

## 乐歌股份 (300729.SZ)

## 2024年半年报点评:

## 海外仓增速强劲，新品开拓初显成效，下半年旺季值得期待

## 核心观点

二季度收入维持高增长，归母净利润增速亮眼。公司发布2024年半年报，2024H1实现收入24.3亿，同比+44.6%；归母净利润1.6亿，同比+63.9%；扣非归母净利润1.1亿，同比+30.0%；经测算，2024Q2实现收入13.1亿，同比+48.1%；归母净利润0.8亿，同比+74.0%；扣非归母净利润0.7亿，同比+6.5%。公司以智能家居与海外仓业务双轮驱动，各业务增速较去年均有所加快，在规模与折扣优势下海外仓盈利能力持续改善，业绩稳步增长。

海外仓增速强劲，下半年旺季值得期待。受益于海外电商渗透率提升、跨境电商崛起与品牌出海趋势加强，催生大量海外仓需求，2024H1公司海外仓收入同比+129.9%至8.5亿，上半年累计处理包裹超过400万个/+120%，发件数量同比显著增加，考虑到下半年圣诞节、黑五网一等活动节点密集，预计海外仓业务有望延续高景气。盈利方面，通过提升库容利用率与周转率、执行新的快递折扣与提升仓库管理水平，2024H1海外仓毛利率同比+5.4pct至15.0%，盈利能力持续改善。当前公司在美国核心港口区域储备了5000亩工业物流用地，经测算，自建海外仓持有成本是租赁成本的1/3~1/2，未来通过提升自建比例预计将进一步降低成本。

独立站表现优异，代工稳健增长，拓品类初见成效。2024H1公司跨境电商收入9.2亿/+20.4%，其中亚马逊收入4.9亿/+16.9%、独立站收入3.7亿/+20.9%，独立站占跨境电商的比例提升至40.3%，获取自主流量的能力有明显提升；代工业务方面，基于新客户的增量贡献与订单的季度波动影响，预计Q2实现较快增长；此外2024H1电动沙发与人体工学椅等新品的销售收入占比约达到8%，后续也有望成为重要的收入增长点。

盈利受海运费与汇兑扰动，Q2净利率小幅提升。Q2毛利率31.4%/-3.1pct，其中受海运费影响线驱产品毛利率同比-2.8pct，Q2净利率6.2%/+0.9pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为15.7%/4.2%/3.3%/0.8%，分别同比-4.9pct/+0.2pct/-1.0pct/+3.4pct，财务费用增加主要系汇兑收益减少。

风险提示：海外需求不及预期；原材料价格与海运费上涨；海内外竞争加剧。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

跨境电商维持景气、新品放量，代工订单充足；库容利用率提升带来海外仓规模与盈利能力的同步提升。考虑到海运费与汇兑扰动，调整盈利预测，预计2024-2026年归母净利润4.5/5.1/5.7亿元(前值4.6/5.2/6.0亿)，同比增速-29%/13%/12%，当前股价对应PE=10/9/8倍。维持“优于大市”评级。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208	3,902	5,152	6,110	6,837
(+/-%)	11.7%	21.6%	32.1%	18.6%	11.9%
归母净利润(百万元)	219	634	453	514	574
(+/-%)	18.4%	189.7%	-28.5%	13.4%	11.7%
每股收益(元)	0.91	2.03	1.45	1.64	1.83
EBIT Margin	5.5%	7.9%	9.7%	10.1%	10.9%
净资产收益率(ROE)	8.9%	20.9%	13.6%	14.0%	14.2%
市盈率(PE)	15.6	7.0	9.9	8.7	7.8
EV/EBITDA	29.5	20.9	14.7	12.7	10.8
市净率(PB)	1.39	1.47	1.34	1.22	1.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

## 轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606  
chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004

证券分析师：王兆康 0755-81983063  
wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004

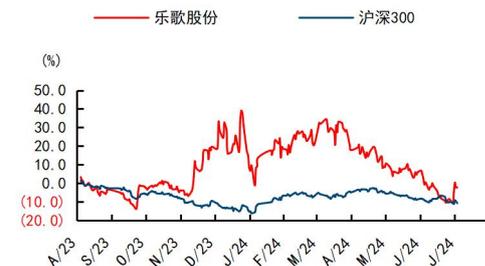
证券分析师：邹会阳 0755-81981518  
zouhuiyang@guosen.com.cn  
S0980523020001

联系人：李晶  
lijing29@guosen.com.cn

## 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 14.30元  
总市值/流通市值 4475/4210百万元  
52周最高价/最低价 21.52/12.85元  
近3个月日均成交额 75.95百万元

## 市场走势

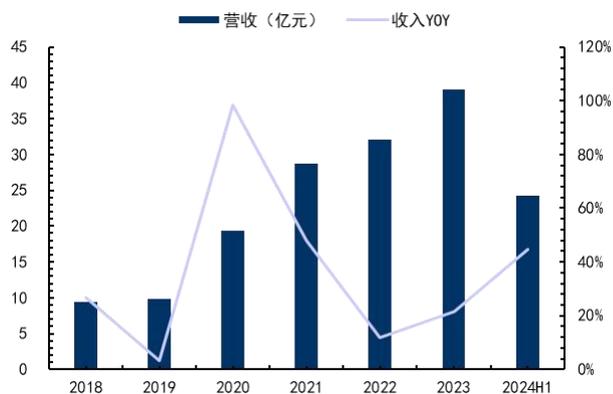


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《乐歌股份(300729.SZ)-2023年年报点评：Q4海外仓延续高增，盈利能力持续提升》——2024-04-21  
《乐歌股份(300729.SZ)-定增加码海外仓，智能家居与海外仓双轮协同发展》——2024-01-17

图1: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



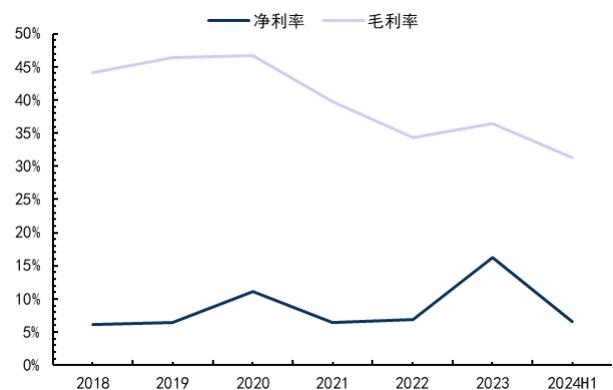
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



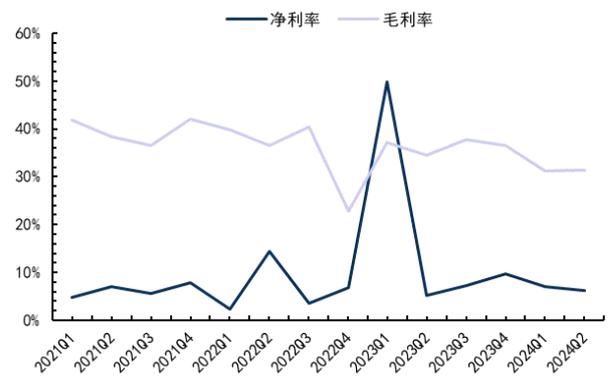
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率



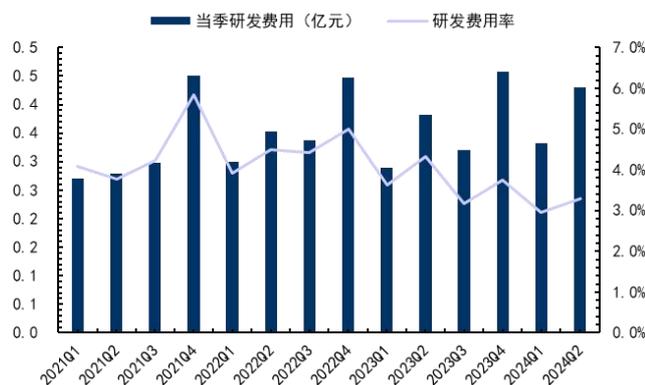
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司单季度毛利率及净利率



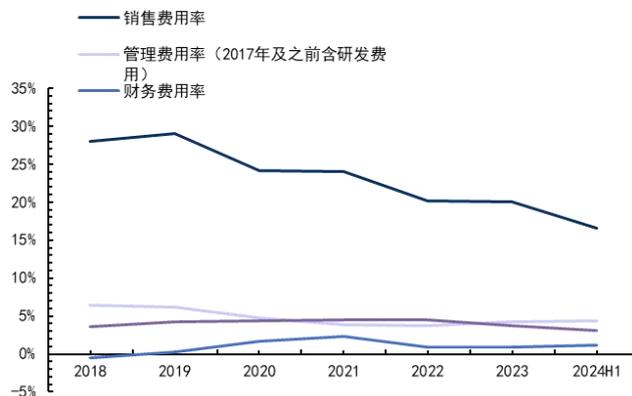
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司研发费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司期间费用情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				PEG (24E)	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E					
603583.SH	捷昌驱动	17.6	67.5	0.5	1.0	1.2	1.5	32.6	17.8	14.3	11.4	0.4	无评级			
301061.SZ	匠心家居	42.5	70.6	3.2	2.9	3.6	4.3	13.3	14.4	11.9	9.9	1.4	无评级			
301381.SZ	赛维时代	22.9	91.5	0.8	1.1	1.5	1.9	27.2	20.1	15.5	12.2	0.7	无评级			
300729.SZ	乐歌股份	14.3	44.7	2.0	1.5	1.6	1.8	7.0	9.9	8.7	7.8	-	优于大市			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：捷昌驱动、匠心家居与赛维时代盈利预测来自wind一致预期

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1628	1652	1735	1864	2133	营业收入	3208	3902	5152	6110	6837
应收款项	206	292	378	432	499	营业成本	2104	2477	3270	3917	4293
存货净额	490	460	773	852	913	营业税金及附加	18	26	26	31	34
其他流动资产	454	253	413	471	531	销售费用	647	783	953	1100	1265
<b>流动资产合计</b>	<b>3152</b>	<b>2906</b>	<b>3548</b>	<b>3868</b>	<b>4326</b>	管理费用	119	163	217	231	257
固定资产	1360	2372	2939	3360	3432	研发费用	144	145	185	214	239
无形资产及其他	239	275	274	273	272	财务费用	29	37	46	77	83
投资性房地产	1186	1180	1180	1180	1180	投资收益	(0)	(24)	(8)	13	0
长期股权投资	52	65	81	95	110	资产减值及公允价值变动	(27)	(12)	(12)	(5)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>5989</b>	<b>6798</b>	<b>8022</b>	<b>8777</b>	<b>9320</b>	其他收入	8	421	(85)	(184)	(239)
短期借款及交易性金融负债	1070	782	1193	914	862	营业利润	271	801	535	579	662
应付款项	507	629	815	981	1073	营业外净收支	(2)	(6)	(2)	5	5
其他流动负债	237	275	357	422	468	<b>利润总额</b>	<b>269</b>	<b>796</b>	<b>533</b>	<b>584</b>	<b>667</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1815</b>	<b>1686</b>	<b>2366</b>	<b>2317</b>	<b>2403</b>	所得税费用	50	162	80	70	93
长期借款及应付债券	701	905	1105	1225	1309	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	1021	1170	1220	1570	1570	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>634</b>	<b>453</b>	<b>514</b>	<b>574</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1722</b>	<b>2075</b>	<b>2325</b>	<b>2795</b>	<b>2879</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3536</b>	<b>3761</b>	<b>4691</b>	<b>5112</b>	<b>5282</b>	净利润	219	634	453	514	574
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	资产减值准备	2	(0)	1	1	2
股东权益	2453	3037	3331	3665	4038	折旧摊销	60	85	124	139	157
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5989</b>	<b>6798</b>	<b>8022</b>	<b>8777</b>	<b>9320</b>	公允价值变动损失	27	12	12	5	3
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	29	37	46	77	83
每股收益	0.91	2.03	1.45	1.64	1.83	营运资本变动	(176)	459	(240)	390	(49)
每股红利	0.29	0.41	0.51	0.57	0.64	其它	(2)	0	(1)	(1)	(2)
每股净资产	10.25	9.72	10.65	11.71	12.91	<b>经营活动现金流</b>	<b>129</b>	<b>1190</b>	<b>349</b>	<b>1048</b>	<b>685</b>
ROIC	4%	5%	8%	9%	11%	资本开支	0	(1074)	(704)	(565)	(232)
ROE	9%	21%	14%	14%	14%	其它投资现金流	(311)	125	0	0	0
毛利率	34%	37%	37%	36%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(334)</b>	<b>(962)</b>	<b>(719)</b>	<b>(580)</b>	<b>(247)</b>
EBIT Margin	5%	8%	10%	10%	11%	权益性融资	(13)	16	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	12%	12%	13%	负债净变化	299	196	200	120	84
收入增长	12%	22%	32%	19%	12%	支付股利、利息	(70)	(127)	(159)	(180)	(201)
净利润增长率	18%	190%	-29%	13%	12%	其它融资现金流	(119)	(355)	411	(279)	(52)
资产负债率	59%	55%	58%	58%	57%	<b>融资活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>(203)</b>	<b>452</b>	<b>(339)</b>	<b>(169)</b>
股息率	1.6%	2.8%	3.6%	4.0%	4.5%	<b>现金净变动</b>	<b>123</b>	<b>24</b>	<b>83</b>	<b>129</b>	<b>269</b>
P/E	15.6	7.0	9.9	8.7	7.8	货币资金的期初余额	1505	1628	1652	1735	1864
P/B	1.4	1.5	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	1628	1652	1735	1864	2133
EV/EBITDA	29.5	20.9	14.7	12.7	10.8	企业自由现金流	0	(284)	(394)	508	520
						权益自由现金流	0	(444)	153	272	481

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032