

# 高乐股份 (002348)

## 玩具龙头遭遇瓶颈，试水教育寻求成长

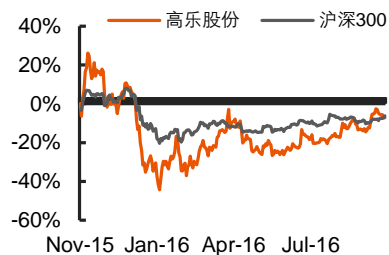
### 推荐 (维持)

现价: 7.95 元

#### 主要数据

行业	教育
公司网址	www.goldlok.com
大股东/持股	兴昌塑胶五金厂有限公司 /19.76%
实际控制人/持股	杨镇欣/%
总股本(百万股)	947
流通 A 股(百万股)	741
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	75.59
流通 A 股市值(亿元)	59.14
每股净资产(元)	1.30
资产负债率(%)	2.10

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**金嘉欣** 投资咨询资格编号 S1060516040002  
JINJIAXIN217@PINGAN.COM.CN

**苏多永** 投资咨询资格编号 S1060515050001  
SUDUOYONG627@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

#### 平安观点:

- **玩具制造业龙头遭遇成长瓶颈，调整营销策略应对下滑压力：**高乐股份是国内玩具制造龙头企业，由 6 位家族成员合计持股 43.5% 共同控制；2016 年 1-6 月公司实现营业收入 2.04 亿元，同比下降 10.91%，实现净利润 0.23 亿元，同比下降 24.16%。受欧美玩具市场增速放缓影响，公司玩具主业增长受压，公司调整营销策略，逐步提高国内市场销售占比，同时加强自主品牌“GOLDLOK”管理和投研支出，提升产品质量抢占市场。
- **收购泛爱众试水在线教育，积极探索外延发展：**公司 2016 年 10 月 17 日公告称，拟以自有资金 9000 万元收购“泛爱众”100% 股权；标的公司业绩承诺，2016-2018 年度，泛爱众承诺净利润不低于 800 万元、1100 万元、1300 万元。泛爱众主要产品为拥有自主知识产权的“孝信智云教育”平台，实现家校沟通，至此公司正式涉足在线教育领域，在线教育业务与公司玩具主业消费群体一致，具有天然协同；另外，公司成立并购基金，主要覆盖 K12、互联网等领域项目，为公司转型做储备。
- **全球玩具市场增速放缓，婴儿潮+二胎政策利好玩具及教育行业：**据产业信息网数据，2010-2014 年以来，欧美等成熟玩具市场规模增速明显放缓，玩具消费市场开始向新兴市场延伸，我国玩具出口规模呈小幅增长，2010-2014 年复合增长率为 8.83%。数据显示，中国将迎来建国以来第四次婴儿潮，叠加 2016 年全面开放二胎政策，在全面开放的 4-5 年间，我国将新增新生儿 9100 万-1.06 亿人。政策+人口红利将利好国内玩具、教育等相关市场。
- **在线教育前景广阔，泛爱众广东地区市场基础好。**智研咨询《2017-2022 年中国 K12 在线教育市场现状分析预测及未来前景预测报告》数据显示，2015 年我国 K12 阶段在线教育市场规模约为 359 亿元，到 2020 年，K12 在线教育市场规模将达到 1100 亿元左右，未来五年复合增长率为 25%，

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	417	414	427	463	501
YoY(%)	-2.0	-0.6	3.1	8.3	8.1
净利润(百万元)	45.8	56	60	70	77
YoY(%)	-29.7	22.0	7.3	17.0	9.4
毛利率(%)	28.8	30.1	30.4	32.3	32.6
净利率(%)	11.0	13.5	14.0	15.2	15.3
ROE(%)	3.9	4.6	4.6	5.3	5.7
EPS(摊薄/元)	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
P/E(倍)	165.05	135.3	126.1	107.7	98.5
P/B(倍)	6.39	6.2	5.8	5.7	5.6

市场增长潜力大；近年来广东省积极探索全面实现教育信息化，目前广东省独立建制以上公办学校“校校通”覆盖率超过 96%，泛爱众产品立足广东辐射全国，广东省积极推进教育信息化为泛爱众产品推广提供市场基础。

- **投资建议：**作为国内玩具企业龙头，受制于全球玩具市场增速放缓，高乐股份传统主业成长受压，为寻求新的增长点，公司积极开拓业务转型，近期将以 9000 万元现金收购泛爱众，初步试水在线教育，预计公司后期仍将围绕儿童教育产业转型，以期达到传统业务与新业务的协同。我们预计公司传统业务明后年逐步企稳，泛爱众将很快实现并表，预计公司 2016-2018 年实现营业收入 4.27 亿元、4.63 亿元和 5.01 亿元，同比增长 3.1%、8.3%和 8.1%，同期净利润分别为 6000 万元、7000 万元和 7700 万元，对应 EPS 分别为 0.06 元、0.07 元和 0.08 元，对应 10 月 24 日收盘价，动态 PE 分别为 126.1 倍、107.7 倍和 98.5 倍。首次覆盖公司，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**人口红利释放不及预期，经济下行风险，外销汇率波动风险，公司转型不及预期。

# 正文目录

<b>一、玩具龙头外销承压，调整市场寻求增长</b> .....	<b>5</b>
1.1 家族玩具企业，核心人员增持 .....	5
1.2 业绩承压，出口转内销 .....	6
1.3 注重品牌与专利管理，加大投研提升竞争力.....	7
<b>二、全球市场增速放缓，国内市场潜力巨大</b> .....	<b>9</b>
2.1 全球玩具市场增速放缓，新兴市场增速较快.....	9
2.2 五大巨头占据高端市场，公司产品居于中端.....	10
2.3 婴儿潮+二胎政策刺激国内玩具市场空间.....	10
<b>三、借泛爱众切入教育，积极探索外延发展</b> .....	<b>12</b>
3.1 成立并购基金，积极探索外延发展 .....	12
3.2 现金收购泛爱众网络，试水在线教育 .....	13
3.3 在线教育市场空间增长潜力大 .....	13
<b>四、投资建议</b> .....	<b>14</b>
4.1 业绩预估：近期增速放缓，未来稳健上升 .....	14
4.2 公司估值 .....	16
4.3 投资建议：首次覆盖，给予“推荐”评级 .....	16
4.4 风险提示 .....	16

## 图表目录

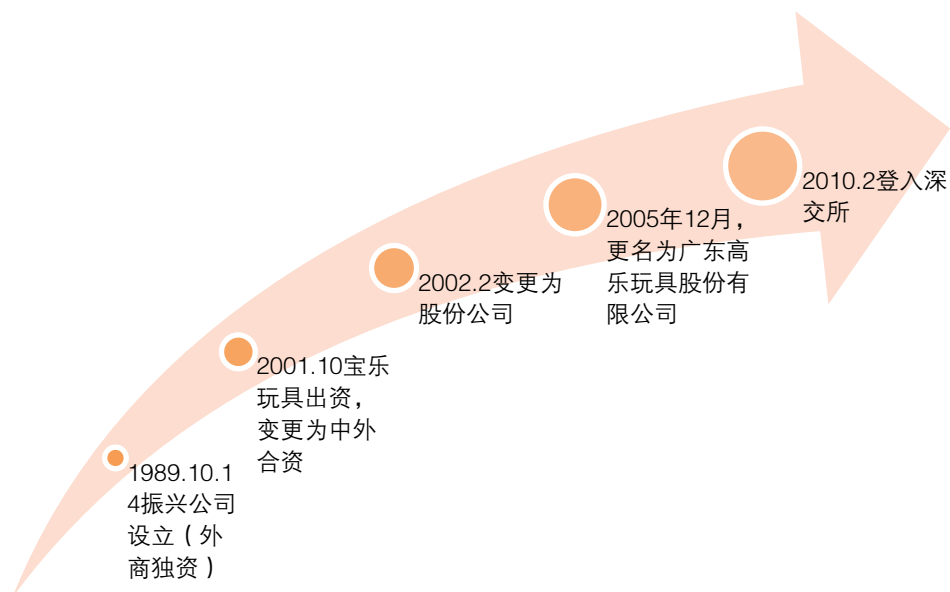
图表 1	公司发展历程 .....	5
图表 2	高乐股份最新股权结构 .....	6
图表 3	公司营业收入变化情况 .....	6
图表 4	公司净利润变化情况 .....	6
图表 5	2015 年公司营收构成 .....	7
图表 6	公司产品内销 VS 外销营收及占比 .....	7
图表 7	2015 年度公司主要客户销售额占营收比重 .....	7
图表 8	公司自主品牌“GOLDLOK” .....	8
图表 9	公司核心产品竞争优势 .....	8
图表 10	专利积累+技术研发=可持续发展 .....	8
图表 11	全球玩具市场规模变化 .....	9
图表 12	2014 全球玩具市场区域分布格局 .....	9
图表 13	我国玩具出口规模 .....	9
图表 14	世界前五大玩具公司市场占有率 .....	10
图表 15	国内玩具市场竞争格局 .....	10
图表 16	我国总人口、出生率、自然增长率历史变迁 .....	11
图表 17	我国生育政策演变 .....	11
图表 18	2012 年我国 15-49 岁育龄妇女中，子女为独生子女的妇女人数 .....	11
图表 19	二胎政策+人口红利 .....	12
图表 20	并购基金拟外延发展方向 .....	13
图表 21	泛爱众业绩承诺 .....	13
图表 22	K12 在线教育市场规模及预测 .....	14
图表 23	高乐股份各项主营业务营收及增长率预测（单位：百万元;%） .....	14
图表 24	泛爱众营收及净利润预测（单位：百万元;%） .....	15
图表 25	高乐股份盈利预测（单位：百万元） .....	15
图表 26	玩具类可比公司估值比较（单位：百万元;%；截至 2016 年 10 月 21 日） .....	16
图表 27	在线教育类可比公司估值比较（单位：百万元;%；截至 2016 年 10 月 21 日） .....	16

## 一、玩具龙头外销承压，调整市场寻求增长

### 1.1 家族玩具企业，核心人员增持

广东高乐玩具股份有限公司（后称“公司”或“高乐玩具”）前身普宁市振兴制造厂有限公司（后称“振兴制造”）成立于1989年10月14日。作为一家外商独资公司，振兴制造于2001年变更为中外合资企业，并于2002年采取整体变更方式设立广东高乐玩具制造股份有限公司。经过数年的发展，公司已成为玩具制造行业的龙头企业。2005年，公司更名为广东高乐股份有限公司，2010年2月，公司正式登入深圳证券交易所。

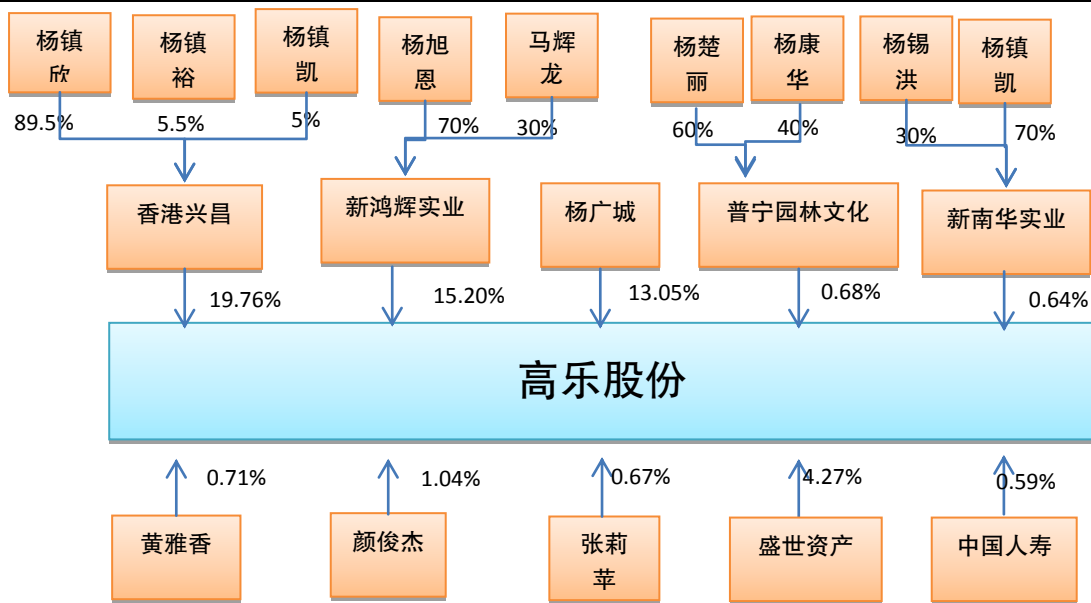
图表1 公司发展历程



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**家族控股企业，大股东增持凸显信心：**目前公司总股本为 9.47 亿股，公司为典型家族控股企业，第一大自然人股东为杨镇欣，通过香港兴昌间接持有公司股份 17.69%。公司实际控制人为杨镇欣、杨旭恩、杨镇凯、杨楚丽、杨康华、杨广城等杨氏家族 6 人，合计持股约 43.5%。公司现任董事长为杨旭恩，杨广城任董秘。2016 年 10 月 20 日，公司公告称第三大股东杨广城计划在未来一年内增持公司股份，金额不高于 5000 万元。按照 10 月 20 日公司股票收盘价 7.98 元/股计算，杨广城拟增持股数约 626.57 万股，预计增持完成后合计持股约占公司总股本的 13.71%。

图表2 高乐股份最新股权结构

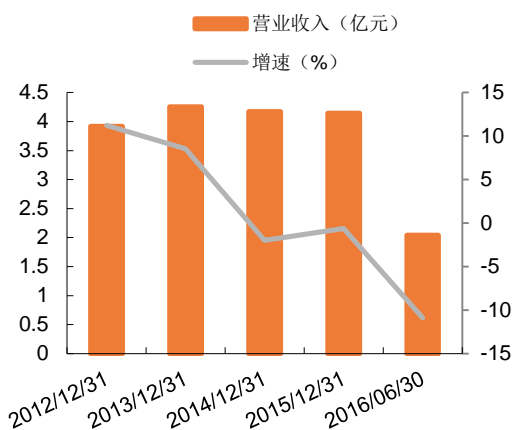


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.2 业绩承压，出口转内销

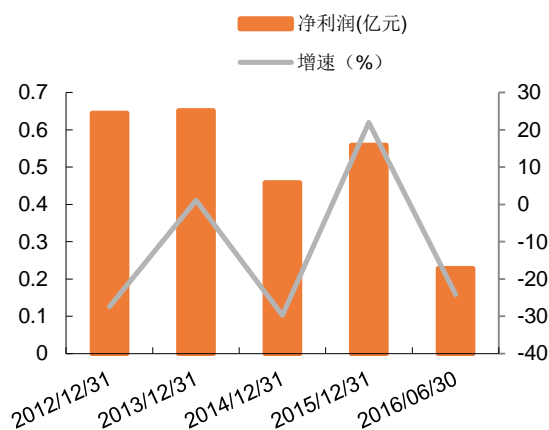
**营收利润双面承压：**2015年，公司实现营收4.14亿元，同比减少0.62%；实现净利润5585.58万元，同比增长21.96%，总体来说，公司2015年营收呈现小幅下降趋势，净利润略超预期。2012-2015年，公司营收复合增长率为1.9%，净利润复合增长率为-4.6%，公司面临营收增长停滞，利润率下滑压力。据公司2016年最新半年报数据显示，公司营收、净利润均呈略微下滑趋势，其中，公司2016年H1营收同比下滑10.91%，净利润同比下滑24.16%。

图表3 公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 公司净利润变化情况

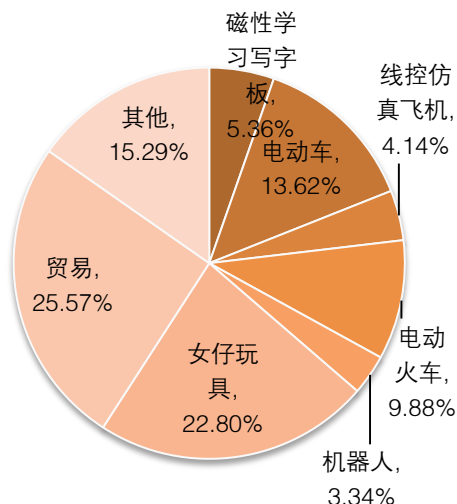


资料来源：公司公告，平安证券研究所

**产品受众为儿童及青少年，销售由出口向内销倾斜：**公司主要产品包括电动火车玩具、互动对打机器人玩具、电动车玩具、线控仿真飞机、智能女仔玩具、环保磁性学习写字板等，产品规格品种有1000余种，受众群体以各年龄段儿童及青少年为主。

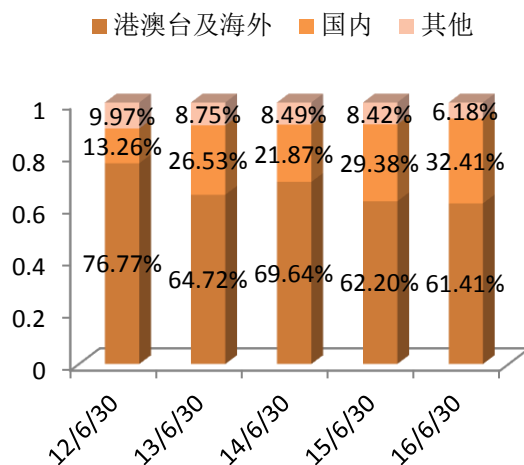
公司销售网络遍及欧洲、美国、拉美、亚洲等区域，客户 300 余家，海外主要客户为国际著名商超，其中前三重点客户 TOYS "R" US LTD、沃尔玛、以及 TESCO 销售额分别占公司营收 11.96%、5.47%、1.28%，合计占比 18.71%；近年来，公司加大内销推行力度，国内销售额占比大幅提升，从年中数据来看，内销占比由 2012 年中的 13.26% 提升至 2016 年中的 32.41%，目前公司国内重点客户分别为华润万家和大润发，销售额占公司营收比例为 11.33%、8.82%，合计占比 20.12%，公司前 2 大国内客户销售额已超前三国际客户，预计公司市场推广仍将进一步向国内倾斜。

图表5 2015 年公司营收构成



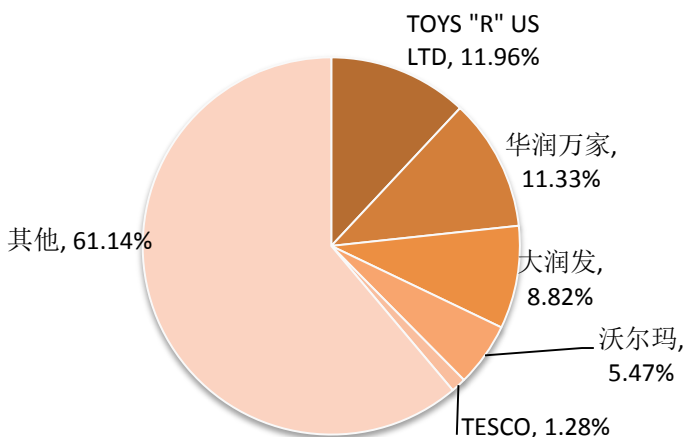
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司产品内销 VS 外销营收及占比



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 2015 年度公司主要客户销售额占营收比重



资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 1.3 注重品牌与专利管理，加大投研提升竞争力

公司产品自主品牌占比 90%，核心产品具有市场竞争力。在我国玩具行业，由于出口产品普遍采用 OEM 方式为海外贸易商贴牌加工，造成了我国本土品牌的培育和发展受到了很大限制。自设立以来，公司坚持自主品牌战略，自主品牌产品比例高达 90%以上，公司自有的“GOLDLOK”国际市场知名度较高；核心产品电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板等，在美国、拉美、欧洲市场处于领先地位，女仔玩具系列在 29cm 市场主流规格上仅次于全球最大玩具厂商美泰。据广东玩具协会数据显示，公司是国内最大的电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板、机器人玩具出口企业，并为行业内国内自主品牌玩具第三名，自主品牌出口电子电动玩具第二名。

图表8 公司自主品牌“GOLDLOK”



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

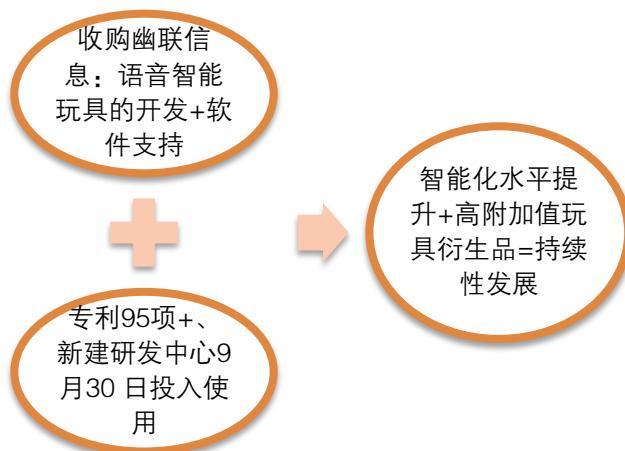
图表9 公司核心产品竞争优势

公司产品	国际地位	国内地位
电动火车	出口美国、欧洲、拉美等国家，市场占有率处于绝对领先地位	国内最大的电动火车、线控仿真飞机、磁性学习写字板、机器人玩具出口企业；
线控仿真飞机、磁性学习写字板	在美国、拉美、欧洲市场处于领先地位	国内自主品牌玩具第三名，自主品牌出口电子电动玩具第二名
女仔玩具系列在 29cm 市场主流规格	仅次于全球最大玩具厂商美泰	N/A

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

公司注重专利积累，携手专项技术公司加强增强技术开发能力：截至 2015 年底公司共有授权专利 95 项，软件著作权 9 项；另外，公司联手幽联技术成立子公司深圳高乐联科技有限公司，高乐股份持股 51%，幽联技术掌握人工智能核心技术，拥有“48 项专有技术”，联手之后负责公司语音智能玩具的开发，以丰富公司产品线，助力公司向智慧教育方向转型，同时，幽联可工程化的人工智能技术，能够为高乐玩具提供软件支持，推动高乐从传统的硬件玩具向智能玩具转型。

图表10 专利积累+技术研发=可持续发展



资料来源：公司公告，平安证券研究所

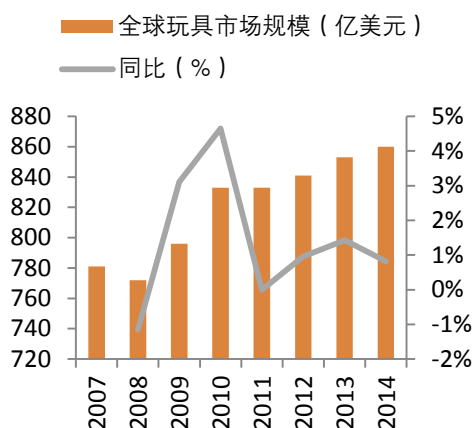


## 二、全球市场增速放缓，国内市场潜力巨大

### 2.1 全球玩具市场增速放缓，新兴市场增速较快

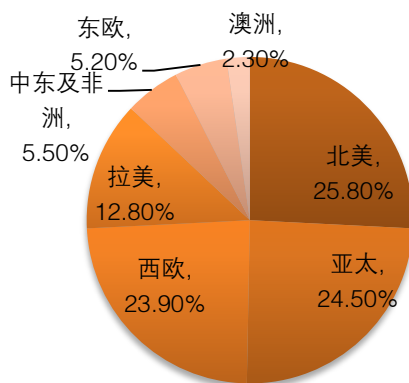
**全球市场增速放缓：**据中国产业信息网发布的《2015-2020 年中国玩具行业深度调研与投资前景评估报告》指出：2014 年全球玩具市场规模达到 860 亿美元，较 2013 年增长 0.8%。2007 年-2010 年，世界玩具市场规模增速较快，复合增长率达 2.17%；2010-2014 年以来，由于欧美等成熟市场经济增长趋于平缓，市场趋于饱和，玩具市场规模增速明显放缓，复合增长率为 0.8%。

图表11 全球玩具市场规模变化



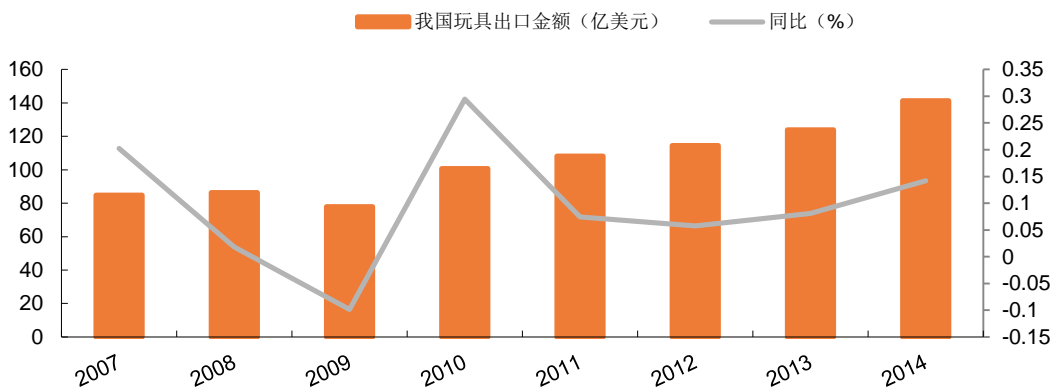
资料来源：产业信息网，平安证券研究所

图表12 2014 全球玩具市场区域分布格局



资料来源：产业信息网，平安证券研究所

图表13 我国玩具出口规模



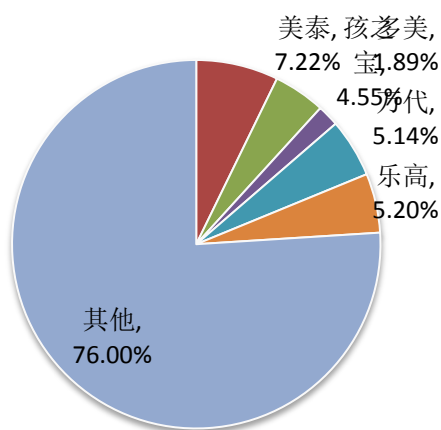
资料来源：公司公告，平安证券研究所

**新兴市场增速较快，我国市场相应受益：**近年来，玩具消费从成熟的欧美地区逐渐延伸至新兴市场，亚洲、南美、澳洲等地玩具消费增长迅速。2014 年，北美地区、亚洲和西欧的玩具消费最多，三个地区销售额基本持平，销售额占全球销售总额比例分别为 25.8%、24.5% 及 23.9%。受益于新兴玩具消费市场向新兴市场延伸，我国玩具出口规模呈稳步增长趋势，2010-2014 年复合增长率为 8.83%。

## 2.2 五大巨头占据高端市场，公司产品居于中端

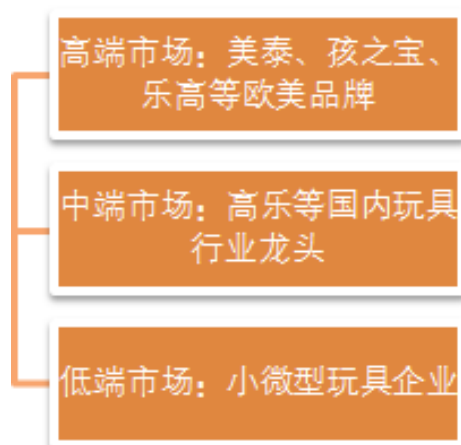
**五大巨头占据高端市场：**据产业信息网数据，世界前五大玩具公司为美泰、孩之宝、万代、多美、乐高，五个玩具巨头销售总收入约为 215.5 亿美元，CR5 合计市场占有率为 24%。中国是世界最大的玩具生产国和出口国，但仍然处于代工和普通的低档玩具产品居多的阶段，小微型玩具企业较多，缺乏自主创新能力和品牌意识，其产品在国内多处于中低端市场。而高端市场被美国美泰、孩之宝，日本万代、多美，丹麦乐高等国外知名品牌占据。公司作为国内玩具产业龙头之一，产品多居于中端市场。

图表14 世界前五大玩具公司市场占有率



资料来源：产业信息网，平安证券研究所

图表15 国内玩具市场竞争格局



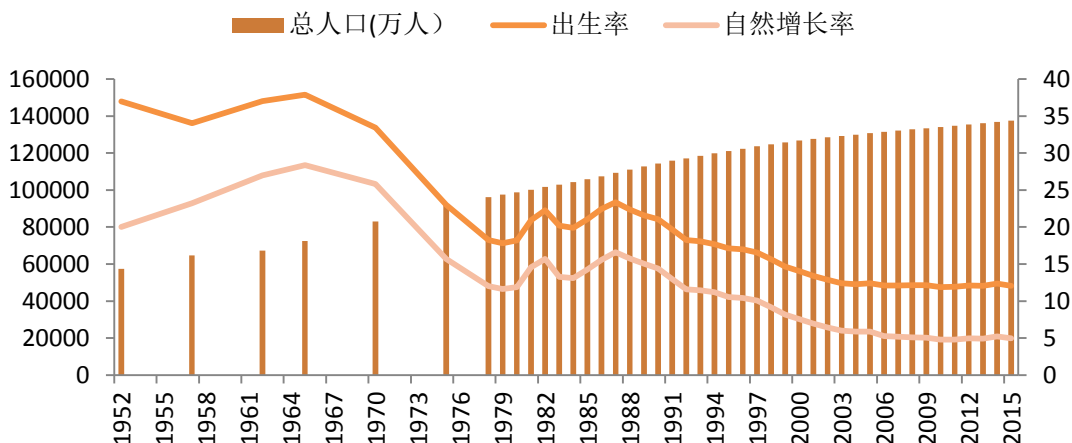
资料来源：WIND，平安证券研究所

## 2.3 婴儿潮+二胎政策刺激国内玩具市场空间

**建国以来第四次婴儿潮即将来临：**婴儿潮 (baby boom)，指的是在某一时期及特定地区，出生率大幅度提升的现象。从建国以来人口数量变化情况来看，我国首个婴儿潮出现于建国后不久，于 1957 年达到高点后开始明显下降，到 1961 年达到低点；第二次婴儿潮自 1962 年三年自然灾害结束后开始，这一波高峰在 1965 年，持续至 1973 年左右，是我国历史上出生人口最多、对后来经济影响最大的主力婴儿潮；第三次婴儿潮出现于 1986~1990 年，这 5 年形成一个潮峰，其中 1990 年是这 5 年中出生人口最多的一年，从 1992 年开始，年出生人口持续下降。

以上规律类推，每次“婴儿潮”平均都会有 20—30 年的周期。如今 1985-1990 年出生的“80 后”进入婚育高峰期，我们认为，中国将可能迎来新一轮的“婴儿潮”，利好国内幼教、婴幼儿食品、玩具等相关市场。

图表16 我国总人口、出生率、自然增长率历史变迁



资料来源: WIND、平安证券研究所

**全面二胎政策开放，人口红利即将兑现。**计划生育政策在我国由来已久，建国以来，我国生育政策便被纳入基本国策。从历史上来看，我国生育政策经历了一孩政策、一孩半政策、双独二胎政策、单独二胎政策、全面二胎政策等多个阶段。2016年1月1日起，我国全面实施二胎政策，人口红利将利好幼教、婴幼儿食品、儿童玩具、儿童生活用品等多个行业。

据中国人民大学人口与发展研究中心翟振武教授在2014年发表的论文《立即全面放开二胎政策的人口学后果分析》中测算，2012年我国15-49岁育龄妇女中，子女为独生子女人数合计为1.52亿人。也就是说，未来二胎政策的潜在受益人群覆盖为1.52亿人次。

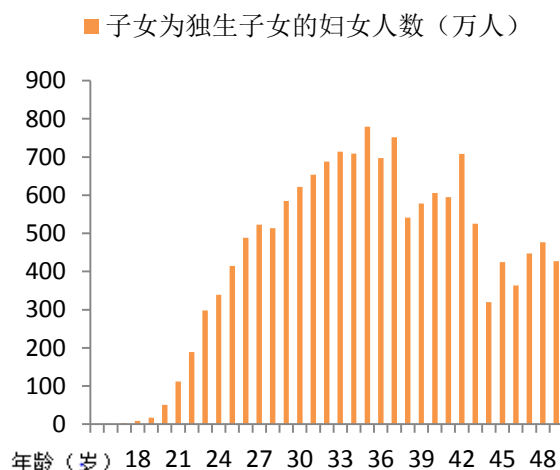
图表17 我国生育政策演变

时间	政策变化
1981-2001年	一孩政策、一孩半政策、部分省市农村居民两孩政策，少数民族特殊政策
2001年底起	双独二胎政策
2013年底起	单独二胎政策、部分省市放宽生育间隔、放宽再婚夫妇生育
2016年1月1日起	全面放开二胎政策

信息来源: 中国发展研究基金会《人口形势的变化和人口政策的调整》、全国人大常委会《人口与计划生育法修正案(草案)》

资料来源: 中国发展研究基金会《人口形势的变化和人口政策的调整》、全国人大常委会《人口与计划生育法修正案(草案)》，平安证券研究所

图表18 2012年我国15-49岁育龄妇女中，子女为独生子女的妇女人数



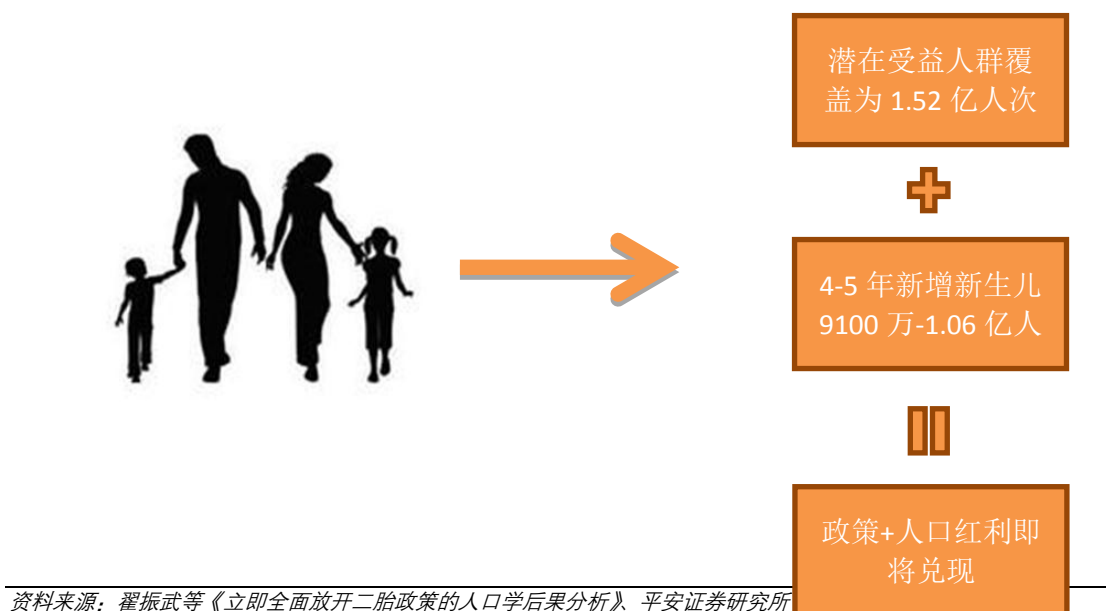
资料来源: 国家统计局、2005年全国1%人口抽样调查资料，平安证券研究所

**已育一孩的家庭二胎生育意愿较强。**2011年，中国人民大学人口与发展研究中心在北京各区县组织实施了针对“单独”家庭中已育一孩的妇女二胎生育意愿的调查，结果显示62%的“单独”夫妇想要生育第二个孩子；2013年，中国人口与发展研究中心在全国29个省市地区(西藏、新疆除外)开

展了针对 20~44 岁育龄妇女的调查，6 万多户样本数据显示 60.8% 的已育一孩的“单独”夫妇想要生育第二个孩子。据中国人口学会 2013 数据，妇女年龄越小，二胎生育意愿越高，其中 20~24 岁妇女的二胎生育意愿达到 80%，25~29 岁达到 70% 左右，30~34 岁在 60% 左右。除学术研究机构与政府部门外，国内多家大型媒体也对这一热点问题组织了网络调查。2013 年 11 月，新浪网利用互联网组织了网络调查，在参与调查的上万名网民中，74.7% 想要生育二胎。由于网络调查本身对样本有一定的选择性，样本可能更倾向集中在社会经济发达的城市地区，如果考虑到生育意愿更高的农村地区，这一比例可能会更高。

整合多个机构调查结果，目前全国和许多省份广泛采用的是有 60% 或 70% 的存量目标人群会生育第二个孩子，预计存量人口在 4 年或 5 年内完成生育。由此数据，我们粗略估算，在二胎政策全面开放的 4-5 年间，我国将新增新生儿 9100 万-1.06 亿人。考虑到 2011-2014 年我国新生儿数量均维持在 1600 万左右，与前期水平持平，2013 年“单独二孩”政策红利尚未释放。预计 2016 年全面开放二胎政策实施以后，政策+人口红利即将兑现，由此可见，国内包括玩具市场在内的婴幼儿相关产业市场空间增长潜力较大。

图表19 二胎政策+人口红利

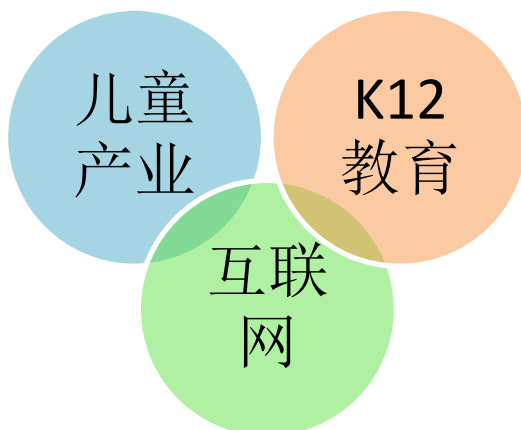


### 三、借泛爱众切入教育，积极探索外延发展

#### 3.1 成立并购基金，积极探索外延发展

**成立并购基金，拟布局协同产业：**公司积极探索转型战略，依托玩具主业向教育及相关产业拓展。2015 年 6 月 26 日，公司公告称拟投资 1.8 亿元与“中云辉资本”共同设立“高乐中云辉基金”，目的在于抓住我国儿童产业（早/幼教、妇幼医院、动漫及周边产品、儿童乐园等）、K12 教育及互联网等行业大力发展的市场机遇，为公司业务横向拓展和纵向延伸储备更多并购标的，进一步提高公司的业务开拓能力和核心竞争力。玩具主业与幼教、K12 教育等领域协同效应明显，期待公司未来外延并购发力，为公司带来新的利润增长点。

图表20 并购基金拟外延发展方向



资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.2 现金收购泛爱众网络，试水在线教育

**收购教育资产，业绩承诺较高：**公司 2016 年 10 月 17 日公告称，拟以自有资金 9000 万元收购广东泛爱众网络科技有限公司（以下简称“泛爱众”）100%股权，本次交易完成后，泛爱众将成为公司全资子公司。2015 年，泛爱众实现营收 969.45 万元，实现净利润 476.45 万元；2016 年 1-8 月，泛爱众已实现营收 675.08 万元，净利润 303.36 万元。2016-2018 年度，泛爱众承诺净利润分别为不低于 800 万元、1100 万元、1300 万元，业绩承诺较高，凸显标的公司管理层对公司业务的信心。

**试水在线教育，双轮驱动有所期待：**泛爱众主要产品为拥有自主知识产权的“孝信智云教育”平台，主要服务功能为家校沟通，并能够兼容手机、电脑等多平台运营。泛爱众目前市场定位为立足广东辐射全国，截至 2016 年 9 月，泛爱众与广东省内共 735 所中小学学校签订合作协议；旗下“孝信智云教育”平台注册用户数约 26 万人，其中学生用户近 23 万人，老师用户近 3 万人。至此公司正式涉足在线教育领域，与玩具主业具有天然协同性，有望实现“玩具+教育”双轮驱动，助力公司业绩增长。未来，公司拟通过投资、并购等多种手段，吸收优质教育资产，实现公司教育产业的战略布局。

图表21 泛爱众业绩承诺

	2016	2017	2018
泛爱众业绩承诺(万元)	800	1100	1300

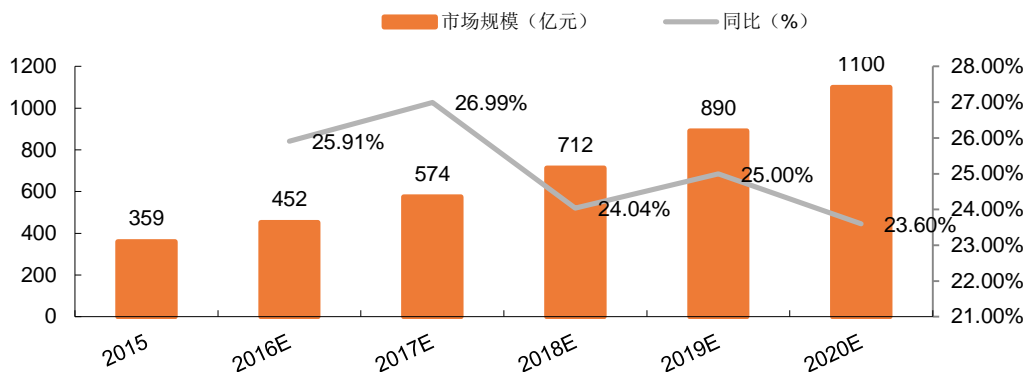
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.3 在线教育市场空间增长潜力大

**在线教育市场空间稳步增长，未来市场空间广阔：**在线教育是指依托云计算、大数据挖掘、多媒体等信息技术，以互联网为载体，来进行学习与教学的形式。与传统教育相比，在线教育能够突破时空限制，降低门槛，为用户提供丰富的学习内容。在国内优质教育资源紧缺的背景下，在线教育能够满足各年龄层的人不同的学习需求。互联网的普及、家庭收入增长，对教育支出力度加大等因素，都将推动在线教育快速发展。据智研咨询《2017-2022 年中国 K12 在线教育市场现状分析预测及未来前景预测报告》（此处 K12 范围包括小学一年级至高中三年级的教育系统，涵盖年龄范围为 7-18

岁)数据显示,2015年我国K12阶段在线教育市场规模约为359亿元,到2020年,K12在线教育市场规模将达到1100亿元左右,未来五年复合增长率为25%,市场空间增长潜力大。

图表22 K12 在线教育市场规模及预测



资料来源: 智研咨询报告、平安证券研究所

广东省教育信息化推广成果突出,泛爱众“孝信智云教育”平台推广具备市场基础。近年来广东省积极探索全面实现教育信息化,目前拥有广东教育视频网、“人人通”、“班班通”、“校校通”等多项示范性项目。截至2014年9月,广东省独立建制以上公办学校“校校通”覆盖率为96%,其中广州、深圳、珠海等17市公办学校已100%实现“校校通”;同期,全省61万间教室已有42万间配齐“班班通”多媒体教学设备,多媒体配备率达到70%。比上年增加28个百分点,其中广州、深圳、珠海等8市已实现100%“班班通”。泛爱众“孝信智云教育”平台通过手机、电脑等硬件兼容实现家校沟通,产品推广立足广东辐射全国,广东省积极推进教育信息化为泛爱众产品推广提供市场基础。

## 四、投资建议

### 4.1 业绩预估: 近期增速放缓, 未来稳健上升

2016-2018年,公司营业收入主要来自于玩具业务。近年来玩具市场规模增速缓慢,公司玩具业务各项分支均增速减缓,其中贸易业务实现营收增速较快,2013-2015年复合增速为13.72%;线控仿真飞机系列业务呈明显下降,2013-2015年复合增速为-20.84%。考虑到公司将转型在线教育,与玩具业务有天然协同性;且二胎+婴儿潮红利即将来临,我们预计未来两年公司玩具业务将逐步企稳,预计2016-2018年,贸易业务分别实现营收1.13亿元,1.19亿元,1.25亿元,同比增长7%,5%,5%;同期,线控仿真飞机业务分别实现营收1375万元,1306万元,1372万元,同比-20%,-5%,5%。预计其他玩具子业务女仔玩具系列、电动车系列、磁性学习写字板、电动火车系列、机器人系列及其他业务,保持相对平稳增速。在此基础上,预计公司2016-2018年传统业务实现营收4.26亿元,4.48亿元,4.82亿元,同比增长2.9%,5.09%,7.73%。

图表23 高乐股份各项主营业务营收及增长率预测(单位:百万元;%)

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
贸易	81.93	89.92	105.95	113.37	119.04	124.99
同比	111.37%	9.75%	17.84%	7.00%	5.00%	5.00%
女仔玩具系列	120.03	105.45	94.48	101.10	106.15	111.46
同比	11.05%	-12.15%	-10.40%	7.00%	5.00%	5.00%



	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
电动车	58.78	45.69	56.44	39.51	37.53	39.41
同比	-28.85%	-22.27%	23.54%	-30.00%	-5.00%	5.00%
磁性学习写字板	20.37	26.84	22.22	24.00	26.40	29.03
同比	3.92%	31.79%	-17.23%	8.00%	10.00%	10.00%
电动火车系列	57.63	51.08	40.96	32.77	31.13	32.69
同比	25.84%	-11.35%	-19.81%	-20.00%	-5.00%	5.00%
线控仿真飞机系列	27.43	29.05	17.19	13.75	13.06	13.72
同比	64.43%	5.92%	-40.84%	-20.00%	-5.00%	5.00%
机器人系列	8.85	12.21	13.83	6.92	5.53	5.81
同比	-30.78%	38.02%	13.27%	-50.00%	-20.00%	5.00%
其他	50.11	56.80	63.35	95.03	109.28	125.67
同比	-24.28%	13.35%	11.54%	50.00%	15.00%	15.00%
合计营收	425.12	417.04	414.43	426.44	448.13	482.79
同比	8.46%	-1.90%	-0.62%	2.90%	5.09%	7.73%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司 2016 年 10 月 17 日公告称，拟以自有资金 9000 万元收购“泛爱众”100%股权，交易完成后，泛爱众将成为公司全资子公司。2015 年，泛爱众实现营收 969.45 万元，实现净利润 476.45 万元；2016 年 1-8 月，泛爱众已实现营收 675.08 万元，净利润 303.36 万元。2016-2018 年度，泛爱众承诺净利润分别为不低于 800 万元、1100 万元、1300 万元。考虑到在线教育市场增速较快，且泛爱众在广东地区具有良好的市场、客户基础，我们预计泛爱众 2016-2018 年实现营收 1100 万元，1485 万元，1782 万元。

图表24 泛爱众营收及净利润预测（单位：百万元；%）

泛爱众	2015 年	2016 年 1-8 月	2016E	2017E	2018E
营业收入	9.69	6.75	11	14.85	17.82
营业成本	1.17	0.95	1.65	2.2275	2.673
净利润	3.03	4.76			
毛利率	87.93%	85.93%	85.00%	85.00%	85.00%
净利率	31.27%	70.52%			
业绩承诺			8	11	13

资料来源：公司公告、平安证券研究所

加总公司传统业务与泛爱众并表因素，预计公司 2016 -2018 年公司实现总营收 4.27 亿元、4.62 亿元，5.01 亿元，同比增速分别为 3.12%、8.34%、8.13%；同时假设公司各细分产品及泛爱众毛利率水平保持相对平稳，在此假设前提下预计公司 2016-2018 年实现净利润为 5991 万元、7017 万元和 7682 万元，同比增速分别为 7.25%、17.12%和 9.48%。

图表25 高乐股份盈利预测（单位：百万元）

项目	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营收	425.47	417.04	414.43	427.36	462.98	500.61
同比(%)	8.55%	-1.98%	-0.62%	3.12%	8.34%	8.13%
净利润	65.16	45.80	55.86	59.91	70.17	76.82
同比(%)	1.14%	-29.72%	21.96%	7.25%	17.12%	9.48%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 4.2 公司估值较高

与 A 股同类玩具公司比较，高乐股份处于高估值区间。从业务最为相似的邦宝益智、群兴玩具估值水平看，A 股市场给予玩具类公司估值较高，群兴玩具 2016 年动态 PE 高达 277.49 倍，PB7.77 倍；同期邦宝益智动态 PE 为 104.07 倍，预测 PB 为 12.07 倍，高乐股份 2016 动态 PE 为 126.06 倍，居于邦宝益智和群兴玩具之间。

图表26 玩具类可比公司估值比较（单位：百万元;%；截至 2016 年 10 月 21 日）

代码	证券简称	最新收 盘价 (元)	总市值(亿元)	2015 年 PE	2016 年预 测 PE	2015 年 PB	2016 年预 测 PB
002292.SZ	奥飞娱乐	27.93	365.29	74.70	52.91	12.31	9.14
300043.SZ	星辉娱乐	12.00	149.30	42.42	31.76	5.71	5.84
002502.SZ	骅威文化	13.72	117.97	98.02	38.29	2.51	3.49
603398.SH	邦宝益智	35.80	75.61	114.26	104.07	12.09	12.07
002575.SZ	群兴玩具	22.36	70.41	723.83	277.49	8.16	7.77
002348.SZ	高乐股份	7.98	75.59	135.32	126.06	6.21	5.81

资料来源：WIND、平安证券研究所

公司当前估值高于在线教育企业估值水平。近几年，国内教育企业纷纷上市，A 股上市的在线教育股分别有全通教育、立思辰、拓维信息等。从 WIND 一致预期看，教育股估值较高。全通教育 2016 年预测 PE71.27 倍，预测 PB6.93 倍；立思辰 2016 年预测 PE63.83 倍，预测 PB5.83 倍；同类在线教育公司 2016 年预测 PE 均值为 52.08 倍，预测 PB 为 5.81 倍。

图表27 在线教育类可比公司估值比较（单位：百万元;%；截至 2016 年 10 月 21 日）

代码	证券简称	最新收 盘价 (元)	总市值(亿元)	2015 年 PE	2016 年 预测 PE	2015 年 PB	2016 年预 测 PB
300359.SZ	全通教育	26.07	165.22	176.53	71.27	14.40	6.93
300010.SZ	立思辰	19.78	172.23	132.33	63.83	9.20	5.83
002261.SZ	拓维信息	13.50	150.05	71.64	52.08	5.53	3.88
002348.SZ	高乐股份	7.98	75.59	135.32	126.06	6.21	5.81

资料来源：WIND、平安证券研究所

## 4.3 投资建议：首次覆盖，给予“推荐”评级

公司是 A 股市场中玩具类公司龙头，主要从事电动火车、线性仿真飞机及机器人玩具等电子电动塑胶玩具研发和产销，受全球玩具市场趋于饱和，增速放缓影响，公司成长承压，因此公司逐步调整销售策略，逐步向亚太及国内市场倾斜；同时，公司积极参与产业并购基金，逐步试水在线教育、智慧教育等领域，近期公司将以 9000 万元现金收购泛爱众，初步试水在线教育，预计公司后期仍将围绕儿童教育产业转型，以期达到传统业务与新业务的协同。我们预计公司传统业务明年逐步企稳，泛爱众将很快实现并表，预计公司 2016-2018 年实现营业收入 4.27 亿元、4.63 亿元和 5.01 亿元，同比增长 3.1%、8.3%和 8.1%，同期净利润分别为 6000 万元、7000 万元和 7700 万元，对应 EPS 分别为 0.06 元、0.07 元和 0.08 元，对应 10 月 24 日收盘价，动态 PE 分别为 126.1 倍、107.7 倍和 98.5 倍。首次覆盖公司，给予“推荐”评级。

## 4.4 风险提示



人口红利释放不及预期，经济下行风险，外销汇率波动风险，公司转型不及预期等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	664	737	739	782
现金	409	461	436	470
应收账款	174	121	209	142
其他应收款	8	10	9	12
预付账款	7	0	9	0
存货	60	119	60	138
其他流动资产	6	26	16	21
<b>非流动资产</b>	578	587	610	595
长期投资	0	0	0	0
固定资产	101	161	208	240
无形资产	122	137	156	140
其他非流动资产	355	289	246	215
<b>资产总计</b>	1242	1324	1349	1378
<b>流动负债</b>	18	17	19	19
短期借款	0	0	0	0
应付账款	6	6	6	7
其他流动负债	13	12	13	12
<b>非流动负债</b>	6	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	6	6	6
<b>负债合计</b>	24	23	25	25
少数股东权益	0	0	0	0
股本	474	947	947	947
资本公积	436	10	10	10
留存收益	308	341	380	423
<b>归属母公司股东权益</b>	1217	1301	1324	1353
<b>负债和股东权益</b>	1242	1324	1349	1378

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	53	39	52	80
净利润	56	60	70	77
折旧摊销	15	18	27	34
财务费用	-22	-16	-18	-19
投资损失	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-3	-22	-25	-10
其他经营现金流	7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	9	-26	-47	-18
资本支出	38	10	23	-15
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	47	-16	-25	-32
<b>筹资活动现金流</b>	-19	39	-29	-28
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	474	0	0
资本公积增加	0	-426	0	0
其他筹资现金流	-19	-8	-29	-28
<b>现金净增加额</b>	43	52	-25	34

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	414	427	463	501
营业成本	290	298	314	338
营业税金及附加	3	3	3	3
营业费用	32	32	35	38
管理费用	43	42	47	50
财务费用	-22	-16	-18	-19
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	1	2	2	2
<b>营业利润</b>	66	68	81	89
营业外收入	0	5	2	3
营业外支出	0	0	1	1
<b>利润总额</b>	66	71	83	90
所得税	10	11	12	14
<b>净利润</b>	56	60	70	77
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	56	60	70	77
EBITDA	69	75	96	111
EPS (元)	0.06	0.06	0.07	0.08

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	-0.6	3.1	8.3	8.1
营业利润(%)	19.9	2.8	20.2	9.1
归属于母公司净利润(%)	22.0	7.3	17.0	9.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	30.1	30.4	32.3	32.6
净利率(%)	13.5	14.0	15.2	15.3
ROE(%)	4.6	4.6	5.3	5.7
ROIC(%)	3.7	3.7	4.4	4.8
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	2.0	1.8	1.9	1.8
净负债比率(%)	-33.6	-35.4	-32.9	-34.7
流动比率	36.0	42.2	38.4	41.9
速动比率	32.7	35.4	35.2	34.5
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	2.7	2.9	2.8	2.8
应付账款周转率	52.0	52.0	52.0	52.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.04	0.05	0.08
每股净资产(最新摊薄)	1.29	1.37	1.40	1.43
<b>估值比率</b>				
P/E	135.32	126.06	107.70	98.48
P/B	6.21	5.81	5.71	5.59
EV/EBITDA	104.0	94.1	74.5	64.0

## 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±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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（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股份有限公司（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。客户并不能仅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。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：( 0755 ) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033