

# 高乐股份 (002348)

## 看好内销拓展空间

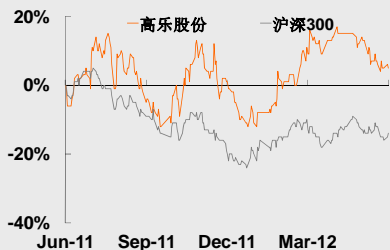
### 推荐 (维持)

现价: 11.30 元

#### 主要数据

行业	造纸印刷
公司网址	dlok.com
大股东/持股	香港兴昌/31.16%
实际控制人/持股	杨镇欣/21.47%
总股本(百万股)	237
流通 A 股(百万股)	61
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	27.11
流通 A 股市值(亿元)	6.96
每股净资产(元)	4.83
资产负债率(%)	6.4

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

邵青 投资咨询资格编号  
S1060205070049  
22622740  
shaoping001@pingan.com.cn

#### 研究助理

赵小燕 一般证券从业资格编号  
S1060111080160  
021-38638650  
zhaoxiaoyan488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 内销：刚起步，但有理由乐观

公司是国内领先的自主品牌玩具出口商，产品主要出口欧盟、美国等地区，内销尚处起步阶段。玩具行业集中度较低，参考美泰经验，需求导向配合创新能力是玩具厂商制胜的可行路径。公司的经营策略类美泰，我们认为这一策略有助于公司在国内市场的快速扩张。

考虑到 2011 年公司内销收入仅 2500 万元，基数较低，我们预计 2012~2014 年公司内销收入分别增长 125%、100%、80%，至 2014 年公司内销市场份额达到 2 亿元，收入占比至 35%。

#### ■ 外销：不必过分悲观

外围经济不景气引发对市场对国内出口导向型企业的担忧，我们认为，对高乐外销的市场不必过分悲观：1、发达国家中，玩具是儿童成长的必需品。经济景气度更多影响玩具的单件购买价值，而非玩具消费数量。高乐定位中端大众，反而受益。2、国内行业洗牌，领先企业受益。我国玩具行业中以小企业为主。近年来在原材料价格波动、人工成本上涨、贸易壁垒提升等因素的冲击下，小企业难以为继，市场份额让与国内领先出口企业。

公司目前产能接近饱和，新产能需待 2013 年中旬实现投放。考虑内销市场开拓初期，产能分配优先内销市场，预计 2012~2014 年公司外销收入分别增长 0%、5%、5%。

#### ■ 看好内销拓展空间，维持“推荐”评级

需求导向配合创新能力的经营策略下，内销市场快速扩张可期。2011 年公司业绩中包含 3 千万政府扶持基金，作为当地较具规模企业，我们认为公司存在后续获得补助的可能性。保守假设不考虑营业外收入的情况下，预计 2012~2014 年 EPS 分别为 0.28、0.33、0.43 元，对应 2012 年 6 月 27 日 11.30 元的收盘价，PE 分别为 40.5、34.1、26.2 倍。认同公司经营策略并看好公司内销拓展空间，维持“推荐”评级。

风险提示：内销市场拓展低于预期、募投项目建设进度低于预期等。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	333	352	382	454	559
YoY(%)	8.6	5.9	8.5	18.7	23.2
净利润(百万元)	68	89	66	79	102
YoY(%)	-6.3	30.9	-25.5	18.8	30.1
毛利率(%)	33.8	32.3	32.7	33.0	33.3
净利率(%)	20.4	25.2	17.3	17.3	18.3
ROE(%)	6.3	7.9	5.5	6.2	7.4
EPS(摊薄/元)	0.29	0.37	0.28	0.33	0.43
EPS(扣除营业外收支, 摊薄/元)	0.29	0.27	0.28	0.33	0.43
P/E(倍)	39.5	30.1	40.5	34.1	26.2
P/E(扣除营业外收支, 倍)	39.2	42.2	40.5	34.1	26.2
P/B(倍)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9

## 正文目录

一、 内销：刚起步，但有理由乐观 .....	4
1.1 领先玩具出口商，内销刚起步 .....	4
1.2 需求导向配合创新能力是玩具厂商制胜的可行路径 .....	5
1.3 国内玩具市场增长空间巨大，内销有理由乐观 .....	6
二、 外销：不必过分悲观 .....	8
三、 盈利预测与估值 .....	8

## 图表目录

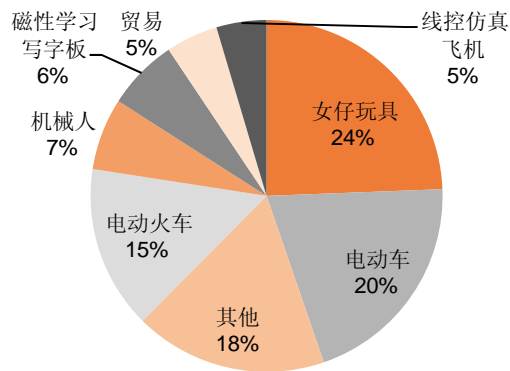
图表 1	2011 年公司产品结构.....	4
图表 2	2011 年公司销售市场结构.....	4
图表 3	国内市场尚处起步阶段.....	4
图表 4	国内市场快速扩张.....	4
图表 5	高乐玩具国外销售网络构架.....	5
图表 6	玩具市场具有低集中度的特征.....	5
图表 7	美泰玩具的经营策略.....	6
图表 8	高乐玩具毛利相对较高.....	6
图表 9	主要玩具消费市场儿童人均消费情况（美元）.....	7
图表 10	中国儿童人均玩具消费增长情况.....	7
图表 11	星辉车模内销市场增长情况.....	7
图表 12	群兴玩具内销市场增长情况.....	7
图表 13	对比美泰、孩之宝，2009 年以来公司玩具销售额增长相对稳定.....	8

## 一、 内销：刚起步，但有理由乐观

### 1.1 领先玩具出口商，内销刚起步

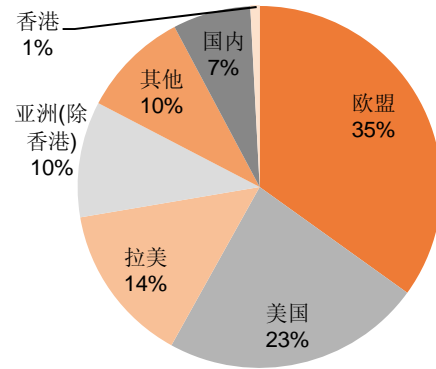
公司是国内最大的自主品牌电子电动玩具企业之一，产品品类包括：女仔玩具、电动车、电动火车、机械人、线控飞机等。

图表1 2011年公司产品结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

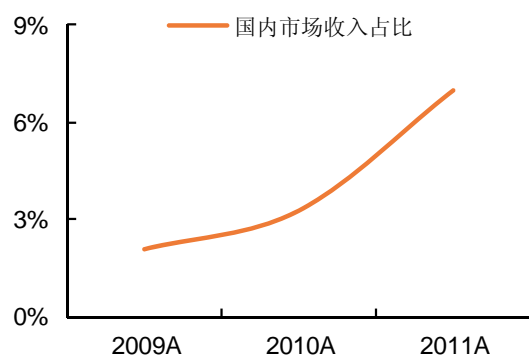
图表2 2011年公司销售市场结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

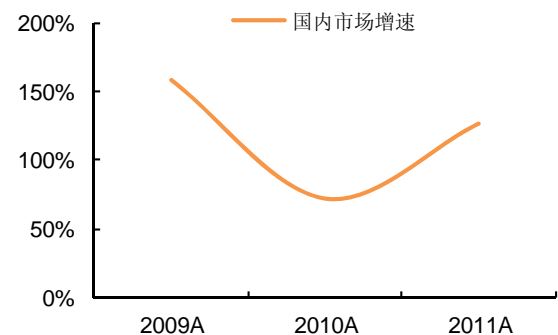
公司产品主要出口欧盟、美国等地区，2011年出口收入占比为93%，已具备相对完善的国际销售网络。公司内销市场快速扩张，但尚处起步阶段，销售网络构建方式与国际市场现有模式类似。

图表3 国内市场尚处起步阶段



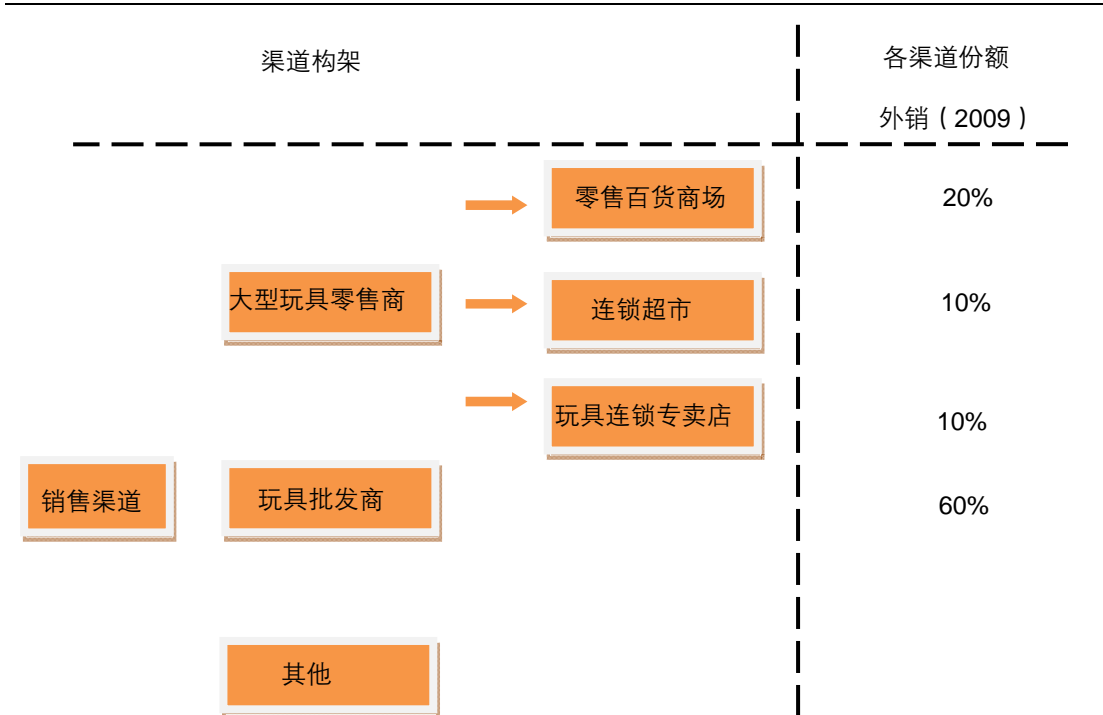
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表4 国内市场快速扩张



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表5 高乐玩具国外销售网络构架

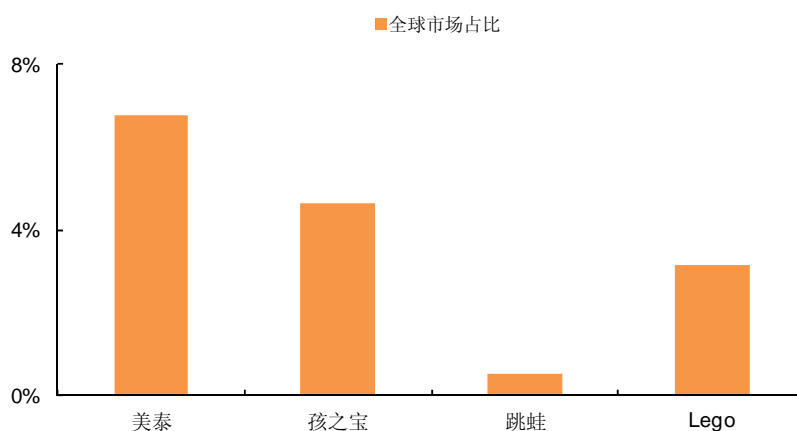


资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

## 1.2 需求导向配合创新能力是玩具厂商制胜的可行路径

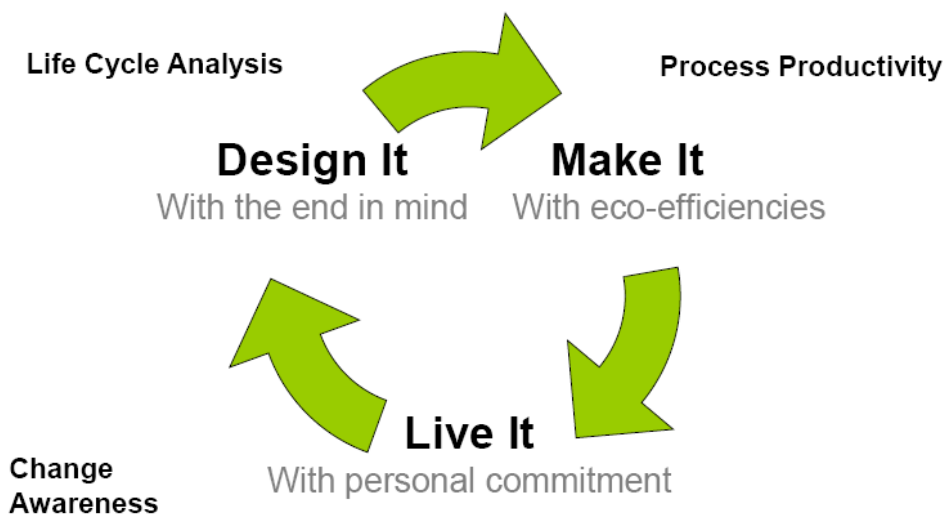
参考美泰经验，需求导向配合创新能力是玩具厂商制胜的可行路径。玩具品类多且消费趋势变化较快的属性决定了玩具市场低集中度的竞争格局。美泰玩具，1945年成立于车库，加工相框起家，目前已成长为拥有数十个畅销玩具品牌的世界最大玩具制造商。美泰的经营策略值得借鉴：需求导向配合创新能力。高乐“深入调研，以市场需求为导向，通过加大研发投入，提升产品附加值”的经营举措类美泰，一直以来相对较高的毛利率进一步验证了这一策略的可复制性。

图表6 玩具市场具有低集中度的特征



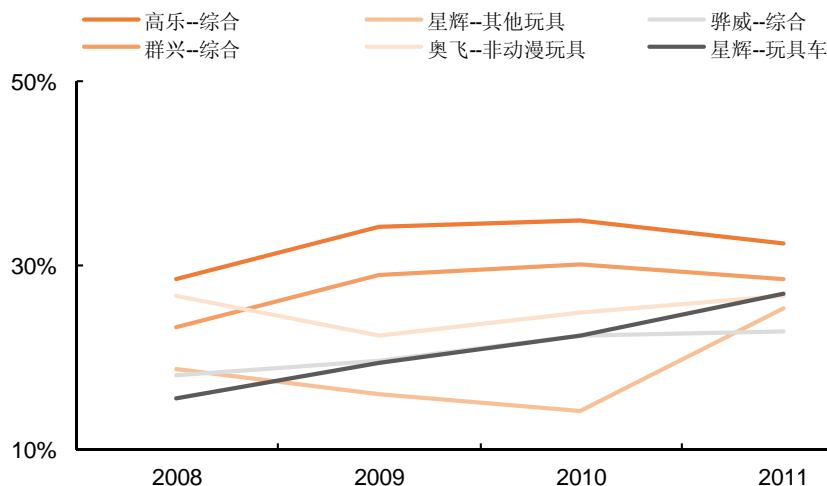
资料来源：NPD、公司公告、平安证券研究所整理。

图表7 美泰玩具的经营策略



资料来源：平安证券研究所整理。

图表8 高乐玩具毛利相对较高

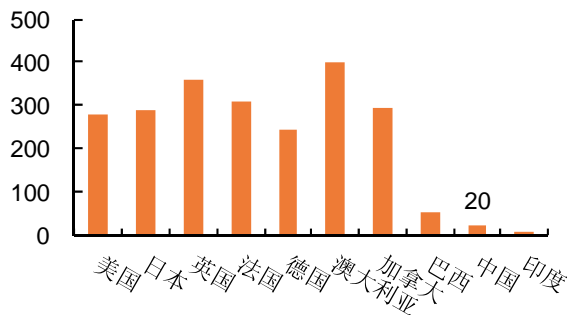


资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

### 1.3 国内玩具市场增长空间巨大，内销有理由乐观

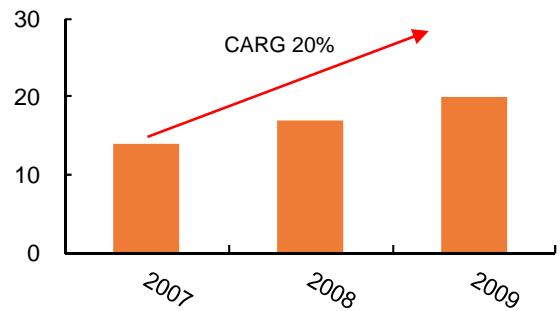
国内玩具市场增长空间巨大。消费升级的拉动下，近年来国内玩具市场以近 20% 的速度增长。根据 DNP，2009 年国内儿童人均玩具消费在 20 美元，国内约 2.5 亿 14 岁以下儿童，国内玩具市场份额约在 320 亿元。假设 20% 的儿童人均消费增速保持，国内玩具市场需要 15 年才能达到发达国家当前人均 350 美元左右的玩具消费水平。忽略人口数量变动，这意味着国内玩具市场增长空间巨大。

图表9 主要玩具消费市场儿童人均消费情况（美元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

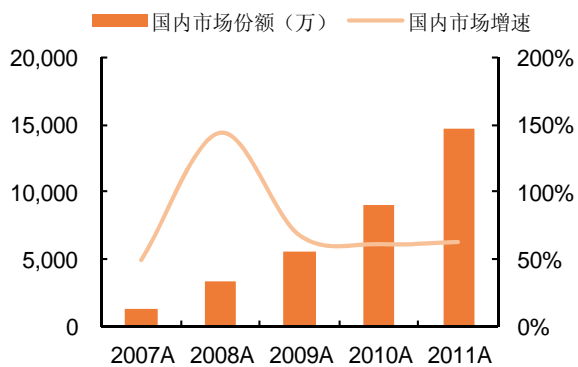
图表10 中国儿童人均玩具消费增长情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

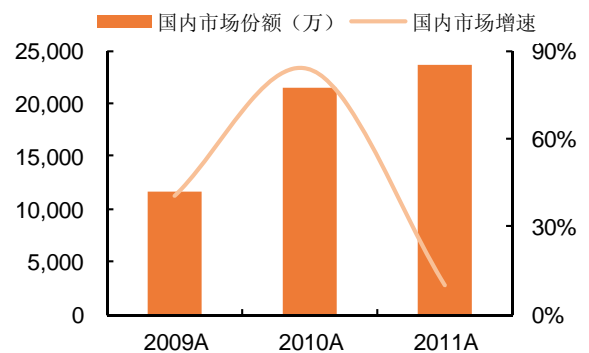
**内销有理由乐观。**选取群兴玩具、星辉车模作为参照（奥飞动漫、骅威玩具主营动漫衍生玩具，增长受动漫宣传效果影响较大），内销市场份额不足 2 亿时，平均保持 60% 的增长速度。我们认为高乐玩具多品类营销的特点、以需求导向的经营模式更利于渠道扩张，且考虑到 2011 年公司内销收入仅 2500 万元，基数较低，我们预计 2012~2014 年公司内销收入分别增长 125%、100%、80%。按照这一假设，至 2014 年公司内销市场份额达到 2 亿元，收入占比达到 35%。

图表11 星辉车模内销市场增长情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

图表12 群兴玩具内销市场增长情况



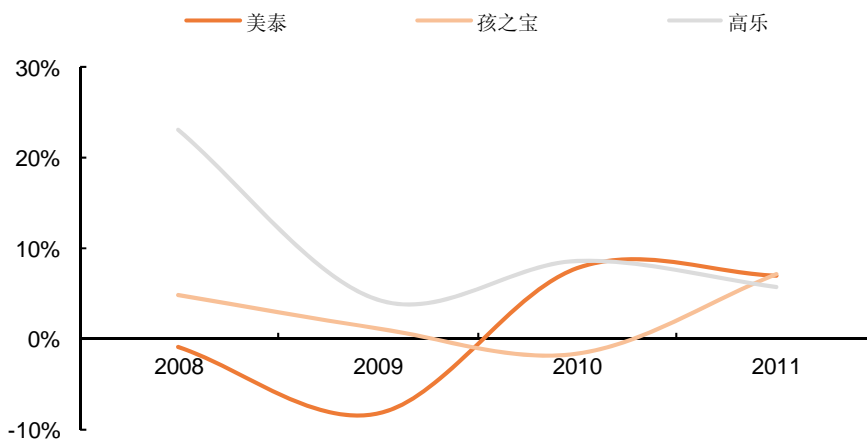
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理。

## 二、 外销：不必过分悲观

外围经济不景气引发对市场对出口主导型企业的担忧,我们认为,对高乐外销的市场不必过分悲观。对比美泰、孩之宝等国外玩具厂商,2009年以来公司玩具销售额增长相对稳定。我们认为主要原因归结为两点:1、对发达国家而言,玩具是儿童成长的必需品。经济的景气与否更多影响玩具的单价购买价值,而非玩具消费数量。高乐玩具定位中端大众,反而受益。2、国内行业洗牌,领先企业受益。我国玩具企业中,出口规模超过1千万美元的仅占1%,高达90%以上企业年出口额少于100万美元。小企业以微利为生,近年来在原材料价格波动、人工成本上涨、贸易壁垒提升等因素的冲击下,难以为继,市场份额让与国内领先出口企业。

