

# 多品类产品战略助力企业稳健增长

2012年7月26日

推荐/首次

高乐股份

调研快报

## ——高乐股份（002348）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：

我本月中旬调研了高乐股份，与公司进行了深入交流。

### 评论：

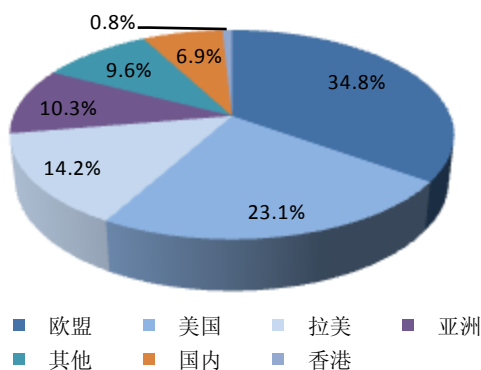
#### 1、公司为国内领先的自主品牌玩具出口商

公司产品主要出口区域为欧盟、美国等发达地区；2011年，出口欧盟金额为1.23亿元，占比为34.8%；出口美国金额为0.82亿元，占比为23%；出口拉美比例为14%。主要产品包括电动火车、线控仿真飞机、机器人、电动车、女仔玩具等。其中，电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板、机器人在国内玩具出口企业排名第一，女仔玩具、电动车名排名居前。

与其他玩具出口厂商单纯依靠经销商模式不同，公司外销渠道中出口直供和经销商的占比各为50%。产品主要通过零售百货商店如西尔斯百货，连锁超市如沃尔玛、家乐福、欧尚、乐购等，玩具连锁专卖店如玩具反斗城等渠道销售。良好的渠道开拓能力、产品质量优势、领先的产品设计能力使公司具备了一定的议价能力，产品毛利率维持在33%左右，远高于同类企业。

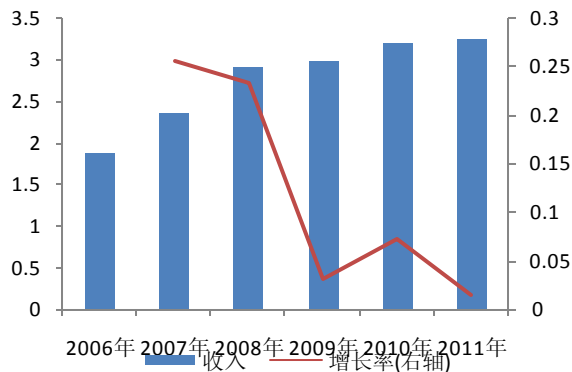
近两年中国在美国的出口增速较快，欧盟保持相对稳定。随着欧美经济的逐步企稳，整体出口有望缓慢复苏。

图 1：公司销售区域结构



资料来源：公司公告

图 2：公司外销额及增长率（亿元）



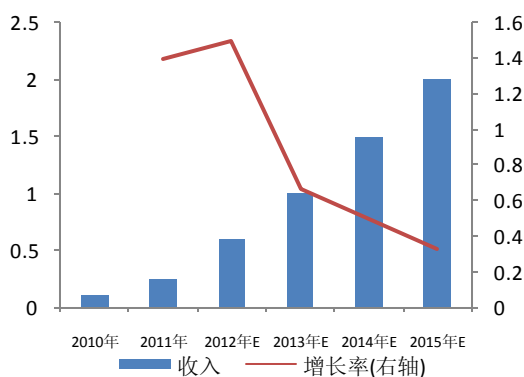
资料来源：公司公告

## 2、内销高速增长可期

公司近几年致力于内销市场的拓展。公司内销渠道主要采取连锁卖场、经销商和赠品三个渠道。这三个渠道收入占比基本各占1/3权重。其中，赠品渠道采取与儿童用品如奶粉、纸尿裤等产品合作的方式。主要卖场客户是华润、大润发和卜蜂莲花等，沃尔玛下半年会重点去做。经销商大约有100家左右。未来还会重点拓展品牌食品行业的赠品渠道，一旦获取订单，规模将较大。公司给经销商一般给到3.5-4折。各个渠道的毛利率均在30%左右。

