


公司评级 **增持（首次）**

报告日期 2025 年 08 月 28 日

基础数据

08 月 27 日收盘价（元）	15.00
总市值（亿元）	51.24
总股本（亿股）	3.42

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：林寰宇

 S0190524080006
 linhuanyu@xyzq.com.cn

分析师：储天舒

 S0190525070006
 chutianshu1@xyzq.com.cn

分析师：王月

 S0190525070015
 wangyue1@xyzq.com.cn

乐歌股份(300729.SZ)
海外仓收入维持高增长，盈利阶段性承压
投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年半年报。2025H1 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 31.45/1.29/0.79 亿元，同比+29.56%/-19.47%/-26.58%。其中 Q2 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 16.00/0.77/0.53 亿元，同比+22.57%/-3.87%/-19.70%。
- **海外仓业务：**2025H1 海外仓业务收入 15.69 亿元，同比+84.27%，继续保持高速增长，已成为公司第一大业务，其中 Q2 收入同比+66%。2025H1，公司累计服务出海企业达 1744 家，包裹发件量达到 910 万件，同比+120%以上，全年预计突破 2000 万件。利润端看，2025H1 海外仓业务毛利率 9.69%，同比-5.31pct，主要受以下因素影响：①运营面积同比大幅增加，部分费用前置；②新仓货架布局许可申请及安装过程较长，库容需要逐步释放和爬坡；③尾程物流涨价。2025H2 是跨境电商旺季，海外仓利用率有望继续提升，有望拉动盈利能力提升。长期看，公司自建仓逐步投用，配送效率、运营管理效率持续提升，未来盈利水平有望持续改善。
- **跨境电商业务：**2025H1 公司自主品牌产品销售收入占主营业务收入（不含海外仓收入）比例为 74.77%，同比+5.84%。其中，跨境电商收入 10 亿元，同比+9.16%；独立站收入 4.1 亿元，同比+11.22%，占跨境电商收入比例为 41%，稳中有升。新品类方面，人体工学椅、电动沙发、电动床等品类销售金额同比+100%，新品类销售收入占比提升至约 20%，盈利能力不断改善。
- **海外代工业务：**越南基地布局完善，覆盖对美出口，在抗风险与成本控制上具备显著优势。
- **内销业务：**线上在天猫、京东平台的市占率保持第一；线下持续完善经销商网络，新增 30 家门店，截至 2025 年 6 月底，全国经销门店总数 105 家。公司动态调整营销费用投放，2025H1 营业利润率同比大幅改善，扭亏为盈。
- **毛利率受海外仓业务影响，费用率节降明显：**
 - （1）毛利率：2025H1 毛利率为 25.69%，同比-5.66pct，其中 Q2 毛利率为 25.45%，同比-5.94pct，主要受海外仓业务毛利率阶段性下降影响。
 - （2）费用率：2025H1 销售/管理/研发/财务费用率为 14.52%/4.19%/3.52%/0.03%，同比 -2.05/-0.16/+0.38/-1.09pct，其中 Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 14.72%/4.04%/3.25%/-0.54%，同比-1.02/-0.21/-0.04/-1.36pct，整体费用率节降明显。
 - （3）净利率：综合以上因素，2025H1 归母净利率为 4.10%，同比-2.50pct，其中 Q2 归母净利率为 4.83%，同比-1.33pct，环比+1.47pct，边际改善。
- **盈利预测：**公司海外仓业务快速发展，仓储布局逐渐完善，有望充分受益于跨境电商行业需求的提升；智能家居业务品牌端已沉淀一批忠实用户，制造端通过越南基地规避关税风险。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 3.12/4.13/4.94 亿元，同比-7.0%/+32.3%/+19.6%，对应 2025 年 8 月 27 日收盘价的 PE 分别为 16.4/12.4/10.4 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险，汇率与利率风险，宏观经济波动风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5670	6799	7971	9470
同比增长	45.3%	19.9%	17.2%	18.8%
归母净利润 (百万元)	336	312	413	494
同比增长	-47.0%	-7.0%	32.3%	19.6%
毛利率	29.1%	28.8%	29.3%	29.2%
ROE	9.2%	8.5%	11.1%	13.0%
每股收益 (元)	0.98	0.91	1.21	1.45
市盈率	15.3	16.4	12.4	10.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4143	4965	5537	6478
货币资金	2540	3294	3519	4081
交易性金融资产	66	16	16	16
应收票据及应收账款	501	478	594	736
预付款项	91	92	111	138
存货	567	699	804	963
其他	377	386	492	544
非流动资产	6008	5586	4992	4263
长期股权投资	73	87	99	111
固定资产	2424	2606	2713	2723
在建工程	168	234	192	121
无形资产	273	283	294	298
商誉	0	0	0	0
其他	3070	2376	1694	1010
资产总计	10151	10551	10529	10741
流动负债	2542	3146	3435	3803
短期借款	585	587	589	591
应付票据及应付账款	835	1133	1306	1507
其他	1123	1426	1539	1705
非流动负债	3956	3740	3368	3138
长期借款	902	892	872	842
其他	3054	2848	2496	2296
负债合计	6498	6886	6802	6940
股本	341	342	342	342
未分配利润	1566	1565	1565	1565
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3653	3665	3727	3801
负债及权益合计	10151	10551	10529	10741

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	336	312	413	494
折旧和摊销	408	925	962	991
营运资金的变动	-66	356	-68	-24
经营活动产生现金流量	658	1756	1473	1615
资本支出	-33	-493	-345	-240
长期投资	163	35	-12	-11
投资活动产生现金流量	144	-449	-368	-263
债权融资	137	-75	-363	-217
股权融资	411	0	0	0
融资活动产生现金流量	127	-552	-880	-790
现金净变动	934	753	225	562

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5670	6799	7971	9470
营业成本	4018	4839	5632	6706
税金及附加	44	53	57	74
销售费用	871	1020	1207	1429
管理费用	234	283	327	391
研发费用	194	242	278	334
财务费用	64	76	70	63
投资收益	-6	0	0	0
公允价值变动收益	-5	0	0	0
信用减值损失	-29	0	0	0
资产减值损失	-15	0	0	0
营业利润	396	367	485	580
营业外收支	-1	0	0	0
利润总额	395	367	485	580
所得税	59	55	72	86
净利润	336	312	413	494
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	336	312	413	494
EPS(元)	0.98	0.91	1.21	1.45

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	45.3%	19.9%	17.2%	18.8%
营业利润增长率	-50.6%	-7.4%	32.3%	19.6%
归母净利润增长率	-47.0%	-7.0%	32.3%	19.6%
盈利能力				
毛利率	29.1%	28.8%	29.3%	29.2%
归母净利率	5.9%	4.6%	5.2%	5.2%
ROE	9.2%	8.5%	11.1%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	64.0%	65.3%	64.6%	64.6%
流动比率	1.63	1.58	1.61	1.70
速动比率	1.29	1.25	1.26	1.33
营运能力				
资产周转率	66.9%	65.7%	75.6%	89.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.98	0.91	1.21	1.45
每股经营现金	1.93	5.14	4.31	4.73
估值比率(倍)				
PE	15.3	16.4	12.4	10.4
PB	1.4	1.4	1.4	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn