

# 乐歌股份 (300729.SZ) 2024H1 收入增速靓丽，海外仓业务增长超预期

2024年08月02日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**吕明（分析师）**
**周嘉乐（分析师）**
**骆扬（联系人）**

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

luoyang@kysec.cn

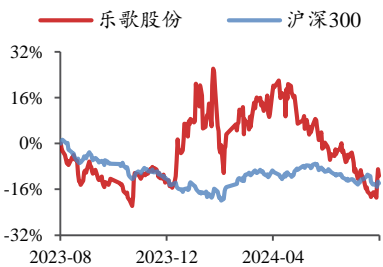
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120029

日期	2024/8/1
当前股价(元)	14.29
一年最高最低(元)	21.52/12.85
总市值(亿元)	44.72
流通市值(亿元)	42.07
总股本(亿股)	3.13
流通股本(亿股)	2.94
近3个月换手率(%)	102.28

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《2023 业绩超预期上限，海外仓&跨境电商双轮驱动成长——公司信息更新报告》-2024.4.22

《2023Q3 收入增长提速，海外仓布局打开成长空间——公司信息更新报告》-2023.10.31

《2023H1 业绩实现高增长，海外仓业务增速亮眼——公司信息更新报告》-2023.8.24

### ● 2024H1 收入增速靓丽，海外仓业务增长超预期，维持“买入”评级

公司 2024H1 实现营业收入 24.3 亿元（同比+44.6%，下同），归母净利润 1.6 亿元（-63.9%），扣非归母净利润 1.1 亿元（+30.0%），其中资产处置损益为 6213 万元。单季度看，公司 2024Q2 实现营业收入 13.1 亿元（+48.1%），归母净利润 0.8 亿元（+74.0%），扣非归母净利润 0.7 亿元（+6.5%）。考虑到 2024 下半年为欧美传统消费旺季，跨境电商及海外仓业务有望持续增长，我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 4.54/5.17/6.03 亿元，对应 EPS 为 1.45/1.65/1.93 元，当前股价对应 PE 为 9.9/8.6/7.4 倍，维持“买入”评级。

### ● 盈利能力：低毛利海外仓业务占比提升导致毛利率承压，期间费用管控持续

公司 2024H1 毛利率 31.3%（-4.4pct），毛利率降低主系低毛利海外仓业务占比提升，期间费用率为 25.2%（-3.9pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.6%/4.3%/3.1%/1.1%，同比分别-4.1/-0.1/-0.9/+1.2pct。综合影响下 2024H1 销售净利率为 6.6%（-19.8pct），扣非净利率为 4.4%（-0.5pct），销售净利率下降主系 2023 年 1 月出售海外仓产生较大非经常性收益所致。单季度看，公司 2024Q2 毛利率为 31.4%（-3.1pct），期间费用率为 24.1%（-2.4pct），综合影响下 2024Q2 销售净利率为 6.2%（+0.9pct），扣非净利率为 5.0%（-2.0pct）。

### ● 收入拆分：海外仓增长超预期，跨境电商独立站表现靓丽

**海外仓业务：**2024H1 实现收入 8.5 亿元（+129.9%），毛利率 15.0%（+5.4pct），截至 2024 年 6 月末，公司海外仓已累计服务超过 778 家出海企业，2024H1 处理包裹数量超 400 万个，同比增加超 120%，规模化优势逐渐显现，跨境物流产业链上下游的议价能力、库容利用率及周转显著提升，随着 2024 下半年欧美迎来传统消费旺季，公司持续布局新仓，我们预计海外仓包裹发货量有望进一步提升。  
**跨境电商业务：**2024H1 实现收入 9.15 亿元（+20.4%），其中独立站表现靓丽，实现收入 3.7 亿元（+20.9%），收入占比提升至 40.3%；亚马逊收入 4.9 亿元（+16.3%）。**产品方面，**公司智能家居、健康办公产品品类不断丰富，2024H1 新品类销售收入占比约 8%，品类拓展初见成效。随着欧美电商渗透率及健康办公、智能升降产品渗透率逐步提升，公司品类拓展战略持续推进，我们预计公司产品结构有望进一步优化，跨境电商业务收入实现稳步提升。

### ● 风险提示：海外市场不及预期、海外仓拓展不及预期、跨境电商竞争加剧。

## 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208	3,902	5,073	6,308	7,690
YOY(%)	11.7	21.6	30.0	24.3	21.9
归母净利润(百万元)	219	634	454	517	603
YOY(%)	18.4	189.7	-28.4	14.1	16.6
毛利率(%)	34.4	36.5	34.0	32.6	31.5
净利率(%)	6.8	16.2	8.9	8.2	7.8
ROE(%)	8.9	20.9	13.5	13.6	14.0
EPS(摊薄/元)	0.70	2.03	1.45	1.65	1.93
P/E(倍)	20.4	7.1	9.9	8.6	7.4
P/B(倍)	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	3152	2906	3787	4057	5059
现金	1628	1652	2148	2671	3256
应收票据及应收账款	184	254	253	320	307
其他应收款	22	38	39	57	60
预付账款	36	43	60	68	88
存货	490	460	827	481	887
其他流动资产	793	459	459	459	459
<b>非流动资产</b>	2836	3892	3807	3744	3655
长期投资	52	65	72	86	97
固定资产	849	1920	1893	1845	1779
无形资产	239	275	277	279	281
其他非流动资产	1696	1632	1565	1535	1498
<b>资产总计</b>	5989	6798	7595	7801	8714
<b>流动负债</b>	1815	1686	2411	2377	3000
短期借款	902	580	1243	1250	1797
应付票据及应付账款	507	629	710	640	711
其他流动负债	405	478	458	487	492
<b>非流动负债</b>	1722	2075	1818	1629	1412
长期借款	701	905	708	499	285
其他非流动负债	1021	1170	1110	1130	1127
<b>负债合计</b>	3536	3761	4229	4006	4412
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	239	312	312	312	312
资本公积	1247	1199	1199	1199	1199
留存收益	914	1464	1812	2193	2634
<b>归属母公司股东权益</b>	2453	3037	3366	3795	4302
<b>负债和股东权益</b>	5989	6798	7595	7801	8714

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	335	820	291	912	434
净利润	219	634	454	517	603
折旧摊销	72	100	213	217	231
财务费用	29	37	32	16	14
投资损失	0	24	-1	7	10
营运资金变动	-148	271	-309	203	-352
其他经营现金流	163	-246	-97	-49	-72
<b>投资活动现金流</b>	-847	-448	-54	-87	-77
资本支出	538	1388	187	114	139
长期投资	-346	72	-7	-14	-11
其他投资现金流	36	868	139	41	73
<b>筹资活动现金流</b>	495	-59	-134	-359	-369
短期借款	273	-322	663	7	547
长期借款	309	204	-197	-209	-214
普通股增加	18	73	0	0	0
资本公积增加	291	-49	0	0	0
其他筹资现金流	-396	34	-600	-157	-703
<b>现金净增加额</b>	-30	318	103	466	-12

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3208	3902	5073	6308	7690
营业成本	2104	2477	3346	4253	5269
营业税金及附加	18	26	29	36	45
营业费用	647	783	889	1059	1239
管理费用	119	163	208	240	269
研发费用	144	145	180	214	246
财务费用	29	37	32	16	14
资产减值损失	-16	-10	0	0	0
其他收益	86	55	70	63	67
公允价值变动收益	-11	-2	-6	-7	-5
投资净收益	-0	-24	1	-7	-10
资产处置收益	66	516	80	80	80
<b>营业利润</b>	271	801	527	611	729
营业外收入	2	4	6	6	4
营业外支出	4	9	5	5	6
<b>利润总额</b>	269	796	528	612	728
所得税	50	162	74	95	125
<b>净利润</b>	219	634	454	517	603
少数股东损益	0	-0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	219	634	454	517	603
EBITDA	393	941	766	853	976
EPS(元)	0.70	2.03	1.45	1.65	1.93

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	11.7	21.6	30.0	24.3	21.9
营业利润(%)	42.3	195.5	-34.3	16.0	19.4
归属于母公司净利润(%)	18.4	189.7	-28.4	14.1	16.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.4	36.5	34.0	32.6	31.5
净利率(%)	6.8	16.2	8.9	8.2	7.8
ROE(%)	8.9	20.9	13.5	13.6	14.0
ROIC(%)	6.2	14.0	8.6	9.4	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.0	55.3	55.7	51.4	50.6
净负债比率(%)	6.7	2.7	0.1	-18.9	-22.4
流动比率	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.4	1.3	1.1	1.4	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	16.8	17.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.1	5.6	14.4	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	2.03	1.45	1.65	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	2.62	0.93	2.91	1.39
每股净资产(最新摊薄)	7.72	9.59	10.64	12.01	13.63
<b>估值比率</b>					
P/E	20.4	7.1	9.9	8.6	7.4
P/B	1.9	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	10.8	4.6	5.5	4.1	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn