

2020年09月30日

证券研究报告·公司研究报告

乐歌股份(300729) 轻工制造

持有(首次)

当前价: 60.66元

目标价: 69.90元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

居家办公需求提振, 线驱黑马有望实现弯道超越

投资要点

- **推荐逻辑:** 短期来看, 海外居家办公常态化, 催化办公家具 C 端需求快速增长。公司作为国内领先的线性驱动办公家具企业, 率先布局海外生产及仓储基地, 在跨境电商业务上有多年积累, 全年有望实现业绩爆发式增长。长期来看, 人体工学产品渗透率仍很低, 未来替代传统办公家具的市场空间巨大, 线性驱动办公家具需求有望持续增长。在此背景下公司从 OEM/ODM 向 OBM 转型, 优化产品结构, 提升利润率; 同时进一步扩充海外产能, 布局独立站和海外仓, 海外订单有望加速释放, 规模优势逐步显现。
- **收入结构优化, 业绩爆发式增长。** 2014-2019 年公司优化收入结构, 提高线性驱动产品占比, 收入和净利润均实现稳定增长, 复合增速分别为 22%、18%。2020 上半年海外居家办公需求爆发, 公司业绩也呈现快速放量, 跨境电商业务表现尤为亮眼, 得益于跨境电商高利润率, 公司上半年收入和净利润同比增速分别达到 38%和 190.2%。在公司产品结构升级调整下, 毛利率较高的人体工学工作站收入及占比不断提升, 2020H1 人体工学产品收入同比增长 46.5%, 占比达到 67.9%, 其中线性驱动产品收入为 2.2 亿元, 同比增长 179.3%, 占比达到 35.4%。线驱产品已初具规模, 拉动毛利率整体提升。随着产品结构持续升级及海外仓落地, 公司净利率显著改善, 2020H1 净利率达到 10.8% (+5.7pp), 下半年有望进一步提升。
- **人体工学产品渗透率有较大提升空间, 产品尚处蓝海市场。** 在疫情下居家办公需求爆发和办公家具报销补贴双重作用下, 人体工学产品在上半年迎来爆发式增长。从中长期看, 消费者健康消费理念的建立和政策的落地推动人体工学办公家具发展趋势长期向好。2020 年全球线性驱动器消费规模有望达到 23.2 亿美元, 全球办公家具市场中, 应用了线性驱动技术的智慧办公家具的渗透率约为 5%-10%, 美国的线性驱动产品渗透率也才 15%, 还有较大提升空间。随着人们对办公健康的关注增加和相关政策的落地实施, 线性驱动产品的渗透率有望进一步提升。
- **优化产品结构, 布局跨境电商建立渠道壁垒。** 整体来看, 公司产品结构改善、跨境电商迅速放量成为公司中长期主要增长点: 1) 公司 OBM 占比提升, 特别是人体工学中的线性驱动产品市场空间打开, 进入蓝海赛道, 公司在研发制造端的先发优势有望助力公司抢占更大市场份额; 2) 公司在跨境电商领域积累多年, 拥有直接对接海外 C 端客户的能力, 在居家办公需求爆发后公司抓住跨境电商机遇, 在亚马逊和独立站的销售收入快速增长, 其中独立站 2020H1 同比增长 159.3%, 增速还在环比向上。仓储物流上, 公司购入多个海外仓, 物流费用降低, 并将向中小企业提供仓储及销售服务, 中小企业出口跨境电商平台初见雏形, 成本优势突出。为应对业绩的快速放量, 公司产能也迎来加速爬坡, 将生产线集中于生产高毛利产品, 越南工厂也快速扩建, 对美出口成本进一步降低。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.56 元、2.33 元、3.23 元。考虑到公司业务范围中 C 端销售占比较高, 收入结构持续改善, 跨境电商和独立站取得了一定先发优势, 给予一定估值溢价, 给予 2021 年 30 倍 PE, 对应目标价 69.9 元, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 中美贸易摩擦加剧的风险, 扩产项目进展不及预期的风险, 原材料价格大幅波动的风险, 汇率波动的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	978.07	1539.57	2276.96	3067.12
增长率	3.31%	57.41%	47.90%	34.70%
归属母公司净利润(百万元)	62.98	216.57	323.78	447.96
增长率	9.36%	243.87%	49.51%	38.35%
每股收益 EPS(元)	0.45	1.56	2.33	3.23
净资产收益率 ROE	7.90%	21.74%	25.65%	27.57%
PE	134	39	26	19
PB	10.60	8.47	6.68	5.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

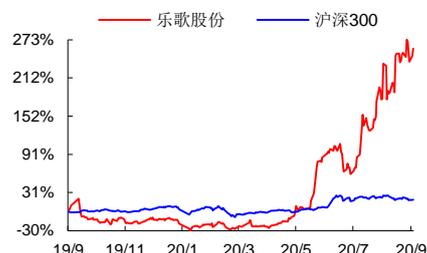
分析师: 蔡欣

执业证号: S1250517080002

电话: 023-67511807

邮箱: cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.39
流通 A 股(亿股)	0.38
52 周内股价区间(元)	19.21-95.2
总市值(亿元)	84.25
总资产(亿元)	17.64
每股净资产(元)	9.78

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：线驱办公家具黑马，迎来发展新机遇	1
1.1 收入结构优化，业绩逐渐改善	1
1.2 股权结构集中，股权激励彰显信心	6
2 行业分析：线驱产品渗透率提升空间大，跨境电商逆势增长	8
2.1 海外疫情防控常态化，居家办公需求爆发	8
2.2 “理念+政策”双轮驱动，线性驱动办公家具渗透率有望提升.....	9
2.3 疫情催化海外电商渗透率提升，跨境电商迎来发展机遇.....	11
2.4 国产品牌卡位中端价位，性价比优势领先	13
3 公司分析：自主品牌占比加速提升，海外布局先声夺人	15
3.1 发力建设自主品牌，产品结构升级转型	15
3.2 产能爬坡加速，规模效应有望进一步显现	16
3.3 跨境电商爆发式增长，平台能力初见雏形	19
4 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 相对估值	24
5 风险提示	24

图 目 录

图 1: 乐歌股份发展历程	1
图 2: 乐歌股份主要产品	2
图 3: 2014-2020H1 公司收入及增速	2
图 4: 2014-2020H1 公司归母净利润及增速	2
图 5: 2014-2020H1 公司主要品类营收及增速 (百万元)	3
图 6: 公司 2020H1 各主营业务占收入比	3
图 7: 2014-2020H1 公司境内外收入及占比 (百万元)	3
图 8: 公司 2020H1 各地区收入占比	3
图 9: 2014-2020H1 公司跨境电商收入规模 (万元)	4
图 10: 2019H1-2020H1 公司跨境电商收入渠道拆分 (万元)	4
图 11: 2014-2020H1 公司毛利率和净利率走势	4
图 12: 2015-2020H1 公司主要品类毛利率	4
图 13: 2014-2017H1 公司各采购物料占比	5
图 14: 公司主要原材料市场价格走势 (元/吨)	5
图 15: 2014-2020H1 公司费用率情况	5
图 16: 2014-2020H1 公司研发费用及增速	5
图 17: 2014-2020H1 公司现金流情况	6
图 18: 2017-2020H1 可比公司 ROE 对比	6
图 19: 乐歌股份股权结构	6
图 20: 2019 年各地区办公家具产值占比情况	8
图 21: 2019 年主要国家办公家具产值情况 (亿美元)	8
图 22: 2019 年各国家办公家具出口额占比情况	8
图 23: 2014-2019 年国内办公家具企业海外业务占比情况	8
图 24: 2010-2019 年全球办公家具消费量及增速情况	9
图 25: 2019 年各地区办公家具消费量占比情况	9
图 26: 居家办公品质影响因素	9
图 27: 线性驱动办公家具使用场景	10
图 28: 2015-2020 年全球线性驱动器市场规模	10
图 29: 2015 和 2020 年各地区线性驱动器消费占比情况	10
图 30: 我国近 20 年颈椎病患者人群年龄分布	11
图 31: 不同姿势下脊椎承重情况	11
图 32: 2014-2019 年全球电商零售额情况	11
图 33: 2015-2019 年各国家电商渗透率情况	11
图 34: 2014-2019 年出口跨境电商交易规模及同比增速情况	12
图 35: 出口跨境电商 B2B、B2C 模式交易规模及增速情况	12
图 36: 传统线下渠道与跨境电商销售模式对比	13
图 37: 跨境电商消费者关注的因素	13
图 38: 2014-2020H1 公司 OBM 业务收入占销售收入比例	15
图 39: 2014-2017H1 公司 OBM/ODM/OEM 毛利率情况	15

图 40: OEM\ODM\OBM 模式特点	16
图 41: 乐歌股份全价值链流程图	16
图 42: 2019H1-2020H1 线性驱动产品与总体收入增长对比	16
图 43: 2019H1-2020H1 线性驱动产品与总体毛利增长对比	16
图 44: 公司三大生产基地	17
图 45: 2014-2019 年公司产能利用率情况	18
图 46: 2015-2019 年可比公司产能利用率情况	18
图 47: 2015-2019 年公司制造费用变化情况	18
图 48: 2015-2019 年直接人工费用变化情况	18
图 49: 公司智能化、自动化生产线	19
图 50: 2018-2020H1 跨境电商收入增速	19
图 51: 公司 2020H1 跨境电商收入情况 (万元)	19
图 52: 2018-2020H1 境外线上收入增速	20
图 53: 公司跨境电商增速与亚马逊平台增速对比	20
图 54: 公司跨境电商海外公共仓布局	21
图 55: 公司跨境电商公共海外仓创新服务综合体	21
图 56: 海外仓运营模式	22
图 57: 乐歌股份 PE/PB Band	24

表 目 录

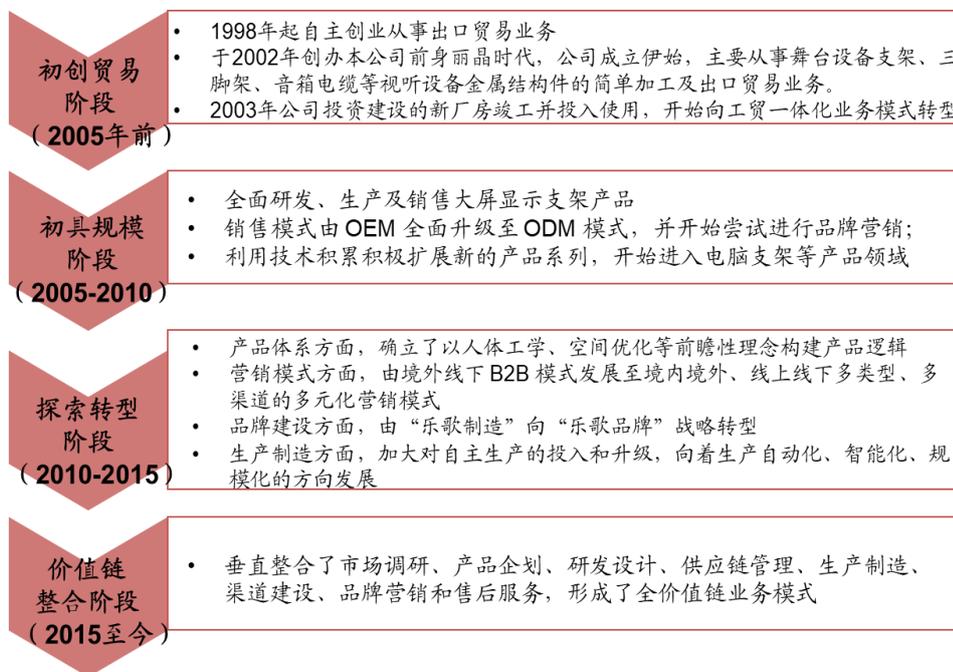
表 1: 股权激励情况	7
表 2: 股权激励考核标准	7
表 3: 海外主要竞争企业对比情况	13
表 4: 国内主要竞争企业对比情况	14
表 5: 公司新增产能项目情况	17
表 6: 公司新增海外仓项目梳理	21
表 7: 分业务收入及成本预测	23
表 8: 可比公司估值	24
附表: 财务预测与估值	25

1 公司概况：线驱办公家具黑马，迎来发展新机遇

1.1 收入结构优化，业绩逐渐改善

乐歌人体工学科技股份有限公司初创于 1998 年，前身为主要从事出口贸易业务的丽晶时代；2005 年后公司不断进行产品结构升级并积累生产能力，逐渐形成目前的主营业务体系：聚焦以线性驱动为核心的智慧办公、健康办公、智能家居产品，致力于以人体工学理念创新日常生活与办公方式，通过产品智能化创新与创意组合为广大用户，特别是久坐办公人群和伏案人士提供更加健康、舒适、安全、高效的办公整体解决方案。区别于传统的生活、办公家具，公司研发设计紧密围绕人体工学理念，利用线性驱动系统的机、电、软一体化，结合物联网和传感技术为用户构建智慧办公场景和智能家居场景下的各类应用，属于当前快速发展的新兴行业。

图 1：乐歌股份发展历程



数据来源：Wind，西南证券整理

公司专注于人体工学产品及线性驱动部件的研发、生产及销售，主营产品主要包括人体工学工作站系列产品和人体工学大屏支架等，人体工学工作站系列产品主要包括线性驱动智慧升降系统、智慧升降工作站、智能电脑支架、桌边健身椅，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。

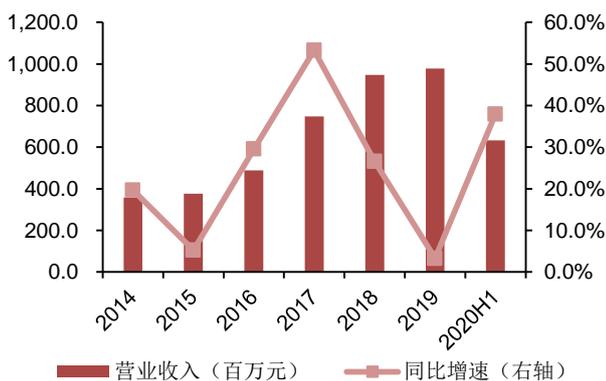
图 2：乐歌股份主要产品



数据来源：Wind，西南证券整理

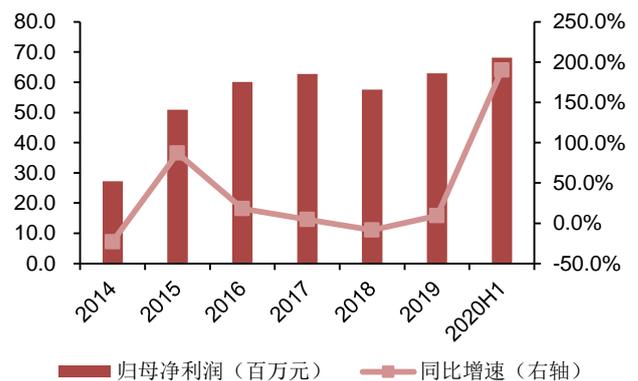
收入迎来爆发式增长，跨境电商催化下利润率迅速提升。2014 年以来公司持续进行产品结构升级和品牌价值链建设，收入、净利润保持稳定增长，2014-2019 年收入复合增速为 22%，净利润复合增速为 18%。进入到 2020 年，在海外同类产品供给不足及居家办公需求爆发催化下，公司业绩迎来快速放量，上半年公司收入和归母净利润分别达到 6.3 亿元和 0.7 亿元，同比增速达 38%和 190.2%。预计未来在产品渗透率提升和跨境电商共同助力下，公司业绩快速增长态势有望延续。

图 3：2014-2020H1 公司收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：2014-2020H1 公司归母净利润及增速

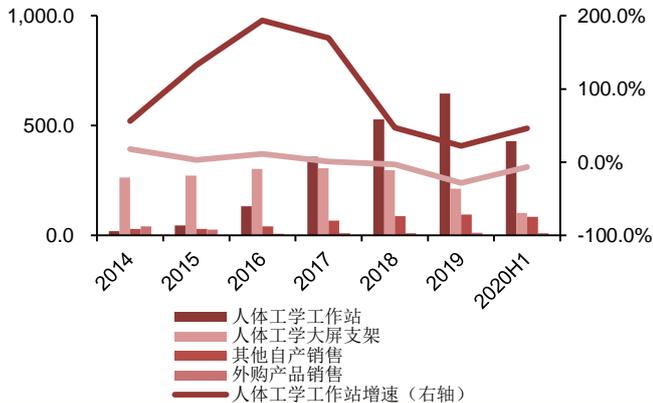


数据来源：Wind，西南证券整理

新品类人体工学产品占比快速提升。公司人体工学工作站产品收入占比最高，增长最快，2020H1 人体工学工作站产品收入为 4.3 亿元，同比增长 46.5%，占比达到 67.9%；其中线性驱动升降系统产品收入为 2.2 亿元，同比增长 179.3%，为增长拉动明显。2014 年来公司不断优化产品结构，人体工学工作站产品的收入及占比快速提升，2014-2019 收入复合增速

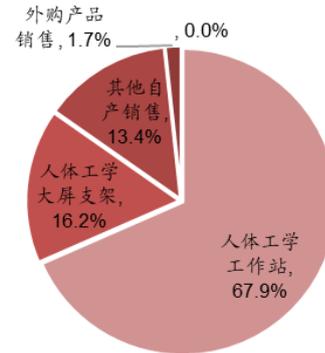
达到 101.5%，占比从 2014 年的 5.4% 提升至 2019 年的 66%，从新品类跃居为公司收入的最主要来源。人体工学大屏支架为公司第二大品类，2020H1 收入为 0.9 亿元，占比为 16.2%，在公司产品战略调整下人体工学大屏支架产品的收入规模及占比不断下降。除此之外，2020H1 公司其他自产销售产品收入占比为 13.4%，外购产品销售占比为 1.7%。

图 5：2014-2020H1 公司主要品类营收及增速（百万元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2020H1 各主营业务占收入比



数据来源：Wind，西南证券整理

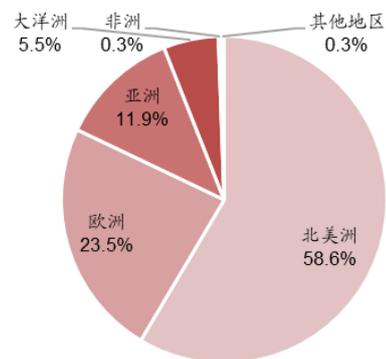
外销占绝对比重，北美贡献主要收入来源。公司产品以外销为主，2019 年公司外销收入约为 8.2 亿元，占比达到 84.1%。2020H1 在疫情影响下海外居家办公常态化，居家办公产品需求爆发，公司外销占比继续提升达到 90.5%。其中，销往北美洲的产品收入占比最高，约为总收入的 58.6%；销往欧洲的占比为 23.5%，二者合计占比达到 82.1%。预计伴随欧美地区智能办公家具的渗透率提升，欧美地区销售将持续为公司贡献重要收入。

图 7：2014-2020H1 公司境内外收入及占比（百万元）



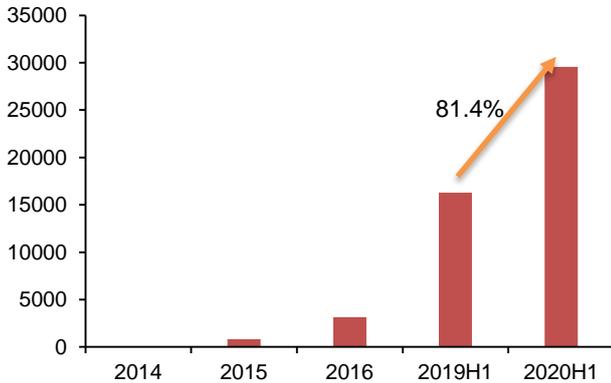
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2020H1 各地区收入占比

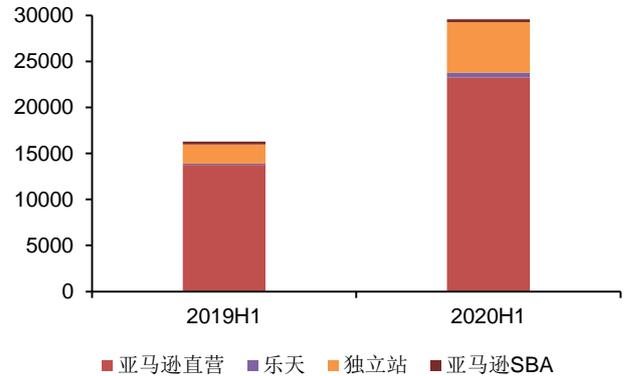


数据来源：Wind，西南证券整理

跨境电商厚积薄发，疫情期间集中放量。公司具备近十年的跨境电商运营经验，已经具备一定规模且继续快速增长。2020 年上半年受疫情影响，线下消费频率降低，海外电商渗透率加速提升，公司跨境电商收入规模快速增长，2020 年上半年公司跨境电商收入规模接近 3 亿元，同比增长 81.4%，占总营收比例约 46.7%。同时公司上半年在美国多地购买建立 7 个海外仓，覆盖美国经济发达地区，随着跨境电商规模持续增长，仓储物流成本有望进一步降低，跨境电商竞争力不断提升。

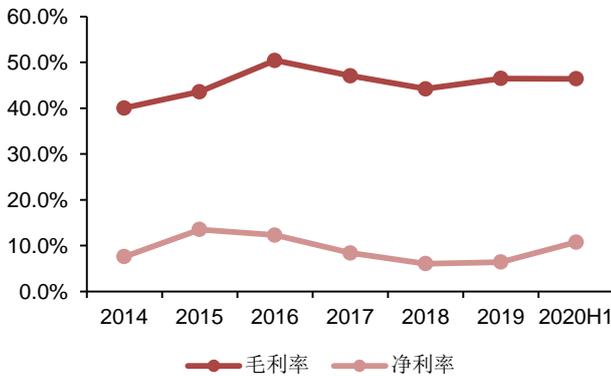
图 9：2014-2020H1 公司跨境电商收入规模（万元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

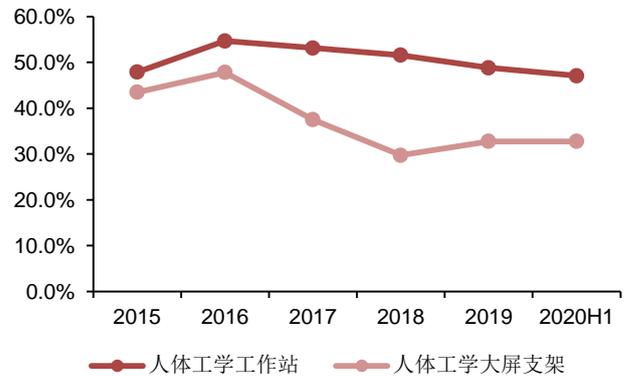
图 10：2019H1-2020H1 公司跨境电商收入渠道拆分（万元）


数据来源：Wind，西南证券整理

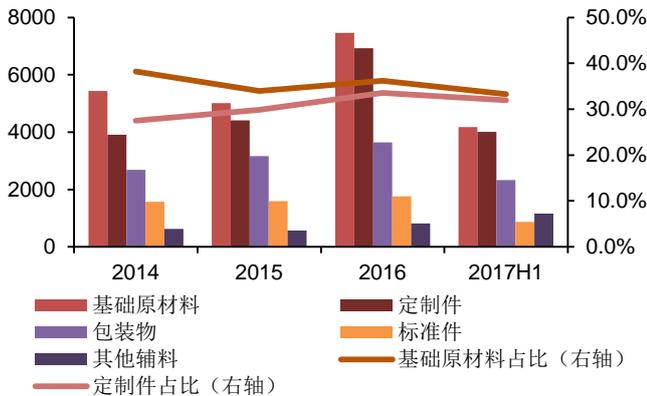
毛利率维持稳定。2017 年至今公司毛利率整体稳定在 45% 左右的水平。2019 年公司毛利率达到 46.5%，同比提升 2.3pp；2020H1 达到 46.4%。分品类来看，人体工学工作站产品的毛利率较高，2020H1 达到 47.1%，人体工学大屏支架的毛利率约为 32.8%。公司毛利率近年稳中有升，一方面由于毛利率较高的人体工学工作站产品占比提升，拉高整体毛利率；另一方面由于汇率波动和原材料成本的影响逐渐减弱，人体工学大屏支架的毛利率得到改善。公司对外采购生产所需的物料主要包含大宗原材料、零部件以及产品包装物。其中定制件和基础原材料的采购成本占比最高，2017H1 二者合计占采购成比约为 65%。公司主要采购的基础原材料为钢板、钢管和铝锭，2018 年以来铝材及钢材价格均在合理区间波动，原材料价格较稳定。预计伴随公司产品结构持续优化，毛利率仍有提升空间。

图 11：2014-2020H1 公司毛利率和净利率走势


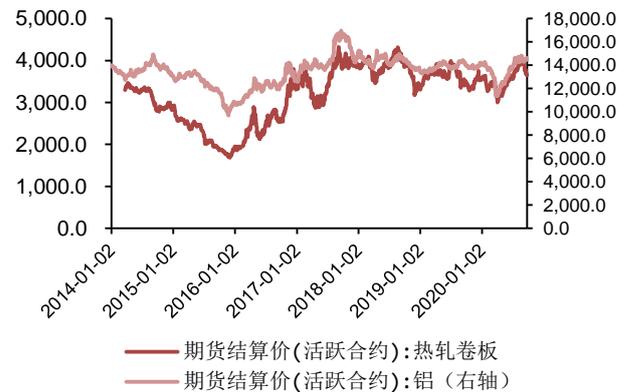
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2015-2020H1 公司主要品类毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13: 2014-2017H1 公司各采购物料占比


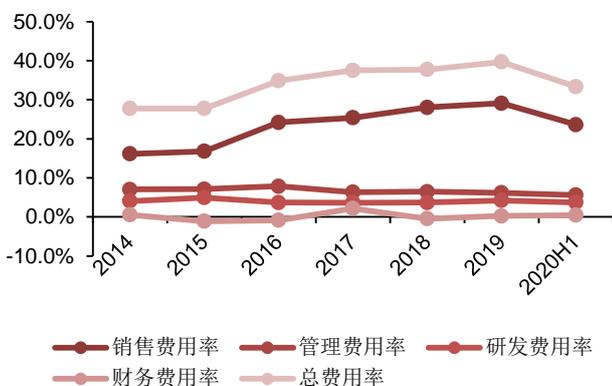
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 公司主要原材料市场价格走势 (元/吨)


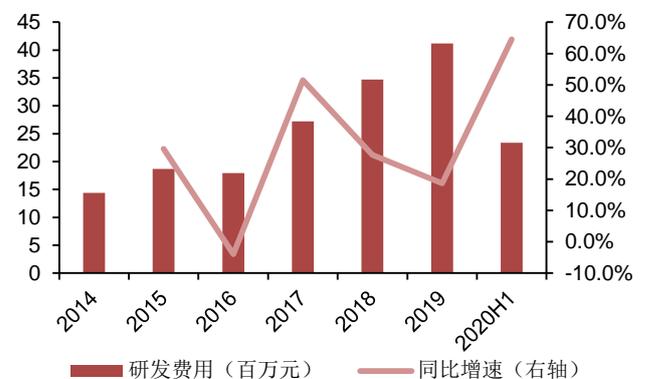
数据来源: Wind, 西南证券整理

营销物流持续投入，费用率上行。2014-2019 年公司费用率持续上行，2019 年总费用率约为 39.7%，主要受销售费用率增加影响。2015 年起公司为抢占外销市场、扩大品牌知名度、加大广告投入，平台使用费和广告费用明显提升，销售费用大幅增长，2019 年公司销售费用率为 29.1%，其中平台服务费、广告费、运输费占销售费用比分别为 29.1%，21.8%，21.3%。除此之外，公司重视产品创新和软硬件升级，研发投入持续较快增长，2019 年研发费用率达到了 4.2%；管理费用率整体下行，在 2018 年股权激励费用影响逐渐减弱后，管理费用率在 2019 年回落至 6.2%；财务费用率整体较为稳定，2019 年财务费用率为 0.2%。2020 年上半年公司费用率下降至 33.4%，一方面由于新会计准则要求，公司将亚马逊 FBA 物流费和为客户终端配送产生的运费转为营业成本核算，相应调减销售费用/调增营业成本 0.4 亿，另一方面由于上半年销量的快速提升，对销售费用率有明显摊薄。我们认为在收入快速增长下费用率有望下行，特别是在前期海外仓、电商平台等搭建成熟后，资产使用率提升，费用增长有望放缓。

净利率呈上行趋势。2015 年以来公司处于快速发展期，需要大规模广告费用和研发费用等前期投入优化产品体系、树立品牌形象，费用率整体上行，因此净利率有所承压。今年以来公司跨境电商 C 端销售占比上升，公司费用率下行，净利率进入上升期，达到 10.8% (+5.7pp)，盈利能力显著改善。

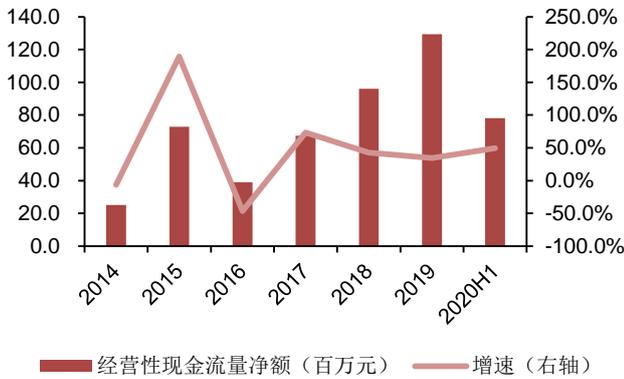
图 15: 2014-2020H1 公司费用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

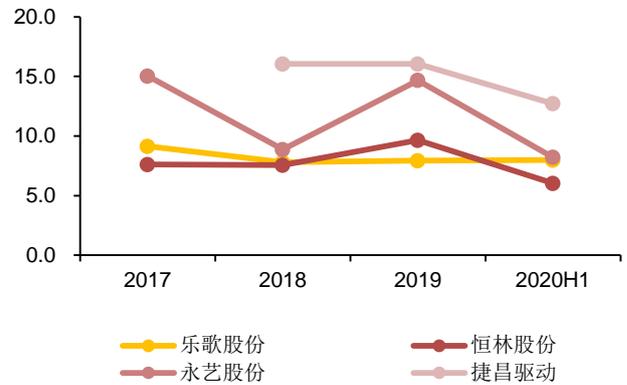
图 16: 2014-2020H1 公司研发费用及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

现金流增长较快，ROE 较稳定。2014 年来公司经营性现金流量净额维持较快增长，2014-2019 年复合增长率达到 38.7%，销售回款能力良好。公司 ROE 在 8%-9% 之间，ROE 较为稳定，在同行业公司中处于较平均水平。

图 17：2014-2020H1 公司现金流情况


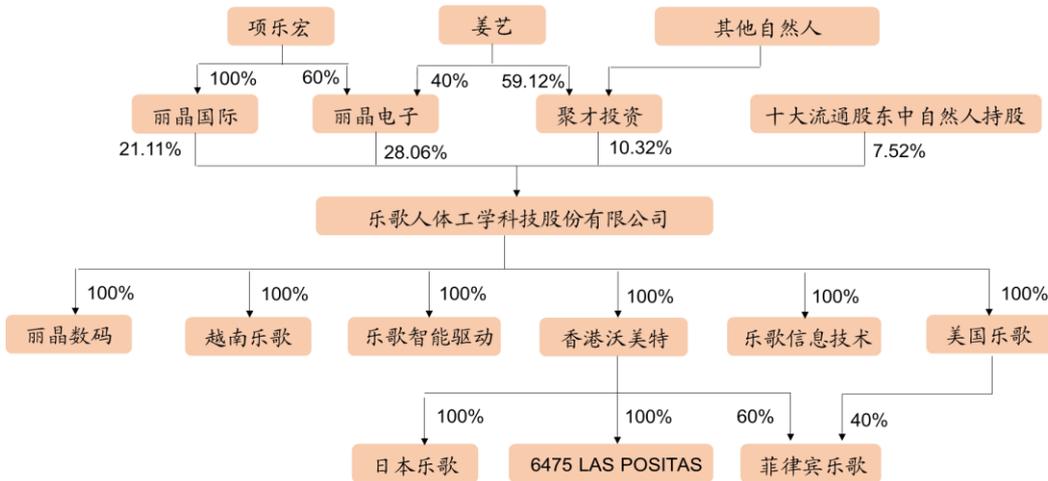
数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2017-2020H1 可比公司 ROE 对比


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 股权结构集中，股权激励彰显信心

公司股权相对集中，利于管理决策执行。项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶电子、丽晶国际、聚才投资及直接持股合计控制公司 60.8% 的股份，系公司的共同实际控制人，前十大流通股股东中除姜艺外的自然人持股占比为 7.5%，公司股权相对集中，利于管理决策执行。

图 19：乐歌股份股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

股权激励较充分，考核目标较高。公司 2018 年和 2020 年两次实行股权激励计划，共对 131 名管理及核心骨干人员授予 329.58 万份股权，奖励较为充分。公司股权激励考核标准也较高，彰显了管理层对公司经营的信心。根据两次股权激励计划，2020 年收入考核目标为 13.5 亿元，扣非归母净利润考核目标为 0.6 亿元；从公司 2020 年上半年业绩表现来看，

公司 2020H1 收入和扣非归母净利润分别为 6.3 亿元和 0.6 亿元，净利润目标已接近达成，股权激励目标对员工的工作积极性有较好的推动作用。

表 1：股权激励情况

股权激励计划	授权日	授予对象	授予人数	授予份数 (万份)	占股本总额比例	行权价格 (元)
2020 年股票期权激励计划	2020.7.10	董事、高管、中层管理人员及核心骨干人员	89	190	2.17%	28.75
2018 年限制性股票激励计划	2018.5.23	中层管理人员及核心骨干人员	42	139.58	1.62%	14.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：股权激励考核标准

股权激励计划	考核年度	考核目标	对应目标收入/扣非归母净利润(百万元)
2020 年股票期权激励计划	2020	以 2019 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润为基数，2020 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润增长率不低于 30%	63.7
	2021	以 2019 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润为基数，2021 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润增长率不低于 70%	83.3
	2022	以 2019 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润为基数，2022 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润增长率不低于 100%；	98
2018 年限制性股票激励计划	2018	以 2017 年营业收入为基数，2018 年营业收入比 2017 年营业收入增长不低于 20%	897.4
	2019	以 2017 年营业收入为基数，2019 年营业收入比 2017 年营业收入增长不低于 50%	1121.7
	2020	以 2017 年营业收入为基数，2020 年营业收入比 2017 年营业收入增长不低于 80%	1346.1

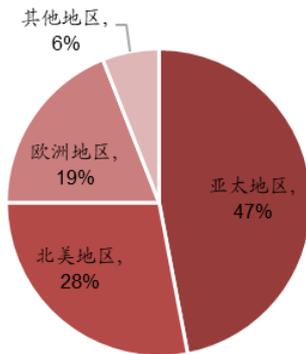
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：线驱产品渗透率提升空间大，跨境电商逆势增长

2.1 海外疫情防控常态化，居家办公需求爆发

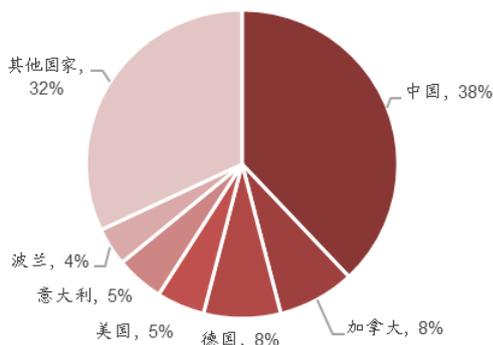
全球办公家具产值规模较大，中国是办公家具主要生产国和出口国。2019 年全球办公家具总产值达 530 亿美元，其中，亚太地区是办公家具的主要生产地，其产值占全球办公家具总产值的 47%。中国是办公家具生产大国，2019 年总产值达 160 亿美元，位居世界第一。从进出口方面来看，美国是办公家具最大进口国，办公家具进口额超 27 亿美元，占全球进口总额的 28%。中国是办公家具最大出口国，2019 年中国办公家具出口额占全球办公家具出口总额的 38%。国内办公家具企业出口占比较高，销售模式以 ODM、OEM 模式为主，拥有自主品牌的企业较少，主要面向欧美和亚洲其他地区中低端市场，产品差异小，品牌效应仍有待提升。

图 20：2019 年各地区办公家具产值占比情况



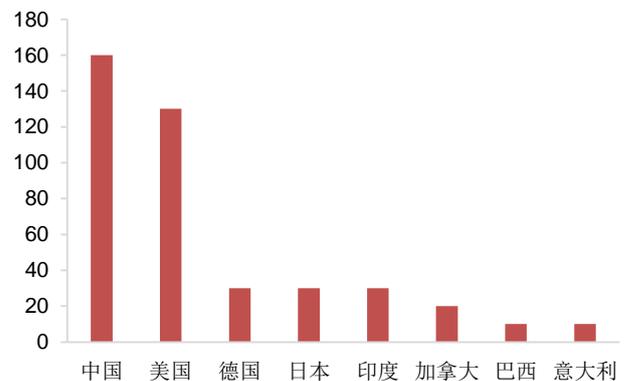
数据来源：CSIL，西南证券整理

图 22：2019 年各国家办公家具出口额占比情况



数据来源：CSIL，西南证券整理

图 21：2019 年主要国家办公家具产值情况（亿美元）



数据来源：CSIL，西南证券整理

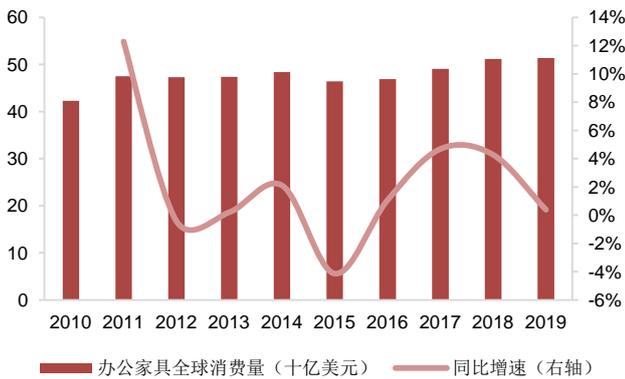
图 23：2014-2019 年国内办公家具企业海外业务占比情况



数据来源：Wind，西南证券整理

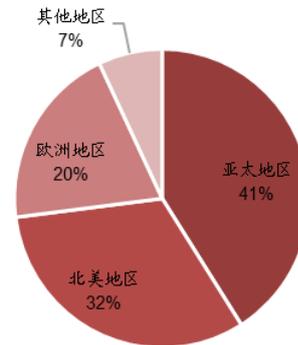
疫情催化办公家具 C 端需求量激增，海外布局完备的企业有望充分受益。2019 年全球办公家具消费量达 514 亿美元，2010-2019 年复合增速为 2.2%，整体平稳增长。2020 年上半年受疫情影响，海外居家办公成为常态，部分海外企业对办公用品有一定额度的报销或补贴，同时政府发放经济刺激支票，海外办公家具 C 端需求得到充分释放。根据曲美家居国人生活方式研究院调查显示，在居家办公品质影响因素中，配套设施不足位于前列，占比 20.3%，推断消费者对配套设施的需求将伴随居家办公时间延长而持续增长。预计在疫情防控常态化的背景下，短期内办公家具海外订单仍将保持增长态势；且由于疫情期间物流配送难度增大，提前布局海外仓储基地及物流系统的企业将更快受益于需求增长。

图 24：2010-2019 年全球办公家具消费量及增速情况



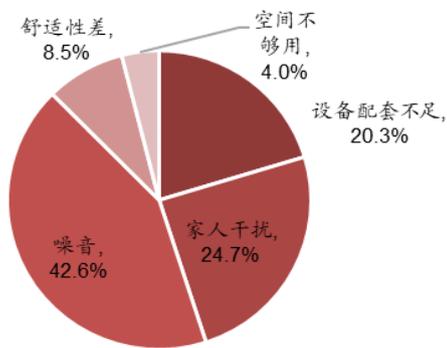
数据来源：CSIL，西南证券整理

图 25：2019 年各地区办公家具消费量占比情况



数据来源：CSIL，西南证券整理

图 26：居家办公品质影响因素



数据来源：曲美家居国人生活方式研究院，西南证券整理

2.2 “理念+政策”双轮驱动，线性驱动办公家具渗透率有望提升

除去疫情带来的短期影响之外，消费者健康消费理念的建立和政策的落地推动人体工学办公家具发展趋势长期向好。线性驱动技术通过推拉、升降等效果给用户带来舒适、便捷和人性化的体验。目前，应用了线性驱动技术的智能化人体工学产品是智慧办公领域的主流发展趋势，线性驱动办公家具的规模和渗透率有望持续提升。

图 27: 线性驱动办公家具使用场景



数据来源: 乐歌股份年报, 西南证券整理

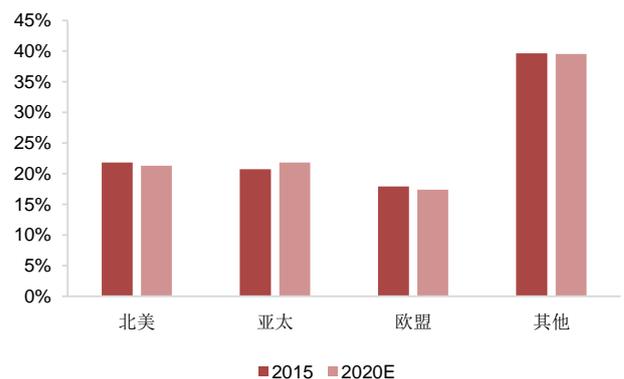
线性驱动器市场规模加速增长, 线驱办公家具渗透率有望持续提升。根据中国产业信息网数据, 线性驱动系统核心部件线性驱动器的全球消费规模在 2019 年达到 21.3 亿美元, 2015-2019 年复合增速为 6.4%, 市场规模逐年加速增长。2020 年全球线性驱动器消费规模有望达到 23.2 亿美元, 其中北美消费规模约占 21.3%, 市场规模尚小, 目前市场中的线性驱动供应商有望占据先发优势获得增量红利。根据中国自动化网《线性驱动给系统市场现状与重点应用市场透析》的分析显示, 全球办公家具市场中, 应用了线性驱动技术的智慧办公家具的渗透率约为 5%-10%。欧美地区发达国家经济发展水平较高, 且消费者更早注意到办公健康问题, 但线驱办公家具渗透率依然不高, 美国的线性驱动产品渗透率为 15%, 还有较大提升空间。随着人们对办公健康的关注增加和相关政策的落地实施, 线性驱动产品的渗透率有望进一步提升。

图 28: 2015-2020 年全球线性驱动器市场规模



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 29: 2015 和 2020 年各地区线性驱动器消费占比情况

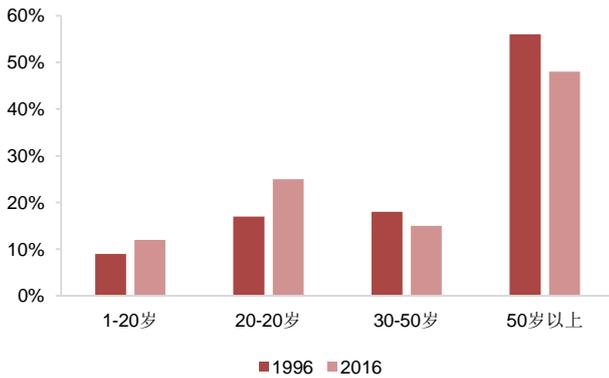


数据来源: CSIL, 西南证券整理

健康意识提升与政策支持下, 线性驱动办公家具需求将进一步增长。随着健康意识增强, 越来越多上班族开始注意办公健康问题, 对健康办公产品的需求也日益增长。欧美地区的线性驱动市场已有一定基础, 消费者对产品的认知度高, 渗透率提升速度将快于人体工学办公家具市场还处于初期阶段的国家。另外, 部分国家已颁布相关法律, 鼓励和监督企业为员工

提供健康的办公环境。美国职业安全与健康管理局出台相关政策要求雇主为员工提供安全、健康的办公环境，丹麦政府规定，企业必须为每天需坐着工作两小时以上的员工配备升降办公桌，目前升降办公桌在丹麦办公室员工中的普及率高达 90%。对比丹麦的线驱升降桌普及情况，欧美地区大部分人体工学办公家具的潜在需求没有得到释放，在健康意识提升和政策支持下，线驱办公家具的 C 端和 B 端需求均将持续稳定增长。

图 30: 我国近 20 年颈椎病患者人群年龄分布



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 31: 不同姿势下脊椎承重情况



数据来源: CSIL, 西南证券整理

2.3 疫情催化海外电商渗透率提升，跨境电商迎来发展机遇

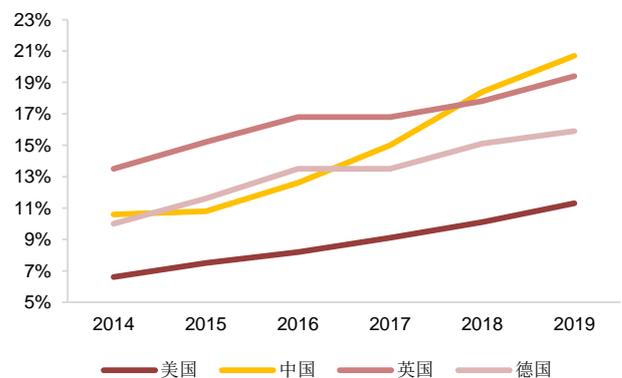
疫情期间海外电商渗透率提升，跨境电商规模迎来爆发增长。近年全球电商零售规模快速增长，2019 年全球电商零售额达 4.2 万亿美元，2014 年至 2019 年复合增速为 21.1%。从渗透率（电商渗透率=电商零售额/社会零售总额）来看，中国电商发展较为成熟，2019 年电商渗透率达 20.7%，相较而言，美国电子商务渗透率较低，2019 年为 11.3%，还有较大的发展空间。疫情期间，海外消费者消费习惯从线下向线上转化，电商渗透率加速提升，且消费习惯形成后难以逆转，疫情过后海外线上消费规模有望保持高增长，为跨境电商发展提供良好机会。

图 32: 2014-2019 年全球电商零售额情况



数据来源: eMarketer, 西南证券整理

图 33: 2015-2019 年各国家电商渗透率情况

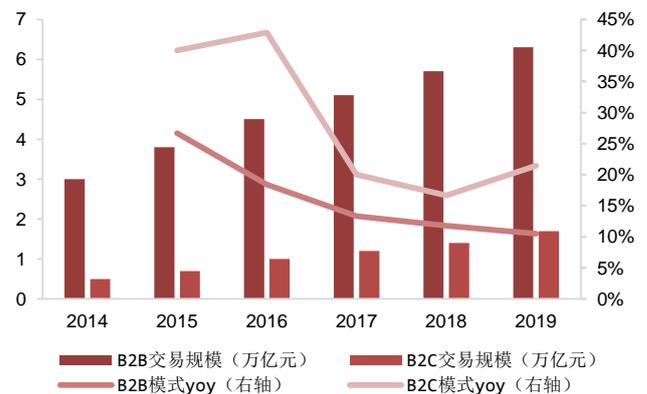


数据来源: Statista, 西南证券整理

B2C 跨境电商规模增长迅速，零售企业优势突出。国内人体工学办公家具企业多以境外销售为主，而跨境电商已成为外销的重要渠道。2019 年中国出口跨境电商交易规模已经达到了 8 万亿元，2014-2019 年复合增速为 17.6%，出口规模快速增长。其中，B2B 模式占比较高，但在电商渗透率加速提升和政策支持下，B2C 模式门槛降低，增速超 B2B 模式，2014-2019 年复合增速达到 27.7%。B2C 模式下企业可跳过中间的分销环节直接触及消费者，有望建立品牌壁垒，盈利空间更大，也可从消费者的购买数据中得到更多反馈以改进产品设计，对出口企业有较强吸引力。随着国内 2C 跨境电商逐渐成熟，B2C 出口规模有望保持快速增长。

图 34：2014-2019 年出口跨境电商交易规模及同比增速情况


数据来源：电子商务研究中心，西南证券整理

图 35：出口跨境电商 B2B、B2C 模式交易规模及增速情况


数据来源：电子商务研究中心，西南证券整理

办公家具企业发展跨境电商的优势有以下几点：

1) 从品牌影响力方面来看，传统的外销模式以 OEM/ODM 为主，目标客户主要为国外的品牌商、零售商、及批发商，产品差异化程度低，附加价值小。而企业通过跨境电商模式则可以自主品牌销售，逐渐建立品牌认可度。

2) 从盈利能力方面来看，跨境电商业务直接面对终端消费者，减少了中间的流通环节，在政策支持下运营成本较传统外贸更低，毛利率更高。此外，跨境电商前期进入门槛较低，但中小企业由于缺乏完整的供应链支撑，存在运输成本高、交货周期不稳定等问题；率先对仓储系统及物流配送系统进行布局的企业能将销售费用控制在较低水平，从而实现更高的净利率。

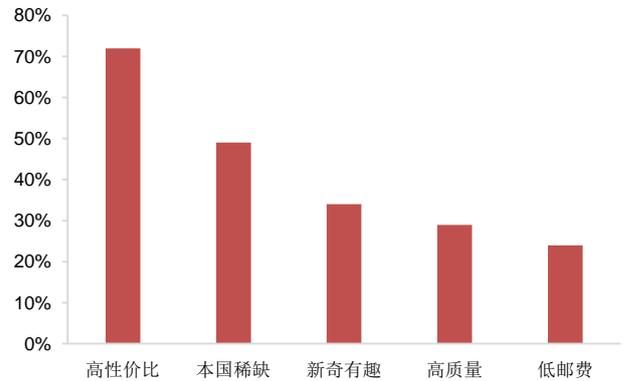
3) 从产品属性来看，电商消费者更追求性价比，企业可通过在电商上推爆款产品控制 SKU 来提升规模效应。且仓储物流的先发优势可复制可积累，达到一定规模后边际成本逐渐降低，有望降低相关费用率。

图 36: 传统线下渠道与跨境电商销售模式对比



数据来源: 西南证券

图 37: 跨境电商消费者关注的因素



数据来源: Paypal, 西南证券整理

2.4 国产品牌卡位中端价位，性价比优势领先

国外线性驱动品牌定位偏高端，国产品牌在中端市场份额有望提升。由于欧美国家线性驱动产业布局较早，目前已涌现出一批较为成熟的企业。公司在美国的竞争企业主要有 Ergotron、Humanscale、Varidesk、Steelcase 等，这些企业在市场中的品牌认可度较高，产品附加值大，并且已经在传统商超和电商平台占据了较大的市场份额。此外，欧美头部品牌产品定位偏高端，零售价格在\$400-\$2000 左右；而国产品牌正逐渐通过优化产品设计和提升规模效应降低生产成本，提供高性价比的产品，售价在\$300-\$400 之间，在中端市场获得消费者青睐，此价格带海外竞争对手有限，企业可凭借高性价比优势提高在美国市场的市占率。

表 3: 海外主要竞争企业对比情况

公司名称	主要产品	零售端价格带	市场区域
Ergotron	显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车	\$393-\$949	在欧洲有一个分部和四家分公司，并在世界各处设有代表处，在中国东莞有全资制造工厂
Humanscale	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	\$419-\$1749	在全球 28 个国家设置了办事处
Varidesk	升降台及相关配件	\$410-\$800	产品销往 100 多个国家
Steelcase	人体工学椅、办公桌、办公系统及配件	\$297-\$2611	覆盖亚太区、美国、欧洲、中东、非洲市场，线下通过经销商进行销售，线上通过独立站直接面对中终端消费者
乐歌股份	线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作台、智能小秘书工作站等人体工学产品	\$300-\$400	北美市场、欧洲市场

数据来源: 各公司官网, 西南证券整理

国内线驱上游供应企业竞争较为激烈，C 端布局企业有望实现弯道超越。国内的竞争企业主要有捷昌驱动、凯迪股份和泓杰股份等。线性驱动办公家具企业中，根据在产业链的上下游位置可分为三类：

1) 线性驱动供应商, 包括捷昌驱动和凯迪股份等: 捷昌驱动和凯迪股份生产升降桌腿和线性驱动系统零部件等, 通过 ODM 模式直接销售给下游厂商, 尚未拓展线上渠道。捷昌驱动下游应用领域主要有智能办公、医疗康复、家居厨电和工业领域。目前美国前五大人体工学下游厂商 The Human、HAT Contract、Ergo Depot、Tricom Vision、Haworth 均为捷昌驱动的客户, 而且采购线性驱动系统的比例都在 50% 以上, 随着智慧办公家具渗透率提升, 这些龙头企业的订单还会不断增加。凯迪股份的业务范围包括智能家居、智能医疗、智能办公、沙发铁架和汽车零部件。主要客户有 Southern Motion、Ashley、Teknion Limited、White Feathers 等国外领先企业, 以及顾家家居、海派家居、荣泰健康等国内优势企业, 公司通过与大客户长期合作来提高自身竞争实力, 并增强客户黏性。

2) 智能办公家具厂商, 包括泓杰股份等: 泓杰股份的主要产品是大屏支架, 公司境内外线下销售主要与多国代理商、分销商和连锁店合作, 以自主品牌销售为主, ODM 销售为辅。线上销售主要通过大型电商平台, 境内主要有京东、天猫、苏宁等, 境外有 Amazon、Walmart、Ebay 等, 线上销售以直营为主, 暂未建立独立站。

3) 一体化集成化供应商, 包括乐歌股份等: 乐歌股份的主要产品有线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作台、智能小秘书工作站等人体工学产品, 销售模式从 OEM/ODM 向 OBM 升级。公司通过全价值链模式覆盖线性驱动办公家具从设计生产到终端营销的各个流程, 占据附加值较高的设计和营销环节, 在提升自主品牌销量的同时满足 C 端用户对高性价比产品的需求, 盈利空间得以扩大。

表 4: 国内主要竞争企业对比情况

公司名称	主要产品	产品定位	销售模式	市场区域及销售渠道
捷昌驱动	升降桌腿	中高端	ODM 直销模式为主	境外市场为主, 无线上渠道
凯迪股份	线性驱动系统零部件	中端	ODM 直销模式为主	境外市场为主, 无线上渠道
泓杰股份	电视支架、电脑支架	中端	OBM 为主, ODM 为辅	已开拓境内外线上平台
乐歌股份	线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作台、智能小秘书工作站等人体工学产品	中高端	ODM 具有一定规模的基础上大力发展 OBM 模式	具备较成熟的境内外线上线下渠道

数据来源: 各公司公告, 西南证券整理

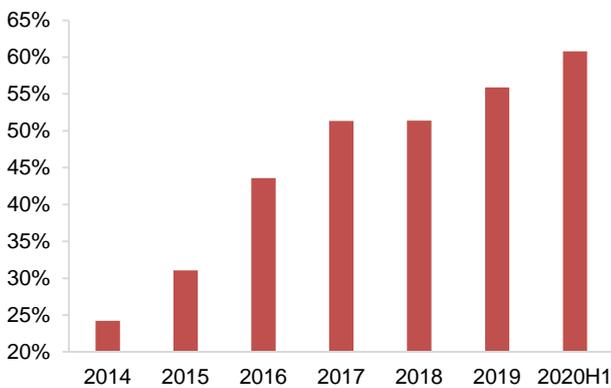
整体来看, 线性驱动元件也是产业链中利润空间最大的部分, 上游线性驱动供应商的竞争也较为激烈。但线性驱动供应商主要负责给家具零售企业提供线性驱动元件, 目标用户以 B 端用户为主, 不参与产品最终加工及销售环节。而针对 C 端用户的产品及渠道布局相对空白, 在疫情催化 C 端办公家具需求提升的背景下, 发力研发 C 端产品并进行渠道布局的企业有望实现弯道超越。

3 公司分析：自主品牌占比加速提升，海外布局先声夺人

3.1 发力建设自主品牌，产品结构升级转型

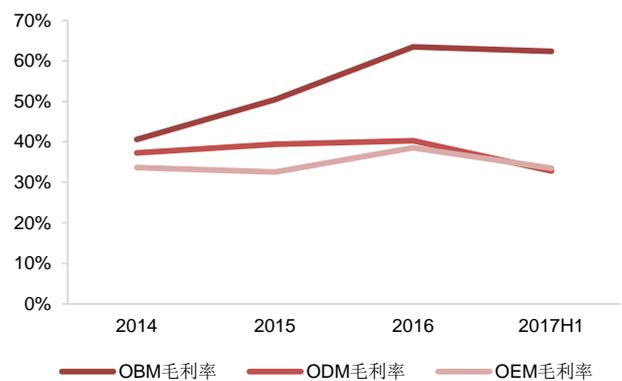
OBM 占比快速提升，产品利润空间扩大。目前，国内人体工学家具行业总体还处在初级阶段（以 OEM 和 ODM 模式为主）向成长阶段（OBM 模式）转变的过程中，尚未形成大的自主品牌公司。公司在保持 OEM/ODM 规模增长的基础上大力发展 OBM 业务，OBM 占比不断提升，2020H1 已经达到 60.8%。自主品牌战略下，企业可以自行研发生产差异化产品，产品附加价值高，相较于 OEM/ODM 模式有更高的自主定价权和毛利率，2017H1 公司 OBM 毛利率为 62.3%，ODM 和 OEM 毛利率分别为 32.8%和 33.5%，OBM 的利润空间显著高于 OEM/ODM。随着公司自主品牌认知度提升和跨境电商渠道优势扩大，公司整体利润空间有望再上台阶。

图 38：2014-2020H1 公司 OBM 业务收入占销售收入比例



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 39：2014-2017H1 公司 OBM/ODM/OEM 毛利率情况



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

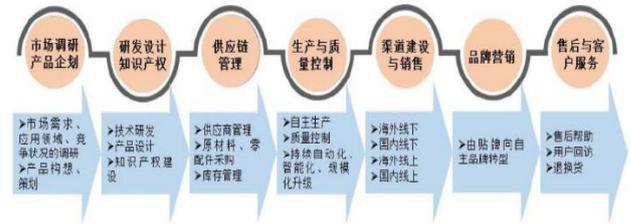
全价值链经营模式下，C 端产品的价格和设计更具竞争力。公司基于近十年的跨境电商运营经验，已经形成全价值链经营模式，覆盖了市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务等各个环节，让企业直接面对终端消费者，及时对消费者需求做出反馈。全价值链各环节之间可产生协同作用，研发部门会根据生产制造部门从生产角度提出的优化建议优化产品设计。成本控制方面，ODM 产品需满足不同品牌商的要求，零部件各不相同，较难形成规模效应，而在 OBM 模式下，公司坚持零部件标准化原则，规模效应逐渐显现。目前公司主打品牌“Loctek”已成为海内外人体工学产品的成熟品牌之一，旗下子品牌“Flexispot”、“Fleximounts”和“Fitleader”等也已积累形成一定的市场认可度。与以 B 端业务为主的企业相比，公司的 C 端产品在价格和设计上更符合消费者需求，规模效应更容易达成，产品更具竞争力。

图 40: OEM/ODM/OBM 模式特点



数据来源：公司可转债募集说明书，西南证券整理

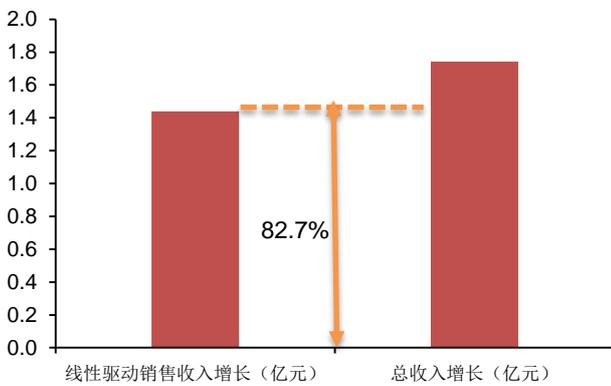
图 41: 乐歌股份全价值链流程图



数据来源：公司可转债募集说明书，西南证券整理

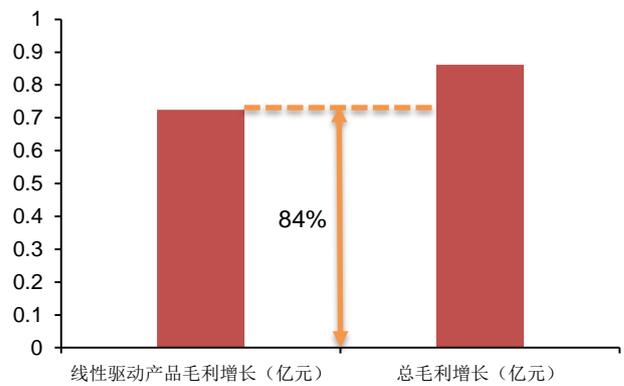
产品结构战略性升级，线性驱动产品贡献重要增量。公司通过将非主要产品转为外协生产的方式，不断提升人体工学工作站的占比，形成以线性驱动智慧升降系统、智慧升降工作站为主的大单品模式。2020 年上半年受疫情催化居家办公需求爆发，人体工学工作站产品占比达到 67.9%；其中线性驱动升降系统产品快速增长，同比提高 179.3%，占总收入比达到 35.4%。2019H1-2020H1 线性驱动产品收入增长占总收入增长的 82.7%，毛利增长占总毛利增长的 84%，线驱产品已经形成了一定销售规模并为上半年业绩贡献了重要增量。在需求放量的推动下，新增产能技改项目也着力进行线性驱动生产线的升级改造，线性驱动产品占比有望进一步提升。

图 42: 2019H1-2020H1 线性驱动产品与总体收入增长对比



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 43: 2019H1-2020H1 线性驱动产品与总体毛利增长对比



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 产能爬坡加速，规模效应有望进一步显现

新增产能释放在即，快速响应需求增长。2020 上半年居家办公产品的零售需求快速增长，公司产能利用处于相当饱和的状态，为充分满足市场需求，公司扩大国内外制造基地生产面积，新增生产线，加速产能扩张。2020 年 7 月，公司通过发行可转债募资建设“年产 120 万台（套）人体工学产品生产线技改项目”，该项目通过升级设备对现有的生产线进行优化改造，建成后预计公司线性驱动产品的年产能达到 120 万台（套）。2020 年 8 月，公司拟购买越南前江省新福线龙江工业园面积约 6.2 万平方米的土地建设工厂，同样用于生产线

性驱动办公家具。随着越南工厂产能扩张,越南工厂出货量占美国销售量比例将进一步上升,贸易摩擦带来的关税成本也会随之降低。

提高线驱产品自产比率,生产线得以充分利用。公司根据产品结构战略对生产线进行优化,扩大核心产品的生产规模。由于线驱产品工序更复杂,人工耗时更多,公司逐步将附加值低,制作工艺相对简单的大屏支架产品通过外协生产,将生产线集中在毛利率更高的线性驱动办公产品上,核心产品自产能力不断提升。2019年产品外包采购量 154.3 万套,人体工学大屏支架占比 84%。由于人体工学大屏支架产品和工作站系列产品的工艺流程近似,公司可以根据需要灵活匹配相关产品的产量,大屏支架提高外协占比后,人体工学工作站的资产产量相应提升。整体来看,公司生产能力随着产品结构变化不断优化,结构性调整后能弥补部分人体工学产能紧张的现状。

图 44: 公司三大生产基地



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

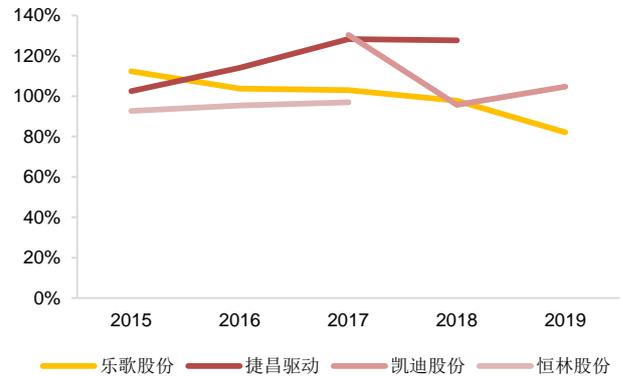
表 5: 公司新增产能项目情况

公告时间	项目名称	新增产能	建设期	募集资金拟投资额(万元)
2017.10	年产 100 万台显示器支架及 35 台升降台(桌)项目	135 万台(套)	3 年	14313.91
2020.07	年产 120 万台(套)人体工学产品生产线技改项目	电动多媒体升降系统 20 万套、线性驱动智慧升降系统 40 万套、智慧增高台 60 万台	2 年	7000
	越南生产基地扩产项目	新型平板及显示器支架 14 万套、升降台(桌)及各种新型办公系统 30 万套	2 年	3000
2020.08	越南子公司新建厂房	/	/	2000 万美元

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

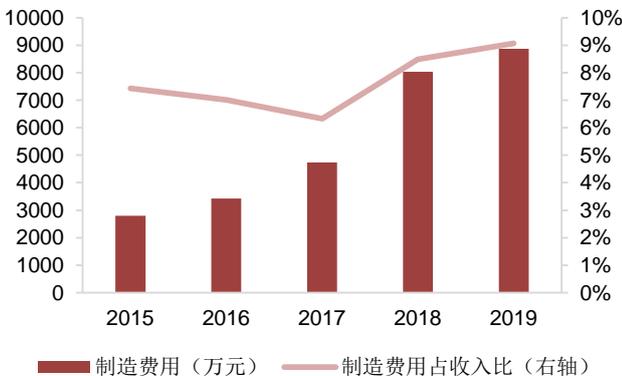
图 45: 2014-2019 年公司产能利用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

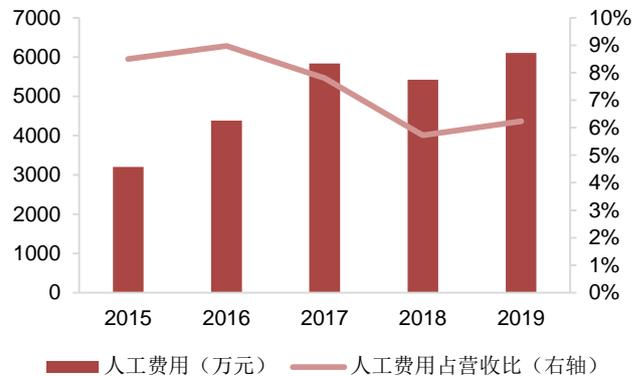
图 46: 2015-2019 年可比公司产能利用率情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

提升 C 端产品标准化率, 成本控制能力增强。由于线性驱动产品的工艺更为复杂, 生产耗时更长, 公司制造费用有所提高。近年公司强化费用管理, 一方面持续推进大单品战略, 提高零售产品零件的标准化程度, 控制 SKU 以提升规模效应; 另一方面持续加强对生产线的投入和升级, 向着生产自动化、智能化、规模化的方向发展, 以保障生产效率持续增长。2016-2019 年公司人工费用占营业收入比呈下降趋势, 自动化升级及员工结构调整效果较为显著。预计全年随着新增产能逐渐释放, C 端销售规模持续扩大, 规模效应逐渐显现, 单位制造成本有望边际下行。

图 47: 2015-2019 年公司制造费用变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 48: 2015-2019 年直接人工费用变化情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 49: 公司智能化、自动化生产线



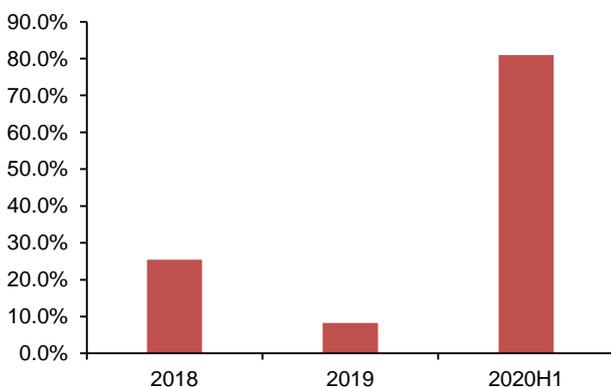
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.3 跨境电商爆发式增长, 平台能力初见雏形

3.3.1 渠道: 跨境电商取得先发优势, 独立站快速成长

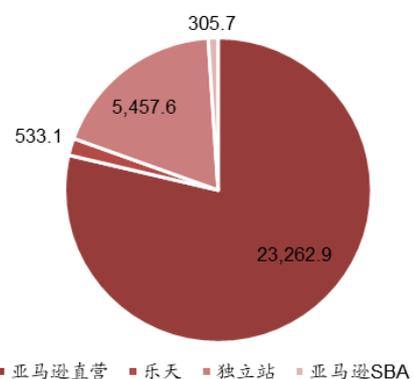
公司销售渠道覆盖境内、境外、线上、线等多类型, 其中线下渠道以 B 端客户为主, 线上销售以 M2C 直营模式为主, 分销模式为辅。线上销售主要通过大型电商平台进行, 如境内的天猫商城、京东商城、小米有品; 境外的 Amazon, HomeDepot, OfficeDepot, Wal-mart, 乐天, 雅虎, Wayfair 及公司的独立站等电商平台。近年随着公司海外仓储物流布局逐渐完善, 公司跨境电商收入占比不断提升, 且在疫情催化下体现出了较明显优势。2018-2019 年公司跨境电商收入连续较快增长, 同比增速分别达到 25.4% 和 8.2%。2020 年上半年受疫情期间居家办公需求增长和电商渗透率提升共同作用下, 公司境外线上收入同比增速达到 91%, 规模达到近 3 亿元。

图 50: 2018-2020H1 跨境电商收入增速



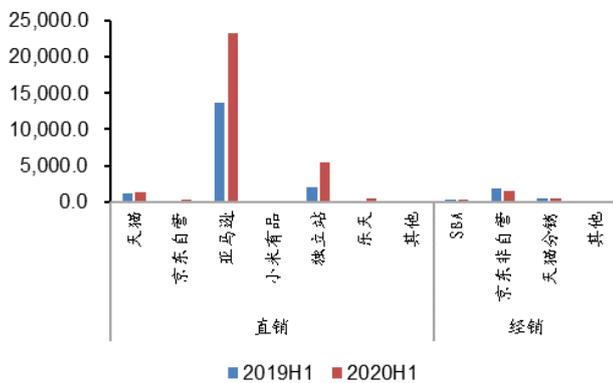
数据来源: 公司年报, 西南证券整理

图 51: 公司 2020H1 跨境电商收入情况 (万元)

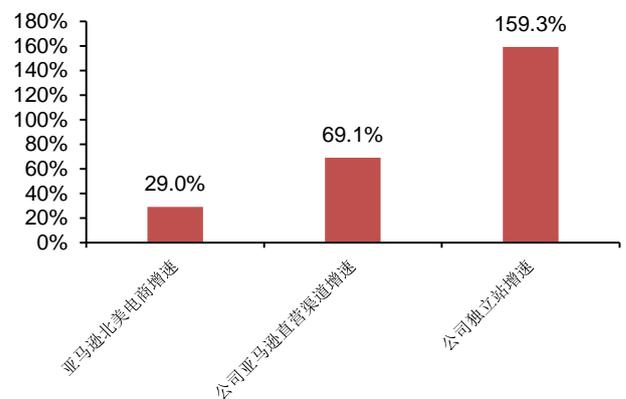


数据来源: 公司年报, 西南证券整理

跨境电商取得先发优势，利润空间较大。公司电商消费群体主要为 C 端用户，对产品价格较敏感；而大部分竞品主要客户为 B 端用户，终端产品定价普遍偏高。公司通过十余年运营跨境电商的经验，形成了集品牌建设、研发、生产、销售及售后服务于一体的全价值链模式，能更准确把握 C 端用户多元的产品需求，及时调整产品设计，较好地控制生产成本，产品价格带相对其他主要针对 B 端用户的品牌较低，取得了一定产品价格优势。利润方面，公司跨境电商产品主要为自主品牌，毛利率较公司 2B 的 OEM/ODM 产品更高，利润空间更大。目前公司跨境电商收入主要来自亚马逊直营渠道，2020 年上半年亚马逊直营收入占跨境电商收入的 78.4% (2.3 亿)，同比增长 69.1%；独立站收入也快速提升 (5458 万)，占比达到 18.5%。

图 52：2018-2020H1 境外线上收入增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 53：公司跨境电商增速与亚马逊平台增速对比


数据来源：亚马逊及公司年报，西南证券整理

独立站发展初见成效，有望形成稳定流量。近年来，公司独立站稳步快速发展，Google 搜索排名和 Alexa 全球排名走势持续提升，2020 年上半年独立站收入同比增长 159.3%，贡献收入 5458 万元。从增速来看，公司亚马逊直营渠道增速高于亚马逊北美电商整体收入增速，而独立站增速更高，表明独立站未来有望焕发更大活力。整体来看，公司发展独立站主要有三个优势：**1) 增加曝光度和转化率。**以亚马逊为例，亚马逊商品搜索结果的呈现方式是以产品为核心而非以店铺为核心，搜索结果排名依赖于产品销量、好评率和绩效指标（包含买家反馈、退款率等）等，平台上功能款式相近的产品会同时呈现给消费者，线上费用投入较大。而独立站可以更完善地展示产品性能，满足 C 端用户对多种产品的需求，提高转化率和连带销售；**2) 积累用户数据，定向推送广告，增加复购率。**由于公司部分订单通过自有海外仓进行发货配送，可直接获取用户邮箱地址等信息，向用户定向推送产品广告，为独立站引流，提高复购率。疫情前 3 个月公司复购率达 11% 左右，目前复购率约为 5.5%，复购率较高。目前独立站自然流量已经较为可观，公司 2020 年 7 月付费流量占 28.79%，自然及直接搜索流量达 60% 以上，对广告投放引流的依赖程度不高，目前看自然流量仍能支撑较快增长；**3) 减少平台广告费成本。**通过谷歌搜索引擎或亚马逊等电商平台销售，公司需要支付平台订阅费、销售佣金和仓储物流费等多项引流费用，平台成交的成本较高；而独立站维护运营成本较低，预计独立站成交占比提升后公司净利率仍有提升空间。

3.3.2 仓储物流：自有海外仓快速扩张，平台化能力初现

海外仓加快布局，成本优势逐渐确立。随着美国电商日益成熟，一日达或成为美国电商领域新标准。而美国地域宽广，多地仓储快速物流已成为必然发展方向。但欧美尤其美国的各大港口运输经济圈的仓库资源变得越来越稀缺，购买价格和租金持续上涨。且受疫情影响电商渗透率加速提升，海外仓作为跨境电商的核心基础设施，价格在上涨周期。公司提前在海外仓上进行了战略性布局，通过逐步购买自持仓库，有效对冲了未来租金上涨的风险。同时公司在美国沿海区域的多仓设置，使得配送成本大幅降低，配送时效明显提升，用户满意度提高。2013年，公司在美国设立首个海外仓，截止2019年公司全球美、欧、日拥有6个海外仓，其中美国三仓。2019年初，公司意识到海外仓的战略意义，开始系统性筹划海外仓项目，并于去年末今年初开始全力推进。至今，乐歌已在美国核心枢纽港口区域购买7个自有仓，全球共14仓，总面积达13.6万平米，仓储物流体系已基本搭建完毕。

表 6：公司新增海外仓项目梳理

购买时间	资产类型	交易价格 (百万美元)	房屋/土地面积 (平方英尺)	地理位置
2020.6.12	仓库	11.8	80,527	212 Markham St, Perris, CA92571
2020.7.9	仓库	2.1	50,000	/
2020.7.28	房屋	8.0	95,872	1151 Commerce Blvd., Logan Township, New Jersey
2020.7.28	土地	4.3	807,539	1151 Commerce Blvd., Logan Township, New Jersey
2020.8.4	房屋	5.5	60,000	13817 Greenland Drive Stafford, Texas 77477
2020.8.4	房屋	44.4	361,346	6075 Lance Dr, Riverside, CA92507

