

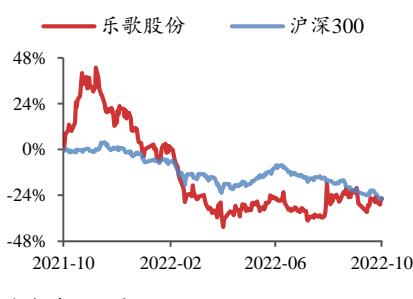
乐歌股份 (300729.SZ) 2022Q3 营收稳健增长，盈利环比提升

2022年10月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/28
当前股价(元)	16.38
一年最高最低(元)	35.25/14.03
总市值(亿元)	36.22
流通市值(亿元)	33.85
总股本(亿股)	2.21
流通股本(亿股)	2.07
近3个月换手率(%)	129.18

股价走势图**相关研究报告**

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

《人体工学龙头，前瞻布局海外仓渐进收获期—公司首次覆盖报告》
-2022.5.29**吕明（分析师）**

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

● 营收稳健增长，扣非归母净利大幅改善，维持“买入”评级

2022Q1-Q3 实现营收 23.12 亿元 (+10.10%)，实现归母净利润 1.58 亿元 (+28.12%)，扣非归母净利润 0.66 亿元 (-31.80%)。2022Q3 实现营收 7.64 亿元 (+8.63%)，实现归母净利润 0.28 亿元 (-29.57%)，扣非归母净利润 0.57 亿元 (+82.94%) (2022Q3 扣非归母净利润大幅回升主要系人民币贬值幅度提升)。考虑外围需求较为疲软我们下调盈利预测，预计 2022-2024 归母净利为 2.20/3.02/3.94 亿元 (原 2.30/3.16/4.14 亿元)，对应 EPS 为 0.99/1.36/1.78 元，当前股价对应 PE 为 16.5/12.0/9.2 倍，看好其在市场扩容及市占率不断提升下的持续增长，维持“买入”评级。

● 海外仓延续高增态势，线性驱动产品稳健增长

2022Q3 收入稳健增长，增速环比 2022Q2 提升 2.25pct。分产品看我们预计线性驱动产品依旧是公司收入增长的核心贡献点。分销售模式看海外仓业务处于持续红利期，判断 2022Q3 延续高增态势，ToB 贴牌业务预计受海外需求疲软影响有所下滑。分渠道：公司多渠道布局，预计线上销售持续发力。另外自主品牌方面预计 2022Q3 自主品牌收入贡献进一步提升。

● 控费优异，盈利环比提升

2022Q3 毛利率 40.4% (+3.9pct) 环比+3.92pct (系置换海外仓产生的中介费、搬迁费、空置成本等一次性费用减少及收入结构调整)。2022Q3 期间费率 26.8% (-0.6pct)，具体管理费率 5.5% (+1.1pct)、销售费率 22.1% (+0.5pct) 环比-3.4pct (判断主要系海运费回落所致。以 CCFI 综合指数看，2022Q3 指数已环比回落 6.6%，同比-1.4%)、财务费率-0.8% (-2.2pct) (判断系 2022Q3 人民币兑美元贬值幅度提升增加汇兑收益)。另外叠加 2022Q3 政府补助减少、美金远期锁汇带来公允价值变动损失及交割收益减少，综合作用下 2022Q3 净利率 3.7%(-2.0pct)。

● 风险提示：汇率大幅波动、海运费大幅上涨、市场开拓不及预期。**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,941	2,871	3,200	4,096	5,161
YOY(%)	98.4	48.0	11.5	28.0	26.0
归母净利润(百万元)	217	185	220	302	394
YOY(%)	244.7	-14.9	19.0	37.2	30.6
毛利率(%)	46.7	39.7	39.0	39.8	40.0
净利率(%)	11.2	6.4	6.9	7.4	7.6
ROE(%)	21.2	9.7	10.5	12.9	14.7
EPS(摊薄/元)	0.98	0.84	0.99	1.36	1.78
P/E(倍)	16.7	19.6	16.5	12.0	9.2
P/B(倍)	3.7	1.9	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1715	2383	2169	1725	2465	营业收入	1941	2871	3200	4096	5161
现金	905	1505	1106	987	730	营业成本	1034	1731	1952	2466	3097
应收票据及应收账款	160	199	201	267	322	营业税金及附加	11	14	20	24	29
其他应收款	48	34	58	60	88	营业费用	469	690	747	971	1208
预付账款	25	17	30	30	46	管理费用	92	109	121	147	181
存货	526	513	659	266	1164	研发费用	85	130	145	187	236
其他流动资产	51	115	115	115	115	财务费用	33	68	-6	-8	-4
非流动资产	1152	1649	1733	1898	2202	资产减值损失	-13	-9	0	0	0
长期投资	43	29	15	2	-12	其他收益	11	22	15	15	10
固定资产	419	836	901	1016	1264	公允价值变动收益	16	-6	0	0	0
无形资产	103	225	258	292	333	投资净收益	8	26	0	0	0
其他非流动资产	587	559	559	588	617	资产处置收益	1	34	0	0	0
资产总计	2867	4032	3902	3623	4667	营业利润	237	191	236	324	425
流动负债	1474	1543	1304	833	1576	营业外收入	4	14	8	7	8
短期借款	713	629	300	300	300	营业外支出	5	2	3	3	3
应付票据及应付账款	581	525	722	239	968	利润总额	236	202	241	328	430
其他流动负债	180	388	282	294	308	所得税	19	18	21	27	37
非流动负债	372	584	517	456	414	净利润	217	184	220	301	393
长期借款	350	392	325	264	222	少数股东损益	-0	-0	-0	-1	-1
其他非流动负债	22	192	192	192	192	归属母公司净利润	217	185	220	302	394
负债合计	1846	2127	1821	1289	1990	EBITDA	301	278	308	406	532
少数股东权益	0	0	-0	-1	-2	EPS(元)	0.98	0.84	0.99	1.36	1.78
股本	139	221	221	221	221	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	305	956	956	956	956	成长能力					
留存收益	580	739	900	1123	1429	营业收入(%)	98.4	48.0	11.5	28.0	26.0
归属母公司股东权益	1021	1905	2081	2334	2679	营业利润(%)	249.9	-19.5	23.7	37.6	31.0
负债和股东权益	2867	4032	3902	3623	4667	归属于母公司净利润(%)	244.7	-14.9	19.0	37.2	30.6
						获利能力					
						毛利率(%)	46.7	39.7	39.0	39.8	40.0
						净利率(%)	11.2	6.4	6.9	7.4	7.6
						ROE(%)	21.2	9.7	10.5	12.9	14.7
						ROIC(%)	11.5	5.8	7.2	9.3	11.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	64.4	52.7	46.7	35.6	42.6
						净负债比率(%)	17.6	-6.1	-10.6	-6.7	2.6
						流动比率	1.2	1.5	1.7	2.1	1.6
						速动比率	0.8	1.2	1.1	1.6	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	1.1	1.2
						应收账款周转率	15.6	16.0	16.0	17.5	17.5
						应付账款周转率	2.6	3.1	3.1	5.1	5.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.98	0.84	0.99	1.36	1.78
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	1.20	1.35	1.03	1.04
						每股净资产(最新摊薄)	4.45	8.45	9.24	10.39	11.94
						估值比率					
						P/E	16.7	19.6	16.5	12.0	9.2
						P/B	3.7	1.9	1.8	1.6	1.4
						EV/EBITDA	12.5	12.4	10.9	8.4	6.8

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，属于机密材料，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形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16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