

## 智能家居与海外仓双轮驱动，品牌渠道协同发展

## ——乐歌股份（300729.SZ）深度报告



## 买入(首次)

行业： 商贸零售

日期： 2024年12月10日

分析师： 彭毅

E-mail: pengyi@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523090003

分析师： 吴昱迪

E-mail: wuyudi@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523020001

## 基本数据

12月09日收盘价(元) 17.01

12mthA 股价格区间 13.02-21.52

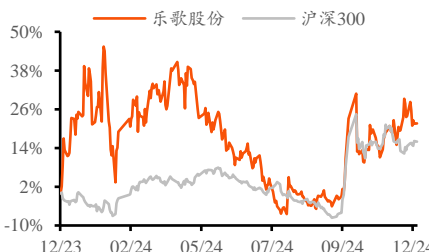
(元)

总股本(百万股) 341.31

无限售 A 股/总股本 86.66%

流通市值(亿元) 50.31

## 最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 相关报告：

## ■ 核心观点

**智能家居龙头，前瞻布局海外仓业务。**乐歌股份是智能升降家居领军企业，主营以线性驱动为核心的健康办公及智能家居产品，拥有国内自主品牌“乐歌”与海外自主品牌“Flexispot”。随着公司业务规模不断扩大，在运营自用海外仓的基础上，公司延伸布局跨境电商公共海外仓业务，专注于为中大件产品提供全流程一站式跨境物流服务，目前公司共计在全球部署 19 个公共海外仓，已服务超 900 家跨境电商企业。24 年 Q3 公司实现营收 39.75 亿元，同比+48.03%，扣非归母净利润 1.40 亿元，同比-8.64%，营收增长超预期，利润受费用增加影响略有承压。

**线性驱动：自研自产叠加多元销售渠道构成全价值链业务模式。**颈椎问题逐年年轻化的趋势推动健康办公需求增长，近年来健康产业支出呈上涨态势，据 TECHNAVIO 预测 2024 年全球线性驱动器将拥有超 50 亿美元市场，可应用到健康办公、智能家居、医疗器械等领域。公司在线性驱动健康消费产品领域已精耕细作多年，其线性驱动的主要核心部件均为自研自产，主要应用在升降桌品类。由于线性驱动行业产品的底层技术具有相似性，随着公司产品结构升级，现已逐渐拓展至电动床、电动沙发等智慧家居领域。目前公司全价值链业务模式已形成，年产能超 200 万套的生产规模处于全球领先地位。销售方面，公司开拓自有品牌，境内外、线上线下多元销售模式融合，在依托亚马逊等第三方平台的同时，坚持发展独立站积累私域流量，在垂直类独立电商网站中处于第一梯队。截至 2024 年三季度，公司美国独立站流量在主要竞争对手中排名第一。

**海外仓：强化规模效应，开启第二增长曲线。**跨境物流依托于跨境电商行业快速发展，据艾瑞预测 2025 年跨境物流行业规模有望超 3.6 万亿，而得益于电商模式下高效的物流流转要求，海外仓发展提速。公司拥有超 10 年海外仓经验，其自身跨境业务量叠加第三方客户订单量，大幅提升了公司与产业链上下游的议价能力，与 FedEx、UPS 等快递服务商的合同级别高，2023 年已成为 FedEx 全球 TOP 100 客户。此外，由于美国市场对工业用地需求增加，仓储地产供给稀缺，叠加美西峡谷地貌下土地资源紧俏，美国部分核心港口工业仓库的租赁价格持续上升，而公司从 19 年就已系统性筹划自建公共海外仓项目，已有超 800 英亩土地资源布局，未来有望随自建仓落地而降本的同时保证仓位供给的持续性补充。截至 24 年 Q3，公司在全球拥有自有+租赁 19 个海外仓，总面积达 62.11 万平方米。

## ■ 投资建议

公司作为自研自产自销的线性驱动产品龙头，有望受益于大健康理念持续深化所带动的智能升降产品渗透率的提升，叠加独立站占比提升带来的利润优化及对私域流量的积累，公司有望步入盈利上行通道。海外仓方面，公司借助规模效应不断提升尾程物流议价能力，并通过先发优势获得大量土地稀缺资源，随着自建仓代替租赁仓的进程推进，公司成本压力及盈利能力有望改善。我们预计 24-26 年公司营收分别为 55.48/65.79/76.79 亿元，同比+42%/19%/17%，预计归母净利润分别为 4.13/4.97/5.75 亿元，同比-35%/+20%/+16%。据 wind 一致预期，可比公司 24-26 年平均 PE 为 22/17/14，乐歌股份 24-26 年 PE 分别为 14/12/10，低于可比公司平均值，具备估值优势，首次覆盖给予“买入”评级。

## ■ 风险提示

海外仓项目实施进度不及预期；线性驱动产品渗透率不及预期；竞争加剧风险；汇率波动风险；海运费波动风险

## ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,902	5,548	6,579	7,679
年增长率 (%)	21.6%	42.2%	18.6%	16.7%
归属于母公司的净利润	634	413	497	575
年增长率 (%)	189.7%	-34.8%	20.4%	15.6%
每股收益 (元)	2.03	1.21	1.46	1.69
市盈率 (X)	8.82	14.05	11.67	10.09
净资产收益率 (%)	20.9%	11.4%	12.0%	12.2%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所 (2024 年 12 月 09 日收盘价)

## 正文目录

<b>1. 乐歌股份:</b>	<b>4</b>
1.1. 基本情况: 智能家居龙头, 前瞻布局海外仓业务	4
1.2. 股权架构: 股权集中于创始人夫妇, 股权激励计划紧密	4
1.3. 财务分析: 升降桌和海外仓是业绩主要来源	5
<b>2. 线性驱动:</b>	<b>7</b>
2.1. 线性驱动行业有超 50 亿美元市场空间	7
2.2. 线性驱动行业发展前景: 健康办公、智能家居、医疗器械	8
2.3. 竞争格局: 海外品牌市场认可度较高, 国内品牌价值持续提升	10
2.4. 线性驱动渗透率存在差异, 欧美高于中国等新兴市场国家	12
2.5. 公司线性驱动业务: 多元销售渠道, 全价值链业务模式	12
<b>3. 海外仓:</b>	<b>20</b>
3.1. 跨境电商物流行业依托于跨境电商快速发展	20
3.2. 海外仓竞争格局: 参与者众多, 服务机构较分散	22
3.3. 公司海外仓业务: 业绩持续增长, 开启第二增长曲线	23
<b>4. 盈利预测与估值分析</b>	<b>27</b>
4.1. 盈利预测	27
4.2. 估值分析	29
<b>5. 风险提示</b>	<b>30</b>

## 图目录

图 1: 公司发展进程	4
图 2: 公司股权架构图 (截至 2024Q3)	5
图 3: 营业收入	6
图 4: 归母净利润	6
图 5: 按产品拆分收入	6
图 6: 按地区拆分收入	6
图 7: 毛利率情况	7
图 8: 期间费用情况	7
图 9: 线性驱动架构图	8
图 10: 线性驱动行业上下游	8
图 11: 全球线性驱动器市场规模	8
图 12: 职场白领的健康困扰	9
图 13: 80 后颈腰椎问题凸显	9
图 14: 中国智能家居市场规模	9
图 15: 智能电动床应用	9
图 16: 中国医疗器械市场规模	10
图 17: 医疗器械应用	10
图 18: 健康产业占 GDP 比重	12
图 19: 公司主要产品	13
图 20: 销售渠道拆分	14
图 21: 全价值链业务模式图	15
图 22: 亚马逊和独立站占人体工学销售收入比例	18
图 23: 全球智能电动床市场规模	19
图 24: 全球功能沙发市场规模	19
图 25: 中国跨境电商行业规模	20
图 26: 中国跨境电商出口物流行业规模	20
图 27: 直邮物流流程分解	21
图 28: 海外仓物流流程分解	21
图 29: 2020 年跨境电商物流市场结构	21

图 30: 全球海外仓数量 TOP10 国家.....22  
图 31: 2021-2022 年海外仓发货品类订单占比.....22  
图 32: 海外仓发展历程.....24  
图 33: 乐歌海外仓布局.....24  
图 34: 乐歌海外仓供应链.....24

表目录

表 1: 公司股权激励情况.....5  
表 2: 海外主要参与者..... 11  
表 3: 国内主要参与者..... 11  
表 4: 销售渠道的模式与特点.....14  
表 5: 核心技术.....16  
表 6: 公司线性驱动产能情况（截至 2024 年 H1） .....17  
表 7: 第三方平台与独立站优劣势对比.....18  
表 8: 海外仓主要竞争对手.....23  
表 9: 海外仓分布（2024H1） .....25  
表 10: 公司在美国自有土地（截至 2023 年底） .....26  
表 11: 公司收入拆分.....29  
表 12: 可比公司估值（截至 2024 年 12 月 9 日收盘） .....30

## 1. 乐歌股份：

### 1.1. 基本情况：智能家居龙头，前瞻布局海外仓业务

乐歌股份成立于2002年，2017年12月于深交所创业板挂牌上市，主营业务以线性驱动为核心的健康办公及智能家居产品，目前已成为智能升降家居领军企业，拥有国内自主品牌“乐歌”与海外自主品牌“Flexispot”，核心品类如智能升降桌在海内外电商平台均居行业领导地位，现产品已逐渐拓展至智能电动床、电动功能沙发、健身运动椅等。随着公司业务规模的不断扩大，在运营自用海外仓的基础上，公司延伸布局了跨境电商公共海外仓业务，专注于中大件产品跨境物流服务，可为客户提供一件代发、FBA转运、仓储配送、售后托管、增值服务等全流程一站式跨境物流创新服务，截至2024年三季度，公司在全球部署19个公共海外仓，总仓储面积约62.11万平方米，已服务926家跨境电商企业。

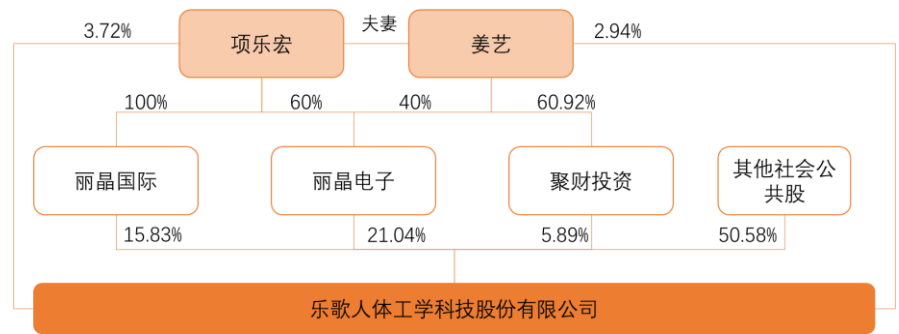
图1:公司发展进程



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

### 1.2. 股权架构：股权集中于创始人夫妇，股权激励计划紧密

公司股权结构集中，创始人夫妇掌握公司实际控制权。据公司公告，公司董事长项乐宏及其配偶姜艺通过丽晶国际、丽晶电子、聚才投资以及直接持股的方式，分别拥有公司29.75%和13.59%的股份，合计43.34%，系公司的共同实际控制人。

**图2:公司股权架构图 (截至 2024Q3)**


资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

**核心骨干均为公司直接间接股东。**公司核心业务团队稳定，较大比例成员为与公司实际控制人一起创业 10 年以上的创业伙伴。公司从 2009 年起引入核心骨干持股，并在上市后通过限制性股票、股票期权及员工持股计划等多种方式针对中层管理人员及核心骨干人员进行股权激励。目前各主要部门核心骨干均为公司直接或间接股东，保障了公司核心团队的稳定性和进取心。

**表1:公司股权激励情况**

首次实施公告日	激励标的	占当时股本比例	授予价格	行权条件
2023/07/14	股票	0.89%	8.19	2024、2025、2026 年归属于上市公司股东的净利润分别不低于 4.5 亿元、5 亿元、5.5 亿元。
2021/08/20	股票	2.27%	11.06	以 2020 年营业收入为基数，2022 和 2023 年营业收入、归母净利润增长率分别不低于 70%/30% 和 100%/120%。
2020/07/11	期权	2.17%	28.75	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，2020、2021、2022 年剔除股权激励影响后归母扣非后净利润增长率不低于 30%、70%、100%。
2018/05/25	股票	1.74%	14.60	以 2017 年营业收入为基数，2018、2019、2020 年营业收入增长不低于 20%、50%、80%。

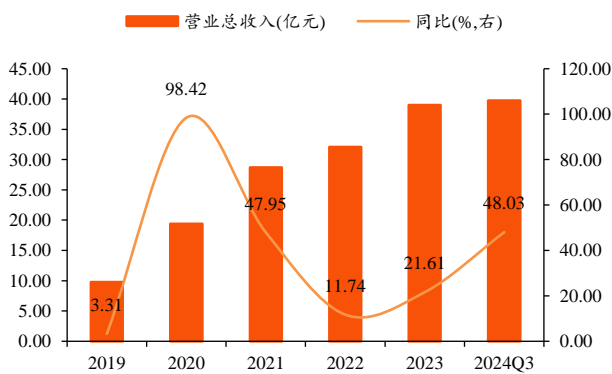
资料来源：Wind，甬兴证券研究所

### 1.3. 财务分析：升降桌和海外仓是业绩主要来源

**公司近年来营收超预期增长。**据公司公告，收入端：公司收入从 2019 年的 9.78 亿元增长至 2023 年 39.02 亿元，CAGR 为 59.85%。其中，2020 年受“宅经济”影响，公司人体工学升降桌步催化了公司跨境电商业务的快速发展，带动公司营收同比增长 98.42%，为成立以来最高增速。2023 营收 39.02 亿元，同比增长 21.61%，主要是电商渗透率持续提升，线下转线上的消费趋势明显，叠加国内外健康消费理念不断深入，推动智能升降家居产品渗透率提升带来的需求增长所致。2024 年前三季度公司实现营收 39.75 亿元，已超过去年全年营收，同比增长 48.03%，海外仓业务持续保持高增长，智能家居新产品逐渐起量。**利润端：**公司归母净利润从 2019 年的 0.63 亿元增长至 2023 年的 6.34 亿元，CAGR 为 112.18%。其中，

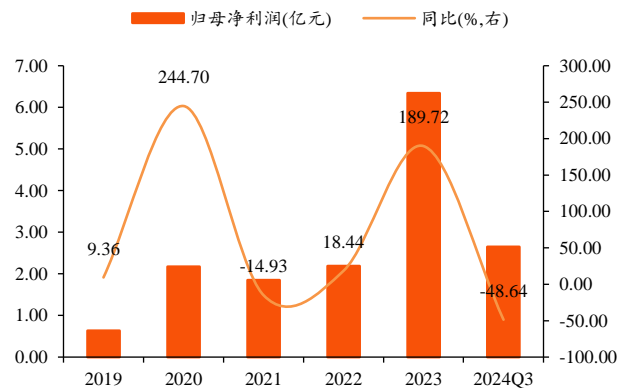
2021年，受研发与营销投入增加、国际集装箱运费持续上涨、原材料价格持续高位等影响，公司净利润出现下滑。2022年经原材料价格周期性回落，净利润恢复至2.19亿元。2023归母净利润6.34亿元，同增189.72%，主要是公司1月出售了位于加州的海外仓，当期增加3.64亿元净利润。23年Q1的卖仓收入同时也导致2024年前三季度公司归母净利润承压，同比下降48.64%达2.65亿元，而前三季度扣非归母净利润1.40亿元，同比下降8.64%，主要是9月下旬人民币兑美元大幅升值，公司产生较多汇兑损失，以及新开仓16万平方米的租赁费和海运费上涨带来的成本增加导致。

图3:营业收入



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

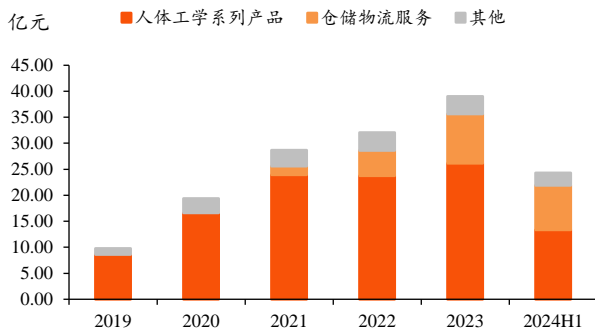
图4:归母净利润



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

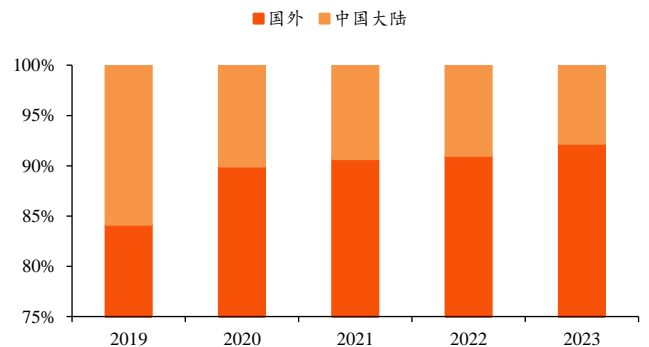
人体工学系列产品和海外业务是营收主要贡献来源，仓储物流服务占比增长。从产品看，人体工学系列产品是公司营收主要来源，但近年来随着海外仓业务逐步成熟，仓储物流服务收入占比逐渐增大，2024年H1公司人体工学、仓储物流收入分别为13.37/8.51亿元，占比分别为55.09%/35.06%。从地区看，海外是公司营收主力，2023年公司海外收入占比为92.21%，国内收入占比仅为7.79%。

图5:按产品拆分收入



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

图6:按地区拆分收入

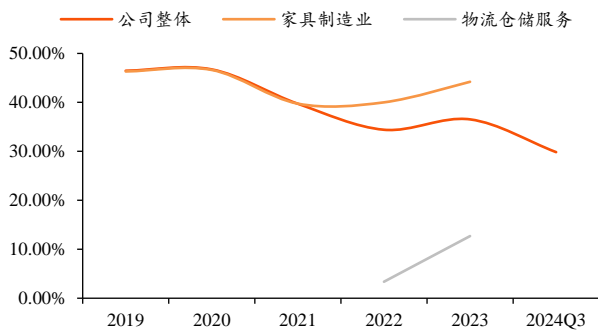


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所



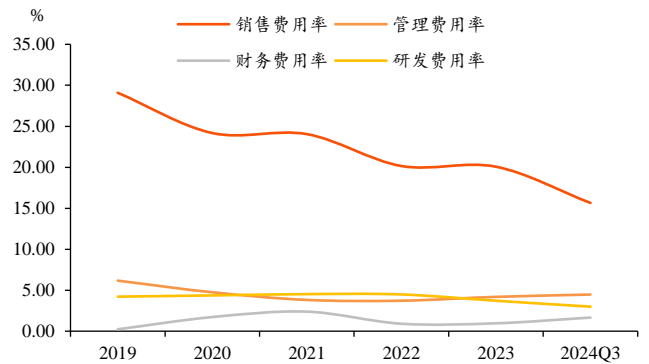
毛利率有望回升，期间费用稳中有降。公司整体毛利率从 2019 年的 46.47% 下跌至 2022 年的 34.41%，主要是营收结构变动，毛利率较低的公共海外仓占比提升导致，但伴随公司小仓换大仓逐步推进，2023 年公共海外仓毛利率已修复至 12.69%，公司整体毛利率也回升至 36.53%。2024 年前三季度，受今年新开的海外仓尚未达到盈亏平衡线影响，拉低了整体毛利至 29.84%，后续若新开海外仓开始盈利、自建仓逐步投入使用以及产品结构不断调整，毛利率有望回升。另外，公司费用控制能力优异。销售费用率从 2019 年的 29.09% 下降到 2024Q3 的 15.64%，管理费用率从 6.16% 下降到 4.47%，研发费用率和财务费用率稳中有降，分别保持在 3% 和 1% 左右，其中，24 年三季度由于汇兑损失，财务费用率增长至 1.66%。

图7:毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:期间费用情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 2. 线性驱动:

### 2.1. 线性驱动行业有超 50 亿美元市场空间

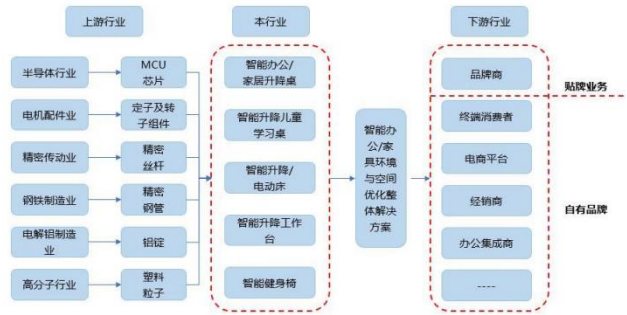
线性驱动是一个快速发展、应用广泛的蓝海行业。线性驱动指通过控制系统将指令发送给传动系统，使电机按照指令速度和频率将圆周运动通过蜗轮蜗杆和精密丝杆转化为直线运动，从而达到推拉、升降等效果。随着线性驱动应用的产品和场景不断拓宽，全球线性驱动器的市场规模正在快速提升，以智能家居为例，线性驱动技术可应用在客厅的升降桌、多功能升降茶几，智能升降学习桌，卧室的升降床，厨房的升降橱柜等所有居家环境的各类产品中。线性驱动的上游是钢铁制造业、电解铝制造业、高分子行业以及五金配件行业等，目前该等行业在国内发展较为成熟，供应充足。贴牌业务的下游行业为品牌商。自主品牌业务的下游行业主要是电商平台、经销商、办公集成商等，下游的最终客户为终端消费者。

图9:线性驱动架构图



资料来源: NIASA 《LINEAR ACTUATORS》, 甬兴证券研究所

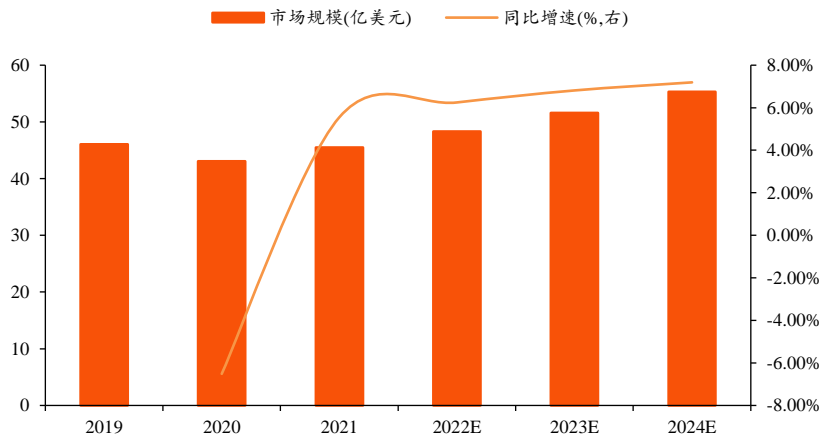
图10:线性驱动行业上下游



资料来源: 公司公告, 甬兴证券研究所

线性驱动器拥有超 50 亿美元市场规模。据 TECHNAVIO 发布的《GLOBAL ACTUATOR MARKET 2020-2024》数据显示, 2019 全球线性驱动器市场规模为 46.07 亿美元, 预测到 2024 年将增长至 55.30 亿美元, 虽然受到宏观经济因素影响, 2020 年增速有所下降, 但随着后疫情时代到来, 预计未来仍可实现相对稳定的增长速度。

图11:全球线性驱动器市场规模



资料来源: TECHNAVIO, 公司公告, 甬兴证券研究所

## 2.2. 线性驱动行业发展前景: 健康办公、智能家居、医疗器械

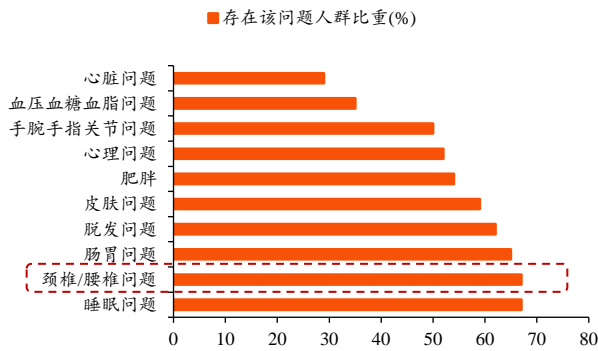
### 2.2.1 健康办公领域

久坐不动促使职场白领颈腰椎问题凸显, 有望推动健康办公需求增长。据公司公告, 随着年轻群体长期从事低头工作或头颈固定某一姿势工作的职业者的比例越来越高, 相应年轻群体有颈椎疾病的人群也日渐增多, 颈椎患病人群呈现年轻化趋势。据 CBNDdata, 中国医疗保健国际交流促进会颈腰疾病防治专业委员会调查显示, 我国近 1.5 亿人有颈椎问题。对于 85 后与 80 后的职场白领来说, 颈椎与腰椎问题尤为凸显, 占比分别达到 70%和 74%。在世界卫生组织公布的《全球十大顽症》中, 颈椎病排序第二, 仅次于心脑血管疾病。庞大的白领人群对健康办公日益请务必阅读报告正文后各项声明



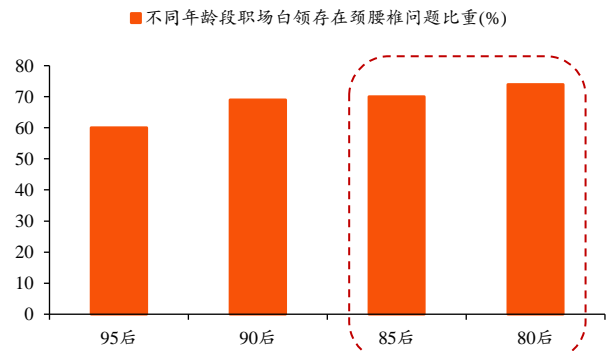
增长的需求将推动线性驱动技术广泛应用于健康办公领域。线性驱动智慧办公升降桌、智慧升降工作台、智能健身车等健康办公产品能够实现坐立交替的办公环境，有利于预防和改善亚健康职业病。目前，在美国，如谷歌、苹果、脸书（Facebook）等互联网巨头们均在办公场所配备了线性驱动智慧办公升降桌。

图12:职场白领的健康困扰



资料来源: CBNDatX 罗技问卷调研, 甬兴证券研究所

图13:80 后颈腰椎问题凸显

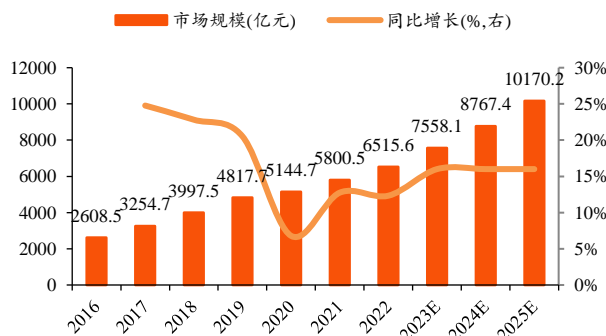


资料来源: CBNDatX 罗技问卷调研, 甬兴证券研究所

### 2.2.2 智能家居领域

**2025 年中国智能家居将突破万亿规模。**智能家居行业正处于快速增长的时期，已从初期的单品智能阶段步入到智能互联阶段。据亿欧智库数据，2022 年中国智能家居市场规模增长至 6515.6 亿元，2016-2025 年 CAGR 达 16.32%，预计 2025 年将突破万亿元。当前市场上主流的线性驱动智能家居产品包括有智能电动床、智能升降学习桌、智慧家居升降桌、智能电动电视机架、功能性升降沙发、升降茶几等。这些产品可通过根据不同使用者以及同一使用者不同的年龄段、不同的姿态进行人性化调节，避免使用者疲劳与亚健康，构筑舒适智能家居环境。随着人们对于智能家居产品使用需求的不断提升，未来线性驱动智能家居产品的市场前景有望同步提升。

图14:中国智能家居市场规模



资料来源: 亿欧智库, 甬兴证券研究所

图15:智能电动床应用

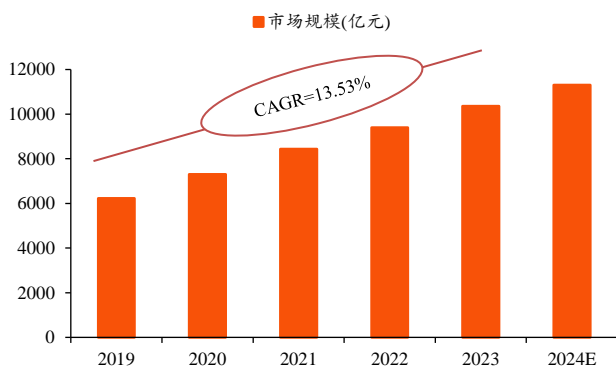


资料来源: 公司官网, 甬兴证券研究所

### 2.2.3 医疗器械领域

线性驱动技术除广泛应用于日常工作和办公中，还可应用于医疗器械领域。据中商情报网，中国医疗器械市场规模由 2019 年的 6235 亿元增长至 2023 年的 10358 亿元，期间复合年增长率为 13.53%，预计 2024 年中国医疗器械市场规模将达到 11300 亿元。线性驱动产品在医疗领域中具有广泛的应用前景。目前，线性驱动技术在医疗行业的应用主要包括电动医疗床、电动护理床、升降诊察台、治疗椅等。随着国内居民人均可支配收入的持续增长和政府政策对于国产和创新医疗器械的大力支持，中国医疗器械市场将有望持续保持高速增长的良好态势，未来市场增长空间广阔。

图16:中国医疗器械市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，中商情报网，甬兴证券研究所

图17:医疗器械应用



资料来源：LINAK 公司官网，甬兴证券研究所

## 2.3. 竞争格局：海外品牌市场认可度较高，国内品牌价值持续提升

### 2.3.1 海外市场成熟度和市场化程度较高

国外市场中领先的人体工学厂商主要包括线性驱动升降办公系统领域的丹麦力纳克（LINAK）公司、德国德沃康（DEWERT）公司、美国爱格升（Ergotron）公司，人体工学产品应用领域的美国优门（Humanscale）公司、美国 Human Solution 公司、美国 Varidesk 公司以及智能健身车领域的美国莱仕邦 LifeSpan 公司。这些厂商产品与品牌的市场认可度较高，产品附加值也较大，具有较强的竞争能力，在传统商超及电商平台都占据了较大的市场份额。

**表2:海外主要参与者**

国家	成立时间	介绍
力纳克 (LINAK)	丹麦 1907	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。力纳克公司已成为设计制造电动直线推杆解决方案的世界领先厂商。
德沃康 (DEWERT)	德国 1982	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。
爱格升 (Ergotron)	美国 1982	爱格升是上市公司 Nortek Inc. 的下属子公司，并于 2012 年收购了行业内知名的电视支架制造商 Omni Mount。产品包括：显示器支臂、坐立交替办公系统、医用推车等。爱格升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。
优门设 (Humanscale)	美国 1983	全球人体工学产品界的领导品牌，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。
Human Solution	美国 2002	美国最大的人体工学办公家具经销商之一，自 2002 年以来占据人体工学办公家具领域领先地位，主要产品包括办公桌、办公椅和工作站配件等。

资料来源：公司公告，Human Solution 官网，德沃康官网，甬兴证券研究所

### 2.3.1 国内线性驱动健康消费行业总体还处在初级阶段

国内线性驱动健康消费行业总体还处在初级阶段（以 OEM 和 ODM 模式为主）向成长阶段（OBM 模式）转变的过程中，市场上多数厂商仍在提供同质化严重、技术含量较低的中低端产品，且未形成自主的品牌资源。与此同时，部分产品质量突出、较早形成自主品牌并具有一定产品开发设计能力的厂商，占据了中高端市场较大的市场份额，利润率较高，市场竞争也相对有序。随着消费者品牌意识加强和对于安全生产认证的重视或将促使消费者越来越多的选择中高端人体工学产品。

**表3:国内主要参与者**

成立时间	2024 前三季度营收(亿元)	主要产品及产品定位	市场区域和销售渠道
乐歌股份 300729.SZ	2002 39.75	智慧办公升降桌、智慧家居升降桌、智能升降学习桌、智能电动床、智慧升降工作台、健身办公椅、智慧会议系统等人体工学线性驱动终端产品，中高端定价	具备较成熟的境内境外线上线下渠道，结合直销与分销模式，以自主品牌、跨境电商 M2C 业务模式为主
捷昌驱动 603583.SH	2000 25.68	推杆、升降立柱、配套的控制器等部件为主，属于升降桌主要部件，中高端定价	ODM 贴牌模式为主，境外市场为主，直销模式为主，未开拓线上渠道。
凯迪股份 605288.SH	1992 8.93	线性驱动系统的零部件，包括电动推杆、手控器、电器盒及其他零部件等，目前主要应用于智能家居领域的功能沙发、智慧办公领域的电动升降办公桌、医疗器械行业的医疗床及电动护理床、汽车行业的汽车尾门开启系统等终端产品。	下游家具制造企业销售零部件，直销模式，未开拓线上渠道
麒盛科技 603610.SH	2005 22.22	智能电动床、床垫及零配件，产品“ERGOMOTION”、“索菲莉尔”智能床被广泛运用于酒店、别墅、高端会所等领域，中高端定价	ODM 贴牌模式为主，主要面向境外贴牌客户销售，较少线上销售模式
匠心家居 301061.SZ	2002 18.49	智能电动沙发、智能电动床及其配件，拥有 MotoMotion、MotoSleep、HHC、Yourway 等具有一定国际知名度的自主品牌，中高端定价	ODM 贴牌模式为主，OEM 和 OBM 为辅，99%为境外直销

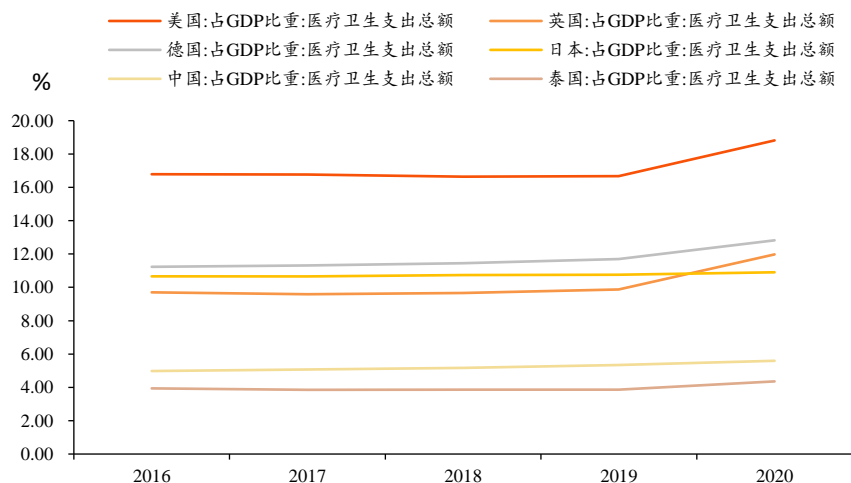
资料来源：公司公告，Wind，甬兴证券研究所

## 2.4. 线性驱动渗透率存在差异，欧美高于中国等新兴市场国家

**各地区渗透率不同。**据公司公告，Statista 数据显示，2022 年全球智能家居市场规模约 1080 亿美元，同比增长 10.3%，预计在未来五年保持高速增长态势，复合增长率约为 12.5%，2027 年将增长至 2330 亿美元；全球智能家居渗透率从 2018 年的 8.10%，增长至 2022 年的 14.19%，预计 2027 年全球智能家居渗透率将增长至 28.84%。北美、欧洲等发达国家和地区经济发展水平较高，办公健康较早受到消费者的关注，健康消费理念已被较为广泛地运用到生活家居和办公设备的设计和生产中，因而行业成熟度较高，市场化程度也相应较高。南美洲、中东和亚太市场则属于新兴市场，发展潜力较大、增长速度快。随着新兴市场经济体的进一步发展和健康消费理念的全面渗透，新兴市场国家也将成为线性驱动健康消费产品的重要消费市场。

**健康产业支出呈上涨态势。**据 Wind 数据，近年来，美国健康产业占 GDP 比重超过 16%，英国、德国、日本等国健康产业占 GDP 比重超过 10%，而我国等新兴市场的健康产业仅占 GDP 的 4%-5%，但都呈现逐年上升态势。未来与人们的生活、工作息息相关的健康办公、舒适生活的需求有望成为大健康产业发展的重点之一，健康消费产品行业或将迎来良好的发展机遇。

图18:健康产业占 GDP 比重



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

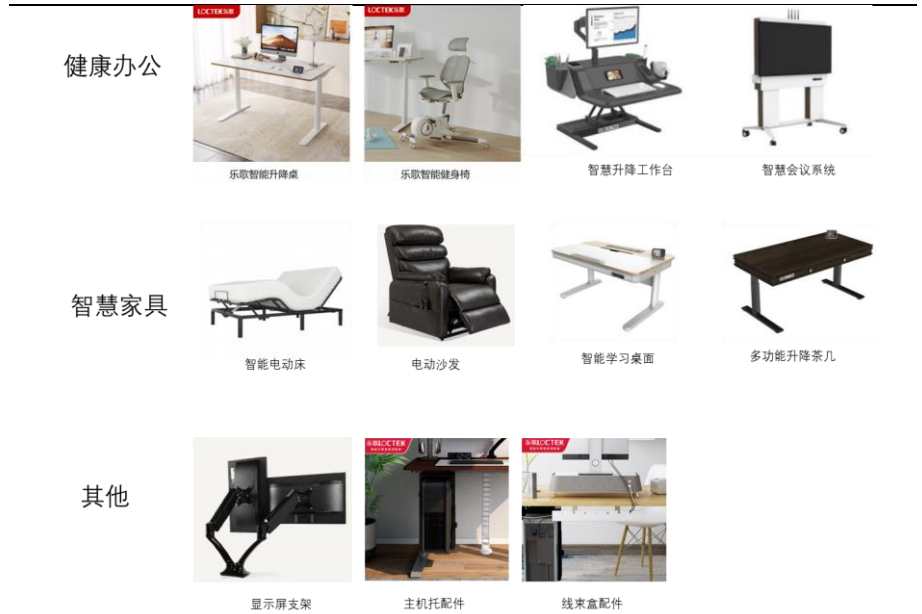
## 2.5. 公司线性驱动业务：多元销售渠道，全价值链业务模式

### 2.5.1 线性驱动产品是公司核心品类

公司两大主营业务之一的是聚焦以线性驱动为核心的智能家居、健康智慧办公产品，广泛应用于日常生活、办公领域，以及智慧城市、智能工

厂、智慧医疗、智能家居、金融、IT 等专业领域。产品主要包括：1) 健康智慧办公产品：线性驱动智能办公升降桌、智慧升降工作台、健身办公椅、智慧会议系统等；2) 智能家居：智能升降家居桌、智能升降学习桌、智能电动床、电动沙发等；3) 其他：显示屏支架、线束盒等配件。

图19:公司主要产品



资料来源：公司公告、公司官网，甬兴证券研究所

## 2.5.2 线上线下&境内外多元化销售

开拓自有品牌，多元化销售模式融合。公司发展早期采用 ODM 为主的贴牌销售模式，自 2010 年起公司着力开拓自主品牌产品的销售，形成了 M2C 直营模式，即公司作为生产厂家直接面向消费者，通过减少流通环节降低销售成本，并提升消费者购买及售后服务体验。公司现已形成多类型、多渠道的多元化销售模式，市场竞争力、抗风险能力得到进一步增强。目前公司正积极加大渠道拓展，持续加强线上销售渠道的基础上，努力开拓线下自有品牌渠道，实现线上线下融合。

### (1) 境外销售

从销售市场而言，境外发达国家人体工学产品市场应用更为成熟，因此公司产品主要销往境外市场。**线下销售方面**：境外线下销售客户主要包括零售渠道，超市渠道，批发渠道，工程渠道等，采用 ODM 模式为主，同时，亦开展了部分自主品牌产品的线下销售，以自主品牌进入二三世界国家市场。**线上销售方面**：境外线上销售主要通过公司自建独立网站 FlexiSpot.com 和大型第三方电商平台进行，第三方包括：Amazon, Home Depot, Office Depot, Walmart, Wayfair, 乐天, 雅虎等电商平台。近年



来，公司独立站稳步快速发展，2023 年公司美国独立站流量首次超过主要竞争对手排名第一，并稳定保持领先地位。

### (2) 境内销售

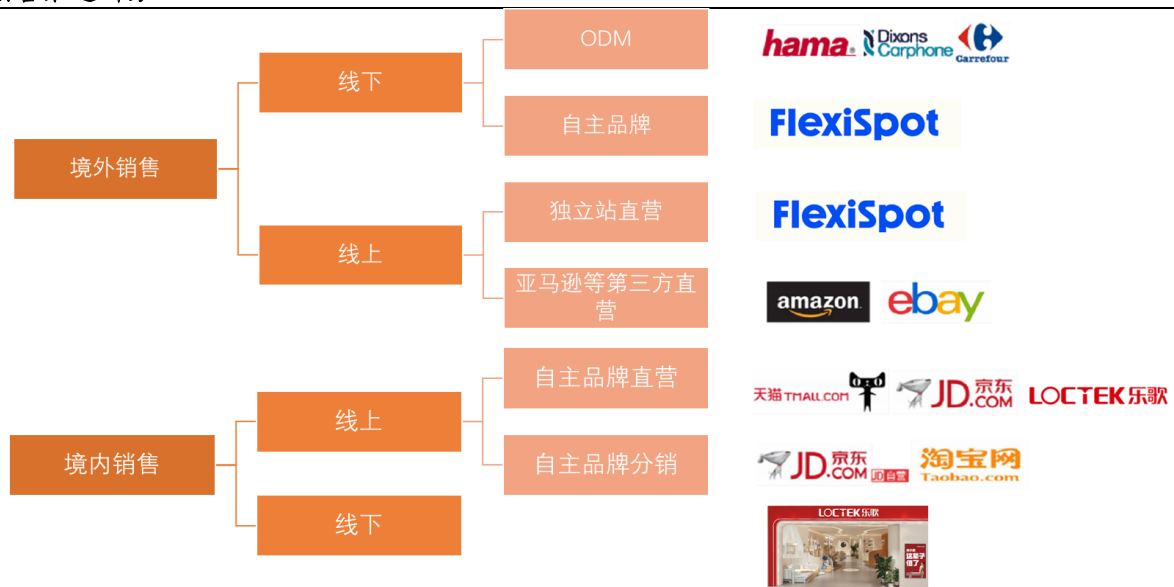
公司线上销售主要通过公司自建独立网站 Lege.cn 和天猫、京东、小米有品等第三方电商平台进行，线上分为直营和分销两种模式，即以自有品牌“乐歌”店铺直接销售和将产品销售给京东等分销商，再由其通过自身平台销售给最终消费者。线下方面：公司境内线下销售产品以自主品牌为主，亦有少量家居/家具品牌商采用双品牌或 ODM 的合作方式，客户主要为实体门店、民用家居品牌商、办公家具品牌商、IT/OA 集成商和其他行业客户。2023 年，公司持续开拓经销商渠道，并以宁波为试点积极布局线下门店，截至 2024 年上半年已在宁波开设 3 家直营线下体验店，在深圳、北京、上海、广州、重庆等经济活跃城市共开设 35 家经销门店。

表4:销售渠道的模式与特点

销售渠道	销售模式	模式特点
境外线下	主要为 ODM 模式，客户主要为境外品牌商、零售商、批发商等	中等毛利率、中等费用率、较低库存量
境内线下	自主品牌产品销售占比较高，与办公集成商、经销商等合作为主	中等毛利率、中等费用率、中等库存量
线上销售	全部为自主品牌产品销售，M2C 直销模式为主，线上分销为辅	高毛利率、高费用率、中等库存量

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图20:销售渠道拆分



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### 2.5.3 竞争优势

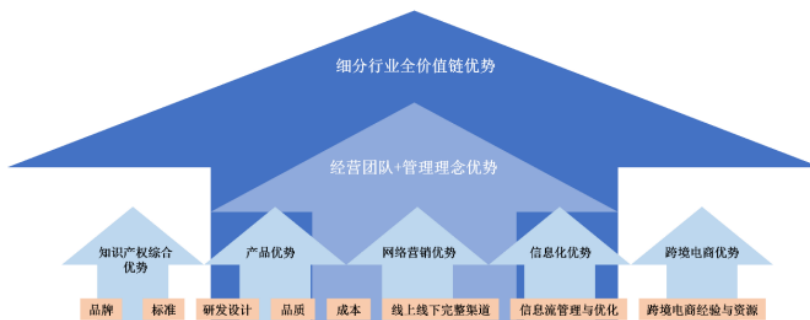
#### (1) 全价值链业务模式优势

公司线性驱动产品板块目前已形成覆盖市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、信息化系统、品牌营销和售后服



务的全价值链业务模式。公司全价值链的布局形成了与国内同行相比的盈利能力优势，拥有从产品企划到终端消费者的完整价值链，占据了微笑曲线的两端，即附加值更高的设计和营销环节。成本方面：公司可以通过对物料流和信息流的优化、对生产方式的调整以及对生产工艺的创新，加大成本把控；设计环节：公司注重产品开发的功能性、创新性，能够满足并挖掘终端消费者的需求；营销环节：公司注重自主品牌推广和线上线下渠道建设，在入驻亚马逊、家得宝、沃尔玛、京东、天猫等国内外主流电商平台之外，公司拥有独立站，能全方位引导消费者的产品认知和应用需求，为公司带来较高的盈利能力。通过整合各业务环节，公司实现了从传统制造企业向先进制造业和现代服务业融合发展平台型、创新型企业的转变，提升了公司对市场需求的反应速度和新品推出速度，构成了公司的核心竞争优势。

图21:全价值链业务模式图






资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

## (2) 研发优势：主要核心技术为原始创新取得

公司目前拥有的核心技术均为其自主研发而来，是公司研发团队在研发生产过程中经过市场反馈、技术积累和创新形成的自有技术。公司致力于人体工学领域的产品研发、应用与创新，在线性驱动智能办公升降系统、智慧升降工作台、智能健身车等领域保持每年销售收入3%-5%的持续性研发投入，具有较强的技术实力。公司始终坚持研发先导战略，截至2024年上半年拥有专业研发与技术人员超700人，产品企划设计部、研发部、健康研究院、技术中心、模具中心等是公司常设研发创新机构。除内部研发机构外，公司也与宁波大学、宁波工程学院、浙江大学宁波理工学院等科研机构开展研发合作，设立合作研发平台。截至2024年6月末，公司共计拥有专利技术1,286项，其中已授权发明专利122项。公司主要人体工学产品均有专利覆盖，有效形成了技术和专利壁垒。

表5:核心技术

名称	图示	相关专利名称
电动升降桌及其控制方法		遇阻回退自适应的电动升降平台控制方法 (ZL201910316427.5)
		全折叠免安装电动升降桌 (ZL201711434413.0)
		用于升降桌腿的摩擦件及其使用方法 (ZL201610316638.5)
		升降桌腿的止转结构 (ZL201610312821.8)
		升降平台平衡调节方法 (ZL201910494911.7)
		一种实现遇阻回退的电动升降平台控制方法 (ZL201910132025.X)
		单电机电动升降桌 (ZL201922084688.7)
		电动升降桌及其控制方法 (201910619117.0)
		一种用于升降立柱的语音控制系统及方法 (201910263733.7)
		升降设备控制器及控制方法 (202010081141.6)
		具有快装式桌脚的桌架 (202011191013.3)
		一种实现将遇阻回退的电动升降桌台控制系统及方法 (202010029414.2)
一种升降桌平稳运行的驱动电路和控制方法 (202210015733.7)		
一种编码器的测速方法、装置和电子设备 (202210093202.X)		
健身椅		健身车 (202110074759.4)
		具有前后位置调节结构的健身车座椅 (202111319031X)
		具有前后位置调节结构的健身车座椅的支承装置 (ZL2021201563771)
		健身车座椅的靠背角度调节结构 (ZL2021227350964)
智能显示屏互动技术		健身车座椅的脚踏结构 (ZL2021227340286)
		一种多功能升降桌控制器 (202111071106.7)
		基于智能升降桌的智能健康监测方法及系统 (202111009690.3)
		智能学习桌 (202111009950.7)
		应用于工作站的基于人脸识别的人体生理参数监测方法 (201910236620.8)
		基于升降平台的姿态检测方法 (201910236371.2)

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### (3) 规模优势：年产能超 200 万套，核心部件全自制

公司线性驱动升降系统产品生产规模目前处于全球领先地位，形成了在国内宁波、广西北海生产基地核心制造以及海外越南外围制造的模式，年生产能力在 200 万套以上。凭借规模优势，公司在采购上具有较高的议价能力及供应链整合能力；在生产制造上，核心部件全自制，主要零部件的生产工艺自动化程度高。自主生产及全球多基地生产使得公司抗风险能力和成本优势更加凸显。

**表6:公司线性驱动产能情况(截至2024年H1)**

项目名称	项目分类	产能(万套)	项目规划	投入进度	地点
年产100万台显示器支架及35万台升降台(桌)项目	IPO募投	135	人体工学显示器支架100万台、升降台20万台、升降办公桌15万台	已完结	宁波
年产120万台(套)人体工学产品生产线技改项目	2020可转债	120	年产电动多媒体升降系统20万套、线性驱动智慧升降系统40万套、智慧增高台60万台	已完结	宁波
越南生产基地扩产项目	2020可转债	44	新型平板及显示器支架14万套、升降台(桌)及各种新型办公系统30万套	已完结	越南
线性驱动核心技术产品智能工厂项目	2021年定增	150	年产150万套线性驱动核心技术产品	已终止实施并变更	宁波
年产15万套智能线性驱动产品5G+智能工厂技改项目	2021年定增	15	年产智能线性驱动产品15万套	已调整投资规模后结项	宁波
线性驱动核心技术智能家居产品智能工厂项目	2022年定增	200	新增年产线性驱动核心产品200万套产能,其中智能升降桌100万套,智能电动床50万套,智能升降学习桌50万套	46.48%	广西
越南福来思博智能家居产品工厂项目	2022年定增	49.5	年产线性驱动核心产品45万套产能,其中智能升降桌25万套,智能电动床20万套;其他产品产能4.5万套。	已结项	越南

资料来源:公司公告, Wind, 甬兴证券研究所

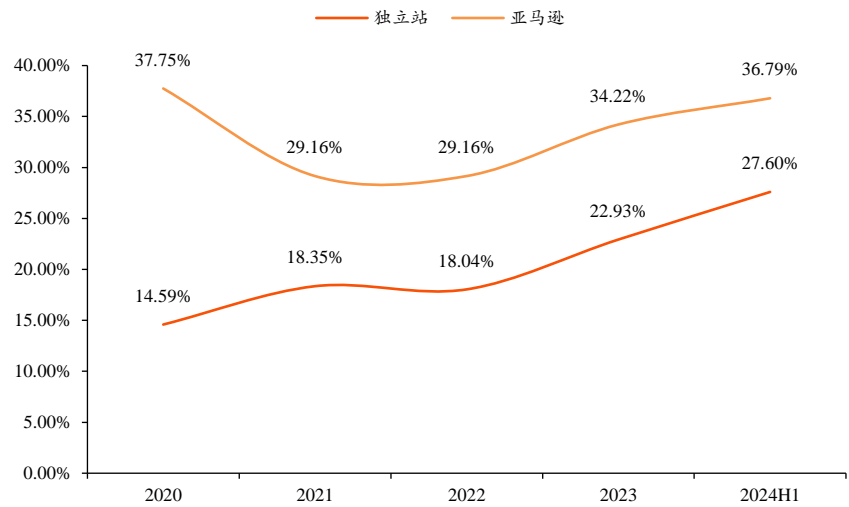
注1:“线性驱动核心技术智能家居产品智能工厂项目”调整后投资额包含三个部分募集资金投入:1)2021年向特定对象发行股票募集资金“线性驱动核心技术产品智能工厂项目”变更的募集资金29,388.86万元;2)“年产15万套智能线性驱动产品5G+智能工厂技改项目”调整投资规模后结项的结余的募集资金1,208.20万元;3)2022年以简易程序向特定对象发行股票募集资金拟投入的募集资金12,000.00万元。

注2:经公司2024年3月19日召开的第五届董事会第二十六次会议、第五届监事会第二十一次会议及2024年4月8日召开的2024年第一次临时股东大会审议通过,“越南福来思博智能家居产品工厂项目”将结项并将剩余募集资金变更用途,投向“美国佐治亚州 Ellabell 海外仓项目”,变更用途的募集资金截至2024年3月12日共计4,353.17万元(具体金额以实际结转时项目专户资金余额为准)

### (3) 独立站运营优势:垂直类独立电商网站中处于第一梯队

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。线上渠道包括 Flexispot 独立站和 Amazon、天猫、京东等第三方平台,且核心品类在海外第三方平台升降桌品类销量排名第一,国内平台升降桌类目市占率第一。其中,亚马逊和独立站是公司主要收入渠道,且独立站平台业务规模呈不断攀升趋势。截至2024年H1,公司跨境电商收入中,独立站销售收入3.69亿元,同比增长20.87%,增速高于去年全年,占跨境电商收入40.31%,稳中有升, FlexiSpot 独立站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。

图22:亚马逊和独立站占人体工学销售收入比例



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

据头豹研究院，跨境电商独立站是指分属不同关境的交易主体，通过具有独立域名的电子商务平台达成交易、进行支付结算，并通过跨境物流送达商品、完成交易的在线交易平台。第三方平台虽然进入门槛低且自带流量，但有同质化竞争激烈、营销受限等劣势。而建立独立站，有利于公司自主品牌打造，提升复购、留存和转化率，实现消费者生命周期价值的最大化。我们认为，公司一方面借助亚马逊平台流量保障销量，另一方面运营独立站积累私域流量，双管齐下有助于长期发展和获客。

表7:第三方平台与独立站优劣势对比

	独立站优劣势	第三方平台优劣势
优势	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 不受制于第三方平台的政策或规则，无封站风险，平台费率低</li> <li>2) 一手数据分析获客积累高质量私域流量，更易培养品牌忠诚度</li> <li>3) 可采取灵活营销活动，塑造品牌形象</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 进入门槛低</li> <li>2) 平台自带品牌效应，流量背书</li> </ul>
劣势	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 自主引流，流量成本高，竞争激烈，转化率低</li> <li>2) 运营难度大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1) 同质化竞争激烈</li> <li>2) 受平台规则约束，营销方式受限</li> <li>3) 商家获得数据受限</li> </ul>

资料来源：头豹研究院，雨果跨境，甬兴证券研究所

#### (4) 公共海外仓运营优势：规模效应带来物流成本降低

据公司公告，公司较早前瞻性的布局了公共海外仓，随着公司自身业务快速增长，海外仓布局持续推进，乐歌在仓储物流方面的规模效应逐步形成。截至2024年三季度，在全球拥有海外仓19个，面积62.11万平方米。公司公共海外仓的持续推进，集合了900多家客户的百万级包裹发运量，使得公司尾程配送成本大幅降低。同时整合了乐歌及公共海外仓客户的头程柜量，海运及目的港拖车的价格优势也在放大，运作效率正循环。在规模效应的促使下，使得公司跨境电商业务的物流成本降低。

### (5) 新品类拓展：构建多元化产品矩阵

公司在线性驱动健康消费产品领域已精耕细作多年，线性驱动的主要核心部件均为自研自产，目前主要应用在升降桌品类。由于线性驱动行业产品的底层技术具有相似性，随着公司产品结构升级开始构建以人体工学线性驱动产品为主的多元化矩阵，现已逐渐拓展至电动床、电动沙发等智慧家居领域。

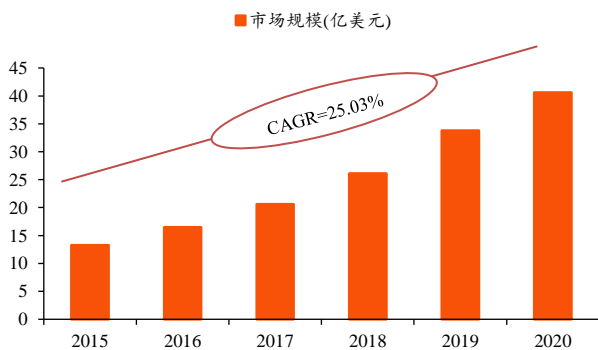
#### 1) 智能床：

据智研咨询，智能电动床最初主要用于护理功能，随着人们对生活品质要求的提高及中高端床垫厂商的市场推广，越来越广泛的人群开始购买和使用智能电动床。2015年-2020年，全球智能电动床市场规模从13.28亿美元增长到40.58亿美元，CAGR达25.0%。当前，乐歌智能床已在海内外第三方平台与独立站同步上线，国内2B和2C端，包括线下门店，都已推出展示。后续随着广西、越南智能床产能落地，发展节奏有望加速。

#### 2) 电动沙发：

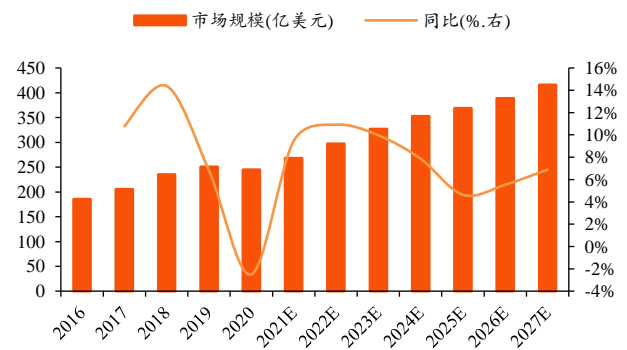
2023年公司积极扩充品类至电动沙发，对自主生产的产品进行有效补充。据智研咨询预测，到2027年全球功能沙发市场规模将达到415.97亿美元，整个品类的发展空间高于升降桌。

图23:全球智能电动床市场规模



资料来源：匠心家具招股说明书，智研咨询，甬兴证券研究所

图24:全球功能沙发市场规模



资料来源：匠心家具招股说明书，智研咨询，甬兴证券研究所

公司经营模式及策略与同行业主要竞争对手相比具有较大优势。总的来看，据公司披露，公司多年来深耕人体工学健康办公类产品，并大力发展自主品牌，截至24年H1，公司自主品牌收入占比已达到68.93%，重点以M2C业务模式直接向终端消费者销售自主品牌产品，且自建独立站已具备一定流量基础，而其他主要同类竞争者业务模式为B2B2C、B2C。公司通过M2C业务模式销售健康消费产品主要具有两大优势，一方面，在生产端能

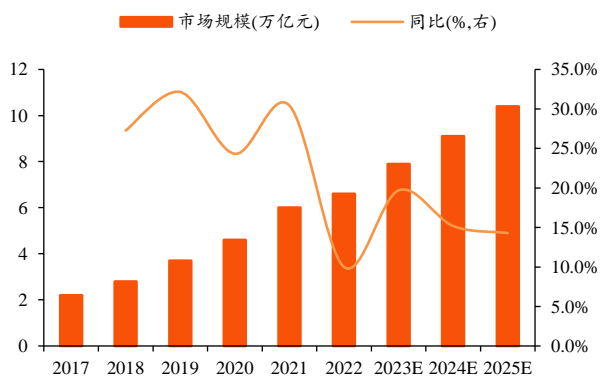
够较好地把握产品质量和成本，同时在销售端能够直接面向最终消费者，省去中间环节，具有较强的价格优势，因此公司产品相比竞争对手具有较高的性价比；另一方面，相较其他竞争对手，公司能够更快更直接地获取用户反馈和评价，同时通过自有平台还能进一步取得完整的人物画像和用户分析，给公司全球营销团队提供了精准的营销方向和定位，客户观察更为深入，从而不断提升公司的品牌实力。

### 3. 海外仓：

#### 3.1. 跨境电商物流行业依托于跨境电商快速发展

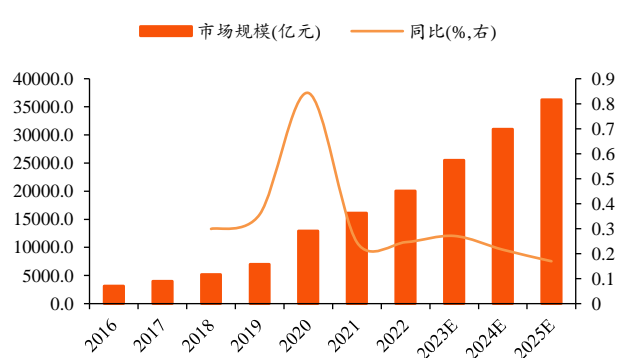
跨境电商拥有破 10 万亿的市场空间，跨境电商物流依托于跨境电商行业迅猛发展。据艾瑞咨询，2017-2021 年之间，中国跨境出口电商行业规模持续保持着高于 20% 的同比增速，叠加疫情对世界各国消费端线上化的加速效应，2021 年跨境出口电商行业规模已突破 6 万亿元。2022 年受疫情导致的供应链压力和国际形势变化等因素的综合影响，跨境出口电商行业边际增速受挫，但全年依旧实现了 9.4% 的同比正向增长，规模也达到了 6.6 万亿元。艾瑞预计未来三年伴随经济复苏，行业边际增幅将会逐步修复，并以 16.4% 的年均复合增长率实现稳中有进的发展，至 2025 年突破 10 万亿元。得益于跨境出口电商行业的快速发展，跨境出口电商物流行业整体向前。未来受益于跨境出口贸易国家不断增加、出海品类愈发多样、海外消费者消费力的恢复以及线上购物的习惯持续培养等因素推动，据艾瑞测算，预计 2025 年跨境电商出口物流行业规模有望超过 3.6 万亿，2021-2025 年 CAGR 为 22.5%。

图25:中国跨境电商行业规模



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

图26:中国跨境电商出口物流行业规模



资料来源：海关总署，艾瑞咨询，甬兴证券研究所

跨境电商件的出口主要通过直邮和海外仓两种途径。直邮业务是跨境物流服务商完成跨境电商件门到门/门到仓全流程跨境物流环节；海外仓模式以备货模式为主，跨境物流服务商通过将跨境电商件运至目的国的仓库后，如果目的国有相关商品的订单，再通过目的国物流服务商由海外仓直发

请务必阅读报告正文后各项声明



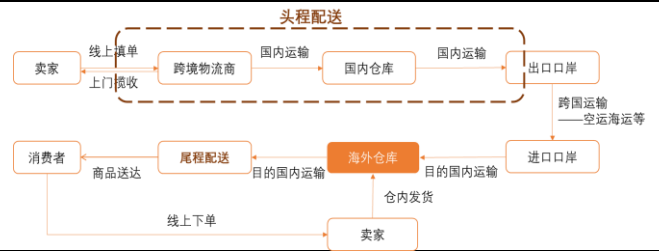
海外消费者。

图27:直邮物流流程分解



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

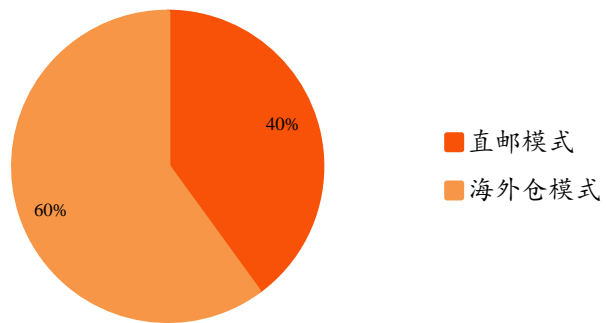
图28:海外仓物流流程分解



资料来源：艾瑞咨询，甬兴证券研究所

**直邮模式仍是主流选择。**按照物流环节运营主体来进行区分，跨境电商出口物流中的直邮模式包含通过 UPU（万国邮盟）的各国邮政网络完成跨境电商件出口的邮政小包；跨境专线服务商利用自营揽货、自排航班运力以及尾程配送的跨境专线服务；以及以 DHL、Fedx、UPS 为主导的国际商业快递服务。根据艾瑞咨询统计，2019 至 2020 年跨境电商物流市场中直邮模式占比 60%，海外仓模式占比 40%。

图29:2020 年跨境电商物流市场结构

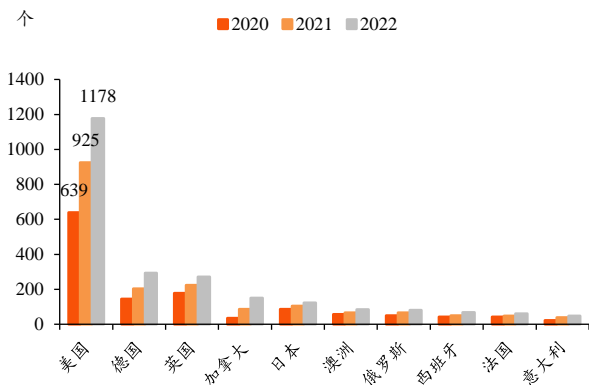


资料来源：公司公告，艾瑞咨询，甬兴证券研究所

**受电商模式下高效的物流流转要求影响，海外仓快速发展。**海外仓指出口企业或跨境电商在海外买家国家和地区建立的仓库，具有清关快、配送快、周转快、服务快和成本低的特点。在跨境进出口贸易中，物流是决定跨境电商服务时效性和稳定性的关键性因素。在传统的跨境物流模式下，商品需要经过国外的进口商、批发商以及零售商三个中间环节才能到达消费者手中。传统跨境物流模式还存在着清关慢、配送慢、周转慢、退货难等弊端。尤其对于中大件商品，因为体积重量的限制，无法进行空运，传统海运直达的模式效率低下，无法满足电商模式下高效的物流流转要求，无法保障履约送达。在此背景下，海外仓快速发展，据跨境眼观察联合 ECCANG TMS&WMS 发布的《2023 海外仓蓝皮书》显示，截至

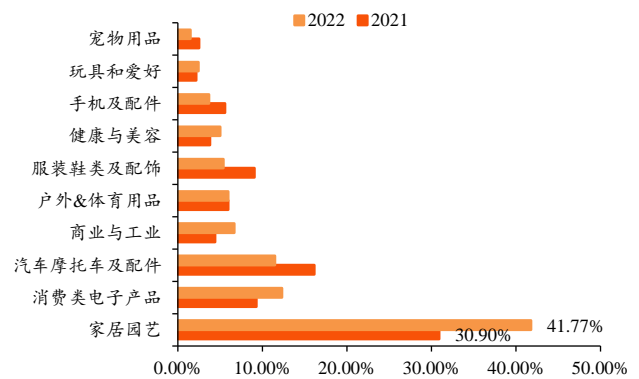
2022年末，海外仓数量前十的国家或地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲（含新西兰）、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计2356个仓库，较上年末增长30.17%，面积合计约2600万平方米，较上年末增长约58%。其中，美国海外仓数量居于首位，2022年新增253个海外仓，新增面积653.5万平方米，2020-2022年CAGR为35.78%，增势明显。从2022年第三方海外仓发货数据看，家居园艺、汽摩配件等发货量占比分别位列第一和第三，海外仓是中大件商品的重要物流模式。据商务部数据显示，截至2024年1月末，我国跨境电商海外仓已超过2,400个，面积约2,500万平方米。

图30:全球海外仓数量TOP10国家



资料来源:《2023 海外仓蓝皮书》, 甬兴证券研究所

图31:2021-2022年海外仓发货品类订单占比



资料来源:《2023 海外仓蓝皮书》, 甬兴证券研究所

### 3.2. 海外仓竞争格局：参与者众多，服务机构较分散

海外仓作为跨境电商发展中的重要组成部分，在提供快速配送和降低运输成本方面发挥着关键作用。据公司公告，在目标市场国家和地区建立海外仓，能够有效缩短物流时效，提高用户体验，从而促进跨境电商销售增长。此外，海外仓还能够优化供应链和降低运营成本，为跨境电商提供稳定而高效的物流服务。目前出口电商服务机构较为分散，各环节中国服务商超过4,000家，其中部分提供直邮模式服务，部分提供海外仓模式服务。国内知名海外仓服务商包括以中小件商品物流为主的谷仓海外仓、递四方、京东物流等公司，也有专注于中大件综合物流的海外仓公司如乐仓、无忧达、大健云仓。

**表8:海外仓主要竞争对手**

公司	成立时间	主要服务及定位	市场区域及仓储分布
乐歌股份 300729.SZ	2002	专注于中大件产品的海外仓服务，涵盖头程海运、海外仓储及尾程派送服务	截至 2023 年末，公司在美国、德国、日本、英国等地设有海外仓，累计全球共 12 仓，面积 28.96 万平方米，其中全美 9 个核心港口和交通枢纽城市，覆盖美西、美中、美南、美东。公司累计服务超过 600 家客户
无忧达	2020	中大件产品的海外仓、国际海运、端到端物流服务	无忧达在全球拥有 21 个自营海外仓，覆盖欧洲、北美地区，拥有约 37 万平方米自营仓储和配送体系，其中美国海外仓总面积约 26.94 万平方米
大健云仓 GCT.O	2013	中大件产品的海外仓服务、B2B 物流平台	大健云仓在北美、欧洲、亚洲等地区共运营 31 个海外仓，其中美国拥有 23 个海外仓，总仓库面积约 83.61 万平方米，主营业务分为平台模式及自营模式
Shipwire	2006	为中小企业和电商公司提供全球物流和仓储解决方案	美国 Shipwire 公司的物流中心遍布全球 30 多个国家和地区，主要分布在美国、加拿大、欧洲等地区。Shipwire 利用母公司基华物流在全球 1,030 万平方米的仓库网络，为客户提供优质的全球物流仓储服务
谷仓海外仓	2015	以小件商品为主的海外仓、头程干线、海外仓储、尾程派送、合同物流服务	谷仓海外仓拥有海外仓面积超 140 万平方米，海外仓分布在北美、德国、法国、英国、捷克、澳洲、日本等地，其中美国海外仓面积达 85 万平方米
递四方	2004	以小件商品为主的海外仓，全球订单履约、仓储与物流管理系统、全球退件解决方案、全球包裹直发、以及全球转运进口服务	递四方在全球 16 个国家建设近 50 个海外仓，总面积近 100 万平方米。覆盖北美、澳大利亚、日本、英国、德国、西班牙、捷克等地，其中美国海外仓总面积约 22 万平方米
京东物流	2012	为快消品、3C、服装、家电家具、汽车、生鲜等行业客户提供一体化供应链解决方案	截至 2023 年 12 月末，京东物流拥有接近 90 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，总管理面积接近 90 万平方米。截至 2023 年 2 月末，京东物流美国自营海外仓总面积约 12.08 万平方米

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### 3.3. 公司海外仓业务：业绩持续增长，开启第二增长曲线

#### 3.3.1 专注于中大件商品，以美国为核心布局海外仓

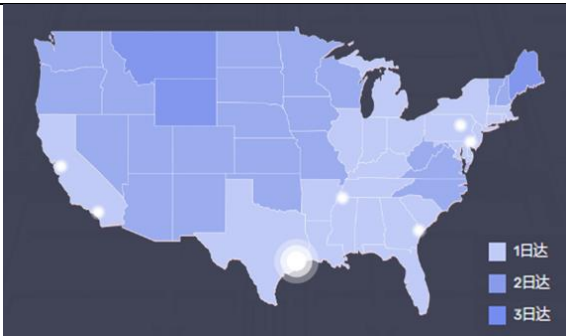
公司拥有 10 年以上海外仓经验，专注于中大件商品。2013 年公司在美国硅谷成立子公司，正式开始运营乐歌第一个海外仓。近年来，公司在发展跨境电商业务同时逐步布局海外仓业务，并于 2020 年推出公共海外仓业务。乐歌跨境电商公共海外仓结合乐歌自身的尾程配送优势，专注于提供中大件商品的全流程物流供应链管理，赋能跨境电商行业。截至 2024 年 H1，乐歌海外仓已经逐步转变成了集合目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、客户价值提升的多维度物流供应链解决方案提供商，并已逐步向工厂直拖、进港报关、头程海运的物流供应链上游延伸，逐步实现从工厂到终端消费者的“端到端”全流程服务体系。

图32:海外仓发展历程



资料来源：乐歌海外仓官网，甬兴证券研究所

图33:乐歌海外仓布局



资料来源：乐歌海外仓官网，甬兴证券研究所

图34:乐歌海外仓供应链



资料来源：乐歌海外仓官网，甬兴证券研究所

以美国为核心，小仓换大仓滚动发展。据公司公告，公司持续对现有海外仓布局进行优化，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。过于分散的小仓运营，单位面积固定投入、运营成本相对较高，而通过购买土地自建大面积仓库更具经济性，且同步优化海外仓现有分布，因此公司逐步出售部分小仓，以实现海外仓单体面积和地区分布上的优化。截至2024年6月末，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，还在英国、德国、日本等地也均设有海外仓，累计全球共16仓，面积共46.01万平方米。美国13仓主要用于公共海外仓业务根据乐歌产品出海销售的实时需求存在自用的情况，共计44.14万平方米，其中租赁仓库面积39.86万平方米，自行购买并建设的仓库面积4.28万平方米；英国、德国、日本3仓全部用于公司产品在相应地区销售、售后、展示及其他服务使用，报告期内未提供公共海外仓服务。截至9月末，全球合计19个仓，面积62.11万平米，相比6月末，新增约16万平米，累计服务客户数量926家。

**表9:海外仓分布 (2024H1)**

所在区域	产权	所在州	仓库面积 (平方米)	期间自用 比例	地址
美中	购买	德克萨斯州	5,574.18	4.27%	13817 Greenland Dr, Stafford, TX 77477
	租赁	德克萨斯州	12,351.55	3.69%	4660 S. Sam Houston Pkwy W., Suite 320 Houston, TX
	租赁	德克萨斯州	19007.68	0.00%	14402 Fallbrook Drive, Cypress, Texas 77429
	租赁	伊利诺伊州	33503.16	/	Internationale Ctr 23, 11131 Katherines Crossing, Woodridge, IL 60517
	租赁	田纳西州	11,197.14	67.08%	5625 Challenge Drive, Memphis, Tennessee
美西	租赁	加利福尼亚州	15498.64	3.38%	2795 Paradise Road Ste #140, Tracy, CA 95304
	租赁	加利福尼亚州	111,804.07	11.17%	728 West Rider Street, Perris, California
美南	购买	佛罗里达州	32575.52	/	2983 Faye Road, Jacksonville, FL 32226
美东	购买	南卡罗来纳州	4,645.15	100.00%	1979 Joe Rogers Jr Blvd, Manning, SC 29102
	租赁	南卡罗来纳州	45159.98	/	856 Prospect Parkway, Hardeeville, South Carolina, 29927
	租赁	新泽西州	62018.36	0.00%	1900B River Rd, Burlington, NJ 08016
	租赁	宾夕法尼亚州	46,906.74	15.05%	3585 South Church St., Whitehall PA
	租赁	佐治亚州	41,119.44	2.76%	1100 Logistics Pkwy, Rincon, GA, 31326
<b>美国合计</b>			<b>441,361.61</b>	<b>12.08%</b>	
德国	租赁		<b>10060</b>	100.00%	
英国	租赁		<b>4706</b>	100.00%	
日本	租赁		<b>3967</b>	100.00%	
<b>合计 16 个</b>			<b>460,094.61</b>		

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

注：伊利诺伊州 Woodridge 仓 2024 年 6 月租入，期间内尚未运营；佛罗里达州 Jacksonville 仓拟出售置换，期间内未运营；南卡罗来纳州 Hardeeville 仓 2024 年 6 月租入，期间内尚未运营。

### 3.4.2 竞争优势

据《2023 海外仓蓝皮书》，在海外仓品牌化、精细化的行业趋势下，通过调研深入了解海外仓客户的需求显示，近年来，仓租高挤压利润、头程资源紧张、入库时间长、库存不准、订单处理慢以及仓位不足等反馈是客户急需解决的几大难题。乐歌针对这些痛点进行的布局形成了公司在海外仓领域的竞争优势。

#### (1) 规模优势：尾程物流议价能力

海外仓行业具有明显的规模效应。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，与 FEDEX、UPS、GLS、DHL 等快递服务商的合同级别高，议价能力强。公司布局公共海外仓后，其自身跨境电商业务量集合第三方客户的配送订单量，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。2023 年公司已成为美国 FedEx 全球 TOP 100 客户，议价能力持续

提升，可以享受更好的快递折扣优惠和派送服务，随着乐歌跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目规模的持续扩大，增长的规模效应有望降低了尾程物流的成本，形成公司销售和利润的第二增长曲线，同时给予客户更优惠的价格，增加获客。

### (2) 土地资源优势：布局稀缺仓储用地

由于美国市场对工业用地的需求增加，仓储地产供给稀缺，叠加在美国西部峡谷地貌下土地资源稀缺的情况，导致美国部分核心港口地区工业仓库的租赁价格持续上升，在核心港口地区新建海外仓已具备较高资金壁垒。2023年初美国部分州出台了对中国公民和中国公司的土地购买限制禁令。而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，截至2023年末，公司拥有超800英亩土地。预计至2027年，公司已建成并成熟运营的美国海外仓总面积将达到约34万平方米，同时建设中仓库面积超10万平方米，年货物处理量超700万件，海外仓运营主体Lecangs收入将实现约30%的年均复合增长率。我们认为，随着土地资源持续收紧，仓租租赁费增长，公司形成的自有土地布局不但可以随自建仓落地而降本，还可以保证仓位供给的持续性补充。

表10:公司在美国自有土地（截至2023年底）

序号	位置	面积(英亩)	购买金额 (万美元)	土地属性
1	Industrial Vacant Land SEC 04 TWN 06N RNG 12W, Palmdale, CA 93551	20		工业用地
2	West Florida Avenue and West Acacia Avenue, Hemet, CA	63.05		工业用地
3	5350 & 5400 Monterey Rd, Gilroy, CA 95020	22		工业用地
4	Richmond Ave, Morgan Hill, CA (APN: 712-04-084, 712-04-086)	36.87		农业用地
5	Richmond Ave, Morgan Hill, CA, (APN: 712-04-087)	12		农业用地
6	15th St West & Ave M4, Palmdale, CA, 93551	10		工业用地
7	Patterson, County of Stanislaus, State of CA, (APN 021-025-028)	59.88		工业用地
8	Apple Valley, CA, (APN: 0463-231-34-0000 / 0463-231-35-0000 / 0463-231-36-0000)	28.62		工业用地
9	Apple Valley, CA, (APN: 0463-231-11-0000 / 0463-231-12-0000 / 0463-231-13-0000 / 0463-231-14-0000 / 0463-231-15-0000 / 0463-231-16-0000)	39.33		工业用地
10	Apple Valley, CA, (APN: 0463-231-37-0000)	9.16		工业用地
11	3438 US Highway 80 E, BLD D Ellabell, GA, United States	76.71	2301.3	工业用地
12	Southampton County, Virginia T.P. 77-36/38/43, United States	439	1140	工业用地
合计		<b>816.62</b>		

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### (3) 技术支持：信息化及自动化建设

针对入库时间长、库存不准、订单处理慢等痛点，公司从信息化建设、自动化建设等方面做出了改善：1) 在信息化建设方面，公司通过自有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等。通过 JAVA 微服务的方式，海外仓的信息系统高可用性、高并发性更强，系统架构更加完善，在未来可为客户提供更好的服务和订单信息化支持。2023 年，公司取得了一项涉及物流搬运技术的发明专利，该技术可使物流搬运作业过程中，物料框的定位精度更加准确。2) 在自动化建设方面，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。公司积极探索大件物流仓储自动化的方案，已和多家设备供应商和方案商持续进行沟通，开发大件“货到人”、“拣选机器人”、“中大件自动拆码托贴标流水线”、“可移动式 DWS”等项目，并拟自建团队开发适应大件的 AGV+机械臂取件机器人、卸柜机器人和安防机器人用于海外仓建设。我们认为，通过解决客户痛点，公司有望在海外仓行业从红利期转为红海期的过程中形成差异化优势。

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1. 盈利预测

#### 1、家具制造：

[1] 外销：

a) 亚马逊平台：

1) 公司“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊电商平台升降桌品类销量排名第一，借助亚马逊平台流量公司销量平稳增长，但考虑到公司重点发展独立站战略，后续营收占比可能会有所下降。2) 随着平价消费快速发展，乐歌在亚马逊开始投放低价产品，人均消费金额增速可能受到影响。我们预计 2024-2026 年公司在亚马逊平台买家数同比分别+15%/+12%/+9%，人均消费金额分别为 1694/1729/1747 元，因此亚马逊直销收入同比+26%/+14%/+9%。

b) 独立站：

1) 公司独立站流量超过主要竞争对手排名第一，维持在领先地位，发展态势良好。2) 除了升降桌系列，公司拓展新品类至电动功能沙发和智能电动床等产品，有助于提升客单价。我们预计 2024-2026 年公司独立站买家数同比分别+14%/+17%/+20%，人均消费金额分别为 3084/3120/3155 元，因此独立站收入同比+32%/+18%/+21%。

## c) 代工 ODM/OEM:

公司持续推进以做跨境电商自主品牌为主，后续公司代工部分投入资源有限，叠加 23 年下游补库明显，行业库存基数偏高，同比增速放缓。我们预计 2024-2026 年代工收入同比 +5%/2%/1%。

## [2] 内销:

公司在国内投放营销，建立消费理念，但受中国消费者信心仍处于低位影响，可选消费需求有待进一步刺激，考虑到目前亚太等新兴市场经济体健康消费理念的渗透还需时间，我们采用国内线性驱动行业 2015-2022 年 CAGR=14% 作为依据，预计 2024-2026 年内销营收同比 +14%/+14%/+14%。

毛利率: 考虑到 1) 线性驱动产品自动化生产水平逐步提升, 2) 独立站销售占比提升, 3) 新产品培育尚需投入, 以及 4) 为了吸引留住优秀人才, 公司调整薪酬福利政策, 我们预计毛利率水平近年内不会有太大涨幅, 维持前期基本水平, 2024-2026 年家具制作毛利率分别为 42%/43%/44%。

## 2、仓储物流:

1) 海外仓依托于跨境电商行业发展, 是支撑其增长的基础设施, 考虑到 23 年公司海外仓供小于求, 且后续公司自建仓在逐步投入使用, 公司海外仓面积将有序增长。2) 虽然小仓变大仓会带来效率提升, 成本降低, 但考虑到跨境物流竞争者会逐渐增加, 单位面积收入增长幅度较小。我们预计海外仓 2024-2026 年仓库面积分别为 63/78/93 万平方米, 单位面积收入同比 +4%; 毛利率逐渐稳定在 12% 左右。

表11:公司收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>32.08</b>	<b>39.02</b>	<b>55.48</b>	<b>65.79</b>	<b>76.79</b>
YOY	11.74%	21.63%	42.19%	18.58%	16.71%
毛利率	34.41%	36.53%	30.08%	29.89%	29.37%
<b>一、家具制造业</b>	<b>27.18</b>	<b>29.50</b>	<b>33.97</b>	<b>38.09</b>	<b>42.43</b>
YOY	0.70%	8.54%	15.14%	12.14%	11.41%
毛利率	40.01%	44.21%	42.11%	43.16%	43.69%
<b>1) 亚马逊直销</b>	<b>9.30</b>	<b>10.02</b>	<b>12.58</b>	<b>14.38</b>	<b>15.83</b>
YOY	11.11%	7.74%	25.55%	14.29%	10.09%
买家数量(位)	578363	645592	742431	831522	906360
YOY	-7.10%	11.62%	15.00%	12.00%	9.00%
人均消费金额(元)	1764	1694	1694	1729	1747
YOY	15.94%	-3.93%	0.00%	2.05%	1.00%
占比	28.99%	25.68%	25.50%	24.21%	22.57%
<b>2) 独立站</b>	<b>5.75</b>	<b>6.71</b>	<b>8.82</b>	<b>10.44</b>	<b>12.67</b>
YOY	9.11%	16.70%	31.51%	18.34%	21.36%
买家数量(位)	226762	250959	286093	334729	401675
YOY	-8.07%	10.67%	14.00%	17.00%	20.00%
人均消费金额(元)	3155	3014	3084	3120	3155
YOY	33.90%	-4.47%	2.34%	1.14%	1.13%
占比	17.92%	17.20%	17.89%	17.58%	18.07%
<b>3) 内销</b>	<b>2.89</b>	<b>3.04</b>	<b>3.47</b>	<b>3.95</b>	<b>4.50</b>
YOY	8.24%	5.19%	14.00%	14.00%	14.00%
占比	9.01%	7.79%	7.02%	6.65%	6.42%
<b>4) 代工</b>	<b>8.46</b>	<b>8.66</b>	<b>9.10</b>	<b>9.32</b>	<b>9.43</b>
YOY	-11.35%	2.36%	5.10%	2.43%	1.18%
占比	26.36%	22.18%	18.44%	15.69%	13.44%
<b>二、仓储物流</b>	<b>4.90</b>	<b>9.51</b>	<b>21.52</b>	<b>27.70</b>	<b>34.35</b>
YOY	186.55%	94.08%	126.24%	28.76%	24.00%
毛利率	3.37%	12.69%	12.00%	12.00%	12.00%
仓库面积(万平)	27.60	28.96	63.00	78.00	93.00
YOY	6.15%	4.93%	117.54%	23.81%	19.23%
单位面积收入(元/平)	1775.36	3283.84	3415.19	3551.80	3693.87
YOY	169.94%	84.97%	4.00%	4.00%	4.00%
占比	15%	24%	31%	36%	39%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 4.2. 估值分析

我们选取: 1) 线性驱动: 捷昌驱动主要从事线性驱动系统的研发、生产和销售业务, 可广泛用于医疗康护、智慧办公、智能家居、工业自动化、汽车零部件等领域; 2) 跨境电商: 华凯易佰以控股子公司易佰网络为载体, 依托中国优质供应链资源, 开展跨境出口电商业务, 主要通过 Amazon、eBay 等第三方平台, 将家居园艺等品类的商品销售给境外终端消费者。可比公司与乐歌在主营业务具有相似性, 具备可比价值。

公司作为自研自产自销的线性驱动产品龙头，有望受益于大健康理念持续深化所带动的智能升降产品渗透率的提升，叠加独立站占比提升带来的利润优化及对私域流量的积累，公司有望步入盈利上行通道。海外仓方面，公司借助规模效应不断提升尾程物流议价能力，并通过先发优势获得大量土地稀缺资源，随着自建仓代替租赁仓的进程推进，公司成本压力及盈利能力有望得到改善。综上，我们预测 2024-2026 年公司营收分别为 55.48、65.79、76.79 亿元，同比增长 42%、19%、17%，预计归母净利润分别为 4.13、4.97、5.75 亿元，同比-35%、+20%、+16%。据 wind 一致预期，可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 22/17/14，乐歌股份 2024-2026 年 PE 分别为 14/12/10，低于可比公司平均值，具备估值优势，首次覆盖给予“买入”评级。

**表12:可比公司估值（截至 2024 年 12 月 9 日收盘）**

	代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
线性驱动	603583.SH	捷昌驱动	108.82	205.96	406.88	516.34	647.87	37.40	26.75	21.08	16.80
0 跨境电商	300866.SZ	华凯易佰	61.98	332.16	350.68	459.63	563.64	21.56	17.68	13.49	11.00
		<b>平均值</b>						29.48	22.22	17.29	13.90
	300729.SZ	乐歌股份	58.06	633.69	413.17	497.42	575.18	8.82	14.05	11.67	10.09

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、海外仓项目实施进度不及预期:**公司海外仓项目主要在美国,当地政策、税收等发生变化可能会影响项目进度,从而影响项目收益。
- 2、线性驱动产品渗透率不及预期:**公司线性驱动品类产品的渗透程度以及对普通桌椅的替代进度不及预期,会对公司业绩产生影响。
- 3、竞争加剧风险:**跨境电商物流行业还未出现龙头,市场竞争者众多。随着跨境电商进一步发展,市场竞争加剧可能会导致行业平均利润率下降从而对公司业绩产生影响。
- 4、汇率波动风险:**公司海外业务营收占比较高,汇率波动产生的汇兑损失对公司业绩产生直接影响。
- 5、海运费波动风险:**公司产品大多销往海外,运费上涨会导致成本增加,从而影响利润。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	<b>3,152</b>	<b>2,906</b>	<b>3,777</b>	<b>4,083</b>	<b>4,363</b>	
货币资金	1,628	1,652	2,301	2,472	2,652	
应收及预付	220	297	385	419	437	
存货	490	460	614	643	664	
其他流动资产	815	497	477	549	610	
<b>非流动资产</b>	<b>2,836</b>	<b>3,892</b>	<b>4,526</b>	<b>5,091</b>	<b>5,685</b>	
长期股权投资	52	65	66	68	72	
固定资产	849	1,920	2,293	2,696	3,137	
在建工程	511	452	378	424	449	
无形资产	239	275	278	283	297	
其他长期资产	1,186	1,180	1,510	1,620	1,730	
<b>资产总计</b>	<b>5,989</b>	<b>6,798</b>	<b>8,302</b>	<b>9,174</b>	<b>10,049</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,815</b>	<b>1,686</b>	<b>2,321</b>	<b>2,547</b>	<b>2,670</b>	
短期借款	902	580	728	811	857	
应付及预收	511	629	766	847	878	
其他流动负债	402	477	827	888	935	
<b>非流动负债</b>	<b>1,722</b>	<b>2,075</b>	<b>2,349</b>	<b>2,497</b>	<b>2,673</b>	
长期借款	587	783	859	905	946	
应付债券	113	122	128	132	138	
其他非流动负债	1,021	1,170	1,362	1,460	1,589	
<b>负债合计</b>	<b>3,536</b>	<b>3,761</b>	<b>4,670</b>	<b>5,043</b>	<b>5,343</b>	
股本	239	312	341	341	341	
资本公积	1,247	1,199	1,590	1,590	1,590	
留存收益	914	1,464	1,673	2,171	2,746	
归属母公司股东权益	2,453	3,037	3,633	4,130	4,705	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,989</b>	<b>6,798</b>	<b>8,302</b>	<b>9,174</b>	<b>10,049</b>	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	<b>3,208</b>	<b>3,902</b>	<b>5,548</b>	<b>6,579</b>	<b>7,679</b>	
营业成本	2,104	2,477	3,860	4,603	5,413	
营业税金及附加	18	26	36	43	50	
销售费用	647	783	1,116	1,292	1,422	
管理费用	119	163	219	257	288	
研发费用	144	145	189	192	239	
财务费用	29	37	40	43	49	
资产减值损失	-16	-10	0	0	0	
公允价值变动收益	-11	-2	0	0	0	
投资净收益	0	-24	-10	5	11	
<b>营业利润</b>	<b>271</b>	<b>801</b>	<b>512</b>	<b>624</b>	<b>718</b>	
营业外收支	-2	-6	1	-2	-2	
<b>利润总额</b>	<b>269</b>	<b>796</b>	<b>513</b>	<b>621</b>	<b>715</b>	
所得税	50	162	100	124	140	
<b>净利润</b>	<b>219</b>	<b>634</b>	<b>413</b>	<b>497</b>	<b>575</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>634</b>	<b>413</b>	<b>497</b>	<b>575</b>	
EBITDA	430	606	818	969	1,087	
EPS (元)	0.71	2.03	1.21	1.46	1.69	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>335</b>	<b>820</b>	<b>338</b>	<b>495</b>	<b>537</b>	
净利润	219	634	413	497	575	
折旧摊销	184	258	265	304	323	
营运资金变动	-137	280	4	37	3	
其它	70	-352	-344	-343	-365	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-847</b>	<b>-448</b>	<b>-544</b>	<b>-507</b>	<b>-522</b>	
资本支出	-537	-541	-470	-477	-505	
投资变动	-314	72	-6	-36	-30	
其他	4	21	-68	6	12	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>495</b>	<b>-59</b>	<b>1,058</b>	<b>182</b>	<b>166</b>	
银行借款	573	-127	224	129	86	
股权融资	302	16	421	0	0	
其他	-380	52	414	53	80	
<b>现金净增加额</b>	<b>-30</b>	<b>318</b>	<b>849</b>	<b>170</b>	<b>181</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,065</b>	<b>1,035</b>	<b>1,353</b>	<b>2,202</b>	<b>2,373</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>1,035</b>	<b>1,353</b>	<b>2,202</b>	<b>2,373</b>	<b>2,553</b>	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	11.7%	21.6%	42.2%	18.6%	16.7%
营业利润增长	42.3%	195.5%	-36.1%	21.8%	15.1%
归母净利润增长	18.4%	189.7%	-34.8%	20.4%	15.6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.4%	36.5%	30.4%	30.0%	29.5%
净利率	6.8%	16.2%	7.4%	7.6%	7.5%
ROE	8.9%	20.9%	11.4%	12.0%	12.2%
ROIC	3.9%	4.8%	6.3%	6.8%	7.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.0%	55.3%	56.2%	55.0%	53.2%
净负债比率	45.5%	35.2%	31.4%	29.1%	26.4%
流动比率	1.74	1.72	1.63	1.60	1.63
速动比率	1.21	1.30	1.26	1.24	1.27
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.61	0.73	0.75	0.80
应收账款周转率	16.82	17.91	19.28	19.60	21.51
存货周转率	4.20	5.22	7.19	7.32	8.28
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.71	2.03	1.21	1.46	1.69
每股经营现金流	1.40	2.62	0.99	1.45	1.57
每股净资产	10.25	9.72	10.64	12.10	13.79
<b>估值比率</b>					
P/E	22.77	8.82	14.05	11.67	10.09
P/B	1.58	1.84	1.60	1.41	1.23
EV/EBITDA	11.59	10.99	8.49	7.23	6.48



## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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。投资者应当自行关注相应的更新或修改。