

邦宝益智 (603398.SH)

评级：买入维持评级

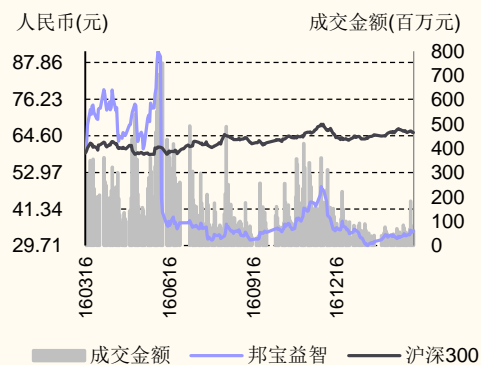
公司点评

市场价格(人民币)：34.44元

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)	7,273.73
年内股价最高最低(元)	91.44/29.71
沪深300指数	3427.89
上证指数	3212.76



相关报告

- 1.《邦宝益智 2016 年三季报点评-IP 产品发布坚定文化布局信心》，2016.10.27
- 2.《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
- 3.《邦宝益智 (603398.SH) 深度研究-教育、文化比翼飞，本...》，2016.6.20
- 4.《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

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

募投项目接近投产，“益智玩具+教育+IP 产业生态圈”不断完善

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.69	0.28	0.41	0.62	0.88
每股净资产(元)	5.62	2.75	3.03	3.31	3.90
每股经营性现金流(元)	0.66	0.29	1.50	0.66	0.91
市盈率(倍)	134	121	83	55	38
行业优化市盈率(倍)	49	34	47	47	47
净利润增长率(%)	12.55%	-11.51%	47.52%	50.86%	42.86%
净资产收益率(%)	12.26%	10.07%	13.51%	18.64%	22.60%
总股本(百万股)	96.00	211.20	211.20	211.20	211.20

来源：Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 年，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 2.82 亿元、6,468.68 万元和 5,855.72 万元，同比分别下降 9.01%、14.14%和 11.51%，实现全面摊薄 EPS0.38 元/股，基本符合预期。经营活动净现金流为 6,036.30 万元，高于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为-8.31%/3.52%/-20.57%/-6.51%，归母净利润同比增速分别为-9.89%/24.90%/-10.80%/-41.41%。2016 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.85 元(含税)。

经营分析

- 业绩虽小幅下滑，盈利能力仍强劲：2016 年，公司收入出现小幅下滑(-9.01%)，毛利率小幅提升至 37.99% (+0.02pct.)。期间费用率减少 0.03pct.。其中，销售费用率及财务费用率增加 0.17pct./0.04pct.，财务费用率增加主要系由于报告期内汇兑收益减少；管理费用率降低 0.23 pct.。归母净利润率为 20.08% (-0.59pct.)。公司利润水平依旧维持高水平，盈利能力较强。
- 玩具行业整体发展良好，三因素持续催化市场需求。2016 年，我国玩具行业完成累计主营收入 2,295.4 亿元，同比增速为 6.50%。玩具出口方面，2016 年玩具出口累计金额达 1,269.80 亿元，同比增速为 17.40%。2017 年，玩具出口持续向好，前两月累计出口 169.64 亿元，同比增长 25.50%，比去年同期提高 27.5p.c.t.。我国玩具行业整体依旧保持较快发展态势，这主要受益于以下三大核心因素：1) 我国已进入第三次消费升级浪潮，居民消费重心从改善型向享受型升级，文化、教育和娱乐等行业直接受益；2) 国家对防止幼儿园小学化倾向陆续出台多项政策，“寓教于乐”的益智玩具市场需求将持续扩大；3) “全面二孩”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 玩具正式发售，文化布局再下一城。2016 年公司拿下“史努比”、“小猪佩奇”和“炮炮兵”等知名 IP 授权，使公司产品线扩充至 20 多个系列 550 多款产品。2016 年 10 月，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。两款 IP 产品于 2017 年“情人节”正式在公司电商平台进行发售。由于 IP 产品积木组件都为千粒以上，且都采用全新的注塑模具，零售价格较其他非 IP 类产品高出约 10-15 个百分点左右。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。

- **教育政策再现利好，公司教育新品前景广阔。**2017 年 1 月 19 日，教育部印发了《义务教育小学科学课程标准》，要求各地要确保落实科学课程规定课时。从 2017 年秋季起，小学科学课程起始年级调整为一年级。本次教育部调整课程标准旨在加强小学科学教育，全面提升学生综合素质。同时，对于益智类教具制造企业而言，此次调整扩大了消费人群基数，扩容整体市场规模和需求。2017 年 3 月 9 日，公司携全新中、小学生科普系列产品亮相“上海国际幼教用品及装备展览会”。此次推出全新教育产品系列，标志着公司将主要目标受众群体从过去专注的幼儿园阶段市场向上扩展到了中小学阶段市场，以及公司教育系列产品进一步丰富和完善。同时，也表明公司开始试水 STEM 类型产品，并希望依靠“教育包”积累的教育研究理念为 STEM 类型产品形成由课程体系、产品开发、师资培训组成的全方位教育产品体系。未来公司有意打造集益智产品、教育、IP 的产业生态圈。
- **变更募投实施地点确保项目顺利投产，签署合作协议公司生产效率有望提升。**公司第二届董事会第八次会议通过了《关于募投项目部分设备调整及部分募投项目实施地点变更的议案》，本次变更有利于公司整合现有资源，产生良好的协同效应。同时加大募投项目的建设力度，保障 2017 年能顺利投产。此外，2017 年 3 月 14 日，公司与拓斯达（300607.SZ）签订了“智能制造自动化项目”合作协议。根据双方签署的协议，拓斯达将向公司提供自动化机械手以及 MES 生产管理系统等一系列的信息自动化解决方案。有利于公司提升自动化水平和生产质量管控能力，助力打造“自动化+信息化”生产模式，全面提高生产效率和市场竞争力。

风险因素

- 原材料波动风险；产能释放不达预期；新产品市场风险；“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，玩具制造主业有望恢复高速成长。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。我们预测公司 2017-2019 年 EPS 为 0.41/0.62/0.88 元/股，三年 CAGR47.04%，对应 PE 分为 83/55/38 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)							
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
主营业务收入	299	309	282	435	609	851	货币资金	60	347	134	409	448	553	
增长率		3.6%	-9.0%	54.6%	39.8%	39.9%	应收款项	5	5	4	7	10	13	
主营业务成本	-197	-192	-175	-269	-377	-529	存货	42	43	46	63	88	124	
%销售收入	66.1%	62.0%	62.0%	61.9%	62.0%	62.1%	其他流动资产	5	0	219	5	7	8	
毛利	101	117	107	166	231	323	流动资产	112	394	404	484	553	699	
%销售收入	33.9%	38.0%	38.0%	38.1%	38.0%	37.9%	%总资产	43.7%	68.6%	64.9%	66.8%	67.0%	69.6%	
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-7	长期投资	0	0	0	1	0	0	
%销售收入	0.7%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	固定资产	140	173	201	224	247	270	
营业费用	-11	-19	-20	-27	-35	-46	%总资产	54.3%	30.0%	32.3%	30.9%	29.9%	26.9%	
%销售收入	3.7%	6.2%	7.2%	6.1%	5.7%	5.4%	无形资产	4	6	6	14	24	33	
管理费用	-19	-23	-24	-35	-43	-57	非流动资产	145	180	218	241	272	306	
%销售收入	6.3%	7.3%	8.6%	8.0%	7.0%	6.7%	%总资产	56.3%	31.4%	35.1%	33.2%	33.0%	30.4%	
息税前利润 (EBIT)	69	73	60	100	149	213	资产总计	257	575	622	725	825	1,004	
%销售收入	23.2%	23.6%	21.2%	23.1%	24.4%	25.0%	短期借款	20	0	0	0	0	0	
财务费用	0	2	1	6	9	10	应付款项	35	23	27	43	61	85	
%销售收入	-0.1%	-0.5%	-0.4%	-1.3%	-1.4%	-1.2%	其他流动负债	5	6	6	36	54	77	
资产减值损失	-1	1	0	0	0	0	流动负债	59	29	33	80	114	161	
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	4	0	0	0	其他长期负债	5	6	7	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	64	35	40	80	114	162	
营业利润	68	75	65	106	157	223	普通股股东权益	193	540	581	639	699	824	
营业利润率	22.9%	24.3%	23.0%	24.3%	25.9%	26.2%	少数股东权益	0	0	0	6	12	18	
营业外收支	1	2	3	2	2	2	负债股东权益合计	257	575	622	725	825	1,004	
税前利润	69	77	68	108	159	225	比率分析		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
利润率	23.1%	25.0%	24.2%	24.7%	26.1%	26.4%	每股指标							
所得税	-10	-11	-10	-15	-23	-33	每股收益	0.82	0.69	0.28	0.41	0.62	0.88	
所得税率	14.8%	14.4%	14.1%	14.1%	14.3%	14.5%	每股净资产	2.68	5.62	2.75	3.03	3.31	3.90	
净利润	59	66	59	92	136	192	每股经营现金净流	1.00	0.66	0.29	1.50	0.66	0.91	
少数股东损益	0	0	0	6	6	6	每股股利	0.00	0.21	0.00	0.13	0.20	0.29	
归属于母公司的净利润	59	66	59	86	130	186	回报率							
净利率	19.7%	21.4%	20.8%	19.8%	21.4%	21.9%	净资产收益率	30.46%	12.26%	10.07%	13.51%	18.64%	22.60%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	22.86%	11.51%	9.42%	11.92%	15.79%	18.54%	
净利润	59	66	59	92	136	192	投入资本收益率	27.11%	11.44%	8.80%	13.36%	17.92%	21.60%	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	12	12	13	12	13	15	主营业务收入增长率	7.43%	3.58%	-9.01%	54.61%	39.82%	39.88%	
非经营收益	1	0	-5	-2	-2	-2	EBIT 增长率	11.67%	5.21%	-18.23%	68.28%	48.07%	43.21%	
营运资金变动	0	-15	-7	214	-9	-13	净利润增长率	9.43%	12.55%	-11.51%	47.52%	50.86%	42.86%	
经营活动现金净流	72	64	60	316	139	193	总资产增长率	5.26%	123.55%	8.13%	16.60%	13.86%	21.66%	
资本开支	-24	-42	-48	-34	-43	-46	资产管理能力							
投资	0	0	-212	-1	0	0	应收账款周转天数	2	3	5	3	3	3	
其他	1	1	7	0	0	0	存货周转天数	80	81	93	85	85	85	
投资活动现金净流	-23	-41	-253	-35	-43	-46	应付账款周转天数	38	37	42	40	40	40	
股权募资	0	312	0	0	-28	0	固定资产周转天数	97	93	106	64	42	27	
债权募资	-6	-20	0	-7	0	1	偿债能力							
其他	-45	-26	-20	0	-29	-43	净负债/股东权益	-20.71%	-64.23%	-23.05%	-63.35%	-63.08%	-65.58%	
筹资活动现金净流	-51	266	-20	-7	-56	-42	EBIT 利息保障倍数	-420.9	-47.3	-57.2	-18.0	-16.9	-20.8	
现金净流量	-3	288	-213	275	40	104	资产负债率	24.96%	6.10%	6.47%	10.98%	13.87%	16.18%	

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	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

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
5	2016-10-27	买入	35.73	N/A

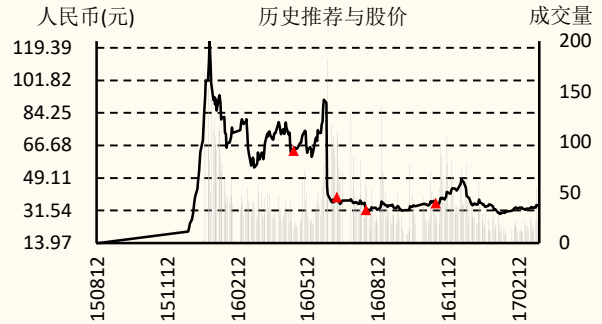
来源：国金证券研究所

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