



乐歌股份(300729)

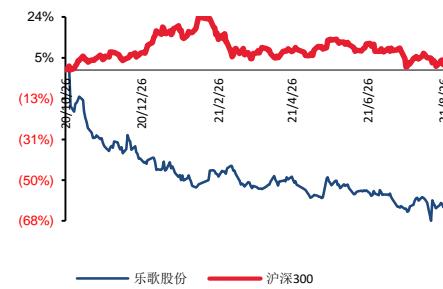
目标价: 33

昨收盘: 22.9

轻工制造 家用轻工

打造人体工学品牌典范，布局公共海外仓生态

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	220/174
总市值/流通(百万元)	5,233/4,129
12个月最高/最低(元)	72.15/19.80

证券分析师: 肖垚

电话: 15889514678

E-MAIL: xiaoya@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519090002

核心观点

跨境电商行业: 跨境电商独立站蓬勃发展，海外仓需求激增，重要性逐渐提升。海外仓与独立站相辅相成，是跨境电商实现平台品牌化、渠道多元化，提升本土竞争力不可或缺的环节。独立站运营龙头 Shopify2021H1 业绩超四百倍增长。海外仓尚处发展初期，空间巨大。

线性驱动可升降办公桌行业: 全球办公桌市场规模大，可升降办公桌渗透率尚低。测算显示，2020-2023 年，全球可升降办公桌市场规模从 108 亿元增至 236 亿元，期间复合增长率达 22%；我国可升降办公桌市场规模从 11 亿元增至 31 亿元，期间复合增长率达 31%。随着可升降办公桌渗透率的提升，可升降办公桌市场规模有望迎来大幅增长。

我们认为，公司核心竞争力在于：1) 独立站布局极具前瞻性，助力产能消化，带动营业规模上升；2) 公共海外仓业务建设初步完成，进入盈利期，或成公司未来增长亮点；3) M2C 全价值链的业务模式优势明显，与国外同行业线性驱动公司相比，产品极具性价比，与国内同行业线性驱动公司相比，自主品牌，ToC 业务模式带来较大溢价空间，盈利能力保持行业领先水平。

事件: 定向增发已发行，实控人配股金额占发行总量 17%显信心。项目投产后有利于满足快速增长的线性驱动下游市场需求、优化资本结构，增强公司抗风险能力以及公共仓及独立站业务的发展。

财务表现远超同行业可比公司，估值优势明显。我们预计，公司 2021/2022 年营业总收入分别为 30.96/44.79 亿元，归母净利润分别为 2.01/3.18 亿元，按照 2.2 亿总股本，对应每股收益 0.91 /1.45 元，对应 2021-2022 年 PE 为 25x/16x，给予买入评级。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	19.41	30.96	44.79	62.05
(+/-%)	98%	60%	45%	39%
归母净利润(亿元)	2.17	2.01	3.18	4.89
(+/-%)	244%	-7%	58%	54%
摊薄每股收益(元)	0.99	0.91	1.45	2.22
市盈率(PE)	23.22	25.03	15.84	10.30

资料来源: Wind, 太平洋证券 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司介绍	5
(一) 公司成长路线	5
(二) 股权结构及管理层背景	6
(三) 整体运营模式	6
(四) 产品发展历程	7
二、 跨境电商出口加速，海外仓和独立站为跨境电商趋势	8
(一) 跨境电商出口规模持续提升	8
(二) 独立站为新态势，海外仓蓬勃发展	9
(三) 居家办公模式延续，办公家具需求强劲	13
(四) 办公家具及可升降办公桌市场规模测算	16
三、 独立站助力新增产能释放，海外仓业务未来可期	16
(一) 渠道优势凸显，独立站布局具前瞻性	16
(二) 公共海外仓业务初具规模，增速亮眼	18
(三) 聚焦智慧健康办公，行业内竞争优势显著	20
(四) 股权激励及定增扩产助力业绩提升	23
四、 收入结构及财务分析	26
(一) 高附加值产品占比提升，盈利能力不断提升	26
(二) 营运能力良好，净营业周期保持平稳	31
(三) 净资产收益率较高	31
(四) 资金管理能力优于同行	32
五、 盈利预测及投资建议	33
(一) 盈利预测	33
(二) 投资建议	34
六、 风险提示	35

图表目录

图表 1: 乐歌股份成长路线	5
图表 2: 乐歌股份股权结构	6
图表 3: 乐歌股份整体运营模式	7
图表 4: 乐歌股份主产品矩阵	7
图表 5: 中国跨境电商行业出口交易规模 (单位: 亿元)	8
图表 6: 跨境电商企业渠道布局情况	8
图表 7: 跨境出口电商运营模式	9
图表 8: 跨境电商销售渠道对比 (独立站 vs 亚马逊)	10
图表 9: 独立站运营龙头 SHOPIFY 自 2020 年初至今, 股价翻近三倍	10
图表 10: 独立站运营龙头 SHOPIFY 季度业绩爆发式增长	10
图表 11: 跨境电商仓储配送模式对比	11
图表 12: 海外仓相关国家政策	12
图表 13: 主要国家海外仓数量 (单位: 个)	12
图表 14: 美国海外仓数量及发货量增速情况	12
图表 15: 中国跨境电商物流市场规模测算	13
图表 16: 全球办公家具消费总额 (单位: 亿美元)	14
图表 17: 全球办公家具消费市场结构	14
图表 18: 疫情影响下全球永久性居家办公人数比例变动	14
图表 19: 北美各大科技公司永久性居家办公政策	14
图表 20: 线性驱动产业链	15
图表 21: 线性驱动可调节书桌与普通书桌对比	15
图表 22: 全球及我国可升降办公桌市场规模测算	16
图表 23: 乐歌股份线上渠道收入增长情况 (单位: 亿元)	17
图表 24: 乐歌股份线上渠道买家数量增长情况 (单位: 人)	17
图表 25: 乐歌独立站及亚马逊产品示例	17
图表 26: 乐歌股份亚马逊与独立站人均消费金额 (单位: 元)	18
图表 27: 乐歌股份独立站月度流量数据	18
图表 28: 乐歌公共海外仓全球布局	19
图表 29: 2021H1 乐歌股份海外仓营收情况	20
图表 30: 乐歌股份 M2C 商业模式流程	20
图表 31: 乐歌股份境内外品牌	21
图表 32: 乐歌股份与国外线性驱动公司对比	21
图表 33: 乐歌股份与国内线性驱动公司对比	22
图表 34: 乐歌股份研发情况	23
图表 35: 乐歌股份发明专利情况及同行业对比	23
图表 36: 乐歌股份股权激励计划	24
图表 37: 乐歌股份定向增发募集资金用途	25
图表 38: 乐歌股份募投项目概述	25
图表 39: 乐歌股份 2019 及 2020 年产品产销情况	26
图表 40: 乐歌股份营业总收入及增速 (单位: 亿元)	27
图表 41: 乐歌股份归母净利润及增速 (单位: 亿元)	27
图表 42: 乐歌股份营收增速及同行业对比	27
图表 43: 乐歌股份毛利率与净利率	27
图表 44: 乐歌股份销售毛利率及同行业对比	28
图表 45: 乐歌股份主营业务收入情况 (单位: 亿元)	29
图表 46: 乐歌股份主营业务收入结构 (按产品)	29
图表 47: 乐歌股份主营业务毛利率情况 (按产品)	29

图表 48: 乐歌股份主营业务收入结构 (按地区)	30
图表 49: 乐歌股份主营业务毛利率情况 (按地区)	30
图表 50: 乐歌股份期间费用	30
图表 51: 乐歌股份销售费用结构	30
图表 52: 乐歌股份营运能力分析 (单位: 天)	31
图表 53: 2020 年乐歌股份净营业周期及同行业对比 (单位: 天)	31
图表 54: 乐歌股份净资产收益率及同行业对比	32
图表 55: 乐歌股份经营性现金净流量及同行业对比 (单位: 亿元)	32
图表 56: 乐歌股份经营性现金净流量/净利润	32
图表 57: 分项目盈利预测	33
图表 58: 盈利预测	34
图表 59: 行业内可比公司利润增速及估值对比	34

一、公司介绍

乐歌人体工学科技股份有限公司（股票简称：乐歌股份；股票代码：300729）于 2017 年 12 月 1 日在深交所创业板上市，是 IPO 形式上市的人体工学大健康行业第一股和跨境电商第一股。主营业务是以线性驱动为核心，健康和智慧办公/家居产品的研发、生产及销售，主要产品包括：线性驱动智慧办公升降系统、智慧升降工作站、智能小秘书工作站、智能电脑架等健康智慧办公/家居类产品。

（一）公司成长路线

图表 1：乐歌股份成长路线

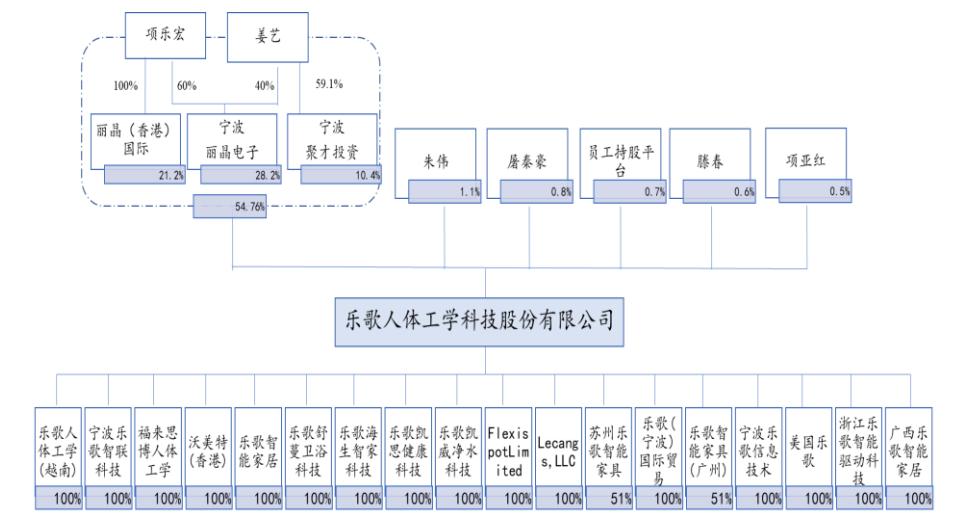
年份	大事记
1998 年	<ul style="list-style-type: none">公司前身宁波丽晶电子有限公司成立。
2008 年	<ul style="list-style-type: none">6 月，获得授权成立亚洲首家 GS 目击实验室。12 月，获国家级高新技术企业。
2010 年	<ul style="list-style-type: none">6 月，改组为宁波乐歌视讯科技股份有限公司。8 月，建立 5000 平米的数控模具中心。
2011 年	<ul style="list-style-type: none">参与制定《平板电视机支架技术规范》中国行业标准。跨境电商业务起步。
2013 年	<ul style="list-style-type: none">在美国硅谷成立分公司，开启全球布局。首个海外仓开始运营。
2014 年	<ul style="list-style-type: none">11 月，天猫双 11 销量全网第一，当天市场占有率达 50.5%。12 月，获得红星设计奖，为业内唯一。
2016 年	<ul style="list-style-type: none">越南工厂投产，开启全球化制造；独立站 Flexisoft 开始运营。
2017 年	<ul style="list-style-type: none">乐歌股份(300729)在深交所上市。
2018 年	<ul style="list-style-type: none">乐歌 V9 乐小白以其独特的外形设计、和产品理念荣获被誉为“科技届诺贝尔奖的 2018CES 创新奖”。
2020 年	<ul style="list-style-type: none">与总理连线荣登央视新闻联播。建立智慧大健康装备产业技术研究院。成立 LECANG LLC，公共海外仓业务开始独立运营。国家制造业单项冠军企业。
2021 年	<ul style="list-style-type: none">总理亲临公司视察。乐仓被评为省级公共海外仓，入选商务部“项目荣获业态创新服务示范案例”。

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

(二) 股权结构及管理层背景

截至 2021 年 10 月底，乐歌股份科技股份有限公司总股本（含优先股）2.20 亿股。公司董事长项乐宏及其配偶姜艺通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资及个人直接持股合计控制公司 54.76% 的股份，系公司的共同实际控制人。

图表 2：乐歌股份股权结构



资料来源：Wind, 太平洋证券整理

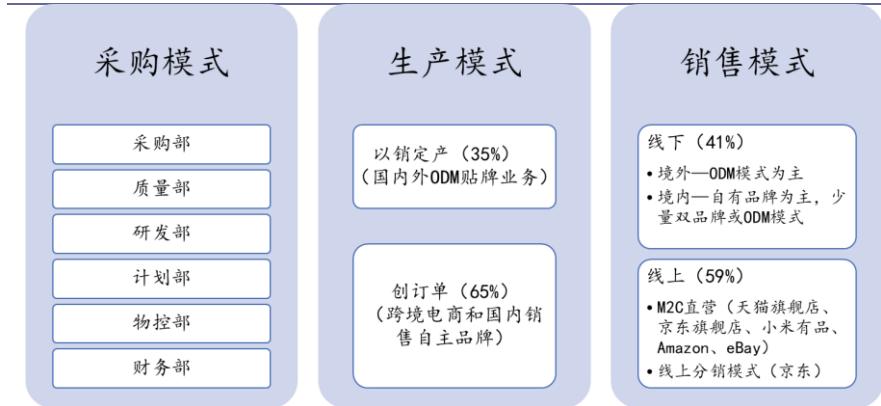
(三) 整体运营模式

采购模式：公司制定了完备的采购制度及流程，采购管理相关部门包括采购部、质量部、研发部、计划部、物控部、财务部。

生产模式：公司现有两种生产模式，分别为“以销定产”和“创订单”，其中对于国内外 ODM 贴牌业务，公司基于客户的需求和订单，采用“以销定产”的生产模式；对于跨境电商和国内销售的自主品牌采用“创订单”的生产模式，公司根据产品在市场的销售情况、库存情况进行备货式生产。公司坚持 2C 自主品牌与商用市场 2B 客户贴牌并行，2021H1 自主品牌营收占比达 65%。

销售模式：公司销售模式覆盖境内、境外、线上、线下多类型、多渠道的多元化销售模式，持续加大渠道拓展。公司在天猫旗舰店、京东旗舰店、小米有品、Amazon、eBay 平台以 M2C 直营模式（即指公司作为产品制造商通过电商平台直接面向最终消费者）为主，通过纵向一体化既实现了公司效益最大化，也提升了消费者购买及售后体验。

图表 3：乐歌股份整体运营模式



资料来源：公司半年度报告，太平洋证券整理

（四）产品发展历程

公司聚焦以线性驱动为核心的健康智慧办公、智能家居产品的研发、生产及销售，始终致力于以人体工学理念创新日常生活与办公方式，通过产品智慧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、高效的健康办公整体解决方案。公司主要产品的组合应用场景主要涵盖办公领域、家居领域以及专业应用领域等。

图表 4：乐歌股份主产品矩阵



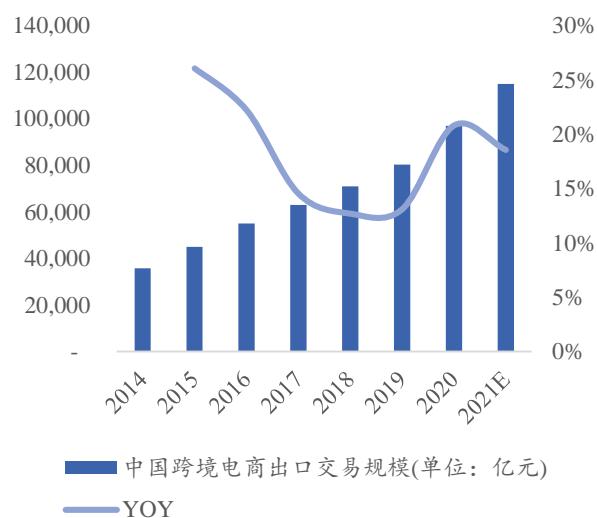
资料来源：公司资料，太平洋证券整理

二、跨境电商出口加速，海外仓和独立站为跨境电商趋势

(一) 跨境电商出口规模持续提升

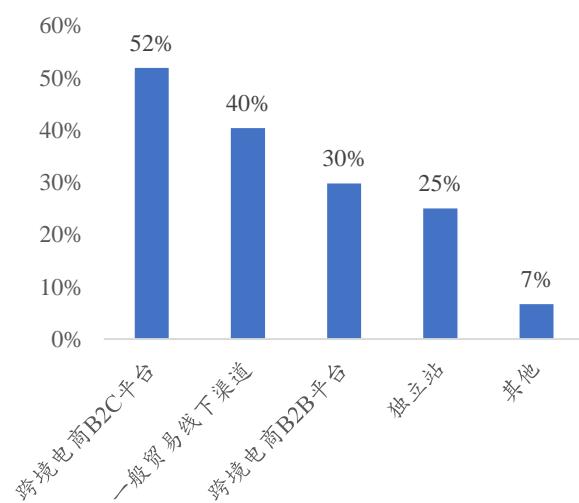
2021 年中国跨境电商规模大幅增长，上半年市场规模已超 6 万亿元。数据显示，2020 年中国出口跨境电商市场规模达 9.07 万亿元，预计 2021 年市场规模将达 11.5 万亿元，同比增长 20%。疫情驱动全球消费需求加速线上化以及全球消费需求复苏等因素将为我国跨境电商出口行业带来新一轮发展红利。渠道分布方面，选择 B2C、B2B 及独立站渠道分布的企业占比分别为 52%、30% 及 25%。

图表 5：中国跨境电商行业出口交易规模（单位：亿元）



资料来源：电子商务研究中心，网经社，太平洋证券整理

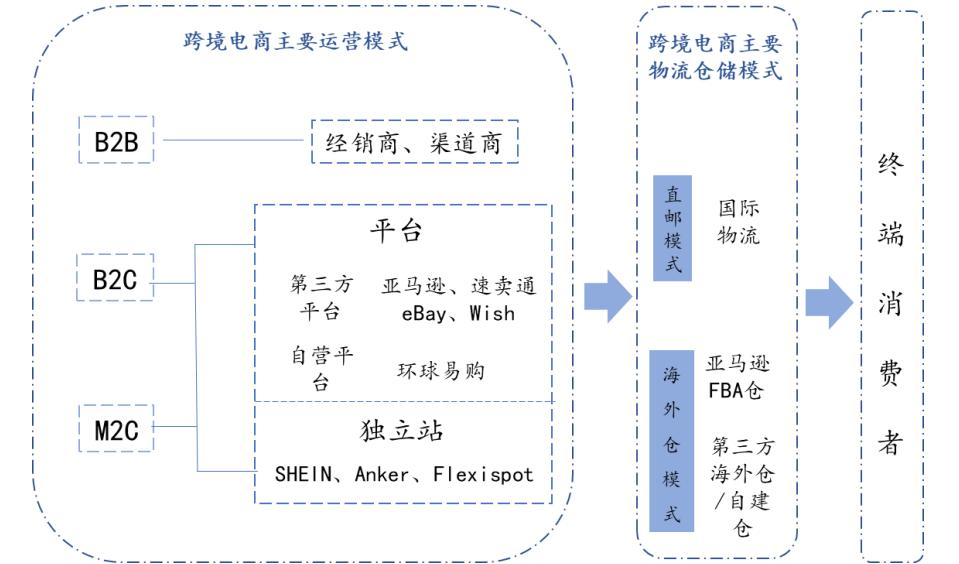
图表 6：跨境电商企业渠道布局情况



资料来源：亿邦智库，太平洋证券整理

跨境出口电商主要分为 B2B (Business to Business)、B2C (Business to Customer) 以及 M2C (Manufacture to Business) 三种模式。B2C 模式下主要通过平台及独立站渠道进行销售，其中平台分为以亚马逊、速卖通为代表的第三方公共平台以及以环球易购为代表的自营平台，以 SHEIN、Anker 以及乐歌自主运营的 Flexisopt 为主的独立站品牌，是中国品牌出海的典型代表。跨境电商主要物流仓储模式分为直邮、亚马逊 FBA 仓+配送以及第三方海外仓/自建仓+第三方配送模式。

图表 7：跨境出口电商运营模式



资料来源：太平洋证券整理

(二) 独立站为新态势，海外仓蓬勃发展

独立站是未来跨境电商布局的重要渠道。独立站是指在电商领域中自己拥有独立的域名、空间、页面的网站，通过网站可以进行商品线上推广、销售、售后等一系列交易和服务。在跨境电商渠道布局逐步多元化之下，独立站将成为下一个风口。

独立站和亚马逊都是跨境电商的销售渠道，两者并不冲突。随着销售规模的扩大，品牌卖家通常都会开发独立站这一销售渠道。原因在于，**独立站较亚马逊拥有不可比拟的优势：**1) 独立站的建立有利于品牌塑造、获取客户数据和建立核心客户群；2) 独立站的规则约束少，较为灵活，有利于减少平台依赖度，提升抗风险能力；3) DTC (Direct To Customers) 模式下流量精准导入；4) 无需交平台销售佣金费，成本降低。亚马逊的优势在于平台自带流量，而这恰为独立站的劣势，独立站无自带流量，需要花费一定的营销及推广费用。另外，对商家有一定的建站及运营门槛。亚马逊的劣势在于：1) 潜在被封号的风险；2) 单一的销售渠道不利于品牌的塑造和沉淀；3) 网站内比价严重，站外营销导流容易分流。

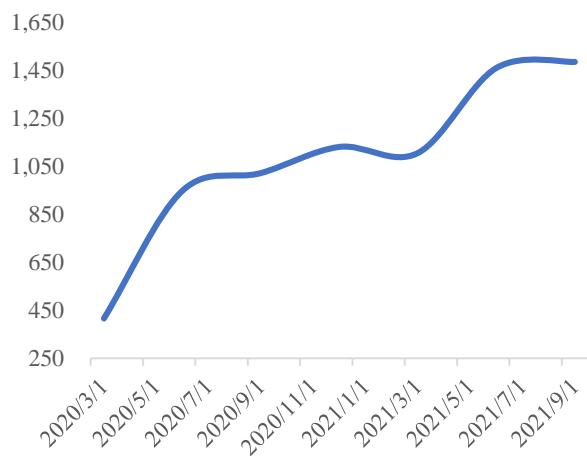
图表 8：跨境电商销售渠道对比（独立站 vs 亚马逊）

	独立站	亚马逊
成本	Shopify 平台月费：¥ 185-1930	店铺月租费：¥ 250 销售佣金：8%-17%
仓储配送模式	国际物流、第三方海外仓	国际物流、FBA 配送、第三方海外仓
优势	<ul style="list-style-type: none"> · 品牌塑造 · 获取客户数据 · 建立核心客户群，提升客户粘性 · 规则约束少，较为灵活，有利于减少平台依赖度，提升抗风险能力 · DTC (Direct To Customers) 模式下流量精准导入 · 无销售佣金费，成本降低 	<ul style="list-style-type: none"> · 平台自带流量 · 店铺流量扶持（平台红利逐渐消失）
劣势	<ul style="list-style-type: none"> · 无自带流量，需花费一定的营销及推广费用 · 具有一定建站及运营的门槛 	<ul style="list-style-type: none"> · 潜在被封号风险 · 品牌塑造及沉淀困难 · 比价严重，竞争激烈

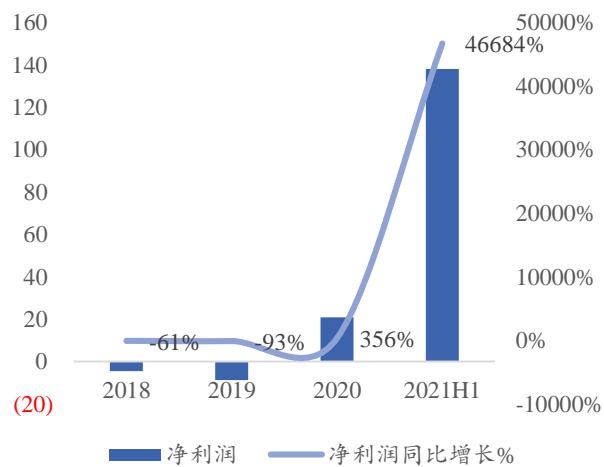
资料来源：太平洋证券整理

独立站渠道铺设呈爆发式增长态势。参考独立站运营龙头 Shopify，自 2020 年初至今，股价从 397 美元/股上涨至 1531 美元/股，已有 3 倍以上增长；另外，公司净利润 2021H1 同期增长 46684%，进一步反映独立站建设的火爆程度。

图表 9：独立站运营龙头 Shopify 自 2020 年初至今，股价翻近三倍



图表 10：独立站运营龙头 Shopify 季度业绩爆发式增长



资料来源：Wind，太平洋证券整理

资料来源：Shopify 各季度报告，太平洋证券整理

海外仓与独立站相辅相成，是跨境电商实现平台品牌化、渠道多元化，提升本土竞争力不可或缺的环节。数据对比可知，物流配送成本层面：海外仓+第三方配送<亚马逊 FBA 配送<国际物流；物流时效层面：国际物流<海外仓+第三方配送<亚马逊 FBA 配送。

图表 11：跨境电商仓储配送模式对比

仓储配送模式	物流配送成本	物流时效
FBA 仓+配送	依据尺寸及重量分类， 耳机等消费 3C 类产品（重 65g）约为 25 元 桌子等家具类产品（重 35kg）约为 265 元	1-3 天
海外仓+第三 方配送	以 FedEx 和 USPS 为例，依据重量及跨区数分 类， 耳机等消费 3C 类产品（重 65g）约为 22-25 元 桌子等家具类产品（重 35kg）约为 112-260 元	2-5 天
国际物流	依据重量分类， 首重 0.5kg 约为 220 元，续重 0.5kg 约为 40 元	10-20 天

资料来源：太平洋证券整理

海外仓的本质是实现跨境贸易本地化，提高跨境卖家的本土竞争力，其优势在于：

- **降低物流成本：**传统跨境电商直邮模式是指先下单后发货走进出口流程的传统跨境电商配送方式。而海外仓的建立跨境电商零售货物集中运输到海外仓，比跨境电商直邮模式降低 30%-50% 物流成本。
- **加快物流时效：**有利于提前备货，有效避免物流高峰，缓解国际物流不畅造成的供货压力，货运时间较直购模式从 20 天缩短至 3-5 天。
- **提升备货能力及订单交付能力：**海外仓缓解亚马逊 FBA 仓容量限制问题；另外，有效解决跨境电商的退换货难题，提升跨境电商备货能力、卖家订单交付能力以及消费者的购物体验。
- **提升抗风险能力：**有利于跨境电商减小对亚马逊平台以及亚马逊 FBA 仓的依赖程度，提升抗风险能力。

“海外仓”是保障外贸产业供应链的非常重要的环节，是国家持续关注的方向及重点。2015 年商务提出建设电子商务“海外仓”至 2021 年十四五规划中提出，鼓励建设海外仓，保障外贸产业链供应链畅通运转。可见，“十四五”依旧是跨境电商大发展的政策黄金期，且“海外仓”首次被写入国家规划纲要。

图表 12：海外仓相关政策

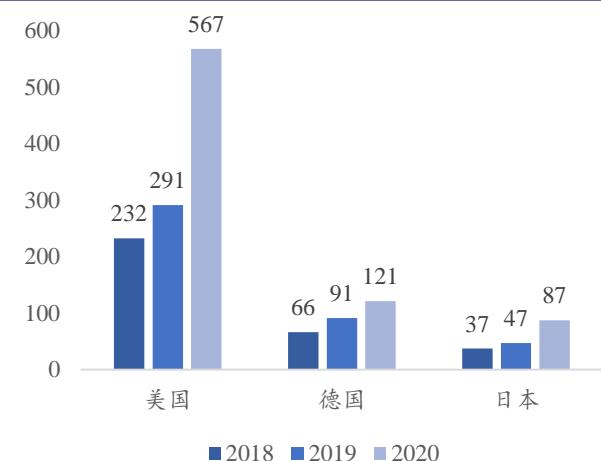
<p>■ 商务部发布《“互联网+流通”行动计划》提出，将推动建设100发展个电子商务“海外仓”。</p>	<p>■ 商务部印发的《对外贸易发展“十三五”规划》中明确提出促进跨境电子商务健康快速发展。鼓励设立海外仓库，推进B2B业务创新。</p>	<p>■ 《中国人民共和国国民经济和社会发展第四个五年规划和2035年远景目标纲要》发布：第四篇-第十三章-第一节“培育外贸进出口协同发展”中提到：加快发展跨境电商、市场采购贸易等新模式，鼓励建设海外仓，保障外贸产业链供应链畅通运转。</p>
<p>2015 —— 2016 —— 2017 —— 2020 —— 2021</p>	<p>■ 政府工作报告中首次提到“海外仓”一词，并明确提出“扩大跨境电子商务试点，支持企业建设一批出口产品“海外仓”。</p>	<p>■ 李克强总理主持召开稳外贸工作座谈会时强调发展跨境电商、海外仓、外贸服务平台等新业态，培育外贸新增长点。</p>

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

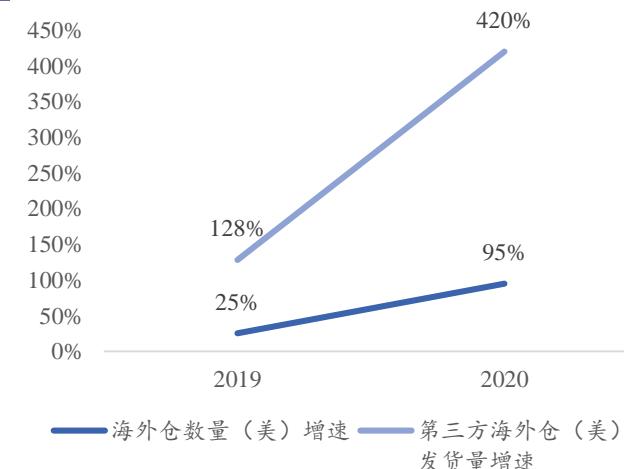
海外仓尚处发展初期，市场空间巨大。随着中美贸易摩擦的持续进行，未来中美贸易的平衡是一个趋势。美国电商日益成熟，一日达或成为美国电商领域新标准；另外，美国地域宽广，多地仓储快速物流已成为必然发展方向。7月12日商务部对外贸易司司长李兴乾表示，我国海外仓的数量已超1900个，总面积超1350万平方米，业务范围辐射全球，空置率接近历史最低水平。

近三年主要国家海外仓数量均有较大幅度增长，海外仓市场呈爆发式增长态势。以美国数据为例，2018-2020年美国海外仓数量从232增至567个，2020年海外仓数量增速达95%，使用第三方海外仓发货量增速达420%。

图表 13：主要国家海外仓数量（单位：个）



图表 14：美国海外仓数量及发货量增速情况



资料来源：跨境眼，太平洋证券整理

资料来源：跨境眼，太平洋证券整理

据《2021 海外仓蓝皮书》显示，跨境电商物流占跨境电商成本的 20%-30%，测算可得，预计 2021 跨境电商物流市场规模达 2.3-3.5 万亿元。

图表 15：中国跨境电商物流市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021E
中国跨境电商出口交易规模(单位：亿元)	63,000	71,000	80,300	97,000	115,000
YOY	15%	13%	13%	21%	19%
跨境电商物流市场规模(单位：亿元)	2017	2018	2019	2020	2021E
物流成本占比 20%	12,600	14,200	16,060	19,400	23,000
物流成本占比 30%	18,900	21,300	24,090	29,100	34,500

资料来源：电子商务研究中心，网经社，2021年海外仓蓝皮书，太平洋证券整理

(三) 居家办公模式延续，办公家具需求强劲

办公家具市场规模较大，“宅”经济及“健康办公”需求下有望迎来新的增长点。数据显示，全球办公家具消费总额 2015-2020 年从 464 亿美元上升至 514 亿美元，期间复合增长率约为 2%。地域分布上，亚太、北美、欧洲是全球办公家具主要消费市场，占比分别为 41%、32% 及 20%。人体工学家具在健康办公领域的应用主要体现在人体工学电脑支架、坐立交替办公系统和健身车等产品上，人体工学家具产品拓宽了办公家具的功能和理念，也及时地满足了近年来人们对健康办公的消费需求。

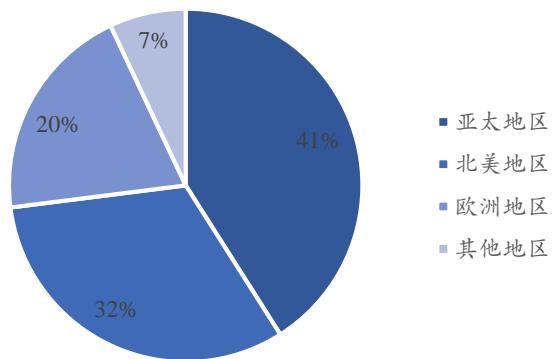
居家办公常态化。受全球疫情大流行，居家隔离，城市封锁政策的影响，居家办公人数比例大幅提升，根据美国 Enterprise Technology Research (ETR) 的调查，预计 2021 年全球 34% 员工将永久在家办公，较疫情爆发前增长一倍。目前，微软、Facebook、Twitter 等公司纷纷宣布永久性居家办公计划。办公形态的转变将提升居家办公家具的需求。

图表 16：全球办公家具消费总额（单位：亿美元）



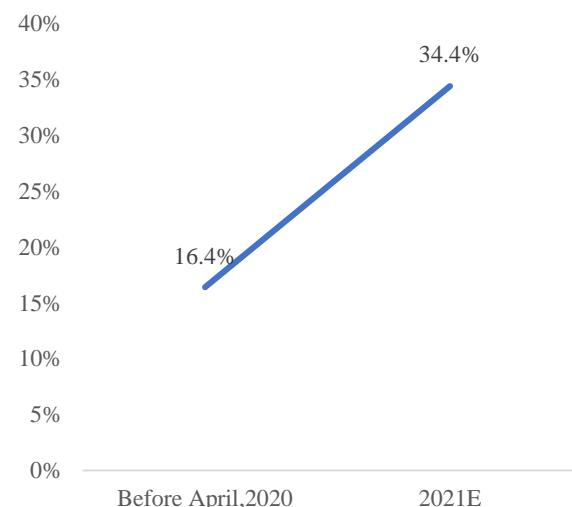
资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

图表 17：全球办公家具消费市场结构



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋证券整理

图表 18：疫情影响下全球永久性居家办公人数比例变动



资料来源：Enterprise Technology Research, 太平洋证券整理

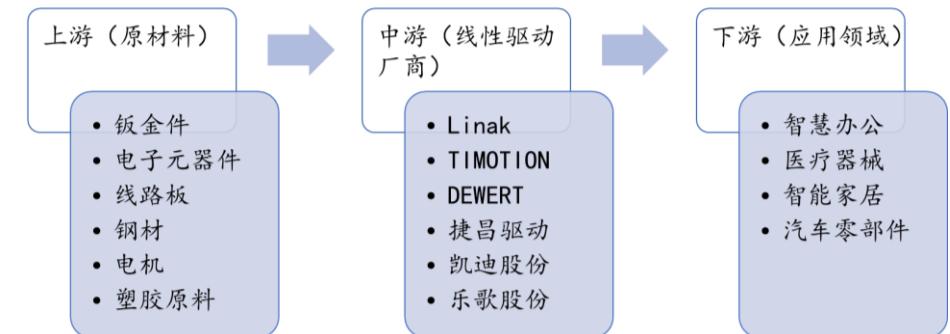
图表 19：北美各大科技公司永久性居家办公政策

公司	居家办公政策
Facebook	公司将允许任何可以远程完成工作的员工申请永久性远程工作。
微软	将永久允许员工在家办公。
Salesforce	推出员工永久性远程工作的计划。
Google	宣布为员工提供更灵活的混合工作周的工作方式，大部分 Google 员工在办公室工作 3 天，剩余 2 天可以选择远程办公。
Twitter	员工可按照自己的意愿申请永久在家远程办公。
Shopify	公司 6500 多名员工可以永久远程办公。员工可以任意选择想要工作的国家、城市或公司地点。

资料来源：公开资料，太平洋证券整理

线性驱动行业应用场景广阔，专业壁垒高。随着经济水平的不断提升以及健康消费理念的深入人心，线性驱动技术逐步应用到人类生活、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。

图表 20：线性驱动产业链



资料来源：公开资料，太平洋证券整理

线性驱动行业具有如下特点：

- 1) **应用场景广阔：**线性驱动技术广泛应用于智慧办公、医疗器械、智能家居及汽车零部件等领域。
- 2) **高壁垒，高毛利：**线性驱动相关家居家具产品是行业中高技术含量、高毛利率、高市场需求的细分领域。线性驱动厂商能够实现线性驱动系统的机、电、软一体化，相较于下游客户与普通零部件供应商，具有垂直一体化特征，附加价值较高，毛利率较高。区别于传统的生活、办公家具，乐歌旗下可调节升降桌产品价值量远高于传统办公书桌。

图表 21：线性驱动可调节书桌与普通书桌对比

产品名称	CubiCubi Study Computer Desk	Flexispot Electric Standing Desk Adjustable Desks
价格	\$79.99	\$249.99
尺寸	47.24 x 23.62 x 29.53 inches	48 x 30 x 28 inches
2021H1 销量/销售额	134,828/\$9,457,091	44,621/\$10,860,563
美国亚马逊热销榜排名	#2	#23

资料来源：亚马逊，太平洋证券整理

(四) 办公家具及可升降办公桌市场规模测算

数据显示，2019年全球办公家具市场规模为514亿美元，按照1:6.46的美元兑人民币汇率计算，全球办公家具市场规模约为3320亿元，办公家具中约30%的产品为办公桌，全球办公桌市场规模为996亿元。我国家具行业市场规模约为全球市场规模的25%，我国办公桌市场规模达249亿元。

核心假设如下：

- 1). 假设2020年受疫情影响，短期增幅较大，随后保持4%的稳定增长。
- 2). 假设全球可升降办公桌渗透率2020年为10%，预计2023年渗透率可达20%，我国可升降办公桌渗透率为4%，预计2023年渗透率可达9%。

假设分析显示，2020-2023年，全球可升降办公桌市场规模从108亿元增至236亿元，期间复合增长率达22%；我国可升降办公桌市场规模从11亿元增至31亿元，期间复合增长率达31%。随着可升降办公桌渗透率的提升，可升降办公桌市场规模有望迎来大幅增长。

图表22：全球及我国可升降办公桌市场规模测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
全球办公家具市场规模（亿美元）	512.0	514.0	555.1	577.3	600.4	624.4
全球办公家具市场规模（亿元）	3,308	3,320	3,586	3,730	3,879	4,034
YoY		0%	8%	4%	4%	4%
全球办公桌市场规模（亿元）	992	996	1,076	1,119	1,164	1,210
YoY		0%	8%	4%	4%	4%
全球可升降办公桌渗透率（%）			10%	12%	15%	20%
全球可升降办公桌市场规模（亿元）			108	134	175	236
YoY				25%	30%	35%
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
我国办公家具市场规模（亿元）	827	830	897	932	970	1,008
YoY		0%	8%	4%	4%	4%
我国办公桌市场规模（亿元）	248	249	269	280	291	303
YoY		0%	8%	4%	4%	4%
我国可升降办公桌渗透率（%）			4%	6%	8%	10%
我国可升降办公桌市场规模（亿元）			11	17	23	31
YoY				56%	39%	35%

资料来源：CSIL, 前瞻产业研究院, 太平洋证券整理

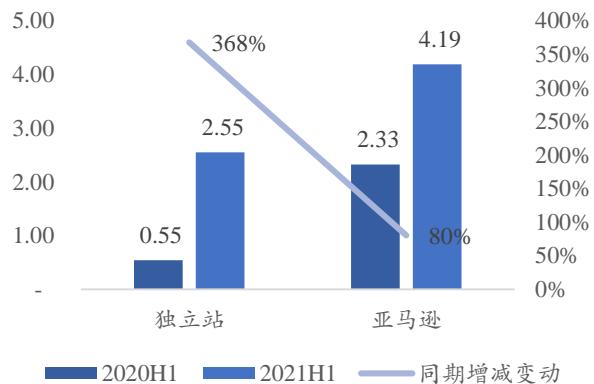
三、独立站助力新增产能释放，海外仓业务未来可期

(一) 渠道优势凸显，独立站布局具前瞻性

公司大力发展跨境电商及独立站布局，2021H1达成亮眼成绩，数据显示，2021H1独立站销售收入达2.55亿元(+368%)，亚马逊销售收入达4.19亿元(+80%)，买家数量也实现大幅增长，

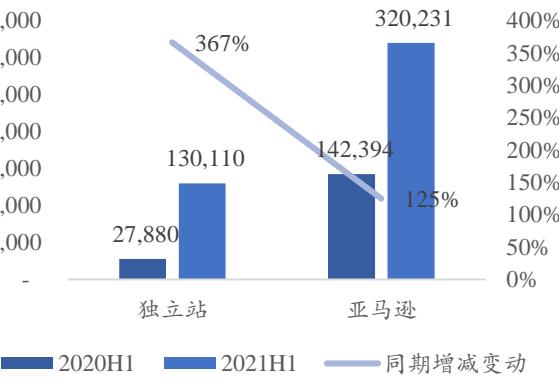
独立站买家数量达 130,110 人 (+367%)，亚马逊买家数量达 320,231 (+125%)。

图表 23：乐歌股份线上渠道收入增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

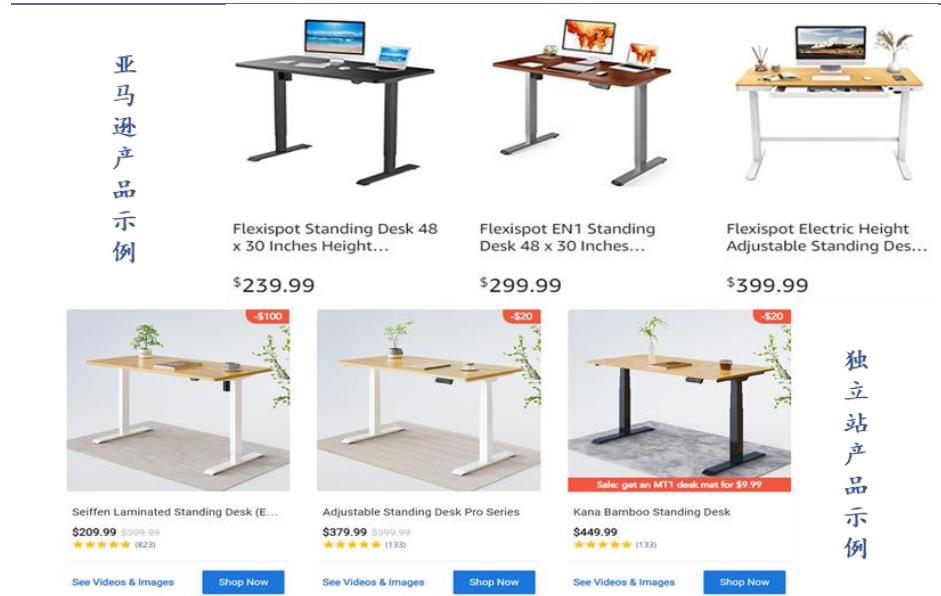
图表 24：乐歌股份线上渠道买家数量增长情况（单位：人）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司对于独立站及亚马逊等第三方平台渠道产品销售实施差异化，独立站提供更为个性化、多样化的产品，可对桌板尺寸、材质、桌腿进行自主选择和搭配，对于亚马逊第三方平台主要提供高性价比产品。

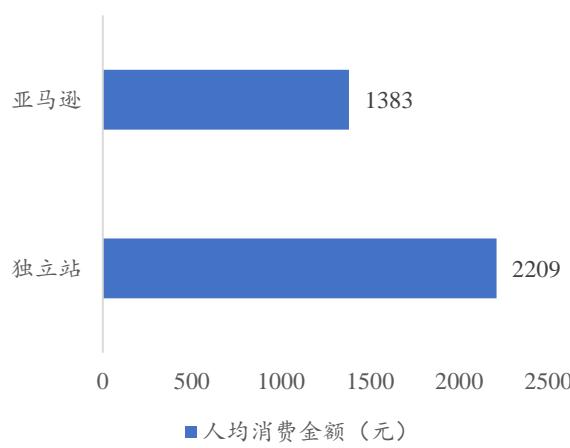
图表 25：乐歌独立站及亚马逊产品示例



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

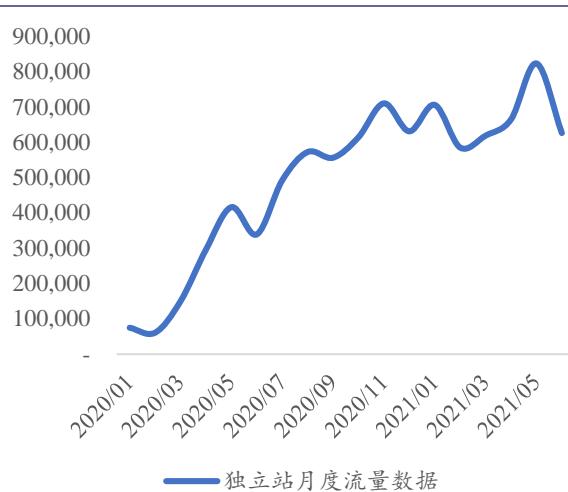
独立站产品单价相较于亚马逊产品较高，人均消费金额分别为 2209 元及 1383 元，独立站人均消费金额高于亚马逊人均消费金额的 60%。数据显示，202001-202105 独立站访问量从 7 万跃升至 62 万。目前公司独立站主要售卖自身产品，未来随着海外仓客户的增加，会逐步开通代售业务。独立站及亚马逊的成功运营有利于消化公司新增产能，助力公司规模进一步扩大。

图表 26：乐歌股份亚马逊与独立站人均消费金额
(单位：元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 27：乐歌股份独立站月度流量数据



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 公共海外仓业务初具规模，增速亮眼

公司于 2020 年上半年开始全力推进公共海外仓项目。截至 2021 年 10 月，乐歌在全球已经部署了 17 个公共海外仓，总仓储面积 322.76 万平方英尺。其中在运营的海外仓共计 14 个，总仓储面积 288.3 万平方英尺，折合 26.78 万平方米。另有在建公共海外仓 34.47 万英尺，折合 3.2 万平方米，将在年底和明年逐步投入使用。目前，除 10 月新开公共海外仓外，其余海外仓入库能达到 80% 左右，除去周转空间外，利用率基本达到 100%。

图表 28：乐歌公共海外仓全球布局



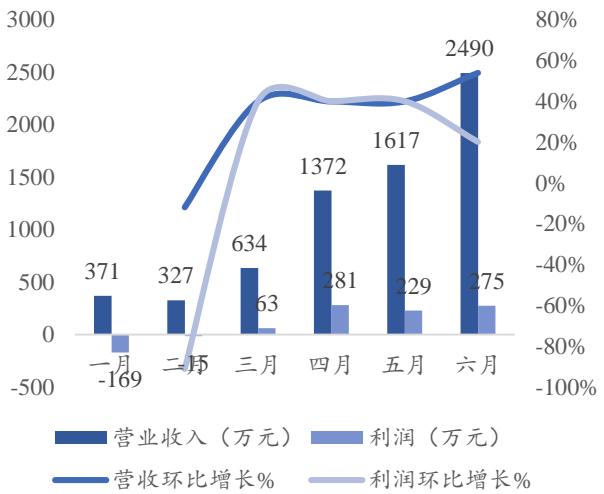
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公共海外仓项目主要通过仓储和物流服务实现收入，其盈利来源主要有三个方面：

- **订单操作收入：**主要通过对每一个包裹的出入库，上下架，拆包，贴标等具体操作动作进行收费；
- **仓租收入：**通过租赁海外仓存储空间及提供相关管理服务取得仓库租赁收入；
- **落地配送快递收入：**主要来自快递费率的价差，公司凭借自身足够多的发货量且在美运营仓库长达 8 年之久，能够从长期合作的物流服务商处拿到非常有市场竞争力的快递折扣。而第三方客户因为发货体量小，运营时间短等问题，无法具有较好的快递折扣率。因此给与第三方客户低于其自身能获取的快递折扣率，既可以为客户节省其快递费用的支出，同时也在做大公司的快递体量获取更好的快递折扣率，实现公司与客户的双赢。

乐歌海外仓年初运营略有亏损，随后开始盈利，2021 年 1 月和 6 月营业收入分别为 371 和 2490 万元，期中较期初增长 571%；利润分别为 -169 和 275 万元。随着乐歌海外仓布局逐渐完善，规模逐步扩大，海外仓业务有望成为公司业务新的增长亮点。

图表 29：2021H1 乐歌股份海外仓营收情况



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

(三) 聚焦智慧健康办公，行业内竞争优势显著

M2C 商业模式助力公司效益最大化。 M2C 直营模式下，生产厂家直接面对消费者的商业模式（Manufacturers to Consumer），在该模式下，生产厂家可以直接对消费者提供自己生产设计的产品和服务。公司作为产品制造商通过电商平台直接面向最终消费者，减少了中间环节，使公司有效把控全业务价值链，通过纵向一体化既实现了公司效益最大化，也提升了消费者购买及售后体验。

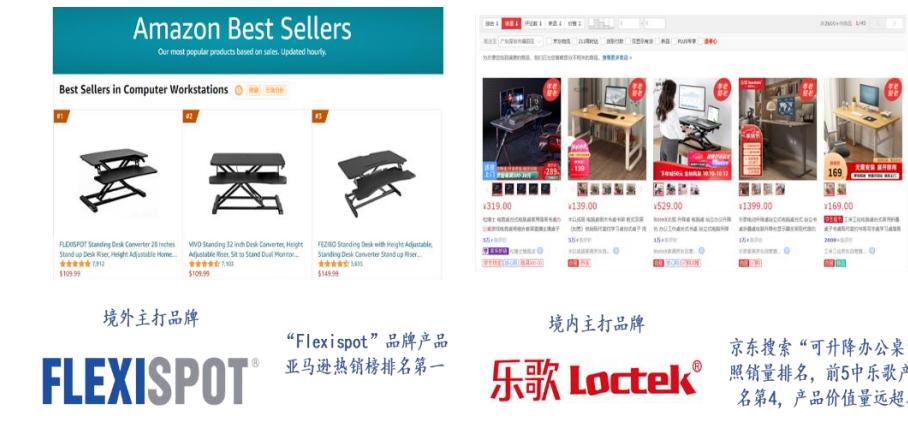
图表 30：乐歌股份 M2C 商业模式流程



资料来源：公司资料，太平洋证券整理

公司境外主打品牌“Flexispot”及境内主打品牌“乐歌”均有较高品牌知名度。“Flexispot”品牌产品亚马逊热销榜排名第一，京东“可升降升降桌”搜索榜中按照销量排名，“乐歌”品牌排名第四，价值量远超其他销量排行榜中前五的产品。

图表 31：乐歌股份境内外品牌



资料来源：亚马逊，天猫，太平洋证券整理

同线性驱动行业海外公司对比可知，乐歌产品极具性价比优势。公司产品价格仅为海外品牌Ergotron 及 Humanscale 的 30%-50%。另外，行业领先公司 Linak 与 Dewert 产品与乐歌产品定位具有一定差异，主要为线性驱动器，无终端产品的出售。

图表 32：乐歌股份与国外线性驱动公司对比

	主营业务及产品	自主品牌终端产品价格
Ergotron	Ergotron 成立于 1982 年，主要产品为显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等。	电脑支架：\$249-\$564 可升降办公桌：\$989
Humanscale	Humanscale 成立于 1983 年，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。	人体工学座椅：\$489-999
Linak	Linak 公司，成立于 1907 年，系全球最早的线性驱动行业生产商之一，主要产品可以分为办公系列（主要为升降办公桌、工作站）、医护系列（医疗床等）、家庭系列等多个系列。	主要为线性驱动器，无终端产品
Dewert	Dewert，是欧洲领先的线性驱动器生产企业之一，是行业内著名的电动推杆、升降柱的生产商，专注于医疗护理领域的线性驱动产品，是行业内领先品牌。	主要为线性驱动器，无终端产品
乐歌股份	成立于 2002 年，主营产品主要包括线性驱动智慧办公升降桌、智能电脑架、智能健身车等健康智慧办公及智能家居类产品。	电脑支架：\$105-300 人体工学办公桌：\$300-430 人体工学座椅：\$100-300

资料来源：招股说明书，亚马逊，太平洋证券整理

同线性驱动行业国内公司对比可知，独特的经营模式和品牌建立为公司带来较高溢价能力，核心竞争力凸显。公司采用 M2C 价值链模式，减少流通环节降低了销售成本，另外，国内外分别建立乐歌及 Flexispot 自主品牌，品牌影响力有利于提升产品溢价能力，提高经营治理和盈利水平。公司近三年销售毛利率均高于同行业竞争对手。

图表 33：乐歌股份与国内线性驱动公司对比

	主营业务及产品	业务经营模式	2019/2020/2021H1 销售毛利率
乐歌股份	成立于 2002 年，主营产品主要包括线性驱动智慧办公升降桌、智能电脑架、智能健身车等健康智慧办公及智能家居类产品。	M2C 模式。具有乐歌及 Flexispot 两大自主品牌。具备较成熟的境内境外线上线下渠道。	46%/47%/40%
捷昌驱动	成立于 2002 年，从事线性驱动产品研发、生产、销售，主要产品有 ICU 电动病床、升降办公桌。	ODM 模式，未形成自主品牌。ToB 业务模式。境外市场为主，未开拓线上渠道。	36%/39%/30%
凯迪股份	成立于 1992 年，从事线性驱动系统的研发、生产与销售。主要为智能家居、智慧办公、医疗康护、汽车零部件等领域提供配套线性驱动系统产品。	ODM 模式，未形成自主品牌。ToB 业务模式。主要面向下游家具制造企业销售零部件，境内境外渠道布局，未开拓线上渠道。	37%/32%/23%

资料来源：年度报告，Wind，太平洋证券整理

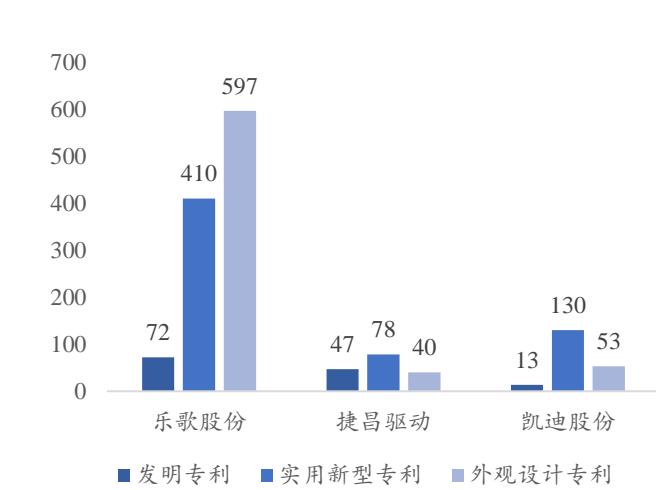
持续加大产品研发及创新。公司健康办公工作站产品均为自主开发和设计，并进行全球化的专利布局，拥有完整的自主知识产权。数据显示，公司研发支出持续增加，研发费用率占比持续提升，同行业对比可知，乐歌股份发明专利、实用新型专利以及外观设计专利数量远远领先同行业可比公司。另外，公司拥有多项全球独家技术，如：线性驱动非接触式安全防护技术 PCT/CN2020/106713、线性驱动地平自适应技术 PCT/CN2020/081426, US16/888,607 以及线性驱动多模式控制（敲击控制）PCT/CN2020/081630, US16/888,623。

图表 34：乐歌股份研发情况



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 35：乐歌股份发明专利情况及同行业对比



资料来源：各公司公告，Wind，太平洋证券整理

（四）股权激励及定增扩产助力业绩提升

三期员工持股计划为业绩提升动力。为进一步健全长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动员工的积极性、创造性，将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，公司针对研发、销售等相关部门的核心骨干优秀员工，分别于 2018 年、2020 年、2021 年推出限制性股票激励计划、股票期权激励计划，授予价格分别为 6.64/13.68/11.26 元/股。授予价格与当前股价相近。

当前 2018 年第三期股权解禁条件以及 2020 年股权激励计划第一个行权期条件均已达成。2021 年公司推出新股权激励计划，拟授予第二类限制性股票 410 万股（占公司股本总额的 2.27%），激励对象总人数 203 人，包括公司公告本激励计划时在公司（含控股子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员等。计划规定，以 2020 年营业收入为基数且以 2020 年剔除股权激励影响后归属于母公司净利润为基数，第一个归属期目标为 2022 年营业收入不低于 70%，扣非归母净利润不低于 30%；第二个归属期目标为 2023 年营业收入不低于 100%，扣非归母净利润不低于 120%。

图表 36：乐歌股份股权激励计划

项目	价格 (元/股)	数量 (万股)	条件	状态	人员
2018 年 股权激 励	6.64	139(总) 69(21年 解禁部分)	以 2017 年营业收入为基数 第一个解除限售期:2018 年营业收入增长不低于 20%; 第二个解除限售期:2019 年营业收入增长不低于 50%; 第三个解除限售期:2020 年营业收入增长不低于 80%。	第三期解禁条 件达成, 解禁 日为 2021/6/30, 已 达成目标, 解 锁 69 万股	中层管理人 员、核心技 术(业务) 骨干(共 34 人)
2020 年 股权激 励	13.68	190(总) 148(条件 达成部分)	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 第一个行权期: 2020 年归属于母公司扣非后净利润 增长率不低于 30%; 第二个行权期: 2021 年归属于母公司扣非后净利润 增长率不低于 70%; 第三个行权期: 2022 年归属于母公司扣非后净利润 增长率不低于 100%;	第一个行权期 条件成就达成	董事、副总 经理等(84 人)
2021 年 股权激 励	11.26	410(总)	以 2020 年营业收入为基数且以 2020 年剔除股权 激励影响后归属于母公司净利润为基数, 第一个归属期: 2022 年营业收入增长率不低于 70%; 2022 年归属于母公司净利润增长率不低于 30%。 第二个归属期: 2023 年营业收入增长率不低于 100%; 2023 年归属于母公司净利润增长率不低于 120%。		董事、副总 经理、中层 管理人员、 核心技术人 员等(203 人)

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

资金募集效益化，投资扩产扩规模。公司向特定对象发行股票于 2021 年 10 月 11 日公告。

发行最终价格为 18.08 元/股，共募集资金 6.9 亿元，其中公司实控人项乐宏先生配售金额达 1.2 亿元，占总发行规模的 17%。

本次募集资金主要用于工厂搭建、扩产智能工厂技改、营销研发大楼建设、公共仓及独立站信息化系统建设以及补充流动资金。项目投产后有利于满足快速增长的线性驱动下游市场需求、优化资本结构，增强公司抗风险能力以及公共仓及独立站业务的发展。

图表 37：乐歌股份定向增发募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资 (单位: 万元)	募集资金投入金额 (单位: 万元)
1	线性驱动核心技术产品智能工厂项目	58,259.00	47,384.00
2	年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+智能工厂技改项目	5,012.00	4,962.00
3	营销研发总部大楼建设项目	28,848.00	20,522.50
4	公共仓及独立站信息化系统建设项目	5,000.00	5,000.00
5	补充流动资金	33,350.00	33,350.00
合计		130,469.00	111,218.50

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

预计线性驱动核心技术产品智能工厂项目及年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+智能工厂技改项目投产完成后，新增共计 165 万套线性驱动产品产能，预计新增 19.8 亿元营业收入及 1.73 亿元净利润。

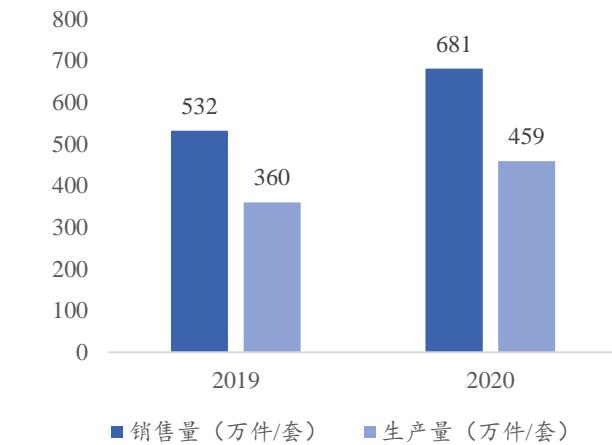
图表 38：乐歌股份募投项目概述

项目名称	线性驱动核心技术产品智能工厂项目	年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+智能工厂技改项目
项目类型	新建生产基地	技改扩产项目
项目实施主体	宁波乐歌智能家居有限公司	浙江乐歌智能驱动科技有限公司
项目实施地址	宁波市鄞州区瞻岐镇红卫盐场	宁波市鄞州区姜山镇科技园区（郁家村）
项目总投资 (单位: 万元)	58,259.00	5,012.00
募集资金投入金额 (单位: 万元)	47,384.00	4,962.00
项目建设期	30 个月	24 个月
新增产能	150 万套线性驱动产品	15 万套线性驱动产品
经济效益情况	项目达产后新增正常年营业收入为 180,000.00 万元，净利润为 15,759.00 万元	项目达产后新增正常年营业收入为 18,000.00 万元，净利润为 1,575.90 万元

资料来源：公司资料，太平洋证券整理

产能利用率极高，新增产能消化有保障。依据公司 2020 年年度报告披露，2019 及 2020 年公司产品销售量均大于生产量，产销比分别为 532/360 及 681/459，产能利用率超 100%。随着公司国内规模不断扩大，海外渠道销售多样化，新增产能有望成功消化。

图表 39：乐歌股份 2019 及 2020 年产品产销情况



资料来源：公司 2020 年年度报告，太平洋证券整理

四、收入结构及财务分析

(一) 高附加值产品占比提升，盈利能力不断提升

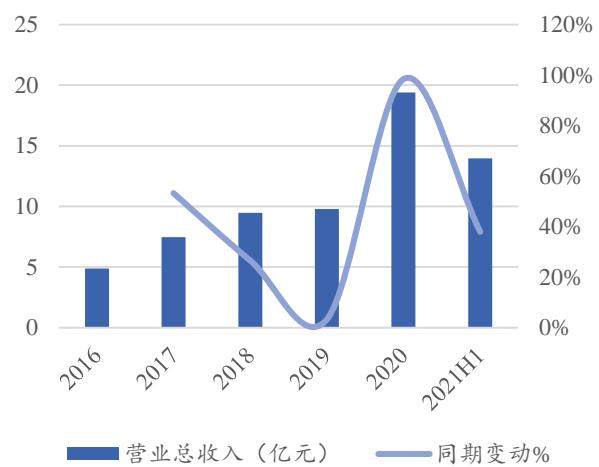
公司营收及归母净利润维持高增长态势。公司营业总收入 2016-2020 年复合增长率达 32%，至 2021H1 达 13.97 亿元，同期增长 38%；归母净利润 2016-2020 年复合增长率达 29%，至 2021H1 达 0.84 亿元，同期增长 190%。

同行业对比显示，乐歌股份营业收入增速自 2020 年保持强劲增长，保持行业领先地位。2021H1 乐歌股份、捷昌驱动及凯迪股份营收增速分别为 121%、19%及 59%。

销售毛利率与净利率维持较高水平。2021H1 毛利率与净利率分别为 40%与 6%，受原材料价格上涨影响，营业成本大幅增长，毛利率较去年下降 7 个百分点，净利率较去年下降 5 个百分点。

同行业对比显示，乐歌股份销售毛利率近三年保持行业领先地位。受到海运费、汇率等因素影响，行业整体毛利率呈下降趋势，2021H1 乐歌股份、捷昌驱动及凯迪股份销售毛利率分别为 40%、30%及 23%。

图表 40：乐歌股份营业总收入及增速（单位：亿元）



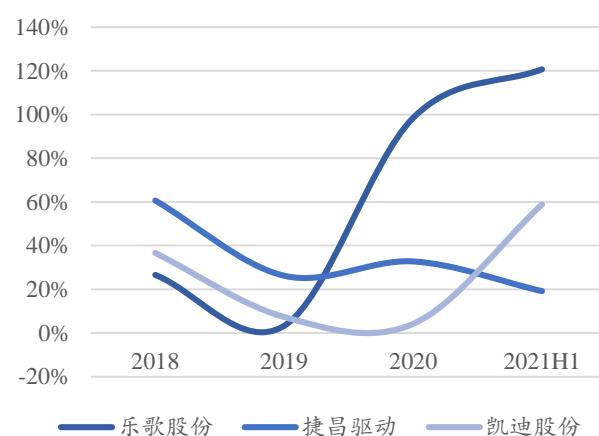
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 41：乐歌股份归母净利润及增速（单位：亿元）



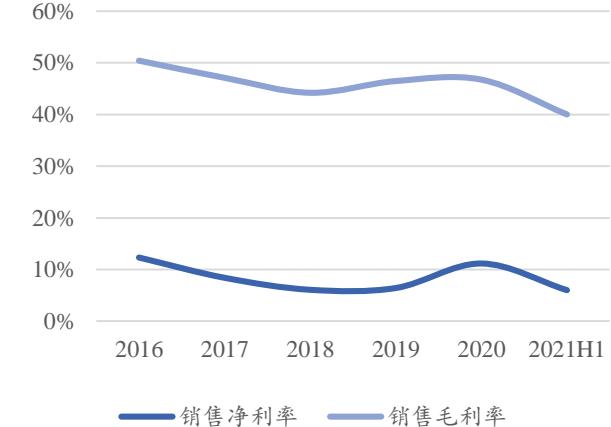
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 42：乐歌股份营收增速及同行业对比



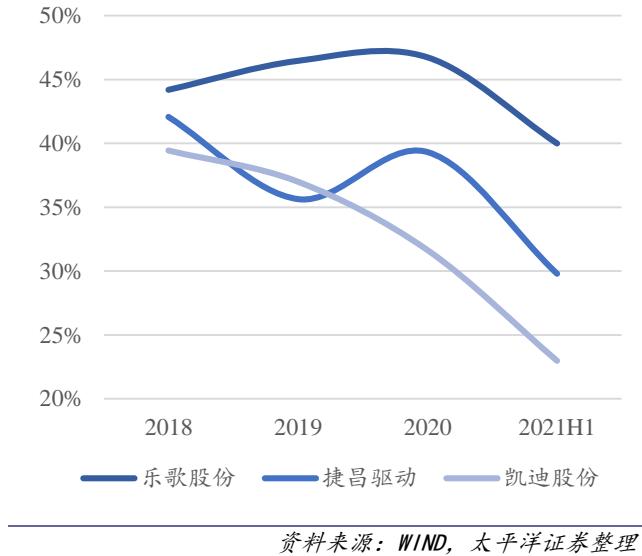
资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 43：乐歌股份毛利率与净利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 44：乐歌股份销售毛利率及同行业对比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

人体工学工作站营业增速强劲，毛利率高。数据显示，2016-2020 年期间复合增长率高达 61%，2020H1 营收达 10.53 亿元。营收占比持续提升，2016-2020H1 人体工学工作站营收占比从 27% 提升至 75%。人体工学工作站系列产品，主要包括线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站、智能小秘书工作站、智慧升降学习桌、智能电脑架、智能健身车、智能电动床等健康智慧办公及智能家居类产品。公司 M2C 直营模式下，价值生态链完善，毛利率水平较高，稳持在 40% 以上。

人体工学大屏支架毛利率较低，占比持续降低。公司不断完善营收结构，提升产品价值链，推升业绩增长水平，人体工学大屏支架等毛利率较低产品份额持续降低，2021H1 营收为 1.17 亿元，2016-2020 年 H1 收入占比从 62% 降至 8%。

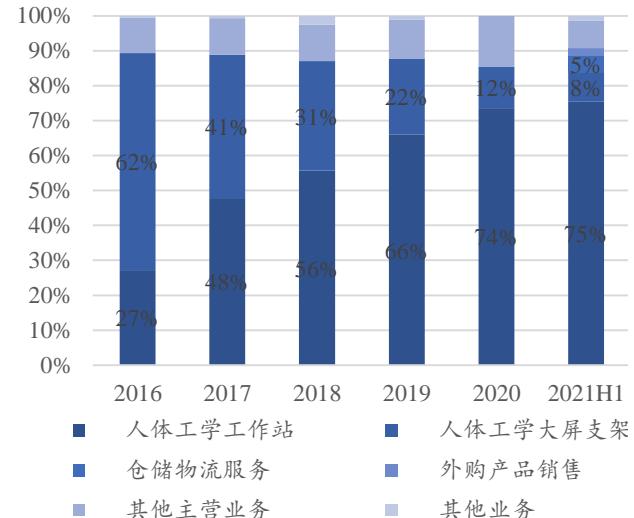
布局海外仓业务，业绩可期。2020 年公司推动跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目，在助力公司跨境电商务快速发展的同时，逐步向宁波、浙江、华东、乃至全国的中小外贸企业提供包括海外仓储、物流配送、售后服务，SaaS 模式信息服务等服务项目。2021H1，海外仓业务扭亏为盈，实现收入 0.68 亿元，毛利率为 10%，未来，随着业务规模的不断扩大，与 FEDEX 等美国本土物流企业合作的不断加深，毛利率有望持续提升，海外仓业务规模有望呈高增长态势发展。

图表 45：乐歌股份主营业务收入情况（单位：亿元）



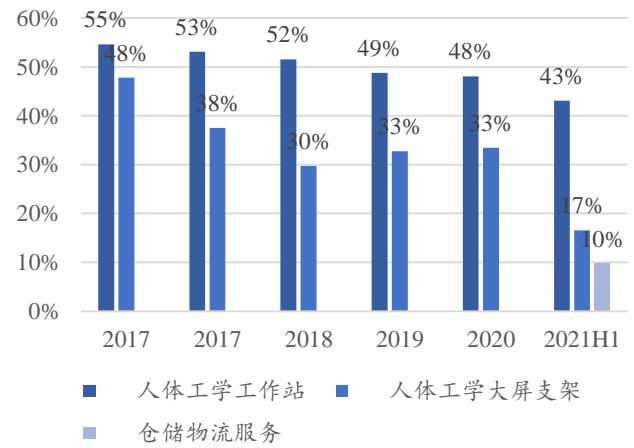
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 46：乐歌股份主营业务收入结构（按产品）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

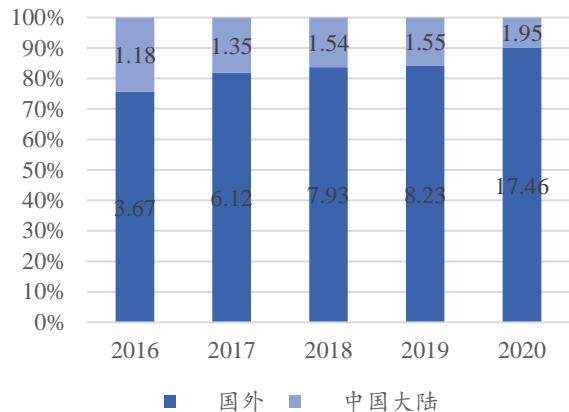
图表 47：乐歌股份主营业务毛利率情况（按产品）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

跨境业务亮眼，盈利水平维持较高水平。跨境出口业务规模持续扩大，2016-2020 年海外营收占比从 75%提升至 90%，另一方面，跨境出口业务毛利率远高于境内，2020 年海外业务毛利率高达 49%，而境内业务毛利率仅为 29%。

图表 48：乐歌股份主营业务收入结构（按地区）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 49：乐歌股份主营业务毛利率情况（按地



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

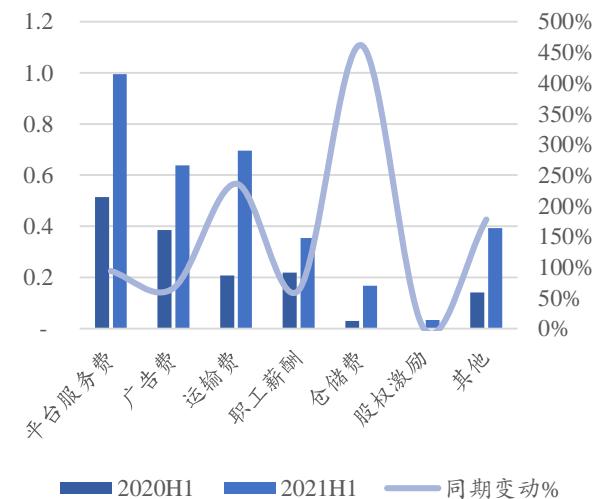
期间费用方面：2021 年 H1 销售费用、管理费用、研发费用及财务费用分别为 3.28/0.68/0.55/0.3 亿元，其中受汇兑损失增加及利息支出增加、独立站收款手续费增加影响，财务费用短期大幅增长。近年来公司持续加大研发费用的投入，2021H1 研发费用同比增长 134.57%。销售费用主要由平台服务费(1.0 亿元)、广告费(0.6 亿元)、运输费(0.7 亿元)、职工薪酬(0.4 亿元)、仓储费(0.2 亿元)及股权激励(0.03 亿元)构成，其中运输费及仓储费较去年同期大幅增长，分别为 236% 及 462%，主要系 2020 年第四季度以来，国际集装箱运费持续暴涨，公司规模持续扩大，向海外仓库备货数量增加所致。

图表 50：乐歌股份期间费用



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 51：乐歌股份销售费用结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

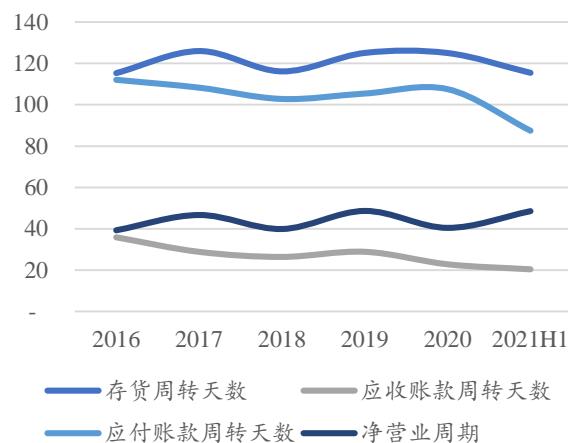
(二) 营运能力良好，净营业周期保持平稳

存货周转天数、应收账款周转天数和应付账款周转天数是构成净营业周期的三个要素。净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数。

公司存货周转天数 2018–2021H1 分别为 116/125/125/116 天，2021H1 销售规模大幅增加，存货周转天数缩短。应收账款周转天数 2018–2021H1 分别为 26/29/23/20 天，总体呈下降趋势，说明公司收款状况良好。净营业周期 2018–2021H1 分别为 40/49/40/49 天，保持平稳态势。

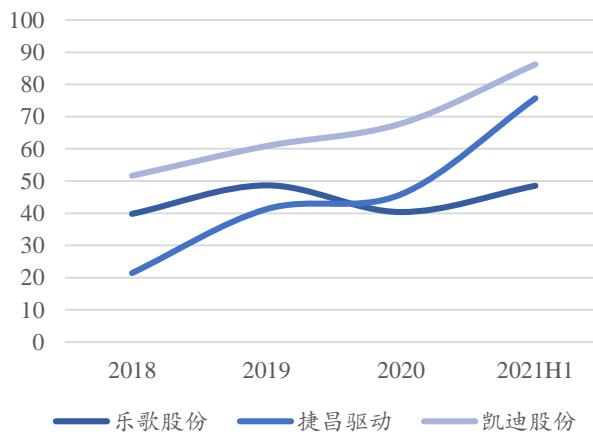
同行业对比可知，乐歌股份净营业周期优于同行业可比公司，2021H1 乐歌股份、捷昌驱动及凯迪股份净营业周期分别为 49/76/86 天。

图表 52：乐歌股份营运能力分析（单位：天）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 53：2020 年乐歌股份净营业周期及同行业对比（单位：天）



资料来源：各公司 2020 年年报，太平洋证券整理

(三) 净资产收益率较高

净资产收益率=销售净利率×总资产周转率×权益乘数。根据各公司 2020 年数据可知，乐歌股份、捷昌驱动及凯迪股份净资产收益率分别为 24%/15%/13%。乐歌股份总资产周转率及权益乘数优于同行。

销售净利率方面：销售净利率主要受销售毛利率及销售费用率的影响，公司销售毛利率优于同行而销售费用率较高，主要系大力发展线上零售业务，产生较多平台服务费及广告费的原因。

总资产周转率方面：公司应收账款周转率较高，回款能力强，主要系公司海外销售占比较高，渠道以独立站及亚马逊平台为主，亚马逊结算周期为 7–14 天，周期较短的原因。

权益乘数方面：公司权益乘数达 2.4，反映出公司负债及权益结构较为合理，通过杠杆效应有益于在企业发展阶段实现价值最大化。

图表 54：乐歌股份净资产收益率及同行业对比

	净资产收益率		销售净利率		总资产周转率		权益乘数
乐歌股份	23.91%	=	11.23%	x	0.88%	x	2.41
捷昌驱动	15.18%	=	21.73%	x	0.58%	x	1.20
凯迪股份	12.83%	=	13.65%	x	0.64%	x	1.48

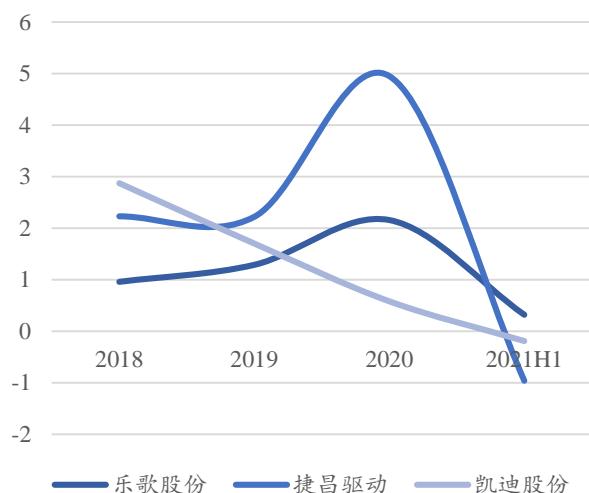
资料来源：Wind，太平洋证券整理

(四) 资金管理能力优于同行

资金管理能力优异。2018–2020 年公司经营性净流量呈上升趋势，2021H1 公司经营性现金净流量为 0.32 亿元，现金净流量有所下滑，主要系提前大量备货导致。经营性现金净流量/净利润自 2019 年 2.05 下降至 0.38，主要系投入较多资金于工厂建设，购买仓库等产能扩张和业务扩展项目产生了较多固定资产折旧所致。

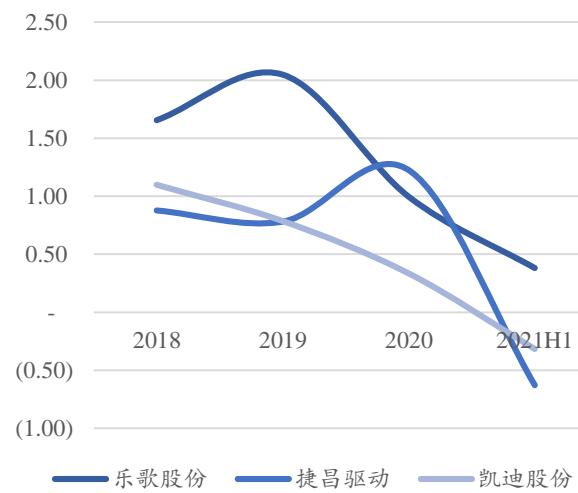
同行业对比可知，乐歌股份现金管理能力优于同行业可比公司，乐歌股份、捷昌驱动及凯迪股份经营性现金净流量分别为 0.32/-0.96/-0.19；经营性现金净流量/净利润分别为 0.38/-0.63/-0.32。

图表 55：乐歌股份经营性现金净流量及同行业对比（单位：亿元）



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 56：乐歌股份经营性现金净流量/净利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理

五、 盈利预测及投资建议

(一) 盈利预测

盈利预测核心假设如下：

外销业务：外销业务有海外线上业务及海外线下业务构成，线上业务以自主品牌为主，以独立站和亚马逊为主要销售渠道，预计公司未来大力发展战略独立站业务，增速较快；亚马逊渠道增速保持 20%稳定增长，独立站与亚马逊营收占比逐渐持平。海外线上业务收入呈 30%以上增长。海外线下业务以贴牌代工业务为主，增速维持在 5%。

内销业务：受益于人们消费升级，对人体健康的重视，智慧学习桌、可升降办公桌、办公椅需求保持强劲。内销业务收入呈快速增长态势，国内市场份额持续快速提升。

海外仓业务：2020 年重点开展海外仓业务，2021 年实现盈利，随着仓库数量及面积不断扩大，海外仓战略布局逐渐完善，运输效率进一步提升，跨境电商对海外仓的需求保持强劲，仓库利用率趋向饱和，盈利能力逐渐凸显，营收占比有望大幅提升。公共海外仓为公司未来重点发展业务，预计海外仓业务规模持续扩大。

图表 57：分项目盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
海外线上——独立站	0.41	2.78	6.01	10.23	15.34
YoY		581%	116%	70%	50%
海外线上——亚马逊	2.84	7.21	9.37	11.24	13.49
YoY		154%	30%	20%	20%
海外线下业务	4.94	7.25	10.16	10.66	11.20
YoY		47%	40%	5%	5%
内销业务	1.55	1.95	3.12	6.24	11.23
YoY		26%	60%	100%	80%
营业收入合计	9.78	19.41	30.96	44.79	62.05
YoY		98%	60%	45%	39%

数据来源：Wind、太平洋证券整理

归母净利润方面：受海运费、原材料价格上涨、人民币升值影响，净利率短期受限，预计2023年海运费回落，净利率有望释放。

图表 58：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	9.78	19.41	30.96	44.79	62.05
(+/-%)		98%	60%	45%	39%
归母净利润(亿元)	0.63	2.17	2.01	3.18	4.89
(+/-%)		244%	-7%	58%	54%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.99	0.91	1.45	2.22
市盈率(PE)	79.97	23.22	25.03	15.84	10.30

数据来源：Wind、太平洋证券整理

行业内可比公司估值方面：公司与捷昌驱动、凯迪股份同为线性驱动行业代表公司，与安克创新、Vesync 同为跨境电商品牌出海代表公司。公司未来净利润增速较快，高于行业均值水平而市盈率低于两大行业可比公司估值水平。在公司整体经营状况良好以及全行业独特的 M2C 高度垂直经营模式下，估值优势凸显。

图表 59：行业内可比公司利润增速及估值对比

可比公司	净利润(单位：亿元)				净利润增速(%)			市盈率 PE			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
线性驱动行业	捷昌驱动	4.05	4.37	6.29	8.35	8%	44%	33%	40	28	21
	凯迪股份	1.72	2.02	2.88	3.98	17%	43%	38%	23	16	12
跨境电商行业	安克创新	8.56	12.30	16.33	21.03	44%	33%	29%	35	27	21
	Vesync	3.57	4.70	6.49	\	32%	38%	\	27	19	\
均值		\	\	\	\	25%	39%	33%	31	22	18
乐歌股份	2.17	2.01	3.18	4.89	-7%	58%	54%	26	16	11	

数据来源：Wind、太平洋证券整理

(注：数据截止至 2021/10/26，除乐歌股份外，其余采用 Wind 一致预期，除 Vesync 选取净利润数据，其余公司均选取归母净利润数据)

(二) 投资建议

根据前文对三大业务板块的梳理和测算，我们预计，公司 2021/2022 年营业总收入分别为 30.96/44.79 亿元，归母净利润分别为 2.01/3.18 亿元，按照 2.2 亿总股本，对应每股收益 0.91/1.45 元，对应 2021-2022 年 PE 为 25x/16x，给予买入评级。

六、风险提示

国际集装箱运费持续暴涨、原材料价格持续高位、国际汇率波动等风险。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf l@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

化工业组

张靖雯

18589058561

zhangjingwen@tpyzq.com

艺雯

13527560506

heyw@tpyzq.com

艳文

13728975701

liyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。