

乐歌股份 (300729.SZ) 人体工学龙头，前瞻布局海外仓渐进收获期

2022 年 05 月 28 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

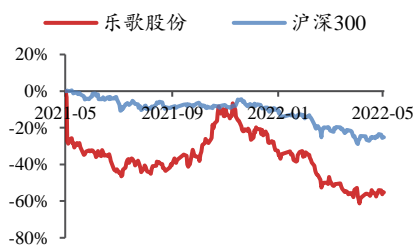
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/5/27
当前股价(元)	16.26
一年最高最低(元)	34.80/13.85
总市值(亿元)	35.93
流通市值(亿元)	33.50
总股本(亿股)	2.21
流通股本(亿股)	2.06
近 3 个月换手率(%)	

股价走势图



数据来源：聚源

● 公司为聚焦健康办公的人体工学龙头，首次覆盖给予“买入”评级

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，逐渐发展为国内人体工学行业的领先企业。我们认为人体工学家居属于家居行业中的新兴板块，市场发展空间大。公司发展短期有望受到国内外需求催化，长期看公司在品牌、渠道、研发、海外仓等方面的布局有望为其发展提供持久推动力。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 2.35/3.58/4.69 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.62/2.12 元，当前股价对应 PE 分别为 15.2/10.0/7.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：人体工学家居产品渗透率尚低，蓝海市场潜力较大

全球办公家具与智能家居市场呈现蓬勃发展态势，中国已于 2019 年成为办公家具的第一生产国和出口国，但办公家具中线驱办公家具全球渗透率仅为 5%-10%，其中美国渗透率为 15%，中国仅为 2% 左右，需求尚未完全释放，存在较大的提升空间。短期看，海外疫情防控下居家办公常态化有利于催生办公家具市场需求；长期看，国内收入增长与消费升级红利的持续释放、国内外健康办公理念增强与政策支持等因素会逐渐成为支撑行业发展的重要动力，预计线驱办公家具需求将持续稳定增长。

● 展望 2022：外围环境边际改善叠加内外业务持续发力，业绩增长可期

收入端：海外仓方面，2022Q1 在小仓并大仓过程中平均库位利用率不高，但三月已经超 70%，四月随着户外家居季到来，仓位利用呈现满仓状态，预计 2022 年全年海外仓收入有望延续高增长态势；除当前的仓库出租外，未来公司会陆续开展托卡、拉柜、船运等业务支撑海外仓业务持续增长；跨境电商，剔除收入确认跨期影响，独立站收入增速或延续超亚马逊的态势；内销方面在线性驱动产品渗透率提升下有望驱动国内业务持续增长，全年预计增长 40%+。利润端：海运费方面，公司 2022Q1 海运费 15000 美元左右，预计后续市场价和长协价 8000-10000 美元，海运费或边际改善；汇率方面人民币贬值有望增厚公司业绩。

● 风险提示：汇率波动风险；海运费及原材料价格上升风险；产能投放不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,941	2,871	3,905	5,115	6,394
YOY(%)	98.4	48.0	36.0	31.0	25.0
归母净利润(百万元)	217	185	235	358	469
YOY(%)	244.7	-14.9	27.5	51.9	31.1
毛利率(%)	46.7	39.7	39.0	39.8	40.0
净利率(%)	11.2	6.4	6.0	7.0	7.3
ROE(%)	21.2	9.7	11.2	14.8	16.6
EPS(摊薄/元)	1.21	0.85	1.07	1.62	2.12
P/E(倍)	16.5	19.4	15.2	10.0	7.7
P/B(倍)	3.6	1.9	1.7	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 乐歌股份：聚焦健康办公的人体工学龙头	4
1.1、 深耕市场多年，逐步成长为国内人体工学领先企业	4
1.2、 营收稳健增长，盈利修复可期	5
1.3、 股权结构高度集中，多种激励绑定员工利益	9
2、 健康办公、智能家居行业蓬勃发展	10
2.1、 全球办公家具、智能家居市场规模稳步提升	10
2.2、 多重因素驱动行业稳步发展	11
3、 强研发+广渠道+核心产能储备充足，业绩成长可期	13
3.1、 线驱产能规模全球领先，境内外市场彰显独特优势	13
3.2、 研发实力雄厚，为开疆拓土保驾护航	15
3.3、 前瞻性战略布局海外仓，逐步搭建端到端全流程服务体系	16
3.4、 产能储备充足奠定后续业绩增长	16
4、 盈利预测及投资建议	17
4.1、 关键假设	17
4.2、 盈利预测与估值	17
5、 风险提示	18
附：财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 公司深耕行业多年，逐步成长为国内人体工学领导者	4
图 2： 公司核心业务为线性驱动产品	4
图 3： 公司销售覆盖境内、境外，线上和线下并举	5
图 4： 营收整体增长稳健	5
图 5： 归母净利润短期承压	5
图 6： 人民币贬值提升盈利水平	6
图 7： 海运费高位回落缓解成本压力	6
图 8： 人体工学工作站营收占比提升，成为主要收入来源	6
图 9： 线性驱动产品快速发展拉动人体工学业绩增长	6
图 10： 公司营收以境外地区为主	7
图 11： 公司 2021 年境外营收增速快于境内营收增速	7
图 12： 公司 2021 年海外仓收入增长迅速	7
图 13： 公司 2021 年线上收入占比较高为 56%	7
图 14： 公司销售模式以直销为主，2021 年占比 59%	7
图 15： 人体工学工作站系列产品毛利较高	8
图 16： 境外毛利率高于境内毛利率	8
图 17： 销售费用率总体下滑，研发费用率稳步上升	8
图 18： 公司盈利能力总体向好，短期承压	8
图 19： 股权结构相对稳定，实控人为项乐宏、姜艺夫妇	9
图 20： 全球办公家具市场规模稳步增长	10
图 21： 全球线性驱动设备市场规模持续增长	10
图 22： 亚太地区是办公家具的主要生产地和消费市场	10
图 23： 全球智能家居市场预计稳步发展	11

图 24: 中国智能家居市场预计稳健增长	11
图 25: 中国智能家居家庭渗透率较低	11
图 26: 2021 年中国智能家居消费以中高收入人群为主	12
图 27: 中国城镇居民可支配收入持续稳定增长	12
图 28: 疫情期间升降桌关键词的搜索指数明显高于疫情前	12
图 29: 白领人群患颈椎病最常见	13
图 30: 超过 77.6% 的上班族认为久坐导致亚健康问题	13
图 31: 公司具有产/销/研一体化的流程体系	14
图 32: 公司自主品牌收入占比持续提升	15
图 33: 公司毛利率水平行业内较高	15
图 34: 公司研发人数占比高于国内同行	15
图 35: 公司有效专利数高于可比公司	15
图 36: 2021 年公司美国仓储面积同比+167%	16
图 37: 海外仓运营逐步实现“端到端”的全流程服务	16
表 1: 公司发布多轮员工持股与激励计划, 彰显公司未来业绩增长信心	9
表 2: 与海外公司相比, 公司产品性价比优势较为明显	14
表 3: 与国内公司相比, 公司产品核心竞争力强	14
表 4: 公司核心业务线性驱动产品产能储备充足	17
表 5: 可比公司估值概览	17

1、乐歌股份：聚焦健康办公的人体工学龙头

1.1、深耕市场多年，逐步成长为国内人体工学领先企业

公司于 2002 年成立，于 2017 年成功登陆创业板，成为国内人体工学行业第一股。自成立起，公司经历了初创贸易阶段、初具规模阶段、探索转型阶段以及价值链整合阶段四个阶段，目前已形成了覆盖市场调研、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的全价值链业务模式。

图1：公司深耕行业多年，逐步成长为国内人体工学领导者



资料来源：公司官网、开源证券研究所

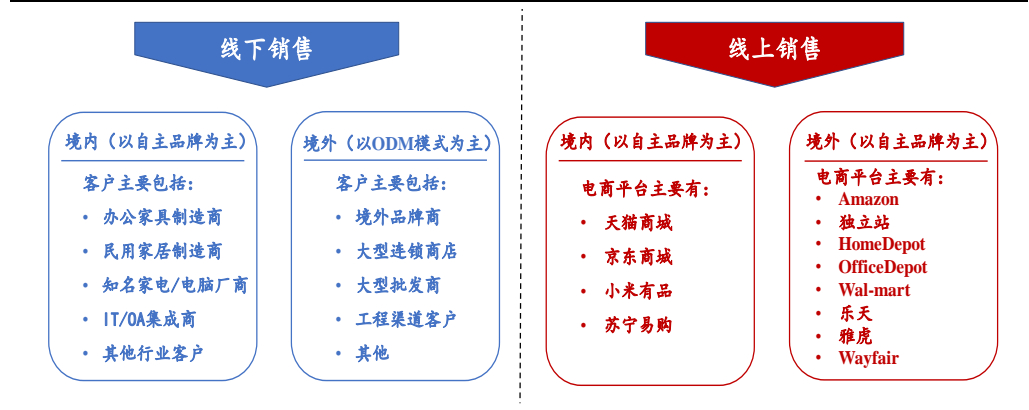
乐歌股份聚焦以线性驱动为核心的健康智慧办公、智能家居产品，是国内人体工学行业的领先企业。产品方面：公司主营产品为健康办公、智能家居产品，已形成了以人体工学工作站系列为主，人体工学大屏支架为辅的产品线，主要产品包括线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站、智慧屏等，智能升降桌为核心品类。**品牌方面：**公司深耕人体工学大健康领域，持续打造自主品牌，并坚持贴牌并行，不断巩固多元化市场销售。其中，国内品牌“乐歌”已具备一定市场规模，海外品牌“Flexispot”发展较为成熟。**渠道方面：**公司采用覆盖境内、境外、线上、线下多类型、多渠道的多元化销售模式，布局了完备的立体渠道网络。

图2：公司核心业务为线性驱动产品



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3：公司销售覆盖境内、境外，线上和线下并举



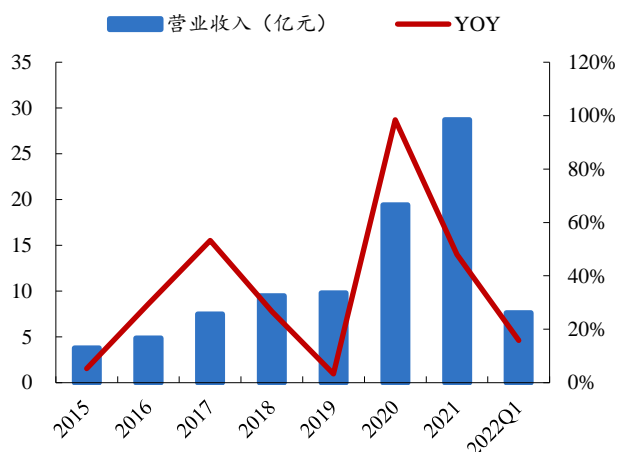
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、营收稳健增长，盈利修复可期

营收持续增长，归母净利润短期承压。2015-2021 年，公司营业收入由 3.77 亿元增至 28.71 亿元，CAGR 为 40.26%；同期归母净利润由 0.51 亿元增至 1.85 亿元，CAGR 为 23.96%；其中，2020 年疫情催化跨境电商业务快速增长，营收和归母净利润同比增速分别达 98.42%/244.70%。2022Q1，公司实现营收 7.64 亿元，同比提升 15.83%，归母净利润 0.18 亿元，同比下降 43.64%，利润下降系公司营销和研发投入加大、海运费大幅上涨且持续高位、人民币高位继续升值。

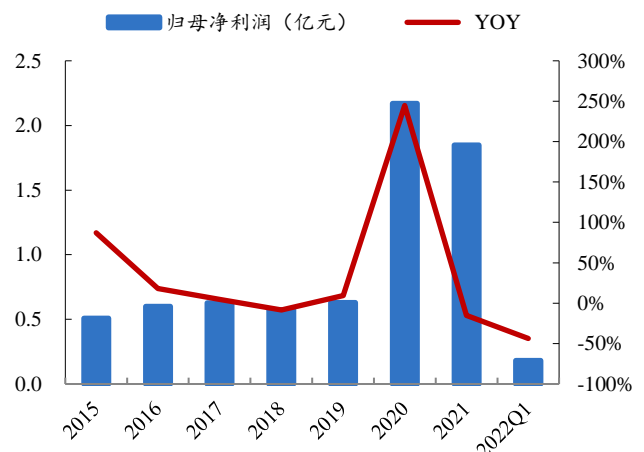
利润承压因素逐步缓解，盈利修复可期。当前公司外围环境边际改善具体表现在：（1）人民币汇率自 4 月下旬以来贬值明显；（2）海运费价格指数自年初高位回落，外加 2021 年高基数效应，预计运费同比逐步回落。上述宏观因素叠加公司前期投入的研发及销售费用经过爬坡期后带来盈利逐步修复。

图4：营收整体增长稳健



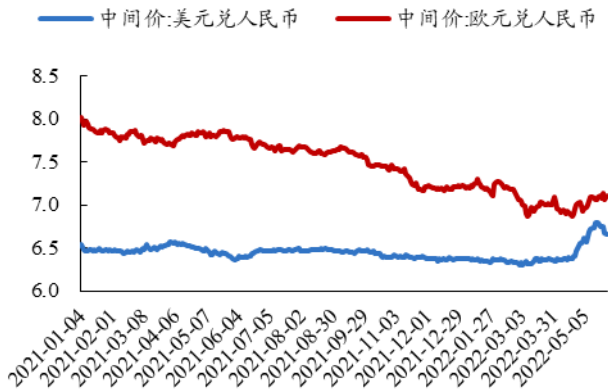
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：归母净利润短期承压



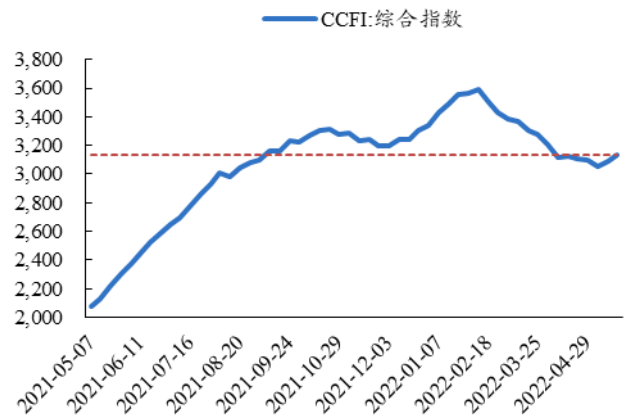
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：人民币贬值提升盈利水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：海运费高位回落缓解成本压力

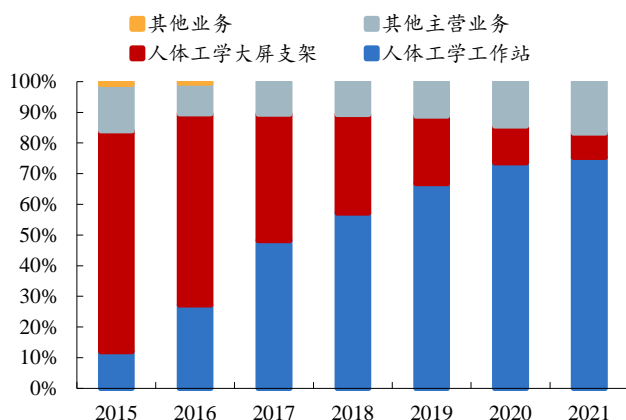


数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看，人体工学工作站营收占比提升较快，已构成收入主要来源。2021 年，人体工学工作站营收 21.63 亿元（+51.52%），占比 75.34%；人体工学大屏支架营收 2.28 亿元（-1.84%），占比 7.95%。2015-2021 年，人体工学工作站系列产品收入由 0.45 亿元增至 21.63 亿元，CAGR 达 90.68%，占比由 12.01%提升至 75.34%，主要系公司产品升级战略，线性驱动产品快速增长拉动人体工学工作站板块业绩增长，2021 年线性驱动产品收入同比+72.6%，在人体工学工作站中的收入占比已提升至 76%。

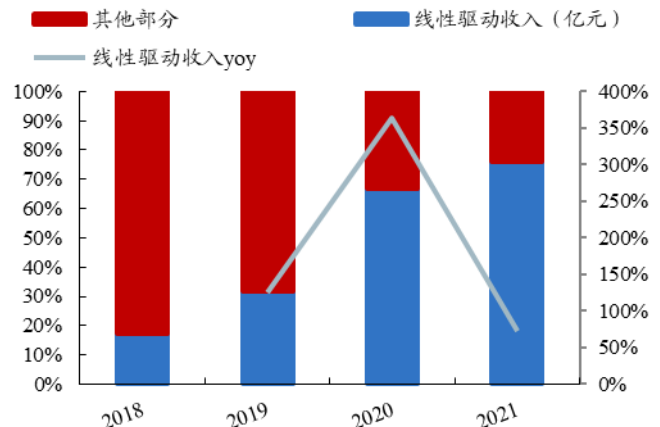
分地区看，公司以境外销售为主，不断渗透境内市场。2021 年，公司境外收入 26.05 亿元（+49.17%），占比 90.72%，境内收入 2.67 亿元（+37.04%），占比 9.28%。2015-2021 年境外/境内营收 CAGR 分别为 44.77%/19.43%，境外营收增速快于境内营收增速。境外方面海外仓收入增长迅速，2021H1 海外仓收入 6811.02 万元。

图8：人体工学工作站营收占比提升，成为主要收入来源

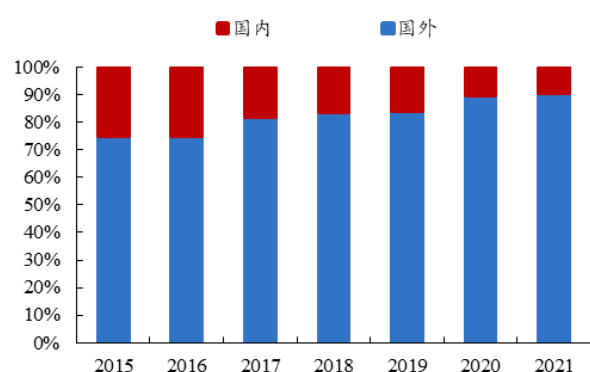


数据来源：Wind、开源证券研究所

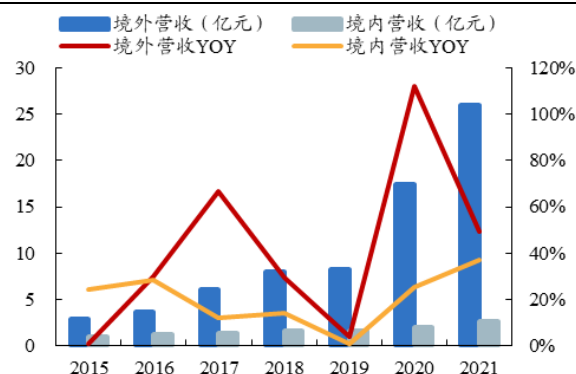
图9：线性驱动产品快速发展拉动人体工学业绩增长



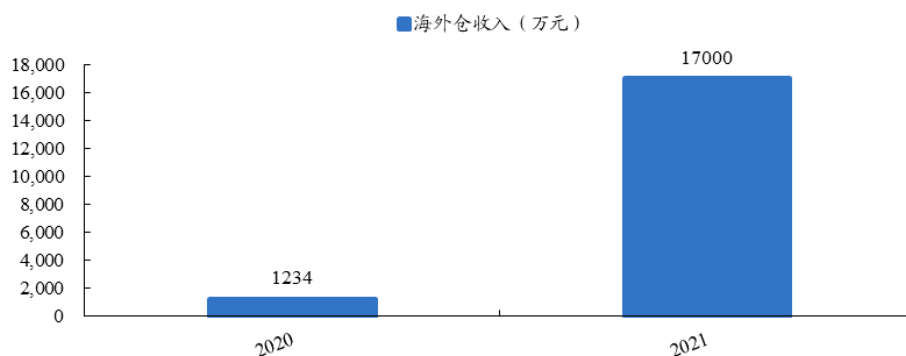
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司营收以境外地区为主


数据来源：Wind、开源证券研究所

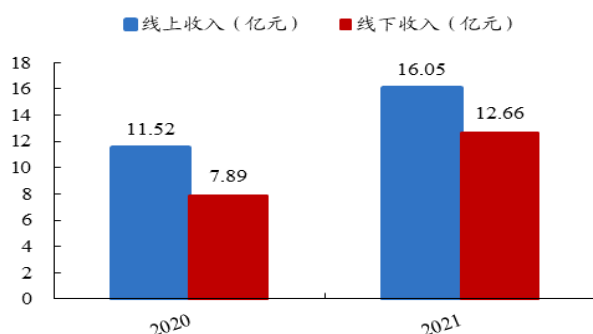
图11：公司 2021 年境外营收增速快于境内营收增速


数据来源：Wind、开源证券研究所

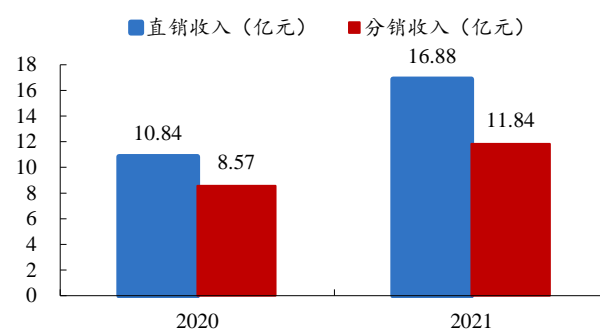
图12：公司 2021 年海外仓收入增长迅速


数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，公司线上线下销售并举，跨境电商业务近年发展较快。2021年，公司线上销售收入为16.05亿元，同比增速达39.3%。公司线上销售以直销模式为主，其中跨境电商平台独立站和亚马逊营收分别为5.27亿元（+89.19%）/8.37亿元（+16.19%），增长较为迅速，主要系海外疫情催化下，人们健康办公意识加强及居家办公需求增长所致。随着公司不断完善海外仓建设，跨境电商业务有望持续较快增长；同期线下销售收入为12.66亿元（+60.46%），增长较快。

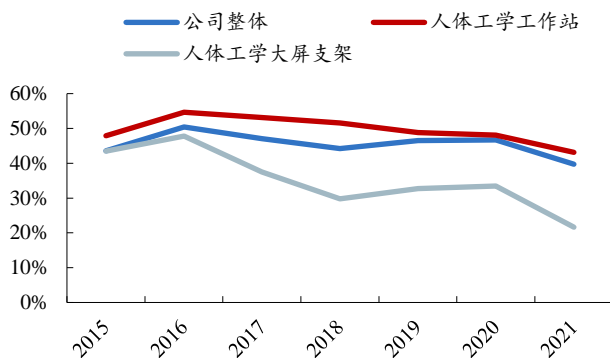
图13：公司 2021 年线上收入占比较高为 56%


数据来源：Wind、开源证券研究所

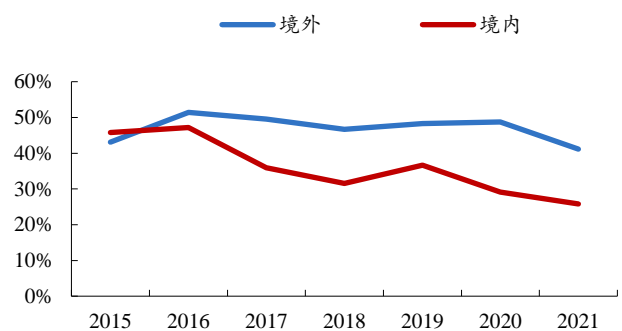
图14：公司销售模式以直销为主，2021 年占比 59%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司毛利率水平较高，2015-2020 年均超 43%。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。2021 年，公司毛利率为 39.72%，同比下降 7.02pct，主要系海运费与原材料价格上涨。**分产品看**，人体工学工作站系列产品毛利率较高，2021 年达 43.13%，系高附加值带来较高毛利；而人体工学大屏支架产品 2021 年毛利率为 21.64%，主要因其工艺相对简单，成本端承压更显著。随着公司产品结构不断优化，毛利率水平有望回升。**分地区看**，跨境出口业务毛利率远高于境内，2021 年海外业务毛利率高达 41.14%，而境内业务毛利率仅为 25.80%。随着跨境业务规模的持续扩大，公司整体毛利率水平有望提升。

图15：人体工学工作站系列产品毛利较高


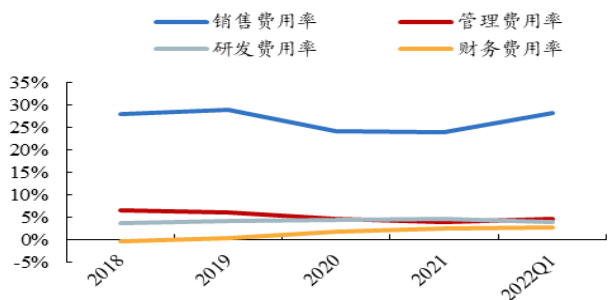
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：境外毛利率高于境内毛利率


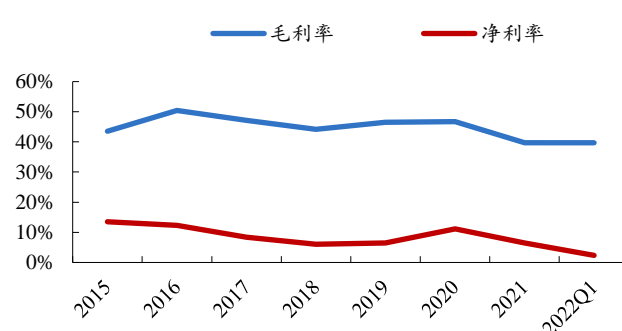
数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端，2018-2021 年，公司销售费用率持续下降，研发费用率稳步上升。2022Q1，公司销售费用率为 28.22%，同比增长 3.06pct，销售费用率较高主要系公司持续打造自主品牌，营销投入保持高位所致；研发费用率为 3.93%，同比下降 0.17pct，研发费用同比增速为 11.06%，研发费用增长系公司不断完善自有核心技术；财务费用率为 2.69%，同比增长 0.98pct，财务费用同比增速为 81.82%，系汇兑损失增加。

利润端，公司盈利水平总体向好，短期承压。2022 年 Q1，公司毛利率为 39.73%，同比下降 2.14pct；净利率为 2.36%，同比下降 2.48pct，主要系毛利率下降。随着公司投入产出度过爬坡期，产品结构不断优化及控费能力加强，盈利水平有望得到边际改善。从净资产收益率来看，2021 年乐歌股份净资产收益率为 12.62%，高于同行业捷昌驱动（7.42%），凯迪股份（5.79%）。

图17：销售费用率总体下滑，研发费用率稳步上升


数据来源：Wind、开源证券研究所

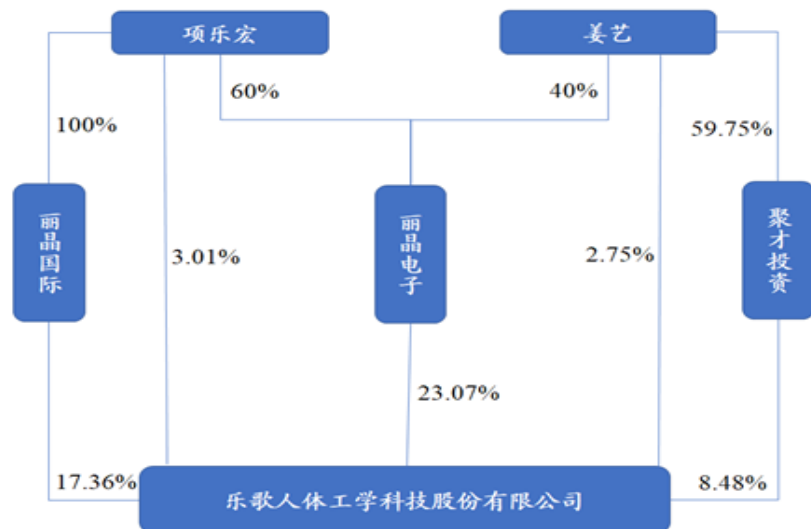
图18：公司盈利能力总体向好，短期承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构高度集中，多种激励绑定员工利益

公司股权结构高度集中，实控人为项乐宏、姜艺夫妇。截至 2022Q1，乐歌股份有限公司总股本（含优先股）2.207 亿股，公司创始人项乐宏、姜艺夫妇通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资及个人直接持股合计控制公司 54.67% 的股份，系公司的共同实际控制人。

图19：股权结构相对稳定，实控人为项乐宏、姜艺夫妇



资料来源：Wind、开源证券研究所

表1：公司发布多轮员工持股与激励计划，彰显公司未来业绩增长信心

日期	增持/激励措施
2018 年 2 月 14 日	2018 年限制性股票激励计划（草案）
2018 年 3 月 1 日	关于公司实际控制人增持公司股份的公告
2020 年 5 月 19 日	关于公司实际控制人增持公司股份比例达到 1% 的公告
2020 年 6 月 2 日	关于公司实际控制人增持公司股份比例达到 1% 的公告
2020 年 6 月 13 日	2020 年股票期权激励计划（草案）
2021 年 8 月 10 日	2021 年限制性股票激励计划（草案）

资料来源：公司公告、开源证券研究所

实施三期员工持股计划，充分调动员工积极性。2018-2021 年间，公司推出了 2018 年限制性股票激励计划、2020 年股票期权激励计划及 2021 年限制性股票激励计划。其中公司 2021 年首次股票激励计划，激励对象包括李响等董事在内的中高层管理人员、核心技术人员共计 203 人。激励考核目标设定以 2020 年营收为基数，2022/2023 营收增长不低于 70%/100%，剔除股权激励影响后的归母净利润增长不低于 30%/120%。换言之 2022-2023 营收目标分别不低于 33 亿元/38.82 亿元。员工持股计划的实施有利于完善员工与全体股东的利益共享和风险共担机制，实现股东、公司和员工利益的一致。同时，公司还陆续推出股票激励/高管增持措施，在绑定核心骨干利益的同时，也向市场彰显了公司未来业绩增长的信心。

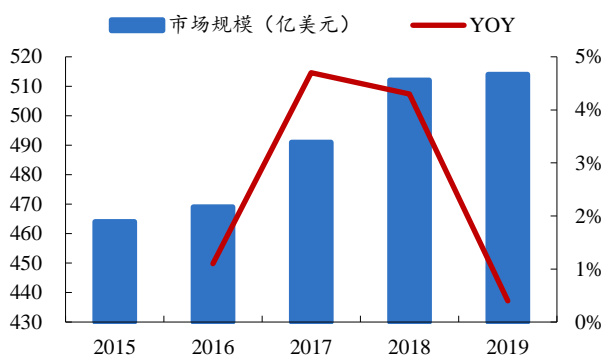
2、健康办公、智能家居行业蓬勃发展

2.1、全球办公家具、智能家居市场规模稳步提升

全球办公家具市场规模稳步增长。2015 年-2019 年，全球办公家具市场规模由 464 亿美元增长至 514 亿美元，CAGR 为 2.59%，整体保持平稳增长。据 Statista，全球办公家具市场规模预计 2026 年可增长至 850 亿美元。其中，全球线性驱动设备市场规模 2015-2019 年 CAGR 为 6.9%，市场规模逐年加速增长，显著高于整体办公家具的增速。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驱办公家具渗透率约为 5%-10%，其中，丹麦由于政策原因普及率高达 90%，美国为 15%，而我国仅为 2% 左右，仍存在较大提升空间。

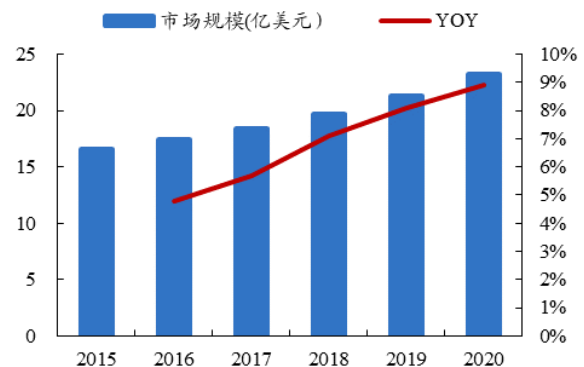
地域分布方面，亚太地区是办公家具的主要生产地和消费市场。根据 Statista 统计的数据，亚太地区 2019 年办公家具产值为 249.1 亿美元，占全球总产值的 47%，2019 年办公家具消费额为 210.74 亿美元，占全球总消费额的 41%。其中，中国是办公家具生产大国，根据 Statista 统计 2019 年中国办公家具产值达 160 亿美元，位居世界第一。北美和欧洲也是办公家具的重要生产地和消费市场，其产值全球占比分别为 28%/32%，消费全球占比分别为 32%/20%。

图20：全球办公家具市场规模稳步增长



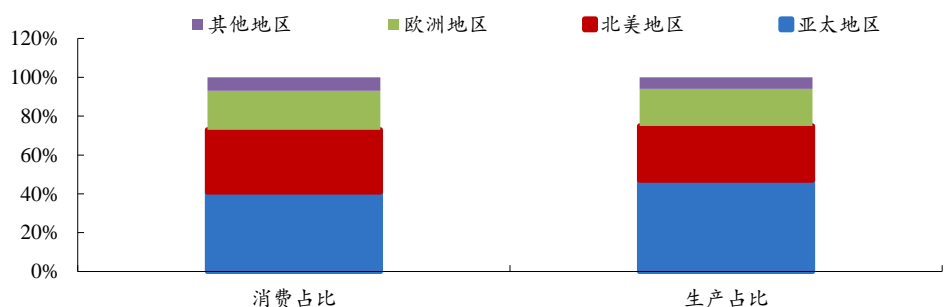
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图21：全球线性驱动设备市场规模持续增长



数据来源：TECHNAVIO、开源证券研究所

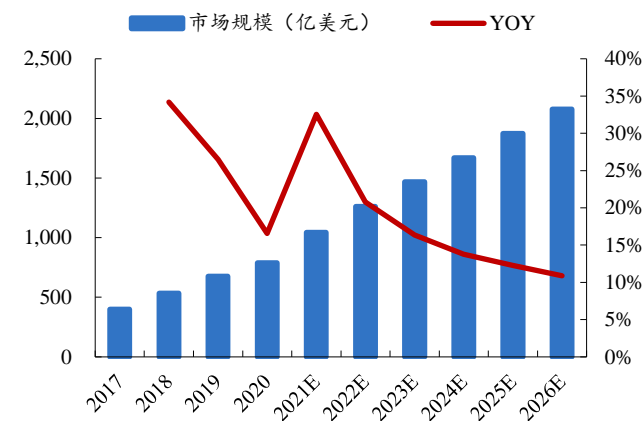
图22：亚太地区是办公家具的主要生产地和消费市场



数据来源：Statista、开源证券研究所

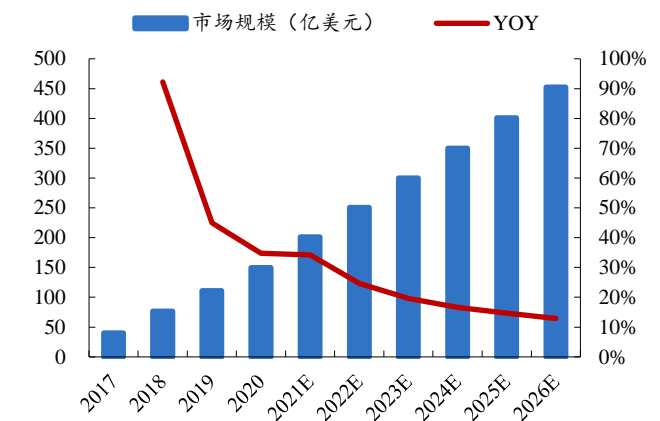
智能家居市场展现呈现蓬勃发展态势。全球智能家居市场规模持续稳步增长。根据 Statista 发布的数据 2017-2020 年，全球智能家居市场规模由 398.2 亿美元增长至 787.7 亿美元，CAGR 为 25.53%，Statista 预计 2026 年可增长至 2078 亿美元。中国智能家居市场呈现出快速增长、占全球市场份额稳步攀升的态势。中国智能家居市场规模由 39.9 亿美元增长至 149.8 亿美元，CAGR 为 55.42%，Statista 预计 2026 年可增长至 452.7 亿美元。同期中国智能家居市场占全球份额由 10.02% 增长 9pct 至 19.02%，Statista 预计 2026 年占比可增长至 21.79%。中国智能家居家庭渗透率水平较低，发展空间大。2020 年，美英韩智能家居家庭渗透率分别为 36.60%/33.80%/31.20%，位居世界前三位，同期中国渗透率仅为 12.6%，存在相对较大的发展空间。

图23：全球智能家居市场预计稳步发展



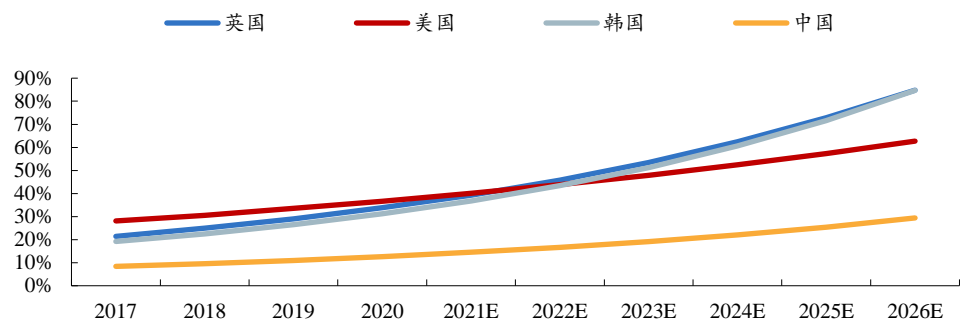
数据来源：Statista、开源证券研究所

图24：中国智能家居市场预计稳健增长



数据来源：Statista、开源证券研究所

图25：中国智能家居家庭渗透率较低



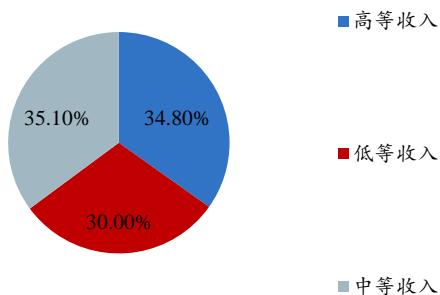
数据来源：Statista、开源证券研究所

2.2、多重因素驱动行业稳步发展

国内收入增长与消费升级拉动人体工学家具需求增长。随着中国城镇化率和人均 GDP 的稳步提高，消费升级红利仍在释放，对健康办公、智慧家居产品的需求不断增长。据 Statista 数据分析，2021 年中国智能家居主要消费群体为中高收入人群，累计占比达 69.9%。2015-2021 年，我国人均 GDP 由 5 万元增长至 8.1 万元，复合增

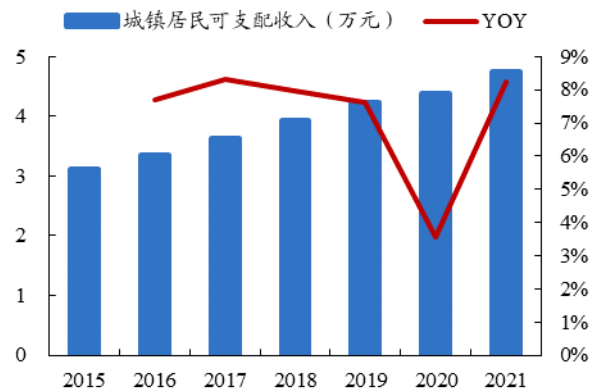
速达 8.37%，且 2021 年同比增速高达 12.81%。随着社会经济的发展和人均 GDP 的不断增长，中高端消费群体持续扩容，为人体工学家具行业提供了较大的市场空间。

图26：2021 年中国智能家居消费以中高收入人群为主



数据来源：Statista、开源证券研究所

图27：中国城镇居民可支配收入持续稳定增长



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

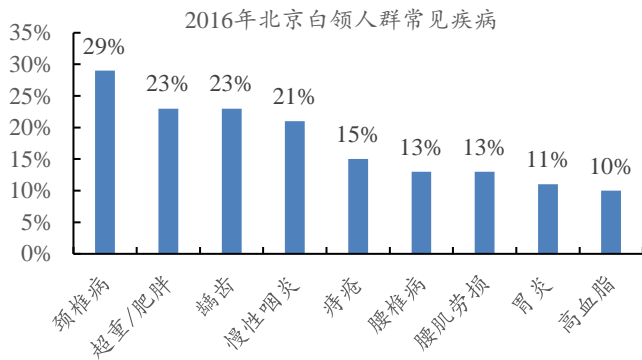
海外疫情防控常态化，居家办公需求快速增长。全球疫情大流行背景下，海外居家办公逐渐常态化。受益于部分海外企业及政府的补贴政策，办公家具需求得到了有效释放，2020 年升降桌关键词在 Amazon 交易网站的单日搜索量从年初的 10 万次/日上升至 40-50 万次/日。同时以百度搜索指数看，疫情期间升降桌关键词的搜索量明显高于疫情前。预计在疫情防控常态化的背景下，办公家具海外订单将保持增长态势。

图28：疫情期间升降桌关键词的搜索指数明显高于疫情前

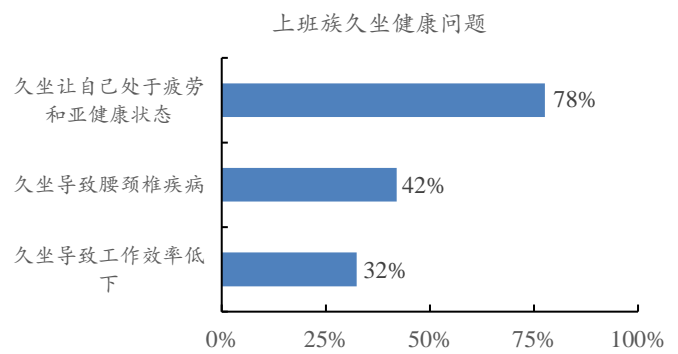


资料来源：百度搜索指数

国内外健康办公需求支撑行业发展。据世界卫生组织预计，2020 年全球有 65%-70% 的疾病是由久坐不动所引起。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。人体工学办公产品可以增加工作中坐立、站立的交替频率，从而有效解决久坐办公的痛点，未来随着人们的健康办公意识不断加强，目标客群的消费需求有望支撑行业的发展。据前瞻产业研究院发布的《2015-2020 年中国大健康战略发展模式与典型案例分析报告》显示，美国的健康产业占 GDP 比重超过 15%，加拿大、日本等国健康产业占 GDP 比重超过 10%，而我国的健康产业仅占 GDP 的 4%-5%，存在较大的发展空间。

图29：白领人群患颈椎病最常见


数据来源：《2016 北京白领健康白皮书》、开源证券研究所

图30：超过 77.6%的上班族认为久坐导致亚健康问题


数据来源：《2019 年中国职场久坐行为白皮书》、开源证券研究所

对职业健康的立法重视程度不断提升。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。在 1992 年丹麦的劳工法规定了丹麦公司必须为员工提供可升降办公桌，目前升降办公桌在丹麦的普及率高达 90%。由于欧美发达国家一贯重视职业病的防治，自 2013 年开始电动升降办公桌发展迅速，已大量应用于办公场所，在美国硅谷，从 Apple、Google、Facebook、Amazon 等科技巨头到小型的初创企业均为员工配备了升降办公桌。

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；德国出台了《德国劳动场所法》，丹麦出台了《工作环境提升规划》等。由此可以预期，国内对职业健康的相关立法也将逐步建立和完善。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。

3、强研发+广渠道+核心产能储备充足，业绩成长可期

3.1、线驱产能规模全球领先，境内外市场彰显独特优势

公司在海外市场拥有较为稳定的市场份额，在国内行业领域处于开拓者、领先者地位。公司在健康办公、智慧家居领域深耕多年，积累了较高的品牌知名度和竞争优势。公司现已拥有全球领先的线性驱动产能规模，研发创新水平也处于行业前列。公司拥有 12 年跨境电商，10 年海外仓的运营经验，境外线上销售规模领先同行业公司，亚马逊等电商平台销量保持优势地位，自建独立网站“flexispot.com”在全球线性驱动应用产品垂直类独立电商网站中处于第一梯队。

公司海外的竞争公司有 Ergotron、Humanscale、Varidesk、Linak 和 Steelcase 等，相比之下公司在性价比和业务模式上具有明显优势。性价比方面，公司产品价格整体低于海外品牌，升降办公桌系列价格仅为 Ergotron 的 50% 左右。业务模式方面，部分海外品牌聚焦线性驱动核心部件，以面向 B 端的业务模式为主，如 Linak 与 Dewert 的产品主要为线性驱动器，无终端产品的出售。而公司采用的 M2C 模式同时涵盖了线性驱动核心部件和终端产品，直接面向 C 端消费者销售。

表2：与海外公司相比，公司产品性价比优势较为明显

公司名称	主营业务及产品	主要市场区域	终端产品价格（美元）
Ergotron	显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车	欧洲设分部和四家分公司，在世界各国设有代表处，中国东莞设全资制造工厂。在美国市场占有率很高，在中国最大的销售渠道是医疗渠道。	显示器支架：209-708 可升降办公桌：445-1177
Humanscale	人体工学座椅、坐/立两用工作站、显示器支架、工作台灯等	在全球 28 个国家设置了办事处	419-1749
Varidesk	升降台及相关配件	产品销往 100 多个国家	179-1695
Linak	含办公系列（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	在美国和中国深圳有海外工厂，在深圳宝安拥有 12,000 平米的生产基地和销售中心，并在北京、上海等地设立了办事处。	无终端产品
Steelcase	人体工学椅、办公桌、办公系统及配件	覆盖亚太区、美国、欧洲、中东、非洲市场	人体工学椅：458-1620
乐歌股份	线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站、智慧屏等	北美市场、欧洲市场、亚洲市场	智慧办公升降桌：269-609

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

公司国内的竞争公司有捷昌驱动、凯迪股份、泓杰股份等，相比之下公司在自主品牌建设及销售渠道方面竞争力显著。自主品牌建设方面，由于国内行业起步较晚，目前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，而捷昌驱动、凯迪股份等头部企业也尚未形成自主品牌资源沉淀。公司在国内外分别建立乐歌及 Flexispot 自主品牌，有利于扩大品牌影响力、提升盈利水平。销售渠道方面，公司建立了涵盖境内外线上线下的销售渠道网络，线上渠道以M2C模式为主，公司作为生产厂家直接面向C端用户，通过减少流通环节降低销售成本，同时使公司能够有效把控包括市场调研、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在内的全业务价值链，实现效益最大化。

图31：公司具有产/销/研一体化的流程体系



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

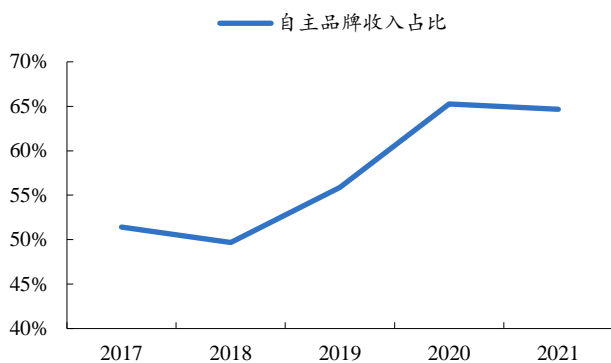
表3：与国内公司相比，公司品牌核心竞争力强

公司名称	主营业务及产品	业务经营模式	市场区域及销售渠道
捷昌驱动	从事智能线性驱动控制系统研发、生产、销售，已形成医疗康护、智慧办公、智能家居三大产品体系	ODM 直销模式为主，未形成自主品牌	境外市场为主，无线上渠道
凯迪股份	从事线性驱动系统的研发、生产和销售，为智能家居、智慧办公、医疗康护、汽车零部件等领域提供线性驱动配套产品	ODM 直销模式为主，未形成自主品牌	境外市场为主，无线上渠道

公司名称	主营业务及产品	业务经营模式	市场区域及销售渠道
泓杰股份	电视机挂架, 摄影机支架、多媒体移动推车、桌上型显示器支架等	ODM 销售为辅, 自主品牌销售为主	具备境内外线上线下销售渠道
乐歌股份	线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作站、智慧屏等	ODM 具有一定规模的基 础上大力发展 OBM 模 式; 线上销售以 M2C 直 营为主, 分销模式为辅	具备成熟的境内境外线上线 下销售渠道

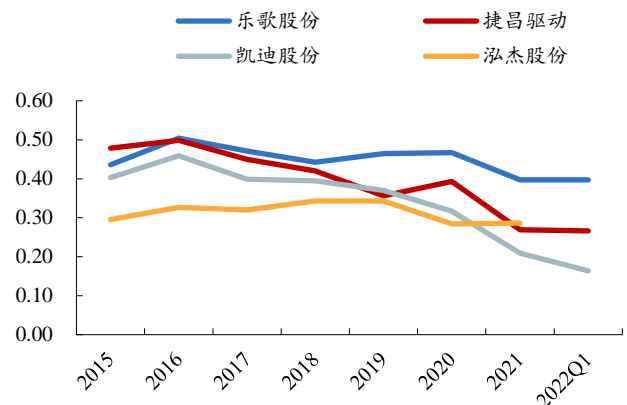
资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

图32: 公司自主品牌收入占比持续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图33: 公司毛利率水平行业内较高

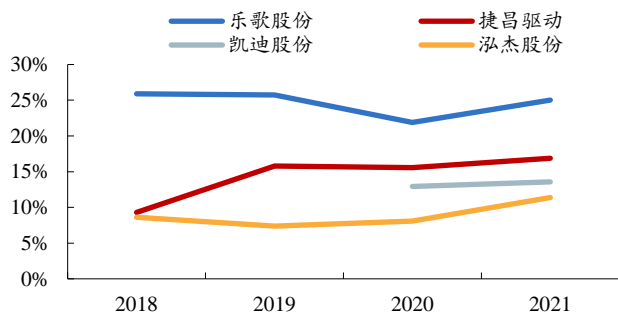


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、研发实力雄厚，为开疆拓土保驾护航

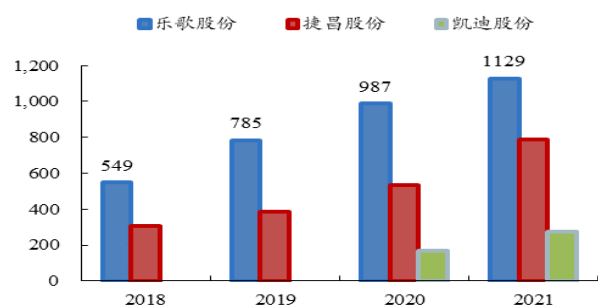
公司具备较强的研发能力，在人才储备及研发成果上均领先同行。公司系国家级高新技术企业，电视支架商务部标准及行业标准的起草者，公司主要核心技术包括弹簧助力自平衡悬停技术、倾角自由停技术、升降台（桌）技术等，并针对核心技术进行了专利布局。截至 2021 年底，公司共拥有有效专利技术 1129 项，其中已授权发明专利 79 项，涵盖中国发明专利 52 项、美国发明专利 17 项、澳大利亚发明专利 1 项、德国发明专利 2 项、英国发明专利 2 项、法国发明专利 1 项、爱尔兰发明专利 1 项。

图34: 公司研发人数占比高于国内同行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图35: 公司有效专利数高于可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3、前瞻性战略布局海外仓，逐步搭建端到端全流程服务体系

“小仓并大仓”滚动发展公共海外仓。公司布局海外仓，除了能够有效降低公司自身的跨境电商模式下的仓储、运输费用外，同时也通过公共海外仓业务实现向平台型电商的转型。此外在提升公司收入和盈利模式，开拓新业务条线的时候，助力中小企业跨境电商出海销售。

(1) 公司自 2013 年至 2021 年，在美国核心枢纽港口区域购买 6 个海外仓，并于 2019 年初至 2020 年，开始系统性筹划并全力推进跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目，该项目自开仓以来发展态势良好。截止 2021 年底，公司除在美国核心枢纽港口区域自购的海外仓和租赁仓外，还在德国、日本等地也均设有海外仓，累计全球共 15 仓，已交付使用面积 26 万平方米，近 1000 个卡车和集装箱泊位。另有在建和扩建美东美西仓库 5.3 万平方米（分别为 2.3 万平方米的佛州仓和 3 万平方米的洛杉矶仓）。其中美国仓储面积从 2020 年底的 9 万平方米扩增至 2021 年的 24 万平方米，同比+167%。

(2) 公司海外仓持续帮助国内中小企业出海，截至 2021 年报告期，海外仓已累计服务超 300 家客户，初步搭建起广泛的海外客户网络。2021H1 公司跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目实现营业收入 6811.02 万元。

图36：2021 年公司美国仓储面积同比+167%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图37：海外仓运营逐步实现“端到端”的全流程服务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、产能储备充足奠定后续业绩增长

公司较早年对全球宏观形势和外部环境进行了分析研判，于 2015 年起投资建设越南生产基地并于 2016 年底投产，经过 4 年的制造端和供应链磨合，实现了国内核心制造，海外外围制造的模式。在应对国际贸易摩擦，国内生产成本上涨的不利因素下，海外制造发挥了积极优势，目前，公司向美国地区销售的产品约 80% 通过越南生产基地出口。

公司核心产品人体工学及大屏支架产能利用率处于满负荷状态，2019/2020 产能利用率略有下滑主要系 IPO 募投项目及可转债募投项目投产，新产线产能爬坡影响。为充分满足市场需求，公司积极推动生产线建设，扩大国内外制造基地生产面积，加速产能扩张。例如，公司目前大力推进在广西壮族自治区北海市合浦县建设的“广西乐歌智慧大健康西部产业园一期项目”。广西北海市靠近东南亚，可以与越南生产基地进行协同，提供双向快速支持。随着新建产能项目的陆续投产，公司核心产品自产能力将不断提升，从而有效应对人体工学产品需求增长的现状，实现快速发展。

表4：公司核心业务线性驱动产品产能储备充足

项目名称	基地	产品	产能（万件/套）	拟投产时间
乐歌智慧大健康西部产业园项目	广西北海	线性驱动人体工学产品	200	2023
年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+智能工厂技改项目	宁波姜山	智能线性驱动产品	15	2023
福来思博智能家居（越南）项目	越南前江省	线性驱动人体工学产品	100	2023-2024

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测及投资建议

4.1、关键假设

公司专注人体健康工学产品领域，作为行业领先企业有望优先受益行业渗透率提升带来的市场空间扩容。

- （1） 疫情常态化下，随着健康办公渗透率的持续提升，公司主打业务线性驱动产品有望延续高增；
- （2） 海外仓基础设施前期布局充分，近两年进入业绩释放期，年均增长约 100%，预计将持续助力公司电商业务的高速增长；
- （3） 海运费、原材料等成本压力逐步缓解叠加人民币贬值有望提升盈利能力。

4.2、盈利预测与估值

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，逐渐发展为国内人体工学行业的领先企业。我们认为人体工学家居属于家居行业中的新兴板块，市场发展空间大。公司发展短期有望受到国内外需求催化，长期看公司在品牌、渠道、研发、海外仓等方面的布局有望为其发展提供持久推动力。

捷昌驱动是专门从事智能线性驱动研发、生产及销售的企业，与公司核心业务相似度较高，因此可以列为可比公司；安克创新跨境电商业务突出，同时作为亚马逊电子商务平台的常驻企业，与公司跨境电商业务布局相似，因此可以作为可比公司。同可比公司相比，公司研发实力、渠道布局、品牌力具有一定的优势，且低位估值具有相对较高的安全边际。我们预测公司 2022-2024 年归母净利润为 2.35/3.58/4.69 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.62/2.12 元，当前股价对应 PE 分别为 15.2/10.0/7.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司估值概览

证券代码	股票简称	总市值（亿元）	收盘价（元/股）	EPS（元）			PE（倍）		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603583.SH	捷昌驱动	116	30.40	1.06	1.57	2.3	28.68	19.36	13.22
300866.SZ	安克创新	251	61.64	2.92	3.85	4.59	21.11	16.01	13.43
	平均			1.99	2.71	3.45	24.89	17.69	13.32
300729.SZ	乐歌股份	36	16.26	1.07	1.62	2.12	15.2	10.0	7.7

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：捷昌驱动盈利预测来自 Wind 一致预测，安克创新及乐歌股份来自开源证券研究所预测，收盘日期为 2022/5/27

5、风险提示

- (1) 汇率波动风险：公司境外收入占比 90% 左右，汇率对业绩影响较大，人民币大幅升值会弱化盈利能力；
- (2) 海运费及原材料价格上升风险：海运费及原材料价格上升对公司盈利会产生不利影响；
- (3) 产能投放不及预期：公司核心业务线性驱动产品未来 2-3 年有新产能投放，若产能投放不及预期则可能会影响公司未来业绩的增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1715	2383	2261	1501	2641
现金	905	1505	821	749	384
应收票据及应收账款	160	199	289	295	435
其他应收款	48	34	78	69	114
预付账款	25	17	41	34	59
存货	526	513	917	238	1533
其他流动资产	51	115	115	115	115
非流动资产	1152	1649	1973	2196	2552
长期投资	43	29	15	2	-12
固定资产	419	836	1105	1273	1573
无形资产	103	225	258	292	333
其他非流动资产	587	559	594	630	658
资产总计	2867	4032	4234	3698	5193
流动负债	1474	1543	1593	809	1930
短期借款	713	629	300	300	310
应付票据及应付账款	581	525	997	204	1292
其他流动负债	180	388	296	305	328
非流动负债	372	584	545	484	440
长期借款	350	392	353	292	248
其他非流动负债	22	192	192	192	192
负债合计	1846	2127	2138	1293	2370
少数股东权益	0	0	-0	-1	-2
股本	139	221	221	221	221
资本公积	305	956	956	956	956
留存收益	580	739	911	1176	1541
归属母公司股东权益	1021	1905	2097	2406	2825
负债和股东权益	2867	4032	4234	3698	5193

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	216	265	231	356	193
净利润	217	184	235	357	468
折旧摊销	37	67	80	102	126
财务费用	33	68	-2	1	6
投资损失	-8	-26	-0	-0	-0
营运资金变动	-53	-67	-83	-103	-407
其他经营现金流	-10	40	0	0	0
投资活动现金流	-873	-240	-404	-325	-482
资本支出	772	312	338	237	369
长期投资	124	-22	14	14	14
其他投资现金流	23	50	-52	-74	-99
筹资活动现金流	775	639	-511	-103	-87
短期借款	309	-83	-329	0	0
长期借款	350	42	-39	-61	-44
普通股增加	52	82	0	0	0
资本公积增加	-37	651	0	0	0
其他筹资现金流	102	-53	-143	-42	-43
现金净增加额	116	627	-684	-72	-376

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1941	2871	3905	5115	6394
营业成本	1034	1731	2382	3080	3837
营业税金及附加	11	14	25	30	36
营业费用	469	690	937	1217	1503
管理费用	92	109	148	184	224
研发费用	85	130	177	233	293
财务费用	33	68	-2	1	6
资产减值损失	-13	-9	0	0	0
其他收益	11	22	15	15	10
公允价值变动收益	16	-6	0	0	0
投资净收益	8	26	0	0	0
资产处置收益	1	34	0	0	0
营业利润	237	191	253	385	507
营业外收入	4	14	8	7	8
营业外支出	5	2	3	3	3
利润总额	236	202	258	389	512
所得税	19	18	23	32	44
净利润	217	184	235	357	468
少数股东损益	-0	-0	-0	-1	-1
归母净利润	217	185	235	358	469
EBITDA	301	278	336	492	644
EPS(元)	0.98	0.84	1.07	1.62	2.12

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	98.4	48.0	36.0	31.0	25.0
营业利润(%)	249.9	-19.5	32.6	52.4	31.5
归属于母公司净利润(%)	244.7	-14.9	27.5	51.9	31.1
获利能力					
毛利率(%)	46.7	39.7	39.0	39.8	40.0
净利率(%)	11.2	6.4	6.0	7.0	7.3
ROE(%)	21.2	9.7	11.2	14.8	16.6
ROIC(%)	11.5	5.8	7.7	10.9	12.9
偿债能力					
资产负债率(%)	64.4	52.7	50.5	35.0	45.6
净负债比率(%)	17.6	-6.1	4.7	4.9	16.3
流动比率	1.2	1.5	1.4	1.9	1.4
速动比率	0.8	1.2	0.8	1.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.3	1.4
应收账款周转率	15.6	16.0	16.0	17.5	17.5
应付账款周转率	2.6	3.1	3.1	5.1	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.21	0.85	1.07	1.62	2.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.20	1.05	1.61	0.87
每股净资产(最新摊薄)	4.46	8.46	9.33	10.73	12.63
估值比率					
P/E	16.5	19.4	15.2	10.0	7.7
P/B	3.6	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.4	12.3	10.8	7.4	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn