

乐歌股份 (300729.SZ) 2023Q3 收入增长提速，海外仓布局打开成长空间

2023 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

骆扬（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

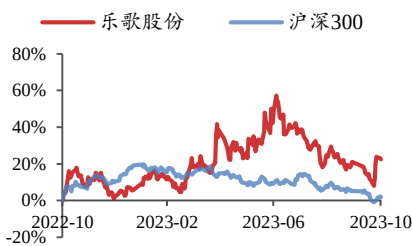
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2023/10/31
当前股价(元)	14.64
一年最高最低(元)	22.75/12.85
总市值(亿元)	45.72
流通市值(亿元)	43.48
总股本(亿股)	3.12
流通股本(亿股)	2.97
近 3 个月换手率(%)	87.99

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023H1 业绩实现高增长，海外仓业务增速亮眼——公司信息更新报告》-2023.8.24

《2022 营收稳健增长，盈利环比改善——公司信息更新报告》-2023.4.24

● 2023Q3 收入增长提速，海外仓布局打开成长空间，维持“买入”评级

公司 2023Q1-Q3 实现营收 26.85 亿元 (+16.1%)，实现归母净利润 5.17 亿元 (+226.4%)，公司扣非归母净利润为 1.53 亿元 (+131.8%)。单季度看，2023Q3 公司实现营收 10.07 亿元 (+31.9%)，实现归母净利润 0.74 亿元 (+163.9%)，实现扣非归母净利润 0.70 亿元 (+24.0%)。考虑到 2023Q4 为海外消费旺季，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 归母净利润为 5.99/4.76/5.45 亿元（原 5.33/4.54/5.13 亿元），对应 EPS 1.92/1.52/1.74 元，当前股价对应 PE 为 7.5/9.5/8.3 倍，海外仓布局持续推进，看好公司长期成长，维持“买入”评级。

● 盈利能力：毛利率因会计准则调整同降、控费持续推进

2023 年前三季度公司毛利率为 36.5% (-2.4pct)，毛利率同比下降主系会计处理上对比 2022 年将海运费转入履约成本；费用率方面，公司期间费用率 29.5% (-5.1pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.8%/4.5%/3.7%/0.6%。综合影响下公司净利同比提升 12.4pct 至 19.2%。单季度看，2023Q3 公司毛利率 37.8% (-2.7pct)；期间费用率为 30.3% (-0.9pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.9%/4.5%/3.2%/1.7%综合影响下，公司净利率同比提升 3.7pct 至 7.3%。

● 海外业务发展动力充足，公司第二成长曲线雏形正现

公司海外业务为公司 2023Q1-Q3 营收增长提供主要驱动力。公司“小仓换大仓”战略推进降本增效，并叠加跨境电商自主品牌力提升，我们预计全年公司海外业务增速可期。业务亮点拆分看：**海外仓业务**，2023Q1-Q3 公司坚持小仓换大仓战略，扩大公用仓面积，规模效应逐步扩大下盈利能力预计稳步提升；同时公司发件数量提升，已成为美国 FedEx 全球 TOP100 客户，议价能力持续提升，降低了尾程物流的成本。**跨境电商业务**，公司核心竞争力突出，“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛等电商平台升降桌品类排名维持前列。**ODM 代工业务**，随着海外客户去库存周期结束，我们预计客户订单量将逐步修复，带动业务收入增速恢复。

● **风险提示：**国内市场开发不及预期、海外仓建设不及预期、逆全球化风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,871	3,208	3,856	4,732	5,702
YOY(%)	48.0	11.7	20.2	22.7	20.5
归母净利润(百万元)	185	219	599	476	545
YOY(%)	-14.9	18.4	173.8	-20.6	14.5
毛利率(%)	39.7	34.4	36.8	35.5	35.8
净利率(%)	6.4	6.8	15.5	10.1	9.6
ROE(%)	9.7	8.9	20.2	14.1	14.2
EPS(摊薄/元)	0.59	0.70	1.92	1.52	1.74
P/E(倍)	24.4	20.6	7.5	9.5	8.3
P/B(倍)	2.4	1.9	1.5	1.4	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2383	3152	3472	4001	4488
现金	1505	1628	1957	2401	2893
应收票据及应收账款	199	184	201	229	237
其他应收款	34	22	46	37	63
预付账款	17	36	27	50	43
存货	513	490	448	491	460
其他流动资产	115	793	793	793	793
非流动资产	1649	2836	2811	2708	2585
长期投资	29	52	37	-63	-163
固定资产	836	849	906	946	966
无形资产	225	239	242	246	249
其他非流动资产	559	1696	1626	1579	1533
资产总计	4032	5988	6283	6710	7073
流动负债	1543	1815	1758	1928	1970
短期借款	629	902	936	1046	1162
应付票据及应付账款	525	507	468	501	437
其他流动负债	388	405	354	381	370
非流动负债	584	1720	1556	1417	1270
长期借款	392	701	557	414	267
其他非流动负债	192	1019	999	1003	1003
负债合计	2127	3534	3314	3345	3240
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	221	239	311	311	311
资本公积	956	1247	1176	1176	1176
留存收益	739	915	1342	1696	2081
归属母公司股东权益	1905	2454	2969	3365	3833
负债和股东权益	4032	5988	6283	6710	7073

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	265	335	202	530	591
净利润	184	219	599	476	545
折旧摊销	67	72	116	112	126
财务费用	68	29	22	35	46
投资损失	-26	0	21	-0	-0
营运资金变动	-67	-148	-54	-25	-69
其他经营现金流	40	163	-502	-67	-56
投资活动现金流	-240	-847	385	61	53
资本支出	312	538	104	97	103
长期投资	-22	-333	15	100	100
其他投资现金流	94	23	474	58	56
筹资活动现金流	639	495	-344	-307	-318
短期借款	-83	273	34	110	116
长期借款	42	309	-144	-143	-147
普通股增加	82	18	72	0	0
资本公积增加	651	291	-72	0	0
其他筹资现金流	-53	-396	-234	-273	-287
现金净增加额	627	-30	243	284	326

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2871	3208	3856	4732	5702
营业成本	1731	2104	2437	3052	3661
营业税金及附加	14	18	22	26	31
营业费用	690	647	804	859	1035
管理费用	109	119	259	152	172
研发费用	130	144	173	212	256
财务费用	68	29	22	35	46
资产减值损失	-9	-16	0	0	0
其他收益	22	86	54	70	62
公允价值变动收益	-6	-11	-20	-10	-5
投资净收益	26	-0	-21	0	0
资产处置收益	34	66	517	80	60
营业利润	191	271	669	535	619
营业外收入	14	2	6	6	7
营业外支出	2	4	3	4	3
利润总额	202	269	671	538	622
所得税	18	50	72	62	78
净利润	184	219	599	476	545
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	185	219	599	476	545
EBITDA	288	393	811	662	748
EPS(元)	0.59	0.70	1.92	1.52	1.74

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	48.0	11.7	20.2	22.7	20.5
营业利润(%)	-19.5	42.3	146.7	-20.0	15.5
归属于母公司净利润(%)	-14.9	18.4	173.8	-20.6	14.5
获利能力					
毛利率(%)	39.7	34.4	36.8	35.5	35.8
净利率(%)	6.4	6.8	15.5	10.1	9.6
ROE(%)	9.7	8.9	20.2	14.1	14.2
ROIC(%)	6.5	6.1	13.4	9.8	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	52.7	59.0	52.7	49.8	45.8
净负债比率(%)	-15.3	6.7	-10.6	-23.5	-34.3
流动比率	1.5	1.7	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.2	1.4	1.6	1.7	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	16.0	16.8	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.0	5.1	11.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.70	1.92	1.52	1.74
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.07	0.65	1.70	1.89
每股净资产(最新摊薄)	5.98	7.74	9.39	10.65	12.15
估值比率					
P/E	24.4	20.6	7.5	9.5	8.3
P/B	2.4	1.9	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	14.4	10.9	4.7	5.0	3.7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn