

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

人体工学稳健增长, 海外仓增速超预期

——乐歌股份(300729)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

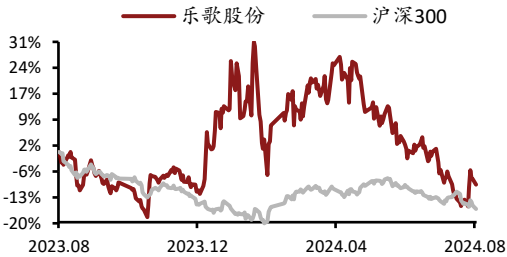
市场数据(2024-08-05)

收盘价(元)	14.04
一年内最高/最低(元)	20.81/12.90
沪深 300 指数	3,343.32
市净率(倍)	1.45
流通市值(亿元)	41.33

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	9.68
每股经营现金流(元)	0.51
毛利率(%)	31.35
净资产收益率_摊薄(%)	5.22
资产负债率(%)	60.96
总股本/流通股(万股)	31,291.63/29,440.25
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: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

《乐歌股份(300729)年报点评: 海外仓规模效应显现, 独立站发展迅速》 2024-04-19

《乐歌股份(300729)公司点评报告: 中报业绩符合预期, 线性驱动需求旺盛, 跨境电商逐步发力》 2021-08-12

联系人: 马崧琦

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 08 月 06 日

事件:

公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年实现营业收入 24.27 亿元, 同比+44.64%, 实现归母净利润 1.60 亿元, 同比-63.86% (主要系 2023 年 1 月出售海外仓, 产生较大的非经收入, 增加当期资产转让未扣除转让所得税的收益约 7,352 万美元), 扣非归母净利润 1.07 亿元, 同比+29.95%; 经营活动产生的现金流量净额 1.60 亿元, 同比-54.29%; 基本每股收益 0.51 元, 同比-63.86%; 加权平均净资产收益率 5.24%, 同比-11.55pct。

投资要点:

● 人体工学产品稳健增长, 海外仓业务增速超预期。

2024H1 公司人体工学系列产品、仓储物流服务分别实现收入 13.37、8.51 亿元, 同比分别增长 17.41%、129.88%。人体工学系列产品仍是公司营业收入的主要来源, 整体稳健, 增速有所加快, 占营业收入比重 55.07%; 公共海外仓业务快速发展, 占营业收入比重由 2023 年的 24.38% 提升至 35.07%。

● 智能家居、健康办公产品品类拓展初见成效。

2024H1, 公司线性驱动升降系统产品实现销售数量 78.38 万套, 销售金额 10.2 亿元, 同比增长 10.42%, 销售规模持续扩大。公司智能家居、健康办公产品品类不断丰富, 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。2024H1 欧美消费需求整体向好、电商渗透率稳步提升, 健康办公、智能升降家居产品渗透率持续上升, 新品类销售收入占比约 8%, 拓品类初见成效。

● 海外仓业务保持高增速, 规模优势下盈利能力显著提升。

2024H1, 公司海外仓业务实现收入 8.51 亿元, 同比增长 129.88%, 增速超预期, 随着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。公司持续通过“小仓换大仓”的方式滚动发展海外仓和优化仓库布局, 截至 2024 年 7 月末, 公司在全球拥有 17 个自营海外仓, 面积 48.21 万平方米, 已累计服务 778 家外贸企业, 其中不乏上市公司、中大件品类垂直类目的头部卖家等, 规模效应显现, 行业地位不断提升, 2024 年上半年处理包裹超过 400 万个, 同比增加超过 120%。

2024H1 公司海外仓业务毛利率较 2023 年全年提高 2.31 个百分点, 盈利能力显著提升。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, 集合了自身跨境电商业务货量以及所服务客户的货量, 规模化优势明显, 公司与跨境物流产业链

上下游的议价能力较强，包括但不限于在头程海运、卡车派送、仓储服务成本、尾程快递、支付等方面的议价能力，因此盈利能力持续改善。2024年，公司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，以此提高海外仓的竞争优势，吸引更多跨境电商卖家入驻。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，形成行业内独有的竞争壁垒。

