

2024 年乐歌股份研究报告：线性驱动出海龙头_海外仓开启第二曲线

1. 乐歌股份：线性驱动出海龙头，海外仓加速布局

1.1 从线性驱动垂类出海到全价值链布局

乐歌股份前身宁波丽晶电子线缆有限公司成立于 2002 年，公司以外贸代工业务起家，2009 年推出自主品牌“乐歌”，目前已成为国内线性驱动产品出海龙头，并成功打造智能升降家居和公共海外仓两大成熟产业。公司发展历程可总结为三个阶段：

ODM 转型品牌自营（2002-2010 年）：2002 年，公司前身丽晶时代创立，主要从事舞台设备支架、三脚架、音箱电缆等视听设备金属结构件的简单加工及出口贸易业务。在积累一定制造经验和生产能力后，公司开始尝试踏入电脑支架产品领域，并于 2005 年发布了第一台人体工学电脑支架。2009 年，公司踏出品牌战略转型第一步，推出“乐歌”自主品牌。

品牌出海布局海外仓、独立站（2011-2016 年）：2011 年公司转型发展跨境电商，并于 2013 年在美国硅谷成立子公司，开始运营第一个海外仓，开启了全球布局的步

伐。在大力发展亚马逊的同时，为塑造品牌、沉淀流量，公司 2016 年于美国上线首个独立站 Flexispot.com。

打造全价值链业务模式（2017 年至今）：2017 年乐歌于深交所创业板成功上市，开启全价值链业务，推出智能学习桌、智能电动床等产品，横向拓展品类；同时打造智慧大健康研究院、推进公共海外仓项目、交付首艘 1800TEU 集装箱船舶，纵向打通上下游、实现产业链一体化。其中乐歌于 2020 年斥资 1 亿+美元推进公共海外仓创新服务综合体项目，近年来海外仓收入占比迅速提升，开启公司第二增长曲线。

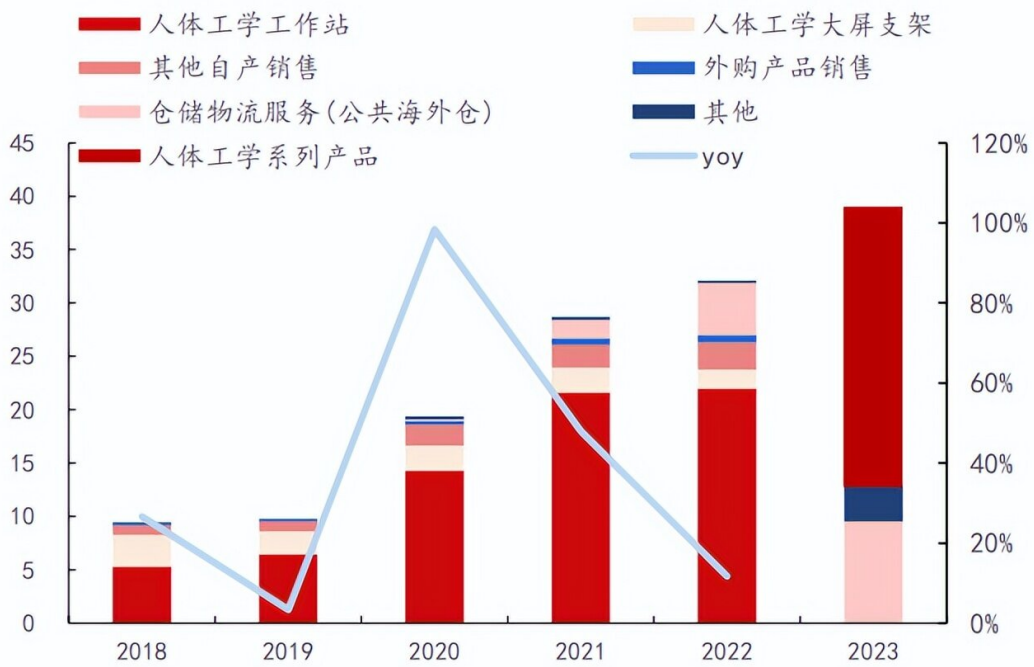
1.2 主营智能升降家居，海外仓占比迅速提升

公司当前主营业务为智能升降家居，2020 年正式开启公共海外仓业务。其中智能升降家居已形成人体工学线性驱动产品为主的多元化矩阵，主要产品包括智慧办公升降桌、智慧家居升降桌、乐歌智能学习桌、智能电动床、智能升降床、智慧升降工作台等；海外仓主要用途为第三方服务及自用，截至 2024Q1，全球拥有 13 个自营海外仓，总面积 36.24 万平方米，其中美国 10 仓中 7 个公共海外仓用于第三方仓储物流服务；英国、德国及日本 3 仓则全部用于本地产品销售及仓储工作。

当前公司产品中收入占比最高的仍然为人体工学工作站及大屏支架，而海外仓

近年来占比迅速提升。乐歌主营业务为人体工学系列产品，2018-2023 年占比分别为 87.20%/87.80%/85.54%/83.29%/74.89%/66.94%，产品以亚马逊及独立站为主要销售渠道，辅以 ODM 代工，目前海外收入占比达 90%+。此外，自 2020 年公司大力发展公共海外仓业务以来，其收入迅速提升，2023 年公共海外仓业务收入（第三方服务）达 9.51 亿元，同比+94.03%，占总收入比例达 24.38%。

图表3：公司分产品收入情况（亿元）



公司 2018-2023 年销售费率明显下行，海外仓业务扩张叠加 23Q1 卖仓使得归母净利润增长迅速。受益于升降桌市场渗透率提升、公司自主品牌业务持续增长及海外

仓业务扩张较快，公司期间费率整体呈下降趋势；其中销售费率下降趋势明显，自 2018 年 28.0%下行至 2023 年 20.1%。2023 年公司归母净利润达 6.34 亿元，同比 +189.7%，其中乐歌于年初出售加利福尼亚州海外仓，产生非流动性资产处置损益 5.14 亿元，叠加政府补助、套保等收支后非经常损益共计 3.82 亿元；扣非后归母净利润 2.52 亿元，同比 +142.38%，主要系公司有序扩仓、库容率提升，因此发件规模迅速增加，尾程折扣议价能力提升，从而使得业绩增长较快。

公司偿债能力较强。2017 年至 2023 年资产负债率呈现总体上升趋势，2020 年公司资产负债率突增，主要由于公司对上游的议价能力较强而积累了大量的应付账款。2019-2023 年非流动负债占比迅速增长，概因公司布局海外仓业务和 1800TEU 箱船建设，海外仓租赁负债及长期借款增加，预计未来随着自建仓比例提升，租赁负债将有所减少。截至 2023 年，公司流动负债为 16.86 亿元，占总负债比 44.84%；应付账款 4.66 亿元，占流动负债比达 27.64%。2023 年流动比率为 172%，速动比率为 145%，公司偿债能力较强。

公司运营能力和经营现金流状况良好。公司 2018-2023 年运营能力逐年提升，其中 2023 年存货周转率及应收账款率

分别达 5.22%和 17.91%，处于同行业平均水平上游。2018-2023 年公司经营性现金流稳定增加，其中 2023 年同比增长

144.35%，主要由于为实行小仓换大仓战略，公司2023Q1 出售了加利福尼亚州的海外仓，产生非流动性资产处置损益 5.14 亿元，叠加政府补助、套保等收支后非经常损益共计 3.82 亿元。当前公司现金流较为充足。

1.3 实控人持股 49%，四轮股权激励坚定信心

实控人合计持股 49%。实际控制人项乐宏、姜艺夫妇个人直接持股及通过丽晶电子、丽晶国际、宁波聚财间接持股公司股份合计 49.30%。公司境外子公司包括 Loctek Ergonomic Vietnam、FlexiSpot Inc.及乐仓公司等，主要经营越南前江基地人体工学产品生产制造、海外 FlexiSpot 品牌销售推广及售后和公共海外仓业务。

核心团队稳定，管理运营经验丰富。公司创始人项乐宏先生始终专注于乐歌产品研究和公司品牌营销，因常年旅居中美两地，对国内外经济形势、跨境电商等领域有着深入的研究。核心业务团队成员多为十年以上老员工，人员架构稳定，且精通研发设计、生产制造、供应链管理、品牌营销和配送售后等业务，管理及运营经验丰富，有利于公司稳定长远发展。

至今共推出四轮股权激励计划，维持团队积极性的同时坚定业绩增长信心。乐歌分别于 2018、2020、2021 及 2023 年推出股票期权激励计划，激励对象为公司高管

及研发、销售等部门核心骨干，激励平台较为完善，有利于维持团队成员的稳定性和积极性。其中 2023 年推出第四轮股权激励计划，其行权条件为 2024-2026 年归母净利润不低于 4.5/5/5.5 亿元，展现出公司对未来业绩稳定增长的信心。

2. 行业：线性驱动加速增长，海外仓需求不断提升

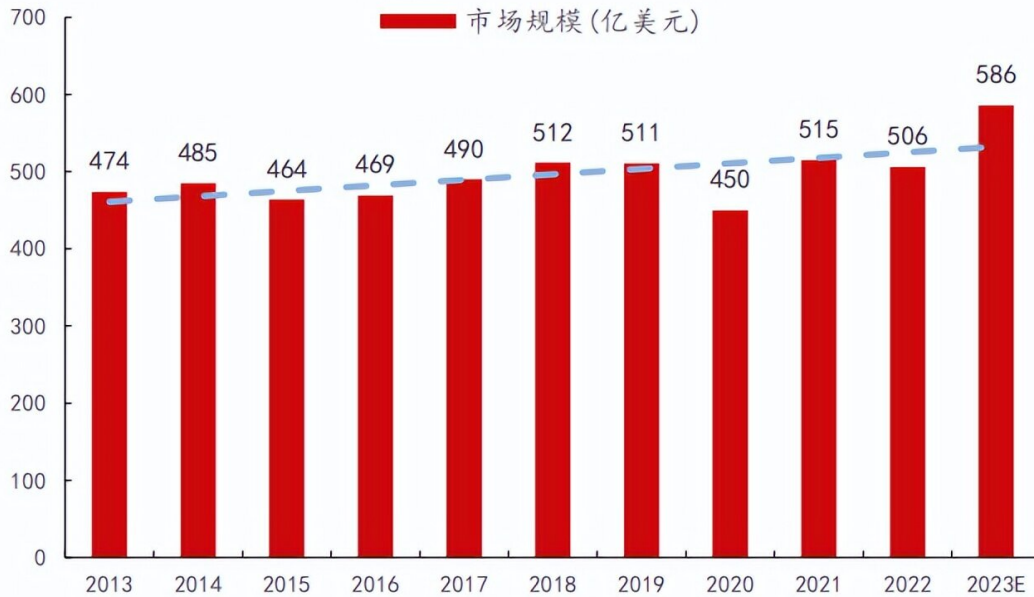
2.1 线性驱动应用广泛，智能升降家居快速发展

线性驱动下游应用广泛

线性驱动器又称电动推杆，由驱动电机、减速齿轮、螺杆、螺母、导套、推杆、滑座、弹簧、外壳及涡轮、微动控制开关等组成，与开关电源、控制器或面板一起组成线性驱动系统，被广泛应用于位移、角度控制机构中，可实现远距离控制、集中控制或自动控制。

线性驱动行业依然处于上升期。根据 TECHNAVIO 的数据显示：2020 年全球线性驱动器市场规模约为 43.07 亿美元，预计 2020-2024 年可实现 6.45% 的年复合增长率，2024 年市场规模将增长至 55.3 亿美元。

图16: 全球办公家具市场整体稳步增长



从市场区域方面看，亚太地区、欧洲和北美地区的线性驱动系统市场成熟、需求稳定，占据全球线性驱动市场份额的90%以上。大洋洲、南美洲等作为线性驱动系统应用的新兴市场，市场潜力较大，未来需求将逐步释放。具体到国家，2019年美国、中国、德国等七个主要国家的市场份额占全球线性驱动市场的约70%，其中美国仍是全球线性驱动第一大市场，而且未来预计将会保持2.5%-3.5%的年复合增长率。而伴随着中国居民可支配收入的不断提升，中国智能线性驱动市场有望实现4%-5%年复合增长率。线性驱动由电动化向智能化加速升级。随着消费者对便利化、智能化、网络化程

度需求的提升，线性驱动系统的应用领域正在不断拓宽。智能线性驱动系统是将计算机技术、数字化技术以及信息技术应用于传统产品，使其具备智能化和信息网络功能。目前智能线性驱动系统已集成诊断、保护、控制、通讯等功能，可实现线性驱动系统的自我诊断、自我保护及远程控制。随着5G、IoT等技术日趋成熟，智能线性驱动系统已经广泛应用于智能家居，体现为电动床、电动沙发、升降办公桌椅等。

智能升降家居产品快速发展

全球及中国智能家居市场加速发展，智能家居渗透率持续提升。据中金企信数据统计，2018-2021年全球智能家居市场规模稳步增长，2021年收入规模达1,044.2亿美元，同比增长32.56%，全球拥有智能家居设备的家庭数量达到2.63亿户，智能家居的渗透率提升至12.31%。预计2026年全球智能家居市场收入规模将增长至1,952亿美元，2022-2026年复合增长率13.97%。与此同时，中国智能家居市场规模也保持高速增长。据中金企信统计数据，2018-2023年中国智能家居市场规模从50.78亿元增长至168.90亿元，复合增长率达27.17%。

颈腰椎疾病成为困扰职场白领的主要问题，升降桌等产品可以满足不同身高和坐站交替办公人群的需求。据第一财经和罗技协同调研，94%的上班族存在健康困扰，

且平均每个人存在 5.4 种健康隐患。其中，颈椎/腰椎和睡眠问题高居健康困扰排行第一，职场白领颈椎疼痛、脖子僵硬和腰肌劳损等问题屡见不鲜，严重者则会引发偏头痛、腰间盘突出等疾病，选择坐站交替办公的人群逐渐增多。升降桌等智能升降产品通过调节桌面高度，可以满足不同身高以及偏好坐站交替人群的办公需求，达到有效预防颈椎类职业病的作用。

受益于职场人士颈腰椎健康需求增强，全球办公桌及升降桌市场规模迅速提升。Goole Trend 数据结果显示，全球范围内升降桌搜索热度逐年稳步提升，尤其期间久坐时间增加，搜索热度陡升。根据 Statista 和 GLOBENEWSWIRE 统计及预测，2022 年全球办公桌规模可达 340 亿美元，预计 2028 年全球办公桌椅品类规模有望达到 461 亿美元，其中升降桌品类规模有望达到 103 亿美元,复合增长率达 7.6%。

智能升降家居作为线性驱动垂类产品，主要应用在桌椅、家电承载、床具、休闲健身器材等领域中。该领域包括人体工学大屏支架、升降桌、升降台、智能电动床等产品。其上游主要由钢板、钢管、铝锭和塑料粒子等基础原材料、集成电路、马达、冲压件等零部件及产品包装组成。行业参与者中，包括力纳克、德沃康等国外知名线性驱动企业、以线性

驱动 ODM 为主的捷昌驱动、凯迪股份等国内公司，以及主营智能电动家居的麒盛科技、匠心家居等企业。

原材料价格波动较大，行业内企业面临一定的成本控制压力。产品基础原材料中钢材、铝锭市场价格较公开透明，但价格波动较大，人体工学生产厂商对其议价能力有限，面临一定的成本控制压力。相较之下，头部企业拥有一定的规模优势和品牌效应，面对原材料价格波动造成的风险的应对能力也较强。

线性驱动系统行业集中度有望进一步提升。目前线性驱动行业尚处于由初级阶段（以 OEM 和 ODM 模式为主）向成长阶段（OBM 模式）转型的过程中，大多数厂家的产品同质化较为严重。不过部分产品质量突出、较早形成自主品牌并具有一定产品开发设计能力的厂商，目前占据了中高端市场的较大份额，市场竞争相对有序，利润率也维持在一个较高的水平。我们认为未来随着消费者品牌意识加强和对于产品安全认证的重视，以及对身体健康方面的消费升级将促使消费者选择中高端人体工学产品，行业集中度有望向头部企业集中。

2.2 跨境电商加速发展，海外仓需求正持续扩容

中国跨境电商出口规模快速扩张，其中 B2C 占比不断提升。近年来我国加速构建品牌、供应链、营销等跨境出口电商供应链生态体系，同时海外受宏观环境影响，消费降级和线上化趋势明显，带动中国跨境电商行业迅速发展。据商务部数据，2023 年我国跨境电商出口规模达 1.83

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。
如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/418132007112006075>