

乐歌股份 (300729)

证券研究报告

2023 年 12 月 10 日

深耕智能家居出海，发力海外仓业务

全球知名智能家居、健康用品制造商，稳健推进渠道布局

乐歌是全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商。公司主营产品主要利用线性驱动技术，围绕人体工学理念，结合物联网和传感技术为用户构建智能家居场景和健康智慧办公场景下的各类创新型应用。公司成功打造了各类智能办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学热门产品。

公司两大主营：聚焦智能家居健康办公、以及跨境电商海外仓业务

(1) **聚焦以线性驱动为核心的智能家居、健康智慧办公产品**，始终致力于以人体工学理念创新日常生活与办公方式，同时借力智能时代的快速发展，以人体工学为依托，搭载尖端技术和顶尖产品设计，为广大用户提供智能家居、健康办公的整体解决方案。(2) **公司衍生业务跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目**，该业务在为自身跨境电商业务赋能的同时，向超过 500 家的中小外贸企业提供了包括头程海运、海外仓储、尾程派送、反向物流等跨境电商物流一站式服务。

23Q1-3 营收 26.85 亿元，同增 16.14%，归母净利润 5.17 亿元，同增 226.4%。业绩增长原因系公共海外仓业务模式探索成功，辅助主业的同时孕育新增量。其中，23H1 公共海外仓服务收入 4.60 亿元，同增 76.38%，向第三方提供服务收入 3.66 亿元。2022 年公司营收 32.08 亿元，同增 11.74%，归母净利润 2.19 亿元，同增 18.44%，其中公共海外仓服务收入 6.72 万元，同增 130.0%。2018-2022 年公司营收 GAGR35.67%，归母净利润 GAGR39.40%。

乐歌优化自主品牌建设，境外独立站品牌升降桌销量排名第一

乐歌深耕人体工学大健康领域，围绕用户需求，不断拓展线性驱动技术在健康办公、智能家居等场景中的创新应用。乐歌境外“Flexispot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一。在境内，“乐歌”品牌升降桌在天猫、京东平台上市场占有率持续保持第一，是国内线性驱动行业中领先的品牌。

独立站自主渠道不断提升下的多渠道优势

公司销售模式为覆盖境内、境外、线上、线下多类型以及自主渠道为首的多渠道的多元化销售模式，渠道布局完备。传统 ODM 产品主要通过海外线下渠道销售，而自有品牌产品则主要通过独立站及线上三方平台触达 C 端客群。线上渠道包括 Flexispot 独立站和 Amazon、天猫、京东第三方平台，多渠道布局能降低公司的运营风险，公域三方平台能够大批量销售高性价比标品，而私域独立站能较好满足消费者定制化需求，销卖高端产品，且相比三方平台，人均消费金额更高，销售增速更快，公域私域双管齐下互相赋能。2022 年，独立站及 Amazon 占公司主营业务收入的比例分别为 18.04%及 29.18%，独立站及 Amazon 在 22 年销售收入同比增长分别为 9.17%及 10.04%。

跨境电商公共海外仓业务持续发力

乐歌公共海外仓在全球已部署了 12 个公共海外仓，总仓储面积改为 28.82 万平方米，已服务超 500 家跨境电商企业。目前在美布局 9 大海外仓，总仓储面积超近 27 万平方米。计划未来三年内，预计投资 4 亿美元，扩增至

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	13.95 元
目标价格	26.28 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	312.30
流通 A 股股本(百万股)	297.01
A 股总市值(百万元)	4,356.65
流通 A 股市值(百万元)	4,143.26
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	57.37
一年内最高/最低(元)	22.75/12.85

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

仓储面积 100 万平米，服务超过 1500 家中小外贸企业品牌出海、质量出海、设计出海，带动出口额 200 亿元，助力外贸转型升级，实现跨境电商高质量发展、规范化发展。

首次覆盖，给予“买入”评级

乐歌是全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商。公司主营产品主要利用线性驱动技术，围绕人体工学理念，结合物联网和传感技术为用户构建智能家居场景和健康智慧办公场景下的各类创新型应用。公司成功打造了各类智能办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学热门产品。我们预计公司 23-25 年收入分别为 38.81/48.50/58.30 亿元，归母净利润分别为 5.86/4.57/5.20 亿元，EPS 为 1.87/1.46/1.66 元/股，对应的 23-25 年 PE 为 8/10/9x。参考可比公司 PE，我们给予公司 24 年合理 18 倍 PE，目标市值 82 亿元，目标价 26.28 元

风险提示：国际政治经济风险；经营业绩波动风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险；行业竞争加剧的风险；测算具有主观性风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,871.28	3,208.31	3,880.76	4,849.93	5,829.95
增长率(%)	47.95	11.74	20.96	24.97	20.21
EBITDA(百万元)	410.53	383.71	745.87	595.00	661.96
归属母公司净利润(百万元)	184.68	218.73	585.56	456.62	519.95
增长率(%)	(14.93)	18.44	167.71	(22.02)	13.87
EPS(元/股)	0.59	0.70	1.87	1.46	1.66
市盈率(P/E)	24.30	20.52	7.66	9.83	8.63
市净率(P/B)	2.36	1.83	1.57	1.40	1.25
市销率(P/S)	1.56	1.40	1.16	0.93	0.77
EV/EBITDA	13.73	6.38	4.14	4.70	3.87

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 深耕智能家居及健康办公多年，坚持发展自主品牌	5
1.1. 全球知名智能家居及健康办公制造商	5
1.2. 智能家居健康办公领先，具 11 年海外仓经验	8
1.3. 股权架构稳定，股权激励赋能健康发展	8
1.4. 收入业绩稳步高增，品牌力不断增长	9
2. 跨境电商迎新机遇	12
2.1. 智能家居方向明确，线性驱动渗透率增长	12
2.2. 智能家居、健康办公：高性价比抬升天花板	13
2.3. 跨境电商、公共海外仓：红利释放，新业态健康发展	14
3. 持续发展跨境电商，保持业内领先	16
3.1. 发展自主渠道，独立站布局优势凸显	16
3.2. 聚焦智能家居健康办公+跨境电商海外仓	18
3.2.1. 优化自主品牌建设，境外独立站升降桌销量排名领先	18
3.2.2. 跨境电商海外仓持续发力	18
3.2.3. 工厂到消费者的“端到端”全流程服务体系	20
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	23

图表目录

图 1：健康智慧办公领域	5
图 2：智能家居领域	6
图 3：公司发展历程	8
图 4：截至 2023 年 9 月 30 日公司股权架构	9
图 5：2018-2023Q1-3 公司营业收入（亿元）	10
图 6：2018-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元）	10
图 7：2018-2023Q1-3 公司综合毛利率、归母净利率	10
图 8：2018-2023Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率	10
图 9：2018-2022 公司分产品收入（亿元）	11
图 10：2018-2022 公司主要产品毛利率	11
图 11：2018-2022 公司分地区收入（亿元）	11
图 12：2018-2022 公司分地区毛利率	11
图 13：2018-2022 年公司研发投入	12
图 14：中国智能家居产业链	13
图 15：2018-2023E 中国智能家居市场规模（亿元）及增速	14
图 16：2018-2025E 欧洲、美国电商渠道规模（亿美元）	15
图 17：2019-2021 海外仓数量前五国家排名（单位：个）	15
图 18：2020-2022 年公司分渠道线上直销销售收入（亿元）	17
图 19：2020-2022 年线上直销人均消费金额（元）	17

图 20: 根据 2022 年营收划分销售渠道拆分	17
图 21: 公司全球独立站月度流量数据 (访问量: 次)	18
图 22: 乐歌海外仓美国布局图	19
图 23: 乐歌海外仓全球布局图	19
图 24: 乐歌海外仓实景图	20
图 25: 海外仓运营模式	20
图 26: 乐歌信息化建设	21
表 1: 公司主要产品	6
表 2: 2018-2023 公司股权激励计划 (草案)	9
表 3: 国内行业内头部供应商	16
表 4: 国外行业内头部供应商	16
表 5: 2018-2022 公司产品产销量	16
表 6: 公司分产品收入拆分	22
表 7: 可比公司估值	23

1. 深耕智能家居及健康办公多年，坚持发展自主品牌

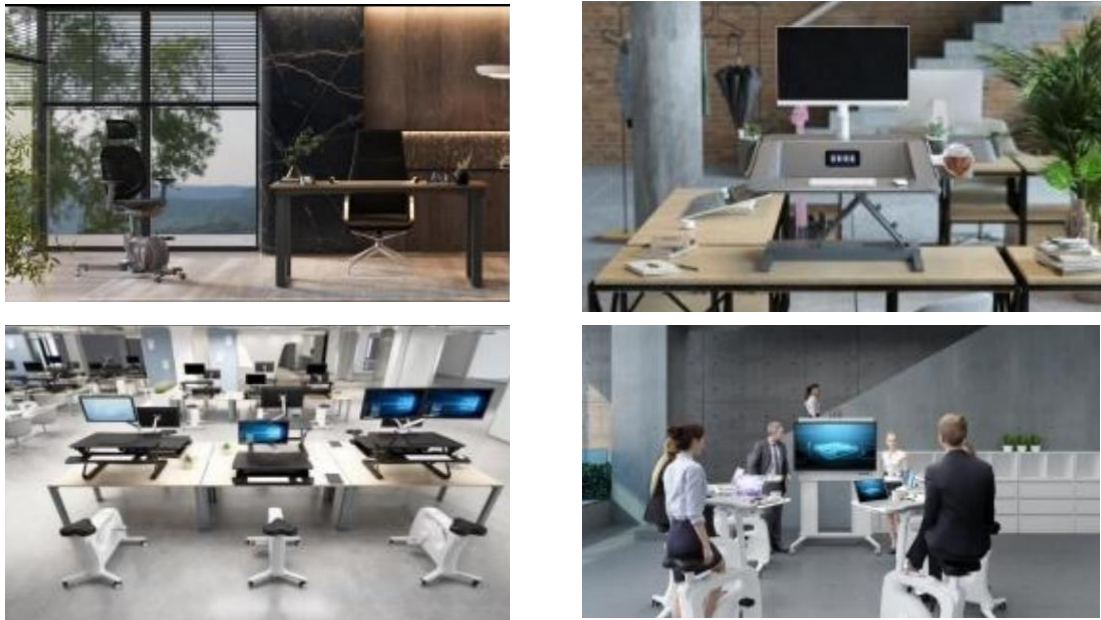
1.1. 全球知名智能家居及健康办公制造商

乐歌是全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商。公司主营产品为各类智慧办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学热门产品。主要业务模式为跨境电商，随着公司业务规模的不断扩大，为赋能自身跨境电商业务，公司延伸布局了跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目。公司在智能家居、健康办公领域已精耕细作多年，积累了较高的品牌知名度和竞争优势。作为智能家居、健康办公产品的核心部件，乐歌现已拥有全球领先的线性驱动产能规模。公司研发创新水平处于行业前列，掌握多项线性驱动全球首创技术，主持起草多项国标、行标，推动行业进步。公司智能家居、健康办公产品均为自主研发和设计，拥有完整的自主知识产权，并进行全球化的专利布局。

两大主营业务：聚焦智能家居健康办公、以及跨境电商海外仓业务。公司主营业务包含两块：（1）一块是以线性驱动产品为核心的智能家居、健康智慧办公产品，主要产品包括线性驱动智能办公升降桌、各类智能升降家居桌、智能升降学习桌、健身办公椅、智能电动床等，公司国内主打“Loctek 乐歌”品牌，国外主打“Flexispot”品牌。

（2）另外一块为公司衍生业务跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目，海外仓为自身跨境电商业务赋能的同时，向超过 500 家的中小外贸企业提供了包括头程海运、海外仓储、尾程派送、反向物流等跨境电商物流一站式服务。公司拥有 13 年跨境电商运营经验及 11 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，公司自建独立网站“flexispot”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。2022 年公司跨境电商销售收入同比增长 9.87%，发展态势良好。

图 1：健康智慧办公领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：智能家居领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

乐歌智能家居产品以人体工学为设计理念，依托智能升降技术，提升家居安全性、便利性、舒适性。主要产品品类包括：AI 智能升降桌、智慧办公升降桌、智慧家具升降桌、智慧家具升降桌、乐歌智能学习桌、多功能升降茶几、智能电动床等，为用户日常工作提供坐、站、动交替整体解决方案，改变人们传统办公方式，缓解久坐人群颈椎病、腰椎病、深静脉血栓（经济舱综合征）、心脑血管疾病以及因久坐引起的腰腹赘肉、肠胃不适等亚健康问题，提升办公及家居舒适度及工作效率。

表 1：公司主要产品

产品系列	产品详情	产品介绍
AI 智能升降桌		乐歌 3.0 时代 AI 智能升降桌，搭载了高速精密传动线性驱动系统，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提供更加健康、舒适、安全、高效的整体智能解决方案。公司 AI 智能升降桌即运用了 AI 智慧屏语音控制桌子升降，还兼具行程备忘、天气资讯、休闲娱乐、习惯添加、航班查询，儿童娱乐教育，健身瑜伽课程等多种功能。
智慧办公升降桌		乐歌智慧办公升降桌、乐歌智慧家居升降桌，精准智能电控升降，一键高度记忆，可用于健康办公或居家生活场景，用户可任意调节控制或通过自定义久坐提醒设置，调整舒适的坐站高度，实现健康、舒适、高效、安全的办公、居家环境。
智慧家具升降桌		

乐歌智能学习桌



乐歌智能学习桌，可通过智能电控桌板高低升降、倾仰角调节，为不同年龄段的儿童及青少年找到舒适的高度和角度迎合孩子身高升降，帮助孩子养成正确坐姿习惯，预防因书桌高度不科学造成的青少年近视、驼背等进而影响青少年生长发育的问题，让孩子快乐学习，健康成长。

多功能升降茶几



乐歌多功能升降茶几，升降自如，不同高度满足日常不同需求，既可以是休闲茶几桌，也可以是工作电脑桌、追剧餐桌以及儿童娱乐桌。一桌多用，是小户型家庭的不二之选。

智能电动床



乐歌智能电动床，双电机驱动，缓升缓降，满足不同人群的多功能动态睡眠，无线遥控轻松调节角度，为老人、孕妇及睡眠障碍人群倾心打造的睡眠黑科技。

健身办公椅



乐歌 V6 健身办公椅，集“健身、办公”于一体的人体工学健身办公椅，为职场人群和居家人群创造一种“随时随地享健身”的健康舒适的办公新方式。8 档磁控阻力，满足不同运动需求，体验不同的运动快感。座椅任意高度悬停，为不同身高人群找到属于自己的定制级高度，搭配乐歌智能升降桌，办公与运动可以兼得。

智慧升降工作台



乐歌智慧健康升降工作台，搭载了高速精密传动线性驱动系统，通过触屏一键快速电动升降，将原有的普通非升降式办公桌快速升级为可实现坐站交替式的办公桌，减少久坐带来的各类“职业病”。前置 4.5 寸智能 AI 秘书屏，提供高效办公必备功能、语音助理功能和无接触式健康检测功能。同时配备了高速无线充电和安全将阻回退保护。

多功能健身车



乐歌多功能健身车，分带桌板型和桌边型，是一款同时适合于办公环境和居家环境使用的产品。办公环境下，替代常规办公椅，在办公过程中实现轻松骑行，解决办公白领无时间运动的问题。在教育场景下使用，可解决学生上课注意力不集中的问题（国外已经多次报道）。居家使用，适于老、中、青不同年龄段人群，轻运动防呆坐，自带置物桌板，轻便滚轮便捷移动，座椅免下车升降，可轻松进行个性化、碎片化的办公、健身、娱乐，满足多层次用户需求

智慧会议系统



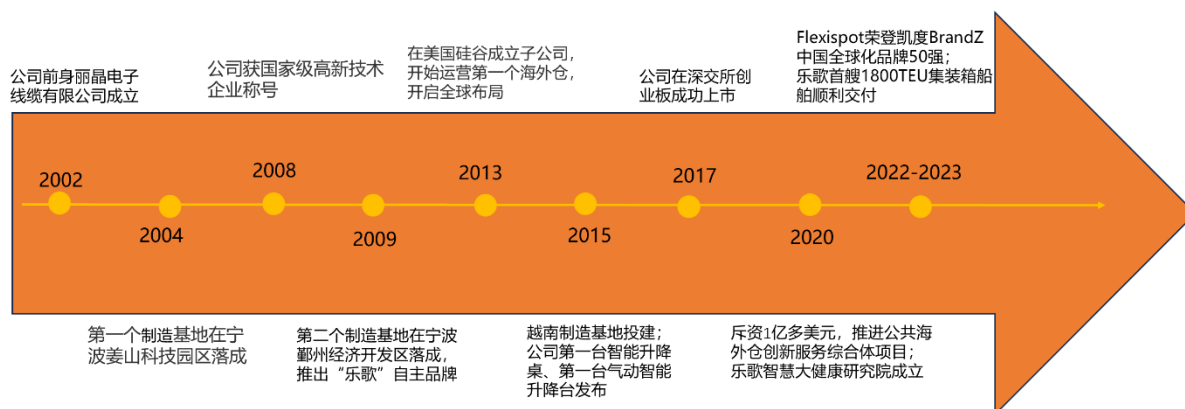
乐歌 5G 智慧会议系统集无线投屏、文档演示、高清放录、视频会议等多功能于一身，帮助解决传统会议单向沟通，设备操作繁琐等问题，有效降低成本，提高会议效率。内置线性驱动升降系统，可方便调节不同高度的会议场景，站立讲解、常规高度坐姿、沙发坐姿，不同高度均可适配调节。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 智能家居健康办公领先，具 11 年海外仓经验

成立于 2002 年，公司前身为丽晶电子线缆有限公司，于 2017 年在深交所创业板上市。2020 年，公司斥资 1 亿多亿美元，推进公共海外仓创新服务综合体项目，成立乐歌智慧大健康研究院。2022 年，公司海外品牌“Flexispot”荣登凯度 BrandZ 中国全球化品牌 50 强。

图 3：公司发展历程



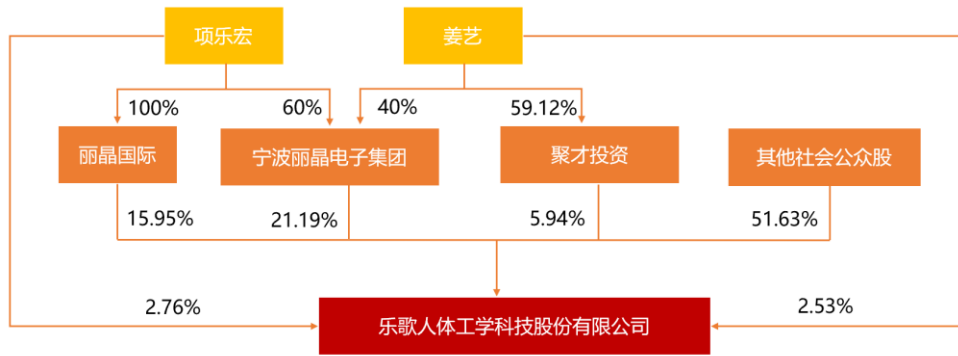
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3. 股权架构稳定，股权激励赋能健康发展

创始人经验丰富，公司股权架构稳定。公司创始人项乐宏先生具有二十余年的国际市场经验和技术研发背景，密切关注国内外市场动向，长期致力于消费者行为研究，作为公司的首席产品经理，带领团队将市场商务、产品技术及战略运营相互融合促进。

公司最大控股股东为宁波丽晶电子集团有限公司，持股占比 21.19%。其他主要股东包括丽晶（香港）国际有限公司，持股占比 15.95%；宁波聚才投资有限公司，持股占比 5.94%；其他社会公众股占比 51.63%；项乐宏和姜艺系夫妻关系，持股占比分别为 2.76%、2.53%。另外，项乐宏百分百控股丽晶（香港）国际有限公司，持有宁波丽晶电子集团有限公司 60% 的股份；姜艺持有宁波丽晶电子集团有限公司 40% 的股份，持有宁波聚才投资有限公司 59.12% 的股份。

图 4：截至 2023 年 9 月 30 日公司股权架构



资料来源：同花顺 IFnD，天风证券研究所

公司近年股权激励计划密集，赋能企业健康发展。公司近年股权激励密集，分别于 2018、2020、2021、2023 年推出股权激励计划，激励人数逐年增加，团队激励充足。**公司近期于 2023 年 6 月推出股权激励计划（草案），业绩考核目标为 2024、2025、2026 年归母净利润不低于 4.5、5.0、5.5 亿元，激励人数 210 人，授予价格 8.19 元/股。**

2021 年 8 月，公司股权激励计划业绩考核目标为，剔除股权激励影响后，以 2020 年营业收入为基数，2022、2023 年营业收入增长率不低于 70%、100%，归母净利润增长率不低于 30%、120%，激励人数 203 人，授予价格 11.26 元/股。

2020 年 6 月，公司推出股票期权激励计划（草案），激励条件以 2019 年剔除股权激励影响后扣非归母净利润为基数，2020、2021、2022 年剔除股权激励影响后扣非归母净利润增长率不低于 30%、70%、100%，激励人数 89 人，期权行权价 28.75 元/股。

2018 年 2 月，公司发布股权激励计划（草案），激励条件为以 2017 年营业收入为基数，2018、2019、2020 年营业收入比 2017 年营业收入增长不低于 20%、50%、80%，激励人数 45 人，授予价格 14.80 元/股。

表 2：2018-2023 公司股权激励计划（草案）

时间	金融工具	激励人数	占股本比例	行权价/股票授予价	业绩考核目标
2023/6/16	股票	210 人	0.89%	8.19 元/股	2024、2025、2026 年归母净利润不低于 4.5、5.0、5.5 亿元。
2021/8/10	股票	203 人	2.27%	11.26 元/股	剔除股权激励影响后，以 2020 年营业收入为基数，2022、2023 年营业收入增长率不低于 70%、100%，归母净利润增长率不低于 30%、120%。
2020/6/30	期权	89 人	2.17%	28.75 元/股	以 2019 年剔除股权激励影响后扣非归母净利润为基数，2020、2021、2022 年剔除股权激励影响后扣非归母净利润增长率不低于 30%、70%、100%。
2018/2/14	股票	45 人	1.74%	14.80 元/股	以 2017 年营业收入为基数，2018、2019、2020 年营业收入比 2017 年营业收入增长不低于 20%、50%、80%。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 收入业绩稳步高增，品牌力不断增长

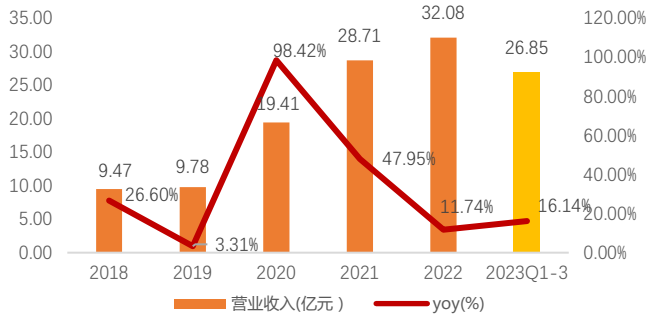
2023Q1-3 营收 26.85 亿元，同增 16.14%，主要系市场开拓，销售增长所致。2022 年，

公司营业收入 32.08 亿元，同增 11.74%；2021 年，公司营业收入 28.71 亿元，同增 47.95%；2020 年公司营业收入 19.41 亿元，同增 98.42%。2018-2022 年，公司营业收入 GAGR 为 35.67%。

2023Q1-3 归母净利润 5.17 亿元，同增 226.4%。业绩增长原因系公共海外仓业务模式探索成功，辅助主业的同时孕育新增量。其中，23H1 公共海外仓服务业务实现总收入 4.60 亿元，同增 76.38%，向第三方提供服务收入 3.66 亿元。2022 年，公司归母净利润 2.19 亿元，同增 18.44%，公共海外仓服务业务实现总收入 6.72 万元，同增 130.0%。

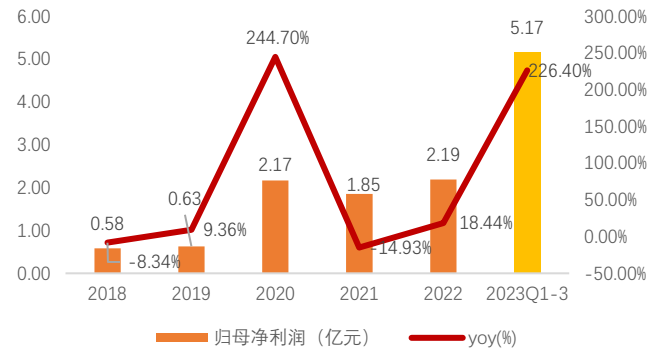
2021 年归母净利润为 1.85 亿元，同减 14.93%，主要系国际集装箱运费持续上涨、原材料价格持续高位，对公司的业绩造成了不利影响。2020 年，公司实现归母净利润 2.17 亿元，同增 244.70%，业绩增长原因主要系跨境电商业务、独立网站布局优势凸显，2020 年公司跨境电商销售收入同比增长 192%，其中公司独立站销售同比增长 580.64%。2018-2022 年，公司归母净利润 GAGR 为 39.40%。

图 5：2018-2023Q1-3 公司营业收入（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018-2023Q1-3 公司归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

归母净利率稳中有升，毛利率从 2023 年开始回升，各项费用率不断优化。2018-2022，公司归母净利率稳中有升，从 2018 年的 6.08% 增加至 2022 年的 6.82%，2023Q1-3 公司归母净利率提升至 19.24%。23Q1-3 公司毛利率为 36.52%，较 22 年稳中有增。公司销售、管理、研发、财务费率不断优化，其中，2023H1 销售费用变动主要系会计准则变化，运输费计入存货成本所致，管理费用变动系人员及信息化投入增加所致，财务费用变动主要系汇兑损失减少所致。公司总费率从 2018 年的 37.72% 减少至 2022 年的 29.55%。

图 7：2018-2023Q1-3 公司综合毛利率、归母净利率

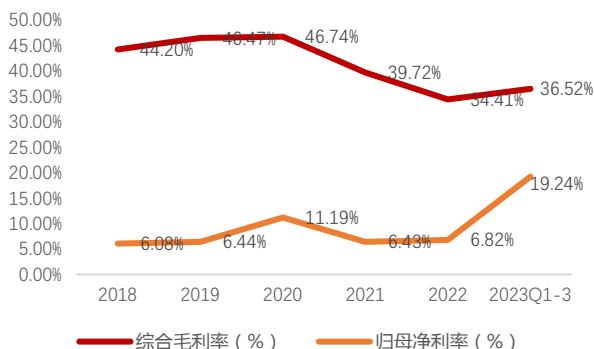
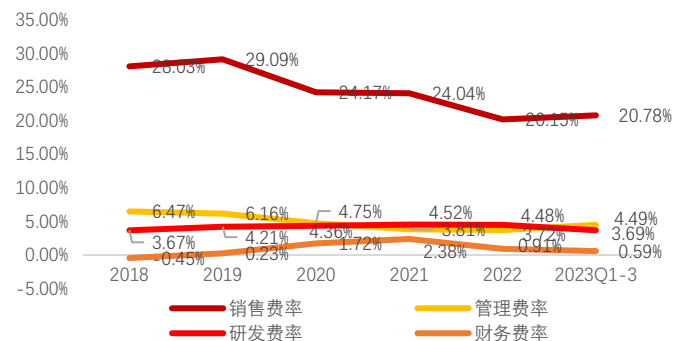


图 8：2018-2023Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

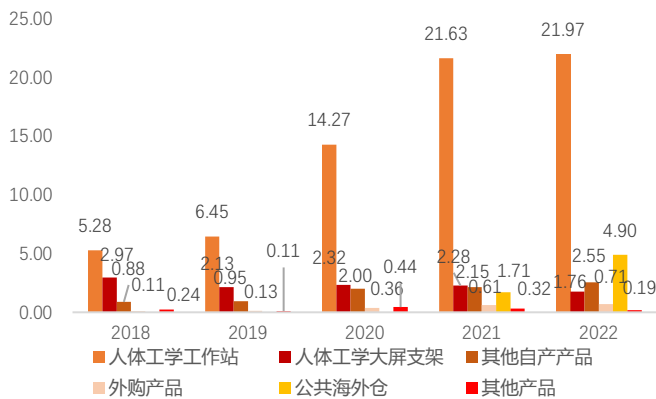
资料来源：Wind，天风证券研究所

人体工学工作站贡献核心收入来源，近年来产品收入不断增长。公司主要产品包括人体工学工作站、人体工学大屏支架、外购产品、自产产品、公共海外仓等，人体工学工作站为公司营业收入的主要来源，其中主要包含线性驱动智能办公升降桌、智能升降工作站、智能电脑支架、桌边健身椅等。公司 2022 年人体工学工作站收入 23.73 亿，同减 0.77%，主要受欧美加息、国际战争等外部因素影响。公司持续加大智能家居产品研发、自动化工艺研发和信息化研发的人员和资源投入，持续打造独立站自主销售渠道，建立私域流量，打造自主品牌，积极拓宽海外销售渠道，着力加大潜在新兴市场的开拓力度。

分产品，2018-2022 年人体工学工作站分别收入 5.28/6.45/14.27/21.63/21.97 亿元，人体工学大屏支架实现收入 2.97/2.13/2.32/2.28/2.55 亿元；2020H1 开始，公司全力推进跨境电商公共海外仓的布局，以对中美贸易摩擦给公司业绩带来的影响。疫情期间公司跨国制造的国际化战略布局优势显现，虽海外业务受到疫情影响，公司的国内外生产基地正常生产，公司自有海外仓配送顺畅。

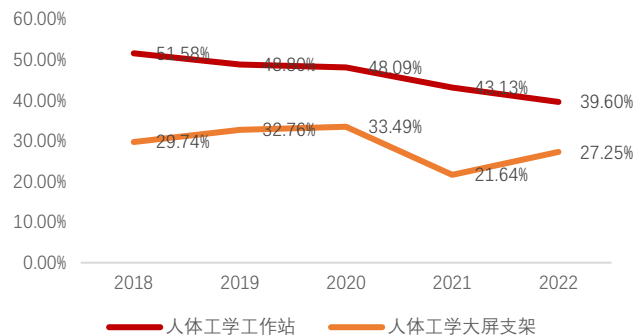
公司公共海外仓于 2021 年收入 1.71 亿元，2022 年收入 4.90 亿元。公司分产品毛利率：2022 年，人体工学工作站毛利率为 39.60%，人体工学大屏支架毛利率为 27.25%。

图 9：2018-2022 年公司分产品收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

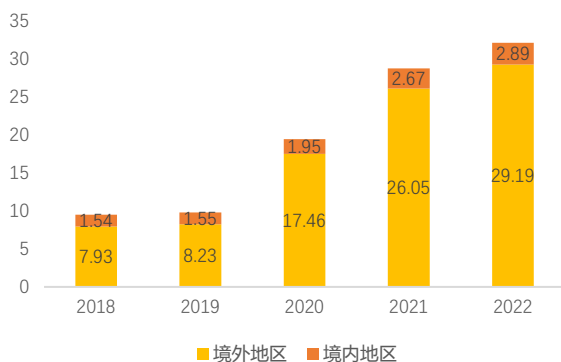
图 10：2018-2022 年公司主要产品毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

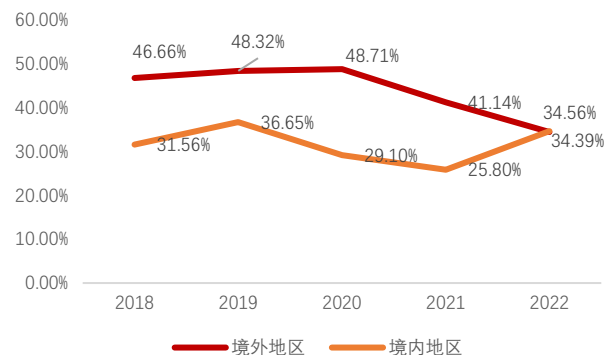
境内外收入稳步增长，海外电商品牌销量领先。2018-2022 年，公司境内收入从 1.54 亿元增至 2.89 亿元，境外收入从 7.93 亿元增长至 29.19 亿元。分地区，近年来境外地区毛利率小幅下行，毛利率从 2018 年的 46.66% 下行至 2022 年的 34.39%，境内地区毛利率小幅上升，从 2018 年的 31.56% 提升至 2022 年的 34.56%。

图 11：2018-2022 年公司分地区收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

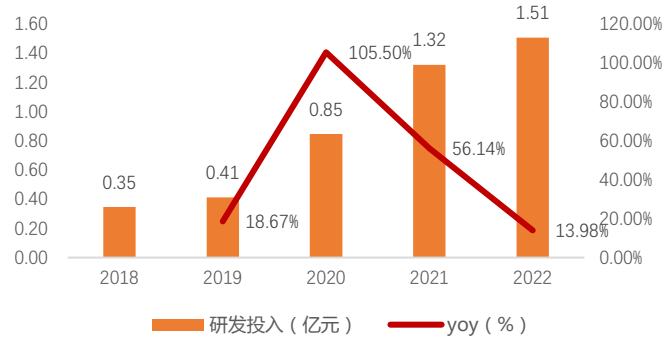
图 12：2018-2022 年公司分地区毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司不断加大研发投入，进一步提升产品力。2022年，公司研发投入为1.51亿元，同增13.98%。2021年，公司研发投入1.32亿元，同增56.14%。2020年，公司研发投入0.85亿元，同增105.50%。公司依托良好的资源整合和设计能力，持之以恒地研发新产品、新工艺、新技术，新应用，形成技术储备的同时不断推陈出新。公司产品附加值和技术门槛得以持续提升，确保在行业处于领先地位。

图 13：2018-2022 年公司研发投入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 跨境电商迎新机遇

2.1. 智能家居方向明确，线性驱动渗透率增长

近年来国家高度关注人民健康，大力推动健康产业发展。国务院相继发布《“健康中国 2030”规划纲要》、《健康中国行动（2019—2030 年）》等相关文件，并成立了健康中国行动推进委员会负责统筹推进健康中国的建设。相关文件指出，推进健康中国建设，要坚持预防为主，推行健康文明的生活方式，营造绿色安全的健康环境，减少疾病发生。

健康理念不断深入，线性驱动产品渗透率持续上升。伴随着国内外健康理念的不断普及以及人们对健康生活的追求，线性驱动产品的市场规模也在快速提升。线性驱动是通过控制系统将指令传达至机械结构，使电动机的圆周运动，转换为推杆的直线运动，从而达到推拉、升降等效果，并给用户带来舒适、便捷和人性化的体验。欧美等发达地区的消费者对线性驱动认知度较高，其中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。美国已出台了政策：“雇主有责任为员工提供一个安全、健康的办公环境。在这个办公环境内，通过运用人体工学的原理，可以降低员工因为工作中的重复性劳损而患有肌肉骨骼疾病的数量”；丹麦政府规定，企业必须为每天需坐着工作两小时以上的员工配备升降办公桌，目前升降办公桌在丹麦办公室员工中的普及率高达 90%。对比丹麦的升降桌普及情况，其他地区大部分人体工学办公家居的潜在需求没有得到释放，在健康意识提升和政策支持下，线性驱动产品的需求均将持续稳定增长。

海外线性驱动市场逐步成熟，疫情催化相关居家办公产品成为标配。随着健康办公及生活理念的不断升级，线性驱动人体工学产品的市场不断成熟，尤其是在海外发达国家线性驱动人体工学产品的已较为普及。另一方面随着互联网技术的普及和各种远程交流技术、软件的广泛使用，以及 2020 年欧美等海外国家受到新冠疫情影响，以远程办公为代表的新型办公方式开始越发普及，居家办公逐渐成为常态。TwitterCEO 杰克·多尔西向员工发送电子邮件，称即使为遏制新冠疫情而实施的限制措施解除，员工此后也可以永久性在家工作；FacebookCEO 马克·扎克伯格表示，他预计在未来 5 到 10 年间，公司 50%的员工可能将远程工作。除此以外，微软、Google 等企业均鼓励员工在家办公。其中部分海外企业对

于员工购买居家办公用品还有一定额度的报销或补贴，使得海外办公家具的 C 端需求得到充分释放，各类办公家具的需求从商用领域逐步转向民用领域。eBay 交易网站数据显示，2020 第二季度办公桌、工作台的网络销售同比增长 9 倍。

从智能家居行业产业链上下游来看，智能家居行业上游主要涉及技术层，包括元器件工业和中间件供应，其中元器件供应又包括芯片、传感器、PCB 和电容等；中间件供应主要包括通讯模块、智能控制器等；此外，行业上游还涉及基础层，包括 AI 技术、电信和云服务，而基础层也贯穿上游和中游；智能家居的中游主要是智能家居设备制造和方案设计，参与者类型包括全屋智能解决商、传统家电厂商、智能单品制造商和管理控制平台厂商；而下游消费市场可细分为 To B 端和 To C 端，To B 端涉及房地产公司、家装公司等；而 To C 端既包括线上渠道也包括线下渠道。

图 14：中国智能家居产业链



资料来源：贤集网，前瞻产业研究院《2021 年国内智能家居行业产业链现状及区域市场格局分析》，天风证券研究所

2.2. 智能家居、健康办公：高性价比抬升天花板

智能家居、健康办公是基于线性驱动、人工智能 (AI) 和物联网等技术，由各类硬件终端、软件系统、云计算平台构成的家居、办公生态圈，为用户提供更加健康、舒适、安全、高效的居家和办公生活服务。近年来，颈椎病、腰椎病患者人群高速增长且低龄化趋势明显，以线性驱动智能办公升降系统为代表的健康办公家居产品能够改变传统办公环境，实现站立办公，解决颈椎病、腰椎病以及久坐导致的腰腹赘肉疼痛等职业病问题的同时，还能够达到提高工作效率的目的。

短期内，行业受欧美通胀等不利因素的影响，消费需求出现阶段性疲软，线性驱动升降桌行业高速发展趋势承压，23 年上半年总体保持微增长。但同时受益于人民币汇率贬值，海运费大幅降低，原材料价格下降等因素影响，行业利润有所回弹。长期来看，中国和东南亚制造供应链的规模优势，跨境电商卖家的不断涌现参与全球竞争，使得行业格局发生激烈变化，叠加线下加速向线上消费转移，线上品牌型企业竞争力显现，以乐歌为代表的一批线上领先品牌开始崛起，OEM/ODM 模式下红利逐步减少。随着高性价比、普惠款升降桌系列产品的推出，实现线性驱动升降桌对普通固定桌份额的替代，市场规模有望持续扩大。再者，消费者生活水平的不断提升，消费升级驱动健康消费意识的崛起，消费者更加注重健康、安全、舒适、高效的产品选择，对于健康办公、智能家居的要求变得更高。

根据 GlobeNewswire 预计，2028 年全球升降桌品类规模有望达到 103 亿美元，复合增长率 7.6%。根据 Statista 预计，2019-2025 年，世界办公家居行业规模有望从 1049 亿美元增长至 1323 亿美元；根据中国产业信息网，我国家居行业市场规模约为全球市场规模的 25%，办公家居中的 30%为办公桌产品。据第三方咨询及研究机构 StrategyAnalytics 的统计数据 displays，2017 年全球智能家居市场规模达到 840 亿美元，预测在未来五年内呈现高速增长态势，复合增长率约为 10%，预计 2023 年将增长至 1,550 亿美元。

中国智能家居市场规模持续扩大, 占据全球 50%-60%智能家居市场份额。根据中商情报网，2019 年底，中国已成为全球最大的物联网市场，全球 15 亿台蜂窝网络连接设备中 9.6 亿台来自中国，占比 64%。中国将成为全球最大的智能家居市场消费国，占据全球 50%-60% 的智能家居市场消费份额，利润占据全球 20%-30% 的市场份额。数据显示，2018-2022 年我国智能家居市场规模由 3997.5 亿元增至 6515.6 亿元，年均复合增长率 GAGR 为 13.0%。中商产业研究院预测，2023 年我国智能家居市场规模可达 7157.1 亿元。

图 15：2018-2023E 中国智能家居市场规模（亿元）及增速



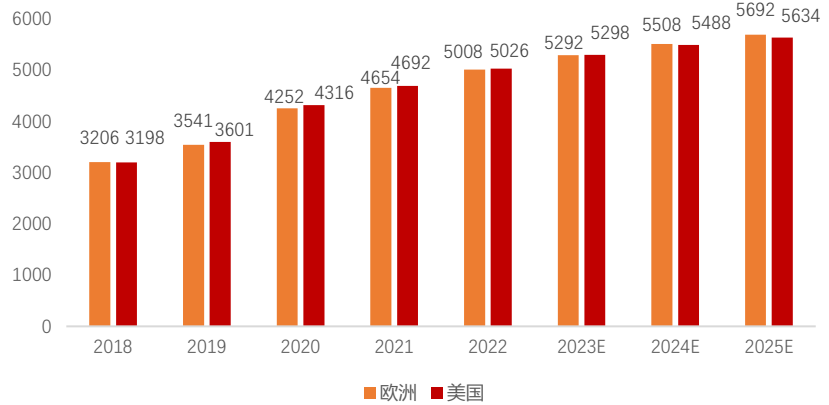
资料来源：中商情报网，天风证券研究所

2.3. 跨境电商、公共海外仓：红利释放，新业态健康发展

跨境电商是传统外贸数字化升级，是国际贸易未来发展一大趋势，中国的供应链优势已逐步从成本优势转化为产品、品牌及质量优势。中国大学生人口红利不断释放，集结高素质研发和品牌营销的电商企业出海及全球化成为必然的大趋势。跨境电商作为推动外贸转型升级、打造新经济增长点的重要突破口，政策也不断加持跨境电商的发展。

根据欧睿国际数据，全球主要国家或地区电商渗透率在 2019-2020 年有明显拐点，线上购物渗透率在加速提升。2020 年以来各电商顺势构建起了完善的电商供应体系，网购也成为了各国民众习以为常的一种购物方式。中国跨境电商的发展正逐步从粗放的铺货类模式向垂直品类品牌化转型发展。

图 16：2018-2025E 欧洲、美国电商渠道规模（亿美元）

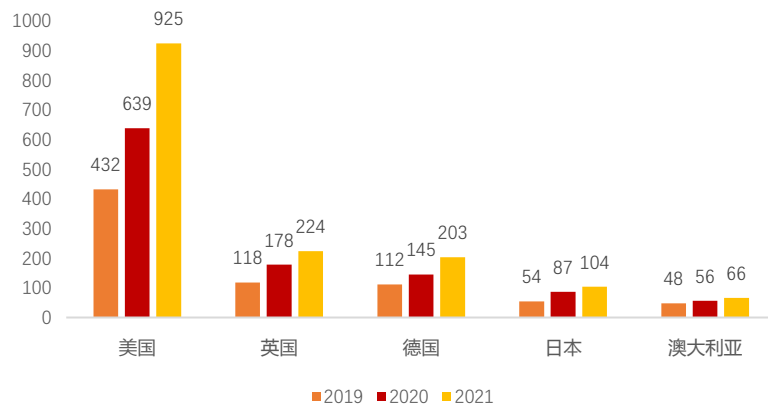


资料来源：公司公告，天风证券研究所

海外仓发展迅速，行业呈现两极分化趋势。跨境电商的迅速崛起，海外仓作为跨境电商“最后一公里”的仓、配、退一体化服务模式，必然在全球的布局越来越密，尤其对于中大件商品无法实现低成本空运直邮，只能通过海运、仓储、快递配送的形式，并且随着发达国家的海关收紧，空运直邮小包 T86 的模式无法长久持续，小件包裹的海外仓配也成为必然趋势。因此，海外仓会成为支撑跨境电商新一轮增长的基础设施，提供强大的推动力。截至 2021 年，中国海外仓数量排名前五的国家分别为美国、英国、德国、日本、澳大利亚。

近年来海外仓发展迅速，2019-2021 年欧美等主要海外消费国家海外仓数量同比均有较大幅度增长。截至 2022 年末，我国跨境电商海外仓的数量已超过 1,500 个，总面积超过 1,900 万平方米。当前，工业仓库租赁价格受电商行业需求爆发式增长的催化，叠加中美贸易中最重要的美国西部港口地区地处峡谷区域，土地资源稀缺，在过去几年连续大幅上升，中国海外仓行业正呈现两级分化趋势，一方面，有规模优势的、合规化、运营能力强的企业可持续发展能力更强，尤其是自主产权仓储资源的海外仓发展前景更加良好、稳健；另一方面，部分依靠短期租赁方式运营、没有合规性物流账号、管理不规范的中小海外仓陆续被挤出行业。

图 17：2019-2021 海外仓数量前五国家排名（单位：个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

捷昌科技及泓杰股份为行业内乐歌主要竞争对手。目前乐歌股份在国外的竞争对手主要有美国 Ergotron 公司、美国 Humanscale 公司、美国 Milestone 公司以及丹麦 Linak 公司；

在国内的竞争对手主要有浙江捷昌线性驱动科技股份有限公司和昆山泓杰电子股份有限公司等。下面是乐歌股份与国内外同行业主要竞争企业的产品、经营策略与经营状况等的比较。

表 3：国内行业内头部供应商

公司名称	主要产品及产品定位	品牌及渠道	公司经营状况
乐歌股份	电脑支架、升降台/桌、大屏支架等人体工学家具产品，中高端定价	境内境外稳步发展，在 ODM 模式具备一定规模的基础上，大力发展自主品牌模式，已具备较成熟的境内境外线上渠道	公司 2022 年营业总收入为 32.08 亿元，归母净利润为 2.19 亿元
捷昌驱动	升降桌腿为主，属于升降桌主要部件，中高端定价	ODM 模式，境外市场为主，未开拓线上渠道	公司 2022 年营业总收入为 30.07 亿元，归母净利润为 3.28 亿元
泓杰股份	电视支架、电脑支架为主，中端定价	境外 ODM 模式为主，境内自主品牌影响力逐步建立，已开拓境内外线上平台，以推车等产品起步拓展至电脑支架产品	公司 2022 年营业总收入为 5.23 亿元，归母净利润为 0.54 亿元

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

表 4：国外行业内头部供应商

公司名称	主要产品情况	渠道及行业地位
Ergotron 公司	显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等	境内境外稳步发展，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，主要是以带显示器安装方案的推车等产品进入医疗市场
Humanscale 公司	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 在平板显示领域主要有两个品牌：Sanus	在全球 28 个国家设置了办事处，是全球人体工学家具界的领导品牌。
Milestones 公司	和 Chief，Chief 主攻美国专业安装市场；Sanus 主攻民用零售市场	是美国大屏显示支架行业最大的公司。
Linak 公司	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	全球最早的线性驱动行业生产商之一，是设计制造电动直线推杆解决方案的世界领先厂商。

资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

3. 持续发展跨境电商，保持业内领先

拥有全球领先的线性驱动产能规模，产销率超 100%。2018-2022 年生产量分别为 712.86/531.87/681.02/780.13/622 万套，2022 年较上年同期减少 20.3%，2018-2022 年公司销售量为 616.35/359.98/458.92/250.59/223.44 万套，2022 年较上年同期减少 10.8%。

表 5：2018-2022 公司产品产销量

	2018	2019	2020	2021	2022
生产量（万件/套）	712.86	531.87	681.02	780.13	622.00
销售量（万件/套）	616.35	359.98	458.92	250.59	223.44
产销率（%）	115.66%	147.75%	148.40%	311.32%	278.37%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

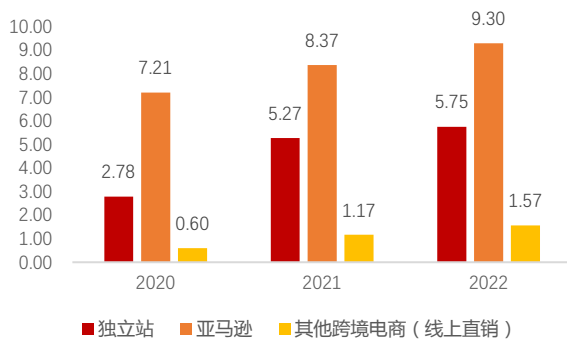
3.1. 发展自主渠道，独立站布局优势凸显

渠道布局多元，传统 ODM 产品主要通过海外线下渠道销售，而自有品牌产品则主要通过独立站及线上三方平台触达 C 端客群。线上渠道包括 Flexispot 独立站和 Amazon、天猫、

京东第三方平台，公域三方平台能够大批量销售高性价比标品，而私域独立站能较好满足消费者定制化需求，销卖高端产品，且相比三方平台，人均消费金额更高，销售增速更快，公域私域双管齐下互相赋能。坚持自主品牌+自主渠道双轮驱动，将对保持业务的稳健和可持续发展以及盈利回报的稳定性奠定扎实而长远的基础。

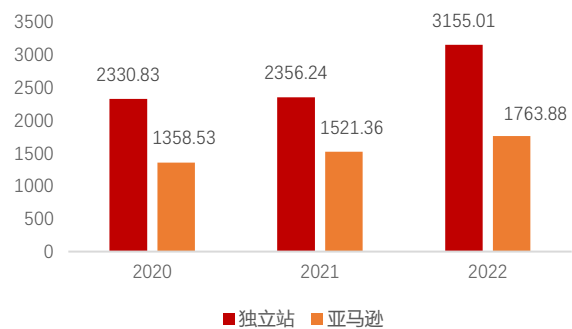
2022 年独立站及 Amazon 线上直营收入分别为 5.75、9.30 亿元，分别同增 9.2%、11.0%，占公司收入的 18.04%及 29.18%。线上直销人均消费金额不断提升，公司独立站 Flexispot 人均收入由 2020 年的 2330.83 元增加至 2022 年的 3155.01 元，亚马逊人均收入由 2020 年的 1358.53 元上升至 2022 年的 1763.88 元。

图 18：2020-2022 年公司分渠道线上直销销售收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：2020-2022 年线上直销人均消费金额（元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

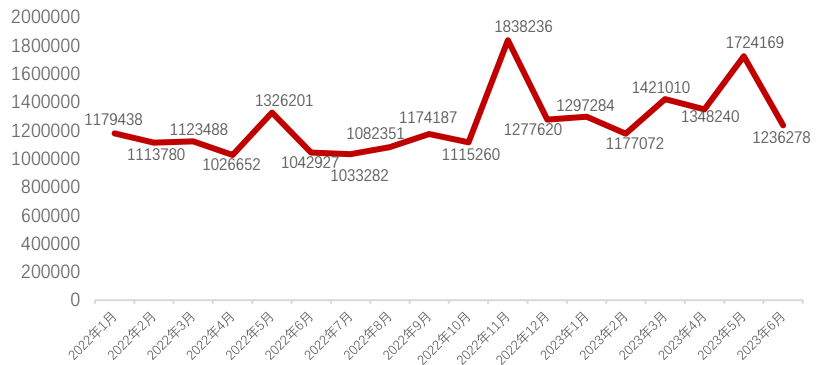
图 20：根据 2022 年营收划分销售渠道拆分



资料来源：尼高官网，金针菇企评网，亚马逊 Amazon 公众号，eBay 公众号，公司招股说明书等，天风证券研究所

持续投入发展跨境电商，保持行业领先地位，保证新增产能有效消化。23H1 公司独立站收入同比增长 8.48%。2023H1，公司美国独立站流量首次超过主要竞争对手排名第一。以下为根据专业网站分析工具 GoogleAnalytics 的统计数据显示的公司全球独立网站的 2022 年 1 月至 2023 年 6 月每月访问量情况：

图 21：公司全球独立站月度流量数据（访问量：次）



资料来源：公司公告，GoogleAnalytics，天风证券研究所

3.2. 聚焦智能家居健康办公+跨境电商海外仓

3.2.1. 优化自主品牌建设，境外独立站升降桌销量排名领先

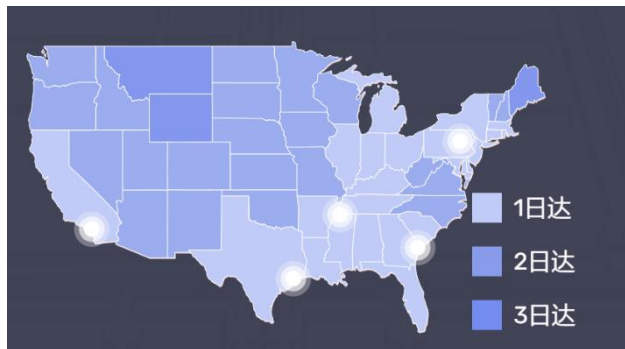
乐歌深耕人体工学大健康领域，围绕用户需求，不断拓展线性驱动技术在健康办公、智能家居等场景中的创新应用。乐歌境外“Flexispot”独立站品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一。在境内，“乐歌”品牌升降桌在天猫、京东平台市场占有率持续保持第一，是国内线性驱动行业中领先的品牌。2022年，公司自主品牌产品销售收入占主营业务收入（不含海外仓收入）比例为68.89%。乐歌从产品创新、质量提升、渠道建设等多维度提升产品力。近年来，公司持续加大品牌力建设，抓住流量新趋势，创新营销方式，在短视频、社交自媒体等互联网平台积极引流。通过与知名网络博主合作以及官方自媒体运营，梯媒广告投放等，持续不断生产优质内容，累计达到超亿的曝光量。

3.2.2. 跨境电商海外仓持续发力

2013年，公司在美国旧金山硅谷设立首个海外仓，随着经营发展需要，先后在孟菲斯和休斯顿增设海外仓。2019年初，公司意识到海外仓的战略意义，开始系统性筹划公共海外仓项目，并于2020年上半年开始全力推进。2022年，乐歌跨境电商公共海外仓综合服务综合体项目赋能跨境电商行业，深入“仓+网”建设，专注中大件商品的全流程物流供应链管理。

乐歌持续对现有海外仓进行优化布局，尤其在北美地区，围绕核心港口稀缺资源，采用“小仓并大仓”的方式滚动发展公共海外仓，在提升海外仓规模的同时加强对海外仓的运营成本控制。截至2022年末，乐歌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，其中全美9个核心港口和路基港口枢纽城市，覆盖美西、美中、美南、美东，超300个卸货月台、500个集装箱泊位。

图 22：乐歌海外仓美国布局图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

乐歌公共海外仓在全球已部署了 12 个公共海外仓，总仓储面积改为 28.82 万平方米，已服务超 500 家跨境电商企业。目前在美布局 9 大海外仓，总仓储面积超近 27 万平方米。计划未来三年内，预计投资 4 亿美元，扩增至仓储面积 100 万平米，服务超过 1500 家中外外贸企业品牌出海、质量出海、设计出海，带动出口额 200 亿元，助力外贸转型升级，实现跨境电商高质量发展、规范化发展。

图 23：乐歌海外仓全球布局图

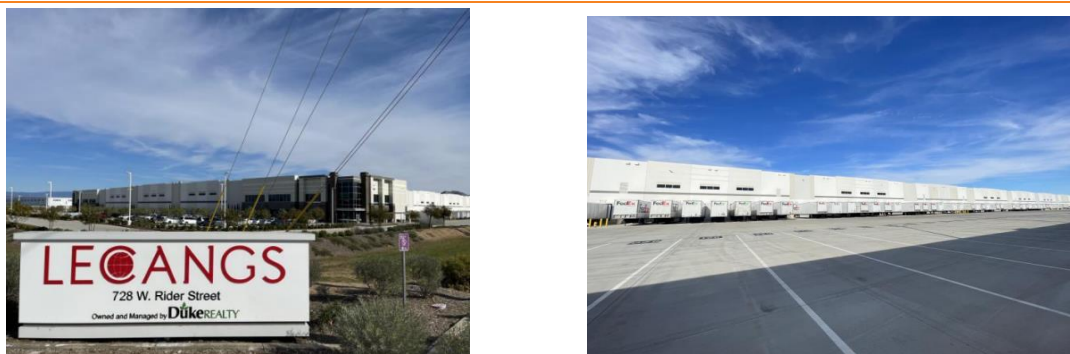


资料来源：公司公告，天风证券研究所

乐歌海外仓持续帮助国内中小企业出海。累计服务超过 450 家客户，初步建立海外客户网络。乐歌海外仓还获得十大人气海外仓，国家业态创新服务示范案例、2022 浙江省级海外仓、亚马逊 SPN 服务商等奖项与认证。乐歌参与制定了全国首个跨境电商海外仓标准《跨境电子商务海外仓运营与服务管理规范》。

公司有十余年的跨境电商运营经验，基于自身百万包裹级的跨境电商体量，乐歌与 FEDEX、UPS、GLS、DHL 等快递服务商的合同级别高，议价能力强。乐歌布局公共海外仓后，在助力本公司跨境电商业务快速发展的同时，大力服务中小企业，为其他中小外贸企业提供优惠的高质量服务，因此也大幅提升了乐歌与电商产业链上下游合作者的议价能力，包括但不限于在头程海运、卡车派送、仓储服务成本、尾程快递、支付等方面的议价能力，形成了良好的生态效应。

图 24：乐歌海外仓实景图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.3. 工厂到消费者的“端到端”全流程服务体系

乐歌跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目从 2020 年提出后，结合乐歌自身的尾程配送优势，专注中大件商品的全流程物流供应链管理，赋能跨境电商行业。乐歌海外仓已经逐步转变成了集合目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、反向物流、客户价值提升的多维度物流供应链管理解决方案提供商，并已逐步向工厂直拖、进港报关、头程海运的物流供应链上游延伸。

(1) 仓储设施建设：乐歌海外仓以美国沿海枢纽港口区域作为重点发展方向，通过小仓合并成大仓的方式，扩规模降成本。截至 2022 年末，在全球拥有海外仓 12 个，面积 27.58 万平方米。为适应电商进一步发展的趋势，同时为提升仓库运作效率，加大单位面积产出，降低多仓库固定投入损耗，公司预计将逐步在美国宾州、佐治亚州投建大面积仓库和自动化仓库。

(2) 物流网络建设：乐歌海外仓积极整合美国本土物流网络资源，主动向上游和下游供应链进行整合，建立了美东宾西法尼亚州/新泽西州和美西洛杉矶/旧金山的卡车车队，实现了港口拖柜的运输网络支持，给中小企业提供货柜到港后的“清关-拖柜-仓储-配送”完整解决方案，更加深入的往专业化物流解决方案发展。

(3) 招商流程建设：公司设有国内和海外两地的海外仓运营部，由招商团队负责客户开发，售后团队负责客户维护，由法务部门负责风险把控。以下为海外仓运作流程。

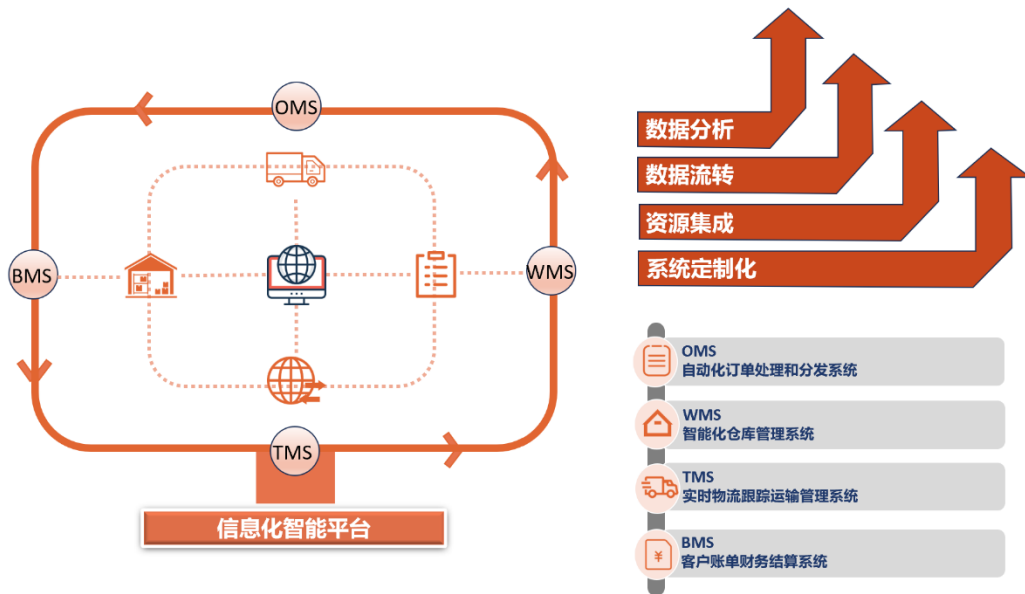
图 25：海外仓运营模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

(4)信息化建设:乐歌自有 100 多名软件工程师 IT 团队,在原有 OMS 和 WMS 的基础上,根据业务需求持续深化物流信息化的建设,自研 TMS 系统实现“可视化物流”、尾端配送最优化对接、卡派业务对接,BMS 系统支撑财务自动结算。通过 JAVA 微服务的方式,乐歌海外仓的信息系统高可用性、高并发性更强,系统架构更加健壮,为未来提供更多客户服务和订单流量做好基础支撑。

图 26: 乐歌信息化建设



资料来源:公司公告,天风证券研究所

(5)自动化建设:目前行业中的自动化多以小件商品(15 公斤以下并且尺寸适应于 60*40*35 厘米料箱)解决方案为主,中大件商品的物流仓储自动化是行业共同痛点。乐歌海外仓积极探索大件物流仓储自动化的方案,已进入了大件“货到人”拣选机器人、中大件自动码托贴标流水线的项目实施阶段,并自建研发团队开发适应大件的 AGV+机械臂取件机器人、卸柜机器人、安防机器人、清洁机器人用于海外仓。

公司向特定对象发行股票,加快募投项目建设。2021 年,公司使用募集资金 2.90 亿,其中“线性驱动核心技术产品智能工厂项目”使用 18.40 万,“年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+智能工厂技改项目”使用 866.94 万,“营销研发总部大楼建设项目”使用 7191.06 万,“公共仓及独立站信息化系统建设项目”使用 271.51 万,补充流动资金 20,697.39 万。2022 年公司使用募集资金 1.05 亿,其中“线性驱动核心技术智能家居产品智能工厂项目”使用 4176.24 万,“年产 15 万套智能线性驱动产品 5G+智能工厂技改项目”使用 965.58 万,“营销研发总部大楼建设项目”使用 3500.14 万,“公共仓及独立站信息化系统建设项目”使用 1811.37 万。2023 年 9 月,公司发行募集资金将用于“美国佐治亚州 Ellabell 海外仓项目”,募投项目围绕公司主营业务展开,公司将进一步提升供应链服务能力,为实现线性驱动产品与海外仓业务“双轮”协同发展奠定有力的基础,保持并提升公司的核心竞争力。

4. 盈利预测与估值

收入端:预期 23-25 年人体工学大屏支架、人体工学工作站仍为公司核心品类。随健康消费理念不断深入,健康办公、智能升降家居产品渗透率持续上升。一方面,近年来,颈椎病、腰椎病患人群高速增长且低龄化趋势明显,以线性驱动智能办公升降系统为代表的健康办公家具产品能够改变传统办公环境,实现站立办公,缓解久坐导致的颈椎病、腰椎病等健康问题的同时,还能够达到提高工作效率的目的。另一方面,随着消费者生活水平

的不断提升，消费升级驱动健康消费意识崛起，消费者更加注重健康、智能、物联等产品特点，消费者对于健康办公、智能家居的要求变得更高。人体工学相关产品的潜在消费者逐渐扩容。我们预计人体工学大屏支架收入增速分别为 27.22%/28.02%/23.49%；人体工学工作站收入增速分别为 19.90%/24.02%/17.39%；预计公司公共海外仓收入不断提升，23-25 年增速分别为 19.03%/23.18%/23.61%；其他自产产品销量逐步提升，收入增速 23.03%/24.99%/24.49%；外购产品收入增速为 46.05%/48.21%/41.03%。

利润端：23 年公司公共海外仓实施“合并小仓，建大仓”战略，通过较低成本购置土地同时出售小面积仓库逐步完成“小仓向大仓转移”的战略，以降低多地小面积仓库固定投入损耗，进而降低海外仓集群的运营成本，优化资本结构，提高管理效率，实现降本增效。预计公司公共海外仓毛利率同比增加，23-25 年毛利率预测分别为 7.30%/11.01%/16.35%；人体工学工作站仍为核心品类，预期 23-25 年毛利率分别为 42.59%/42.91%/48.16%；人体工学大屏支架占比逐渐增加，毛利率分别为 29.54%/30.09%/36.69%。

我们预计公司 23-25 年收入分别为 38.81/48.50/58.30 亿元，归母净利润分别为 5.86/4.57/5.20 亿元，EPS 为 1.87/1.46/1.66 元/股，对应的 23-25 年 PE 为 8/10/9x。

表 6：公司分产品收入拆分

单位：百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1940.66	2871.28	3208.31	3880.76	4849.93	5829.94
yoy	98.42%	47.95%	11.74%	20.96%	24.97%	20.21%
毛利率	46.74%	39.72%	34.41%	36.17%	37.34%	42.29%
主营业务收入分产品						
人体工学大屏支架						
收入	232.42	228.14	175.96	223.86	286.58	353.90
yoy	8.95%	-1.84%	-22.87%	27.22%	28.02%	23.49%
毛利率	33.49%	21.64%	5.45%	29.54%	30.09%	36.69%
人体工学工作站						
收入	1427.71	2163.30	2197.06	2634.27	3267.03	3835.16
yoy	121.22%	51.52%	1.56%	19.90%	24.02%	17.39%
毛利率	48.09%	43.13%	39.60%	42.59%	42.91%	48.16%
公共海外仓						
收入	-	-	488.32	581.25	715.98	885.02
yoy	-	-	-	19.03%	23.18%	23.61%
毛利率	-	-	3.46%	7.30%	11.01%	16.35%
其他自产产品						
收入	20.01	215.39	255.02	313.75	392.16	488.20
yoy	-78.90%	976.41%	18.40%	23.03%	24.99%	24.49%
外购产品						
收入	36.32	61.49	71.12	103.87	153.95	217.11
yoy	178.53%	69.30%	15.66%	46.05%	48.21%	41.03%
其他						
收入	44.12	202.96	18.88	23.76	34.23	50.55
yoy	284.32%	360.02%	-90.70%	25.87%	44.05%	47.67%

资料来源：Wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。我们采用相对估值法，选取捷昌驱动、致欧科技、华凯易佰作为可比公司。线性驱动：捷昌驱动公司是一家专业从事智能线性驱动控制系统研发、生产、销售的国家级高新技术企业，目前公司已形成医疗康护，智慧办公，智能家居三大

产品体系，为国内行业龙头企业。跨境电商：致欧科技主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列等品类，是全球知名的互联网家居品牌商。华凯易佰是一家以文化创意为核心，以高新数字技术展示手段为依托，为各类客户提供空间环境艺术设计服务的国内大型文化创意企业。可比公司与乐歌股份在产品品类上具有相似性，参考可比公司估值，我们认为公司在智能家居行业创立多年，经验丰富，产品力在行业中具有优势，具备持续拓展全球市场的潜力，给予公司 24 年合理 18 倍 PE，目标市值 82 亿元，目标价 26.28 元。

表 7：可比公司估值

行业	公司代码	公司名称	PE (2023E)	PE (2024E)	PE (2025E)
线性驱动	603583	捷昌驱动	25.13	19.17	15.23
家居行业	301376	致欧科技	24.07	19.42	16
跨境电商	300592	华凯易佰	20.19	14.12	11.3
	平均		23.13	17.57	14.18

资料来源：wind，天风证券研究所；截至 2023 年 12 月 10 日，注：PE 选取 wind 一致预期

5. 风险提示

国际政治经济风险：现阶段世界经济形势严峻复杂，地缘政治风险上升，贸易保护主义抬头，供应链、产业链区域化、本土化趋势加强，大国博弈加剧，给全球经济带来诸多不确定影响，也对我国出口贸易造成了一定的冲击和影响。公司出口业务占比较大，尤其美国地区是公司第一大外销区域，全球经济衰退，欧美通货膨胀严重，居民购买力下降，将对公司海外销售产生不利影响。

经营业绩波动风险：随着公司经营规模和产品领域的持续扩大、公司客户结构变化、产品价格下降、原材料和能源价格上升、人工成本上升、行业发展趋势的变化、外部竞争环境的变化等导致的不确定因素可能不断增多，如国际集装箱运费持续暴涨、原材料价格持续高位等对公司的业绩造成了不利影响，因此公司存在未来经营业绩波动的风险。

原材料价格波动风险：公司主营产品所需的基础原材料主要为精密钢管、钢板、铝锭、ABS 塑料等，所需外购部件主要为 PCB 线路板、MCU 芯片、电子零配件、冲压件、铝压铸件、塑料件、标准件、精密丝杆等。若未来原材料价格持续高位或进一步上涨，将对产品毛利率产生一定影响，影响公司经营业绩的稳定性。

汇率波动风险：鉴于公司出口业务收入占比较高，出口产品主要采用美元作为结算货币。人民币汇率波动对公司经营业绩的影响主要体现在：一方面，人民币处于升值或贬值趋势时，公司产品在境外市场竞争力下降或上升；另一方面，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。

行业竞争加剧风险：随着消费者消费能力的不断提升以及对美好生活的追求，人体工学健康办公、智能家居行业开始进入快速发展阶段，广阔的市场前景吸引越来越多的企业开始涉足或转型进入人体工学办公家居行业，公司因此可能面临更多的竞争对手和更加激烈的竞争环境。市场竞争的加剧可能导致行业平均利润率的下滑，从而对公司的经营业绩带来不利影响。

测算具有主观性风险：本文涉及估值测算及相关假设有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,505.34	1,628.01	1,624.21	2,271.67	2,511.08
应收票据及应收账款	198.91	184.18	264.43	326.91	375.36
预付账款	16.54	36.08	34.17	53.65	35.97
存货	512.56	489.59	834.40	917.32	922.46
其他	149.76	814.52	600.10	272.02	346.68
流动资产合计	2,383.11	3,152.38	3,357.31	3,841.57	4,191.55
长期股权投资	29.23	51.90	51.90	51.90	51.90
固定资产	835.71	849.47	793.43	737.39	681.35
在建工程	63.91	510.54	614.54	739.54	957.54
无形资产	225.45	238.59	234.09	229.59	225.09
其他	494.65	1,185.85	580.41	739.12	827.22
非流动资产合计	1,648.95	2,836.35	2,274.37	2,497.54	2,743.10
资产总计	4,032.07	5,988.73	5,631.68	6,339.11	6,934.65
短期借款	629.25	902.31	830.54	896.98	941.83
应付票据及应付账款	525.37	507.25	904.83	963.82	983.17
其他	310.86	348.61	401.42	469.98	443.18
流动负债合计	1,465.48	1,758.17	2,136.79	2,330.79	2,368.18
长期借款	287.93	587.42	120.88	157.14	220.00
应付债券	104.07	113.30	104.20	107.19	108.23
其他	191.84	1,020.85	411.70	541.46	658.01
非流动负债合计	583.83	1,721.58	636.78	805.80	986.24
负债合计	2,126.70	3,536.11	2,773.57	3,136.59	3,354.42
少数股东权益	0.00	0.02	(0.61)	(1.01)	(1.38)
股本	220.72	239.16	312.30	312.30	312.30
资本公积	956.30	1,247.29	1,202.58	1,202.58	1,202.58
留存收益	739.32	913.91	1,331.01	1,670.63	2,039.03
其他	(10.99)	52.24	12.82	18.02	27.69
股东权益合计	1,905.36	2,452.62	2,858.11	3,202.53	3,580.22
负债和股东权益总计	4,032.07	5,988.73	5,631.68	6,339.11	6,934.65
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	184.43	218.74	585.56	456.62	519.95
折旧摊销	66.52	72.23	60.54	60.54	60.54
财务费用	55.72	107.62	24.69	11.20	8.83
投资损失	(26.39)	0.13	(531.23)	0.00	0.00
营运资金变动	(309.48)	(342.24)	222.94	(144.21)	(80.92)
其它	294.62	278.89	(0.87)	(0.55)	(0.51)
经营活动现金流	265.42	335.38	361.62	383.60	507.88
资本支出	(9.48)	(272.87)	713.15	(4.76)	101.46
长期投资	(13.91)	22.67	0.00	0.00	0.00
其他	(216.67)	(596.88)	(284.91)	250.58	(318.77)
投资活动现金流	(240.06)	(847.08)	428.24	245.82	(217.31)
债权融资	59.68	531.80	(614.47)	129.69	90.57
股权融资	680.32	288.88	(179.19)	(111.65)	(141.73)
其他	(101.21)	(325.92)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	638.79	494.75	(793.67)	18.04	(51.16)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	664.15	(16.95)	(3.80)	647.46	239.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,871.28	3,208.31	3,880.76	4,849.93	5,829.95
营业成本	1,730.92	2,104.37	2,477.26	3,038.99	3,364.60
营业税金及附加	14.01	18.37	22.38	28.13	29.15
销售费用	690.30	646.51	890.25	864.26	1,283.75
管理费用	109.46	119.20	187.83	200.30	278.67
研发费用	129.83	143.78	159.89	195.94	284.50
财务费用	68.38	29.13	24.69	11.20	8.83
资产/信用减值损失	(13.97)	(15.64)	(13.57)	(14.92)	(14.70)
公允价值变动收益	(6.17)	(11.49)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.39	(0.13)	531.23	0.00	0.00
其他	(68.50)	(97.03)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	190.64	271.25	636.13	496.18	565.74
营业外收入	13.88	1.61	2.87	2.74	2.41
营业外支出	2.17	3.97	3.47	3.20	3.55
利润总额	202.35	268.89	635.53	495.73	564.60
所得税	17.92	50.15	50.84	39.66	45.17
净利润	184.43	218.74	584.69	456.07	519.43
少数股东损益	(0.25)	0.02	(0.87)	(0.55)	(0.51)
归属于母公司净利润	184.68	218.73	585.56	456.62	519.95
每股收益 (元)	0.59	0.70	1.87	1.46	1.66
主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	47.95%	11.74%	20.96%	24.97%	20.21%
营业利润	-19.50%	42.29%	134.52%	-22.00%	14.02%
归属于母公司净利润	-14.93%	18.44%	167.71%	-22.02%	13.87%
获利能力					
毛利率	39.72%	34.41%	36.17%	37.34%	42.29%
净利率	6.43%	6.82%	15.09%	9.41%	8.92%
ROE	9.69%	8.92%	20.48%	14.25%	14.52%
ROIC	22.10%	23.24%	58.76%	31.96%	35.02%
偿债能力					
资产负债率	52.74%	59.05%	49.25%	49.48%	48.37%
净负债率	-15.52%	5.81%	-15.51%	-29.66%	-30.44%
流动比率	1.54	1.74	1.57	1.65	1.77
速动比率	1.21	1.47	1.18	1.25	1.38
营运能力					
应收账款周转率	16.01	16.75	17.30	16.40	16.60
存货周转率	5.53	6.40	5.86	5.54	6.34
总资产周转率	0.83	0.64	0.67	0.81	0.88
每股指标 (元)					
每股收益	0.59	0.70	1.87	1.46	1.66
每股经营现金流	0.85	1.07	1.16	1.23	1.63
每股净资产	6.10	7.85	9.15	10.26	11.47
估值比率					
市盈率	24.30	20.52	7.66	9.83	8.63
市净率	2.36	1.83	1.57	1.40	1.25
EV/EBITDA	13.73	6.38	4.14	4.70	3.87
EV/EBIT	15.82	7.57	4.51	5.23	4.26

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com