

乐歌股份（300729）/家用轻工

高速成长的人体工学独角兽

评级：买入（首次）

市场价格：33.78元

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

电话：021-20315133

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

联系人：蒋正山

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	487.86	747.83	1,048.03	1,423.13	1,832.37
增长率 yoy%	29.56%	53.29%	40.14%	35.79%	28.76%
净利润	60.08	62.83	102.23	163.25	224.28
增长率 yoy%	18.1%	4.6%	62.7%	59.7%	37.4%
每股收益(元)	0.69	0.72	1.17	1.87	2.57
每股现金流量	0.45	0.77	0.91	1.56	2.13
净资产收益率	17.83%	9.14%	12.90%	17.08%	19.00%
P/E	49.13	46.99	28.88	18.08	13.16
PEG	2.71	10.29	0.46	0.30	0.35
P/B	8.76	4.30	3.72	3.09	2.50

备注：

基本状况

总股本(百万股)	87.40
流通股本(百万股)	20.63
市价(元)	33.78
市值(百万元)	2952.23
流通市值(百万元)	696.86

股价与行业-市场走势对比



相关报告

投资要点

- 高速成长的人体工学领军企业。**乐歌股份是国内人体工学行业的领先企业，形成了覆盖市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务的全价值链业务模式。当前公司主要产品包括人体工学大屏支架和人体工学工作站，2017年两项业务分别占主营业务收入比重的41%和47.9%。2013-2017年，公司主营业务收入由2.99亿元提升至7.48亿元，CAGR为25.8%。归母净利润由3523万元提升至6283万元，CAGR为15.6%。2018Q1公司实现营收2.28亿元，同比增长47.1%。实现归母净利润1382万元，同比下降10.3%。
- 大屏支架稳健增长，人体工学工作站高速前行。**2013-2017年公司人体工学大屏支架营收CAGR为8.2%。受益于公司结构性调整带来的单价提升机会未来该项业务依然有望稳健前行。此外，由于OBM自主品牌的发展和原材料涨价利空因素的逐渐平滑，我们认为大屏支架业务毛利水平有望反弹。与此同时，公司人体工学工作站持续保持高速增长，2013-2017年CAGR高达131.5%。截至2017年该项业务占主营业务收入比重已达48%。我们认为，未来人体工学工作站将在两大逻辑支持下维持高速增长：1)由于可支配收入提升带来的消费能力增强和伴随健康意识增强带来的消费意愿升级将导致渗透率提升。2)产品结构升级带来的扩容机会：2015年公司前人体工学工作站产品中电脑支架占比接近100%。截至2017H1，已有21.4%的销量来自升降台，从单价来看，升降台五倍于电脑支架。由于亚马逊业务的高速发展，未来该项红利有望得以保持。
- 自主品牌转型初具规模，有望享有品牌溢价。**由于公司产品具有较强的功能属性，“乐歌制造”向“乐歌品牌”的战略转型能够助力公司最大程度上享有市场高速增长的红利。从当前情况看，乐歌的产品品牌化道路较为成功，OBM占比在国内持续维持在85%以上，国外OBM占比稳步提升，2017H1国外OBM业务占比已达43.8%。随之而来的是产品毛利率的增长潜力，当前公司OBM业务毛利率较ODM/OEM业务高出近30pct，模式的成功转型使得公司盈利能力具备提升基石。
- 技术优势构筑竞争壁垒，产能投放缓解瓶颈。**截至2017年，公司拥有专利技术489项，其中发明专利31项(含29项国内发明专利和2项美国发明专利)，均远超同业竞争对手。其中公司自主研发的专利《一种电视机挂架》，一举打破了美国Sanus公司虚拟轴(Virtual Axis)技术在平板显示支架自由定位技术方面的技术垄断。产能方面，IPO项目投产后公司将新增年产显示器支架100万台、升降台20万台、升降办公桌15万台的生产能力。新增产能完全放量后，约相当于2017H1显示器支架、升降台和升降桌销量的3.8、2.6和27.8倍，验证了公司大力发展人体工学产品线的战略布局。
- 投资建议：我们预估公司2018-2020年实现归母净利润1.02、1.63、2.24亿元，同比增长62.7%、59.7%、37.4%，对应EPS为1.17、1.87、2.57元。我们给予乐歌股份18年35X PE，对应价格40.95元，首次覆盖给予“买入”评级。**
- 风险提示：国外市场需求不景气风险、国内市场受到线上低价冲击的风险、原材料价格大幅上涨风险、汇率大幅波动风险**

## 内容目录

人体工学行业龙头，健康产业新兴巨擘 .....	- 4 -
产品结构：大屏支架需求稳健，人体工学工作站有望爆发 .....	- 7 -
业务模式：大力发展自主品牌，抢占品牌溢价红利 .....	- 9 -
竞争优势：着力构筑技术壁垒，产能投放助力业绩增长 .....	- 11 -
盈利预测与投资建议 .....	- 13 -
风险提示 .....	- 14 -
国外市场需求不景气风险 .....	- 14 -
国内市场受到线上低价冲击的风险 .....	- 15 -
原材料价格大幅上涨风险 .....	- 15 -
汇率大幅波动风险 .....	- 15 -

## 图表目录

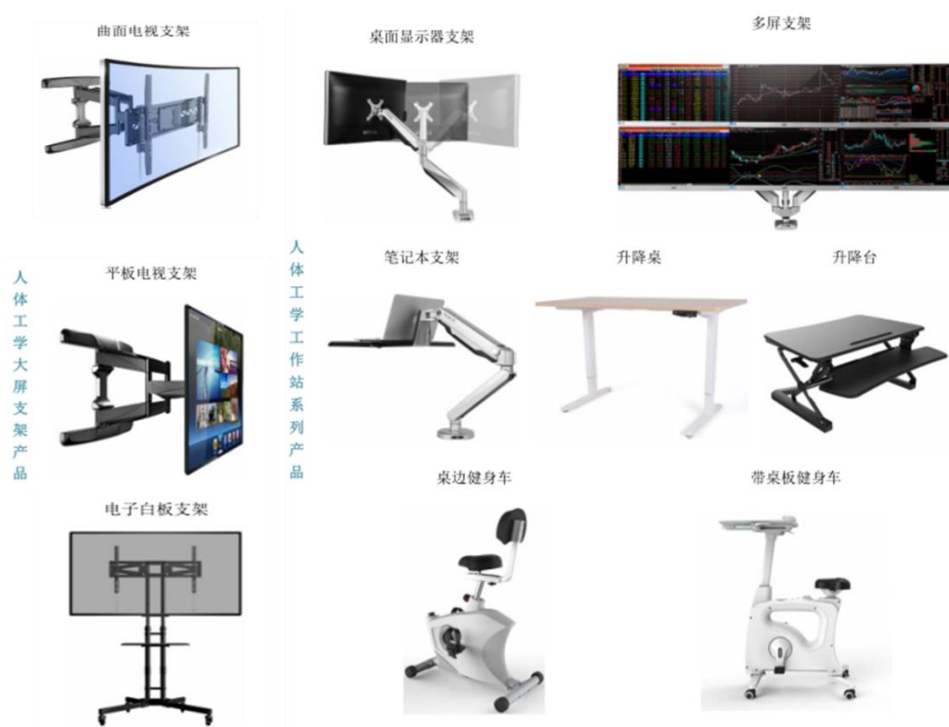
图表 1：乐歌股份主要产品 .....	- 4 -
图表 2：乐歌股份主营业务收入变动 .....	- 5 -
图表 3：乐歌股份归母净利润变动 .....	- 5 -
图表 4：乐歌股份毛利率与净利率变动趋势 .....	- 5 -
图表 5：乐歌股份三费变动趋势 .....	- 5 -
图表 6：乐歌股份收入按区域拆分 .....	- 6 -
图表 7：乐歌股份收入按产品拆分 .....	- 6 -
图表 8：乐歌股份股权结构（2018Q1） .....	- 6 -
图表 9：乐歌股份国内外主要竞争对手 .....	- 7 -
图表 10：公司大屏支架业务销量拆分（万件/套） .....	- 8 -
图表 11：公司大屏支架产品单价（元） .....	- 8 -
图表 12：公司人体工学大屏支架收入变动 .....	- 8 -
图表 13：公司人体工学大屏支架不同模式毛利率 .....	- 8 -
图表 14：公司不同产品业务增长对比 .....	- 9 -
图表 15：中国和美国人均可支配收入变化情况 .....	- 9 -
图表 16：我国不同年龄人群颈椎病发病率 .....	- 9 -
图表 17：公司人体工学工作站不同产品销量及单价 .....	- 9 -
图表 18：乐歌股份销售渠道 .....	- 10 -
图表 19：公司自主品牌 Flexispot 登陆亚马逊 .....	- 10 -
图表 20：乐歌股份不同业务模式占比变化 .....	- 10 -
图表 21：不同模式下毛利率及同业对比（2017H1） .....	- 11 -

图表 22: 公司亚马逊不同模式营收及占比 .....	- 11 -
图表 23: 专利技术数量同业对比 .....	- 11 -
图表 24: 人员配置情况同业对比 .....	- 11 -
图表 25: 乐歌股份管理层履历 .....	- 12 -
图表 26: 乐歌股份产能利用率 .....	- 12 -
图表 27: 乐歌股份产销率 .....	- 12 -
图表 28: 乐歌股份 IPO 募投资金投向 .....	- 13 -
图表 29: 乐歌股份三大财务报表 .....	- 14 -

## 人体工学行业龙头，健康产业新兴巨擘

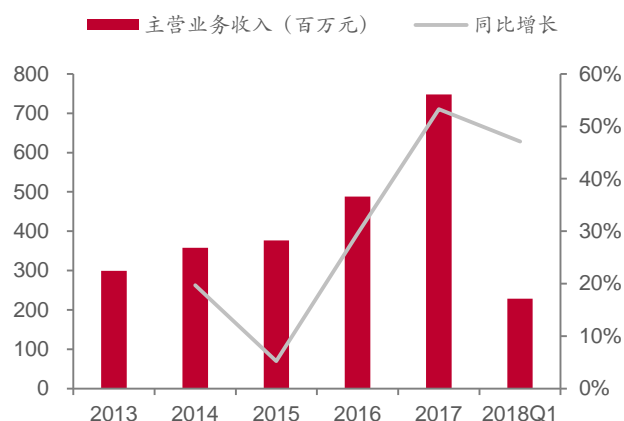
- **全产业链布局，人体工学工作站发力。**公司已成为国内人体工学行业的领先企业，形成了覆盖市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务的全价值链业务模式。公司“乐歌”品牌为“中国驰名商标”。公司为国家高新技术企业、浙江省专利示范企业，目前拥有专利技术 489 项，其中已授权发明专利 31 项。公司主要产品包括人体工学大屏支架和人体工学工作站两部分，其中人体工学工作站产品广泛应用于办公场所及智慧城市、智能工厂、医疗、金融、IT、电竞等领域，已成为公司业绩增长的重要动力。

**图表 1: 乐歌股份主要产品**

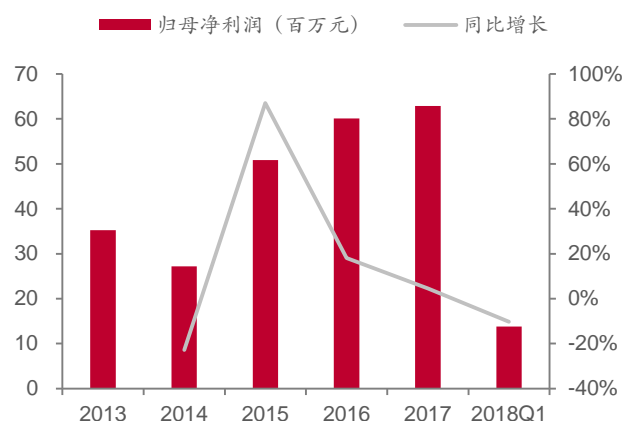


来源：公司公告、中泰证券研究所

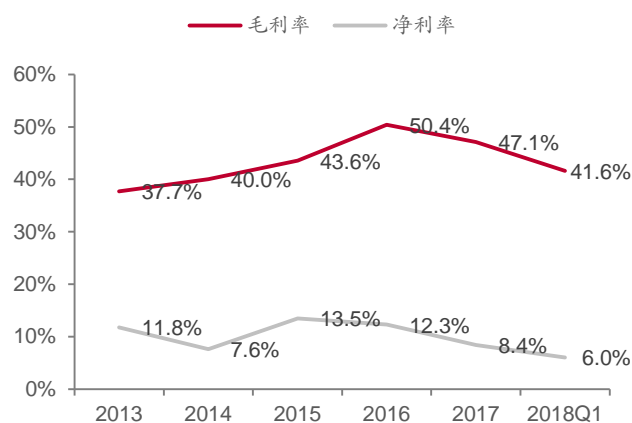
- **营收高速增长，利润增速放缓。**2013-2017 年，公司主营业务收入由 2.99 亿元提升至 7.48 亿元，CAGR 为 25.8%。归母净利润由 3523 万元提升至 6283 万元，CAGR 为 15.6%。近年来公司致力于拓展市场份额，在营销方面投入快速增长，导致公司净利润增速有所放缓。2016 和 2017 年公司归母净利润增速分别为 18.1%和 4.6%，落后于营收增速。2018Q1 公司收入端继续高歌猛进，实现营收 2.28 亿元，同比增长 47.1%。但受原材料价格大幅上涨，人民币升值等因素影响，公司实现归母净利润 1382 万元，同比下降 10.3%。

**图表 2: 乐歌股份主营业务收入变动**


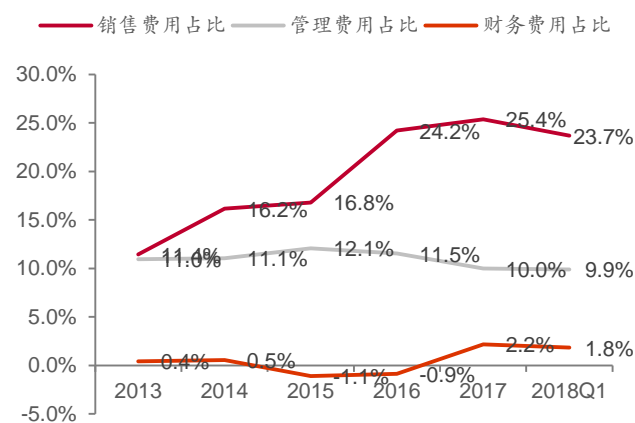
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 3: 乐歌股份归母净利润变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 4: 乐歌股份毛利率与净利率变动趋势**


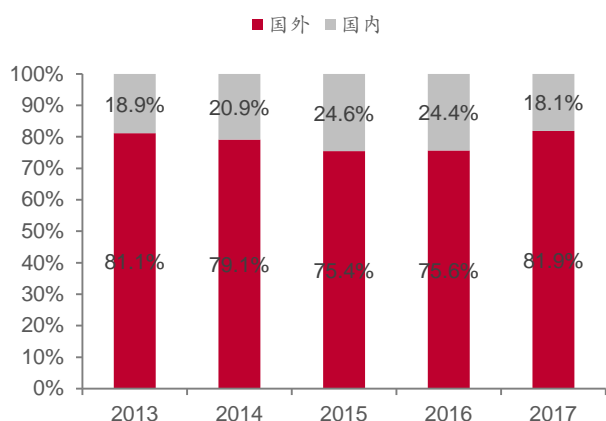
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 5: 乐歌股份三费变动趋势**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

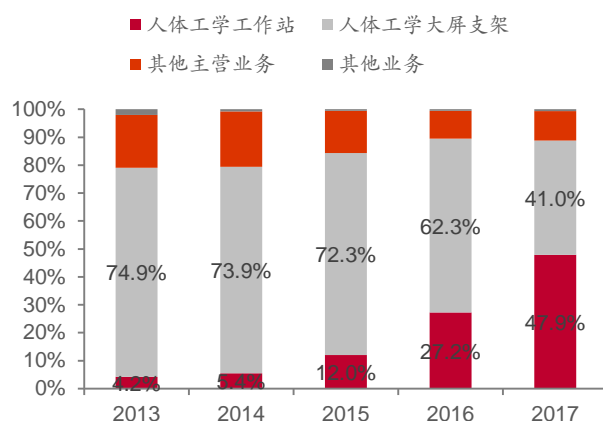
- 收入主要源于海外市场, 人体工学工作站占比逐步提升。**从地域来看, 由于海外市场相对成熟, 一直都是公司主营业务收入的主要来源。2017年公司海外销售占比81.9%, 国内销售占比18.1%。从产品结构演变看, 传统上公司营收对人体工学大屏支架依赖度较高, 2013年大屏支架类产品占据总营收的75%, 而伴随人体工学工作站产品的高速增长, 产品结构多元化的特征也愈发明显。2017年公司人体工学工作站已占主营业务收入的47.9%。

图表 6: 乐歌股份收入按区域拆分



来源: wind、中泰证券研究所

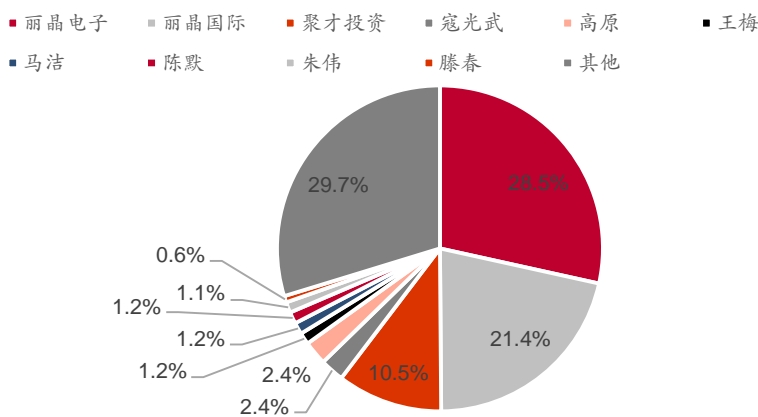
图表 7: 乐歌股份收入按产品拆分



来源: wind、中泰证券研究所

- **股权结构较为集中，实际控制人增持显信心。**基于对公司上市后发展前景的信心，2018年3月2日，公司公告共同实际控制人项乐宏先生或姜艺女士拟增持公司股份不超过2%。截至2018年5月17日，姜艺女士合计增持股份870,639股，占总股本的1.01%，增持均价（按增持日收盘价加权平均计算）为28.97元。本次增持后，项乐宏先生与姜艺女士作为共同实际控制人通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资间接控制公司合计5189.58万股，占公司总股本的60.35%，姜艺女士直接持有公司股份87.06万股，占公司总股本的1.01%。

