

海外仓业务持续高增，期待新仓爬坡改善毛利率

2024 年 10 月 28 日

► **业绩简述：**24Q1-3 公司营收 39.75 亿元/YoY+48.03%，归母净利润 2.65 亿元/YoY-48.64%，扣非归母净利润 1.40 亿元/YoY-8.64%，经营性现金流量净额 4.95 亿元/YoY-2.62%，经营性现金流量净额 4.95 亿元/YoY-2.62%。24Q3 营收 15.48 亿元/YoY+53.67%，归母净利润 1.05 亿元/YoY+43.01%，扣非归母净利润 0.33 亿元/YoY-53.17%，非经损益为 7260 万元，主要系海外仓出售收益 8986 万元和远期外汇合约和理财产品产生的公允价值变动损益及处置收益 -480 万元。

► **海外仓订单持续高增，独立站增速环比提升。**24Q1-3 跨境电商实现营收 14.8 亿元/YoY+15.87%，24Q3 为 5.4 亿元/YoY+13%，新品人体工学椅子、电动沙发新产品等逐渐起量，占比超过 10%。代工业务利润率保持稳定，24Q1-3 同比增长 18.8%，由于去年补库明显基数较高，增速有所放缓。分渠道看，24Q1-3 独立站同比增长 23%，亚马逊同比增长 10.63%。24Q1-3 海外仓营收 14.39 亿元/YoY+147%，24Q3 营收 5.88 亿元/YoY+177%，累计服务客户数量 926 家，新增 148 家。

► **毛利率和销售费用率同时下降，归母扣非净利率保持稳定。**24Q1-3/24Q3 毛利率分别为 29.84%/27.48%，分别同比变化-6.68/-10.34pct，新开的海外仓尚未达到盈亏平衡线，拉低整体毛利。费用率方面，24Q1-3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.64%/4.47%/2.99%/1.66%，同比变化 -5.13/-0.02/-0.70/+1.07pct，24Q3 分别为 14.19%/4.65%/2.75%/2.51%，同比变化 -6.75/+0.17/-0.43/+0.82pct。24Q1-3/24Q3 扣非归母净利率分别为 3.51%/2.11%，分别同比变化-2.18/-4.89pct。24Q3 扣非归母净利率下降，主要原因是 9 月下旬人民币兑美元大幅升值，产生较多汇兑损失，同时三季度新开仓 16 万平米，免租期间按租赁准则需确认费用，对应在报表财务费用上，以及管理费、物业费以及设备的折旧同比大幅增加；此外，海运费处于高位，且有大量货需要出运，为四季度销售旺季备货，跨境电商成本上升。

► **完成募投项目 Ellabell 定增募资 3.93 亿元，预计项目成熟状态运营时毛利为 17.39%。**10 月 22 日，公司完成定增项目，计划募资 5.0 亿元，扣除各项发行费用后实际募资净额 3.93 亿元，其中 3 亿元用于美国佐治亚州 Ellabell 海外仓项目，剩余资金补充流动资金。发行对象为包括实控人项乐宏在内的 8 家投资人，实控人的锁定期为 18 个月，其余对象的锁定期为 6 个月。募投项目 Ellabell 海外仓面积 9.33 万平方米，货物处理量超过 200 万件，预计成熟状态运营时毛利率为 17.39%。

► **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 9 月 30 日，公司在全球拥有海外仓 62 万平方米，24 年以来扩仓 33 万平米，我们预计四季度及明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 年实现归母净利润 4.47/4.92/6.05 亿元，同比变化-29.5%/+10.0%/+23.0%，对应 24-26 年 PE 为 12/10/9X，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	5,547	6,858	8,152
增长率 (%)	21.6	42.2	23.6	18.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	634	447	492	605
增长率 (%)	189.7	-29.5	10.0	23.0
每股收益 (元)	2.01	1.42	1.56	1.92
PE	8	12	10	9
PB	1.7	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

16.38 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@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 年中报点评：海外仓业务大幅增长，期待下半年持续扩仓-2024/08/01
- 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	5,547	6,858	8,152
营业成本	2,477	3,828	4,707	5,619
营业税金及附加	26	28	34	41
销售费用	783	888	1,090	1,276
管理费用	163	184	207	246
研发费用	145	210	250	294
EBIT	349	486	707	839
财务费用	37	96	106	101
资产减值损失	-10	-5	-6	-7
投资收益	-24	6	7	8
营业利润	801	547	601	739
营业外收支	-6	-1	-1	-1
利润总额	796	546	600	738
所得税	162	98	108	133
净利润	634	447	492	605
归属于母公司净利润	634	447	492	605
EBITDA	606	776	1,022	1,158

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,652	1,004	1,231	1,567
应收账款及票据	254	385	476	566
预付款项	43	65	80	96
存货	460	952	1,171	1,398
其他流动资产	497	443	449	454
流动资产合计	2,906	2,849	3,407	4,080
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	4,785	4,847	4,906
资产合计	6,798	7,635	8,254	8,987
短期借款	580	480	380	280
应付账款及票据	629	1,010	1,242	1,483
其他流动负债	478	757	821	885
流动负债合计	1,686	2,248	2,443	2,647
长期借款	783	783	783	783
其他长期负债	1,292	1,279	1,299	1,319
非流动负债合计	2,075	2,062	2,082	2,102
负债合计	3,761	4,310	4,525	4,749
股本	312	315	315	315
少数股东权益	0	0	1	2
股东权益合计	3,037	3,325	3,729	4,237
负债和股东权益合计	6,798	7,635	8,254	8,987

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	42.17	23.63	18.87
EBIT 增长率	41.74	39.53	45.28	18.69
净利润增长率	189.72	-29.46	10.00	22.95
盈利能力 (%)				
毛利率	36.53	30.99	31.37	31.08
净利润率	16.24	8.06	7.17	7.42
总资产收益率 ROA	9.32	5.85	5.96	6.73
净资产收益率 ROE	20.87	13.45	13.19	14.27
偿债能力				
流动比率	1.72	1.27	1.39	1.54
速动比率	1.30	0.74	0.81	0.91
现金比率	0.98	0.45	0.50	0.59
资产负债率 (%)	55.32	56.45	54.82	52.85
经营效率				
应收账款周转天数	20.10	20.70	22.59	22.99
存货周转天数	69.00	66.39	81.19	82.28
总资产周转率	0.61	0.77	0.86	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	2.01	1.42	1.56	1.92
每股净资产	9.65	10.57	11.85	13.46
每股经营现金流	2.60	1.49	2.81	3.18
每股股利	0.40	0.28	0.31	0.38
估值分析				
PE	8	12	10	9
PB	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.14	9.49	7.20	6.35
股息收益率 (%)	2.44	1.71	1.88	2.31

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	634	447	492	605
折旧和摊销	258	289	316	319
营运资金变动	280	-200	-41	-40
经营活动现金流	820	468	886	1,000
资本开支	-541	-793	-201	-202
投资	72	0	0	0
投资活动现金流	-448	-846	-194	-194
股权募资	16	0	0	0
债务募资	-108	164	-100	-100
筹资活动现金流	-59	-271	-464	-470
现金净流量	318	-649	227	336

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