

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

联系人:

张正威 0755-83669524

Email:zhangzhengwei@cgws.com

从业证书编号:S1070115100009

市场数据

目前股价	14.23
总市值(亿元)	67.39
流通市值(亿元)	52.73
总股本(万股)	47,360
流通股本(万股)	37,058
12个月最高/最低	27.30/9.51

盈利预测

	2015A	2016E	2017E
营业收入	414.4	471.6	570.7
(+/-%)	-0.6%	13.8%	21.0%
净利润	55.9	68.3	79.5
(+/-%)	22.0%	22.3%	16.4%
摊薄 EPS	0.12	0.14	0.17
PE	120.66	98.62	84.75

股价表现



数据来源: 贝格数据

## 主业营收稳健，展望转型落地

### ——高乐股份（002348）年报点评

投资建议

公司积极探索转型战略，依托玩具主业延伸向教育及相关产业扩展，通过投资并购幼教教育、在线平台、动漫衍生品、互联网+智能玩具等领域，整合构造儿童产业链闭环。经过管理层近年来在转型方向与战略方面的布局和筹备，公司的转型路径日益明确，2015年设立产业并购基金及投资人工智能项目，预示了公司未来的外延投资将逐步落地。随国内儿童市场的潜力释放，公司的教育及玩具衍生品等新业务将与其玩具主业产生协同效应，为公司带来新的盈利增长点，提振整体盈利水平。公司的转型落地值得期待，市值存有一定的提升空间，预测2016-2018年EPS分别为0.14元、0.17元、0.19元，对应PE分别为99X、85X、73X，维持“强烈推荐”的投资评级。

投资要点

- 营收同比基本持平，净利润略超预期：**公司2015年实现总营收4.14亿元，同比略微下降0.62%；实现归属母公司股东净利润0.56亿元，同比上升21.96%；扣非后净利润0.55亿元，同比上升28.41%；实现每股收益约0.12元。第四季度单季度实现营业收入0.87亿元，同比增长29.72%；实现归属母公司股东的净利润0.10亿元，扣非后净利润0.11亿元。业绩略超预期，实现净利润略超出公司季报中对年度业绩预测范围的上限，主要是由于第四季度的营收及利润情况远好于2014年同期。公司2015年利润分配预案以总股本473,600,000股为基数，每10股派现0.5元（含税），送红股1股（含税），以资本公积金每10股转增9股。
- 经济下滑消费需求疲弱，汇率波动影响汇兑损益：**公司属于传统制造业，产品主要以外销为主，2015年全球经济增速放缓，国内外玩具市场需求整体调整，对公司出口业务的增长影响较大，2015年公司在保证国际市场销售基本持平的情况下，积极拓展国内市场销售份额及渠道网络，在主营构成上国内市场销售占比较2014年提升2.39pct至25.97%。此外由于人民币汇率波动加大，公司汇兑损益的不确定性有所增加，公司现已逐步开展远期结汇业务控制汇率风险。由于国内玩具行业仍处于以生产代工及较低档玩具为主的阶段，生产门槛不高，面对行业竞争加剧，公司也面临人力成本及管理难度的提升，公司2015年销售费用率同比上升0.05pct至7.67%，管理费用率同比上升0.40pct至10.37%，财务费用率同比下降2.93pct至-5.26%，财务费用波动较大主要系人民币对美元汇率波动致使汇兑净收益较往年大幅增加。
- 转型战略日渐清晰，涉足教育及玩具延伸领域：**公司将2015年视为外延

式投资并购的开局之年，在战略及方向上基本明确以教育及玩具延伸领域为主，6月即投资1.8亿元与中云辉资本共同投资设立产业并购基金计划投资中国儿童产业，包括早幼教育、妇幼医院、动漫及周边衍生品、儿童乐园、K12教育及互联网相关教育产业，公司目前已与5家潜在标的企业签订排他性或投资意向协议，与广州幽联技术合作共同设立深圳高乐联科技，借助幽联在智能机器人方面的技术支持，帮助公司调整产品结构，提高产品市场竞争力，产品研发工作现已在积极推进中。

- **风险提示：**国内市场增长不及预期，转型进度不达预期。

## 附：盈利预测表

利润表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	417	414	472	571	702	成长性					
营业成本	297	290	330	401	492	营业收入增长	-2.0%	-0.6%	13.8%	21.0%	23.0%
销售费用	32	32	37	44	54	营业成本增长	-3.1%	-2.4%	13.9%	21.6%	22.7%
管理费用	42	43	46	56	69	营业利润增长	-3.6%	19.9%	3.9%	16.3%	15.4%
财务费用	-10	-22	-15	-16	-12	利润总额增长	-29.7%	22.0%	4.0%	16.4%	15.5%
投资净收益	5	1	0	0	0	净利润增长	-29.7%	22.0%	22.3%	16.4%	15.5%
营业利润	55	66	69	80	92	盈利能力					
营业外收支	-1	0	0	0	0	毛利率	28.8%	30.1%	30.0%	29.7%	29.9%
利润总额	54	66	68	80	92	销售净利率	11.0%	13.5%	14.5%	13.9%	13.1%
所得税	8	10	0	0	0	ROE	3.9%	4.6%	5.3%	5.8%	6.3%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	5.6%	5.7%	7.2%	8.2%	9.3%
净利润	46	56	68	80	92	营运效率					
资产负债表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	销售费用/营业收入	7.6%	7.7%	7.8%	7.7%	7.7%
流动资产	647	650	756	876	1006	管理费用/营业收入	10.0%	10.4%	9.7%	9.8%	9.8%
货币资金	363	397	445	504	541	财务费用/营业收入	-2.3%	-5.3%	-3.2%	-2.9%	-1.8%
应收票据及账款	132	174	174	247	271	投资收益/营业利润	8.5%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
预付账款	2	7	4	10	7	所得税/利润总额	15.0%	15.0%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	97	60	119	98	168	应收账款周转率	3.16	2.38	2.70	2.31	2.59
非流动资产	541	576	538	501	464	存货周转率	3.06	4.84	2.78	4.08	2.93
固定资产合计	417	454	416	379	342	流动资产周转率	0.40	0.37	0.40	0.65	0.70
资产总计	1189	1225	1294	1377	1470	总资产周转率	0.35	0.34	0.36	0.41	0.48
流动负债	7	8	9	11	13	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.9%
应付票据及账款	5	6	7	8	10	流动比率	97.39	81.10	87.92	76.73	77.53
非流动负债	0	0	0	0	0	速动比率	76.01	73.17	73.69	67.79	64.31
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 ( 元 )					
负债合计	7	8	9	11	13	EPS	0.10	0.12	0.14	0.17	0.19
股东权益	1182	1217	1286	1365	1457	每股净资产	2.50	2.57	2.71	2.88	3.08
股本	474	474	474	474	474	每股经营现金流	-0.46	0.09	0.10	0.12	0.08
留存收益	272	308	376	455	547	每股经营现金/EPS	-4.79	0.78	0.71	0.74	0.40
少数股东权益	0	0	0	0	0	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	1189	1225	1294	1377	1470	PE	147.15	120.66	98.62	84.75	73.40
现金流量表 ( 百万 )	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	7.29	6.70	7.15	4.04	3.19
经营活动现金流	70	53	40	49	25	PB	5.70	5.54	5.24	4.94	4.63
其中营运资本减少	-118	1	106	117	129	EV/EBITDA	16.16	16.26	14.29	11.81	9.60
投资活动现金流	-275	9	0	0	0	EV/SALES	103.49	87.92	66.92	59.95	53.81
其中资本支出	156	353	0	0	0	EV/IC	15.30	15.31	13.36	10.94	8.84
融资活动现金流	-15	-19	9	11	12	ROIC/WACC	7.75	7.69	7.45	7.20	6.72
净现金总变化	-220	43	49	59	37	REP	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09

**研究员介绍及承诺**

**黄淑妍:** 中山大学硕士, 2012 年加入长城证券, 任纺织服装行业高级研究员, 2014 年入围新财富纺织服装行业最佳分析师。

**张正威:** 2015 年加入长城证券, 任纺织服装行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**免责声明**

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

**北京联系人**

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986,, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>