

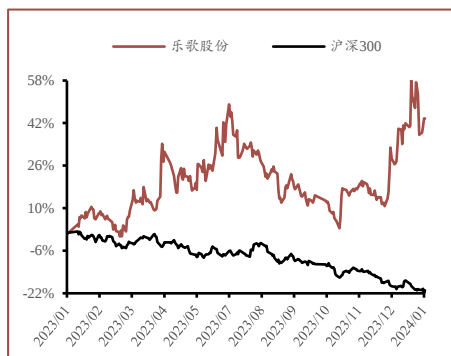
海外仓业务高速增长，驱动业绩超预期

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据 **2024-01-18**
收盘价(元) 18.13
流通股本(亿股) 2.95
每股净资产(元) 9.32
总股本(亿股) 3.12

最近 12 月市场表现



分析师 于健

SAC 证书编号: S0160522060001
yujian@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liyib@ctsec.com

相关报告

- 《多业务收入回暖,业绩高增超预期》 2023-10-27
- 《海外仓业务驱动增长,盈利能力显著修复》 2023-08-26
- 《行稳致远,厚积薄发》 2023-07-17

核心观点

- ❖ 公司发布 2023 年业绩预告, Q4 业绩超预期。预计 23 年归母净利润为 6.1-6.5 亿元, 同比增长 179-197%(其中 3.6 亿元为公司年初出售小仓的资产处置收益); 扣非归母 2.3-2.5 亿元, 同比增长 121-141%。其中 Q4 归母净利润 0.93-1.33 亿元, 同比增长 55-122%, 扣非归母 0.77-0.97 亿元, 同比增长 103-156%。
- ❖ 智能家居业务和海外仓业务双轮驱动: 1) 海外仓业务高增持续, 公司扩仓及利用率提升驱动下, 公司发件数量显著增长, 我们预计海外仓收入同比增速有望达 85%以上; 2) 跨境电商业务受益亚马逊平台库存出清, 及品牌性价比优势, 下半年增速有望回暖, 我们预计全年同增约 10%; 3) ODM 业务持续受益新进入宜家渠道拓展, 预计全年有望实现正增长。
- ❖ 稀缺海外仓标的, 竞争壁垒持续加强, 有望持续受美国线上化率提升。海外仓本质为跨境电商 2C 供应链建设, 与 FOB/FCA 等 2B 外贸纯仓储不同, 70-80% 的收入来自终端配送代理的“一件代发”业务, 成本端主要是仓租及尾程物流采购, 利润来源则为规模采购转零零售价差。公司 2015 年起在美国设立首个自用海外仓, 后逐步开放平台, 截至目前已累计服务超 600 家客户, 成为美国 FedEx 全球 TOP 100 客户, 货量优势、议价能力持续增强, 在中大件海外仓行业中处于领先地位。
- ❖ 未来展望: 产能拓展驱动营收增长, 自建仓投入带来利润率向上弹性。当前公司租用仓储约 28w 平, 利用率近顶; 24 年计划拓展新产能 10-15w 平(同比增长 35-54%), 25 年首批自建仓有望投产。受益于仓储利用率提升与尾程折扣升级, 公司海外仓利润率从 2023Q1 的 8%提升至 Q3 的 10%左右, 伴随未来自建仓投产, 地租成本下降净利率有望进一步提升。
- ❖ 投资建议: 家居主业拓渠道+海外仓拓产能, 公司中长期成长动力充足。我们预计公司 2023-2025 年营收 38.6/48.5/59.9 亿元, 同增 20.5%/25.5%/23.5%; 归母净利润 6.4/4.5/5.4 亿元, 扣非归母有望达 2.42/3.55/4.75 亿元, 同增 132.7%/46.8%/33.7%, 对应当前扣非 PE 23/16/12 X, 维持“增持”评级。
- ❖ 风险提示: 海外仓建设不及预期; 美国深度衰退导致需求承压; 市场竞争加剧; 国际贸易关系黑天鹅事件突发

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2871	3208	3865	4850	5988
收入增长率(%)	47.95	11.74	20.46	25.50	23.46
归母净利润(百万元)	185	219	643	454	535
净利润增长率(%)	-14.93	18.44	193.75	-29.41	17.84
EPS(元/股)	0.85	0.92	2.06	1.45	1.71
PE	34.59	17.58	8.82	12.49	10.60
ROE(%)	9.69	8.92	20.82	12.81	13.12
PB	3.41	1.58	1.84	1.60	1.39

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (2024 年 1 月 18 日收盘价)

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2871.28	3208.31	3864.57	4850.07	5988.07	成长性					
减:营业成本	1730.92	2104.37	2407.77	3112.12	3908.88	营业收入增长率	48.0%	11.7%	20.5%	25.5%	23.5%
营业税费	14.01	18.37	20.67	25.79	32.72	营业利润增长率	-19.5%	42.3%	173.5%	-33.3%	17.0%
销售费用	690.30	646.51	762.12	916.79	1047.65	净利润增长率	-14.9%	18.4%	193.8%	-29.4%	17.8%
管理费用	109.46	119.20	145.45	181.37	224.65	EBITDA 增长率	9.6%	38.0%	111.8%	-24.5%	15.4%
研发费用	129.83	143.78	117.91	137.16	157.10	EBIT 增长率	-17.1%	20.1%	232.6%	-29.9%	14.7%
财务费用	68.38	29.13	73.28	74.24	76.81	NOPLAT 增长率	-17.7%	7.2%	252.3%	-26.1%	16.2%
资产减值损失	-9.32	-15.51	-9.00	-9.00	-9.00	投资资本增长率	56.4%	57.9%	17.6%	9.6%	10.5%
加:公允价值变动收益	-6.17	-11.49	15.00	5.00	-10.00	净资产增长率	86.5%	28.7%	25.8%	14.7%	15.1%
投资和汇兑收益	26.39	-0.13	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	190.64	271.25	742.01	495.10	579.12	毛利率	39.7%	34.4%	37.7%	35.8%	34.7%
加:营业外净收支	11.71	-2.36	2.82	4.06	1.51	营业利润率	6.6%	8.5%	19.2%	10.2%	9.7%
利润总额	202.35	268.89	744.84	499.15	580.63	净利率	6.4%	6.8%	16.6%	9.3%	8.9%
减:所得税	17.92	50.15	103.03	45.93	46.45	EBITDA/营业收入	10.8%	13.4%	23.6%	14.2%	13.2%
净利润	184.68	218.73	642.52	453.58	534.50	EBIT/营业收入	7.1%	7.7%	21.2%	11.8%	11.0%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1505.34	1628.01	2074.82	2252.65	2640.25	固定资产周转天数	79	95	108	120	116
交易性金融资产	60.39	369.82	414.82	449.82	469.82	流动营业资本周转天数	1	32	38	16	12
应收账款	198.91	182.68	266.37	292.39	343.30	流动资产周转天数	257	311	309	273	253
应收票据	0.00	1.50	1.61	2.02	1.66	应收帐款周转天数	22	21	21	21	19
预付帐款	16.54	36.08	32.14	47.45	55.89	存货周转天数	108	86	76	69	70
存货	512.56	489.59	526.06	673.58	841.64	总资产周转天数	433	562	617	568	515
其他流动资产	52.07	119.86	119.86	119.86	119.86	投资资本周转天数	338	476	527	475	424
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	9.7%	8.9%	20.8%	12.8%	13.1%
长期股权投资	29.23	51.90	51.90	51.90	51.90	ROA	4.6%	3.7%	8.9%	5.6%	5.9%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	5.7%	3.9%	11.5%	7.8%	8.2%
固定资产	835.71	849.47	1464.36	1777.05	2083.57	费用率					
在建工程	63.91	510.54	808.44	886.75	949.40	销售费用率	24.0%	20.2%	19.7%	18.9%	17.5%
无形资产	225.45	238.59	243.59	248.59	253.59	管理费用率	3.8%	3.7%	3.8%	3.7%	3.8%
其他非流动资产	213.45	80.28	87.31	87.31	87.31	财务费用率	2.4%	0.9%	1.9%	1.5%	1.3%
资产总额	4032.07	5988.73	7253.55	8054.50	9076.37	三费/营业收入	30.2%	24.8%	25.4%	24.2%	22.5%
短期债务	629.25	902.31	997.21	1181.18	1320.62	偿债能力					
应付帐款	412.53	417.47	525.75	648.47	834.01	资产负债率	52.7%	59.0%	57.5%	56.1%	55.1%
应付票据	112.84	89.78	129.85	150.30	199.79	负债权益比	111.6%	144.2%	135.1%	127.6%	122.9%
其他流动负债	0.51	1.16	1.16	1.16	1.16	流动比率	1.54	1.74	1.59	1.50	1.49
长期借款	287.93	587.42	687.42	637.42	667.42	速动比率	1.17	1.21	1.28	1.17	1.15
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	4.76	3.69	9.14	6.04	6.62
负债总额	2126.70	3536.11	4168.14	4515.87	5003.56	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.02	-0.69	-1.05	-1.37	DPS(元)	0.20	0.35	0.00	0.00	0.00
股本	220.72	239.16	312.30	312.30	312.30	分红比率					
留存收益	739.32	913.91	1485.81	1939.39	2473.90	股息收益率	0.7%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1905.36	2452.62	3085.41	3538.63	4072.81	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.85	0.92	2.06	1.45	1.71
净利润	184.68	218.73	642.52	453.58	534.50	BVPS(元)	8.63	10.25	9.88	11.33	13.04
加:折旧和摊销	106.55	183.83	92.21	114.00	135.83	PE(X)	34.6	17.6	8.8	12.5	10.6
资产减值准备	13.97	15.64	11.00	11.00	11.00	PB(X)	3.4	1.6	1.8	1.6	1.4
公允价值变动损失	6.17	11.49	-15.00	-5.00	10.00	P/FCF					
财务费用	55.72	107.62	89.56	94.99	99.34	P/S	2.3	1.2	1.5	1.2	0.9
投资收益	-26.39	0.13	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	20.5	11.6	7.3	9.6	8.0
少数股东损益	-0.25	0.02	-0.71	-0.36	-0.32	CAGR(%)					
营运资金的变动	-42.13	-137.28	348.65	10.64	67.15	PEG	—	1.0	0.0	—	0.6
经营活动产生现金流量	265.42	335.38	927.07	624.79	855.99	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-240.06	-847.08	-682.35	-485.94	-538.49	REP					
融资活动产生现金流量	638.79	494.75	188.93	38.99	70.10						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。