

乐歌股份 (300729.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新品类拓展优异，多因素影响短期盈利表现

业绩简评

8 月 26 日公司发布 2025 年中报，25H1 实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 +29.56%/-19.47%/-26.58% 到 31.45/1.29/0.79 亿元。单 25Q2 来看，公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别 +22.57%/-3.87%/-19.70% 到 16.00/0.77/0.53 亿元。

经营分析

跨境电商：独立站稳健增长，新品类贡献亮眼。25H1 跨境电商营收同比+9.16%至 10.00 亿元，其中独立站营收同比+11.22%至 4.1 亿元，独立站占跨境电商收入 41%。品类方面来看，人体工学系列产品上半年实现收入 13.83 亿元，同比增长 3.48%。电动沙发、人体工学椅等新品类增长优异，其收入占比约 20%，带来新增长点。

海外仓：欧洲市场表现突出，美核心仓作业效率持续提升。25H1 海外仓收入同比+84.27%至收入 15.59 亿元，累计服务出海企业 1744 家，德国仓库利用率超过 70%，已实现盈利；美东、美西核心仓加大自动化与信息化投入实现有序扩仓，库容利用率、周转率提升，25H1 包裹发件量同比增长超 120%达 910 万件。

业务结构+物流涨价致 25H1 毛利率有所下降。毛利率方面，公司 25 年 H1 毛利率同比-5.66pct 至 25.69%，25Q2 毛利率同比-5.94pct 到 25.45%，预计主因一方面海外仓收入占比提升，另一方面尾程物流涨价及租金前置确认。分产品看，25H1 人体工学系列产品/仓储物流服务毛利率分别+1.29/-5.31pct 到 41.46%/9.69%。费用率方面，25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.05/-0.16/+0.38/-1.08pct 至 14.52%/4.19%/3.52%/0.03%。其中，25Q2 销售/管理/研发费用率分别同比-1.01/-0.21/-0.04/-1.36pct 至 14.72%/4.04%/3.25%/-0.54%。

海外仓盈利提升可期，自主品牌业务有望较好平抑贸易摩擦。海外仓方面，考虑到美国电商渗透率持续提升、中国跨境电商品牌出海加速以及海外仓运营效率显著提升，海外仓业务规模有望延续高增速的同时盈利能力或逐步提升。自主品牌方面，依托极强的产品需求挖掘能力和开发能力，公司兼具品牌力和产品力，新品类快速开拓，依托海外运营经验及海外产能将有效应对贸易摩擦，后续增长依然可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 0.91/1.04/1.20 元，当前股价对应 PE 为 16.18/14.09/12.26 倍，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争激烈；原材料、海运价格大幅波动；关税政策变化

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

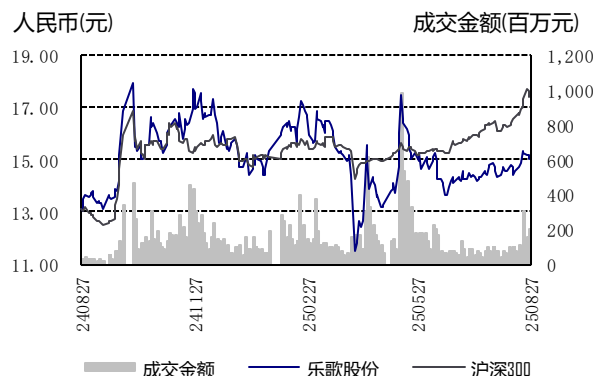
分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：15.00 元

相关报告：

1. 《乐歌股份公司点评：海外仓靓丽成长，爬坡拖累短期业绩释放》，2025.4.23



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	6,831	7,795	8,959
营业收入增长率	21.61%	45.33%	20.46%	14.12%	14.92%
归母净利润(百万元)	634	336	310	356	409
归母净利润增长率	189.72%	-46.99%	-7.75%	14.85%	14.94%
摊薄每股收益(元)	2.028	0.984	0.907	1.042	1.197
每股经营性现金流净额	2.62	1.93	2.04	2.04	2.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.87%	9.19%	8.07%	8.78%	9.49%
P/E	8.83	16.14	16.18	14.09	12.26
P/B	1.84	1.48	1.31	1.24	1.16

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	3,208	3,902	5,670	6,831	7,795	8,959
增长率		21.6%	45.3%	20.5%	14.1%	14.9%
主营业务成本	-2,104	-2,477	-4,018	-4,940	-5,614	-6,462
%销售收入	65.6%	63.5%	70.9%	72.3%	72.0%	72.1%
毛利	1,104	1,425	1,653	1,891	2,181	2,497
%销售收入	34.4%	36.5%	29.1%	27.7%	28.0%	27.9%
营业税金及附加	-18	-26	-44	-41	-47	-54
%销售收入	0.6%	0.7%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-647	-783	-871	-1,046	-1,194	-1,371
%销售收入	20.2%	20.1%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%
管理费用	-119	-163	-234	-280	-320	-367
%销售收入	3.7%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	-144	-145	-194	-239	-273	-314
%销售收入	4.5%	3.7%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	176	309	309	285	348	392
%销售收入	5.5%	7.9%	5.4%	4.2%	4.5%	4.4%
财务费用	-29	-37	-64	-156	-176	-169
%销售收入	0.9%	1.0%	1.1%	2.3%	2.3%	1.9%
资产减值损失	-16	-16	-45	0	0	0
公允价值变动收益	-11	-2	-5	0	0	0
投资收益	0	-24	-6	0	0	5
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	1.1%
营业利润	271	801	396	358	412	471
营业利润率	8.5%	20.5%	7.0%	5.2%	5.3%	5.3%
营业外收支	-2	-6	-1	2	2	5
税前利润	269	796	395	360	414	476
利润率	8.4%	20.4%	7.0%	5.3%	5.3%	5.3%
所得税	-50	-162	-59	-50	-58	-67
所得税率	18.6%	20.4%	14.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	219	634	336	310	356	409
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	219	634	336	310	356	409
净利率	6.8%	16.2%	5.9%	4.5%	4.6%	4.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	219	634	336	310	356	409
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	199	273	453	284	301	319
非经营收益	54	-368	-65	102	41	34
营运资金变动	-137	280	-66	-1	-2	-2
经营活动现金净流	335	820	658	695	696	761
资本开支	-537	-541	-33	-104	-345	-292
投资	-301	72	163	-34	0	0
其他	-9	21	13	0	0	5
投资活动现金净流	-847	-448	144	-137	-345	-287
股权募资	302	16	411	12	0	0
债权募资	466	-108	137	632	938	749
其他	-274	33	-422	-366	-367	-375
筹资活动现金净流	495	-59	127	279	572	375
现金净流量	-30	318	934	836	922	849

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,628	1,652	2,540	2,583	2,937	3,378
应收款项	206	292	673	524	619	736
存货	490	460	567	609	692	797
其他流动资产	829	502	362	465	479	496
流动资产	3,152	2,906	4,143	4,181	4,727	5,407
%总资产	52.6%	42.8%	40.8%	41.1%	43.2%	45.9%
长期投资	60	69	73	73	73	73
固定资产	1,360	2,372	2,592	2,863	3,212	3,487
%总资产	22.7%	34.9%	25.5%	28.2%	29.4%	29.6%
无形资产	256	286	285	302	316	329
非流动资产	2,836	3,892	6,008	5,985	6,211	6,369
%总资产	47.4%	57.2%	59.2%	58.9%	56.8%	54.1%
资产总计	5,989	6,798	10,151	10,166	10,938	11,775
短期借款	1,070	782	1,100	1,768	2,706	3,455
应付款项	531	683	1,148	1,180	1,341	1,544
其他流动负债	214	221	294	231	260	294
流动负债	1,815	1,686	2,542	3,179	4,307	5,293
长期贷款	587	783	902	902	902	902
其他长期负债	1,134	1,292	3,054	2,247	1,678	1,270
负债	3,536	3,761	6,498	6,327	6,886	7,465
普通股股东权益	2,453	3,037	3,653	3,839	4,051	4,310
其中：股本	239	312	341	341	341	341
未分配利润	852	1,381	1,566	1,739	1,952	2,211
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,989	6,798	10,151	10,166	10,938	11,775

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.915	2.028	0.984	0.907	1.042	1.197
每股净资产	10.255	9.720	10.704	11.237	11.859	12.617
每股经营现金净流	1.402	2.623	1.928	2.036	2.038	2.229
每股股利	0.180	0.350	0.400	0.400	0.420	0.440
回报率						
净资产收益率	8.92%	20.87%	9.19%	8.07%	8.78%	9.49%
总资产收益率	3.65%	9.32%	3.31%	3.05%	3.25%	3.47%
投入资本收益率	3.37%	5.11%	4.49%	3.63%	3.79%	3.78%
增长率						
主营业务收入增长率	11.74%	21.61%	45.33%	20.46%	14.12%	14.92%
EBIT 增长率	-10.51%	75.30%	0.10%	-7.90%	22.27%	12.55%
净利润增长率	18.44%	189.72%	-46.99%	-7.75%	14.85%	14.94%
总资产增长率	48.53%	13.51%	49.33%	0.14%	7.59%	7.66%
资产管理能力						
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	138.7	142.5	131.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-9.27%	-6.92%	-12.62%	4.28%	18.49%	24.53%
EBIT 利息保障倍数	6.0	8.2	4.8	1.8	2.0	2.3
资产负债率	59.05%	55.32%	64.01%	62.24%	62.96%	63.40%

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	1	1	1	1	11
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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
5	2025-04-23	买入	14.46	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。

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