

乐歌股份(300729.SZ)

投资评级: 买入(维持)

2025年04月29日

海外仓业务收入高增, 盈利能力短暂承压

公司信息更新报告

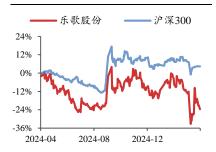
蒋奕峰 (联系人) 吕明 (分析师) 骆扬 (联系人) jiangyifeng@kysec.cn lvming@kysec.cn luoyang@kysec.cn 证书编号: S0790520030002 证书编号: S0790122120029 证书编号: S0790124070039

日期	2025/4/28
当前股价(元)	13.43
一年最高最低(元)	20.08/11.00
总市值(亿元)	45.84
流通市值(亿元)	39.84
总股本(亿股)	3.41
流诵股本(亿股)	2 97

197.73

股价走势图

近3个月换手率(%)



数据来源: 聚源

相关研究报告

《海外仓业务快速扩张, 2024O3 收入 高增一公司信息更新报告》 -2024.10.29

《2024H1 收入增速靓眼,海外仓业务 增长超预期—公司信息更新报告》 -2024.8.2

●海外仓业务收入高增,盈利能力短暂承压,维持"买入"评级

公司 2024 年实现营业收入 56.7 亿元 (同比+45.3%, 下同), 归母净利润 3.4 亿 元(-47.0%),扣非归母净利润 2.0 亿元(-20.4%);2025Q1 实现营业收入 15.4 亿元(+37.7%), 归母净利润0.5亿元(-35.2%), 扣非归母净利润0.3亿元(-37.5%)。 考虑到跨境电商竞争加剧及贸易摩擦影响,我们下调 2025-2026 并新增 2027 年 盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 3.63/4.39/5.25 亿元 (2025-2026 年原 值为4.88/5.80亿元),对应EPS 1.06/1.29/1.54元,当前股价对应PE为12.6/10.4/8.7 倍,公司跨境电商及海外仓双轮驱动成长持续,维持"买入"评级。

● 盈利能力:海外仓业务占比提升致毛利率下降,净利率承压

2024年公司毛利率为 29.1% (-7.4pct), 期间费用率为 24.1% (-4.9pct), 其中销 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 -4.7/-0.1/-0.3/+0.2pct, 综合影响下, 2024年公司销售净利率为 5.9% (-10.3pct), 扣非净利率为3.5%(-2.9pct)。单季度看,公司2025O1公司毛利率25.9%(-5.4pct)。 期间费用率为 23.1% (-3.4pct), 综合影响下, 2025Q1 公司销售净利率为 3.4% (-3.8pct), 扣非净利率 1.7% (-2.0pct), 2024 年公司净利率下滑主系 (1) 2024 年公司小仓换大仓处于收尾阶段,出售海外仓的非经常性收益大幅下降;(2)2024 年公司研发投入大幅增加,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,受新会计租赁准则租金前置影响,库容逐步爬坡;(4) 2024年海运费整体处于高位,影响跨境电商业务的利润。

● 跨境电商独立站表现靓眼,海外仓业务收入高增

海外仓业务: 2024 年实现收入 24.2 亿元 (+154.8%), 毛利率 10.4% (-2.3pct), 全年包裹发货数量超 1100 万个, 截至 2024 年末, 公司在全球拥有 21 个自营海 外仓共 66.2 万平, 另外公司首个自建仓已动工, 预计 2025 年末投入使用。跨境 电商业务: 2024 年实现收入 20.3 亿元 (+14.3%), 其中独立站收入 8.2 亿元 (+22.0%), 电动沙发、人体工学椅等新品逐渐起量。公司目前已经搭建了覆盖 境内、境外、线上、线下多类型以及自主渠道为主的多元化销售模式, 线性驱动 升降系统产品年产能力已提升至250万套,生产规模全球领先。展望未来,我们 看好随着美国电商渗透率持续提升,中国跨境电商品牌力不断加强,海外仓需求 大幅提升:线上线下多渠道赋能下公司跨境电商业务持续拓展,跨境电商与海外 仓业务双轮驱动公司整体收入持续高增。

风险提示:海外市场不及预期、海外仓拓展不及预期、跨境电商竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,902	5,670	7,226	8,976	10,773
YOY(%)	21.6	45.3	27.4	24.2	20.0
归母净利润(百万元)	634	336	363	439	525
YOY(%)	189.7	-47.0	8.1	21.0	19.5
毛利率(%)	36.5	29.1	27.8	27.2	26.6
净利率(%)	16.2	5.9	5.0	4.9	4.9
ROE(%)	20.9	9.2	9.0	10.0	10.9
EPS(摊薄/元)	1.86	0.98	1.06	1.29	1.54
P/E(倍)	7.2	13.6	12.6	10.4	8.7
P/B(倍)	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0

数据来源:聚源、开源证券研究所



附: 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027 E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2906	4143	6362	6351	7147	营业收入	3902	5670	7226	8976	10773
现金	1652	2540	4260	4541	4827	营业成本	2477	4018	5216	6536	7911
应收票据及应收账款	254	501	222	594	285	营业税金及附加	26	44	45	59	73
其他应收款	38	173	95	237	162	营业费用	783	871	1127	1266	1454
预付账款	43	91	80	133	122	管理费用	163	234	304	368	431
存货	460	567	1439	572	1483	研发费用	145	194	246	296	345
其他流动资产	459	271	266	273	268	财务费用	37	64	10	-12	-13
非流动资产	3892	6008	4127	4058	3962	资产减值损失	-10	-15	0	0	0
长期投资	65	73	87	97	108	其他收益	55	54	55	55	55
固定资产	1920	2424	2318	2213	2097	公允价值变动收益	-2	-5	-6	-5	-5
无形资产	275	273	275	276	278	投资净收益	-24	-6	-10	-13	-10
其他非流动资产	1632	3238	1448	1472	1480	资产处置收益	516	153	150	80	80
资产总计	6798	10151	10490	10409	11109	营业利润	801	396	430	534	636
流动负债	1686	2542	2751	2552	3051	营业外收入	4	2	5	3	4
短期借款	580	585	850	800	1066	营业外支出	9	4	5	5	6
应付票据及应付账款	629	835	1251	824	1205	利润总额	796	395	431	532	633
其他流动负债	478	1123	650	928	781	所得税	162	59	68	93	108
非流动负债	2075	3956	3722	3483	3242	净利润	634	336	363	439	525
长期借款	905	1046	815	575	328	少数股东损益	-0	0	0	0	0
其他非流动负债	1170	2910	2907	2908	2914	归属母公司净利润	634	336	363	439	525
负债合计	3761	6498	6473	6034	6293	EBITDA	941	552	665	736	840
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.86	0.98	1.06	1.29	1.54
股本	312	341	341	341	341						
资本公积	1199	1585	1585	1585	1585	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	1464	1675	1963	2317	2763	成长能力					
归属母公司股东权益	3037	3653	4017	4375	4816	营业收入(%)	21.6	45.3	27.4	24.2	20.0
负债和股东权益	6798	10151	10490	10409	11109	营业利润(%)	195.5	-50.6	8.6	24.2	19.0
						归属于母公司净利润(%)	189.7	-47.0	8.1	21.0	19.5
						获利能力					
						毛利率(%)	36.5	29.1	27.8	27.2	26.6
						净利率(%)	16.2	5.9	5.0	4.9	4.9
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	20.9	9.2	9.0	10.0	10.9
经营活动现金流	820	658	261	763	447	ROIC(%)	14.0	6.2	5.8	6.5	7.3
净利润	634	336	363	439	525	偿债能力					
折旧摊销	100	130	260	261	273	资产负债率(%)	55.3	64.0	61.7	58.0	56.6
财务费用	37	64	10	-12	-13	净负债比率(%)	2.7	-9.6	-58.7	-66.8	-66.2
投资损失	24	6	10	13	10	流动比率	1.7	1.6	2.3	2.5	2.3
营运资金变动	271	-70	-287	96	-332	速动比率	1.3	1.3	1.7	2.1	1.8
其他经营现金流	-246	192	-95	-35	-16	营运能力					
投资活动现金流	-448	144	1755	-129	-112	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0
资本支出	1388	628	185	177	164	应收账款周转率	17.9	15.1	0.0	0.0	0.0
长期投资	72	163	-14	-11	-10	应付账款周转率	5.6	6.8	14.5	0.0	0.0
其他投资现金流	868	609	1954	58	62	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-59	127	-297	-352	-365	每股收益(最新摊薄)	1.86	0.98	1.06	1.29	1.54
短期借款	-322	5	265	-50	266	每股经营现金流(最新摊薄)	2.40	1.93	0.77	2.23	1.31
长期借款	204	141	-231	-240	-247	每股净资产(最新摊薄)	8.79	10.63	11.69	12.74	14.03
普通股增加	73	29	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	-49	386	0	0	0	P/E	7.2	13.6	12.6	10.4	8.7
其他筹资现金流	34	-434	-331	-62	-384	P/B	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0
现金净增加额	318	934	1720	281	-30	EV/EBITDA	4.7	7.5	3.2	2.2	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所



特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引(试行)》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定,开源证券评定此研报的风险等级为R4(中高风险),因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者,请取消阅读,请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置, 若给您造成不便, 烦请见谅! 感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证,本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与,不与,也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

,, -,,, , , , , , ,						
	评级	说明				
	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上;				
证券评级	★评细 增持 (outperform) 预计相对强于市场表现 5%~20%;					
	中性(Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动;				
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。				
	看好(overweight)	预计行业超越整体市场表现;				
行业评级	中性(Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平;				
	看淡(underperform)	预计行业弱于整体市场表现。				

备注:评级标准为以报告日后的6~12个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现,其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性,估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司(以下简称"本公司")的机构或个人客户(以下简称"客户")使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的,属于商业秘密材料,只有开源证券客户才能参考或使用,如接收人并非开源证券客户,请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接,开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便,链接网站的内容不构成本报告的任何部分,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供 或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无 需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记场为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

地址:上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 地址:深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号

楼3层 楼45层

邮编: 200120 邮编: 518000

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn

地址:北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层 地址:西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编: 100044 邮编: 710065

邮箱: research@kysec.cn 邮箱: research@kysec.cn