

# 邦宝益智 (603398.SH) 家用轻工行业

评级：买入维持评级

公司点评

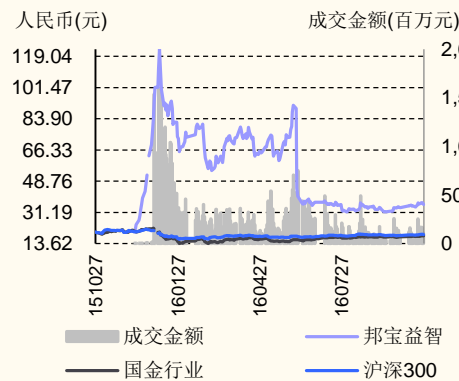
市场价格(人民币)：35.73元

## IP 产品发布坚定文化布局信心

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	52.80
总市值(百万元)	7,546.18
年内股价最高最低(元)	123.01/20.12
沪深 300 指数	3354.80
上证指数	3116.31



### 相关报告

1. 《邦宝益智 2016 年中报点评-生产改造升级, 期待产能释放, 继续...》, 2016.7.28
2. 《邦宝益智 (603398.SH) 深度研究-教育、文化比翼飞, 本...》, 2016.6.20
3. 《邦宝益智 2015 年年报点评-产能放量需待明年, 文化、教育延伸...》, 2016.4.25
4. 《邦宝益智研究简报-益智玩具稳发展, 文化、教育比翼飞》, 2016.3.5

### 揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003  
(8621)60935563  
jie\_li@gjzq.com.cn

### 邱思佳

联系人  
qiushijia@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.82	0.69	0.31	0.50	0.70
每股净资产(元)	2.68	5.62	2.76	3.00	3.47
每股经营性现金流(元)	1.00	0.66	0.41	0.56	0.75
市盈率(倍)	N/A	134	115	71	51
行业优化市盈率(倍)	N/A	85	65	65	65
净利润增长率(%)	9.43%	12.55%	-0.64%	62.13%	37.79%
净资产收益率(%)	30.46%	12.26%	11.26%	16.83%	20.07%
总股本(百万股)	72.00	96.00	211.20	211.20	211.20

来源: Wind、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 2016 年前三季度, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元、5,460.83 万元和 4,932.24 万元, 同比分别下降 9.76%、5.06%和 2.16%。实现全面摊薄 EPS0.23 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为 4,435.71 万元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3 营收同比增速分别为-8.31%/3.52%/-20.57%, 归母净利润同比增速分别为-9.89%/24.90%/-10.80%。

### 经营分析

- **营收下滑, 利润率略有提升。**前三季度, 公司收入继续负增长 (-9.76%), 毛利率小幅提升至 39.72% (+1.98pct.)。期间费用率增加 2.91pct.。其中, 销售费用率、管理费用率及财务费用率提升 0.19pct./2.58 pct./0.14pct., 由于公司正处于新业务推广期, 因此各项费率有所增加。此外, 公司归母净利润率为 22.95% (+1.78pct.), 盈利能力略有提升。
- **行业整体发展良好, 三因素持续催化市场需求。**今年以来, 我国玩具行业持续转好, 1-7 月玩具行业完成累计主营收入 1,146.50 亿元, 同比增速为 7.40%, 较去年前 7 月增速提升 1.35%。玩具出口方面也不断改善, 前 9 月玩具出口累计金额达 850.73 亿元, 同比增速为 9.90%。从数据上看我国玩具行业整体依旧保持中高速发展趋势。受益于以下三大核心因素, 未来我国玩具行业潜力巨大: 1) 我国已经进入第三次消费升级, 居民正从改善型消费升级为享乐型消费, 直接推动文化、教育和娱乐等行业的发展; 2) 国务院早在 2010 年已颁布防止幼儿园小学化的相关政策, 此背景下, 寓教于乐的益智玩具未来市场需求将加速扩大; 3) 根据卫计委的测算, “全面二胎”政策实施后, 每年将新增 250 万个新生儿, 玩具消费的主力人群显著扩容。
- **IP 玩具正式发布, 文化布局初落地。**10 月 19 日, 公司在“中国国际玩具及教育设备展览会”发布了 IP 授权产品“邦宝炮炮兵系列”和独立 IP 产品“邦宝功夫神侠”系列, 两个系列共计 16 款产品。其中, “功夫神侠”系列所有故事情节和人物设计全部由公司独立开发完成。在授权 IP 的选择方面, 公司选择了以网络表情包为基础的“炮炮兵”, 该款 IP 为大众所喜闻乐见, 具有广泛群众基础。本次发布的两款 IP 玩具均为首次亮相, 预计明年上半年可以实现全国销售。在售价方面, 根据我们草根调研结果显示, 由于两款产品积木组件都为千粒以上, 且皆采用了全新的注塑模具, 初步预计零

售价格较其他非 IP 类产品将略高出 10-15 个百分点左右。我们认为，公司向文化和教育做产业延伸方向明确，IP 产品发布代表产业延伸的初步落地，未来对标乐高发展模式值得期待。

- **产品亮相德黑兰，新兴市场潜力大。**9 月，“第七届伊朗国际婴童用品及玩具展”在德黑兰开幕，公司成为中国玩具品牌在伊朗的首次亮相。伊朗作为经济市场的新兴力量，已于 2013 年 8 月宣布取消实施 20 年的《计划生育法》，并斥资 1,900 亿里亚尔（约合 1,000 亿人民币）用于鼓励国民生育，将人口目标定为从当前的 8,000 万增长至 2050 年的 1.5 亿-2 亿。“生育潮”将直接扩大母婴用品和玩具用品的市场需求，预计在未来伊朗市场确定扩容的前提下，公司作为第一家参展的中国玩具企业，未来市场开拓潜力巨大。

#### 风险因素

- IP 玩具销量不佳；“教育包”产品+服务推广不利；向教育和文化领域产业延伸不达预期。

#### 盈利预测与投资建议

- 作为国内益智玩具领导品牌，公司产能瓶颈即将突破，并带来玩具制造主业恢复高速增长。结合 IP 玩具发布，公司文化布局落地，我们看好公司“教育+文化”产业延伸战略布局带来的业绩和估值同步提升。我们调整公司 2016-2018 年 EPS 预测至 0.31/0.50/0.70（三年 CAGR30.5%，原为 0.33/0.50/0.66 元/股），对应 PE 分为 115/71/51 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>278</b>	<b>299</b>	<b>309</b>	<b>283</b>	<b>451</b>	<b>630</b>	货币资金	61	60	347	383	414	493
增长率		7.4%	3.6%	-8.5%	59.3%	39.7%	应收款项	6	5	5	5	8	12
主营业务成本	-186	-197	-192	-174	-280	-396	存货	44	42	43	41	66	94
%销售收入	66.9%	66.1%	62.0%	61.4%	62.2%	63.0%	其他流动资产	5	5	0	5	7	9
毛利	92	101	117	109	170	233	流动资产	116	112	394	435	495	607
%销售收入	33.1%	33.9%	38.0%	38.6%	37.8%	37.0%	%总资产	47.6%	43.7%	68.6%	67.1%	67.1%	68.9%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-1	-2	-3	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.5%	0.7%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	122	140	173	196	217	238
营业费用	-10	-11	-19	-14	-17	-22	%总资产	50.1%	54.3%	30.0%	30.2%	29.4%	27.0%
%销售收入	3.7%	3.7%	6.2%	4.9%	3.7%	3.5%	无形资产	4	4	6	14	24	34
管理费用	-18	-19	-23	-18	-28	-39	非流动资产	128	145	180	213	243	274
%销售收入	6.6%	6.3%	7.3%	6.4%	6.3%	6.1%	%总资产	52.4%	56.3%	31.4%	32.9%	32.9%	31.1%
息税前利润 (EBIT)	62	69	73	76	123	170	<b>资产总计</b>	<b>244</b>	<b>257</b>	<b>575</b>	<b>648</b>	<b>739</b>	<b>881</b>
%销售收入	22.3%	23.2%	23.6%	26.8%	27.4%	26.9%	短期借款	26	20	0	0	0	0
财务费用	-1	0	2	7	8	9	应付款项	32	35	23	32	51	72
%销售收入	0.4%	-0.1%	-0.5%	-2.6%	-1.8%	-1.5%	其他流动负债	5	5	6	26	42	59
资产减值损失	0	-1	1	0	0	0	流动负债	63	59	29	58	93	130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	5	6	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>67</b>	<b>64</b>	<b>35</b>	<b>58</b>	<b>93</b>	<b>131</b>
营业利润	61	68	75	83	132	179	<b>普通股股东权益</b>	<b>177</b>	<b>193</b>	<b>540</b>	<b>584</b>	<b>634</b>	<b>732</b>
营业利润率	21.8%	22.9%	24.3%	29.5%	29.2%	28.4%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18
营业外收支	1	1	2	1	1	1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>244</b>	<b>257</b>	<b>575</b>	<b>648</b>	<b>739</b>	<b>881</b>
税前利润	62	69	77	84	132	180	<b>比率分析</b>						
利润率	22.3%	23.1%	25.0%	29.8%	29.4%	28.6%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-8	-10	-11	-13	-20	-27	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.4%	14.8%	14.4%	14.9%	15.0%	15.0%	每股收益	0.34	0.37	0.31	0.31	0.50	0.70
净利润	54	59	66	72	113	153	每股净资产	2.46	2.68	5.62	2.76	3.00	3.47
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股经营现金净流	0.90	1.00	0.66	0.41	0.56	0.75
归属于母公司的净利润	<b>54</b>	<b>59</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>107</b>	<b>147</b>	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.10	0.17	0.23
净利率	19.3%	19.7%	21.4%	23.2%	23.6%	23.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	30.28%	30.46%	12.26%	11.26%	16.83%	20.07%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	21.99%	22.86%	11.51%	10.15%	14.43%	16.67%
							投入资本收益率	26.44%	27.73%	11.57%	10.95%	16.25%	19.21%
净利润	54	59	66	72	113	153	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	11.66%	7.43%	3.58%	-8.52%	59.25%	39.70%
非现金支出	10	12	12	12	14	16	EBIT 增长率	12.78%	11.67%	5.21%	4.08%	62.50%	37.52%
非经营收益	1	1	0	-1	-1	-1	净利润增长率	10.76%	9.43%	12.55%	-0.64%	62.13%	37.79%
营运资金变动	0	0	-15	4	-8	-9	总资产增长率	8.72%	5.26%	123.55%	12.66%	14.04%	19.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>65</b>	<b>72</b>	<b>64</b>	<b>87</b>	<b>117</b>	<b>159</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-41	-24	-42	-43	-43	-46	应收账款周转天数	1	2	3	2	2	2
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	88	80	81	86	86	86
其他	3	1	1	0	0	0	应付账款周转天数	45	38	37	45	45	45
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-38</b>	<b>-23</b>	<b>-41</b>	<b>-44</b>	<b>-43</b>	<b>-46</b>	固定资产周转天数	104	97	93	107	69	50
股权募资	0	0	312	0	-22	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-6	-6	-20	-6	0	1	净负债/股东权益	-19.75%	-20.71%	-64.23%	-64.97%	-64.09%	-65.55%
其他	-30	-45	-26	0	-22	-35	EBIT 利息保障倍数	52.0	-420.9	-47.3	-10.1	-15.1	-18.3
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-37</b>	<b>-51</b>	<b>266</b>	<b>-6</b>	<b>-44</b>	<b>-34</b>	资产负债率	27.39%	24.96%	6.10%	8.93%	12.62%	14.89%
<b>现金净流量</b>	<b>-10</b>	<b>-3</b>	<b>288</b>	<b>37</b>	<b>30</b>	<b>79</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-05	买入	54.81	75.00~82.00
2	2016-04-25	买入	64.55	N/A
3	2016-06-20	买入	38.74	49.50~49.50
4	2016-07-28	买入	31.82	N/A

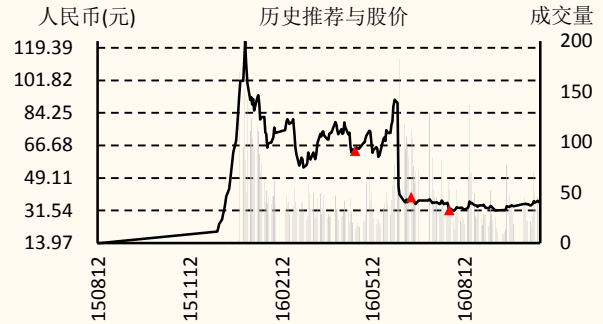
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；  
增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；  
中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD