

乐歌股份 (300729)

证券研究报告

2024 年 01 月 08 日

亚马逊等提费利好第三方海外仓需求增长

外部环境利好乐歌等第三方低价优质海外仓

23H2 以来受益于大件家具品类出海大幅增加,以及宠物用品等大卖,同时 2023 年同行没有明显扩仓,乐歌顺势扩仓承接大量需求。

此外,随着物流成本、海外仓租金上涨,亚马逊以及一些海外仓运营商开始涨价,但乐歌海外仓凭借规模优势,可以较好控制运营成本,尾程快递折扣议价能力提升,让利给客户,价格优势更加明显。

目前北美海外仓规模比较大的企业,主要有以中小件产品为主的谷仓、菜鸟、万邑通,以及以中大件为主的乐歌海外仓、无忧达、西邮等;乐歌海外仓目前是中大件海外仓服务企业头部企业,具有规模优势和价格优势。

疫情以来,跨境电商发展迅猛,海外仓作为配套服务供不应求,涌入大量参与者;到 2023 年供需达到平衡,由于续租租金上涨等因素,行业洗牌,逐渐产生行业龙头。乐歌作为上市公司,在价格和服务上具有较强竞争力,公司计划 2024 年扩仓 10-15 万平米。

海外仓具有明显规模效应,头部企业规模优势显著

头部企业在采购成本、运输效率、资源利用率、库存品类及周转率等方面具备明显优势,并且在尾程运输方面拥有更好的议价能力,可以以更优惠的价格获得物流公司运输服务。具备一定规模后还可以在协商建设合约及设施管理合约,以及优化人力资源时有效控制成本,形成规模经济。此外,较大规模和宽广布局可以帮助形成良好口碑,有利于持续获取客户资源。

同时,由于仓储地产供给稀缺的先天特点,较早布局且已经形成了一定规模的公司具有先发优势;仓储物流行业重视仓库位置,而在供给有限的情况下,已经持有的资产形成壁垒。

未来五年,公司跨境电商海外仓业务将通过深入推进自建仓库逐步取代租赁仓库、大仓逐步替换小仓的方式,加快美东、美西海外仓布局,为跨境电商及外贸企业提供物流快递、仓储及其他增值服务等多方位的供应链管理。公司预计,至 2027 年公司已建成并成熟运营的美国海外仓总面积将达约 34 万方,年货物处理量超 700 万件,海外仓运营主体 Lecangs 收入 CAGR 约 30%。

维持盈利预测,维持“买入”评级

随着公司业务规模扩大,在运营自用海外仓的基础上,延伸布局跨境电商公共海外仓业务,向超过 500 家外贸及跨境电商企业在国际供应链管理环节中提供海外仓储及物流综合解决方案,并将上述服务和资源根据不同客户不同属性商品进行个性化需求整合与优化,为客户出海提供包括海外仓储、尾程派送及其他增值服务等全方位供应链管理。服务。

我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 5.9、4.6、5.2 亿, EPS 分别为 1.87、1.46、1.66 元/股,对应 PE 分别为 10、13、12x。

风险提示: 国际政治经济风险;经营业绩波动风险;原材料价格波动风险;汇率波动风险;行业竞争加剧的风险;测算具有主观性风险等。

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	19.2 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	312.45
流通 A 股股本(百万股)	295.36
A 股总市值(百万元)	5,999.06
流通 A 股市值(百万元)	5,670.99
每股净资产(元)	9.32
资产负债率(%)	57.37
一年内最高/最低(元)	22.75/12.85

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

- 《乐歌股份-公司点评:海外仓布局优势凸显,跨境电商新基建发力》
2023-12-25
- 《乐歌股份-首次覆盖报告:深耕智能家居出海,发力海外仓业务》
2023-12-10

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,871.28	3,208.31	3,880.76	4,849.93	5,829.95
增长率(%)	47.95	11.74	20.96	24.97	20.21
EBITDA(百万元)	410.53	383.71	745.87	595.00	661.96
归属母公司净利润(百万元)	184.68	218.73	585.56	456.63	519.97
增长率(%)	(14.93)	18.44	167.71	(22.02)	13.87
EPS(元/股)	0.59	0.70	1.87	1.46	1.66
市盈率(P/E)	32.48	27.43	10.24	13.14	11.54
市净率(P/B)	3.15	2.45	2.10	1.87	1.67
市销率(P/S)	2.09	1.87	1.55	1.24	1.03
EV/EBITDA	13.73	6.38	6.17	7.24	6.16

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,505.34	1,628.01	1,625.00	2,272.91	2,512.78
应收票据及应收账款	198.91	184.18	264.43	326.91	375.36
预付账款	16.54	36.08	34.17	53.65	35.97
存货	512.56	489.59	834.40	917.32	922.46
其他	149.76	814.52	600.10	272.02	346.68
流动资产合计	2,383.11	3,152.38	3,358.10	3,842.81	4,193.24
长期股权投资	29.23	51.90	51.90	51.90	51.90
固定资产	835.71	849.47	793.43	737.39	681.35
在建工程	63.91	510.54	614.54	739.54	957.54
无形资产	225.45	238.59	234.09	229.59	225.09
其他	494.65	1,185.85	580.41	739.12	827.22
非流动资产合计	1,648.95	2,836.35	2,274.37	2,497.54	2,743.10
资产总计	4,032.07	5,988.73	5,632.47	6,340.35	6,936.34
短期借款	629.25	902.31	830.54	896.98	941.83
应付票据及应付账款	525.37	507.25	904.83	963.82	983.17
其他	310.86	348.61	401.42	469.98	443.18
流动负债合计	1,465.48	1,758.17	2,136.79	2,330.79	2,368.18
长期借款	287.93	587.42	120.88	157.14	220.00
应付债券	104.07	113.30	104.20	107.19	108.23
其他	191.84	1,020.85	411.70	541.46	658.01
非流动负债合计	583.83	1,721.58	636.78	805.80	986.24
负债合计	2,126.70	3,536.11	2,773.57	3,136.59	3,354.42
少数股东权益	0.00	0.02	0.03	0.07	0.14
股本	220.72	239.16	312.45	312.45	312.45
资本公积	956.30	1,247.29	1,202.58	1,202.58	1,202.58
留存收益	739.32	913.91	1,331.02	1,670.65	2,039.05
其他	(10.99)	52.24	12.82	18.02	27.69
股东权益合计	1,905.36	2,452.62	2,858.90	3,203.77	3,581.92
负债和股东权益总计	4,032.07	5,988.73	5,632.47	6,340.35	6,936.34

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	184.43	218.74	585.56	456.63	519.97
折旧摊销	66.52	72.23	60.54	60.54	60.54
财务费用	55.72	107.62	24.69	11.19	8.81
投资损失	(26.39)	0.13	(531.23)	0.00	0.00
营运资金变动	(309.48)	(342.24)	222.94	(144.21)	(80.92)
其它	294.62	278.89	(0.87)	(0.55)	(0.51)
经营活动现金流	265.42	335.38	361.62	383.60	507.88
资本支出	(9.48)	(272.87)	713.15	(4.76)	101.46
长期投资	(13.91)	22.67	0.00	0.00	0.00
其他	(216.67)	(596.88)	(284.91)	250.58	(318.77)
投资活动现金流	(240.06)	(847.08)	428.24	245.82	(217.31)
债权融资	59.68	531.80	(614.47)	129.71	90.59
股权融资	680.32	288.88	(178.41)	(111.21)	(141.30)
其他	(101.21)	(325.92)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	638.79	494.75	(792.87)	18.49	(50.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	664.15	(16.95)	(3.01)	647.91	239.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,871.28	3,208.31	3,880.76	4,849.93	5,829.95
营业成本	1,730.92	2,104.37	2,477.26	3,038.99	3,364.60
营业税金及附加	14.01	18.37	22.38	28.13	29.15
销售费用	690.30	646.51	890.25	864.26	1,283.75
管理费用	109.46	119.20	187.83	200.30	278.67
研发费用	129.83	143.78	159.89	195.94	284.50
财务费用	68.38	29.13	24.69	11.19	8.81
资产/信用减值损失	(13.97)	(15.64)	(13.57)	(14.92)	(14.70)
公允价值变动收益	(6.17)	(11.49)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	26.39	(0.13)	531.23	0.00	0.00
其他	(68.50)	(97.03)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	190.64	271.25	636.14	496.20	565.76
营业外收入	13.88	1.61	2.87	2.74	2.41
营业外支出	2.17	3.97	3.47	3.20	3.55
利润总额	202.35	268.89	635.53	495.74	564.62
所得税	17.92	50.15	50.84	39.66	45.17
净利润	184.43	218.74	584.69	456.08	519.45
少数股东损益	(0.25)	0.02	(0.87)	(0.55)	(0.51)
归属于母公司净利润	184.68	218.73	585.56	456.63	519.97
每股收益(元)	0.59	0.70	1.87	1.46	1.66

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	47.95%	11.74%	20.96%	24.97%	20.21%
营业利润	-19.50%	42.29%	134.52%	-22.00%	14.02%
归属于母公司净利润	-14.93%	18.44%	167.71%	-22.02%	13.87%
获利能力					
毛利率	39.72%	34.41%	36.17%	37.34%	42.29%
净利率	6.43%	6.82%	15.09%	9.42%	8.92%
ROE	9.69%	8.92%	20.48%	14.25%	14.52%
ROIC	22.10%	23.24%	58.76%	31.96%	35.02%
偿债能力					
资产负债率	52.74%	59.05%	49.24%	49.47%	48.36%
净负债率	-15.52%	5.81%	-15.54%	-29.69%	-30.48%
流动比率	1.54	1.74	1.57	1.65	1.77
速动比率	1.21	1.47	1.18	1.26	1.38
营运能力					
应收账款周转率	16.01	16.75	17.30	16.40	16.60
存货周转率	5.53	6.40	5.86	5.54	6.34
总资产周转率	0.83	0.64	0.67	0.81	0.88
每股指标(元)					
每股收益	0.59	0.70	1.87	1.46	1.66
每股经营现金流	0.85	1.07	1.16	1.23	1.63
每股净资产	6.10	7.85	9.15	10.25	11.46
估值比率					
市盈率	32.48	27.43	10.24	13.14	11.54
市净率	3.15	2.45	2.10	1.87	1.67
EV/EBITDA	13.73	6.38	6.17	7.24	6.16
EV/EBIT	15.82	7.57	6.71	8.05	6.78

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的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，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。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，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com