公司目前产能接近饱和,新产能需待2013年中旬实现投放。考虑到正值内销市场开拓初期,产能分配优先内销市场,预计2012~2014年公司外销收入分别增长0%、5%、5%。

图表13对比美泰、孩之宝,2009年以来公司玩具销售额增长相对稳定



资料来源:公司公告、平安证券研究所整理。

注:自2010年以来公司无大规模新增产能,产能不足抑制了市场份额的增长。

## 三、 盈利预测与估值

需求导向配合创新能力的经营策略下,内销市场快速扩张可期。2011年公司业绩中包含3千万政府扶持基金,作为当地较具规模企业,我们认为公司存在后续获得补助的可能性。保守假设不考虑营业外收入的情况下,预计2012~2014年EPS分别为0.28、0.33、0.43元,对应2012年6月27日11.30元的收盘价,PE分别为40.5、34.1、26.2倍。认同公司经营策略并看好公司内销拓展空间,维持“推荐”评级。



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	821	763	790	889	<b>营业收入</b>	352	382	454	559
现金	615	542	575	626	营业成本	238	257	304	373
应收账款	118	130	110	135	营业税金及附加	3	3	3	4
其他应收款	22	19	23	28	营业费用	16	19	21	24
预付账款	2	10	12	15	管理费用	27	30	34	39
存货	55	51	61	75	财务费用	-4	-4	-1	-2
其他流动资产	9	11	10	10	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	386	490	542	547	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	2	2	2	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	131	216	278	296	<b>营业利润</b>	75	78	92	120
无形资产	32	32	32	32	营业外收入	30	0	0	0
其他非流动资产	223	240	230	216	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1207	1253	1333	1436	<b>利润总额</b>	105	78	92	120
<b>流动负债</b>	78	59	60	62	所得税	16	12	14	18
短期借款	46	50	50	50	<b>净利润</b>	89	66	79	102
应付账款	7	5	6	7	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	25	4	4	4	<b>归属母公司净利润</b>	89	66	79	102
<b>非流动负债</b>	2	0	0	0	EBITDA	87	92	119	154
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.37	0.28	0.33	0.43
其他非流动负债	2	0	0	0	EPS (扣除营业外收支, 元)	0.27	0.28	0.33	0.43
<b>负债合计</b>	80	59	60	62					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	237	237	237	237	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
资本公积	673	673	673	673	<b>成长能力</b>				
留存收益	219	285	364	466	营业收入	5.9%	8.5%	18.7%	23.2%
归属母公司股东权益	1127	1194	1273	1375	营业利润	-7.1%	4.2%	18.8%	30.1%
<b>负债和股东权益</b>	1207	1253	1333	1436	归属于母公司净利润	30.9%	-25.5%	18.8%	30.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	32.3%	32.7%	33.0%	33.3%
					净利率(%)	25.2%	17.3%	17.3%	18.3%
					净利率(%)	ROE(%)	7.9%	5.5%	6.2%
					ROIC(%)	13.8%	11.3%	12.9%	15.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	6.7%	4.7%	4.5%	4.3%
					净负债比率(%)	83.59%	85.08%	83.38%	81.00%
					流动比率	10.49	12.99	13.19	14.42
					速动比率	9.79	12.11	12.17	13.21
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.30	0.31	0.35	0.40
					应收账款周转率	3	3	4	4
					应付账款周转率	42.18	41.83	54.17	55.08
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.28	0.33	0.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.27	0.47	0.38
					每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.04	5.37	5.80
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.5	40.5	34.1	26.2
					P/E(扣除营业外收支)	42.2	40.5	34.1	26.2
					P/B	2.4	2.3	2.1	2.0
					EV/EBITDA	23	23	22	17

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	134	63	111	90
净利润	89	66	79	102
折旧摊销	17	18	28	35
财务费用	-4	-4	-1	-2
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	45	-16	7	-46
其他经营现金流	-11	-1	-1	1
<b>投资活动现金流</b>	-533	-123	-79	-41
资本支出	160	120	80	40
长期投资	0	2	0	0
其他投资现金流	-373	-1	1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-67	-13	1	2
短期借款	26	4	0	0
长期借款	-36	0	0	0
普通股增加	89	0	0	0
资本公积增加	-89	0	0	0
其他筹资现金流	-57	-17	1	2
<b>现金净增加额</b>	-466	-73	34	51

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257