

乐歌股份（300729）

证券研究报告

2025 年 04 月 21 日

扎实推进跨境电商及海外仓业务布局

公司发布 2024 年度报告

24Q4 收入 16.95 亿，同比+39.4%，归母净利润 0.7 亿元，同比-39.7%，扣非归母净利润 0.61 亿元，同比-38.6%；

24 年收入 56.7 亿元，同比+45.3%，归母净利润 3.36 亿元，同比-47%，扣非归母净利润 2 亿元，同比-20.5%。

24 年公司智能家居业务和海外仓业务双轮驱动、协同发展，收入同比保持高增速；利润同比下降主要系：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下降；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，影响跨境电商业务的利润。

海外仓业务保持高增，自建仓强化竞争优势

24 年海外仓业务营收 24.23 亿元，同比增长 154.76%，增速高于 2023 年；毛利率 10.37%，同比-2.32pct。随着美国电商渗透率持续提升、中国跨境电商品牌出海趋势不断加强，大幅提升了海外仓需求。公司在中大件海外仓行业中处于领先地位，口碑较好，且作为 FedEx 的全球 TOP100 客户，享有较好的尾程价格优势，累计服务出海企业 1175 家，2024 年发货包裹数量超过 1100 万件，仓网建设更加完善，新增英国、加拿大、德国三方仓布点，营收规模高速增长，再创新高。

2024 年 10 月公司开始推进自建海外仓建设，通过提高成本相对低的自建海外仓仓库占比，降低整体海外仓物业运营成本，以此提高乐歌海外仓的竞争优势，吸引更多跨境电商卖家入驻。公司首个自建仓 Ellabell 仓预计 2025 年底投入使用，预计到 2027 年，将有 3 个自建仓合计超过 30 万平米的海外仓投用，届时将进一步降低运营成本。

跨境电商业务有序推进，新品、新模式放量

24 年跨境电商收入 20.26 亿元，同比+14.28%，公司智能家居、健康办公产品品类不断丰富，在保持升降桌主打产品优势的同时，利用线性驱动核心技术以及品牌、渠道协同优势，实现销售收入稳中有升。此外，新品开拓卓有成效，且性价比不断提升，高中低不同价格带满足更多用户需求，电动沙发、人体工学椅等新品类逐渐起量。同时，公司 2B 业务稳步增长，宜家等大客户持续放量。

公司依托跨境电商进行自主品牌建设，24 年自主品牌产品收入占比（不含海外仓收入）73.84%。其中，公司独立站销售收入 8.19 亿元，同比增长 22.04%，增速高于亚马逊等三方平台，私域会员数量相比 2023 年有显著增加。独立站能够较好满足消费者的定制化需求，销售高端产品，且相比第三方平台，人均消费金额相对更高，销售增速更快；此外，独立站也能够自主设置营销策略和开展营销活动，进一步提升销售量和品牌知名度。

短期新开仓及海运费等影响盈利，费用优化显著

24 年公司毛利率 29.1%，同比-7.4pct，归母净利率 5.9%，同比-10.3pct，盈利能力下滑预计主要系新仓爬坡、海运费等因素影响；从费用来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 15.4%/4.1%/3.4%/1.1%，分别同比-4.7pct/-0.1pct/-0.3pct/+0.2pct，其中销售管理费用优化主要系收入高增规模效应释放，财务费用主要系租赁负债利息费用增加所致。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司具备运营海外仓的丰富经验，可以为海外仓客户提供性价比高、响应

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	14.16 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)	296.68
A 股总市值(百万元)	4,832.94
流通 A 股市值(百万元)	4,201.01
每股净资产(元)	10.63
资产负债率(%)	64.01
一年内最高/最低(元)	20.39/11.00

作者

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

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《乐歌股份-公司点评:海外仓逐步提高利润率》 2025-01-17
- 2 《乐歌股份-季报点评:海外仓扩张提速》 2024-11-05
- 3 《乐歌股份-半年报点评:海外仓顺应跨境蓬勃需求》 2024-08-02

及时、配送时效快的方案，拥有良好的履约服务能力；同时快速发展的公共海外仓业务积累的庞大发件量获取更好的尾程快递折扣，有望帮助跨境电商业务获得更低的跨境物流成本，业务协同效应持续显现；我们预计25-27年归母净利润分别为3.9/4.6/5.3亿元（25-26年前值分别为3.7/4.4亿元）

风险提示：关税风险，海外仓建设不及预期风险，市场竞争加剧风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,901.71	5,670.45	6,710.41	7,770.66	8,881.86
增长率(%)	21.61	45.33	18.34	15.80	14.30
EBITDA(百万元)	523.07	623.84	627.21	750.80	831.24
归属母公司净利润(百万元)	633.69	335.89	388.22	455.52	527.82
增长率(%)	189.72	(46.99)	15.58	17.34	15.87
EPS(元/股)	1.86	0.98	1.14	1.33	1.55
市盈率(P/E)	7.63	14.39	12.45	10.61	9.16
市净率(P/B)	1.59	1.32	1.21	1.08	0.97
市销率(P/S)	1.24	0.85	0.72	0.62	0.54
EV/EBITDA	8.03	3.02	3.90	2.92	1.83

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,652.18	2,540.49	2,320.82	2,290.42	2,675.87
应收票据及应收账款	254.23	500.60	390.39	576.40	539.77
预付账款	42.99	91.33	25.16	129.60	53.52
存货	459.73	567.03	598.91	713.07	755.20
其他	497.19	436.32	414.07	404.95	408.84
流动资产合计	2,906.33	4,135.77	3,749.35	4,114.44	4,433.20
长期股权投资	65.28	72.89	72.89	72.89	72.89
固定资产	1,919.55	2,424.40	2,810.23	3,001.76	3,050.59
在建工程	452.01	167.66	271.66	396.66	614.66
无形资产	274.60	272.93	255.23	237.53	219.83
其他	1,180.13	3,070.46	1,797.84	2,007.86	2,287.77
非流动资产合计	3,891.58	6,008.33	5,207.84	5,716.70	6,245.73
资产总计	6,797.91	10,151.45	8,957.20	9,831.14	10,678.93
短期借款	580.04	584.67	550.00	483.00	451.00
应付票据及应付账款	628.53	835.18	1,050.32	1,254.79	1,290.84
其他	411.45	1,040.86	700.26	805.34	890.84
流动负债合计	1,620.03	2,460.71	2,300.58	2,543.12	2,632.68
长期借款	782.99	901.55	830.00	774.00	751.00
应付债券	121.79	144.45	126.51	130.92	133.96
其他	1,169.78	2,909.58	1,700.07	1,926.48	2,178.71
非流动负债合计	2,074.56	3,955.58	2,656.59	2,831.40	3,063.67
负债合计	3,760.83	6,498.05	4,957.17	5,374.52	5,696.35
少数股东权益	0.01	0.01	(0.12)	(0.15)	(0.20)
股本	312.45	341.31	341.31	341.31	341.31
资本公积	1,198.71	1,585.12	1,540.41	1,540.41	1,540.41
留存收益	1,463.83	1,674.67	2,062.89	2,518.41	3,046.23
其他	62.08	52.30	55.54	56.64	54.82
股东权益合计	3,037.07	3,653.40	4,000.03	4,456.62	4,982.58
负债和股东权益总计	6,797.91	10,151.45	8,957.20	9,831.14	10,678.93

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	633.68	335.89	388.22	455.52	527.82
折旧摊销	100.00	129.61	154.87	172.17	182.87
财务费用	63.80	96.65	9.89	6.74	(4.05)
投资损失	23.65	6.09	5.45	5.10	4.89
营运资金变动	631.08	(160.87)	250.51	(112.07)	115.42
其它	(632.72)	250.65	(3.75)	(4.56)	(4.13)
经营活动现金流	819.50	658.02	805.19	522.90	822.82
资本支出	997.17	(1,396.17)	1,836.51	244.59	179.77
长期投资	13.39	7.60	0.00	0.00	0.00
其他	(1,458.77)	1,532.14	(2,465.60)	(716.17)	(612.49)
投资活动现金流	(448.21)	143.58	(629.09)	(471.57)	(432.72)
债权融资	(120.83)	394.35	(354.30)	(82.83)	(2.82)
股权融资	(90.51)	405.49	(41.47)	1.10	(1.81)
其他	152.20	(672.85)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(59.14)	126.98	(395.77)	(81.73)	(4.64)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	312.16	928.58	(219.67)	(30.40)	385.45

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,901.71	5,670.45	6,710.41	7,770.66	8,881.86
营业成本	2,476.50	4,017.77	4,663.74	5,367.20	6,146.25
营业税金及附加	25.57	44.25	41.87	51.13	60.34
销售费用	782.88	871.28	1,030.72	1,192.80	1,363.37
管理费用	163.25	234.36	276.47	319.37	365.04
研发费用	144.83	193.82	228.83	264.20	301.98
财务费用	37.42	64.48	9.89	6.74	(4.05)
资产/信用减值损失	(15.51)	(44.70)	(25.02)	(21.80)	(18.96)
公允价值变动收益	(1.83)	(5.43)	(3.63)	(4.53)	(4.08)
投资净收益	(23.65)	(6.09)	(5.45)	(5.10)	(4.89)
其他	(489.21)	(95.35)	(30.00)	(0.00)	0.00
营业利润	801.45	396.05	454.80	537.79	621.00
营业外收入	3.59	2.18	5.89	3.22	3.76
营业外支出	9.42	3.67	4.81	5.96	4.81
利润总额	795.63	394.56	455.88	535.05	619.95
所得税	161.94	58.67	67.79	79.56	92.18
净利润	633.68	335.89	388.09	455.49	527.77
少数股东损益	(0.01)	0.00	(0.12)	(0.03)	(0.05)
归属于母公司净利润	633.69	335.89	388.22	455.52	527.82
每股收益（元）	1.86	0.98	1.14	1.33	1.55

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.61%	45.33%	18.34%	15.80%	14.30%
营业利润	195.46%	-50.58%	14.83%	18.25%	15.47%
归属于母公司净利润	189.72%	-46.99%	15.58%	17.34%	15.87%
获利能力					
毛利率	36.53%	29.15%	30.50%	30.93%	30.80%
净利率	16.24%	5.92%	5.79%	5.86%	5.94%
ROE	20.87%	9.19%	9.71%	10.22%	10.59%
ROIC	64.57%	23.87%	335.17%	28.75%	28.97%
偿债能力					
资产负债率	55.32%	64.01%	55.34%	54.67%	53.34%
净负债率	1.15%	-10.80%	-12.98%	-12.68%	-19.21%
流动比率	1.72	1.63	1.63	1.62	1.68
速动比率	1.45	1.41	1.37	1.34	1.40
营运能力					
应收账款周转率	17.80	15.02	15.06	16.08	15.91
存货周转率	8.22	11.05	11.51	11.85	12.10
总资产周转率	0.61	0.67	0.70	0.83	0.87
每股指标（元）					
每股收益	1.86	0.98	1.14	1.33	1.55
每股经营现金流	2.40	1.93	2.36	1.53	2.41
每股净资产	8.90	10.70	11.72	13.06	14.60
估值比率					
市盈率	7.63	14.39	12.45	10.61	9.16
市净率	1.59	1.32	1.21	1.08	0.97
EV/EBITDA	8.03	3.02	3.90	2.92	1.83
EV/EBIT	9.59	3.72	5.18	3.78	2.34

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