

高乐股份(002348)

报告日期: 2014年7月25日

# 幼教产业空间巨大 协同效应是关键

## ——高乐股份跟踪报告

✍️ : 黄薇 执业证书编号: S1230511010005  
☎️ : 021-64718888-1813  
✉️ : huangwei@stocke.com.cn

### 报告导读

高乐玩具生产的经验与幼教市场天然有交集。

### 投资要点

#### □ 千亿级别幼教市场 研发、渠道和管理是制胜法宝

6岁前的教育有2个年龄段,一是0-3岁婴儿期,主要是身体机能、协调感、视觉、听觉的发育,需要家长一起来配合参与,规模较大的早教机构有金宝贝、美吉姆等;二是3-6岁年龄段幼教阶段,一部分是注重综合素质的培养,国外称为领导力教育;另一部分是有针对性的单项学习,比如英语、钢琴、绘画等。该年龄段较大的早教机构有天才宝贝、创意嘟嘟、迪斯尼等。

目前国内0至3岁的婴幼儿超过6000万,幼儿园在园人数3895万,即学龄前儿童人数在1亿左右。同时,北上广深一线城市每孩童每年的课程收费普遍在1万元以上,二三四线城市在2000-8000元/人/年不等。现代父母的新育儿观念正在成为主导,带来幼教渗透率的不断提升,我们认为该市场将快速发展到千亿级别。

但当前的幼教机构普遍存在门槛较低、师资匮乏、教材版权不正规等现象,同时它们对加盟式扩张模式的驾驭能力也不足,增收不增利的现象时有发生。我们认为,幼教机构的发展壮大首先需要政策的规范,其次需要提升核心竞争力,包括教材的标准化、本地化、及时更新等,在扩张方式上,需平衡直营和加盟的关系,对外地加盟店的管理尤其需要重视。

因此,我们看好幼教市场的巨大空间,同时认为有教材研发能力、有幼儿园渠道优势、有加盟管理经验的机构能迅速摆脱无序竞争的局面发展壮大。高乐2010年转型内销,与广大幼儿园、卫星少儿频道合作密切,同时深谙国内各层级的经销渠道,管理经验丰富。更为重要的是,高乐对幼儿心理与智力开发的相关经验与幼教机构天然有交集,双方有效嫁接必能发挥巨大协同效应。

#### □ 盈利预测及估值

高乐年报中旗帜鲜明地看好“单独二胎”政策带来的补偿性生育高峰,首次提出要努力寻求拓展文化创意及幼教产业的机会,计划以并购形式嫁接幼教和玩具两大朝阳产业,充分发挥协同效应。预计2014-2016年eps为0.17元、0.24元和0.33元,14-15年PE为43X和31X,未来3年净利润CAGR34%,维持增持评级。

### 评级

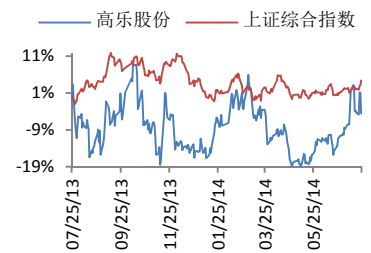
增持

上次评级	增持
当前价格	¥7.35

### 单季度业绩

元/股

1Q/2014	0.04
4Q/2013	-0.01
3Q/2013	0.03
2Q/2013	0.07



### 公司简介

### 相关报告

- 1 《现有经营情况稳定 计划切入新业务领域》2014.04.28
- 2 《积极布局玩具相关产业 培育新的利润增长点》2014.04.10
- 3 《2014年继续拓展多种内销渠道》2014.03.25
- 4 《内销转型成果丰硕》2014.02.27
- 5 《开局良好 营业利润同比增17%》

## 财务摘要

2012.04.23

(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	425	602	818	1118
(+/-)	9%	41%	36%	37%
净利润	65	82	114	158
(+/-)	1%	25%	40%	38%
每股收益 (元)	0.14	0.17	0.24	0.33
P/E	52	43	31	22

