

海外仓业务大幅增长，期待下半年持续扩仓

2024 年 08 月 01 日

► **业绩简述:** 1H24 公司实现营业收入 24.27 亿元/yoy+44.64%，归母净利润 1.60 亿元/yoy-63.86%，归母净利润大幅下滑主要系 23 年 1 月出售海外仓，增加当期资产转让未扣除转让所得税的收益约 7352 万美元，使得基数较高，扣非归母净利润 1.07 亿元/yoy+29.95%。其中 2Q24 实现营收 13.06 亿元/yoy+48.08%，归母净利润 0.80 亿元/yoy+74.02%，主要系 23Q2 远期锁汇公允价值变动损失 3973 万元导致基数较低，扣非归母净利润 0.66 亿元/yoy+6.47%。

► **海外仓订单持续高增，毛利率环比改善。**分业务看，24H1①海外仓收入 8.51 亿元/yoy+129.88%，毛利率 15%/相比 23 年全年+2.31pct，占比总营收 35.07%，上半年处理包裹量为 400 万件，同比增加超过 120%。截至 7 月 31 日，公司在全球拥有 17 个自营海外仓，相比 24 年年初增加 5 个，面积 48.21 万平方米，相比 24 年年初增长 66.47%，累计服务客户 778 家。②自主品牌 10.86 亿元/yoy+16.15%，占比总营收 44.76%，其中跨境电商 9.15 亿元，独立站 3.69 亿元/yoy+20.9%，占比跨境电商 40.3%，公司现有独立站 12 个，亚马逊 4.92 亿元/yoy+16.3%，占比跨境电商 53.8%。③代工 4.90 亿元/yoy+30.00%，占比总营收 20.18%。分产品看，24H1 人体工学系列实现收入 13.37 亿元，占营收比重为 55.07%。

► **毛利率和销售费用率同时下降，归母扣非净利率保持稳定。**盈利能力方面，1H24/2Q24 毛利率分别为 31.35%/31.39%，分别同比变化-3.06/-3.07pct，扣非归母净利率分别为 4.41%/5.03%，分别同比变化-0.50/-1.96pct。费用率方面，1H24 销售/管理/研发费用率分别为 16.57%/4.35%/3.14%，同比变化-4.11/-0.14/-0.86pct，2Q24 分别为 15.73%/4.25%/3.29%，同比变化-4.93/+0.24/-1.04pct。

► **海外仓业务随自建仓占比提升，毛利率有望持续优化。**2022 年至 2023 年期间，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。经公司测算，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，通过提高自建海外仓占比，可以有效降低海外仓物业成本，增加盈利空间，形成行业内独有的竞争壁垒。

► **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，截至 7 月 31 日，公司 2024 年已扩仓 19 万平米，我们预计下半年仍有持续扩仓计划。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 24-26 年实现收入 50.81/63.31/73.97 亿元，同比增长 30.2%/24.6%/16.8%，预计 24-26 年实现归母净利润 4.45/4.96/6.10 亿元，同比变化-29.8%/+11.4%/+23.1%，对应 24-26 年 PE 为 10/9/7X，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，汇率变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3,902	5,081	6,331	7,397
增长率 (%)	21.6	30.2	24.6	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	634	445	496	610
增长率 (%)	189.7	-29.8	11.4	23.1
每股收益 (元)	2.03	1.42	1.58	1.95
PE	7	10	9	7
PB	1.5	1.3	1.2	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 8 月 1 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

14.29 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

分析师 刘彦菁

执业证书: S0100524070009

邮箱: liuyanjing@mszq.com

相关研究

- 乐歌股份 (300729.SZ) 2024 年一季报点评: 海外仓持续贡献增量, 期待新仓利用率爬坡带来盈利能力提升-2024/04/29
- 乐歌股份 (300729.SZ) 2023 年年报点评: 智能家居和海外仓业务协同发展, 23 年扣非净利润超出预告上限-2024/04/19
- 乐歌股份 (300729.SZ) 2023 年业绩预告点评: 海外仓与家具销售业务快速增长, 全年扣非归母净利润同增超 120%-2024/01/20
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,902	5,081	6,331	7,397
营业成本	2,477	3,439	4,232	4,929
营业税金及附加	26	25	32	37
销售费用	783	864	1,076	1,257
管理费用	163	178	222	259
研发费用	145	152	190	222
EBIT	349	494	705	840
财务费用	37	92	100	95
资产减值损失	-10	-4	-5	-6
投资收益	-24	5	6	7
营业利润	801	544	606	746
营业外收支	-6	-1	-1	-1
利润总额	796	543	605	745
所得税	162	98	109	134
净利润	634	445	496	611
归属于母公司净利润	634	445	496	610
EBITDA	606	783	1,021	1,159

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,652	942	1,176	1,523
应收账款及票据	254	352	439	513
预付款项	43	58	72	84
存货	460	855	1,053	1,226
其他流动资产	497	443	449	454
流动资产合计	2,906	2,652	3,189	3,800
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	1,920	2,740	2,780	2,820
无形资产	275	275	275	275
非流动资产合计	3,892	4,753	4,815	4,874
资产合计	6,798	7,406	8,004	8,674
短期借款	580	480	380	280
应付账款及票据	629	907	1,117	1,301
其他流动负债	478	574	635	688
流动负债合计	1,686	1,961	2,132	2,269
长期借款	783	783	783	783
其他长期负债	1,292	1,319	1,339	1,359
非流动负债合计	2,075	2,102	2,122	2,142
负债合计	3,761	4,064	4,254	4,411
股本	312	313	313	313
少数股东权益	0	0	1	2
股东权益合计	3,037	3,342	3,750	4,263
负债和股东权益合计	6,798	7,406	8,004	8,674

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.61	30.22	24.60	16.83
EBIT 增长率	41.74	41.59	42.90	19.02
净利润增长率	189.72	-29.77	11.39	23.12
盈利能力 (%)				
毛利率	36.53	32.32	33.15	33.36
净利润率	16.24	8.76	7.83	8.25
总资产收益率 ROA	9.32	6.01	6.19	7.04
净资产收益率 ROE	20.87	13.32	13.22	14.32
偿债能力				
流动比率	1.72	1.35	1.50	1.68
速动比率	1.30	0.80	0.89	1.02
现金比率	0.98	0.48	0.55	0.67
资产负债率 (%)	55.32	54.87	53.15	50.85
经营效率				
应收账款周转天数	20.10	21.45	22.51	23.18
存货周转天数	69.00	68.84	81.15	83.22
总资产周转率	0.61	0.72	0.82	0.89
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	1.42	1.58	1.95
每股净资产	9.71	10.68	11.98	13.62
每股经营现金流	2.62	1.68	2.83	3.21
每股股利	0.40	0.28	0.31	0.38
估值分析				
PE	7	10	9	7
PB	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	10.59	8.21	6.29	5.54
股息收益率 (%)	2.80	1.96	2.19	2.69

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	634	445	496	611
折旧和摊销	258	289	316	319
营运资金变动	280	-188	-39	-34
经营活动现金流	820	525	885	1,006
资本开支	-541	-806	-201	-202
投资	72	0	0	0
投资活动现金流	-448	-825	-195	-194
股权募资	16	0	0	0
债务募资	-108	2	-100	-100
筹资活动现金流	-59	-410	-457	-464
现金净流量	318	-710	233	347

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