

乐歌股份(300729)

线上屡创佳绩, 线下人体工学体验馆亮相

——乐歌股份跟踪点评报告

点评报告

行业公司研究——轻工制造

证券研究报告

✉ : 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

乐歌股份线上成绩亮眼, 国内“双十一”与海外“黑五”收入增长屡创佳绩, 国内首家人体工学体验馆亮相, 新产品逐步推出。

投资要点

□ 线上成绩亮眼, 国内“双十一”与国外“黑五”共振

国内“双十一”: 在限电、原材料价格上涨情况下, 公司在“双十一”营销策划更强调产品结构、价格与利润, 因此促销力度相比“618”较小。根据公司近期接待投资者调研的记录显示, “双十一”期间 GMV 全网销售额同比大幅增长, 客单价实现了近几年最大提升; 同类排名方面, 升降桌在京东&天猫排名双第1, 学习桌在京东排名第5、天猫排名突破性进入前20(第19)。

海外“黑五”: 根据 Adobe Analytics 数据, 亚马逊“黑五”销售额同比负增长; 叠加亚马逊封号、库存积压导致商家甩货等不利竞争环境, 乐歌仍在“黑五”期间成绩亮眼: 1) 产品结构持续优化, 线性驱动升降桌占比提升至76%; 2) 产品排名位列第一, 乐歌海外自主品牌 Flexispot 在亚马逊升降桌品类排第一; 3) 客单价提升8.45%, 受益于双电机(高端)产品占比提升; 4) 用户总体访问量同比增长62%, 转化率同比提升23%, 其中独立站转化率同比提升34.5%。

一方面基于“黑五”优秀表现, 另一方面考虑到海外消费环境相对承压, 我们认为乐歌海外品牌业务在自身努力下, Q4 增速对比 Q3 会略有回升。

□ 线下稳步推进, 国内首家人体工学体验馆亮相

11月27日公司国内首家人体工学体验馆在宁波市怡丰汇购物中心亮相, 内设“体态健康”、“助力成长”、“创新设计”等沉浸式体验馆, 充分展现人体工学产品科技力: 高度自定义&高度记忆、久坐提醒、遇阻回退、匀速升降、高度可视化等。

此外, 智能家居场景也在本馆大有创新, 通过智能升降桌、智能升降茶几、智能升降床等展示了乐歌智能家居产品的多样性应用场景, 为用户带来“懂人性”、创造空间的产品体验。

□ 产品品类拓展, 智能电动床或为公司开启第二增长曲线

根据 Statista 数据, 智能电动床目前在美国渗透率仅11%, 存在较大市场空间。乐歌基于线性驱动技术优势推出智能电动升降床产品, 预计未来在亚马逊与独立站同步上线, 并同时布局海外线下商超渠道。预计随着电动升降床需求逐步释放, 乐歌依托海外渠道和品牌优势, 有望实现智能电动升降床品类快速放量, 开启第二增长曲线。

□ 盈利预测及估值

公司的成长动力来自于, 以品牌化的方式围绕线性驱动技术在国内外智能健康家居市场双向发力, 海外仓公共服务也是产业红利催化下公司另一增长亮点。预计公司 21/22/23 年收入为 29.57/42.87/58.36 亿, 同比增长 52.37%/44.96%/36.14%; 净利润为 1.91/3.01/5.25 亿, 同比增长 -12.21%/57.74%/74.56%。当前 66.54 亿市值, 市盈率 37.04/23.48/13.45 X。未来随着宏观环境恢复正常(尤其海运费), 公司盈利能力将有极强的修复弹性, 公

评级

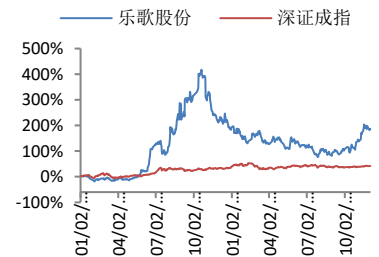
买入

上次评级 买入评级
当前价格 ¥32.04

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.22
2Q/2021	0.29
1Q/2021	0.23
4Q/2020	0.40



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

- 《乐歌股份首次覆盖报告: 定增助力, 中国品牌出海添新军》
- 《乐歌股份点评报告: 否极泰来, 期待国内外业务共振》

报告撰写人: 陈腾曦、史凡可

联系人: 陈腾曦

司正常估值中枢应同时体现海外电商红利、智能健康家居品类红利，并参考品牌企业估值体系，当前低估明显，维持“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

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,941	2,957	4,287	5,836
(+/-)	98.4%	52.4%	45.0%	36.1%
净利润	217	191	301	525
(+/-)	244.7%	-12.2%	57.7%	74.6%
每股收益(元)	1.56	1.34	2.06	3.52
P/E	32.5	37.0	23.5	13.5

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表：乐歌股份三表摘要(单位：百万元)

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2019	2020
利润表摘要									
营业收入	233.80	399.26	586.02	721.59	659.27	737.76	703.03	978.07	1,940.66
yoy	3.11%	72.07%	138.52%	163.75%	181.98%	84.78%	19.97%	3.31%	98.42%
毛利率	49.02%	44.87%	49.60%	44.72%	41.87%	38.32%	36.60%	46.47%	46.74%
毛利	114.60	179.15	290.66	322.71	276.05	282.73	257.30	454.50	907.10
yoy	12.40%	69.65%	151.39%	145.74%	140.88%	57.82%	-11.48%	8.60%	99.58%
期间费用率	41.94%	28.33%	34.73%	36.66%	36.12%	32.85%	31.78%	39.69%	35.00%
销售费用	70.86	78.70	131.76	187.79	165.91	161.75	152.03	284.52	469.10
销售费用率	30.31%	19.71%	22.48%	26.02%	25.17%	21.92%	21.62%	29.09%	24.17%
管理费用	16.10	19.23	28.13	28.62	33.92	34.42	31.32	60.29	92.09
管理费用率	6.89%	4.82%	4.80%	3.97%	5.15%	4.67%	4.46%	6.16%	4.75%
研发费用	12.10	11.31	22.24	38.98	27.01	27.90	29.82	41.18	84.63
研发费用率	5.18%	2.83%	3.80%	5.40%	4.10%	3.78%	4.24%	4.21%	4.36%
财务费用	-1.00	3.88	21.39	9.16	11.28	18.25	10.26	2.24	33.42
财务费用率	-0.43%	0.97%	3.65%	1.27%	1.71%	2.47%	1.46%	0.23%	1.72%
归母净利润	14.01	54.15	93.30	55.64	31.96	52.04	39.58	62.98	217.09
yoy	36.15%	310.23%	524.08%	126.64%	128.12%	-3.90%	-57.58%	9.36%	244.70%
归母净利率	5.99%	13.56%	15.92%	7.71%	4.85%	7.05%	5.63%	6.44%	11.19%
扣非归母净利润	13.40	48.42	80.48	42.44	30.30	35.23	31.07	48.96	184.74
yoy	340.79%	263.24%	288.04%	258.14%	126.12%	-27.24%	-61.39%	17.19%	277.33%
扣非归母净利率	5.73%	12.13%	13.73%	5.88%	4.60%	4.78%	4.42%	5.01%	9.52%
资产负债表摘要									
货币资金	676.65	722.71	808.63	905.28	842.92	831.92	1,658.23	616.23	905.28
应收账款	73.96	124.29	143.60	159.73	124.72	157.09	159.59	88.30	159.73
yoy	21.58%	101.44%	146.74%	80.89%	68.63%	26.39%	11.14%	21.89%	80.89%
应付账款	137.40	238.56	365.98	462.95	369.78	350.94	300.22	154.29	462.95
yoy	-	96.20%	177.95%	200.05%	169.13%	47.11%	-17.97%	1.33%	200.05%
现金流量表摘要									
经营性现金流净额	6.30	71.88	50.81	87.45	6.23	26.22	85.37	129.31	216.44
投资性现金流净额	-29.73	-180.27	-272.96	-389.84	-105.84	-120.41	-52.71	-63.57	-872.80
筹资性现金流净额	40.99	50.92	349.81	333.19	29.68	82.09	712.69	104.48	774.92

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

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	1,865	2,976	3,352	营业收入	1,941	2,957	4,287	5,836
现金	905	754	1,120	1,281	营业成本	1,034	1,699	2,443	3,266
交易性金融资产	27	0	0	0	营业税金及附加	11	18	34	53
应收账款	160	209	334	370	营业费用	469	725	1,020	1,313
其它应收款	48	46	90	95	管理费用	92	129	192	261
预付账款	26	45	56	79	研发费用	85	115	184	245
存货	526	780	1,344	1,496	财务费用	33	65	56	70
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	212	348	617
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	212	348	617
其他	103	98	112	132	所得税	19	21	47	93
资产总计	2,867	3,475	4,390	5,070	净利润	217	191	301	525
流动负债	1,474	1,791	2,403	2,548	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	191	301	525
应付款项	463	706	1,303	1,418	EBITDA	300	309	437	723
预收账款	1	4	16	10	EPS (最新摊薄)	1.56	1.34	2.06	3.52
其他	297	335	337	373	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%	52.4%	45.0%	36.1%
负债合计	1,846	2,234	2,817	2,944	营业利润	249.9%	-10.6%	64.1%	77.6%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	244.7%	-12.2%	57.7%	74.6%
归属母公司股东权益	1,021	1,241	1,572	2,125	获利能力				
负债和股东权益	2,867	3,475	4,390	5,070	毛利率	46.7%	42.6%	43.0%	44.0%
					净利率	11.2%	6.4%	7.0%	9.0%
					ROE	23.9%	16.8%	21.4%	28.4%
					ROIC	12.5%	11.2%	13.7%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率	64.4%	64.3%	64.2%	58.1%
					净负债比率	180.7%	180.0%	179.1%	138.5%
					流动比率	1.2	1.0	1.2	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	0.9	1.1	1.2
					应收帐款周转率	14.5	15.0	14.8	15.5
					应付帐款周转率	4.4	2.4	2.1	2.2
					每股指标(元)				
					每股收益	1.56	1.34	2.06	3.52
					每股经营现金	1.56	1.64	1.78	3.85
					每股净资产	7.35	8.72	10.79	14.27
					估值比率				
					P/E	32.5	37.0	23.5	13.5
					P/B	6.9	5.7	4.5	3.3
					EV/EBITDA	23.7	23.6	15.8	9.3

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	216	234	260	574
净利润	217	191	301	525
折旧摊销	31	32	34	36
财务费用	21	65	56	70
投资损失	(8)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(53)	(28)	(131)	(53)
其它	10	(20)	5	1
投资活动现金流	(873)	(341)	141	(382)
资本支出	772	437	(375)	325
长期投资	0	0	0	0
其他	101	(96)	234	57
筹资活动现金流	775	(44)	(35)	(30)
短期借款	713	747	747	747
长期借款	254	235	231	231
其他	(192)	(1026)	(1013)	(1008)
现金净增加额	116	(152)	366	161

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“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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>