报告撰写人: 黄薇

数据支持人: 黄薇

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

## 表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	765.75	812.16	973.80	1475.52	<b>营业收入</b>	425.47	601.75	818.27	1117.75
现金	450.65	319.00	450.49	610.00	营业成本	306.70	421.84	567.39	774.33
应收账款	138.53	270.79	277.49	472.62	营业税金及附加	2.57	3.64	4.95	6.76
其它应收款	11.32	63.43	19.56	90.11	营业费用	25.96	34.90	47.46	64.83
预付账款	2.39	9.58	3.86	14.69	管理费用	36.42	46.94	63.83	87.18
存货	103.54	122.79	190.10	248.68	财务费用	-1.91	-1.75	0.41	-0.96
其他	59.32	26.58	32.30	39.40	资产减值损失	-0.38	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	403.27	554.78	665.83	849.35	公允价值变动收益	0.26	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.71	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.38	168.15	220.88	284.76	<b>营业利润</b>	57.07	96.19	134.24	185.61
无形资产	126.98	180.92	263.10	359.09	营业外收入	27.87	0.00	0.00	0.00
其他	161.91	205.72	181.84	205.49	营业外支出	8.31	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	1169.02	1366.94	1639.63	2324.86	<b>利润总额</b>	76.63	96.19	134.24	185.61
<b>流动负债</b>	7.32	147.12	335.45	904.38	所得税	11.47	14.43	20.14	27.84
短期借款	0.00	125.75	317.09	871.64	<b>净利润</b>	65.16	81.76	114.10	157.77
应付账款	5.27	15.36	12.68	24.09	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.05	6.00	5.69	8.65	<b>归属母公司净利润</b>	65.16	81.76	114.10	157.77
<b>非流动负债</b>	2.00	2.05	2.02	2.02	<b>EBITDA</b>	82.56	124.64	181.12	252.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>EPS (摊薄)</b>	0.14	0.17	0.24	0.33
其他	2.00	2.05	2.02	2.02					
<b>负债合计</b>	9.32	149.17	337.47	906.41	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1159.70	1217.77	1302.16	1418.46	<b>成长能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	1169.02	1366.94	1639.63	2324.86	营业收入增长率	8.55%	41.43%	35.98%	36.60%
					营业利润增长率	-25.94%	68.53%	39.56%	38.27%
					归属于母公司净利润增长率	1.14%	25.47%	39.56%	38.27%
<b>现金流量表</b>					<b>盈利能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	毛利率	27.92%	29.90%	30.66%	30.72%
<b>经营活动现金流</b>	24.07	-47.67	135.80	-92.01	净利率	15.32%	13.59%	13.94%	14.12%
净利润	65.16	81.76	114.10	157.77	ROE	5.62%	6.71%	8.76%	11.12%
折旧摊销	19.45	36.22	54.65	78.91	ROIC	4.62%	5.59%	6.63%	6.43%
财务费用	-1.91	-1.75	0.41	-0.96	<b>偿债能力</b>				
投资损失	-0.71	0.00	0.00	0.00	资产负债率	0.80%	10.91%	20.58%	38.99%
营运资金变动	-53.85	-163.90	-33.32	-327.75	净负债比率	0.00%	10.33%	24.35%	61.45%
其它	-4.07	0.00	-0.04	0.01	流动比率	104.67	5.52	2.90	1.63
<b>投资活动现金流</b>	-15.90	-187.81	-165.53	-262.52	速动比率	90.51	4.69	2.34	1.36
资本支出	10.98	101.21	139.94	181.02	<b>营运能力</b>				
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.36	0.47	0.54	0.56
其他	-4.91	-86.60	-25.59	-81.50	应收账款周转率	3.02	2.94	2.98	2.98
<b>筹资活动现金流</b>	-78.85	11.98	-34.23	-49.07	应付账款周转率	44.98	40.90	40.47	42.12
短期借款	-55.50	33.90	-4.10	-8.57	<b>每股指标 (元)</b>				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.14	0.17	0.24	0.33
其他	-23.35	-21.93	-30.12	-40.51	每股经营现金流	0.05	-0.10	0.29	-0.19
<b>现金净增加额</b>	-70.68	-223.50	-63.95	-403.60					

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>