

## 乐歌股份 (300729.SZ) 2023H1 业绩实现高增长，海外仓业务增速亮眼

2023年08月24日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

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	2023/8/23
当前股价(元)	14.32
一年最高最低(元)	22.75/14.31
总市值(亿元)	44.61
流通市值(亿元)	42.43
总股本(亿股)	3.12
流通股本(亿股)	2.96
近3个月换手率(%)	206.6

### ● 2023H1 扣非净利润增长亮眼，海外仓业务增速亮眼，维持“买入”评级

公司 2023 年上半年实现营收 16.8 亿元 (+8.4%)，实现归母净利润 4.43 亿元 (+239.8%)，其中公司出售美国海外仓实现 3.6 亿元资产转让税后收益，公司扣非归母净利润为 0.82 亿元 (+810.5%)。单季度看，2023Q2 公司实现营收 8.8 亿元 (+12.3%)，实现归母净利润 0.5 亿元 (-58.9%)，实现扣非归母净利润 0.6 亿元 (+415.3%)。考虑非经常性损益增加，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 5.33/4.54/5.13 亿元(原 3.03/4.02/5.11 亿元)，对应 EPS 1.71/1.46/1.65 元，当前股价对应 PE 为 8.6/10.1/8.9 倍，维持“买入”评级。

### ● 线性驱动仍为公司主要营收来源，海外仓业务增速亮眼

**分产品：**海外仓营收增速亮眼，成为公司营收第二曲线。2023H1 公司人体工学工作站/仓储物流服务/人体工学大屏支架分别实现收入 10.51/3.63/0.90 亿元，同比 -6.17%/+101.13%/+11.04%，毛利率分别为 42.38%/9.25%/31.19%，同比 -0.09/+5.62/+7.35pct，收入占比分别为 62.63%/21.66%/5.34%。其中，人体工学工作站中线性驱动产品收入 9.24 亿元，同比+0.49%。**分渠道：**独立站营收增长稳定，经营风险进一步降低。2023H1 公司线上收入 8.66 亿元，同比+0.3%，收入占比 66.7%。线上直销渠道中，独立站/亚马逊收入同比+8.48%/-4.66%，天猫/京东/抖音增速分别为+6.52%/-24.63%/+148.43%。

### ● 盈利能力：期间费用率改善、净利率提升亮眼

2023H1 公司毛利率为 35.7% (-2.4pct)。费用率方面，公司期间费用率 29.1% (-7.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.7%/4.5%/4.0%/-0.1%，分别同比 -6.1/+0.2/-0.2/-1.1pct。控费成效显著叠加公司出售美国海外仓影响，净利率同比提升 18pct 至 26.4%。预计未来随着公司海外仓的扩展，公司产品的销售费用率将进一步降低。单季度看，2023Q2 公司毛利率 34.5% (-2.1pct)；期间费用率为 26.5% (-6.8pct)。综合影响下，公司净利率同比下降 9.1pct 至 5.2%。

### ● 自主品牌、海外仓协同发展，护城河持续拓宽

**自主品牌方面，**2023H1 公司自主品牌营收占比为 71.29% (不含海外仓收入)，境外“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛等电商平台升降桌品类销量排名第一；境内“乐歌”品牌升降桌在天猫、京东平台上市场占有率持续保持第一。**自主渠道方面，**公司 2023H1 独立站销售同比+8.48%，美国独立站流量首次排市场第一，公司运营风险进一步降低。**海外仓：**截止 2023 年 6 月，公司全球运营 12 个海外仓，总面积 27.58 万平方米，实现第三方服务收入 3.66 亿元。2023H1 公司对 6 个海外仓加强自动化、信息化建设，有效推进降本增效。同时，公司加快推进小仓换大仓战略。一方面加快推进自建大仓，另一方面公司前瞻性地在极低的成本在美国核心区购买了 4800 亩土地，提前锁定远期仓库成本优势。

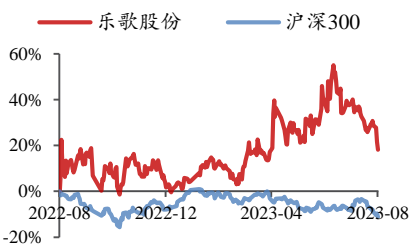
### ● 风险提示：国内市场开发不及预期、海外仓建设不及预期、逆全球化风险

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,871	3,208	3,930	4,862	5,858
YOY(%)	48.0	11.7	22.5	23.7	20.5
归母净利润(百万元)	185	219	533	454	513
YOY(%)	-14.9	18.4	143.7	-14.8	13.0
毛利率(%)	39.7	34.4	35.0	35.5	35.8
净利率(%)	6.4	6.8	13.6	9.3	8.8
ROE(%)	9.7	8.9	18.3	13.9	13.8
EPS(摊薄/元)	0.59	0.70	1.71	1.46	1.65
P/E(倍)	24.8	21.0	8.6	10.1	8.9
P/B(倍)	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《2022 营收稳健增长，盈利环比改善——公司信息更新报告》-2023.4.24
- 《2022Q3 营收稳健增长，盈利环比提升——公司信息更新报告》-2022.10.28
- 《2022H1 营收稳健增长，盈利环比改善——公司信息更新报告》-2022.9.1

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2383	3152	3590	4115	4900	<b>营业收入</b>	2871	3208	3930	4862	5858
现金	1505	1628	1994	2467	2973	营业成本	1731	2104	2556	3136	3761
应收票据及应收账款	199	184	0	0	0	营业税金及附加	14	18	23	27	32
其他应收款	34	22	47	38	64	营业费用	690	647	859	882	1063
预付账款	17	36	28	51	45	管理费用	109	119	264	181	218
存货	513	490	728	766	1025	研发费用	130	144	176	218	263
其他流动资产	115	793	793	793	793	财务费用	68	29	21	43	58
<b>非流动资产</b>	1649	2836	3106	3446	3806	资产减值损失	-9	-16	0	0	0
长期投资	29	52	75	98	120	其他收益	22	86	32	38	44
固定资产	836	849	1099	1388	1665	公允价值变动收益	-6	-11	0	-0	-4
无形资产	225	239	268	304	348	投资净收益	26	-0	10	11	12
其他非流动资产	559	1696	1664	1656	1673	资产处置收益	34	66	517	80	60
<b>资产总计</b>	4032	5988	6696	7560	8707	<b>营业利润</b>	191	271	594	511	582
<b>流动负债</b>	1543	1815	2173	2751	3547	营业外收入	14	2	6	6	7
短期借款	629	902	1788	2336	3114	营业外支出	2	4	3	4	3
应付票据及应付账款	525	507	0	0	0	<b>利润总额</b>	202	269	596	513	586
其他流动负债	388	405	385	415	434	所得税	18	50	64	60	73
<b>非流动负债</b>	584	1720	1620	1532	1446	<b>净利润</b>	184	219	532	454	513
长期借款	392	701	601	513	428	少数股东损益	-0	0	-1	-1	-1
其他非流动负债	192	1019	1019	1019	1019	<b>归属母公司净利润</b>	185	219	533	454	513
<b>负债合计</b>	2127	3534	3794	4284	4994	EBITDA	288	393	724	693	807
少数股东权益	0	0	-1	-1	-2	EPS(元)	0.59	0.70	1.71	1.46	1.65
股本	221	239	311	311	311						
资本公积	956	1247	1176	1176	1176	<b>主要财务比率</b>	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	739	915	1294	1632	1995	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	1905	2454	2903	3278	3714	营业收入(%)	48.0	11.7	22.5	23.7	20.5
<b>负债和股东权益</b>	4032	5988	6696	7560	8707	营业利润(%)	-19.5	42.3	119.1	-14.1	14.0
						归属于母公司净利润(%)	-14.9	18.4	143.7	-14.8	13.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	39.7	34.4	35.0	35.5	35.8
						净利率(%)	6.4	6.8	13.6	9.3	8.8
						ROE(%)	9.7	8.9	18.3	13.9	13.8
						ROIC(%)	6.5	6.1	10.5	8.3	8.0
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	52.7	59.0	56.7	56.7	57.4
						净负债比率(%)	-15.3	6.7	19.6	17.4	20.9
						流动比率	1.5	1.7	1.7	1.5	1.4
						速动比率	1.2	1.4	1.2	1.2	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	16.0	16.8	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	4.0	5.1	12.2	0.0	0.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.59	0.70	1.71	1.46	1.65
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.08	-1.53	1.51	1.10
						每股净资产(最新摊薄)	5.99	7.76	9.20	10.40	11.80
						<b>估值比率</b>					
						P/E	24.8	21.0	8.6	10.1	8.9
						P/B	2.5	1.9	1.6	1.4	1.2
						EV/EBITDA	14.7	11.1	6.6	6.9	6.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 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，属于商业秘密材料，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9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