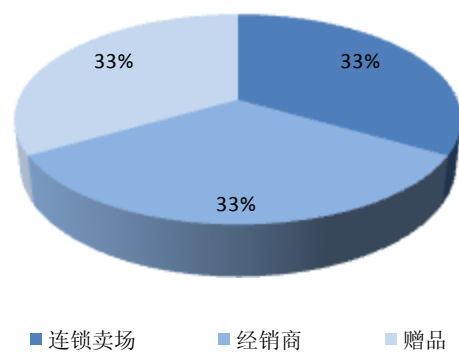
国内玩具市场空间巨大，未来五年内销复合增速有望维持在20%以上，且消费升级趋势明显。消费者对于玩具材质的安全性、可靠性的关注持续提升，品牌化消费成为趋势。公司一贯重视产品质量与产品设计，与当前的消费趋势相契合。渠道拓展多方位铺开，有利于低成本拓展。我们预计今年公司内销增长150%以上，有望做到5000万到6000万元的规模；；明年和后年预计能分别达到1个亿和1.5个亿，2014年内销比重能达到25%左右。

图 3：内销规模



资料来源：公司公告

图 4：内销渠道结构



资料来源：公司公告

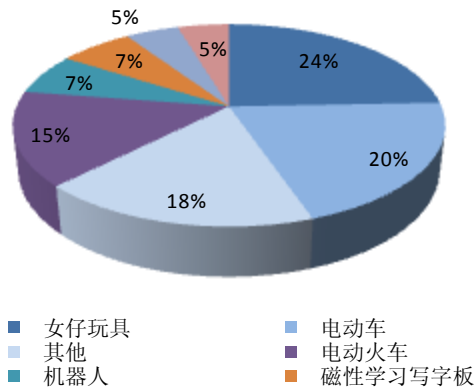
## 3、坚持“多品类”的产品开发策略

公司产品包括女仔玩具、电动车、电动火车、机器人等几大类，2011年收入占比分别为24%、20%、15%和6.6%。公司未来仍坚持多品类的产品开发策略。

从欧美的玩具龙头企业来看，大多都是多品类运营的公司，在某一细分市场获取先发优势之后，将成功复制到其他品类玩具。多品类运营可以有效降低经营风险，避免对于单一产品的过高依赖；且玩具消费变化较快，单一品类极易没落。单一品类也不利于渠道的拓展和议价能力的提高。

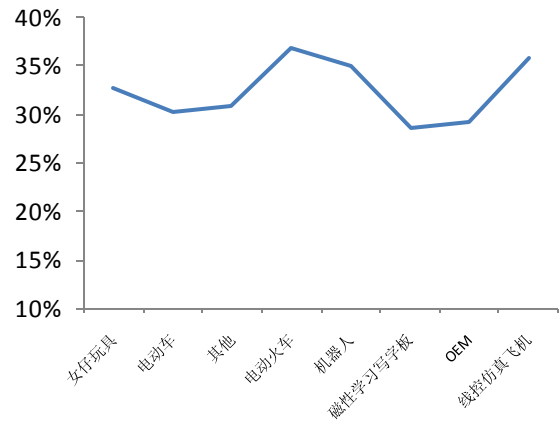
我们认为公司领先的设计能力和市场把握能力，以及多年的发达国家市场运作能力，能够保证多品类经营在国内的成功开展，有利于公司产品销售议价能力的提升。

图 5: 产品结构



资料来源: 公司公告

图 6: 细分产品毛利率



资料来源: 公司公告

#### 4、募投项目2013年底有望投产，产能瓶颈解除

由于当地政府规划，募集投资项目原有土地可能移做他用，公司另外购买土地实施募投项目，导致募投项目进度有所延缓。

公司追加投资后，募投项目的设计产能为年产各类玩具 1041 万套，其中互动游戏玩具系列产品 155 万套，无线电遥控系列产品 120 万套，日常生活配套相关类玩具系列产品 150 万套，益智教育玩具系列产品 120 万套、婴幼儿玩具系列产品 496 万套。总体产能较目前翻番，营业收入能达到 6.8 亿元，为目前的两倍。募集投资项目达产后，公司将快速推进国内市场的拓展，多个渠道全面开花。

#### 盈利预测及投资评级

我们预测 2012-2014 年公司营业收入为 4.14 亿元、4.94 亿元和 5.99 亿元；归属于母公司股东的净利润分别为 0.76 亿元、0.92 亿和 1.15 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.39 元和 0.49 元。对应目前估值分别为 26.4 倍、21.8 倍和 17.3 倍。

轻工的品牌企业2012年、2013年平均估值为23.9倍和18.4 倍，公司估值略低于行业平均。我们认为公司基本面优质，对美出口持续增长，国内市场爆发式增长，多品类战略有利于分散风险，稳健增长可期。首次给予“推荐”的投资评级。

表 1：轻工行业品牌类公司估值比较

代码	简称	每股收益（元）		市盈率 PE	
		12E	13E	12E	13E
002678.SZ	珠江钢琴	0.37	0.46	36.32	29.54
600978.SH	宜华木业	0.26	0.34	16.39	12.78
002572.SZ	索菲亚	0.87	1.16	22.49	16.81
600337.SH	美克股份	0.45	0.63	13.22	9.44
300043.SZ	星辉车模	0.68	0.89	23.82	18.20
002301.SZ	齐心文具	0.25	0.33	24.00	17.65
603008.SH	喜临门	0.56	0.75	19.07	14.19
002348.SZ	高乐股份	0.32	0.39	26.35	21.81
002575.SZ	群兴玩具	0.48	0.60	26.33	21.07
002502.SZ	骅威股份	0.38	0.53	30.26	21.80
300329.SZ	海伦钢琴	0.66	0.86	25.09	19.47
行业平均（整体法）				23.94	18.43

资料来源：东兴证券

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	352.35	414.01	17.50%	494.62	19.47%	599.73	21.25%
营业成本	238.44	277.39	16.34%	328.92	18.58%	395.82	20.34%
营业费用	16.03	20.70	29.17%	24.73	19.47%	28.79	16.40%
管理费用	26.76	31.05	16.03%	34.62	11.51%	40.78	17.79%
财务费用	(3.69)	(0.92)	N/A	1.63	N/A	1.74	6.84%
营业利润	74.63	85.72	14.87%	104.24	21.60%	131.60	26.25%
利润总额	104.61	89.72	-14.23%	108.24	20.64%	135.60	25.28%
所得税	15.83	13.91	-12.13%	16.24	16.75%	20.34	25.28%
净利润	88.78	75.82	-14.60%	92.01	21.35%	115.26	25.28%
归属母公司所有者的净利润	88.78	75.82	-14.60%	92.01	21.35%	115.26	25.28%
NOPLAT	60.21	71.66	19.02%	89.99	25.58%	113.34	25.95%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	614.63	124.20	-79.79%	98.92	-20.35%	89.96	-9.06%
交易性金融资产	1.05	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	117.75	147.46	25.23%	176.17	19.47%	213.60	21.25%
预付款项	2.50	5.27	111.16%	8.56	62.42%	12.52	46.25%
存货	54.60	68.40	25.26%	85.61	25.17%	97.60	14.01%
流动资产合计	820.84	372.92	-54.57%	401.87	7.76%	452.84	12.68%
非流动资产	386.45	678.80	75.65%	710.91	4.73%	695.51	-2.17%
资产总计	1,207.29	1,051.72	-12.89%	1,112.78	5.81%	1,148.35	3.20%
短期借款	46.21	46.21	0.00%	45.21	-2.16%	44.21	-2.21%
应付帐款	7.15	7.60	6.24%	9.01	18.58%	10.84	20.34%
预收款项	1.24	9.52	670.36%	19.41	103.96%	31.40	61.80%
流动负债合计	78.25	66.32	-15.24%	76.83	15.84%	90.96	18.39%
非流动负债	2.16	2.00	-7.31%	2.00	0.00%	2.00	0.00%
母公司股东权益	1,126.89	1,189.38	5.55%	1,262.99	6.19%	1,355.20	7.30%
净营运资本	742.59	306.59	-58.71%	325.04	6.02%	361.88	11.33%
投入资本 IC	578.41	1,111.39	92.15%	1,209.28	8.81%	1,309.45	8.28%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	88.78	75.82	-14.60%	92.01	21.35%	115.26	25.28%
折旧摊销	16.53	0.00	N/A	67.89	N/A	115.39	69.96%
净营运资金增加	(224.59)	(436.00)	N/A	18.45	N/A	36.84	99.68%
经营活动产生现金流	134.27	52.61	-60.81%	116.80	122.00%	185.59	58.90%
投资活动产生现金流	(532.98)	96.40	N/A	(298.00)	N/A	(198.00)	N/A
融资活动产生现金流	(66.52)	(33.45)	N/A	(21.03)	N/A	(25.79)	N/A
现金净增(减)	(465.23)	115.56	N/A	(202.23)	N/A	(38.20)	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，轻工、造纸行业高级研究员。

## 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。