

乐歌股份(300729)

报告日期: 2021 年 09 月 14 日

定增助力，中国品牌出海添新军

——乐歌股份深度报告

✎ : 陈腾曦 执业证书号: S1230520080010 史凡可 执业证书号: S1230520080008
☎ : 021-80105934 021-80105934
✉ : chentengxi@stocke.com.cn shifanke@stocke.com.cn

报告导读

(1) 超预期点之一: 海外电商市场渗透率尚低, 中国供应链具备竞争优势, 跨境电商企业面临的产业红利持续性强于市场预期。(2) 超预期点之二: 乐歌股份同时享受人体工学健康家居赛道+海外电商双重蓝海市场红利, 品牌之路已扬帆启航, 同时积极布局供不应求、前景广阔的海外公共仓服务, 未来业绩增长的确定性超市场预期。**结论: 公司盈利能力与市值均处于底部, 长期投资价值凸显。**

投资要点

乐歌股份: 人体工学健康家居蓝海市场领军者, 研发为本、品牌启航

乐歌股份主攻人体工学健康家居产品, 依靠自身研发不断提升产品附加值, 利用品类与海外电商双重市场红利逐步沉淀品牌, 已经成为人体工学健康家居行业的龙头品牌企业, 引领行业发展。

线性驱动技术加持人体工学, 国内外品类红利释放中

欧美地区健康消费理念较为领先, 线性驱动技术在健康消费领域的应用目前已进入相对成熟的发展阶段, 但潜在需求尚未得到充分释放, 人体工学家居产品市场仍有较大提升空间。国内健康消费理念在家居行业的应用起步较晚, 升降办公桌渗透率仅为 2% 左右, 未来随着国内消费者健康消费理念的不断提升, 国内人体工学健康家居产品的市场空间极为广阔。

亚马逊+独立站双线开花, 海外电商红利加持下品牌建设之路已启航

海外电商渗透率仍在持续提升, 线上 M2C 模式已经成为公司目前主要的销售模式。公司 Flexispot 品牌在亚马逊平台保持品类领先地位的同时, 独立站也正在经历爆发式增长 (2020 年独立站占海外电商销售比近 30%, 同比增长 581%)。公司海外 C 端运营能力已得到充分证明, 品牌建设之路已扬帆启航, 国内品牌电商业务也将成为未来重要看点。

布局海外公共仓服务, 降本增效同时开拓新增长点

截至 2021 年中期, 公司已在全球设立 14 个海外仓, 有效保障自主品牌高效率履约的同时, 通过开放公共仓服务集合订单大幅降低配送成本, 强化公司 C 端业务竞争壁垒; 海外优质仓储物流服务在海外电商红利加持下属于稀缺资源, 将形成公司新的业绩增长点。

投资建议: 定增助力发展, 盈利与市值均处于底部, 长期价值凸显

2021 年宏观因素对公司盈利能力的负面影响较大, 但公司在收入端仍处于高歌猛进的状态, 公司定增已于 7 月 19 日获得批文, 2020 年 ROE 超 20%, 再融资落地将进一步助推公司高速发展。我们预计公司 21/22/23 年收入为 30.29/42.62/57.63 亿, 同比增长 56.10%/40.69%/35.23%, 净利润为 1.97/3.06/5.38 亿, 同比增长-9.47%/55.69%/75.71%。按照当前 39.08 亿市值, 市盈率已低至 19.84/12.77/7.26X。我们认为随着盈利能力逐步回复正常, 公司正常估值中枢应同时体现海外电商红利、人体工学健康家居品类红利, 并参考品牌企业估值体系, 当前低估明显, 首次覆盖, 给予“买入”评级!

风险提示: 海外疫情反复, 汇率、海运费、原材料价格波动风险

评级

买入

上次评级

首次评级

当前价格

¥ 21.52

单季度业绩

元/股

2Q/2021

0.29

1Q/2021

0.23

4Q/2020

0.40

3Q/2020

0.67



公司简介

乐歌股份 2017 年 IPO, 主营以机、电、软一体化线性驱动技术为核心的健康和智慧办公/家居产品的代工及自主品牌业务。

相关报告

报告撰写人: 陈腾曦、史凡可

联系人: 于健

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,941	3,029	4,262	5,763
(+/-)	98.42%	56.10%	40.69%	35.23%
净利润	217	197	306	538
(+/-)	244.70%	-9.47%	55.69%	75.71%
每股收益(元)	1.56	1.38	2.10	3.61
P/E	18.01	19.84	12.77	7.26

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

正文目录

1. 乐歌股份：人体工学健康家居的行业先行者	5
1.1. 以线性驱动技术为核心的人体工学健康家居细分龙头	5
1.2. 业务透视：四大板块有序布局，C端产品力+品牌力逐步展现	5
1.2.1. 塑品牌为核心，海外以电商为主，国内线上线下齐发力	7
1.2.2. 调结构，围绕线性驱动技术发展高端代工	8
1.2.3. 衍生业务：布局海外公共仓服务，辅助主业同时孕育新增量	8
1.3. 发展历程：管理层嗅觉敏锐、布局前瞻，铸就当前领先地位	8
1.4. 股权集中，管理层技术出身、重研发重产品重品牌	9
1.5. 善用股权激励，绑定员工利益共护公司远航	10
1.6. 定增助力公司实现长期战略目标	11
2. 竞争壁垒：跨境业务全链路布局，品牌建设扬帆启航	11
2.1. 制造业起家，专注人体工学健康家居蓝海市场	11
2.1.1. 充分受益线性驱动赛道红利：健康消费趋势引爆市场	11
2.1.2. 充分受益跨境电商红利：人体工学产能与需求区域不匹配	13
2.1.3. 制造业起家技术硬，聚焦线性驱动打造全价值链	15
2.2. 借海外电商红利，乐歌品牌之路已扬帆启航	17
2.2.1. 跨境电商：亚马逊+独立站全面布局	17
2.2.2. 国内市场：乘消费升级东风，抓未来巨大潜力	18
2.2.3. 海外代工业务：增长迅速验证赛道红利	20
2.2.4. 衍生业务：积极布局海外公共仓，降本增效打造新增长点	21
3. 盈利预测与投资价值：盈利能力与市值均处于底部	23
4. 风险提示	25

图表目录

图 1：乐歌主要产品示例	5
图 2：公司 2016-2020 收入及增速	5
图 3：公司 2016-2020 净利润及其增速	5
图 4：公司 2016-2020 利润率	6
图 5：公司 2016-2020 费用率	6
图 6：公司营业收入 2016-2020 分产品占比	6
图 7：公司 2016-2020 分产品毛利率情况	6
图 8：公司营业收入 2016-2020 分地区占比	7
图 9：公司 2016-2020 分地区毛利率情况	7

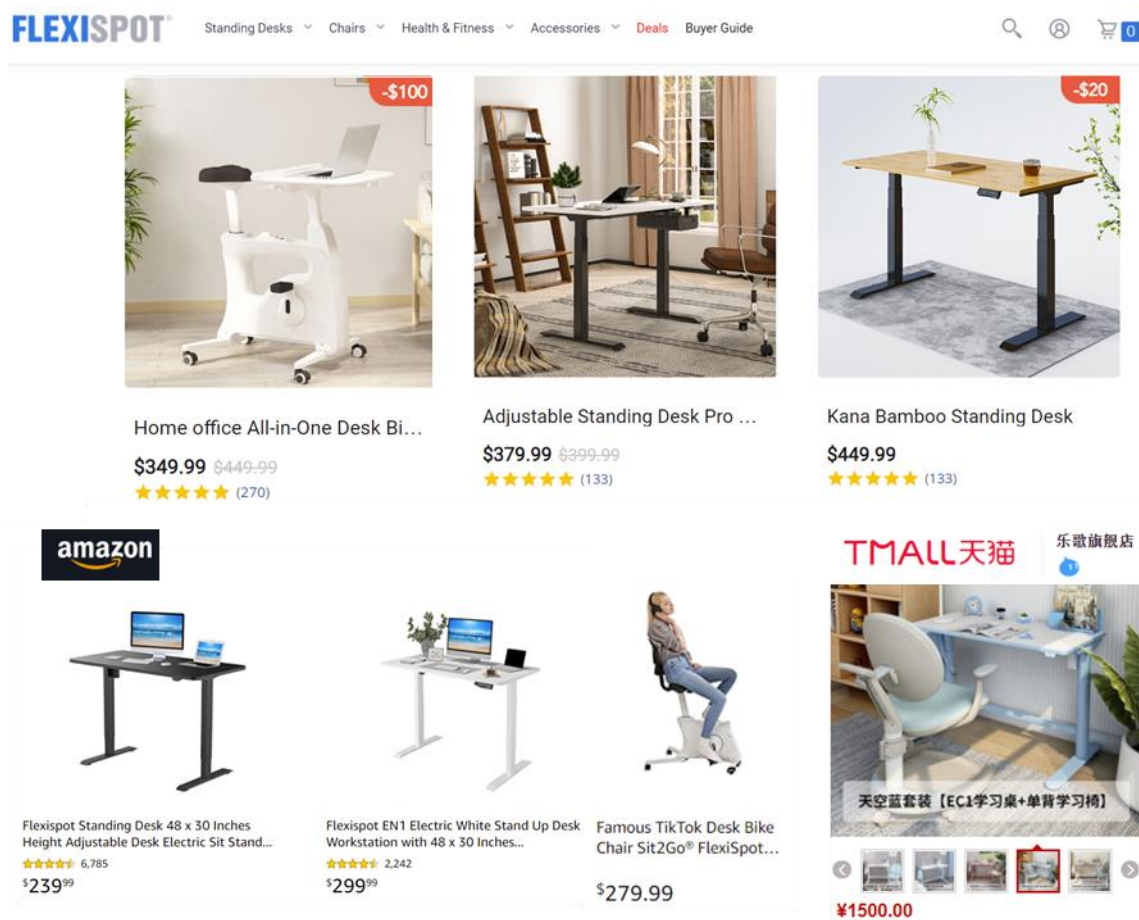
图 10: 公司销售渠道	7
图 11: 乐歌股份股权结构	9
图 12: 全球办公家具市场规模情况 (单位: 亿美元)	11
图 13: 2015-2020 全球线性驱动设备市场规模 (单位: 亿美元)	12
图 14: 我国近 20 年颈椎病患者年龄分布	12
图 15: 线性驱动技术在智能办公领域应用	13
图 16: 线性驱动技术在智能家居领域应用	13
图 17: 2019 年全球办公家具主要区域产值占比	14
图 18: 2019 年全球办公家具区域消费占比	14
图 19: 跨境电商交易总规模及占货物贸易比重	14
图 20: 跨境出口电商交易总规模及占货物出口贸易比重	14
图 21: 全球主要国家或地区电商渗透率 (%)	15
图 22: 公司技术基础	15
图 23: 产品组合应用场景	16
图 24: 产品性能对比	16
图 25: 公司全价值链业务模式	16
图 26: 旗下品牌 Flexispot 独立站 vs. 亚马逊	18
图 27: 2020 年-2021 年上半年公司独立站月度流量数据 (Google Analytics)	18
图 28: 中国大陆地区收入增长情况	19
图 29: 中国大陆地区收入占比情况	19
图 30: 网易文创 x 乐歌	19
图 31: 天猫平台乐歌学习桌销售情况	19
图 32: 自主品牌及贴牌业务占比分布情况	20
图 33: 境外线下销售模式主要流程	21
图 34: 公司跨境电商海外公共仓已投入使用的仓库布局图 (美国)	22
图 35: 乐歌海外公共仓运作流程	22
图 36: 2017-2021 外汇对人民币汇率	24
图 37: 2019-2021 海运价格指数 (BDI、CCFI)	24
表 1: 2020 年公司分渠道销售情况	8
表 2: 乐歌大事记	8
表 3: 公司董事及管理层	9
表 4: 公司历次股权激励计划 (上市前员工持股主体为聚才投资)	10
表 5: 员工持股计划参与对象认购份额及比例	10
表 6: 员工持股计划参与对象认购份额及比例	10
表 7: 公司募集资金运用计划	11
表 8: 同类产品价格比较	17
表 9: 线上直销渠道不同平台对比	18
表 10: 海外仓服务列示	22
表 11: 收入拆分预测 (百万元)	23
表 12: 盈利能力相关指标预测	24
表 13: 出海品牌类公司参考	24
表附录: 三大报表预测值	26

1. 乐歌股份：人体工学健康家居的行业先行者

1.1. 以线性驱动技术为核心的人体工学健康家居细分龙头

乐歌股份围绕健康家居理念，主打人体工学家居产品，以机、电、软一体化的线性驱动为核心，基于云计算平台和物联网的工位管理系统、具备图像识别和AI语音等功能的多媒体交互终端，旨在为全球用户提供健康、高效、环保、安全、舒适的整体家居解决方案。

图 1：乐歌主要产品示例



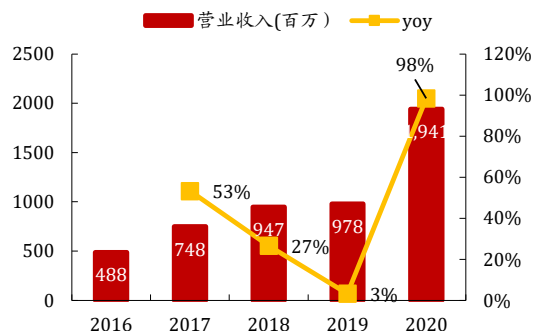
资料来源：公司官网、亚马逊、淘宝、浙商证券研究所

1.2. 业务透视：四大板块有序布局，C 端产品力+品牌力逐步展现

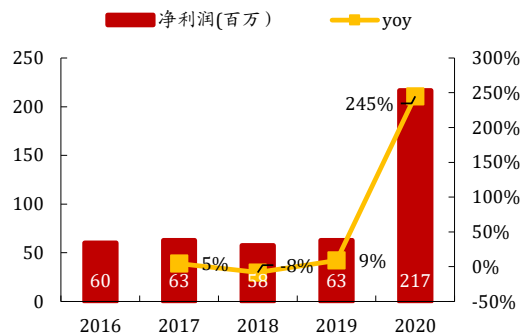
2016-2019 年，公司处在产品与业务模式打基础的阶段，营收稳健增长，利润端保持稳定。2020 年，在疫情催化下，居家办公需求将人体工学健康家居市场彻底引爆，公司长期耕耘的业务迎来爆发，收入高速增长至 19.41 亿，同比增长 98%；净利润达 2.17 亿，同比增长 245%。2021 H1，收入延续高速增长，达 13.97 亿，同比增长 120.68%；净利润达 0.84 亿，同比增长 23.24%。海外自主品牌电商业务的放量是公司业绩爆发的主要驱动因素。

图 2：公司 2016-2020 收入及增速

图 3：公司 2016-2020 净利润及其增速



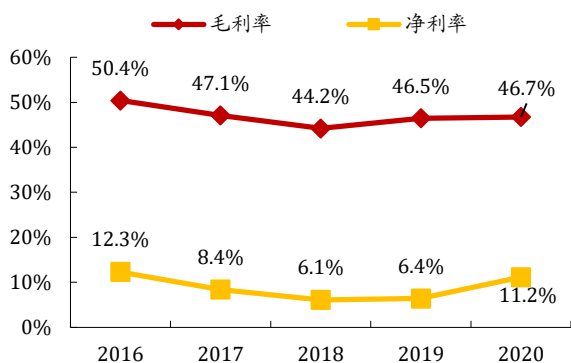
资料来源：公司公告、浙商证券研究所



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

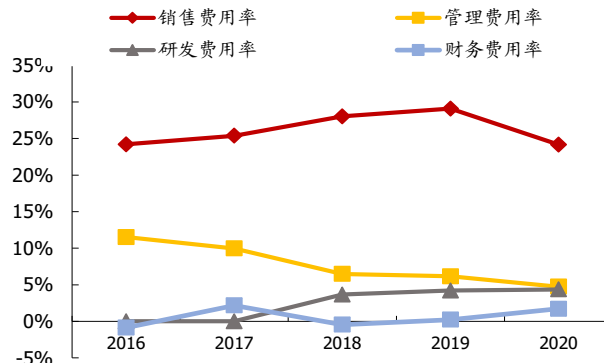
近年来，公司毛利率水平稳定在 45% 左右水平。2020 年，由于自主品牌业务占比快速提升，公司毛利率达 46.7%，同比提升 2pct（这里还需要剔除会计准则调整导致的毛利率下降，实际毛利率提升幅度更大）；海外自主品牌电商业务度过投入期后，叠加汇率等利好因素，2020 年净利率表现亮眼，提升 3.8pct 至 11.2%。2020 年 Q4 开始宏观环境波动极大，汇率、海运费、原材料等均处于对公司开展业务极为不利的状态，21 H1 毛利率为 40.0%，同比下降 6.4pct，净利率为 6.0%，同比下降 4.8pct。

图 4：公司 2016-2020 利润率



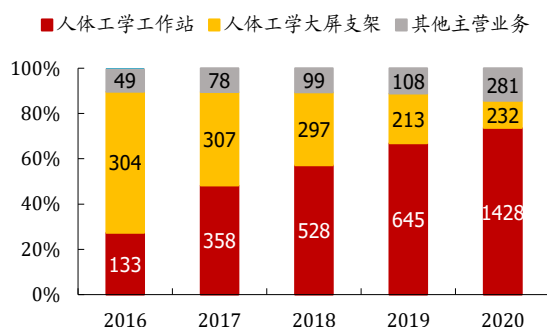
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 5：公司 2016-2020 费用率



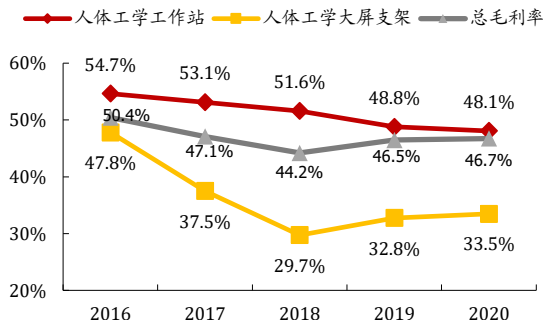
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 6：公司营业收入 2016-2020 分产品占比



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 7：公司 2016-2020 分产品毛利率情况



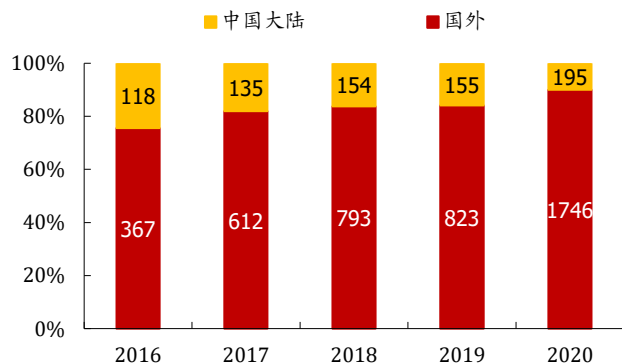
资料来源：公司公告、浙商证券研究所

凝聚公司核心技术沉淀的线性驱动升降系统产品近年来成绩突出。其中代表性产品组合人体工学工作站从 2016 年到 2020 年营收占比从 27% 增长至 74%，2020 全年人体工学工作站类产品实现 14.3 亿营业收入，同比增速 121%，已经成为公司拳头产品品类。2021H1 人体工学工作站类产品收入实现 10.52 亿，同比增速 144.92%，营收占比进一步提高达 75.37%，毛利率由于宏观因素影响下降 3.99pct 至 43.08%。

整体而言,沉淀公司核心技术的线性驱动升降系统产品毛利率最高,这也导致在业务拆分中,应用了线性驱动技术的人体工学工作站的毛利率远高于其它产品品类。未来随着公司品牌持续沉淀及人体工学健康家居产品占比提升,公司综合毛利率将持续提升。

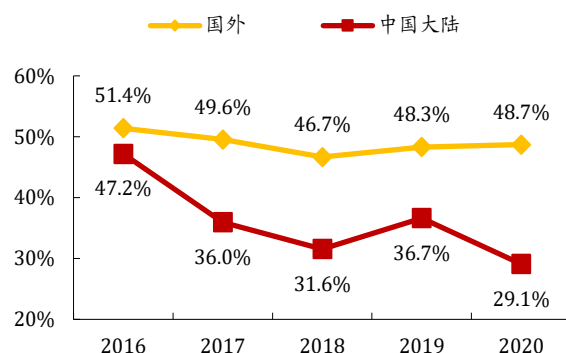
分地域来看,发达国家人体工学健康家居市场更为成熟,所以海外仍是公司的核心市场。海外营收从2016年的3.67亿增长至2020年的17.46亿,年复合增长率为30.9%,营业收入占比从75.2%增长至90.0%,国内市场仍需培育但潜力无限。

图 8: 公司营业收入 2016-2020 分地区占比



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 9: 公司 2016-2020 分地区毛利率情况

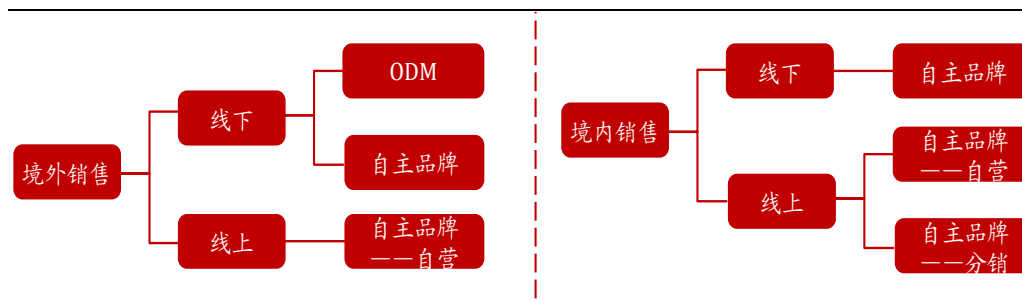


资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

1.2.1. 塑品牌为核心, 海外以电商为主, 国内线上线下齐发力

公司已经形成多类型、多渠道的多元销售模式。从 ODM 贴牌模式, 转变为主要通过建设自主品牌直面消费者。目前公司海外市场主要借助海外电商红利, 亚马逊与独立站为主要销售渠道。

图 10: 公司销售渠道



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

(1) 海外业务: 以线上电商为主

2020 年, 公司海外自主品牌 Flexispot 电商销售收入 2020 年同比增长 192%。其中通过亚马逊平台的销售收入为 7.21 亿, 占总营业的 38%; 通过独立站销售收入为 2.78 亿, 同比增长 581%, 占总营收的 15%, 独立站的亮眼成绩说明公司在流量运营与品牌塑造上已有所积淀。

(2) 国内业务: 线上线下齐发力

国内品牌“乐歌”C 端业务以线上线下齐发力, 2021H1 营收 1.00 亿, 同比增长 82%; 其中线上渠道合计 0.72 亿, 同比增长 81%; 线下渠道合计 0.28 亿, 同比增长 84%。借势

国务院《全民健身计划（2021-2025 年）》，公司的健身车与健身椅已在各平台开展相关产品的种草与宣传。未来将立足华东、面向全国，完善产品线，实现全渠道布局。

表 1：2020 年公司分渠道销售情况

项目	平台	收入 (万元)	同期增减变动	占总营业收入比 例	交易额 (万元)	买家数量(位)	人均消费金额 (元)
线上直销	独立站	27,847	581%	15%	35,815	153,658	2,331
	亚马逊	72,060	154%	38%	79,567	585,682	1,359
	乐天	1,113	227%	1%	1,355	8,689	1,559
	天猫	3,863	50%	2%	5,097	76,894	663
	京东-自营	668	55%	0%	1,113	8,663	1,285
	小米有品	463	31%	0%	623	7,753	803
线上分销	亚马逊 vendor	778	16%	0%	836	/	/
	京东-非自营	5,465	22%	3%	7,724	/	/
	淘宝分销	1,365	56%	1%	1,636	/	/
	其他	553	158%	0%	705	/	/

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

1.2.2. 调结构，围绕线性驱动技术发展高端代工

乐歌创始初期以 OEM 代工为主，逐步转型为自主品牌为主、代工为辅。公司人体工学专业市场的贴牌策略，获得了高端办公家具客户的认同，将代工积累的产品力应用在 C 端业务方面，反哺设计优化。2020 年收入 2021H1 收入 4.78 亿，同比增长 95%；其中 Q1 收入 2.20 亿，同比增长 129%；Q2 收入 2.58 亿，同比增长 73%。代工业务的快速增长同样验证了海外人体工学健康家居市场的爆发。

1.2.3. 衍生业务：布局海外公共仓服务，辅助主业同时孕育新增量

2013 年，公司在美国设立首个海外仓，2019 年初筹划跨境电商海外公共仓，2020 年上半年，公司加大海外仓布局进度并开放成为公共服务，客户以乐歌产品的周边品类为主。与租用第三方仓库的企业相比，公司布局海外公共仓会大幅降低尾程仓储配送成本，保障配送时效。海外公共仓业务目前处于爆发初期，2021Q1 营收 1339 万，Q2 营收 5472 万，6 月相比 1 月增长 362%，发货量增长 227%，库容使用率高达 80%，已实现盈利。

1.3. 发展历程：管理层嗅觉敏锐、布局前瞻，铸就当前领先地位

公司是人体工学健康家居领域的先行者，并已成为这一细分领域的龙头。公司前身成立于 1998 年，早期主营业务为电视机支架配件的代工。2009 年，创始人意识到 2C 业务的重要性，全线注册商标，开始自主品牌建设之路。2010 年，公司着力开拓自主品牌产品的销售，形成了 M2C 直营模式，即公司作为厂家直接面向消费者，由“乐歌制造”向“乐歌品牌”转型，这一决策是公司发展的重要里程碑。

2013 年，公司看到人体工学健康家居蓝海市场，从电视机支架业务转型，开始专注研发线性驱动技术，主攻显示屏及升降桌椅。2015 年布局越南工厂。2016 年开始布局筹划独立站，并在海外购买第一个自有仓库。2020 年公司布局海外公共仓服务业务，截至 21 H1 美国共有 7 个仓，全球共 14 个仓，2021 年 H1 海外公共仓服务已盈利，未来将形成新的亮眼增长点。

表 2：乐歌大事记

年份	历程
----	----

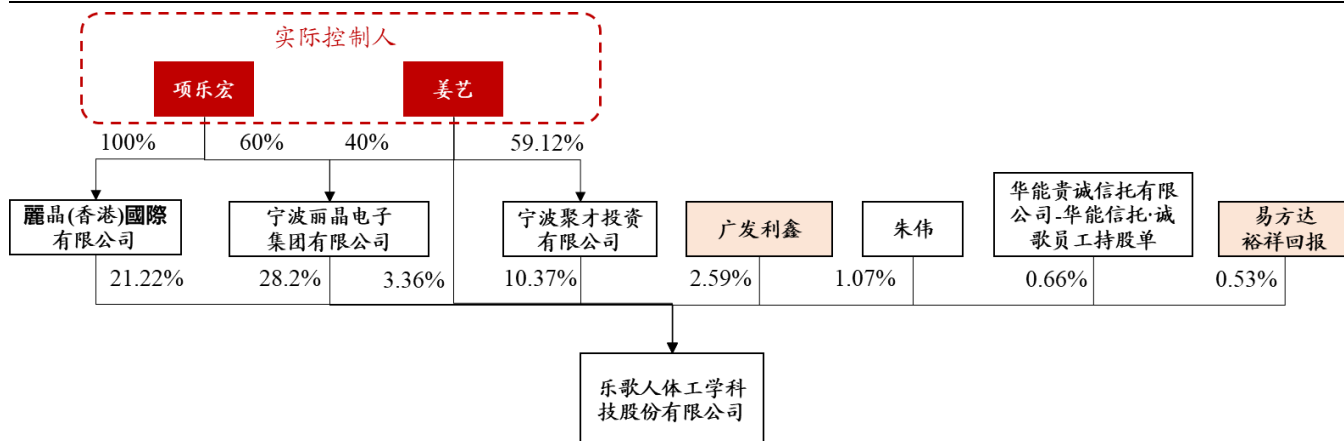
1998 年	公司前身宁波丽晶电子有限公司成立
2004 年	第一个生产基地在宁波姜山科技园区落成 主营业务为电视机支架
2009 年	第二个生产基地丽晶科技工业园在鄞州开发区开始兴建 全线注册商标“乐歌”，自主品牌建设之路开始
2010 年	开展自主品牌产品境内线上销售，M2C 模式形成
2013 年	在美国硅谷成立分公司，开启全球布局，开展境外线上销售 开始研发线性驱动技术，主攻人体工学
2015 年	考察东南亚，为越南工厂奠基
2016 年	越南工厂投产 7 月开始筹划独立站，购买第一个海外仓库
2017 年	在深交所上市，成为国内人体工学行业第一股 与总理连线，荣登央视新闻联播
2020 年	开始布局海外公共仓服务业务，截止 2021H1 美国共有 7 个自有仓，全球共 14 个仓
2021 年	预计海外公共仓服务业务盈利 李克强总理参观宁波工厂

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

1.4. 股权集中，管理层技术出身、重研发重产品重品牌

公司的核心人物为实控人&创始人&董事长项乐宏，与姜艺（其妻）合计控制上市公司股权 63.15%。

图 11：乐歌股份股权结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 3：公司董事及管理层

姓名	职务	简介
----	----	----

项乐宏	董事长、总经理	宁波师范学院(现宁波大学)，电子科技大学双学士学位;北京大学光华管理学院，长江商学院双硕士学位;清华大学五道口金融学院高级工商管理硕士在读。曾就职于中国电子进出口宁波公司，任国际合作部副经理。
姜艺	副董事长、美国乐歌总经理	北京大学光华管理学院，中欧国际工商学院双硕士学位。曾就职于中国电子进出口宁波公司。
李妙	国内营销事业部总经理、董事	杭州电子科技大学国际经济与贸易学士，堪培拉大学工商管理硕士。
李响	董事、副总经理	浙江大学软件学院软件项目管理硕士在读。曾就职于宁波市委组织部、宁波威远信息技术有限公司研发经理。
朱伟	董事、董秘、副总经理、财务总监	浙江财经学院会计学学士，硕士在读，高级会计师。曾就职于宁波会计师事务所、宁波国信联合会计师事务所，曾任江苏天衡会计师事务所宁波分所项目经理、合伙人。
泮云萍	董事、董事长助理、产品企划设计部总监	浙江大学宁波理工学院电子信息工程专业学士，堪培拉大学工商管理硕士。
顾朝丰	副总经理	苏州大学本科学历。曾任江苏舜天国际集团无锡森鑫工具公司品质负责人、宝时得科技(中国)有限公司工厂总经理。2017年7月起任本公司副总经理。

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.5. 善用股权激励，绑定员工利益共护公司远航

公司历年来以多种形式实施了多次股权激励，上市前后，分别实施了 2 次限制性股权激励计划+2 次员工持股计划+1 次股票期权激励计划。

表 4：公司历次股权激励计划（上市前员工持股主体为聚才投资）

授予日	激励方式	人员	股票数（复权后）	授予单价	兑现条件
2018/5/23	限制性股票激励计划	42 人	139.58 万（占总股本 1.42%）	14.6（复权价 6.83）	以 17 年为基准，营收 3 年增长不低于 20%、50%、80%
2020/7/10	股票期权激励计划	89 人	190 万（占总股本 2.17%）	28.75（复权价 13.75）	以 19 年为基准，扣非归母净利润 3 年增长不低于 30%、70%、100%
2021/2/5	员工持股计划	不超过 200 人	106.62 万（占总股本 0.77%）	均价 39.65 元（复权价 30.35）	-
2021/8/10	限制性股票激励计划	203 人	410 万（占总股本 2.27%）	11.26（复权价 11.26）	以 20 年为基准，2022 年、2023 年营收增长不低于 70%、100%；扣非归母净利润不低于 30%、120%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 5：员工持股计划参与对象认购份额及比例

姓名	职务	获授的股票期权数量(万份)	占授予股票期权总数的比例	占本激励计划公告时公司股本总额的比例
李响	董事、副总经理	6	3.16%	0.07%
泮云萍	董事、副总经理	3	1.58%	0.03%
顾朝丰	副总经理	3	1.58%	0.03%
孙海光	副总经理	6	3.16%	0.07%
中层管理人员及核心骨干 人员（85 人）		172	90.52%	1.97%
合计 89 人		190	100%	2.17%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

表 6：员工持股计划参与对象认购份额及比例

持有人	职务	认购份额上限(万元)	占本计划比例
项乐宏	董事长	829	21.82%
李响	董事长、副总经理	100	2.63%
朱伟	董事、副总经理、董事会秘书	100	2.63%
泮云萍	董事、副总经理	100	2.63%
顾朝丰	副总经理	100	2.63%
公司其他员工		2,571	67.66%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1.6. 定增助力公司实现长期战略目标

2021年2月公司公告拟定向增发募集总金额不超过11.94亿元，定增已于7月19日获得批文。董事长&实控人项乐宏先生承诺拟认购不低于1亿元、不超过1.5亿元，充分彰显对公司未来发展的信心。

募集资金投入项目主要包括5个部分：

表 7：公司募集资金运用计划

项目名称	线性驱动核心技术产品智能工厂项目	智能线性驱动产品 5G+ 智能工厂技改项目	营销研发总部大楼建设项目	公共仓及独立站信息化系统建设项目	补充流动资金	合计
项目总投资(万元)	58,259	5,012	28,848	5,000	35,830	132,949
募集资金投入金额(万元)	47,384	4,962	26,260	5,000	35,830	119,436

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

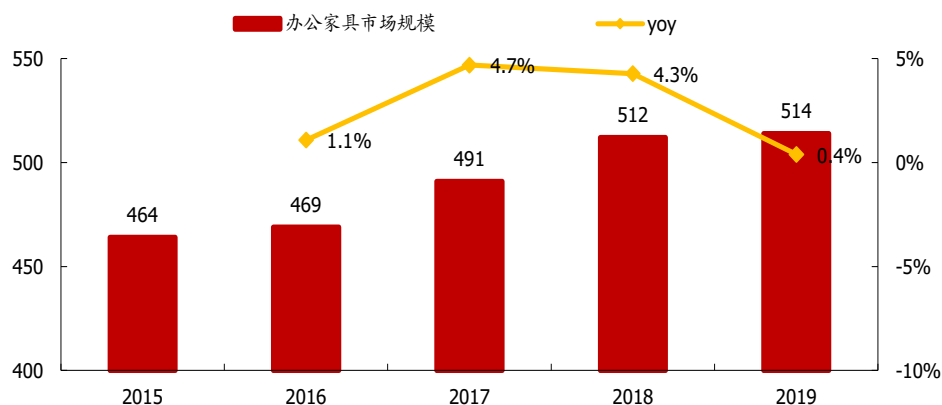
2. 竞争壁垒：跨境业务全链路布局，品牌建设扬帆启航

2.1. 制造业起家，专注人体工学健康家居蓝海市场

2.1.1. 充分受益线性驱动赛道红利：健康消费趋势引爆市场

据意大利米兰工业研究中心(CSIL)发布报告显示，2019年全球办公家具消费量达514亿美元，2015至2019年CAGR为1.72%，整体平稳增长。

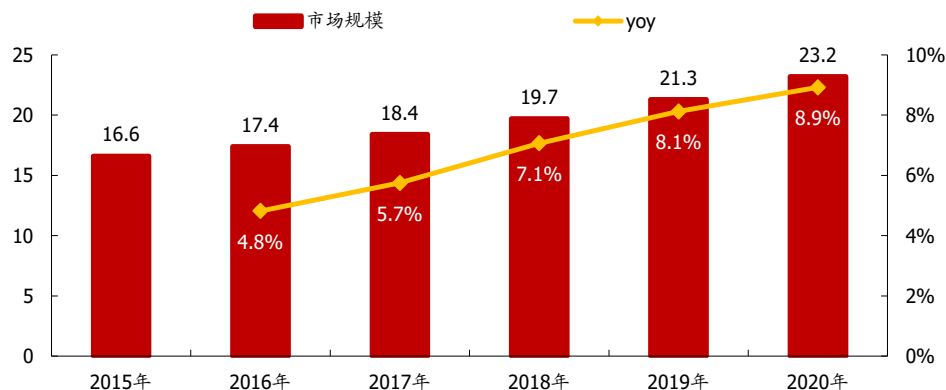
图 12：全球办公家具市场规模情况（单位：亿美元）



资料来源：CSIL、浙商证券研究所

其中，全球线性驱动设备市场规模2015年为16.6亿美元，根据TECHNAVIO预测，2020年将增长至23.20亿美元，年复合增长率6.9%，渗透率仍较低且细分赛道将保持显著高于整体办公家具的增长速度。公司是线性驱动行业中少数同时拥有线性驱动设备生产能力、线性驱动终端产品设计研发能力、直接面向终端消费者的销售能力和自主品牌营销推广能力的企业，随着线性驱动应用产品和场景的增多，渗透率的不断提升，将进一步凸显公司M2C自主品牌模式的竞争优势。

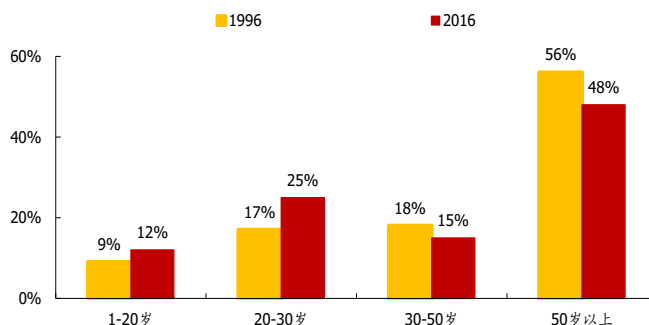
图 13：2015-2020 全球线性驱动设备市场规模（单位：亿美元）



资料来源：TECHNAVIO、公司官网、浙商证券研究所

全球线性驱动设备市场的快速发展主要得益于在健康办公和智慧家居场景的渗透，使用线性驱动技术的健康理念产品初露头角。在世界卫生组织公布的《全球十大顽症》中，颈椎病排序第二，仅次于心脑血管疾病。目前在全球60多亿人口中，颈椎的患病人群高达9亿，在我国颈椎病的发病率为17.3%，全国有2亿多患者。随着年轻群体长期从事低头工作或头颈固定某一姿势工作的职业者的比例越来越高，相应年轻群体有颈椎疾病的人群也越来越多，颈椎患病人群呈现年轻化趋势。根据中国产业信息网数据显示1996年颈椎病患者人群中50岁以上人群占比约56%，到了2016年50岁以下人群占比已达到52%，其中37%为30岁以下人群。随着久坐办公的职业疾病高发，以及人们对身体健康的重视，健康消费理念已深入应用到日常办公领域。以线性驱动智慧办公升降系统为代表的健康健康办公和智慧家居能够改变传统办公环境和居家休闲环境，解决颈椎病、腰椎病以及久坐导致职业病问题。

图 14：我国近 20 年颈椎病患者人群年龄分布



资料来源：CSIL、浙商证券研究所

随着经济水平的不断提升以及健康消费理念的深入人心，线性驱动技术已经逐步应用到生活、工作中的各个领域，同时也与自动化机电系统、人机信息交互、人工智能等

新兴科技结合得越来越紧密。目前，应用了线性驱动技术的健康办公和智慧家居产品已经成为了行业的主流发展趋势。线性驱动技术可给用户带来舒适、便捷和人性化体验，能够与健康办公家居产品结合并广泛应用于各个领域，如智慧办公领域的智慧升降办公桌、电控办公柜、升降办公椅等；智能家居领域的升降沙发、升降床等。

图 15：线性驱动技术在智能办公领域应用



图 16：线性驱动技术在智能家居领域应用



资料来源：乐歌淘宝店、浙商证券研究所

资料来源：乐歌淘宝店、淘宝网、浙商证券研究所

从欧美区域现状看线性驱动技术产品空间还存在需求释放空间、国内空间同样广阔。国外健康消费理念提出较早，线性驱动技术在健康消费领域的应用目前已进入相对成熟的发展阶段。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线性驱动技术渗透率约为 5%-10%，美国的线性驱动产品渗透率为 15%。欧美地区国家对于健康办公有相关政策规定，尤其丹麦政府规定，企业必须为久坐员工配备升降办公桌，丹麦普及率高达 90%。欧美地区消费水平和健康意识较高，但潜在需求未得到充分释放，人体工学产品市场仍有较大提升空间。国内健康消费理念在办公家居行业的应用起步较晚，升降办公桌渗透率仅为 2%左右。随着国内消费者对健康消费和智能办公认知提升，国内智能办公领域空间同样广阔。

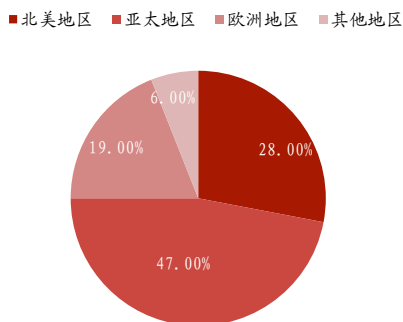
此外，随着线性驱动技术的制造水平提升，价格进一步下降，需求存在进一步释放空间。目前线性驱动技术在办公家具中的渗透率较低，与人体工学健康家居产品的高单价也有一定关系。通常高端产品才会配备线性驱动的功能，比如线性驱动行业中的 LINAK、DEWERT 等欧洲老牌企业的产品定价相对较高。随着未来线性驱动行业中产品生产的规模化以及中国线性驱动产品制造能力的提升，线性驱动部件及其终端应用产品的价格会逐步下降，未来越来越多的产品将会配备线性驱动部件，线性驱动产品的渗透率有望快速提升，未来市场增长空间非常广阔。

2.1.2. 充分受益跨境电商红利：人体工学产能与需求区域不匹配

亚太地区产值增长速度高于消费增长速度，欧美地区的产值占比低于消费需求占比，因此家居产品跨境电商是个巨大蓝海，它实现了高产能区域与高消费区域的直接资源匹配。从区域产值来看，亚太地区是办公家具的主要生产区，占全球办公家具产量的 47%；其次是北美，占全球办公家具产量的 28%；欧洲排名第三，占全球办公家具产量的 19%。从消费区域来看，亚太地区是全球办公家具的主要消费市场，占全球办公家具消费量的

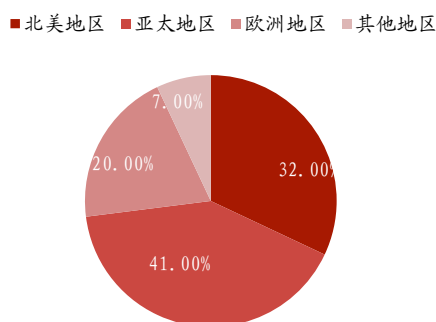
41%，其办公家具消费量从2013年的180亿美元增长至2019年的210亿美元；随后是北美和欧洲地区，分别占全球消费量的32%和20%。

图 17: 2019 年全球办公家具主要区域产值占比



资料来源: CSIL、浙商证券研究所

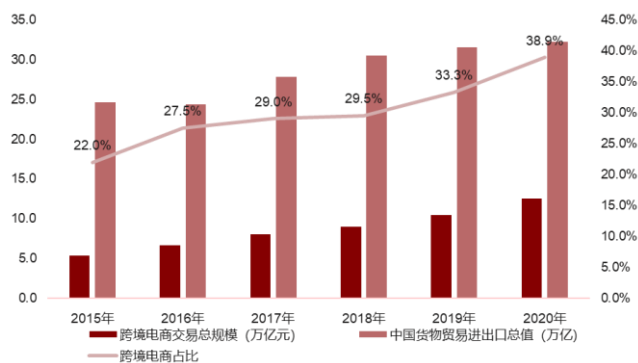
图 18: 2019 年全球办公家具区域消费占比



资料来源: CSIL、浙商证券研究所

我国跨境电商行业不断加速发展，跨境电商赛道的空间大、增速高。海关数据¹显示，2020 年中国跨境电商进出口 1.69 万亿元，同比增长 31.1%。其中，出口 1.12 万亿元，同比增长 40.1%；进口 0.57 万亿元，同比增长 16.5%。通过海关跨境电子商务管理平台验放进出口清单达 24.5 亿票，同比增加 63.3%。2021 年 Q1，我国跨境电商进出口 0.42 亿元，同比增长 46.5%，其中出口 0.28 亿元，同比增长 69.3%；进口 0.14 亿元，增长 15.1%。贸易线上化趋势明显，根据网经社电子商务研究中心数据，跨境电商交易总规模及其占货物贸易比重不断增加，2020 年跨境电商交易总规模占货物贸易比重达 38.9%；跨境出口电商交易总规模及其在货物贸易出口比重更高，2020 年达 54.1%。

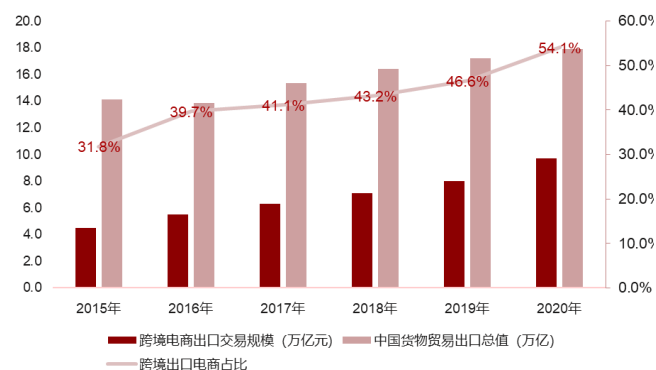
图 19: 跨境电商交易总规模及占货物贸易比重



资料来源: 网经社、浙商证券研究所

备注 1: 海关 2020 年新增披露数据

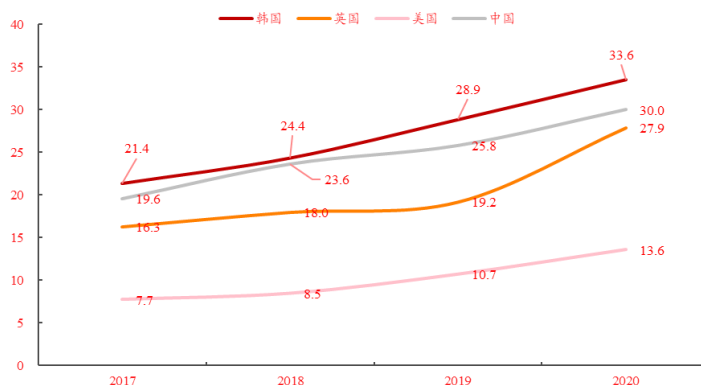
图 20: 跨境出口电商交易总规模及占货物出口贸易比重



资料来源: 网经社、浙商证券研究所

根据 Euromonitor 数据，全国主要国家或地区电商渗透率在 2019-2020 年有明显拐点，疫情助推了线上购物渗透率的加速提升。疫情催化商业行为习惯的改变，这种习惯变化将会从消费端传导到产业基建上，进而导致海外电商产业整体效率的提升，海外电商的渗透率提升速度相比疫情前会加快，我们可以从跨境电商产业链寻找长期大机遇。

图 21：全球主要国家或地区电商渗透率（%）

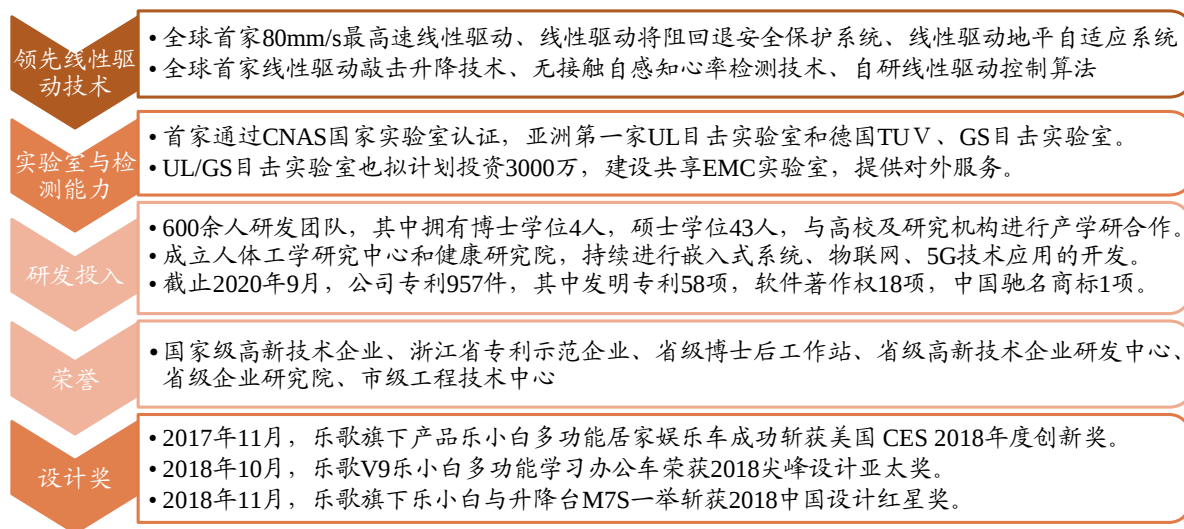


资料来源：wind、美国电商渗透率代表每年 Q4 的数据、浙商证券研究所

2.1.3. 制造业起家技术硬，聚焦线性驱动打造全价值链

公司以制造起家，重视技术研发投入。稳定的研发投入保证了公司在国内人体工学健康家居行业一直具有领先的技术能力和雄厚的技术储备，此外公司加大力度进行核心技术专利的申请，将研发产出固化，确保公司新产品和新技术形成技术壁垒，持续强化在行业内的竞争力。

图 22：公司技术基础



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

公司有着较强的技术沉淀，健康家居产品应用领域广。公司区别于传统的生活、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。**产品性能优**，升降桌椅在噪音、升降顺滑度、承载力方面均领先行业均值，噪音优化到小于 40 分贝，升降速度提升到 35 毫米每秒，承载力也远超行业水平。同时，公司还结合人工智能技术，聚焦细微需求，从消费者体验角度考虑，提升产品附加价值，如为桌椅增加地面不平自适应技术，以及敲击升降功能等。

图 23：产品组合应用场景



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

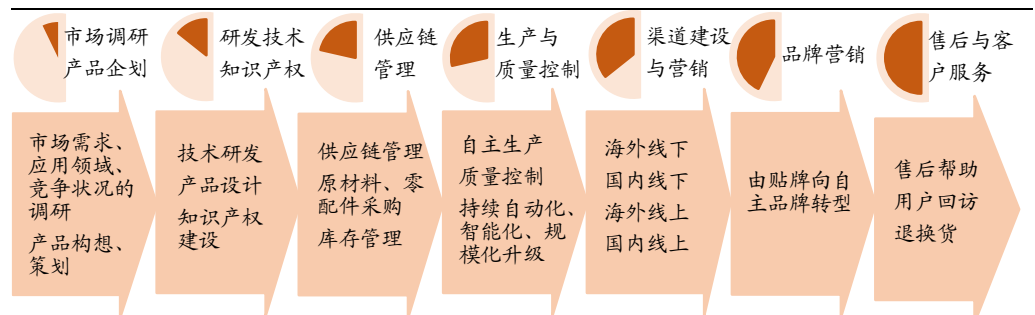
图 24：产品性能对比

	乐歌 Loctek®	行业均值
分贝	< 40 分贝	50 分贝
顺滑度	高速升降 35mm每秒	80mm每秒
承载力	11000公斤	80公斤起步
AI智能	地面不平自适应技术 + 敲击升降功能	

资料来源：浙商证券研究所

近年来，公司从初始单一的制造业务，转向跨境电商品牌运营。公司线上销售以 M2C 直营模式为主，同时进一步打造全价值链业务模式。

图 25：公司全价值链业务模式



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

而对比同赛道的海内外公司，公司颇具优势：

1) 对比海外品牌, 公司一方面具备性价比优势, 受众面更广。另一方面 M2C 模式既有线性驱动核心部件又有终端产品, 而海外知名品牌多聚焦核心部件且业务模式以面向 B 端为主。国外市场中领先的人体工学厂商主要包括线性驱动升降办公系统领域的丹麦 Linak 公司、德国 Dewert 公司、美国 Ergotron 公司, 人体工学产品应用领域的美国 Humanscale 公司、美国 Human Solution 公司、美国 Varidesk 公司以及智能健身车领域的美国 Lifespan 公司, 主要从事线性驱动核心部件自主品牌业务。

2) 对比国内公司, 公司具备自主品牌优势、海外渠道优势。公司建立自主品牌能够直接面向用户, 更有利于公司获取、了解和把握 C 端用户。国内线性驱动健康消费行业总体还处在初级阶段(以 OEM/ODM 模式为主)向成长阶段(OBM 模式)转变的过程中, 市场上大部分厂商仍在提供同质化严重、技术含量较低的中低端产品, 技术较强、实力优秀的龙头企业(如捷昌驱动、凯迪电气等)也尚未形成自主品牌资源沉淀。

表 8: 同类产品价格比较

品牌	图示	价位(元)
乐歌		2,000-3,000
Ergotron		5,000-6,000

资料来源: 亚马逊网站、浙商证券研究所

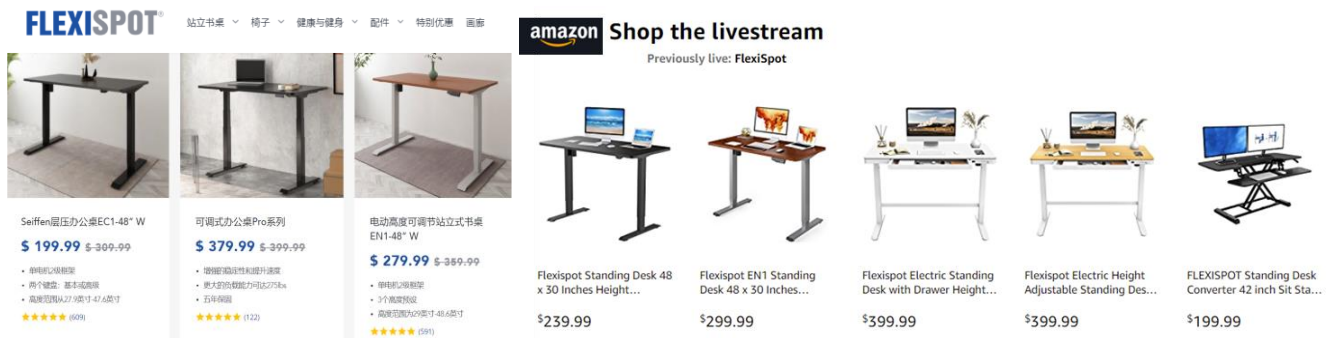
2.2. 借海外电商红利, 乐歌品牌之路已扬帆启航

2.2.1. 跨境电商: 亚马逊+独立站全面布局

跨境电商主要以亚马逊和独立站两大渠道为主导, 公司跨境电商销售收入 2020 年同比增长 192%, 其中独立站收入同比增长 580.64%, 占线上收入比例达 26%。独立站的快速发展, 体现了公司自有流量的加速沉淀和品牌效应的持续积累, 预计未来独立站销售渠道占比将会进一步提升。

公司 2016 年开始进行独立站建设, 打造 Flexispot 独立站平台, 相比亚马逊等第三方平台, 独立站能够满足客户个性化需求, 提供定制服务, 带给客户更强的沉浸式购物体验。

图 26：旗下品牌 Flexispot 独立站 vs. 亚马逊



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

相比亚马逊平台提供的高性价比标品，独立站产品有一定的品牌溢价，独立站人均消费单价达 2,331 元，远高于亚马逊平台的 1,359 元，独立站占比的提升将对毛利率提升有正面贡献。此外，公司在海外还有线下渠道布局，增加消费者触达通路，以提升自然搜索流量和品牌效应。

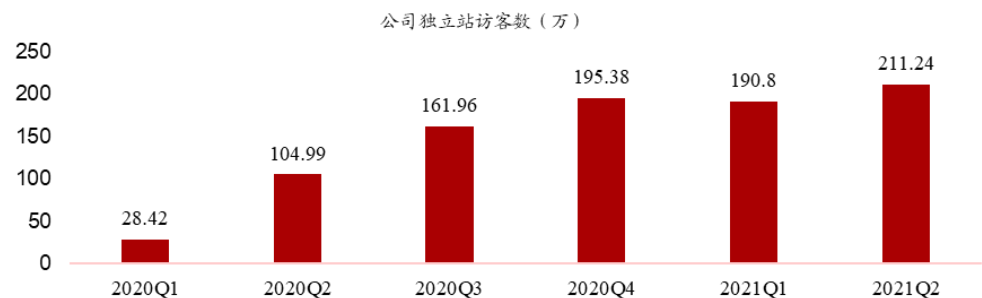
表 9：线上直销渠道不同平台对比

项目	平台	收入 (万元)	同期增减变动	占线上直销收入比例	交易额 (万元)	买家数量 (位)	人均消费金额 (元)
线上直销	独立站	27,847	581%	26%	35,815	153,658	2,331
	亚马逊	72,060	154%	67%	79,567	585,682	1,359
	乐天	1,113	227%	1%	1,355	8,689	1,559
	天猫	3,863	50%	4%	5,097	76,894	663
	京东-自营	668	55%	1%	1,113	8,663	1,285
	小米有品	463	31%	0%	623	7,753	803

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

公司独立站 Google 搜索排名和 Alexa 全球排名走势持续提升，根据 Google Analytics 的统计数据显示，2020 年底公司全球独立网站的每月访问量已达到 60-70 万。自然搜索流量的迅速增长，体现了公司良好的流量运营能力。

图 27：2020 年-2021 年上半年公司独立站月度流量数据 (Google Analytics)



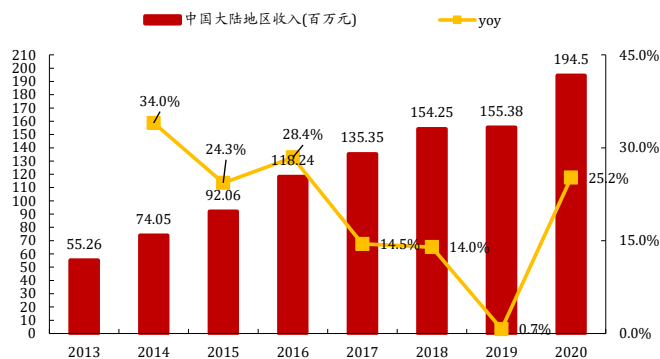
资料来源：Google Analytics、公司年报、浙商证券研究所

2.2.2. 国内市场：乘消费升级东风，抓未来巨大潜力

当前我国人体工学健康家居产品和欧美国家相比普及率较低。美国的线性驱动办公家具产品渗透率为 15%，丹麦由于政策原因普及率高达 90%，而我国升降办公桌渗透率仅为 2% 左右。

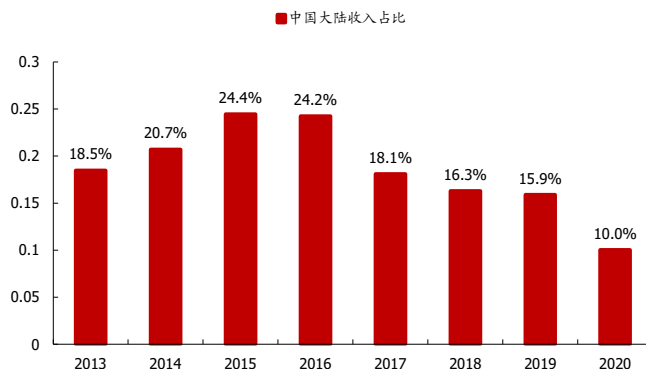
但随着中国城镇化率和人民生活水平的不断提升,人均 GDP 稳步提高,健康工作的消费理念逐渐形成,消费升级趋势逐渐明显,家具特别是中高档家具消费将不断增长。因此代表健康消费理念的人体工学健康家居产品未来在中国将有广阔市场。截止 2017 年,接受过高等教育的群体累计 9,920.59 万人,其中多数从事脑力工作,这也为人体工学健康家居产品市场提供了庞大的伏案人群目标客户。

图 28: 中国大陆地区收入增长情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 29: 中国大陆地区收入占比情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

目前,公司在国内市场的业务收入增长稳定,但和海外市场业务收入增速相比略有逊色,这与国内人体工学健康家居产品市场成熟度低于海外有关。

公司境内线上销售主要通过三方电商平台通过直营与分销进行,如天猫、京东、小米有品等。虽然规模上看还未放量,但目前在国内人体工学健康家居领域,乐歌在各电商平台市占率均排名第一。

品类方面,从天猫商城来看,公司产品以升降桌为主,但也不乏一些新品,如儿童学习桌品类,在 618 大促期间也有进行相应推广,如和网易文创“好好生活事务所”公众号联合推出的公众号软文获得了 10w+阅读量,在天猫平台也将学习桌作为 618 产品主打推出。

图 30: 网易文创 x 乐歌



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 31: 天猫平台乐歌学习桌销售情况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

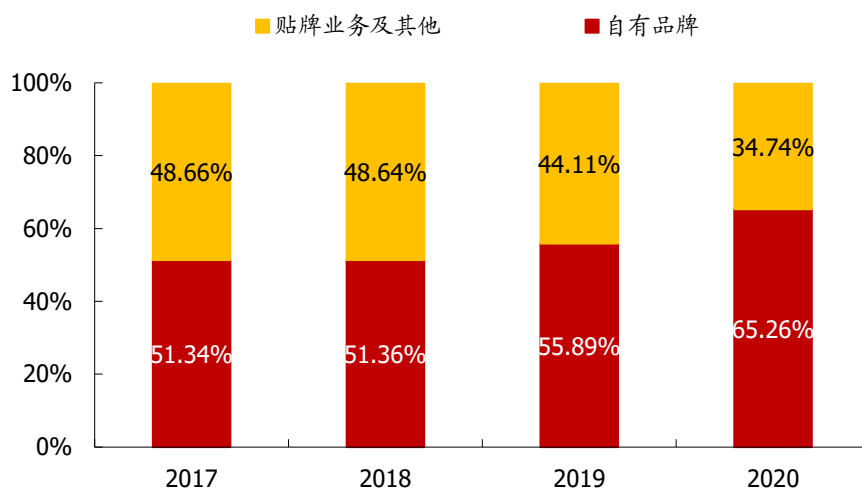
整体来看, 2020 年境内业务收入占比 10.02%, 同比增长 25.28%, 但毛利率仅为 29.10%, 显著低于境外地区的 48.71%。未来随着国内人体工学健康家居市场的蓬勃发展, 公司也会在国内做持续投入, 保持先发优势, 主动出击把握市场红利。

2.2.3. 海外代工业务: 增长迅速验证赛道红利

公司代工业务主要采用 ODM 模式, 销售客户多为长期合作的欧美品牌商、大型连锁零售商、批发商以及国内家电/电脑厂商、办公集成商等。稳定的合作关系一方面有助于公司保持业务稳定, 另一方面, 从品牌而言, 也为公司开拓自主品牌线下渠道打下基础。因此, 公司坚持 2C 自主品牌与商用市场 2B 客户贴牌代工并行。公司以优质的产品、快速的交货期不断吸引 ODM 客户。尽管在公司战略决策下, 大力发展自主性较高的自主品牌, 但贴牌业务仍为营收的重要组成部分, 同样取得了快速增长, 2020 年贴牌业务及其他共计占销售收入 34.74%。

生产模式上, 对于国内外 ODM 贴牌业务, 公司基于客户的需求和订单, 采用“以销定产”的模式, 与自主品牌的“创订单”模式有所区别。

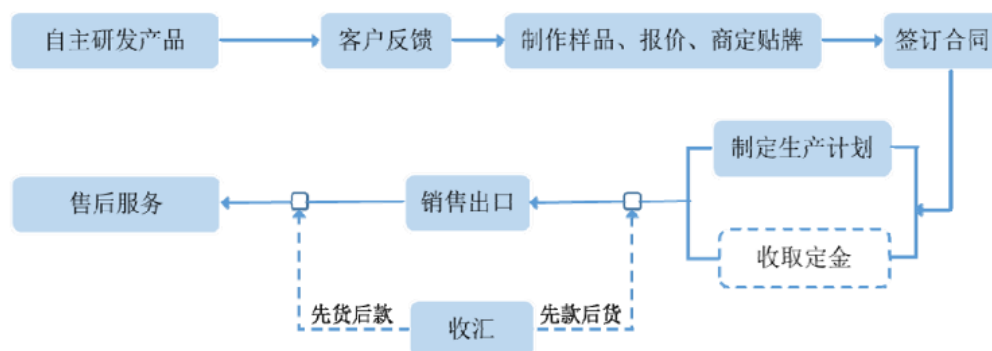
图 32: 自主品牌及贴牌业务占比分布情况



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

境外线下客户一般拥有自己的品牌, 并具有市场调研能力、终端销售渠道或下游客户资源, 其主要根据制造商的设计研发水平、产品质量进行产品采购、贴牌。公司主要通过参加展销会、网络或主动联络的方式向境外现有及潜在客户进行产品及设计研发、生产制造能力的展示, 由客户认可、挑选后进行下单。产品进入北美、欧洲等成熟市场具有较高的进入壁垒, 因此公司需要事先进行专利的检索、排查和申请工作, 熟悉目标市场的法规及相关标准, 通过 UL、GS、BIFMA、X5.5、EN957、CE、CB、IEC、IECEE、FCC、PSE、CUL 等相关安全检测认证。而对于境外大型品牌商、连锁超市客户, 如公司目前合作的家乐福、麦德龙、BestBuy、Dixons、Walmart 等, 在正式与其开展合作前, 公司还需要通过其严格的评审验厂程序。

图 33：境外线下销售模式主要流程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

2.2.4. 衍生业务：积极布局海外公共仓，降本增效打造新增长点

欧美市场在地理上呈现地域宽广且人口集中度较低的特征，因此以仓储物流为核心的履约基建成为了提升购物体验的要点。公司较早就前瞻性进行海外仓布局，2013 年公司在美国设立首个海外仓。2020 年上半年，疫情导致物流外包价格持续上涨，公司开始加大海外仓布局并开放成为公共服务。截止 2021 年中期，公司已在美国核心枢纽港口区域购买 7 个自有仓，全球总计布局 14 个仓库，总面积达 14.8 万平米。

随着自身业务快速增长，海外仓布局持续推进，乐歌在仓储物流方面的规模效应逐步形成。（1）与其他租用第三方仓库的企业相比，公司通过购买/租赁发展自持仓库，使得配送成本大幅降低，配送时效大幅提升，有效保障了 C 端履约效率，用户满意度持续提升。（2）相较于中小的跨境电商企业而言，乐歌作为大客户目前从 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，随着单量规模的继续扩大，快递费用的折扣率将更低。为了强化规模效应，公司的海外仓在为自身跨境电商业务赋能的同时，将进一步打造成为专注于大件产品的公共仓储物流体系，为其他中小跨境电商提供服务（具体服务包括国内拼货服务、目的国内陆运输、目的国仓储业务、目的国多地发货、目的国收货/退货服务、英语电话客服托管业务等）。海外公共仓服务在未来也会为公司带来可观的收入利润贡献，2021H1 已为公司贡献 6,811 万收入并实现盈利。

图 34：公司跨境电商海外公共仓已投入使用的仓库布局图（美国）



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

表 10：海外仓服务列示

服务	具体业务
头程监管仓	监管仓内可直接做检验，无需等到码头开箱验货；同柜若有货物因故无法放行，不影响整柜货物，合规货物仍可按期放行。头程拼柜无忧省心
一件代发	客户把货物发到海外仓，仓库接收货物并清点上架。客户通过自动或手动的方式在客户端系统下订单后，仓库端会及时接收订单并安排尾程物流派送
中转调拨	客户头程备货至乐歌海外仓，FBA 库存不足时，可及时从海外仓发货补足库存量；价格优惠，免仓期长；加快配送时效，节省物流成本
仓储配送	乐歌海外仓已拥有超过 200 万平方英尺产权仓库，服务稳定，仓储无忧；全美 7 个仓库，几乎覆盖全美一日达，提供优质配送体验
售后代理托管服务	提供菲律宾电话客服和美国售后团队，公共售后服务支持。解决售后托管，可极大降低退货率

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

图 35：乐歌海外公共仓运作流程



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

3. 盈利预测与投资价值：盈利能力与市值均处于底部

公司作为人体工学健康家居龙头企业，未来将享受品类与市场的双重红利。

从把握品类红利的角度，基于人体工学健康家居（1）在欧美发达区域的渗透率仍在持续攀升，（2）在中国以及新兴市场国家的渗透率仍低，（3）叠加公司正在围绕线性驱动核心技术开发除升降桌之外的其他健康家居产品，因此公司的自主品牌与代工业务均预计将继续保持快速增长。

对于自主品牌业务，海外电商渗透率仍在持续提升叠加公司电商业务基础扎实（亚马逊与独立站成绩均极为亮眼），海外自主品牌电商收入 2021 年增长将达 50%（2021 上半年海外电商收入同比增长 133%），未来海外自主品牌电商我们认为将保持 30% 的复合增长。在此基础上，国内人力工学健康家居这一赛道也在发力初期，公司的内销自主品牌电商业务有望持续保持高速增长。综合考量自主品牌 2021 年收入增长将超过 50%，并在未来两年增速将保持 30% 以上。

公司的代工业务反映了健康家居品类在欧美市场的强劲需求与中国供应链的优势，2021 年订单情况乐观，我们在中长期同样看好健康家居品类在欧美的渗透率提升，因此预计公司代工业务 2021 年收入增速为 40%，并在未来保持 20% 的复合增长。

从把握市场红利的角度，除了通过自主品牌享受海外电商红利，2020 年起公司战略性地将海外仓进行延展，提供海外公共仓服务，并在 2020 年第四季度首度创收。基于海外公共仓储物流服务是跨境电商企业开展业务的刚需，我们十分看好该业务的发展前景。预计 21/22/23 年该业务将为公司带来 2 亿/6 亿/10 亿，且根据现有收入与费用结构测算，该业务利润率将向 10% 迈进。

综上，我们预测公司 21/22/23 年营收同比增速为 56.10%/40.69%/35.23%。

表 11：收入拆分预测（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
总收入	1,940.66	3,029.30	4,261.89	5,763.37
yoy		56.10%	40.69%	35.23%
自主品牌	1,240.00	1,922.10	2,573.25	3,457.01
yoy		55.01%	33.88%	34.34%
收入占比	63.90%	63.45%	60.38%	59.98%
代工业务	648.00	907.20	1,088.64	1,306.37
yoy		40.0%	20.0%	20.0%
收入占比	33.39%	29.95%	25.54%	22.67%
海外公共仓服务	12.00	200.00	600.00	1,000.00
yoy		1,566.7%	200.0%	66.67%
收入占比	0.62%	6.60%	14.08%	17.35%

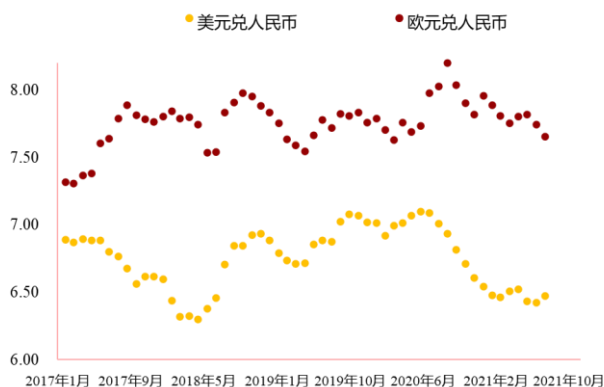
资料来源：公司年报、浙商证券研究所

自 2020 年四季度开始，汇率、海运、原材料等要素均处在对公司业务非常不利的状态，公司的净利率从 2020 年 Q1 至今经历了冲高后快速回落的过程。分析影响公司盈利能力的因素：（1）人民币汇率在 2020 年下半年快速升值后已进入相对平稳的区间；（2）原材料价格的持续上涨也将随着全球产能的逐步恢复得到一定程度控制；（3）海运费处在历史高位但在旺季后预计继续大幅冲高的可能性较小，但很有可能在高位持续一段时间。综合考虑以上宏观外部因素，公司的利润率水准已筑底，未来将进入逐步上行的周期，较难判断的是利润率回升的速度。

公司自身也采取了诸多措施来对冲不利的外部环境，比如 Q2 独立站部分商品已提价，公司坚持品牌化运营之路使公司有一定的向下游传导成本费用压力的能力。此外，未来公司以下变化也将影响毛利率及净利润率的变化趋势：（1）自主品牌业务占比的持续提升将拉高毛利率水准；（2）海外公共仓业务的持续放量带来的盈利对公司净利润率的提升也有较大帮助。

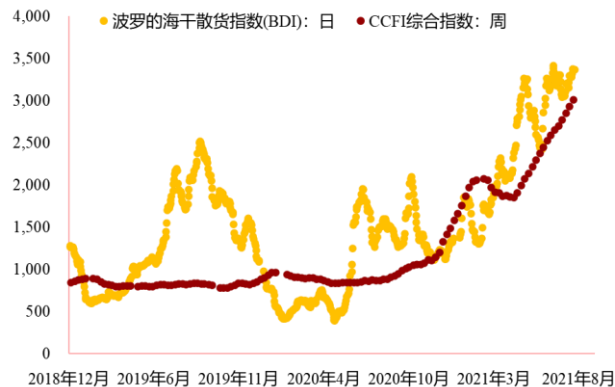
总结来看，用“否极泰来”概括公司未来的盈利能力变化趋势比较准确，我们看好公司利润率在未来得到持续修复。

图 36：2017-2021 外汇对人民币汇率



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 37：2019-2021 海运价格指数（BDI、CCFI）



资料来源：wind、浙商证券研究所

表 12：盈利能力相关指标预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	44.20%	46.47%	46.74%	42.96%	43.91%	45.07%
销售费用率	28.03%	29.09%	24.17%	24.51%	24.00%	22.50%
管理费用率	6.47%	6.16%	4.75%	4.50%	4.70%	4.70%
研发费用率	3.67%	4.21%	4.36%	3.90%	4.52%	4.63%
财务费用率	-0.45%	0.23%	1.72%	2.40%	1.30%	1.20%
归母净利润率	6.08%	6.44%	11.19%	6.49%	7.18%	9.33%

资料来源：公司年报、浙商证券研究所

从可比公司估值角度，公司应列入品牌出海企业的典型代表，3C 消费品赛道上同样定位的企业较多，例如安克创新、科沃斯、石头科技、九号公司、VeSync、JS 环球生活，从 PE 角度，公司估值显著低于 3C 类出海品牌企业的平均水平。

表 13：出海品牌类公司参考

	收入增速			利润增速			PE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
乐歌股份	56.1%	40.7%	35.2%	-9.5%	55.7%	75.7%	19.8	12.8	7.3
安克创新	52.8%	37.1%	33.1%	49.8%	31.1%	29.7%	40.6	31.0	24.1
科沃斯	75.1%	32.1%	25.6%	198.5%	39.0%	30.3%	44.8	32.2	24.7
石头科技	31.8%	30.6%	27.2%	28.1%	30.4%	27.0%	30.1	23.1	18.2
九号公司	60.2%	36.8%	38.9%	640.7%	81.0%	41.1%	97.1	53.7	38.03
VeSync	46.6%	40.4%	36.5%	32.8%	39.3%	43.1%	25.1	18.0	12.6
JS 环球生活	26.9%	21.4%	18.3%	31.2%	27.9%	22.0%	17.2	13.4	11.0
行业均值	48.9%	33.1%	29.9%	163.5%	41.4%	32.2%	42.5	28.6	21.4

资料来源：wind、浙商证券研究所（除安克创新之外，其他用 wind 一致预期）

综上，我们预计公司 21/22/23 年收入为 30.29 /42.62 /57.63 亿，同比增长 56.10%/40.69%/35.23%，净利润为 1.97/3.06/5.38 亿，同比增长-9.47%/55.69%/75.71%。按照当前 39.08 亿市值，市盈率已低至 19.84/12.77/7.26X。随着盈利能力逐步恢复正常，公司的正常估值中枢应同时体现海外电商红利、人体工学健康家居赛道红利，并参考品牌企业的估值体系，公司价值在当前显著低估，首次覆盖给予“买入”评级。公司定增已于 7 月 19 日获得批文，2020 年 ROE 超 20%，再融资落地将进一步助推公司高速发展。

4. 风险提示

1、海外疫情反复

海外疫情反复或对公司收入增长或履约等造成不利影响。

2、汇率、海运费、原材料价格波动风险

公司成本端存在原材料价格波动风险；业务外销为主，或受出海运费价格波动影响和海外汇率价格波动的不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,715	1,897	2,909	3,356	营业收入	1,941	3,029	4,262	5,763
现金	905	750	1,140	1,301	营业成本	1,034	1,728	2,391	3,166
交易性金融资产	27	0	0	0	营业税金及附加	11	18	36	52
应收账款	160	218	322	373	营业费用	469	742	1,023	1,297
其它应收款	48	48	87	95	管理费用	92	136	200	271
预付账款	26	46	53	78	研发费用	85	118	193	267
存货	526	803	1,276	1,477	财务费用	33	73	55	69
其他	24	31	31	31	资产减值损失	(13)	(10)	(20)	(20)
非流动资产	1,152	1,610	1,414	1,718	公允价值变动损益	16	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	8	5	5	5
长期投资	43	0	0	1	其他经营收益	11	10	5	5
固定资产	419	803	993	977	营业利润	237	218	354	632
无形资产	103	209	209	209	营业外收支	(1)	0	0	0
在建工程	484	500	100	400	利润总额	236	218	354	632
其他	103	98	112	132	所得税	19	22	48	95
资产总计	2,867	3,507	4,323	5,074	净利润	217	197	306	538
流动负债	1,474	1,817	2,325	2,529	少数股东损益	(0)	0	0	0
短期借款	713	747	747	747	归属母公司净利润	217	197	306	538
应付款项	463	731	1,228	1,399	EBITDA	300	323	443	738
预收账款	1	4	15	10	EPS (最新摊薄)	1.56	1.38	2.10	3.61
其他	297	336	335	372	主要财务比率				
非流动负债	372	443	414	396		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	254	235	231	231	成长能力				
其他	118	208	183	165	营业收入	98.4%	56.1%	40.7%	35.2%
负债合计	1,846	2,260	2,739	2,925	营业利润	249.9%	-7.8%	62.0%	78.8%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	244.7%	-9.5%	55.7%	75.7%
归属母公司股东权	1,021	1,247	1,584	2,150	获利能力				
负债和股东权益	2,867	3,507	4,323	5,074	毛利率	46.7%	43.0%	43.9%	45.1%
					净利率	11.2%	6.5%	7.2%	9.3%
					ROE	23.9%	17.3%	21.6%	28.8%
					ROIC	12.5%	11.8%	13.8%	19.1%
					偿债能力				
					资产负债率	64.4%	64.4%	63.4%	57.6%
					净负债比率	180.7%	181.2%	172.9%	136.0%
					流动比率	1.2	1.0	1.3	1.3
					速动比率	0.8	0.6	0.7	0.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2
					应收账款周转率	14.5	15.0	14.8	15.5
					应付账款周转率	4.4	2.4	2.1	2.2
					每股指标(元)				
					每股收益	1.56	1.38	2.10	3.61
					每股经营现金	1.56	1.68	1.91	3.87
					每股净资产	7.35	8.76	10.86	14.44
					估值比率				
					P/E	18.0	19.9	12.8	7.3
					P/B	3.8	3.1	2.5	1.8
					EV/EBITDA	13.2	12.8	8.5	4.9

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn