

研究所

证券分析师： 谭倩
S0350512090002

0755-83473923

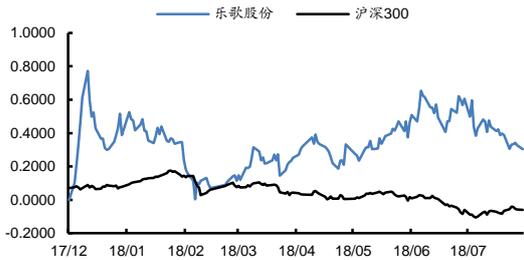
联系人： 尹洵 S0350118010007

021-50815082 yinx@ghzq.com.cn

探究人体工学龙头的成长性和业绩驱动因素

——乐歌股份（300729）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
乐歌股份	-18.8	-2.2	30.3
沪深300	0.1	-6.4	-6.0

市场数据 2018-07-30

当前价格（元）	29.95
52周价格区间（元）	21.07 - 40.73
总市值（百万）	2617.50
流通市值（百万）	617.85
总股本（万股）	8739.58
流通股（万股）	2062.94
日均成交额（百万）	83.46
近一月换手（%）	154.17

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **欧美人体工学市场相对发展比较成熟，而国内市场仍处于成长初期。**在美国和欧洲等发达国家和地区，人体工学办公家具市场已经具备了较高的成熟度，受到了市场和政府的共同关注，很多国家都出台了相关的法律法规，鼓励和监督企业为员工的健康提供人体工学方面的保护。而对标我国的实际情况来看，仍处于发展初期。结合平板电脑、电视机出货量的稳步提升以及白领健康意识逐步复苏的趋势来看，预计目前国内人体工学的市场规模近30亿元，而目乐歌2017年国内市场的规模仅1.35亿元，市占率仅4.5%。由此可见，未来随着消费者教育的逐步落地，人们对于健康办公的消费需求也将持续提升，市场空间仍可观。
- **工作站系列量价齐升、品类扩张助推收入高增长。**公司的主营业务收入增速自从2015年触底之后，2016-2017年以来呈现加速提升的趋势，这主要因为从2016年起公司除了在保持原有主业大屏支架产品稳定增长的同时，扩充了人体工学工作站系列中高毛利率的升降台、升降桌以及桌边健身车等新增品类。在此基础上，公司持续提升电脑支架、升降桌、升降台的自主品牌的收入占比及海外线上渠道的收入占比，从而使得在销量稳步增长的情况之下，客单价得以加速上行。
- **自主品牌兴起叠加海外线上高增长，助推毛利率持续上行。**公司的毛利率从2013年起呈现持续提升的趋势，2013-2016年公司主营业务毛利率分别对应37.71%、40.04%、43.58%和50.42%。公司毛利率水平变动的主要因素包括：销售模式和渠道变化、产品结构优化、原材料价格波动、汇率波动等。首先，公司的主要销售模式包括自主品牌OBM模式和ODM模式，从2014年至2017H1，随着公司自主品牌销售占比的不断提升，基于自主品牌销售模式下生产企业具有较强的自主研发设计的能力及品牌价值，一般相较贴牌销售模式享有更高的定价主导权和更高的毛利率水平。对应2014年、2015年、2016年、2017上半年，公司自主品牌产品收入占主营业务收入的比例分别为24.21%、31.07%、43.58%和51.71%，收入呈现逐年快速增长的趋势。因自主品牌的毛利率比ODM/OEM的毛利率高了近30pct，在其收入占比呈现加速提升的趋势之下，直接推动了综合毛利率的提升。

- **成长期的阵痛，增收不增利的主要原因为高额广告费及平台服务费的投放。**从公司近几年收入、利润增速的变化趋势来看，2015-2018Q1 营业收入的同比增速呈现加速提升的趋势，同期归母净利润的同比增速呈现不断下滑的趋势，究其主要原因为净利率的大幅下滑。净利率下滑的主要原因为销售费用率的加速上升以及 2017 以来毛利率的小幅回落。销售费用率的加速上升主要归因于广告费用、平台服务费的大幅增加、毛利率的小幅回落主要和原材料价格的上涨以及和人民币的升值有关。
- **盈利预测和投资评级：**未来在人体工学行业市场规模逐步增长的趋势之下，乐歌股份作为行业龙头有望在境外线上高增长以及自主品牌加速发展、产品结构持续优化升级的趋势之下实现稳健增长。考虑到成长初期仍然存在增收不增利的问题，即广告费及平台服务费的投放占比过高以及原材料价格波动显著的问题，预计短期仍会对利润增速造成一定的影响。预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.75 元、0.86 元和 0.98 元，对应的 PE 分别为 40.59 倍、35.30 倍和 31.18 倍。因此，我们给予“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨、境外线上增速回落、自主品牌盈利状况不及预期、中美贸易战加征关税政策对境外业务的影响、汇率波动对公司业绩的影响。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	748	1020	1413	1931
增长率(%)	53%	36%	39%	37%
净利润（百万元）	63	65	74	84
增长率(%)	5%	3%	15%	13%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.75	0.86	0.98
ROE(%)	9.14%	8.66%	9.12%	9.43%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 人体工学行业成长空间如何看？	5
1.1、 人体工学行业的基本概念和认知	5
1.2、 人体工学产品在健康办公领域的新应用	6
1.3、 行业竞争格局及竞争对手分析	8
2、 人体工学独角兽业绩驱动因素该如何看？	9
2.1、 公司基本情况及主营业务结构介绍	9
2.2、 收入持续高增长缘因何起？—工作站系列量价齐升、品类扩张助推收入高增长	13
2.3、 毛利率上行缘因何起？—自主品牌兴起叠加海外线上高增长，助推毛利率持续上行	17
2.4、 增收不增利缘因何起？—公司目前仍处于成长期，广告费的高额投放所致	20
3、 盈利预测与评级	23
4、 风险提示	23

图表目录

图 1: 人体工学概念图示	5
图 2: 家具主营业务收入及同比增速%	6
图 3: 北京白领人群常见病排名	6
图 4: 近年来全球及中国市场 PC 出货量 (单位: 亿台)	7
图 5: 电脑支架产品展示	7
图 6: 升降台、升降桌产品展示	7
图 7: 儿童人口数量增长趋势 (单位: 万人)	7
图 8: 公司股权结构图	11
图 9: 营业总收入及同比增速变化%	13
图 10: 归母净利润及同比增速变化%	13
图 11: 销售毛利率、销售净利率变化趋势%	13
图 12: 期间费用率变化趋势	13
图 13: 公司主营业务收入结构占比%	15
图 14: 人体工学工作站、大屏支架单价变化趋势	15
图 15: 人体工学工作站、大屏支架销量变化趋势	15
图 16: 境内外线上、线下渠道毛利率水平比较	17
图 17: 人体工学系列各产品价格变化趋势	17
图 18: 升降台收入按渠道结构分拆	17
图 19: 升降台产品境内外线上、线下价格变化趋势	17
图 20: 公司销售毛利率、净利率变化趋势	18
图 21: 自主品牌、ODM/OEM 毛利率变化趋势	18
图 22: 自主品牌、ODM/OEM 及其他收入占比%	18
图 23: 按境内外线上、线下渠道拆分收入结构	19
图 24: 按照境内外线上、线下渠道拆分毛利率%	19
图 25: 公司各产品毛利率的变化情况	19
图 26: 公司各产品收入占比的变化情况	19
图 27: 主要原材料价格变化趋势	20
图 28: 公司营业总收入及同比增速变化趋势%	20
图 29: 公司归母净利润及同比增速变化趋势%	20
图 30: 销售毛利率及销售净利率的变化趋势	21
图 31: 公司期间费用率的变化情况	21
表 1: 海外同业竞争企业比较	8
表 2: 国内同业竞争企业比较	9
表 3: 公司主要产品介绍	10
表 4: 公司发展阶段及发展情况一览	12
表 5: 公司收入结构拆分	14
表 6: 电脑支架产品渠道收入结构拆分	16
表 7: 电脑支架以价格维度为标准的销售结构划分	16
表 8: 汇率变动对主营业务毛利率的影响	20
表 9: 公司的销售费用拆分	21
表 10: 公司广告费用分拆	22
表 11: 平台服务费按渠道分拆	22

1、人体工学行业成长空间如何看？

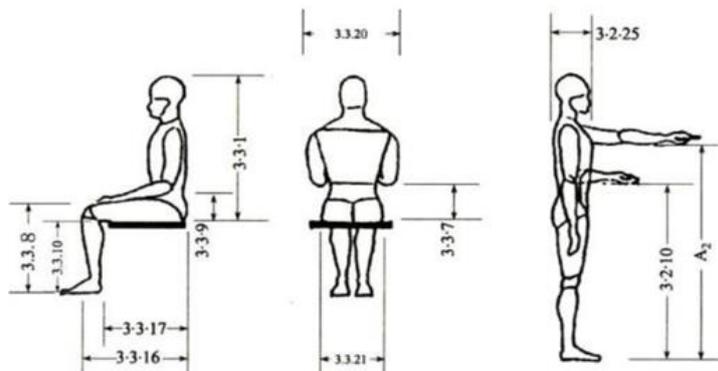
1.1、人体工学行业的基本概念和认知

人体工学是一门研究人、机及其工作环境之间相互作用的系统学科，国际人类功效学学会将人体工学定义为：“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”。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。

人体工学理念在国外提出时间较早，目前已经进入了相对成熟的发展阶段。主要应用领域如下：办公用品、家具、服装、手工工具、装备、建筑、室内设计、交通工具以及太空设备等。在美国和欧洲等发达国家和地区，人体工学办公家具市场已经具备了较高的成熟度，受到了市场和政府的共同关注，很多国家都出台了相关的法律法规，鼓励和监督企业为员工的健康提供人体工学方面的保护。根据美国职业安全与健康管理局出台的相关政策：“雇主有责任为员工提供一个安全、健康的办公环境。在这个办公环境内，通过人体工学的原理，可以降低员工因为工作中的重复性劳损而患有肌肉骨骼疾病的数量。”英国、德国、丹麦等欧洲国家也出台了旨在保护员工健康，提倡人体工学应用的法规，如德国出台的“Verordnung über Arbeitsstätten”（德国劳动场所法）以及丹麦出台的“A strategy for working environment efforts up to 2020”（工作环境提升规划）。相关法规的制定，为人体工学家具产品的应用和发展带来了法律上的支撑。

人体工学理念在国内家具行业的起步较晚，目前主要应用于桌椅、家电、承载、床具、休闲健身器材等家具产品中。随着人们对健康舒适的生活、工作环境要求的不断提高，人体工学家具行业发展迅速，未来随着健康理念进一步驱动消费升级，以及国内消费者对人体工学家具产品的认知提升和消费习惯养成，运用人体工学原理所设计和生产的家具产品具有广阔的发展空间。

图 1：人体工学概念图示



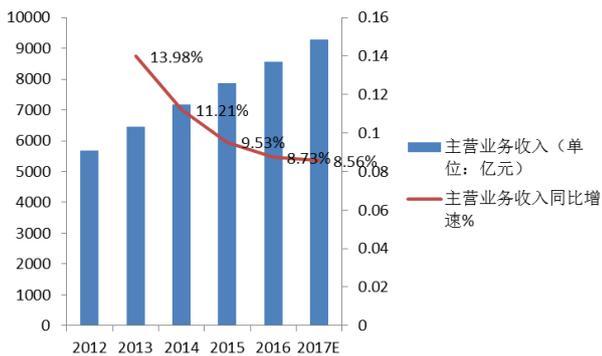
资料来源：公司公告、国海证券研究所

1.2、人体工学产品在健康办公领域的新应用

根据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国大健康战略发展模式与典型案例分析报告》来看，美国健康产业占 GDP 的比重超过 15%，加拿大、日本等国健康产业占 GDP 的比重超过 10%，而我国的健康产业仅占 GDP 的 4%-5%。未来十年将是大健康产业的黄金十年，预计人体工学家具行业将迎来广阔的发展前景。

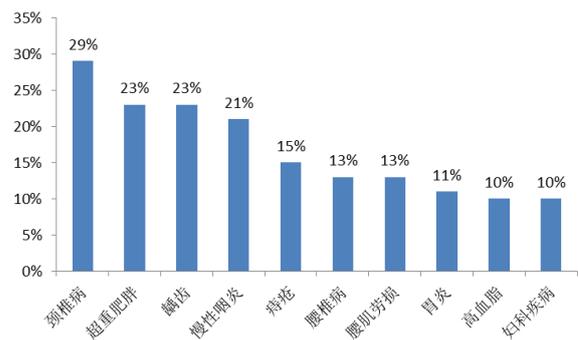
从目前人体工学产品的应用领域、市场空间及对应受众群体的健康需求来看，人体工学产品在健康办公领域的主要应用体现在人体工学电脑支架、坐立交替办公系统和健身车等产品上。根据美国办公家具制造商协会（BIFMA）统计，2015 年美国办公家具市场消费需求为 129.61 亿美元，同比增速为 6.5%；预计 2016 年美国办公家具消费规模需求为 134 亿美元，2017 年消费规模将达到 144 亿美元。根据中商产业研究院的统计，2016 年中国家具行业收入规模约为 8559.50 亿元，而其中 20% 为办公家具，对应的收入规模 1711.9 亿元。基于我国拥有庞大的伏案人群基数，2015 年我国使用电脑和网络的白领数为 1.4 亿人，因此颈椎病和腰椎间盘突出症的发病率也相对较高。在公布的《全球十大顽症》中，颈椎病排序第二，仅次于心脑血管疾病。在全球 60 多亿人口中，颈椎的患病人群高达 9 亿，我国颈椎病的发病率为 17.3%，全国有 2 亿多患者。我国腰椎间盘突出症患者已突破 2 亿人，腰椎间盘突出症患者占全国总人数的 15.2%。主要患者人群集中在长期伏案工作、弯腰工作或弯腰搬重物的人，由于腰部肌肉长期处于紧张状态，腰椎间盘突出症的发病率就高。由于长时间低头久坐学习和办公，白领是主要患病人群。庞大的白领人群对健康办公日益增长的需求将推动人体工学产品广泛应用于健康办公领域，电脑支架、坐立交替办公系统及健身车等人体工学产品，能够为追求健康办公的白领打造坐姿、站姿和动姿交替的办公环境，实现坐立交替、动静结合，有利于预防和改善亚健康职业病。

图 2：家具主营业务收入及同比增速%



资料来源：前瞻产业研究院、国海证券研究所

图 3：北京白领人群常见病排名

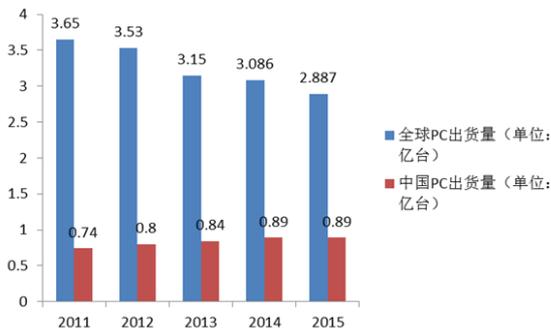


资料来源：前瞻产业研究院、国海证券研究所

结合具体产品来看，从电脑支架这个品类来看，根据 IDC 的调研报告，未来三年内 PC 市场的销量可能会维持在 2.5 亿台到 2.6 亿台。前瞻网数据库显示，2015 年显示器出货量超过 1.4 亿台；TrendForce 的统计数据显示，2015 年全球笔记本出货约为 1.644 亿台。综合考虑电脑的保有量，人体工学电脑支架产品具备很好的市场潜力，而随着人们对于健康与效率的重视，未来电脑支架的消费者渗透率将会得到进一步的提升。

欧美等发达国家市场对电脑支架认知度较高，是电脑支架全球主要消费市场。伴随着国内外人体工学理念的进一步普及以及人们对健康生活的追求，存量电脑市场将迎来潜在的大量人体工学电脑支架的购买和更新需求。与此同时，市场研究机构 IDC 和 Gartner 调查显示平板电脑在经历了爆发式增长之后，增速已回归中高速水平。2015 年，平板电脑的出货量为 2.345 亿台，保持了 3.46% 的增长速度。平板电脑产量的稳步增长也将带来对平板电脑配套支架的需求。

图 4: 近年来全球及中国市场 PC 出货量 (单位: 亿台) 图 5: 电脑支架产品展示



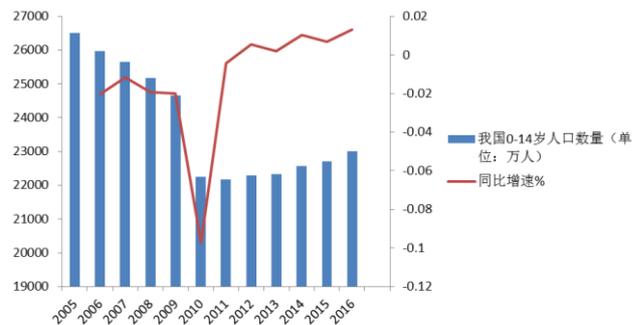
资料来源: 中商产业研究院、国海证券研究所

资料来源: 中商产业研究院、国海证券研究所

从坐立交替的办公系统来看，美国癌症学会对将近 12.5 万人进行了调查，结果显示与每天坐着不足 3 小时的人相比，每天坐着工作 6 个小时以上的人寿命将缩短 37%。坐立交替办公系统（升降桌、升降台等）能自由地根据使用者的身高及姿态调节高度，家居桌椅的高低、倾角等也需要根据不同使用者以及同一使用者不同的姿态进行人性化调节，避免使用者疲劳与亚健康。近年来，升降桌椅产品以升降书桌、学习桌、升降茶几等形态被广泛应用于智能家居领域。尤其是可升降的儿童学习桌等细分类别，由于可以根据不同年龄段的儿童身高自由调节，能够预防因书桌高度不科学影响青少年生长发育，比如近视、驼背等。据 2016 年中国统计年鉴显示，我国内地 0 至 14 岁儿童的人口约为 2.27 亿，占总人口约 16.5%，而根据中研网的统计数据，2014 年儿童家具市场成交额占整个家具市场比例仅在 9% 左右。此外“二胎”政策全面放开后预计在未来五年将带来 800 万新生儿，因此未来几年儿童家具依旧能够保持 10% 以上的高增长，从而推动升降桌、升降台的稳步增长。

图 6: 升降台、升降桌产品展示

图 7: 儿童人口数量增长趋势 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

1.3、行业竞争格局及竞争对手分析

北美、欧洲等发达国家和地区经济发展水平较高，办公健康较早受到消费者的关注，人体工学理念已被较为广泛地运用到家具和办公设备的设计和生产中，因而行业成熟度较高，市场化程度也相应较高。南美洲、中东和亚太市场则属于新兴市场，发展潜力较大、增长速度快。随着新兴市场经济体的进一步发展和健康消费理念的全面渗透，新兴市场国家也将成为人体工学家具的重要消费市场。

而蓬勃发展的人体工学展会也反映出全球人体工学家具行业的发展势头。美国的 ErgoExpo 展会创立于 1994 年，现如今已成为全美最大也是最为重要的人体工学展会，每年全球数以千计的业内领先的人体工学家具产品在此展出，以提升企业的品牌知名度。此外，美国的 CES 展会、德国的 ORGATEC 展会、德国的 ISPO 展会、中国的广交会和家博会等都成为海内外人体工学家具行业推广新品和品牌的良好平台。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 Human Solution 公司、美国 Varidesk 公司以及智能健身车领域的美国 Lifespan 公司。这些厂商产品与品牌的市场认可度较高，产品附加值也较大，具有较强的竞争能力。这些企业在传统商超及电商平台都占据了较大的市场份额。

目前本公司在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 公司以及国内的宁波渠成进出口企业、昆山泓杰电子股份有限公司等；公司在坐立交替办公系统领域中的竞争对手主要有丹麦 Linak 公司、德国 Dewert 公司、美国 Varidesk 公司以及国内的浙江捷昌线性驱动科技股份有限公司。

表 1：海外同业竞争企业比较

海外同业竞争企业名称	公司主要业务范围
Ergotron 公司	成立于 1982 年，总部位于美国明尼苏达州，在欧洲有一个分部和四家分公司，在世界各地设有代表处，在中国东莞有全资制造工厂。Ergotron 是上市公司 Nortek Inc. 的下属子公司，并于 2012 年收购了业内知名的电视支架制造商 OmniMount，2015 年人体工学产品实现销售收入约为 3.5 亿美元。
Humanscale 公司	Humanscale 公司创建于 1983 年，总部位于纽约，在全球 28 个国家设置了办事处，拥有超过 800 名员工，是全球人体工学家具界的领导品牌。
Milestones 公司	成立于 1980 年，是美国大屏显示支架行业内最大的公司。在荷兰埃因霍温、我国香港及深圳均设有办事处。公司在平板显示领域主要有两个品牌分别是 Sanus 和 Chief。
Linak	Linak 成立于 1907 年，总部位于丹麦，在美国和深圳有海外工厂。主要产品可分为办公系列（升降桌、工作站）、医护系列、家庭系列等。
Dewert	总部在德国，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一。2010 年公司在嘉兴设立了生产基地并设立了销售公司。Dewert 公司是行业内著名的电动推杆、升降柱的生产商，专注于医疗护

	理领域的线性驱动产品。
Varidesk	总部位于美国德克萨斯州，是一家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。
资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所	

表 2：国内同业竞争企业比较

国内同业竞争企业	成立时间	主要产品及定位	经营模式及策略	收入规模
捷昌驱动	成立于 2000 年	升降桌腿为主，属于升降桌主要部件，中高端定价。	ODM 模式，境外市场为主，未开拓线上渠道。	2016 年营业收入为 50611.57 万元，约 80% 为外销，主要销往美国。
泓杰股份	成立于 2006 年	电视支架、电脑支架为主，中端定价。	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，以推车等产品逐步拓展至电脑支架产品。	2016 年营业收入 23046.51 万元，2016 年 3 月在新三板上市。
乐歌股份	成立于 2002 年	电脑支架、升降台、升降桌、大屏支架等人体工学家具产品，中高端定价。	境内境外稳步发展，在 ODM 模式具备一定规模的基础上，大力发展自主品牌模式，已具备较成熟的境内境外线上渠道。	2016 年营业收入 48786.26 万元，2017 年 12 月上市。
资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所				

2、人体工学独角兽业绩驱动因素该如何看？

2.1、公司基本情况及主营业务结构介绍

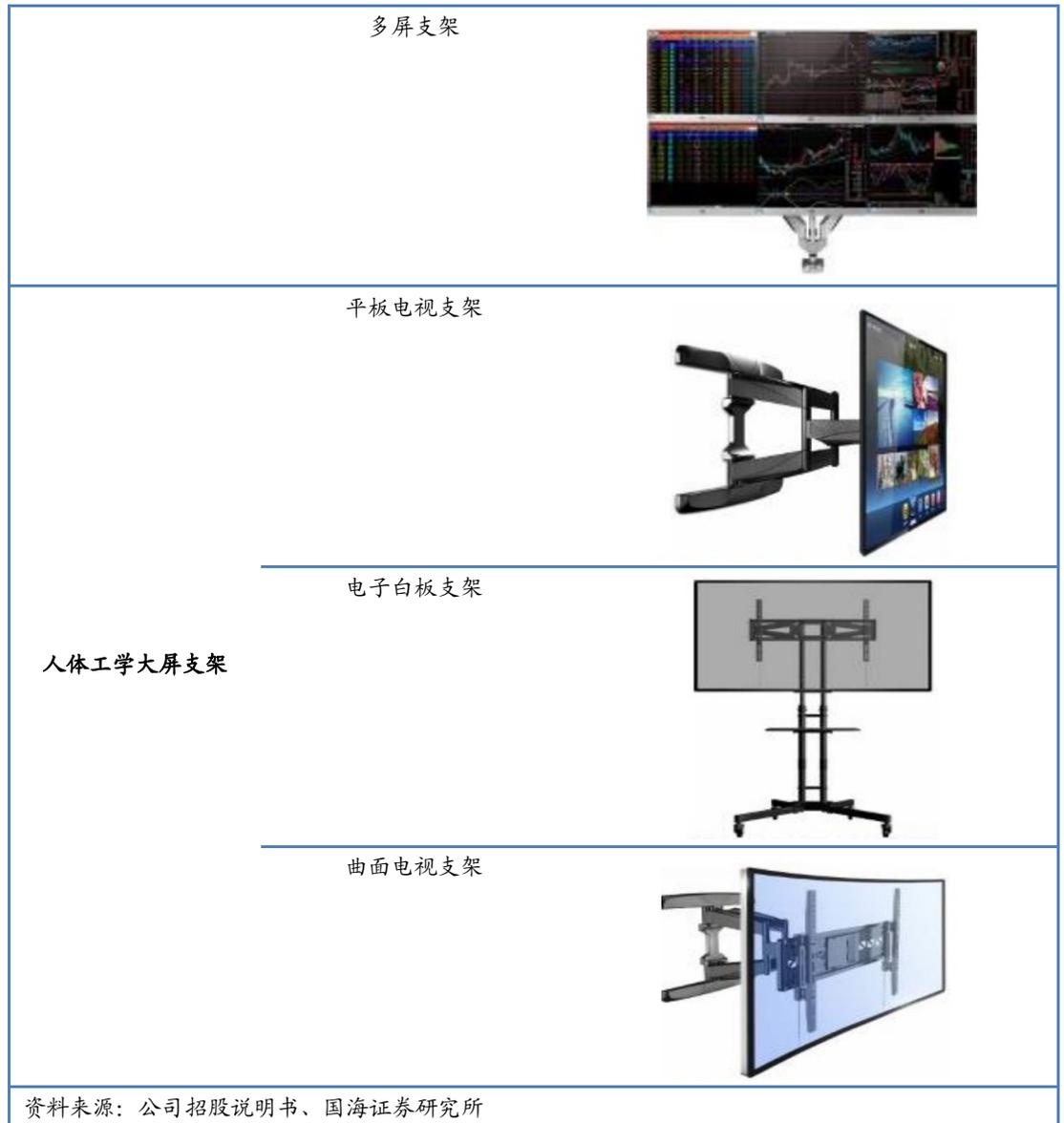
乐歌人体工学科技股份有限公司，前身为宁波丽晶时代电子线缆有限公司，成立于 2002 年 3 月。公司的主营业务为人体工学家具产品的研发、生产及销售，致力于以人体工学家具产品创新日常生活与办公方式，通过产品创新与组合为用户提供舒适、健康、安全和高效的人体工学家具产品。2017 年，公司实现营业收入 7.48 亿元，同比增速为 53.29%；同期实现归母净利润 0.63 亿元，对应的同比增速为 4.57%。从 2013-2017 年，公司营业收入和归母净利润对应的复合增速分别为 25.76% 和 15.56%。

从公司的主要产品结构来看，目前包括人体工学工作站、人体工学大屏支架等系列产品。人体工学工作站系列产品主要包括升降台、升降桌、桌边健身车、电脑支架；人体工学大屏支架主要包括大屏支架功能款和大屏支架基础款，公司产品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。从 2017 年年报数据来看，人体工学工作站、人体工学大屏支架、其他主营业务、其他业务对应的收入占比分别为 47.88%、40.99%、10.49% 及 0.65%，人体工学工作站和人体工学大屏支架构成其主要收入来源，对应 2017 年的毛利率分别为 53.12% 和 37.50%，相较于 2016 年同比分别下降了 1.53pct 和 10.3pct。2017 年公司的净利率为 8.40%，相较于 2016 年同比下降了 3.92pct，主要因为 2017 年以来原材料价格大幅上涨、人民币升值所带来的汇兑损益的影

响以及销售费用率大幅提升所致。

表 3: 公司主要产品介绍

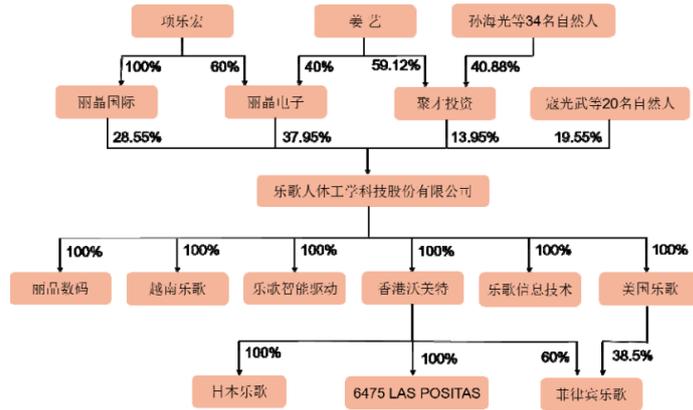
类型	产品名称	对应展示
人体工学工作站	升降台	
	升降桌	
	娱乐学习健身车	
	桌面显示器支架	
	笔记本支架	



从公司的股权结构来看，上市前项乐宏通过丽晶国际控制公司 28.55%的股份，项乐宏、姜艺通过丽晶电子控制公司 37.95%的股份，姜艺通过聚才投资控制公司 13.95%的股份。项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资合计控制公司 80.45%的股份，系公司的共同实际控制人。

公司上市之后，公司董事长项乐宏通过丽晶国际控制公司 21.42%的股份，项乐宏、姜艺通过丽晶电子控制公司 28.46%的股份，姜艺通过聚才投资控制公司 10.47%的股份。项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资合计控制公司 60.35%的股份，是公司的实际控制人。

图 8：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

从公司的发展阶段来看，自 2002 年设立以来，公司经历了初创贸易阶段、初具规模阶段、探索转型阶段，目前进入了价值链整合阶段。期间公司主营业务结构得到了不断深化演进，主要产品、经营模式日渐丰富、成熟，为公司未来继续深耕人体工学家具产品应用领域打下了坚实的基础。

表 4：公司发展阶段及发展情况一览

发展阶段	年份	发展情况
初创贸易阶段	2005 年前	1998 年，实际控制人项乐宏自主创业从事出口贸易业务并于 2002 年创办本公司的前身丽晶时代。公司成立初期，主要从事舞台设备支架、三脚架、音响电缆等视听设备金属结构件的简单加工及出口贸易业务。
初具规模阶段	2005 年-2010 年	借助电视机显示平板化快速发展的契机，公司开始全面研发、生产和销售大屏显示支架产品。同时，本阶段公司的销售模式由 OEM 全面升级至 ODM 模式，且逐步开始进入电脑支架等产品领域。
探索转型阶段	2010 年-2015 年	1、产品种类的丰富与拓展；2、营销模式由单一的境外线下 B2B 模式发展至境内境外、线上线下多类型、多渠道的多元化营销模式；3、由“乐歌制造”向“乐歌品牌”的战略做转型；4、持续加大对自主生产的投入和升级。
价值链整合阶段	2015 年至今	公司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，形成了全价值链的业务模式。公司实现了从传统制造商向人体工学整体解决方案提供商的转变，形成了核心竞争力。

资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

从公司营业总收入的变化趋势来看，除了 2015 年的收入增速下滑至 5.31% 之外，2014 年、2016 年、2017 年对应的收入增速分别为 19.73%、29.44% 和 53.28%。然而 2015 年公司归母净利润的同比增速为 88.89%，而 2014 年、2016 年和 2017 年对应的归母净利润的同比增速分别为 -22.86%、17.65% 和 5.00%。由此可见，自 2015 年以来收入增速呈现持续上升的趋势，但归母净利润的增速呈现持续放缓的趋势，这主要因为净利率的持续下行所致。虽然从 2014 至 2016 年期间，公司的销售毛利率呈现持续提升的持续，这主要得益于高毛利率的人体工学工作

站产品收入占比的提升以及境外线上渠道收入的加速增长所致。但是公司的销售费用率从2015年的16.71%提升至2017年的25.40%，主要因为加大了对自主品牌的广告费投入所致。由此可见，公司目前仍处于自主品牌加速建设的投入初期，费用率的高企一定程度上会影响到当前阶段归母净利润的同比增速。

图 9：营业总收入及同比增速变化%

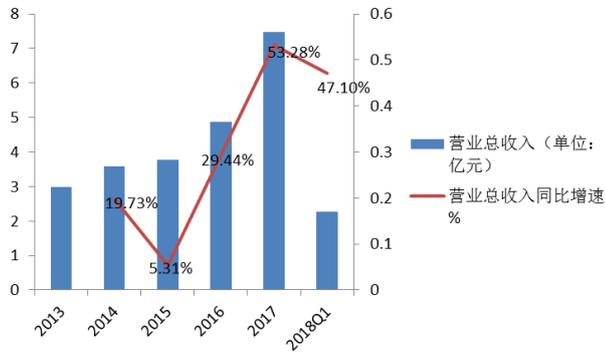
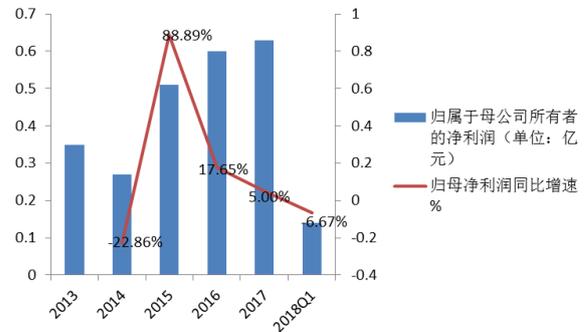


图 10：归母净利润及同比增速变化%



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

图 11：销售毛利率、销售净利率变化趋势%

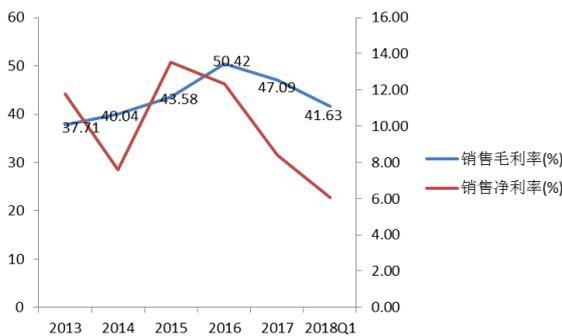
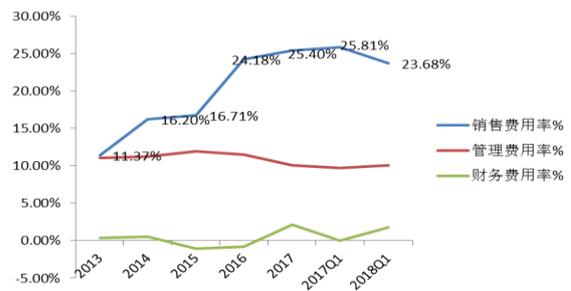


图 12：期间费用率变化趋势



资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

2.2、收入持续高增长缘因何起？—工作站系列量价齐升、品类扩张助推收入高增长

收入增速持续提升的背后对应的的原因主要包括以下三个方面：产品结构的完善与丰富、自主品牌的加速成长与海外线上平台的高速发展。实际上，对应乐歌自身来看应该是产品力、品牌力以及渠道力三方面合力作用的体现。

首先，从产品种类的丰富对收入增速推动的角度来看，公司的主营业务收入增速自从2015年触底之后，2016-2017年以来呈现加速提升的趋势，这主要因为从2016年起公司根据用户的需求和市场反馈进行产品的设计和研发，包括产品品类的横向拓展和产品细分领域的纵向延伸。公司除了在保持原有主业大屏支架产品稳定增长的同时，扩充了人体工学工作站系列的主要产品。公司于2015年和2016年陆续推出了坐立交替办公系统（升降台、升降桌）、桌边健身车、车库架等高毛利新品。其中，升降台为公司2016年开始销售的新产品，技术含量和售价相对较高，拥有较高的毛利率。在细分领域的纵向延伸方面，就人体工学工作

站系列产品中销售占比最大的人体工学电脑支架而言,公司凭借其较强的研发实力针对产品尺寸、支臂数量和长度、承重能力、可架屏数量、材质、颜色、工学设计等多个方面进行改良和创新,不断向市场推出高毛利的优质新品。结合人体工学工作站系列中各类产品的收入规模及增速变化趋势来看,电脑支架的收入占比从2014年的5.44%提升至2017H1的16.87%,对应的收入规模从2014年的1944.81万元显著提升至2016年的8680.42万元,期间复合增速为64.65%。升降台的收入占比从2016年的7.54%提升至2017H1的24.09%,对应的收入规模从2016年的3680.89万元提升至2017的近2亿元,同比增速近443.35%。由此可见,产品结构中技术含量高、定价较高的产品销售比重提升的速度相对较快,电脑支架产品也呈现更加功能化、专业化和高端化的趋势。

就传统主业人体工学大屏支架收入增速的变化趋势来看,大屏支架的收入占比从2014年的73.93%下降至2017年的40.99%,对应大屏支架的收入同比增速从2015年的3%下滑至2017年的0.92%。主要因为公司的人体工学大屏支架产品经过多年的发展,目前已处于相对成熟的阶段,所以收入增速保持相对稳定。公司人体工学大屏支架可按功能分为大屏支架功能款和大屏支架基础款,大屏支架基础款具有基础固定承载功能,技术含量和价格相对较低,而大屏支架功能款则在其基础上发展出可自由悬停、多角度调节、多面旋转、电控等多种个性化功能,技术含量和价格相对较高。从公司目前的产品结构来看,人体工学大屏支架销售则以技术含量和价格相对较高的大屏支架功能款为主,其中2017H1大屏支架功能款的收入占比近84.08%,大屏支架基础款的收入占比近15.92%,相较于2014年大屏支架功能款的收入占比以及大屏支架基础款的收入占比来看,功能款支架的收入占比有小幅提升的趋势。

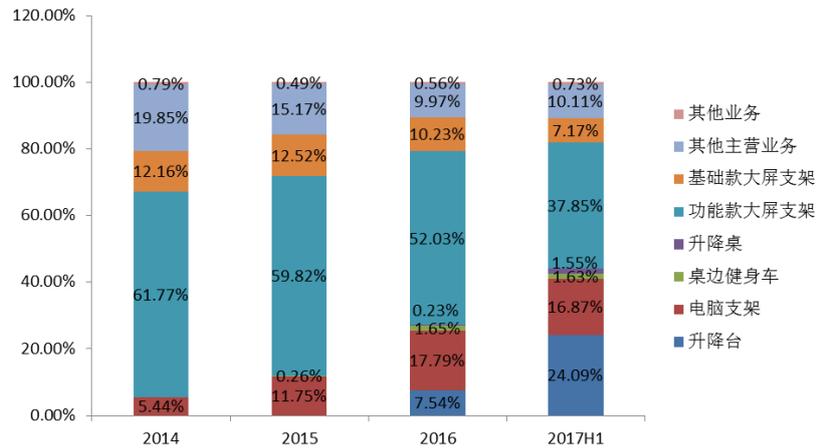
表 5: 公司收入结构拆分

收入规模(单位:万元)	2014	2015	2016	2017H1	2017
人体工学工作站	1944.81	4521.48	13278.96	15142.93	35802.5
收入同比增速%		132.49%	193.69%		169.62%
人体工学工作站收入占比%	5.44%	12.00%	27.22%	44.14%	47.88%
升降台			3680.89	8264.26	估计值 20000
电脑支架	1944.81	4424.99	8680.42	5786.59	估计值 10000
电脑支架收入同比增速%		127.53%	96.17%		
桌边健身车		96.5	803.36	559.64	N.A
桌边健身车收入同比增速%			732.5%		
升降桌			114.29	532.44	N.A
人体工学大屏支架	26447.15	27240.5	30374.45	15442.39	30652.5
收入同比增速%		3.00%	11.50%		0.92%
人体工学大屏支架收入占比%	73.93%	72.34%	62.26%	45.01%	40.99%
功能款大屏支架	22098.28	22527.19	25383.83	12983.41	N.A
功能款/大屏支架收入总和	83.56%	82.70%	83.57%	84.08%	N.A
功能款大屏支架收入增速%		1.94%	12.68%		
基础款大屏支架	4348.87	4713.28	4990.62	2458.98	N.A
基础款/大屏支架收入总和	16.44%	17.30%	16.43%	15.92%	N.A
基础款大屏支架收入增速%		8.38%	5.88%		

其他主营业务	7099.79	5710.71	4861.95	3469.87	7842.92
收入同比增速%		-19.57%	-14.86%		61.31%
其他业务	283.38	183.61	270.89	250.44	485.24
收入同比增速%		-35.21%	47.54%		79.13%
营业总收入	35775.13	37656.28	48786.26	34305.61	74783.08
营业总收入的同比增速%		5.26%	29.56%		53.29%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 13: 公司主营业务收入结构占比%



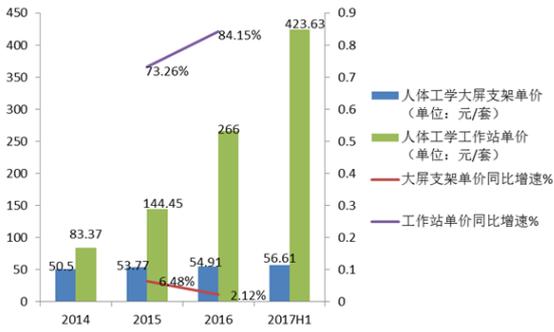
资料来源: 招股说明书、国海证券研究所

除了新增产品对收入增速提振的影响之外, 人体工学大屏支架和人体工学工作站系列主要产品收入增速持续提升的实质为量价齐升。2015-2017 年人体工学大屏支架的收入分别为 4521.48 万元、1.33 亿元和 3.58 亿元, 对应的同比增速分别为 3%、11.50%和 0.92%。细分至量、价维度来看, 2015-2016 年人体工学大屏支架的销量分别为 506.59 万件/套和 553.19 万件/套, 对应的同比增速分别为 -3.27%和 9.20%。2015-2016 年人体工学大屏支架的单价分别为 53.77 元/套和 54.91 元/套, 对应的同比增速分别为 6.48%和 2.12%。结合大屏支架自主品牌和 ODM/OEM 的收入占比来看, 2014-2016 年期间大屏支架的收入结构主要以 ODM/OEM 的外销模式为主, 而以自主品牌销售模式为主的大屏支架的收入占比相对偏低且基本保持稳定, 所以单价的提升速度较慢。

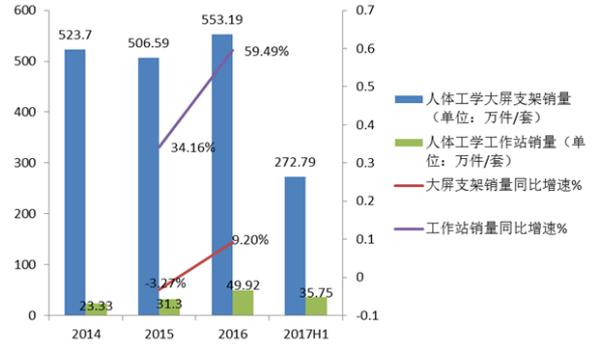
但人体工学工作站量价双升的趋势则非常显著, 2015-2016 年人体工学工作站的销量分别为 31.3 万件/套和 49.92 万件/套, 对应的同比增速分别为 34.16%和 59.49%。2015-2016 年人体工学工作站的单价分别为 144.45 元/套和 266 元/套, 对应的同比增速分别为 73.26%和 84.15%。由此可见, 人体工学工作站产品的单价增幅显著高于销量, 主要原因为高客单价产品 (升降台、升降桌) 的引入, 海外线上渠道的加速发展、自主品牌收入占比的提升以及产品结构升级的持续推动。

图 14: 人体工学工作站、大屏支架单价变化趋势

图 15: 人体工学工作站、大屏支架销量变化趋势



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

对应人体工学工作站系列中具体的细分品类来看, 电脑支架平均单价的上移主要得益于跨境电商业务的高速发展以及产品结构的不断升级。一方面, 基于跨境电商高毛利率的属性, 叠加电脑支架海外线上收入占比的不断提升, 从而推动了电脑支架客单价的持续上行。另一方面, 公司根据市场需求针对电脑支架产品的尺寸、支臂、承重能力、可架屏数量、材质、颜色、工学设计等多个方面进行持续改良和创新, 从而使得电脑支架系列产品呈现更加功能化、专业化和高端化的趋势。因电脑支架产品结构中技术水平及定价较高的产品销售比重提升较快, 从而导致电脑支架平均售价的快速提升。

表 6: 电脑支架产品渠道收入结构拆分

电脑支架:	2014	2015	2016	2017H1
线上境内收入 (单位: 万元)	936.26	1701.16	1991.43	772.79
线上境内同比增速%		81.70%	17.06%	
线上境外收入 (单位: 万元)	7.57	823.9	3133.44	2563.77
线上境外同比增速%		10783.75%	280.32%	
线下境内收入 (单位: 万元)	140.67	318.92	837.61	653.87
线下境内同比增速%		126.72%	162.64%	
线下境外收入 (单位: 万元)	860.33	1581.01	2717.93	1796.16
线下境外同比增速%		83.77%	71.91%	
收入之和 (单位: 万元)	1944.83	4534.9116	8685.01	5786.59
收入同比增速%		133.18%	91.51%	

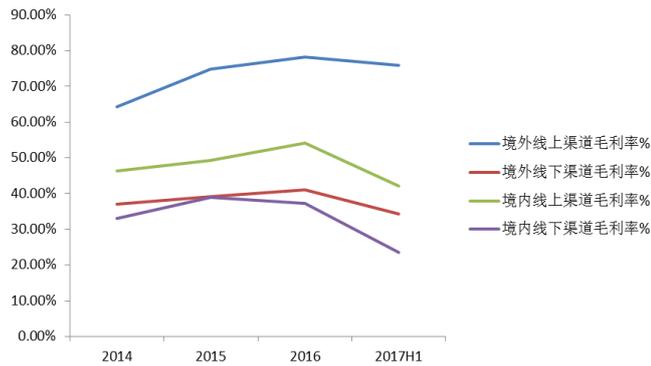
资料来源: 招股说明书、国海证券研究所

表 7: 电脑支架以价格维度为标准的销售结构划分

电脑支架平均价格	销量占比%			
	2014	2015	2016	2017H1
100 元以内	63.29%	42.31%	33.20%	22.98%
100-300 元	34.07%	46.98%	47.54%	55.84%
大于 300 元	2.64%	10.71%	19.26%	21.18%

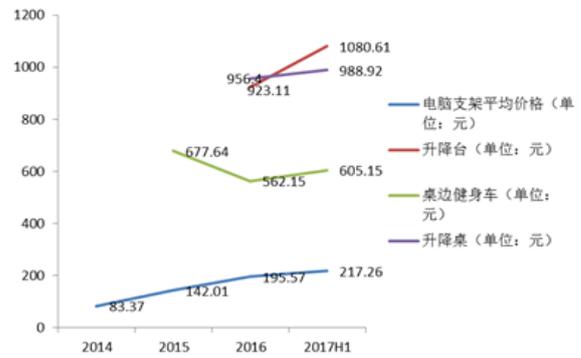
资料来源: 招股说明书、国海证券研究所

图 16: 境内外线上、线下渠道毛利率水平比较



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

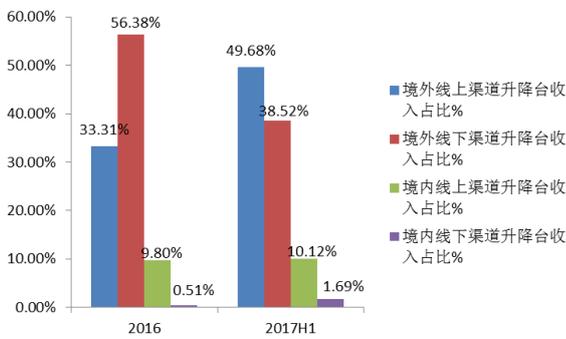
图 17: 人体工学系列各产品价格变化趋势



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

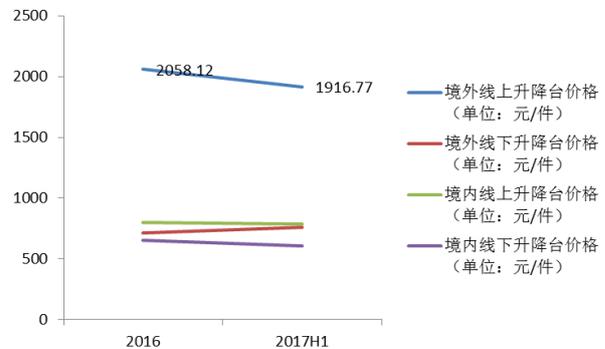
从升降台平均价格的提升趋势来看, 2017H1 升降台的平均价格为 1080.61 元, 相较于 2016 年的平均价格 923.11 元来看, 同比增速近 17.06%。究其原因, 主要因为境外发达国家和地区对职业健康的重视程度较高, 健康办公的消费理念已经相对成熟, 因而境外市场消费者对此类人体工学家具产品的需求与接受度更高。所以, 公司加强了在美国等主要境外市场对升降台产品进行推广, 大力拓展以 Amazon 为主的境外线上渠道, 针对性加大了 Amazon 广告、GOOGLE 广告的投入以及航空杂志广告的投入, 迅速提升了产品及品牌的知名度, 从而使得境外线上销售金额大幅提升, 综合考虑了线上定价是线下定价 2-3 倍的因素之后, 升降台的平均价也呈现出稳步上行的趋势。

图 18: 升降台收入按渠道结构分拆



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

图 19: 升降台产品境内外线上、线下价格变化趋势



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

2.3、毛利率上行缘因何起? — 自主品牌兴起叠加海外线上高增长, 助推毛利率持续上行

公司的毛利率从 2013 年起呈现持续提升的趋势, 2013-2016 年公司主营业务毛利率分别对应 37.71%、40.04%、43.58%和 50.42%。公司毛利率水平变动的主要因素包括: 销售模式和渠道变化、产品结构优化、原材料价格波动、汇率波动等。首先, 公司的主要销售模式包括自主品牌 OBM 模式和 ODM 模式, 从 2014 年至 2017H1, 随着公司自主品牌销售占比的不断提升, 基于自主品牌销售模式

下生产企业具有较强的自主研发设计的能力及品牌价值，一般相较贴牌销售模式享有更高的定价主导权和更高的毛利率水平。对应 2014-2017H1，自主品牌产品收入占主营业务收入的比例分别为 24.21%、31.07%、43.58%和 51.71%，收入呈现逐年快速增长的趋势。因自主品牌的毛利率比 ODM/OEM 的毛利率高了近 30pct，在其收入占比呈现加速提升的趋势之下，直接推动了综合毛利率的提升。

图 20: 公司销售毛利率、净利率变化趋势

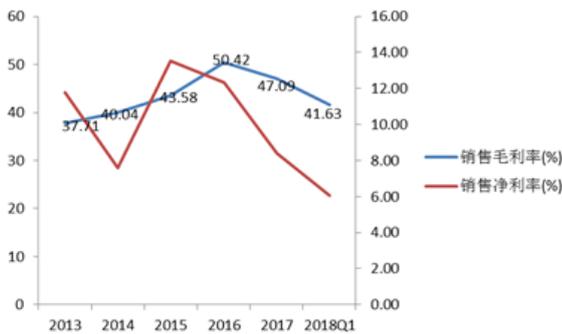
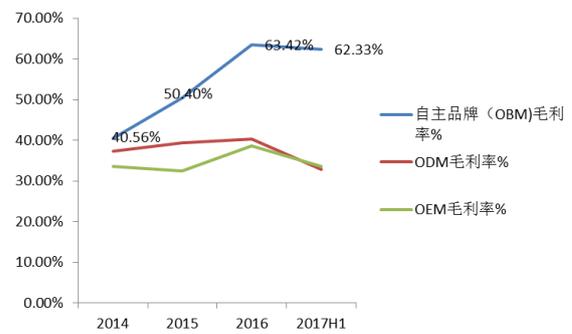


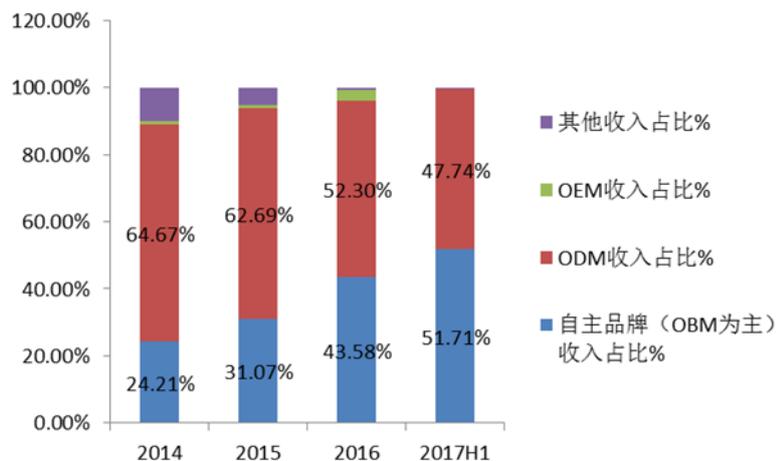
图 21: 自主品牌、ODM/OEM 毛利率变化趋势



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

资料来源: 招股说明书、国海证券研究所

图 22: 自主品牌、ODM/OEM 及其他收入占比%



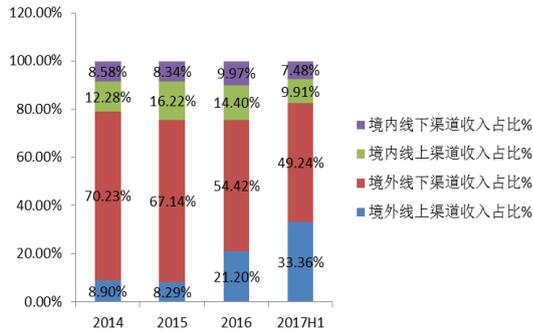
资料来源: 招股说明书、国海证券研究所

其次，从公司自主品牌产品的主要销售渠道来看，目前已经发展至以线上 M2C 直营模式为主。在线上 M2C 直营模式下，公司作为厂商将产品直接销售给最终消费者，减少了中间的流通环节，毛利率相对传统模式更高，但与传统销售模式相比，线上 M2C 直营模式通常会产生更多的运输费用、平台费、专业网络营销人员工资、广告费等销售费用。因此，呈现高毛利率、高销售费用率的特点。M2C 的直营模式是公司近年来价值链整合成效的体现，一方面推动了公司产品附加值的不断提升，另一方面也代表了公司业务未来的发展方向。

因为境外发达国家和地区的电子商务行业相对发达，健康办公的消费理念也相对成熟。公司主要依托 Amazon、eBay 等境外电商平台大力发展以美国为主的跨境电商业务，境外线上销售收入占比提升显著，从 2014 年的 8.90% 提升至 2017H1 的 33.36%。2017H1 境外线上的毛利率近 75.88%，显著高于境外线下、

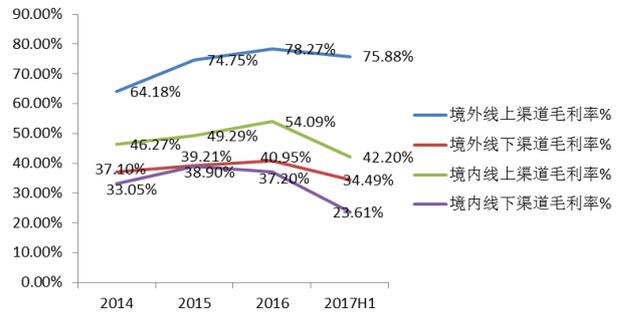
境内线上、境内线下所分别对应的毛利率 34.49%、42.20%和 23.61%。基于境外线上收入的高增长以及较高的毛利率，公司的综合毛利率得以持续上行。

图 23: 按境内外线上、线下渠道拆分收入结构



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

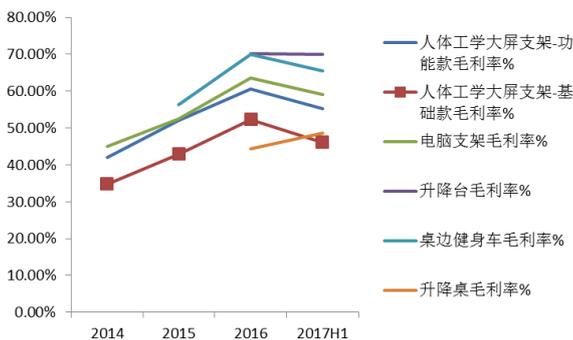
图 24: 按照境内外线上、线下渠道拆分毛利率%



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

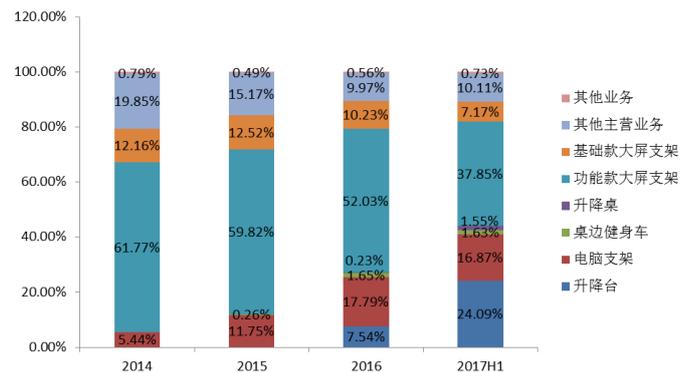
第三,从产品结构的角度来看,近年来公司不断地根据用户的需求和市场反馈进行产品的设计和研发,包括产品品类的横向拓展和产品细分领域的纵向延伸。公司在保证人体工学大屏支架稳定增长的同时,也在不断扩充工作站系列的产品线。具体而言,在产品品类横向拓展方面,公司于 2015 年和 2016 年陆续推出了坐立交替办公系统、桌边健身车、车库架等高毛利新品并获得良好的市场反馈,其中升降台为公司 2016 年开始销售的新产品,技术含量和售价较高,拥有较高的毛利率。在细分领域纵向延伸方面,就人体工学工作站系列产品中销售占比最大的人体工学电脑支架而言,公司凭借其较强的研发实力针对产品尺寸、支臂数量和长度、承重能力、可架屏数量、材质、颜色、工学设计等多个方面不断创新和改良,不断向市场推出高毛利优质新品。从产品毛利率及收入结构的变化情况来看,高毛利率的升降台及电脑支架的收入占比均获得了较为显著的提升,从而带动了综合毛利率的上行。

图 25: 公司各产品毛利率的变化情况



资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

图 26: 公司各产品收入占比的变化情况

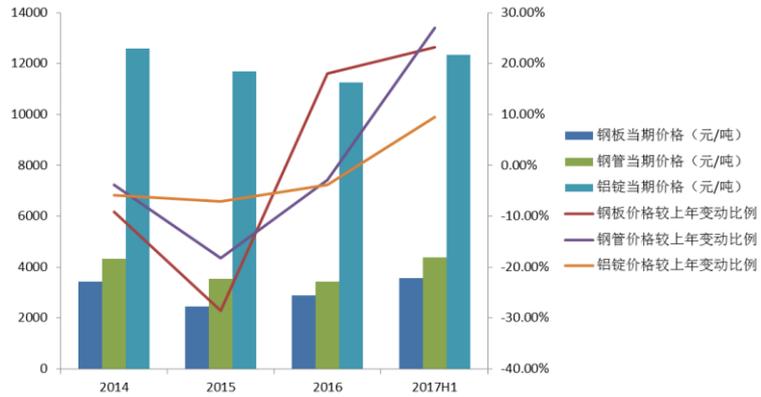


资料来源: 公司招股说明书、国海证券研究所

第四,从原材料价格波动的角度来看,2014-2016 年期间公司主要基础原材料钢板、钢管和铝锭的平均采购价格年均复合跌幅分别为 8.18%、10.91%和 5.44%,总体呈下跌趋势。其中 2015 年钢板、钢管和铝锭的平均采购价格较 2014 年分别下降了 28.59%、18.27%和 7.09%,跌幅较大。2016 年受工业品市场回暖影响,钢板的平均采购价格较 2015 年上涨了 18.07%,同时钢管和铝锭的平均采

购价格下跌趋势有相应收窄，由于公司近两年存货周期大约为 3-4 个月，原材料价格的上涨对销售成本的影响具有一定的滞后效应。2016-2017H1 以来，钢板价格的大幅上涨、钢管和铝锭价格降幅的逐步收窄，直接影响到 2017 年公司毛利率的变动。2017H1 以来，毛利率下行的主要原因和钢板、钢管、铝锭平均采购价格的上行有关。

图 27: 主要原材料价格变化趋势



资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

另一方面，我们考虑到外销业务主要以美元计价，自 2014 年起人民币进入了贬值通道，2014 年初至 2016 年末人民币兑美元汇率的年均复合贬值率为 4.21%。美元的升值提高了公司外销产品以人民币计算的价格，导致毛利率上升。

表 8: 汇率变动对主营业务毛利率的影响

项目	2014	2015	2016	2017H1
美元升值 1%后主营业务毛利率的变动幅度	0.78%	0.75%	0.76%	0.82%
美元贬值 1%后主营业务毛利率的变动幅度	-0.78%	-0.75%	-0.76%	-0.82%

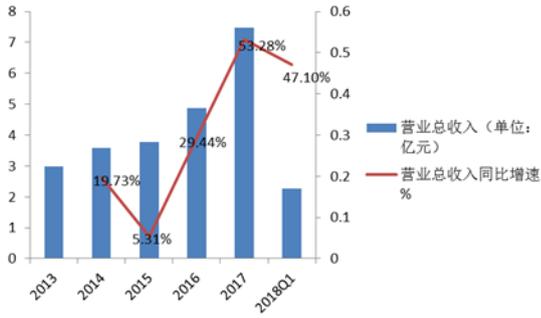
资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

2.4、增收不增利缘因何起？—公司目前仍处于成长期，广告费的高额投放所致

从公司近几年收入、利润增速的变化趋势来看，2015-2018Q1 营业收入的同比增速呈现加速提升的趋势，同期归母净利润的同比增速呈现不断下滑的趋势，究其主要原因为净利率的大幅下滑。净利率下滑的主要原因为销售费用率的加速上升以及 2017 以来毛利率的小幅回落。销售费用率的加速上升主要归因于广告费用的大幅增加、毛利率的小幅回落主要和原材料价格的上涨以及和人民币的升值有关。

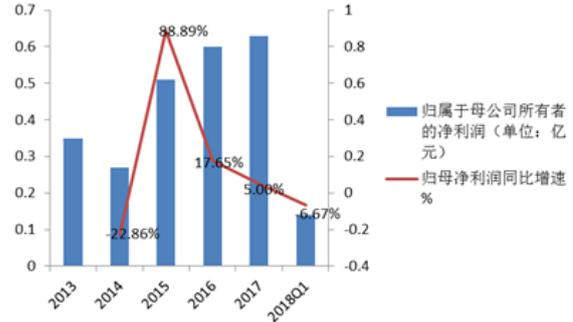
图 28: 公司营业总收入及同比增速变化趋势%

图 29: 公司归母净利润及同比增速变化趋势%



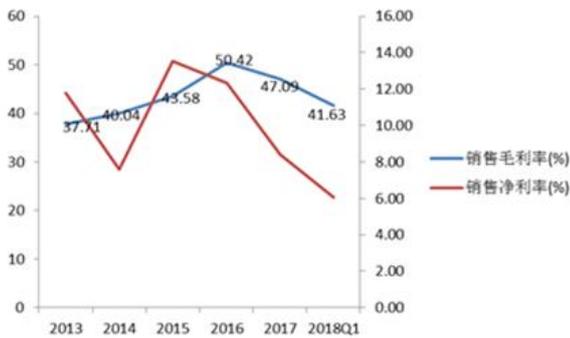
资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 30: 销售毛利率及销售净利率的变化趋势

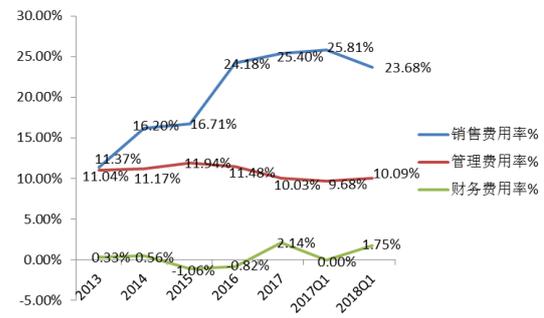


资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

图 31: 公司期间费用率的变化情况



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所



资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

表 9: 公司的销售费用拆分

单位: 万元	2014	2015	2016	2017H1
运费	2096.31	2222.7	2752.29	1814.21
职工薪酬	1599.9	1476.48	1883.57	1156.48
广告费	244.86	441.05	1900.24	1906.99
平台服务费	534.25	734.15	2916.1	2587.97
参展费	241.41	282.66	532.68	292.1
房租费	214.62	185.27	277.95	155.02
差旅费	151.85	144.9	220.92	149.12
市场推广费	136.33	146.54	138.74	52.11
仓储费	52.6	89.04	346.26	277.28
保险费	126.97	130.77	152.94	88.48
办公费	100.46	202.52	210.67	67.87
业务招待费	73.04	63.49	89.73	27.09
装修费	56.25	35.26	7.86	
折旧费	28.31	52.44	58.73	23.52
咨询费	11.28	22.65	25.25	8.04
市场调研费		14.91	22.36	
促销费	7.24	17.77	42.6	57.32
律师费			20.66	13.71
水电费	4.01		18.66	12.35

修理费	1.55	2.7	11.2	0.99
商检费	9.31	9.88	6.42	7.69
其他	88.79	51.13	172.89	77.62
合计	5779.34	6326.31	11808.72	8775.96

资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

公司广告费主要由淘宝钻展、淘宝直通车、京东线上广告、亚马逊广告、Google 广告等线上推广服务费或广告费构成。报告期内公司广告费具体构成如下：

表 10：公司广告费用分拆

单位：万元	2014	2015	2016	2017H1
淘宝钻展	13.87	4.16	17.41	6.7
淘宝直通车	131.64	152.86	191.21	63.79
京东网络广告			139.55	
亚马逊广告	70.35	147.36	1026.13	891.12
Google 广告	7.18	22.53	75.74	159.97
航空杂志广告			229.59	677.95
知乎广告推广			100.61	
乐歌品牌整合营销策划咨询服务		25.47		
实习生网络推广项目		21.68		
其他	21.82	66.99	120	107.46
广告费合计	244.86	441.05	1900.24	1906.99

资料来源：公司招股说明书、国海证券研究所

2016 年度公司广告费大幅上涨，主要原因为发行人为提升产品在海外市场的品牌影响力和知名度，在亚马逊平台投放了较多广告，并同时航空杂志进行了广告投放所致。

平台服务费为公司于境内外各类线上交易平台销售产品而产生的一系列费用，境外电商平台主要为 Amazon、Ebay 等，该类平台主要按照公司在该平台上的销售收入收取一定比例的平台服务费；境内电商平台主要为天猫（淘宝）、京东等，该类平台除按照自营店铺的销售收入收取平台服务费外，还通过向公司提供其他平台服务而收取相关费用。报告期内随着境内外电商平台的销售收入不断增长，相关的平台服务费也随之增加。从 2016 年度开始，平台服务费较以前年度增长幅度较大主要原因系从 2016 年开始公司的亚马逊 FBA 销售模式的销售金额增长较快。亚马逊 FBA 销售模式下公司将产品运至亚马逊仓库，由亚马逊代为负责产品的仓储、物流配送、客服售后等服务，公司因此需向亚马逊缴纳较高的平台服务费。

表 11：平台服务费按渠道分拆

项目（单位：万元）	2014	2015	2016	2017H1
亚马逊自发货模式	204.08	119.31	191.61	178.70
亚马逊 FBA 模式	-	264.94	2209.30	2106.69
Ebay	127.06	102.85	81.57	19.18
天猫（淘宝）	29.53	55.77	115.52	58.63

京东	15.81	53.37	168.52	98.10
其他各类小额服务费	157.77	137.91	149.58	126.67
合计	534.25	734.15	2916.10	2587.97
资料来源：国海证券研究所				

3、盈利预测与评级

未来在人体工学行业市场规模逐步增长的趋势之下，乐歌股份作为行业龙头有望在境外线上高增长以及自主品牌加速发展、产品结构持续优化升级的趋势之下实现稳健增长。考虑到成长初期仍然存在增收不增利的问题，即广告费及平台服务费的投放占比过高以及原材料价格波动显著的问题，预计短期仍会对利润增速造成一定的影响。预计 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.75 元、0.86 元和 0.98 元，对应的 PE 分别为 40.59 倍、35.30 倍和 31.18 倍。因此，我们给予“增持”评级。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	748	1020	1413	1931
增长率(%)	53%	36%	39%	37%
净利润（百万元）	63	65	74	84
增长率(%)	5%	3%	15%	13%
摊薄每股收益（元）	0.73	0.75	0.86	0.98
ROE(%)	9.14%	8.66%	9.12%	9.43%

4、风险提示

- 1) 原材料价格上涨;
- 2) 境外线上增速回落;
- 3) 自主品牌盈利状况不及预期;
- 4) 中美贸易战加征关税政策对境外业务的影响;
- 5) 汇率波动对公司业绩的影响;

附表：乐歌股份盈利预测表

2018-07-3									
证券代码:	300729.SZ		股价:	29.95	投资评级:	增持	日期:	0	
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	9%	9%	9%	EPS	0.73	0.75	0.86	0.98
毛利率	47%	46%	45%	43%	BVPS	7.99	8.68	9.47	10.37
期间费率	38%	38%	39%	38%	估值				
销售净利率	8%	6%	5%	4%	P/E	41.75	40.59	35.30	31.18
成长能力					P/B	3.82	3.51	3.22	2.94
收入增长率	53%	36%	39%	37%	P/S	3.51	2.57	1.86	1.36
利润增长率	5%	3%	15%	13%					
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
总资产周转率	0.68	0.80	0.94	1.09	营业收入	748	1020	1413	1931
应收账款周转率	8.61	10.43	11.41	12.17	营业成本	396	553	778	1100
存货周转率	2.34	2.61	2.68	2.77	营业税金及附加	7	9	13	17
偿债能力					销售费用	190	260	360	483
资产负债率	37%	41%	46%	50%	管理费用	75	102	141	193
流动比	2.13	1.85	1.62	1.49	财务费用	16	18	31	37
速动比	1.65	1.39	1.16	1.00	其他费用/(-收入)	(4)	(5)	(5)	(5)
					营业利润	63	74	85	96
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支	8	0	0	0
现金及现金等价物	319	306	297	319	利润总额	72	74	85	96
应收款项	87	98	124	159	所得税费用	9	9	10	12
存货净额	169	215	295	404	净利润	63	65	74	84
其他流动资产	180	245	311	348	少数股东损益	(0)	0	(0)	(0)
流动资产合计	755	864	1027	1230	归属于母公司净利润	63	65	74	84
固定资产	229	281	332	380					
在建工程	31	41	51	61	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
无形资产及其他	54	54	64	74	经营活动现金流	67	12	27	60
长期股权投资	9	9	9	9	净利润	63	65	74	84
资产总计	1097	1269	1501	1772	少数股东权益	(0)	0	(0)	(0)
短期借款	123	173	223	273	折旧摊销	21	8	10	12
应付款项	169	223	325	453	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	24	32	45	61	营运资金变动	(16)	(61)	(57)	(36)
其他流动负债	39	39	39	39	投资活动现金流	(266)	(62)	(60)	(58)
流动负债合计	355	468	632	826	资本支出	(77)	(62)	(60)	(58)
长期借款及应付债券	50	50	50	50	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	4	4	4	4	其他	(189)	0	0	0
长期负债合计	54	54	54	54	筹资活动现金流	569	37	24	21
负债合计	410	522	686	880	债务融资	17	50	50	50
股本	86	86	86	86	权益融资	311	0	0	0
股东权益	687	747	815	892	其它	240	(13)	(26)	(29)
负债和股东权益总计	1097	1269	1501	1772	现金净增加额	370	(13)	(9)	22

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工组介绍】

谭倩，8年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单2016年第三名、2014年第五名，2013年第四名。尹洵，澳大利亚莫纳什大学银行与金融学硕士，2年买方大消费行业研究经验，2017年加入国海研究所，从事轻工行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。