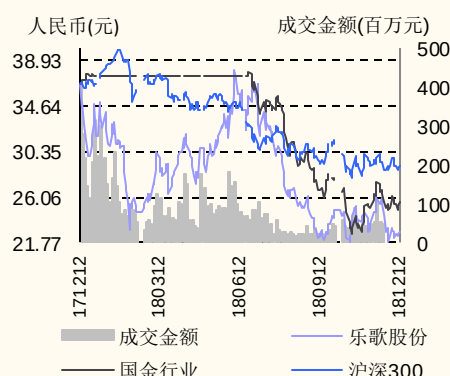


乐歌股份 (300729.SZ) 增持 (首次评级)

公司深度研究

市场价格 (人民币): 22.77 元
 目标价格 (人民币): 23.70-23.70 元
市场数据 (人民币)
 已上市流通 A 股 (百万股) 24.71
 总市值 (百万元) 1,990.00
 年内股价最高最低 (元) 38.00/21.77
 沪深 300 指数 3170.61



多维驱动快速成长，人体工学蓝海领航

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.93	0.73	0.76	0.95	1.13
每股净资产 (元)	5.22	7.99	11.06	11.69	12.45
每股经营性现金流 (元)	0.60	0.78	0.89	0.85	1.08
市盈率 (倍)	NA	44	30	24	20
净利润增长率 (%)	18.14%	4.54%	3.84%	25.08%	18.66%
净资产收益率 (%)	17.83%	9.14%	6.86%	8.11%	9.04%
总股本 (百万股)	64.50	86.00	86.00	86.00	86.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **境内人体工学领航者。**公司产品涵盖平板电视支架、显示器支架、升降桌/台以及桌边健身车等主要类别，以家居与办公为主要应用场景，通过自主品牌为核心、ODM/OEM 并举的经营模式，在境内外利用线上线下渠道进行产品销售。近年公司快速成长，2017 年分别实现营收/归母净利润 7.48 亿元/6,282.78 万元，同比分别增长 47.88%/4.57%；2018 前三季度分别实现营收/归母净利润 6.82 亿元/4,314.33 万元，同比分别增长 28.26%/-1.97%。
- **人体工学市场处于黄金成长期。**1) 欧美发达国家对人體工学的重视由来已久，而且均有政府下属部门对人體工学产品在工作环境中普及的推动，对于普通工作产品的替代使其逐渐成为工作环境“必需品”。2) 国内人體工学企业仍处成长期，头部企业市占率不足 10%，未来有机会扩大品牌效应，进一步整合市场。3) 办公场景将成为人體工学市场增长的突破口，升降工作台等产品直击“久坐办公”痛点，未来有望带动市场规模快速增长。
- **紧跟大健康消费趋势，多维度驱动业绩成长。**1) 公司具有高附加值的升降桌/台、桌边健身车等人體工学工作站类产品销售增长强劲，1H2018 取得营收 2.35 亿元，同比增长 55.14%，在总收入中占比 53.55%。未来伴随工作站类产品需求的持续放量与产能扩张，公司产品结构有望进一步优化。2) 境外市场为公司的核心销售市场，贡献超过 80% 的收入。公司自 2016 年加强境外市场广告营销力度，使得境外市场成为保障增长的动力，1H2018 境外市场取得营收 3.69 亿元，同比增长 31.33%。随着自主品牌产品在境外市场的推广以及线上销售渠道的拓展，也使得公司能够享有更高的综合毛利率。3) 1H2018 取得内销收入 6250.09 万元，同比增长 5.51%。公司在国内业务线上线下双向布局，线上依靠 M2C 直营模式降低运营成本，线下积极探索 M2B 模式。另一方面国内大力推广自主品牌产品。

估值与投资建议

- 境内外人體工学市场空间广阔，公司具有较强的品牌影响力，产品结构优化带动收入业绩持续向好，线上线下各渠道加大营销力度，助力销售额保持增长。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 分别为 0.76/0.95/1.13 元，给予公司 2019 年 PE25X，对应目标价为 23.7 元，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

- 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；首发原股东限售股份解禁的风险。

揭力

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

袁艺博

联系人
 yuanyibo@gjzq.com.cn

内容目录

乐歌股份：境内人体工学领航者	4
人体工学市场处于黄金成长期	7
欧美发达国家对人体工学的重视由来已久	7
人体工学在境内同样有广阔的发展空间	9
办公场景中的可升降工作台有望成为市场增长“爆发点”	10
产品结构优化，多维度驱动业绩成长	13
产品结构持续优化，人体工学工作站成为主力军	13
立足境外市场为公司提供持续成长动力	14
国内线上线下多渠道攫取商机	18
风险提示	20
盈利预测	20
关键假设	20
盈利预测	21

图表目录

图表 1：乐歌股份主要产品	4
图表 2：乐歌股份股权结构	5
图表 3：乐歌股份股权激励计划解除限售安排	5
图表 4：乐歌股份营业收入	6
图表 5：乐歌股份净利润	6
图表 6：公司 2018 年前三季度分产品营收占比	6
图表 7：公司 2018 年前三季度分地区营收占比	6
图表 8：公司原材料价格	6
图表 9：美元兑人民币汇率	6
图表 10：公司费用变动情况	7
图表 11：公司毛利率与净利率变动情况	7
图表 12：人体工学产品应用举例	7
图表 13：国外人体工学发展历程	7
图表 14：美国 OSHA 关于人体工学应用规定的制定过程	8
图表 15：欧盟 OSHA 对工作环境建设的部分指导建议	8
图表 16：全球电脑键盘市场规模	9
图表 17：人体工学键盘在全市场中占比变化	9
图表 18：国外主要人体工学企业	9
图表 19：境内主要人体工学竞争者	10
图表 20：2017 年主要人体工学企业境内营收	10
图表 21：2017 年境内人体工学市场市占率	10
图表 22：办公场景中的人体工学应用	11

图表 23: 志愿者使用升降桌后工作期间平均站/坐时间比例.....	11
图表 24: 美国公司提供/资助可升降工作台比例.....	12
图表 25: 2017 年中国网民职业结构.....	12
图表 26: 人体工学工作站产品销量.....	13
图表 27: 公司主营产品营收及占比.....	13
图表 28: 公司产品在境内线上平台均价.....	13
图表 29: 人体工学工作站系列产品平均销售价格.....	13
图表 30: 公司境外客户消费金额占比.....	14
图表 31: 公司境内客户消费金额占比.....	14
图表 32: 公司工作台/桌销量.....	14
图表 33: 公司工作台/桌销售收入占比.....	14
图表 34: 公司境外营收占比.....	15
图表 35: 公司境外营收及增长.....	15
图表 36: 公司广告费与亚马逊广告费 (单位: 万元)	15
图表 37: Google 和亚马逊平台费用占比.....	15
图表 38: 乐歌股份发展历程.....	16
图表 39: 公司自主品牌与 ODM/OEM 经营模式毛利率	16
图表 40: 公司境外销售模式结构.....	16
图表 41: 境外线上线下毛利率对比.....	16
图表 42: 境外线上市场发展.....	16
图表 43: 公司境外上平台销售模式.....	17
图表 44: 境外市场占比变化.....	17
图表 45: 美国加征关税公司毛利率影响测算.....	17
图表 46: 公司国内营收及增速.....	18
图表 47: 公司国内营收占比.....	18
图表 48: 公司国内市场销售模式结构.....	18
图表 49: 公司 M2C 线上直营模式销售流程.....	19
图表 50: 公司线上销售模式结构.....	19
图表 51: 天猫、京东不同销售模式净利率.....	19
图表 52: 公司国内线上线下销售结构.....	20
图表 53: 乐歌股份盈利预测.....	21

乐歌股份：境内人体工学领航者

- **全业务链覆盖，多种类产品逐鹿人体工学市场。**公司成立于 2002 年 3 月，前身为宁波丽晶时代电子线缆有限公司，目前是境内人体工学行业的领军企业，形成了涵盖市场调研、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完整业务链。公司以境外作为主要销售市场，主体围绕办公、家居两大场景，推出人体工学大屏支架与人体工学工作站系列产品。随着乐歌品牌在境内外人体工学市场知名度不断提升，公司有望持续保持高速增长。

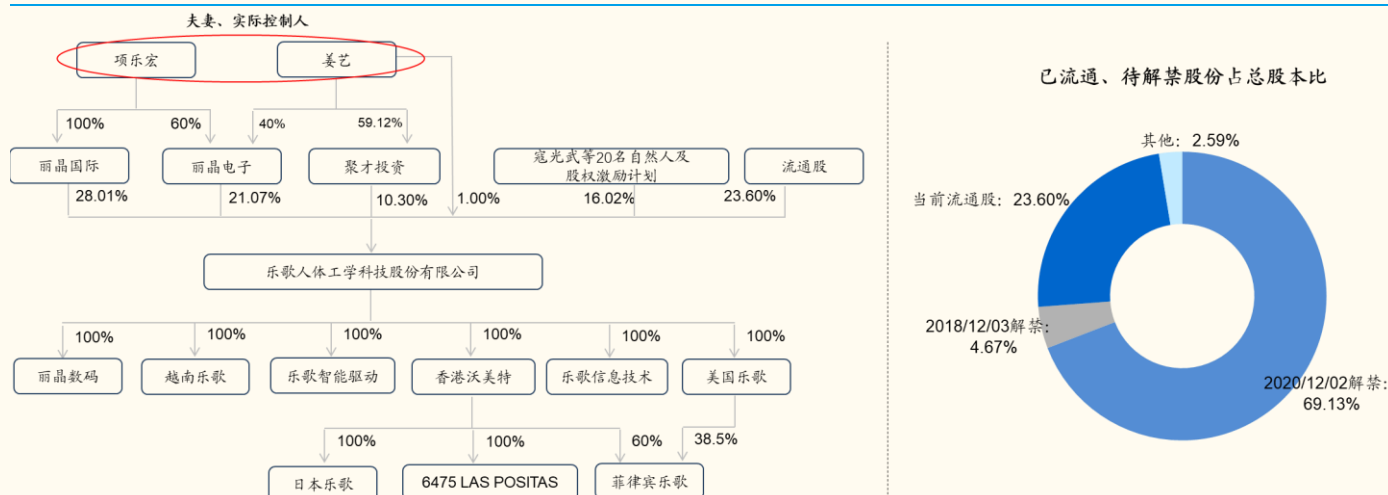
图表 1：乐歌股份主要产品



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **股权结构集中，激励计划彰显增长信心。**公司共同实际控制人为项乐宏、姜艺夫妇，直接或间接合计持有公司 60.35%股份。2018 年公司推出限制性股票激励计划，激励计划对象为公司中层管理人员及核心骨干人员共 42 人，获授的限制性股票共 139.58 万股，授予价格为 14.6 元/股，自激励计划授予完成后分三期解除限售，未达到解除限售条件的限制性股票由公司进行回购注销。

图表 2：乐歌股份股权结构



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：乐歌股份股权激励计划解除限售安排

解除限售时间及要求：



个人绩效考核要求：

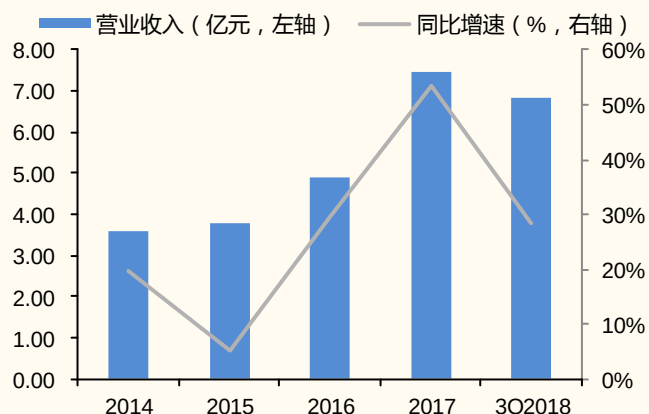
考核等级	考核结果	解限系数
A	$S \geq 90$	100%
B	$90 > S \geq 85$	85%
C	$85 > S \geq 60$	60%
D	$S < 60$	0

来源：公司公告，国金证券研究所

- **营收持续高速增长，利润增速放缓。**2017 年公司营业收入 7.48 亿元，同比增长 53.29%，实现归母净利润 6282.78 万元，同比增长 4.57%。2018 年前三季度公司录得营收 6.82 亿元，同比增长 28.26%，归母净利润 4314.33 万元，同比下降 1.97%。近年来，一方面公司产品结构持续优化，其中附加值更高的人体工学工作站系列产品在营收中占比从 2017 年的 47.88%提升至 2018 年前三季度的 53.81%；另一方面，公司产品在境外

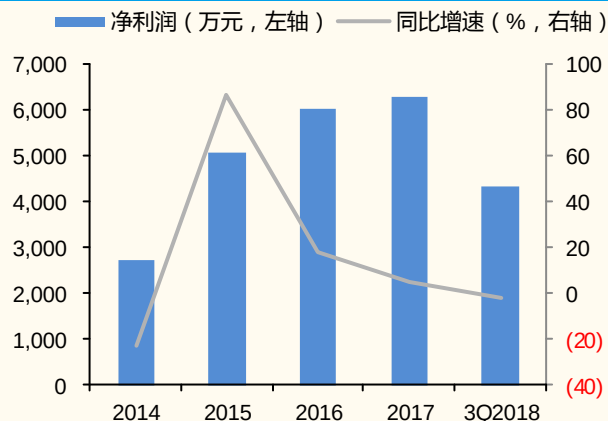
市场的销售仍为其主要营业收入来源，2018 年前三季度这一比例达到 83.87%，比 2017 年底提升 1.97pct。

图表 4：乐歌股份营业收入



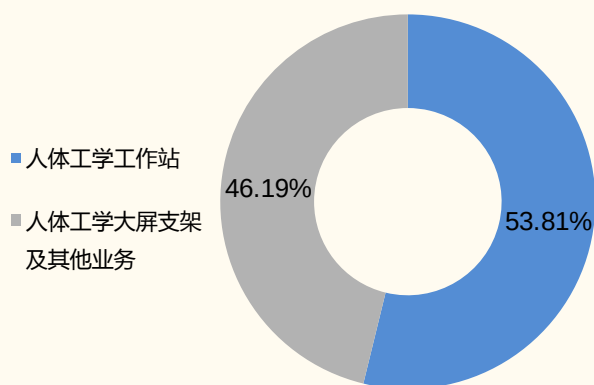
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：乐歌股份净利润



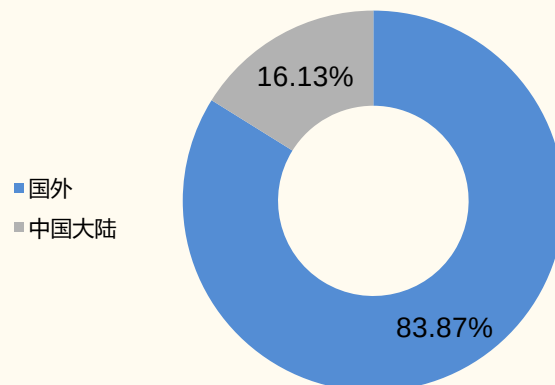
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：公司 2018 年前三季度分产品营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

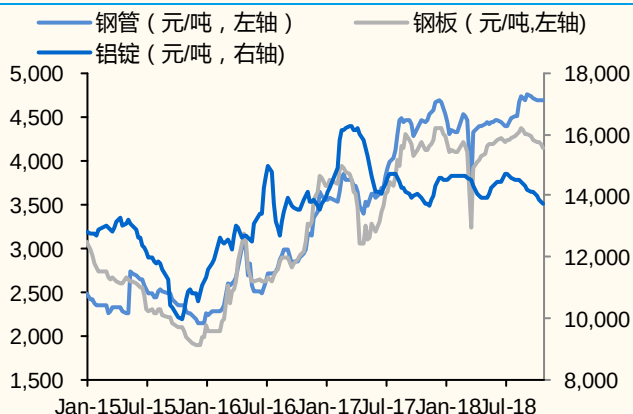
图表 7：公司 2018 年前三季度分地区营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

■ 公司暂处“高毛利、低净利”阶段。受产品主要原材料钢板、钢管、铝锭价格上涨影响，公司毛利率自 2016 年以来呈现下滑趋势，但通过优化产品结构与销售模式，毛利率依然维持在较高水平。另一方面，公司为拓展境内外市场而产生的广告宣传费用逐年上涨，在研发上的投入也随营收水涨船高，同时人民币兑美元的汇率波动影响出口业务盈利水平。综合当前公司整体呈现高毛利率，低净利率的特点。

图表 8：公司原材料价格

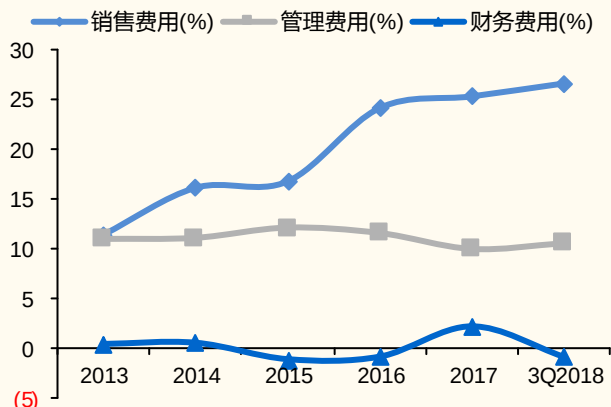


图表 9：美元兑人民币汇率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

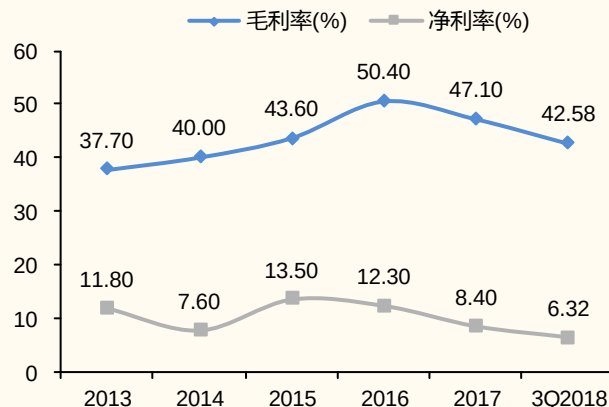
图表 10：公司费用变动情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：公司毛利率与净利率变动情况



来源：Wind，国金证券研究所

人体工学市场处于黄金成长期

欧美发达国家对人体工学的重视由来已久

什么是人体工学？ 人体工学是通过研究人与环境的关系，使得生产器具、生活器具、工作环境、生活环境等与人体功能相适应的一门综合性学科。人体工学产品的目的是使工具的使用方式尽量适合人体的自然形态，从而尽量减少使用工具造成的疲劳，提升工作效率。其应用领域广泛，包括办公用品、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。

图表 12：人体工学产品应用举例



来源：JR Ergonomics，国金证券研究所

人体工学在国外经历了不同的发展阶段。 人体工学在国外诞生于 19 世纪末，其发展大致可以分为四个阶段：1. 19 世纪末至第一次世界大战：将泰勒有关手工具设计特点和作业效率的关系研究和吉尔布瑞斯倡导的实验心理学应用于生产实践；2. 第一次世界大战至第二次世界大战：战争期间应对工作疲劳，加强战时工作效率和有效作用；3. 第二次世界大战至 20 世纪 60 年代：人体工学主要解决如何使复杂的机器适应人，从而减少疲劳、人为错误，提升作业效率；4. 20 世纪 70 年代至今：人体工学渗透到人类生活工作各个领域，紧密联系自动化系统、人机信息交互及人工智能。人体工学在国外起步很早，而且发展至今已经形成了比较成熟的技术体系与应用广度。

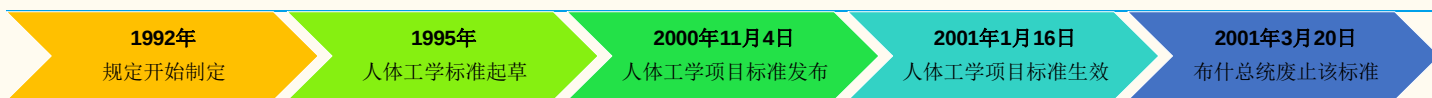
图表 13：国外人体工学发展历程



来源：乐歌股份官网，国金证券研究所

- 欧美国家的人体工学市场发展离不开政府相关部门的推动。人体工学技术之所以能够在欧美发达国家的生产工作中广泛应用，一方面来源于欧美国家对于人体工作健康的重视，另一方面政府相关部门也在人体工学应用的普及道路上起到了重要的推手作用。
- 美国：人体工学应用得到劳工部的支持。美国劳工部下属 OSHA（Occupational Safety and Health Administration，职业安全与健康管理局）长期关注因工作产生的肌肉骨骼疾患（MSDs），因此在利用人体工学的方式解决该问题上一直给予关注。经过历时 10 年的研究，OSHA 在 2000 年发布结果，由于人体工学关注不足导致的劳工补偿占据了 1/3，每年因此需要花费 150-200 亿美元，这也促成了美国 OSHA 对人体工学产品强制使用规定的制定。尽管该规定在 2001 年被时任总统废止，但是之后 OSHA 依然通过为各行业发布指导意见等形式来解决与人体工学相关的职业健康问题。

图表 14：美国 OSHA 关于人体工学应用规定的制定过程



来源：，国金证券研究所

- 根据美国 OSHA 的要求，所有员工，尤其是包含办公室工作在内的高患 MSDs 岗位的员工应该对该岗位的工作环境进行人体工学环境的评估，其有效过程包括管理层支持、员工共同参与、教育训练、发现问题、鼓励早期通报 MSDs 症状、落实改善方案控制危害、成效稽核。劳工部的支持客观上为办公室领域的人体工学产品应用提供了政府背书的需求保障，也使得办公室环境下的人体工学产品大面积应用。
- 欧洲：欧盟下属部门针对工作环境制定一系列标准。早在上世纪 90 年代，欧共体就有保护使用显示屏的员工的指导意见，同时英国、葡萄牙和西班牙也分别在 1992、1993 和 1997 年对此进行国家层面的立法。在此基础之上，欧盟的工作安全与健康局（OSHA）也针对建立健康的工作环境制定了一系列标准。

图表 15：欧盟 OSHA 对工作环境建设的部分指导建议

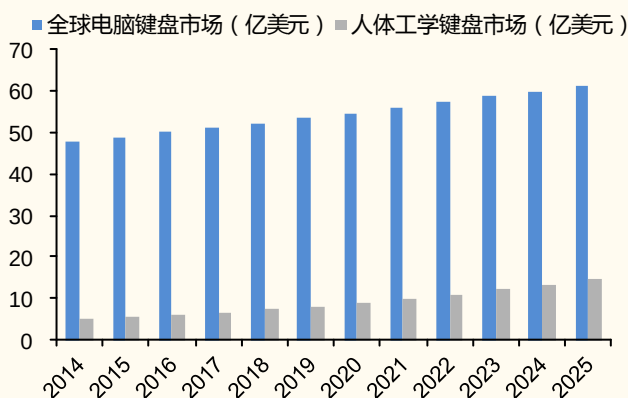
设备	建议
电脑显示器	显示器顶部应在或略低于视平线
	应该在放置人前一臂的距离处
	应该放在光源下面
	长时间使用笔记本电脑适用这一标准
键盘	应与使用者保持相对平行 应放置与肘部平行或略低于肘部
鼠标/其他输入设备	应该放置与肘部平行或略低于肘部 应与靠近键盘放置
座椅	必须可调节、且具有良好稳定性
	可以平稳的移动
	坐垫要舒适、起到缓冲 扶手应该远离座椅前缘，或者高度可调
工作台	手臂、手腕和手肘必须远离尖利的物品
	在办公桌下留有足够的腿部活动空间 桌子表面不能反光

来源：European Agency for Safety and Health at Work，国金证券研究所

- 对于普通工作产品的替代使人体工学产品逐渐成为工作环境中的“必需品”。根据美国劳工部 OSHA 的调查显示，美国每年约有 500 万人患有腕管综合症，因此目前北美市场上正在逐渐采用人体工学设计的键盘以更符合肌肉的支撑与移动。这种替代效应也使得原来销往美国的键盘代工商开始制作不同形状尺寸的人体工学键盘，带动这种新型产品的市场规模快速增长。事实上在欧美国家由政府相关部门主导的这种健康工作环境的营造，为人

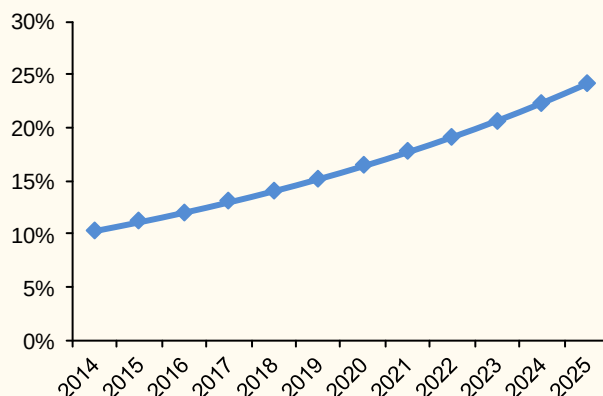
体工学产品去替代传统产品提供了合理性与正当性，在推升健康工作意识的同时也使得人体工学产品逐渐成为“必需品”而被市场所认可，从而引发专业制造商、大型连锁零售商在人体工学产品上的布局。

图表 16：全球电脑键盘市场规模



来源：Future Market Insights, 国金证券研究所

图表 17：人体工学键盘在全市场中占比变化



来源：Future Market Insights, 国金证券研究所

图表 18：国外主要人体工学企业

公司名称	公司简介
Ergotron	公司成立于 1982 年，总部位于美国明尼苏达州，并在欧洲有一个分部和四个分公司，在中国东莞有全资制造工厂。Ergotron 是英国上市公司 Melrose Industries 的下属子公司，并于 2012 年收购了行业内知名电视支架制造商 OmniMount。其主要产品包括显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等。Ergotron 在美国市占率很高，在中国最大的销售渠道是医疗渠道。2017 年 Ergotron 取得营收约 3.52 亿美元。
Human Scale	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。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、工作台灯等。
Milestone	公司成立于 1980 年，是美国大屏显示支架行业最大的公司，其在平板显示领域主要有两个品牌：Sanus 和 Chief。其中 Chief 主攻美国专业安装市场，Sanus 是全美销量第一的电视支架品牌，主攻民用零售市场。
Linak	公司成立于 1907 年，是全球最早的线性驱动行业生产商之一，在美国和中国有境外工厂，并在北京、上海、台湾等地设立了办事处。公司把线性驱动技术应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（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。
Dewert	公司总部位于德国，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一，专注于医疗护理领域的线性驱动产品。2010 年公司在中国嘉兴设立了生产基地，并在中国设立了销售公司。
Varidesk	公司总部位于美国，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。

来源：公司招股说明书, 国金证券研究所

人体工学在境内同样有广阔的发展空间

- 境内整体有待进阶提升，部分企业脱颖而出。目前境内人体工学行业整体仍处于初级阶段。一方面，境内人体工学市场中大多为同质化严重、技术含量较低的低端低价产品；另一方面，境内大多数公司的经营模式仍以 OEM/ODM 模式为主，市场竞争力较弱。而境内部分拥有自主品牌，产品质量突出、并具有一定设计研发能力的厂商则脱颖而出，主要包括乐歌股份、捷昌驱动，昆山泓杰，久正工学与宁波渠成。

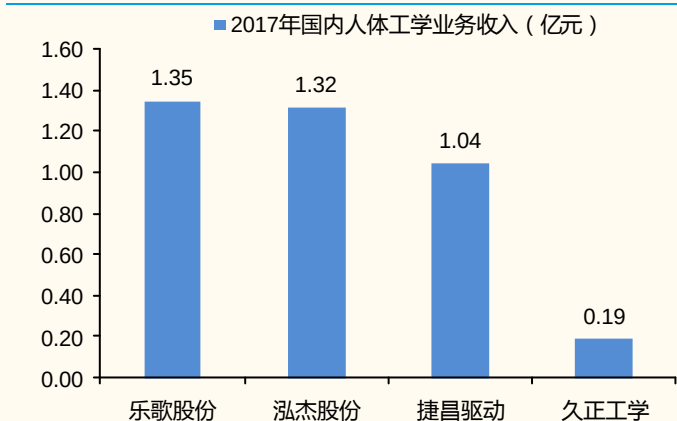
图表 19：境内主要人体工学竞争者

公司名称	公司简介
捷昌驱动	公司成立于 2000 年，专业从事线性驱动产品的研发、生产、销售。公司主要研发和生产电动推杆、升降立柱等，其主要产品有 ICU 电动病床、升降办公桌，以升降办公桌腿为主。
泓杰股份	公司成立于 2006 年，是一家集自主研发、生产和销售视听周边设备及提供各类需求解决方案于一体的生产研发型企业。公司主要业务为研发、生产、销售电视机支架、投影仪支架及可移动型推车支架等视听周边设备。
宁波渠成	公司成立于 2005 年，是一家拥有自主经营进出口权的外向型企业。主营业务包括音视频支架、台架及其配件，以及显示器支架、升降台/桌等人体工学类产品。
久正工学	公司成立于 2006 年，是一家境内领先的视听设备支架设计制造商。公司主要产品包括液晶电视支架、等离子电视支架、等离子电视支架、投影仪支架、DVD 支架、电脑显示器支架及视频会议推车、升降桌等。

来源：公司官网，公司国金证券研究所

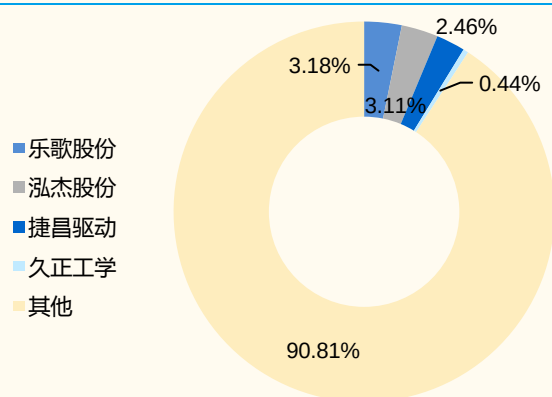
- **境内人体工学市场有待进一步整合。**根据测算，2017 年境内人体工学市场规模约为 40 亿元左右。由于目前境内人体工学头部企业均以境外为主要市场，境内业务收入相对较低，乐歌股份、泓杰股份、捷昌驱动、久正工学四家 A 股/新三板企业境内市场份额占比不足 10%。未来随着行业内部升级，具有品牌效应的头部企业有望进一步整合市场，扩大市场份额，境内市场集中度可进一步提升。

图表 20：2017 年主要人体工学企业境内营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：2017 年境内人体工学市场市占率

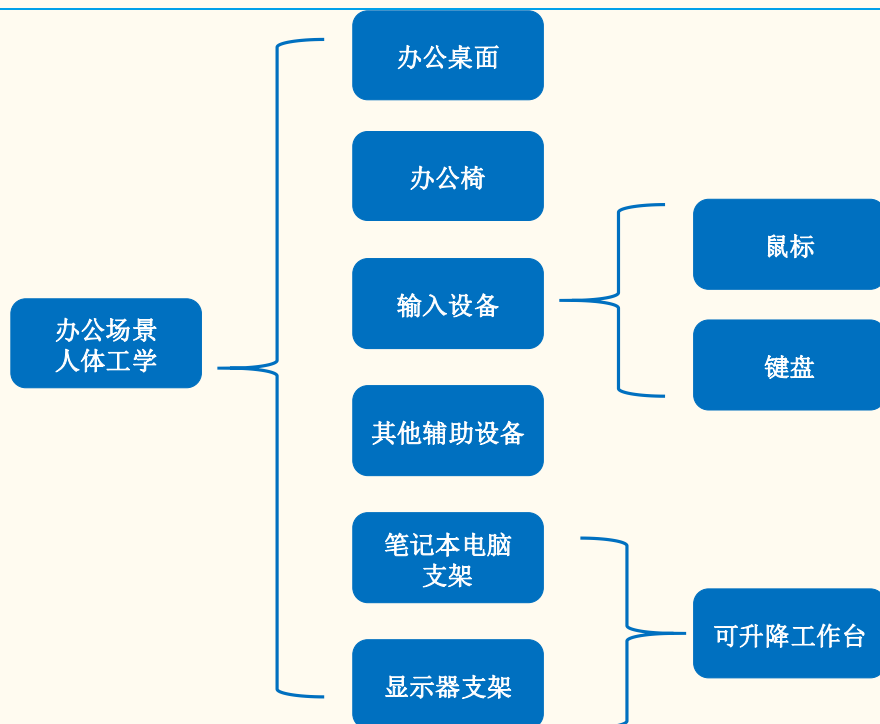


来源：Wind，国金证券研究所

办公场景中的可升降工作台有望成为市场增长“爆发点”

- **办公室场景逐渐成为欧美人体工学应用主流。**目前在欧美发达国家，人体工学已经被应用在日常生活中的各个领域，包括生产制造、医学治疗等等，而由于办公室雇员在整个办公室文化中地位的提升，雇主放权给雇员可以主动调整办公室环境以适应各自迥异的办公需求，这在近年来滋生了办公环境中人体工学工具、设备的应用需求，使得办公场景逐渐成为人体工学应用的主流。
- **办公室环境中的人体工学应用主要包含以下品类：**办公椅、办公桌面、输入设备（包含鼠标、键盘）、显示器支架、笔记本电脑支架、其他辅助设备。而由显示器、笔记本电脑支架衍生出了可调节升降办公台设备，便于多次调整办公姿势。由于此类产品可以有效解决办公室白领久坐带来的健康问题，因此受到境内外市场越来越多的重视。

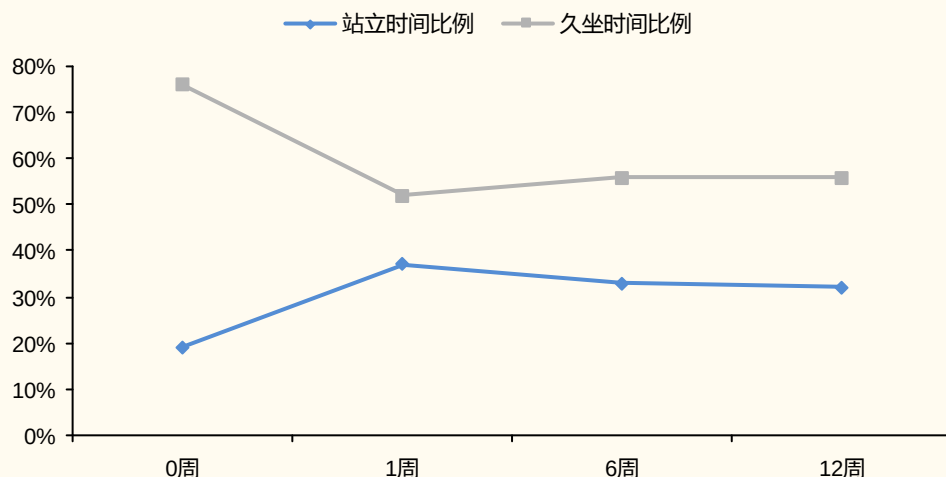
图表 22：办公场景中的人体工学应用



来源：WorkSafe NB，国金证券研究所

- **久坐办公有害健康，白领群体最为严重。**当前科学界几乎一致认为，不间断地久坐有害健康，久坐与脊柱病、肥胖、糖尿病等其他疾病显著增加有关。而白领是久坐一族的主要群体，根据《2016 上海白领健康指数白皮书》显示，上海白领体检异常比例高达 94.91%，其中颈椎、腰椎等脊柱病已成为“头号职业病”，伏案工作者的腰椎疾病整体发病率达 15%，是非伏案工作人群的 4-6 倍，改变白领人群久坐的现状刻不容缓。
- **升降桌/台类产品可解决久坐痛点。**解决白领一族的久坐问题最直接的方法就是增加工作中站立时间的比例，而以升降桌/台为代表的人体工学产品可以有效实现这一目标。2015 年英国拉夫堡大学发布的一篇研究报告显示，久坐办公室的志愿者在使用坐立两用可升降式办公桌后，有效增加了工作中站立时间的比例，同时减少了全天久坐的时长，促进了白领一族的工作方式向健康化方向改善。这一研究结果也为人体工学产品在办公场景的应用提供了理论基础。

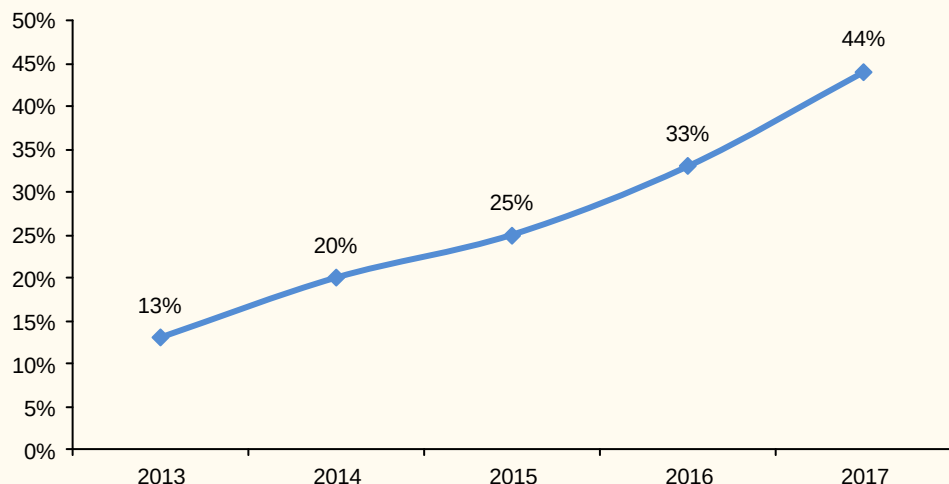
图表 23：志愿者使用升降桌后工作期间平均站/坐时间比例



来源：拉夫堡大学研究报告，国金证券研究所

- **升降桌/台在国外办公室渗透率高，增长快。**根据美国人力资源管理协会（Society for Human Resource Management，简称 SHRM）在 2017 年发布的调研报告数据显示，参与调查的人力资源专员中有 44% 表示公司会提供或资助可升降工作台的使用，这一数字较 2013 年的 13% 有大幅增长。美国研究机构 Credence Research 发布的研究报告也指出，到 2025 年全球可升降办公台的市场规模将达到 28 亿美元，在 2017-2025 年内实现两位数的复合增长率。

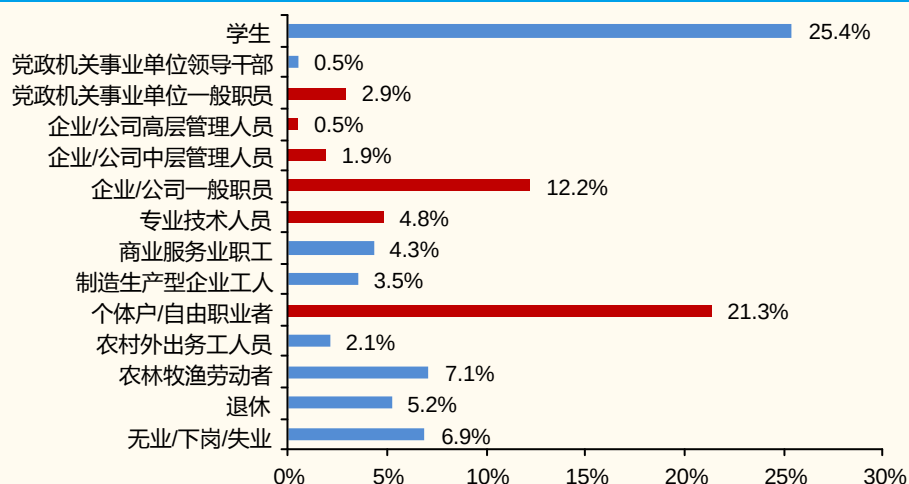
图表 24：美国公司提供/资助可升降工作台比例



来源：SHRM 2017 Employee Benefit 报告，国金证券研究所

- **中国久坐一族人数多。**我国拥有人数庞大的久坐办公群体。根据 2018 年 1 月 CNNIC 发布的第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2017 年 12 月我国网民规模达到 7.72 亿人，其中党政机关事业单位一般职员、企业/公司的管理人员和一般职员占比合计达到 17.5%。考虑到部分专业技术人员及自由职业者同样需要久坐工作，2017 年以白领为代表的久坐一族人数超过 1.5 亿。

图表 25：2017 年中国网民职业结构



来源：第 41 次《中国互联网络发展状况统计报告》，国金证券研究所

- **可升降工作台在境内办公室大有可为。**尽管近年来境内开始逐渐重视健康办公环境的营造，但是人体工学产品在境内办公室中的渗透率仍不足 1%，尤其是以升降工作台为代表的高端产品同美国等发达国家相比有较大差距。由于中国久坐办公室的白领基数庞大，办公场景中可升降工作台的渗透率

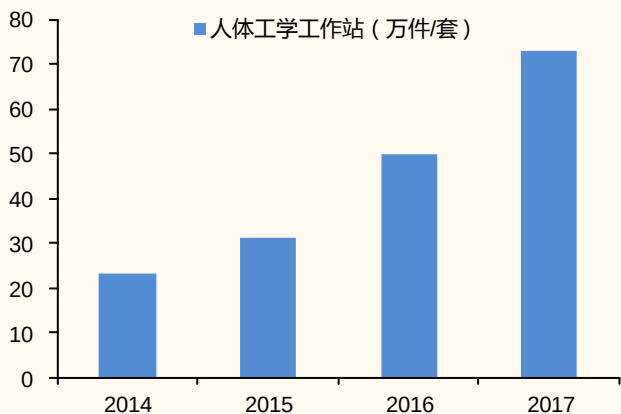
提升能够拓展更广阔的市场。

产品结构优化，多维度驱动业绩成长

产品结构持续优化，人体工学工作站成为主力军

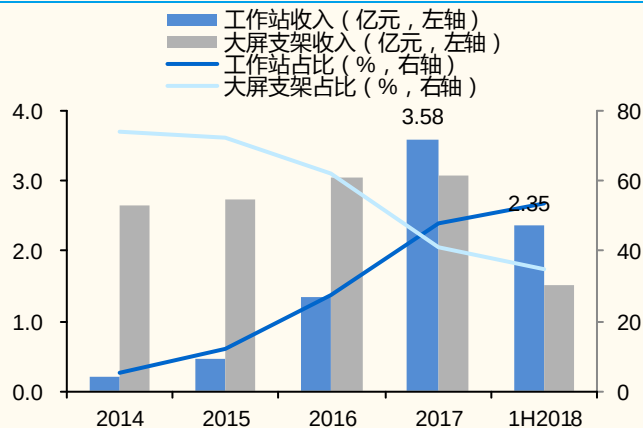
- **公司产品结构调整，横纵双向拓展工作站系列产品。**公司近年来持续深耕人体工学工作站系列产品，横向拓展了升降台、升降桌、桌边健身车等工艺复杂、技术含量较高的新产品，纵向升级了人体工学电脑支架等产品的设计和性能（如多屏电脑支架）。随着市场需求的增加，公司工作站系列产品的销量持续快速增长，2017 年达到 73 万件/套，取得销售收入 3.58 亿元，同比增长 169.62%。2018 年上半年公司工作站产品销售持续向好，在总营收中的占比从 2014 年 5.44% 成长至 2018 年三季度末 53.81%，贡献了公司超过一半的收入。

图表 26：人体工学工作站产品销量



来源：公司年报，国金证券研究所

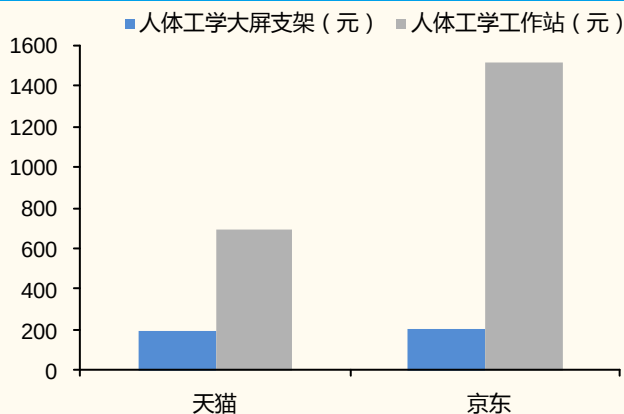
图表 27：公司主营产品营收及占比



来源：Wind，国金证券研究所

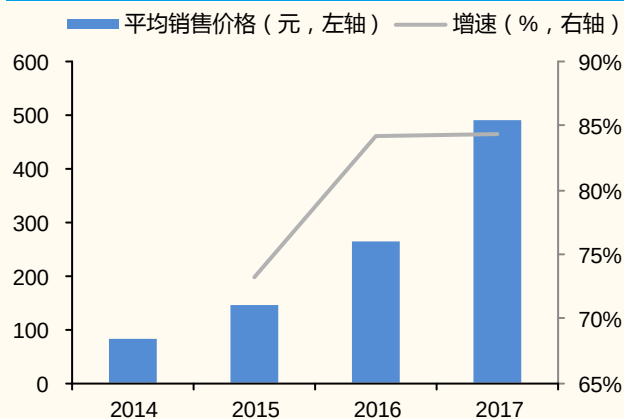
- **工作站系列产品可享更高溢价。**人体工学工作站系列产品目前正处于快速发展期。一方面此类产品更加契合健康办公的理念，同时升降台、升降桌、桌边健身车等高端新品附加的技术设计推高了产品附加值。因此公司工作站类产品可以享受更高定价，且平均销售价格快速上涨，从 2014 年 83.37 元/件增长至 2017 年 490.24 元/件，CAGR 达到 91.60%。

图表 28：公司产品在境内线上平台均价



来源：公司天猫、京东旗舰店，国金证券研究所

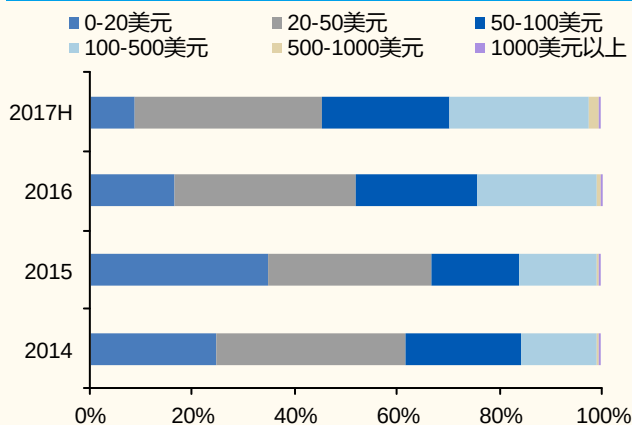
图表 29：人体工学工作站系列产品平均销售价格



来源：公司公告，国金证券研究所

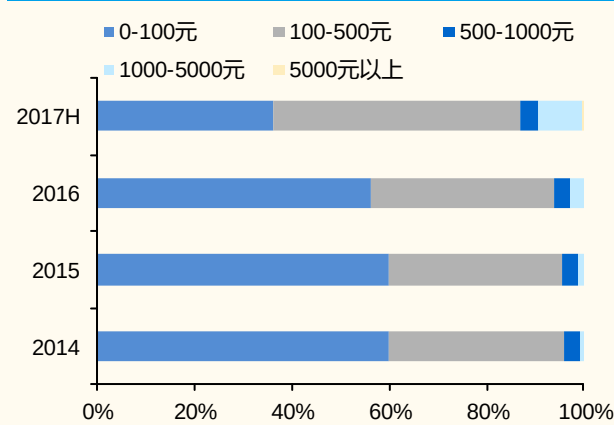
- **消费升级打开高价产品市场空间。**在消费升级的市场背景下，公司境内支出 100-500 元的客户已经成为主力消费者，境外支出 100-500 美元的客户数量也在逐年增加。随着消费观念的提升，公司单价更高的工作站系列产品的市场接受度有望进一步提升，预期未来产品销量有更大成长空间。

图表 30：公司境外客户消费金额占比



来源：公司招股书，国金证券研究所

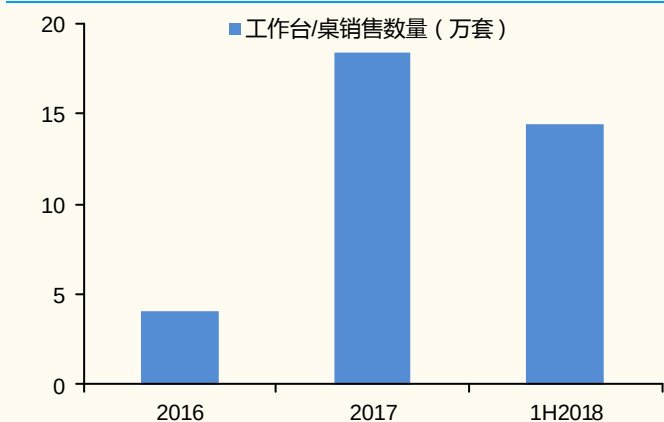
图表 31：公司境内客户消费金额占比



来源：公司招股书，国金证券研究所

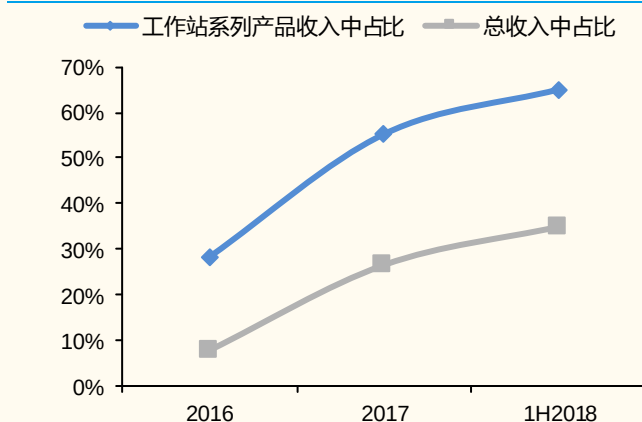
- **升降桌/台放量，成为公司营收增长发动机。**如前所述，办公场景中的可升降桌台将成为人体工学行业的爆点，公司的升降台、升降桌类产品于 2016 年面市后在境内外的销量迅速提升，仅 2017 年上半年的销量便达到 8.19 万套，超过 2016 年的总和（4.11 万套）。其中升降台产品在 2017 年上半年取得销售收入 8264.26 万元，贡献了工作站系列产品超过一半的营收。2018 年上半年公司升降桌/台产品销售依旧保持高增速，其中升降台同比增长 45.71%，升降桌同比增长 505.61%，合计录得销售收入近 1.53 亿元，同比增长 84.30%。未来市场对升降桌/台的需求有望持续放量，公司针对升降桌/台、桌边健身车的大单品战略将为公司业绩增长提供动力。

图表 32：公司工作台/桌销量



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 33：公司工作台/桌销售收入占比



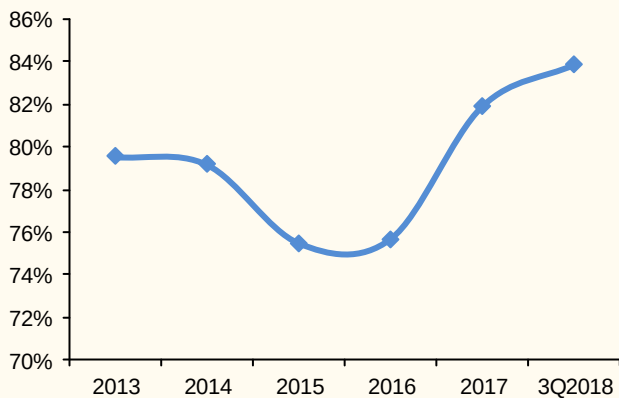
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **新建产能助力产品结构进一步调整。**公司部分上市募集资金将用于新增 20 万套升降台产能以及 15 万套升降桌产能。考虑到公司 2017 年至今升降台、升降桌持续快速放量，相关产能的提升将成为公司产品结构进一步调整优化的保障。

立足境外市场为公司提供持续成长动力

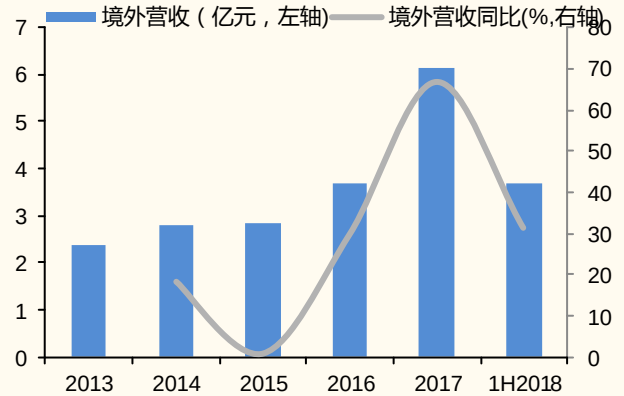
- **境外市场是公司最主要的营收来源。**境外市场一直以来都是公司主要的销售市场，贡献了公司 80%左右的营收。公司近年来在境外一直加强宣传推广力度与销售渠道的拓展，使得境外收入保持着较快速度的增长，2018 年前 6 月公司境外市场收入 3.69 亿元，同比增长 31.33%。境外业务的持续快速增长也是提振公司业绩的保障。

图表 34：公司境外营收占比



来源：Wind，国金证券研究所

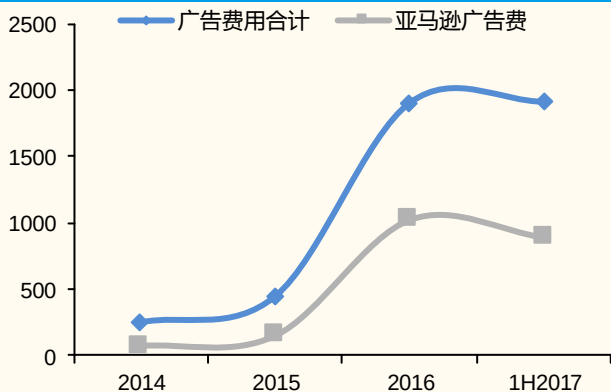
图表 35：公司境外营收及增长



来源：Wind，国金证券研究所

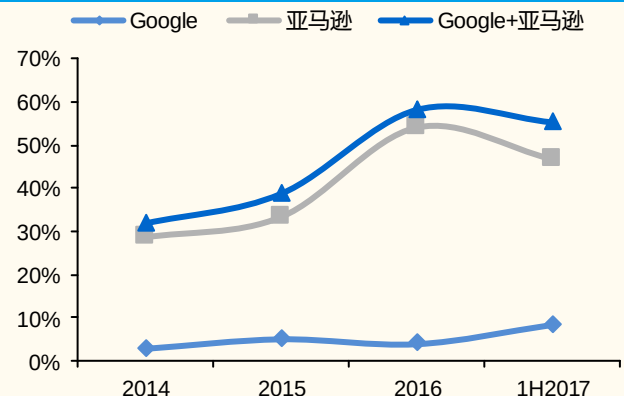
- 公司在境外市场不断加强广告营销。公司的广告费用在 2016 年大幅上涨，主要原因为公司为大力开拓境外市场，增加了亚马逊平台的广告投放力度。另一方面，2017 年上半年公司在亚马逊和 Google 平台的广告费占到全部广告费的 55.12%，另外还有 35.55% 的广告费投放在境外航空杂志上。由此可见公司对于最主要收入来源的境外市场的重视，同时对于境外市场营销的大力投入也带来了公司境外收入的不增长。

图表 36：公司广告费与亚马逊广告费 (单位：万元)



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

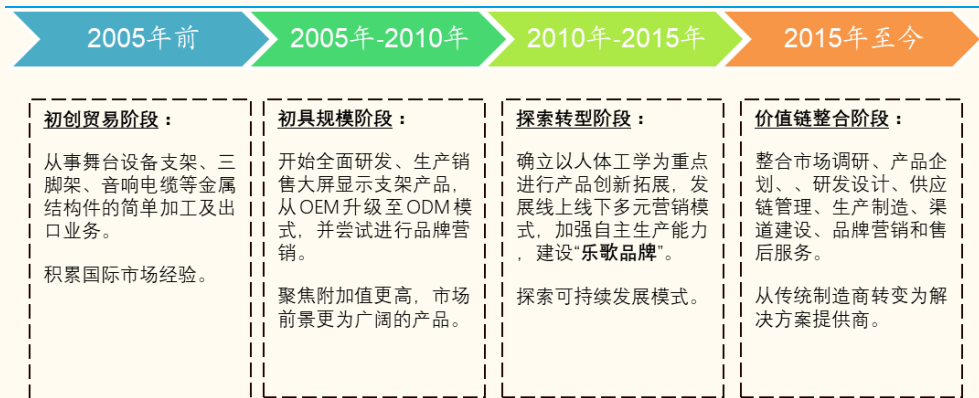
图表 37：Google 和亚马逊平台费用占比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

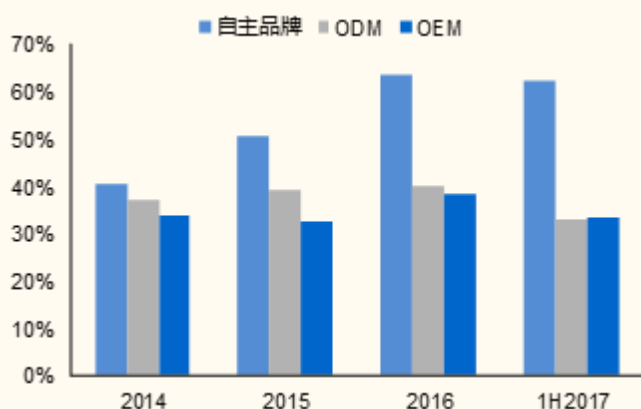
- 公司由 OEM/ODM 代工向自主品牌转型。自 2010 年开始，公司逐渐摆脱 OEM/ODM 的生产模式，开始由“乐歌制造”向“乐歌品牌”转型。由于自主品牌产品的定价和毛利率要高于 OEM/ODM 模式，且自主品牌“乐歌 Loctek”在境外销售中的比例不断提高，推动公司近年营业收入不断增长，且毛利率能够稳定在较高水平。

图表 38：乐歌股份发展历程



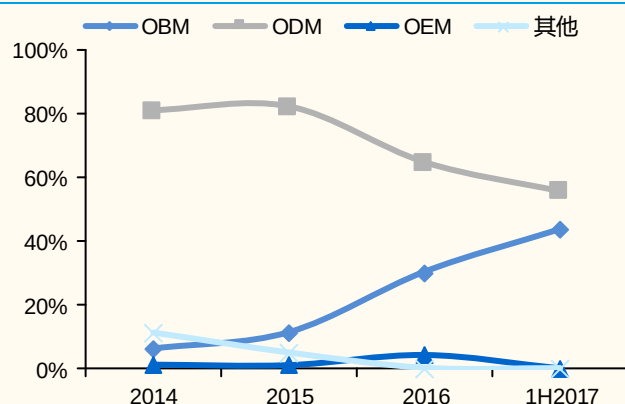
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 39：公司自主品牌与ODM/OEM经营模式毛利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

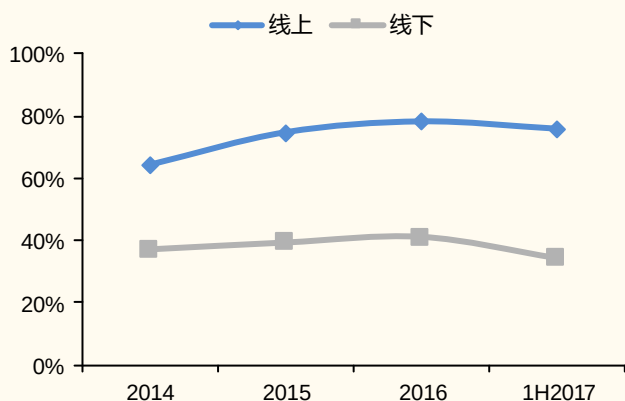
图表 40：公司境外销售模式结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

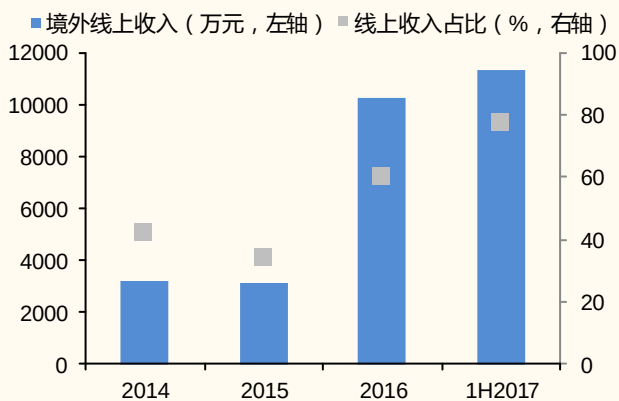
- **线上线下渠道双向拓展。**公司在境外的业务最开始以 ODM 模式为主，因此集中在线下渠道，客户包括家乐福、麦德龙、Hama GmbH & Co KG（德国配件制造商）等；而伴随公司自主品牌的发展以及互联网电商的普及，2013 年公司在境外市场拓展了 Amazon、eBay 等线上渠道。由于公司在境外线上渠道主要销售的是自主品牌的产品，因此境外线上毛利率高于线下，同时由于公司在 2016 年加强了在境外市场的线上宣传，因此公司 2016 年在境外的线上收入大比例提升。

图表 41：境外线上线下毛利率对比



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

图表 42：境外线上市场发展



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 公司在境外线上销售的平台主要包括 Amazon、eBay、FlexiSpot，其中 Amazon 以 FBA（代发模式）模式为主，即公司将产品运送至当地

Amazon 仓库，由 Amazon 代为发货；而在 eBay 和 FlexiSpot 则完全通过自设店铺的自营方式直接向终端消费者销售。

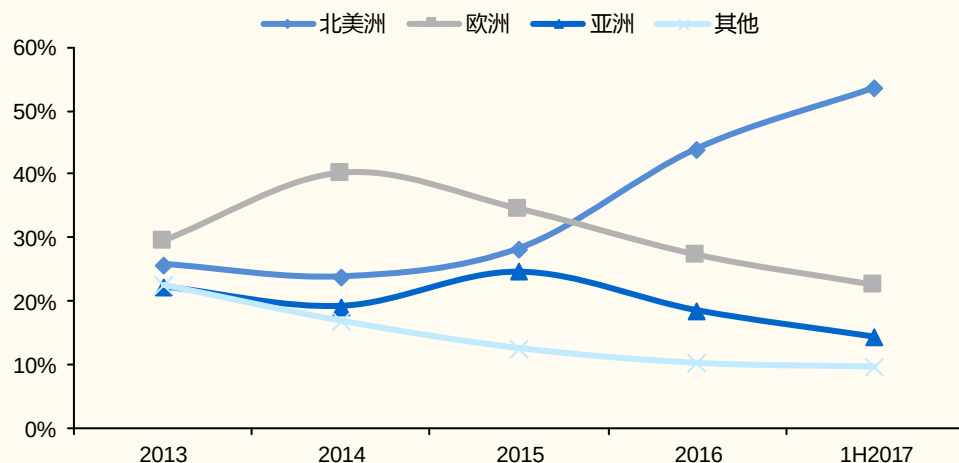
图表 43：公司境外上平台销售模式

平台	销售模式
Amazon	FBA 代发模式（主要）：公司将产品运至当地 Amazon 仓库，由 Amazon 代为发货并负责售后
	自发货模式：客户在 Amazon 发货下单后由公司向客户安排发货
	SBA 自营模式：Amazon 向公司买断采购，由 Amazon 向终端消费者销售并提供服务
eBay	直营：公司在平台上自设店铺向终端消费者销售
FlexiSpot	直营：公司自建电商平台向终端消费者销售

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **境外市场看北美，北美市场看美国。**北美地区和欧洲地区一直都是公司境外最大的销售市场，而随着公司的线上业务和自主品牌销售在境外逐渐铺开，境外线上业务集中的北美市场在 2016 年底成为公司最大的境外市场。2017 年上半年北美地区销售收入占境外收入总额的 53.63%，同时美国市场占据北美市场的 80%左右，在公司全部境外业务中占比约 40%。

图表 44：境外市场占比变化



来源：Wind，国金证券研究所

- **贸易战将透过境外销售影响公司综合毛利率。**9 月 18 日美国总统特朗普宣布对 2000 亿美元中国产品增加 10% 关税，并于 9 月 24 日实施，同时 2019 年 1 月 1 日上升至 25% 关税。公司电脑升降台、智能升降桌、电脑架、大屏显示器支架产品也在该征税名录中。加征关税将在价格端降低公司产品在美国市场的竞争力，为对冲关税影响公司将有必要采取降价手段从而影响公司的整体毛利率。目前美国市场占公司境外总销量的 40%，尽管在 12 月的 G20 峰会上中美两国设定了 3 个月的谈判期限，但考虑到贸易战的不确定性，我们将对在 10% 和 25% 两种关税下对于公司的综合毛利率影响进行测算。

图表 45：美国加征关税公司毛利率影响测算

关税维持在 10%

	境内销售比例	境外销售比例	综合毛利率	与 1H2018 毛利率相差
测算 1	20%	80%	39.35%	-2.49%
测算 2	30%	70%	38.69%	-3.15%
测算 3	50%	50%	37.38%	-4.46%

关税增加至 25%

	境内销售比例	境外销售比例	综合毛利率	与 1H2018 毛利率相差
--	--------	--------	-------	----------------

关税维持在 10%

测算 1	20%	80%	35.31%	-6.53%
测算 2	30%	70%	35.16%	-6.68%
测算 3	50%	50%	34.86%	-6.98%

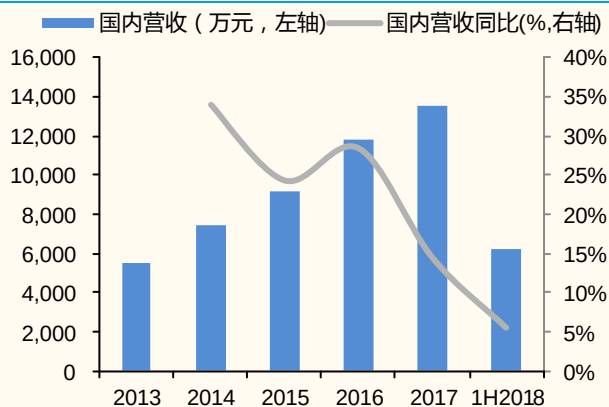
来源：国金证券研究所，注：以上测算以公司 1H2018 境内业务的毛利率为基准

- 通过以上测算可见，在当前的境内外销售比例（境外销售约占 80%）下，10%的关税将会使公司综合毛利率下降 2.5pct，如果关税提升至 25%则会使毛利率下降超过 6.5pct。目前公司有计划通过扩大越南工厂对于美国市场的出口从而尽可能降低贸易战的影响，但是考虑到公司越南工厂产能有限，公司仍将受到贸易战影响，未来综合毛利率将会下降。

国内线上线下多渠道攫取商机

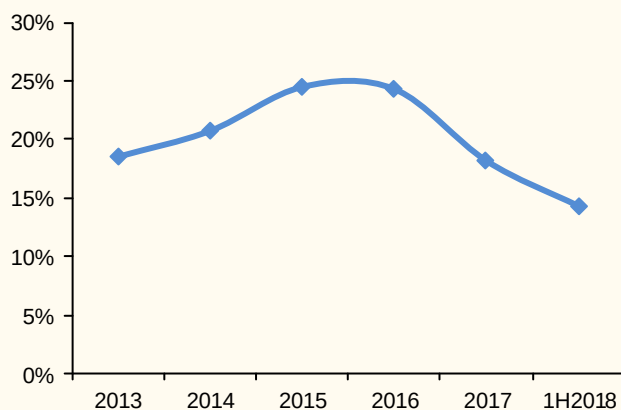
- 国内市场销售额稳步增长。公司海外市场销售快速增长的同时，国内市场销售也在稳步增长。2018 年上半年公司国内销售收入 6250.09 万元，同比增长 5.51%。由于公司在国内市场的销售增速低于海外市场，因此国内市场销售占比今年略有下降。

图表 46：公司国内营收及增速



来源：wind，国金证券研究所

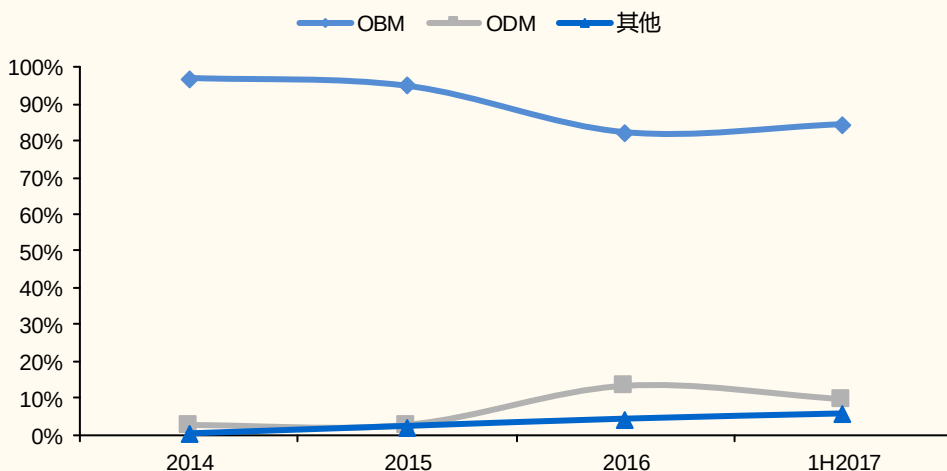
图表 47：公司国内营收占比



来源：wind，国金证券研究所

- 自主品牌发展同样利好国内市场。公司在国内市场的销售以自主品牌和 ODM 两种模式为主，且自主品牌占比要高于海外市场，超过 80%。2016 年以来公司在境内对于自主品牌宣传推广的提升也使得 OBM 产品销售占比开始回升，高毛利率的自主品牌产品也保证了公司在国内市场的业绩稳中向好。

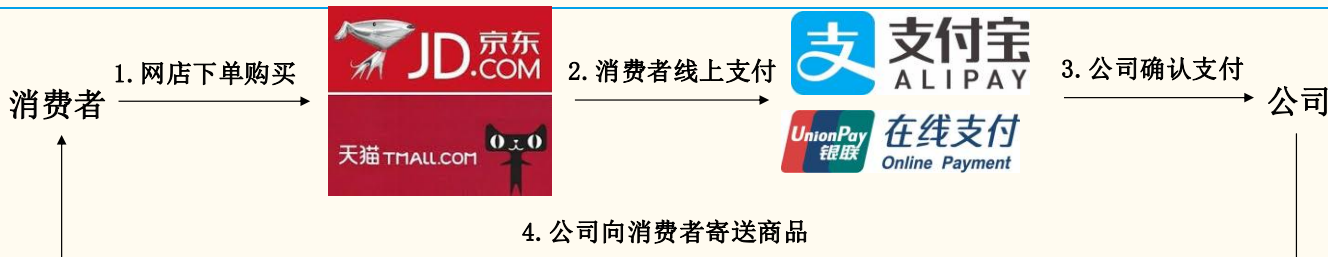
图表 48：公司国内市场销售模式结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **线上 M2C 模式发力电商平台。**伴随公司建立自主品牌，公司在 2010 年布局国内线上渠道，主要销售自主品牌产品。公司在国内的线上销售主要通过大型电商平台进行，包括天猫旗舰店、京东旗舰店等，根据不同平台经营特点，公司线上销售以 M2C 直营模式为主，分销模式为辅。M2C 直营模式指公司作为产品制造商通过电商平台直接面向消费者，减少中间批发商、零售店等环节，有效把控包括市场调研、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在内的全业务价值链，通过纵向一体化实现公司效益最大化，同时提升消费者购买及售后体验。

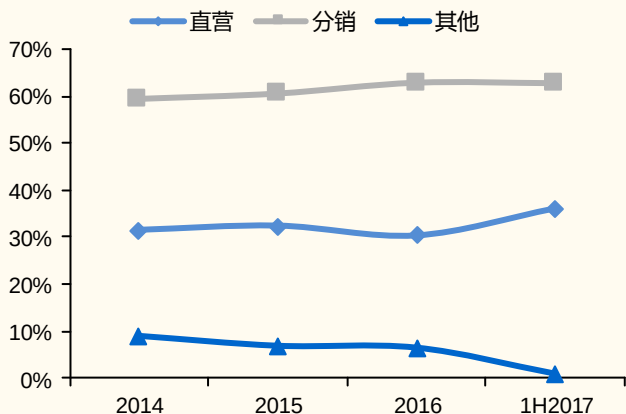
图表 49：公司 M2C 线上直营模式销售流程



来源：公司公告，国金证券研究所

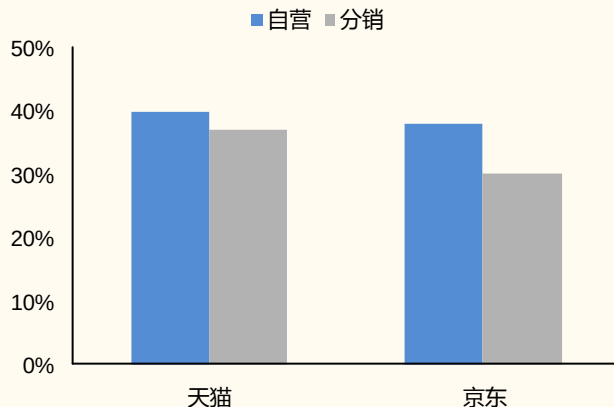
- **线上分销模式**指公司将产品销售给京东等分销商，并由分销商通过自身平台销售给最终消费者，并负责产品配送。公司目前在境内线上分销模式占比仍然较高，主要因为京东买断公司产品并通过京东自营销售的比例较高，但 M2C 直营模式占比正缓慢提升中，由于直营模式的净利率要高于分销模式，M2C 模式比例上升将有利于公司盈利边际上涨。

图表 50：公司线上销售模式结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

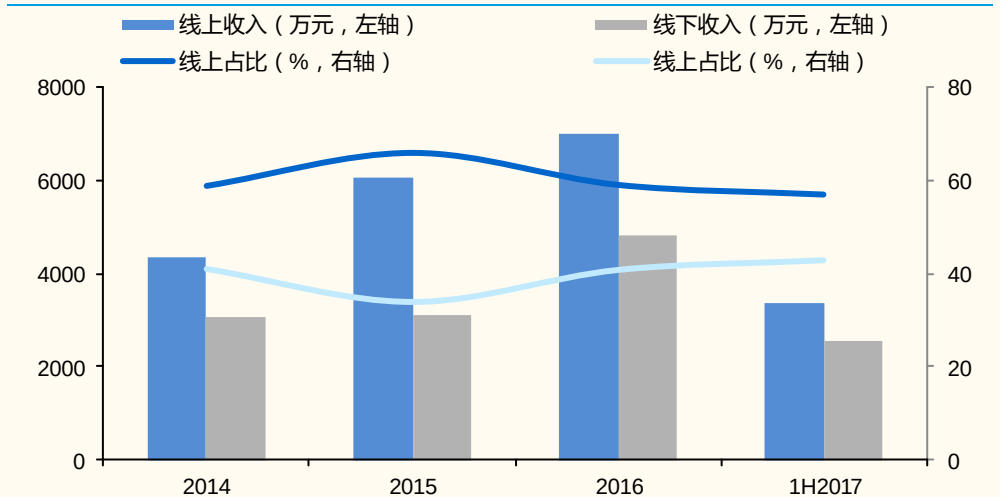
图表 51：天猫、京东不同销售模式净利率



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- **国内线下渠道积极布局。**公司在巩固提升线上业务的同时，也通过一系列经销商会议积极布局境内市场渠道，服务客户包括 IT 集成商、办公集成商、国内知名家电/电脑厂商等。公司在境内线下以销售自主品牌产品为主，同时也有少量采用双品牌或 ODM 的合作模式。另外为积极开拓境内线下渠道，公司也在 2018 年开始尝试进行 M2B 的直营销售模式探索。未来国内线下渠道的拓展有望提高公司在国内市场的竞争力与销售业绩。

图表 52：公司国内线上线下销售结构



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

风险提示

■ 原材料价格持续上涨的风险

公司主要原材料为钢板、钢管、铝锭，受 2017 年以来原材料价格上涨影响，2017 年和 3Q2018 毛利率同比分别下降 3.33pct./4.68pct.。若后续原材料价格持续上涨，将导致公司成本端压力不断增加，进而影响整体盈利能力，压制业绩增长。

■ 中美贸易战导致自主品牌盈利能力下降的风险

公司于 2010 年开始进行自主品牌建设，且在海外市场大力推进自主品牌宣传。现阶段来看，自主品牌产品收入在 60%左右，为公司重要的收入与利润来源。我们认为，目前公司自主品牌正处在快速成长阶段，盈利能力正逐步伴随规模扩大而增长。虽然中美贸易战阶段性暂缓，但仍有持续的可能，出口关税的增加势必降低公司自主品牌盈利能力。另一方面，伴随行业竞争加剧，自主品牌高毛利状态恐存在不可持续性。

■ 汇率波动拖累公司业绩增长的风险

公司出口业务收入占比超过 80%，作为出口型企业汇率波动，一方面将影响产品出口销量。另一方面，公司销售以外汇结算，存在形成汇兑损失可能，导致利润端增长承压。

■ 海外市场需求放缓的风险

现阶段国外人体工学市场发展实际上已经较为成熟，对于相关产品消费和换新等需求增长相对稳定。叠加全球宏观经济不景气，压制居民消费意愿，人体工学产品的海外市场需求增长存在放缓可能。此外，若公司对于产品功能性开发有所放松，将有可能导致海外市场对公司产品需求减少。

■ 首发原股东限售股份解禁的风险

2018 年 12 月 3 日，首发原股东限售股份 408 万股解禁，分别占解禁前总股本和流通股本的 4.67%和 19.78%。

盈利预测

关键假设

- 年产 100 万台显示器支架及 35 万台升降台（桌）项目预计建设期 36 个月，于 2017 年开建。假设 2020 年 4 季度开始，该项目投入试生产。2018-2020 年，未预计该项目贡献收入。

- 模具中心升级项目建设期 36 个月，于 2017 年 4 季度开建。项目全面达产后，可增加公司产品制造能力。假设 2020 年 4 季度开始，该项目逐步投入试生产。2018-2010 年，未预计该项目贡献收入。

盈利预测

图表 53：乐歌股份盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（万元）	29,892.9	35,775.1	37,656.3	48,786.3	74,783.1	91,440.0	110,876.9	134,170.8
人体工学工作站	1,246.0	1,945.0	4,521.0	13,279.0	35,802.0	48,332.7	63,799.2	82,938.9
人体工学大屏支架	22,403.0	26,447.0	27,240.0	30,374.0	30,652.0	34,023.7	37,085.9	40,052.7
其他主营业务	5,646.0	7,100.0	5,711.0	4,862.0	7,843.0	8,548.9	9,403.8	10,532.2
其他	597.9	283.1	184.3	271.3	486.1	534.7	588.2	647.0
营业成本（万元）	18,619.5	21,452.0	21,247.1	24,187.7	39,564.7	49,493.8	60,245.0	73,121.6
人体工学工作站	710.3	1,088.0	2,356.0	6,023.0	16,785.0	23,779.7	31,875.3	42,060.5
人体工学大屏支架	13,777.8	16,268.0	15,392.0	15,857.0	19,158.0	21,605.1	23,752.6	25,868.8
其他主营业务	3,701.5	3,838.0	3,323.0	2,193.0	3,317.6	3,761.5	4,231.7	4,768.5
其他	429.8	258.0	176.1	114.7	304.1	347.5	385.4	423.9
业务利润（万元）	11,273.5	14,323.1	16,409.1	24,598.5	35,218.4	41,946.2	50,632.0	61,049.2
人体工学工作站	535.7	857.0	2,165.0	7,256.0	19,017.0	24,553.0	31,923.8	40,878.5
人体工学大屏支架	8,625.2	10,179.0	11,848.0	14,517.0	11,494.0	12,418.7	13,333.3	14,184.0
其他主营业务	1,944.5	3,262.0	2,388.0	2,669.0	4,525.4	4,787.4	5,172.1	5,763.8
其他	168.2	25.1	8.1	156.5	182.0	187.1	202.8	223.0
毛利率（%）	37.7	40.0	43.6	50.4	47.1	45.9	45.7	45.5
人体工学工作站	43.0	44.1	47.9	54.6	53.1	50.8	50.0	49.3
人体工学大屏支架	38.5	38.5	43.5	47.8	37.5	36.5	36.0	35.4
其他主营业务	34.4	45.9	41.8	54.9	57.7	56.0	55.0	54.7
其他	28.1	8.9	4.4	57.7	37.4	35.0	34.5	34.5
增速（%）	-	19.7	5.3	29.6	53.3	22.3	21.3	21.0
人体工学工作站	-	56.1	132.4	193.7	169.6	35.0	32.0	30.0
人体工学大屏支架	-	18.1	3.0	11.5	0.9	11.0	9.0	8.0
其他主营业务	-	25.8	-19.6	-14.9	61.3	9.0	10.0	12.0
其他	-	-52.6	-34.9	47.2	79.2	10.0	10.0	10.0

来源：Wind，国金研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2018-2020 年净利润分别为 0.65/0.82/0.97 亿元，三年 CAGR15.57%，完全摊薄后每股收益为 0.76/0.95/1.13 元。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	377	488	748	914	1,109	1,342
增长率		29.6%	53.3%	22.3%	21.3%	21.0%
主营业务成本	-212	-242	-396	-495	-602	-731
%销售收入	56.4%	49.6%	52.9%	54.1%	54.3%	54.5%
毛利	164	246	352	419	506	610
%销售收入	43.6%	50.4%	47.1%	45.9%	45.7%	45.5%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-9	-11	-14
%销售收入	1.1%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-63	-118	-190	-240	-288	-346
%销售收入	16.8%	24.2%	25.4%	26.3%	26.0%	25.8%
管理费用	-45	-56	-75	-96	-118	-144
%销售收入	12.1%	11.5%	10.0%	10.5%	10.6%	10.7%
息税前利润 (EBIT)	51	67	81	74	89	107
%销售收入	13.6%	13.7%	10.9%	8.1%	8.1%	8.0%
财务费用	4	4	-16	0	3	3
%销售收入	-1.1%	-0.9%	2.2%	0.0%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	1	-4	-5	-1	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	1	1
%税前利润	1.1%	1.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
营业利润	58	68	63	74	93	110
营业利润率	15.4%	13.9%	8.4%	8.0%	8.4%	8.2%
营业外收支	3	2	8	3	3	4
税前利润	61	69	72	77	96	114
利润率	16.1%	14.2%	9.6%	8.4%	8.7%	8.5%
所得税	-10	-9	-9	-12	-14	-17
所得税率	16.3%	13.4%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	51	60	63	65	82	97
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	51	60	63	65	82	97
净利率	13.5%	12.3%	8.4%	7.1%	7.4%	7.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	51	60	63	65	82	97
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	18	26	32	37	43
非经营收益	-3	-12	9	3	-1	-1
营运资金变动	13	-28	-31	-23	-44	-45
经营活动现金净流	73	39	67	76	74	93
资本开支	-21	-99	-107	-75	-75	-75
投资	18	-6	-161	0	0	0
其他	68	0	2	0	1	1
投资活动现金净流	66	-105	-266	-75	-75	-74
股权募资	0	23	311	0	0	0
债权募资	-33	73	16	-123	0	1
其他	-9	-102	-4	192	-30	-35
筹资活动现金净流	-42	-7	323	69	-30	-34
现金净流量	96	-74	124	71	-31	-16

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	179	203	319	390	359	343
应收款项	58	78	87	117	163	208
存货	47	108	169	190	239	300
其他流动资产	6	10	180	189	195	201
流动资产	290	399	755	886	956	1,053
%总资产	65.1%	61.1%	68.8%	69.4%	68.9%	69.2%
长期投资	4	10	10	10	10	10
固定资产	129	183	260	296	326	351
%总资产	29.1%	28.1%	23.7%	23.2%	23.5%	23.1%
无形资产	12	24	55	67	78	90
非流动资产	155	254	342	390	432	469
%总资产	34.9%	38.9%	31.2%	30.6%	31.1%	30.8%
资产总计	445	653	1,097	1,276	1,387	1,521
短期借款	82	106	123	0	0	0
应付款项	93	131	197	228	276	334
其他流动负债	20	25	35	42	51	62
流动负债	194	262	355	270	327	395
长期贷款	0	50	50	50	50	51
其他长期负债	4	4	4	4	4	5
负债	199	316	410	325	382	451
普通股股东权益	247	337	687	951	1,006	1,071
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	445	653	1,097	1,276	1,387	1,521

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.848	0.932	0.730	0.758	0.949	1.126
每股净资产	4.109	5.224	7.992	11.058	11.694	12.448
每股经营现金净流	1.212	0.603	0.781	0.888	0.855	1.085
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.250	0.313	0.371
回报率						
净资产收益率	20.63%	17.83%	9.14%	6.86%	8.11%	9.04%
总资产收益率	11.42%	9.20%	5.73%	5.11%	5.88%	6.36%
投入资本收益率	13.04%	11.74%	8.28%	6.29%	7.19%	8.12%
增长率						
主营业务收入增长率	5.26%	29.56%	53.29%	22.27%	21.26%	21.01%
EBIT 增长率	18.79%	30.22%	21.52%	-8.68%	20.54%	19.90%
净利润增长率	87.05%	18.14%	4.54%	3.84%	25.08%	18.66%
总资产增长率	7.60%	46.61%	68.02%	16.29%	8.76%	9.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.9	36.4	29.2	38.0	45.0	48.0
存货周转天数	80.0	117.0	127.8	140.0	145.0	150.0
应付账款周转天数	98.4	113.6	109.7	96.0	95.9	95.8
固定资产周转天数	123.4	136.1	111.8	99.7	87.0	74.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.61%	-14.00%	-21.27%	-35.77%	-30.70%	-27.29%
EBIT 利息保障倍数	-12.2	-15.8	5.0	365.3	-29.0	-40.6
资产负债率	44.63%	48.39%	37.34%	25.45%	27.52%	29.64%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	5
增持	0	0	1	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	1.29

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

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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，不作为或被视为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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH