

乐歌股份 (300729.SZ)

2023 年年报点评：Q4 海外仓延续高增，盈利能力持续提升

买入

核心观点

双轮驱动增长，扣非利润增速亮眼。2023 年实现营收 39.0 亿/YoY+21.6%，归母净利润 6.3 亿/YoY+189.7%，扣非归母净利润 2.5 亿/YoY+142.4%，其中 Q1 出售海外仓产生非经常性收益 3.6 亿，全年扣非利润略超业绩预告上限；2023Q4 营收 12.2 亿/YoY+35.7%，归母净利润 1.2 亿/YoY+93.6%；扣非归母净利润 1.0 亿/YoY+160.6%。智能家居拓品类、拓渠道与扩市场，海外仓业务快速发展，双轮发展模式清晰；规模效应释放利润，利息与汇兑增厚收益，全年业绩实现高增长。公司拟每 10 股派发现金红利 4 元。

Q4 海外仓延续强势增长。2023 年公共海外仓收入同比+94.0%至 9.5 亿，其中 Q4 收入同比+87.6%至 3.7 亿。2023 年包裹发货近 500 万个，成为 Fedex 全球 Top100 客户，尾程折扣议价能力增强，库容利用率与周转提升，海外仓盈利持续改善，2023 年毛利率提升 9.3pct 至 12.7%，其中 Q4 毛利率约 19.1%。受益于跨境电商景气、让价持续获客，公司新老客户订单双增，2024Q1 加快扩仓进度，目前全球共拥有 13 个海外仓，面积 36.2 万平方米。

自有品牌占比提升，H2 跨境电商提速、独立站表现优异。2023 年公司跨境电商收入同比+12.6%至 17.7 亿，独立站/亚马逊收入 6.7 亿/10.0 亿，分别同增 16.7%/7.8%，其中 H1 同比+8.5%/-4.7%，H2 同比+24.6%/+19.1%，公司现有 12 个独立站，美国独立站流量首次排名第一。2023 年内销收入 3.0 亿/+5.1%，天猫/京东/抖音合计收入 2.1 亿/+0.12%，抖音增速相对更高。2023 年自主品牌收入占主营收入（不含海外仓）比例+1.8pct 至 70.7%，在主打优势品类升降桌的同时，电动沙发、人体工学椅等新品有望形成收入贡献。

毛利率同比提升，盈利能力趋势向上。2023 年公司毛利率 36.5%/+2.1pct，其中海外仓/人体工学毛利率分别+9.3pct/+3.9pct 至 12.7%/42.7%，全年期间费用率同比-0.3pct 至 28.9%；2023Q4 毛利率同比+13.7pct 至 36.6%，Q4 销售、管理、研发、财务费用率分别为 18.5%/3.5%/3.8%/1.8%，同比+11.5pct/+2.4pct/-1.2pct/-0.4pct；Q4 净利率同比+2.9pct 至 9.6%，环比 Q3 提升 2.31pct，盈利水平逐季度提升。

风险提示：海外需求不及预期；原材料价格与海运费上涨；国内外竞争加剧。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

跨境电商维持景气、新品放量，代工订单充足；库容利用率提升带来海外仓的规模与盈利能力同步提升。维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 4.6/5.2/6.0 亿元（前值 4.6/5.2/-1 亿），同比增速-28%/14%/16%，当前股价对应 PE=13/11/10 倍。维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208	3,902	4,944	6,052	7,071
(+/-%)	11.7%	21.6%	26.7%	22.4%	16.8%
归母净利润(百万元)	219	634	458	521	604
(+/-%)	18.4%	189.7%	-27.7%	13.7%	15.8%
每股收益(元)	0.91	2.03	1.47	1.67	1.93
EBIT Margin	5.5%	7.9%	10.3%	10.4%	11.1%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	20.9%	13.7%	14.2%	14.8%
市盈率 (PE)	20.9	9.4	13.0	11.4	9.9
EV/EBITDA	34.3	24.7	16.7	14.4	12.0
市净率 (PB)	1.86	1.96	1.79	1.62	1.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

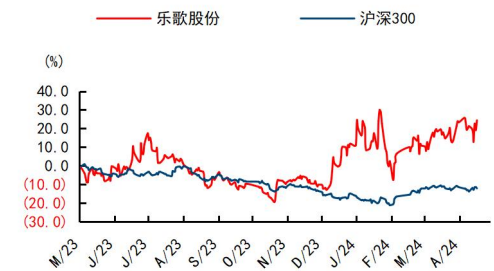
轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn
 证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn
 S0980520110004 S0980520120004
 证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn
 联系人：李晶 cnlijing29@guosen.com.cn
 S0980523020001

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 19.92 元
 总市值/流通市值 6227/5878 百万元
 52 周最高价/最低价 22.75/12.85 元
 近 3 个月日均成交额 267.54 百万元

市场走势

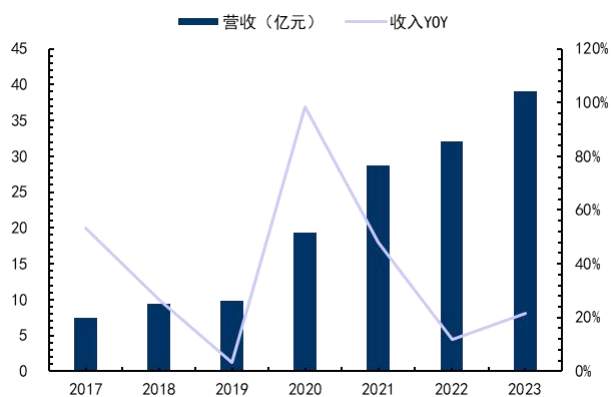


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

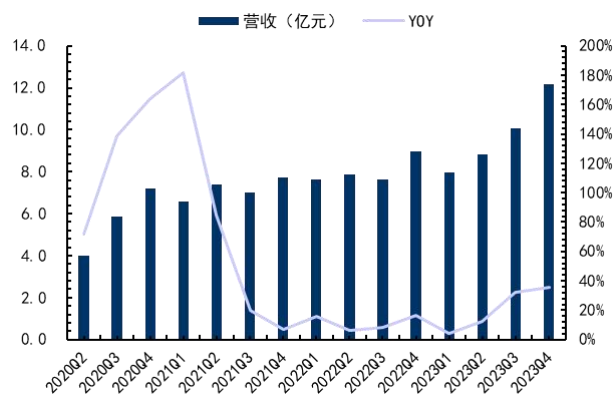
《乐歌股份 (300729.SZ) - 定增加码海外仓，智能家居与海外仓双轮协同发展》——2024-01-17

图1：公司营业收入及增速



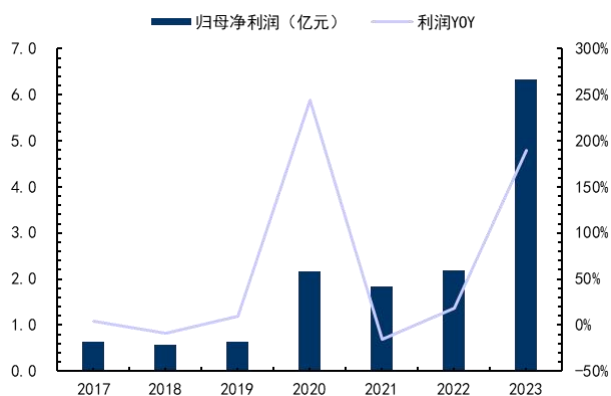
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



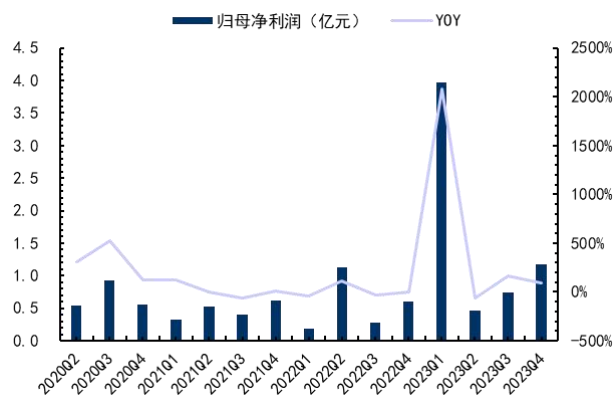
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



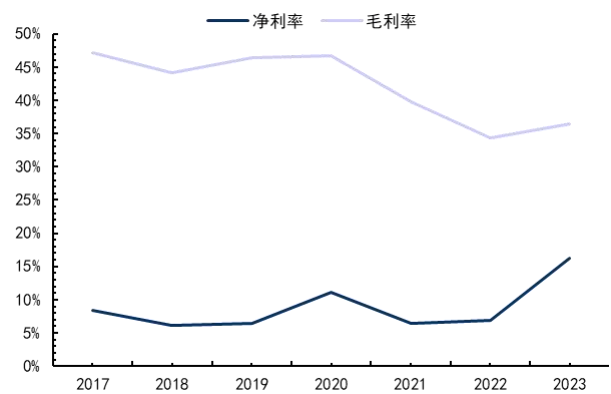
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



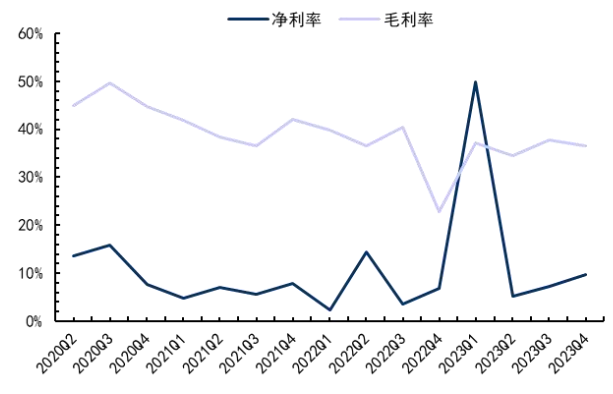
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率

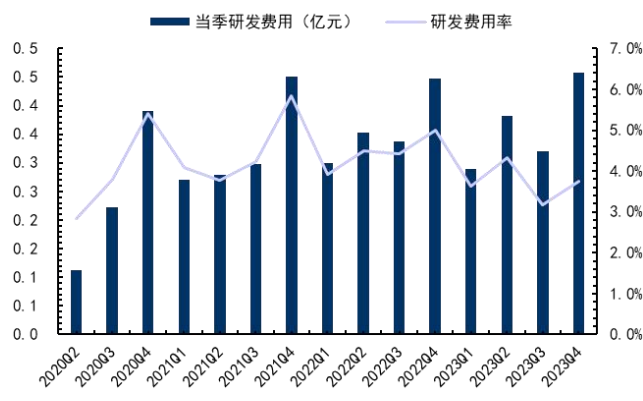


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

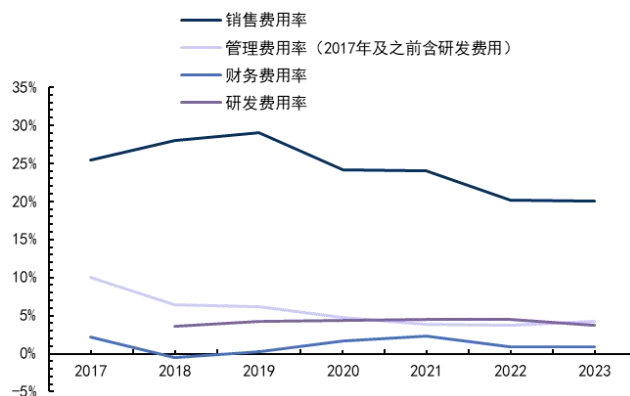
图6：公司单季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
603583.SH	捷昌驱动	21.7	83.3	0.9	0.8	1.0	1.2	25.5	28.1	22.1	17.8	1.7	无评级
605288.SH	凯迪股份	34.3	24.1	0.7	1.4	1.9	2.3	49.7	24.0	18.6	15.3	0.4	无评级
301061.SZ	匠心家居	69.1	88.5	2.6	3.2	3.7	4.5	26.5	21.9	18.7	15.4	0.9	无评级
301381.SZ	赛维时代	24.3	97.2	0.5	0.9	1.2	1.6	47.6	28.6	20.2	15.3	0.4	无评级
300729.SZ	乐歌股份	19.1	59.6	0.9	2.0	1.5	1.7	21.0	9.4	13.0	11.4	0.6	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测和整理；

注：捷昌驱动、凯迪股份、匠心家居、赛维时代采用 Wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1628	1652	1735	1876	2152	营业收入	3208	3902	4944	6052	7071
应收款项	206	292	363	428	516	营业成本	2104	2477	3138	3853	4420
存货净额	490	460	740	838	941	营业税金及附加	18	26	25	30	35
其他流动资产	454	253	396	466	549	销售费用	647	783	915	1120	1343
流动资产合计	3152	2906	3484	3859	4408	管理费用	119	163	184	214	248
固定资产	1360	2372	2936	3358	3427	研发费用	144	145	173	206	240
无形资产及其他	239	275	274	273	272	财务费用	29	37	45	77	82
投资性房地产	1186	1180	1180	1180	1180	投资收益	(0)	(24)	(8)	10	0
长期股权投资	52	65	81	95	110	资产减值及公允价值变动	(27)	(12)	(15)	(5)	(5)
资产总计	5989	6798	7955	8764	9397	其他收入	8	421	(73)	(176)	(240)
短期借款及交易性金融负债	1070	782	1173	914	862	营业利润	271	801	541	587	697
应付款项	507	629	781	964	1106	营业外净收支	(2)	(6)	(2)	5	5
其他流动负债	237	275	340	417	484	利润总额	269	796	539	592	702
流动负债合计	1815	1686	2295	2296	2452	所得税费用	50	162	81	71	98
长期借款及应付债券	701	905	1105	1225	1309	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	1021	1170	1220	1570	1570	归属于母公司净利润	219	634	458	521	604
长期负债合计	1722	2075	2325	2795	2879	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	3536	3761	4620	5090	5331	净利润	219	634	458	521	604
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	资产减值准备	2	(0)	1	1	2
股东权益	2453	3037	3335	3674	4066	折旧摊销	60	85	124	139	157
负债和股东权益总计	5989	6798	7955	8764	9397	公允价值变动损失	27	12	15	5	5
						财务费用	29	37	45	77	82
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(176)	459	(227)	379	(64)
每股收益	0.91	2.03	1.47	1.67	1.93	其它	(2)	0	(1)	(1)	(2)
每股红利	0.29	0.41	0.51	0.58	0.68	经营活动现金流	129	1190	371	1043	701
每股净资产	10.25	9.72	10.67	11.75	13.01	资本开支	0	(1074)	(704)	(565)	(232)
ROIC	4%	5%	8%	9%	11%	其它投资现金流	(311)	125	0	0	0
ROE	9%	21%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(334)	(962)	(719)	(580)	(247)
毛利率	34%	37%	37%	36%	37%	权益性融资	(13)	16	0	0	0
EBIT Margin	5%	8%	10%	10%	11%	负债净变化	299	196	200	120	84
EBITDA Margin	7%	10%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(70)	(127)	(160)	(182)	(211)
收入增长	12%	22%	27%	22%	17%	其它融资现金流	(119)	(355)	391	(259)	(52)
净利润增长率	18%	190%	-28%	14%	16%	融资活动现金流	327	(203)	431	(322)	(179)
资产负债率	59%	55%	58%	58%	57%	现金净变动	123	24	83	142	275
股息率	1.2%	2.1%	2.7%	3.1%	3.5%	货币资金的期初余额	1505	1628	1652	1735	1876
P/E	20.9	9.4	13.0	11.4	9.9	货币资金的期末余额	1628	1652	1735	1876	2152
P/B	1.9	2.0	1.8	1.6	1.5	企业自由现金流	0	(284)	(373)	505	535
EV/EBITDA	34.3	24.7	16.7	14.4	12.0	权益自由现金流	0	(444)	154	290	496

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032