

## 线驱产品占比提升，跨境电商较快增长

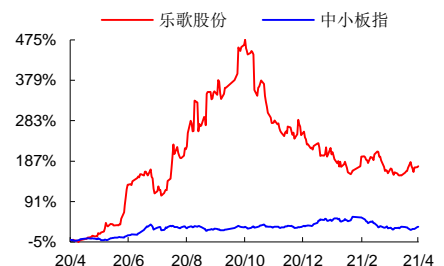
### 投资要点

- 业绩摘要:**公司发布2020年年报,2020年实现收入19.4亿元,同比增长98.4%;实现归母净利润2.2亿元,同比增长244.7%;实现扣非归母净利润1.8亿元,同比增长277.3%。其中,单Q4公司实现营业收入7.2亿元,同比增长163.8%;实现归母净利润0.6亿元,同比增长126.7%,公司全年业绩表现亮眼。
- 毛利率维持稳定,盈利能力改善。**20年公司实现毛利率46.7%,同比增长0.2pp,整体维持高位。人体工学行业实现毛利率46.1%(+1.2pp),其中人体工学工作站实现毛利率48.1%(-0.7pp);人体工学大屏支架实现毛利率33.5%(+0.7pp)。非人体工学行业主要系其他自产产品、外购产品等,共计实现毛利率59.6%(-3.7pp)。费用率方面,本年度公司整体费率为35%,同比下降4.7pp。公司销售费用率为24.2%,同比下降4.9pp;管理费用率为4.8%,同比下降1.4pp;研发费用率为4.4%,同比增长0.2pp,研发费用同比增长105.5%;财务费用率为1.7%,同比增长1.5pp,主要由于汇兑损失增加。综合来看,公司净利率为11.2%,同比增长4.7pp。整体来看,得益于近年来公司持续优化产品体系,公司盈利能力显著改善。此外,经营活动产生的现金流量净额增长67.4%。
- 线性驱动产品占比提升,产品结构持续优化。**20年公司人体工学工作站收入14.3亿元,同比增长121.2%,实现高速增长。其中线性驱动智慧办公升降桌产品作为公司大单品战略的品类,收入达到9.5亿元,同比增长364.1%,占总销售收入比例49.1%,销量达到66.3万套,为人体工学工作站产品收入主要增长点;人体工学大屏支架收入2.3亿元,同比增长9.0%。非人体工学行业收入2.4亿元,同比增长119.1%,其中其他自产产品收入2.0亿元,同比增长111%;外购产品收入0.4亿元,同比增长178.5%。得益于公司不断优化产品结构,2017年至2020年人体工学工作站产品年复合增长率达到58.6%,其占比从47.9%增长至73.6%,成为公司最主要收入来源。根据公司公告,公司可转债项目“年产120万台(套)人体工学产品生产线技改项目”已投产,规划产能60万台;“越南生产基地扩产项目”预计2021年内实施完毕,规划产能30万台,2021年线驱升降桌产能预计达到170万台,产能扩张后有望支撑销售规模进一步提升。
- 跨境电商快速发展,独立站买家数量及平均消费金额均增长较快。**由于远程办公普及,线下消费频率降低,公司跨境电商收入规模快速增长,20年公司跨境电商销售收入10.2亿元,同比增长192%;其中独立站、亚马逊等主要直营渠道收入增长迅速,独立站实现收入2.8亿元,同比增长580.6%;亚马逊实现收入7.2亿元,同比增长154.0%。值得注意的是,公司独立站用户数量增长迅速,根据公司年报图表,2020年公司全球独立站月度流量数据全年呈明显上行趋势,到20年12月月度流量已增长至1月的8.5倍左右,目前公司全球独立网站的每月访问量已达到60-70万。2020年独立站买家数量达到15.4万,约达到亚马逊平台买家数量的26%;独立站人均消费金额2331元,较亚马逊高71.6%,独立站的引流和提升客单价效果均较为显著。

### 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  
联系人:赵兰亭  
电话:023-67511807  
邮箱:zhlt@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)	1.32
52周内股价区间(元)	20.31-95.2
总市值(亿元)	50.18
总资产(亿元)	28.67
每股净资产(元)	7.08

### 相关研究

1. 乐歌股份(300729):业绩高增,线驱产品显著放量 (2020-11-01)
2. 乐歌股份(300729):居家办公需求提振,线驱黑马有望实现弯道超越 (2020-09-30)

- **海外仓储物流布局逐步完善，成本优势显现。**公司跨境电商公共海外仓于2019年初开始系统性筹划，并于2020年上半年开始全力推进，目前已沿海布局7个自有仓，覆盖美国经济发达地区。至今，公司在全球共14仓，总面积达13.6万平米，仓储物流体系已基本搭建完毕。随着海外疫情持续蔓延，居家办公常态化，线上业务持续上涨，海外仓价格进一步上涨致使大部分外贸企业成本增加。而公司从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，提前布局自有仓有效降低租金风险，成本优势有望逐步显现。
- **盈利预测与投资建议：**预计2021-2023年EPS分别为2.18元、2.97元、3.88元，对应PE为17倍、12倍、9倍，维持“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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1940.66	2871.99	3911.29	5140.58
增长率	98.42%	47.99%	36.19%	31.43%
归属母公司净利润（百万元）	217.09	302.69	412.05	539.59
增长率	244.70%	39.43%	36.13%	30.95%
每股收益 EPS（元）	1.56	2.18	2.97	3.88
净资产收益率 ROE	21.21%	23.43%	24.72%	24.97%
PE	23	17	12	9
PB	4.91	3.89	3.01	2.32

数据来源：Wind，西南证券

### 关键假设：

假设 1：21 年受上游原材料成本高位影响，人体工学工作站产品毛利率同比下滑，22-23 年伴随产品结构优化毛利率回升，21-23 年人体工学工作站产品毛利率分别为 47.5%、48%、48.5%；

假设 2：可转债在建产能项目如期达产，不考虑其他新增产能情况下，预计 2021-23 年线驱升降桌产能达到每年 170 万台。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入如下表：

**表 1：分业务收入成本拆分**

百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>合计</b>				
营业收入	1940.7	2,872.0	3,911.3	5,140.6
yoy	98.4%	48.0%	36.2%	31.4%
营业成本	1033.6	1,518.9	2,055.9	2,681.6
毛利率	46.7%	47.1%	47.4%	47.8%
<b>人体工学工作站</b>				
收入	1427.7	2284.3	3243.8	4379.1
yoy	121.2%	60%	42%	35%
成本	741.11	1,199.3	1686.8	2255.2
毛利率	48.1%	47.5%	48.0%	48.5%
<b>人体工学大屏支架</b>				
收入	232.4	251.0	263.6	276.8
yoy	9.0%	8.0%	5.0%	5.0%
成本	154.58	168.2	175.3	184.0
毛利率	33.5%	33.0%	33.5%	33.5%
<b>其他</b>				
收入	280.5	336.6	403.9	484.7
yoy	135.0%	20%	20%	20%
成本	137.9	151.5	193.9	242.4
毛利率	50.9%	55%	52%	50%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1940.66	2871.99	3911.29	5140.58	净利润	216.65	302.20	411.31	538.58
营业成本	1033.55	1518.95	2055.93	2681.64	折旧与摊销	37.25	44.20	54.57	63.74
营业税金及附加	10.57	18.41	24.21	35.47	财务费用	33.42	70.47	74.43	86.57
销售费用	469.10	746.72	1036.49	1377.67	资产减值损失	-12.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	92.09	201.04	285.52	385.54	经营营运资本变动	-3.54	-125.22	-66.53	-50.04
财务费用	33.42	70.47	74.43	86.57	其他	-54.50	-9.20	-13.73	-12.22
资产减值损失	-12.85	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>216.44</b>	<b>282.45</b>	<b>460.05</b>	<b>626.62</b>
投资收益	8.38	0.00	0.00	0.00	资本支出	-583.80	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	15.68	11.57	12.94	12.48	其他	-289.00	-10.19	10.95	17.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-872.80</b>	<b>-110.19</b>	<b>-89.05</b>	<b>-82.89</b>
<b>营业利润</b>	<b>236.83</b>	<b>327.98</b>	<b>447.64</b>	<b>586.16</b>	短期借款	308.60	-666.47	-46.04	0.00
其他非经营损益	-0.88	1.14	0.30	0.38	长期借款	254.28	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>235.95</b>	<b>329.12</b>	<b>447.94</b>	<b>586.55</b>	股权融资	14.64	0.00	0.00	0.00
所得税	19.30	26.92	36.63	47.97	支付股利	0.00	-31.73	-37.34	-45.49
净利润	216.65	302.20	411.31	538.58	其他	197.39	-92.14	-74.43	-86.57
少数股东损益	-0.44	-0.49	-0.74	-1.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>774.92</b>	<b>-790.34</b>	<b>-157.80</b>	<b>-132.06</b>
归属母公司股东净利润	217.09	302.69	412.05	539.59	<b>现金流量净额</b>	<b>115.85</b>	<b>-618.08</b>	<b>213.20</b>	<b>411.67</b>
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	905.28	287.20	500.40	912.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	233.33	335.36	464.36	605.08	销售收入增长率	98.42%	47.99%	36.19%	31.43%
存货	526.21	705.69	986.25	1273.81	营业利润增长率	249.86%	38.49%	36.49%	30.94%
其他流动资产	50.59	83.07	97.96	108.52	净利润增长率	244.92%	39.49%	36.10%	30.94%
长期股权投资	43.14	43.14	43.14	43.14	EBITDA 增长率	214.49%	43.95%	30.27%	27.72%
投资性房地产	0.00	0.61	0.50	0.45	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	902.34	970.28	1027.84	1076.24	毛利率	46.74%	47.11%	47.44%	47.83%
无形资产和开发支出	103.28	93.47	83.65	73.84	三费率	30.64%	35.45%	35.70%	35.98%
其他非流动资产	103.16	100.84	98.51	96.19	净利率	11.16%	10.52%	10.52%	10.48%
<b>资产总计</b>	<b>2867.33</b>	<b>2619.65</b>	<b>3302.61</b>	<b>4189.35</b>	ROE	21.21%	23.43%	24.72%	24.97%
短期借款	712.51	46.04	0.00	0.00	ROA	7.56%	11.54%	12.45%	12.86%
应付和预收款项	676.79	895.77	1245.17	1632.27	ROIC	28.13%	26.52%	29.48%	33.55%
长期借款	254.28	254.28	254.28	254.28	EBITDA/销售收入	15.85%	15.41%	14.74%	14.33%
其他负债	202.12	133.55	139.17	145.72	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1845.70</b>	<b>1329.63</b>	<b>1638.63</b>	<b>2032.27</b>	总资产周转率	0.89	1.05	1.32	1.37
股本	138.90	138.90	138.90	138.90	固定资产周转率	5.31	5.86	6.34	7.20
资本公积	305.46	305.46	305.46	305.46	应收账款周转率	15.78	14.44	13.84	13.62
留存收益	579.65	850.61	1225.32	1719.42	存货周转率	2.85	2.46	2.42	2.37
归属母公司股东权益	1021.22	1290.08	1664.79	2158.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.83%	—	—	—
少数股东权益	0.42	-0.07	-0.81	-1.82	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1021.64</b>	<b>1290.01</b>	<b>1663.99</b>	<b>2157.08</b>	资产负债率	64.37%	50.76%	49.62%	48.51%
负债和股东权益合计	2867.33	2619.65	3302.61	4189.35	带息债务/总负债	57.54%	29.75%	21.33%	17.20%
					流动比率	1.16	1.47	1.62	1.75
					速动比率	0.81	0.74	0.84	0.98
					股利支付率	0.00%	10.48%	9.06%	8.43%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.56	2.18	2.97	3.88
					每股净资产	7.35	9.29	11.99	15.54
					每股经营现金	1.56	2.03	3.31	4.51
					每股股利	0.00	0.23	0.27	0.33
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	307.50	442.64	576.64	736.47					
PE	23.12	16.58	12.18	9.30					
PB	4.91	3.89	3.01	2.32					
PS	2.59	1.75	1.28	0.98					
EV/EBITDA	16.55	11.29	8.21	5.88					
股息率	0.00%	0.63%	0.74%	0.91%					

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  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

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
	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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn