

邦宝益智 (603398.SH) 家用轻工行业

评级：买入维持评级

公司深度研究

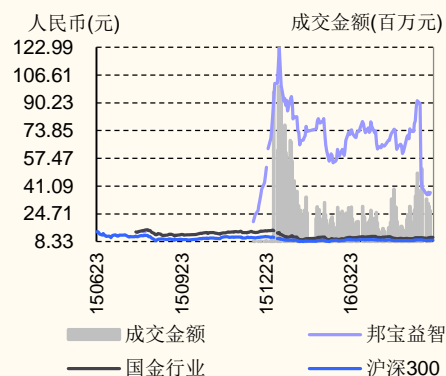
市场价格(人民币)：38.74元

教育、文化比翼飞，本土“邦宝”乐高路

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	52.80
总市值(百万元)	8,181.89
年内股价最高最低(元)	123.01/13.97
沪深300指数	3112.67
上证指数	2888.81



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.82	0.69	0.33	0.50	0.66
每股净资产(元)	2.68	5.62	2.78	3.01	3.45
每股经营性现金流(元)	1.00	0.66	0.42	0.54	0.72
市盈率(倍)	0	134	116	78	58
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	9.43%	12.55%	6.88%	48.74%	32.99%
净资产收益率(%)	30.46%	12.26%	12.04%	16.54%	19.18%
总股本(百万股)	72.00	96.00	211.20	211.20	211.20

来源：公司年报、国金证券研究所 股价为2016年6月20日收盘价

投资逻辑

- **国内最大的积木类益智玩具制造商。**公司品牌入围“中国玩具十大品牌榜”。在国内积木类益智玩具市场上，公司的市场份额仅次于乐高。公司还是少有的以自主品牌出口的玩具厂商，产品在质量、娱乐性、教育性和性价比等方面获得国内外市场认可。
- **玩具行业：发达市场增长趋稳，中国等发展中市场潜力巨大。**中国家庭平均玩具消费不仅远低于欧美国家（中国 US\$19.8 元/年 vs. 美国 US\$164.2 元/年），也大幅落后于金砖国家（俄罗斯 US\$70.6 元/年、巴西 US\$63.2 元/年）。由于 1) “全面二胎”政策促进人口增长提速；2) 收入水平提高、消费升级促使家庭加大幼儿教育投入；3) 国家、社会对幼儿园教育的支持力度大幅提高，刺激教玩具需求。预计至 2018 年，我国玩具市场零售额或将突破 130 亿美元，2013-2018 平均市场增长率为 12.50%，远超全球市场平均 3.03% 的增长。
- **乐高经验：坚守核心产品优势，适时调整战略布局，借力“教育+传媒”重回巅峰。**乐高开创了塑料积木时代，获得了巨大的市场成功。但是到了上个世纪 90 年代，由于在产品系列和衍生业务，如主题乐园等的盲目扩张，乐高陷入濒临破产的窘境。2004-2008 年，乐高化繁为简调整业务结构，追求可盈利的产品创新，巩固市场占有率。2008 年以后，适应玩具市场新趋势，大力发展教育和传媒业务，打造新的业务增长极。2014 年，成为全球最大的玩具制造商。2015 年，取代法拉利被 Brand Finance 评选为全球最具影响力的品牌之首，并且取得了营收/净利润同比增长 27.15%/30.59% 的惊人成绩。
- **邦宝益智：依托本土优势，践行成功经验，打造中国版“乐高”。**益智玩具本土品牌崛起趋势已现。公司产品和服务突出的性价比不仅在玩具产品市场，而且在教育系统市场上都优势明显。同时，公司产品线丰富，部分产品具有独到的中国传统文化特色，国际品牌难以复制。而完善且高效的研发体系、高精度模具设计和制造能力以及包括欧盟标准在内的多种认证是保障公司打开国内外市场的通行证。公司的看点包括：1) 募投项目 2017 年建成后，公司注塑机产能将扩大 1.2 倍，彻底解决困扰数年的产能瓶颈问题，公司将采用更加积极的营销策略，“加强优势地域发展，不断拓展新市场”。2) 邦宝“教育包”是唯一入选教育部《学前教育装备指导方案-采购推荐目

相关报告

1. 《邦宝益智 2015 年年报点评-产能放量需待明年，文化、教育延伸值得期待。》，2016.4.25
2. 《邦宝益智研究简报-益智玩具稳发展，文化、教育比翼飞》，2016.3.5

揭力

分析师 SAC 执业编号：S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

录》的建构类产品，独特的“教育—教材—师资培训”营销模式助力公司掘金幼儿园教玩具市场，以最低配置需求测算，该市场容量接近 70 亿元。伴随公司教育包各项衍生产品的拓展，以及家庭辅助包的推出，公司将形成幼儿园—家庭的互动式幼儿教育模式。3) 借鉴乐高及国内同业经验，向教育和文化延伸产业布局，“将益智积木与动漫、网络游戏相结合，赋予积木更多的文化内涵”。“积极寻找潜在优秀资源进行整合，不断扩大品牌影响力”。

估值和投资建议

- 我们预计公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.33/0.50/0.66 元（3 年 CAGR28.4%）。考虑到“教育包”产品已经打开了公司从教玩具生产延伸到教育服务的窗口，而从公司自身条件和目标出发，结合乐高及国内优秀玩具企业的成功经验，我们认为公司进一步向教育和文化进行产业延伸值得期待，其估值应该参考 A 股中从事文娱轻工，并且预期或正在转型文化或教育业务的公司。我们给予公司 2016 年 PE 为 150 倍，对应目标价 49.5 元，维持“买入”评级。

风险

- 原材料波动风险；产能释放不达预期；“教育包”产品+服务推广不利；向教育和文化领域产业延伸不达预期。

内容目录

估值及投资评级	6
公司概况：国内最大的积木类益智玩具制造商	6
玩具行业：发达市场增长趋稳，中国等发展中市场潜力巨大	8
玩具是典型的能够穿越周期的行业	8
中国玩具市场基数低、发展潜力大	9
中国积木类益智玩具行业竞争格局	14
乐高经验：坚守核心产品优势，适时调整战略布局，借力“教育+传媒”重回巅峰	15
乐高集团：全球最大的积木玩具制造商	15
乐高历史：是什么成就了乐高的凤凰涅槃？	16
邦宝益智：依托本土优势，践行成功经验，打造中国版“乐高”	23
公司竞争优势分析	23
主业爆发，产业延伸，公司即将迎来大发展	28
风险因素	32
盈利预测	33
关键假设	33
盈利预设	33

图表目录

图表 1：可比公司估值情况	6
图表 2：邦宝益智 2015 年主营收入分解	7
图表 3：邦宝益智历史营运表现	7
图表 4：邦宝益智 2015 年营业利润分解	7
图表 5：邦宝益智近年盈利表现	7
图表 6：邦宝益智近年经营效率	7
图表 7：邦宝益智近年现金流和盈利能力	7
图表 8：家族式企业股权结构稳定，股权集中	8
图表 9：全球玩具市场销售保持增长	8
图表 10：全球玩具市场主要集中在美国、亚洲和欧洲	8
图表 11：中国玩具出口金额持续增长	9
图表 12：益智玩具出口占比持续增加（%）	9
图表 13：儿童玩乐时间安排与家庭支出排序	9
图表 14：2013 年多国家庭平均玩具消费（美元/年）	10
图表 15：俄罗斯和巴西玩具进口保持增长（亿美元，2010-2013）	10
图表 16：中国人口出生率回升提速（‰）	10
图表 17：中国 0-14 岁人口及增速	10
图表 18：城镇居民人均可支配收入持续增长	11

图表 19: 儿童消费占人均 GDP 比重不断提高.....	11
图表 20: 2015 年城镇居民家庭人均消费支出构成.....	11
图表 21: 2015 年农村居民家庭人均消费支出构成.....	11
图表 22: 财政和全社会幼儿园教育经费占比大幅提高 (%).....	12
图表 23: 中国幼儿园事业加速发展.....	12
图表 24: 国家层面促进学前教育发展的相关政策.....	12
图表 25: 《中国中长期教育改革与发展纲要》有关学前教育的主要目标.....	13
图表 26: 中国玩具市场发展将领跑全球.....	13
图表 27: 中国积木玩具主要品牌.....	14
图表 28: 2005 年以后, 乐高步入黄金发展期.....	15
图表 29: 乐高授权业务快速成长 (2006-2015).....	15
图表 30: 乐高净利润爆发式增长 (1998-2015).....	15
图表 31: 乐高盈利能力持续提高 (% , 1998-2015).....	15
图表 32: 乐高的发展历程.....	16
图表 33: 乐高的产品体系.....	18
图表 34: 乐高机器人比赛.....	19
图表 35: 中国参加乐高机器人比赛 (FLL).....	19
图表 36: 乐高教育校内推广.....	19
图表 37: 乐高活动中心.....	20
图表 38: 乐高教育产品.....	20
图表 39: 全国乐高活动教室分布情况.....	21
图表 40: 一线城市乐高活动教室数量 (单位: 家).....	21
图表 41: 乐高星球大战系列.....	21
图表 42: 乐高购买授权 IP 开发衍生产品.....	21
图表 43: 乐高幻影忍者系列.....	22
图表 44: 乐高电子游戏.....	22
图表 45: 乐高大电影.....	22
图表 46: 乐高官方社交媒体.....	22
图表 47: 乐高全球产能扩张.....	23
图表 48: 积木玩具行业产业链.....	24
图表 49: 中国市场主要积木玩具品牌价格对比.....	24
图表 50: 某地级市非乐高授权活动中心设备采购列表.....	24
图表 51: 邦宝成语系列.....	26
图表 52: 邦宝积木对于传统文化的表达.....	26
图表 53: 邦宝益智研发流程.....	26
图表 54: 邦宝益智在研项目.....	26
图表 55: 邦宝益智已通过的国内外各种认证.....	27
图表 56: 邦宝益智产能预测.....	28
图表 57: 邦宝益智产销情况.....	28

图表 58: 邦宝教育包推广流程.....	29
图表 59: 邦宝“教育包”入选《学前教育指导方案—采购推荐》.....	29
图表 60: 幼儿园培训课程系列指导用书.....	29
图表 61: 邦宝益智 vs. 乐高.....	30
图表 62: 奥飞娱乐自主 IP 开发, 成功转型传媒产业.....	30
图表 63: 互动娱乐打造“影游互动”业务格局.....	31
图表 64: 奥飞娱乐 vs. 互动娱乐: 并购扩张, 实现转型.....	31
图表 65: 邦宝益智与乐创教育达成合作.....	31
图表 66: 邦宝益智部分产品已经具备“IP”潜质.....	32
图表 67: 邦宝益智盈利预测.....	33

估值及投资评级

- **维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司的核心业务是积木类益智玩具的研发、设计、生产与销售，而“教育包”产品已经打开了公司从教玩具生产延伸到教育服务的窗口。从公司自身条件和目标出发，结合乐高及国内优秀玩具企业的成功经验，我们认为公司进一步向教育和文化进行产业延伸值得期待，其估值应该参考 A 股中从事文娱轻工，并且预期或正在转型文化或教育领域业务的公司。我们选取高乐股份、珠江钢琴、海伦钢琴、齐心集团和群兴玩具等作为估值参考。可比公司 2016-2018 年预测 PE 中值分别为 76/60/56 倍。我们维持公司 2016-2018 年完全摊薄后 EPS 为 0.33/0.50/0.66 元，给予公司 2016 年 PE150 倍，对应目标价 49.5 元，维持“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)		EPS CAGR	PEG
				2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E	2016E	(%)	(倍)	
002348	高乐股份	6.48	61.38	0.12	0.07	0.08	0.10	55	93	78	67	2.5	(6.3)	(8.8)	
002678	珠江钢琴	12.05	115.20	0.15	0.17	0.20	0.26	80	71	60	46	5.9	20.3	4.0	
300329	海伦钢琴	19.45	48.88	0.13	0.16	0.20	0.27	151	121	98	73	0.0	27.5	5.5	
002575	齐心集团	21.63	80.81	0.05	0.30	0.41	0.58	433	71	53	38	6.7	125.8	3.4	
002502	群兴玩具	11.32	66.64	0.03	0.15	0.22	NA	366	76	51	NA	7.4	(100.0)	(3.7)	
	中值							151	76	60	56	6	20	3	
603398	邦宝益智	37.28	78.74	0.69	0.33	0.50	0.66	119	111	75	56	13.4	28.3	1.9	

来源：Wind，国金证券研究所注：股价为 2016 年 6 月 17 日收盘价

公司概况：国内最大的积木类益智玩具制造商

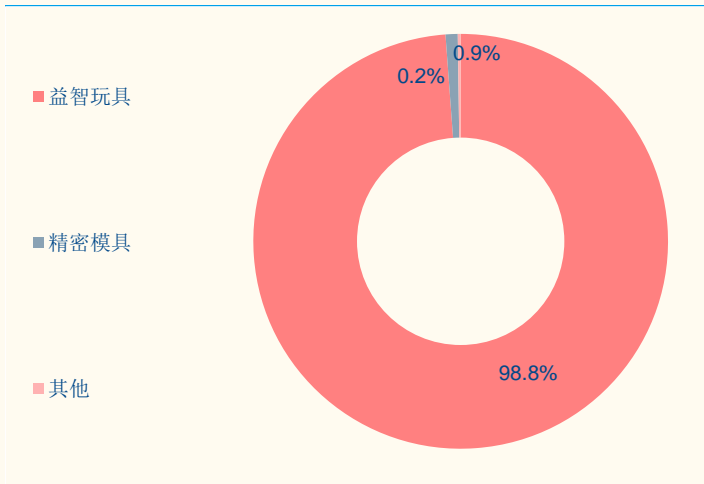
公司沿革：邦宝益智 2003 年成立于广东汕头，是国内塑胶积木类益智玩具的领导品牌。公司自主品牌“邦宝”和“叻之宝”玩具销往国内和欧美、中东和东亚等国家和地区。

管理层简介：吴锭辉先生是公司创始人，拥有香港永久性居留身份，是汕头市第十二届政协委员，曾荣获“2009-2010 年度中国玩具行业杰出企业家”的称号。2003 年 8 月至今，吴先生一直担任公司董事长兼总经理。

股权结构：公司控股股东是邦领贸易，持股 30.6%。吴锭辉、吴锭延、吴玉娜和吴玉霞为公司的共同实际控制人，共持股 52.35%。中楷创投、和盛昌投资、南信投资、美富创投和四方投资分别持股 9.23%、1.88%、1.50%、1.50%和 0.90%。

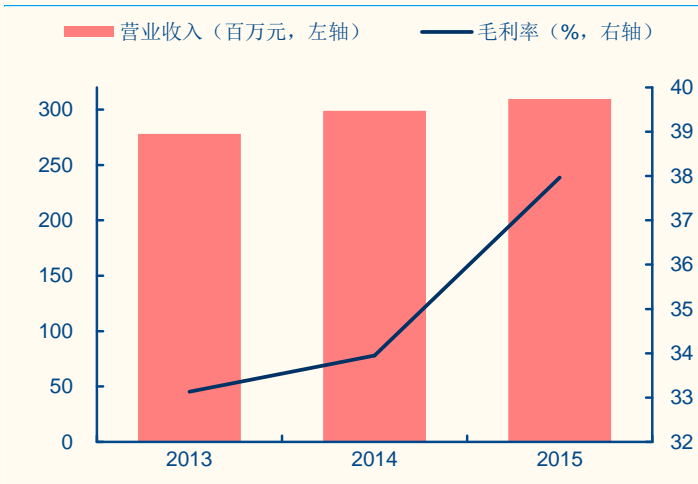
融资历史与大小非情况：公司于 2015 年 12 月 9 日上市，发行 2,400 万股，发行价 13.97 元/股。发行后总股本为 9,600 万股。

图表 2: 邦宝益智 2015 年主营收入分解



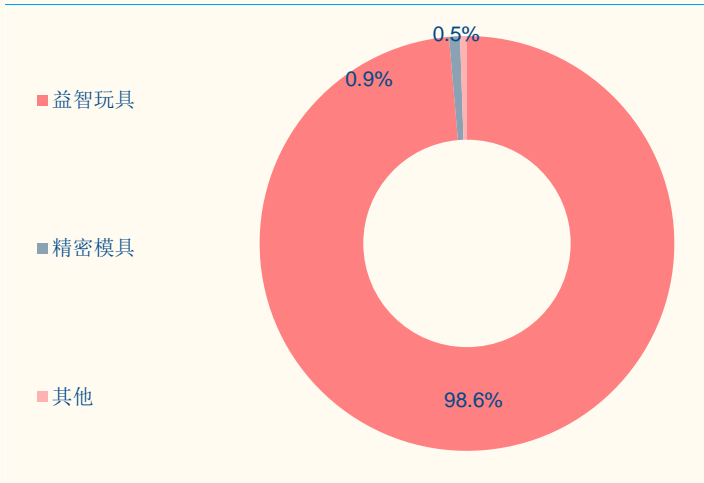
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 邦宝益智历史营运表现



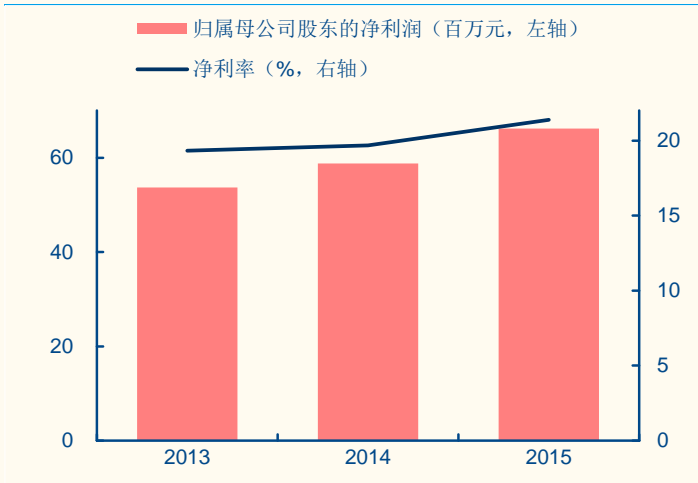
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 邦宝益智 2015 年营业利润分解



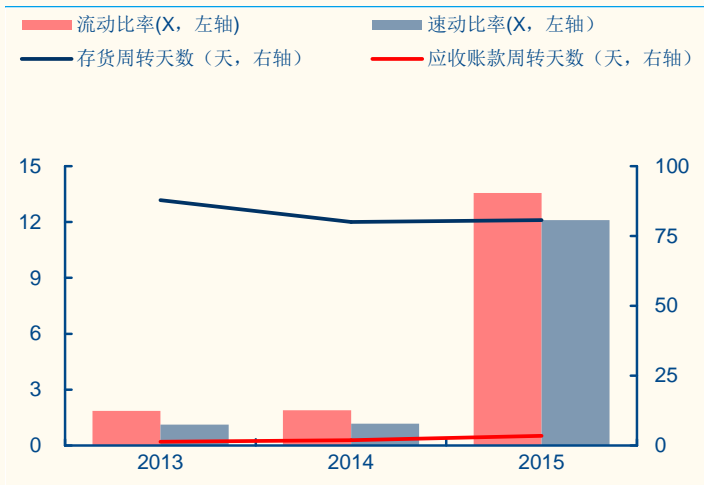
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 邦宝益智近年盈利表现



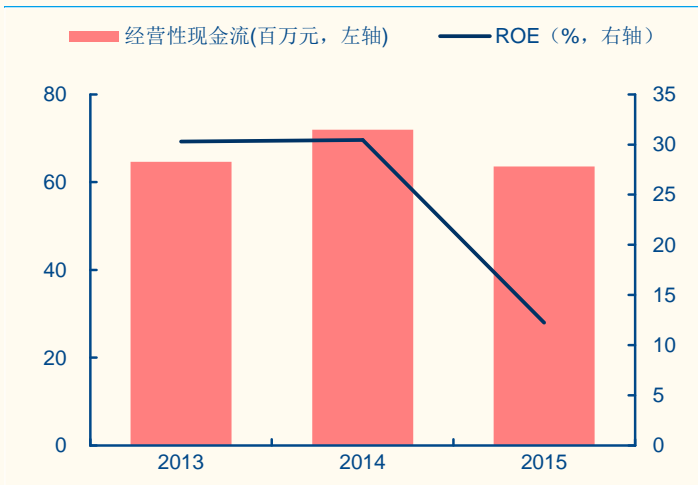
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 邦宝益智近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 邦宝益智近年现金流和盈利能力

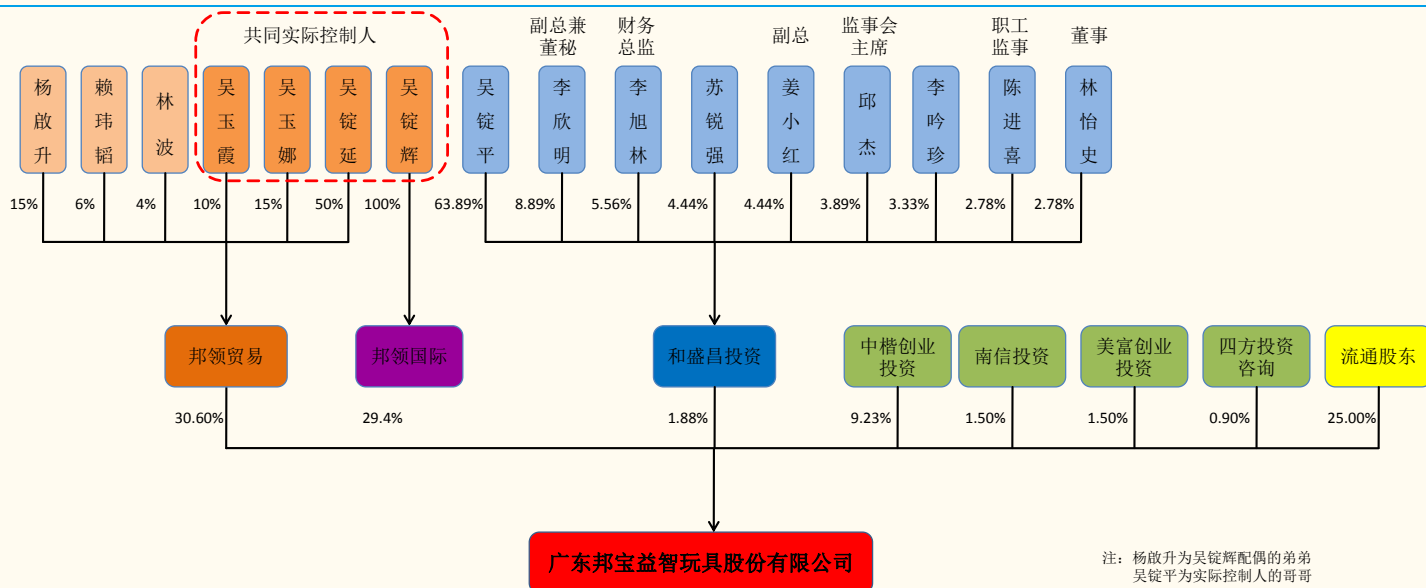


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 家族股东控股、管理层参股，股权结构稳定且具激励作用。公司于 2015 年 12 月 9 日 IPO 上市，前身是广东邦领塑模实业有限公司。上市后，共同实际控制人吴氏家族四兄妹共持有公司 52.35% 股份，其中，吴锭延、

吴玉娜和吴玉霞通过其控股 75% 的邦领贸易持有公司股份 30.60%，吴锭辉通过其控股 100% 的邦领国际持股 29.4%。此外，公司第四大股东和盛昌的控股股东吴锭平为实际控制人的哥哥，其余股东主要为公司的管理层。

图表 8：家族式企业股权结构稳定，股权集中



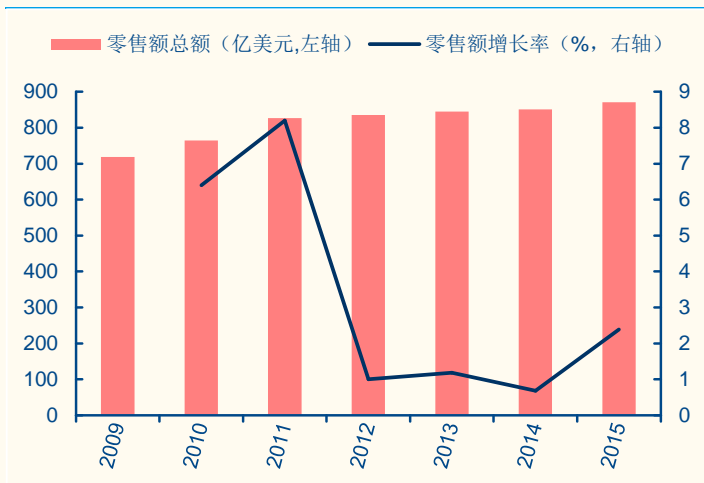
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

玩具行业：发达市场增长趋稳，中国等发展中国家潜力巨大

玩具是典型的能够穿越周期的行业

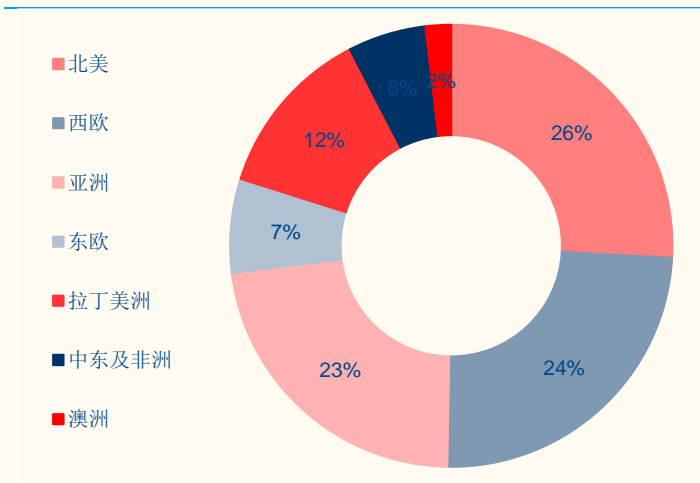
- 全球玩具市场增速放缓，拉美及亚洲增长加速。Euromonitor 数据显示，2014/2015 年，全球玩具市场规模分别同比增长 2.1/2.3%。2010-2015 年，全球玩具市场的年均复合增长率为 2.73%。而 2012-2014 年，拉美及亚洲地区玩具市场的年复合增速达到 7% 左右。中国工信部数据显示，2015 年，全国玩具行业主营业务收入 2,106.8 亿元，累计同比增长 7.2%；累计完成利润 106.21 亿元，同比增长 9.64%。同时，国内玩具出口也实现了快速增长。2015 年，我国玩具产业出口金额为 308.03 亿美元，同比增长 16.96%。其中，广东玩具出口 183.7 亿美元，同比增长 5.89%，占全国玩具出口总额的 59.6%。北美和欧洲仍是最主要的玩具市场，分别占比 26% 和 24%，亚洲和拉美正在迎头赶上，其中亚洲的份额已经接近欧洲，达到 23% 左右。

图表 9：全球玩具市场销售保持增长



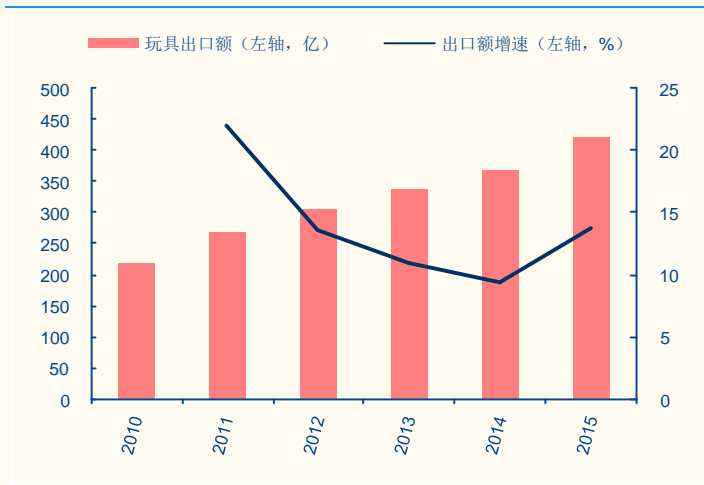
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 10：全球玩具市场主要集中在美国、亚洲和欧洲



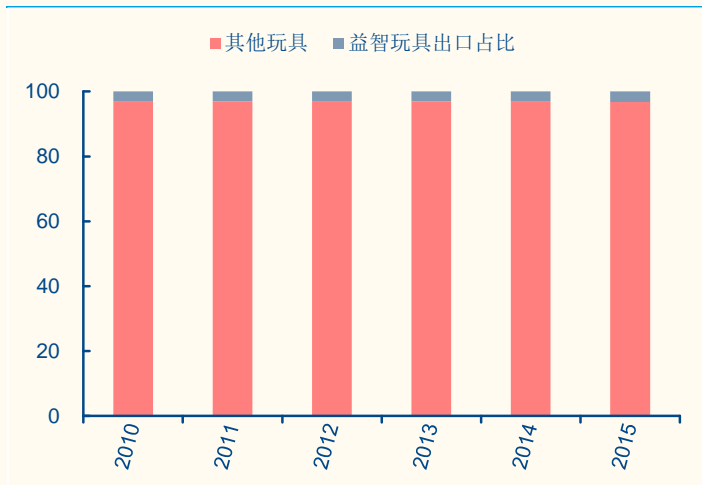
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 11: 中国玩具出口金额持续增长



来源: Wind, 国金证券研究所

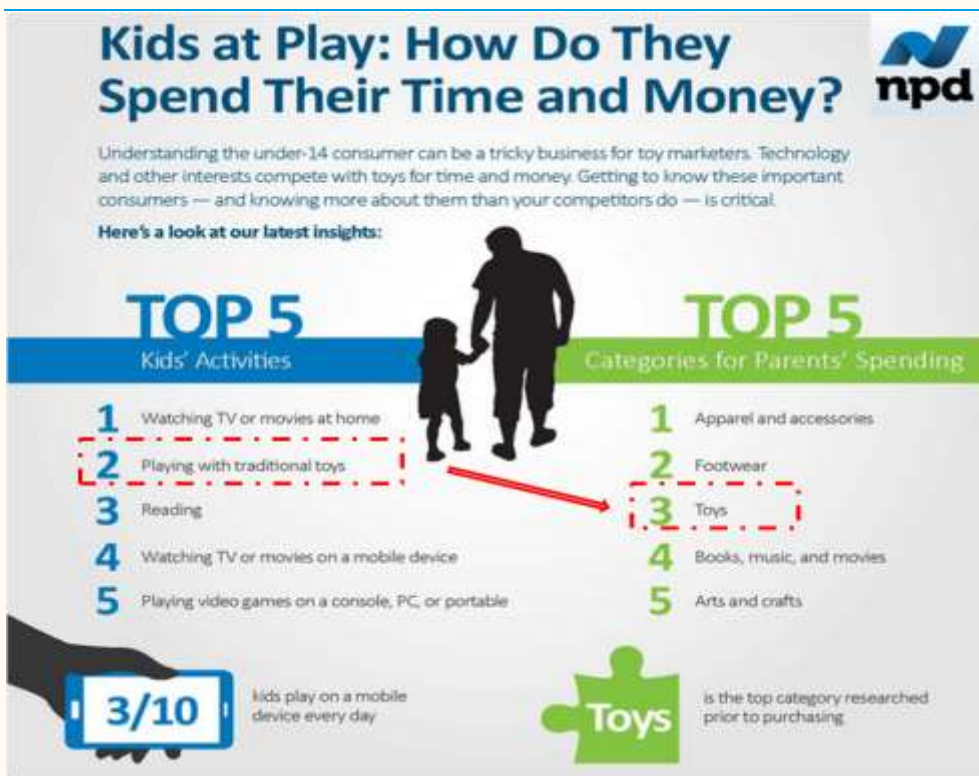
图表 12: 益智玩具出口占比持续增加 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 玩具是童年最重要的记忆。根据尼尔森的调查，传统玩具是儿童花费时间仅次于电视及电影的活动，同时玩具也是家庭仅次于服饰和鞋子的主要开支。因此，玩具需求主要受人口和消费结构所决定，而与经济周期相关度很低。历史上几次经济危机中，玩具都是受影响最小的行业之一。

图表 13: 儿童玩乐时间安排与家庭支出排序



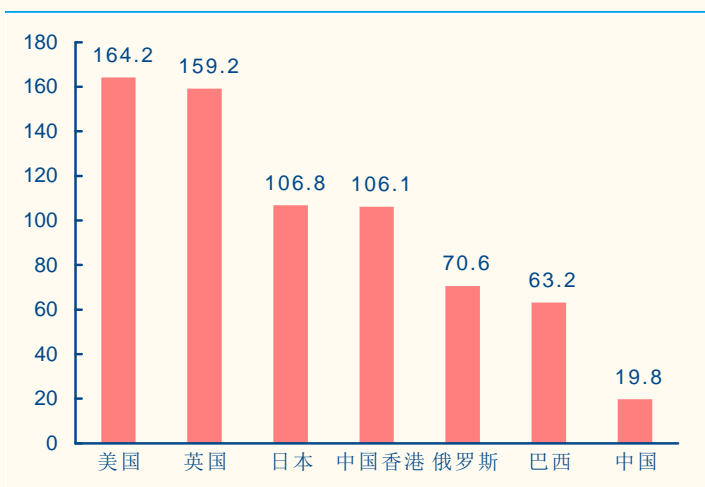
来源: 尼尔森《Kids' Share of Time and Wallet》, 国金证券研究所

中国玩具市场基数低、发展潜力大

- 中国家庭平均玩具消费水平低。2013 年，我国家庭平均玩具消费为 19.8 美元 (约合 128.18 元); 而同期美国、英国和日本家庭的平均玩具消费分别为 164.2 美元 (约合 1,062.99 元)、159.2 美元 (约合 1,030.63 元) 和 106.8 美元 (约合 691.40 元)。在金砖四国中，巴西和俄罗斯的家庭平均

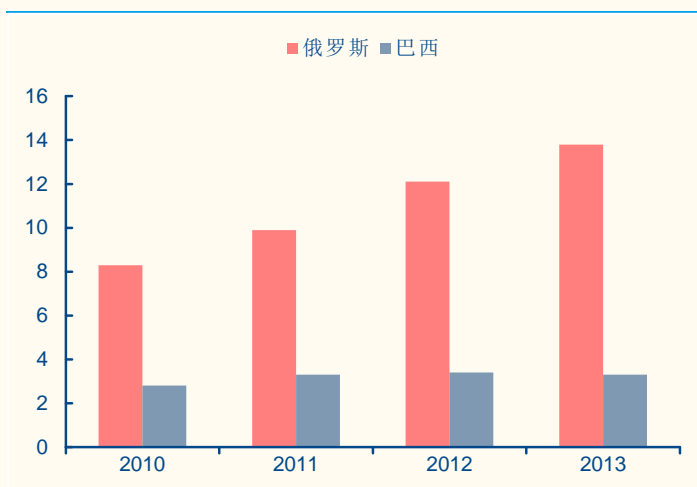
玩具消费分别为 63.2 美元（约合 411.99 元）和 70.6 美元（约合 460.23 元），都远超中国水平。

图表 14：2013 年多国家庭平均玩具消费（美元/年）



来源：Euromonitor，国金证券研究所

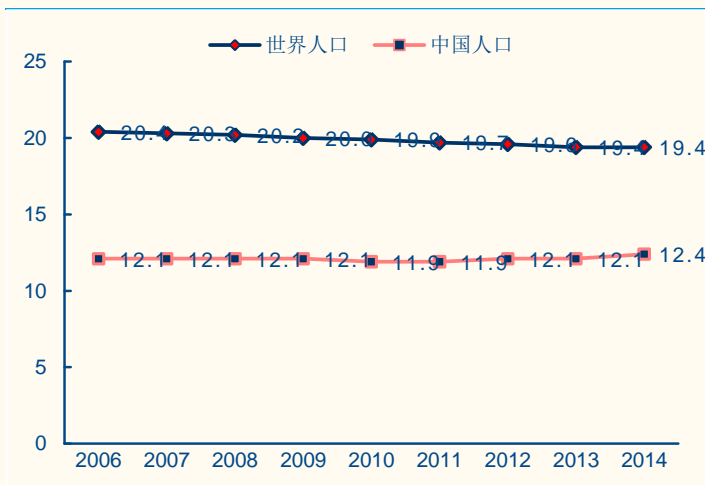
图表 15：俄罗斯和巴西玩具进口保持增长（亿美元，2010-2013）



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

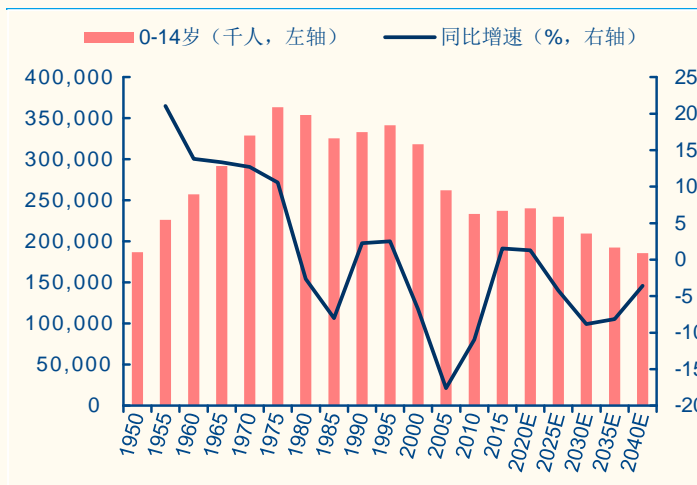
- “全面二孩”政策将促进人口增长提速。从 2013 年开始，我国开始落实“单独二孩”政策。调查数据显示，当时 6.4 万户中约有 60% 的家庭计划生育二孩。以 4-5 年的通常生育时间计算，理论上每年将新增 132 万-165 万的出生人口。截至 2014 年底，实际共有 106.9 万对单独夫妇申请再生育。2016 年元旦，修改后的《人口与计划生育法》开始正式实施，“全面二孩”政策最终落地。最近十几年，中国每年出生的新生儿在 1,600 至 1,700 万个。根据卫计委的测算，“全面二孩”政策实施后，约有 9,000 万对育龄夫妇符合条件，今后每年将新增 250 万个新生儿，期盼已久的第四次婴儿潮或将最终到来，这也意味着玩具消费的主力人群即将显著扩容。

图表 16：中国人口出生率回升提速（%）



来源：联合国，国金证券研究所

图表 17：中国 0-14 岁人口及增速

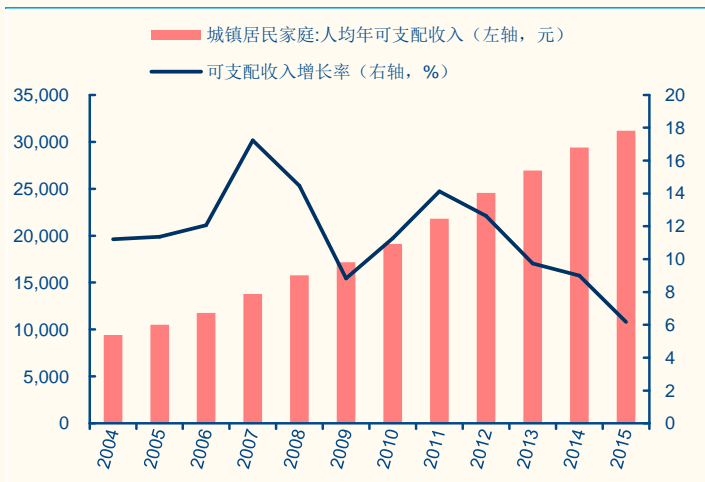


来源：联合国，国金证券研究所

- 收入水平提高、消费升级促使家庭加大幼儿教育投入。教育是中国家庭最重视的课题。“不能让孩子输在起跑线上”这类传统观念深入人心，多数中国家庭在幼儿教育的投入上因此都尽其所能。随着中国经济的发展，居民人均收入持续提高，家庭对于教育的支出也水涨船高。更重要的是，中国正在经历第三次消费升级，即与过去两次消费升级，居民消费重心逐渐由生活必需品消费转向轻工产品消费和家电产品消费不同，中国居民消费正在从传统的实体消费转向更注重体验的享受型和娱乐型消费。在这次消费升级的过程中，教育、文化、娱乐和旅游等行业受益最为明显。从

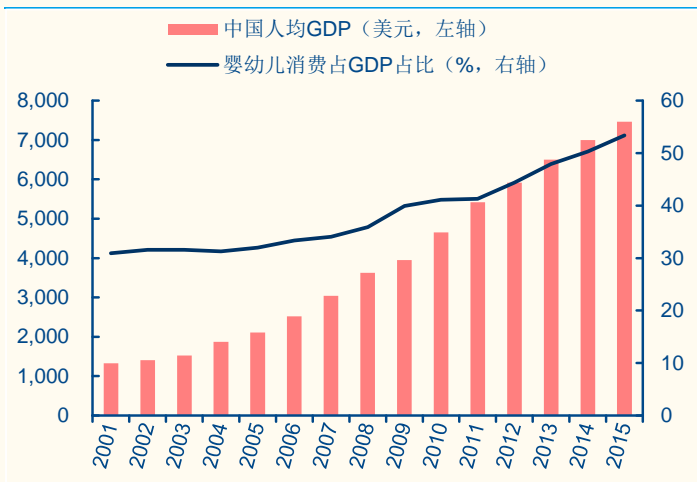
2012 年之后，我国城镇/农村居民人均文教娱乐支出的增长显著快于人均总消费支出的提高，分别为 9.47%/7.57%和 13.33%/11.00%。截至 2015 年，城镇/农村居民的人均文教娱乐支出分别为 2,382.8 元/969.3 元分别占总消费支出的 11.14%/10.51%，均为仅次于食品、居住和交通通信的第四大支出。《2014 搜狐教育行业白皮书》中一项调查显示，56.5%的家长把孩子教育投资列在首位，约有接近 3/4 的家庭每月在孩子早期教育上的投入为 500~1,000 元，更有 10%的家庭每月投入在 1,000 元以上。为儿童购买益智玩具开发早期智力，或让孩子参加培养动手动脑能力的课程班已经成为越来越多年轻父母的选择。中国产业信息网发布的研究报告显示，2013 年我国幼儿早教消费市场已达 990 亿元，2015 年市场规模在 1,395 亿元左右，预计 2018 年市场规模将突破 2,000 亿元。

图表 18：城镇居民人均可支配收入持续增长



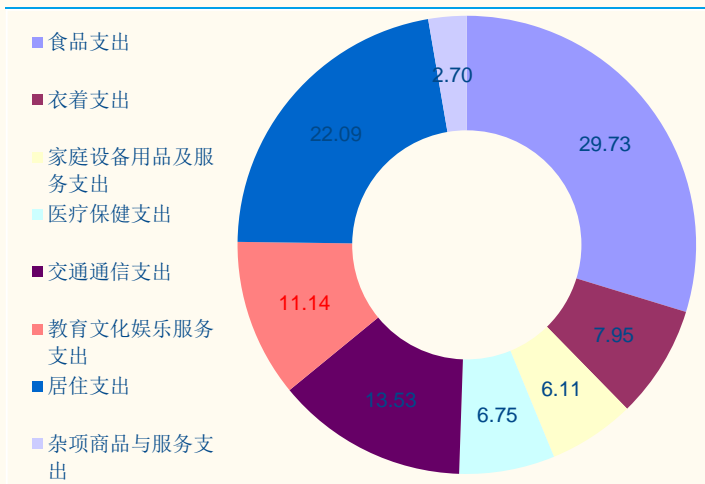
来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：儿童消费占人均 GDP 比重不断提高



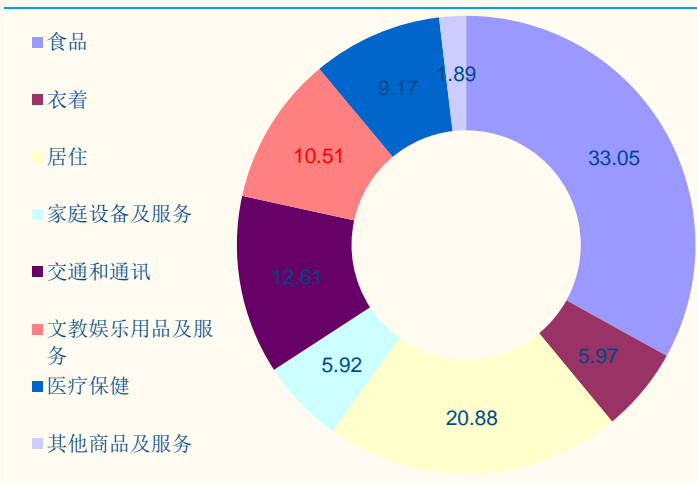
来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 20：2015 年城镇居民家庭人均消费支出构成



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 21：2015 年农村居民家庭人均消费支出构成

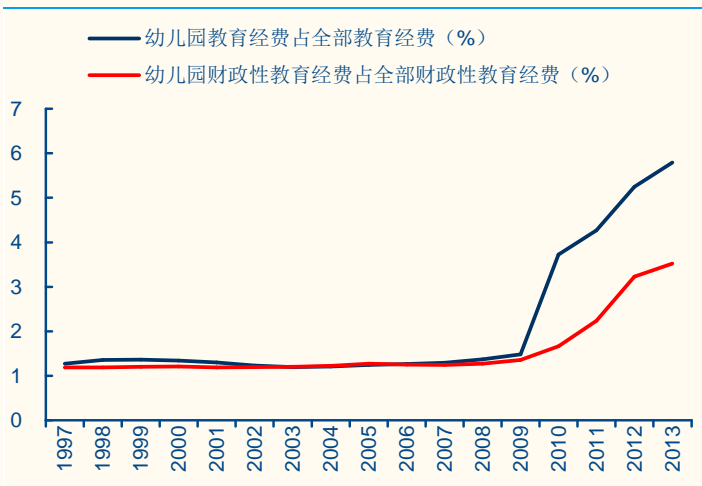


来源：国家统计局，国金证券研究所

- 国家、社会对幼儿园教育的支持力度大幅提高，刺激教玩具需求。《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》（2010 年 11 月）及《3-6 岁儿童学习与发展指南》（2012 年 10 月）都提到了防止和纠正幼儿园小学化的倾向，鼓励以游戏化的方式让幼儿学习成长。国家就幼儿教育的要求主要集中在五个领域：健康、语言、科学、社会和艺术。幼儿园也越来越重视幼儿在动手能力、创新能力、综合素质以及在社交能力上的培养。因此，在选择教材方面，幼儿园也更加倾向于选择动手性强、幼儿喜欢接受、应用性拓展性强的教具。例如 2011 年广东省发布的《关于加快我省学前教育

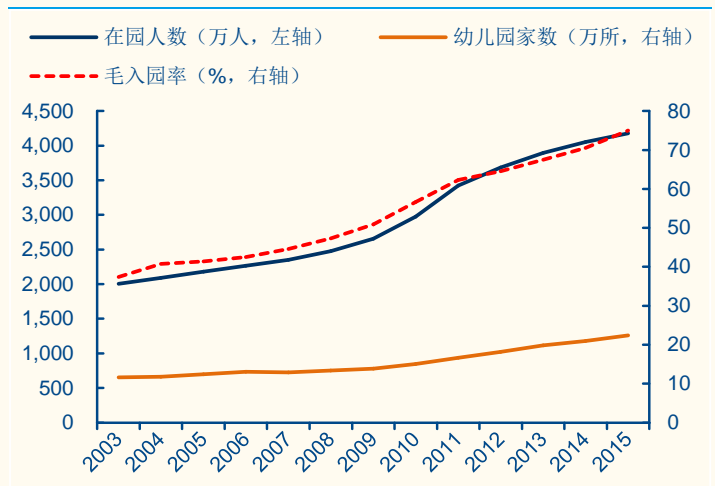
发展的实施意见》提出要将学前教育经费纳入当地财务预算，加大学前教育的投入切实推动了幼儿园在教具上更新和购买的速度。从全国范围来看，国家和社会对学前教育发展的支持力度也在不断提高。2009年之前，幼儿园财政性教育经费占全部财政性教育经费的比例长期在1.19%-1.36%之间徘徊，有些年份甚至还有反复。而全社会的幼儿园教育经费占全部教育经费的比例也从来没有超过1.5%。2010年《若干意见》出台后，《关于加大财政投入支持学前教育发展的通知》（财政部，2011年9月）和各级人民政府《加快学前教育发展的意见》和《学前教育三年/五年行动计划》等配套政策陆续出台，直接促进财政资金向幼儿园教育倾斜。到2013年，财政性教育经费中用于幼儿园的部分已经快速提高到3.52%（4年CAGR50.9%）。更重要的是，政策的倾斜还点燃了全社会投资幼儿园教育的热情。到2013年，全社会教育经费中，幼儿园部分的占比已经提高到5.79%（4年CAGR63.7%）。在一些发达地区，如上海，幼儿园教育经费占比已经超过10%。国家、社会加大对学前教育的支持力度，效果之一就是幼儿园数量和幼儿在园人数的快速增长。到2014年，我国共有20.99万所幼儿园，学前三年毛入园率达到70.5%，提前6年完成《国家中长期教育改革的发展纲要（2010-2020年）》设定的“2020年学前三年毛入园率达70%”的目标。2015年，毛入园率提高到75%，提前1年实现教育部、发改委和财政部在《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》中提出“到2016年全国学前三年毛入园率达75%左右”的目标，远远超过“十二五”规划中设定的60%发展目标。按照规划，到“十三五”末的2020年，毛入园率还将继续提高到85%左右。包括幼儿园阶段在内的学前教育投入的提高，幼儿园家数和在园幼儿的增加，都将是教玩具消费需求进一步发展的直接推动力。

图表 22：财政和全社会幼儿园教育经费占比大幅提高 (%)



来源：教育部，Wind，国金证券研究所

图表 23：中国幼儿园事业加速发展



来源：教育部，Wind，国金证券研究所

图表 24：国家层面促进学前教育发展的相关政策

年份	政策文件	政策内容
2010年7月	《国家中长期教育改革和发展规划纲要（2010-2020）》	积极发展学前教育，把学前教育纳入城镇、社会主义新农村建设规划；建立政府主导、社会参与、公办民办并举的办园体制 遵循幼儿身心发展规律，面向全体幼儿，关注个体差异，坚持以游戏为基本活动，保教结合，寓教于乐，促进幼儿健康成长。加强对幼儿园玩教具、幼儿图书的配备与指导，为儿童创设丰富多彩的教育环境，防止和纠正幼儿园教育小学化倾向
2010年11月	《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》	把发展学前教育摆在更加重要的位置；多种形式扩大学前教育资源；多种途径加强幼儿教师队伍建设；多种渠道加大学前教育投入

年份	政策文件	政策内容
2011年9月	《关于加大财政投入支持学前教育发展的通知》	1)支持中西部农村扩大学前教育资源; 2)鼓励社会参与、多渠道多形式举办幼儿园; 3)实施幼儿教师国家级培训计划; 4)建立学前教育资助制度
2011年9月	《中央财政扶持民办幼儿园发展奖补资金管理暂行办法》	中央财政设立的奖补资金,对扶持普惠性民办幼儿园工作较好的省份,给予适当奖励性补助
2012年4月	《教育部关于开展0-3岁婴幼儿早期教育试点工作的通知》	各试点地区要把早期教育试点纳入当地政府教育工作重要内容,把发展0-3岁婴幼儿早期教育列入当地教育发展总体规划,与幼儿园布局规划和建设相衔接,统筹安排。要为试点提供必要的人、财、物等方面的条件保障,确保试点目标和任务落实
2012年10月	《3-6岁儿童学习与发展指南》	指导幼儿园和家庭实施科学的保育和教育,促进幼儿身心全面和谐发展
2012年10月	《幼儿园标准化建设基本标准》	从选址与规模、园舍用地、园舍建设、设施设备配备标准、教职工配备、保育与教育管理、卫生健康、经费管理和安全管理等9个方面对幼儿园的标准化建设做出具体规定
2014年11月	《关于实施第二期学前教育三年行动计划的意见》	明确提出,要“进一步加大学前教育投入”,“将行动计划目标任务和政策措施落实情况纳入地方各级政府教育工作实绩的考核指标”

来源:国金证券研究所整理

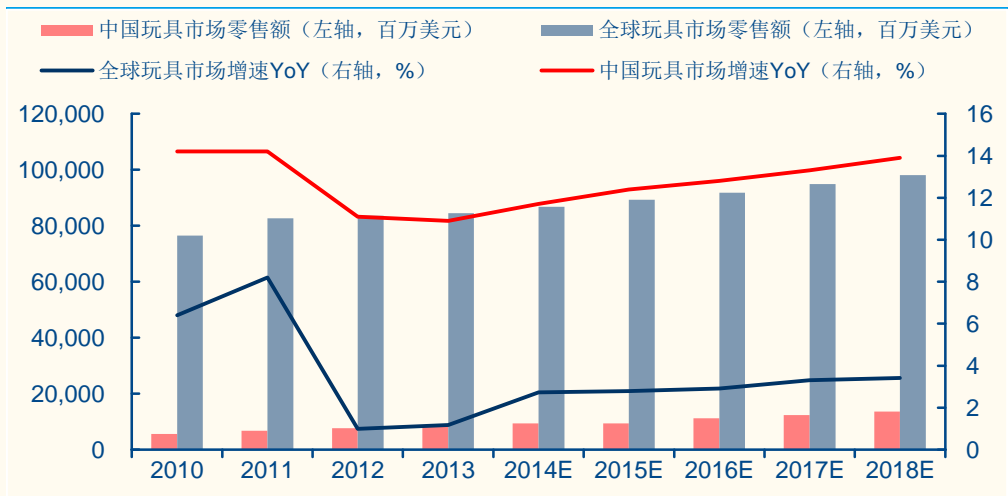
图表 25:《中国中长期教育改革与发展纲要》有关学前教育的主要目标

		2009	2015	2020
幼儿在园人数	万人	2,658	3,400	4,000
学前一年毛入园率	%	74	85	95
学前二年毛入园率	%	65	70	80
学前三年毛入园率	%	50.9	60	70

来源:中国政府网,国金证券研究所

- **中国玩具市场将保持快速发展。**随着“全面二孩”政策落实推升人口增速,中国经济继续成长及消费升级刺激,以及社会和国家对学前教育重视程度的不断提高,中国玩具市场还将保持较好的发展态势。根据 Euromonitor 的调查,截至 2013 年,我国玩具市场零售额为 86.86 亿美元,同比增长 10.90%,远高于同期全球玩具市场 1.18%的增速水平。Euromonitor 预测,至 2018 年,我国玩具市场零售额或将突破 130 亿美元,2013-2018 平均市场增长率为 12.50%,远超全球市场平均 3.03%的增长。

图表 26:中国玩具市场发展将领跑全球



来源:Euromonitor,国金证券研究所

中国积木类益智玩具行业竞争格局

我们运用迈克尔·波特的“五力”模型来分析中国积木类益智玩具行业的基本竞争态势。

■ **供应商的议价能力。**塑料积木的主要原料是塑料，而塑料直接由原油价格波动所决定。例如，2015 年国际原油价格下跌，积木行业生产成本普遍有所降低。一般来说，积木行业对于上游原材料的议价能力较低，但是行业公司可以通过预测原油价格的波动来调整原材料的库存，从而减小原材料价格波动对公司成本造成较大冲击。**(合理调整原材料库存，降低原材料价格波动对成本的冲击)**

■ **购买者的议价能力。**塑料积木玩具一般通过经销商进行销售。大型企业品牌效应强，经销商数量多、分布广，而单个经销商的议价能力就比较弱。但对于规模较小的生产企业，必须让利于经销商，才能给予经销商足够的激励，促进产品的销售。由于塑料玩具主要是面向儿童的产品，终端消费者更加注重品牌、质量和安全性，对价格的敏感程度一般。**(下游经销商议价能力取决于企业的规模和品牌，终端消费者议价能力一般)**

■ **同业竞争者的竞争程度。**国外积木玩具类产品主要在一、二线城市占优势地位，而国内本土品牌凭借高性价比以及本土资源优势布局三、四线城市，并向一、二线城市延伸。**(行业处于上升期，市场对于品牌的认知提升，本土优势企业有望凭借高性价比和本土资源优势抢占更多市场份额)**

图表 27：中国积木玩具主要品牌

公司	国家	主营产品	产品定位	2015 年营业收入	
国外品牌	乐高	丹麦	全球最大的积木玩具制造商，有女孩系列、创意拼砌系列、星球大战系列、英雄工厂系列、玩具总动员等系列产品，销往全球 130 多个国家	高端	354.8 亿元
	美高	加拿大	旗下有积木、拼图等产品，产品销往全球 100 多个国家	高端	26.5 亿元
	智高	中国台湾	生产经营积木玩具，拥有“智高”品牌，主要产品有绿色能源、小工程师等系列	高端	-
国内品牌	邦宝益智	中国	拥有“邦宝”、“叻之宝”等自主品牌，市场涵盖中国及欧美、中东和东亚等多个国家和地区	中高端	3.09 亿元
	小白龙	中国	拥有“小白龙”品牌，以智力拼装玩具为主导产品	中低端	1.57 亿元 [#]

来源：www.lego.com, 邦宝益智招股说明书, 国金证券研究所整理, *美高为 2013 年度数据 #其中益智玩具业务占比 27.18%

■ **潜在进入者。**积木玩具行业进入壁垒不高，但想要发展成为具有较大规模和较高品牌知名度的企业却有比较大的难度，主要壁垒包括 **1) 生产技术：**模具是积木类产品的核心。塑胶积木对协配性要求非常高，每一个胶件都要求与其他胶件契合。企业在模具设计、制造和注塑等环节都需要保持高质量水平，否则将会降低积木的协配性。**2) 模具储备：**一套积木产品是由许多粒各种基础胶件和特殊胶件按照主题组合而成，需要的胶件从 100 个到上千个不等。制造一套模具通常需要 3-4 个月，花费几千元到十几万元。要形成丰富的产品系列，需要储备上千套甚至更多的模具，资金成本和时间成本巨大。**3) 品牌认知度：**消费者对于玩具产品的质量、安全性和品牌越来越重视，一个好的品牌往往需要长时间的口碑积累。据中玩协发布的《中国玩具消费调查报告 2011-2012》显示，中国玩具市场品牌不断增多，消费者的品牌敏感度也逐渐提高，2009 年以来品牌敏感度年均增长约 5%，一线城市达到 90%。因此，经销商也倾向于采购品牌产品来降低经营风险。**(潜在进入者危险小)**

■ **替代品。**随着科技的发展，电子游戏（手游和网游）的消费人群不断扩大，已经对传统玩具市场造成明显的冲击。因应这一趋势，许多品牌玩具企业

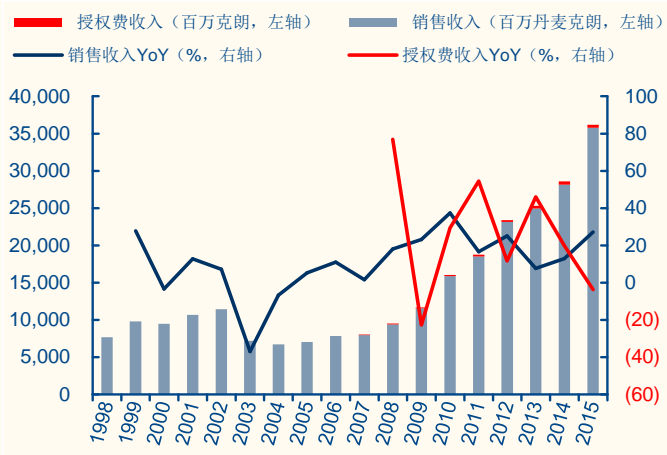
已经开始布局电子玩具市场。例如，乐高于 2015 年宣布与华纳兄弟联合推出一款互动实体玩具的游戏。该款游戏结合了乐高传统人偶与电子游戏，形成了“玩具+游戏”的互交模式体验。（电子游戏是最大的威胁）

乐高经验：坚守核心产品优势，适时调整战略布局，借力“教育+传媒”重回巅峰

乐高集团：全球最大的积木玩具制造商

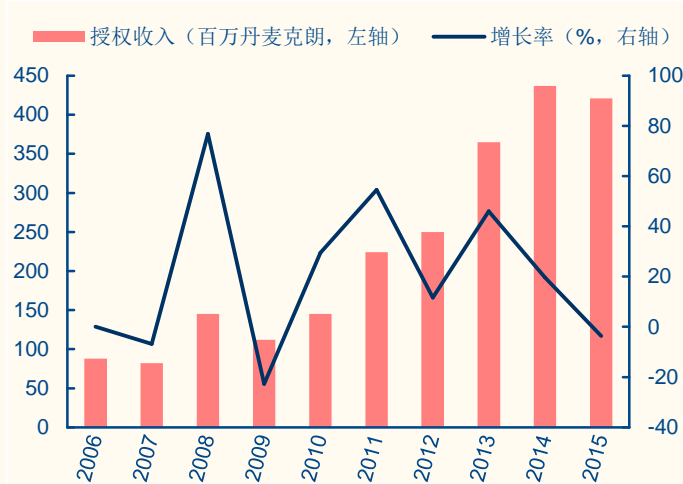
- **全球规模最大的玩具品牌。**乐高集团（LEGO GROUP）是一家总部位于丹麦比隆的私营家族式企业。自 1932 年成立起至今，乐高已经进入 130 个国家和地区，售出 300 多亿块积木。以全球 60 亿人口计算，平均每位地球人就拥有 5 块乐高积木。2014 年，乐高成为全球规模最大的玩具制造商，销售额达到 285.8 亿丹麦克朗（约合 285.4 亿元）。2015 年，乐高取代法拉利被 Brand Finance 评选为全球最具影响力的品牌之首。
- **财务表现优异。**从 2005 年开始，乐高步入营收迅速扩大、盈利能力持续提高的黄金发展期。2015 年，乐高实现收入/净利润分别为 357.8/91.7 亿丹麦克朗（约合 357.3/91.6 亿元），分别同比增长 27.15%/30.59%（排名第二、三位的孩之宝和美泰分别是 5.5%和 2.8%）。不仅在规模和增速领跑全球，乐高的毛利率/净利率也分别达到同业最高的 72.57%/25.64%。目前，乐高的销售收入主要包括各类玩具产品销售、玩具配件销售和电影票房等。其中，授权费收入是乐高将其玩具的人物形象对于游戏、动漫以及乐高乐园的相关授权，在整个主营收入中占比较低，但是增长趋势明显。

图表 28：2005 年以后，乐高步入黄金发展期



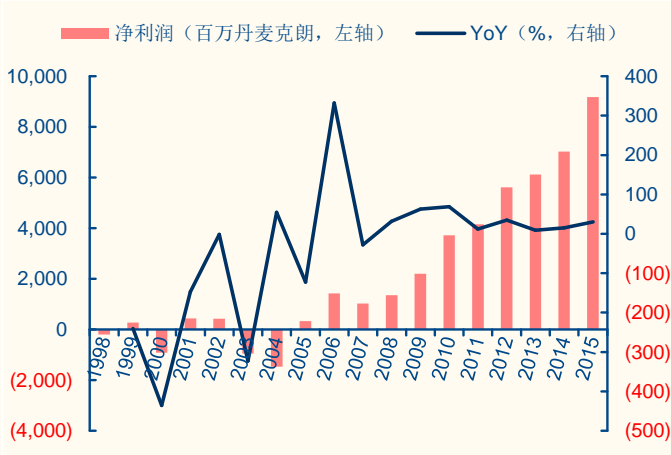
来源：LEGO，国金证券研究所

图表 29：乐高授权业务快速成长（2006-2015）

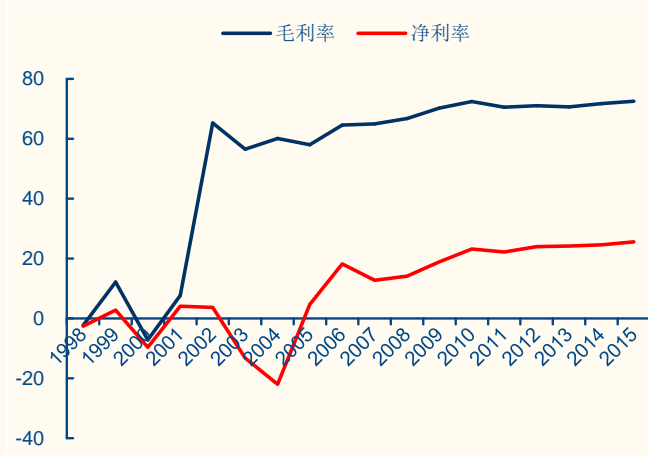


来源：LEGO，国金证券研究所

图表 30：乐高净利润爆发式增长（1998-2015）



图表 31：乐高盈利能力持续提高（%，1998-2015）



来源：LEGO，国金证券研究所

来源：LEGO，国金证券研究所

乐高历史：是什么成就了乐高的凤凰涅槃？

图表 32：乐高的发展历程



来源：国金证券研究所整理

根据乐高在不同时期的产品布局和竞争策略，可以把它的发展历程划分为四个阶段：

1、创立与早期发展：正确的时间+正确的产品+明确客户定位，造就了乐高的早期辉煌。（1932年-1993年）

- 1932年，创始人奥列在丹麦比隆首次推出积木玩具，随后注册了LEGO商标。1950年，奥列之子进入管理层并在不断的创新和试错中明确了公司的战略原则，即：专注发展塑料积木的“拼接游戏”。1966年，乐高发布了其最成功系列之一的火车系列；1969年，发布针对婴幼儿大积木DUPLO（得宝）系列；1978年发布迷你小人系列，并由此逐渐创造整个游戏系统。在这一阶段，创业初期的乐高专注于核心产品的经营，以塑料积木为核心，开发一种不同玩具之间可互相关联的游戏系统，使玩具产品可以重复销售。1978年-1993年，乐高经历了15年的高速增长期，完成了品牌提升和技术积累。

2、生死存亡关键期：盲目扩张，丧失品牌和竞争优势，公司处于破产边缘。（1994年-2003年）

- 90年代，为了应对电子玩具和竞争品牌的冲击，乐高一度高频扩充玩具品类到原来的3倍；平均每年引入5个与乐高既有产品线融合度不高的新产品，从而严重拉长了公司产品的生产周期；新的研发团队还用新产品“乐高探索系列”取代了经典的得宝系列，导致大量老客户的流失。新产品用户的增速远远不及旧用户的流失率，使得乐高主营业务受到严重冲击，失去品牌优势。
- 乐高在1968年修建了第一家乐高主题公园，然而运营成本过高使得主题公园成为乐高集团最主要的“包袱”。2002年，第四家乐高主题公园在德国开业，进一步严重影响了公司的现金流。
- 盲目的业务扩张，激进的创新使乐高在从1993年到2003年的10年间度过了漫长的成长迷惘期。1998年，乐高第一次出现亏损。2003年，乐高集团的产品销量与上一年下降了30%，在所有的核心市场都失去了领先地位，整体负债接近8亿美元（约51.88亿元），濒临破产。在这一阶段，乐高因盲目扩张和失去产品核心竞争力而面临亏损，管理能力的不足让公司差点陷入濒临破产的窘境。

3、完成转型，品牌复苏：当机立断化繁为简调整业务结构，返璞归真追求可盈利的产品创新，巩固市场占有率。（2004年-2008年）

- 2004年，乐高新任CEO强势砍掉了公司亏损的业务，调整公司的业务结构，重新明确公司的产品核心，专注于塑料积木的发展和渠道拓宽。2005年，乐高止住了收入下滑的颓势，营收达到70.5亿丹麦克朗（约为69.18亿元），盈利5.05亿丹麦克朗（约合4.96亿元），公司转危为安。2011年，乐高创造的乐高忍者系列在男孩群里大受欢迎，而2012年推出针对女孩市场的乐高好朋友系列也成为畅销单品。2008年，乐高的盈利/净利润已分别较上年同比增长18.7%/31.5%，ROIC由2007年的69.7%提高到101.8%，市场份额达到3.6%。同时，公司也感受到传统玩具市场正在受到网络游戏和MP3等新兴娱乐方式的冲击，开始在核心产品稳定增长的情况下积极寻找新的盈利增长点。

1) 重整产品线：砍掉多余的产品，专注于高盈利产品

- 在2003年之前的十年，乐高发展了品类繁杂的新业务，包括软件（电脑游戏和电影工作室）、媒体（杂志、书、电视节目）、儿童服饰、乐高教育（活动中心）、主题公园和品牌商店等。2004年开始，乐高重新聚焦于盈利产品线，任何创新产品都必须守住13.5%的盈利底线，能够为分销商创造利润。在积木产品上，乐高也大幅削减了可使用的组件数量，从12,900个减少到7,000个。

1) 投资教育市场，推动产品销售

- 虽然益智玩具是玩具中增长最快的细分子行业，但是成熟市场的玩具需求总体不旺仍让乐高倍感压力，加大对新兴经济体市场的拓展力度势在必行。根据 Euromonitor 预测，至 2018 年，中国玩具市场零售额或将突破 130 亿美元，2013-2018CAGR 为 12.50%，远超全球平均 3.03%的水平。截至 2015 年，乐高在中国市场的销售还仅约 10 亿元，在乐高全球超过 300 亿元销售中的占比与中国市场的体量和潜力都极不相称。
- 乐高产品于上世纪 90 年代后期进入中国，受零售价格较高以及玩法复杂等因素的影响，开始数年在中国市场上一一直表现平平。2000 年，乐高与专门代理乐高教育的西觅亚（英语"Semia"源自西班牙语"Semilla"，是“种子”的意思，寓意“传播教育的种子”）开始合作，共同开发中国教育市场，推动产品销售。最初乐高通过举办机器人比赛等推广品牌，随后开始发展乐高活动中心和机器人高手俱乐部，并且与教育部签约开展校内推广。乐高教育在中国教育市场的布局起到了启蒙中国益智玩具市场的作用，而教育收入及其对积木产品销售的带动作用亦使乐高获得了丰厚的回报。2015 年，乐高在华销售收入比上一年增长 35%，高于其全球平均增速的 27.2%。

早期探索：通过机器人比赛增加品牌知名度（90 年代末—至今）

- ◆ 2000 年以来，西觅亚陆续发起、组织和支持了多项国内外大型机器人赛事，包括：FLL 机器人世锦赛、WRO 世界机器人奥林匹克竞赛和 RCJ 机器人足球世界杯以及多个全国性质的机器人竞赛等。这些赛事有效推广了乐高在华的知名度，但是对乐高产品销售并没有形成直接的实际贡献。乐高意识到，在包括中国在内的东亚地区推广益智类玩具最大的问题是家长的价值观念：东亚中国的典型评判标准是参与课程或者项目后，孩子的考试成绩能否提高，孩子的专业技能有无提升？

图表 34：乐高机器人比赛



来源：FLL 赛事官网，国金证券研究所

图表 35：中国参加乐高机器人比赛（FLL）



来源：FLL 赛事官网，国金证券研究所

后续改进：以教育为抓手，获取教育业务和玩具产品销售的双重收益（2010 年至今）

- ◆ 2010 年，乐高与中国教育部签订合作协议，在高中、初中及小学投资建设乐高实验室培育市场。同时，乐高开始在校外开设乐高活动中心，通过乐高设计的早教课程推广产品。

图表 36：乐高教育校内推广

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	合计
覆盖省份（个）	32	32	32	32	32	
高中 实验室建设数量（所）	暑假前完成 100 所	暑假前完成 100 所				200

	竞赛活动			暑期竞赛	暑期竞赛	暑期竞赛	
	设备投入 (万元)	600	600				1,200
	实验室建设数量 (所)		寒假前完成 100 所				100
初中	竞赛活动			暑期竞赛	暑期竞赛	暑期竞赛	
	设备投入 (万元)		400				400
	实验室建设数量 (所)		寒假前完成 100 所				100
小学	竞赛活动				暑期竞赛	暑期竞赛	
	设备投入 (万元)			400			400

来源：根据互联网资料整理，国金证券研究所

- **与教育部合作，在学校内培育益智玩具用户群。**2010 年，乐高与中国教育部签订了“技术创新人才培养计划”五年合作协议，在全国 400 所中小学以及高校投资建设科学探究实验室和通用科学实验室。2015 年，乐高又与教育部签订了二期合作计划。截至 2014 年，乐高共投资 3,400 万元，合作学校覆盖大陆 32 个省级行政区域。乐高实验室在一线城市推广顺利，在二、三线城市，由于乐高产品价格较高，后续对学校师资的培训及维护人工成本高等问题而布局较少，因此已建成的乐高实验室基本上都集中在沪宁沿线。我们认为，乐高实验室的分布在相当程度上反映了乐高对其玩具产品目标市场区域的规划。
- **发展乐高教育，带动产品销售。**乐高校外教育由西觅亚作为中国总代理，在中国发展直营的“乐高活动中心”和加盟经营的“机器人高手俱乐部”，除了向不同年龄层提供相应课程以外，乐高也**通过课程进行产品销售**。由于乐高的加盟条件以及运营成本相对较高，乐高活动中心在不同区域的发展很不均衡：重点发展一、二线，在三、四线城市极其稀少。截至 2015 年，乐高活动中心共有 114 家，其中一、二线城市占比 84%，主要集中在北京和上海。乐高活动中心的课程价格为 180-280 元/节，每月消费约为 774-1,204 元/月左右，已经超出绝大多数家庭的平均早期教育支出（3/4 家庭在 500~1,000 元/月，仅有 10% 家庭超过 1,000 元/月）。因此，众多本土早教机构，如上海的棒棒贝贝（120-150 元/节）、乐赢乐高（150 元/节）和宁波的麦兜乐（100 元/节）等，购买乐高产品为教具，以低于乐高的价格开设类似乐高活动中心的课程，同时这些早教机构也向学员销售乐高玩具。事实上，不仅一、二线城市还存在很多网点盲区，三、四线城市乃至更广大的县级地域更有庞大的益智课程需求尚未得到满足。

图表 37：乐高活动中心



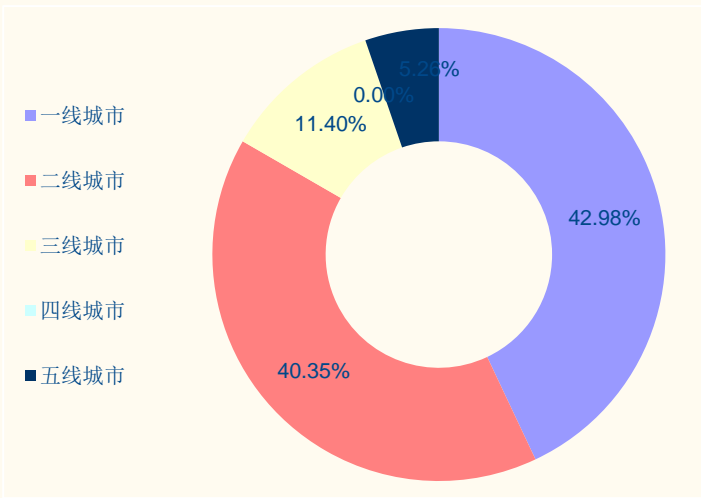
来源：互联网图片，国金证券研究所

图表 38：乐高教育产品



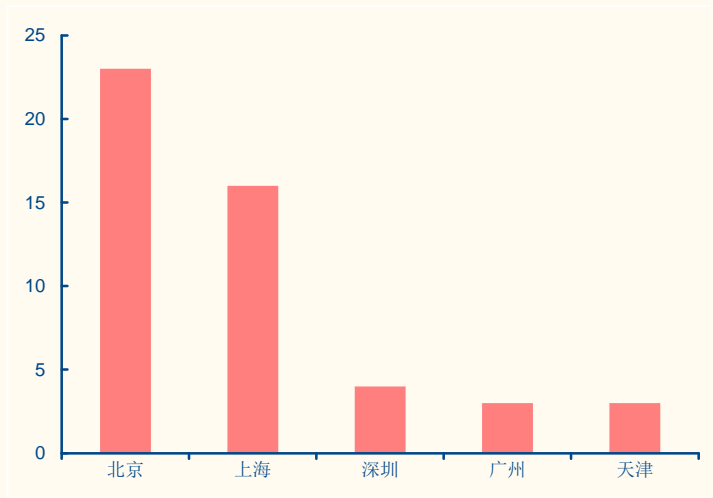
来源：互联网图片，国金证券研究所

图表 39：全国乐高活动教室分布情况



来源：乐高教育官网，国金证券研究所

图表 40：一线城市乐高活动教室数量（单位：家）



来源：乐高教育官网，国金证券研究所

2) 乐高娱乐：塑造整体品牌形象，娱乐产品和衍生品成为新的增长极

- “优质授权 IP+乐高品牌”强强联合。1978 年，乐高第一次推出乐高小人形象，为孩子们创造了角色扮演的蓝本，成为乐高跨界传媒的先决条件。上世纪 90 年代，乐高首次涉足传媒领域，形成了授权 IP+乐高人偶的产业模式。1999 年，乐高从时代华纳获得电影《星球大战》IP 授权，成功推出乐高星战系列积木获得市场热卖，销量最高曾经占乐高总销售量的六分之一。2001 年，哈利·波特系列问世亦获得巨大市场成功。此后，乐高坚持授权 IP 发展模式，深化与华纳的合作，几乎拿下后者全部电影的 IP 授权，产品体系不断丰富。乐高授权 IP 的发展模式是通过电影口碑和自身品牌的影响力推出系列衍生周边产品，强大 IP 内容的支撑为乐高积木赋予了更强的故事独立性。

图表 41：乐高星球大战系列



来源：LEGO，国金证券研究所

图表 42：乐高购买授权 IP 开发衍生产品



来源：LEGO，国金证券研究所

- 自主 IP 助力乐高成功进军传媒。优质授权 IP 帮助乐高积木的销量更上一个台阶。但是随着乐高拿下的授权 IP 越来越多，相关的授权费用也水涨船高，从 2005 年 3 亿丹麦克朗（约合 2.95 亿元）增长到 2012 年的 15.06 亿丹麦克朗（约合 14.80 亿元）。最高时，单个授权 IP 产品的授权费用占到生产总成本的 60% 左右。一定程度上，是由于乐高相关授权 IP 主要来自华纳，合作企业较少，公司议价能力较弱。因此，拥有独立 IP 成为紧迫的问题。此前在 2004 年，为了降低公司现金流压力，管理层将乐高公园从主业剥离，改为 IP 授权。2012 年，该部分业务为乐高带来了 2.5 亿丹麦克朗的收入（约合 2.45 亿元）。2011 年，乐高推出首款独立 IP 玩具—乐高忍者系列，独立完整的情节和精

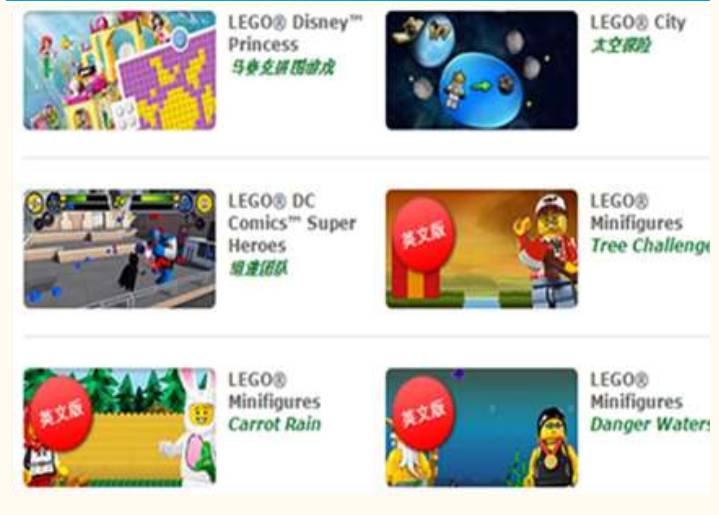
致的人物形象，让该系列迅速走红成为乐高热销产品之一。随后，公司与环球数码公司和 TT Games 公司合作，开发了第一款以乐高忍者为主人公的动漫和游戏。目前，乐高已经推出 40 多款游戏，覆盖从 PC 端到移动端所有电子设备，动画也在全球各大视频网站上映。电子游戏和动漫视频为乐高玩具进一步积攒了人气，游戏和动漫的热销也成功反哺玩具销售。

图表 43: 乐高幻影忍者系列



来源: LEGO, 国金证券研究所

图表 44: 乐高电子游戏



来源: LEGO, 国金证券研究所

- **乐高大电影。**2014 年，乐高与华纳电影投资 US\$6,000 万元（约合 4 亿元）合作拍摄“乐高大电影”，在第 87 届奥斯卡金像奖上夺得最佳原创音乐奖，北美上映首周票房 US\$6,911 万元（约合 4.48 亿元），最终全球票房 US\$4.7 亿元（约合 30.47 亿元）。乐高大电影不仅为乐高带来丰厚的票房收入，更是乐高空前的一次品牌宣传。乐高电影上映后，乐高公司官方社交媒体 Instagram 和 Twitter 上的照片基本都能获得 1.5 万到 2 万个点赞，而在 2013 年底类似照片只能获得 6,000-8,000 个点赞。乐高还计划分别在 2016 年和 2017 年推出独立 IP 电影《乐高忍者》以及《乐高大电影 2》。乐高电影的成功，让乐高在全球范围内引起轰动，在树立良好品牌形象的同时，乐高电影也为乐高扩大了品牌影响力。乐高在 2015 年首次荣登 Brand Finance 全球最具影响力品牌之首。

图表 45: 乐高大电影



来源: 大漫网, 国金证券研究所

图表 46: 乐高官方社交媒体



来源: Instagram, Twitter, 国金证券研究所

5、乐高未来战略：着眼长远，继续扩大领先优势

- **全球扩产，聚焦中国。**受到乐高大电影的刺激和品牌知名度提振的影响，乐高产品的销量在短时间内暴增。除美国以外，多数市场在高峰期都无法满足供货需求，在圣诞等重要节假日更是遭遇库存告急。而新兴市场益智玩具销售基数低、潜力大、增速快，成为乐高未来产业布局的重点。2014年以来，公司大力推进全面扩产计划：除了提升现有四大工厂产能，重点是在中国建设除欧美以外的第一家工厂。乐高嘉兴工厂将于 2017 年正式投产，主要负责对亚洲地区供货。

图表 47：乐高全球产能扩张

	捷克	中国嘉兴	匈牙利	墨西哥	丹麦
扩产计划	新增 600 多名员工，厂房面积扩建至 140,000 多平方米，生产能力提高 30%	工厂用地 472 亩，预计雇员为 4,000 名	增加雇员 1,600 名，厂房范围扩展到 280 万平方英尺左右，增加模具 768 台	工厂面积增加 180 万平方英尺，增加模具、部件和装饰件	新建可连续质料中心，雇用约莫 100 名员工来测试 ABS 工程塑料的潜在取代品，完工后工厂面积 4,000 平方米
完成时间	2015 年	2017 年正式投产	预计 2018 年完工	2015 年落实第一阶段	计划于 2030 年前完工

来源：国金证券研究所整理

- **布局互动玩具市场。**互动游戏玩具，是以内置芯片的精良人物手办（多指电影和动漫中人物形象的实体模型）为基础，通过 USB、WIFI 和 NFC（近场通讯技术）等技术任意移动设备连接。玩家可以在电子游戏中创造和操作该手办形象的游戏人物，并在玩具上储存该人物在游戏中的经历，形成“玩具+游戏”的交互模式体验。2015 年 3 月，乐高宣布与华纳兄弟联合推出一款互动实体玩具的游戏。乐高将正式和迪士尼、动视和任天堂在互动实体玩具上展开竞争。从乐高的发展历史看，乐高玩具形象层出不穷，特别是与华纳合作后推出的乐高形象的电影人物玩具，以及联合推出的几款游戏为乐高打入互动实体玩具市场奠定坚实的基础。
- **寻找下一代可持续发展材料。**从 1963 年开始，乐高一直采用 ABS 工程塑料作为积木块的主要材质。从 2015 年开始，乐高计划投资 10 亿丹麦克朗（约合 9.84 亿元），新增聘 100 多名员工，耗时 15 年寻找目前每年消耗 6,000 吨的 ABS 替代材料。该项目专注于研究、开发和实施新的可持续发展原材料，用于生产其乐高积木和其他玩具产品以及包装材料。

邦宝益智：依托本土优势，践行成功经验，打造中国版“乐高”

公司竞争优势分析

- **益智玩具本土品牌崛起大趋势。**受益于乐高在中国十多年的市场教育活动，益智玩具兼具娱乐性和学习性的优点已经深受新一代家长和青少年的认同。虽然乐高等国际品牌依旧强大，但是本土品牌也有不少差异化的比较优势，越来越多玩具企业正在通过自主创新，加大品牌建设投入，优化销售渠道和引进文化内涵，形成自身品牌优势。公司是中国最大的益智类积木玩具生产商，自成立以来一直贯彻自主品牌发展战略，拥有“邦宝 BanBao”和“叻之宝”两大品牌。2010 年，被评为中国十大玩具品牌；2011 年，“邦宝 BanBao”被评为广东著名商标；同年 12 月，邦宝牌益智玩具被评为广东省名牌产品。不仅如此，公司还是少有的以自有品牌出口的玩具企业，产品在欧美市场与乐高等国际品牌同场竞技。

图表 48：积木玩具行业产业链



来源：国金证券研究所

- **产品性价比优势突出。**在中国益智玩具市场上，丹麦乐高和台湾智高是公司最直接的竞争对手。从产品的样式设计和功能实现上看，不同公司产品之间存在相当高的相似度，而质量差异也一直在缩小之中。相比竞争对手，公司产品具有突出的性价比优势。与乐高相比，公司同类型产品价格基本是前者的 1/3 至 1/2。而智高积木的价格，通常是公司产品的 3 倍以上。竞争对手作为全球公司，未来也不可能在中国市场上实行低于国际市场价格的差别定价，与公司等国产品牌进行价格竞争。**突出的性价比是公司与国际品牌区分目标客户，形成错位竞争，并且能够在广阔的一线城市以外的市场形成优势的有力武器。**

图表 49：中国市场主要积木玩具品牌价格对比

品牌	产品系列	产品样式	产品零售价 (元/套)	品牌	产品系列	产品样式	产品零售价 (元/套)	品牌	产品系列	产品样式	产品零售价 (元/套)
	城市系列		349		城市系类		207		创意交通系列		338
乐高	大颗粒系列		369	邦宝益智	大颗粒系列		99-103	智高	太阳能动感系列		409
	女孩系列		369		女孩系列		98-148		幼儿启蒙系列		313-2,108

来源：京东商城，国金证券研究所整理

- **性价比优势还是打开教育系统市场的金钥匙。**作为国内外两大益智玩具品牌，乐高和邦宝都着眼布局教育系统市场。2010 年和 2015 年，乐高教育先后两次与教育部签订合作协议，为 400 所中学和 1,000 所小学免费提供产品和教师培训。但是，最终落实购买乐高产品作为教具的学校却是少之又少，其中最主要的障碍就是价格因素。乐高的综合毛利率高达 75% 以上，因此无论是单品销售价格，还是乐高活动中心的设备采购价格，都要高出邦宝同类型产品的 2-3 倍。作为全球销售的国际品牌，目前乐高的中国市场占比还不高（中国 10 亿元 vs. 全球 300 亿元+），即便未来中国市场的重要性迅速提高，乐高也不大可能打破其全球统一定价的策略，在中国与国产品牌开展价格竞争。我们草根调研了一些国内非乐高授权，但是采用乐高产品作为教具的益智课程培训机构，发现一间可以满足 50 到 100 名孩子同时参与的活动教室，其乐高教育设备的采购成本至少接近 9 万元。而提供同类产品的邦宝，与国内知名教育院校展开深度合作，精准定位学前教育市场，其可以满足 80 名孩子同时参与的教育包产品，教育部的最高限价为 3.98 万元，而面向幼儿园的实际折扣销售价格仅约 3 万元。不仅如此，邦宝在售后的教程培训等服务上，也比乐高或其总代理西觅亚有明显的人力成本优势。

图表 50：某地级市非乐高授权活动中心设备采购列表

型号	数量	单价	合计
EV3 教育套装	3	3,400	10,200

9898+45560 EV3 比赛用	1	4,880	4,880
LEGO 垃圾处理场地	1	2,240	2,240
ST2201 动力机械新版	6	1,200	7,200
空气动力 9641	1	620	620
能源套装	4	760	3,040
底板 9286 (小)	4	290	1,160
小颗粒 9384	2	450	900
9335 太空	2	1,060	2,120
9071 底板 (大)	8	260	2,080
9090 基础件	6	1,400	8,400
结构 9660	8	960	7,680
机械 9656	8	980	7,840
百变 45002	8	1,230	9,840
动物 45012	2	630	1,260
管道 9076	2	960	1,920
娃娃家 9215	2	1,200	2,400
大人仔 9224	2	450	900
wedo2.0 45300	5	1,180	5,900
故事启发套装 45100	1	780	780
81,360			
其他物料			
充气人仔	2	600	1,200
赠品	1	3,000	3,000
游乐区玩具 KJ009	1	450	450
游乐区玩具 KJ011	1	450	450
游乐区玩具 KJ017	1	500	500
游乐桌桌面	4	20	80
5,680			
总计			87,040

来源：国金证券研究所整理

- **产品线丰富，部分产品具有独到的中国传统文化特色。**益智玩具肩负“寓教于乐”的功能，让孩子们在游戏的同时，潜移默化的学习一些知识。与其他竞争对手类似，公司有包括城市系列、机器系列、军事系列和汽车系列等 20 多个系列 550 多款产品积木玩具产品以及婴幼儿玩具，覆盖各年龄段儿童。不同的是，公司作为中国自主品牌，通过与师范类院校的深入合作，以及自身对于中国传统文化的深刻理解，推出一系列具有中国特色的积木玩具。例如，邦宝成语系列，将成语故事场景与积木玩具紧密结合。这种对于传统文化和知识的表达方式，打破了书本的限制，消除孩子对于学习的抵触心理，在玩乐中让孩子接受传统文化。**这一类产品是邦宝最具教育竞争力的产品，是其他国际玩具品牌相对难以复制的优势。**

图表 51：邦宝成语系列



来源：京东商城，国金证券研究所

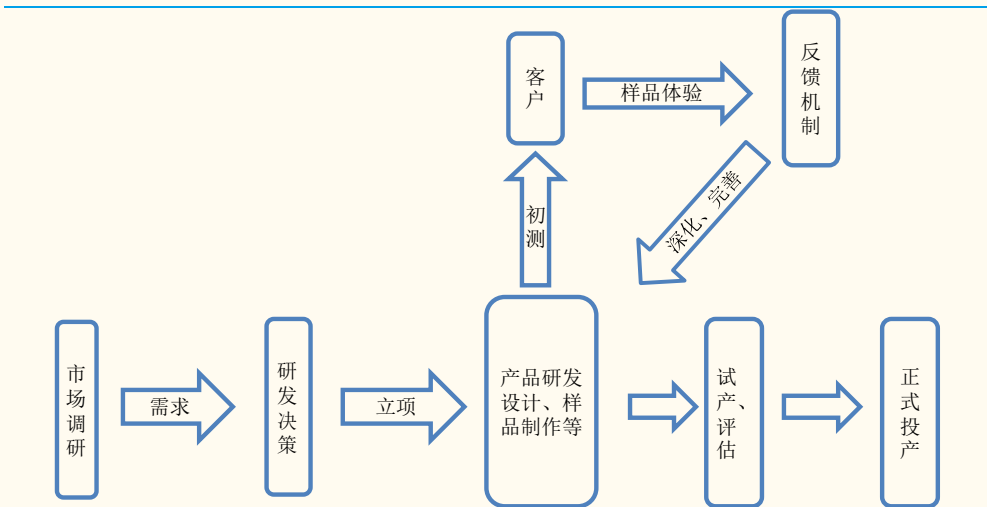
图表 52：邦宝积木对于传统文化的表达



来源：国金证券研究所

- 研发体系完善且高效。**对于益智类积木玩具制造企业而言，产品样式设计和功能研发至关重要。公司一直重视研发设计，形成以研发决策机制作为核心的研发体系。通过市场调研深入了解客户需求，为公司产品设计研发提供方向性建议，并快速进行项目立项。配合公司内外部交流机制，以产品试用等方式，打通客户反馈渠道。形成基于内外部信息，快速决策的精益管理体系。另外，研发协作、多层次研发互联、研发评审和鉴定等机制的建立，给予研发体系完善的支持，促进研发团队高效运作，确保研发成果顺利产业化。

图表 53：邦宝益智研发流程



来源：国金证券研究所整理

图表 54：邦宝益智在研项目

项目名称	主要研发内容和目标	技术水平	目前进展
拼装式玩具模具、包装及仓储智能化装备项目	针对拼装式玩具制造业，利用先进的 RFID、传感技术、自动化技术、信息化技术等，研发形成面向智能工厂环境的新一代智能物联车间技术体系和系统解决方案。通过模具设计制造物联网感知软件与管控系统创新，提高管控准确性和便捷性；通过机械本体与控制流程的优化设计，实现拼装玩具包装全自动化解决方案；最后通过 RFID 技术对仓储业务流程进行优化，实现拼装玩具成品智能仓储系统解决方案。项目建成后将形成自主知识产权与技术标准。	国内领先	研发中期
对原有大颗粒胶件拼砌积木标准参数的修订和应用	对原有大颗粒胶件拼砌积木产品进行通用、统一的标准参数设定，使拼插积木产品的生产和质量保证有了衡量的标准与依据，旨在让拼插积木产品达到工业化、规模化、标准化的生产要求，使得积木拼插过程简单、牢固、更富有乐趣。	国内领先	研发后期

项目名称	主要研发内容和目标	技术水平	目前进展
学龄前创新教育教程与教育教具的研发项目（第二期）	本项目旨在解决“如何引导”儿童（3-6岁）玩益智玩具积木，充分发挥益智玩具的独特功能与作用，对学龄前阶段进行教材的创新和编写，进而开发出合适的积木教具。	国内领先	研发中期
邦宝积木模型分析系统	本项目旨在利用计算机模拟积木的搭建、修改和统计，并能设计结果直接输出为图纸，该系统的研制将为公司新产品从设计到生产带来极大的便利，不但节约大量的人力物力，而且在统一性、美观度方面起到非常重要的作用。	国内领先	研发中期
积木人偶自动包装生产工艺技术开发	本项目旨在解决国内现有积木生产厂家，在积木人偶的配套生产、效率与质量方面明显不足的现状，进一步缩短与国外先进玩具制造厂家的差距，与市场需求相匹配。	国内领先	研发后期
具有拟人思维的创新教育智能机器人系统	创新教育智能机器人是一种用于教育领域的机器人，完成主控器硬件电路的设计，设计超声波感应模块、灰度感应器模块、高精度伺服电机模块、碰撞检测、电源模块和键盘等电路。采用VC++语言编制控制系统各个部分的软件，包括主控程序、来源：时钟设定、键盘中断服务、超声波感应和灰度感应器检测等子程序。	国内领先	研发前期

来源：招股说明书，国金证券研究所整理

- **先进设备+经验积累，高精度模具奠定高品质产品基础。** 积木产品由许多粒各种各样的基础胶件和特殊胶件按照主题组合而成。生产一套积木产品需要配备多套模具，而企业必须配备上千套模具以后，才能够规模化生产多套产品并进行销售。公司拥有独立且完备的模具开发能力，拥有自建模具生产车间，引入国际最先进电脑加工技术和高精密的数控加工设备。在设计方面公司采用3D设计技术，引入CAE技术对模具进行可行性分析，大大提高模具生产的成功率。同时，设计标准化管理，有力地缩短了开发周期、节省成本，有效的保障了玩具生产工业化。公司将高速、高精加工的计算机数控机床、电火花加工机床等设备投入模具制造，大幅提高生产效率。公司配套有高精度光学检测设备，确保公司模具误差率控制在5%以内，模具制造最高精度可达±1μm。高水平的模具设计和制造能力，确保了公司积木玩具产品的高品质。
- **多种认证是国内外市场的通行证。** 儿童是益智类玩具的主要消费群体，因此安全性是玩具产品设计的首要因素，玩具必须采用无毒环保的材料生产。公司先后通过了国内外一系列的质量认证，特别2013年颁布的“史上最严格的”《欧盟玩具安全新指令》（2009/48/EC）。2015年，公司还通过了其协调标准EN71-1、EN71-2、EN71-3和EN62115。公司严格执行质量管理体系和相关控制程序，所有产品按照统一标准生产，保证了公司产品质量处于领先水平。

图表 55：邦宝益智已通过的国内外各种认证

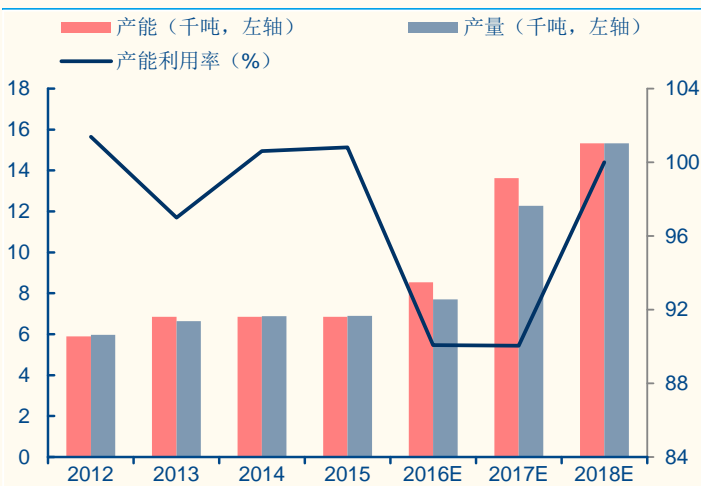
认证名称	认证时间	认证受用地区
出口玩具质量许可（注册登记）证书	2013	广东
中国国家强制性产品认证证书（弹射玩具）	2014	中国
中国国家强制性产品认证证书（电动玩具）	2014	中国
中国国家强制性产品认证证书（静态塑胶玩具）	2014	中国
中国国家强制性产品认证证书（机动塑胶玩具）	2013	中国
中国国家强制性产品认证证书（声光玩具）	2013	中国
ISO9001-2000 质量体系认证	2004	全球
ISO9001-2008 质量体系认证	2009	全球
《GB/T 19001-2008/ISO 9001: 2008 标准》	2013	全球
《采用国际标准产品标志证书》（ISO8124-1:2000; ISO8124-2:1994; ISO8124-3:1997）	2013	全球
《欧盟玩具安全新指令》（2009/48/EC）	2013	欧洲
《欧盟玩具安全新指令》（2009/48/EC）协调标准 EN71-1、EN71-2、EN71-3 和 EN62115	2015	欧洲

来源：公司招股书，国金证券研究所

主业爆发，产业延伸，公司即将迎来大发展

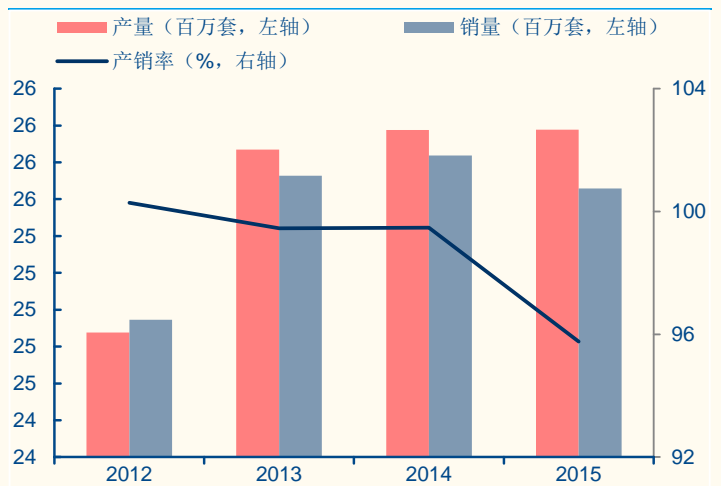
- **产能瓶颈即将突破，加大市场开拓力度。**积木玩具的产能主要取决于注塑机的注塑能力，而公司的注塑机近年来基本处于满负荷，甚至超负荷生产状态。2012至2013年度，公司将产能从5,890吨提升至6,850吨，但是此次产能提升依旧没有改善公司满负荷生产的转态。从2014年开始，公司注塑机产能利用率再次突破100%。2012年-2015年，注塑机产能利用率分别为101.4%、97.00%、100.61%和100.82%。受制于公司产能瓶颈，公司近年主营业务增长趋缓。2015年底，公司IPO上市筹资3.02亿元人民币，其中约2.498亿元加上自筹资金共2.62亿元将投资建设益智玩具生产基地项目。该项目将于2017年上半年开始逐步释放产能，公司注塑能力将从现有的6,850吨扩张至超过15,000吨（增幅超过1.2倍）；益智玩具生产能力将在目前25.82万套/年的基础上增加32万套。困扰公司数年的产能瓶颈问题将得到有效解决。同时，公司玩具产品在国内外市场认可度高，过去四年玩具产销率分别为100.3%、99.45%、99.47%和98.77%。赊销产生的应收账款或其他应收款相对销售规模都非常小。随着产能瓶颈即将突破，公司将有能力向市场投放更多产品和服务，为此，公司提出了“加强优势地域发展，不断拓展新市场”的销售策略。针对国外市场，公司积极参与玩具展览会提高产品的认知度扩大产品影响力，在原有销售区域市场的基础上将深耕欧美和南美市场。针对国内市场，公司通过投放广告等形式加大开拓市场的力度，积极布局在一、二线城市各大型超市及玩具反斗城，设立产品专柜，扩大产品终端消费市场。

图表 56：邦宝益智产能预测



来源：wind，国金证券研究所

图表 57：邦宝益智产销情况

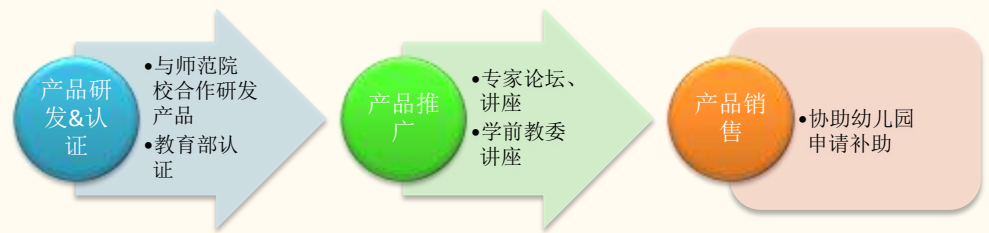


来源：wind，国金证券研究所

- **独特的“教育—教材—师资培训”营销模式，打造“教育包”独门利器。**公司通过与外部研究机构、专家团队等多方面合作研发面向幼儿园的“教育包”以及直接面向家庭幼童用户的“教育辅助包”，逐步形成“教具-教材-师资培训”的独特模式，形成学校、幼儿园、培训机构、社区和家庭的完整市场体系。公司与外部研究机构，尤其是儿童教育和儿童心理研究领域的高校开展了深入合作。包括：1) 与华南师范大学合作建立了“儿童发展与儿童文化产品研发邦宝产学研基地”，开展积木与儿童心理发展的科学性论证和理论研究，同时编纂幼儿园使用益智积木操作活动课程与教材，明确幼儿心理发展目标与方向，设计适合幼儿心理发展的教育产品；2) 与杭州幼儿师范学院签署《校企共建“邦宝教育玩具体验研究中心”协议》，研究构建类玩具对幼儿心理、行为成长的作用。2014年，公司研发的“学前儿童积木建构游戏教育包”通过了教育部教育装备研究与发展中心的专家评审，认定教育包“设计理念明确，技术路线清晰，教育内容丰富，注重中华优秀传统文化的渗透，适合在幼儿园推广应用”。由此，“教育包”成为国内唯一一个入选教育部《学前教育装备指导方案-采购推荐目录》的建构类产品。目前，公司已经根据不同课题联合相应的教育机构编写以“邦宝积木教育包”为教具的专业教材及培训课程。从2005年开始推广以来，邦宝“教育包”已经在众多学前教育装备中脱颖而出，成功推广到粤东地

区的 400 多家幼儿园。幼儿园购买“教育包”产品，搭建积木建构屋（有些幼儿园直接命名其为“邦宝积木屋”），开设积木课堂，举办亲子活动。未来，公司将以珠三角和粤东为基地辐射华南，以北京为基地辐射华北，以杭州为基地辐射华东，将“教育包”产品推向全国幼儿园。伴随公司教育包各项衍生产品的拓展，以及家庭辅助包的推出，公司将形成幼儿园—家庭的互动式幼儿教育模式，真正落实国家“玩中学”的幼儿教育理念。相对于益智玩具的单纯产品销售，“教育包”包含了教程培训等后续服务，毛利空间也更高，因此“教育包”的推广和放量将进一步提高公司的整体盈利能力。幼儿园的教玩具配置需求包括教室配置、班级主题活动配置和幼儿园区角活动配置。以一家幼儿园一套教育包的最低配置需求来测算，2015 年末全国约 22 万家幼儿园，对应市场容量接近 70 亿元。

图表 58：邦宝教育包推广流程



来源：国金证券研究所

图表 59：邦宝“教育包”入选《学前教育指导方案—采购推荐》



来源：汕头科普网，国金证券研究所

图表 60：幼儿园培训课程系列指导用书



来源：汕头科普网，国金证券研究所

- 借鉴乐高及国内同业经验，向教育和文化延伸产业布局。**近年来，IP 授权影视和动漫等文化产业的繁荣为传统玩具的研发设计提供了更多的素材，设计中加入文化元素能提高玩具的商品价值，提升消费者对品牌产品的忠诚度与辨识度；同时，影视和动漫作品的热播能促进授权玩具及衍生品的销售，塑造良好的品牌形象，提升品牌知名度和美誉度。前文已经详述了乐高的发展历程和成功经验。在中国市场，也有优秀的玩具企业，例如奥飞娱乐和互动娱乐，分别走出了自主 IP 开发和授权 IP 两种殊途而同归的成功产业延伸路径。奥飞娱乐是国内自主 IP 玩具生产的代表性企业，旗下拥有“铠甲勇士”、“巴拉小魔仙”等自主动漫形象，依靠动画的火爆，公司玩具销售量快速提升，毛利也处于同业最高水平。互动娱乐恰恰相反，

其前身星辉车模是一家通过获得世界各大汽车品牌授权，生产动/静态车模的公司，没有任何独立 IP。自 2013 年开始，两家公司紧跟行业发展趋势，抓住国内第三次消费升级浪潮的契机，连续以收购或参股的形式，进入动漫制作、游戏开发等领域，以最快速度成功布局“泛娱乐”生态圈，形成下游产业反哺上游业务的发展模式。在拓展业务版图的过程中，两家公司不仅创造了投资奥斯卡电影和收购西甲足球队等重磅话题，同时扩张也为公司带来了业绩和估值弹性，以及未来发展的更多可能。有鉴于此，公司在 2015 年年报中明确提出，“公司将推动积木在创新教育领域的影响力”，“公司借助幼儿园、早教机构和高等院校等合作机构，大力拓展营销渠道。将益智积木与动漫、网络游戏相结合，赋予积木更多的文化内涵。公司将积极寻找潜在优秀资源进行整合，不断扩大品牌影响力”。

图表 61：邦宝益智 vs. 乐高

	产品	教育	娱乐
乐高	<p>产品分类：产品以塑料积木为核心，针对不同年龄层研发不同主题的产品，主要是按照积木的颗粒大小来界定产品适用年龄范围</p> <p>销售渠道：代理销售为主，入驻高端百货，反斗城以及网购等渠道</p>	<p>校内：乐高从大学开始，以投资建立科学实验室的形式进入中国教育市场，一直延伸至中小学，目前并未布局到学前（含幼儿园）</p> <p>校外：西觅亚作为中国地区总代理，分别以直营和加盟的形式发展乐高活动中心和机器人高手俱乐部，课程收费 180-280/节，截止 2015 年共有 114 家</p>	<p>2014 年前以购买知名 IP 为主开发系列产品；2014 年后以《乐高大电影》为契机打造以乐高产品为主的 IP，并发布相关衍生系列产品</p>
邦宝	<p>产品分类：以塑胶积木类玩具为主，针对用户喜好开发多系列玩具，涵盖生活、动植物和科幻等多个领域。同时，针对教育市场的教学模具和相关产品，以集成了产品+教程的“教育包”形式销售给幼儿园</p> <p>销售渠道：代销为主，销售渠道全面铺开，包括超市、反斗城和网购等多种渠道</p>	<p>校内：通过与专家团队合作，开发设计针对幼儿园教玩具市场的邦宝“教育包”，以研讨会/讲座等专家营销方式，鼓励幼儿园申请教育补助金购入，搭建积木建构屋，开设积木课堂</p> <p>校外：开设邦宝体验馆，正逐步落实校外收费活动教室项目</p>	

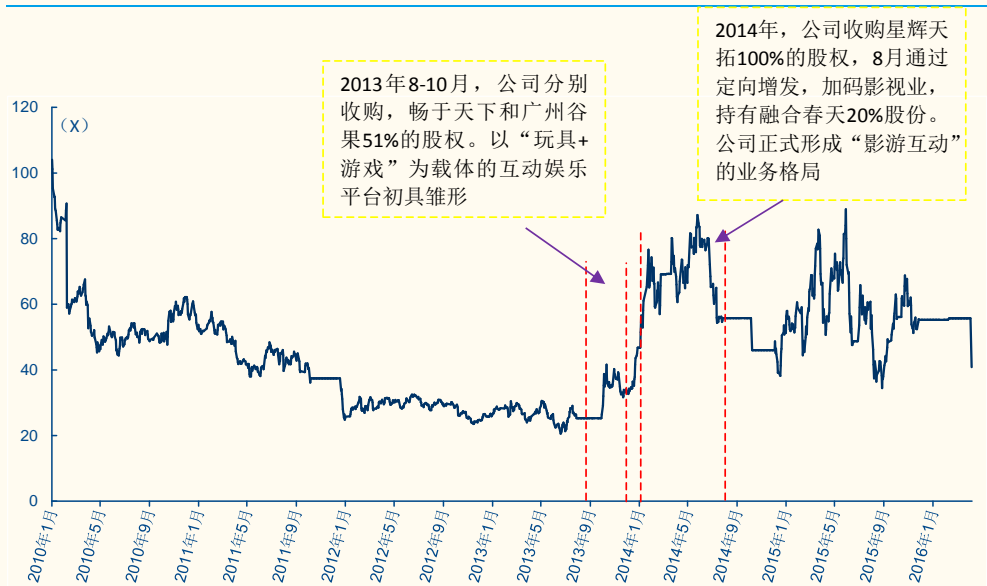
来源：公司招股说明书，国金证券研究所整理

图表 62：奥飞娱乐自主 IP 开发，成功转型传媒产业



来源：Wind，国金证券研究所

图表 63: 互动娱乐打造“影游互动”业务格局



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 64: 奥飞娱乐 vs. 互动娱乐: 并购扩张, 实现转型

	传统业务	授权	拓展线下新业务	重要收购
奥飞娱乐	传统玩具为主: 塑胶玩具、四驱车和遥控车等产品	引进日本动画版权, 开发系列衍生品:《宠物小精灵》、《迪迦奥特曼》; 和日本万代和美国孩之宝等合作研发自主品牌:《巴拉拉小魔仙》、《铠甲勇士》等; 战略合作本土动画:《喜羊羊与灰太狼》	联手悠游堂打造线下主题乐园: 将奥飞旗下全线动漫作品(喜羊羊与灰太狼、巴拉拉小魔仙和铠甲勇士等), 全面授权悠游堂进行主题乐园以及相关主题展、家庭派对、APP 应用的开发和运营	资本战略合作获得 IP、收购有价值的团队和公司完善公司“泛娱乐”布局 <ul style="list-style-type: none"> ■ 动漫: 入股韩国 Funny Flux、全资并购四月星空(有妖气)、收购广东明星动画公司 70% 股权(将喜羊羊与灰太狼的导演黄伟明及制作团队纳入公司旗下)、收购原创动力 100% 股权取得喜羊羊和灰太狼独家运营等 ■ 传媒: 收购嘉佳卡通影视、万象娱通等完善公司媒体资源布局 ■ 游戏: 收购方寸科技、爱乐游、卓游科技等布局页游、手游
互动娱乐	传统塑胶玩具为主: 以积木、写字板、遥控玩具车等为主	获得名车品牌授权: 29 个世界知名汽车厂商(宾利、奔驰、兰博基尼等)授权制作动、静态车模		打造平台型企业, 完成公司转型 <ul style="list-style-type: none"> ■ 并购星辉材料公司: 拓展公司业务进入婴童车模、儿童安全座椅等婴童用品市场 ■ 并购畅娱天下、广州谷果, 收购天拓科技: 进军游戏广告领域 ■ 定增收购春天融合: 布局娱乐文化产业, 构建互动娱乐平台

来源: 国金证券研究所整理

□ 从教育产品延伸到教育服务。从 2015 年起, 公司开始向幼儿园市场推广邦宝“教育包”产品, 并且提供后续教程培训等服务, 已经迈开了从教育产品延伸到教育服务的关键一步。从前文我们对乐高推广教育的分析来看, 除了乐高授权的乐高活动中心和机器人高手俱乐部以外, 市面上还存在众多未经乐高授权而开设的类似乐高课程, 在广大的一、二线城市以外, 庞大的益智类课程需求尚未得到有效覆盖满足, 这些都是公司未来能够大展身手的教育服务市场。例如, 主营科技教育的新三板挂牌公司乐创教育(836667.OC)今年 5 月 11 日发布公告, 与邦宝益智在产品、渠道、品牌及售后服务方面达成合作。公司在社会化渠道推广教育产品和服务的进一步探索和推进, 值得期待。

图表 65: 邦宝益智与乐创教育达成合作

合作范围	合作内容
产品合作	■ 邦宝益智依托自身优势, 持续研发生产优质的器材产品, 乐创教育通过研

合作范围	合作内容
销售渠道合作	<p>发团队优势条件，对邦宝益智提供的产品进行配套课程的研发，形成器材产品+配套课程的有机组合，向终端用户输出，最终实现终端用户使用的便捷性和科学系统性，从而为双方产品提供更多增值空间</p> <ul style="list-style-type: none"> 产品合作范围：邦宝益智将现有的玩、教具器材产品以及双方针对“乐创家”平台客户需求定制的课程产品和特殊的教具器材产品 利用乐创教育“乐创家”的用户使用产品的数据资源，为邦宝益智提供用户产品需求分析，对新产品的推广、定价、研发提供数据支持 乐创教育的“乐创家”平台和机构用户作为邦宝益智产品销售渠道，乐创教育通过平台拥有的全国数千家培训机构，完善、补充、优化甲方原有产品销售体系，快速的将邦宝益智的产品销售给终端用户 乐创教育的销售渠道包括“乐创家”平台、入驻的机构店面销售、以及通过机构对学校、幼儿园、企业内购等的销售
品牌合作	<ul style="list-style-type: none"> 邦宝益智作为产品供应商、乐创教育作为课程服务商，打造双品牌产品，在双方合作有效期内，双方可在各自的渠道进行双品牌产品的推广和销售 双方将充分利用各自渠道的客户资源优势，开展各种形式的品牌宣传活动，提升客户美誉度，强化品牌影响力
售后服务合作	<ul style="list-style-type: none"> 将双方的销售体系与师资培训体系相结合。依托乐创教育“乐创家”平台拥有行业数千家机构及万计的专业教师团队，为邦宝益智经销商和代理商的学校用户提供产品教学的师资培训服务支持，加强销售的服务环节，更好的落地产品销售

来源：乐创教育公告，国金证券研究所

□ **具备 IP 潜质，动漫/游戏可期。**公司作为国内益智玩具龙头企业，希望通过益智类玩具潜移默化地将中国传统文化传输给少年儿童们。而延展 IP 业务到动漫和游戏等领域，不仅将丰富公司的产品体系，同时也将增加文化传承的手段。结合乐高经验来看，适时延展 IP 业务，除了在财务上新开拓盈利增长点，还可以培养和巩固“宗教徒式”的粉丝效应。而事实上，公司部分产品已经具备清晰的人物关系、独立场景和独立故事，这些都是 IP 拓展的良好基础。

图表 66：邦宝益智部分产品已经具备“IP”潜质



来源：国金证券研究所整理

风险因素

原材料波动风险。公司玩具产品的主要原料为塑料。若塑料行业受原油价格波动影响较大，将不利于生产预算及成本控制。

产能释放不达预期。公司 IPO 募投项目需要一定的建设期和达产期，如果市场环境、技术、相关政策等方面出现重大不利变化，可能使募投项目新增产能不能全部消化，从而给公司经营带来不利影响，存在一定的风险。

“教育包”产品+服务推广不利。公司“教育包”的推行落地需要得到各级教育主管部门的支持，同时公司需要定期向各类幼教相关机构提供培训。这样的经营模式与公司以经销为主的模式有较大的不同，公司管理能力需要市场的检验，存在一定的风险。

向教育和文化领域产业延伸不达预期。虽然公司已经明确了有关产业延伸的发展目标，但是优质标的的寻找及合作的落实，以及公司作为传统制造型公司能否高效管理服务类的教育和文化项目，都存在一定的不确定性。

盈利预测

关键假设

- 公司 IPO 募投项目—益智玩具生产基地 8.48 千吨注塑机产能投放进度为 2016 年 20%，2017 年 80%，在 2017 年上半年建成。
- 现有产能保持 100% 产能利用率，新增产能建成后三年产能利用率分别为 50%/80%/100%。
- 邦宝“教育包”产品未来三年覆盖幼儿园家数为 600/1,200/2,000 家。
- 未测算公司在文化和教育领域可能进行的并购对公司整体资产和经营情况的影响。

盈利预设

图表 67：邦宝益智盈利预测

	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（万元）	24,906.3	27,811.4	29,877.5	30,945.7	32,988.6	50,119.8	67,540.1
益智玩具	24,561.0	27,595.0	29,716.0	30,584.0	32,663.7	49,812.2	67,246.4
精密模具	293.0	121.0	65.0	292.0	248.2	223.4	201.0
其他	52.3	95.4	96.5	69.7	76.6	84.3	92.6
营业成本（万元）	16,762.2	18,595.9	19,734.9	19,195.8	21,283.6	32,707.9	44,555.6
益智玩具	16,555.0	18,492.0	19,685.0	18,997.0	21,117.1	32,555.7	44,416.2
精密模具	198.0	81.0	42.0	192.0	158.8	143.4	129.4
其他	9.2	22.9	7.9	6.8	7.7	8.8	10.1
业务利润（万元）	8,144.1	9,215.5	10,142.7	11,749.9	11,705.0	17,411.9	22,984.4
益智玩具	8,006.0	9,103.0	10,031.0	11,587.0	11,546.6	17,256.4	22,830.3
精密模具	95.0	40.0	23.0	100.0	89.4	80.0	71.7
其他	43.1	72.5	88.7	62.9	69.0	75.5	82.5
毛利率（%）	32.7	33.1	33.9	38.0	35.5	34.7	34.0
益智玩具	32.6	33.0	33.8	37.9	35.4	34.6	34.0
精密模具	32.4	33.1	35.4	34.2	36.0	35.8	35.6
其他	82.5	76.0	91.8	90.2	90.0	89.6	89.1
增速（%）	23.4	11.7	7.4	3.6	6.6	51.9	34.8
益智玩具	23.9	12.4	7.7	2.9	6.8	52.5	35.0
精密模具	32.0	-58.7	-46.3	349.2	-15.0	-10.0	-10.0
其他	-59.5	82.4	1.2	-27.8	10.0	9.9	9.9

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2016-2018 年净利润分别为 0.71/1.05/1.40 亿元，CAGR 为 28.4%，摊薄后每股收益为 0.33/0.50/0.66 元/股。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	278	299	309	330	501	675	货币资金	61	60	347	385	411	483
增长率		7.4%	3.6%	6.6%	51.9%	34.8%	应收款项	6	5	5	6	9	13
主营业务成本	-186	-197	-192	-213	-327	-446	存货	44	42	43	50	77	105
%销售收入	66.9%	66.1%	62.0%	64.5%	65.3%	66.0%	其他流动资产	5	5	0	6	8	10
毛利	92	101	117	117	174	230	流动资产	116	112	394	447	506	611
%销售收入	33.1%	33.9%	38.0%	35.5%	34.7%	34.0%	%总资产	47.6%	43.7%	68.6%	67.7%	67.5%	69.1%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-2	-2	-3	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	122	140	173	196	217	238
营业费用	-10	-11	-19	-13	-19	-24	%总资产	50.1%	54.3%	30.0%	29.6%	29.0%	26.9%
%销售收入	3.7%	3.7%	6.2%	3.8%	3.7%	3.5%	无形资产	4	4	6	14	24	34
管理费用	-18	-19	-23	-21	-31	-42	非流动资产	128	145	180	213	243	274
%销售收入	6.6%	6.3%	7.3%	6.4%	6.3%	6.1%	%总资产	52.4%	56.3%	31.4%	32.3%	32.5%	30.9%
息税前利润 (EBIT)	62	69	73	82	122	162	资产总计	244	257	575	660	749	885
%销售收入	22.3%	23.2%	23.6%	24.8%	24.3%	23.9%	短期借款	26	20	0	0	0	0
财务费用	-1	0	2	7	8	9	应付款项	32	35	23	38	59	79
%销售收入	0.4%	-0.1%	-0.5%	-2.3%	-1.6%	-1.4%	其他流动负债	5	5	6	29	43	57
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	流动负债	63	59	29	67	101	137
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	5	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	67	64	35	67	101	138
营业利润	61	68	75	89	130	171	普通股股东权益	177	193	540	587	636	730
营业利润率	21.8%	22.9%	24.3%	27.1%	25.9%	25.3%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	1	1	2	1	1	1	负债股东权益合计	244	257	575	660	749	885
税前利润	62	69	77	90	131	172	比率分析						
利润率	22.3%	23.1%	25.0%	27.3%	26.1%	25.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-10	-11	-13	-20	-26	每股指标						
所得税率	13.4%	14.8%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	每股收益	0.75	0.82	0.69	0.33	0.50	0.66
净利润	54	59	66	77	111	146	每股净资产	2.46	2.68	5.62	2.78	3.01	3.45
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.90	1.00	0.66	0.42	0.54	0.72
归属于母公司的净利润	54	59	66	71	105	140	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.11	0.16	0.22
净利率	19.3%	19.7%	21.4%	21.4%	21.0%	20.7%	回报率						
							净资产收益率	30.28%	30.46%	12.26%	12.04%	16.54%	19.18%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	21.99%	22.86%	11.51%	10.71%	14.04%	15.80%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	26.44%	27.73%	11.57%	11.73%	15.97%	18.35%
净利润	54	59	66	77	111	146	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.66%	7.43%	3.58%	6.60%	51.93%	34.76%
非现金支出	10	12	12	12	14	16	EBIT 增长率	12.78%	11.67%	5.21%	12.08%	48.91%	32.73%
非经营收益	1	1	0	-1	-1	-1	净利润增长率	10.76%	9.43%	12.55%	6.88%	48.74%	32.99%
营运资金变动	0	0	-15	1	-9	-10	总资产增长率	8.72%	5.26%	123.55%	14.82%	13.50%	18.15%
经营活动现金净流	65	72	64	88	115	152	资产管理能力						
资本开支	-41	-24	-42	-43	-43	-46	应收账款周转天数	1	2	3	2	2	2
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	88	80	81	86	86	86
其他	3	1	1	0	0	0	应付账款周转天数	45	38	37	45	45	45
投资活动现金净流	-38	-23	-41	-44	-43	-46	固定资产周转天数	104	97	93	92	62	47
股权募资	0	0	312	0	-22	0	偿债能力						
债权募资	-6	-6	-20	-6	0	1	净负债/股东权益	-19.75%	-20.71%	-64.23%	-64.87%	-63.50%	-64.52%
其他	-30	-45	-26	0	-23	-35	EBIT 利息保障倍数	52.0	-420.9	-47.3	-10.9	-14.9	-17.7
筹资活动现金净流	-37	-51	266	-6	-45	-34	资产负债率	27.39%	24.96%	6.10%	10.13%	13.53%	15.55%
现金净流量	-10	-3	288	38	27	72							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-05	买入	54.81	75.00~82.00

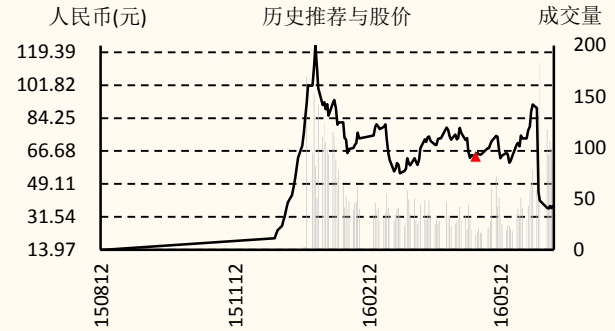
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD