

► **业绩简述:** 1) 2023: 预计实现归母净利润 6.1-6.5 亿元, 同比增长 178.9-197.2%, 扣非归母净利润 2.3-2.5 亿元, 同比增长 121.3-140.1%。2) 4Q23: 经计算, 预计实现归母净利润 0.93-1.33 亿元, 同比增长 54.3-120.5%, 环比增长 26.7-81.1%, 扣非归母净利润 0.77-0.97 亿元, 同比增长 103.0-155.5%, 环比增长 9.7-38.0%。

► **海外仓业务快速增长, 家具销售业务保持增长, 同时成本端不利因素改善。** 公司全年业绩增长得益于: 1、公司海外仓业务高速增长。公司在中大件海外仓行业中处于领先地位, 累计服务出海企业超过 600 家。通过有序扩仓和库容率提升, 发件数量同比显著增加, 尾程折扣议价能力增强, 盈利能力持续改善。2、受益于升降桌市场渗透率提升, 公司自主品牌业务保持增长。3、2023 年, 海运费处于低位, 原材料价格整体平稳, 美元兑人民币中间价回升, 上述影响净利润的不利因素有所改善。4、年初出售海外仓, 产生非经常性收益 3.62 亿元。

► **定增建设“美国佐治亚州 Ellabell 海外仓项目”已过会。** 公司定增拟募资不超过人民币 5 亿元 (含本数), 发行股票数量不超过 9336 万股 (含本数), 且不超过发行前总股本的 30%。建成后公司将增加 9.3 万平米仓库, 预计年包裹处理量 209 万件。预计至 27 年, 公司拥有成熟运营的海外仓面积 33.93 万平方米, 可实现年货物处理量超 700 万件, 22-27 年年货物处理量的年均复合增长率为约 30%。该项目达产后预计未来每年新增折旧金额为 1716 万元, 进入成熟状态运营后每年新增营业收入和净利润分别为 6.58 亿元和 7187 万元。

► **线上家具渗透率提升, 海外仓需求有望不断上升。** 2023 年由于仓库续租租金上涨等原因, 行业洗牌, 逐渐产生行业龙头, 公司在价格和服务上具备优势: ①自持土地资产, 截至 23H1, 公司购买土地 4800 亩, 建成仓库后可节约租赁成本; ②规模优势, 22 年完成包裹处理量 193 万件, 定增募投项目预计年处理量 209 万件, 预计 27 年总体处理量超 700 万件, 公司与 UPS、Fedex 等尾程物流商建立良好的合作关系, 为客户提供优惠的尾程配送价格。

► **投资建议:** 从需求端来看, 海外大件家居线上渗透率提升, 需求端旺盛, 公司 2024 年将扩仓 10-15 万平米。从公司盈利能力来看, 随着自建仓落地, 有望降低成本提升毛利率。我们看好公司长期的业绩成长性。预计 23-25 年实现收入 40.14/52.36/70.09 亿元, 同比增长 25.1%/30.4%/33.9%, 预计 23-25 年实现归母净利润 6.16/4.78/5.11 亿元, 同比变化+181.6%/-22.5%/+7.1%, 对应 23-25 年 PE 为 9/12/11X, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 海外需求不及预期, 新项目落地不及预期, 出口成本大幅变化。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,208	4,014	5,236	7,009
增长率 (%)	11.7	25.1	30.4	33.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	219	616	478	511
增长率 (%)	18.4	181.6	-22.5	7.1
每股收益 (元)	0.70	1.97	1.53	1.64
PE	26	9	12	11
PB	2.3	1.9	1.7	1.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 1 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

18.80 元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com



分析师 徐皓亮

执业证书: S0100522110001

邮箱: xuhaoliang@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书: S0100122070036

邮箱: liuyanjing@mszq.com

相关研究

1.乐歌股份 (300729.SZ) 深度报告: 智能家居龙头, 海外仓前瞻布局助力产品出海-2023/11/17

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,208	4,014	5,236	7,009
营业成本	2,104	2,613	3,420	4,719
营业税金及附加	18	20	26	35
销售费用	647	743	938	1,167
管理费用	119	179	209	259
研发费用	144	164	212	280
EBIT	246	335	535	688
财务费用	29	87	88	87
资产减值损失	-16	-3	-4	-6
投资收益	0	-40	5	7
营业利润	271	807	563	603
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	269	806	562	602
所得税	50	189	84	90
净利润	219	617	478	512
归属于母公司净利润	219	616	478	511
EBITDA	430	566	794	959

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,628	1,645	1,528	1,743
应收账款及票据	184	275	358	480
预付款项	36	0	0	0
存货	490	641	839	1,158
其他流动资产	815	925	927	937
流动资产合计	3,152	3,486	3,653	4,316
长期股权投资	52	52	52	52
固定资产	849	1,639	1,646	1,676
无形资产	239	239	239	239
非流动资产合计	2,836	3,649	3,681	3,729
资产合计	5,989	7,135	7,334	8,045
短期借款	902	802	702	602
应付账款及票据	507	680	890	1,228
其他流动负债	405	538	365	489
流动负债合计	1,815	2,021	1,957	2,320
长期借款	587	788	788	788
其他长期负债	1,134	1,307	1,327	1,347
非流动负债合计	1,722	2,094	2,114	2,134
负债合计	3,536	4,115	4,072	4,454
股本	239	312	312	312
少数股东权益	0	1	1	2
股东权益合计	2,453	3,020	3,262	3,591
负债和股东权益合计	5,989	7,135	7,334	8,045

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.74	25.13	30.43	33.86
EBIT 增长率	20.09	36.13	59.82	28.66
净利润增长率	18.44	181.60	-22.46	7.06
盈利能力 (%)				
毛利率	34.41	34.90	34.68	32.67
净利润率	6.82	15.34	9.12	7.30
总资产收益率 ROA	3.65	8.63	6.51	6.36
净资产收益率 ROE	8.92	20.40	14.65	14.25
偿债能力				
流动比率	1.74	1.73	1.87	1.86
速动比率	1.21	1.14	1.17	1.13
现金比率	0.90	0.81	0.78	0.75
资产负债率 (%)	59.05	57.68	55.52	55.37
经营效率				
应收账款周转天数	20.78	25.00	25.00	25.00
存货周转天数	84.92	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	0.64	0.61	0.72	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.70	1.97	1.53	1.64
每股净资产	7.85	9.66	10.44	11.49
每股经营现金流	1.07	1.34	2.33	2.86
每股股利	0.35	0.75	0.59	0.63
估值分析				
PE	26	9	12	11
PB	2.3	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.59	11.84	8.44	6.98
股息收益率 (%)	1.93	4.16	3.23	3.46

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	219	617	478	512
折旧和摊销	184	231	259	271
营运资金变动	-137	-101	-1	7
经营活动现金流	335	419	728	894
资本开支	-537	-291	-40	-183
投资	-301	3	0	0
投资活动现金流	-847	-335	-30	-176
股权募资	302	1	0	0
债务募资	466	188	-355	-100
筹资活动现金流	495	-67	-815	-505
现金净流量	-30	17	-117	214

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026