

骅威股份 (002502)

未评级

价格区间：23.10—26.95

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000206090080

+755-82492072 zhouhuan@lhq.com

联系人

穆方舟

+755-82492321 mufz@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	66.00
流通 A 股(百万股)	0.00
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	0.00

- 自主品牌+研发设计优势占据微笑曲线的两端。**只有具有自主品牌和研发设计优势的企业才能在玩具产业链中获得较高的利润水平，骅威股份就拥有突出的产品研发优势和一流质量管理优势。公司为中国玩具行业首家、也是目前为止唯一一家被国家质检总局授予“出口免验”证书的企业，自主品牌销售收入占营业收入的 58.38%，每年销售收入中一半以上为新研发产品带来的收入，公司从未因产品质量问题发生过重大质量纠纷。
- “动漫+玩具”商业模式前景广阔。**我国玩具市场已成为全球增长最快的市场，骅威已经通过“动漫+玩具”的新商业模式取得了在中国市场成功的第一步。在国家扶植动漫产业的大背景下，随着募集资金的投入，凭借品牌和研发优势，公司将进一步加大对动漫玩具的研发、制作和产能扩建等投入，我们预计未来 3 年动漫玩具销售收入将达到公司销售额度的 30%以上，动漫玩具毛利率高达 40%左右，这将提升公司的盈利水平。
- 自主品牌+“动漫+玩具”有望持续提升公司盈利能力。**公司当前的自主品牌收入占比和动漫玩具收入占比仍有较大的提升空间，公司正致力于这两块高毛利率的产品。我们认为公司盈利能力有望随着这两块业务的拓展而不断提升，目前公司正处于盈利能力不断提升的上升通道之中。
- 募集资金项目推动公司高速增长。**公司本次募集资金将投入“生产基地扩建项目”和“动漫制作暨营销网络建设项目”。我们认为公司将在动漫玩具模式和渠道建设上占得先机，并解决了产能瓶颈的问题。
- 询价建议：**我们预计 2010-2012 年公司将实现摊薄后 EPS 分别为 0.55、0.77 和 0.94 元。对比行业内可比公司的市盈率水平，我们给予公司对应 30—35 倍的 2011 年动态市盈率，建议骅威股份 IPO 询价区间为 23.10—26.95 元。
- 风险提示：**原材料价格大幅波动、人民币升值超预期、与发达国家出现重大贸易摩擦、动漫制作和产品推广达不到预期水平。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	431.1	184.8	507.1	578.7	665.5
(+/-%)	13.0	0.0	17.6	14.2	14.9
归属母公司净利润(百万元)	40.4	17.7	48.6	67.9	83.1
(+/-%)	34.2	0.0	20.3	39.7	22.4
EPS(元)	0.61	0.27	0.55	0.77	0.94

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目录

1. 骅威——我国玩具行业的领军者	4
2. 攘外——自主品牌 + 研发设计优势	6
2.1 全球玩具市场稳定增长	6
2.2 自主品牌占据微笑曲线的右端	7
2.3 突出的研发设计能力和一流质量管理优势占据微笑曲线左端	9
3. 安内——“动漫玩具”模式	11
3.1 中国玩具市场：巨大的成长潜力	11
3.2 公司在国内发展“动漫+玩具”商业模式前景广阔	12
4. 自主品牌+“动漫玩具”有望持续提升公司盈利能力	15
5. 募集资金项目推动公司高速成长	17
5.1 生产基地扩建项目	17
5.2 动漫制作暨营销网络建设项目	18
6. 盈利预测与估值	18

图表目录

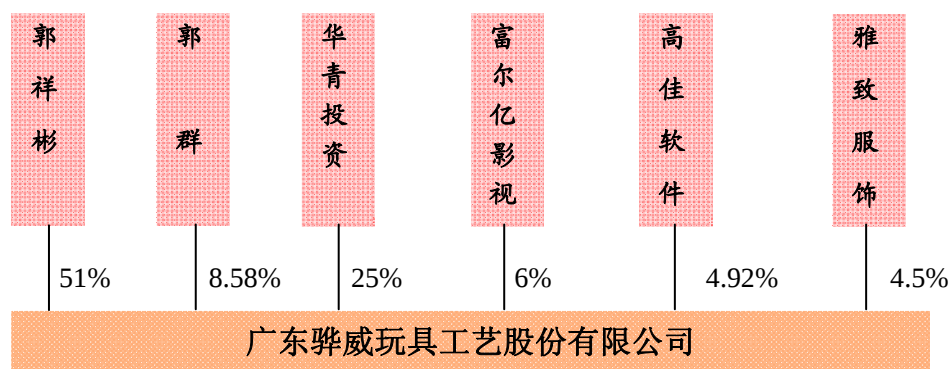
图 1 发行前骅威股份的股权结构	4
图 2 2009.1—6 内销产品约占 20%	5
图 3 2008 年几乎全部产品均为外销	5
图 4 世界玩具市场保持稳定增长	7
图 5 玩具市场收金融危机影响较小	7
图 6 公司外销金额逐年扩大	7
图 7 微笑曲线右端利润较高	8
图 8 公司自主品牌收入提升速度最快	8
图 9 2010 年 1—6 月与 2007 年相比，自主品牌收入占比显著提升	9
图 10 微笑曲线左端利润较高	9
图 11 公司研发费用投入逐年提高	10
图 12 智能玩具占毛利比重最高	10
图 13 骅威股份盈利水平远远超过行业平均水平	11
图 14 中国玩具人均消费量远远低于世界平均水平	11
图 15 中国城镇人均可支配收入将不断提高	11
图 16 人口因素将提供玩具市场广阔的成长空间	12
图 17 美泰“动漫+玩具”模式部分代表作	13
图 18 骅威“动漫+玩具”模式	15
图 19 骅威股份毛利率水平低于高乐和奥飞	16

图 20 骅威动漫玩具收入占比低于奥飞	16
图 21 骅威自主品牌玩具收入占比低于高乐	16
图 22 骅威动漫玩具收入及占比提升较快	17
图 23 骅威自主品牌玩具收入及占比提升较快	17
表 1 骅威股份 IPO 前后股本结构变化	4
表 2 骅威股份是我国玩具行业的领军者	5
表 3 骅威在我国玩具品牌中排名靠前	5
表 4 公司主要产品	6
表 5 国家近年来一系列扶植动漫产业的政策文件	13
表 6 公司动漫片“蛋神奇踪”系列玩具产品盈利情况	14
表 7 公司募集资金项目	17
表 8 动漫制作项目分析	18
表 9 营销网络建设项目分析	18
表 10 按业务收入拆分	18
表 11 可比上市公司估值	19
表 12 盈利预测	20

1. 骅威——我国玩具行业的领军者

骅威股份是 2007 年由广东骅威玩具工艺（集团）有限公司整体变更设立，郭卓才、郭祥彬、郭群（以下简称“郭氏家族”）是公司的实际控制人。发行前郭氏家族持有威华股份 59.58% 的股权，本次发行后郭氏家族持有 44.96% 的股份。

图 1 发行前骅威股份的股权结构



资料来源：招股说明书

表 1 骅威股份 IPO 前后股本结构变化

股东	发行前	发行后
郭祥彬	51.00%	38.25%
郭群	8.58%	6.44%
华青投资	25.00%	18.75%
富尔亿影视	6.00%	4.50%
高佳软件	4.92%	3.69%
雅致服饰	4.50%	3.38%
社会公众股	0.00%	25.00%

资料来源：招股说明书

公司成立于 1997 年，公司产品质量一流，拥有国内最先进的质量管理体系，是中国玩具行业的领军者。公司一直致力于高新技术与益智娱乐于一体的玩具系列产品设计开发、制造和市场营销。公司目前已形成智能玩具、塑胶玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具等五大系列，产品远销全球五大洲，其中，智能玩具的研发技术优势明显，在行业内具有很高的知名度。目前公司仍以国外销售为主，今后公司在国内销售比例会逐步提高。

表 2 骅威股份是我国玩具行业的领军者

1. 2008 年 1 月成为中国玩具行业首家、也是目前为止唯一一家被国家质检总局授予“出口免验”证书的企业
2. 我国玩具行业仅有的二家同时拥有“中国驰名商标”和“中国名牌产品”证书的企业之一
3. 国家级高新技术企业和国家火炬计划重点高新技术企业
4. 2006 年获得国内玩具行业首批 3C 认证证书
5. 2007 年通过欧盟的“RoHS 指令”第三方认证
6. 2009 年通过 ICTI 认证
7. 公司技术中心被认定为“广东省省级技术中心”，
8. 公司的科研项目“语言识别与高频遥控一体化智能模型装置”被列入“2008-2009 年国家火炬计划”

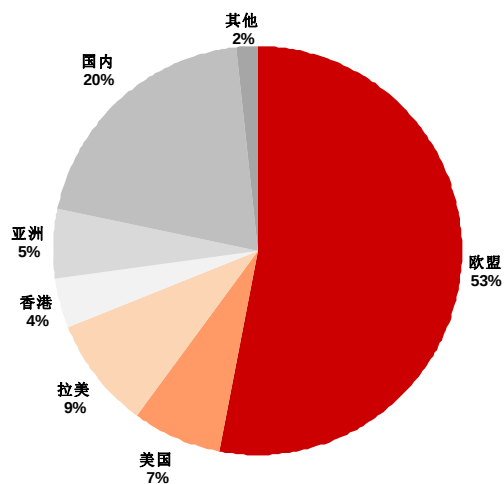
资料来源: 公司招股说明书 公司网站

表 3 骅威在我国玩具品牌中排名靠前

- | | |
|----|------------------------|
| 1 | 美泰 MATTEL——美国，世界 500 强 |
| 2 | 孩之宝 HASBRO——美国 |
| 3 | 奥迪 AULDEY——中国 |
| 4 | 骅威 HUAWEI——中国 |
| 5 | 乐高 Lego——丹麦，世界 500 强 |
| 6 | 万代 Bandai——日本 |
| 7 | 智比 Smoby——法国 |
| 8 | 银辉——中国香港 |
| 9 | 智高——意大利 |
| 10 | 百利威 Playwell——中国 |

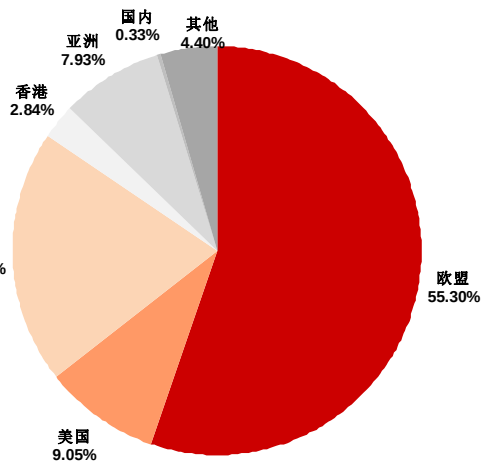
资料来源: 网购网 www.maigoo.com

图 2 2009.1—6 内销产品约占 20%



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

图 3 2008 年几乎全部产品均为外销



资料来源: 招股说明书 华泰联合证券研究所

表 4 公司主要产品

玩具类别	主要产品
智能玩具	智能娃娃、智能型学习机、智能机器人、智能汽车等系列产品
塑胶玩具	婴幼玩具、沙滩玩具、餐具玩具、交通工具玩具等系列产品
模型玩具	汽车模型、飞机模型、各种模型套装组合等系列产品
动漫玩具	各种动漫衍生玩具，如《蛋神奇踪》、《小鲤鱼历险记》等系列产品
其他玩具	圣诞产品、工艺产品、童车系列等系列产品

