



## 跨境电商高景气度，海外仓业务快速成长

2024年8月1日

### 核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年，公司实现营收 24.27 亿元，同比+44.64%；归母净利润 1.6 亿元，同比-63.86%；扣非净利润 1.07 亿元，同比+29.95%；基本每股收益 0.51 元。24Q2，公司实现营收 13.06 亿元，同比+48.08%；归母净利润 0.8 亿元，同比+74.02%；扣非净利润 0.66 亿元，同比+6.47%。

- 海运费上涨影响公司利润率表现。**

2024 年上半年，公司综合毛利率为 31.35%，同比-4.4 pct。24Q2，单季毛利率为 31.39%，同比-3.07 pct，环比+0.1 pct。毛利率同比下降主要是因为：1) 海运费价格大幅上涨，导致履约成本增加；2) 毛利率较低的海外仓业务占比迅速提升。

报告期内，公司期间费用率为 25.18%，同比-3.92 pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.57% / 4.35% / 3.14% / 1.11%，同比分别变动-4.11 pct / -0.14 pct / -0.86 pct / +1.18 pct。

2024 年上半年，公司扣非净利率为 4.41%，同比-0.5 pct。24Q2，公司扣非净利率为 5.03%，同比-1.96 pct，环比+1.35 pct。海运费大幅上涨&新品投放力度增加&海外仓新开仓爬坡，共同导致扣非净利率同比有所承压。同时，公司 23 年 1 月出售海外仓产生大额非经收入，高基数导致 24 年上半年归母净利润同比大幅下降。

- 品类拓展成效初显，跨境电商深化发展。**报告期内，公司人体工学系列产品实现营收 13.37 亿元，同比+17.41%；其中，线性驱动实现 10.2 亿元，同比+10.42%，非线性驱动实现 3.16 亿元，同比+47.53%。产品方面，公司推出电动沙发、人体工学椅等新品类，新品类销售收入占比已于报告期内达到约 8%。渠道方面，公司积极探索内销线下模式，已在头部城市开设 35 家经销门店；跨境电商实现收入 9.15 亿元，同比+20.36%；独立站实现收入 3.69 亿元，同比+20.87%。

- 海外仓业务快速成长，规模优势持续加强。**上半年，公司海外仓业务实现收入 8.51 亿元，同比+129.88%，毛利率 15%，同比+2.31 pct。海外场布局稳步推进，截至 2024 年 7 月末，公司在全球拥有 17 个自营海外仓，面积 48.21 万平方米。同时，乐歌海外仓已累计服务超过 778 家出海企业，2024 年上半年处理包裹超过 400 万个，同比增加超过 120%，预计伴随包裹数量的快速增长，尾程快递服务规模优势将进一步加强。

- 投资建议：**公司为人体工学行业龙头，自主品牌持续发展，不断深化渠道布局，新品类拓展表现顺利；海外仓前瞻布局优势突出，业务体量实现快速扩张，规模优势将持续强化，未来将充分受益于跨境电商高景气度。预计公司 2024 / 25 / 26 年能够实现基本每股收益 1.46 / 1.63 / 1.85 元，对应 PE 为 10X / 9X / 8X，维持“推荐”评级。

### 乐歌股份 (300729.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

陈柏儒

☎: 010-8092-6000

✉: chenbairu\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521080001

刘立思

☎: 010-8092-7655

✉: liulisi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524070002

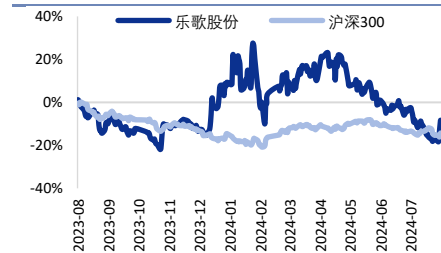
### 市场数据

2024-07-31

股票代码	300729.SZ
A 股收盘价(元)	14.68
上证指数	2,938.75
总股本(万股)	31,292
实际流通 A 股(万股)	29,440
流通 A 股市值(亿元)	43.22

### 相对沪深 300 表现图

2024-07-31



资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

### 相关研究

- 【银河轻纺】公司点评\_轻纺行业\_乐歌股份: 利润表现亮眼, 自主品牌深化发展、海外仓布局加快扩张
- 【银河轻纺】公司点评\_轻纺行业\_乐歌股份\_利润大幅增长, 海外仓业务迅速发展

- **风险提示：**原材料价格及海运费大幅波动的风险，海外需求不及预期的风险，市场竞争加剧的风险，贸易政策不确定的风险。

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3901.71	5140.56	6235.46	7450.78
收入增长率%	21.61	31.75	21.30	19.49
归母净利润(百万元)	633.69	458.05	509.97	579.10
利润增速%	189.72	-27.72	11.34	13.56
毛利率%	36.53	33.68	33.45	32.93
摊薄 EPS(元)	2.03	1.46	1.63	1.85
PE	7.25	10.03	9.01	7.93

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2906.33	3327.77	3618.80	4035.13
现金	1652.18	1855.71	1976.54	2215.94
应收账款	252.95	328.42	398.38	476.02
其它应收款	37.74	49.98	60.62	72.44
预付账款	42.99	59.66	73.03	88.45
存货	459.73	615.55	691.59	763.47
其他	460.74	418.45	418.64	418.80
非流动资产	3891.58	4209.83	4570.39	4871.28
长期投资	65.28	65.28	65.28	65.28
固定资产	1919.55	2159.86	2478.41	2747.30
无形资产	274.60	296.60	318.60	340.60
其他	1632.14	1688.09	1708.09	1718.09
资产总计	6797.91	7537.60	8189.18	8906.41
流动负债	1686.27	1955.80	2097.71	2236.08
短期借款	580.04	580.04	580.04	580.04
应付账款	466.31	492.44	518.69	527.49
其他	639.92	883.32	998.98	1128.55
非流动负债	2074.56	2082.48	2082.48	2082.48
长期借款	782.99	782.99	782.99	782.99
其他	1291.57	1299.49	1299.49	1299.49
负债合计	3760.83	4038.28	4180.20	4318.57
少数股东权益	0.01	-0.36	-0.67	-0.91
归属母公司股东权益	3037.07	3499.68	4009.65	4588.76
负债和股东权益	6797.91	7537.60	8189.18	8906.41

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	819.50	552.64	685.37	774.84
净利润	633.68	457.69	509.66	578.86
折旧摊销	257.68	267.70	299.45	321.64
财务费用	63.80	105.58	105.58	105.58
投资损失	23.65	20.56	-18.70	-7.45
营运资金变动	280.21	-51.52	-28.28	-38.56
其它	-439.53	-247.36	-182.34	-185.22
投资活动现金流	-448.21	-348.39	-458.97	-429.86
资本支出	-540.64	-304.05	-477.66	-437.31
长期投资	71.59	0.00	0.00	0.00
其他	20.84	-44.34	18.70	7.45
筹资活动现金流	-59.14	-10.11	-105.58	-105.58
短期借款	-322.26	0.00	0.00	0.00
长期借款	195.57	0.00	0.00	0.00
其他	67.55	-10.11	-105.58	-105.58
现金净增加额	318.06	203.53	120.83	239.41

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3901.71	5140.56	6235.46	7450.78
营业成本	2476.50	3409.18	4149.53	4997.28
营业税金及附加	25.57	35.98	45.52	56.63
营业费用	782.88	992.13	1178.50	1378.39
管理费用	163.25	195.34	236.95	283.13
财务费用	37.42	56.01	49.91	46.28
资产减值损失	-9.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-1.83	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-23.65	-20.56	18.70	7.45
营业利润	801.45	575.29	643.63	733.78
营业外收入	3.59	7.30	5.11	2.92
营业外支出	9.42	3.24	3.60	3.96
利润总额	795.63	579.35	645.14	732.73
所得税	161.94	121.66	135.48	153.87
净利润	633.68	457.69	509.66	578.86
少数股东损益	-0.01	-0.36	-0.31	-0.25
归属母公司净利润	633.69	458.05	509.97	579.10
EBITDA	606.31	903.06	994.49	1100.65
EPS (元)	2.03	1.46	1.63	1.85

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	21.61%	31.75%	21.30%	19.49%
营业利润	195.46%	-28.22%	11.88%	14.01%
归属母公司净利润	189.72%	-27.72%	11.34%	13.56%
毛利率	36.53%	33.68%	33.45%	32.93%
净利率	16.24%	8.91%	8.18%	7.77%
ROE	20.87%	13.09%	12.72%	12.62%
ROIC	4.82%	7.94%	8.03%	8.30%
资产负债率	55.32%	53.58%	51.05%	48.49%
净负债比率	35.24%	27.70%	21.16%	13.27%
流动比率	1.72	1.70	1.73	1.80
速动比率	1.30	1.27	1.28	1.35
总资产周转率	0.61	0.72	0.79	0.87
应收账款周转率	17.91	17.68	17.16	17.04
应付账款周转率	5.60	7.11	8.21	9.55
每股收益	2.03	1.46	1.63	1.85
每股经营现金	2.62	1.77	2.19	2.48
每股净资产	9.71	11.18	12.81	14.66
P/E	7.25	10.03	9.01	7.93
P/B	1.51	1.31	1.15	1.00
EV/EBITDA	10.99	6.16	5.47	4.73
P/S	1.18	0.89	0.74	0.62

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**陈柏儒**，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14年行业分析师经验、10年轻工制造行业分析师经验。

**刘立思**，轻工行业分析师，中央财经大学本硕，2022年7月加入中国银河证券研究院，主要从事轻工制造行业研究。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn