



玩具业务重拾升势，新领域积极涉足

——高乐股份（002348）调研快报

2014年04月22日

推荐/首次

高乐股份

调研快报

关注 1: 终端培育意识加强，销量提升空间打开

目前公司渠道大致分为五类，（一）经销商，销售占比约 20%；（二）KA（大型连锁超市等）；（三）礼品渠道，主要是捆绑奶粉，目前已包括贝因美、惠氏等知名大品牌，销售占比约 30%；（四）电商，从 2013 年下半年开始；（五）专卖店，如玩具反斗城等。公司 2013 年国内销售的增长超过 70%，与公司外销环境变化从而主动注重国内终端培养有较大关系，重点在礼品渠道和 KA，目的是可以更为直接及时地了解市场情况，同时带来销售增量。预计公司将继续加大对终端渠道的维系和培育，专卖店方面，公司最大客户玩具反斗城目前在国内门店数为 40-50 家，未来规划在 100 家左右。

关注 2: 关注研发设计，提升产品附加值

公司看好益智教育类玩具未来的市场空间，认为国内玩具消费的趋势将从“玩具可有可无”逐步转变为“玩具有功能，玩具可益智”，因此，具有良好内容和外观设计的玩具产品将是公司产品的未来方向。外观形象方面，公司已有加菲猫的授权，去年新添蓝精灵形象，今年动漫形象授权仍有望继续斩获，公司目前暂没有与动漫公司合作开发动漫形象，认为内容剧本是动漫成功的关键。公司会找一些成熟的形象来获取形象运作经验，未来不排除合作开发的可能性。除动漫形象之外，公司在设计研发上会考虑在传统产品基础上不断注入高科技和时尚潮流因素。

关注 3: 手游产品即将面世，衍生产品的销售是重点

公司手游产品的研发进度正常，产品将带来玩家更贴近真实的游戏体验，未来公司的构想是以游戏带动外设等相关衍生产品的销售。与手游公司合作方面，公司重点考虑手游产品和相关衍生品的产品生命周期匹配问题，由于衍生品研发及成长周期较长，与生命周期较短的手游产品的合作可能性较小。除生命周期以外，部分衍生品如游戏外设产品因主要用途在于提升玩家体验感和真实感，一些体验提升空间较小的游戏产品预计合作的可能性也较小。

万力

010-66555458

wanli@dxzq.net.cn

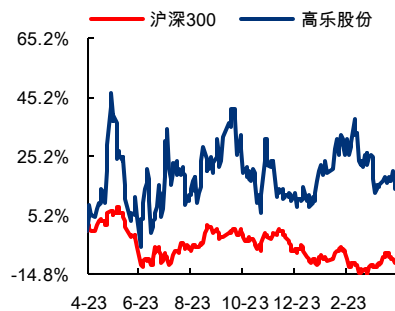
执业证书编号:

S1480514030001

交易数据

| | |
|-----------------|-------------|
| 52 周股价区间 (元) | 6.77-11.93 |
| 总市值 (亿元) | 32.06 |
| 流通市值 (亿元) | 21.84 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 47360/32266 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 5.28 |

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

1、《高乐股份（002348）调研快报：多品类产品战略助力企业稳健增长》2012-07-27

关注 4：以融合度考虑，公司有望涉足文化及幼教产业

公司对涉足新行业和领域的前提是项目本身与公司的融合度，从公司玩具产品主业发展以及对益智教育功能的关注来看，文化以及幼教产业与公司业务的融合度较高，而且未来行业空间得到公司认可，公司已提出将结合自身优势，寻求合适的核心资源，实施并购，强强联合，发挥协同效应，为公司带来新的利润增长点，并购预期一定程度上将提升公司的业绩和估值预期。

结论：

公司传统玩具主营业务随着公司对终端渠道的策略转变，预计销售规模的提升空间将逐步打开，新产品手游项目是公司将玩具与相关产业融合的首次尝试，2014 年上半年新产品面世将成为资本市场对公司业务进行重新审视的契机，而对于融合度较高且行业潜力巨大的文化创意以及幼教等新领域公司同样存在涉足的动力，我们认为 2014 年是公司新业务布局及接受市场检验的关键之年，传统业务有望在渠道发力的前提下保持稳健增长。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.15 元、0.18 元、0.23 元，对应动态 PE 分别为 46 倍、39 倍和 30 倍。首次给予“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产合计 | 784 | 766 | 852 | 1042 | 1305 | 营业收入 | 392 | 425 | 553 | 719 | 935 |
| 货币资金 | 517 | 451 | 470 | 611 | 748 | 营业成本 | 276 | 307 | 398 | 516 | 669 |
| 应收账款 | 144 | 139 | 179 | 232 | 302 | 营业税金及附加 | 2 | 3 | 3 | 4 | 6 |
| 其他应收款 | 22 | 11 | 15 | 19 | 25 | 营业费用 | 19 | 26 | 33 | 43 | 54 |
| 预付款项 | 4 | 2 | 4 | 7 | 8 | 管理费用 | 30 | 36 | 45 | 60 | 78 |
| 存货 | 86 | 104 | 129 | 167 | 216 | 财务费用 | -12 | -2 | 0 | 5 | 8 |
| 其他流动资产 | 4 | 55 | 55 | 5 | 5 | 资产减值损失 | 0.57 | -0.38 | 0.50 | 0.50 | 0.50 |
| 非流动资产合计 | 406 | 403 | 569 | 523 | 477 | 公允价值变动收益 | -0.87 | 0.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 1.56 | 0.71 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 固定资产 | 127.76 | 114.38 | 273.82 | 401.50 | 358.68 | 营业利润 | 77 | 57 | 74 | 91 | 121 |
| 无形资产 | 226 | 127 | 124 | 121 | 117 | 营业外收入 | 0.03 | 27.87 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |
| 其他非流动资产 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 1.00 | 8.31 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 资产总计 | 1190 | 1169 | 1421 | 1565 | 1782 | 利润总额 | 76 | 77 | 83 | 100 | 130 |
| 流动负债合计 | 69 | 7 | 169 | 214 | 312 | 所得税 | 12 | 11 | 13 | 15 | 19 |
| 短期借款 | 56 | 0 | 160 | 203 | 298 | 净利润 | 64 | 65 | 71 | 85 | 110 |
| 应付账款 | 8 | 5 | 7 | 8 | 11 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 预收款项 | 2 | 1 | 2 | 2 | 3 | 归属母公司净利润 | 64 | 65 | 71 | 85 | 110 |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 84 | 75 | 109 | 143 | 175 |
| 非流动负债合计 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2BPS (元) | 0.27 | 0.14 | 0.15 | 0.18 | 0.23 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 负债合计 | 71 | 9 | 171 | 216 | 314 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 11.24% | 8.55% | 30.02% | 30.00% | 30.00% |
| 实收资本(或股 | 237 | 474 | 474 | 474 | 474 | 营业利润增长 | 3.27% | -25.94% | 30.31% | 22.44% | 32.38% |
| 资本公积 | 673 | 436 | 480 | 528 | 581 | 归属于母公司净利润 | 8.75% | 20.02% | 8.75% | 20.02% | 29.46% |
| 未分配利润 | 172 | 207 | 200 | 191 | 180 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东 | 1120 | 1160 | 1250 | 1349 | 1468 | 毛利率(%) | 29.64% | 27.92% | 28.09% | 28.26% | 28.42% |
| 负债和所有者权 | 1190 | 1169 | 1421 | 1565 | 1782 | 净利率(%) | 16.44% | 15.32% | 12.81% | 11.83% | 11.78% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | 5.41% | 5.57% | 4.99% | 5.43% | 6.18% |
| | | | | | | ROE(%) | 5.75% | 5.62% | 5.67% | 6.31% | 7.50% |
| 经营活动现金流 | 9 | 41 | 36 | 89 | 40 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 64 | 65 | 71 | 85 | 110 | 资产负债率(%) | 6% | 1% | 12% | 14% | |
| 折旧摊销 | 19.50 | 19.45 | 34.23 | 45.99 | 45.99 | 流动比率 | 11.43 | 104.67 | 5.04 | 4.86 | 4.18 |
| 财务费用 | -12 | -2 | 0 | 5 | 8 | 速动比率 | 10.17 | 90.51 | 4.28 | 4.08 | 3.48 |
| 应收账款减少 | 0 | 5 | -40 | -54 | -70 | 营运能力 | | | | | |
| 预收帐款增加 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.33 | 0.36 | 0.43 | 0.48 | 0.56 |
| 投资活动现金流 | -3 | 137 | -195 | 1 | 1 | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 公允价值变动收 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 50.49 | 62.40 | 93.73 | 95.76 | 95.98 |
| 长期股权投资减 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 每股收益(最新摊薄) | 0.27 | 0.14 | 0.15 | 0.18 | 0.23 |
| 筹资活动现金流 | -22 | -67 | 179 | 51 | 96 | 每股净现金流(最新 | -0.06 | 0.24 | 0.04 | 0.30 | 0.29 |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 4.73 | 2.45 | 2.64 | 2.85 | 3.10 |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 237 | 0 | 0 | 0 | P/E | 25.51 | 50.44 | 46.38 | 38.64 | 29.85 |
| 资本公积增加 | 0 | -237 | 44 | 48 | 53 | P/B | 1.47 | 2.83 | 2.63 | 2.44 | 2.24 |
| 现金净增加额 | -15 | 112 | 20 | 141 | 137 | EV/EBITDA | 14.03 | 38.01 | 27.36 | 20.19 | 16.23 |

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

万力

西南财经大学数量经济学硕士，曾任职于大型国企财务部、天相投顾，4年证券市场从业经验。2014年初加盟东兴证券研究所，现专注于轻工制造、林业领域的研究。

联系人简介

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。