资料来源：招股说明书 公司网站

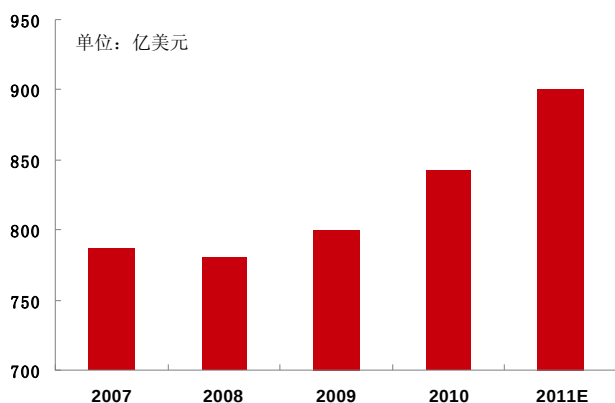


2. 攘外——自主品牌 + 研发设计优势

2.1 全球玩具市场稳定增长

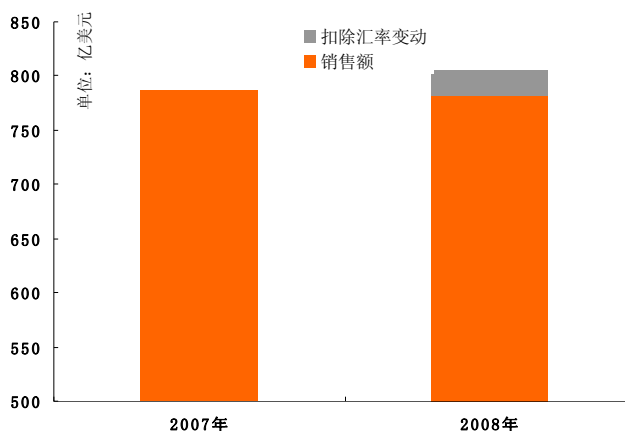
全球玩具市场是一个稳定增长的市场，根据中国玩具协会相关资料显示，全球年均增长率为 6% 左右，即使受到 2008 金融危机的影响，2008 年全球玩具市场销售额仅比 2007 年减少 5.75 亿美元，但如不考虑由于美元贬值对汇率变动的影响，以 2007 年固定汇率计算的 2008 年销售额比 2007 年仍增加了 18.48 亿美元。预计到 2011 年全球玩具市场销售额可达 900 亿美元。

图 4 世界玩具市场保持稳定增长



资料来源：中国玩具协会 华泰联合证券研究所

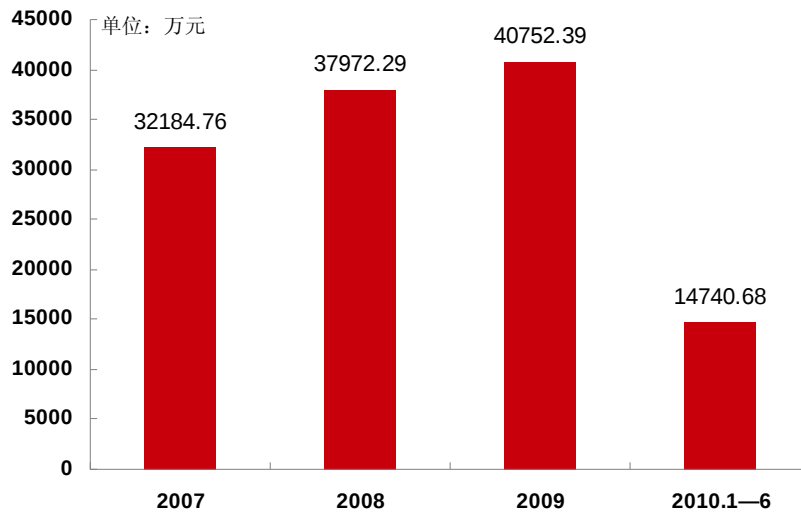
图 5 玩具市场收金融危机影响较小



资料来源：中国玩具协会 华泰联合证券研究所

公司外销规模逐渐扩大，特别是在金融危机中，公司外销规模更是逆势增长，足以说明公司具有的竞争力和品牌优势。

图 6 公司外销金额逐年扩大



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

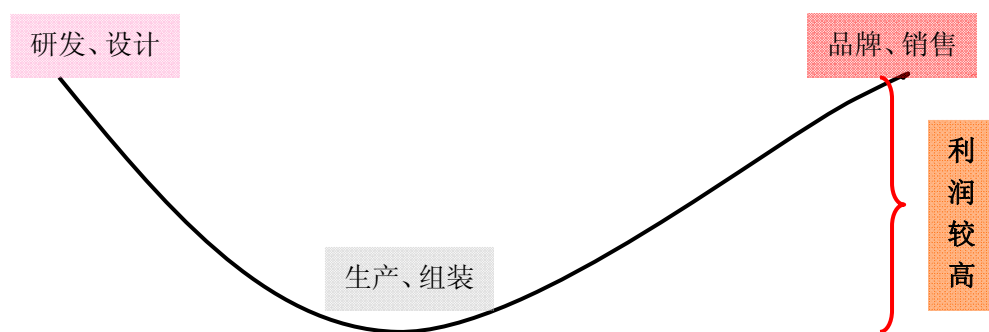
2.2 自主品牌占据微笑曲线的右端

OEM 生产因制造、装配为主，完全依循客户指定的规格，而处于价值链创造方式的微笑曲线底部，利润较小，但自主品牌则处于微笑曲线的右端，利润较大。在我

国玩具企业中约 80%均采用 OEM 方式,以自主品牌经营模式生产的企业仅占 20%左右。

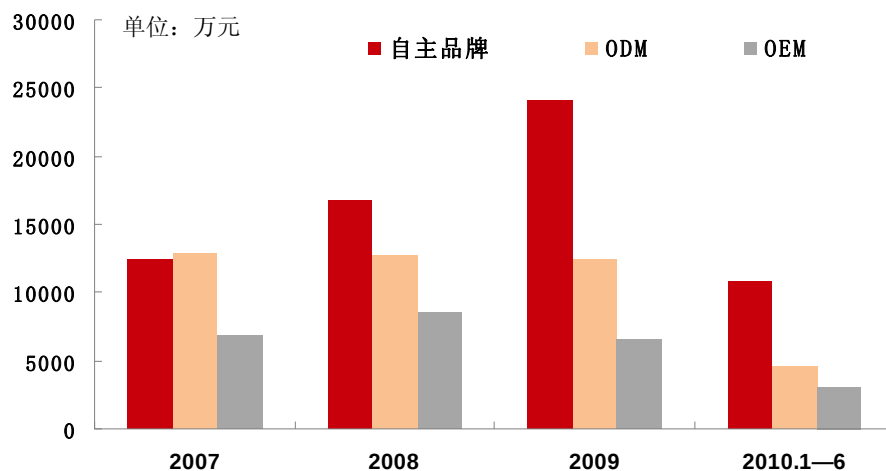
公司成立初期,以 OEM 业务为主,经过多年的积累和发展,公司已经基本确立了自主研发、自主设计、自主生产的业务模式,目前公司的业务结构是以自主品牌产品研发生产为主,ODM、OEM 产品生产为辅,最近一期报告显示公司自主品牌产品销售收入占营业收入比为 58.38%。

图 7 微笑曲线右端利润较高



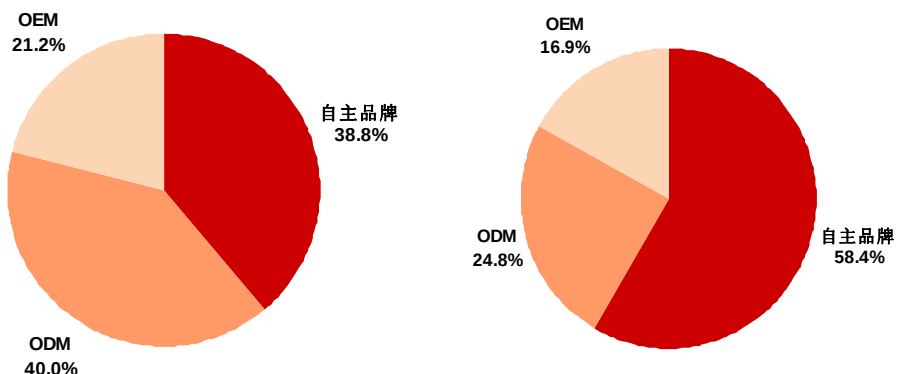
资料来源：华泰联合证券研究所

图 8 公司自主品牌收入提升速度最快



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图9 2010年1—6月与2007年相比，自主品牌收入占比显著提升

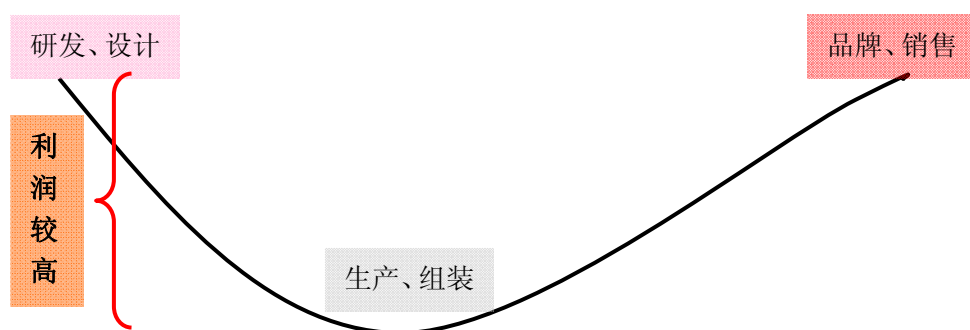


资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

2.3 突出的研发设计能力和一流质量管理优势占据微笑曲线左端

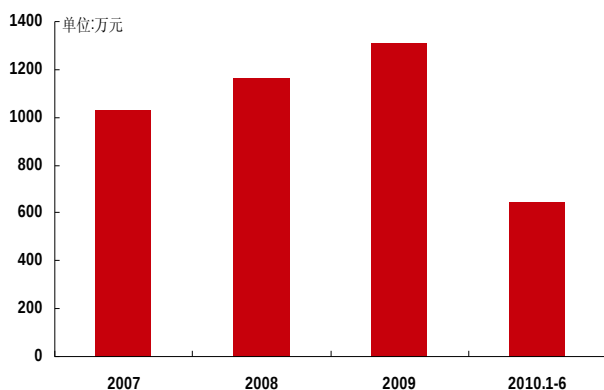
玩具的快速换代率和向高科技含量转型是产业发展的必由之路，企业的竞争也体现在研发实力的竞争上。公司近年来不断加大研发投入，通过与高等院校开展产学研合作，不断提升企业自主创新能力和新产品的开发能力。公司每年销售收入中一半以上为新研发产品带来的收入。公司目前投入研发费用较多的智能玩具产品，毛利较高，毛利贡献也最大。

图10 微笑曲线左端利润较高



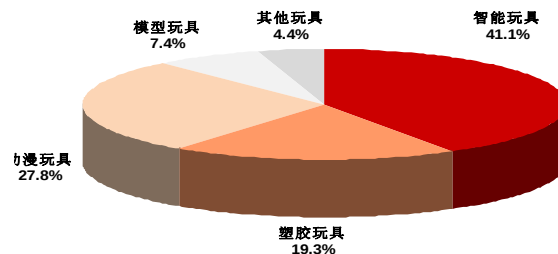
资料来源：华泰联合证券研究所

图 11 公司研发费用投入逐年提高



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图 12 智能玩具占毛利比重最高



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

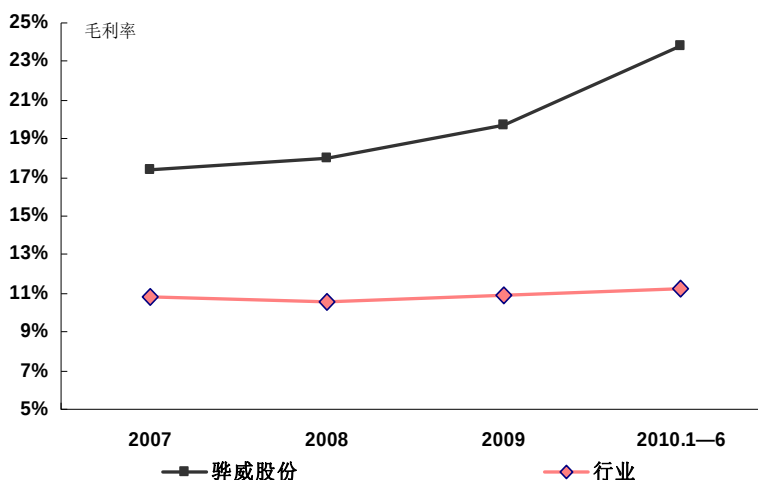
公司成立了技术中心，近三年每年的研发立项项目都在 4 项以上，研发投入占销售收入 3% 以上。技术中心不断充实研发人才队伍，不断寻找与招聘业界优秀的创意和开发人才，并且每年制度性的从高校招聘优秀的毕业生，悉心培训以建立人才梯队。公司注重产品的科技含量，并将之作为技术创新的依托。公司从 2005 年至今持续被认定为高新技术企业；2008 年，公司的技术中心被认定为“广东省省级技术中心”，公司的科研项目“语言识别与高频遥控一体化智能模型装置”被列入“2008-2009 年国家火炬计划”；2009 年，以公司为依托组建了“广东省智能型电动玩具工程技术研究中心”，同年，公司被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”。

公司先后投资 300 万元建立了“物理和化学实验室”，并获得“二级计量保证体系”证书，能够快速有效进行各类玩具的物理与化学检验和试验。公司产品测试数据经常与粤东玩具检测中心、深圳 SGS 进行实验数据比对，确保了产品质量的稳定性与可靠性。

自成立以来，公司质量控制体系运作良好，公司从未因产品质量问题发生过重大质量纠纷。公司长期在质量管理方面持续改进，得到顾客和相关部门的认可。2004 年公司通过了环境管理体系认证、质量管理体系认证，2006 年公司获得英国（宝德）产品质量保证有限公司颁发的“RoHS 指令认证”等证书，并每年都通过审核。2008 年 1 月，公司获得由国家质量监督检验检疫总局颁发的中国玩具行业首张、也是目前为止唯一一张玩具行业“出口免验”证书。

在有自主品牌+研发设计优势的保证下，骅威股份牢牢抓住了微笑曲线的两端，取得了远远超越行业水平的盈利能力。随着公司研发的创新的不断推进，盈利能力将在未来不断提高。

图 13 骅威股份盈利水平远远超过行业平均水平



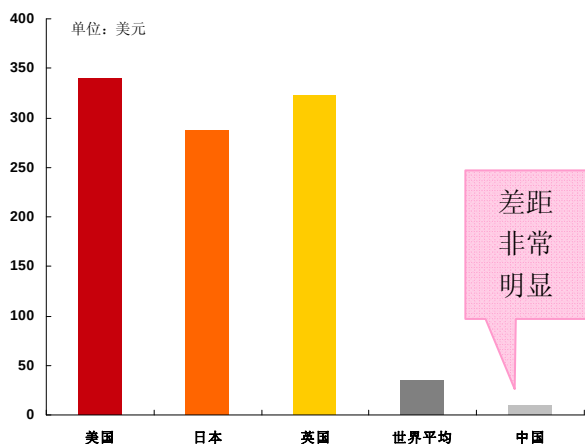
资料来源：招股说明书 国家统计局 华泰联合证券研究所

3. 安内——“动漫玩具”模式

3.1 中国玩具市场：巨大的成长潜力

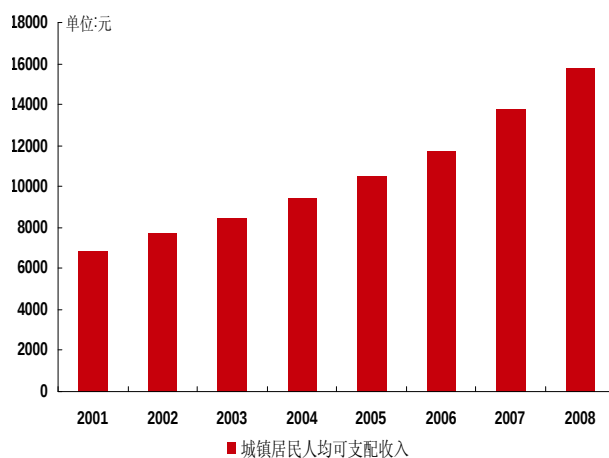
我国玩具市场是目前全球成长最快的市场，随着我国人均可支配收入的不断提高，加上未来数年将出现生育高峰，最保守估计未来每年玩具市场复合增长率将超过10%。与发达国家相比，我国的人均玩具支出差距非常明显，目前我国玩具人均消费量不足10美元，仅为美国人均340美元的3%，即使与世界平均水平相比，我国也有三倍的成长空间。按世界平均水平人均消费34美元的玩具计算，我国未来的玩具市场规模可达100亿美元以上，而目前我国玩具市场规模仅为30亿美元。

图 14 中国玩具人均消费量远远低于世界平均水平



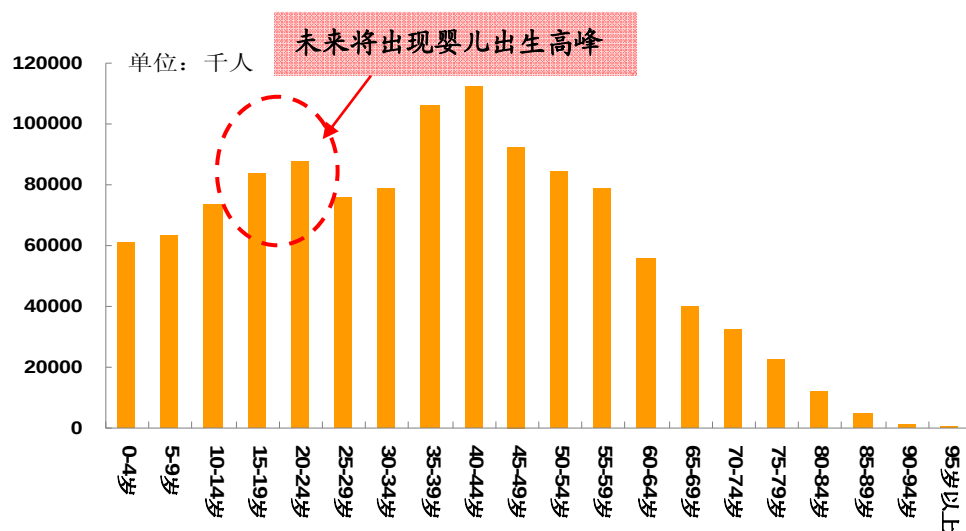
资料来源：中国玩具协会 华泰联合证券研究所

图 15 中国城镇人均可支配收入将不断提高



资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

图 16 人口因素将提供玩具市场广阔的成长空间



资料来源：国家统计局 华泰联合证券研究所

3.2 公司在国内发展“动漫+玩具”商业模式前景广阔

从国外成熟玩具行业的发展经验来看，玩具与动漫结合是玩具行业发展到一定阶段后的一种创新盈利模式。该模式通过玩具与动漫结合，以动漫故事内容和形象提高产品附加值，并通过动漫形象的传播极大地带动玩具销售。该模式下制造的动漫玩具在美国、日本等发达国家已经拥有较大的市场规模，是这些国家最主要玩具产品类别之一。

全球最大的玩具企业美泰，就是玩具与动漫结合的最成功代表，芭比娃娃、蝙蝠侠、布雷斯塔警长、超时空战警、希瑞、辛普森、玩具总动员到哈利波特，都成了几代人孩童时的美好回忆。日本的万代，从 1963 年推出第一个动漫形象——铁臂阿童木至今，已经培养出大量经典动漫形象，机动战士高达系列、奥特曼等由经典动漫形象衍生的玩具产品，已经畅销 20 余年。在万代的销售收入里，仅机动战士高达、战队系列、龙珠、蒙面超人四个经典形象的贡献率就已经达到 23.28%。

图 17 美泰“动漫+玩具”模式部分代表作



资料来源：美泰官方网站 www.mattel.nl

玩具与动漫结合已经成为行业的发展趋势。我国有着深厚的创造动漫形象的文化底蕴，有着较好的动漫产业基础，在当前政府的大力扶持下，我国动漫产业有着广阔的发展前景，并将衍生出庞大的动漫玩具市场。随着国内动漫产业的持续升温，中国动漫玩具市场的爆发式发展已指日可待。

表 5 国家近年来一系列扶植动漫产业的政策文件

时间	扶植政策文件
2004.4	广电总局《关于发展我国影视动漫产业的若干意见》
2006.4	《关于推动我国动漫产业发展的若干意见》
2006.8	广电总局通知要求 17—20 点禁播外国动画片,国产动画片比例不低于 70%
2008.8	《文化部关于扶植我国动漫产业发展的若干意见》
2009.8	财政部、国家税务总局《关于扶持动漫产业发展有关税收政策问题的通知》
2009.9	《文化产业振兴规划》
2010.1	中共十七届五中全会提出提高文化软实力

资料来源：广电总局 国务院 新华网 国家税务总局

在中国目前的环境中，进入“动漫+玩具”这种商业模式壁垒很高。因为中国目前动漫制作水平不高，有能力做好的企业更是稀缺资源。这种模式是企业自主创作动漫形象，通过动漫形象的传播和推广带动玩具销售，运作该模式的企业需较强的资金实力、动漫原创能力以及玩具和动漫融合及推广的能力，运作成功后仅通过玩具就可实现高额的回报。2008 年起，骅威通过和央视动画、炫动卡通等知名的动漫企业合作，进军国内动漫玩具市场。2009 年公司与上海尚贤广告传播有限公司合作拍摄了动漫影视剧《蛋神奇踪》，并于 2009 年 12 月在全国十多家电视台陆续播出。通过动

漫影视剧的播放，成功带动了公司“蛋神奇踪”系列产品的销售，2009年12月至2010年6月，“蛋神奇踪”系列产品累计实现销售收入4,209.23万元，产品销售取得成功。

表6 公司动漫片“蛋神奇踪”系列玩具产品盈利情况

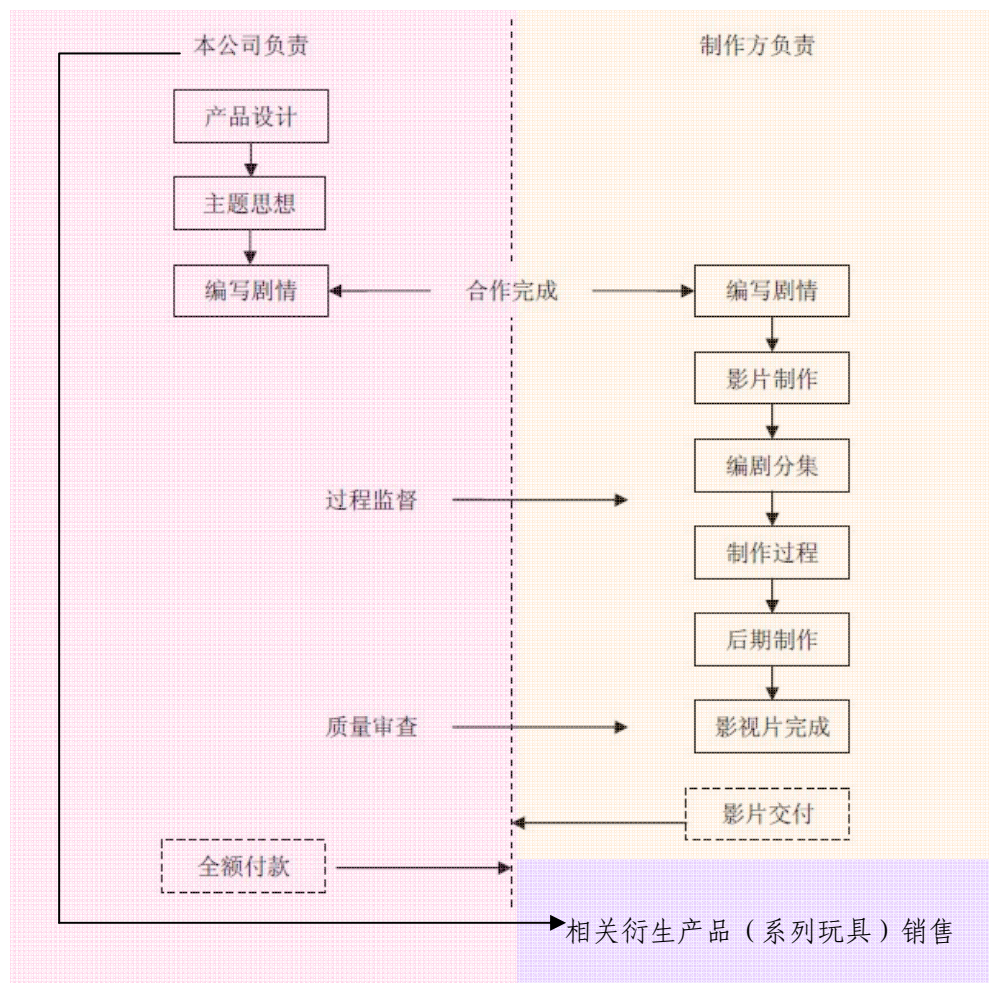
	营业收入（万元）	营业成本（万元）	毛利（万元）	毛利率
2009年	1160.32	663.53	496.79	42.81%
2010年1月	1039.32	652.48	386.84	37.22%
2010年2月	481.2	286.37	194.83	40.49%
2010年3月	945.73	563.96	381.77	40.37%
2010年4月	268.09	158.84	109.25	40.75%
2010年5月	9.4	5.57	3.83	40.74%
2010年6月	305.17	182.56	122.61	40.18%

资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

随着公司成功实施玩具与动漫结合的盈利模式，公司投资制作动漫影视片的合作方式将采取公司全额出资委托专业动漫制作公司进行动漫影视片制作的方式，即公司向受托的动漫制作公司支付全部影片制作费用，影片制作成功后交付给公司，公司负责影片在电视台的播放和衍生玩具产品的销售，公司享有主题玩具产品设计、电视剧及其衍生品的完整著作权，且不向动漫制作公司支付销售收入或利润等任何形式的分成。公司目前投资拍摄的《圣斗风云》即采用了此种盈利模式。

骅威进入这种商业模式更多凭借自身的产品和研发优势，在募投资金到位后，进一步加大对动漫玩具的研发、制作和产能扩建等投入，我们预计未来3年动漫玩具销售收入将达到公司销售额度的30%以上，公司的盈利水平也将进一步提高。

图 18 骏威“动漫+玩具”模式

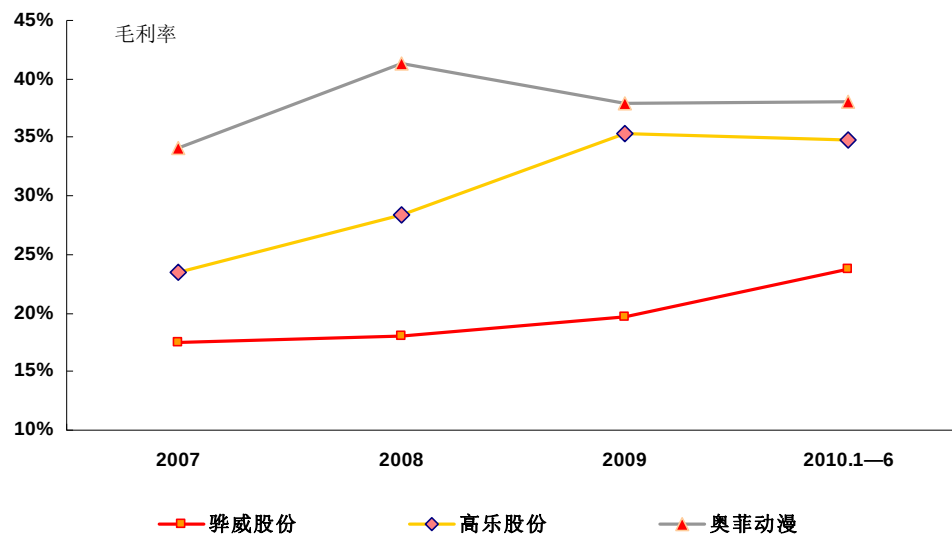


资料来源：招股说明书

4. 自主品牌+“动漫玩具”有望持续提升公司盈利能力

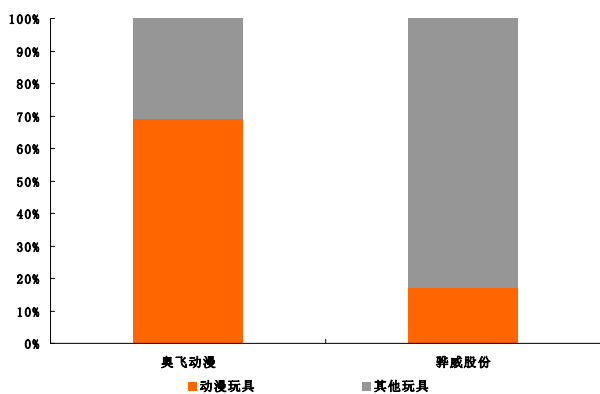
公司坚持进行对外自主品牌，对内“动漫玩具”的模式有望持续提升公司的盈利能力。在同行业上市公司中，公司的毛利率低于高乐股份和奥飞，究其原因自主品牌玩具和动漫玩具毛利率较高，而公司目前这两块产品的收入占比远低于高乐和奥飞。公司当前的自主品牌收入占比和动漫玩具收入占比仍有较大的提升空间，我们认为公司盈利能力有望随着这两块业务的拓展而不断提升，目前公司正处于盈利能力不断提升的上升通道之中。

图 19 骅威股份毛利率水平低于高乐和奥飞



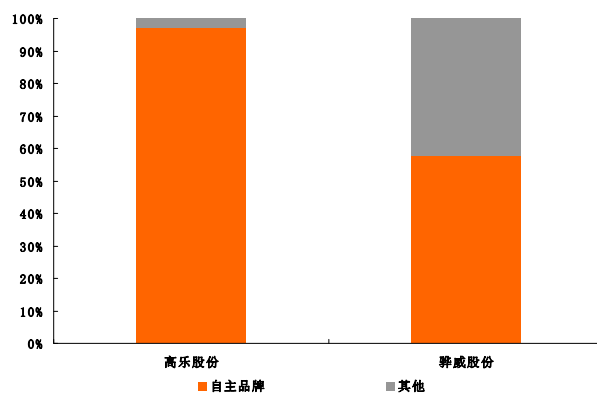
资料来源：招股说明书 各公司年报 华泰联合证券研究所

图 20 骅威动漫玩具收入占比低于奥飞



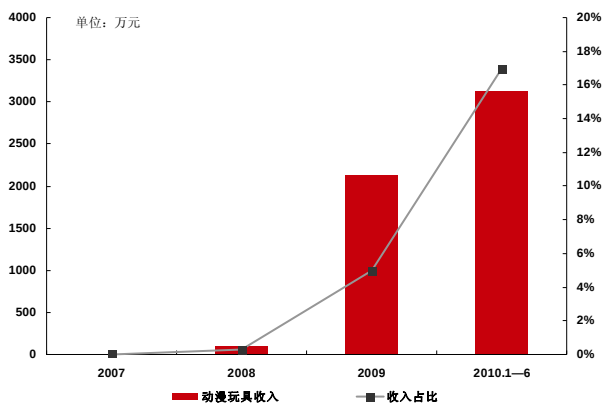
资料来源：招股说明书 各公司年报 华泰联合证券研究所

图 21 骅威自主品牌玩具收入占比低于高乐



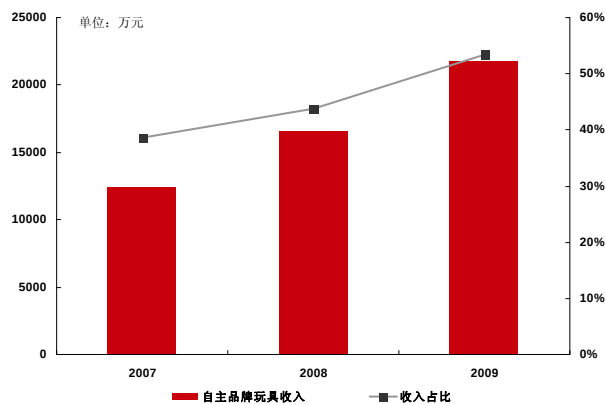
资料来源：招股说明书 各公司年报 华泰联合证券研究所

图 22 骅威动漫玩具收入及占比提升较快



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

图 23 骅威自主品牌玩具收入及占比提升较快



资料来源：招股说明书 华泰联合证券研究所

5. 募集资金项目推动公司高速成长

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2200 万股，拟募集资金 2.07 亿元投入“生产基地扩建项目”和“动漫制作暨营销网络建设项目”。

表 7 公司募集资金项目

序号	项目名称	募集资金投资金额 (万元)
1	生产基地扩建项目	12544
2	动漫制作暨营销网络建设项目	8144.2

资料来源：招股说明书

5.1 生产基地扩建项目

公司预测到 2013 年，公司国内玩具销售额将达到 2.8 亿元以上，需要增加公司的生产能力，以丰富多样的产品满足市场需求。募集资金项目将解决公司目前研发部门办公场所容量严重不足的问题，还将引进和更新一系列先进的研发设备，提高整体研发效率与质量，以适应公司产品升级及生产规模扩大的需要。同时产能的扩张，也有利于提高公司综合实力，为发展自主品牌、自主创新提供一个可靠坚实的基础。

项目新增技术中心、生产车间、仓库等建筑面积共 36,000 平方米，增加注塑机 50 台、生产装配流水线 42 条、改造喷油、搪胶设备工艺和提高电子插件装备能力，新增销售额 4 亿元。项目建成后保守预计销售收入可达 40,000 万元，本项目全投资税后财务内部收益率为 26.7%，大于基准收益率 13%；全投资税后财务净现值为 8,252 万元；投资回收期 5.64 年。

5.2 动漫制作暨营销网络建设项目

“动漫玩具”作为玩具行业发展的一种趋势，公司在 2009 年已通过动漫影视作品推广及衍生品上市销售活动，实现了一定的销售收入，为公司有目标地运作动漫和相关衍生产品提供了一定的经验。在成功实践了玩具与动漫结合，即以动漫影视片为营销手段，带动相关动漫玩具销售的盈利模式后，为了继续提高动漫玩具在公司业务中的比重，增强公司盈利能力和可持续发展能力，巩固公司在玩具行业的龙头地位，公司拟投资制作二部动漫影视片，以保证有足够的动漫形象来支持动漫玩具的销售。同时加强国内营销网络的基础建设，提升渠道的销售能力，建成一个遍布全国的销售网络。

项目将投拍 2 部动漫影视片，在 2 部动漫影视片播出后，还将每年投拍制作 1-2 部新的动漫影视片或续集，以不断增强动漫形象的影响力，逐步创造出深入人心具有长期生命力的动漫形象品牌。同时公司将加强国内营销网络的基础建设，提升渠道的销售能力，建成一个拥有 15 家旗舰店、650 家卖场超市专柜、10,000 家校边形象店的遍布全国的市场销售网络。

表 8 动漫制作项目分析

序号	动漫片名	制作形式	总时长	投资金额	预计产出	产出投入比
1	《圣斗风云—传奇乐队》	二维+三维	1248 分钟	1100 万元	20000 万元	18.18:1
2	《车圣—极速少年》	二维+三维	1248 分钟	960 万元	18000 万元	18.75:1

资料来源：招股说明书

表 9 营销网络建设项目分析

渠道	店面数量	单店资金投入（万元）	投入总计（万元）	单店销售目标（万元）	总销售额（万元）
旗舰店	15	20	300	120	1800
卖场超市	650	1.5	975	12	7800
校边形象店	10000	0.06	600	1.84	18400
合计					28000

资料来源：招股说明书

6. 盈利预测与估值

核心假设：

1. 原材料价格变化不大。
2. 出口贸易保持正常，没有出现重大的贸易摩擦事件。
3. 动漫的制作和推广较为顺利进行

表 10 按业务收入拆分

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
智能玩具					
营业收入	20488	20961	22638	24449	26405
营业成本	16349	16601	17658	18826	20068
毛利率	20.20%	20.80%	22.00%	23.00%	24.00%
塑胶玩具					
营业收入	14054	15230	16296	17437	18657
营业成本	11960	12565	13607	14647	15672
毛利率	14.90%	17.50%	16.50%	16.00%	16.00%
动漫玩具					
营业收入	113	2135	6405	10248	15372
营业成本	73	1452	3971	6354	9531
毛利率	35.00%	32.00%	38.00%	38.00%	38.00%
模型玩具					
营业收入	1783	2699	2969	3206	3463
营业成本	1483	2243	2494	2693	2909
毛利率	16.80%	16.90%	16.00%	16.00%	16.00%
其他玩具					
营业收入	1660	2290	2405	2525	2651
营业成本	1394	1921	2025	2126	2232
毛利率	16.00%	16.10%	15.80%	15.80%	15.80%
营业收入合计	38098	43315	50712	57865	66548
营业成本合计	31261	34782	39754	44646	50411

资料来源：华泰联合研究所

我们预计 2010-2012 年，公司的收入分别为 5.07、5.79 和 6.65 亿元，归属母公司净利润分别为 0.49、0.68 和 0.83 亿元，实现摊薄后 EPS 分别为 0.55、0.77 和 0.94 元。对比行业内可比公司的市盈率水平，我们给予公司对应 30—35 倍的 2011 年动态市盈率，建议骅威股份 IPO 询价区间为 23.10—26.95 元。

表 11 可比上市公司估值

可比公司	股价	09A	10E	11E	12E	10PE	11PE	12PE
奥飞动漫	28.99	0.40	0.47	0.63	0.82	61.68	46.02	35.35
高乐股份	20.23	0.49	0.61	0.96	1.34	33.16	21.07	15.10
星辉车模	31.73	0.49	0.76	1.08	1.82	41.75	29.38	17.43
均值						45.53	32.16	22.63

数据来源：wind 华泰联合证券研究所

表 12 盈利预测

利润表	单位: 万元			
	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	43106	50712	57865	66548
营业成本	38589	39754	44646	50411
营业税金及附加	248	304	347	399
营业费用	1698	2536	3183	3993
管理费用	1508	2028	2025	2329
财务费用	809	700	105	160
资产减值损失	-24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	4220	5390	7559	9255
营业外收入	436	200	250	300
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	4656	5590	7809	9555
所得税	614	727	1015	1242
净利润	4042	4863	6794	8313
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4042	4863	6794	8313
EPS (元)	0.61	0.55	0.77	0.94

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com