

乐歌股份(300729)/家用轻工
办公家居跨境电商领域的领航者
评级: 买入(维持)

市场价格: 71

分析师: 郭美鑫

执业证书编号: S0740520090002

Email: guomx@r.qizq.com.cn

研究助理: 徐偲

Email: guomx@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	138.90
流通股本(百万股)	38.10
市价(元)	71.00
市值(百万元)	9,861.90
流通市值(百万元)	2,705.10

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	946.78	978.07	1,889.00	2,773.05	4,012.61
增长率 yoy%	26.60%	3.31%	93.14%	46.80%	44.70%
净利润	57.59	62.98	264.05	405.88	639.78
增长率 yoy%	-8.3%	9.4%	319.3%	53.7%	57.6%
每股收益(元)	0.41	0.45	1.90	2.92	4.61
每股现金流量	0.69	0.93	0.99	1.83	3.04
净资产收益率	7.80%	7.90%	24.17%	28.57%	32.94%
P/E	171.24	156.58	37.35	24.30	15.41
PEG	-20.54	16.73	0.12	0.45	0.27
P/B	13.35	12.41	9.03	6.95	5.08

备注:

投资要点

- 事件: 乐歌股份发布 2020 年三季度报告, 2020 前三季度公司实现营收 12.2 亿元, 同比增长 73.1%; 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 320.1%; 实现扣非后归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 283.4%。单三季度公司实现营收 5.9 亿元, 同比增长 138.5%(Q1/Q2/Q3 公司营收同比增长 3.1%/72.1%/138.5%); 实现归母净利润 9330 万元, 同比增长 524.1%(Q1/Q2/Q3 公司归母净利润同比增长 36.2%/310.3%/524.1%); 实现扣非后归母净利润 8048 万元, 同比增长 288%(Q1/Q2/Q3 公司扣非后归母净利润同比增长 340.8%/263.3%/288%)。业绩总体呈现逐季加速趋势。公司预计 2020 年归母净利润区间为 2.2-2.9 亿元, 同比增长 249.3%-360.5%。**
- 跨境电商带动收入结构优化, 营收快速攀升业绩爆发式增长。**新冠疫情促使美国电商渗透率大幅提升, 2009 年至 2019 年美国电商渗透率从 5.6%提升 10.4 个百分点至 16%, 2019 年末至 2020 年 4 月美国电商渗透率四个月大幅提升 11 个百分点至 27% (来源: Bank of America)。由于跨境电商趋势带动产业链盈利模式重构, 营收快速增长的同时盈利能力得以显著改善。单三季度, 公司跨境电商收入 3.25 亿元, 单季度收入高于上半年 3.02 亿元的跨境电商收入, 跨境电商销售占比 55.5%。三季度, 公司独立站销售占比 31.2%, 高于上半年 18.1%的占比, 我们判断公司独立站推广和流量获取继续取得突破。由于跨境电商产品毛利率净利率较高, 公司盈利质量显著改善。前三季度, 公司综合毛利率 47.9%, 同比提升 4.1pct。上半年由于亚马逊 FBA 物流费和为客户终端配送产生的运费计入成本项, 导致毛利率影响约 6pct, 我们判断前三季度综合毛利率同比提升约 10pct。前三季度公司净利率 13.2%, 同比提升 7.8pct。其中 Q1/Q2/Q3 净利率 5.9%/13.5%/15.9%, 同比提升 1.4pct/7.8pct/9.9pct。净利率变动趋势与跨境电商占比变动趋势一致。
- 跨境电商长逻辑: 全球产业链迁移下的国货出海新征程。**我们认为, 跨境电商的崛起并非新冠疫情催化下的产业链短期爆发式趋势, 而是全球产业链比较优势下的战略迁移催化剂。首先, 2003 年非典疫情过后, 淘宝成交量仅用两年时间就超过 ebay, 消费者习惯一旦养成, 可能导致长期购物习惯发生改变, 带动线上渗透率持续向好。其次, 跨境电商模式下, 背后蕴含的是国产品牌 M2C 模式直接对欧美竞品 B2B2C 模式的冲击。基于产业链成本的比较优势, 国货出海直面消费者后, 由于产品极具性价比优势, 可能持续抢占欧美竞品的市场份额, 带动企业市占率长期持续抬升。公司极早布局跨境电商核心能力, 并以此构筑竞争壁垒, 目前海外仓储物流建设在行业内处于领先地位。同时自营平台逐步发力, 有望继续抬升远期成长天花板。
- 投资建议:**我们预估公司 2020-2022 年实现归母净利润 2.6、4.1、6.4 亿元(前次预测 1.3、1.6、2 亿元, 鉴于跨境电商产业链上行趋势显著超预期, 且公司长期成长逻辑发生变化, 上修未来盈利预测), 同比增长 319.3%、53.7%、57.6%, 对应 EPS 为 1.9、2.92、4.61 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE37X, 24X, 15X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 竞争加剧风险、中美贸易关税风险、原材料价格及汇率波动风险。

图表 1: 乐歌股份三大财务报表

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	978.07	1889.00	2773.05	4012.61	净利润	62.81	263.87	405.54	639.12
营业成本	523.57	962.28	1405.70	2005.95	折旧与摊销	27.85	25.93	30.61	35.59
营业税金及附加	6.87	18.89	30.50	44.14	财务费用	2.24	38.54	45.19	62.27
销售费用	284.52	453.36	659.99	930.92	资产减值损失	-6.08	5.00	4.00	4.00
管理费用	60.29	113.34	166.38	234.74	经营营运资本变动	218.44	-186.68	-224.02	-310.81
财务费用	2.24	38.54	45.19	62.27	其他	-175.95	-9.07	-6.83	-7.35
资产减值损失	-6.08	5.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	129.31	137.59	254.48	422.82
投资收益	5.62	2.00	2.00	2.00	资本支出	-43.04	-90.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	3.34	0.85	1.13	1.40	其他	-20.52	-2.27	-6.84	-8.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-63.57	-92.27	-106.84	-118.60
营业利润	67.69	300.44	464.42	733.99	短期借款	291.15	-203.90	0.00	0.00
其他非经营损益	0.12	2.87	1.71	0.63	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.81	303.30	466.14	734.62	股权融资	0.04	51.67	0.00	0.00
所得税	5.00	39.43	60.60	95.50	支付股利	-17.37	-18.12	-77.80	-118.18
净利润	62.81	263.87	405.54	639.12	其他	-169.34	-37.31	-42.19	-57.27
少数股东损益	-0.17	-0.18	-0.34	-0.67	筹资活动现金流净额	104.48	-207.67	-119.99	-175.44
归属母公司股东净利润	62.98	264.05	405.88	639.78	现金流量净额	171.68	-162.35	27.66	128.78
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	616.23	453.88	481.54	610.33	成长能力				
应收和预付款项	111.61	222.98	316.38	452.56	销售收入增长率	3.31%	93.14%	46.80%	44.70%
存货	191.95	360.04	533.76	754.59	营业利润增长率	15.98%	343.83%	54.58%	58.04%
其他流动资产	143.81	291.52	518.57	824.89	净利润增长率	9.07%	320.09%	53.69%	57.60%
长期股权投资	36.54	36.54	36.54	36.54	EBITDA 增长率	25.49%	273.19%	48.04%	53.98%
投资性房地产	1.17	1.29	1.25	1.25	获利能力				
固定资产和在建工程	320.05	387.17	459.60	537.05	毛利率	46.47%	49.06%	49.31%	50.01%
无形资产和开发支出	54.84	52.70	50.57	48.43	三费率	35.48%	32.04%	31.43%	30.60%
其他非流动资产	26.92	31.02	40.11	51.20	净利率	6.42%	13.97%	14.62%	15.93%
资产总计	1503.12	1837.13	2438.33	3316.84	ROE	7.90%	24.17%	28.57%	32.94%
短期借款	403.90	200.00	200.00	200.00	ROA	4.18%	14.36%	16.63%	19.27%
应付和预收款项	282.72	514.12	766.32	1090.90	ROIC	11.50%	47.45%	47.30%	52.22%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.00%	19.32%	19.48%	20.73%
其他负债	21.57	31.44	52.69	85.68	营运能力				
负债合计	708.20	745.55	1019.01	1376.58	总资产周转率	0.73	1.13	1.30	1.39
股本	87.23	138.90	138.90	138.90	固定资产周转率	3.63	5.40	6.55	8.05
资本公积	342.48	342.48	342.48	342.48	应收账款周转率	12.47	14.59	13.26	13.44
留存收益	375.20	621.13	949.21	1470.82	存货周转率	2.78	3.41	3.10	3.08
归属母公司股东权益	794.56	1091.39	1419.47	1941.07	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.32%	—	—	—
少数股东权益	0.37	0.19	-0.14	-0.81	资本结构				
股东权益合计	794.93	1091.58	1419.32	1940.26	资产负债率	47.11%	40.58%	41.79%	41.50%
负债和股东权益合计	1503.12	1837.13	2438.33	3316.84	带息债务/总负债	57.03%	26.83%	19.63%	14.53%
					流动比率	1.51	1.80	1.83	1.94
					速动比率	1.24	1.31	1.30	1.39
					股利支付率	27.58%	6.86%	19.17%	18.47%
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E	每股指标				
EBITDA	97.78	364.90	540.22	831.85	每股收益	0.45	1.90	2.92	4.61
PE	156.58	37.35	24.30	15.41	每股净资产	5.72	7.86	10.22	13.97
PB	12.41	9.03	6.95	5.08	每股经营现金	0.93	0.99	1.83	3.04
PS	10.08	5.22	3.56	2.46	每股股利	0.13	0.13	0.56	0.85
EV/EBITDA	59.90	25.98	17.48	11.18					
股息率	0.18%	0.18%	0.79%	1.20%					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。