



玩具+互联网教育双轮驱动，手握3亿订单成长确定

2018.06.08

强烈推荐

	肖明亮(分析师)	叶锟(研究助理)
电话:	020-88832290	020-88836101
邮箱:	xiaoml@gzgzhs.com.cn	yek@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310517070001	A1310117040003

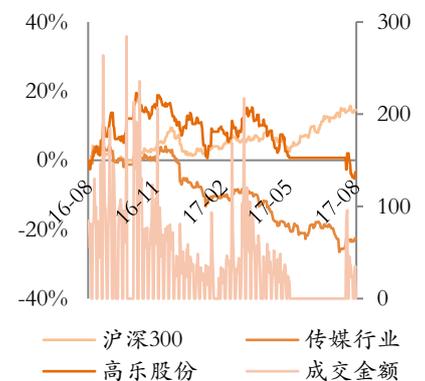
现价:	3.88
目标价:	4.90
股价空间:	26.3%

投资逻辑:

- **玩具+互联网教育双轮驱动，优质教育标的协同齐驱：**公司是国内电子电动塑胶玩具龙头企业，从2016年起，公司通过投资收购方式，以教育信息化业务为突破口，转型进入互联网教育领域，目前已完成收购的高乐教育100%股份和异度信息53.25%股份，其中**高乐教育**以互联网+智慧教育平台和产品研发、教育增值服务运营为核心，以提升“三通两平台”的建设、管理、应用水平为抓手，通过“硬件+软件+平台+运营”相结合的方式，提供智慧教育一揽子解决方案；**异度信息**是一家教育信息化综合解决方案服务商及在线教育运营商，目前正积极推进与电信、广电、吉视传媒等合作的机顶盒云课堂&伴学网项目，实现从B端往C端成长。双方均在2017年顺利完成业绩对赌（高乐教育承诺1100万，完成1258.37万；异度信息承诺4300万，完成4573.94万）。公司通过对高乐教育与异度信息进行全面整合与赋能，有望实现两者资源协同、产品互补、市场共享、共同发展形态，驱动公司教育板块持续成长。
- **教育信息化千亿规模空间巨大，手握3亿订单成长确定：**2017年互联网教育服务市场规模已超过2500亿元，预计至2020年教育信息化规模有望超过3500亿元，行业空间巨大成长确定性强。2018年以来公司连续中标普宁和揭西两地的教育信息化项目，其中**普宁项目2.51亿，揭西项目共5389.3万元**，两个项目合计超过3亿，目前均已经与政府顺利签约，预计年内能够建设完成，有望极大增厚公司业绩。公司普宁项目为地区内教育现代化整体设备项目，预计项目完成后将成为公司教育信息化系统集成与运营服务的标杆示范项目，为公司后续深耕粤东，布局全国，持续拓展教育信息化项目提供范例和宣传样本。高乐教育首次通过高新技术企业认定，一方面证明了公司的技术研发能力，另一方面有望对公司利润和利润率带来明显的提升。我们认为，**2018年公司教育业务受益于教育信息化项目的拉动和异度信息快速发展，预计会有明显的增长，将成为公司利润增长的重要一极。**
- **产能扩张+渠道深化，玩具业务回暖：**公司2017年玩具业务合计收入5.98亿，同比增长49.29%；其中国际市场收入4.6亿元，同比增长61.16%；国内市场收入1.4亿元，同比增长19.83%，主要受益于全球市场回暖和新产线的投产。**研发端**，公司重点加强Hello Kitty等IP授权产品开发，提升在玩具文化创意产业方面的研发实力；**生产端**，公司募投项目“电子电动玩具生产建设项目”正式建成，丰富了迪士尼、蓝精灵、小P优优等国际知名动漫IP授权产品品项开发，不断优化产品结构，提高了产品吸引力，为市场拓展打下了良好基础；**销售端**，公司紧抓全球玩具市场回暖的良好契机，积极开拓新市场和新渠道，扩大公司产品在大型超市、百货商场、礼品市场的销售规模，开展销售渠道建设，积极探索线上渠道，取得了良好销售业绩。
- **盈利预测与估值：**考虑异度全年并表以及教育带来的业绩增量，我们预计公司2018-2020年归母净利润为1.36/1.62/1.86亿元，对应EPS为0.14/0.17/0.20元/股，对应PE为27/23/20倍。结合可比公司估值，给予2018年35倍目标估值，维持目标价4.90元/股，结合近一年来高管平均增持价格为6.8元/股，股价倒挂构建安全垫，维持强烈推荐评级。

传媒行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
高乐股份	-0.5	-12.6	-36.9
传媒行业	-3.9	-10.3	-14.3
沪深300	1.7	-4.9	-4.5

基本资料

总市值(亿元)	37.5
总股本(亿股)	9.5
流通股比例	78.0%
资产负债率	19.9%
大股东	兴昌塑胶五金厂有限公司
大股东持股比例	19.8%



- **风险提示：**汇率波动风险、项目落地不达预期、并购整合不达预期、外贸风险。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	661.15	1124.87	1278.11	1427.41
同比(%)	63.85%	70.14%	13.62%	11.68%
归属母公司净利润	55.09	136.44	162.17	185.93
同比(%)	29.48%	147.67%	18.86%	14.65%
毛利率(%)	29.71%	35.78%	35.96%	35.59%
ROE(%)	4.19%	9.36%	10.10%	10.52%
每股收益(元)	0.06	0.14	0.17	0.20
P/E	66.71	26.94	22.66	19.77
P/B	2.89	2.61	2.37	2.14
EV/EBITDA	44.22	18.59	15.73	13.54



目录

目录	3
图表目录	4
1. 公司简介	5
1.1 玩具出口龙头企业，自主品牌构筑价值壁垒	5
1.2 主营业务稳健发展，延伸教育双轮驱动	5
2. 产能扩张+渠道深化，玩具业务仍存增量	7
2.1 玩具出口市场承压，内销潜力待挖掘	7
2.2 产品端：多系列布局，智能化玩具成新看点	10
2.3 生产端：新厂房投产，产能提升	11
2.4 销售端：出口转内销，拓展电商平台	11
3. 教育业务布局初见成效，标的协同价值提升	13
3.1 看行业：行业空间千亿规模，教育+科技融合为核心	13
3.2 高乐教育：全方位打造互联网+智慧教育应用服务生态圈	14
3.3 异度信息：具备核心技术优势，从产品到运营价值放大	16
4. 风险提示	19



图表目录

图表 1	玩具+互联网教育双擎驱动公司成长	5
图表 2	内生+外延驱动营收增长	6
图表 3	2014-2017 归母净利润与增长	6
图表 4	管理费用销售费用稳定，财务成本降低	6
图表 5	公司毛利率净利率稳定	6
图表 6	2017 年公司产品收入结构	7
图表 7	公司国内产品收入占比翻番	7
图表 8	全球玩具零售额稳定增长	8
图表 9	中国玩具市场规模稳定成长	8
图表 10	2017 年玩具出口额增速达到 28.5%	8
图表 11	玩具出口产业集聚效应明显	8
图表 12	国内玩具市场呈阶梯分布	9
图表 13	新生儿数量增量明显	9
图表 14	目前正处第三次婴儿潮的回声潮	9
图表 15	我国家庭平均玩具支出与成熟市场仍存差距	10
图表 16	居民消费水平提升	10
图表 17	迪士尼拥有众多经典动漫形象	10
图表 18	公司产销比较高	11
图表 19	公司的销售渠道	11
图表 20	公司海外业务收入分布	12
图表 21	公司国内市场销售收入年复合增长 37.5%	12
图表 22	公司在两大连锁超市收入占比提升	12
图表 23	玩具公司转型成绩斐然	13
图表 24	2017 年互联网教育服务规模突破 2000 亿元	14
图表 25	2020 年教育信息化市场规模有望突破 3500 亿元	14
图表 26	科技与教育深度融合为教育信息化核心	14
图表 27	公司高乐云教育平台生态图	15
图表 28	公司教育平台主要产品示意	15
图表 29	高乐教育中标普宁项目资料	16
图表 30	高乐教育中标揭西项目资料	16
图表 31	SEES 平台系统的功能	17
图表 32	公司产品体系	17
图表 33	公司产品的应用案例列表	18
图表 34	异度信息三级火箭式发展布局	18
图表 35	可比公司估值表	20

1. 公司简介

1.1 玩具出口龙头企业，自主品牌构筑价值壁垒

玩具+互联网教育双轮驱动：公司创建于1989年，2010年在深圳证券交易所挂牌上市交易；是一家集玩具产品开发、设计、销售于一体的高新技术企业，产品涵盖电动火车、线控仿真飞机、机器人、电动车、女仔玩具及磁性学习板等诸多系列，品类达1000多种。公司坚持自主品牌战略，是国内玩具行业中拥有自主品牌、研发能力强、销售网络广泛、生产技术处于行业领先地位的企业之一；产品以出口为主，是国内玩具行业出口龙头企业，自有的“GOLDLOK”品牌玩具在欧盟、美国、俄罗斯、日本、拉美、中东等国家和地区享有较高市场知名度，远销全世界近百个国家和地区。近几年，公司在巩固国际市场的基础上，积极开拓国内市场，通过创新销售模式，国内销售额不断增长。公司在原有业务基础上实施战略转型，通过全资收购并增资高乐教育、控股收购并增资异度信息，以K12教育信息化为突破口，形成“玩具+互联网教育”双主营业务协同发展新格局。

图表1 玩具+互联网教育双擎驱动公司成长



资料来源：公司公告，广证恒生

1.2 主营业务稳健发展，延伸教育双轮驱动

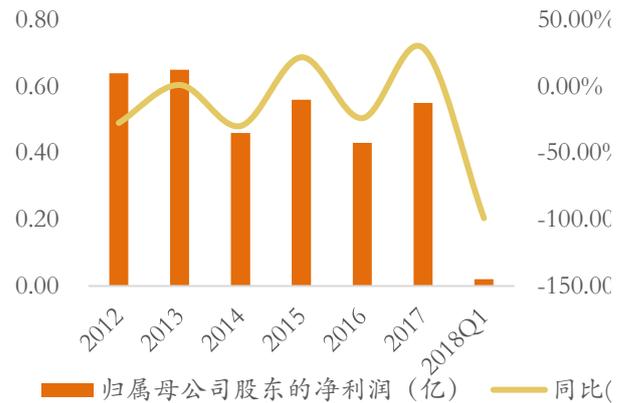
盈利能力稳健，利润率略有下滑：公司的玩具制造业务收入能力相对稳健，2016年前，营业收入维持在4亿左右，收益于市场回暖，2017年大幅度增长到近6亿，归母净利润在5000万上下。2013年公司营业收入达到4.25亿，归母净利润6516万，为历史最高值；近几年虽略有下滑，但波动幅度较小，整体相对稳定；2017年受高乐教育以及异度信息并表影响，实现营业收入6.61亿，归母净利润5500万。受销售成本、人工成本上涨等因素影响，2016年公司期间费用率上涨至17.08%，并导致公司利润率略有下滑；2016年公司销售毛利率28.66%，净利率10.52%。未来随着公司新产线投入使用，产能产量的增加有望拉伸公司业绩水平。公司近年来销售费用、管理费用率保持稳定，受理财收益影响，财务费用迎来正向收益。

图表2 内生+外延驱动营收增长



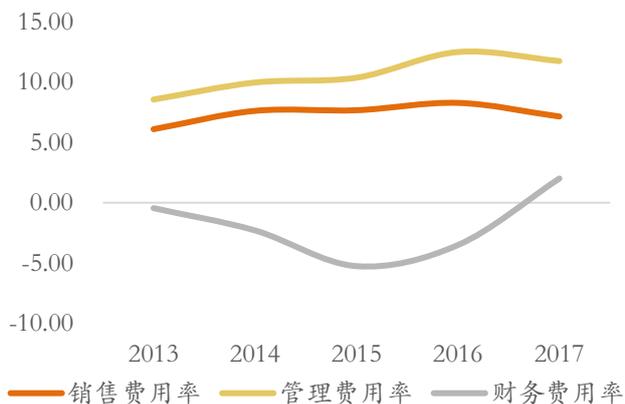
资料来源: 公司公告, 广证恒生

图表3 2014-2017 归母净利润与增长



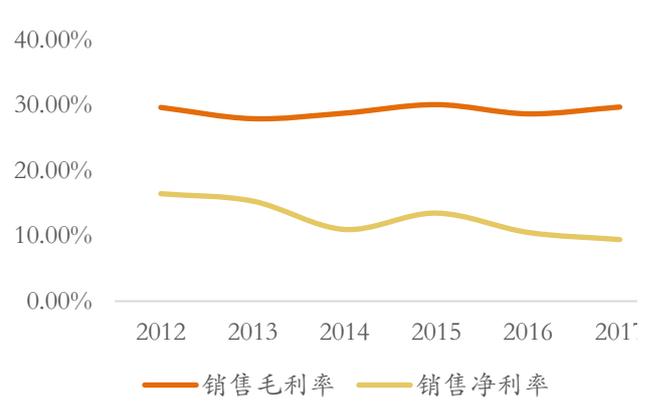
资料来源: 公司公告, 广证恒生

图表4 管理费用销售费用稳定, 财务成本降低



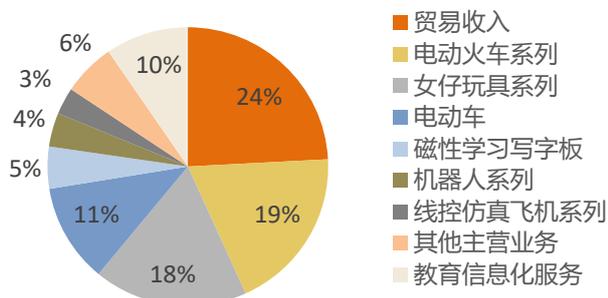
资料来源: 公司公告, 广证恒生

图表5 公司毛利率净利率稳定

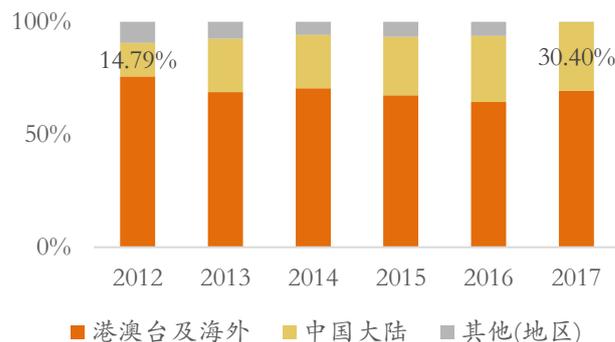


资料来源: 公司公告, 广证恒生

自主产品占比超 70%，出口转内销趋势明显：在行业普遍采用 OEM 方式为海外贸易商贴牌加工时，公司意识到自主品牌生产的重要性，创立“GOLDLOK”自主玩具品牌，其在市场的影响力不断上升，市场占有率持续提高。2017 年公司产品结构中 OEM 加工仅占 29%，自主产品占比超过 70%，公司产品以出口为主，近几年随着国内市场市场崛起，居民消费能力增强，公司不断调整产品销售地区结构，国内销售占比明显提升；2012 年国内销售仅占 14.79%，2017 年占比已达 30.4%，国内市场占比翻番，出口转内销趋势明显。

图表6 2017年公司产品收入结构


资料来源：公司公告，广证恒生

图表7 公司国内产品收入占比翻番


资料来源：公司公告，广证恒生

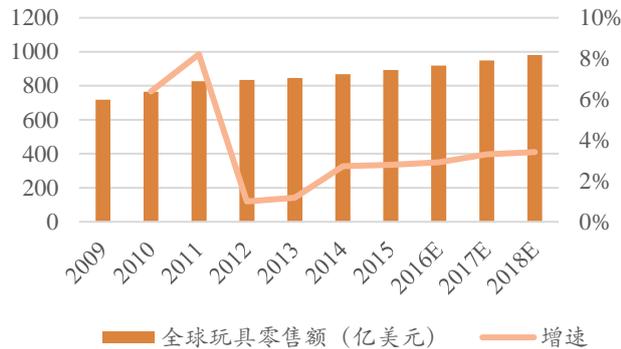
持续布局，玩具+教育碰撞新火花：公司在主营业务做大做强的基础上，积极拓展行业空间，不断探索发展新的业务方向，主力向婴童相关产业链及教育相关产业链延伸。**公司在教育领域已经落地布局**，2016年公司9000万元收购高乐教育100%，并于2017年4月对其增资2000万元，2016-2018对赌业绩为800、1100以及1300万元；2017年7月公司3.6亿元收购异度信息45%的股权，并对其增资，合计持有53.25%股权，2017-2019对赌业绩为4300、5160以及6190万元。**未来在教育领域公司将集中资源大力发展互联网教育业务，通过并购投资等多种手段，快速实现公司教育产业的战略布局，打造高乐互联网教育品牌，实现“玩具业+互联网教育”双轮驱动模式。**

2. 产能扩张+渠道深化，玩具业务仍存增量

2.1 玩具出口市场承压，内销潜力待挖掘

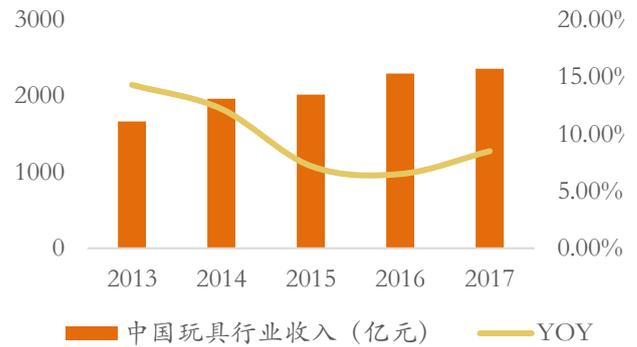
全球最大玩具出口国，市场增速放缓背景下承压增长：我国是玩具出口大国，全球约75%的玩具在中国生产，国内玩具市场发展一定程度上受全球玩具行业景气度影响。从全球市场规模来看，受货币贬值、经济不景气等因素影响，玩具产业增速放缓，维持2%-4%的增速；具体来看，北美、西欧等成熟玩具市场饱和度高，增长缓慢，增速低于平均水平；而亚太、东欧等新兴玩具市场在居民收入增加，玩具消费支出增长等因素推动下增长较快，逐渐成为玩具行业增长的主要推动力。伴随着全球玩具市场发展，我国玩具出口额也稳步上升，2017年我国玩具出口额达到239亿美元，同比增长28%，是全球重要的玩具出口国；而国内玩具出口主要集中在广东、浙江、江苏、上海、福建五大省市，其中广东省出口占比67.39%，是国内玩具出口量最大的省份。总体来看，由于外需市场增速放缓、国内生产成本上升、人民币汇率变化等原因，且我国玩具出口以OEM代工为主，产品附加值较低，受上游品牌方、设计方，下游渠道端等影响明显，国内玩具出口市场面临诸多压力。但现阶段我国玩具出口增速明显快于全球玩具市场增速，国内玩具在国外市场需求仍在持续增加，前期积累的产能和市场将助力玩具出口业务持续承压增

图表8 全球玩具零售额稳定增长



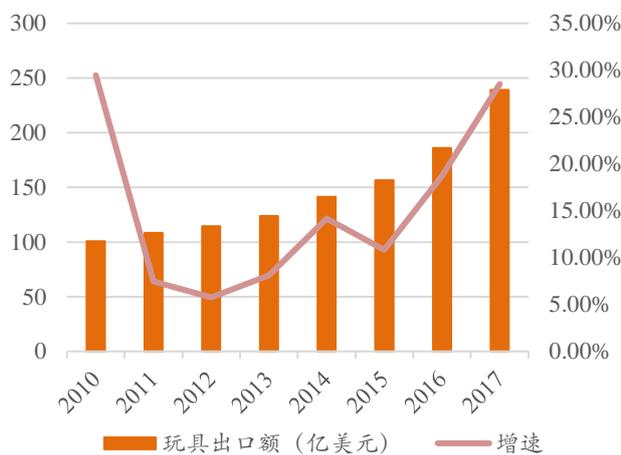
资料来源: Euromonitor, 广证恒生

图表9 中国玩具市场规模稳定成长



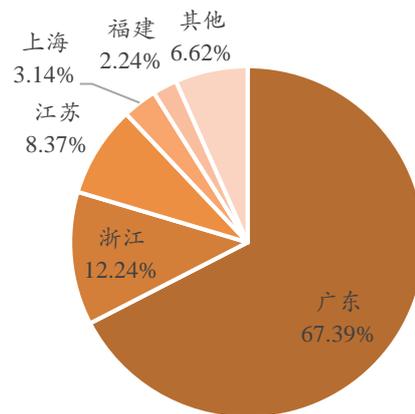
资料来源: 国家统计局, 广证恒生

图表10 2017年玩具出口额增速达到28.5%



资料来源: 海关总署, 广证恒生

图表11 玩具出口产业集聚效应明显



资料来源: 海关总署, 广证恒生

阶梯状市场分布, 自有品牌受消费者热捧: 目前国内玩具市场呈现金字塔型的三阶梯形态, 其中高端玩具市场参与者主要是费雪、乐高、迪士尼等国际知名玩具厂商, 这些厂商大多拥有多品类产品和优质动漫 IP; 中端玩具市场主要是奥迪双钻 (奥飞)、骅威、高乐等国内自有品牌制造商; 低端市场是大量的小型玩具制造厂商。国内玩具制造市场经过竞争洗牌后, 竞争格局不断明朗, 涌现出奥飞娱乐、高乐股份、星辉娱乐、邦宝益智等优质上市公司; 以龙头企业为代表, 国内玩具制造商逐渐尝试从传统 OEM 向 ODM 转型, 打造了“奥迪双钻”、“铭塔”、“骅威”、“GOLDLOK”等优质自有品牌, 并尝试打造动漫 IP, 增加产品附加值和用户粘性。

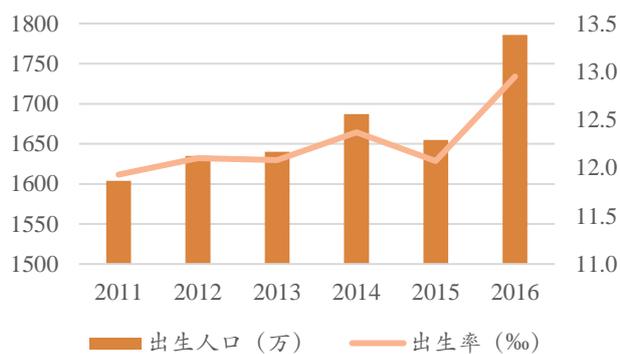
图表12 国内玩具市场呈阶梯分布



资料来源：互联网，广证恒生

全面二胎+回声潮带来增量终端消费者：国内玩具的终端消费群体主要面对0-12岁的儿童，一方面随着我国从计划生育到政策调整再到全面二胎，政策端逐渐放开生育政策；另一方面现阶段是第三次婴儿潮的回声潮期，上一轮人口高峰中出生的人口正处于适宜生育的年龄，双力合推下有望带来新一轮人口高峰，与新生儿和幼儿相关的产业将率先受益，玩具行业有望搭载人口红利增加终端消费人群。具体来看，从2011年开始，除2015年略有下滑外，新生儿数量持续增长；2016年作为全面二胎政策实施的第一年，新增出生人口1786万，同比增长7.9%，增量新生儿将成为未来玩具行业消费量增长的重要推动力。

图表13 新生儿数量增量明显



资料来源：统计局，广证恒生

图表14 目前正处第三次婴儿潮的回声潮



资料来源：统计局，广证恒生

居民收入增加带动玩具消费力增长：玩具消费支出方面，成熟市场的玩具消费相对较高；2015年美国家庭平均玩具支出已经达到186万美元，是2015年中国家庭平均玩具支出22.3美元的8.34倍。近些年，国内经济快速增长，GDP已经快速跃居全球第二，居民收入增长明显，城镇居民消费性支出2016年增至57030元，其中用于教育文化娱乐服务支出6156.03元，近十年年复合增长8.61%。未来随着居民收入的增加以及智能玩具等高附加值玩具产品的增多，玩具消费支出有望持续增加，逐渐缩小与成熟市场的差距

图表15 我国家庭平均玩具支出与成熟市场仍存差距

国家/地区	2015年家庭平均玩具支出(美元)	倍比于中国
英国	186.0	8.34
美国	180.0	8.07
中国香港	111.9	5.02
日本	98.9	4.43
俄罗斯	62.5	2.80
巴西	59.6	2.67
中国	22.3	1.00

资料来源：Euromonitor，广证恒生

图表16 居民消费水平提升


资料来源：统计局，广证恒生

2.2 产品端：多系列布局，智能化玩具成新看点

多品类布局，高投入自主研发：公司在产品端始终坚持自主研发战略，不断丰富产品种类；目前产品主要涵盖电动火车、线控仿真飞机、机器人、电动车、女仔玩具及磁性学习板等六大系列，并不断进行成品更新和新品研发。公司核心研发六大品类产品一方面降低了单一品类的经营风险，另一方面在各细分品类占领市场，合力奠定公司在玩具制造行业的优势地位。为了支持公司自主研发战略，公司拥有专门的研发中心“广东省电子玩具及模具工程技术研究开发中心”以及国际化专业研发团队，每年持续投入近1400万用以玩具产品研发和更新，重点增加个性化益智玩具产品的开发力度。得益于生产研发端的持续发力，公司在产品外观设计、结构设计、功能设计、加工工艺等方面拥有了大量的专利与非专利技术。

坚定IP发展战略：公司高度重视知名IP授权玩具产品开发，拥有国外知名卡通形象咖啡猫、蓝精灵、POCOYO、迪斯尼、HELLO KITTY、小P优优等授权，开发其系列衍生产品，将动漫、卡通的精髓与玩具完美的结合，深受喜爱。2017年5月，公司与海外客户合作设立控股子公司广州琦悦科技有限公司，重点加强Hello Kitty等IP授权产品开发，进一步提升在玩具文化创意产业方面的研发实力。

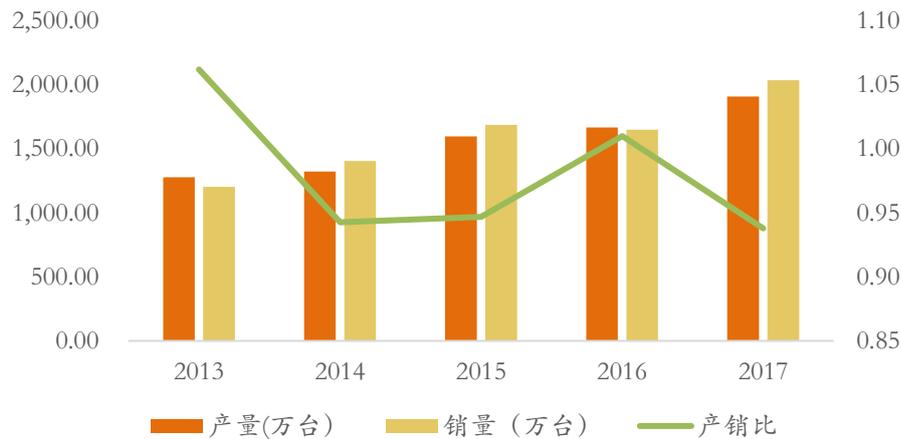
图表17 迪士尼拥有众多经典动漫形象


资料来源：互联网，广证恒生

2.3 生产端：新厂房投产，产能提升

新厂房投产，助力产能提升：公司在生产工艺方面形成了完善的工艺研发运作流程，能够针对产品设计和加工标准的需要不断更新完善符合规模化生产要求的工艺流程，形成科学完整的工艺技术标准以保证生产工艺的严格执行，从而保证产品质量的稳定和功能的一致。公司产量和销量稳定增长，2017 年全年实现 1908 万的产量和 2034 万的销售量，但销量和产量比例达到 94%，前几年产销比甚至高于 100%，公司产能扩张势在必行。公司 2010 年上市起便规划电子电动玩具生产建设项目以及新建研发中心，其中“电子电动玩具生产建设项目”已于 2017 年 2 月 15 日开始试生产，可达到每年 1041 万套玩具的生产能力，覆盖目前超过 60%的产能，进一步缓解公司产能不足，优化产品结构和生产工艺，提升生产自动化程度及产品品质，进而增加销售量并提升盈利能力。

图表18 公司产销比较高

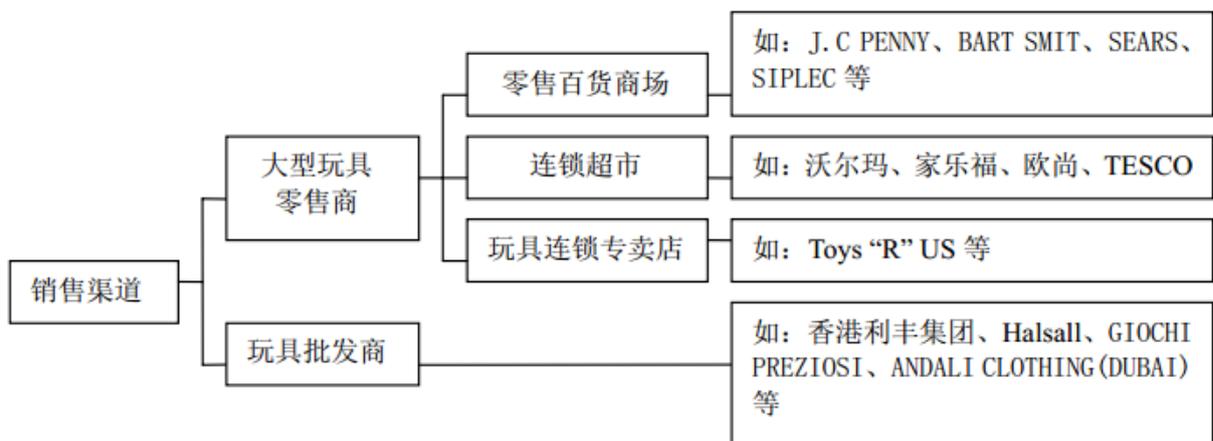


资料来源：公司公告，广证恒生

2.4 销售端：出口转内销，拓展电商平台

公司的销售渠道以大型连锁零售商和玩具批发商为主，其中大型连锁零售商包括零售百货市场、连锁超市、玩具连锁专卖店等。覆盖地区方面，公司产品以出口为主，是国内玩具出口龙头企业；近几年国内销售占比不断提升，出口转内销趋势明显；2013 年公司开设天猫旗舰店，开始布局线上网络销售。

图表19 公司的销售渠道



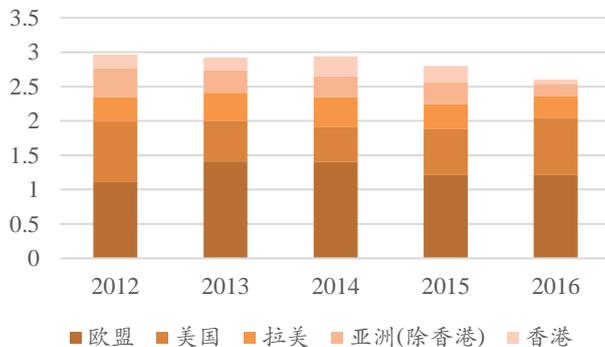
资料来源：公司公告，广证恒生

海外市场大规模覆盖：公司深耕海外市场多年，占据公司过半的销售份额；经过多年的拓展，公司在



海外拥有稳定的客户群以及遍布全世界主要发达国家和发展中国家的销售网络,公司自有的“GOLDLOK”品牌玩具在海外拥有一定的知名度,其中自主电子电动玩具更是自主品牌出口第二名。公司累计已经与欧洲、美国、拉美、亚太等近百个国家和地区的数百家客户建立了业务往来,维持长期稳定的合作关系。未来公司有望继续巩固和深化国外战略客户合作,积极开拓新兴市场,通过推动关键客户服务提升高乐品牌玩具国际知名度。

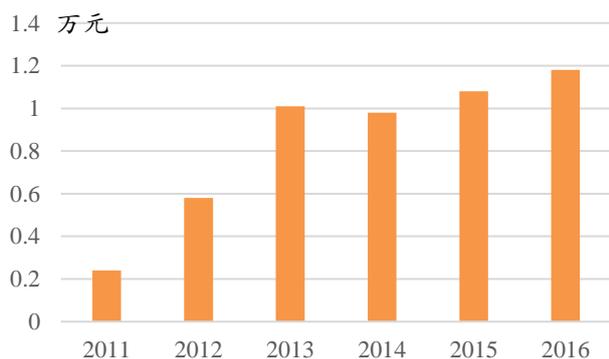
图表20 公司海外业务收入分布



资料来源: 公司公告, 广证恒生

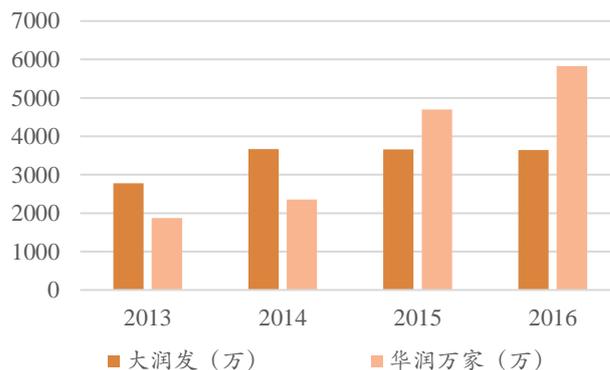
国内市场快速布局: 公司在巩固强化国际市场的基础上,积极开拓国内市场,通过创新销售模式,国内销售额不断增长,2013年国内销售收入首次破亿,2016年国内销售收入达到1.18亿,同比增长9.26%,近五年复合增速37.5%,快速布局国内市场。在国内的销售渠道中,公司重点开拓了大型超市、百货商场以及礼品市场等销售渠道;在华润万家、大润发等大型超市的销售额持续增长,华润万家更是公司2016年收入占比最高的客户,销售金额达到5827万。未来国内市场将是公司重点开发的渠道资源,将以创新产品吸引消费者刺激市场需求,不断扩大国内市场销售份额;公司的国内市场尚在布局中,未来扩展空间广阔,国内市场占收入比重有望进一步提升。

图表21 公司国内市场销售收入年复合增长37.5%



资料来源: 公司公告, 广证恒生

图表22 公司在两大连锁超市收入占比提升



资料来源: 公司公告, 广证恒生

挖掘线上渠道: 网络端销售逐渐成为国内零售市场重要的销售渠道,2016年双十一成交额达到1207亿,线上渠道的价值含量不断增长。国内外知名玩具商费雪、乐高、迪士尼、奥迪双钻也纷纷开设线上店,将其作为重要的渠道布局。电商渠道具备直连用户、覆盖量大、服务周到等多重优势,公司2013年在天猫商城开设了高乐玩具旗舰店,自主管理的网络销售业务正式起航;并陆续在京东、亚马逊、苏宁等电商网站上线产品,线上业务进展顺利。



3.教育业务布局初见成效，标的协同价值提升

随着玩具市场景气度下降，行业利润率开始下滑，业内公司竞争力减弱，纷纷开始寻求转型，骅威转型 IP 运营、奥飞转型动漫泛娱乐；各公司在稳定原有主营业务的基础上，在新领域也成绩斐然。2015 年高乐股份开始谋求第二主业—教育的发展，并已将教育列为公司重要的战略发展方向。

图表23 玩具公司转型成绩斐然

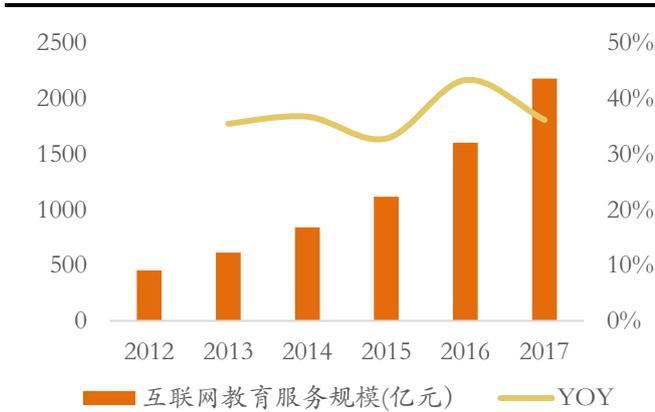
上市公司	转型战略	标的	时间	比例	价格	主营业务	业绩情况	对公司的影响
骅威文化	公司转型为“影视+游戏”为主体，主要从事以优质IP运营为载体、以精品内容创作为核心，进行影视剧的投资、拍摄、制作、发行和网络游戏的研究、发行和运营。	第一波	2013.12	20%	5000万	网络游戏	2014-2016年净利润分别为8,180.29万、10,809.23万、13,214.16万	公司2014年开始转型，转型后营收收入持续增长；净利润从转型前的不足5000万，增长到2016年净利润已经超过了3.03亿；市值从转型前的20亿左右增长到75亿；股价也实现翻倍，2015年公告收购梦幻黑生园后连续迎来6个涨停；公司成为精品剧制作领域的细分龙头。
		第一波	2014.07	80%	8.064亿	网络游戏		
		梦幻黑生园	2015.05	100%	12亿	影视剧制作	2015、2016年净利润分别为10,929.29万、17,874.19万	
		风云互动	2016.12	49.60%	3.13亿	游戏研发	2016年净利润4,777.73万	
奥飞娱乐	公司将进一步加大产业布局力度，积极推进全产业链，构建覆盖游戏、玩具衍生品、足球、直播、电竞等领域的综合性娱乐集团	皇家西班牙	2015.11	53.60%	1700.08万欧元	足球俱乐部	16年公司公体育业务实现营业收入48,077.41万	2013年公司开始转型，公司市值增长到95亿，接近百亿；公司营业收入翻倍达到23.93亿，净利润从1亿左右增长到4.26亿；公司经过长期的发展运营，业务涉及游戏、玩具及衍生品、体育、投资孵化等多种业务。
		天拓科技	2013.1	100%	8.12亿	网络游戏	2014-2016年分别实现净利润9,165.79、9,798.97、11,964.44万	
		畅娱天下	2013.08	51%	1836万	网络游戏		
奥飞娱乐	围绕“深入打造以IP为核心的泛娱乐生态”的目标，继续推进“内容为王、互联网化、国际化、科技化”四大战略，聚焦“精品、变现、效率”，持续加强公司的核心竞争力与可持续发展能力	BT	2016.04	100%	9400万美元	婴童用品	2016年实际净利润1298.66万美元	公司2010年开始酝酿转型，目前已经成为一家182亿市值、33.61亿营收和3.39亿净利润的泛娱乐全产业链平台公司；涵盖内容创作、媒体经营、游戏研运、消费品制造与营销四大业务，无A股稀缺的动漫标的。
		北京光年	2016.01	5%	5,000万	动漫娱乐		
		FunnyFlux	2015.12	43.79%	5,597.48万	动漫娱乐		
		车游科技	2015.09	51%	1.2亿	网络游戏		
		四月星空	2015.08	100%	9.04亿	动漫娱乐		
		三乐公司	2014.04	40%	2000万	网络游戏		
		Waystar公司	2014.04	40%	9800万	网络游戏		
		魔屏科技	2014.04	47.50%	2500万	动漫娱乐		
		壹沙传媒	2014.04	70%	486万	广告运营		
		叶游信息	2014.01	60%	3000万	网络游戏		
		方寸科技	2013.1	100%	3.25亿	网络游戏	2013-2016年实际累计净利润为17214.74万	
		爱乐游	2013.1	100%	3.67亿	网络游戏	2013-2016年实现归母净利润合计37,901.05万元	
		资讯港	2013.09	100%	6.342亿港币	动漫娱乐		
原创动力	2013.09	100%	3639.6万	动漫娱乐				
明黑动画	2012.06	70%	1600万	动漫娱乐				
广东喜佳卡通影视有限公司	2010.03	60%	9000万	影视动漫				

资料来源：公司公告，广证恒生

3.1 看行业：行业空间五千亿规模，教育+科技融合为核心

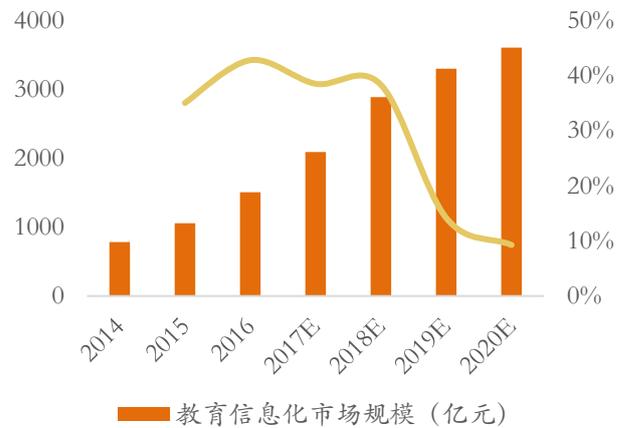
行业规模千亿，深度融合为核心。2017 年互联网教育服务市场规模为 2108 亿元，同比增长 36%，近年来一直保持较高速增长态势；2017 年教育信息化市场规模突破 2000 亿元，考虑教育经费不低于 GDP 比例的 4%，教育信息化经费不低于教育经费的 8%，预计至 2020 年有望超过 3500 亿元。教育信息化核心特征为教育内容+科技深度融合，实现由“以教为主”的教育模式向“以学生为中心”的教育模式转变，提高课堂的教学质量，提升学生的学习效率；以资源共享及应用服务为中心，实现优质师资资源、媒体资源的共享。

图表24 2017年互联网教育服务规模突破2000亿元



资料来源：国家统计局，广证恒生

图表25 2020年教育信息化市场规模有望突破3500亿元



资料来源：国家统计局，广证恒生

图表26 科技与教育深度融合为教育信息化核心



资料来源：公司公告，广证恒生

3.2 高乐教育：全方位打造互联网+智慧教育应用服务生态圈

自有教育信息化平台，全方位打造互联网+智慧教育应用服务生态圈：公司2016年10月收购高乐教育100%股权，高乐教育承诺2016-2018年承诺净利润分别不低于800万、1100万和1300万，2017年实现净利润1258.37万元，完成业绩承诺。高乐教育以互联网+智慧教育技术和产品研发运营为核心，为区域及学校的教育信息化建设提供整体规划及实施服务，拥有自主知识产权的互联网+智慧教育云平台。以提升“三通两平台”的建设、管理、应用水平为抓手，通过“硬件+软件+平台+运营”相结合的方式，提供智慧教育一揽子解决方案。服务范围覆盖云基础设施、教育云平台、智能软/硬件、数字校园、智慧教育教学管评考增值服务等方面，全面打造互联网+智慧教育服务生态环境。**功能方面**，平台可以实现家校互动、校园管理、数字校园、孝信课堂、智豆商城、教育应用等主要服务功能，满足各类教育信息化需求。**市场拓展方面**，公司主要通过B2B2C的模式进行拓展，以招投标的方式，采用EPC模式以区县为单位进行市场拓展，根据国家及当地教育局的信息化建设目标要求推动学校、老师、学生的在平台上的使用，自上而下推广产品。

图表27 公司高乐云教育平台生态图



资料来源：公司公告，广证恒生

提供多元化功能产品：涵盖数十个子系统，满足教育行政机构、学校、教师、学生、家长的不同教育应用与资源需求，提供云录播系统、电子班牌、多媒体考勤机、一体机、电子书包、物联网终端等智慧教育软硬件设备。

图表28 公司教育平台主要产品示意



资料来源：公司公告，广证恒生

连续中标多个重点项目，驱动业绩成长。高乐教育从 2017 年底起连续中标普宁市以及揭西西教育信息化项目，已公告项目金额合计超过 3 亿元，目前均已经与政府顺利签约，预计年内能够建设完成，进一步验证了高乐教育 EPC 模型的可行性，也为公司 2018 年收入利润增长提供保障。公司普宁项目为地区内教育现代化整体设备项目，预计项目完成后将成为公司教育信息化系统集成与运营服务的标杆示范项目，为公司后续深耕粤东，布局全国，持续拓展教育信息化项目提供范例和宣传样本。



图表29 高乐教育中标普宁项目资料

项目名称	普宁市创建广东省教育现代化先进市配套设施设备建设项目
项目采购人	普宁市教育局
中标时间	2017年12月27日
采购方式	公开招标
中标金额(元)	250,654,002.40
项目主要内容	对全市所有公办中小学、幼儿园和成人文化技术等学校的教育信息化建设进行整体规划配套，通过软硬件结合的方式为普宁全市中小学校和师生、家长提供“互联网+智慧教育”服务。

资料来源：公司公告，广证恒生

图表30 高乐教育中标揭西项目资料

项目名称	揭西县教育信息化平台“互联网+智慧教育”采购项目
项目采购人	揭西县教育局
中标时间	2018年4月17日
采购方式	公开招标
中标金额(元)	53,893,000
项目主要内容	采购“互联网+智慧教育”智能化设备、云平台软硬件、网络基础设施等一批以及云平台运维及服务。

资料来源：公司公告，广证恒生

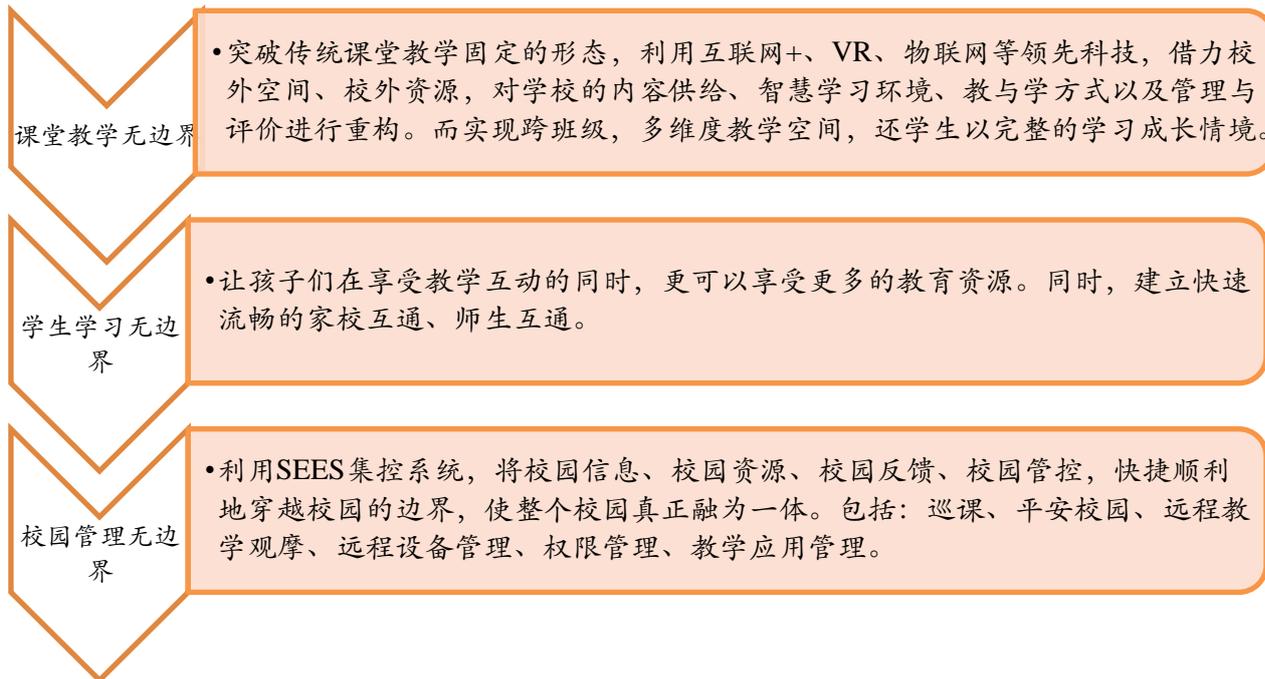
“百千万工程”提升用户量，依托平台展开增值服务内容。高乐教育制定了“百千万工程”目标计划，依托平台开展教育教学管评考等增值服务，预计2017年实现百所应用示范学校、服务超千所学校、覆盖100万用户。国家以“三通两平台”为核心的教育信息化建设正在快速推进，下沉到三四线城市以及县镇区域教育信息化改造比例低，市场前景广阔，政府采购统一布局将是重要的推广方式，公司以地市和区县为主要投资对象的推广策略可操作性高，所有项目落地区域均能实现经营收入和盈利，确定性高。同时积极发展云课堂、学习空间等自有及第三方增值业务，为老师和学生提供线上、线下增值服务。

3.3 异度信息：具备核心技术优势，从产品到运营价值放大

参与管理并绑定核心团队，公司重视异度发展：2017年7月公司投资3.6亿元以参股加增资的方式收购异度信息53.25%的股权，异度信息承诺2017年归属于母公司股东的净利润分别不低于4300万、5160万与6190万元，同时双方协定了后续46.75%的股权的收购要求和方案。并且高乐股份将在异度信息董事会中委派过半数上的董事，并委派1名监事、1名财务总监，根据异度信息的业务需要派驻相应管理人员；公司与异度信息主要创始人及核心团队签订了为其三年的劳动合同和竞业限制协议；通过参与治理和绑定核心团队确保异度信息后续发展以及与上市公司在教育板块的业务协同，2017年公司实现净利润4505万元，超额完成业绩承诺。

技术实力深厚，打造教育信息化平台系统：异度信息是一家专业为信息化教育提供综合解决方案的服务商及在线教育运营商，主要从事教育信息化核心技术的研发、嵌入式硬件产品的开发，以云服务为支撑，基建基于K12教育的信息化应用；以核心技术为支撑，打造各类教育信息化技术与教育学校相融合应用的系统及解决方案；其软/硬件产品均为自主开发，围绕信息技术与教育教学实践的深度融合应用，自主开发大量的软、硬件产品及平台系统，拥有高清视频交互能力、音频回音消除、网络波动情况下的抗波动技术及多码流复用技术、音视频直播能力、嵌入式硬件开发技术能力和Linux平台开发等核心技术。经过几年的开发和落地应用，异度信息已逐步形成一套以应用能力为核心的平台系统---SEES智慧教育生态服务平台系统，是对“三通两平台”的延伸和补充。SEES智慧教育生态服务平台系统，是由硬件（firebox系列硬件）和系统软件组成，可以实现课堂教育无边界、学生学习无边界、校园管理无边界。

图表31 SEES 平台系统的功能



资料来源：公司公告，广证恒生

云课堂终端+解决方案两大类核心产品，服务客户数量增加。公司硬件终端产品主要是常态化云教学主机 Fire-Box 火盒、纯嵌入式主机 Ai-box 睿盒以及便携互动教学一体机；核心解决方案产品包括智能云教学方案、3D 虚拟教学系统、移动交互学习方案、“1+N”云覆盖方案。2016 年公司服务了 3-4 所学校，2017 年预计服务学校增加到 70-80 所，为深圳田东中学、宁夏固原市彭阳县第四中学、柳江县职业中等专业学校、福建省美歌智能科技有限公司上海办会议室等提供信息化应用系统，凭借优势产品和技术实力获得客户认可。

图表32 公司产品体系



资料来源：公司官网，广证恒生



图表33 公司产品应用案例列表

福建省长汀县南山中心学校	福建省长汀县中区小学	江安县教育局采购公共教学设备	洛阳偃师伊洛中学
福建省光泽县实验小学	福建省光泽县鸾凤中心小学	福建省政和实验小学	福建省政和第一中学
福建省政和县铁山中心小学	福建省政和县铁山江上小学	郑州航空港经济综合实验区	三明学院
绵阳市科创区博雅学校	福建省长汀县新桥中学	周口市第19中学	福建省光泽第一中学
广东省韶关市仁化县第一中学	延川北关小学	偃师市实验小学	神农架林区教育局
偃师市实验中学	宋洛中心学校	松柏中心学校	官封小学
板仓小学	朝阳小学	苗峰小学	重庆市铜梁县龙都小学
东平教育体育局	东平旧县中心小学	菏泽市巨野县教育体育局	新乡学院
重庆合川区党校	菏泽学院单县分院	柳江县职业中等专业学校	荆门市东宝区浏河中学
湖南省湘乡市东山学校	福建省美歌智能科技有限公司上海办公室		

资料来源：公司官网，广证恒生

一二三线差异化布局，网络运营商合作落地。公司在产品销售推广方面采用战略合作伙伴和代理商推广的方式，已经在全国的8个大区分布了24个办事处，主要对战略合作伙伴和代理商提供前后期的产品技术支持。2016年，公司在全国已建立并拥有10家战略合作伙伴，120多家代理商；2017年已经增加到48家战略合作伙伴和500家代理商。公司的常态化产品以二、三线城市为重点进行市场开拓，智能化的产品线及大型高端产品与系统平台对接一线城市，目前已经覆盖了福建、江苏、广西、华南、海南、陕西、宁夏、重庆、湖北、河南等地。并且通过参加全国各地的教育装备展、大型教育产品论坛等进行品牌宣传，加大公司的社会知名度。2017年公司探索了与广电渠道的合作模式，已经在全国7、8个省份进行了技术测试和移植等推广工作，具体是在广电中心机房部署教育大数据平台系统，同时将公司产品集成在广电机顶盒内，探索并实践公司产品通过广电体系到学校再到家庭，目前已签约部分省份。

三级火箭式发展战略，由B端向C端深入：公司业务采用“三级火箭式发展布局”，从以软硬件产品项目销售、到面向学校智慧教育云运营服务最终实现通过与运营商合作面向家庭的在线服务，通过服务运营模式（设备由异度免费投入，学校按学期或学年支付服务费）大规模的全国布点扩张，占领学校入口，最终实现服务从B端向C端深入。

图表34 异度信息三级火箭式发展布局



资料来源：公司公告，广证恒生

协同性分析：形成合力，协同发展。公司在教育领域完成两家公司收购，实现“技术+产品+渠道”全方位布局，两家公司在产品和业务上协同性很强，高乐教育专注于教育信息化整体方案服务，异度信息专



注智慧课堂的软硬件产品提供和服务，异度信息将为高乐教育的区域市场丰富产品和服务，高乐教育则为异度信息的校园、家庭市场提供更全面的业务；高乐教育为异度信息的校园、家庭市场补充资源与应用弹药；异度信息为高乐教育的区域市场进行产品与服务填充。两者协同促进下，公司在教育信息化行业的业务规模和盈利能力将有效提升，扩大市场占有率进而提升竞争力。

4. 风险提示

1. 玩具市场下滑或外贸风险
2. 教育公司业务拓展不达预期
3. 教育并购整合不达预期
4. 汇率大幅波动风险

5. 投资逻辑

- **玩具+互联网教育双轮驱动，优质教育标的协同齐驱：**公司是国内电子电动塑胶玩具龙头企业，从2016年起，公司通过投资收购方式，以教育信息化业务为突破口，转型进入互联网教育领域，目前已完成收购的高乐教育100%股份和异度信息53.25%股份，其中**高乐教育**以互联网+智慧教育技术和产品研发运营为核心，以提升“三通两平台”的建设、管理、应用水平为抓手，通过“硬件+软件+平台+运营”相结合的方式，提供智慧教育一揽子解决方案；**异度信息**是一家教育信息化综合解决方案服务商及在线教育运营商，目前正积极推进与广电合作的机顶盒云课堂&伴学网项目，实现从B端往C端成长。双方均在2017年顺利完成业绩对赌（高乐教育承诺1100万，完成1258.37万；异度信息承诺4300万，完成4573.94万）。公司通过对高乐教育与异度信息进行全面整合与赋能，有望实现两者资源协同、产品互补、市场共享、共同发展形态，驱动公司教育板块持续增长。
- **教育信息化千亿规模空间巨大，手握3亿订单成长确定：**2017年互联网教育规模已超过2500亿元（YOY35%），教育信息化规模超过2000亿元，预计至2020年有望超过3500亿元，行业空间巨大成长确定性强。2018年以来公司连续中标普宁和揭西两地的教育信息化项目，其中**普宁项目2.51亿，揭西项目5389.3亿，两个项目合计超过3亿，目前均已经与政府顺利签约，预计年内能够建设完成**，有望极大增厚公司业绩。公司普宁项目为地区内教育现代化整体设备项目，预计项目完成后将成为公司教育信息化系统集成与运营服务的标杆示范项目，为公司后续深耕粤东，布局全国，持续拓展教育信息化项目提供范例和宣传样本。高乐教育首次通过高新技术企业认定，一方面证明了公司的技术研发能力，另一方面有望对公司利润和利润率带来明显的提升。我们认为，**2018年公司教育业务受益于教育信息化项目的拉动和异度信息快速发展，预计会有明显的增长，将成为公司利润增长的重要一极。**
- **产能扩张+渠道深化，玩具业务回暖：**公司2017年玩具业务合计收入5.98亿，同比增长48.2%；其中国际市场收入4.6亿元，同比增长61.16%；国内市场收入1.4亿元，同比增长19.83%，主要受益于全球市场回暖和新产线的投产。**研发端**，公司重点加强Hello Kitty等IP授权产品开发，提升在玩具文化创意产业方面的研发实力；**生产端**，公司募投项目“电子电动玩具生产建设项目”正式建成，丰富了迪士尼、蓝精灵、小P优优等国际知名动漫IP授权产品品项开发，不断优化产品结构，提高了产品吸引力，为市场拓展打下了良好基础；**销售端**，公司紧抓全球玩具市场回暖的良好契机，积极开拓新市场和新渠道，扩大公司产品在大型超市、百货商场、礼品市场的销售规模，开展销售渠道建设，积极探索线上渠道，取得了良好销售业绩。
- **盈利预测与估值：**考虑异度全年并表以及教育带来的业绩增量，我们预计公司2018-2020年归母净利润为1.36/1.62/1.86亿元，其中教育贡献1亿利润，玩具板块0.36亿元，对应EPS为0.14/0.17/0.20元/股，对应PE为27/23/20倍。**结合可比公司估值，给予2018年35倍目标估值，维持目标价4.90元/股，结合近一年来高管平均增持价格为6.8元/股，股价倒挂构建安全垫，维持强烈推荐评级。**
- **风险提示：**外汇波动风险、教育项目落地不达预期、并购整合不达预期、外贸风险。



图表35 可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值	PE (TTM)	PE2018	PE2019	PE2020
002841	视源股份	384.72	54.44	39.36	29.46	22.15
300010	立思辰	119.00	60.49	40.97	34.40	28.58
300282	三盛教育	44.32	223.04	30.77	29.53	27.81
教育可比公司平均估值				37.03	31.13	26.18
002292	奥飞娱乐	158.38	174.29	29.77	22.90	21.79
300043	星辉娱乐	68.93	48.76	13.93	9.43	0.00
603398	邦宝益智	33.68	58.76	40.58	30.90	24.23
玩具可比公司平均估值				28.09	21.08	15.34

资料来源：公司公告，广证恒生



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	577	667	775	941	营业收入	661	1125	1278	1427
现金	84	140	263	423	营业成本	465	722	819	919
应收账款	320	350	335	343	营业税金及附加	9	13	15	17
其它应收款	12	12	12	12	营业费用	47	82	93	101
预付账款	6	7	6	6	管理费用	78	133	151	164
存货	92	93	93	93	财务费用	13	11	10	8
其他	62	65	66	64	资产减值损失	4	3	3	3
非流动资产	1154	1209	1250	1269	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	657	704	719	732	营业利润	72	160	187	215
无形资产	128	125	124	121	营业外收入	0	1	2	2
其他	369	380	408	416	营业外支出	3	1	1	2
资产总计	1730	1876	2025	2210	利润总额	69	160	188	215
流动负债	160	163	162	171	所得税	7	16	19	21
短期借款	85	80	82	81	净利润	62	144	170	193
应付账款	54	54	54	54	少数股东损益	7	7	7	7
其他	21	29	25	36	归属母公司净利润	55	136	162	186
非流动负债	185	183	183	183	EBITDA	118	209	240	268
长期借款	158	158	158	158	EPS (摊薄)	0.06	0.14	0.17	0.20
其他	26	24	24	25					
负债合计	345	345	344	355	主要财务比率				
少数股东权益	113	121	128	136	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	947	947	947	947	成长能力				
资本公积	10	10	10	10	营业收入增长率	63.9%	70.1%	13.6%	11.7%
留存收益	316	452	595	762	营业利润增长率	79.2%	121.9%	17.1%	14.6%
归属母公司股东权益	1273	1409	1553	1720	归属于母公司净利润增长率	29.5%	147.7%	18.9%	14.6%
负债和股东权益	1730	1876	2025	2210	获利能力				
					毛利率	29.7%	35.8%	36.0%	35.6%
现金流量表					净利率	9.4%	12.8%	13.3%	13.5%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	4.2%	9.4%	10.1%	10.5%
经营活动现金流	-75	157	225	245	ROIC	4.8%	9.3%	9.9%	10.2%
净利润	62	136	162	186	偿债能力				
折旧摊销	37	39	42	46	资产负债率	19.9%	18.4%	17.0%	16.0%
财务费用	13	11	10	8	净负债比率	70.59%	69.02%	69.94%	67.60%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	3.61	4.09	4.79	5.49
营运资金变动	-151	-31	3	-2	速动比率	3.03	3.52	4.22	4.95
其它	-37	2	8	7	营运能力				
投资活动现金流	-176	-84	-76	-57	总资产周转率	0.43	0.62	0.66	0.67
资本支出	-100	-83	-74	-55	应收账款周转率	2.97	3.35	3.73	4.21
长期投资	-6	0	0	0	应付账款周转率	8.65	13.39	15.21	17.06
其他	-70	-1	-2	-2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	217	-17	-26	-27	每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.14	0.17	0.20
短期借款	85	-5	2	-1	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.08	0.17	0.24	0.26
长期借款	158	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	1.34	1.49	1.64	1.82
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积金增加	0	0	0	0	P/E	66.71	26.94	22.66	19.77
其他	-27	-12	-28	-26	P/B	2.89	2.61	2.37	2.14
现金净增加额	-34	56	123	160	EV/EBITDA	44.22	18.59	15.73	13.54



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。