

品类渠道结构持续优化, 盈利能力暂时承压

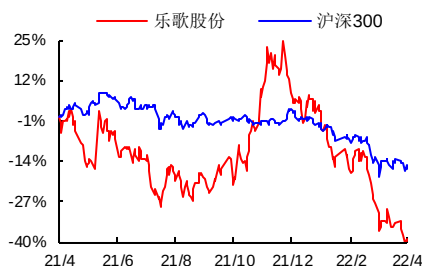
投资要点

- **业绩摘要:** 公司发布 2021 年年报, 2021 年实现营业收入 28.7 亿元, 同比增长 48%; 实现归母净利润 1.8 亿元, 同比下降 14.9%; 实现扣非归母净利润 1.1 亿元, 同比下降 40.8%。其中, 单 Q4 公司实现营业收入 7.7 亿元, 同比增长 6.9%; 实现归母净利润 6109.3 万元, 同比增长 9.8%。全年收入保持高增, 受制于原材料价格和海运费上涨, 全年盈利能力承压。
- **毛利率暂时承压, 现金流改善。** 2021 年公司整体毛利率为 39.7%, 同比下降 7pp, 主要系钢材等原材料价格增长较多所致。2021 年公司人体工学行业实现毛利率 41.1% (-5pp), 其中人体工学工作站实现毛利率 43.1% (-5pp); 人体工学大屏支架毛利率为 21.6% (-11.9pp)。费用率方面, 2021 年公司整体费率为 34.8%, 同比下降 0.2pp。公司销售费用率为 24%, 同比下降 0.2pp; 管理费用率为 3.8%, 同比下降 0.9pp; 研发费用率为 4.5%, 同比增加 0.2pp, 公司不断加大研发投入, 研发费用同比增长 53.4%; 财务费用率为 2.4%, 同比增长 0.7pp, 主要由于海外仓租赁负债、可转债的利息费用增加, 以及随境外电商独立站收入增长的手续费增加。此外由于公司报告期内处置规模较小的海外仓, 取得 3397 万元固定资产处置收益, 综合来看, 公司净利率为 6.4%, 同比下降 4.8pp。此外, 经营活动产生的现金流量净额为 2.7 亿元, 同比增长 22.6%, 主要得益于营收增长, 公司现金流充裕。
- **线性驱动产品占比提升, 产品结构持续优化。** 2021 年公司人体工学工作站收入 21.6 亿元, 同比增长 51.5%, 实现高速增长。其中线性驱动智慧办公升降桌产品作为公司大单品战略的品类, 收入达到 16.4 亿元, 同比增长 72.6%, 占总销售收入比例为 57.3%, 销量达到 129.8 万套, 为人体工学工作站产品收入的主要增长点; 人体工学大屏支架收入 2.3 亿元, 同比下降 1.8%。非人体工学行业收入 2.8 亿元, 同比增长 17.1%, 其中其他自产产品收入 2.2 亿元, 同比增长 7.7%; 外购产品收入 0.6 亿元, 同比增长 69.3%。公司坚持品牌战略, 自主品牌销售占比达到 64.7%, 乐歌境外品牌“Flexispot”长期占据亚马逊、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, 境内“乐歌”品牌升降桌在全网升降桌销售占比 70%, 品牌优势凸显。
- **跨境电商快速发展, 独立站买家数量及平均消费金额均增长较快。** 由于远程办公普及, 线下消费频率降低, 公司跨境电商收入规模快速增长, 2021 年公司跨境电商销售收入 14.2 亿元, 同比增长 38.8%。其中独立站、亚马逊等主要直营渠道收入增长迅速, 独立站实现收入 5.3 亿元, 同比增长 89.2%; 亚马逊实现收入 8.4 亿元, 同比增长 16.2%。未来公司将进一步持续投入和发展跨境电商模式, 保持公司在该业务模式下的行业领先地位, 保障新增产能的有效消化。2021 年独立站买家数量达到 24.7 万, 同比增长 60.5%, 约达到亚马逊平台数量的 39.6%; 独立站人均消费金额 2356 元, 较亚马逊高 54.9%, 独立站的引流和提升客单价效果均较为显著。
- **海外仓布局进一步扩张, 成本优势有望持续显现。** 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

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn
联系人: 赵兰亭
电话: 023-67511807
邮箱: zhl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.21
流通 A 股(亿股)	1.74
52 周内股价区间(元)	16.64-37.17
总市值(亿元)	37.08
总资产(亿元)	40.32
每股净资产(元)	8.46

相关研究

1. 乐歌股份(300729): 毛利率暂时承压, 海外仓布局优化 (2021-11-05)
2. 乐歌股份(300729): 线驱产品占比提升, 跨境电商较快增长 (2021-04-21)

推进。截至 2021 年底，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，累计全球共 15 仓，已交付使用面积 26 万平方米，另有在建和扩建美东美西仓库 5.3 万平方米。其中，美国仓储面积从 2020 年底的 9 万平方米扩增至 24 万平方米，增长率 167%。目前公司海外仓招商顺畅，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，公司议价能力预期提升，盈利能力有望改善。

- **盈利预测与投资建议。** 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.30 元、1.94 元、2.52 元，对应 PE 分别为 13 倍、9 倍、7 倍，维持“持有”评级。
- **风险提示：** 中美贸易摩擦加剧的风险，扩产项目进展不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险，汇率波动的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2871.28	3749.98	4775.44	5969.38
增长率	47.95%	30.60%	27.35%	25.00%
归属母公司净利润（百万元）	184.68	286.88	427.97	555.26
增长率	-14.93%	55.34%	49.18%	29.74%
每股收益 EPS（元）	0.84	1.30	1.94	2.52
净资产收益率 ROE	9.68%	13.21%	16.76%	18.23%
PE	20	13	9	7
PB	1.95	1.71	1.45	1.22

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2871.28	3749.98	4775.44	5969.38	净利润	184.43	286.40	427.22	554.33
营业成本	1730.92	2182.37	2734.34	3381.46	折旧与摊销	66.52	77.88	81.48	85.90
营业税金及附加	14.01	20.34	25.05	41.19	财务费用	68.38	96.00	96.04	112.52
销售费用	690.30	911.24	1155.66	1444.59	资产减值损失	-9.32	0.00	0.00	0.00
管理费用	109.46	232.50	300.85	388.01	经营营运资本变动	-30.28	-100.35	-12.89	-112.35
财务费用	68.38	96.00	96.04	112.52	其他	-14.32	3.42	-0.20	1.01
资产减值损失	-9.32	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	265.42	363.35	591.66	641.41
投资收益	26.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-48.33	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-6.17	1.11	-1.32	-0.51	其他	-191.74	8.13	2.30	-2.99
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-240.06	-91.87	-97.70	-102.99
营业利润	190.64	308.64	462.19	601.11	短期借款	-83.25	-629.25	0.00	0.00
其他非经营损益	11.71	5.58	6.55	7.09	长期借款	33.65	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.35	314.23	468.74	608.20	股权融资	732.67	0.00	0.00	0.00
所得税	17.92	27.83	41.52	53.87	支付股利	0.00	-34.73	-46.74	-61.69
净利润	184.43	286.40	427.22	554.33	其他	-44.27	-273.41	-96.04	-112.52
少数股东损益	-0.25	-0.48	-0.75	-0.93	筹资活动现金流净额	638.79	-937.40	-142.78	-174.21
归属母公司股东净利润	184.68	286.88	427.97	555.26	现金流量净额	626.60	-665.91	351.18	364.21
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1505.34	839.43	1190.61	1554.82	成长能力				
应收和预付款项	249.77	380.76	465.15	583.03	销售收入增长率	47.95%	30.60%	27.35%	25.00%
存货	512.56	806.24	944.10	1196.07	营业利润增长率	-19.50%	61.90%	49.75%	30.06%
其他流动资产	115.44	124.16	139.24	163.36	净利润增长率	-14.87%	55.29%	49.17%	29.75%
长期股权投资	29.23	29.23	29.23	29.23	EBITDA 增长率	5.87%	48.22%	32.58%	24.98%
投资性房地产	0.00	0.19	0.10	0.11	获利能力				
固定资产和在建工程	899.62	945.14	987.05	1024.55	毛利率	39.72%	41.80%	42.74%	43.35%
无形资产和开发支出	225.45	204.03	182.62	161.20	三费率	30.24%	33.06%	32.51%	32.58%
其他非流动资产	494.65	492.67	490.69	488.71	净利率	6.42%	7.64%	8.95%	9.29%
资产总计	4032.07	3821.85	4428.78	5201.08	ROE	9.68%	13.21%	16.76%	18.23%
短期借款	629.25	0.00	0.00	0.00	ROA	4.57%	7.49%	9.65%	10.66%
应付和预收款项	631.80	1049.80	1271.13	1544.80	ROIC	18.36%	25.73%	31.68%	36.17%
长期借款	287.93	287.93	287.93	287.93	EBITDA/销售收入	11.34%	12.87%	13.40%	13.39%
其他负债	577.72	316.11	321.22	327.21	营运能力				
负债合计	2126.70	1653.84	1880.29	2159.94	总资产周转率	0.83	0.95	1.16	1.24
股本	220.72	220.72	220.72	220.72	固定资产周转率	4.58	4.50	5.73	7.08
资本公积	956.30	956.30	956.30	956.30	应收账款周转率	16.02	15.41	14.76	14.83
留存收益	739.32	991.47	1372.70	1866.27	存货周转率	3.29	3.30	3.11	3.15
归属母公司股东权益	1905.36	2168.50	2549.73	3043.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.31%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.48	-1.23	-2.16	资本结构				
股东权益合计	1905.36	2168.02	2548.50	3041.14	资产负债率	52.74%	43.27%	42.46%	41.53%
负债和股东权益合计	4032.07	3821.85	4428.78	5201.08	带息债务/总负债	48.02%	23.70%	20.85%	18.15%
					流动比率	1.54	2.01	2.11	2.22
					速动比率	1.21	1.26	1.38	1.46
					股利支付率	0.00%	12.11%	10.92%	11.11%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.30	1.94	2.52
					每股净资产	8.63	9.82	11.55	13.79
					每股经营现金	1.20	1.65	2.68	2.91
					每股股利	0.00	0.16	0.21	0.28
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	325.54	482.52	639.71	799.53					
PE	20.08	12.93	8.66	6.68					
PB	1.95	1.71	1.45	1.22					
PS	1.29	0.99	0.78	0.62					
EV/EBITDA	8.84	5.66	3.72	2.52					
股息率	0.00%	0.94%	1.26%	1.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn