

乐歌股份（300729.SZ）

2024 年报点评： 四季度收入延续高增长，盈利暂时承压

优于大市

核心观点

四季度收入延续高增，盈利短期承压。公司发布 2024 年年报，2024 年实现收入 56.70 亿/+45.33%；归母净利润 3.36 亿/-46.99%；扣非归母净利润 2.00 亿/-20.45%。其中 2024Q4 收入 16.95 亿/+39.38%；归母净利润 0.70 亿/-39.71%；扣非归母净利润 0.61 亿/-38.63%，公司拟每 10 股派发现金红利 3 元。2024Q4 跨境电商旺季，海外需求高景气，公司收入维持高增长；海外仓扩仓与新业务开拓短期影响盈利。

Q4 跨境电商旺季海外仓保持高增长，新开仓短期拖累盈利。2024 年海外仓业务收入 24.2 亿/+154.8%，其中 Q4 预计增速更高。截至 2024 年末，公司在全球共拥有 21 个海外仓，面积 66.2 万平，新增英国、加拿大与德国三方仓布点。盈利方面，2024 年海外仓业务毛利率 10.4%/-2.3pct，主因 2024H2 海外新开仓较多，库容利用率爬坡与租金前置拖累盈利。公司已提前储备了 5000 亩工业物流用地，首个自建仓 Ellabell 仓在 2024 年内已动工，预计 2025 年底将投入使用，有望降低运营成本。

独立站表现优异，新品逐渐起量。2024 年公司跨境电商收入 20.3 亿/+14.3%，其中独立站收入 8.2 亿/+22.0%，增速高于亚马逊等三方平台，公司现有独立站 12 个，占跨境电商的收入比例约 4 成，新品开拓卓有成效，凭借高性价比与多价位段覆盖，电动沙发、人体工学椅等新品逐渐起量。代工业务方面，公司 2B 业务稳健，宜家等大客户稳步增长。

全年毛利率下降，费率有效控制。2024 年毛利率 29.1%/-7.4pct，净利率 5.9%/-10.3pct，销售/管理/研发/财务费用率为 15.4%/4.1%/3.4%/1.1%，分别同比-4.7pct/-0.1pct/-0.3pct/+0.2pct。净利率下滑主要系：1) 2024 年小仓换大仓处于收尾阶段，出售海外仓的非经常性收益同比大幅下降；2) 新模式、新业务与新产品相关投入较多；3) 2024 年海外仓面积大幅增加，租金前置与库容处于爬坡期；4) 前期高企的海运费影响跨境电商利润。

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：下调盈利预测，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；海外仓需求旺盛。考虑到关税扰动、新业务投入期与海外仓库容利用率正在爬坡，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.6/4.5/5.4 亿元（前值 4.9/5.7/-亿），同比+7%/24%/19%，当前股价对应 PE=14/11/9 倍。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,902	5,670	6,860	7,962	9,025
(+/-%)	21.6%	45.3%	21.0%	16.1%	13.3%
归母净利润(百万元)	634	336	360	448	535
(+/-%)	189.7%	-47.0%	7.2%	24.3%	19.4%
每股收益(元)	2.03	0.98	1.06	1.31	1.57
EBIT Margin	7.9%	5.4%	6.8%	6.9%	7.0%
净资产收益率(ROE)	20.9%	9.2%	9.4%	11.2%	12.8%
市盈率(PE)	7.0	14.5	13.5	10.9	9.1
EV/EBITDA	20.9	26.7	19.4	17.6	16.4
市净率(PB)	1.47	1.34	1.28	1.22	1.17

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

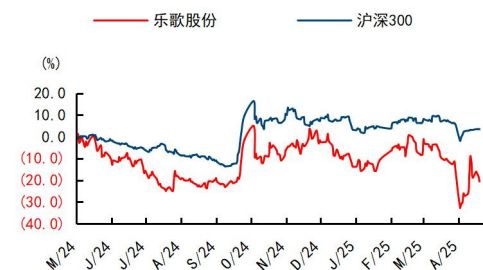
轻工制造 · 家居用品

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 13.85 元
总市值/流通市值 4727/4109 百万元
52 周最高价/最低价 20.08/11.00 元
近 3 个月日均成交额 160.18 百万元

市场走势

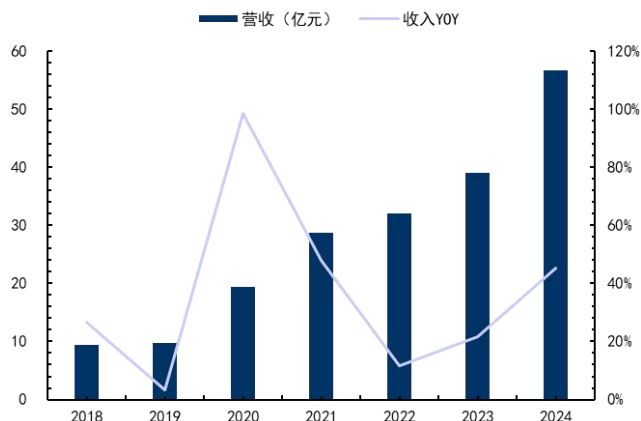


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

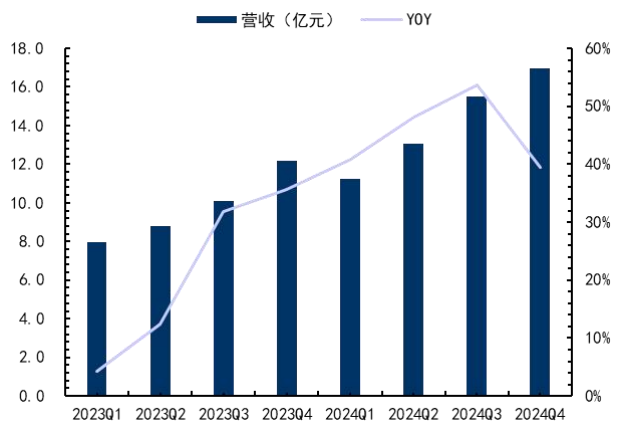
《乐歌股份(300729.SZ)-2024 年三季报点评：三季度收入增长提速，扣非利润暂时承压》——2024-11-06
《乐歌股份(300729.SZ)-2024 年半年报点评：海外仓增速强劲，新品开拓初显成效，下半年旺季值得期待》——2024-08-04
《乐歌股份(300729.SZ)-2023 年年报点评：Q4 海外仓延续高增，盈利能力持续提升》——2024-04-21
《乐歌股份(300729.SZ)-定增加码海外仓，智能家居与海外仓双轮协同发展》——2024-01-17

图1：公司营业收入及增速



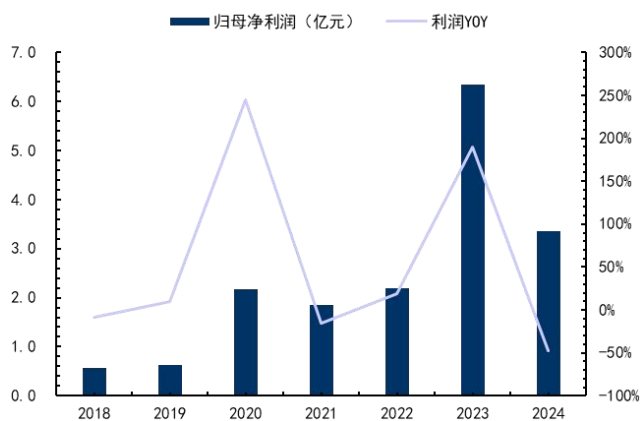
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速



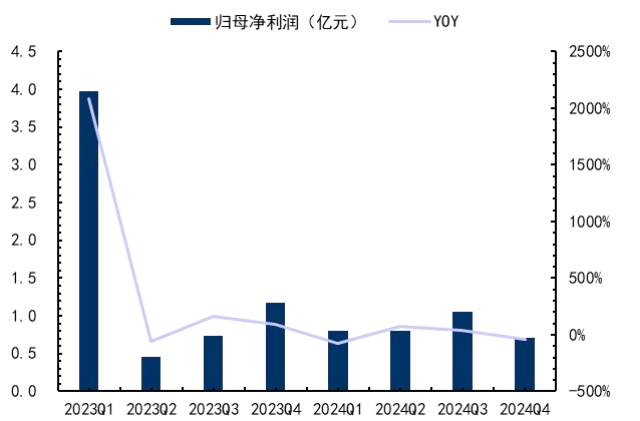
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



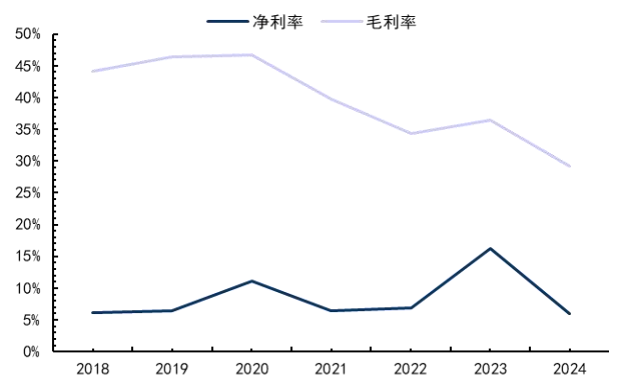
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



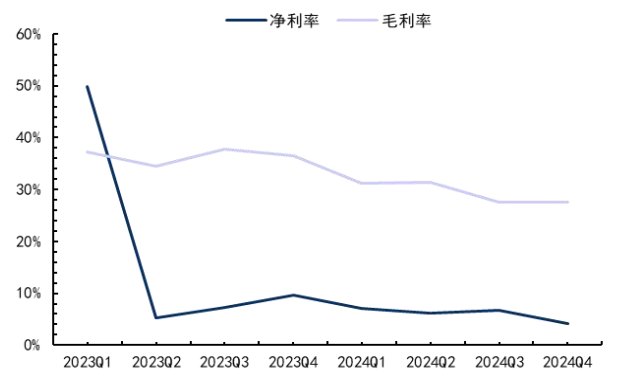
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率



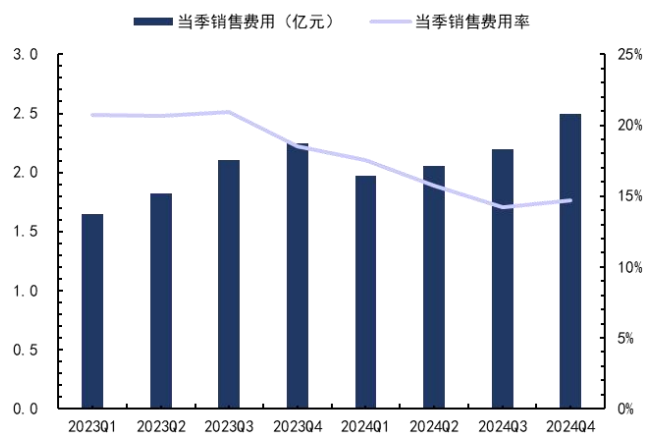
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率及净利率



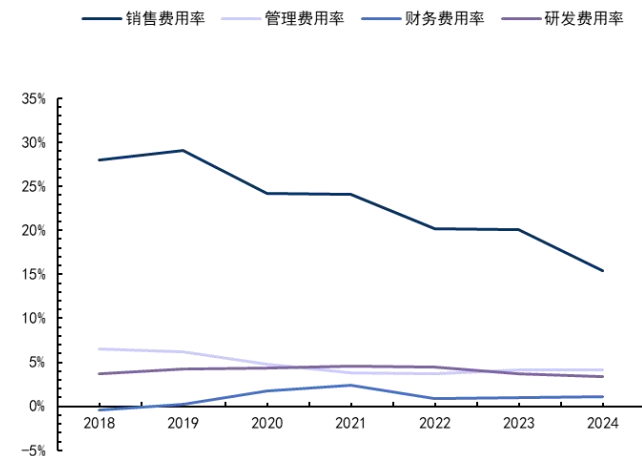
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司销售费用率情况



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	投资评级
			亿元	23A	24A/E	25E	26E	23A	24A/E	25E	26E	(24E)		
603583.SH	捷昌驱动	39.1	149.8	0.5	0.9	1.3	1.2	72.3	42.0	29.4	31.5	2.7	无评级	
301061.SZ	匠心家居	69.0	115.5	3.2	4.1	4.6	5.3	21.7	16.9	14.9	13.0	1.2	无评级	
301381.SZ	赛维时代	21.4	85.8	0.8	0.9	1.2	1.6	25.5	24.4	18.0	13.8	0.7	无评级	
300729.SZ	乐歌股份	14.3	48.8	2.0	1.0	1.1	1.3	7.0	14.6	13.5	10.9	0.9	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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1652	2540	2790	3165	3686	营业收入	3902	5670	6860	7962	9025
应收款项	292	673	589	742	896	营业成本	2477	4018	4877	5643	6372
存货净额	460	567	909	967	1062	营业税金及附加	26	44	55	64	72
其他流动资产	253	292	372	427	485	销售费用	783	871	995	1155	1309
流动资产合计	2906	4143	4730	5371	6199	管理费用	163	234	251	298	354
固定资产	2372	2592	2753	2848	2784	研发费用	145	194	220	255	289
无形资产及其他	275	273	272	271	270	财务费用	37	64	18	14	10
投资性房地产	1180	3070	3070	3070	3070	投资收益	(24)	(6)	(8)	(8)	8
长期股权投资	65	73	82	90	99	资产减值及公允价值变动	(12)	(21)	(12)	(5)	(3)
资产总计	6798	10151	10907	11651	12422	其他收入	421	(15)	(220)	(255)	(289)
短期借款及交易性金融负债	782	1100	984	955	1013	营业利润	801	396	426	522	624
应付款项	629	835	1056	1214	1375	营业外净收支	(6)	(1)	(2)	5	5
其他流动负债	275	607	678	798	903	利润总额	796	395	424	527	629
流动负债合计	1686	2542	2718	2968	3291	所得税费用	162	59	64	79	94
长期借款及应付债券	905	1046	1246	1366	1450	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	1170	2910	3127	3323	3499	归属于母公司净利润	634	336	360	448	535
长期负债合计	2075	3956	4373	4689	4949	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	3761	6498	7091	7656	8240	净利润	634	336	360	448	535
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	29	0	0	0
股东权益	3037	3653	3815	3995	4182	折旧摊销	85	117	152	162	172
负债和股东权益总计	6798	10151	10907	11651	12422	公允价值变动损失	12	21	12	5	3
						财务费用	37	64	18	14	10
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	459	(111)	171	208	136
每股收益	2.03	0.98	1.06	1.31	1.57	其它	0	(29)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.41	0.52	0.58	0.79	1.02	经营活动现金流	1190	363	696	823	845
每股净资产	9.72	10.70	11.18	11.70	12.25	资本开支	0	(328)	(324)	(261)	(110)
ROIC	5%	4%	7%	8%	9%	其它投资现金流	125	179	0	0	0
ROE	21%	9%	9%	11%	13%	投资活动现金流	112	(157)	(333)	(270)	(119)
毛利率	37%	29%	29%	29%	29%	权益性融资	6	411	0	0	0
EBIT Margin	8%	5%	7%	7%	7%	负债净变化	196	119	200	120	84
EBITDA Margin	10%	8%	9%	9%	9%	支付股利、利息	(127)	(178)	(198)	(269)	(348)
收入增长	22%	45%	21%	16%	13%	其它融资现金流	(1420)	389	(116)	(29)	58
净利润增长率	190%	-47%	7%	24%	19%	融资活动现金流	(1277)	682	(114)	(177)	(206)
资产负债率	55%	64%	65%	66%	66%	现金净变动	24	888	249	376	520
股息率	2.6%	3.7%	4.1%	5.5%	7.1%	货币资金的期初余额	1628	1652	2540	2790	3165
P/E	7.0	14.5	13.5	10.9	9.1	货币资金的期末余额	1652	2540	2790	3165	3686
P/B	1.5	1.3	1.3	1.2	1.2	企业自由现金流	0	(59)	394	575	732
EV/EBITDA	20.9	26.7	19.4	17.6	16.4	权益自由现金流	0	449	446	638	848

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