

乐歌股份 (300729)

证券研究报告

2024年01月20日

23Q4 扣非高增 103-155%，预计 24Q1 延续高增趋势

公司发布 2023 年年度业绩预告

公司 2023 年实现归母净利润 6.1-6.5 亿元，同增 179-197%，扣非归母净利润 2.3-2.5 亿，同增 121-141%；23Q4 实现归母净利润 0.93-1.33 亿元，同增 54-121%，扣非归母净利润 0.77-0.97 亿元，同增 103-155%。

2023 年公司智能家居和海外仓双轮驱动，业绩增长系：

- 1) 海外仓高增。随美国电商渗透率提升、中国跨境电商品牌出海趋势加强，大幅提升海外仓需求。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) 自主品牌保持增长。受益于升降桌市场渗透率提升，品牌红利显现。
- 3) 2023 年海运费处于低位，原材料价格平稳，美元兑人民币中间价回升。
- 4) 2023 年年初公司出售了位于加利福尼亚州 6075 LanceDr, Riverside, CA92507 的海外仓，增加了当期资产转让税后收益人民币 3.62 亿，产生非经常性损益。

海外仓竞争优势显著，预计盈利能力稳定

公司 2024 年计划扩仓 10-15 万平米，预计新开仓有爬坡过程，填仓进度或将影响净利率，然而现有客户增量加上 23Q4 新增新客户业务增量，预计新开仓库填仓速度较快，整体盈利能力稳定。

我们认为公司海外仓成本端具备竞争优势，与 FedEx、UPS 等快递服务商合作时间长、业务规模大、议价能力强，此外公司具备可用于自建海外仓的土地储备，仓库自持成本远低于仓库租金成本。

供需两旺，看好产业潜力

行业需求端，有望受益于跨境电商行业高景气及亚马逊对中大件提价，公司价格优势更明显；供给端，续租租金上涨等因素导致的成本变化使得行业洗牌，此外仓储物流行业重视仓库位置，而在供给有限情况下，乐歌已合理建设完成美东、美西仓库的均衡布局。

调整盈利预测，维持“买入”评级

根据公司业绩预告，我们调整 23 年盈利预测，预计公司 23-25 年公司归母净利润分别为 6.3/4.6/5.2 亿元(前值为 5.9/4.6/5.2 亿)，PE 分别为 9/13/11X。

风险提示：海外需求复苏不及预期；新开仓填仓进度不及预期；升降桌渗透率提升不及预期；业绩预告为初步核算结果，具体数据以正式发布 23 年报为准

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	3,868.30	4,820.69	5,825.34
增长率(%)	47.95	11.74	20.57	24.62	20.84
EBITDA(百万元)	410.53	383.71	789.58	599.36	666.00
归属母公司净利润(百万元)	184.68	218.73	626.04	461.06	524.16
增长率(%)	(14.93)	18.44	186.22	(26.35)	13.69
EPS(元/股)	0.59	0.70	2.00	1.48	1.68
市盈率(P/E)	31.81	26.86	9.38	12.74	11.21
市净率(P/B)	3.08	2.40	2.03	1.82	1.62
市销率(P/S)	2.05	1.83	1.52	1.22	1.01
EV/EBITDA	13.73	6.38	5.63	6.92	5.87

资料来源：wind，天风证券研究所

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	18.8 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)	5,874.07
流通 A 股市值(百万元)	5,552.85
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	
张彤	联系人
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《乐歌股份-公司点评:亚马逊等提费利好第三方海外仓需求增长》2024-01-08
- 2 《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
- 3 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,505.34	1,628.01	1,654.15	2,304.38	2,550.97	营业收入	2,871.28	3,208.31	3,868.30	4,820.69	5,825.34
应收票据及应收账款	198.91	184.18	262.99	324.78	376.93	营业成本	1,730.92	2,104.37	2,472.79	2,991.89	3,559.77
预付账款	16.54	36.08	34.04	52.41	42.40	营业税金及附加	14.01	18.37	22.31	27.96	29.13
存货	512.56	489.59	832.01	892.56	1,053.95	销售费用	690.30	646.51	827.04	859.05	1,112.64
其他	149.76	814.52	599.83	271.58	347.02	管理费用	109.46	119.20	174.85	228.98	284.86
流动资产合计	2,383.11	3,152.38	3,383.03	3,845.71	4,371.27	研发费用	129.83	143.78	159.37	187.52	248.74
长期股权投资	29.23	51.90	51.90	51.90	51.90	财务费用	68.38	29.13	24.47	10.74	8.29
固定资产	835.71	849.47	793.43	737.39	681.35	资产/信用减值损失	(13.97)	(15.64)	(13.57)	(14.92)	(14.70)
在建工程	63.91	510.54	614.54	739.54	957.54	公允价值变动收益	(6.17)	(11.49)	(8.83)	(10.16)	(9.50)
无形资产	225.45	238.59	234.09	229.59	225.09	投资净收益	26.39	(0.13)	515.00	11.55	12.60
其他	494.65	1,185.85	580.41	739.12	827.22	其他	(68.50)	(97.03)	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	1,648.95	2,836.35	2,274.37	2,497.54	2,743.10	营业利润	190.64	271.25	680.07	501.01	570.32
资产总计	4,032.07	5,988.73	5,657.40	6,343.25	7,114.37	营业外收入	13.88	1.61	2.87	2.74	2.41
短期借款	629.25	902.31	830.54	896.98	941.83	营业外支出	2.17	3.97	3.47	3.20	3.55
应付票据及应付账款	525.37	507.25	902.28	937.41	1,122.53	利润总额	202.35	268.89	679.46	500.55	569.18
其他	310.86	348.61	400.75	468.29	448.32	所得税	17.92	50.15	54.36	40.04	45.53
流动负债合计	1,465.48	1,758.17	2,133.57	2,302.68	2,512.68	净利润	184.43	218.74	625.10	460.51	523.64
长期借款	287.93	587.42	120.88	157.14	220.00	少数股东损益	(0.25)	0.02	(0.93)	(0.55)	(0.52)
应付债券	104.07	113.30	104.20	107.19	108.23	归属于母公司净利润	184.68	218.73	626.04	461.06	524.16
其他	191.84	1,020.85	411.70	541.46	658.01	每股收益(元)	0.59	0.70	2.00	1.48	1.68
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	2,770.35	3,108.48	3,498.92	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	0.02	(0.65)	(1.06)	(1.43)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	220.72	239.16	312.45	312.45	312.45	成长能力					
资本公积	956.30	1,247.29	1,202.58	1,202.58	1,202.58	营业收入	47.95%	11.74%	20.57%	24.62%	20.84%
留存收益	739.32	913.91	1,359.85	1,702.77	2,074.15	营业利润	-19.50%	42.29%	150.71%	-26.33%	13.83%
其他	(10.99)	52.24	12.82	18.02	27.69	归属于母公司净利润	-14.93%	18.44%	186.22%	-26.35%	13.69%
股东权益合计	1,905.36	2,452.62	2,887.05	3,234.77	3,615.45	获利能力					
负债和股东权益总计	4,032.07	5,988.73	5,657.40	6,343.25	7,114.37	毛利率	39.72%	34.41%	36.08%	37.94%	38.89%
						净利率	6.43%	6.82%	16.18%	9.56%	9.00%
						ROE	9.69%	8.92%	21.68%	14.25%	14.49%
						ROIC	22.10%	23.24%	62.65%	32.26%	35.28%
						偿债能力					
						资产负债率	52.74%	59.05%	48.97%	49.00%	49.18%
						净负债率	-15.52%	5.81%	-16.40%	-30.38%	-31.25%
						流动比率	1.54	1.74	1.59	1.67	1.74
						速动比率	1.21	1.47	1.20	1.28	1.32
						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	5.85	5.59	5.99
						总资产周转率	0.83	0.64	0.66	0.80	0.87
						每股指标(元)					
						每股收益	0.59	0.70	2.00	1.48	1.68
						每股经营现金流	0.85	1.07	1.31	1.17	1.58
						每股净资产	6.10	7.85	9.24	10.36	11.58
						估值比率					
						市盈率	31.81	26.86	9.38	12.74	11.21
						市净率	3.08	2.40	2.03	1.82	1.62
						EV/EBITDA	13.73	6.38	5.63	6.92	5.87
						EV/EBIT	15.82	7.57	6.10	7.70	6.46

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	184.43	218.74	626.04	461.06	524.16
折旧摊销	66.52	72.23	60.54	60.54	60.54
财务费用	55.72	107.62	24.47	10.74	8.29
投资损失	(26.39)	0.13	(515.00)	(11.55)	(12.60)
营运资金变动	(309.48)	(342.24)	223.94	(144.75)	(76.71)
其它	294.62	278.89	(9.77)	(10.71)	(10.02)
经营活动现金流	265.42	335.38	410.22	365.33	493.66
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)	(292.31)	272.29	(296.67)
投资活动现金流	(240.06)	(847.08)	420.85	267.53	(195.21)
债权融资	59.68	531.80	(614.25)	130.16	91.11
股权融资	680.32	288.88	(190.67)	(112.79)	(142.96)
其他	(101.21)	(325.92)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	638.79	494.75	(804.92)	17.37	(51.85)
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)	26.14	650.22	246.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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