

高乐股份 (002348.SZ)

优化资产加速布局教育，玩具恢复增长

核心观点:

● 三季度收入增速超预期，资产处置与并购带动业绩中枢上移

公司前三季度营业收入 3.5 亿元 (YoY+7.1%)，其中三季度 1.46 亿元 (YoY+49.1%)，归母净利润 0.38 亿元 (YoY-18.2%)，其中三季度 0.15 亿元 (YoY-7.0%)。公司预计全年归母净利润 5027~7261 万元 (YoY-10%~+30%)。三季度业绩大幅增长主因是土地使用权转让收益，全年业绩指引中枢上升主因是土地转让与泛爱众并表。

● 收购泛爱众布局教育，股东高持股+低杠杆+多土地有望加速推进布局

公司斥资 9000 万元现金收购泛爱众 100% 股权正式布局教育，对应承诺利润为 2016-2018 年 800、1100、1300 万元，且被收购方以转让款的 90% 在 6 个月内购买公司股票并锁定。泛爱众致力于提供一体的“开发+运营+内容”教育信息化服务，目前主要与广东省内 735 所中小学学校签订协议，旗下“孝信智云教育”平台注册人数约 26 万人，其中学生 23 万人，老师近 3 万人，按照平台学生向学校收费，每人每学期收费 43 元，2015 年净利润 476 万元。公司公告中表示将通过投资、并购等手段，选择符合战略的教育相关领域资产，快速实现教育产业布局。考虑公司前三大股东作为家族一致行动人持股比例 48%，资产负债率 2%，本次转让土地盘活现金约 1 亿元，其余地产储备变现可观。公司具备足够资源围绕 K12 进行加速布局。

● 公司优化资产结构加速教育产业，主业有望重拾增长，维持买入评级

公司近期落地系列动作，通过转让土地盘活现金，以现金收购泛爱众加速布局教育行业，未来有望依靠雄厚资源持续布局。主业玩具有望在募投项目达产后重拾增长。考虑土地出让与泛爱众并表，预计 2016-2018 年净利润 0.65、0.79、0.98 亿元，维持买入评级。

● 风险提示

玩具需求大幅萎缩，教育领域推进进度慢于预期，公司估值较高；

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	417.04	414.43	455.87	511.95	591.81
增长率(%)	-1.98%	-0.62%	10.00%	12.30%	15.60%
EBITDA(百万元)	61.27	62.04	62.80	76.67	92.11
净利润(百万元)	45.80	55.86	64.56	79.33	97.91
增长率(%)	-29.72%	21.96%	15.58%	22.89%	23.41%
EPS(元/股)	0.097	0.118	0.068	0.084	0.103
市盈率(P/E)	87.80	148.64	117.1	95.3	77.2
市净率(P/B)	3.39	6.82	2.95	2.78	2.59
EV/EBITDA	59.69	127.23	53.43	43.43	35.83

数据来源: 公司财务报表、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

当前价格 7.98 元

前次评级 买入

报告日期 2016-10-24

相对市场表现



分析师: 申 烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

分析师: 赵中平 S0260516070005

0755-23953620

zhaozhongping@gf.com.cn

相关研究:

高乐股份(002348.sz): 玩具出 2010-01-17

口龙头企业

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	650	664	694	751	828
货币资金	364	409	424	450	479
应收及预付	142	190	173	194	230
存货	97	60	97	107	120
其他流动资产	47	6	0	0	0
非流动资产	547	578	600	627	652
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	105	101	88	75	62
在建工程	312	353	393	434	475
无形资产	124	122	119	117	114
其他长期资产	5	2	0	1	1
资产总计	1197	1242	1295	1378	1480
流动负债	9	18	13	16	20
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	9	18	13	16	20
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	2	6	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	6	0	0	0
负债合计	11	24	13	16	20
股本	474	474	474	474	474
资本公积	436	436	436	436	436
留存收益	276	308	373	452	550
归属母公司股东权	1186	1218	1282	1362	1460
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1197	1242	1295	1378	1480

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	70	53	51	56	57
净利润	46	56	65	79	98
折旧摊销	17	15	16	16	15
营运资金变动	17	-3	-20	-29	-43
其它	-10	-16	-9	-11	-13
投资活动现金流	-275	9	-29	-30	-28
资本支出	-158	-38	-32	-41	-41
投资变动	0	0	3	11	13
其他	-116	47	0	0	0
筹资活动现金流	-15	-19	-6	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-6	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-15	-19	0	0	0
现金净增加额	-219	43	16	25	29
期初现金余额	451	364	409	424	450
期末现金余额	231	407	424	450	479

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-2.0	-0.6	10.0	12.3	15.6
营业利润增长	-3.6	19.9	2.2	39.1	23.3
归属母公司净利润增长	-29.7	22.0	15.6	22.9	23.4
获利能力(%)					
毛利率	28.8	30.1	30.1	31.1	31.1
净利率	11.0	13.5	14.2	15.5	16.5
ROE	3.9	4.6	5.0	5.8	6.7
ROIC	4.6	4.9	4.6	5.7	6.6
偿债能力					
资产负债率(%)	0.9	2.0	1.0	1.1	1.4
净负债比率	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
流动比率	73.79	35.99	53.72	47.76	40.96
速动比率	62.51	32.34	45.83	40.57	34.66
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.34	0.36	0.38	0.41
应收账款周转率	3.08	2.71	2.93	2.90	2.84
存货周转率	2.96	3.70	3.27	3.28	3.41
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.12	0.07	0.08	0.10
每股经营现金流	0.15	0.11	0.11	0.12	0.12
每股净资产	2.50	2.57	2.71	2.88	3.08
估值比率					
P/E	87.8	148.6	117.1	95.3	77.2
P/B	3.4	6.8	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	59.7	127.2	53.4	43.4	35.8

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	417	414	456	512	592
营业成本	297	290	319	353	408
营业税金及附加	2	3	3	3	4
销售费用	32	32	33	38	44
管理费用	42	43	55	56	59
财务费用	-10	-22	-17	-22	-26
资产减值损失	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	1	3	11	13
营业利润	55	66	67	94	116
营业外收入	0	0	9	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	54	66	76	93	115
所得税	8	10	11	14	17
净利润	46	56	65	79	98
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	46	56	65	79	98
EBITDA	61	62	63	77	92
EPS(元)	0.10	0.12	0.07	0.08	0.10

广发造纸轻工行业研究小组

- 申 烨: 首席分析师, 南京大学金融学硕士, 2012 年进入广发证券发展研究中心, 2014 年新财富最佳分析师轻工造纸行业第三名(团队), 2012 年新财富最佳分析师造纸印刷行业第四名(团队)。
- 赵中平: 分析师, 对外经贸大学金融学学士, 香港中文大学金融学硕士, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 任尚伟: 研究助理, 北京大学经济学硕士, 香港大学金融学硕士, 2015 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。