

乐歌股份（300729）2024年中报点评

电商独立站表现亮眼，海外仓业务超预期增长

2024 年 08 月 02 日

【投资要点】

- ◆ **公司发布 2024 年半年报。**2024H1 公司实现营业收入 24.27 亿元，同比增长 44.64%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比减少 63.86%；实现扣非归母净利润 1.07 亿元，同比增长 29.95%。归母净利润下滑主要系 23Q1 出售海外仓取得非经收益 7352 万美元。人体工学系列产品贡献主要营收，增长稳健；海外仓业务超公司预期增长，占比持续提升。
- ◆ **跨境电商：1) 品牌力持续提升，独立站表现亮眼。**24H1 跨境电商业务实现销售收入 9.15 亿元，同比增长 20%；其中 Amazon 和独立站分别实现销售收入 4.92/3.69 亿元，渠道占比分别为 54%/40%。自主品牌+自主渠道双轮驱动，能够在相对激烈的竞争环境中保持成长韧性。**2) 品类拓展见成效，新品贡献业务增量。**公司人体工学系列产品以智能升降桌为核心品类，上半年陆续拓展人体工学椅、电动沙发等新品类，销售占比已达到 8%，考虑推广周期叠加下半年消费旺季，增速有望进一步提升。
- ◆ **公共海外仓：海外仓需求旺盛，扩仓有序盈利提升。**24H1 公共海外仓业务实现营业收入 8.51 亿元，同比增长 130%。海外仓需求旺盛，主要因为 1) FBA 大件产品物流提价，需求外溢；2) Tiktok、Temu 等跨境电商平台发展迅猛，增量需求较大。北美租仓库租金大幅上涨，中小仓储服务商退出，也使得海外仓需求进一步向以公司为代表的头部企业集中。**短期来看**，公司有序扩租赁仓，库容利用率、周转持续提升，尾程折扣议价能力增强，盈利能力持续改善；**长期来看**，公司美国前期已储备 5000 亩工业物流土地，自建仓即将启动，未来租赁转自建，小仓换大仓，有效降低海外仓成本，增加盈利空间，形成独有竞争壁垒。
- ◆ **营收结构调整，海运费上涨共同影响公司毛利率水平。**24H1 公司毛利率 31.35%，同比下滑 4.39pct。其中跨境电商业务产品成本下降，但受海运费上涨影响，毛利率下降 1.6pct；海外仓毛利率 15%，较去年全年提高 2.31pct，业务占营收比重提升至 35%，影响整体毛利率水平。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.6%/4.4%/3.1%/1.1%，同比分别-4.1pct/-0.1pct/-0.9pct/+1.2pct。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

证券分析师：刘雪莹

证书编号：S1160524070003

联系人：刘雪莹

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	4471.57
流通市值（百万元）	4207.01
52 周最高/最低（元）	21.52/12.85
52 周最高/最低（PE）	17.86/7.55
52 周最高/最低（PB）	2.32/1.36
52 周涨幅（%）	-11.90
52 周换手率（%）	715.28

相关研究

《自建海外仓提速，打造大件公共仓储竞争力》

2024.06.19

《业绩亮眼，人体工学产品稳健，海外仓打开增长空间》

2024.04.19

《智能升降出海龙头，先发布局海外仓储》

2024.03.22

【投资建议】

- ◆ 公司是全球知名的智能升降家居的领军企业，公共海外仓业务成为公司第二增长曲线。我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现营业收入 50.98/65.10/79.49 亿元，实现归母净利润 4.58/5.62/6.48 亿元，EPS 分别为 1.46/1.80/2.07 元/股，对应 PE 分别为 10/8/7 倍。我们看好公司智能升降产品业务稳健发展，海外仓业务快速成长，维持“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3901.71	5097.89	6510.34	7948.82
增长率(%)	21.61%	30.66%	27.71%	22.10%
EBITDA（百万元）	606.31	862.88	994.23	1124.27
归属母公司净利润（百万元）	633.69	457.86	562.46	647.68
增长率(%)	189.72%	-27.75%	22.85%	15.15%
EPS(元/股)	2.03	1.46	1.80	2.07
市盈率（P/E）	8.82	9.77	7.95	6.90
市净率（P/B）	1.84	1.31	1.15	1.00
EV/EBITDA	10.99	6.95	6.01	5.20

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 宏观经济下行；
- ◆ 海运费持续上涨；
- ◆ 行业竞争加剧；
- ◆ 地缘政治风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2906.33	2771.52	3015.41	3359.70
货币资金	1652.18	1322.76	1253.94	1304.89
应收及预付	297.22	322.83	388.49	447.96
存货	459.73	573.80	711.03	834.92
其他流动资产	497.19	552.14	661.95	771.93
非流动资产	3891.58	4744.53	5199.78	5617.75
长期股权投资	65.28	75.28	80.28	85.28
固定资产	1919.55	2770.55	3117.81	3476.28
在建工程	452.01	426.01	513.00	556.50
无形资产	274.60	281.60	293.60	300.60
其他长期资产	1180.13	1191.08	1195.08	1199.08
资产总计	6797.91	7516.04	8215.19	8977.45
流动负债	1686.27	1929.04	2185.70	2420.25
短期借款	580.04	510.04	460.04	410.04
应付及预收	629.22	783.46	1000.67	1196.84
其他流动负债	477.01	635.53	724.98	813.36
非流动负债	2074.56	2172.48	2137.48	2102.48
长期借款	782.99	882.99	832.99	782.99
应付债券	121.79	126.79	131.79	136.79
其他非流动负债	1169.78	1162.70	1172.70	1182.70
负债合计	3760.83	4101.52	4323.18	4522.73
实收资本	312.45	312.92	312.92	312.92
资本公积	1198.71	1209.01	1209.01	1209.01
留存收益	1463.83	1846.08	2323.54	2886.22
归属母公司股东权益	3037.07	3414.49	3891.95	4454.64
少数股东权益	0.01	0.03	0.06	0.09
负债和股东权益	6797.91	7516.04	8215.19	8977.45

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3901.71	5097.89	6510.34	7948.82
营业成本	2476.50	3307.40	4326.16	5367.91
税金及附加	25.57	25.49	32.55	39.74
销售费用	782.88	943.11	1119.78	1351.30
管理费用	163.25	188.62	227.86	278.21
研发费用	144.83	203.92	234.37	282.18
财务费用	37.42	56.19	58.73	56.22
资产减值损失	-9.91	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动收益	-1.83	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-23.65	5.10	6.51	7.95
资产处置收益	515.72	101.96	65.10	79.49
其他收益	55.47	76.47	97.66	119.23
营业利润	801.45	541.68	665.15	764.92
营业外收入	3.59	1.50	1.60	1.60
营业外支出	9.42	4.50	5.00	4.50
利润总额	795.63	538.68	661.75	762.02
所得税	161.94	80.80	99.26	114.30
净利润	633.68	457.88	562.49	647.72
少数股东损益	-0.01	0.02	0.03	0.03
归属母公司净利润	633.69	457.86	562.46	647.68
EBITDA	606.31	862.88	994.23	1124.27

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	819.50	763.15	878.93	974.17
净利润	633.68	457.88	562.49	647.72
折旧摊销	257.68	268.01	273.75	306.03
营运资金变动	280.21	45.03	23.95	21.20
其它	-352.08	-7.76	18.75	-0.77
投资活动现金流	-448.21	-1064.72	-710.79	-689.46
资本支出	-540.64	-991.04	-658.30	-638.41
投资变动	71.59	-57.00	-57.00	-57.00
其他	20.84	-16.68	4.51	5.95
筹资活动现金流	-59.14	-37.24	-236.96	-233.76
银行借款	-126.69	30.00	-100.00	-100.00
债券融资	8.48	5.00	5.00	5.00
股权融资	15.57	10.77	0.00	0.00
其他	43.49	-83.01	-141.96	-138.76
现金净增加额	318.06	-329.42	-68.81	50.95
期初现金余额	1035.17	1353.22	1023.80	954.99
期末现金余额	1353.22	1023.80	954.99	1005.93

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	21.61%	30.66%	27.71%	22.10%
营业利润增长	195.46%	-32.41%	22.79%	15.00%
归属母公司净利润增长	189.72%	-27.75%	22.85%	15.15%
获利能力 (%)				
毛利率	36.53%	35.12%	33.55%	32.47%
净利率	16.24%	8.98%	8.64%	8.15%
ROE	20.87%	13.41%	14.45%	14.54%
ROIC	4.82%	8.08%	9.21%	9.76%
偿债能力				
资产负债率 (%)	55.32%	54.57%	52.62%	50.38%
净负债比率	35.24%	44.58%	38.69%	30.75%
流动比率	1.72	1.44	1.38	1.39
速动比率	1.30	1.00	0.90	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.71	0.83	0.92
应收账款周转率	17.91	19.38	21.82	23.01
存货周转率	5.22	6.40	6.73	6.94
每股指标 (元)				
每股收益	2.03	1.46	1.80	2.07
每股经营现金流	2.62	2.44	2.81	3.11
每股净资产	9.72	10.91	12.44	14.24
估值比率				
P/E	8.82	9.77	7.95	6.90
P/B	1.84	1.31	1.15	1.00
EV/EBITDA	10.99	6.95	6.01	5.20

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。