



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪306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已发行的“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）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持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

二零一八年六月十三日

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）跟踪评级报告（2018）

发行主体	奥飞娱乐股份有限公司		
发行规模	人民币 1 亿元		
债券代码	112652.SZ		
债券简称	18 奥飞 01		
存续期限	2018/2/12~2020/2/12		
上次评级时间	2018/1/31		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

奥飞娱乐	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	30.87	48.90	49.11
总资产（亿元）	48.09	83.66	83.64
总债务（亿元）	12.56	20.75	24.73
营业收入（亿元）	25.89	33.61	36.42
营业毛利率（%）	53.38	49.42	42.54
EBITDA（亿元）	6.55	6.89	2.82
所有者权益收益率（%）	15.57	9.76	1.40
资产负债率（%）	35.81	41.55	41.29
总债务/EBITDA（X）	1.92	3.01	8.78
EBITDA 利息倍数（X）	15.19	13.43	3.12

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、2016-2017年公司其他流动负债中应付短期融资券已调整至短期债务。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

王璐 lwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月13日



基本观点

2017 年奥飞娱乐股份有限公司（以下简称“奥飞娱乐”或“公司”）核心业务玩具和影视收入规模保持稳定，并购海外婴童品牌带来收入规模提升，通过外延式收购构建了全龄段知识产权（IP）研运平台。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营业务利润下滑明显、面临商誉减值风险、短期偿债压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况产生影响。

综上，中诚信证评维持奥飞娱乐主体信用等级为 AA，评级展望稳定；维持“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）”信用等级为 AA。

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》、《巴啦啦小魔仙》、《铠甲勇士》和《超级飞侠》等高知名度 IP 资源，2017 年公司推出的《萌鸡小队》表现尤其突出，进一步扩充了 IP 储备，公司具备较强的孵化 IP 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。

关注

- 经营性业务利润弱化。受 2017 年第四季度上线的潮流玩具业务未达预期、海外影视业务收缩调整、游戏业务未推出突出游戏作品以及期间费用攀升较快等多方面因素影响，2017 年公司经营性业务利润亏损 0.64 亿元，较上年相比减少 4.57 亿元。
- 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，截至 2017 年末，公司商誉规模达 29.32 亿元，占总资产比例为 35.05%。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 年末，公司总债务规模为 24.73 亿元，其中短期债务为 24.38 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）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。

募集资金使用情况

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）（债券简称“18 奥飞 01”、债券代码为“112652.SZ”）于 2018 年 2 月 13 日完成发行，计划发行规模 1.00 亿元，实际发行规模 1.00 亿元，期限 2 年。截至本评级报告出具日，本期债券募集资金的使用与募集说明书承诺的用途一致且已使用完毕，募集资金运作规范。

行业分析

2017 年玩具行业内需和出口均有所增长，中国儿童平均玩具消费额远低于发达国家水平，玩具行业消费潜力较大

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，近年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 2016 年的 183.83 亿美元，年均复合增长率为 11.17%。2017 年我国玩具出口总额高达 237.53 亿美元，同比增长 29.21%，玩具出口主要集中在美国、英国、香港、德国、日本等国家和地区，其中：对美国出口额同比增长 17.2%，占比为 28.81%；对英国出口额同比增长 22.74%，占比为 5.48%；对香港出口额同比增长 21.72%，占比为 4.92%。从玩具出口种类看，动物玩具及玩偶累计出口额同比增长 26.59%，占比为 15.67%；带动力装置的玩具及模型累计出口额同比增长 53.32%，占比为 13.1%；轮踏板车及类似带轮玩具累计出口额同比增长 29.01%，占比为 7.03%；婴孩车及其零件累计出口额同比增长 13.85%，占比为 5.26%；按比例缩小的全套模型组件完成累计出口额同比增长 104.17%，占比为 1.71%；玩具乐器累计出口额同比增长 63.47%，占比为 0.77%。

