

## 乐歌股份(300729)/家用轻工

## 营收稳定增长, 剑指人体工学自主品牌领军者

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 23.85

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

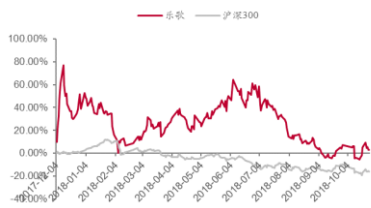
分析师: 徐稚涵

执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	87.40
流通股本(百万股)	20.63
市价(元)	23.85
市值(百万元)	20.84
流通市值(百万元)	4.92

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**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	988.03	1383.13	1800.86
增长率 yoy%	29.56%	53.29%	32.12%	39.99%	30.20%
净利润	60.08	62.83	69.33	106.27	150.00
增长率 yoy%	18.10%	4.57%	10.35%	53.29%	41.14%
每股收益(元)	0.69	0.72	0.79	1.22	1.72
每股现金流量	0.45	0.77	0.69	0.84	1.3
净资产收益率	17.83%	9.14%	9.13%	12.27%	14.76%
P/E	35	33	30	20	14
PEG	1.93	7.22	2.90	0.38	0.34
P/B	6.19	3.03	2.74	2.41	2.05

备注:

**投资要点**

- 事件:** 乐歌股份发布 2018 年三季度报告, 2018 年 1-9 月, 公司实现营收 6.82 亿元, 同比增长 28.26%; 归母净利润 4314 万元, 同比下滑 1.97%; 实现扣非归母净利润 3139 万元, 同比下滑 11.81%; 实现经营性现金流净额 4871 万元, 同比上涨 8.53%。
- 三季度业绩稳定增长, 贷款增加现金流承压。** 公司 Q3 单季度实现营收 2.44 亿元, 同比增长 28.95%; 实现归母净利润 1298 万元, 同比增长 3.03%, 实现扣非归母净利润 1139 万元, 同比下滑 5.49%; 三季度总体业绩增长稳健, 此增速与业务规模扩展有关。单 Q3 公司经营性现金流净额 911 万元, 同比减少 64.75%, 主要系收入增长支付贷款增加所致。
- 公司毛利率环比改善, 长期看好产品结构优化再度拉升毛利率。** 2018 年 1-9 月公司实现毛利率 42.58%(同比-4.68pct.); Q1/Q2/Q3 单季度毛利率 41.63%/42.06%/43.91%, 环比向好。在原材料价格上涨与竞争加剧的双重因素作用下今年的毛利率整体低于去年, 在此基础上我们认为, **公司产品结构调整优化是推动毛利率重新上行的核心要素。** 年初以来, 具备高毛利、高客单价的人体工学工作站增长亮眼, 渗透率不断提高; 相比于原有产品人体工学大屏支架增长显著、势头良好, 带动整体毛利率爬升。此外, 毛利较高的自主品牌(OBM)业务占比总体呈上升趋势, 截至 2018H1, 自主品牌已占销售收入 49.68%
- 销售管理费用率小幅提升, 意图优先拓展市场份额。** 公司 2018 年 1-9 月净利率 6.32%(同比-1.95pct.), Q3 单季度净利率 5.33%, 同比下滑 1.34pct., 环比下滑 2.44pct., 盈利能力有所降低。2018Q3 期间费用率 37.79%, 同比上升 0.51pct; 其中, 销售费用率 28.67%(同比+4.06pct); 管理费用率 7.46%(同比+0.81), 研发费用率 3.48%(同比+0.37pct); 财务费用率-1.84%(同比-4.73pct)。其中, 财务费用率下行是由于人民币贬值带来的约 753 万的汇兑收益所致; 销售费用率与管理费用率的上浮是由于企业规模扩大收入增长所致, 意图优先抢占国内外市场份额, 建立自有品牌优势。
- 人员产能技术三重优势, 剑指人体工学自主品牌领军者。** 1) **人员端:** 公司在自主品牌研发和产品自主生产上的配置人员数量远超竞争对手; 于 2018 年 5 月通过《关于向激励对象授予限制性股票的议案》, 绑定核心员工利益。2) **产能端:** 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。3) **技术端:** 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, 远超同业竞争对手。其中部分核心技术具有明显技术壁垒。
- 投资建议:** 公司营收稳定增长, 随着人体工程工作站占营收比重上涨, 可能带来毛利率水平的同步提升; 此外, 放缓利润增速, 增多费用支持优先拓展市场规模, 目标人体工学自主品牌领军者。未来三年业绩可能继续稳定发展。我们预估公司 2018-2020 年实现归母净利润 0.69、1.06、1.5 亿元, 同比增长 10.3%、53.3%、41.1%, 对应 EPS 为 0.79、1.22、1.72 元。当前股价对应 19 年 PE25X, 维持“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。

**图表 1: 乐歌股份三大财务报表**

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	747.83	988.03	1383.13	1800.86	净利润	62.83	69.33	106.27	150.00
营业成本	395.65	533.56	727.44	928.57	折旧与摊销	20.96	19.73	24.98	29.96
营业税金及附加	6.58	8.89	12.45	16.21	财务费用	16.29	20.55	26.88	32.05
销售费用	189.79	251.95	356.85	468.22	资产减值损失	4.78	5.00	5.00	5.00
管理费用	74.57	98.80	141.08	185.49	经营营运资本变动	-160.33	-51.17	-83.46	-96.92
财务费用	16.29	20.55	26.88	32.05	其他	122.84	-2.99	-6.01	-6.16
资产减值损失	4.78	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	67.37	60.44	73.67	113.93
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	71.15	115.25	167.18	短期借款	17.29	76.86	0.00	0.00
其他非经营损益	8.47	8.08	6.20	4.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	71.59	79.23	121.46	171.43	股权融资	290.48	1.40	0.00	0.00
所得税	8.76	9.90	15.18	21.43	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	62.83	69.33	106.27	150.00	其他	18.70	-16.83	-23.88	-27.05
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	61.43	-23.88	-27.05
归属母公司股东净利润	62.83	69.33	106.27	150.00	现金流量净额	124.23	28.69	-58.38	-33.25
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	319.35	348.03	289.65	256.40	成长能力				
应收和预付款项	96.42	154.27	214.42	274.89	销售收入增长率	53.29%	32.12%	39.99%	30.20%
存货	169.01	189.20	270.26	354.73	营业利润增长率	-6.92%	12.73%	61.99%	45.06%
其他流动资产	170.10	197.61	248.96	324.16	净利润增长率	4.57%	10.35%	53.29%	41.14%
长期股权投资	8.54	8.54	8.54	8.54	EBITDA 增长率	28.21%	11.01%	49.98%	37.15%
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%	46.00%	47.41%	48.44%
无形资产和开发支出	53.98	52.00	50.02	48.04	三费率	37.53%	37.58%	37.94%	38.08%
其他非流动资产	17.70	22.62	32.53	44.44	净利率	8.40%	7.02%	7.68%	8.33%
资产总计	1096.89	1306.46	1525.66	1804.58	ROE	9.14%	9.13%	12.27%	14.76%
短期借款	123.14	200.00	200.00	200.00	ROA	5.73%	5.31%	6.97%	8.31%
应付和预收款项	227.74	286.23	395.10	516.90	ROIC	17.02%	13.04%	16.23%	18.36%
长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	EBITDA/销售收入	13.42%	11.28%	12.08%	12.73%
其他负债	8.72	10.48	14.54	21.66	营运能力				
负债合计	409.59	546.72	659.64	788.56	总资产周转率	0.85	0.82	0.98	1.08
股本	86.00	87.40	87.40	87.40	固定资产周转率	3.64	3.52	3.73	4.00
资本公积	313.82	313.82	313.82	313.82	应收账款周转率	12.10	11.21	10.74	10.51
留存收益	289.20	358.53	464.80	614.80	存货周转率	2.79	2.92	3.12	2.94
归属母公司股东权益	687.30	759.74	866.02	1016.02	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	759.74	866.02	1016.02	资产负债率	37.34%	41.85%	43.24%	43.70%
负债和股东权益合计	1096.89	1306.46	1525.66	1804.58	带息债务/总负债	42.27%	45.73%	37.90%	31.70%
					流动比率	2.13	1.81	1.70	1.67
					速动比率	1.65	1.43	1.25	1.18
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	100.37	111.43	167.11	229.20	每股收益	0.72	0.79	1.22	1.72
PE	33.18	30.07	19.61	13.90	每股净资产	7.86	8.69	9.91	11.63
PB	3.03	2.74	2.41	2.05	每股经营现金	0.77	0.69	0.84	1.30
PS	2.79	2.11	1.51	1.16	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	18.76	17.59	12.02	8.85					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

来源: 中泰证券研究所

**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。