

► **业绩简述:** 1) 2023: 实现营收 39.02 亿元/yoy+21.61%, 归母净利润 6.34 亿元/yoy+189.72%, 扣非归母净利润 2.52 亿元/yoy+142.38%, 超过此前预告的上限。现金分红 1.25 亿元, 分红比率 19.72%。2) 4Q23: 营收 12.16 亿元/yoy+35.73%, 归母净利润 1.17 亿元/yoy+93.55%, 扣非归母净利润 0.99 亿元/yoy+160.64%, 环比增长 40.81%。

► **海外仓占比不断提升, 家具制造盈利能力不断优化。**分行业看, ①家居制造: 23 年实现营收 29.50 亿元/yoy+8.55%, 占比总营收 75.62%/-9.10pct, 毛利率 44.21%/+4.20pct。分品牌看, 自主品牌 20.85 亿元/yoy+16.47%, 占比家具制造收入 70.66%/+4.81pct。分渠道看, 跨境电商销售收入 17.73 亿元/yoy+12.59%, 前三大渠道亚马逊/独立站/天猫分别占家具销售收入比例为 34.22%/22.93%/3.05%, 亚马逊和独立站销售收入分别同比增长 7.78%/16.72%, 人均消费金额分别为 1694/3014 元。近年来, 公司独立站发展迅速, 现有独立站 12 个, 销售占跨境电商销售收入提升至近 4 成, 具有较强的品牌溢价能力和消费者认同感。分产品看, 人体工学产品仍然是收入的主要来源, 收入 26.12 亿元/yoy+8.70%, 占比总营收 66.94%/-7.95pct。②海外仓: 实现营收 9.51 亿元/yoy+94.03%, 占总营收比重 24.38%/+9.10pct, 毛利率 12.69%/+9.32pct。公司可提供头程海运、目的港清关、目的港拖车、仓储管理、尾程快递、尾程卡派、反向物流等全流程跨境物流综合服务, 并新增供应链金融、代理出口等相关服务。2024 年一季度加快扩仓进度, 目前在全球拥有 13 个自营海外仓, 总面积 36.24 万平方米, 已累计服务超过 600 家外贸企业。

► **业务结构变化使得整体毛利率下降, 费用率保持稳定。**23 年整体毛利率为 36.53%/-2.37pct, 主要系低毛利率的海外仓业务占比提升所致, 但各业务毛利率均有提升, 家具制造和海外仓毛利率分别提升 4.20/9.32pct。费用率方面, 23 年公司实现销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.07%/4.18%/3.71%/0.96%, 同比-0.08/+0.46/-0.77/+0.05pct。

► **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, 公司 2024 年将扩仓 10-15 万平米。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 48.70/59.44/68.47 亿元, 同比增长 24.8%/22.0%/15.2%, 预计 24-26 年实现归母净利润 4.45/5.04/5.81 亿元, 同比变化-29.8/+13.3%/+15.1%, 对应 24-26 年 PE 为 13/12/10X, 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。

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	4,870	5,944	6,847
增长率 (%)	21.6	24.8	22.0	15.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	634	445	504	581
增长率 (%)	189.7	-29.8	13.3	15.1
每股收益 (元)	2.03	1.42	1.61	1.86
PE	9	13	12	10
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

19.08 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

研究助理 刘彦菁

执业证书: S0100122070036

邮箱: liuyanjing@mszq.com

相关研究

- 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	4,870	5,944	6,847
营业成本	2,477	3,054	3,717	4,351
营业税金及附加	26	24	30	34
销售费用	783	950	1,159	1,301
管理费用	163	195	220	253
研发费用	145	170	208	226
EBIT	349	525	728	818
财务费用	37	90	97	92
资产减值损失	-10	-4	-5	-5
投资收益	-24	5	6	7
营业利润	801	558	632	728
营业外收支	-6	-1	-1	-1
利润总额	796	557	631	727
所得税	162	111	126	145
净利润	634	445	505	581
归属于母公司净利润	634	445	504	581
EBITDA	606	814	1,044	1,137

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,652	836	1,082	1,403
应收账款及票据	254	338	412	475
预付款项	43	52	63	74
存货	460	760	925	1,082
其他流动资产	497	486	492	497
流动资产合计	2,906	2,471	2,975	3,531
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	4,727	4,790	4,849
资产合计	6,798	7,199	7,764	8,380
短期借款	580	480	380	280
应付账款及票据	629	806	981	1,148
其他流动负债	478	461	514	560
流动负债合计	1,686	1,746	1,875	1,989
长期借款	783	783	783	783
其他长期负债	1,292	1,312	1,332	1,352
非流动负债合计	2,075	2,095	2,115	2,135
负债合计	3,761	3,841	3,989	4,123
股本	312	313	313	313
少数股东权益	0	0	1	2
股东权益合计	3,037	3,358	3,775	4,257
负债和股东权益合计	6,798	7,199	7,764	8,380

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	24.82	22.05	15.20
EBIT 增长率	41.74	50.69	38.60	12.32
净利润增长率	189.72	-29.77	13.33	15.14
盈利能力 (%)				
毛利率	36.53	37.29	37.46	36.45
净利润率	16.24	9.14	8.49	8.48
总资产收益率 ROA	9.32	6.18	6.50	6.93
净资产收益率 ROE	20.87	13.26	13.37	13.65
偿债能力				
流动比率	1.72	1.41	1.59	1.78
速动比率	1.30	0.83	0.95	1.09
现金比率	0.98	0.48	0.58	0.71
资产负债率 (%)	55.32	53.36	51.38	49.20
经营效率				
应收账款周转天数	20.10	21.84	22.72	23.33
存货周转天数	69.00	71.87	81.56	83.03
总资产周转率	0.61	0.70	0.79	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	1.42	1.61	1.86
每股净资产	9.72	10.74	12.07	13.61
每股经营现金流	2.62	1.59	2.86	3.13
每股股利	0.40	0.28	0.32	0.37
估值分析				
PE	9	13	12	10
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.62	8.65	6.75	6.19
股息收益率 (%)	2.10	1.47	1.67	1.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	634	445	505	581
折旧和摊销	258	289	316	319
营运资金变动	280	-225	-33	-28
经营活动现金流	820	498	895	977
资本开支	-541	-827	-201	-202
投资	72	0	0	0
投资活动现金流	-448	-822	-195	-195
股权募资	16	0	0	0
债务募资	-108	-100	-100	-100
筹资活动现金流	-59	-493	-453	-462
现金净流量	318	-817	247	320

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