● 自主品牌影响力不断提升，自主渠道独立站表现亮眼。

2024H1，公司自主品牌产品销售收入占主营业务收入（不含海外仓收入）比例为68.93%。其中，跨境电商销售收入9.15亿元，同比增长20.36%；独立站销售收入3.69亿元，同比增长20.87%，增速均高于去年全年。上半年，独立站收入占跨境电商收入40.31%，稳中有升。良好的产品力和品牌力是公司业务收入增长的重要保障，公司已成为线性驱动消费品垂直赛道领军者，核心品类如智能升降桌在海内外均居行业领导地位，海外品牌“FlexiSpot”两度荣获BrandZ中国全球化品牌50强，为家具类目第一名，“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一；国内品牌“Loctek 乐歌”品牌升降桌在天猫、京东平台上市场占有率持续保持第一，是国内线性驱动行业中的领导品。

公司已搭建了完备的销售渠道，传统ODM产品主要通过海外线下渠道销售，而自有品牌产品则主要通过独立站及线上第三方平台触达C端客群。近年来，公司独立站发展迅速，现有独立站12个，2024年上半年末，跨境电商收入中，独立站渠道和Amazon渠道收入比例分别为40.31%和53.76%。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，收入增长更快，此外，独立站能够自主设置营销策略和开展营销活动，例如“5·25”会员日等。2024年上半年，公司美国独立站流量在主要竞争对手中排名第一，并稳定保持领先地位。

● 海外仓毛利率提升，销售费用率下降明显。

毛利率方面，2024H1公司毛利率31.35%，同比-4.39pct，其中人体工学系列产品、仓储物流服务毛利率分别为40.17%、15%，分别同比-1.33、+5.40pct，仓储物流毛利率提升得益于海外仓需求的大幅提升，公司通过有序扩仓等一系列措施提升发件数量，规模优势显现；净利率方面，2024H1扣非净利率为4.41%，同比-0.49pct。期间费用方面，2024H1公司期间费用率25.17%，同比-3.93pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为16.57%、4.35%、3.14%、1.11%，分别同比-4.11、-0.14、-0.86、+1.18pct，财务费用率有所增加主要系汇兑收益减少所致。

● 智能家居、健康办公行业市场规模持续扩大，中国品牌出海助力海外仓需求持续增加。

根据Statista数据显示，2022年全球智能家居市场规模约1080亿美元，同比增长10.3%，预计在未来五年保持高速增长态势，复合增长率约为

12.5%，2027 年将增长至 2330 亿美元；全球智能家居渗透率从 2018 年的 8.10%，增长至 2022 年的 14.19%，预计 2027 年全球智能家居渗透率将增长至 28.84%。全球办公家具市场规模稳步增长，根据 IMARC 数据显示，2022 年全球办公家具市场规模为 608 亿美元，预计到 2028 年市场规模将增长至 774 亿美元，复合增长率约 4.05%。全球升降桌市场规模持续扩容，根据 Credence Research 数据显示，2022 年升降桌全球市场规模为 67 亿美元，预计到 2030 年全球升降桌规模有望达到 110 亿美元，复合增长率约为 7.2%。

中国跨境电商的出口主要集中于美国、欧洲等发达国家和主要地区，美国商务部数据显示：2024 年一季度美国电商销售额 2681.2 亿美元，同比增长 8.5%。根据 eMarketer 数据显示，2023 年美国电商渗透率为 15.6%，有望在 2027 年上升至 20.6%。根据商务部数据显示，截至 2024 年一季度，全国跨境电商主体已超 12 万家，建设海外仓超 2500 个、面积超 3000 万平方米。据弗若斯特沙利文测算，2023 年我国跨境电商物流市场规模为 3.6 万亿元，2024 年我国跨境电商物流市场规模约为 4 万亿元，同比增长 11.1%；其中 B2C 市场规模约为 6624 亿元，B2C 出口市场直邮/海外仓模式分别占比 55%/45%，市场规模达 2532/2038 亿元。当前，美国的海外仓行业尚处发展前期，存量市场极大，尚未形成除亚马逊之外的海外仓运营巨头，在美运营海外仓的中国企业正处于洗牌出清、格局逐步走向集中的进程中。

● 维持公司“买入”投资评级。

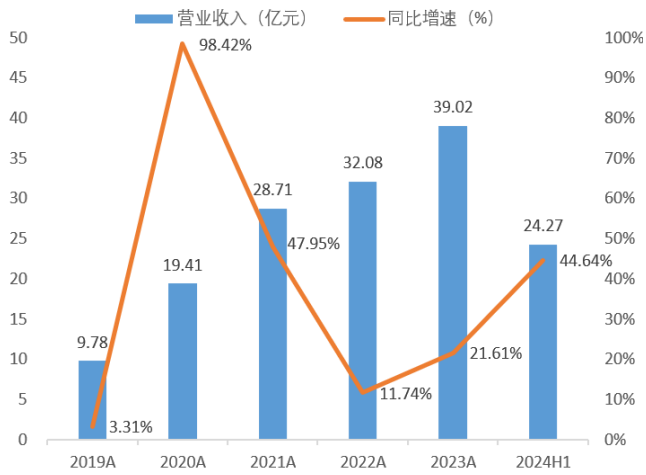
预计 2024 年、2025 年、2026 年公司可实现归母净利润分别为 4.15 亿元、4.70 亿元、5.50 亿元，对应 EPS 分别为 1.33 元、1.50 元、1.76 元，对应 PE 分别为 10.63 倍、9.40 倍、8.02 倍。考虑到公司是人体工学行业龙头企业，自主品牌和渠道持续发展，且不断丰富产品品类，在全球智能家居市场规模及渗透率逐年提升的背景下，公司未来有望受益于健康消费及智能家居产业发展，另外，中国跨境电商品牌出海势头迅猛，欧美等发达国家的市场需求旺盛并且电商渗透率持续提升，随着公司公共海外仓业务的持续扩张，规模效益和仓库利用率进一步提升，公司盈利能力有望增强，维持公司“买入”投资评级。

风险提示：国际政治经济风险；海运费及汇率大幅波动的风险；原材料价格波动的风险；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	5,053	6,224	7,264
增长比率（%）	11.74	21.61	29.50	23.17	16.72
净利润（百万元）	219	634	415	470	550
增长比率（%）	18.44	189.72	-34.48	13.16	17.13
每股收益(元)	0.70	2.03	1.33	1.50	1.76
市盈率(倍)	20.19	6.97	10.63	9.40	8.02

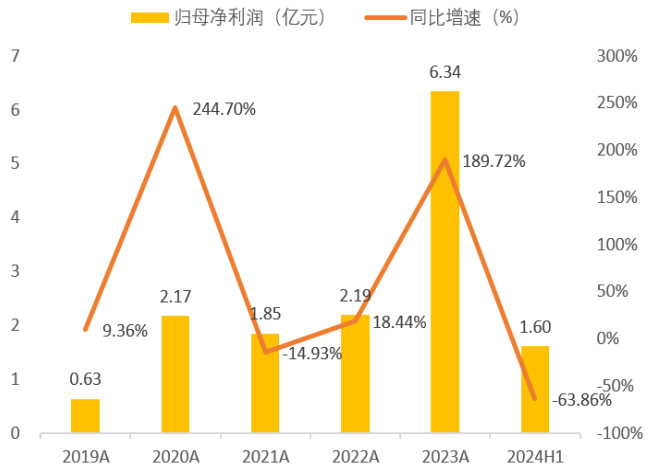
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入及同比增速



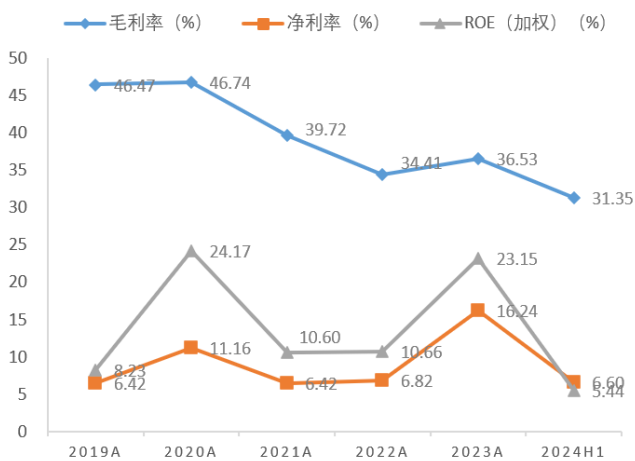
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司归母净利润及同比增速



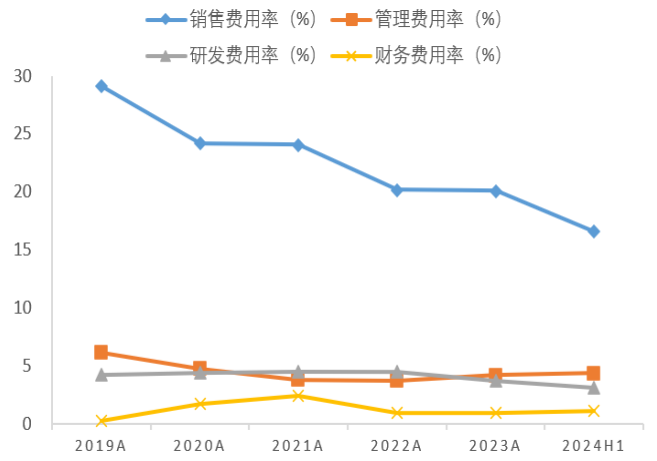
资料来源：Wind，中原证券

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	3,345	3,792	4,382
现金	1,628	1,652	1,846	2,005	2,335
应收票据及应收账款	184	254	315	382	446
其他应收款	22	38	46	55	66
预付账款	36	43	55	72	84
存货	490	460	616	761	885
其他流动资产	793	459	467	517	567
非流动资产	2,836	3,892	4,328	4,748	5,089
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	1,862	2,114	2,326
资产总计	5,989	6,798	7,673	8,540	9,471
流动负债	1,815	1,686	2,100	2,338	2,557
短期借款	902	580	530	480	430
应付票据及应付账款	507	629	894	1,098	1,293
其他流动负债	405	478	676	760	834
非流动负债	1,722	2,075	2,241	2,401	2,562
长期借款	587	783	883	983	1,083
其他非流动负债	1,134	1,292	1,358	1,418	1,479
负债合计	3,536	3,761	4,341	4,739	5,120
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	239	312	313	313	313
资本公积	1,247	1,199	1,209	1,209	1,209
留存收益	914	1,464	1,763	2,233	2,783
归属母公司股东权益	2,453	3,037	3,332	3,802	4,352
负债和股东权益	5,989	6,798	7,673	8,540	9,471

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	815	737	806
净利润	219	634	415	470	550
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	151	35	44
其他经营现金流	-38	-440	-107	-150	-190
投资活动现金流	-847	-448	-609	-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	-78	-64	-69
筹资活动现金流	495	-59	-22	2	-3
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	10	0	0
其他筹资现金流	-387	43	-83	-48	-53
现金净增加额	-30	318	194	159	330

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,208	3,902	5,053	6,224	7,264
营业成本	2,104	2,477	3,466	4,327	5,068
营业税金及附加	18	26	35	45	54
营业费用	647	783	808	996	1,162
管理费用	119	163	202	249	291
研发费用	144	145	152	187	218
财务费用	29	37	57	60	64
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	530	607	710
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	525	602	705
所得税	50	162	110	132	155
净利润	219	634	415	470	550
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	219	634	415	470	550
EBITDA	430	606	830	920	1,034
EPS (元)	0.70	2.03	1.33	1.50	1.76

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	29.50	23.17	16.72
营业利润 (%)	42.29	195.46	-33.82	14.48	16.99
归属母公司净利润 (%)	18.44	189.72	-34.48	13.16	17.13
获利能力					
毛利率 (%)	34.41	36.53	31.42	30.48	30.23
净利率 (%)	6.82	16.24	8.22	7.55	7.58
ROE (%)	8.92	20.87	12.46	12.36	12.64
ROIC (%)	3.85	4.82	7.34	7.55	8.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.05	55.32	56.58	55.49	54.05
净负债比率 (%)	144.18	123.83	130.30	124.66	117.65
流动比率	1.74	1.72	1.59	1.62	1.71
速动比率	1.21	1.30	1.17	1.15	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.61	0.70	0.77	0.81
应收账款周转率	16.82	17.91	17.86	17.98	17.66
应付账款周转率	5.07	5.60	5.98	5.62	5.51
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.70	2.03	1.33	1.50	1.76
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.07	2.62	2.61	2.35	2.57
每股净资产 (最新摊薄)	7.84	9.71	10.65	12.15	13.91
估值比率					
P/E	20.19	6.97	10.63	9.40	8.02
P/B	1.80	1.45	1.33	1.16	1.01
EV/EBITDA	11.59	10.99	6.63	5.93	5.06

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。