

海外仓收入高增延续,拓展非美仓网布局

核心观点

2024 年公司营收 56.70 亿元/+45.33%，扣非归母净利润 2.00 亿元/-20.45%；25Q1 公司营收 15.44 亿元/+37.69%；扣非归母净利润 0.26 亿元/-37.52%。分业务看，24 年公司海外仓业务营收 24.23 亿元/+154.76%，预计 25Q1 公司海外仓业务收入同比翻倍增长延续。24 年公司海外仓业务增速靓丽、扩仓提速，截至年末，公司在全球拥有 21 个自营海外仓，总面积 66.21 万平方米/+128.6%。其他业务方面，跨境电商、外销贴牌、内销 25Q1 收入预计分别同比+5%、+9%、-9%。24 年公司毛利率 29.15%/-7.38pct，净利率 5.92%/-10.32pct；25Q1 毛利率 27.52%/-9.03pct，净利率为 4.16%/-5.45pct，海外仓爬坡+海运费高位影响盈利，预计后续逐步改善。

事件

公司发布 2025 年一季报。25Q1 公司营收 15.44 亿元/+37.69%；归母净利润 0.52 亿元/-35.17%；扣非归母净利润 0.26 亿元/-37.52%。经营性现金流净额 0.86 亿元/-28.98%；基本 EPS 为 0.15 元/股，同比-42.31%；加权平均 ROE 为 1.41%/-1.19pct。

公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 56.70 亿元/+45.33%，归母净利润 3.36 亿元/-46.99%（23 年公司非流动性资产处置收益 5.14 亿元，主要系出售海外仓收益），扣非归母净利润 2.00 亿元/-20.45%。经营性现金流净额 6.58 亿元/-19.70%；基本 EPS 为 1.05 元/-48.28%，ROE（加权）为 10.45%/-12.70pct。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 3.0 元（含税），现金分红总额 1.02 亿元，现金分红比例 30.5%。

单季度看，24Q4 公司实现营收 16.95 亿元/+39.38%，归母净利润 0.70 亿元/-39.71%，扣非归母净利润 0.61 亿元/-38.63%。

简评

分业务看，海外仓收入延续高增，其他业务平稳。1)海外仓业务：2024 年公司海外仓营收 24.23 亿元/+154.76%，营收占比 42.7%/+18.4pct，毛利率为 10.37%/-2.32pct，25Q1 收入估计约翻倍以上增长。受新仓填仓需爬坡及新会计租赁准则租金前置影响，盈利能力暂承压，预计后续随着库容利用率提升、快递价格谈判、自建仓投入使用（预计 25 年底）逐步提升。截至 24 年底，公司在全球拥有 21 个自营海外仓，面积 66.21 万平方米/+128.6%，仓网建设更加完善，新增英国、加拿大、德国三方仓布点。公司

乐歌股份 (300729.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 05 月 14 日

当前股价：16.34 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
28.66/24.44	-2.85/-3.70	-8.56/-15.55
12 月最高/最低价 (元)		18.30/11.74
总股本 (万股)		34,130.93
流通 A 股 (万股)		32,001.47
总市值 (亿元)		55.77
流通市值 (亿元)		52.29
近 3 月日均成交量 (万)		1005.29
主要股东		
宁波丽晶电子集团有限公司		19.47%

股价表现



相关研究报告

24.05.13 【中信建投轻工纺织及服务】乐歌股份 (300729):海外仓跨越式发展,受益跨境电商热潮 (更新)

在中大件海外仓处于领先地位，为 FedEx 全球 TOP100 客户，累计服务出海企业 1175 家，2024 年发货包裹数量超过 1100 万件。

2) 跨境电商业务：2024 年公司跨境电商收入 20.26 亿元/+14.28%，营收占比为 35.7%/-9.7pct，25Q1 收入估计为 5 亿元/+5%。分平台看，2024 年亚马逊直销收入 10.83 亿元/+8.1%，独立站收 8.19 亿元/+22.0%，独立站增速显著高于亚马逊等第三方平台。新品类方面，人体工学椅、电动功能沙发、智能电动床等收入增长亮眼，预计占跨境电商收入比重已达 10%+。新市场方面，公司将继续开拓加拿大、澳洲、中东、墨西哥等新兴市场。

3) 外销贴牌业务：2024 年收入约为 9.3 亿元/+11%，营收占比为 16.4%/-5.1pct，25Q1 收入估计为 2.8 亿元/+9%。公司境外线下销售客户主要包括家乐福、麦德龙、百思买、迪克森、欧迪办公、宜家等，23H2 去库存影响消退逐步复苏，宜家等大客户持续放量。

4) 内销业务：2023 年收入约为 2.1 亿元/-21%，营收占比为 3.5%/-3.0pct，25Q1 收入估计约 4000 万元/-9%。公司在国内以自主品牌为主，乐歌品牌升降桌在天猫、京东平台上市场占有率持续保持第一，公司持续开拓国内线下销售渠道，24 年新增 61 家门店，形成全国百家门店布局，推动国内业务线上线下融合发展。面对国内消费环境，公司灵活调整营销费用投放，估算 25Q1 内销业务或已实现扭亏。

24 年海外仓爬坡+海运费高位影响盈利，预计后续逐步改善。2024 年公司毛利率为 29.15%/-7.38pct，净利率为 5.92%/-10.32pct；25Q1 公司毛利率 27.52%/-9.03pct，净利率为 4.16%/-5.45pct。费用端，24 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 15.37%/-4.70pct、4.13%/-0.05pct、3.42%/-0.29pct、1.14%/+0.18pct（新会计准则下海外仓租赁费用前置，租赁负债利息费用增加）；25Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.33%/-3.23pct、4.35%/-0.12pct、3.80%/+0.84pct（新产品研发投入增强）、0.61%/-0.84pct。

中美关税博弈下，公司越南制造基地布局完备，海外仓开拓更多非美区域，竞争优势突出。智能家居业务方面，在制造端，公司持续进行全球化制造布局，形成了国内宁波、广西北海制造基地负责核心部件制造以及越南制造基地负责外围制造、组装的生产模式，可有效分散美国关税风险。海外仓业务方面，公司新增英国、加拿大、德国三方仓，仓网布局更加完善，有望受益于非美地区跨境电商业务的快速拓展。

盈利预测：预计乐歌股份 2025-2027 年实现营收 69.66、82.56、96.97 亿元，同增 22.8%、18.5%、17.5%；归母净利润分别为 3.70、4.43、5.25 亿元，同增 10.2%、19.6%、18.7%；对应 PE 分别为 15.1x、12.6x、10.6x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **海外仓填仓不及预期：**公司加快扩仓进度，目前在全球拥有 21 个自营海外仓，总面积 66.21 万平方米，若海外仓招商进程滞后，影响仓库利用率和周转率，或将导致公司盈利能力承压。2) **尾程物流账号折扣缩减风险：**尾程派送的差价是海外仓利润构成的重要组成，因此快递账号对应的折扣是第三方海外仓运营的核心优势之一，若物流供应商对公司账号折扣力度降低，则将对公司利润构成一定不利影响。3) **汇率波动的风险：**公司外销占比高，主要为美元收入，如果未来汇率波动幅度加大，则公司出现汇兑损失的可能性也将增加，将对公司利润构成一定不利影响。4) **原材料价格波动：**公司原材料主要为精密钢管、钢板、铝锭、ABS 塑料等基础材料，若大宗商品价格波动将对于公司盈利产生影响。

图表1：乐歌股份收入拆分预测

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
收入总额	9.78	19.41	28.71	32.08	39.02	56.70	69.66	82.56	96.97
YOY	3.3%	98.4%	48.0%	11.7%	21.6%	45.3%	22.8%	18.5%	17.5%
毛利率	46.5%	46.7%	39.7%	34.4%	36.5%	29.1%	27.4%	26.5%	25.5%
扣非净利润		1.85	1.09	1.04	2.52	2.00	3.70	4.43	5.25
YOY	3.3%		-40.8%	-4.9%	142.4%	-20.5%	84.7%	19.6%	18.7%
一、海外仓									
收入		0.14	1.71	4.90	9.51	24.23	35.1	45.0	56.2
YOY			1120.9%	186.8%	94.0%	154.8%	45.0%	28.0%	25.0%
毛利率		42.5%	2.9%	3.4%	12.69%	10.37%	12.5%	13.0%	13.0%
净利润						0.73	1.76	2.29	2.92
净利率						3.0%	5.0%	5.1%	5.2%
仓库面积（万平）		15.4	26.0	27.6	29.0	66.2	86.2	106.2	126.2
仓库数量（个）	6	17	15	12	12	21			
二、家具制造业									
收入	9.78	19.27	27.00	27.18	29.51	32.47	35.41	38.48	41.64
YOY		97.0%	40.2%	0.7%	8.6%	10.0%	9.0%	8.7%	8.2%
毛利率	46.5%	46.8%	42.0%	40.0%	44.2%	43.2%	44.0%	44.0%	44.0%
1、跨境电商									
收入	3.70	10.80	14.59	15.74	17.73	20.26	22.17	24.20	26.37
YOY		192.0%	35.1%	7.9%	12.6%	14.3%	9.4%	9.2%	8.9%
占比	37.8%	55.7%	50.8%	49.1%	45.4%	35.7%	31.8%	29.3%	27.2%
净利率						4.0%	6.0%	6.0%	6.0%
—亚马逊直销	2.84	7.21	8.37	9.30	10.02	10.83	11.37	11.94	12.53
YOY		154.0%	16.2%	11.0%	7.8%	8.1%	5.0%	5.0%	5.0%
—独立站	0.41	2.78	5.27	5.75	6.71	8.19	9.42	10.74	12.14
YOY		580.6%	89.2%	9.2%	16.7%	22.0%	15.0%	14.0%	13.0%
					45.43%	35.73%	-9.71%		
2、外销贴牌									
收入	4.69	6.48	9.35	7.95	8.40	9.32	10.25	11.17	12.07
YOY		38.2%	44.3%	-15.0%	5.6%	11.0%	10.0%	9.0%	8.0%
净利率						6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
3、国内									
收入		1.62	2.36	2.73	2.53	2.00	2.10	2.21	2.32
YOY			45.7%	15.6%	-7.2%	-21.0%	5.0%	5.0%	5.0%
净利率						-5.0%	0.0%	0.5%	1.0%
4、其他									
收入		0.37	0.71	0.76	0.85	0.89	0.89	0.89	0.89
YOY			93%	8%	12%	5%	0.0%	0.0%	0.0%
净利率						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind、中信建投

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,906	4,143	3,742	4,245	4,978
现金	1,652	2,540	1,527	1,619	1,887
应收票据及应收账款合计	254	508	493	584	686
其他应收款	38	173	109	129	151
预付账款	43	91	89	106	124
存货	460	567	943	1,131	1,347
其他流动资产	459	264	581	676	783
非流动资产	3,892	6,008	5,124	4,230	3,339
长期投资	65	73	73	73	73
固定资产	3,013	5,316	4,507	3,693	2,875
无形资产	275	273	227	182	136
其他非流动资产	539	347	317	283	255
资产总计	6,798	10,151	8,865	8,476	8,317
流动负债	1,686	2,542	2,248	2,690	3,191
短期借款	580	585	0	0	0
应付票据及应付账款合计	629	835	1,185	1,421	1,692
其他流动负债	478	1,123	1,064	1,269	1,499
非流动负债	2,075	3,956	2,665	1,476	394
长期借款	1,940	3,847	2,556	1,368	285
其他非流动负债	135	109	109	109	109
负债合计	3,761	6,498	4,913	4,167	3,584
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	312	341	341	341	341
资本公积	1,199	1,585	1,585	1,585	1,585
留存收益	1,526	1,727	2,025	2,383	2,806
归属母公司股东权益	3,037	3,653	3,952	4,309	4,733
负债和股东权益	6,798	10,151	8,865	8,476	8,317

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	820	658	1,104	1,465	1,496
净利润	634	336	370	443	525
折旧摊销	258	408	889	893	891
财务费用	37	64	161	90	34
投资损失	24	6	0	0	0
营运资金变动	271	-70	-321	30	36
其他经营现金流	-404	-87	5	9	9
投资活动现金流	-448	144	-9	-9	-9
资本支出	1,301	654	0	0	0
长期投资	72	163	0	0	0
其他投资现金流	-1,821	-673	-9	-9	-9
筹资活动现金流	-59	127	-2,107	-1,364	-1,218
短期借款	-322	5	-585	0	0
长期借款	266	1,907	-1,290	-1,189	-1,083
其他筹资现金流	-3	-1,784	-232	-175	-136
现金净增加额	318	934	-1,013	92	268

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,902	5,670	6,966	8,256	9,697
营业成本	2,477	4,018	5,058	6,068	7,223
营业税金及附加	26	44	47	55	65
销售费用	783	871	841	1,008	1,145
管理费用	163	234	244	289	339
研发费用	145	194	209	248	288
财务费用	37	64	161	90	34
资产减值损失	-10	-15	-19	-22	-26
信用减值损失	-6	-29	-15	-18	-22
其他收益	55	54	65	65	65
公允价值变动收益	-2	-5	0	0	0
投资净收益	-24	-6	0	0	0
资产处置收益	516	153	0	0	0
营业利润	801	396	438	523	620
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	9	4	6	6	6
利润总额	796	395	435	520	617
所得税	162	59	65	77	92
净利润	634	336	370	443	525
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	634	336	370	443	525
EBITDA	1,091	867	1,484	1,503	1,542
EPS (元)	1.86	0.98	1.08	1.30	1.54

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	21.6	45.3	22.8	18.5	17.5
营业利润(%)	195.5	-50.6	10.6	19.5	18.5
归属于母公司净利润(%)	189.7	-47.0	10.2	19.6	18.7
获利能力					
毛利率(%)	36.5	29.1	27.4	26.5	25.5
净利率(%)	16.2	5.9	5.3	5.4	5.4
ROE(%)	20.9	9.2	9.4	10.3	11.1
ROIC(%)	7.7	6.6	8.4	9.3	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	55.3	64.0	55.4	49.2	43.1
净负债比率(%)	28.6	51.8	26.0	-5.8	-33.9
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.56	0.79	0.97	1.17
应收账款周转率	15.42	11.18	14.20	14.20	14.20
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.86	0.98	1.08	1.30	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	2.40	1.93	3.23	4.29	4.38
每股净资产(最新摊薄)	8.79	10.63	11.50	12.55	13.79
估值比率					
P/E	8.8	16.6	15.1	12.6	10.6
P/B	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3 年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇
处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk