

小小玩具畅想无限未来

——small toys, big future

研究结论

- **国内玩具市场空间广阔，婴儿回声潮近在眼前。**预计到2010年，世界玩具销售额将达到863亿美元，年均复合增长6.2%。而其中最具有未来增长潜力的是中国乃至亚洲市场，2010年需求规模将达到233亿元，复合增长率6.2%。据中国统计局统计，2008年国内玩具销售额18亿美元，增长26%，当前国内少年儿童达到3.3亿人是全球最大的玩具目标客户市场，此外，进入2010年后80年代婴儿出生高峰带来回声潮将逐渐成为玩具消费的新生代主力，未来行业需求增长有异常充分的保证。
- **学习美国美泰经验，玩具企业成功需要具备四大要素。**世界上75%的玩具均在中国国内生产，但国内玩具企业大而不强，出口为纲，行业集中在广东、江浙和山东四大产业集群中，未来行业国内市场化、科技化和人性化是主导趋势。根据美国美泰拳头产品“芭比娃娃”的成功经验，一个成功的玩具经营企业需要具备四大要素：**产品与其他玩具的独特区分度、细分客户并符合其心理需求、强大的研发力量和与时俱进的能力。**当前大部分国内玩具厂商玩具并没有特色，而且在向客户推销玩具过程中往往没有持续销售意识，产品销售局限在单个产品上，这导致行业产品同质化严重，竞争激烈。未来国内玩具厂商需要学习美泰公司产品链和产品系列的营销意识，深挖客户心理需求，并做到产品与时俱进和通过单一产品带动周边产品的持续销售。
- **卖玩具更要卖产品精神，推荐玩具行业投资机会，依次是星辉车模、高乐玩具和奥飞动漫。**我们看好行业未来面临的需求爆发机会和行业中部分公司具备的核心竞争优势：
 - 推荐星辉车模，公司产品区分度高，国内市场渗透性好、与时俱进能力较强。未来盈利模式可复制，继续维持公司三年内仍将保持较快发展的预期，2010和2011年EPS预测为1.19、1.52元，维持目标价格67元，买入评级。
 - 推荐高乐股份，竞争力矩阵上公司在自主品牌美誉度、研发优势和与时俱进的能力三大方面具有无可比拟的优势，公司管理层对于玩具产品设计和销售有非常深厚的理解，未来主打国内市场销售，预计公司2010、2011年EPS为0.61、0.96元，看好公司玩具制造理念和内销发展，目标价32元，首次给予买入评级。
 - 推荐奥飞动漫，公司无论在产品市场区分度，自主品牌美誉度、国内市场渗透率还是研发优势方面均具有较为明显的先发优势和广阔的发展空间，是国内不可多得的玩具品牌公司，我们预测公司2010、2011年EPS为1.00、1.35元，首次给予增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

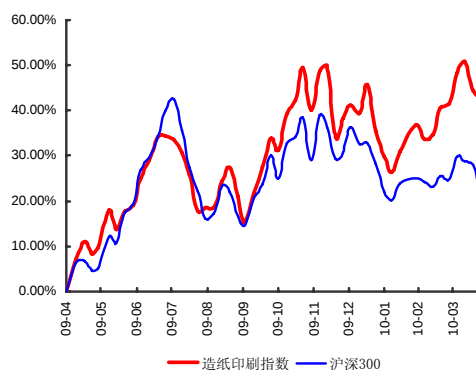
63325888×6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

行业评级 看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区 中国/A 股
行业 轻工
报告日期 2010年4月26日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-0.8%	11.3%	31.5%
相对表现 (%)	-1.1%	6.5%	9.9%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS09A	EPS10E	EPS11E	股价	评级
星辉车模	0.74	1.19	1.53	45.00	买入
高乐股份	0.45	0.61	0.96	24.26	买入
奥飞动漫	0.75	1.00	1.35	50.00	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

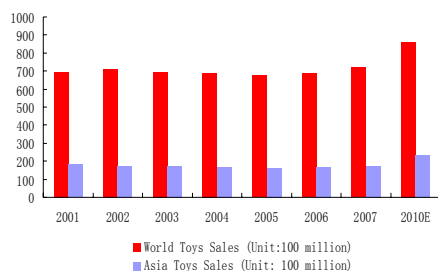
目 录

一 小小玩具的无限未来：一个成长中的巨大市场.....	3
1.1 国内少年儿童是最大市场	3
1.2 80 年代的婴儿回声潮（Echo Boomers）近在眼前	4
1.3 玩具的高科技化、成人化趋势方兴未艾	5
1.4 结论：玩具消费随国民生活水平提升而快速成长	5
二 我国玩具业前世今生	6
2.1 前世：大而不强，出口为纲，外资为主	6
2.2 今生：价值链进化 OEM—ODM—OBM	6
2.3 未来发展的关键词：国内市场，科技化和人性化	8
三 一个成功玩具企业四要素：美国美泰的成功经验	9
3.1 产品区分度是核心竞争力	10
3.2 细分客户、符合消费者心理诉求是最为重要的驱动力	11
3.3 玩具产业特性：无售后服务，研发最关键	12
3.4 市场持续有效推广，随时间潮流而动	13
3.4.1 开发生产品需求	13
3.4.2 与时俱进的产品链	13
3.5 结论：卖产品更要卖玩具精神	14
四 投资玩具公司的跨越式发展：我们都有一个梦想	14
4.1 星辉车模：狠抓“内”功，迅猛成长	15
4.2 高乐玩具：国际知名品牌，国内渗透开展	16
4.3 奥飞动漫：与卡通影视结合走出一条原创路	17

一 小小玩具的无限未来：一个成长中的巨大市场

世界玩具产业具有庞大而又稳定的市场，发展潜力巨大，根据美国国际玩具产业理事会的统计，2007 年全球玩具行业的销售额（传统玩具和游戏产品）总计达到 720 亿美元，全球玩具销量增幅与年均增长大约为 6%，与世界平均 GDP 增幅相当，据 NPD 咨询公司报告，预计到 2010 年，世界玩具销售额将达到 863 亿美元，年均复合增长 6.2%。而其中最具有未来增长潜力的是中国乃至亚洲市场，年均复合增长率为 10.5%，据中国统计局统计，2008 年国内玩具销售额 18 亿美元，增长 26%。

图 1：2010 年全球玩具销售将达到 863 亿美元

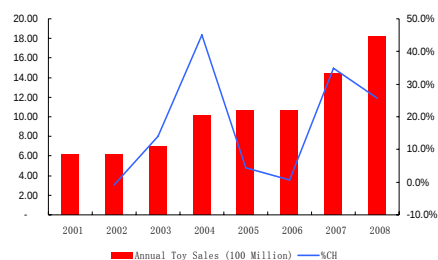


资料来源：东方证券研究所

1.1 国内少年儿童是最大市场

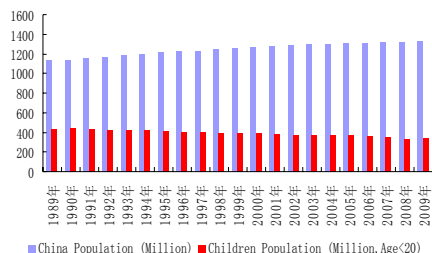
NPD 认为世界目前最有潜力的消费增长市场来自中国国内，这首先在于中国是世界玩具制造中心，玩具产量占世界 70% 以上，玩具销售正以每年 30%-40% 的速度增长，其中，广州的玩具产值就达 300 亿元。

图 2：2008 年国内一般玩具销售额达到 18 亿美元，增长 26%



资料来源：东方证券研究所

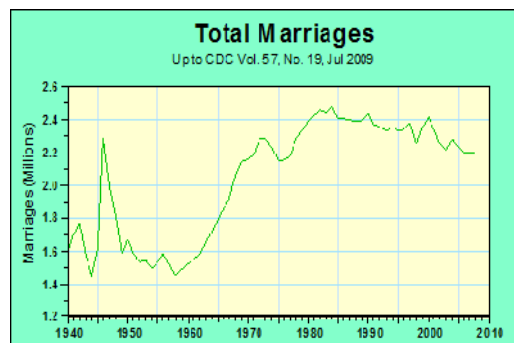
我们判断国内最大的市场来自于国内 3.3 亿少年儿童对于玩具的需求，该市场是我们最为引以为傲的终端市场，只要符合了儿童心理，产品的销路不成问题。

图 3 国内少年儿童占比 25.2%，3 亿人口规模


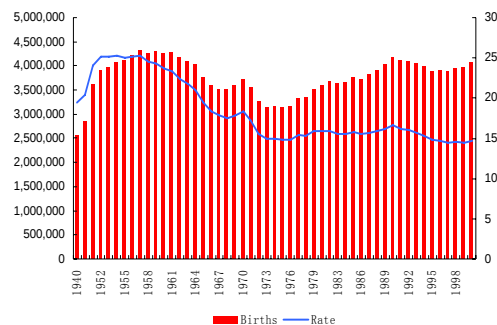
资料来源：东方证券研究所

1.2 80 年代的婴儿回声潮（Echo Boomers）近在眼前

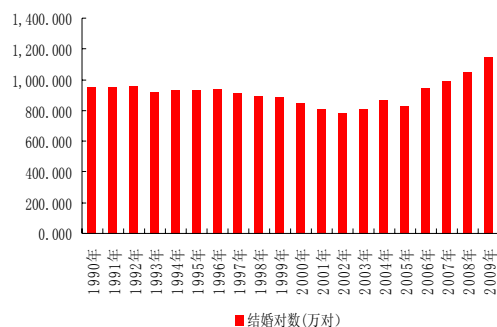
婴儿潮的人们进入适婚年龄段后，这些人群结婚而抚育的婴儿被习惯性称之为回声潮（Echo Boomers），美国历史上也经历了一段二战后婴儿出生高峰后 1970 年开始的重新出生率攀升的时光，这段时间出生的婴儿习惯上被称为回声潮。

图 4 美国结婚率 1970 年重上高位


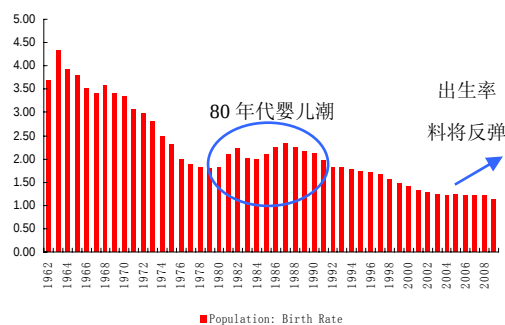
资料来源：东方证券研究所

美国回声潮导致出生率 1970 年开始重新攀升


我们已经注意到 80 年代起出生婴儿们目前已经进入到适婚年龄段，从近期的新结婚对数看，未来两年出生率的走高是一个大概率的事件，我们判断未来 3~5 年我们也将进入一个回声潮年代，新生儿乃至今后少年儿童的玩具需求将逐渐走高。

图 5 未来 2 年新结婚对数仍将维持在高位


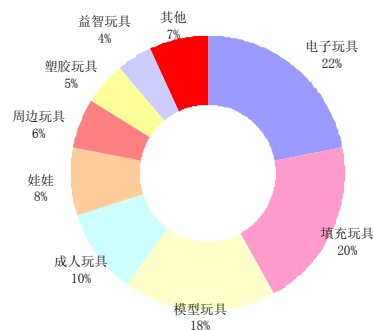
资料来源：东方证券研究所

国内婴儿出生率料将反弹


1.3 玩具的高科技化、成人化趋势方兴未艾

尽管当前玩具的主力军仍是孩子，但如今这种局面在发达国家正在发生变化，玩具已不再仅仅是儿童的专利。在日本，越来越多的父母热衷于与孩子一块玩耍，形成了风靡全国的“亲子消费”热潮。那些过去只有孩子才会玩的超人、卡通玩偶等玩具，如今也成了年轻父母甚至爷爷奶奶的钟爱之物。在美国和欧洲，则出现了专为中老年人开发生产的玩具，这些玩具设计新颖、使用安全，日渐成为中老年人生活休闲的好朋友。在美国玩具市场上已经有 40% 的份额为成人玩具所占。而成人玩具由于其购买力较高，且一般个性化成分更大，因此具有极高的利润率，毛利率可高达 60%，这必将刺激此类玩具的开发和生产。

图 6 07 年消费者调研，成人玩具受关注份额达到 10%



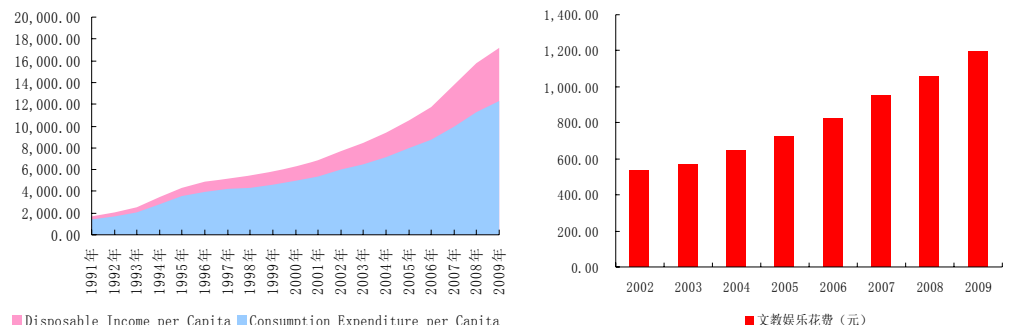
资料来源：东方证券研究所

1.4 结论：玩具消费随国民生活水平提升而快速成长

一般而言，国内城市家庭用于儿童玩具消费支出占家庭年消费的 5%，我们预测到 2010 年，中国玩具市场消费将达到 4500 亿人民币。这其中随着玩具产品结构调整加快，智能化玩具所占比重将不断增加。另外，随着玩具适用范围扩大，成人和老年游戏玩具也日益增多，随着玩具传统市场的增长和新市场的开拓，国内玩具市场容量将会更大幅度提高。

图 7 人均可支配收入 1.7 万元，增长 9%

2009 年城市人均娱乐花费 1200 元，增长 13%



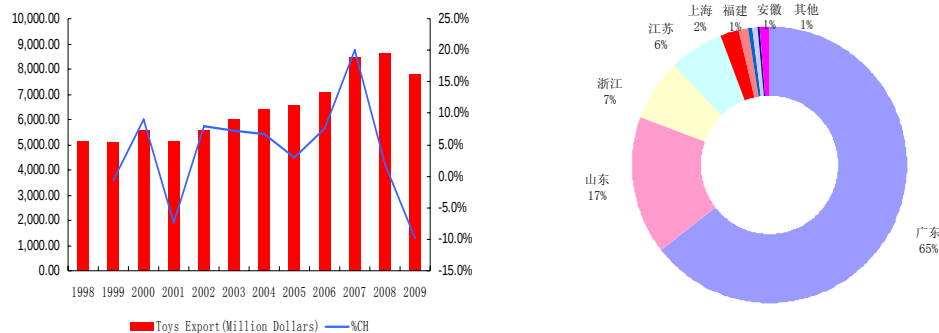
资料来源：东方证券研究所

二 我国玩具业前世今生

我们的玩具产业大而不强，据统计，中国是世界玩具制造中心，玩具产量占世界 70%以上，玩具销售正以每年 30%-40%的速度增长，其中，广州的玩具产值就达 300 亿元。

图 8 国内 09 年玩具出口 77 亿元

广东地区 2009 年出口占比全国 65%

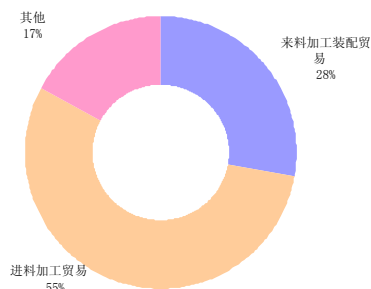


资料来源：东方证券研究所

2.1 前世：大而不强，出口为纲，外资为主

然而尽管国内玩具制造工艺完备，但却总是体现为大而不强的特征，以国内玩具制造基地广东省为例，2000 年省内近 2/3 的玩具生产企业为“三来一补”型加工贸易企业，即“来料加工”、“来件装配”、“来样定制”和“补偿贸易”。玩具的设计、原材料等多由外方提供，生产企业赚取的只是微薄的加工费和管理费，而少有自己的新产品开发。其余内销公司主要生产中低档玩具产品，此外，在资本构成上看，玩具制造企业多为港澳台和外资企业，港澳台资本和外资分别占总资本的 61.71%和 18.78%，最后，玩具生产企业虽然数目很多，但是大部分都是规模比较小的企业，产业集中度比较低。

图 9 广东加工贸易形式出口比例达到 83%



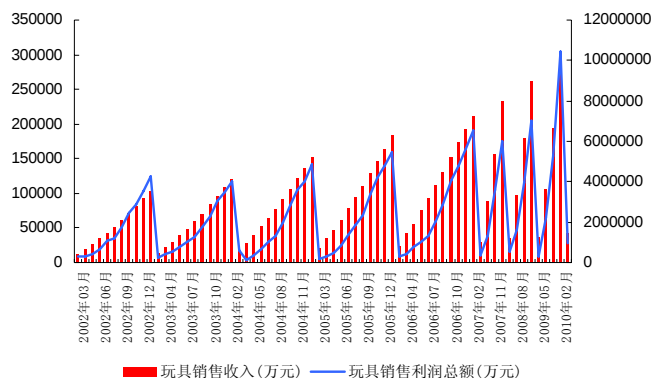
资料来源：东方证券研究所

2.2 今生：价值链进化 OEM—ODM—OBM

经过数十年的发展，目前我国已经形成了较为明显的玩具制造产业基地和产业链布局，如下图所示，我国玩具产业基本集中在珠三角和长三角地区，其中广东地区玩具生产所占份额达到 48%，加上

浙江、山东、江苏三省，占比达到 88%以上，产业集聚的趋势非常明显，在这逐渐集中的趋势中，我们也注意到玩具产业尽管没有完全摆脱外资垄断，我们贴牌生产的特点，但产业链的逐年升级已是不争的事实。

图 9 国内玩具企业生产销售和利润情况



资料来源：东方证券研究所

图 10 国内玩具产业基地基本集中在珠三角和长三角



资料来源：东方证券研究所

从《中外玩具制造》调查 2009 年玩具产品销售情况看，一批自主品牌（OBM）和自行设计制造（ODM）厂商正在快速兴起。从下表看，一批有代表性的本土玩具生产企业 2009 年开始逐渐跨出低端生产制造的阴霾，开始逐渐过渡到自有品牌的生产和销售中，完成了价值链向前后端演化的过程。

表 1 《中外玩具制造》调查国内玩具 2009 年销售新锐排名榜

名次	品牌	产品	出品公司
1	奥迪双钻	恺甲骑士	广东奥飞动漫文化股份有限公司
2	喜羊羊	毛绒公仔	青岛澳捷尔工艺品有限公司
3	星辉	名车系列遥控车峨	广东星辉车模股份有限公司
4	飞轮	跑跑卡丁车	广东飞轮科技实业有限公司
5	万代&灵动	庵尔庄园	万代南梦宫控股公司&广东灵动卡通有限公司
6	星杰	百变机兽	广州市星杰玩具有限公司

7	万代	魔幻小厨房	万代南梦宫控股公司
8	凯利达	迪士尼公主系列	汕头市澄海区凯利达玩具实业有限公司
9	雅得	遥控飞机“钢铁侠”/9808	汕头市雅得塑胶玩具有限公司
10	骏威	蛋神奇踪	广东骏威玩具工艺股份有限公司

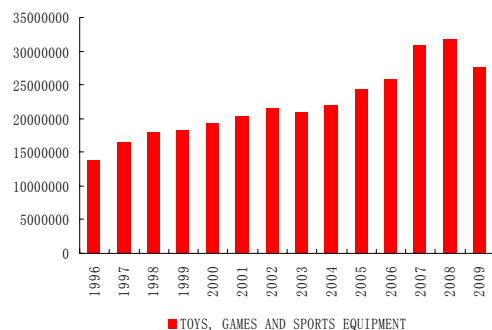
资料来源：东方证券研究所

2.3 未来发展的关键词：国内市场，科技化和人性化

我们认为将在未来很短的时间段内，国内玩具行业将经历三个重要的历史过程：国内市场化、产品科技化和人性化，国内玩具企业将直面转型过程，从市场转型中能够脱颖而出的胜者将获得前所未有的发展机遇。

图 11 美国玩具进口大幅下滑，未来增长平稳

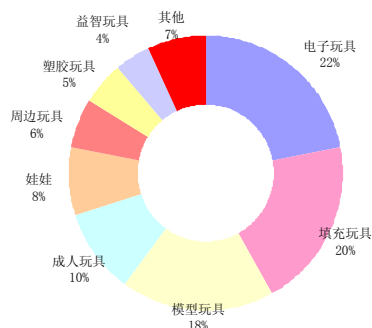
国内 08 年玩具消费增长 26%



资料来源：东方证券研究所

除了需要紧紧把握国内市场外，玩具产品的电子化趋势明显，采用电子、电脑网络技术的具有交互性的玩具已成为近年来玩具发展的方向。以后的国际玩具市场中运用高科技、新技术生产的电子玩具、网络玩具、激光玩具，Action figure 类的人偶玩具品种将占据重要地位。传统玩具尤其是应用高科技的传统玩具仍将是市场的一大卖点。从前面的分析可知，2000 年单电子游戏类玩具就已占世界玩具总营业额 695 亿美元的 21.1% 的份额，而且有着上升的趋势。

图 12 07 年消费者调研，电子玩具受喜爱居首



资料来源：东方证券研究所

最后，仿生命现象的可交互的人工智能玩具具备了部分人性化的趋势，已从根本上改变了玩具的概念。智能化已经使之由被动的“冷冰冰”的物，演变为可以同你玩有“感情”的伙伴。无疑，这种由被动到互动的变迁，标志着玩具正经历着一场脱胎换骨的革命。

有别于传统的电动或遥控玩具，智能玩具的制造综合了当今世界顶尖的电子技术和人工智能技术，内置的高科技芯片使它们已经像真正的生命一样有了初步的“感觉”和“思维反应”、互动的喜怒哀乐的情绪反应及具有一些性格变化，还可以与同一家族的其他机器宠物进行沟通和交流。同时，它们有可爱的造型，有视觉(光感应)、听觉(光感应)、触觉(触摸感应)、磁感应、红外感应。可以在高兴的时候为你唱歌、跳舞，可以通过丰富的眼神和肢体语言表达它的情绪。也就是说，它已具备了生命的基本特征，是最具人情味的玩具。而这，也正是它之所以一经问世便风靡全球的魅力所在。

该方面，美国的 MATTEL 和 HASBRO 公司、日本的 BANBAI 公司和丹麦 LEGO 公司等几家世界大型玩具生产商把握得很好，他们很早就从传统产品中跳出，转产电子游戏，现在这些公司又捷足先登，研发智能玩具。如日本玩具制造商 Bandai 公司 2002 年研制出一种能够识别人类面孔和声音的家庭娱乐性机器人的原型。该公司发言人说，这种机器人暂时取名叫“BN-7”，能够在交流中识别对方并通过自己的语音和手势功能进行谈话。另外，MATTEL 公司业主、世界上最大的玩具公司 FISCHER-PRICE 1999 年电子玩具的销售额就占其玩具总营业额的 80%。

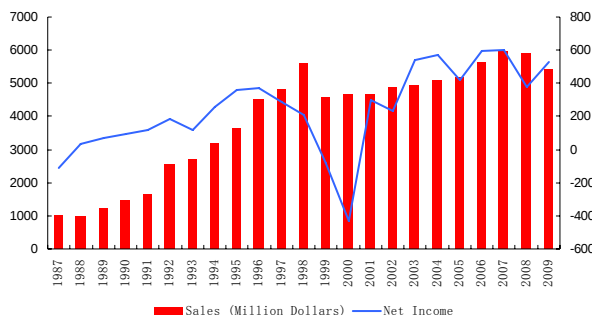
我们认为国内的玩具产业也将走向这一趋势，未来国内市场的争夺更为激烈，想在如此竞争中获得一定的市场份额需要将产品插上“科技化”和“人性化”的翅膀。

三 一个成功玩具企业四要素：美国美泰的成功经验

如同一个双刃剑一般，巨大的商机后面往往伴随着剧烈的竞争和挑战，据统计，国内现有玩具制造规模企业 1855 家，总共 5 万家大小不等的玩具生产、销售企业，从业人员超过 200 多万人。其中出口型企业占了大多数，约有 3 万家。在这 3 万家出口企业中，三分之二从事布绒、塑料等低端产品的生产和销售。几乎所有产品都是传统材料、低技术、高劳动密集型。

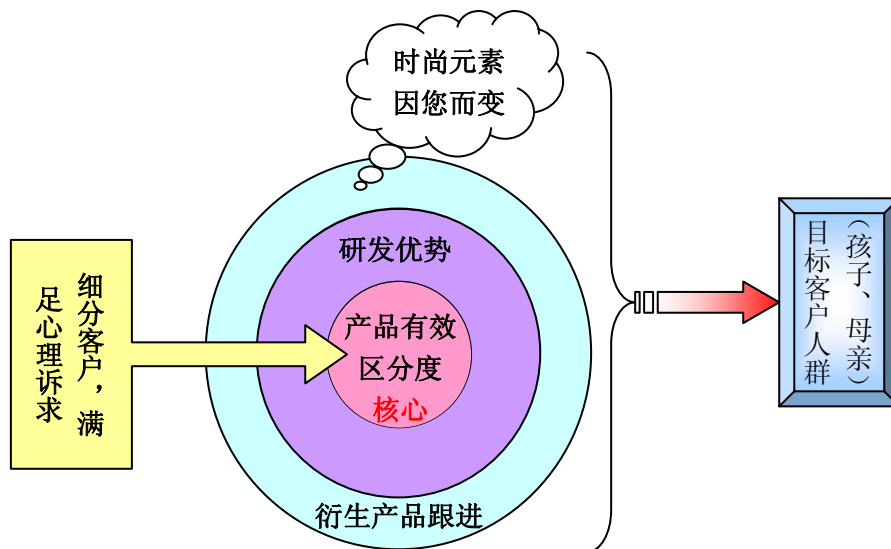
那么如何在残酷的市场竞争中脱颖而出，我们认为一个成功的玩具企业需要具备四大要素，这样的企业才能在未来的市场中立于不败之地。**首先，玩具产品需要具有区分度，有效将自己的产品和其他玩具产品中分辨出来；而能达到区分度的产品往往符合消费者心理的诉求；再有这样的产品生产企业掌握了研发竞争力；最后，也是最为重要的是，产品因时而变，能够让消费者不断地掏钱购买。**我们采用了美国美泰的拳头产品，行销世界 150 个国家的芭比娃娃作为案例说明一个成功的商家任何把一个普通的洋娃娃包装成为具备 20 亿美元品牌价值，高于星巴克、亚曼尼、帮宝适与西门子等国际商标的公司。

图 13 美国美泰年销售额达到 54 亿美元，利润 5.3 亿



资料来源：东方证券研究所

图 14 玩具行业核心竞争力体现在四大要素



资料来源：东方证券研究所

3.1 产品区分度是核心竞争力

企业要在成千上万商品汇成的海洋中赢得一席之地、使自己的产品给消费者留下一个深刻的印象，只有通过个性化的产品形象的创意和设计。产品形象的个性化有两种体现方式：**1、可以通过“技术、品质、包装、功能”等物质性因素体现；2、也可以通过“服务、信誉、品牌、人物”等非物质性因素体现。**在产品同质化趋势条件下，非物质性因素对产品形象的个性化塑造更为有效。以“芭比”玩具为例，其个性化形象就主要是通过“拟人化”和“情感化”的非物质性因素来塑造的。“芭比”玩具于年由一位女商人按照她女儿巴巴拉的模样设计，她曾对一位记者说“我构思芭比时认为小女孩应该跟身材女性化特质更为明显的娃娃一起玩,这对她的自尊心大有益处”。这种使玩具娃娃女性化的创意和思想打破了美国以往玩具娃娃幼儿化的传统，满足了幼儿天生的“亲母化”的心理需要。芭比娃娃区别于一般玩具娃娃的显著特点就在于其产品形象的“拟人化”和“情感化”，她不仅仅是玩具，而是一个可以用心与之交流、用情寄托的忠诚的朋友、伙伴和母亲。

正是这样的情感纽带使得芭比娃娃达到了产品区分的效果，1987年芭比系列玩具销售达到10亿美元，正式成为美泰公司拳头产品，当前，芭比娃娃行销世界上150个国家以每秒钟两个的速度销售。三至十岁的“普通”美国女孩，平均每人拥有八个芭比娃娃。

图 15 2009 年新款芭比娃娃
2007 年芭比娃娃的时尚套装系列


资料来源：东方证券研究所

3.2 细分客户、符合消费者心理诉求是最为重要的驱动力

玩具行业内刚入行的公司往往在营销战略制订过程中，最容易犯的错误就是面对市场不加选择地“贪多”，几乎把所有的消费者都“想象”成自己的“目标客户”，不重视对产品进行科学的市场定位。其实，消费者的需求总是千差万别的，一种产品不可能满足所有消费者的需求。“有所为，有所不为”是企业产品市场定位、选择目标市场的基本原则。此外，在物质产品极为丰富的今天，人们个性化需求将日趋强烈，人们对商品的选择，将主要根据个人的好恶、审美需求、情感诉求来进行。企业的生产模式，包括包装模式也必将由“大批量定制生产”，转向为满足个性需求，即个人情感诉求的“度身量做”，这样的玩具才能在竞争中得到消费者的认可。

美泰公司“芭比”玩具成功的关键之一就是抓住了玩具市场的主力 12 周岁以下的小女孩，以这一年龄阶段的孩子作为公司的目标市场客户群，这也就意味着公司在战略上“放弃”其他客户群。八十年代初时美泰公司注意到小女孩对待玩具比小男孩更执着和持久，并倾注了更多的情感。从此，公司确定了以 12 岁以下的小女孩为主要销售对象的目标市场策略，并以此为核心向各个年龄层的消费者渗透，而芭比娃娃正好符合小女孩的需要。美泰公司推出的芭比娃娃，其在造型设计上，采用了电脑设计，而且密切结合社会新闻与影视热点，推出了“千人千面”、极富个性的人物造型之外，而且还不时推出芭比娃娃的弟弟、妹妹、表妹、仆人等。当然更少不了芭比娃娃的“白马王子”及小娃娃，仅其亲戚就有 12 种，并有宠物族 38 种。芭比娃娃给消费者的体验极具个性，厂商根据消费者对娃娃不同的偏爱，消费者完全就满足了很多年轻人的自我个性。

表 2 玩具年龄段区分，选择细分目标客户重要

年龄	孩子特点	适合玩具	选择主体
0~1	对气味、味道、声音、触觉和视觉做出反应	玩具各部件的尺寸足够大、重量较轻、钝化、颜色鲜亮	父母参与选择玩具
1~3	持续运动、练习分类、装配能力	推拉和骑乘玩具、游戏用品、食品玩具和器皿玩具，洋娃娃、填充动物和娃娃家具	
3~5	喜欢与周围孩子玩、分享多种活动，营造一些假想的场所，开始独立选择玩具	家务料理、商店和医疗玩具、农场、村庄、家庭等玩具套、小型车辆、木偶	

6~9	在玩耍的过程中寻求新信息、新经历和新挑战。带有强烈的公平感，极其喜欢社交，有很强性别区分感	棋类、模型和手工艺品、时尚型和职业型娃娃、动作和英雄人物公仔和书籍	性别区分感成熟、自主选择玩具
9~16	颇具独立性，但与其他孩子玩耍时却很活跃	卡片和棋类游戏、电子游戏、工艺品玩具、模型组套、魔术品、高级别的构筑组件、科学组件和拼图、书籍	

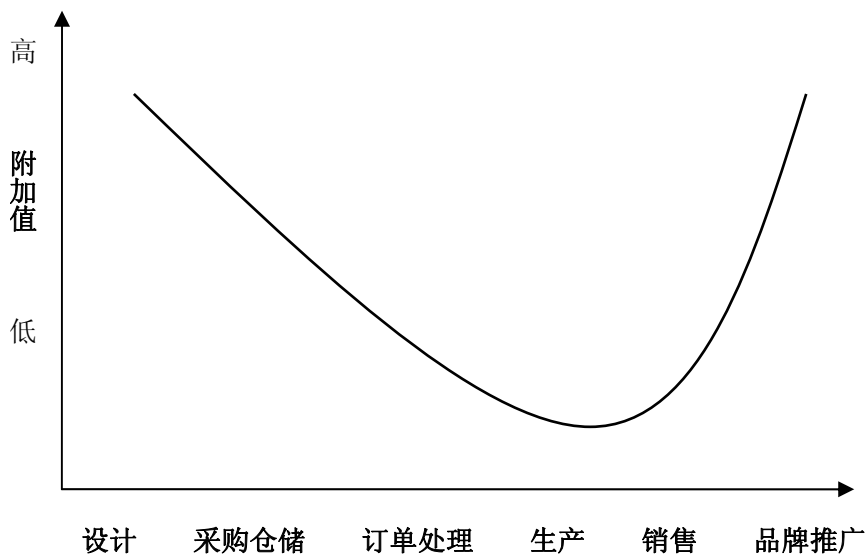
资料来源：东方证券研究所

3.3 玩具产业特性：无售后服务，研发最关键

“微笑曲线”同样也存在于玩具企业。玩具企业的产业链流程包括产品设计、原料采购、仓储运输、订单处理、生产制造、批发经营、品牌推广和零售。玩具企业的“微笑曲线”如下图所示，可以看到，玩具由于产品单位价值低，一般不进行售后服务，因此产品设计和品牌的创造的附加价值更加关键。

研发方面，美泰公司也做足了表率，企业每年要求更换其配套产品的 1/3 左右。为此，该企业总部拥有 4 个科研部门。在美国和日本各设有科研试验室，为了使玩具更适合儿童们需要，设计专家常常同儿童、儿童家长和教师们攀谈对话，从中了解具体情况并获有益的启迪。虽然公司诞生于电子和电脑时代到来之前，但管理层却一直十分关注日新月异的科技发展，以及儿童们对玩具提出的一些新的要求与挑战，并据此不断改进其产品的设计。1995 年，在“芭比”生产线上有上百种不同的芭比娃娃，芭比玩偶屋、芭比赛车、芭比游船；身着可穿可脱、零售价为 140 美元一套的结婚礼服的大号芭比娃娃，穿着设计师尼科拉·米勒设计的衣裙、售价为 65 美元的成人收藏品芭比娃娃，还有限量生产的金婚纪念芭比娃娃，原定价 300 美元，现价高达 1,000 美元。

图 16 玩具企业附加值更集中于前端



资料来源：东方证券研究所

3.4 市场持续有效推广，随时间潮流而动

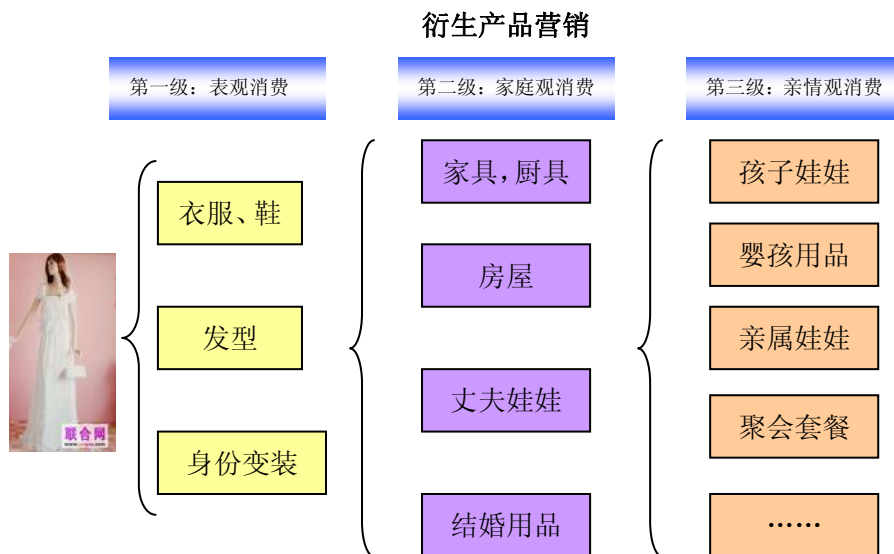
如果仅贩卖单一产品，则导致了消费者需求的不可持续性，如果能够在存量消费者中挖掘新需求，还比开发新客户花费的时间和精力少很多，因此市场宣传的持续推广是玩具生产企业营销的最大潜力所在。

3.4.1 开发衍生产品需求

从上图的竞争策略不难看出，成功的玩具厂商不会只卖单一产品，而是不断在原有产品周边发掘消费者需求，将“一套”玩具卖给消费者，而且在该产品上不断地推陈出新，吸引孩子们的衍生消费。

芭比娃娃在美国被称为“会吃美金”的儿童玩具，虽然每只售价仅 10 美元 95 美分，就是这个看似寻常的洋娃娃，竟不断使得孩子父母慷慨解囊，比如：当父亲将价廉物美的芭比娃娃买下并作为生日礼物赠送给女儿，随后孩子会让父母为芭比购买新衣服，更换芭比工作身份，如空中小姐、护士、舞蹈演员等等，再往后面发展，芭比恋爱、结婚、生子 and 交友等等都会让父母们一次次解开了钱包。

图 17 芭比娃娃的消费阶梯形层次



资料来源：东方证券研究所

3.4.2 与时俱进的产品链

美泰公司将芭比赋予其更深的文化底蕴和思想内涵，一直努力把芭比塑造成一位智慧、独立、积极进取的时代女性，希望在她身上能够折射出社会的发展与女性的进步、换言之，芭比产品是一个与时俱进的玩具。在鼓励女人上班的 20 世纪 60 年代，芭比穿上了行政套装，挎起了公文包；当人类第一次登上月球时，芭比娃娃很快就成了一名宇航员；进入电脑时代，聪明的芭比娃娃也开始给朋友“E-mail”了。

此外，促进民族团结，美泰公司曾经推出“黑人芭比”、“拉丁芭比”、“日本芭比”、“中国芭比”，芭比所代言的民族有 46 种之多。“芭比”的成人化设计打开了小女孩们的视野，她们可以

通过“芭比”感知到幼儿园以外的世界，与“芭比”一起体验成人生活的各个层面、从海滩女郎到政治家，芭比变化万千的形象激发了孩子们的想象力，此外，美泰还专门创办了《芭比时尚》杂志，兰登书屋不定期推出“芭比时尚指南”，比如《芭比的时装成功》、《芭比的甜蜜夏季》、《芭比的夏威夷假期》、《芭比简易食谱》。美泰还请克里斯汀·迪奥、伊夫·圣·洛朗等顶级设计师为芭比娃娃设计时装，不时举办芭比时装真人秀表演，这种文化的贩卖和梦想的推销第一次让玩偶有了生命，使芭比的美丽历经几十年而不衰。

图 18 中国款芭比娃娃



伊朗和夏威夷娃娃



资料来源：东方证券研究所

3.5 结论：卖玩具更要卖产品精神

上文的分析我们了解了美国美泰公司的成功经验，一言蔽之，美泰不仅在卖产品，更倾向于销售其**美国式家庭观念和文化底蕴**，这样公司能够博取消费者认同，并不断购买其周边产品，我们知道一个芭比娃娃仅销售 10.95 美元，盈利并不高，但由于这个产品内涵了女孩特有的美感、家庭和亲情观念，因此衍生出的装扮消费、周边产品购买需求达到 120 多美元，这也是为何一个美国女孩平均拥有 8 个芭比娃娃的原因。

以上也是我国玩具公司和国际知名品牌的差别所在，国内大部分玩具企业还停留在销售单个产品的低端层面竞争上，玩具同质化严重，往往没有思想内涵，消费者忠诚度低，无法向其推销其他产品，通过美泰玩具这个例子，我们感知到卖产品更要发掘产品中蕴涵的精神，使得产品具备四大要素，并形成一套产品链，才能博取更大的收益。

四 投资玩具公司的跨越式发展：我们都有一个梦想

作为 80 年代出生的一代，我们都有和泥巴、黄沙、沙包、橡皮筋、玻璃球作伴的经历，当时的我们没有经历过电子时代大发展和耳濡目染过如今琳琅满目的现代化玩具，童年的遗憾和梦想也许将在我们自己下一代上得到宣泄和实现。

我们将上市的玩具企业，按照我们上文的叙述分成 5 个产品特性衡量公司投资价值，分别是产品区分度，自主品牌美誉度、国内市场渗透率、研发优势和公司与时俱进能力，利用竞争力矩阵来表述公司的特质。

4.1 星辉车模：狠抓“内”功，迅猛成长

公司通过汽车厂商授权获得一定型号车模的生产许可，而车模是一种严格依照真车的形状、主要结构、色彩，甚至内饰部件，按比例缩小而制作的工艺玩具产品，一般按汽车图纸照 1: 12、1: 18、1: 24、1: 43、1: 76 和 1: 87 比例严格缩小制造，其生产工艺如冲压、涂装等也都参考原厂工艺生产，因此可以不夸张的说，车模不仅仅是一个玩具产品，更是一种汽车文化的衍生品和传承品。

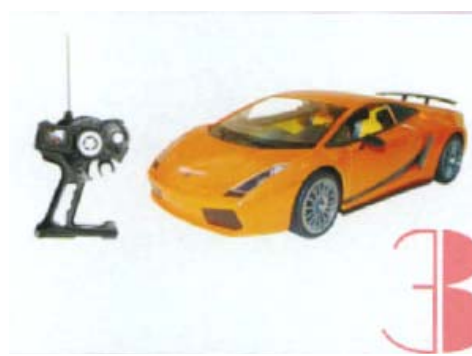
我们认为公司的竞争优势在我们拟定的竞争力矩阵中体现为：产品区分度高，国内市场渗透性好、与时俱进能力较强。由于公司产品采用授权生产车模，并在车模产品上打上授权厂家的 Logo 形式进行生产，这种盈利模式暗含了利用他人商誉宣传自己产品的效果，使得自己产品显著于其他玩具车产品区分开，因此公司产品具有良好的市场美誉度；此外，公司已经在国内销售占比达到 25% 左右，且目前随着汽车文化的普及而严重供不应求，如果扩大产能将有很好的国内消费需求，因此国内市场渗透率好，最后，由于车厂每年都将更新几款车型，因此公司产品通过新核准授权将顺利地完成与时俱进产品更新的过程。

综上所述，我们继续维持公司的买入评级。2010 年一季度公司实现营业总收入为 5025.59 万元，比上年同期增长 52.36%，归属于母公司股东的净利润为 837.10 万元，比上年同期增长 90.25%，摊薄 EPS 为 0.17 元，业绩超我们增长预期。我们继续维持公司三年内仍将保持较快发展的预期，2010 和 2011 年 EPS 预测为 1.19、1.52 元，维持目标价格 67 元。

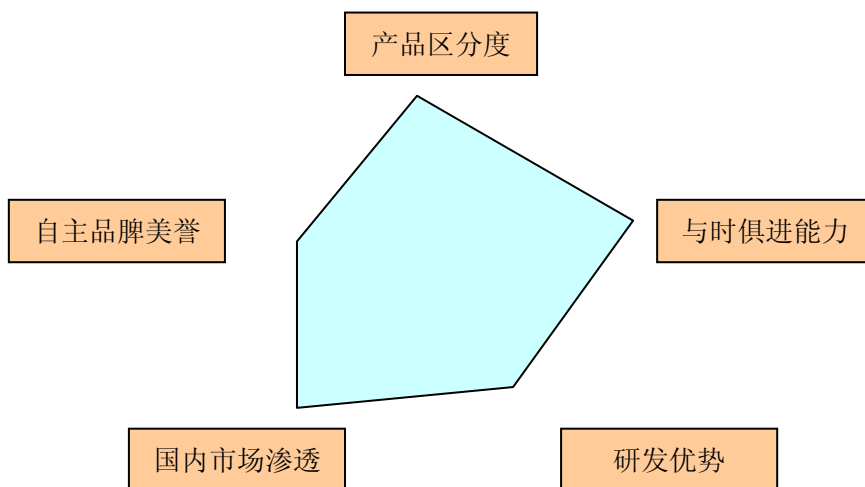
图 19：公司 BMW 车模栩栩如生



公司兰博基尼动态车模



资料来源：东方证券研究所

图 20 星辉车模竞争力矩阵分析


资料来源：东方证券研究所

4.2 高乐玩具：国际知名品牌，国内渗透开展

公司是一家集产品开发、设计、生产、销售于一体的现代化企业，自行研发“高乐”（Glodlok）牌高新技术玩具产品及精密塑料模具，产品集线控、声控、光控于一体，有较高的科学技术含量，主要分为女仔玩具、电动汽车和火车、线控仿真飞机、机器人等 6 大系列。年平均开发新产品 20 多项。产品主销美国、欧洲及南美等国家和地区，客户遍及全球，在世界上有较高的知名度。

公司管理层对于玩具产品设计和销售有非常深厚的理解，产品系列大而全，孕育了极强的抗风险能力。未来将继续扩大出口业务，同时致力于开发国内市场，继续扩增新产品，加大研究高新技术产品的力度，提高产品的科技含量和附加值，以“高乐牌”的优质产品，满足消费者的需要，造福社会，打造“中国玩具第一品牌”。

我们分析公司竞争力矩阵，认为公司在自主品牌美誉度、研发优势和与时俱进的能力三大方面具有无可比拟的优势，通过 IPO 公司募集了 7.8 亿元资金，超募资金达到 5 亿元，2011 年将新增 450 多万套产品的生产能力，并建设研发中心开发新产品，超募资金使用使得我们对于公司未来国内发展充满想象，一季报公司受益于出口反弹，净利润增长 114%，未来二、三季度是玩具出口传统旺季，我们预计公司 2010、2011 年 EPS 为 0.61、0.96 元，看好公司玩具制造理念和内销发展，首次给予买入评级。

图 21：公司轨道车系列

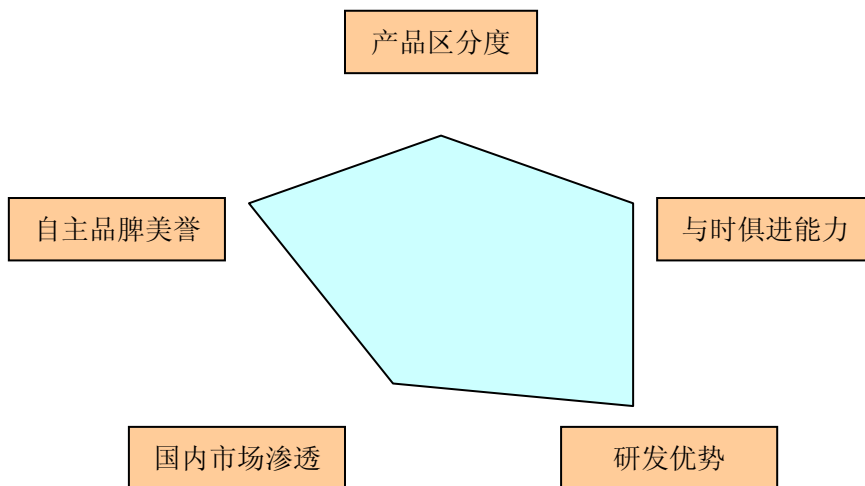


公司女仔家具玩具系列



资料来源：东方证券研究所

图 22 高乐玩具竞争矩阵分析



资料来源：东方证券研究所

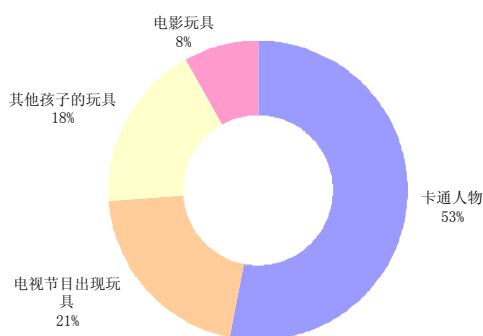
4.3 奥飞动漫：与卡通影视结合走出一条原创路

公司“动漫+玩具”的盈利模式不可复制，与影视业的结合已经初显成效。国际上由热门卡通片或电影为先导，反映该题材的玩具将是不可忽视的热门产品。譬如随着《哈利·波特》电影在世界各地上映，“哈利·波特”玩具便成为 2002 年最流行的产品。而 90 年代随着卡通片《忍者神龟》的热映，“忍者神龟”系列玩偶在当时大陆地区急剧热销，从下图看，08 年香港贸发局对大陆孩子做了一个普遍的调研，将他们所感兴趣的玩具类别罗列，发现卡通人物形象是最为投其所好的产品。公司的“动漫+玩具”的盈利模式符合大陆孩子对于卡通形象的热爱，具有“内容制作-影片播放-玩具生产-渠道销售”的产业链一体化优势，且走在国内同行的前列，该模式难以复制。

公司产品已经在国内外树立了较为广阔的市场优势，其拳头产品闪电四驱车和铠甲勇士分别荣获“2009 年度中国市场十大畅销玩具”和“2009 年度中国市场十大新锐玩具”第一名。可见公司的研发销售力量。通过此次上市，公司将文化产业化作为突破长期增长瓶颈的关键所在，未来将加大内容形象的投入，通过塑造更多新的动漫形象和持续性动漫形象，来拉动公司业绩的持续增长，推动公司向文化产业化升级。

综合来看，我们认为公司是国内不可多得的玩具品牌公司，无论在产品市场区分度，自主品牌美誉度、国内市场渗透率还是研发优势方面均具有较为明显的先发优势和广阔的发展空间。我们预测公司 2010、2011 年 EPS 为 1.00，1.35 元，首次给予增持评级。

图 23 2008 年香港贸发局调研大陆孩子感兴趣玩具类型



资料来源：东方证券研究所

图 24：公司闪电冲线四驱车系列

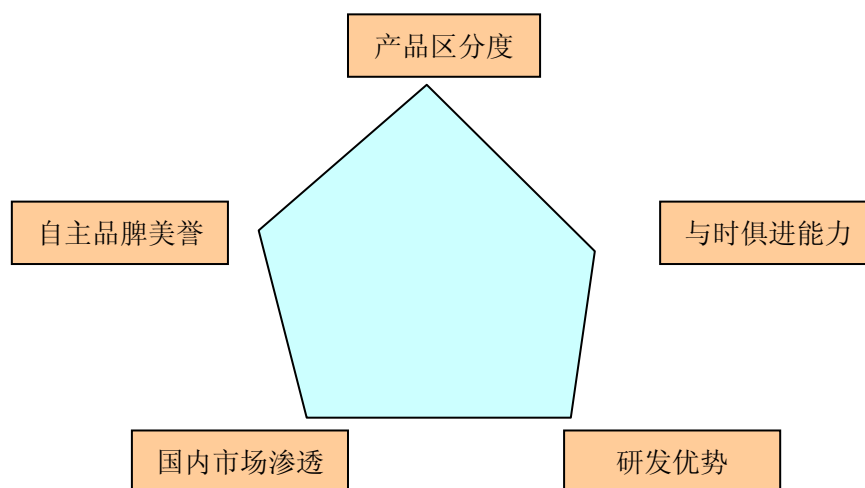


公司铠甲勇士系列



资料来源：东方证券研究所

图 25 奥飞动漫竞争矩阵分析



资料来源：东方证券研究所

研究结论

- **2010 年一季度增长 90%，超预期。**2010 年一季度公司实现营业总收入为 5025.59 万元，比上年同期增长 52.36%，归属于母公司股东的净利润为 837.10 万元，比上年同期增长 90.25%，摊薄 EPS 为 0.17 元，业绩超我们之前 60%增长预期。
- **美誉度提升，公司一季度业绩超预期来自与车模产品旺销。**一季度公司车模产品营业收入为 4049.23 万元，比上年同期增长 86.90%，远超行业平均 36%的增长幅度，我们认为公司之前的品牌建设当前开始逐渐取得回报，目前公司产品美誉度在国际市场上已处于前 3 甲，随着知名度进一步上升，良好的性价比和产品收藏价值使得公司的业绩增长可持续。
- **销售费用快速增长凸显公司狠抓内销市场。**1 季度销售费用比上年同期增长 177.51%，除了授权费用增长外，公司组织海外参展致展览费用增加以及国内市场品牌推广费也是主要原因，随着国内车文化的普及，我们乐见公司更加注重内销的策略，公司已经在国内 6 大城市举办了消费者体验活动，了解不同地域民众需求和消费能力，并宣传公司“RASTAR”品牌。公司未来将逐步把国内已有的销售渠道整合并推广到国内卖场、网上淘宝、汽车 4S 店和超市等终端，这将为公司增加的产能找到源源不断的需求空间。
- **二、三季度进入传统出口旺季，公司盈利后续动力十足。**从图 1 看，历史上车模出口自 4 月份开始回升，9 月达到高峰，未来公司将很快进入销售旺季，这将为公司盈利增长提供新的支撑力。同时，公司今年将租借新厂房着力缓解产能瓶颈，盈利增长后续动力十足。
- **下跌就是买入机会，维持目标价 67 元。**公司未来两年销量将大幅增长，成长性有保障，此外，由于公司利用他人商誉为自身产品服务的独特盈利模式未来可复制，我们继续维持公司三年内仍将保持较快发展的预期，2010 和 2011 年 EPS 预测为 1.19、1.52 元，维持目标价格 67 元。

有别市场的观点

- **车模不仅是普通玩具，也是有文化传承力的载体。**市场不愿意但对玩具产品给予高估值，但我们认为公司车模产品一方面具备娱乐性的同时，另一方面也是**传承车文化的载体，具备传媒属性和产品区分度**，此外，公司未来盈利的成长性也为公司高估值提供了支撑，一季度在去年高基数基础上的快速增长就是明证。
- **车模做工品质不是看空公司的理由。**公司产品做工的确还不到收藏级别，但做工不是瓶颈，通过增加人工，将提升其产品观赏性，但对应成本的提升和市场容量的锐减使得公司不愿多介入收藏级别车模市场。相反，优异的性价比和广阔市场空间才是我们看好公司成长的主要理由。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

63325888×6079

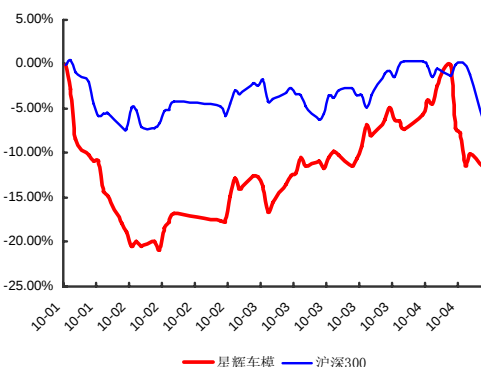
zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 4 月 16 日)	45.00
目标价格	67 元
总股本/A 股 (万股)	5280 / 5280
A 股市值 (亿元)	24
国家/地区	中国
行业	轻工
报告日期	2010 年 4 月 19 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.0%		
相对表现 (%)	-4.3%		

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万)	233.29	346.50	549.76	912.89
同比%	36.60%	48.53%	58.66%	66.05%
归属母公司净利润	39.07	62.76	80.57	147.83
同比%	53.90%	60.65%	28.37%	83.49%
毛利率%	31.26%	32.08%	27.84%	31.94%
ROE%	38.56%	38.56%	38.56%	38.56%
EPS	0.74	1.19	1.53	2.80
PE	63.36	39.44	30.72	16.74

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《马踏飞燕，汽车名企商誉推广者》	2010.4.6
《国内车模市场需求起爆》	2010.4.13

国际知名品牌，国内渗透开展

研究结论

- **公司自主品牌，产品覆盖全是核心竞争力。**公司是一家集产品开发、设计、生产、销售于一体的现代化企业，自行研发“高乐”（Glodlok）牌高新技术玩具产品及精密塑料模具，产品集线控、声控、光控于一体，有较高的科学技术含量，主要分为女仔玩具、电动汽车和火车、线控仿真飞机、机器人等6大系列。年平均开发新产品20多项。产品主销美国、欧洲及南美等国家和地区，客户遍及全球，在世界上有较高的知名度。
- **看好公司内销策略，国内销售有望挑起半边天。**公司管理层对于玩具产品设计和销售有非常深厚的理解，产品系列大而全，孕育了极强的抗风险能力。未来将继续扩大出口业务，同时致力于开发国内市场，继续扩增新产品，加大研究高新技术产品的力度，提高产品的科技含量和附加值，以“高乐牌”的优质产品，满足消费者的需要，造福社会，打造“中国玩具第一品牌”。
- 我们分析公司竞争力矩阵，认为公司在自主品牌美誉度、研发优势和与时俱进的能力三大方面具有无可比拟的优势，通过IPO公司募集了7.8亿元资金，超募资金达到5亿元，2011年将新增450多万套产品的生产能力，并建设研发中心开发新产品，超募资金使用使得我们对于公司未来国内发展充满想象，一季报公司受益于出口反弹，净利润增长114%，未来二、三季度是玩具出口传统旺季，我们预计公司2010、2011年EPS为0.61，0.96元，看好公司玩具制造理念和内销发展，首次给予买入评级。
- **首次买入评级，目标价32元。**2010年预计增长20~30%之间，成长性有保障，我们预计公司未来三年复合增长率达到53%水平，我们预计公司2010、2011年EPS为0.61元，0.96元，按照2010年EPS0.61元预期，给予公司目标价为32元，首次给予买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

63325888×6079

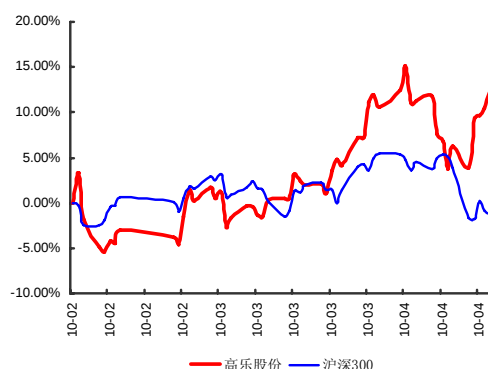
zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级 **买入** 增持 中性 减持（首次）

股价（2010年4月23日）	24.26
目标价格	32元
总股本/A股（万股）	14800 / 14800
A股市值（亿元）	36
国家/地区	中国
行业	轻工
报告日期	2010年4月26日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现（%）	1.2%		
相对表现（%）	5.9%		

资料来源：WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万）	293.72	349.90	426.46	639.12
同比%	23.03%	19.13%	21.88%	49.87%
归属母公司净利润	47.65	67.14	90.50	142.15
同比%	59.53%	40.88%	34.80%	57.08%
毛利率%	28.38%	32.62%	33.44%	34.45%
ROE%	16.22%	19.19%	21.22%	22.24%
EPS	0.32	0.45	0.61	0.96
PE	74.38	52.80	39.17	24.94

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析
财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	188.81	238.74	293.72	349.90	426.46	639.12
增长率(%)	N/A	26.45%	23.03%	19.13%	21.88%	49.87%
归属母公司股东净利润	20.40	29.87	47.65	67.14	90.50	142.15
增长率(%)	N/A	46.40%	59.53%	40.88%	34.80%	57.08%
每股收益(EPS)	0.14	0.20	0.32	0.45	0.61	0.96
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.07	0.03	0.05	0.07
每股经营现金流	0.23	0.16	0.35	0.17	0.64	0.40
销售毛利率	17.04%	23.51%	28.38%	32.62%	33.44%	34.45%
销售净利率	10.81%	12.51%	16.22%	19.19%	21.22%	22.24%
净资产收益率(ROE)	13.59%	19.16%	24.76%	6.47%	8.08%	11.36%
市盈率(P/E)	173.72	118.66	74.38	52.80	39.17	24.94
市净率(P/B)	23.60	22.73	18.42	3.42	3.16	2.83
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.003	0.001	0.002	0.003

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	188.81	238.74	293.72	349.90	426.46	639.12
减: 营业成本	156.64	182.61	210.38	235.75	283.84	418.93
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	1.65	4.61	5.84	7.17	8.66	12.78
管理费用	3.58	10.15	13.37	16.80	19.19	26.20
财务费用	2.96	7.08	9.57	0.67	-5.90	-8.32
资产减值损失	0.17	0.10	-0.06	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	23.80	34.21	54.62	89.51	120.66	189.53
加: 其他非经营损益	-0.54	-0.42	1.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	23.26	33.78	56.33	89.51	120.66	189.53
减: 所得税	2.86	3.91	8.68	22.38	30.17	47.38
净利润	20.40	29.87	47.65	67.14	90.50	142.15
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	20.40	29.87	47.65	67.14	90.50	142.15
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	35.42	41.70	46.44	629.79	652.49	655.48
应收和预付款项	64.13	65.53	87.48	137.33	135.26	237.81
存货	13.64	21.71	20.41	31.98	31.10	52.69

其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	62.02	66.61	72.05	221.01	286.30	307.22
无形资产和开发支出	1.29	1.26	34.50	30.98	27.46	23.94
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	176.49	196.81	260.89	1051.10	1132.62	1277.15
短期借款	25.00	34.90	61.28	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	0.91	5.59	6.74	13.60	11.59	24.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40
负债合计	26.31	40.89	68.42	14.00	11.99	25.31
股本	110.00	110.00	110.00	148.00	148.00	148.00
资本公积	13.50	11.51	11.51	756.17	756.17	756.17
留存收益	26.68	34.41	70.96	132.92	216.46	347.67
归属母公司股东权益	150.18	155.92	192.47	1037.10	1120.63	1251.84
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	150.18	155.92	192.47	1037.10	1120.63	1251.84
负债和股东权益合计	176.49	196.81	260.89	1051.10	1132.62	1277.15
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	34.27	23.75	51.11	24.83	95.24	59.21
投资性现金净流量	-10.61	1.61	-54.25	-163.68	-80.00	-60.00
筹资性现金净流量	10.53	-14.38	11.01	722.19	7.46	3.78
现金流量净额	34.16	10.85	7.73	583.35	22.70	2.99

资料来源：东方证券研究所

国内“玩具+动漫”第一品牌

研究结论:

- 公司“动漫+玩具”的盈利模式不可复制，与影视业的结合初显成效。国际上由热门卡通片或电影为先导，反映该题材的玩具将是不可忽视的热门产品。譬如随着《哈利·波特》电影在世界各地上映，“哈利-波特”玩具便成为 2002 年最流行的产品。而 90 年代随着卡通片《忍者神龟》的热映，“忍者神龟”系列玩偶在当时大陆地区急剧热销，从下图看，08 年香港贸发局对大陆孩子做了一个普遍的调研，将他们所感兴趣的玩具类别罗列，发现卡通人物形象是最为投其所好的产品。公司的“动漫+玩具”的盈利模式符合大陆孩子对于卡通形象的热爱，具有“内容制作-影片播放-玩具生产-渠道销售”的产业链一体化优势，且走在国内同行的前列，该模式难以复制。
- 国内市场渗透率高，已有广阔的用户群。公司产品已经在国内外树立了较为广阔的市场优势，其拳头产品闪电四驱车和铠甲勇士分别荣获“2009 年度中国市场十大畅销玩具”和“2009 年度中国市场十大新锐玩具”第一名。可见公司的研发销售力量。通过此次上市，公司将文化产业化作为突破长期增长瓶颈的关键所在，未来将加大内容形象的投入，通过塑造更多新的动漫形象和持续性动漫形象，来拉动公司业绩的持续增长，推动公司向文化产业化升级。
- 首次给予增持评级，目标价 60 元。按照竞争力矩阵分析，我们认为公司是国内不可多得的玩具品牌公司，无论在产品市场区分度，自主品牌美誉度、国内市场渗透率还是研发优势方面均具有较为明显的先发优势和广阔的发展空间。我们预测公司 2010、2011 年 EPS 为 1.00 元，1.35 元，按照传媒产业 60PE，目标价为 60 元，首次给予增持评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨宝峰

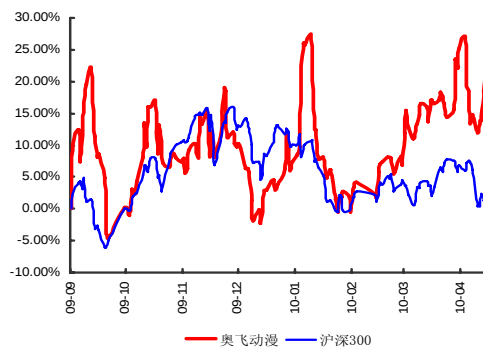
钢铁行业资深分析师

8621-50366888 × 2048

yangbf@orientsec.com.cn

行业评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价 (2010 年 4 月 23 日)	50.00				
目标价格	60 元				
总股本/A 股 (万股)	16000 / 16000				
A 股市值 (亿元)	80				
国家/地区	中国				
行业	轻工				
报告日期	2010 年 4 月 26 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	4.2%	14.9%	
相对表现 (%)	8.8%	15.4%	

资料来源: WIND

财务预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	590.83	663.51	942.18	1243.68
同比%	30.95%	12.30%	42.00%	32.00%
归属母公司净利润 (百万元)	101.65	119.23	159.75	216.47
同比%	55.95%	17.30%	33.99%	35.51%
毛利率%	37.93%	39.20%	39.70%	40.20%
ROE%	8.52%	9.48%	11.89%	14.82%
EPS	0.64	0.75	1.00	1.35
PE	78.70	67.10	50.08	36.96

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	496.88	451.19	590.83	663.51	942.18	1243.68
增长率(%)	84.68%	-9.20%	30.95%	12.30%	42.00%	32.00%
归属母公司股东净利润	128.63	65.18	101.65	119.23	159.75	216.47
增长率(%)	417.09%	-49.33%	55.95%	17.30%	33.99%	35.51%
每股收益(EPS)	0.80	0.41	0.64	0.75	1.00	1.35
每股股利(DPS)	0.00	0.56	0.00	0.34	0.46	0.62
每股经营现金流	0.09	0.17	0.08	1.80	-1.35	2.85
销售毛利率	34.06%	41.33%	37.93%	39.20%	39.70%	40.20%
销售净利率	25.88%	14.42%	17.18%	17.94%	16.93%	17.38%
净资产收益率(ROE)	51.83%	29.18%	8.52%	9.48%	11.89%	14.82%
市盈率(P/E)	62.19	122.74	78.70	67.10	50.08	36.96
市净率(P/B)	32.24	35.82	6.70	6.36	5.95	5.48
股息率(分红/股价)	0.000	0.011	0.000	0.007	0.009	0.012

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	496.88	451.19	590.83	663.51	942.18	1243.68
减: 营业成本	327.66	264.70	366.74	403.41	568.13	743.72
营业税金及附加	5.00	4.53	6.67	7.49	10.64	14.04
营业费用	28.30	47.33	48.33	53.89	76.52	101.00
管理费用	39.35	56.86	59.66	67.72	96.16	126.93
财务费用	6.14	13.32	3.54	-9.06	3.07	3.69
资产减值损失	0.31	-2.21	2.50	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	60.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	150.37	66.66	103.40	140.06	187.66	254.29
加: 其他非经营损益	0.75	2.64	14.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	151.12	69.30	117.95	140.06	187.66	254.29
减: 所得税	22.51	4.23	16.45	21.01	28.15	38.14
净利润	128.61	65.07	101.49	119.05	159.51	216.15
减: 少数股东损益	-0.02	-0.10	-0.15	-0.18	-0.24	-0.32
归属母公司股东净利润	128.63	65.18	101.65	119.23	159.75	216.47
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	18.74	15.57	767.75	317.28	188.44	262.03
应收和预付款项	212.33	119.03	184.98	109.24	307.80	241.70
存货	110.73	160.25	201.12	147.61	343.52	299.40

其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	67.01	62.91	66.71	505.89	545.04	514.20
无形资产和开发支出	14.53	45.89	46.03	265.81	280.57	270.84
其他非流动资产	0.00	1.28	0.21	0.11	0.00	0.00
资产总计	423.33	404.94	1266.80	1345.94	1665.37	1588.16
短期借款	120.00	135.00	20.00	0.00	231.27	0.00
应付和预收款项	49.18	40.72	27.75	62.71	64.90	102.44
长期借款	0.00	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00
其他负债	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00	5.00
负债合计	169.18	175.72	67.75	82.71	316.16	122.44
股本	120.00	120.00	160.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	0.00	0.00	828.34	828.34	828.34	828.34
留存收益	128.16	103.34	204.99	269.34	355.57	472.40
归属母公司股东权益	248.16	223.34	1193.33	1257.68	1343.90	1460.74
少数股东权益	5.98	5.88	5.72	5.54	5.31	4.98
股东权益合计	254.15	229.22	1199.05	1263.22	1349.21	1465.72
负债和股东权益合计	423.33	404.94	1266.80	1345.94	1665.37	1588.16
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	14.13	27.08	13.47	288.64	-215.27	456.43
投资性现金净流量	-19.18	59.72	-25.41	-675.04	-70.00	-50.00
筹资性现金净流量	18.36	-88.75	752.57	-64.07	156.42	-332.84
现金流量净额	13.06	-2.27	740.56	-450.47	-128.85	73.59

资料来源：东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn