

# 深耕人体工学市场，自主品牌静待花开



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——乐歌股份 (300729.SZ)

## 核心观点

### ❖ 国内人体工学家具行业龙头，2017 年营业收入同比增长 53%

乐歌股份是国内人体工学家具行业的先行者，主打符合健康需求理念的人体工学家具，核心产品包括人体工学大屏支架和人体工学工作站。2017 年实现营业收入 7.48 亿元，同比增速为 53%，2013-2017 年复合增速为 26%；2017 年公司毛利率达 47%，2018Q1 略有下滑，为 41%。

### ❖ 欧美人体工学家具市场较为成熟，国内市场处于起步阶段

欧美国家的人体工学产品的接受度较高，知名人体工学家具生产厂商成立时间悠久，市场认可度较高，产品附加值高，在细分领域拥有强大的竞争力。人体工学家具属于办公家具的一个分支，在我国呈现稳中有增的格局，2017 年我国办公家具销售收入 1811 亿元，预计到 2020 年将达 2100 亿元。其中，根据测算，人体工学家具 2017 年市场规模约为 30 亿元，占比约为 1.5%。

### ❖ 调整产品结构，布局多元销售渠道，打造全价值链业务模式

公司人体工学大屏支架销售收入超 3 亿元，维持稳定增长；人体工学工作站的收入规模快速增长，2017 年收入占比已经超过五成。人体工学工作站毛利率为 53%，高于大屏支架 38% 的毛利率，未来收入占比还将继续提升。公司加快线上渠道建设和自主品牌的打造，推进“乐歌”品牌出海战略，打造从研发、生产到销售的全价值链业务模式。

### ❖ 首次覆盖予以“增持”评级

公司是人体工学家具行业龙头企业，随着未来三年 135 万套新产能的陆续释放，预计 2018-2020 年，营业收入 10.51 亿元、14.64 亿元、20.06 亿元，实现归属母公司的净利润为 0.92 亿元、1.42 亿元、2.04 亿元，EPS 分别为 1.05 元、1.63 元、2.33 元，对应 2018-2020 年 P/E 分别为 33.91 倍、21.79 倍、15.21 倍。首次覆盖给予“增持”评级。

### ❖ 风险提示：原材料价格上涨超预期；产能建设和客户订单不达预期。

#### 盈利预测与估值

|          | 2017A  | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 747.83 | 1051.28 | 1464.04 | 2006.48 |
| +/-%     | 53.29% | 40.58%  | 39.26%  | 37.05%  |
| 净利润(百万)  | 62.83  | 91.50   | 142.42  | 204.02  |
| +/-%     | 1.47%  | 45.64%  | 55.64%  | 43.25%  |
| EPS(元)   | 0.73   | 1.05    | 1.63    | 2.33    |
| P/E      | 43.91  | 33.91   | 21.78   | 15.21   |

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## 📄 证券研究报告

|      |           |
|------|-----------|
| 所属部门 | 股票研究部     |
| 报告类别 | 公司深度      |
| 所属行业 | 轻工制造      |
| 报告时间 | 2018/6/26 |
| 前收盘价 | 34.96 元   |
| 公司评级 | 增持评级      |

## 👤 分析师

### 杨欧雯

证书编号：S1100517070002  
010-66495651  
yangouwen@cczq.com

## 👤 联系人

### 林东岳

证书编号：S1100117070006  
021-68595117  
lindongyue@cczq.com

## 📍 川财研究所

|    |   |
|----|---|
| 北京 | 西城区平安里西大街 28 号<br>中海国际中心 15 楼，<br>100034            |
| 上海 | 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120                        |
| 深圳 | 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 21 层，518000                       |
| 成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041 |

## 正文目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、乐歌股份：人体工学家具行业先行者           | 4  |
| 1.1 发展历程：深耕人体工学家具行业          | 4  |
| 1.2 股权结构：实际控制人为项乐宏、姜艺夫妇      | 4  |
| 1.3 主打人体工学家具，营业收入快速增长，毛利维持高位 | 5  |
| 二、人体工学家具行业：潜在市场容量巨大          | 7  |
| 2.1 乘健康产业春风，办公家具的下一个风口       | 7  |
| 2.2 欧美人体工学市场较为成熟，龙头企业优势显著    | 8  |
| 2.3 我国人体工学家具行业发展方兴未艾         | 9  |
| 2.4 市场集中度低，乐歌具备较强的竞争优势       | 10 |
| 三、乐歌股份：产品结构持续改善，打造多元销售渠道     | 12 |
| 3.1 产品结构改善，人体工学工作站营业收入占比近五成  | 12 |
| 3.1.1 布局三大应用领域，主打两大产品线       | 12 |
| 3.1.2 大屏支架产销稳定，营业收入稳中有升      | 14 |
| 3.1.3 改善产品结构，人体工学工作站营业收入持续提升 | 15 |
| 3.2 巩固境外销售渠道，积极布局线上渠道        | 17 |
| 3.2.1 公司销售渠道实现多元化布局          | 17 |
| 3.2.2 境外销售占比近八成，境外线上渠道快速扩张   | 18 |
| 3.2.3 境内销售大力拓展线上渠道           | 19 |
| 3.3 产能有序扩张，新增 135 万套/台新产能    | 20 |
| 四、生产转型品牌，“乐歌”开创全价值链业务体系      | 21 |
| 4.1 注重研发创新，打造自主品牌，收入占比超五成    | 21 |
| 4.2 提升信息化水平，打造全价值链业务模式       | 23 |
| 五、估值评级：人体工学家具龙头，予以“增持评级”     | 24 |
| 5.1 关键假设                     | 24 |
| 5.2 盈利预测                     | 24 |
| 风险提示                         | 25 |
| 盈利预测                         | 26 |

## 图表目录

|       |                                  |    |
|-------|----------------------------------|----|
| 图 1:  | 乐歌股份股权结构 (增持前)                   | 5  |
| 图 2:  | 公司产品电脑升降台                        | 6  |
| 图 3:  | 公司产品人体工学电脑支架                     | 6  |
| 图 4:  | 2013-2017 年营业收入 CAGR 为 26% (百万元) | 6  |
| 图 5:  | 2017 年毛利率达 47%                   | 6  |
| 图 6:  | 销售费用率持续上升                        | 6  |
| 图 7:  | 2017 年境内销售占比为 64% (百万元)          | 6  |
| 图 8:  | 2013-2017 年办公家具销售收入 (亿元)         | 7  |
| 图 9:  | 2013-2017 年办公家具销售利润 (亿元)         | 7  |
| 图 10: | 美国 2015-2017 年办公家具市场规模 (亿美元)     | 8  |
| 图 11: | 人体工学产品运用领域                       | 12 |
| 图 12: | 工作站和大屏支架销售收入和占比 (百万元)            | 13 |
| 图 13: | 乐歌股份 2013-2017 年毛利率 (%)          | 14 |
| 图 14: | 功能款收入约占大屏支架销售收入的 80% (万元)        | 15 |
| 图 15: | 大屏支架产量保持稳定 (万套)                  | 15 |
| 图 16: | 人体工学工作站产品品类收入规模 (万元)             | 16 |
| 图 17: | 人体工学工作站销售量持续扩大 (万套)              | 17 |
| 图 18: | 乐歌股份销售渠道                         | 18 |
| 图 19: | 境外渠道销售占比超 75% (百万元)              | 19 |
| 图 20: | 2014-2017H1 线上销售收入 (万元)          | 19 |
| 图 21: | 乐歌股份境内线上销售收入约占境内收入的六成 (万元)       | 20 |
| 图 22: | 乐歌股份自主品牌收入及在总收入中的占比 (万元)         | 22 |
| 图 23: | 乐歌股份 2014-2017 年各销售模式毛利率         | 22 |
| 图 24: | 人体工学工作站在自主品牌中占比持续提升              | 23 |
| 表格 1: | 乐歌股份发展历程                         | 4  |
| 表格 2: | 欧美人体工学家具企业简介                     | 9  |
| 表格 3: | 人体工学家具 2018 年-2020 年市场规模测算       | 10 |
| 表格 4: | 国内主要竞争对手介绍                       | 11 |
| 表格 5: | 国内竞争对手 2017 年财务数据对比              | 12 |
| 表格 6: | 乐歌股份产能利用率超 100%                  | 21 |
| 表格 7: | 乐歌股份可比公司                         | 25 |

## 一、乐歌股份：人体工学家具行业先行者

### 1.1 发展历程：深耕人体工学家具行业

乐歌股份是人体工学家具行业的先行者，致力于以人体工学家具产品创新日常生活与办公方式，通过产品创新与组合为用户提供舒适、健康、安全和高效的人体工学家具产品。

公司共经历了四个发展阶段，分别是初创贸易阶段、初具规模阶段、探索转型阶段和价值链整合阶段，通过不断演进生产经营模式，丰富产品条线，在人体工学家具产品领域开展了持续的深耕。

表格 1. 乐歌股份发展历程

| 阶段    | 时间          | 历程   |
|-------|-------------|--|
| 初创贸易  | 2002-2005 年 | 前期从事舞台设备支架、三脚架、音箱电缆等视听设备金属结构件的简单加工及出口贸易业务；<br>2003 年投资建设的新厂房竣工并投入使用，加工制造能力得到提升，开始向工贸一体化业务模式转型。       |
| 初具规模  | 2005-2010 年 | 开始全面研发、生产及销售大屏显示支架产品，逐步探索电脑支架，谋求更高附加值；销售模式由 OEM 全面升级至 ODM 模式，并开始尝试进行品牌营销。                            |
| 探索转型  | 2010-2015 年 | 公司在达到一定的业务规模后，确立以人体工学、空间优化等前瞻性理念构建产品逻辑，改善和丰富产品体系；创新营销模式；加强品牌建设，加速战略转型；加大对自主生产的投入，升级生产线以适应更复杂工序产品的生产。 |
| 价值链整合 | 2016 年以来    | 垂直整合了市场调研、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，形成了全价值链业务模式，实现从传统制造商向人体工学整体解决方案提供商的转变。                 |

资料来源：招股说明书，公司公告，川财证券研究所

### 1.2 股权结构：实际控制人为项乐宏、姜艺夫妇

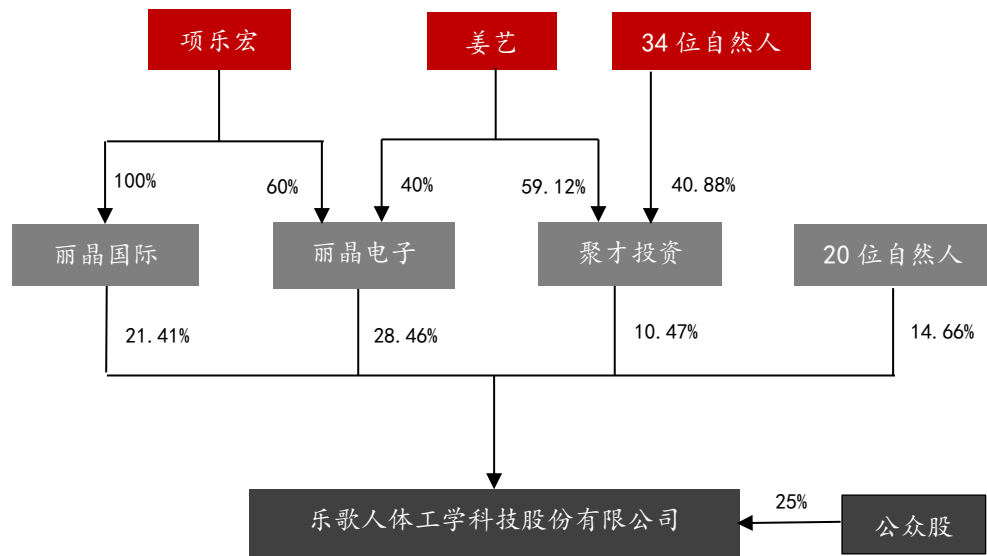
公司实际控制人为项乐宏和姜艺，二人为夫妻关系，上市前，公司实际控制人项乐宏、姜艺夫妇合计持有公司 80.45% 的股份；上市后，项乐宏、姜艺夫妇持股比例 60.35%，股权结构清晰且比较集中，对于公司的管控较为有利。

2018 年 3 月 2 日，公司披露了《关于公司实际控制人增持公司股份计划的公

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

告》，公司共同实际控制人计划拟自前述公告披露之日起 12 个月内择机增持公司股份，拟增持股份不超过已发行股份总数的 2%。截至 2018 年 5 月 17 日，姜艺增持公司股份合计 870639 股，占比为 1.01%。

图 1：乐歌股份股权结构（增持前）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

### 1.3 主打人体工学家具，营业收入快速增长，毛利维持高位

公司经过多年的发展与积累，已经成为国内人体工学家具行业的领先企业，主营业务为人体工学家具产品的研发、生产及销售，目前已经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。

公司营业收入快速增长，2017 年毛利率达 47%。2017 年实现营业收入 7.48 亿元，同比增速为 53%，2013-2017 年复合增速为 26%；2017 年公司毛利率达 47%，2018Q1 略有下滑，为 41%。2017 年实现净利润 6300 万元，同比增速为 5%，2013-2017 年复合增速为 16%。净利润增速低于营业收入增速的原因是，公司销售费用率的持续增长，最近三年的销售费用率在 25% 左右。2018Q1 公司实现营业收入 2.28 亿元，净利润 1400 万元。

近五年来，公司内外销占比较为稳定，2017 年内销占比 18% 左右，低于前两年的 24% 的内销占比。我们认为，随着自主品牌的推进，品类建设的完成，预计未来内销比例将逐步扩大。

图 2： 公司产品电脑升降台



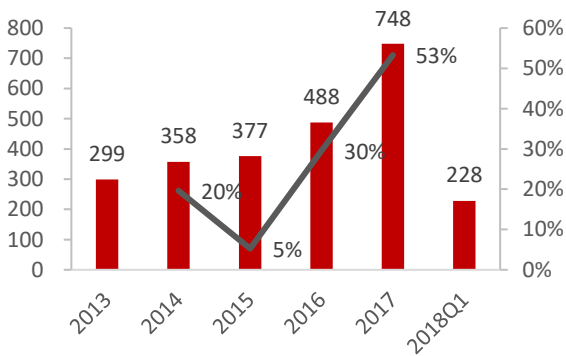
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 3： 公司产品人体工学电脑支架



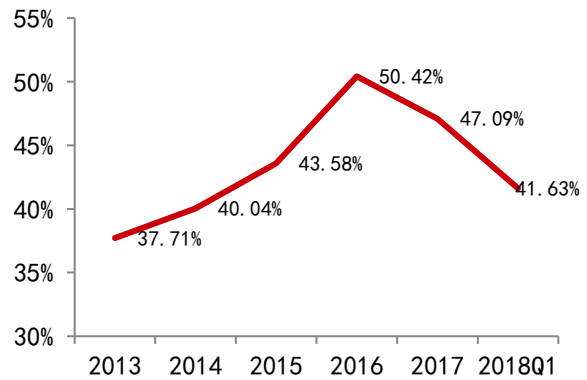
资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 4： 2013-2017 年营业收入 CAGR 为 26% (百万元)



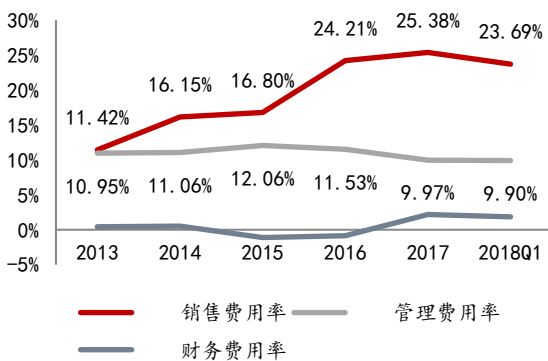
资料来源：wind，川财证券研究所

图 5： 2017 年毛利率达 47%



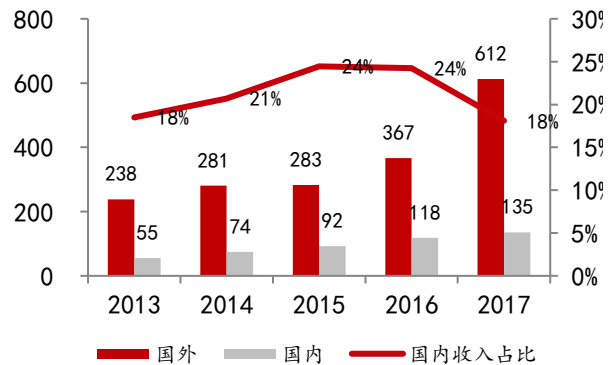
资料来源：wind，川财证券研究所

图 6： 销售费用率持续上升



资料来源：wind，川财证券研究所

图 7： 2017 年境内销售占比为 64% (百万元)



资料来源：wind，川财证券研究所

## 二、人体工学家具行业：潜在市场容量巨大

### 2.1 乘健康产业春风，办公家具的下一个风口

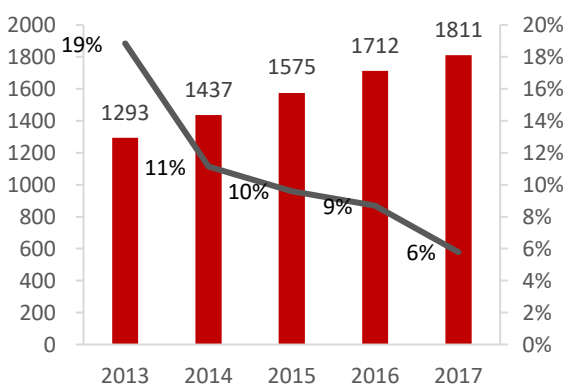
人体工学是一门研究人类和机器及环境的相互作用的学科。从产品设计的角度而言，合理的人体工学设计能够帮助避免肢体的重复性劳损和其他肌肉骨骼疾病，从而保障职业健康、提升安全性、工作满意度和生产力。人体工学产品的应用领域非常广泛。

人体工学家具作为办公家具行业的分支产业，拥有庞大的潜在市场需求。据统计，我国约有八成职场人群处于亚健康状态。在我国，随着新兴市场经济体的进一步发展和健康消费理念的进一步普及，更多消费者有了对健康高效办公、空间优化的消费升级需求。

人体工学家具产品主要包括人体工学大屏支架、人体工学工作站系列产品、升降台、桌边健身车等，广泛应用于日常生活、办公领域，以及智慧城市、智能工厂、医疗、金融、IT、电竞等专业领域。专业领域快速获取和处理信息的需求提升，对产品技术及稳定性的要求高，市场容量增加和附加值提升，将成为人体工学家具行业应用的新增长点。

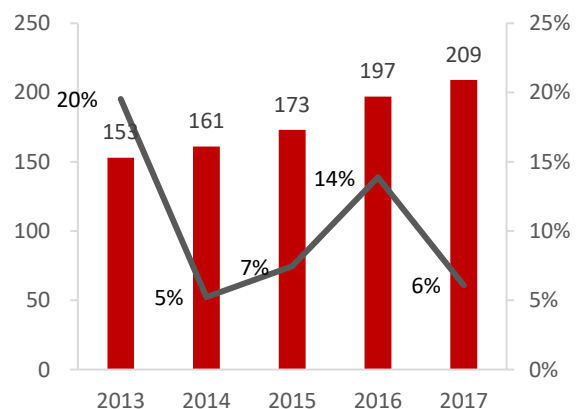
我国办公家具目前呈现稳中有增的格局。随着市场规模的扩大，我国办公家具销售收入环比增速有所放缓，但仍保持在较高水平，2017年销售收入为1811亿元，环比增速为6%。未来三年按照5%的增速测算，到2020年，我国办公家具的销售收入将达2100亿元。2017年我国办公家具的销售利润达209亿元。

图 8： 2013-2017 年办公家具销售收入（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 9： 2013-2017 年办公家具销售利润（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

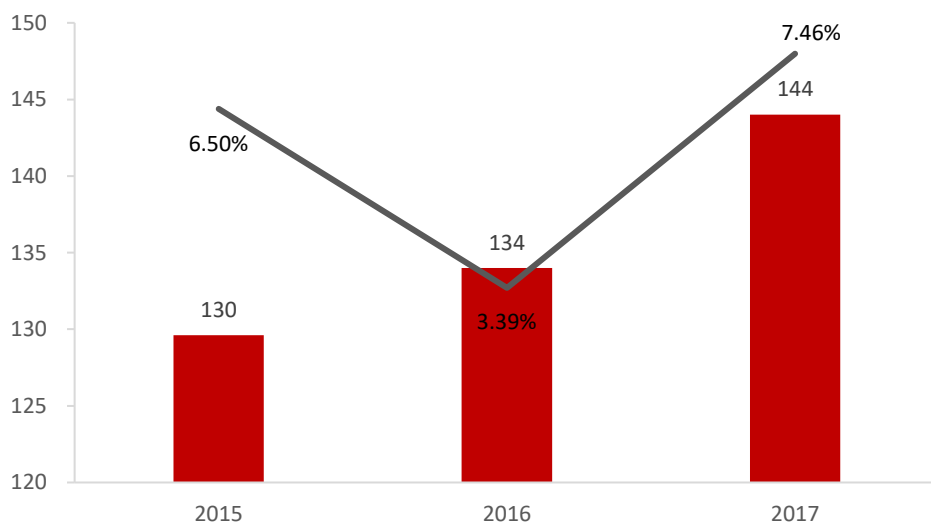
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 2.2 欧美人体工学市场较为成熟，龙头企业优势显著

国外人体工学理念提出较早，相应的在美国和欧洲等发达国家与地区，人体工学办公家具市场成熟度较高。北美、欧洲等发达国家和地区经济发展水平较高，目前人体工学理念已被广泛地运用到生活家具和办公家具的设计和生产中，办公健康较早受到消费者关注。

欧美国家的人体工学产品的接受度较高。根据美国办公家具制造商协会（BIFMA）统计，2015年美国办公家具市场消费需求为129.61亿美元，同比增长了6.5%；预计2016年美国办公家具消费规模将达134亿美元，2017年消费规模达144亿美元。除了办公家具之外，欧美发达国家对电脑支架的接受度也较高，出于对健康生活的追求，存量电脑市场将有望迎来潜在的大量人体工学电脑支架的购买和更新需求。

图 10：美国 2015-2017 年办公家具市场规模（亿美元）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

知名人体工学家具生产厂商成立时间悠久，市场认可度较高，产品附加值高，在细分领域拥有强大的竞争力。国外市场中领先的人体工学家具厂商主要包括平板显示承载领域的美国 Milestone 公司、美国 Ergotron 公司，升降办公桌、升降台领域的丹麦 Linak 公司、美国 Humanscale 公司、美国 Varidesk 公司以及智能健身车领域的美国 Lifespan 公司。以 Milestone 公司为例，2017 年实现营业收入 1128 万美元，同比增加 7%，毛利率为 61.77%。



表格 2. 欧美人体工学家具企业简介

| 公司         | 成立时间 | 主营业务   |
|------------|------|--|
| Milestone  | 1980 | 美国大屏显示支架行业最大的公司，两大品牌分别是 Sanus 和 Chief, Chief 主攻美国专业安装市场；Sanus 是全美销量排名第一的电视支架品牌，主攻民用零售市场。     |
| Ergotron   | 1982 | 产品包括显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等，在美国市场占有率很高，在中国 Ergotron 最大的销售渠道是医疗渠道，主要是以带显示器安装方案的推车等产品进入医疗市场。      |
| Humanscale | 1983 | 全球人体工学家具界的领导品牌。其主要产品包括人体工学座椅、坐/立两用工作站、显示器支架、键盘系统、工作台等  |
| Varidesk   | 2013 | 生产办公家具和办公设备的制造商，主要产品为升降台及相关配件。产品销往 100 多个国家。   |
| Linak      | 1907 | 首先把线性驱动的技术运用于人体工学家具行业中，能自由调节办公生活家具及医疗设备的高度，其主要产品可以分为办公系列（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。 |
| Lifespan   | 2001 | 办公走步机、办公健身车等健身器材。  |

资料来源：招股说明书，川财证券研究所

### 2.3 我国人体工学家具行业发展方兴未艾

与欧美等人体工学产业发展完善的地区相比，中国等新兴经济体对人体工学产品的需求量目前仍然较小。但是，随着健康生活和消费理念的快速渗透，我国必然将成为人体工学产品的重要消费市场。

我们认为，国内的健康产业发展水平有较大的提升空间。根据前瞻产业研究院的报告显示，美国的健康产业占 GDP 的比重超过 15%，加拿大、日本等国的健康产业占比超过 10%，而我国仅占 GDP 的 4%-5%。

随着人们对健康办公消费需求的提升，我国的大健康产业以及人体工学产业的潜在发展机会较大，市场空间的边际广阔，人体工学产品的应用领域和场景也会进一步延伸。

我们对国内人体工学家具的市场容量进行了测算，乐歌市场份额约为 4.5%。通过对升降台、升降桌、电脑支架、桌边健身车、大屏支架五大类人体工学产品进行了估算，2017 年国内市场规模约为 29.80 亿元，乐歌 2017 年内销额为 1.35 亿元，市场份额为 4.5%左右，未来提升空间广阔。

表格 3. 人体工学家具 2018 年-2020 年市场规模测算

|                |              | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 升降台            | 白领人数 (亿)     | 1.40   | 1.44   | 1.48   | 1.53   | 1.58   |
|                | 渗透率          | 0.50%  | 0.80%  | 1.20%  | 1.80%  | 2.50%  |
|                | 销售量 (亿台)     | 0.0070 | 0.0115 | 0.0178 | 0.0275 | 0.0395 |
|                | 价格 (元)       | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   |
|                | 市场容量 (亿元)    | 7.00   | 11.52  | 17.76  | 27.54  | 39.50  |
|                | YOY          |        | 64.57% | 54.17% | 55.07% | 43.43% |
| 升降桌            | 中小學生人数 (亿)   | 1.82   | 1.84   | 1.86   | 1.88   | 1.90   |
|                | 渗透率          | 0.10%  | 0.13%  | 0.18%  | 0.25%  | 0.35%  |
|                | 销售量 (亿台)     | 0.0018 | 0.0024 | 0.0033 | 0.0047 | 0.0067 |
|                | 价格 (元)       | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   |
|                | 市场容量 (亿元)    | 1.82   | 2.39   | 3.35   | 4.70   | 6.65   |
|                | YOY          |        | 31.43% | 39.97% | 40.38% | 41.49% |
| 电脑支架           | 平板电脑出货量 (亿台) | 2.34   | 2.50   | 2.70   | 3.00   | 3.30   |
|                | 渗透率          | 0.50%  | 0.80%  | 1.20%  | 1.80%  | 2.50%  |
|                | 销售量 (亿台)     | 0.0117 | 0.0200 | 0.0324 | 0.0540 | 0.0825 |
|                | 价格 (元)       | 200    | 200    | 200    | 200    | 200    |
|                | 市场容量 (亿元)    | 2.34   | 4.00   | 6.48   | 10.80  | 16.50  |
|                | YOY          |        | 70.94% | 62.00% | 66.67% | 52.78% |
| 桌边健身车          | 白领人数 (亿)     | 1.40   | 1.44   | 1.48   | 1.54   | 1.58   |
|                | 渗透率          | 0.010% | 0.013% | 0.018% | 0.025% | 0.035% |
|                | 销售量 (亿台)     | 0.0001 | 0.0002 | 0.0003 | 0.0004 | 0.0006 |
|                | 价格 (元)       | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   | 1000   |
|                | 市场容量 (亿元)    | 0.14   | 0.19   | 0.27   | 0.39   | 0.55   |
|                | YOY          |        | 33.71% | 42.31% | 44.52% | 43.64% |
| 大屏支架           | 电视机保有量 (亿台)  | 5.00   | 5.20   | 5.40   | 5.70   | 6.00   |
|                | 渗透率          | 1.20%  | 1.50%  | 1.90%  | 2.40%  | 3.00%  |
|                | 销售量 (亿台)     | 0.0600 | 0.0780 | 0.1026 | 0.1368 | 0.1800 |
|                | 价格 (元)       | 150    | 150    | 150    | 150    | 150    |
|                | 市场容量 (亿元)    | 9.00   | 11.70  | 15.39  | 20.52  | 27.00  |
|                | YOY          |        | 30.00% | 31.54% | 33.33% | 31.58% |
| 人体工学家具总规模 (亿元) |              | 20.30  | 29.80  | 43.24  | 63.95  | 90.20  |
| YOY            |              |        | 46.79% | 45.12% | 47.87% | 41.06% |

资料来源: 国家统计局, 川财证券研究所

## 2.4 市场集中度低, 乐歌具备较强的竞争优势

由于我国目前的人体工学产品的市场需求较小, 因此我国人体工学行业主要以

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

出口为主，大多数厂商不具备生产自主品牌产品的能力，以提供同质化的贴牌产品为主，主要是中低端、附加值较低的贴牌产品。

行业格局非常分散，企业规模体量较小，未来行业进行整合的可能性较大。在行业整合过程中，一部分具备一定设计研发能力的厂商，通过逐步开拓自主品牌，在国内人体工学产品接受度逐步提升的过程中，开始逐步攫取国内市场份额。同时，自主品牌的盈利水平较高，使得企业具备了较强的竞争力。

目前在人体工学家具生产领域，规模企业主要包括乐歌、捷昌驱动、泓杰股份、久正工学等。乐歌营业收入规模目前是行业内最大的企业，是绝对的行业龙头。乐歌 2017 年毛利率为 47.09%，高于同行业的竞争对手泓杰股份（836274.OC）、久正工学（834886.OC）、捷昌驱动（A16252.SH）。由于公司目前处于自主品牌扩张期，销售费用较高，因此公司净利率较低。假以时日，待到渠道铺设完成，品牌知名度提升，公司净利率有较大的提升空间。

表格 4. 国内主要竞争对手介绍

| 公司                  | 主营业务  |
|---------------------|---|
| 捷昌驱动<br>(A16252.SH) | 公司生产的线性驱动产品可分为医疗康护驱动系统、智慧办公驱动系统及智能家居控制系统等，已掌握自主研发的智能线性驱动技术，为大量需要驱动应用的智能终端产品（例如 ICU 电动病床，电动升降桌等）提供运动控制解决方案。<br><b>ODM 模式，境外市场为主，未开拓线上渠道。</b>                         |
| 泓杰股份<br>(836274.OC) | 专业的视听集成周边设备制造商，旗下拥有 NB 和 EMMY 两大品牌，满足了各类消费群体的各种不同消费需求，提供各种视听产品解决方案。主要包括电视机挂架，投影机支架，多媒体移动推车，桌上型显示器支架，天花板吊顶挂架及各种周边配件。<br><b>境外 ODM 模式为主，境内自主品牌影响力逐步建立，已开拓境内外线上平台。</b> |
| 久正工学<br>(834886.OC) | <b>视听安装解决方案的产品提供商。</b> 公司凭借多年在机械生产加工领域的丰富经验，专注于生产、销售液晶、等离子电视支架及其他视听设备的安装解决方案。公司已形成八大系列产品，包括液晶电视支架、等离子电视支架，LED 电视支架，投影仪支架、吸顶式支架、视听辅助设备支架、电动支架以及落地式支架，产品总数超过 200 种    |

资料来源：川财证券研究所

表格 5. 国内竞争对手 2017 年财务数据对比

| 代码        | 公司   | 营业收入 (亿元) | 毛利率 (%) | 净利率 (%) |
|-----------|------|-----------|---------|---------|
| 300729.SZ | 乐歌股份 | 7.48      | 47.09   | 8.40    |
| 836274.OC | 泓杰股份 | 2.36      | 32.01   | 12.83   |
| 834886.OC | 久正工学 | 1.21      | 34.50   | 14.33   |
| A16252.SH | 捷昌驱动 | 3.09      | 46.29   | 23.43   |

资料来源: wind, 川财证券研究所, 捷昌为 2017H1 数据

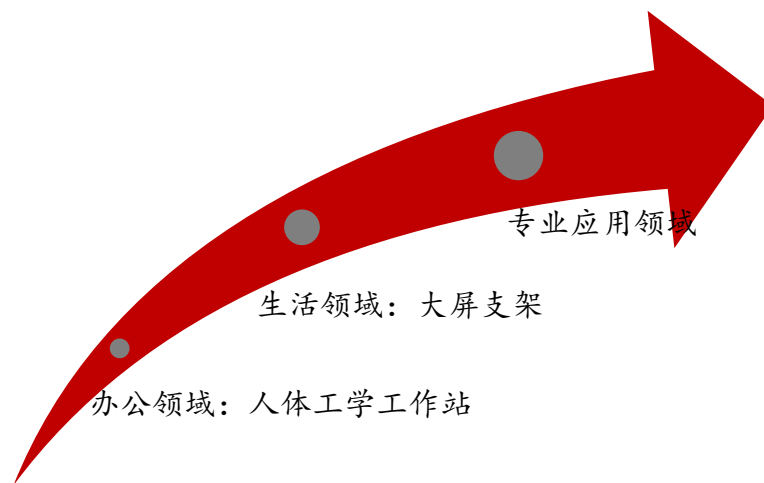
### 三、乐歌股份：产品结构持续改善，打造多元销售渠道

#### 3.1 产品结构改善，人体工学工作站营业收入占比近五成

##### 3.1.1 布局三大应用领域，主打两大产品线

公司产品目前主要被运用于三大领域，分别是办公领域、生活领域和专业应用领域。(1) 办公领域的人体工学产品包括电脑支架、升降桌、升降台等，通过产品创新与组合，实现坐、站、动等各种行为姿势的自由转换，针对性解决白领普遍存在的亚健康问题。(2) 生活领域主要是大屏支架产品，从基础的固定承载功能发展出通过机械、电控方式实现自由悬停、水平移动、多角度调节、多面旋转等多种个性化功能，有效实现了空间优化并向用户提供了舒适、安全的观赏体验。(3) 专业应用领域主要包括智慧城市、智能工厂、医疗、金融、IT、电竞等，公司致力于根据细分领域特点，打造专业解决方案。

图 11：人体工学产品运用领域

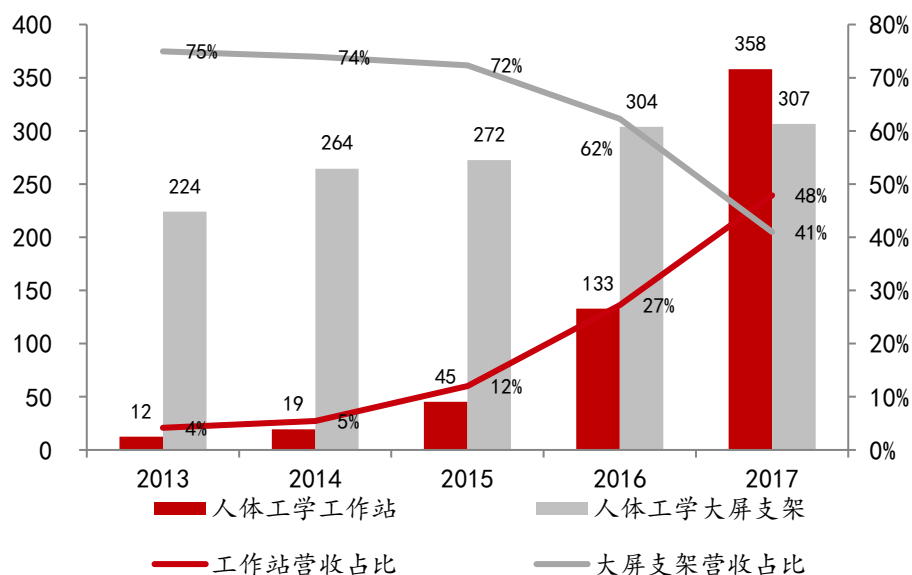


资料来源: wind, 川财证券研究所

在三大应用领域中，专业应用领域虽然毛利较高，但是同时个性化程度高，且需求规模较小，因此乐歌将产品重点布局需求较大的生活和办公领域，生活领域的人体工学大屏支架和办公领域的人体工学工作站是公司的核心产品，其中前者包括大屏支架的功能款和基础款，后者包括电脑支架、升降台、升降桌和桌边健身车。

人体工学工作站营业收入占比持续提升，2017年占总收入48%，超过大屏支架的销售收入。人体工学工作站系列产品附加值相对较高，目前处于消费习惯养成和快速发展阶段，收入体量上未来有望大幅超过大屏支架产品系列。

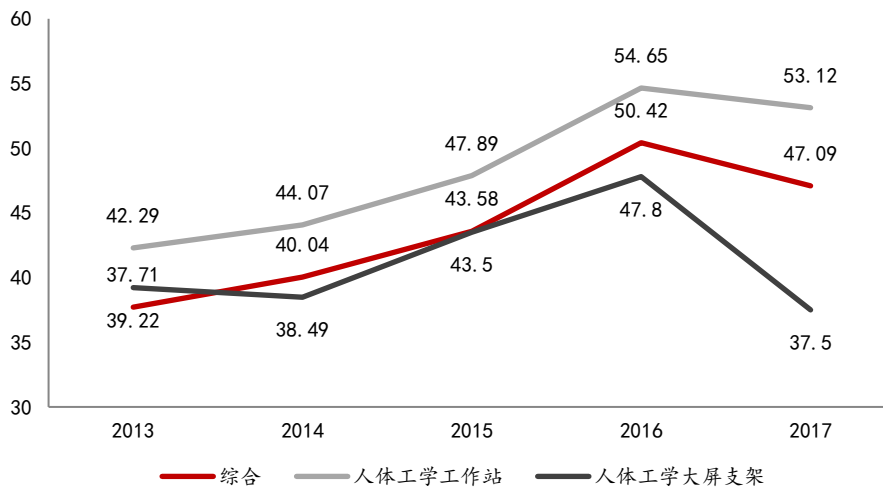
图 12： 工作站和大屏支架销售收入和占比（百万元）



资料来源：wind，川财证券研究所

公司主打的生活领域的大屏支架产品产销稳定，办公领域的人体工学工作站量价齐升，带来公司整体销售毛利率的持续提升。原因在于产品原创设计和技术创新上的投入，线上渠道的品牌宣传，尤其是海外线上渠道的拓展。到2017年底，公司综合毛利率为47%，其中，人体工学工作站毛利率为53%，人体工学大屏支架的毛利率为38%。

图 13：乐歌股份 2013-2017 年毛利率 (%)



资料来源：wind，川财证券研究所

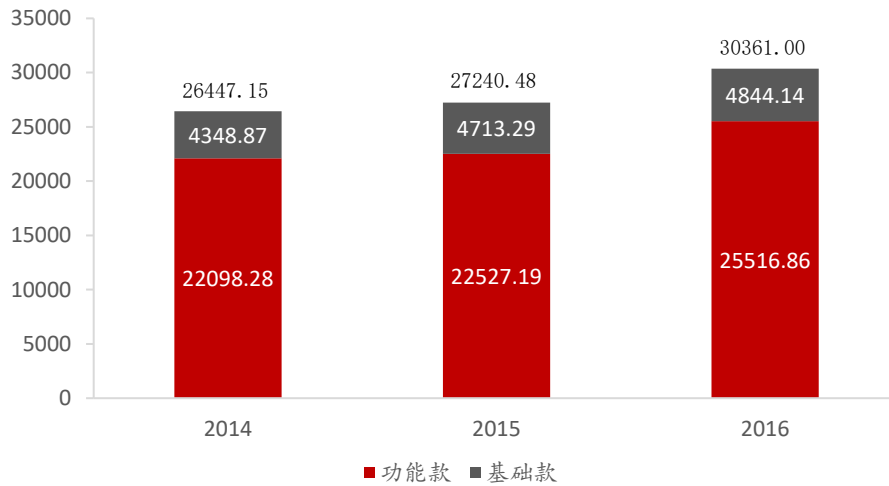
### 3.1.2 大屏支架产销稳定，营业收入稳中有升

人体工学大屏支架系列发展布局较早，收入稳中有增。2014~2017 年大屏支架复合增速为 5.04%，2017 年实现营业收入 3.07 亿元，同增 0.92%，在总收入中占比为 41%。这一品类目前的发展进入成熟阶段，营业收入规模近年来小幅稳定增长，但是在总收入中占比持续下滑。

**功能款营业收入规模大于基础款。**大屏支架分为功能款和基础款，是办公健康产品消费入门级产品，单价低廉。截至 2016 年末，大屏支架功能款、基础款的营业收入分别为 2.55 亿元、0.48 亿元，2014~2016 年收入复合增速分别为 7.46%、5.54%。

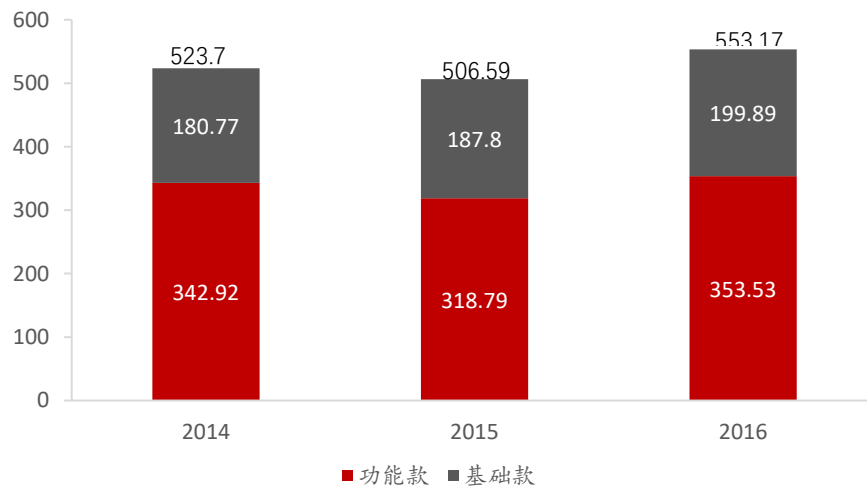
**两款产品占大屏支架的比例相对稳定。**过去三年间功能款占比保持在 80%~85% 区间。2016 年，大屏支架功能款、基础款销量分别为 353.3 万件、199.9 万件，单价分别为 72 元/件、24 元/件。

图 14：功能款收入约占大屏支架销售收入的 80%（万元）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

图 15：大屏支架产量保持稳定（万套）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

### 3.1.3 改善产品结构，人体工学工作站营业收入持续提升

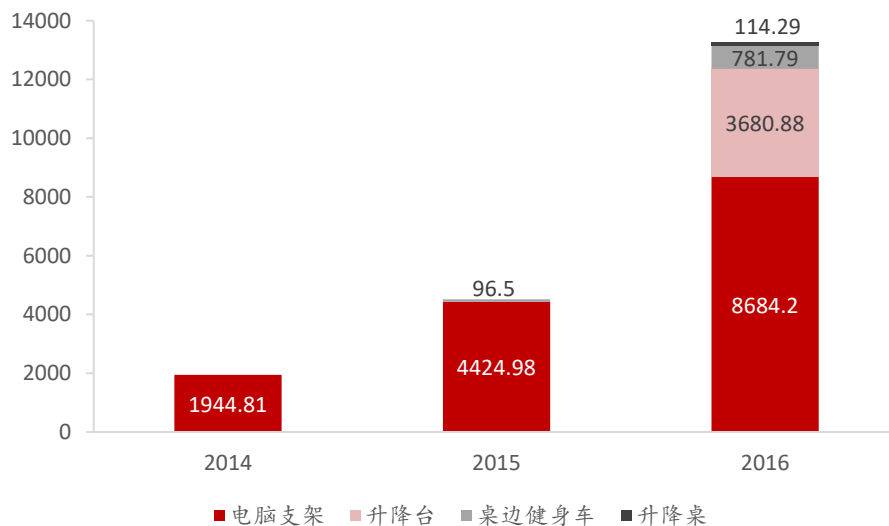
公司根据用户需求对产品进行持续地设计和研发，拓宽了产品品类，在产品细分领域进行了纵向延伸，使得收入和利润都保持较高增长态势。公司陆续推出了坐立交替办公系统、桌边健身车等战略新品，集中和调动市场优势资源，改善产品结构，快速扩大市场规模。以电脑支架为例，公司凭借强大的研发实力，对产品尺寸、支臂数量和长度、承重能力、可架屏数量等方面进行了创新，获

得了较高的毛利。

人体工学工作站收入规模持续扩大。该品类产品布局较晚，但增速较快，2014~2017 年复合增速为 164.05%。人体工学工作站系列产品附加值相对较高，目前处于消费习惯养成和快速发展阶段，收入体量上未来有望大幅超过大屏支架产品系列。

其中，2016 年电脑支架实现营收 8684 万元，2014~2016 年复合增速达到 113.13%；2015 年桌边健身车面世，2016 年营业收入达 781 万元；2016 年升降台和升降桌产品面世，销售收入分别为 3681 万元、114 万元，产品系列得到了快速的拓展和丰富。

图 16：人体工学工作站产品品类收入规模（万元）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

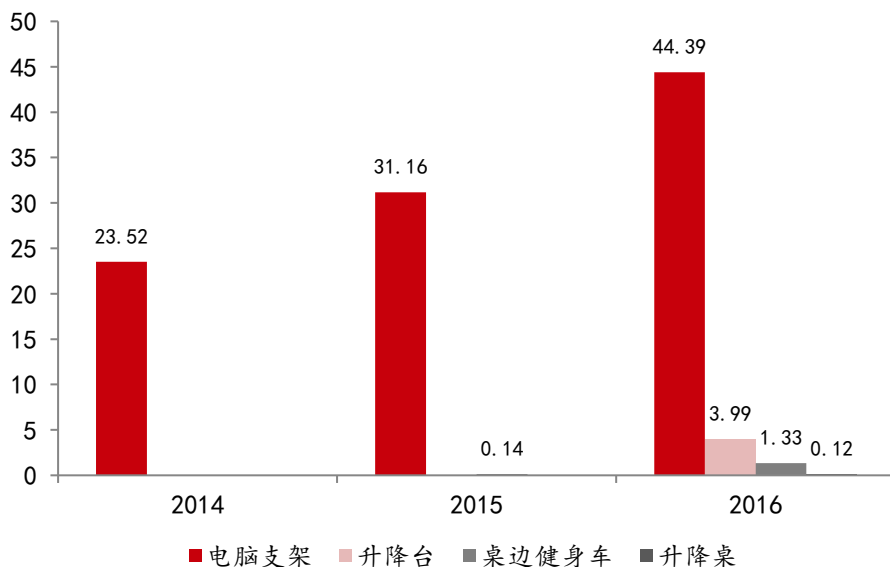
人体工学工作站系列产品的快速拓展和丰富优化了公司整体的产品结构，提高了平均售价和毛利率，而该品类能够保持较高单价和毛利的原因，一方面来自内生的产品研发和创新，另一方面来自于产销链条上产品成本的相对稳定和海外消费市场的有效开拓。

以电脑支架为例，2016 年销售量达 44.39 万件，2014-2016 年销量环比增速达 37.38%，产品单价从 2014 年的 83 元/件提升至 2016 年 196 元/件。价格上涨的原因是：(1)线上渠道尤其是跨境电商业务的发展，境外售价高于境内；(2) 支架产品品类结构优化，高价产品比例提升。



公司升降系列产品单价平均在 1000 元左右，健身车系列产品单价平均在 600-800 元左右，均价上涨同样受益于境外线上渠道快速增长影响。同时，由于生产端木板价格稳定，去年钢材、铝材等价格上涨幅度较大的原材料在升降台成本中占比较低，因此单位成本保持稳定，毛利维持高位。

图 17： 人体工学工作站销售量持续扩大（万套）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

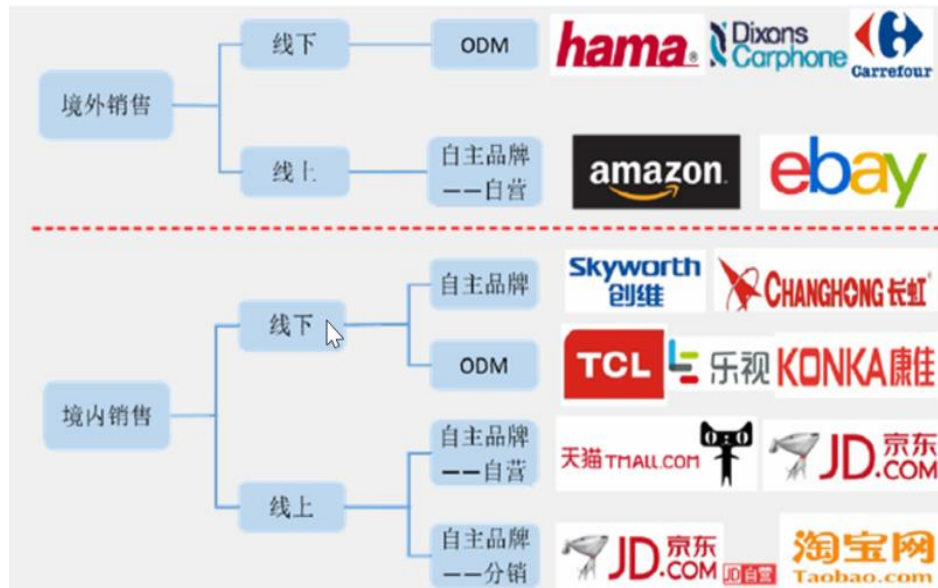
## 3.2 巩固境外销售渠道，积极布局线上渠道

### 3.2.1 公司销售渠道实现多元化布局

经过多年苦心经营，公司目前已经布局多元化销售渠道，境外与境内、线上和线下、直接和分销多渠道相结合的销售模式，大大拓宽了销售路径，也加强了抵御市场风险的能力。目前，公司在境内外同时开拓了线上和线下销售渠道，ODM/OEM 产品以线下为主，自主品牌以线上销售为主。

公司从 2010 年起组建线上销售团队，通过境内电商平台开展线上销售，2013 年起，以自有团队开展境外线上销售。目前，公司已形成 M2C 直营模式为主的境内外线上销售模式，线上销售收入持续扩大，2017H1 线上销售占比已超过 43%，自主品牌产品销售规模也随着持续扩大。

图 18：乐歌股份销售渠道



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

### 3.2.2 境外销售占比近八成，境外线上渠道快速扩张

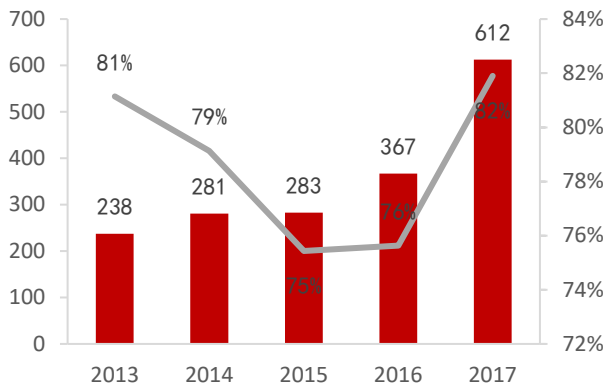
境外渠道销售占比近 80%。从收入结构看，境外市场是主要来源渠道，2013~2017 年的占比在 75%-80%左右。其中境外市场收入 2017 年实现营业收入 6.12 亿元，同比增长 66.93%，2013 到 2017 年复合增速为 26.70%。境内市场过去五年的复合增速为 25%。

境外 ODM/OEM 线下销售以全球优质品牌商、零售商、批发商为主要对象。公司境外线下销售客户一般拥有自主品牌，并具有市场调研能力、终端销售渠道或下游客户资源，例如家乐福、麦德龙、BestBuy、Dixons 等。公司境外线下市场增长相对稳定，2016 年境外线下营业收入为 2.64 亿元，2014 年-2016 年销售收入复合增速为 2.92%。随着美国营销团队的逐步成熟。

境外线上销售以自主品牌为主，集中在美国，进驻了 Amazon、eBay 等电商平台。公司境外线上销售业务近两年得到了持续快速的扩张，销售收入大幅增加，约占境外销售收入的 30-35%。

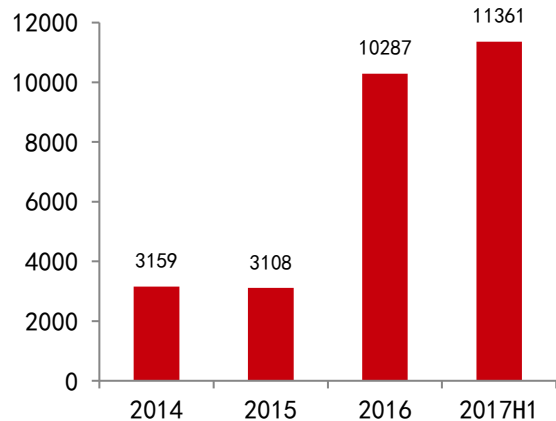
2017 年上半年境外线上销售收入达 1.14 亿元，超过了 2016 年全年。境外线上以亚马逊平台为主，占比约为 85%。公司目前在设立了四大发货仓库，分别是亚马逊代发仓库、加州仓库、孟菲斯仓库、佛罗里达仓库，其中亚马逊代发比例为 70%。

图 19: 境外渠道销售占比超 75% (百万元)



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

图 20: 2014-2017H1 线上销售收入 (万元)



资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

### 3.2.3 境内销售大力拓展线上渠道

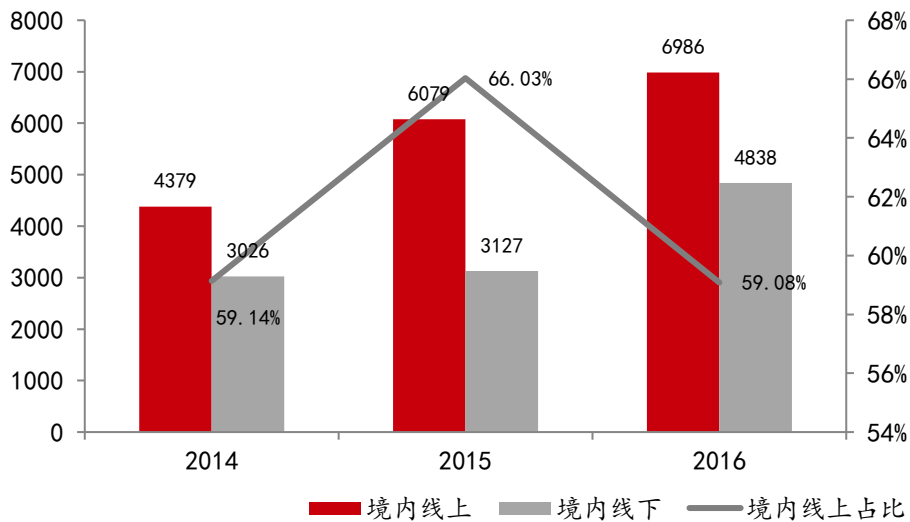
境内线下销售客户主要为国内知名家电/电脑厂商、办公集成商、安防监控集成商，如创维、TCL、乐视、微鲸、联想、震旦、欧林等。公司境内线下销售产品以自主品牌为主，亦有少量家电/电脑厂商采用双品牌或 ODM 的合作方式。公司主要向家电厂商销售大屏显示支架，由于国内为知名家电厂商的代加工业务账期较长、利润一般，目前公司已经停止了与部分厂商的 ODM 业务。

公司境内线上销售主要通过大型电商平台天猫、京东等进行，线上销售以 M2C 直营模式为主，分销模式为辅。(1) M2C 直营模式：公司作为产品制造商通过电商平台直接面向最终消费者，去除中间环节，实现公司效益最大化，提升消费者购买及售后体验，目前在天猫旗舰店采用这一模式。(2) 线上分销模式：目前京东等电商平台以这一模式为主，公司将产品销售给京东等分销商，再由其通过自身平台销售给最终消费者，并负责向消费者寄送商品。

此外，公司正在尝试开拓 DIY 市场，针对电竞、设计、摄影等细分目标客户群体，推出多种个性化产品。未来，公司将持续开拓更多线上第三方平台（如健身类网站），同时自建线上平台，加大直营电商平台的发展。

公司境内线上销售收入 2016 年为 6986 万元，2017H1 为 3375 万元，约占境内销售收入的 60%-70%，随着自主品牌的开拓，这一比例还在不断提升。

图 21：乐歌股份境内线上销售收入约占境内收入的六成（万元）



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

### 3.3 产能有序扩张，新增 135 万套/台新产能

公司现有生产基地的原设计产能为年产 500 万套大屏显示支架，2015 年下半年滨海新建厂房投产、2016 年下半年新租厂房投入使用以及 2016 年底越南生产基地投产，产能有所提升。

公司目前处于基本满产满销的阶段，产能急需扩张。2017 年公司募集 3.45 亿元资金用于年产 100 万台显示器支架、升降台 20 万台、升降办公桌 15 万台项目、模具中心升级项目、研发、设计中心升级项目和补充流动资金项目。预计到 2020 年建成后，公司总产能约为 800 万套/台，其中人体工学工作站占比为 15%左右。新增产能完全放量后，约相当于现有显示器支架、升降台和升降桌销量的 3.8、2.6 和 27.8 倍。

人体工学电脑支架、升降台、升降桌、桌边健身车等产品由于工序相对复杂、单品耗时较高，但是单价和毛利同样较高，预计产能比例会逐步提高。公司采用柔性生产线，会根据需求灵活匹配产能。募投项目的建设期为 3 年，新增产能有望在未来三年得到有效消化。

表格 6. 乐歌股份产能利用率超 100%

|           | 2014   | 2015   | 2016   | 2017H1 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 产能 (万套/件) | 500    | 500    | 600    | 330    |
| 产量 (万套/件) | 575.67 | 561.77 | 622.58 | 301.91 |
| 产能利用率 (%) | 115.13 | 112.35 | 103.76 | 94.22  |
| 销量 (万套/件) | 547.02 | 537.89 | 603.11 | 308.54 |
| 产销率       | 95.02  | 95.75  | 96.87% | 99.24  |

资料来源: 招股说明书, 川财证券研究所

## 四、生产转型品牌, “乐歌” 开创全价值链业务体系

### 4.1 注重研发创新, 打造自主品牌, 收入占比超五成

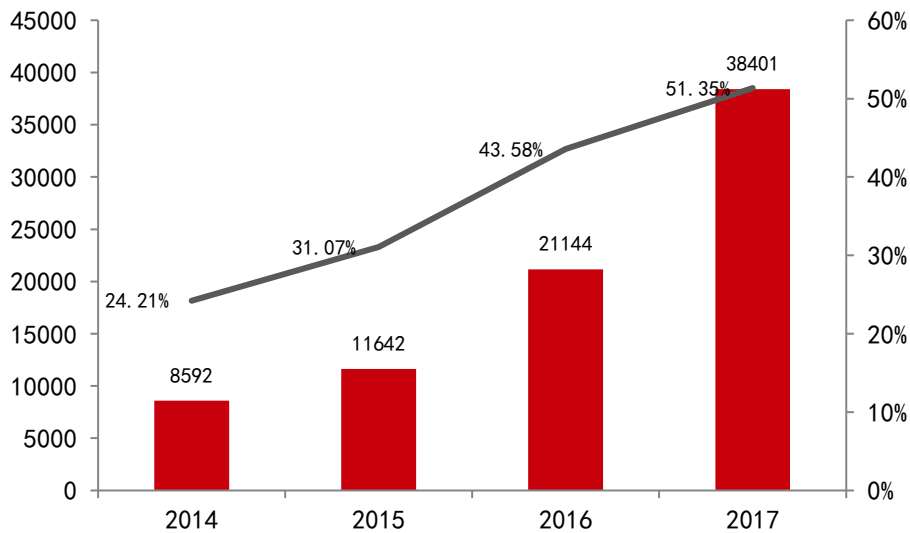
公司注重研发, 2017 年公司拥有研发人员 406 人, 与 2016 年 155 人相比, 环比增加了 162%, 研发人员占比从 2016 年的 10.76% 提升至 20.74%。公司研发投入占收入的比例稳定在 4% 左右。目前, 公司共拥有有效专利技术共计 489 项, 其中已授权发明专利共计 31 项, 其中国内发明专利 29 项, 美国发明专利 2 项。

公司原先采用 ODM 为主的贴牌销售模式, 客户多为长期合作的境外品牌商、大型连锁零售商、批发商以及国内家电/电脑厂商、办公集成商等。随着公司自主研发实力的增强, 公司大力开拓自主品牌业务。

公司逐步实现了“乐歌制造”向“乐歌品牌”转型。目前, 公司自主品牌产品销售比例已达到 51.34%, 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”、“Flexi Spot”和“Fit leader”等海外子品牌也已积累形成一定的市场认可度。

自主品牌在境内外销售金额快速提升。2017 年公司自主品牌实现收入 3.84 亿元, 环比增速达 81.62%, 2014~2017 年复合增速为 64.92%, 在总收入的占比从 2014 年的 24.2% 攀升至 2017 年的 51.34%, 成为了公司营业收入增长的主要源动力。

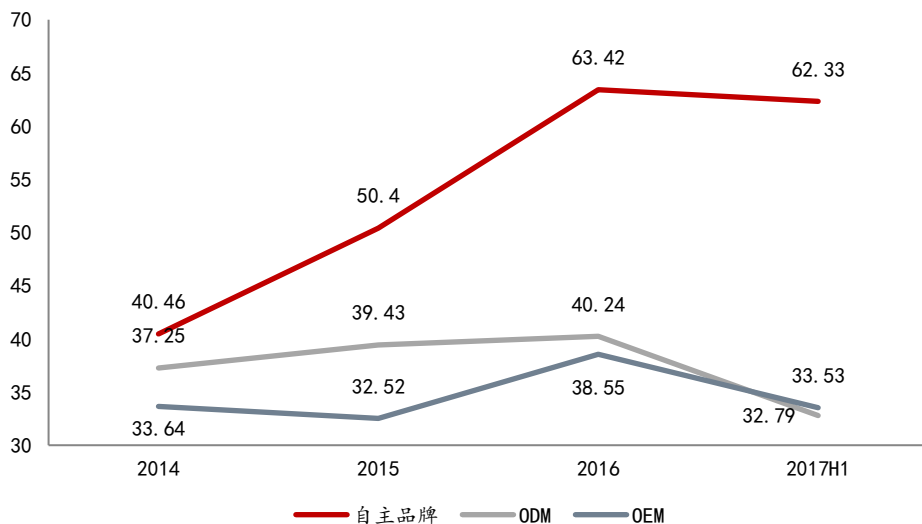
图 22：乐歌股份自主品牌收入及在总收入中的占比（万元）



资料来源：招股说明书，wind，川财证券研究所

自主品牌毛利率高于 ODM/OEM。2017H1 自主品牌毛利率为 62.33%，ODM 毛利率为 32.79%，OEM 毛利率为 33.53%，自主品牌毛利率水平远高于代加工毛利率。

图 23：乐歌股份 2014-2017 年各销售模式毛利率

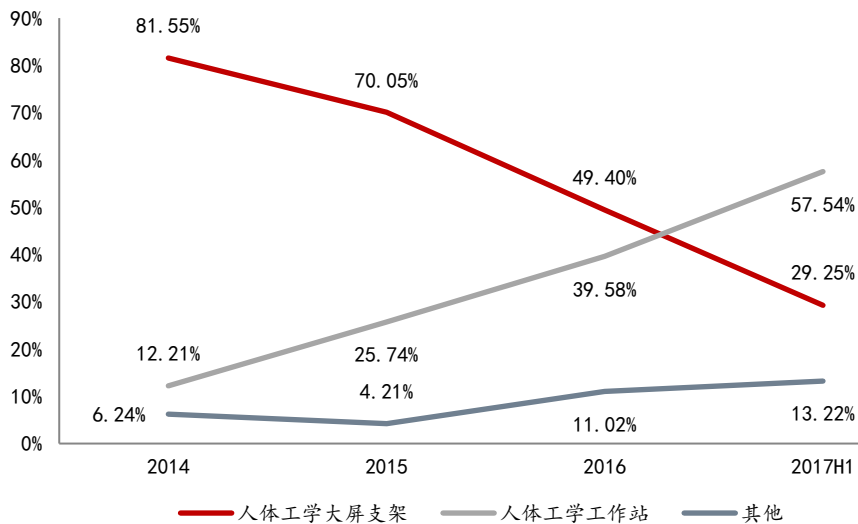


资料来源：招股说明书，wind，川财证券研究所

自主品牌中，人体工学工作站占比将持续提升。随着公司研发实力的增强，公  
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

司不断拓宽产品线，人体工学工作站产品由于单价较高毛利较高，在自主品牌中的占比持续提升，到 2017H1 已经达到了 57%，预计未来还将持续提升。

图 24：人体工学工作在自主品牌中占比持续提升



资料来源：招股说明书，川财证券研究所

## 4.2 提升信息化水平，打造全价值链业务模式

公司目前已形成覆盖市场调研、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。通过各个部门与团队之间的相互配合和资源共享，围绕着人体工学应用、满足用户需求这一核心，结合信息化手段，形成一套自主开发管理的 ERP 系统，实现了需求调研、竞争监控、定价管理、客户管理、数据分析等业务体系的整合。

**产品设计端，组建大数据团队，挖掘和把握市场需求。**公司运用 Amazon AWS、Python、R 语言、Node.js 等技术实现数据收集、挖掘分析和结果呈现。同时，利用自然语言处理和机器学习等方法建立文本情感模型，发现用户产品需求和寻找潜在用户，在设计环节注重产品开发的\*\*功能性、创新性\*\*，推出满足用户需要、符合市场趋势的产品。

**生产端，优化物料流和信息流，加大成本把控。**公司成立生产制造部门联合技术研发部门以及模具中心组成的成本优化小组，定期召开成本优化会议，从生产制造部门和技术研发部门两方面对成本进行优化设计。公司还自主开发了海外电商管理系统，实现了跨电商平台订单的自动抓取、统一视图呈现、报送入

库和物流运输，提高了企业信息化、智能化水平。

渠道端，重视线上销售渠道建设和自主品牌打造，进驻知名电商渠道和自主平台双管齐下。公司自建独立的电商平台和微商城，其中微商城实现了分享式购物模式，与其他厂商在销售渠道和销售模式上形成差异化竞争，提高企业在市场中的竞争力。由于公司正加速进行线上渠道及自主品牌建设，与同行业相比，公司销售费用率相对较高，2017年为23.69%。销售费用主要包括员工薪酬、运输费用、广告费用等，假以时日，公司的渠道和品牌优势将得以显现。

## 五、估值评级：人体工学家具龙头，予以“增持评级”

### 5.1 关键假设

收入端：人体工学大屏支架增速平稳，人体工学工作站系列产品受益于产能扩张、线上渠道拓展、自主品牌知名度提升等影响，收入将快速增长，尤其是单价及毛利较高的升降台、升降桌、桌边健身车产品产销会进一步扩大；产能端：募集产能135万套未来三年陆续建设完工并投产；毛利率端：由于原材料成本回落，产品价格稳中有升，预计毛利率将小幅提升；费用端：公司目前线上渠道建设、自主品牌广告营销等方面将继续发力，预计费用率维持稳定，但是费用支出较高，对净利有一定影响。

### 5.2 盈利预测

公司是人体工学家具行业龙头企业，随着产能的陆续释放，营业收入方面，预计2018年公司收入增速在40%左右，毛利维持在50%的水平。预计2018-2020年，营业收入10.51亿元、14.64亿元、20.06亿元，实现归属母公司的净利润0.92亿元、1.42亿元、2.04亿元，EPS分别为1.05元、1.63元、2.33元，对应2018-2020年P/E分别为33.91倍、21.79倍、15.21倍。

从可比公司来看，选取了轻工板块三家同时拥有自主品牌和代加工业务的公司，2018年预计平均估值为25倍，但是由于乐歌股份的人体工学产品市场潜力较大，且自主品牌扩张非常迅速，因为我们认为作为人体工学家具行业龙头，乐歌股份具有较好的成长性，给予34倍左右的估值较为合理。首次覆盖，给予“增持”评级。



表格 7. 乐歌股份可比公司

| 代码     | 简称   | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 603313 | 梦百合  | 0.65  | 0.81  | 1.02  | 1.32  | 41.32 | 23.90 | 18.99 | 14.73 |
| 603008 | 喜临门  | 0.72  | 0.94  | 1.25  | 1.64  | 25.70 | 20.35 | 15.24 | 11.60 |
| 603579 | 荣泰健康 | 1.54  | 2.31  | 3.21  | 4.32  | 40.79 | 31.13 | 22.38 | 16.66 |
| 平均     |      |       |       |       |       | 35.94 | 25.13 | 18.87 | 14.33 |

资料来源: Wind, 川财证券研究所, 可比公司 EPS 和 PE 为 wind 一致预期

## 风险提示

### 原材料价格上涨超预期

毛利率受原材料成本影响, 钢材、铝材价格大幅上涨将影响公司盈利能力

### 产能建设不达预期

公司新产能如果无法如期达产, 会限制公司产品的品类扩张规模

### 客户订单不达预期

终端销售低于预期, 影响公司营业收入

## 盈利预测

| 资产负债表            |             |             |             |             | 现金流量表         |             |              |              |              |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       |               | 2017        | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
| 货币资金             | 294         | 267         | 360         | 562         | 经营性现金净流量      | 83          | 127          | 119          | 226          |
| 应收和预付款项          | 96          | 197         | 211         | 347         | 投资性现金净流量      | -266        | -31          | -31          | -31          |
| 存货               | 169         | 139         | 282         | 290         | 筹资性现金净流量      | 326         | -123         | 4            | 7            |
| 其他流动资产           | 167         | 167         | 167         | 167         | 现金流量净额        | 140         | -27          | 92           | 203          |
| 长期股权投资           | 9           | 9           | 9           | 9           |               |             |              |              |              |
| 投资性房地产           | 2           | 1           | 1           | 1           | <b>主要财务比率</b> | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 固定资产和在建工程        | 260         | 260         | 260         | 247         | <b>收益率</b>    |             |              |              |              |
| 无形资产和开发支出        | 54          | 48          | 42          | 36          | 毛利率           | 47.09%      | 48.59%       | 49.53%       | 49.96%       |
| 其他非流动资产          | 7           | 7           | 6           | 6           | 三费/销售收入       | 37.53%      | 37.47%       | 37.20%       | 37.12%       |
| <b>资产总计</b>      | <b>1058</b> | <b>1094</b> | <b>1337</b> | <b>1665</b> | EBIT/销售收入     | 9.28%       | 10.22%       | 11.16%       | 11.59%       |
| 短期借款             | 123         | 0           | 0           | 0           | EBITDA/销售收入   | 12.09%      | 13.82%       | 13.74%       | 14.07%       |
| 应付和预收款项          | 197         | 265         | 366         | 490         | 销售净利率         | 8.15%       | 8.70%        | 9.73%        | 10.17%       |
| 长期借款             | 50          | 50          | 50          | 50          | <b>资产获利率</b>  |             |              |              |              |
| 其他负债             | -0          | 0           | 0           | 0           | ROE           | 8.87%       | 11.75%       | 15.46%       | 18.13%       |
| <b>负债合计</b>      | <b>370</b>  | <b>315</b>  | <b>416</b>  | <b>540</b>  | ROA           | 6.57%       | 9.82%        | 12.22%       | 13.96%       |
| 股本               | 86          | 86          | 86          | 86          | ROIC          | 17.38%      | 15.92%       | 24.28%       | 31.56%       |
| 资本公积             | 314         | 314         | 314         | 314         | <b>增长率</b>    |             |              |              |              |
| 留存收益             | 287         | 379         | 521         | 725         | 销售收入增长率       | 53.29%      | 40.58%       | 39.26%       | 37.05%       |
| 归属母公司股东权益        | 687         | 779         | 921         | 1125        | EBIT 增长率      | -2.67%      | 54.80%       | 52.00%       | 42.33%       |
| 少数股东权益           | -0          | -0          | -0          | -0          | EBITDA 增长率    | 5.06%       | 60.76%       | 38.46%       | 40.32%       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>687</b>  | <b>779</b>  | <b>921</b>  | <b>1125</b> | 净利润增长率        | 1.47%       | 50.09%       | 55.64%       | 43.25%       |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>1058</b> | <b>1094</b> | <b>1337</b> | <b>1665</b> | 总资产增长率        | 69.43%      | 3.44%        | 22.21%       | 24.54%       |
|                  |             |             |             |             | 股东权益增长率       | 104.00%     | 13.31%       | 18.29%       | 22.15%       |
|                  |             |             |             |             | 经营营运资本增长率     | 250.78%     | 2.04%        | 24.69%       | 8.24%        |
|                  |             |             |             |             | <b>资本结构</b>   |             |              |              |              |
|                  |             |             |             |             | 资产负债率         | 35.01%      | 28.81%       | 31.10%       | 32.42%       |
|                  |             |             |             |             | 投资资本/总资产      | 54.27%      | 52.29%       | 46.84%       | 38.01%       |
|                  |             |             |             |             | 带息债务/总负债      | 46.75%      | 15.86%       | 12.03%       | 9.26%        |
|                  |             |             |             |             | 流动比率          | 2.27        | 2.90         | 2.79         | 2.79         |
|                  |             |             |             |             | 速动比率          | 1.22        | 1.75         | 1.56         | 1.86         |
|                  |             |             |             |             | 股利支付率         | 0.00%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|                  |             |             |             |             | 收益留存率         | 100.00%     | 100.00%      | 100.00%      | 100.00%      |
|                  |             |             |             |             | <b>资产管理效率</b> |             |              |              |              |
|                  |             |             |             |             | 总资产周转率        | 0.71        | 0.96         | 1.10         | 1.21         |
|                  |             |             |             |             | 固定资产周转率       | 3.26        | 5.31         | 8.78         | 8.11         |
|                  |             |             |             |             | 应收账款周转率       | 9.70        | 6.80         | 8.71         | 7.31         |
|                  |             |             |             |             | 存货周转率         | 2.34        | 3.90         | 2.62         | 3.47         |
|                  |             |             |             |             | <b>估值比率</b>   |             |              |              |              |
|                  |             |             |             |             | PE            | 43.91       | 33.91        | 21.78        | 15.21        |
|                  |             |             |             |             | PB            | 4.51        | 3.98         | 3.37         | 2.76         |
|                  |             |             |             |             | EV/EBITDA     | 32.52       | 19.59        | 13.71        | 9.07         |

| 利润表        |      |       |       |       |
|------------|------|-------|-------|-------|
|            | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入       | 748  | 1051  | 1464  | 2006  |
| 减: 营业成本    | 396  | 540   | 739   | 1004  |
| 营业税金及附加    | 7    | 9     | 13    | 18    |
| 营业费用       | 190  | 267   | 372   | 509   |
| 管理费用       | 75   | 105   | 146   | 200   |
| 财务费用       | 16   | 22    | 27    | 35    |
| 资产减值损失     | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 加: 投资收益    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损益   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他经营损益     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润       | 61   | 108   | 168   | 240   |
| 加: 其他非经营损益 | 8    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 69   | 108   | 168   | 240   |
| 减: 所得税     | 8    | 16    | 25    | 36    |
| 净利润        | 63   | 92    | 142   | 204   |
| 减: 少数股东损益  | -0   | -0    | -0    | -0    |
| 归属母公司股东净利润 | 63   | 92    | 142   | 204   |

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0003