

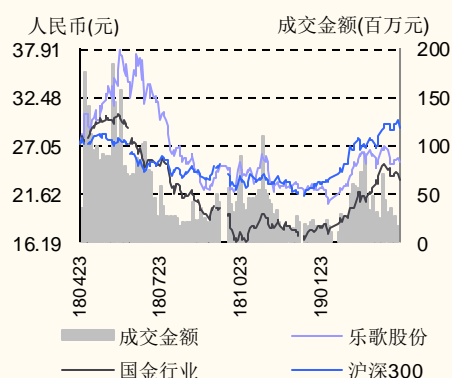
乐歌股份 (300729.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 25.32 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	24.79
总市值 (百万元)	2,211.50
年内股价最高最低 (元)	38.00/20.50
沪深 300 指数	4025.61



相关报告

1. 《乐歌股份深度报告-多维驱动快速成长, 人体工学蓝海领航》, 2018.12.13

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

费用率上升拖累业绩, 线上销售增长良好

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.73	0.66	0.81	1.08	1.40
每股净资产 (元)	7.99	8.45	11.51	12.23	13.17
每股经营性现金流 (元)	0.78	1.09	0.82	1.11	1.38
市盈率 (倍)	44	34	31	23	18
净利润增长率 (%)	4.54%	-8.31%	22.50%	33.50%	29.81%
净资产收益率 (%)	9.14%	7.80%	7.01%	8.81%	10.62%
总股本 (百万股)	86.00	87.40	87.40	87.40	87.40

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2018 年, 公司分别实现营收/归母净利润 9.47 亿元/5,759.09 万元, 同比分别变动 26.60%/-8.34%, 实现全面摊薄 EPS0.67 元, 略低于预期。2018 年, 公司拟向全体股东每 10 股派 2 元 (含税)。

经营分析

- **盈利下降叠加费用率提升导致业绩下滑。** 2018 年, 虽然毛利率保持逐季提升态势, 但仍受制于人民币贬值影响, 全年综合毛利率同比下降 2.89pct.。为拓展海外市场以及自主品牌建设, 公司销售费用增长 39.82%, 销售费用率提升 2.65pct., 尤其是 Q4 销售费用率达到了 31.51%, 同环比提升 3.9pct. 和 2.84pct.。另一方面, 公司在去年进行了股权激励, 相关费用确认导致管理费用增长 29.38%。盈利下降叠加费用率提高, 导致归母净利润下滑。
- **境内外线上增长良好, 高毛利产品占比提升。** 公司在去年强化境内外渠道拓展, 特别是境外充分协同线上及线下资源, 不断提升海外跨境业务的运营质量。在境内公司进驻天猫商城、京东商城、小米有品等电商平台, 境内线上收入增长 25.22%, 海外进驻 Amazon、eBay 等平台, 境外线上收入实现增长 25.44%。除了渠道拓展之外, 产品结构优化也在持续。公司人体工学健康办公工作站作为高毛利产品, 2018 年实现收入 5.27 亿元, 同比增长 47.37%, 收入占比提升 7.85pct. 达到 55.73%, 进一步强化核心产品地位。其中, 电脑升降台同比增长 29.63%、智能升降桌同比增长 337.70%、健身车同比增长 118.5%。
- **自有品牌占比超过 50%。** 公司以 M2C 为主要模式, 通过减少流通环节降低销售成本, 直接销货给消费者。去年内公司集中优势资源, 主力打造品牌建设和市场教育。截至 2018 年末, 公司自主品牌产品销售收入占比为 51.36%。

盈利预测与投资建议

- 境内外人体工学市场空间广阔, 公司通过产品结构优化及加大线上线下营销力度保障营收持续增长, 然而去年起公司新增股权激励费用, 我们下调公司 2019/2020 年完全摊薄后 EPS 预测至 0.81/1.08 元 (原为 1.40/4.98 元), 三年 CAGR28.5%, 对应 PE 分别为 31/23/18 倍, 维持公司“增持”评级。