图表 8: 乐歌股份股权结构 (2018Q1)



来源: wind、中泰证券研究所

- **竞争分析: 人体工学自主品牌领军者。**从行业内竞争对手看，公司主要竞争对手来自海外，人体工学大屏支架产品市场的竞争对手有美国 Milestone 公司、美国 Ergotron 公司、美国 Humanscale 公司等；公司在人体工学工作站上的竞争对手主要有丹麦 Linak 公司、德国 Dewert 公司、美国 Varidesk 公司等。在国内市场，主要竞争对手包括捷昌驱动和泓杰股份。其中捷昌驱动在人体工学工作站上以 ODM 模式为主，与公司发展自主品牌的战略有明显区别。而泓杰股份业务模式包含自主品牌，但主要领域在于传统的大屏支架业务。

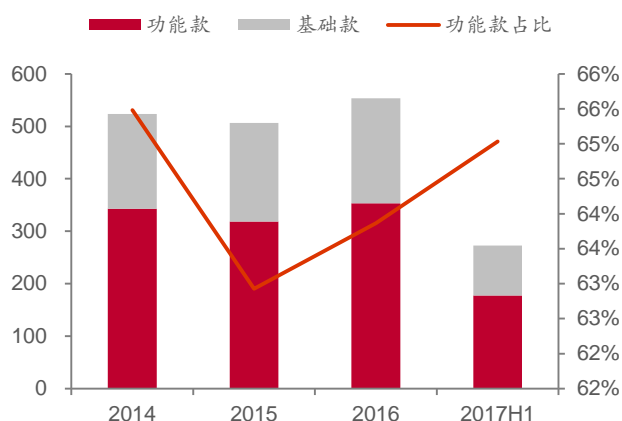
图表 9: 乐歌股份国内外主要竞争对手

企业名称	所在地	成立时间	主要产品	营收规模
Ergotron 公司	美国	1982年	显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等	3.5亿美元 (2015年)
Humanscale 公司	美国	1982年	人体工学座椅、坐/立两用工作站、显示器支架、键盘系统、工作台灯等	
Milestones 公司	美国	1980年	大屏显示支架	
Linak 公司	丹麦	1907年	办公系列（主要为升降办公桌、工作站）、医护系列（医疗床等）、家庭系列等多个系列	
Dewert 公司	德国	1982年	电动推杆、升降柱	
Varidesk 公司	美国		升降台及相关配件	
浙江捷昌线性驱动科技股份有限公司	中国	2000年	ICU 电动病床、升降办公桌，以升降办公桌腿为主	5.06亿元 (2016年)
昆山泓杰电子股份有限公司	中国	2006年	电视机支架、投影仪支架及可移动型推车支架等视听周边设备	2.3亿元 (2016年)

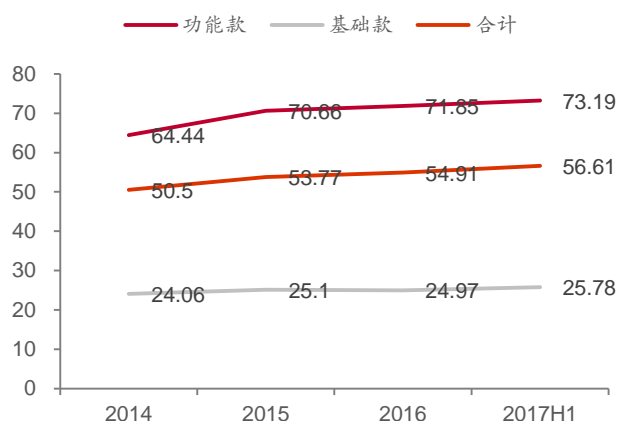
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 产品结构：大屏支架需求稳健，人体工学工作站有望爆发

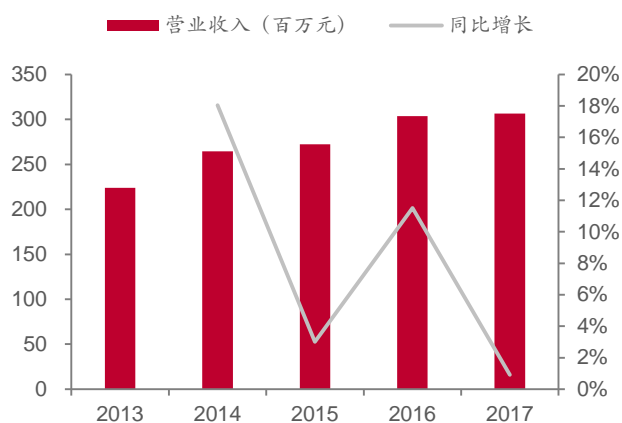
- 大屏支架：营收稳健增长，毛利率有望反弹。**从公司产品结构上看，大屏支架类产品总体销量保持平稳，但由于功能款产品销量占比呈提升趋势，叠加产品单价有所提升，公司该项细分业务近年营收取得平稳增长，2013-2017 年营收 CAGR 为 8.2%。毛利率方面，公司大力发展自主品牌战略卓有成效，2014-2016 年间受益于 OBM 模式下大屏支架产品毛利率由 40.47% 大幅提升至 59.58%，公司大屏支架类产品整体毛利率由 38.49% 提升至 47.8%。2017 年受原材料价格大幅上涨及竞争加剧导致的 ODM/OEM 类业务毛利率大幅下滑影响，公司大屏支架整体毛利率大幅下跌至 37.5%。
- 我们认为，**由于大屏支架类业务下游总体需求平稳，叠加结构升级趋势利好，公司传统业务有望在未来保持稳健业绩增长。而向 OBM 模式的战略转型叠加原材料涨价利空的平滑则有望使盈利能力得以恢复。

**图表 10: 公司大屏支架业务销量拆分 (万件/套)**


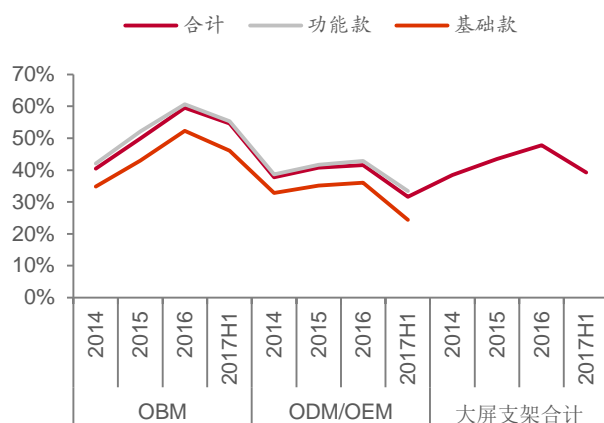
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 11: 公司大屏支架产品单价 (元)**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 12: 公司人体工学大屏支架收入变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

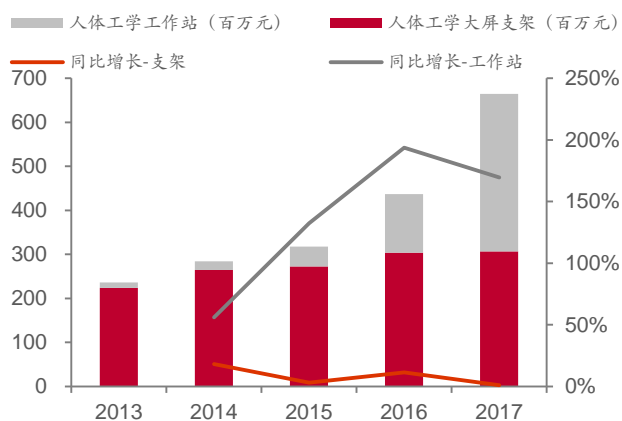
**图表 13: 公司人体工学大屏支架不同模式毛利率**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

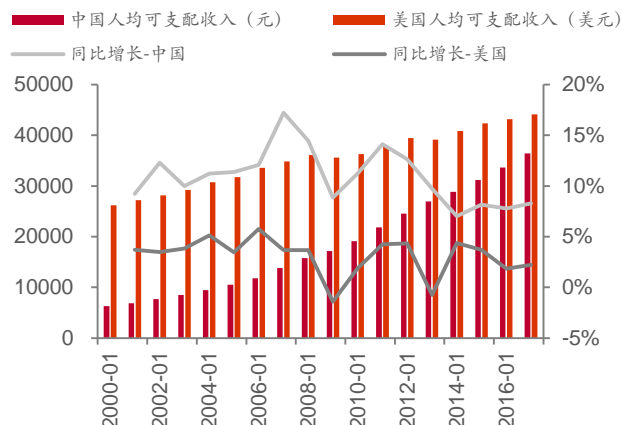
- 人体工学工作站: 坐享大健康红利, 需求有望爆发。** 人体工学工作站产品主要包括电脑支架、升降台、升降桌和桌边健身车等。由于单品价格相对较高, 产品具备明显的消费升级属性。从公司业务结构看, 在大屏支架稳中有升的同时, 人体工学工作站持续保持高速增长, 2013-2017年 CAGR 高达 131.5%。截至 2017 年该项业务占比已达 48%, 我们认为, 人体工学工作站遵循两大扩容逻辑, 未来有望继续保持高速增长。
- 1) 行业渗透率的提升:** 据《白领网民系列调查》报告数据, 中国和美国当前白领人数分别为 1.76 亿人和 4672 万人, 若以人体工学工作站产品渗透率 10% 和 20% 测算, 则中国和美国市场需求分别达到 1760 万套和 934 万套。而行业渗透率提升的动力主要来自于消费能力和消费意愿的提升。消费能力方面, 2000-2017 年我国和美国人均可支配收入 CAGR 分别达为 10.9% 和 3.1%, 收入端持续提升增加了人民对于消费升级产品的购买能力。消费意愿方面, 随着工作节奏的加大, 颈椎病等疾病发病呈现年轻化趋势, 我国 1996-2015 年 21-30 岁颈椎病发病率由 17.3% 上升至 25%, 客观上为人体工学工作站的需求提供了土壤。
- 2) 产品结构升级机会:** 公司传统意义上的人体工学工作站产品来自电脑支架, 2015 年前人体工学工作站产品中电脑支架占比接近 100%, 至



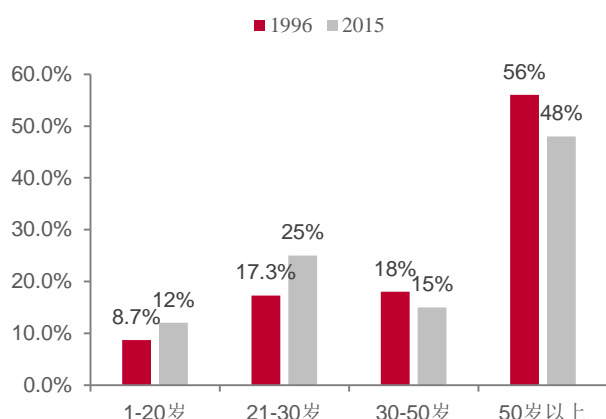
2017H1 已有 21.4%的销量来自升降台，从单价来看，升降台五倍于电脑支架。产品结构升级带动公司人体工学工作站销售额高速提升。而后续跨境电商的高速增长亦有望使得该项红利得以延续。

**图表 14: 公司不同产品业务增长对比**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 15: 中国和美国人均可支配收入变化情况**


来源: wind、中泰证券研究所

**图表 16: 我国不同年龄人群颈椎病发病率**


来源: 报告网、中泰证券研究所

**图表 17: 公司人体工学工作站不同产品销量及单价**

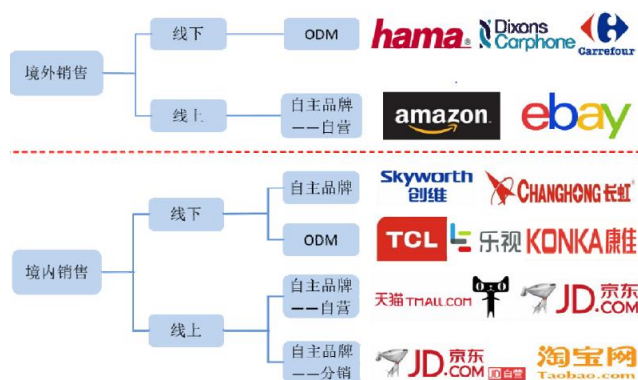
人体工学工作站	2017H1			2016			2015		
	销量 (万件/套)	销量占比	平均价格 (元)	销量 (万件/套)	销量占比	平均价格 (元)	销量 (万件/套)	销量占比	平均价格 (元)
电脑支架	26.63	74.5%	217.26	44.38	88.9%	195.57	31.16	99.6%	142.01
升降台	7.65	21.4%	1,080.61	3.99	8.0%	923.11	-	-	-
桌边健身车	0.92	2.6%	605.15	1.43	2.9%	562.15	0.14	0.4%	677.64
升降桌	0.54	1.5%	988.92	0.12	0.2%	956.4	-	-	-
合计	35.75	100.0%	423.63	49.92	100.0%	266	31.3	100%	144.45

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 业务模式: 大力发展自主品牌, 抢占品牌溢价红利

- 产品功能属性突出, 保障品牌溢价能力。**我们认为, 公司主打的人体工学产品存在品牌溢价。由于人体工学家居具有较强的功能属性, 消费者会在乎产品性能, 包括支架是否会松动, 能否做到悬停等, 消费者在当下时间点更倾向于买有品牌、有质量保障的东西。人体工学产品中无极升降的高度差、弹簧助力的参数、插槽差等都是消费者需要考虑的因素。在市场尚未成熟之前, 由“乐歌制造”向“乐歌品牌”的转型能够助力公司最大程度上享有市场高速增长的红利。
- 当前公司自主品牌“乐歌 Loctek”已成为海内外人体工学显示支架市场的成熟品牌之一,**“Fleximounts”、“FlexiSpot”和“Fitleader”等海外子品牌也已积累形成一定的市场认可度和美誉度。公司正在国内外线上渠道建立品牌影响力, 传统大屏支架业务也正依赖长虹、创维等大客户平台积极发展。

图表 18: 乐歌股份销售渠道



来源：公司公告、中泰证券研究所

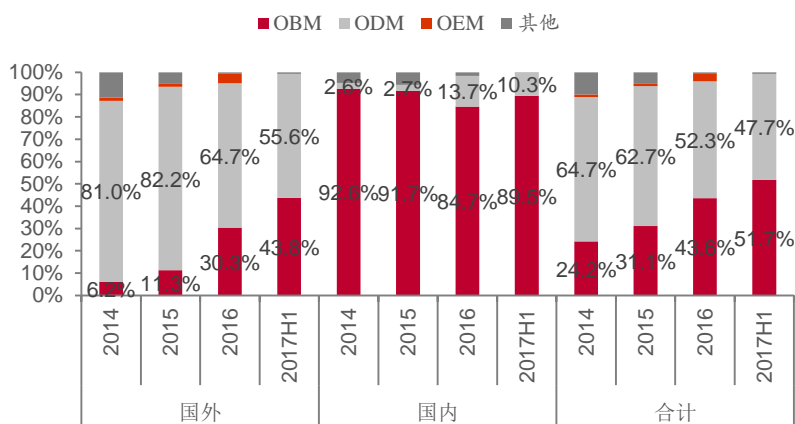
图表 19: 公司自主品牌 Flexispot 登陆亚马逊



来源：亚马逊、中泰证券研究所

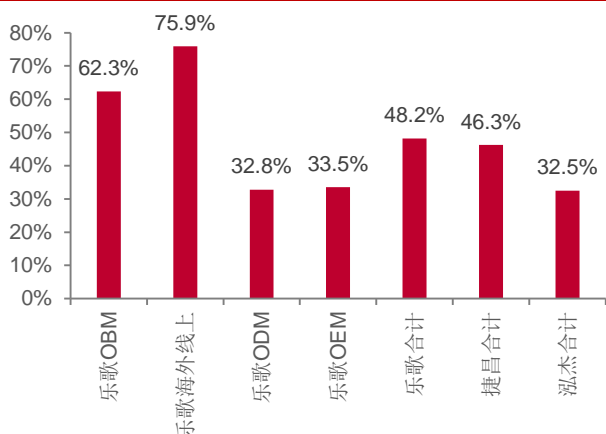
- **自主品牌转型顺利，境外电商扮演孵化器。**乐歌股份的战略是大力发展自主品牌。对人体工学新兴企业来说转型并不容易，因为国外成熟市场的龙头企业享有相当话语权，企业从 OEM/ODM 转向 OBM 势必会引起与客户的冲突。从当前情况看，乐歌的产品品牌化道路较为成功，OBM 占比在国内持续维持在 85% 以上，国外 OBM 占比稳步提升，2017H1 占比已达 43.8%。
- 自主品牌的突破可以为盈利能力的增长提供可观的空间。从同业对比数据看，乐歌的 ODM 业务毛利率远低于以 ODM 业务为主的捷昌驱动，但是由于自主品牌毛利水平远高于代工业务，公司毛利率在同行处于领先地位。当前亚马逊平台已成为公司自主品牌发展的核心渠道，2014 年公司亚马逊平台销售仅占总营收的 4.2%，至 2017 年占比已增至 28.4%，成为最重要的销量增长来源。此外，由于境外线上渠道毛利率水平高达 75.9%，公司盈利能力可能会有较大的提升空间。

图表 20: 乐歌股份不同业务模式占比变化



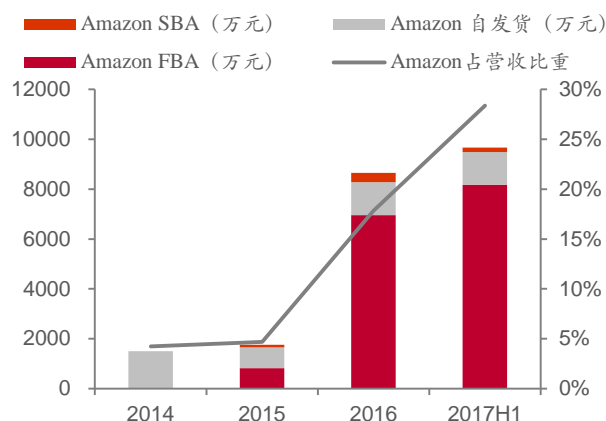
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 不同模式下毛利率及同业对比 (2017H1)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 22: 公司亚马逊不同模式营收及占比



来源: 公司公告、中泰证券研究所

### 竞争优势: 着力构筑技术壁垒, 产能投放助力业绩增长

- 技术优势助力自有品牌建设。**公司着力通过技术优势构筑品牌竞争力, 截至 2017 年, 公司拥有专利技术 489 项, 其中发明专利 31 项 (含 29 项国内发明专利和 2 项美国发明专利), 均远超同业竞争对手。其中部分核心技术具有明显技术壁垒, 例如公司自主研发的专利《一种电视机挂架》, 把传统摩擦定位改成了重心定位, 成功解决了重物位置变动过程中重心虚轴不易确定的问题, 同时利用“X”型叉杆结构实现了空间节省。该项技术一举打破了美国 Sanus 公司虚拟轴 (Virtual Axis) 技术在平板显示支架自由定位技术方面的技术垄断。
- 从人员配置上看, 公司人员数量远超同业企业, 主要原因在于公司在自主品牌研发和产品自主生产上的配置。**其中技术人员和销售人员配置上的明显优势也可以保证公司在产品竞争力和市场拓展力方面的潜能。

图表 23: 专利技术数量同业对比

公司名称	专利技术	发明专利
乐歌股份	489	31
捷昌驱动	216	18
泓杰股份	64 (2016 年)	18

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 24: 人员配置情况同业对比

人员类别	乐歌股份	捷昌驱动	泓杰股份
生产	1,044	313	203
技术	406	188	31
行政	353	93	
销售	144	62	44
财务	22	16	
综合管理			28
合计	1,969	672	306

来源: 公司公告、中泰证券研究所

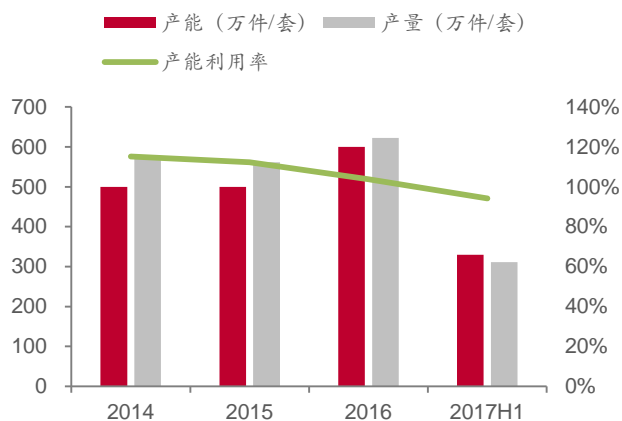
- 管理层年轻且具有良好的教育背景。**公司治理上, 董事长项乐宏先生亲自担任首席产品官并负责海外市场。从管理层履历看, 公司高管团队均为 70 后出生, 与公司所处的新兴行业匹配度较高。同时所有管理层人员均有良好的教育背景, 有助于贯彻公司核心技术打造竞争优势的发展战略。

**图表 25: 乐歌股份管理层履历**

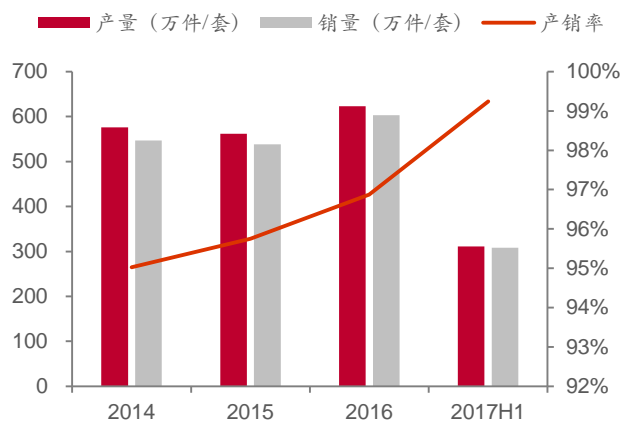
姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份	个人简历
项乐宏	总经理	2016/11/4	男	中国	硕士	1971	1995年至1998年,就职于中国电子进出口宁波公司,任国际合作部副经理;1998年至今,任丽晶电子执行董事;2002年至2010年,任丽晶时代董事长,总经理;2002年1月至今,任丽晶国际董事;2009年6月至2017年9月,任乐歌进出口执行董事;2010年5月至今,任本公司董事长;2016年11月至今,兼任本公司总经理。
李响	副总经理	2016/5/26	男	中国	硕士	1985	2009年至2010年,任丽晶时代信息中心经理;2010年5月至今,就职于本公司,曾任国内营销事业部副总经理,现任公司董事,副总经理。
朱伟	副总经理	2016/5/26	男	中国	硕士	1971	2008年至2010年,任丽晶时代财务总监;2010年5月至今,任本公司董事,副总经理,财务总监。
孙海光	副总经理	2016/6/6	男	中国	本科	1976	2011年1月至今,就职于本公司,现任公司副总经理。
郑祥明	副总经理	2017/4/3	男	中国	博士	1971	2003年12月被聘为副教授,2010年2月至2016年10月任本公司技术顾问;2016年11月至今,任本公司总工程师;2017年4月至今,兼任公司副总经理。
顾朝丰	副总经理	2018/1/9	男	中国	本科	1978	2017年7月起至今,就职于本公司。
朱伟	财务总监	2016/6/6	男	中国	硕士	1971	2008年至2010年,任丽晶时代财务总监;2010年5月至今,任本公司董事,副总经理,财务总监。
傅凌志	董事会秘书	2016/6/6	男	中国	本科	1979	2016年1月至今,任本公司董事会秘书,兼任法务部总经理。

来源: wind、中泰证券研究所

- 产能高位运行,募投项目缓解瓶颈。**从公司产能利用率上看,2014年-2016年公司产能利用率均超过100%,2017H1则为94.2%,表明公司产能持续高位运行。此外,公司产品销售端表现良好,产销率持续维持在95%以上。公司虽可通过外协解决部分产能问题,但自有产能的建设依然是缓解瓶颈的重要手段。公司计划将募集资金的49.3%(1.43亿元)投向新增产能建设。项目包括年产显示器支架100万台、升降台20万台、升降办公桌15万台的生产能力,建设期为三年。新增产能完全放量后,约相当于2017H1显示器支架、升降台和升降桌销量的3.8、2.6和27.8倍,验证了公司大力发展人体工学产品线和着力打造产品结构升级的战略布局。

**图表 26: 乐歌股份产能利用率**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 27: 乐歌股份产销率**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 28: 乐歌股份 IPO 募投资金投向**

序号	募集资金使用项目	投资总额 (万元)	募集资金拟投资额 (万元)
1	年产 100 万台显示器支架及 35 万台升降台 (桌) 项目	23,589.00	14,313.91
2	模具中心升级项目	5,735.00	3,480.02
3	研发、设计中心升级项目	8,547.00	5,186.36
4	补充流动资金	10,000.00	6,068.05
	合计	47,871.00	29,048.34

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- **核心假设:** 我们判断公司升降台/升降桌产品下半年可能在亚马逊放量, 升降台/升降桌产品具有明显的高客单价、高毛利率属性。由于可能带来公司营收的高速增长和毛利率水平的同步提升。此外, 汇兑利空因素后续或有缓和, 公司也在通过衍生品业务对冲风险, 利于利润水平提升。长期来看, 人体工学工作站产品的行业高速增长红利有望维系, 公司自主品牌建设成效正在逐步显现, 未来三年业绩可能稳定高速发展。
- **投资建议:** 我们预估公司 2018-2020 年实现归母净利润 1.02、1.63、2.24 亿元, 同比增长 62.7%、59.7%、37.4%, 对应 EPS 为 1.17、1.87、2.57 元。我们给予乐歌股份 18 年 35X PE, 对应价格 40.95 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 29: 乐歌股份三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	747.83	1048.03	1423.13	1832.37	净利润	62.83	102.23	163.25	224.28
营业成本	395.65	523.56	687.44	877.51	折旧与摊销	20.96	19.73	24.98	29.96
营业税金及附加	6.58	10.48	15.65	21.99	财务费用	16.29	24.39	27.20	28.36
销售费用	189.79	262.01	355.78	454.43	资产减值损失	4.78	5.00	4.00	3.00
管理费用	74.57	110.04	149.43	192.40	经营营运资本变动	-160.33	-69.03	-77.99	-95.22
财务费用	16.29	24.39	27.20	28.36	其他	122.84	-2.74	-5.12	-4.21
资产减值损失	4.78	5.00	4.00	3.00	经营活动现金流净额	67.37	79.58	136.32	186.18
投资收益	0.47	2.00	2.00	2.00	资本支出	-105.17	-90.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	0.00	-0.12	-0.18	-0.13	其他	-160.81	-3.19	-8.17	-10.13
其他经营损益	0.02	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-265.98	-93.19	-108.17	-120.13
营业利润	63.12	114.42	185.44	256.54	短期借款	17.29	76.86	0.00	0.00
其他非经营损益	8.47	3.08	2.20	1.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	71.59	117.51	187.65	257.79	股权融资	290.48	1.40	0.00	0.00
所得税	8.76	15.28	24.39	33.51	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	62.83	102.23	163.25	224.28	其他	18.70	-20.67	-24.20	-23.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	326.47	57.59	-24.20	-23.36
归属母公司股东净利润	62.83	102.23	163.25	224.28	现金流量净额	124.23	43.98	3.95	42.68
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	319.35	363.33	367.28	409.97	成长能力				
应收和预付款项	96.42	162.50	218.96	277.85	销售收入增长率	53.29%	40.14%	35.79%	28.76%
存货	169.01	185.59	255.21	335.04	营业利润增长率	-6.92%	81.29%	62.07%	38.34%
其他流动资产	170.10	209.61	256.16	329.83	净利润增长率	4.57%	62.72%	59.69%	37.38%
长期股权投资	8.54	8.54	8.54	8.54	EBITDA 增长率	28.21%	57.95%	49.88%	32.51%
投资性房地产	1.62	1.69	1.67	1.67	获利能力				
固定资产和在建工程	260.17	332.51	409.61	491.71	毛利率	47.09%	50.04%	51.70%	52.11%
无形资产和开发支出	53.98	52.00	50.02	48.04	三费率	37.53%	37.83%	37.41%	36.85%
其他非流动资产	17.70	22.62	32.53	44.44	净利率	8.40%	9.75%	11.47%	12.24%
资产总计	1096.89	1338.39	1599.98	1947.08	ROE	9.14%	12.90%	17.08%	19.00%
短期借款	123.14	200.00	200.00	200.00	ROA	5.73%	7.64%	10.20%	11.52%
应付和预收款项	227.74	285.33	379.83	495.65	ROIC	17.02%	19.30%	23.60%	25.74%
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	EBITDA/销售收入	13.42%	15.13%	16.70%	17.18%
其他负债	8.72	10.41	14.26	21.26	营运能力				
负债合计	409.59	545.74	644.08	766.90	总资产周转率	0.85	0.86	0.97	1.03
股本	86.00	87.40	87.40	87.40	固定资产周转率	3.64	3.73	3.84	4.07
资本公积	313.82	313.82	313.82	313.82	应收账款周转率	12.10	11.46	10.60	10.46
留存收益	289.20	391.43	554.68	778.96	存货周转率	2.79	2.90	3.07	2.94
归属母公司股东权益	687.30	792.64	955.90	1180.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.70%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	687.30	792.64	955.90	1180.18	资产负债率	37.34%	40.78%	40.26%	39.39%
负债和股东权益合计	1096.89	1338.39	1599.98	1947.08	带息债务/总负债	42.27%	45.81%	38.81%	32.60%
					流动比率	2.13	1.88	1.88	1.93
					速动比率	1.65	1.50	1.44	1.45
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.72	1.17	1.87	2.57
					每股净资产	7.86	9.07	10.94	13.50
					每股经营现金	0.77	0.91	1.56	2.13
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	100.37	158.54	237.62	314.87					
PE	46.99	28.88	18.08	13.16					
PB	4.30	3.72	3.09	2.50					
PS	3.95	2.82	2.07	1.61					
EV/EBITDA	27.27	17.74	11.78	8.71					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 国外市场需求不景气风险

- 当前公司销售对国外市场依赖较大,若未来出现因渗透率提升不及预期,产品竞争加剧导致销售不畅等因素,可能影响公司业绩表现。

#### 国内市场受到线上低价冲击的风险

- 公司产品在国内市场尚处于开拓期，消费者对价格较为敏感，若竞争对手通过价格优势对公司发起冲击，而公司选择跟随策略，可能对毛利水平产生削弱。

#### 原材料价格大幅上涨风险

- 公司原材料市场价格存在波动，如果公司生产所需的原材料出现快速、大幅的价格波动的情形，将影响公司的经营业绩。

#### 汇率大幅波动风险

- 若未来美元兑人民币汇率出现大幅度波动，将会给公司经营业绩带来一定的影响。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 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“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。