

调整年夯实基础等待产能投放

——群兴玩具（002575）调研快报

2012年1月13日

推荐/首次

群兴玩具

调研快报

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人:孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

事件:

我于1月11日赴汕头调研，与公司就经营情况、产品及渠道调整、募投项目进展等进行了深入交流。

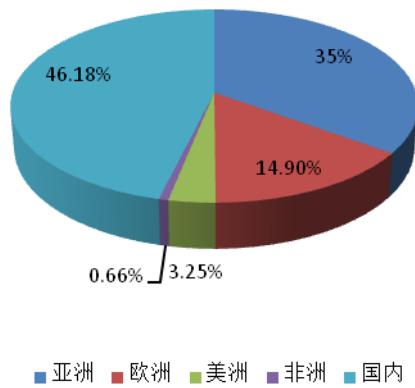
观点:

1、公司为玩具出口和内销的龙头企业

公司是我国最大的自主品牌电子电动玩具企业之一，从事电子电动玩具的研发设计、生产及销售业务。公司出口业务占我国玩具自主品牌出口比重超过1%，2009年公司电动童车市场占有率居国内自主品牌企业第二位。主要产品包童车、电脑学习机、玩具电动车、婴童玩具、玩具手机等。2011年，销售童车90万辆、电动车780万辆、电脑学习机155万个、婴童玩具4000万个、玩具手机1500万个。

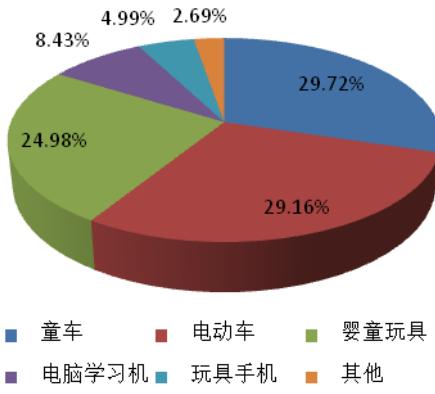
公司以自主品牌“群兴”出口，主要出口区域为亚洲、东南亚和南美等新兴市场国家。

图1: 公司销售区域（2010年）



资料来源：公司公告

图2: 公司分产品收入占比（2011年中）



资料来源：公司公告

2、2011经营平稳，业绩略低于预期

外销方面受东欧及埃及等国家政治动荡影响，部分国家出口出现较大幅度下滑；整体增长率为个位数。

内销方面，一级经销商的流动性偏紧，而公司采取了较为保守的财务策略，导致内销扩张受限。成本上

升明显，前三季度原材料上升4%左右，而人工上涨幅度达到20%，在市场疲软的环境下，公司未对产品进行提价，导致整体毛利率同比下滑2个百分点。

3、2012年为调整年，致力于内销渠道变革

在出口环境不乐观、公司产能偏紧的情况下，公司将2012年定为调整年，将更大精力放在内销市场上，进行渠道的变革。公司原有渠道主要是通过一级经销商，前五大经销商的销售占国内销售的19%左右。通过经销商，产品最终在婴童店销售。从目前情况来看，最大的销售市场在二、三线城市。

公司拟从2012年进行内销渠道调整，以增强公司的渠道掌控力度和市场把握能力。首先是试点渠道的扁平化和下沉，主动发展部分二级经销商，并加大对二级经销商的扶持。第二是试点开直营店，在借鉴澄海区直营店经营的基础上，争取今年在汕头开四家直营店。第三是继续开展网络销售。公司目前已经在淘宝进行了试销，明年全面开展在京东等网站的销售。

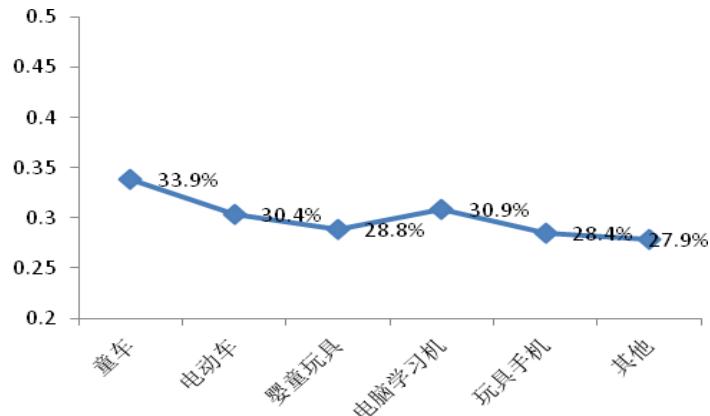
公司渠道的下沉和扁平化，能够进一步拓展二三线城市以下市场；并减弱对于一级经销商的依赖，提高公司产品议价能力。根据目前澄海区直营店的情况来推测，汕头市四家直营店一年收入能达到1000万以上。如进展顺畅，公司还将在其他城市推广直营店模式。

4、积极调整产品结构

在外销方面逐步砍掉低价低毛利的婴童玩具，增加高盈利能力的童车。在新产品方面，公司今年与奔驰、宝马分别签订了6款车型的授权合同，目前产品生产已开始。此种模式类似于星辉车模的授权模式，但是与星辉车模不同，公司生产童车而不是车模，在拓展产品线方面迈出了一大步；产品结构有所上移。

生产汽车厂商授权的童车，目前在行业内属于首创。我们认为目前一、二线城市的消费能力较强，汽车文化盛行，此种童车将有较大的市场空间。授权童车既能有效拉动销售增长，又有助于公司品牌的提升。

图 3：公司产品毛利率（2010 年）



资料来源：公司公告

5、募投项目进展符合规划进度

募投项目目前进展23%，预期2013年6月份完成，符合规划进度。届时公司产能将翻番，完全达产后童车贡献将由目前的30%上升到50%左右。根据目前的盈利状况判断，完全达产后公司毛利率将上升2-3个百分点。

表 1：募投项目产能及收入预测

产品	目前产能	新增产能	预期单价	新增产能销售收入占比	目前销售占比
童车	100	250	150	71.4%	29.72%
电动车	800	600	12.5	14.3%	29.16%
电脑学习机	150	200	22	8.4%	8.43%
婴童玩具	4000	1000	3.1	5.9%	24.98%

资料来源：公司公告、东兴证券

结论：

公司2012年为调整年，产品和渠道调整措施在积极推进；但贡献业绩尚需时间，我们预测2012年经营较为平稳。业绩拐点可能出现在2013年下半年新建产能投产后。

我们预测2012-2013年，出口分别增长8%、12%；内销分别增长15%、20%。营业收入增长11.3%和16%；毛利率和期间费用率保持相对稳定，净利润分别增长14.5%和19%。

2011-2013年EPS为0.43元、0.50元和0.59元。目前股价为12.18元。对应2011-2013年EPS分别为28.32、24.36、20.64倍。公司目前估值与行业平均相当。我们给予其2012年28倍市盈率，对应目标价格14元。给予“推荐”的投资评级。

表 2：玩具类公司估值比较

代码	简称	每股收益（元）		市盈率 PE	
		11E	12E	11E	12E
002348.SZ	高乐股份	0.42	0.45	24.85	23.18
300043.SZ	星辉车模	0.54	0.80	27.46	18.47
002502.SZ	骅威股份	0.62	0.72	35.97	30.91
002575.SZ	群兴玩具	0.43	0.50	28.32	24.36
行业平均				29.15	24.24

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	465.70	494.53	6.19%	550.65	11.35%	638.48	15.95%
营业成本	325.25	348.97	7.29%	391.03	12.05%	449.92	15.06%
营业费用	21.61	22.25	3.00%	24.78	11.35%	28.73	15.95%
管理费用	47.40	49.45	4.32%	49.56	0.21%	57.46	15.95%
财务费用	5.51	0.49	-91.03%	1.10	122.69%	1.92	73.93%
投资收益	0.18	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	63.27	70.44	11.34%	80.93	14.89%	96.69	19.47%
利润总额	66.62	72.44	8.75%	82.93	14.48%	98.69	19.00%
所得税	9.01	14.49	60.82%	16.59	14.48%	19.74	19.00%
净利润	57.61	57.96	0.60%	66.35	14.48%	78.95	19.00%
归属母公司所有者的净利润	57.61	57.96	0.60%	66.35	14.48%	78.95	19.00%
NOPLAT	59.48	56.75	-4.59%	65.63	15.64%	78.88	20.20%
资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	47.88	593.19	1138.81%	608.67	2.61%	427.86	-29.70%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	24.35	40.65	66.94%	67.89	67.02%	78.72	15.95%
预付款项	29.84	33.33	11.70%	37.24	11.73%	41.74	12.08%
存货	71.67	86.05	20.07%	96.42	12.05%	104.78	8.67%
流动资产合计	181.08	761.01	320.25%	818.90	7.61%	663.17	-19.02%
非流动资产	127.56	129.08	1.20%	129.06	-0.02%	348.88	170.32%
资产总计	308.64	890.10	188.39%	947.96	6.50%	1,012.05	6.76%
短期借款	100.50	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	11.85	19.12	61.35%	21.43	12.05%	18.49	-13.71%
预收款项	0.73	5.68	674.93%	11.18	96.98%	17.57	57.09%
流动负债合计	117.09	44.14	-62.30%	53.68	21.61%	59.55	10.93%
非流动负债	3.58	4.55	27.03%	6.44	41.40%	9.39	45.83%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	187.97	841.40	347.62%	887.84	5.52%	943.11	6.22%
净营运资本	64.00	716.87	1020.13%	765.22	6.74%	603.62	-21.12%
投入资本 IC	240.59	248.21	3.17%	279.17	12.47%	515.24	84.56%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	57.61	57.96	0.60%	66.35	14.48%	78.95	19.00%
折旧摊销	8.02	0.00	N/A	10.02	N/A	40.18	300.91%
净营运资金增加	59.23	65.87	10.16%	78.35	20.00%	(161.60)	N/A
经营活动产生现金流	42.28	56.86	34.49%	74.60	21.55%	101.85	36.34%
投资活动产生现金流	(15.63)	(7.00)	N/A	(160.00)	N/A	(100.00)	N/A
融资活动产生现金流	4.20	613.45	11707.28%	(19.12)	N/A	(22.65)	N/A

现金净增（减）	30.84	545.30	1668.16%	15.48	-97.16%	(80.80)	N/A
---------	-------	--------	----------	-------	---------	---------	-----

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011 年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011 年加盟东兴证券研究所，从事轻工、造纸行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。