

乐歌股份（300729）

证券研究报告

2025 年 01 月 17 日

海外仓逐步提高利润率

公司发布 2024 业绩预告

公司预计 2024 归母净利 3-3.4 亿元，同减 46-53%；扣非后归母 1.8-2.1 亿元，同减 17-29%；

其中 24Q4 归母 0.35 亿-0.75 亿，同减 36%-70%；扣非后归母 0.40 亿-0.70 亿，同减 29%-60%；

2024 业绩减少系：

1、2024 年公司小仓换大仓处于收尾阶段，相比 2023 年出售海外仓的非经常性收益大幅减少。2、2024 年公司探索新模式、新业务，新产品研发投入大幅增加，研发、营销、IT 人员增加较多。3、2024 年海外仓运营面积同比大幅增加，受新会计租赁准则租金前置影响，以及新仓货架安装过程较长，库容需要逐步释放和爬坡。4、2024 年海运费整体处于高位，影响跨境电商业务利润。

2025 年智能家居以及海外仓业务齐头并进

智能家居业务围绕健康办公、智能家居场景，扩新品、扩渠道，确保一定的收入增长。海外仓业务，将通过合理利用现有仓库、提升海外仓的库容使用率，加强精细化管理，提高海外仓利润率。

2024 年公司海外仓新开仓面积较多，同时行业整体处于大幅扩仓状态。主要原因是美国线上消费旺盛，电商渗透率不断提升，海外仓需求增多。公司 2024 年末海外仓库容率 70%左右，2025 年主要通过货架搭建等，释放库容，提升库容利用率，视情况可能小幅扩仓。

公共海外仓竞争优势或逐步显现

自有货量与客户货量同步积累，增强规模化优势，以及跨境物流产业链上下游议价能力。依托上市公司背景和良好口碑，坚持合规运营，成为中大件跨境电商卖家的首选。持续完善物流网络和仓内自动化、信息化建设，仓库运营能力不断提升。提前低成本储备 5000 亩工业物流用地，未来通过自建海外仓，降低运营成本，形成独有的竞争壁垒。

调低盈利预测，维持“买入”评级

基于 24 年业绩预告，我们调整盈利预测；预计 24-26 年营业收入为 51.1/62.6/75.8 亿元，归母净利润 3.2/3.7/4.4 亿（原值为 4.5/5.0/5.7 亿），EPS 分别为 0.94/1.09/1.3 元/股，对应 PE 为 16/14/12x。

风险提示：海外需求不及预期；新仓爬坡不及预期；线上竞争加剧；加征关税风险等；业绩预告仅为初步核算结果，具体数据以公司正式发布年报为准

投资评级

行业	轻工制造/家居用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	15.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	341.31
流通 A 股股本(百万股)	295.74
A 股总市值(百万元)	5,232.26
流通 A 股市值(百万元)	4,533.72
每股净资产(元)	9.96
资产负债率(%)	64.57
一年内最高/最低(元)	21.52/13.02

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《乐歌股份-季报点评:海外仓扩张提速》 2024-11-05
- 《乐歌股份-半年报点评:海外仓顺应跨境蓬勃需求》 2024-08-02
- 《乐歌股份-季报点评:景气靓丽，优势明确》 2024-05-03

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208.31	3,901.71	5,111.24	6,263.03	7,578.27
增长率(%)	11.74	21.61	31.00	22.53	21.00
EBITDA(百万元)	383.71	523.07	485.44	606.89	709.27
归属母公司净利润(百万元)	218.73	633.69	320.15	373.70	444.23
增长率(%)	18.44	189.72	(49.48)	16.73	18.87
EPS(元/股)	0.64	1.86	0.94	1.09	1.30
市盈率(P/E)	23.92	8.26	16.34	14.00	11.78
市净率(P/B)	2.13	1.72	1.61	1.48	1.35
市销率(P/S)	1.63	1.34	1.02	0.84	0.69
EV/EBITDA	6.38	8.03	9.50	6.83	5.98

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,628.01	1,652.18	1,131.24	1,270.81	1,180.29	营业收入	3,208.31	3,901.71	5,111.24	6,263.03	7,578.27
应收票据及应收账款	184.18	254.23	306.70	423.60	444.33	营业成本	2,104.37	2,476.50	3,276.97	4,070.97	5,001.66
预付账款	36.08	42.99	43.76	65.84	72.11	营业税金及附加	18.37	25.57	28.88	35.71	44.77
存货	489.59	459.73	1,153.20	833.32	1,467.11	销售费用	646.51	782.88	1,022.25	1,189.98	1,364.09
其他	814.52	497.19	528.82	627.07	579.59	管理费用	119.20	163.25	210.58	256.78	310.71
流动资产合计	3,152.38	2,906.33	3,163.71	3,220.64	3,743.43	研发费用	143.78	144.83	194.23	224.84	272.06
长期股权投资	51.90	65.28	65.28	65.28	65.28	财务费用	29.13	37.42	10.92	15.25	10.86
固定资产	849.47	1,919.55	2,145.41	2,174.41	2,205.07	资产/信用减值损失	(15.64)	(15.51)	(15.40)	(15.13)	(14.84)
在建工程	510.54	452.01	556.01	681.01	899.01	公允价值变动收益	(11.49)	(1.83)	(6.66)	(4.24)	(5.45)
无形资产	238.59	274.60	262.87	251.13	239.40	投资净收益	(0.13)	(23.65)	(30.00)	(25.00)	(30.00)
其他	1,185.85	1,180.13	937.00	1,091.13	1,065.51	其他	(97.03)	(489.21)	(80.00)	(30.00)	(25.00)
非流动资产合计	2,836.35	3,891.58	3,966.57	4,262.97	4,474.27	营业利润	271.25	801.45	395.35	455.12	548.84
资产总计	5,988.73	6,797.91	7,130.28	7,483.61	8,217.71	营业外收入	1.61	3.59	7.08	8.18	6.28
短期借款	902.31	580.04	550.00	483.00	451.00	营业外支出	3.97	9.42	5.05	6.15	6.87
应付票据及应付账款	507.25	628.53	1,133.12	1,030.58	1,493.27	利润总额	268.89	795.63	397.38	457.16	548.25
其他	348.61	411.45	460.46	540.29	542.25	所得税	50.15	161.94	77.50	83.66	104.17
流动负债合计	1,758.17	1,620.03	2,143.58	2,053.87	2,486.52	净利润	218.74	633.68	319.88	373.50	444.08
长期借款	587.42	782.99	830.00	774.00	751.00	少数股东损益	0.02	(0.01)	(0.27)	(0.20)	(0.14)
应付债券	113.30	121.79	113.05	116.05	116.96	归属于母公司净利润	218.73	633.69	320.15	373.70	444.23
其他	1,020.85	1,169.78	794.16	994.93	986.29	每股收益（元）	0.64	1.86	0.94	1.09	1.30
非流动负债合计	1,721.58	2,074.56	1,737.21	1,884.98	1,854.25						
负债合计	3,536.11	3,760.83	3,880.79	3,938.85	4,340.77						
少数股东权益	0.02	0.01	(0.21)	(0.35)	(0.46)	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	239.16	312.45	341.31	341.31	341.31	成长能力					
资本公积	1,247.29	1,198.71	1,154.00	1,154.00	1,154.00	营业收入	11.74%	21.61%	31.00%	22.53%	21.00%
留存收益	913.91	1,463.83	1,719.95	2,000.22	2,333.39	营业利润	42.29%	195.46%	-50.67%	15.12%	20.59%
其他	52.24	62.08	34.44	49.59	48.70	归属于母公司净利润	18.44%	189.72%	-49.48%	16.73%	18.87%
股东权益合计	2,452.62	3,037.07	3,249.49	3,544.76	3,876.94	获利能力					
负债和股东权益总计	5,988.73	6,797.91	7,130.28	7,483.61	8,217.71	毛利率	34.41%	36.53%	35.89%	35.00%	34.00%
						净利率	6.82%	16.24%	6.26%	5.97%	5.86%
						ROE	8.92%	20.87%	9.85%	10.54%	11.46%
						ROIC	23.24%	64.57%	19.91%	14.61%	18.46%
						偿债能力					
						资产负债率	59.05%	55.32%	54.43%	52.63%	52.82%
						净负债率	5.81%	1.15%	16.86%	8.11%	8.51%
						流动比率	1.74	1.72	1.48	1.57	1.51
						速动比率	1.47	1.45	0.94	1.16	0.92
						营运能力					
						应收账款周转率	16.75	17.80	18.22	17.15	17.46
						存货周转率	6.40	8.22	6.34	6.31	6.59
						总资产周转率	0.64	0.61	0.73	0.86	0.97
						每股指标（元）					
						每股收益	0.64	1.86	0.94	1.09	1.30
						每股经营现金流	0.98	2.40	0.16	2.08	1.34
						每股净资产	7.19	8.90	9.52	10.39	11.36
						估值比率					
						市盈率	23.92	8.26	16.34	14.00	11.78
						市净率	2.13	1.72	1.61	1.48	1.35
						EV/EBITDA	6.38	8.03	9.50	6.83	5.98
						EV/EBIT	7.57	9.59	13.05	8.87	7.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com