

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2017年09月19日
市场数据

目前股价	31.5
总市值（亿元）	25.20
流通市值（亿元）	6.30
总股本（万股）	8,000
流通股本（万股）	2,000
12个月最高/最低	42.94/14.74

分析师

刘浩然 0755-83464814

Email:liuhr@cgws.com

执业证书编号:S1070517070001

联系人（研究助理）：

何思霖 0755-83515591

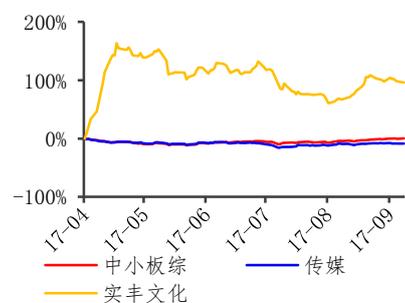
Email:hesilin@cgws.com

从业证书编号:S1070115120058

张正威 0755-83554449

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

玩具领域深耕者，文化产业探索者

——实丰文化（002862）公司调研简报

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	445.8	490.4	537.0
(+/-%)	10.0%	10.0%	9.5%
净利润	42.2	47.6	54.6
(+/-%)	5.4%	12.7%	14.8%
摊薄 EPS	0.53	0.59	0.68
PE	59.66	52.95	46.14

资料来源：长城证券研究所

核心观点
■ 公司是一家致力于玩具的研发设计、生产和销售的玩具制造商。

公司拥有 30 年玩具行业经验，逐步建立起了覆盖全球的渠道资源。公司的海外收入占比高达八成，已累计与数百家海外客户建立了业务往来。公司近年持续加大研发投入，现有自主研发的智能玩具系列产品深受广大用户喜爱。

■ 公司营收表现稳定，费用率有所上升。

2017 年上半年公司实现营收 1.97 亿元，同比增长 16.93%，扣非归母净利润 1726 万元，同比增长 45.88%，毛利率 19.8%，同比增长 2.85 个百分点。公司营收受制与公司整体产能影响，后续上市募投项目投产过后，将为未来营收增长提供基础。公司 2017 年上半年毛利率 27.39%，同比增加 3.65 个百分点，主要是公司在产能受限情况下，优先承接毛利率较高的订单。公司整体费用率在 2017 年缓慢上升，主要系公司 2016 年度下半年开展的游戏代理运营业务导致的，随着公司游戏业务的营收确认，公司销售费用率或随之下滑。

■ 公司坚持推进“线上有游戏，线下有玩具”战略

公司上市之后将会利用资本市场的优势持续加码主业，开拓国内市场，提高公司的核心竞争力。公司的整体发展战略是依托公司内部及外部的研发与设计力打造成为最具文化创意的玩具企业之一。公司也会对个性化，智能化，高端玩具制造等行业保持关注，对于玩具行业整合跟并购，公司更加看重的是跟传统主业的协同跟发展，不会盲目的进行资本运作跟转型。公司的游戏业务有所成绩，未来在游戏方面也会继续积极探索。

■ 投资建议

考虑到公司在玩具产业链的完整布局，产能扩张以及后续扩大国内市场份额的计划，我们预测公司 17-19 年 EPS 分别为 0.53、0.59 和 0.68，对应 PE 分别为 60x、53x 和 46x，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示:** 汇率风险, 玩具业务出口增速下滑, 境内渠道开拓不顺利

1. 公司主业概况

1.1 公司简介

公司前身为成立于1992年9月4日的澄海县澄城西门实丰塑胶玩具厂,2001年8月改制为广东实丰玩具实业有限公司,2014年5月1日整体变更为实丰文化股份有限公司,2017年4月11日公司在深圳中小板上市。实丰文化自成立以来一直致力于玩具的研发设计、生产和销售,是我国玩具行业知名的玩具制造商。

近年来公司尝试“线上有游戏,线下有玩具”的主导思想,引领中国玩具文化发展的创新战略和网络与实体双渠道并进的营销模式;公司持续加大研发投入,将高新技术的应用融入产品,目前90%以上产品为公司自主设计或研发,公司拥有一百多项自主知识产权的专利。公司的单片机编程技术、电路集成技术、2.4ghz无线遥控技术、高端设备与玩具信号接驳及数据传输技术在行业中处于领先水平;未来,随着本次募集资金投资项目的顺利实施,公司将进一步提高研发创新能力,建立公司品牌,扩大产品市场占有率,巩固和提升行业地位。

1.2 海外渠道优势明显,产品种类丰富

玩具行业的渠道销售壁垒明显,完善的销售网络和优质的客户资源,都很难在短时间内形成。公司拥有30年玩具行业经验,逐步建立起了覆盖全球的渠道资源,目前公司海外产品销售额占公司收入的八成左右。公司产品销往欧美,中东、东南亚等近百个国家和地区,已累计与数百家海外客户建立了业务往来。这些客户,既有玩具专业连锁店、大型商超和百货公司等终端销售渠道,如JSC TANDER、JUGUETTOS CENTRAL DE COMPRAS S COOP V、Target Australia Sourcing Limited等,又有各国品牌运营商及知名的经销商,如RAZOR USA LLC、积比(香港)有限公司、创景国际发展有限公司、恒升国际企业有限公司、SAMBRO INTERNATIONAL LTD、O.K.K. TRADING,INC.、SUPERWAY INTERNATIONAL LTD等。

公司产品种类丰富,主要产品包括电动遥控玩具、婴幼玩具、车模玩具、动漫游戏衍生品玩具和其他玩具等五大类,产品规格品种达1,000多种,产品出口到全球近百个国家和地区。

表 1: 公司主要产品情况

序号	类别	代表产品
1	电动遥控玩具	授权遥控车、卡通遥控车、遥控竞技车、遥控特技车、遥控变形车、遥控摩托车、遥控船、遥控飞行系列、智能旺星人、大圣机器人等。
2	婴幼玩具	益智玩具、幼教玩具、童车等系列产品,如工具套装、餐具套装、厨具套装、饰品套装、体育用品套装、沙滩玩具套装、玩具乐器、积木、果汁机、吸尘器、公仔屋、童车等。
3	车模玩具	授权车模玩具系列,主要有:奥迪、本田、丰田等车模;主题系列车模,主要包括梦想建筑师、胜利小军团、抢险小英雄、交通小指挥、城市美容师、小小民航家等。
4	动漫游戏衍生品玩具	包含动漫衍生品和网游衍生品系列,动漫衍生品玩具主要有海绵宝宝系列、洛克王国系列、小羊肖恩系列等;网游衍生品玩具主要有棋战三国系列等。
5	其他玩具	除上述四类之外的玩具,如各类停车场、弓箭枪、水枪等。

资料来源:公司公告,长城证券研究所整理

1.3 公司特色产品展示

公司在对传统玩具精细化运营的同时，通过发展“线上有游戏,线下有玩具”战略，持续签约优质 IP，发展游戏周边玩具。公司近年持续加大研发投入，现有自主研发的智能玩具系列产品深受广大用户喜爱。

图 1: 公司部分智能玩具产品



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

2012 年 3 月，公司开始进行《棋战三国》网络游戏及桌游产品的开发工作，2013 年 9 月，《棋战三国》网络游戏开发完成，并顺利的在腾讯开发者平台上线，桌游实体产品同步上市销售。

图 2: 公司《棋战三国》衍生产品



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

1.4 公司财务分析

2017 年上半年公司实现营收 1.97 亿元，同比增长 16.93%，扣非归母净利润 1726 万元，同比增长 45.88%，毛利率 19.8%，同比增长 2.85 个百分点。公司营收受制与公司整体产能影响，后续上市募投项目投产过后，将为未来营收增长提供基础。

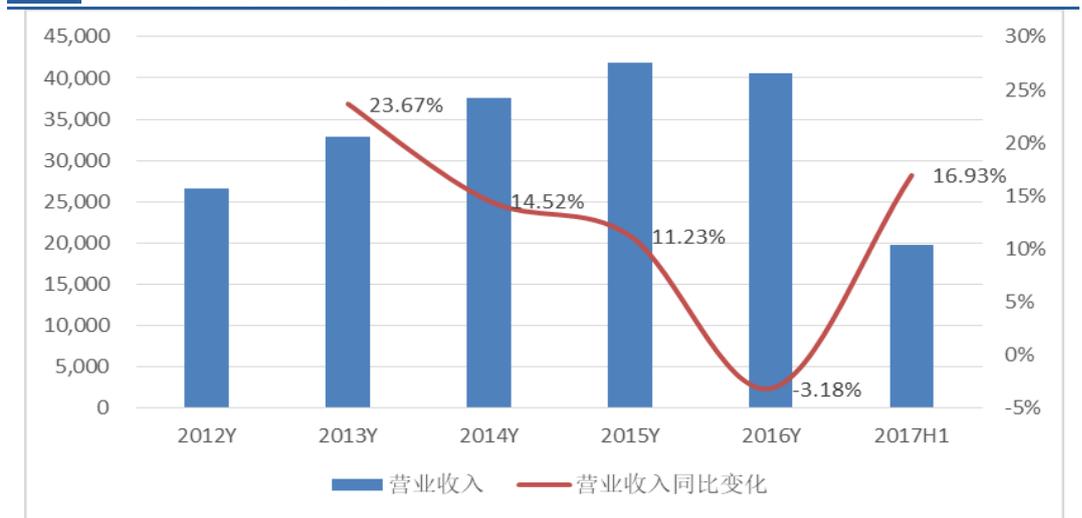
表 2: 公司各项业务收入及占比

2017 年上半年 (万元)	占比	2016 年上半年 (万元)	占比
----------------	----	----------------	----

	2017年上半年(万元)	占比	2016年上半年(万元)	占比
营业收入合计	19,776	100%	16,912	100%
玩具业务	19,231	97.25%	16,808	99.38%
游戏业务	536	2.71%	97	0.58%
其他业务	8	0.04%	7	0.04%

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所整理

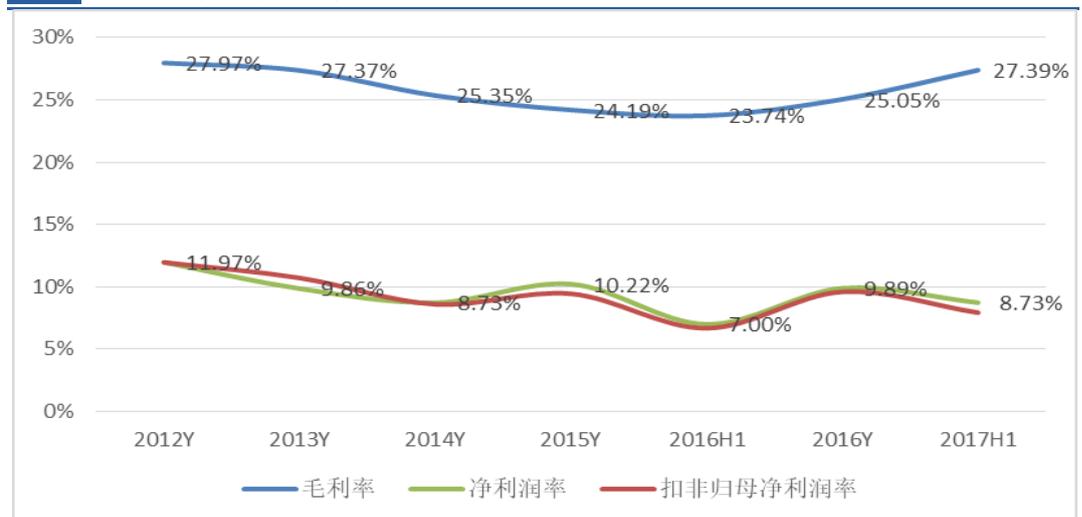
图 3: 公司营业收入及同比变化情况



资料来源: 长城证券研究所整理

公司整体生产智能化水平较高, 招工压力相比同业其他公司较低。公司 2017 年通过继续重点强化渠道建设, 对部分低效渠道进行压缩, 使公司在产能受限情况下, 优先承接毛利率较高的订单, 虽然导致婴幼儿玩具、动漫游戏衍生品玩具销售收入较同期有所下降, 但总体毛利率相比去年同期有所提高, 公司 2017 年上半年毛利率 27.39%, 同比增加 3.65 个百分点。主要系婴幼儿玩具产品毛利率增加所致, 2017 年上半年产品毛利率为 29.07%, 同比增加了 31.22%。

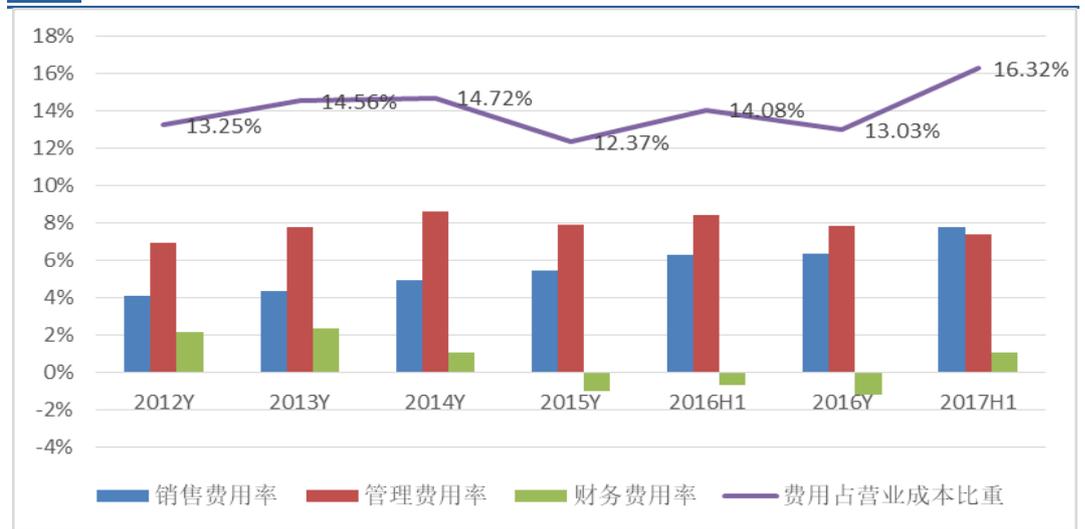
图 4: 公司毛利率及净利润率



资料来源: 长城证券研究所整理

公司整体费用率在 2017 年缓慢上升，公司的管理费长期维持稳定，2017 年上半年为 1470 万元，同比增加 2.84%；2017 年上半年销售费用为 1537 万元，同比增长 44.01%，主要系公司 2016 年度下半年开展的游戏代理运营业务导致的，随着公司游戏业务的营收确认，公司销售费用率或随之下滑。公司财务费用或面临较大波动，公司 80% 以上的营收来自海外，随着人民币加速升值，短期兑汇损失或持续增加。

图 5: 公司费用率占比情况



资料来源：长城证券研究所整理

1.5 公司坚持推进“线上有游戏，线下有玩具”战略

公司在 2014 年 1 月 20 日设立的实丰网络科技有限公司，2016 年与广州易歆网络科技合作开发了天子传奇，后续签约运营的游戏包括《御天下》、《雄霸隋唐》、《逆乾坤》、《全民口袋争霸》等。截止 2017 年上半年游戏业务收入 536 万元，占整体营收的 2.7%。公司“线上有游戏，线下有玩具”的战略发展在公司上市之后有望加速发展。

公司的整体发展战略是依托公司内部及外部的研发与设计力打造成为最具文化创意的玩具企业之一。公司认为，玩具及衍生品业务是一个前景明朗、稳定发展的业务板块，未来 3-5 年都是公司主营业务收入之一。公司将继续以用户和产品为中心，加快对电动智能玩具的研发，推进技术创新、销售渠道创新和服务方式的创新，并适时借助投资并购方式进入个性化玩具或智能化等制造行业，力争实现玩具业绩的稳步提升。

公司也会对个性化，智能化，高端玩具制造等行业保持关注，对于玩具行业整合跟并购，公司更加看重的是跟传统主业的协同跟发展，不会盲目的进行资本运作跟转型。

公司的游戏业务有所成绩，未来在游戏方面也会继续积极探索。

2. 公司调研简报

1、公司上市后的发展战略及国内业务发展情况

公司整体发展战略是依托公司内部及外部的研发与设计力量，将玩具与高新技术、玩具与文化进行创新融合，丰富玩具的文化内涵，不断提高公司在玩具行业的核心竞争力，将公司打造成为最具文化创意的玩具企业之一，因此未来 5 年内玩具制造都将是公司的主营业务之一。公司管理层专注玩具行业 30 年，上市之后将会利用资本市场的优势持续

加码主业，开拓国内市场，提高公司的核心竞争力。但公司并不单纯只坚持玩具行业，对于与公司协同性高的行业公司也会积极关注，比如个性化和智能化方面，文化相关类行业公司也是会积极的关注，公司必须充分利用好上市公司这个平台，做大做实公司。

2、人力成本压力以及对毛利率的影响

业内招工困难的问题一直存在，只是公司近几年来自动化改革力度较强，很多流程自动化程度较高，因此并不存在大的用工困难。公司未来也会往智能制造去转型，在打包、贴纸、生产等生产细节上达到智能化。

3、国内市场推广以及营销的商业模式

公司自成立来一直很关注国内市场，只是一直受到产能限制，缩简了部分国内产品，但行业对公司的认可度较高，而且公司与国内各商超渠道的合作都一直进行，未来公司将调整市场战略，通过募投建设、人才建设等方式树立自己的品牌，增加国内市场占比。

4、游戏业务情况如何，未来公司是否会更关注游戏、影视等行业

公司游戏业务上半年收入在 550 万元左右，亏损度正逐年减缓，上半年亏损 70 万元左右，但未来公司还将继续在此行业内进行探索。对于并购方面，公司目前并没有说偏向游戏和影视方面，公司会更关注与公司协同性高的，比如高端玩具制造类、智能化制造类等。

5、未来公司业绩的增长主要来源

未来增长一部分来源于内生式增长，包括调整产品结构、拓展内销渠道等，另一方面希望能通过外延式并购来促进增长。

6、募投项目的目标是什么

做好国内市场，现有生产线产能上无法适应公司的发展，而且公司主要产品都是针对国外市场，玩具产品有较强的针对性，区域不同也有不同的规格要求。公司将会针对国内的产品加大投入与发展。同时公司也会加大智能的研发，创意的研发，IC 电路板的研发的投入。

3. 风险提示

汇率风险，玩具业务出口增速下滑，境内渠道开拓不顺利的风险等

3.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	419	405	446	490	537	成长性					
营业成本	317	304	332	365	397	营业收入增长	11.2%	-3.2%	10.0%	10.0%	9.5%
销售费用	23	26	28	31	34	营业成本增长	13.0%	-4.3%	9.3%	9.9%	8.9%
管理费用	33	32	35	39	42	营业利润增长	25.2%	-2.3%	5.7%	13.0%	15.1%
财务费用	-4	-5	-2	-3	-4	利润总额增长	33.4%	-6.9%	5.5%	12.7%	14.8%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	30.2%	-6.3%	5.4%	12.7%	14.8%
营业利润	47	46	48	55	63	盈利能力					
营业外收支	4	1	1	1	1	毛利率	24.2%	25.0%	25.5%	25.6%	26.0%
利润总额	51	47	50	56	64	销售净利率	10.2%	9.9%	9.5%	9.7%	10.2%
所得税	8	7	7	8	10	ROE	16.8%	13.6%	12.5%	12.4%	12.4%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	22.4%	17.4%	17.1%	17.0%	22.0%
净利润	43	40	42	48	55	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业收入	5.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
流动资产	202	212	254	333	392	管理费用/营业收入	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
货币资金	66	72	83	163	191	财务费用/营业收入	-1.0%	-1.2%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
应收账款	85	78	106	96	125	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	1	14	-3	15	-2	所得税/利润总额	15.5%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	41	40	57	49	67	应收账款周转率	4.92	5.21	4.20	5.10	4.29
非流动资产	111	118	103	87	71	存货周转率	7.69	7.62	5.80	7.38	5.95
固定资产	68	83	71	59	47	流动资产周转率	1.64	1.49	1.68	1.43	1.35
资产总计	313	330	356	420	463	总资产周转率	1.34	1.23	1.25	1.17	1.16
流动负债	58	35	19	35	24	偿债能力					
短期借款	40	5	0	0	0	资产负债率	18.4%	10.6%	5.3%	8.3%	5.1%
应付款项	14	23	18	27	22	流动比率	3.50	6.04	13.45	9.58	16.65
非流动负债	0	0	0	0	0	速动比率	2.72	4.75	10.12	8.00	13.58
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	58	35	19	35	24	EPS	0.53	0.50	0.53	0.59	0.68
股东权益	255	295	338	385	440	每股净资产	3.19	3.69	4.22	4.81	5.50
股本	60	60	60	60	60	每股经营现金流	-0.15	0.11	0.14	1.00	0.35
留存收益	71	111	153	201	255	每股经营现金/EPS	-0.28	0.21	0.27	1.68	0.51
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	313	330	356	420	463	PE	58.92	62.88	59.66	52.95	46.14
现金流量表 (百万)						PEG	16.25	5.79	5.97	5.30	4.86
经营活动现金流	56	64	13	76	23	PB	9.88	8.53	7.46	6.54	5.73
其中营运资本减少	0	32	58	63	70	EV/EBITDA	6.02	6.22	5.65	5.14	4.69
投资活动现金流	-53	-19	1	1	1	EV/SALES	29.68	28.77	28.28	25.03	22.36
其中资本支出	21	0	0	0	0	EV/IC	4.46	4.51	4.06	3.53	3.17
融资活动现金流	-18	-38	-3	3	4	ROIC/WACC	8.02	7.86	6.99	7.63	6.70
净现金总变化	-15	7	11	80	28	REP	0.22	0.17	0.17	0.17	0.22

研究员介绍及承诺

刘浩然: 格拉斯哥大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 2014 年任传媒行业研究员

何思霖: FRM, 美国布兰戴斯大学金融学硕士, 2015 年加入长城证券并任传媒行业研究员

张正威: 2015 年加入长城证券, 任传媒行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com

杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

佟骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>