图 1：2011~2017 年中国玩具出口额及增速



数据来源：国家统计局，中诚信证评整理

国内玩具消费市场上，随着中国经济的发展，居民消费能力提升，中国城镇居民人均可支配收入从 2014 年的 28,844 元上涨至 2017 年的 36,396 元，复合增长率约为 8.18%，居民可支配收入的提高使得高价优质的玩具产品在中国具有良好的发展前景。2014~2017 年国内玩具销售额分别为 582.40 亿元、649.47 亿元、693.50 亿元和 743.38 亿元，年均复合增长率为 8.48%。从中国儿童平均玩具消费额看，2017 年我国家庭年均玩具消费为 300 元左右，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三大玩具消费国，但以人均消费额计算，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，并且中国儿童人数的绝对量仍然较大，2.38 亿的儿童数量仍远远大于美国、日本等玩具成熟市场，儿童人数的优势将随着经济发展和居民可支配收入的提高而进一步释放。

总体来看，2017 年中国玩具行业内需和出口均有所增加，随着居民消费水平的提升，中国儿童平均玩具消费额将进一步提升，玩具行业消费潜力较大。

本土玩具公司在部分细分领域具备一定竞争力，玩具消费 IP 属性不断加强，国内头部企业加速布局 IP 发展泛娱乐产业

从玩具生产商来看，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“奥飞娱乐”、“蓝猫”、“好孩子”、“迪孚玩具”、“骅威”等。

国内玩具业务市场份额前5的企业，有3家属于中国本土企业，分别是奥飞娱乐、姚记、灵动创想，其中，奥飞娱乐市场份额最高，为5.3%。在14个细分领域中，有7个领域的龙头是中国本土企业，并且某些细分玩具领域上占据较大的市场份额，比如，奥飞娱乐占据可动人偶、户外运动玩具、遥控玩具三个领域的龙头，2017年的市场份额分别为47.3%、33.1%、11.1%；姚记占据游戏谜题24.3%的市场份额。在诸如婴幼儿玩具、娃娃、角色扮演与装扮、玩具车等细分领域上，国际玩具巨头与本土玩具公司市场份额相差不大。

近年国内IP授权玩具市场也一直保持着较快增速，在玩具销售总额的比重不断上升，从2009年的10%上升至2017年的17%，并且2009-2017年IP授权玩具的销售增长率一直高于非授权玩具的增长率，是国内玩具销售增长的核心动力。目前国内已有多家玩具公司加速布局强化IP价值。最早布局动漫IP的奥飞娱乐，经过20多年发展，从简单的制造与授权到原创并围绕IP进行泛娱乐布局，已经打造与积累了众多知名的IP形象。以积木闻名的小白龙及邦宝益智也在全力打造其积木IP。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》。

总体而言，国内玩具企业在部分细分领域具有一定竞争优势，优质IP的价值地位愈加凸显，国内已有多家玩具公司加速布局强化IP价值。

业务运营

奥飞娱乐是国内第一家上市的动漫企业，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。近年来公司发展较快，业务规模持续增长。2017年公司实现营业收入36.42亿元，同比增长8.39%。从各板块情况来看，2017年玩具销售收入19.55亿元，同比增长1.18%，占营业收入的53.67%，占比较上年减少3.83个百分点；影视类收入5.88亿元，同比增长1.01%，占营业收入的16.15%，占比较上年减少1.18个百分点；婴童用品收入8.69亿元，同比增长67.27%，占营业收入的

23.86%，占比较上年增加8.40个百分点；游戏收入0.90亿元，同比减少48.85%，占营业收入的2.48%，占比较上年减少2.77个百分点。

表1：2017年公司营业收入构成情况

单位：亿元、%			
业务分类	收入	占比	收入同比变化
玩具销售	19.55	53.67	1.18
影视类	5.88	16.15	1.01
婴童用品	8.69	23.86	67.27
游戏类	0.90	2.48	-48.85
电视媒体	0.73	2.02	-23.17
设计及制作	0.01	0.03	-91.95
信息服务类	0.48	1.33	167.32
其他类	0.17	0.46	-21.45
合计	36.42	100.00	8.39

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017年公司玩具业务收入规模保持稳定，国内销售渠道结构有所调整，动漫玩具在玩具收入中占据主要部分，但其收入同比有所下降

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。公司动漫玩具主要包括超级飞侠变形和模型玩具、爆裂飞车玩具、巨神战击队人偶和装备玩具、零速争霸四驱车、啦啦小魔仙女孩人偶和装备玩具、铠甲勇士人偶和装备玩具、火力少年王悠悠球、飓风战魂陀螺等自主创作的动漫形象相关的衍生品。2017年公司实现动漫玩具收入15.58亿元，同比减少0.19%，占玩具业务收入的比例为79.69%，占比较上年减少6.54个百分点，主要是由于公司第四季度上线的潮流玩具业务未达预期。

公司非动漫玩具主要包括“澳贝”婴童玩具、遥控飞机、挥挥飞车、魔幻手工、星舞球等，其中“澳贝”婴童玩具包括床铃、摇铃、健身架、画板、益智玩具等。得益于婴幼儿玩具销售的上漲，2017年公司非动漫玩具收入为3.97亿元，同比增长7.01%。

表2：2015~2017年公司非动漫玩具产品线销售占比情况

单位：%			
项目	2015	2016	2017
婴幼儿玩具	87.11	56.80	73.10
遥控车	17.00	5.25	0.06
飞机类	0.00	28.16	22.97
其他	-4.11	9.79	3.87
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售渠道方面，2017年，公司产品销售渠道结构有所调整，在保持传统渠道优势的基础上，现代超市渠道销售取得突破。其中，澳贝玩具新品上市获得市场认可，新品销售收入占据业务总收入重要比重，线下渠道分销网点快速增长，2017年拓展新的终端销售网点超过2,700家，与乐友、孩子王的合作取得持续性的增长，销售同比增长12%；线上直供渠道发展超出预期，经销渠道也突破瓶颈，销售同比增长36%。

表 3：2015~2017 年公司玩具销售渠道占比情况

单位：%			
项目	2015	2016	2017
网上直营	3.85	4.92	2.49
第三方商场	5.40	7.59	8.78
经销商	90.75	87.49	88.72
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

玩具国际化板块方面，公司在加拿大、荷兰、英国、中东和南美分别设立子公司及分支机构，加速当地渠道开发与直接管控。截至2018年3月底，海外发行已覆盖超过130个国家，授权市场超过250个国家，海外市场继续保持快速发展势头。

总体来看，2017年公司依靠其丰富的IP储备及销售渠道结构的调整，玩具收入规模保持稳定，其中动漫类玩具在玩具业务收入仍占据主要部分，但其收入较上年有所下降。

公司依靠其在 K12¹领域的影响力及 IP 储备优势，2017 年公司影视类收入规模稳定

公司的内容创作业务中，主要为动漫影视类内容，随着文化多业态融合与联动发展趋势的深化，公司亦涉足真人影视业务。2017年公司实现影视类收入5.88亿元，同比增长1.01%，增幅较小主要是公司海外影视业务收缩调整所致。

公司动漫影视业务以IP矩阵与泛娱乐产业运营一体化为发展战略。公司的IP创作平台包括奥飞娱乐自有IP创作平台与有妖气两大平台。在K12领域，奥飞目前拥有国内数量最多、知名度最高的

动漫IP群，公司旗下的喜羊羊与灰太狼、超级飞侠、巴啦啦小魔仙、爆裂飞车、铠甲勇士、巨神战击队、萌鸡小队等儿童IP动画作品网络累积点击量达到千亿级别，且呈继续稳定增长态势，其中超级飞侠、萌鸡小队等IP的表现尤为突出。在K12以上IP领域，有妖气在原创漫画领域的领先地位继续巩固，目前公司拥有《十万个冷笑话》、《镇魂街》、《端脑》、《雏蜂》等4大核心动漫IP。公司全年龄段IP矩阵丰富，截至2017年末，公司拥有的IP数量为23,899个，较上年增加13,741个，其中大部分IP处于未开发状态，公司未来将根据市场对各类IP的响应程度，选择优质IP进行开发。2017年公司推出《十万个冷笑话2》、《超级飞侠3》、《火力少年王悠拳英雄》、《巴啦啦小魔仙之飞越彩灵堡》、《萌鸡小队1》等动漫电视剧及电影，总时长超过9,000分钟。

表 4：2017 年公司制作完成的主要动漫电视剧及电影

单位：分钟*集		
名称	时长	影片形式
影视片 1	100*1	动画电影
影视片 2	86*1	动画电影
影视片 3	12*10	动画片
影视片 4	3*20	动画片
影视片 5	7*49	动画片
影视片 6	13*26	三维动画片
影视片 7	22*42	三维动画片
影视片 8	22*26	二维+三维动画片
影视片 9	23*26	二维+三维动画片
影视片 10	22*26	三维动画片
影视片 11	25*26	二维+三维动画片
影视片 12	15*60	二维动画片
影视片 13	15*60	二维动画片
影视片 14	6*26	二维动画片
影视片 15	15*60	二维动画片
影视片 16	8*26	二维动画片
影视片 17	8*26	二维动画片
影视片 18	8*26	二维动画片
影视片 19	8*26	二维动画片
影视片 20	15*60	二维动画片
影视片 21	7*52	三维动画

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

真人影视方面，公司已构建内容创作、影片制作、影片发行衍生品开发等链条。公司以主投或参

¹ K12 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)。

投的形式参与国内外电影的制作，根据约定模式分享影片票房收益。截至 2017 年末，公司投资的真人影视《刺客信条》、《开封奇谈》、《镇魂街 1》当期分别确认收入 14,742 万元、33.86 万元、594.82 万元。

总体来说，公司储备了丰富的 IP 并拥有持续的头部 IP 开发能力，依靠其在 K12 领域的影响力及 IP 储备优势，2017 年公司影视类收入规模保持稳定。

2017 年受益于渠道扩张及品类拓展，公司婴童用品业务稳健增长

2016 年公司全资收购北美婴童出行及耐用品公司 Baby Trend Inc.（以下简称“BT 公司”）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”），将婴童用品品类扩展至宝宝餐椅、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。得益于婴童业务渠道与品类拓展，2017 年公司实现婴童用品类收入 8.69 亿元，同比增长 67.27%，主要系 2016 年公司收购 BT 公司，营业收入自 2016 年 6 月开始合并所致。

BT 公司是北美地区综合排名前两位的婴童出行用品品牌，业务流程包括创意外观设计、结构功能开发、模具开发、制造、营销等多个环节，销售网络触达海内外。2017 年 BT 公司组合产品、婴儿车、安全座椅和餐椅的销量分别为 35.68 万件、39.92 万件、46.44 万件和 15.25 万件，价格方面，单独产品销售价格在 200~300 元左右，组合产品（如婴儿车+汽车安全座椅底座）售价在 500 元左右。BT 公司产品主要由国内工厂生产，东莞金旺是其在国内的主要供应商，2017 年在其采购总额中占 77%。

销售方面，BT 公司的主要销售区域为美国和加拿大，其中美国占 95%；主要客户为美国沃尔玛、Target、美国亚马逊等几大零售商和网络销售商。2017 年，婴童产品前五名客户销售额合计占总额比重为 89%，集中度很高。

根据对外投资合同，BT 公司股东承诺 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，实现业绩承诺。

总体来看，2017 年公司渠道扩张及品类拓展有助于推动婴童业务进一步增长，随着该板块业务的不断成熟，未来或将成为公司盈利增长点。

2017 年公司未推出市场人气突出的游戏，游戏业务收入下滑明显；近年公司收购多家文化产业公司，商誉规模较大，须关注商誉减值风险

公司的游戏业务主要集中在游戏研发，其研发的游戏产品由发行商支付版权金后，在各大游戏平台推广和运营。截至 2017 年末，公司游戏板块涵盖 5 家游戏研发公司与 1 家游戏发行公司，专注于手游、端游、休闲类、修仙类及重度型等多重游戏的研发、发行及运营，2017 年公司推出了《航海王激战》、《最终契约》、《冠军电竞经理人》、《十万个冷笑话》等多款游戏。

2017 年公司未推出人气突出的游戏，且手游《雷霆战机》热度退潮，当年实现收入 0.90 亿元，同比下降 48.85%，游戏业务收入下滑明显。由于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，因此游戏类业务收入存在较大的波动性。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。

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 BT 公司和东莞金旺以外，2017 年公司收购了 Funny Flux CO.,Ltd、广州位面信息科技有限公司、南京图乙方圆网络科技有限公司、上海星落信息技术有限公司等。截至 2017 年末，公司商誉为 29.32 亿元，主要系收购资讯港管理有限公司、北京爱乐游信息技术有限公司、上海方寸信息科技有限公司、北京四月星空网络技术有限公司、BT 公司和东莞金旺等产生的商誉。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。

总体来看，2017 年公司游戏业务板块收入下滑明显，同时公司商誉规模较大，须对被收购公司未来盈利情况及商誉减值风险予以关注。

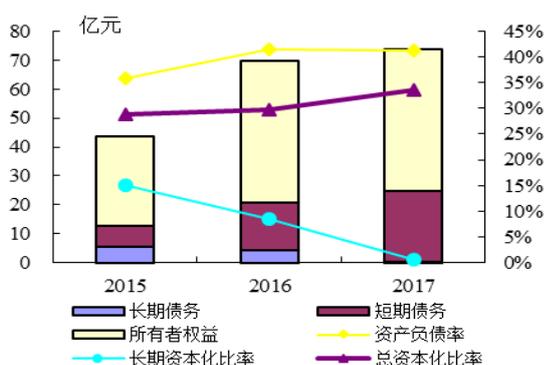
财务分析

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 2015~2017 年审计报告。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

资本结构

2017 年公司各项业务稳步开展，资产和负债规模均保持稳定，截至 2017 年末，公司资产总额为 83.64 亿元，同比减少 0.03%，负债规模为 34.53 亿元，同比减少 0.66%，所有者权益为 49.11 亿元，同比增加 0.42%。财务杠杆方面，截至 2017 年末，公司资产负债率为 41.29%，同比减少 0.26 个百分点；同期末，公司总资本化率为 33.50%，同比增加 3.71 个百分点，公司整体财务杠杆水平相对合理。

图 2：2015~2017 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，截至 2017 年末，公司流动资产和非流动资产占总资产的比例分别为 35.36% 和 64.64%。流动资产方面，货币资金、应收账款和存货系其主要组成部分，分别占流动资产的 22.63%、25.23% 和 33.17%。具体来看，截至 2017 年末，公司货币资金为 6.69 亿元，同比减少 15.09%，当期无受限制的货币资金；应收账款为 7.46 亿元，同比增加 15.77%，其中账龄在一年内的应收账款账

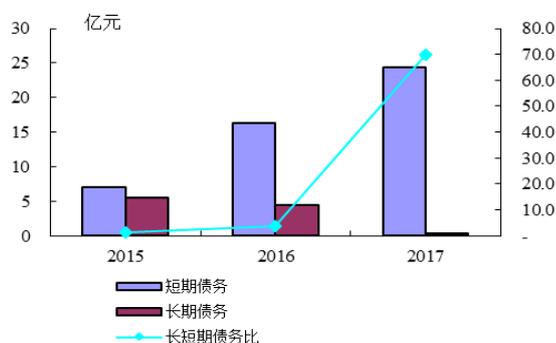
面余额占比为 84.60%，一年以上占比为 15.40%，根据管理层对回收风险的预计，分别计提坏账准备 0.12 亿元和 0.16 亿元，应收对象前五名合计金额为 1.82 亿元，占比为 22.39%，相应计提的坏账准备为 0.18 亿元。存货为 9.81 亿元，同比减少 17.93%，主要系由于公司部分动漫影视片版权已经出售。非流动资产方面，可供出售金融资产和商誉系其主要构成部分，分别占非流动资产的 18.81% 和 54.23%。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产 10.17 亿元，其中按公允价值计量的和按成本计量的分别占比 5.58% 和 94.42%，当期可供出售金融资产同比增加 18.83%，主要系公司投资广州酷游娱乐科技股份有限公司、北京智造宝科技有限公司、北京圣威特科技有限公司、苏州奥银湖杉投资合伙企业（有限合伙）等公司所致，当期末未形成投资收益。同期末，公司商誉为 29.32 亿元，同比增加 12.74%，主要系当期收购 Funny Flux CO.,Ltd 使得商誉增加 2.27 亿元，截至 2017 年末，累计计提商誉减值准备 0.52 亿元。近年公司收并购活动频繁使得商誉规模较大，若未来被并购企业经营业绩不佳，公司可能面临较大的商誉减值风险。

从负债结构来看，公司负债以流动负债为主，截至 2017 年末，公司流动负债和非流动负债占负债总额的比例分别为 93.06% 和 6.94%。流动负债方面，短期债务和应付账款是其主要构成部分，分别占流动负债的 75.88% 和 13.05%。具体来看，截至 2017 年末，公司短期债务为 24.38 亿元，同比上升 50.14%，主要系一年内到期的非流动负债和短期融资券等有息债务增加；应付账款为 4.19 亿元，同比下降 14.62%。非流动负债方面，长期借款和长期应付款系其主要构成部分，分别占比非流动负债的 14.55% 和 75.84%，其中长期借款为 0.35 亿元，长期应付款为 1.82 亿元，主要系 2016 年收购 BT 公司的应付股权收购款。

债务期限结构方面，近年来公司债务规模随业务扩张呈现逐年增长态势，截至 2017 年末，公司总债务为 24.73 亿元，同比增加 19.21%，其中短期债务为 24.38 亿元，较上年增长 50.14%；长短期债务比为 69.97 倍，同比增加 66.37 倍，主要是因为

一年内到期的应付债券 4.50 亿元由长期债务转入短期债务以及短期融资券同比增加 2.00 亿元。公司债务以短期债务为主，面临的即期偿债压力较大，债务期限结构有待调整。

图 3：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司业务稳步开展，资产规模、负债规模以及资产负债率与上年相比保持稳定，公司总资本化比率略有上升。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，短期偿债压力有所加大。

盈利能力

受 BT 公司收入全年并表影响，2017 年公司营业收入为 36.42 亿元，同比增加 8.39%。毛利率方面，分板块看，2017 年公司玩具销售毛利率为 54.20%，同比减少 1.25 个百分点；婴童用品毛利率为 38.68%，同比增加 5.92 个百分点，主要系公司销售渠道持续优化所致；2017 年公司为提升动漫作品质量，影视类作品制作成本上升使得当期毛利率下降 32.82 个百分点至 13.64%；同期，公司未推出市场人气突出的游戏使得游戏业务收入下滑明显，当期游戏毛利率下降 11.11 个百分点至 68.52%。综上所述，公司 2017 年营业毛利率为 42.54%，同比下降 6.88 个百分点。

表 5：2017 年公司分业务板块收入及毛利率情况

单位：亿元、%、百分点

业务分类	收入	毛利率	毛利率同比变化
玩具销售	19.55	54.20	-1.25
影视类	5.88	13.64	-32.82
婴童用品	8.69	38.68	5.92
游戏类	0.90	68.52	-11.11
电视媒体	0.73	2.55	-4.39
设计及制作	0.01	38.07	-31.44
信息服务类	0.48	7.11	69.11
其他类	0.17	34.79	23.99
合计	36.42	42.54	-6.88

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2017 年公司期间费用为 15.84 亿元，同比上升 27.98%。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2017 年公司销售费用和管理费用分别为 6.75 亿元和 8.10 亿元，分别同比增长 15.06% 和 35.54%，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，其中研发费用同比增加 31.64% 至 3.02 亿元。2017 年公司期间费用占营业收入的比重为 43.49%，占比同比增加 6.66 个百分点，公司期间费用上升较快对利润造成一定侵蚀，期间费用控制能力有待加强。

表 6：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

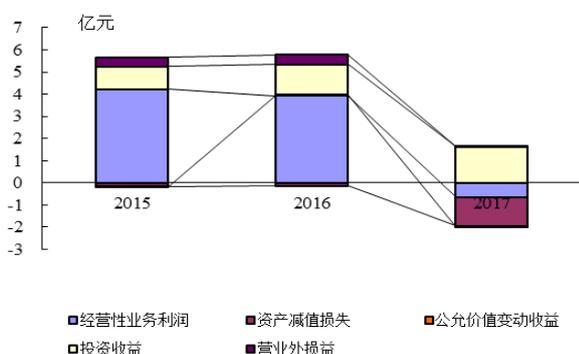
	2015	2016	2017
销售费用	4.30	5.87	6.75
管理费用	4.78	5.98	8.10
财务费用	0.25	0.53	0.99
三费合计	9.32	12.38	15.84
营业总收入	25.89	33.61	36.42
三费收入占比	36.01	36.83	43.49

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2017 年公司利润总额为 0.71 亿元，同比下降 87.45%，其中，经营性业务利润为亏损 0.64 亿元，较上年减少 4.57 亿元，主要是一方面 2017 第四季度上线的潮流玩具业务未达预期以及游戏业务未推出突出游戏作品，另一方面公司期间费用攀升较快，对经营性业务利润造成一定侵蚀。同期，公司投资收益同比增长 20.08% 至 1.62 亿元，主要由被投资单位 FunnyFlux Entertainment

原有股权按公允价值计量产生的投资收益构成。另外，2017 年公司资产减值损失为 1.30 亿元，主要由坏账损失 0.60 亿元和商誉减值损失 0.52 亿元构成。

图 4：2015~2017 年公司利润总额构成分析



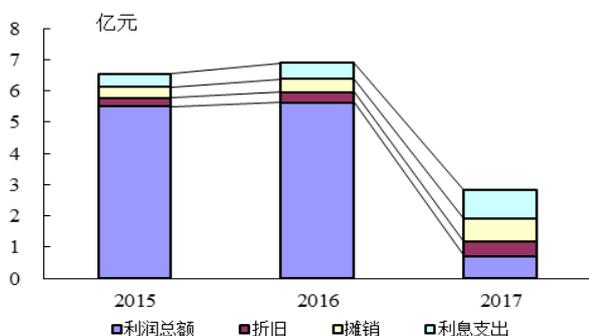
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2017 年公司营业总收入规模略有上升，毛利率水平有所降低，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。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，须对公司盈利能力下降保持关注。

偿债能力

获现能力方面，从 EBITDA 构成来看，利润总额、折旧、摊销和利息支出是 EBITDA 的主要构成，受利润总额下降影响，2017 年公司 EBITDA 亦呈下降趋势，同比下降 59.13% 至 2.82 亿元。受此影响，相关偿债指标有所弱化，2017 年公司总债务/EBITDA 为 8.78 倍，同比增加 5.77 倍，EBITDA 利息倍数为 3.12 倍，同比减少 10.31 倍。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 1.52 亿元，同比下降 18.31%，主要系当

期支付的人工及经营性费用增加所致。受此影响，相关偿债指标有所弱化，2017 年公司经营活动净现金流/总债务为 0.06 倍，同比减少 0.03 倍，经营活动净现金流/利息支出为 1.68 倍，同比减少 1.94 倍。

表 7：2015~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	12.56	20.75	24.73
经营活动净现金流 (亿元)	-0.97	1.86	1.52
EBITDA (亿元)	6.55	6.89	2.82
总债务/EBITDA (X)	1.92	3.01	8.78
EBITDA 利息倍数 (X)	15.19	13.43	3.12
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.08	0.09	0.06
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-2.24	3.62	1.68

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2017 年末，公司共获得商业银行授权额度合计为 17.51 亿元，尚未使用额度为 4.26 亿元，备用流动性较弱。

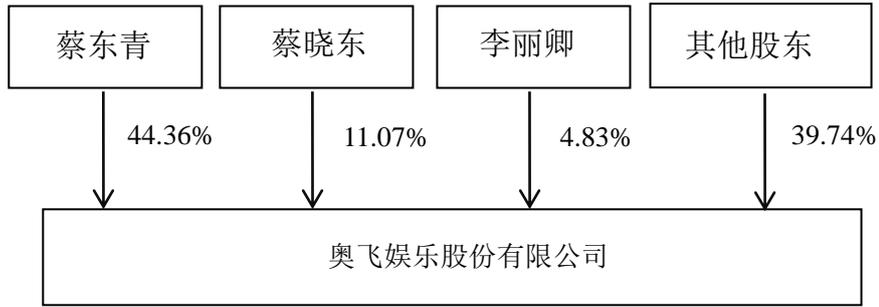
或有负债方面，截至 2017 年末，公司实际对外担保余额为 806.34 万元，主要是公司对经销商的担保。诉讼方面，截至 2017 年末，公司重大诉讼 9 起，涉及金额为 9,319.37 万元，形成预计负债金额为 155.70 万元。

总体而言，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。2017 年公司资产规模及收入规模均较为稳定，债务水平有所增长，经营性业务利润下滑明显，中诚信证评将对公司的盈利能力和偿债能力保持关注。

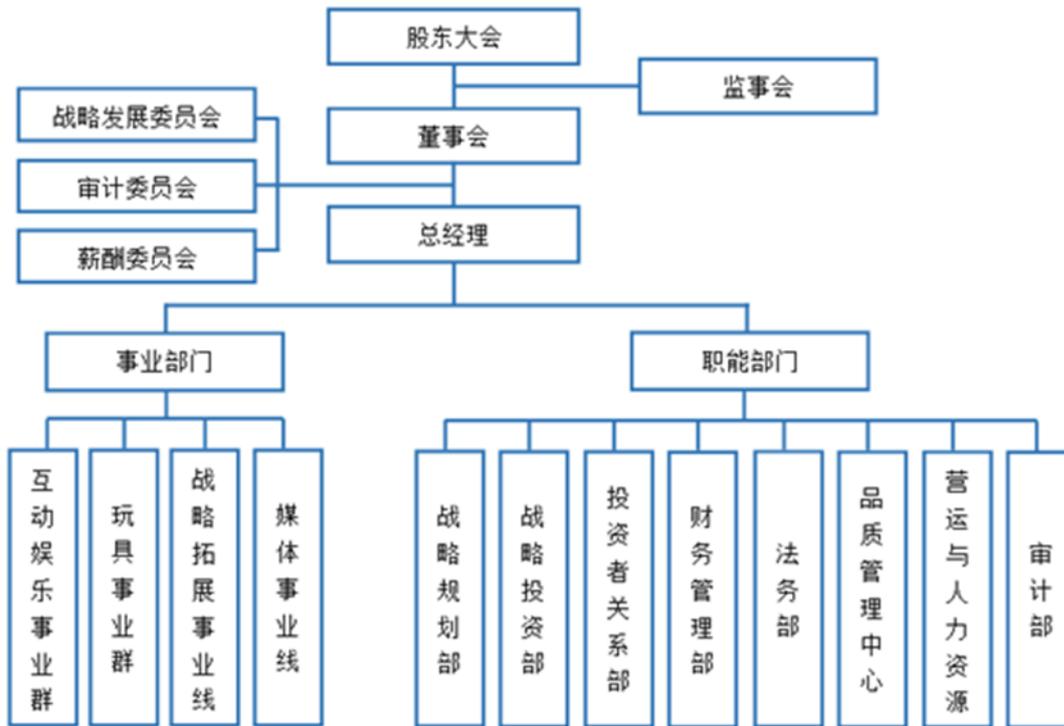
结论

综上，中诚信证评维持奥飞娱乐股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“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**。

附一：奥飞娱乐股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：奥飞娱乐股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 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）	2015	2016	2017
货币资金	41,110.58	78,826.55	66,928.63
应收账款净额	73,335.85	64,451.69	74,618.82
存货净额	43,428.88	119,532.60	98,098.59
流动资产	210,026.44	319,226.01	295,733.51
长期投资	70,966.00	139,773.78	147,147.47
固定资产合计	25,587.54	33,524.27	32,828.67
总资产	480,928.69	836,621.35	836,394.47
短期债务	70,706.04	162,413.72	243,846.00
长期债务	54,860.85	45,052.84	3,484.91
总债务（短期债务+长期债务）	125,566.89	207,466.56	247,330.90
总负债	172,243.54	347,597.66	345,320.12
所有者权益（含少数股东权益）	308,685.15	489,023.69	491,074.35
营业总收入	258,917.08	336,066.84	364,246.41
三费前利润	135,445.24	163,053.01	152,004.14
投资收益	10,361.31	13,507.58	16,219.60
净利润	48,070.46	47,717.43	6,855.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	65,506.72	68,927.17	28,167.40
经营活动产生现金净流量	-9,661.55	18,595.10	15,189.45
投资活动产生现金净流量	-69,998.29	-144,002.44	-38,597.25
筹资活动产生现金净流量	30,542.28	160,058.31	15,051.61
现金及现金等价物净增加额	-48,760.44	36,613.38	-9,539.33
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	53.38	49.42	42.54
所有者权益收益率（%）	15.57	9.76	1.40
EBITDA/营业总收入（%）	25.30	20.51	7.73
速动比率（X）	1.45	0.76	0.61
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	0.09	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.14	0.11	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.24	3.62	1.68
EBITDA 利息倍数（X）	15.19	13.43	3.12
总债务/EBITDA（X）	1.92	3.01	8.78
资产负债率（%）	35.81	41.55	41.29
总资本化比率（%）	28.92	29.79	33.50
长期资本化比率（%）	15.09	8.44	0.70

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、2016~2017年公司其他流动负债中应付短期融资券已调整至短期债务。

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
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	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
AAA	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
AA	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
A	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
BBB	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
BB	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	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
CCC	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
CC	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
C	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

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	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。