

投资评级：推荐（维持）

分析师

黄淑妍 0755-83753659

Email:huangsy@cgws.com

执业证书编号:S1070514080003

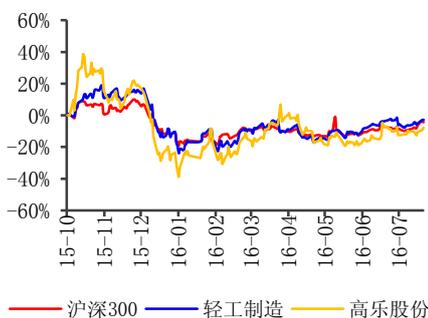
市场数据

目前股价	7.17
总市值（亿元）	67.91
流通市值（亿元）	53.14
总股本（万股）	94,720
流通股本（万股）	74,116
12个月最高/最低	11.19/4.74

盈利预测

	2015A	2016E	2017E
营业收入	414.43	380.04	413.10
(+/-%)	-0.62%	-8.30%	8.70%
净利润	55.86	47.17	54.99
(+/-%)	21.96%	-15.55%	16.59%
摊薄 EPS	0.12	0.05	0.06
PE	60.79	143.98	123.50

股价表现



数据来源：贝格数据

业绩持续调整，期待转型落地

——高乐股份（002348）动态点评

投资建议

公司为玩具行业龙头企业，面对愈发激烈的市场竞争环境，积极实现技术升级，推动主业平稳健康发展。此外，公司不断探索转型战略，依托玩具主业向教育及相关产业延伸，通过投资并购打造儿童产业链闭环。未来随着国内儿童市场潜力释放，公司的教育及等新业务将与玩具主业产生协同效应，业绩有望不断增长。预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.05 元、0.06 元，对应 PE 分别为 144X、123X，维持“推荐”的投资评级。

投资要点

- 营业收入同比下降 10.91%，业绩符合预期：**公司 2016 年上半年实现营业收入 2.04 亿元，同比下降 10.91%；实现归属上市公司股东净利润 0.23 亿元，同比下降 24.16%，扣非后净利润 0.23 亿元，同比下降 19.26%；每股收益 0.02 元，同比下降 24.21%。其中，第二季度单季度实现营业收入 1.09 亿元，同比下降 5.73%；实现归属上市公司股东净利润 0.13 亿元，同比下降 17.14%，扣非后净利润 0.13 亿元，每股收益 0.01 元。2016 年上半年收入及净利均呈现负增长，业绩符合此前一季报的业绩预告范围。同时，公司预告前三季度净利润 0.28-0.42 亿元，同比变动 -40%到-10%。
- 产品结构调整致毛利微升，期间费用率有所增长：**上半年全球经济复苏不及预期，玩具制造行业竞争愈加激烈，对此，公司不断优化产品结构，减轻价格竞争对整体盈利能力的影响。上半年公司大幅增加了非玩具业务及贸易的开拓，减少了传统业务的生产销售，非玩具业务和贸易业务毛利率分别提升 4.95pct、7.94pct，带动综合毛利率提升 0.66pct 至 30.97%，预计全年毛利率将继续稳步提升。公司产品结构调整及新业务开展致使管理费用同比增长 18.49%，虽销售费用、财务费用均出现下降，期间费用率仍增长 3.22pct 至 17.16%，预计全年费用率将继续保持平稳增长。
- 技术升级，推进主业平稳健康发展：**上半年公司不断推进新品研发和技术升级，共申请技术专利 11 项，其中实用新型 5 项，外观 6 项，申请软件著作权 2 项。获得授权专利 6 项，其中实用新型 3 项，外观 3 项。此外，公司前期募投项目新建研发中心预计于 9 月 30 日达到可使用状态，未来产品智能化水平将提升，高附加值的玩具衍生品进一步强化公司议价能力，持续性发展可期。随着我国玩具市场潜力的释放，公司主业仍有较大的提升空间。

- **积极探索外延发展，期待协同共进：**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，打造儿童产业链闭环。公司布局早教行业，投资设立产业并购基金寻找优质标的，上半年投资活动现金净流量同比增长 1677.61%，未来有望继续推进外延并购。玩具主业与教育领域协同效应明显，期待外延发力，为公司带来新的增长点。
- **风险提示：**人民币汇率波动风险、国内市场增速不及预期、转型进度不及预期。

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	380	413	462	成长性					
营业成本	297	290	269	285	316	营业收入增长	-2.0%	-0.6%	-8.3%	8.7%	11.8%
销售费用	32	32	30	31	34	营业成本增长	-3.1%	-2.4%	-7.3%	6.2%	10.9%
管理费用	42	43	40	42	45	营业利润增长	-3.6%	19.9%	-15.5%	16.5%	13.6%
财务费用	-10	-22	-18	-15	-12	利润总额增长	-29.7%	22.0%	-15.6%	16.6%	13.6%
投资净收益	3	3	0	1	1	净利润增长	-29.7%	22.0%	-15.6%	16.6%	13.6%
营业利润	55	66	56	65	74	盈利能力					
营业外收支	-1	0	0	0	0	毛利率	28.8%	30.1%	29.3%	30.9%	31.5%
利润总额	54	66	55	65	74	销售净利率	11.0%	13.5%	12.4%	13.3%	13.5%
所得税	8	10	8	10	11	ROE	3.9%	4.7%	3.8%	4.4%	4.8%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	3.9%	1.2%	2.6%	3.4%	4.1%
净利润	46	56	47	55	62	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%	7.9%	7.6%	7.3%
流动资产	650	664	689	404	179	管理费用/营业收入	10.0%	10.4%	10.5%	10.2%	9.7%
货币资金	364	409	453	150	-104	财务费用/营业收入	-2.3%	-5.3%	-4.8%	-3.6%	-2.5%
应收票据及账款	132	174	160	173	194	投资收益/营业利润	0.7%	0.8%	0.1%	0.1%	0.2%
预付账款	0	0	0	0	0	所得税/利润总额	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	97	60	56	59	65	应收账款周转率	3.08	2.71	2.28	2.48	2.52
非流动资产	543	578	928	1205	1454	存货周转率	2.96	3.70	4.66	4.99	5.09
固定资产合计	105	101	449	746	999	流动资产周转率	0.59	0.63	0.56	0.76	1.58
资产总计	1193	1242	1617	1609	1634	总资产周转率	0.35	0.34	0.27	0.26	0.28
流动负债	9	18	375	333	318	偿债能力					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	0.9%	2.0%	23.2%	20.7%	19.5%
应付票据及账款	5	6	5	6	6	流动比率	73.79	35.99	1.84	1.21	0.56
非流动负债	2	6	0	0	0	速动比率	62.79	32.74	1.69	1.04	0.36
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	11	24	375	333	318	EPS	0.10	0.12	0.05	0.06	0.07
股东权益	1182	1217	1241	1276	1316	每股净资产	2.50	2.57	1.31	1.35	1.39
股本	910	910	910	910	910	每股经营现金流	0.16	0.15	0.03	0.06	0.07
留存收益	276	308	332	367	406	每股经营现金/EPS	1.66	1.28	0.54	1.03	1.13
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	1193	1242	1617	1609	1634	PE	74.15	60.79	143.98	123.50	108.67
现金流量表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	PEG	-2.49	2.77	-9.26	7.45	7.97
经营活动现金流	76	71	25	57	70	PB	0.03	0.03	0.05	0.05	0.05
其中营运资本减少	30	41	19	-18	-27	EV/EBITDA	0.00	10.33	7.62	5.20	4.04
投资活动现金流	-153	-32	25	3	2	EV/SALES	1.07	1.07	1.17	1.08	0.96
其中资本支出	-157	-32	24	3	1	EV/IC	0.37	0.36	0.35	0.34	0.33
融资活动现金流	-14	-2	-5	-363	-326	ROIC/WACC	0.37	0.12	0.25	0.32	0.39
净现金总变化	-91	38	45	-303	-254	REP	1.00	3.11	1.43	1.06	0.85

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。

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**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@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
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@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>