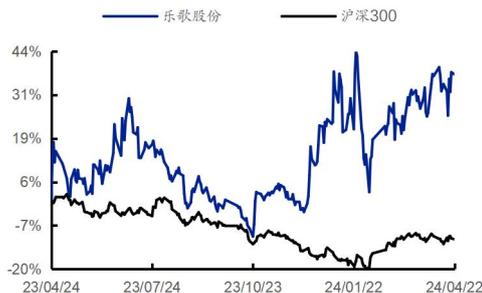


研究所：
 证券分析师：林昕宇 S0350522110005
 linxy01@ghzq.com.cn
 联系人：杨蕊菁 S0350122090030
 yangrj01@ghzq.com.cn

独立站表现靓丽，海外仓延续高增

——乐歌股份（300729）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
乐歌股份	7.9%	13.3%	39.5%
沪深 300	-0.4%	9.7%	-12.4%

市场数据

市场数据	2024/04/22
当前价格 (元)	19.82
52 周价格区间 (元)	12.85-22.75
总市值 (百万)	6,195.87
流通市值 (百万)	5,848.36
总股本 (万股)	31,260.67
流通股本 (万股)	29,507.36
日均成交额 (百万)	261.36
近一月换手 (%)	4.05

事件:

4月18日，乐歌股份发布2023年年度报告：2023年公司实现营业收入39.0亿/同比+21.6%，归母净利润6.3亿/同比+189.7%，扣非归母净利润2.5亿/同比+142.4%，其中2023Q4实现营业收入12.2亿/同比+35.7%，归母净利润1.2亿/同比+93.6%，扣非归母净利润1.0亿/同比+160.6%。

投资要点:

■ 传统业务：新品类贡献新增长点，独立站表现亮眼。

1) 2023年线性驱动产品营业收入20.4亿元/同比+10.5%，占主营业务收入（不含海外仓）的比重为69.8%，公司保持升降桌品类优势同时，依托线性驱动核心技术，协同品牌、渠道优势，开拓电动沙发、人体工学椅等收入贡献新品类。

2) 2023年公司跨境电商销售收入17.7亿元/同比+12.6%，独立站销售收入6.7亿元/同比+16.7%。公司独立站销售占跨境电商销售收入提升至近4成，美国独立站流量首次超过主要竞争对手排名第一。

■ 海外仓业务：延续高增长趋势，规模效应显现。2023年公司公共海外仓业务快速发展，实现收入9.5亿元/同比+94.0%，占营业收入比重提升至24.4%，毛利率12.7%/同比+9.3pct。公司通过有序扩仓，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，盈利能力持续改善。2024Q1公司加快扩仓进度，目前在全球拥有13个自营海外仓，总面积36.24万平方米，已累计服务超过600家外贸企业。

■ 毛利率水平提升，费用管控稳定。2023年公司毛利率36.5%/同比+2.1pct，2023年销售/管理/财务/研发费用率20.1%/4.2%/1.0%/3.7%，同比分别-0.1/+0.5/+0.1/-0.8pct。

■ 盈利预测和投资评级：公司人体工学产品业务稳定发展，自主品牌优势建立，随着海外大件家居线上渗透率提升，海外仓需求持续扩容，公司海外仓业务具备价格、时效、服务三大核心竞争优势，中

长期成长动力充足。我们预计公司 2024-2026 年营收 48.92/60.02/69.52 亿元，归母净利润 4.58/5.05/5.84 亿元，对应 PE 估值为 14/12/11 x。首次覆盖，给予“增持”评级。

- **风险提示：**海外仓建设进度不及预期、海外仓市场竞争加剧、国际贸易冲突、海运费波动、人体工学产品竞争加剧。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3902	4892	6002	6952
增长率(%)	22	25	23	16
归母净利润（百万元）	634	458	505	584
增长率(%)	190	-28	10	16
摊薄每股收益（元）	2.03	1.46	1.62	1.87
ROE(%)	21	13	14	14
P/E	8.82	13.54	12.27	10.61
P/B	1.84	1.81	1.74	1.52
P/S	1.43	1.27	1.03	0.89
EV/EBITDA	10.99	8.95	8.55	7.48

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：乐歌股份盈利预测表

证券代码:	300729				股价:	19.82	投资评级:	增持		日期:	2024/04/22
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	21%	13%	14%	14%	EPS	2.03	1.46	1.62	1.87		
毛利率	37%	35%	34%	34%	BVPS	9.72	10.98	11.41	13.02		
期间费率	25%	24%	24%	23%	估值						
销售净利率	16%	9%	8%	8%	P/E	8.82	13.54	12.27	10.61		
成长能力					P/B	1.84	1.81	1.74	1.52		
收入增长率	22%	25%	23%	16%	P/S	1.43	1.27	1.03	0.89		
利润增长率	190%	-28%	10%	16%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	0.61	0.69	0.79	0.86	营业收入	3902	4892	6002	6952		
应收账款周转率	17.91	17.33	17.59	17.12	营业成本	2477	3199	3940	4573		
存货周转率	5.22	5.24	4.85	4.97	营业税金及附加	26	24	30	35		
偿债能力					销售费用	783	978	1170	1321		
资产负债率	55%	54%	54%	52%	管理费用	163	181	222	257		
流动比	1.72	1.61	1.40	1.41	财务费用	37	21	23	27		
速动比	1.30	1.09	0.87	0.85	其他费用/(-收入)	145	186	231	266		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	801	555	610	709		
现金及现金等价物	1897	1759	1429	1396	营业外净收支	-6	3	6	3		
应收款项	254	313	373	443	利润总额	796	558	616	712		
存货净额	460	762	862	980	所得税费用	162	100	111	128		
其他流动资产	295	307	331	352	净利润	634	458	505	584		
流动资产合计	2906	3141	2995	3172	少数股东损益	0	0	0	0		
固定资产	1920	2026	2166	2325	归属于母公司净利润	634	458	505	584		
在建工程	452	376	342	292	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
无形资产及其他	1455	1831	2186	2501	经营活动现金流	820	485	661	729		
长期股权投资	65	77	91	105	净利润	634	458	505	584		
资产总计	6798	7452	7780	8394	少数股东损益	0	0	0	0		
短期借款	580	536	505	372	折旧摊销	258	243	257	272		
应付款项	629	851	1000	1179	公允价值变动	2	0	0	0		
预收帐款	1	2	3	3	营运资金变动	280	-70	39	35		
其他流动负债	477	556	630	695	投资活动现金流	-448	-455	-531	-491		
流动负债合计	1686	1945	2137	2249	资本支出	-541	-466	-528	-481		
长期借款及应付债券	905	905	905	905	长期投资	72	-12	-14	-13		
其他长期负债	1170	1170	1170	1170	其他	21	23	12	3		
长期负债合计	2075	2075	2075	2075	筹资活动现金流	-59	-174	-167	-276		
负债合计	3761	4020	4212	4324	债务融资	-108	-44	-31	-133		
股本	312	313	313	313	权益融资	16	0	0	0		
股东权益	3037	3432	3568	4070	其它	33	-130	-136	-144		
负债和股东权益总计	6798	7452	7780	8394	现金净增加额	318	-139	-31	-33		

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*InstitutionalInvestor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究助理，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。