



耐用消费品/可选消费品

乐歌股份 (300729)

积极扩张多重渠道，自主品牌稳步推进

——乐歌股份公司 2018 年报点评

	穆方舟 (分析师)	林昕宇 (分析师)	张心怡 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976212	010-59312799
	mufangzhou@gtjas.com	linxinyu@gtjas.com	zhangxinyi@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880518080003	S0880118070083

本报告导读:

公司是人体工学系列产品的国内龙头及品牌企业，未来有望通过向高附加值产品延伸、发展自主品牌和发力境外线上渠道实现稳步增长。

投资要点:

下调目标价至 27.75 元，维持增持评级。公司积极扩张渠道，通过构建自主品牌、产品结构持续优化将提升议价能力。受成本及费用影响，下调 2019~2021 年 EPS 至 0.87(-0.42)/1.11(-0.69)/1.42 元，参考可比公司给予 2019 年 25 倍 PE，下调目标价至 27.75 元，增持评级。

受成本及费用影响，业绩增长低于预期。公司 2018 年实现营收 9.47 亿元，同增 26.6%，实现归属净利润 0.58 亿元，同减 8.34%，实现扣非归属净利润 0.42 亿元，同减 21.83%。业绩增长低于预期来自于汇率波动及材料涨价，毛利率有所下降，此外公司加大营销推广投入带来销售费用增长较多，管理费用的增加主要来自于股权激励。

积极扩张渠道，布局境内境外的线上及线下市场。公司国际市场开拓上取得良好成绩，2018 年境外线下同增 25.22%，境外线上同增 25.44%。境内销售方面，公司在巩固线上电商平台业务的同时，积极探索和开拓国内不同市场渠道。随着市场竞争态势将日趋激烈，公司将投入更多资源匹配营销定位和渠道开拓，从而实现多层次渠道布局的稳步推进。

产品优化不断优化，人体工学健康办公工作站系列产品快速增长。公司依托极强的产品需求挖掘和开发能力，持续优化产品结构，高附加值高毛利产品逐步增加，工作站系列产品的收入占比从 2017 年 48% 增长到 2018 年 56%；此外公司积极布局自主品牌，2018 年销售收入占比达到 51.36%。随着自主品牌影响力不断提升，公司将进一步提升议价能力及盈利水平。

风险提示：原材料价格波动的风险，自主品牌推进进度不达预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	748	947	1,158	1,401	1,687
(+/-)%	53%	27%	22%	21%	20%
经营利润 (EBIT)	81	49	73	96	128
(+/-)%	22%	-39%	47%	32%	33%
净利润 (归母)	63	58	76	97	124
(+/-)%	5%	-8%	32%	27%	28%
每股净收益 (元)	0.72	0.66	0.87	1.11	1.42
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.9%	5.2%	6.3%	6.8%	7.6%
净资产收益率 (%)	9.1%	7.8%	9.6%	11.0%	12.6%
投入资本回报率 (%)	13.2%	6.4%	9.1%	11.9%	15.5%
EV/EBITDA	25.56	25.64	19.38	14.99	11.21
市盈率	31.29	34.14	25.80	20.36	15.86
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 27.75

上次预测: 43.26

当前价格: 22.51

2019.05.13

交易数据

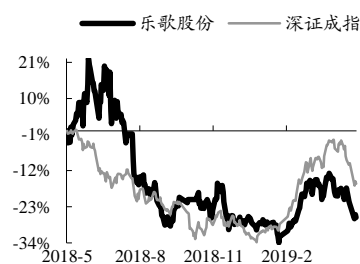
52 周内股价区间 (元)	20.36-38.96
总市值 (百万元)	1,966
总股本/流通 A 股 (百万股)	87/25
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	28%
日均成交量 (百万股)	1.35
日均成交值 (百万元)	34.12

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	752
每股净资产	8.60
市净率	2.6
净负债率	-27.40%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.16	0.12
Q2	0.19	0.23
Q3	0.15	0.20
Q4	0.17	0.32
全年	0.66	0.87

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-15%	7%	-28%
相对指数	0%	-9%	-10%

相关报告

《人体工学龙头开启自主品牌之路》
2018.06.02

模型更新时间: 2019.05.13

股票研究

可选消费品
耐用消费品

乐歌股份 (300729)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **27.75**

上次预测: 43.26

当前价格: 22.51

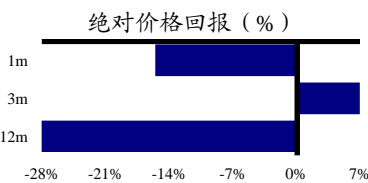
公司网址

www.loctek.com

公司简介

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。

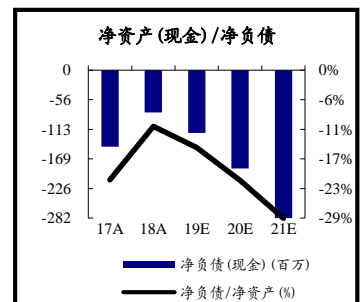
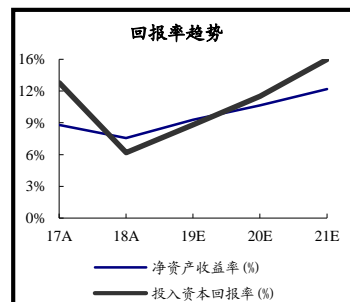
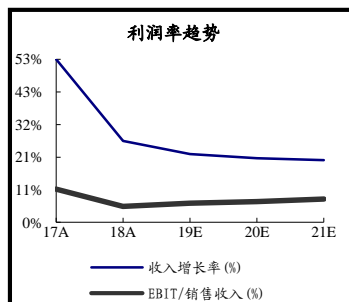
乐歌基于人体工学技术,围绕办公、家居两大场景,推出创新的人体工学产品。



52周价格范围 20.36-38.96
市值 (百万) 1,966

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	748	947	1,158	1,401	1,687
营业成本	396	528	631	756	898
税金及附加	7	8	9	11	14
销售费用	190	265	327	395	476
管理费用	47	61	75	91	110
EBIT	81	49	73	96	128
公允价值变动收益	0	-2	0	0	0
投资收益	0	10	9	10	11
财务费用	16	-4	4	5	5
营业利润	63	58	80	104	137
所得税	9	10	13	17	22
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	63	58	76	97	124
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	319	247	286	354	448
其他流动资产	436	531	585	651	727
长期投资	9	8	8	8	8
固定资产合计	229	226	205	184	163
无形及其他资产	104	154	179	203	228
资产合计	1,097	1,167	1,263	1,401	1,574
流动负债	355	423	461	519	586
非流动负债	54	5	5	5	5
股东权益	687	739	798	877	983
投入资本(IC)	541	658	678	689	701
现金流量表					
NOPLAT	71	42	62	82	109
折旧与摊销	21	24	23	23	23
流动资金增量	-2	-21	16	7	9
资本支出	-107	-50	-18	-18	-18
自由现金流	-17	-5	83	94	123
经营现金流	67	96	65	94	118
投资现金流	-266	-164	-9	-8	-7
融资现金流	326	-10	-17	-17	-17
现金流净增加额	128	-78	39	68	94
财务指标					
成长性					
收入增长率	53.3%	26.6%	22.3%	21.0%	20.3%
EBIT 增长率	21.5%	-39.2%	47.1%	32.1%	32.9%
净利润增长率	4.6%	-8.3%	32.3%	26.7%	28.4%
利润率					
毛利率	47.1%	44.2%	45.5%	46.1%	46.8%
EBIT 率	10.9%	5.2%	6.3%	6.8%	7.6%
归母净利润率	8.4%	6.1%	6.6%	6.9%	7.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	9.1%	7.8%	9.6%	11.0%	12.6%
总资产收益率(ROA)	5.7%	4.9%	6.0%	6.9%	7.9%
投入资本回报率(ROIC)	13.2%	6.4%	9.1%	11.9%	15.5%
运营能力					
存货周转天数	128	118	118	118	118
应收账款周转天数	34	29	29	29	29
总资产周转天数	427	436	383	347	322
净利润现金含量	107.2%	166.9%	85.6%	96.9%	95.5%
资本支出/收入	14.3%	5.3%	1.5%	1.3%	1.1%
偿债能力					
资产负债率	37.3%	36.7%	36.9%	37.4%	37.5%
净负债率	-21.3%	-10.9%	-15.0%	-21.4%	-28.7%
估值比率					
PE(现价)	31.29	34.14	25.80	20.36	15.86
PB	4.08	2.65	2.46	2.24	2.00
EV/EBITDA	25.56	25.64	19.38	14.99	11.21
P/S	2.59	2.08	1.70	1.40	1.17
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		