传媒
资讯港管理有限公司	100.00%	文化传媒
Toon Express HongKong limited	100.00%	文化传媒
上海奥飞网络科技有限公司	100.00%	动漫玩具销售
英国奥飞动漫玩具有限公司	100.00%	文化传媒
汕头奥迪玩具有限公司	100.00%	动漫玩具生产
广东原创动力文化传播有限公司	100.00%	文化传媒
北京爱乐游信息技术有限公司	100.00%	游戏研发
北京中盛天创科技发展有限公司	100.00%	游戏研发
上海方寸信息科技有限公司	100.00%	游戏研发
广州奥飞嘉佳教育有限公司	100.00%	文化传媒
上海方寸互娱网络科技有限公司	100.00%	游戏研发
广州叶游信息技术有限公司	100.00%	游戏研发
壹沙（北京）文化传媒有限公司	56.00%	文化传媒
北京魔屏科技有限公司	60.00%	文化传媒
广东奥飞实业有限公司	100.00%	动漫玩具生产
奥飞影业（上海）有限公司	100.00%	广播电视节目制作、发行
北京指游互动科技发展有限公司	100.00%	游戏开发
广州戏胞文化传播有限公司	51.00%	影视经纪代理服务
Alpha Animation, Inc	95.00%	文化传媒
上海奥飞数娱影视有限公司	100.00%	影视制作
上海奥飞游戏有限公司	100.00%	游戏开发
广州奥飞文化产业投资管理有限公司	100.00%	投资管理服务
广东奥飞动漫文化产业投资基金（有限合伙）	100.00%	股权投资
北京绵绵堂科技有限公司	60.00%	技术推广服务；软件开发
北京四月星空网络技术有限公司	100.00%	版权运营
广州卓游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
上海震雷文化传播有限公司	100.00%	文化传媒

Baby Trend, Inc.	100.00%	婴童用品
深圳市奥飞贝肯文化有限公司	55.00%	影视版权
东莞金旺儿童用品有限公司	100.00%	婴童用品
广州奥飞硅谷文化发展有限公司	100.00%	文化传媒
法国奥飞动漫玩具有限公司	100.00%	玩具销售
苏州奥飞影视有限公司	100.00%	影视制作
Alpha GROUP US LLC	100.00%	玩具销售
海南盛游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
上海掌致信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
悦奥飞腾（苏州）投资管理	100.00%	投资管理
广州麟游信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
东莞奥迪贝乐童车有限公司	100.00%	玩具制作
广州奥飞婴童用品有限公司	100.00%	玩具销售
广州奥玩商贸有限公司	100.00%	玩具销售
广州奥飞动漫品牌管理有限公司	100.00%	版权运营
珠海奥飞动漫品牌管理有限公司	100.00%	版权运营
掌中方寸信息科技有限公司	100.00%	游戏研发
广州晶音信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
广州云间行信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
Alpha Pictures, Inc.	100.00%	文化传媒
上海哇呀咖啡有限公司	100.00%	咖啡店
上海有妖气文化发展有限公司	100.00%	版权运营
天津仙山文化传播有限公司	100.00%	版权运营
Funny Flux Entertainment CO., Ltd	60.02%	动漫设计
上海星落信息技术有限公司	60.00%	游戏研发
南京图乙方圆网络科技有限公司	60.00%	推广运营服务
广州位面信息科技有限公司	51.00%	游戏研发
Alpha Pictures Development, LLC	100.00%	文化传媒
Alpha Entertainment Group America Holding Corporation	100.00%	投资管理
霍尔果斯奥飞创业投资有限公司	100.00%	投资管理
卓越游戏科技有限公司	51.00%	游戏研发
杭州华尼动漫有限公司	60.02%	动漫设计
北京奥飞传媒有限公司	100.00%	文化传媒

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营损益}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{一年内到期的应付债券} + \text{应付短期融资券}$

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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。
CCC	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。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。