风险因素

- 原材料价格持续上涨的风险; 中美贸易战导致自主品牌盈利能力下降的风险; 汇率波动拖累公司业绩增长的风险; 海外市场需求放缓的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	488	748	947	1,165	1,401	1,669
增长率		53.3%	26.6%	23.0%	20.3%	19.2%
主营业务成本	-242	-396	-528	-645	-776	-916
%销售收入	49.6%	52.9%	55.8%	55.4%	55.4%	54.9%
毛利	246	352	418	520	625	753
%销售收入	50.4%	47.1%	44.2%	44.6%	44.6%	45.1%
营业税金及附加	-5	-7	-8	-9	-11	-13
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-118	-190	-265	-321	-386	-459
%销售收入	24.2%	25.4%	28.0%	27.6%	27.5%	27.5%
管理费用	-56	-75	-96	-116	-138	-164
%销售收入	11.5%	10.0%	10.1%	9.9%	9.9%	9.8%
息税前利润 (EBIT)	67	81	49	73	90	117
%销售收入	13.7%	10.9%	5.2%	6.3%	6.4%	7.0%
财务费用	4	-16	4	3	8	9
%销售收入	-0.9%	2.2%	-0.5%	-0.2%	-0.6%	-0.5%
资产减值损失	-4	-5	-5	-1	0	0
公允价值变动收益	-1	0	-2	0	0	0
投资收益	1	3	12	5	10	15
%税前利润	1.8%	4.1%	18.3%	5.6%	8.5%	9.9%
营业利润	68	63	58	80	108	141
营业利润率	13.9%	8.4%	6.2%	6.9%	7.7%	8.4%
营业外收支	2	8	9	10	10	10
税前利润	69	72	68	90	118	151
利润率	14.2%	9.6%	7.1%	7.7%	8.4%	9.0%
所得税	-9	-9	-10	-14	-18	-23
所得税率	13.4%	12.2%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	60	63	58	77	100	128
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
归属于母公司的净利润	60	63	58	71	94	122
净利率	12.3%	8.4%	6.1%	6.1%	6.7%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	60	63	58	77	100	128
少数股东损益	0	0	0	6	6	6
非现金支出	18	26	28	23	24	26
非经营收益	-12	9	-3	-11	-20	-25
营运资金变动	-28	-31	13	-17	-7	-8
经营活动现金净流	39	67	95	71	97	121
资本开支	-99	-107	-50	-32	-33	-34
投资	-6	-161	-121	0	0	0
其他	0	2	7	5	10	15
投资活动现金净流	-105	-266	-164	-27	-23	-19
股权募资	23	311	20	0	0	0
债权募资	73	16	-8	-116	1	2
其他	-102	-4	-19	193	-31	-40
筹资活动现金净流	-7	323	-7	77	-31	-39
现金净流量	-74	124	-76	122	44	63

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	203	319	246	368	412	475
应收款项	78	87	82	102	123	147
存货	108	169	172	212	255	301
其他流动资产	10	180	279	284	290	295
流动资产	399	755	779	967	1,080	1,218
%总资产	61.1%	68.8%	66.7%	70.3%	71.7%	73.2%
长期投资	10	10	10	10	10	10
固定资产	183	260	280	289	298	306
%总资产	28.1%	23.7%	24.0%	21.0%	19.8%	18.4%
无形资产	24	55	59	69	79	89
非流动资产	254	342	388	408	426	445
%总资产	38.9%	31.2%	33.3%	29.7%	28.3%	26.8%
资产总计	653	1,097	1,167	1,374	1,506	1,663
短期借款	106	123	163	51	51	52
应付款项	131	197	230	269	324	383
其他流动负债	25	35	31	38	45	53
流动负债	262	355	423	357	420	488
长期贷款	50	50	0	0	0	1
其他长期负债	4	4	5	5	5	5
负债	316	410	428	362	425	494
普通股股东权益	337	687	739	1,006	1,069	1,151
少数股东权益	0	0	0	6	12	18
负债股东权益合计	653	1,097	1,167	1,374	1,506	1,663

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.932	0.730	0.659	0.807	1.078	1.399
每股净资产	5.224	7.992	8.453	11.512	12.234	13.171
每股经营现金净流	0.603	0.781	1.086	0.818	1.112	1.383
每股股利	0.000	0.200	0.000	0.266	0.356	0.462
回报率						
净资产收益率	17.83%	9.14%	7.80%	7.01%	8.81%	10.62%
总资产收益率	9.20%	5.73%	4.94%	5.13%	6.25%	7.35%
投入资本收益率	11.74%	8.28%	4.66%	5.87%	6.74%	8.11%
增长率						
主营业务收入增长率	29.56%	53.29%	26.60%	23.01%	20.27%	19.16%
EBIT增长率	30.22%	21.52%	-39.17%	48.66%	22.46%	29.77%
净利润增长率	18.14%	4.54%	-8.31%	22.50%	33.50%	29.81%
总资产增长率	46.61%	68.02%	6.37%	17.77%	9.60%	10.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	36.4	29.2	26.8	27.0	27.0	27.0
存货周转天数	117.0	127.8	117.8	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	113.6	109.7	104.4	105.0	105.0	105.0
固定资产周转天数	136.1	111.8	87.0	70.4	58.0	48.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.00%	-21.27%	-11.45%	-31.49%	-33.49%	-36.24%
EBIT利息保障倍数	-15.8	5.0	-11.6	-27.7	-11.1	-12.8
资产负债率	48.39%	37.34%	36.68%	26.35%	28.21%	29.69%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	2
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	3.00	2.00	1.75

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-12-13	增持	22.77	23.70~23.70

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH