

分析师: 龙羽洁
登记编码: S0730523120001
longyj@ccnew.com 0371-65585753

海外仓规模效应显现, 独立站发展迅速

——乐歌股份(300729)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(首次)

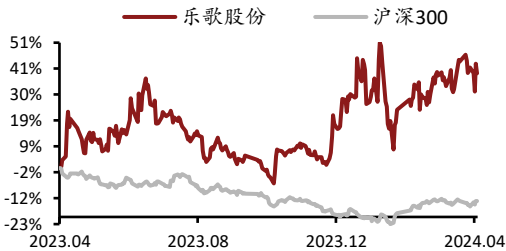
市场数据(2024-04-18)

收盘价(元)	19.08
一年内最高/最低(元)	22.40/12.90
沪深 300 指数	3,569.80
市净率(倍)	1.99
流通市值(亿元)	56.30

基础数据(2023-12-31)

每股净资产(元)	9.60
每股经营现金流(元)	2.62
毛利率(%)	36.53
净资产收益率_摊薄(%)	20.87
资产负债率(%)	55.32
总股本/流通股(万股)	31,260.67/29,507.36
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券, 聚源

相关报告

联系人: 马蕊琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 19 日

事件:

公司发布 2023 年年度报告。2023 年全年实现营业收入 39.02 亿元, 同比增长 21.61%, 实现归母净利润 6.34 亿元, 同比增长 189.72%, 扣非归母净利润 2.52 亿元, 同比增长 142.38%; 经营活动产生的现金流量净额 8.20 亿元, 同比增长 144.35%; 基本每股收益 2.03 元, 同比增长 185.92%; 加权平均净资产收益率 23.15%, 同比+12.49pct; 拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元(含税), 分红总额 1.25 亿元。

其中 2023Q4, 公司实现营业收入 12.16 亿元, 同比增长 35.73%, 归母净利润 1.17 亿元, 同比增长 93.55%。

投资要点:

● 智能家居业务和海外仓业务双轮驱动, 协同发展。

2023 年公司人体工学系列产品、仓储物流服务分别实现收入 26.12、9.51 亿元, 同比分别增长 8.7%、94.03%。人体工学系列产品仍是公司营业收入的主要来源, 占营业收入比重 66.94%; 公共海外仓业务快速发展, 占营业收入比重由 2022 年的 15.28% 提升至 24.38%。

智能家居业务平稳增长得益于产品品类的不断丰富, 公司在保持升降桌主打产品优势的同时, 利用线性驱动核心技术以及品牌、渠道协同优势, 推出了电动沙发、人体工学椅等品类, 贡献新的收入增长点。其中线性驱动升降系统产品实现销售数量 139.71 万套, 销售金额 20.42 亿元, 同比增长 10.45%。

海外仓业务的快速发展, 是由于美国电商渗透率持续提升、中国跨境电商品牌出海趋势不断加强, 大幅提升了海外仓需求, 公司通过“小仓换大仓”的方式滚动发展海外仓和优化仓库布局, 通过有序扩仓, 以及库容利用率、周转的提升, 发件数量同比显著增加; 截至目前, 公司在全球拥有 13 个自营海外仓, 总面积 36.24 万平方米, 累计服务超过 600 家外贸企业, 已发展成为中大件品类海外仓服务企业中的头部企业。

● 自主品牌价值深受认可, 自主渠道独立站表现亮眼。

公司自主品牌产品 2023 年销售收入占主营业务收入(不含海外仓收入)比例超过 70%, 自主品牌影响力不断提升, 公司坚持发展自主品牌战略, 国内主打“LOCTEK 乐歌”品牌, 国外主打“FlexiSpot”品牌; 其中, 跨境电商销售收入 17.73 亿元, 同比增长 12.59%, 公司拥有 14 年跨境电商运营经验, 境外线上销售规模领先于同行业公司, 在亚马逊等电商平台的销量保持优势地位。

公司自建独立网站“flexispot.com”, 2023 年, 独立站销售收入 6.71 亿元,

同比增长 16.72%，增速高于亚马逊平台，并且公司美国独立站流量首次超过主要竞争对手排名第一；公司现有独立站 12 个，销售占跨境电商销售收入提升至近 4 成。公司独立站能够较好满足消费者的定制化需求，销售高端产品，且相比第三方平台，人均消费金额更高，销售增速更快，2023 年公司独立站人均消费金额 3014 元，明显高于亚马逊/天猫/京东自营/抖音的人均消费金额 1694/1480/1169/1560 元。

● **规模优势下，海外仓业务毛利率提升显著。**

公司海外仓业务 2023 年毛利率 12.69%，同比+9.32pct，盈利能力显著提升。盈利能力的提升是通过有序扩仓，以及库容利用率、周转的提升，发件数量同比显著增加，尾程折扣议价能力增强，因此盈利能力持续改善；得益于乐歌快递账号累计的庞大发货数量，使其能够享受更优的快递折扣和派送服务，截至 2023 年末海外仓已累计服务超过 600 家出海企业，全年包裹发货数量近 500 万个，成为 Fedex 全球 Top100 客户。公司 2024 年一季度加快扩仓进度，目前在全球拥有 13 个自营海外仓，总面积 36.24 万平方米。2024 年乐歌还将推进自建海外仓建设，通过提高成本相对低的自建海外仓仓库占比（自建海外仓持有成本是租赁海外仓成本的三分之一到二分之一），降低整体海外仓物业运营成本，增加盈利空间。公司在“小仓换成大仓”过程中，提前以较低的价格在美国核心港口区域储备了 5000 亩工业物流用地，满足未来自建仓需求。

● **品牌力提升叠加海外仓规模效应助力盈利能力提升。**

毛利率方面，2023 年公司毛利率 36.53%，同比+2.12pct，其中人体工学系列产品、仓储物流服务毛利率分别为 42.65%、12.69%，分别同比+3.92%、+9.32pct，净利率方面，2023 年扣非净利率为 6.46%，同比+3.22pct，主要系人体工学品牌力不断提升，海外仓业务规模扩大所致。期间费用方面，2023 年公司期间费用率 28.92%，同比-0.34pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 20.07%、4.18%、3.71%、0.96%，分别同比-0.08%、+0.46%、-0.77%、+0.05pct，管理费用随企业规模增长有所增加。

● **首次覆盖给予公司“买入”评级。**

1) 公司聚焦健康办公、智能家居领域，是人体工学行业龙头企业，自主品牌和渠道持续发展，且不断丰富产品品类，在全球智能家居市场规模及渗透率逐年提升的背景下，公司未来有望受益于健康消费及智能家居产业发展；

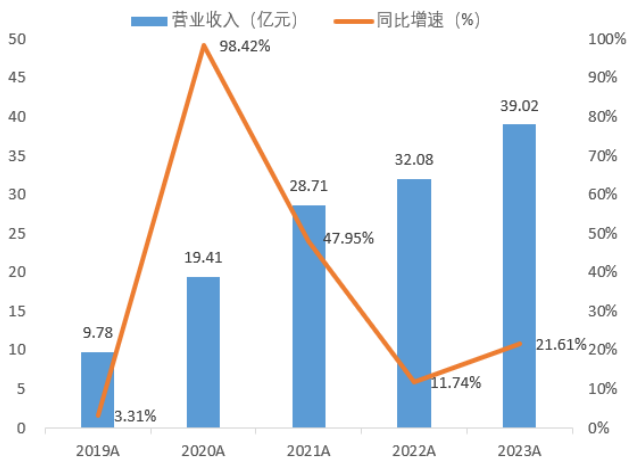
2) 中国跨境电商品牌出海势头迅猛，欧美等发达国家的市场需求旺盛并且电商渗透率持续提升，未来公司有望通过跨境电商业务模式加快品类、市场和渠道拓展，同时借助海外仓旺盛的需求，实现海外仓业务的持续健康发展。预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 4.49 亿元、5.21 亿元、5.84 亿元，对应 EPS 分别为 1.44 元、1.67 元、1.87 元，按 4 月 18 日 19.08 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 13.29 倍、11.46 倍、10.21 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：关税变化的风险；海运费及汇率大幅波动的风险；需求不及预期的风险；海外仓扩张不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208	3,902	4,930	6,164	7,644
增长比率(%)	11.74	21.61	26.34	25.05	24.00
净利润(百万元)	219	634	449	521	584
增长比率(%)	18.44	189.72	-29.17	16.01	12.17
每股收益(元)	0.70	2.03	1.44	1.67	1.87
市盈率(倍)	27.27	9.41	13.29	11.46	10.21

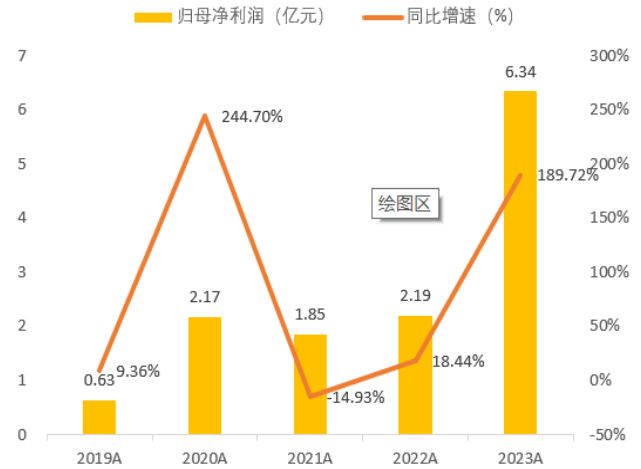
资料来源：中原证券，聚源，携宁

图 1：公司营业收入及同比增速



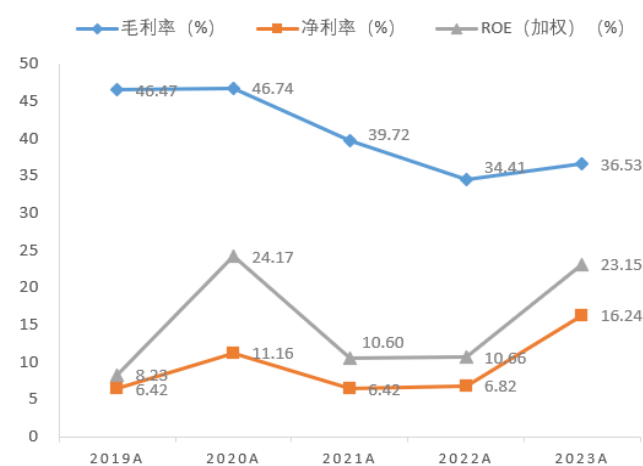
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司归母净利润及同比增速



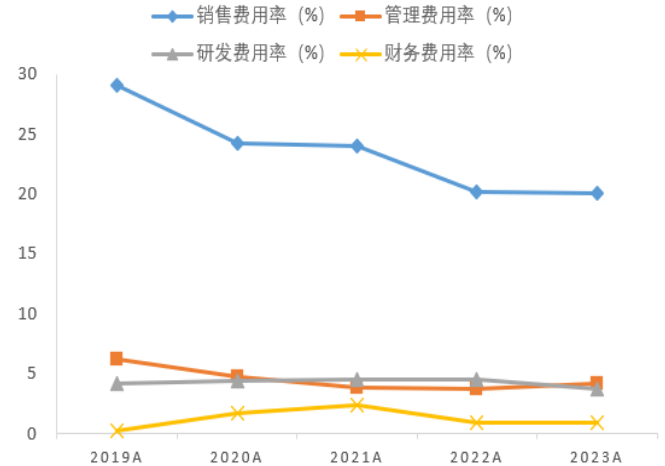
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司盈利能力



资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司期间费用



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,152	2,906	3,188	3,577	4,209
现金	1,628	1,652	1,722	1,810	2,074
应收票据及应收账款	184	254	307	378	470
其他应收款	22	38	45	55	69
预付账款	36	43	50	67	85
存货	490	460	555	707	901
其他流动资产	793	459	509	559	609
非流动资产	2,836	3,892	4,302	4,723	5,063
长期投资	52	65	77	91	105
固定资产	849	1,920	2,071	2,190	2,267
无形资产	239	275	317	353	391
其他非流动资产	1,696	1,632	1,836	2,089	2,300
资产总计	5,989	6,798	7,490	8,299	9,272
流动负债	1,815	1,686	1,890	2,143	2,496
短期借款	902	580	530	480	430
应付票据及应付账款	507	629	807	1,022	1,315
其他流动负债	405	478	554	641	751
非流动负债	1,722	2,075	2,234	2,394	2,555
长期借款	587	783	883	983	1,083
其他非流动负债	1,134	1,292	1,351	1,411	1,472
负债合计	3,536	3,761	4,124	4,537	5,051
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	239	312	312	312	312
资本公积	1,247	1,199	1,199	1,199	1,199
留存收益	914	1,464	1,794	2,189	2,648
归属母公司股东权益	2,453	3,037	3,367	3,762	4,221
负债和股东权益	5,989	6,798	7,490	8,299	9,272

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	335	820	767	791	864
净利润	219	634	449	521	584
折旧摊销	184	258	248	257	265
财务费用	108	64	101	108	114
投资损失	0	24	7	17	22
营运资金变动	-137	280	77	38	69
其他经营现金流	-38	-440	-116	-150	-190
投资活动现金流	-847	-448	-585	-580	-472
资本支出	-537	-541	-520	-503	-391
长期投资	-314	72	-11	-13	-12
其他投资现金流	4	21	-54	-64	-69
筹资活动现金流	495	-59	-117	-123	-128
短期借款	273	-322	-50	-50	-50
长期借款	299	196	100	100	100
普通股增加	18	73	0	0	0
资本公积增加	291	-49	0	0	0
其他筹资现金流	-387	43	-167	-173	-178
现金净增加额	-30	318	70	88	263

资料来源：中原证券，聚源，携宁

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,208	3,902	4,930	6,164	7,644
营业成本	2,104	2,477	3,128	4,027	5,157
营业税金及附加	18	26	35	44	57
营业费用	647	783	937	1,110	1,299
管理费用	119	163	195	246	307
研发费用	144	145	202	249	306
财务费用	29	37	57	62	67
资产减值损失	-16	-10	-10	-10	-10
其他收益	86	55	84	109	131
公允价值变动收益	-11	-2	0	0	0
投资净收益	0	-24	-7	-17	-22
资产处置收益	66	516	136	170	210
营业利润	271	801	573	672	754
营业外收入	2	4	3	3	3
营业外支出	4	9	8	8	8
利润总额	269	796	568	667	749
所得税	50	162	119	147	165
净利润	219	634	449	521	584
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	219	634	449	521	584
EBITDA	430	606	872	987	1,081
EPS (元)	0.70	2.03	1.44	1.67	1.87

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	11.74	21.61	26.34	25.05	24.00
营业利润 (%)	42.29	195.46	-28.50	17.36	12.07
归属母公司净利润 (%)	18.44	189.72	-29.17	16.01	12.17
获利能力					
毛利率 (%)	34.41	36.53	36.54	34.67	32.54
净利率 (%)	6.82	16.24	9.10	8.45	7.64
ROE (%)	8.92	20.87	13.33	13.84	13.83
ROIC (%)	3.85	4.82	7.96	8.49	8.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.05	55.32	55.05	54.67	54.47
净负债比率 (%)	144.18	123.83	122.48	120.58	119.65
流动比率	1.74	1.72	1.69	1.67	1.69
速动比率	1.21	1.30	1.23	1.16	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.61	0.69	0.78	0.87
应收账款周转率	16.82	17.91	17.66	18.10	18.14
应付账款周转率	5.07	5.60	5.73	5.70	5.73
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.70	2.03	1.44	1.67	1.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.07	2.62	2.45	2.53	2.76
每股净资产 (最新摊薄)	7.85	9.72	10.77	12.04	13.50
估值比率					
P/E	27.27	9.41	13.29	11.46	10.21
P/B	2.43	1.96	1.77	1.59	1.41
EV/EBITDA	11.59	10.99	8.11	7.19	6.43

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。