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 54：公司跨境电商海外公共仓布局



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 55：公司跨境电商公共海外仓创新服务综合体



数据来源：公司公告，西南证券整理

海外仓具备大件商品仓储物流优势，与亚马逊 FAB 形成互补。亚马逊仓库可实现小件物品自动抓取，物流效率高成本低，但大件商品抓取需要人工参与，物流成本较高，需要整合社会资源来进一步扩大业务。目前亚马逊已经审核通过公司的仓库管理资质，授权公司海外仓向客户提供 Prime 配送服务等资格。通过自建仓配送，公司可获得亚马逊提供的消费者

地址和邮箱等信息，可以进行后续订阅广告推送，锁定用户，为独立站引流。2019 年公司建成 3 仓库后，亚马逊和公司自营仓出货比例为 60%/40%；2020 年以来公司新增的仓库开始运营后，预计未来自发货占比在 75%以上。由于自发货费用比 FBA 的费用低 10-20%，预计海外仓逐步建成后仓储运输成本将进一步下降。整体来看，亚马逊 FBA 服务与公司自营海外仓存在协同作用，中长期内公司海外仓仍将保持大件商品的仓储物流优势。

发挥仓储及独立站优势，搭建中小企业出口平台。由于海外仓资源整体紧张，购买价格及租金上涨，使得多数小的外贸企业没有能力购买海外仓资源。公司将多余的仓储面积租给产品上有协同作用的国内中小企业，并有计划将协同产品纳入公司独立站，帮助中小企业出口销售，通过产业联动推动多品类整合，通过海外分销实现境内外协同，搭建办公家具中小企业出口的平台。目前公司已经接到多家公司的合作需求，招商情况良好，按目前计划的仓库建成后，预计半年左右能达到饱和。盈利模式方面，公司海外仓主要向合作企业收取租金，费用主要包括仓储费用、操作费用、快递差价费等。短期内公司为扩大海外仓规模，租金较为低廉，对中小企业较有吸引力。长期来看，公司目前从 FEDEX 等合作伙伴获得的快递费率折扣大幅低于一般中小卖家，随着电商规模的继续扩大，公司快递折扣率仍有下行空间，海外仓盈利空间有望扩大。

图 56：海外仓运营模式



数据来源：公司年报，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：欧美地区办公家具消费持续升级，线性驱动家具渗透率不断提升，预计 2022 年欧美地区线性驱动办公家具渗透率可达到 18%-20%；

假设 2：公司产品结构持续优化，人体工学工作站产品和线性驱动办公家具的占比提升。预计 2020-2022 年公司人体工学工作站产品占比分别达到 75%、82%、85%。

假设 3：随着海外消费者线上消费习惯得到培养，公司跨境电商和独立站渠道收入占比持续提升，预计到 2022 年公司跨境电商收入占比可达到 60%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及成本预测

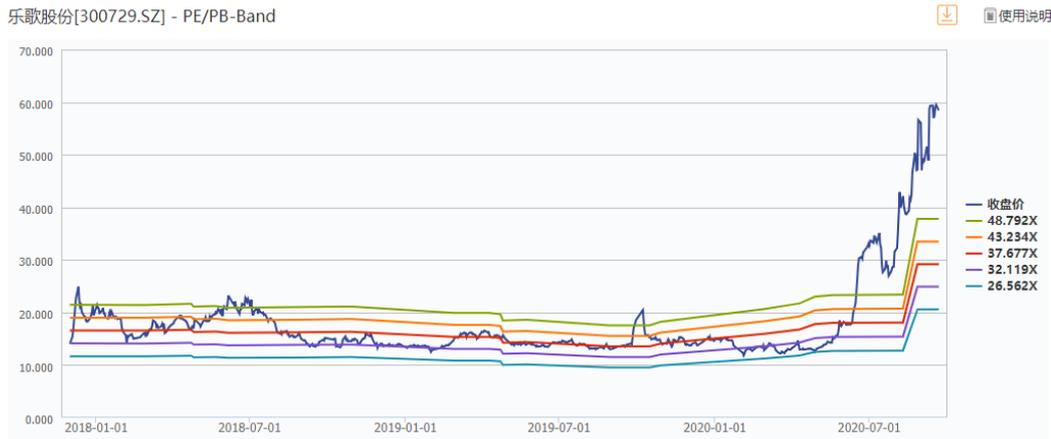
百万元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计						
营业收入	747.8	946.8	978.1	1,539.6	2,277.0	3,067.1
yoy	169.6%	26.6%	3.3%	57.4%	47.9%	34.7%
营业成本	395.7	528.3	523.6	823.4	1,194.0	1,572.4
毛利率	47.1%	44.2%	46.5%	46.5%	47.6%	48.7%
人体工学工作站						
收入	358.0	527.6	645.4	1161.7	1858.7	2602.1
yoy	169.6%	47.4%	22.3%	80%	60%	40%
成本	167.9	255.5	330.4	604.1	947.9	1301.1
毛利率	53.1%	51.6%	48.8%	48%	49%	50%
人体工学大屏支架						
收入	306.5	297.0	213.3	234.7	246.4	258.7
yoy	0.9%	-3.1%	-28.2%	10.0%	5.0%	5.0%
成本	191.6	208.7	143.4	154.9	160.1	168.2
毛利率	37.5%	29.7%	32.8%	34%	35%	35%
其他						
收入	83.3	122.2	119.4	143.3	171.9	206.3
yoy		46.7%	-2.3%	20%	20%	20%
成本				64.5	86.0	103.1
毛利率				55%	50%	50%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取两家线性驱动生产商捷昌驱动和凯迪股份作为可比公司，可比公司 2021 年平均估值为 28.3 倍。考虑到乐歌股份业务范围中 C 端销售占比较高，收入结构持续改善，跨境电商和独立站取得了一定先发优势，给予一定估值溢价，给予 2021 年 30 倍 PE，对应目标价 69.9 元，首次覆盖给予“持有”评级。

图 57：乐歌股份 PE/PB Band



数据来源：Wind，西南证券整理

表 8：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603583.SH	捷昌驱动	73.80	1.81	2.18	2.78	40.82	33.79	26.58
605288.SH	凯迪股份	123.99	3.91	5.42	6.93	31.67	22.87	17.89
平均值						36.25	28.33	22.24
300729.SZ	乐歌股份	60.66	1.56	2.33	3.23	39	26	19

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

中美贸易摩擦加剧的风险，扩产项目进展不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险，汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	978.07	1539.57	2276.96	3067.12	净利润	62.81	216.34	323.39	447.36
营业成本	523.57	823.40	1194.02	1572.37	折旧与摊销	27.85	51.28	69.79	73.57
营业税金及附加	6.87	11.81	17.13	21.16	财务费用	2.24	16.73	16.92	13.88
销售费用	284.52	354.10	546.47	766.78	资产减值损失	-6.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	60.29	90.83	136.62	184.03	经营营运资本变动	218.44	-27.11	-48.93	-41.08
财务费用	2.24	16.73	16.92	13.88	其他	-175.95	-2.03	-1.84	-1.90
资产减值损失	-6.08	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	129.31	255.21	359.33	491.83
投资收益	5.62	0.00	0.00	0.00	资本支出	-43.04	-600.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	3.34	1.41	2.05	1.83	其他	-20.52	52.14	-6.46	-2.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-63.57	-547.86	-106.46	-102.36
营业利润	67.69	244.11	367.85	510.74	短期借款	291.15	-278.88	-104.34	-20.68
其他非经营损益	0.12	4.56	3.86	3.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.81	248.66	371.71	514.21	股权融资	0.04	0.00	0.00	0.00
所得税	5.00	32.33	48.32	66.85	支付股利	-17.37	-15.24	-57.86	-85.66
净利润	62.81	216.34	323.39	447.36	其他	-169.34	124.51	-16.92	-13.88
少数股东损益	-0.17	-0.23	-0.40	-0.60	筹资活动现金流净额	104.48	-169.62	-179.13	-120.22
归属母公司股东净利润	62.98	216.57	323.78	447.96	现金流量净额	171.68	-462.27	73.74	269.25
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	616.23	153.96	227.70	496.94	成长能力				
应收和预付款项	111.61	167.41	247.33	334.42	销售收入增长率	3.31%	57.41%	47.90%	34.70%
存货	191.95	294.31	435.41	572.96	营业利润增长率	15.98%	260.61%	50.69%	38.85%
其他流动资产	143.81	116.59	156.20	193.68	净利润增长率	9.07%	244.41%	49.48%	38.34%
长期股权投资	36.54	36.54	36.54	36.54	EBITDA 增长率	25.49%	219.20%	45.64%	31.60%
投资性房地产	1.17	1.29	1.25	1.25	获利能力				
固定资产和在建工程	320.05	875.77	912.96	946.39	毛利率	46.47%	46.52%	47.56%	48.73%
无形资产和开发支出	54.84	48.75	42.66	36.58	三费率	35.48%	29.99%	30.74%	31.45%
其他非流动资产	26.92	26.02	25.11	24.20	净利率	6.42%	14.05%	14.20%	14.59%
资产总计	1503.12	1720.64	2085.17	2642.96	ROE	7.90%	21.74%	25.65%	27.57%
短期借款	403.90	125.02	20.68	0.00	ROA	4.18%	12.57%	15.51%	16.93%
应付和预收款项	282.72	427.27	618.85	823.61	ROIC	10.60%	27.05%	27.16%	33.00%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.00%	20.27%	19.96%	19.50%
其他负债	21.57	173.09	184.86	196.87	营运能力				
负债合计	708.20	725.38	824.39	1020.48	总资产周转率	0.73	0.96	1.20	1.30
股本	87.23	138.90	138.90	138.90	固定资产周转率	3.63	2.76	2.86	3.88
资本公积	342.48	290.82	290.82	290.82	应收账款周转率	12.47	14.24	14.19	13.59
留存收益	375.20	576.53	842.45	1204.75	存货周转率	2.78	3.29	3.21	3.08
归属母公司股东权益	794.56	995.11	1261.03	1623.34	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.32%	—	—	—
少数股东权益	0.37	0.14	-0.26	-0.86	资本结构				
股东权益合计	794.93	995.25	1260.78	1622.48	资产负债率	47.11%	42.16%	39.54%	38.61%
负债和股东权益合计	1503.12	1720.64	2085.17	2642.96	带息债务/总负债	57.03%	36.81%	19.73%	13.92%
					流动比率	1.51	1.27	1.57	1.83
					速动比率	1.24	0.76	0.93	1.17
					股利支付率	27.58%	7.04%	17.87%	19.12%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	97.78	312.11	454.56	598.19	每股收益	0.45	1.56	2.33	3.23
PE	133.78	38.90	26.02	18.81	每股净资产	5.72	7.16	9.08	11.69
PB	10.60	8.47	6.68	5.19	每股经营现金	0.93	1.84	2.59	3.54
PS	8.61	5.47	3.70	2.75	每股股利	0.13	0.11	0.42	0.62
EV/EBITDA	50.68	27.12	18.21	13.35					
股息率	0.21%	0.18%	0.69%	1.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn	
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn