

# 乐歌股份 (300729.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 海外仓靓丽成长，爬坡拖累短期业绩释放

### 业绩简评

4月20日公司披露24年报，24A营收56.60亿元(同比+45.33%)，归母净利3.36亿元(同比-47.0%)，扣非归母净利2.0亿元(同比-20.45%)；4Q24营收16.95亿元(同比+39.4%)，归母净利0.7亿元(-39.71%)，扣非归母净利0.61亿元(-38.63%)，业绩超预期。

### 经营分析

**跨境电商：独立站延续强劲表现，自主品牌影响力提升。**24A营收20.26亿元(+14.28%)，亚马逊/独立站营收10.83/8.19亿元(+8.08%/+22.04%)，其中2H营收5.91/4.5亿元(+2.09%/+23.02%)，销售额11.43/8.63亿元，买家数量88.61/34.15万位，人均消费金额1290.25/2526.89元。在消费分层的大环境中，独立站满足消费者定制化需求、提升高端产品占比，营收高于亚马逊等第三方平台，且能够实现近2倍的人均消费金额。24A公司自主品牌销售收入占主营业务收入(不含海外仓收入)比例为73.84%，自主品牌影响力进一步提升。

**海外仓：保持快速增长，业务拓展至英、加、德三国，仓库面积增大，行业地位持续提升。**24A营收24.23亿元(+154.76%)。2H营收15.72亿元(+167.5%)，截至24A，公司在全球拥有21个自营海外仓，面积66.21万平方米，较年初+128.63%，累计服务外贸企业1175家，24年累计处理包裹超过1100万个(+120%)。24A海外仓毛利率10.37%(同比-2.32pct)，毛利率承压原因：1)海外仓运营面积大幅增加，受新会计准则租金前置影响，24A确认租赁负债利息费用0.7亿元(+99.87%)，费用有望后续随租赁期推移逐步下降；2)新仓货架安装过程较长，库容需要逐步释放和爬坡。公司作为FedEx的全球Top100客户，享有较好的尾程价格优势，伴随爬坡推进，盈利能力后续有望持续改善。

**升降桌品牌出海头部企业，海外仓开启第二成长曲线。**公司升降桌业务有望持续受益品类渗透率提升、跨境业务高成长，拓品类带动成长加速，海外仓成长进入成长发力期，自建仓+规模化效应盈利弹性有望超预期。内销仍处于渠道开拓、品类认知提升阶段，品类红利优势下后续成长、盈利值得期待。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好公司作为跨境线性驱动行业龙头持续成长及海外仓发展潜力，预计25-27年归母净利分别为3.85/4.35/5.22亿元，当前股价对应PE分别为13/11/9X，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料、海运价格大幅波动导致毛利率波动的风险；市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险；加征关税的风险。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

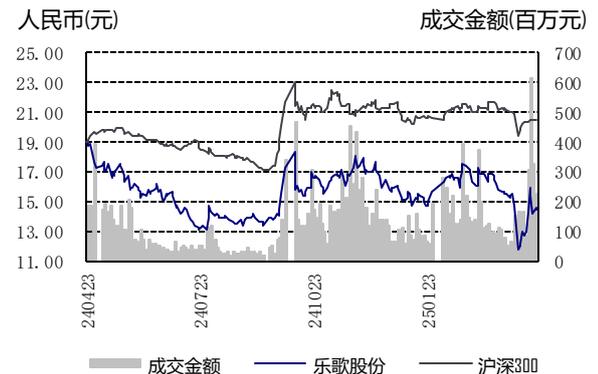
分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价(人民币)：14.46元

### 相关报告：

1.《乐歌股份公司点评：24H1营收表现靓丽，跨境拓品类+海外仓驱...》，2024.8.1



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,902	5,670	6,927	8,135	9,257
营业收入增长率	21.61%	45.33%	22.17%	17.43%	13.79%
归母净利润(百万元)	634	336	385	435	522
归母净利润增长率	189.72%	-46.99%	14.63%	12.90%	20.15%
摊薄每股收益(元)	2.028	0.984	1.128	1.274	1.530
每股经营性现金流净额	2.62	1.93	2.24	2.27	2.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.87%	9.19%	9.84%	10.34%	11.41%
P/E	8.83	16.14	13.01	11.53	9.59
P/B	1.84	1.48	1.28	1.19	1.09

来源：公司年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,208</b>	<b>3,902</b>	<b>5,670</b>	<b>6,927</b>	<b>8,135</b>	<b>9,257</b>	货币资金	1,628	1,652	2,540	2,594	3,048	3,457
增长率		21.6%	45.3%	22.2%	17.4%	13.8%	应收款项	206	292	673	531	646	761
主营业务成本	-2,104	-2,477	-4,018	-4,996	-5,883	-6,682	存货	490	460	567	616	725	824
%销售收入	65.6%	63.5%	70.9%	72.1%	72.3%	72.2%	其他流动资产	829	502	362	466	484	500
毛利	1,104	1,425	1,653	1,931	2,252	2,574	流动资产	3,152	2,906	4,143	4,208	4,904	5,542
%销售收入	34.4%	36.5%	29.1%	27.9%	27.7%	27.8%	%总资产	52.6%	42.8%	40.8%	41.3%	44.1%	46.5%
营业税金及附加	-18	-26	-44	-42	-49	-56	长期投资	60	69	73	73	73	73
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1,360	2,372	2,592	2,863	3,212	3,487
销售费用	-647	-783	-871	-1,004	-1,171	-1,314	%总资产	22.7%	34.9%	25.5%	28.1%	28.9%	29.3%
%销售收入	20.2%	20.1%	15.4%	14.5%	14.4%	14.2%	无形资产	256	286	285	302	316	329
管理费用	-119	-163	-234	-277	-325	-370	非流动资产	2,836	3,892	6,008	5,985	6,211	6,369
%销售收入	3.7%	4.2%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	47.4%	57.2%	59.2%	58.7%	55.9%	53.5%
研发费用	-144	-145	-194	-242	-285	-324	<b>资产总计</b>	<b>5,989</b>	<b>6,798</b>	<b>10,151</b>	<b>10,192</b>	<b>11,115</b>	<b>11,910</b>
%销售收入	4.5%	3.7%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	短期借款	1,070	782	1,100	1,702	2,655	3,262
息税前利润 (EBIT)	176	309	309	366	421	510	应付款项	531	683	1,148	1,192	1,403	1,593
%销售收入	5.5%	7.9%	5.4%	5.3%	5.2%	5.5%	其他流动负债	214	221	294	236	272	306
财务费用	-29	-37	-64	-155	-173	-163	流动负债	1,815	1,686	2,542	3,130	4,330	5,161
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	2.2%	2.1%	1.8%	长期贷款	587	783	902	902	902	902
资产减值损失	-16	-16	-45	0	0	0	其他长期负债	1,134	1,292	3,054	2,247	1,678	1,270
公允价值变动收益	-11	-2	-5	0	0	0	负债	3,536	3,761	6,498	6,279	6,909	7,333
投资收益	0	-24	-6	5	5	5	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,453</b>	<b>3,037</b>	<b>3,653</b>	<b>3,914</b>	<b>4,205</b>	<b>4,577</b>
%税前利润	n.a	n.a	n.a	1.1%	1.0%	0.8%	其中：股本	239	312	341	341	341	341
营业利润	271	801	396	446	504	602	未分配利润	852	1,381	1,566	1,814	2,106	2,478
营业利润率	8.5%	20.5%	7.0%	6.4%	6.2%	6.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-6	-1	2	2	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,989</b>	<b>6,798</b>	<b>10,151</b>	<b>10,192</b>	<b>11,115</b>	<b>11,910</b>
税前利润	269	796	395	448	506	607	<b>比率分析</b>						
利润率	8.4%	20.4%	7.0%	6.5%	6.2%	6.6%		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
所得税	-50	-162	-59	-63	-71	-85	<b>每股指标</b>						
所得税率	18.6%	20.4%	14.9%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.915	2.028	0.984	1.128	1.274	1.530
净利润	219	634	336	385	435	522	每股净资产	10.255	9.720	10.704	11.467	12.321	13.411
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.402	2.623	1.928	2.242	2.269	2.481
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>219</b>	<b>634</b>	<b>336</b>	<b>385</b>	<b>435</b>	<b>522</b>	每股股利	0.180	0.350	0.400	0.400	0.420	0.440
净利率	6.8%	16.2%	5.9%	5.6%	5.3%	5.6%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.92%	20.87%	9.19%	9.84%	10.34%	11.41%
							总资产收益率	3.65%	9.32%	3.31%	3.78%	3.91%	4.39%
							投入资本收益率	3.37%	5.11%	4.49%	4.66%	4.53%	4.89%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	11.74%	21.61%	45.33%	22.17%	17.43%	13.79%
							EBIT增长率	-10.51%	75.30%	0.10%	18.37%	15.20%	21.08%
							净利润增长率	18.44%	189.72%	-46.99%	14.63%	12.90%	20.15%
							总资产增长率	48.53%	13.51%	49.33%	0.40%	9.05%	7.16%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	21.7	20.4	24.2	24.0	25.0	26.0
							存货周转天数	86.9	70.0	46.6	45.0	45.0	45.0
							应付账款周转天数	72.0	65.1	53.8	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	96.6	179.6	156.1	136.8	136.6	126.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-9.27%	-6.92%	-12.62%	2.24%	13.95%	17.14%
							EBIT利息保障倍数	6.0	8.2	4.8	2.4	2.4	3.1
							资产负债率	59.05%	55.32%	64.01%	61.60%	62.16%	61.57%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	3	3	3	17
增持	2	2	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.40	1.40	1.40	1.40	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-10-08	买入	14.47	19.20~19.20
2	2023-10-24	买入	12.90	N/A
3	2024-04-18	买入	19.63	N/A
4	2024-08-01	买入	14.68	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究