



乐歌股份 (300729.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

新业务开拓期收入增长，汇兑损失拖累短期业绩释放

业绩简评

4月26日公司披露2025&26Q1业绩，25年收入67.15亿元(同比+18.4%)；归母净利润2.59亿元(同比-22.8%)。其中25Q4收入18.68亿元(同比10.2%)，归母净利润0.90亿元(同比+28.4%)；26Q1收入14.96亿元(同比-3.1%)，归母净利润0.01亿元(同比-98.4%)。

经营分析

海外仓库容释放保持高增，与跨境电商业务协同发展潜力显现。

1) 跨境电商：25年收入22.71亿元(同比+12.1%)，其中独立站收入9.31亿元(同比+13.7%)，收入占比+0.6pct至41.0%；2H独立站营收5.21亿元(+15.7%)，电商平台生态变化背景下，品牌力支撑独立站销售韧性凸显。品类方面，人体工学系列收入29.73亿元(同比+4.0%)，占家居制造业营收比-0.7pct至87.3%，新品类开拓成效显著。2) 海外仓：25年收入33.10亿元(同比+36.6%)，主因新仓库容释放+自动化、信息化提高作业效率与履约能力。截至25A，公司在全球拥有20个自营海外仓，面积67.23万平米(同比+1.5%)；累计服务外贸企业2053家，处理中大件包裹1800万件(同比约+15%)，成为FedEx的全球TOP50客户。9.3万平米E11abell仓于25年底建成，待验收后投入使用。随着仓网建设逐渐完善，规模效应下尾程价格优势、效率优势有望逐步兑现。海外仓与跨境电商业务协同，自有品牌订单在海外仓整体履约体系中占比约10%-15%，有助于增强仓储网络的稳定性与利用效率。

产品及业务结构调整，25A毛利率-1.9pct至27.3%。分行业，家具制造/海外仓毛利率分别-0.8/+1.4pct至42.3%/11.8%，低毛利率海外仓业务收入占比+6.6pct导致综合毛利结构性下滑。分产品，人体工学系列产品毛利率-0.1pct至42.2%，降幅低于家具制造整体，或因新品类推广期毛利率偏低。26Q1毛利率同/环比+2.7/-1.8pct至28.6%，净利率同/环比-3.3/-4.8pct至0.1%，主因汇兑损失导致财务费用率同比+3.9pct至4.48%。

海外仓成本优势显著，长期盈利能力提升可期。当前美国物流与消费核心区域仓储的综合重置成本约180-500美元/平方英尺，公司已获批土地上的建设成本约100美元/平方英尺，成本优势显著。伴随仓网建设逐步完善、规模和网络效应显现，盈利有望释放。

盈利预测、估值与评级

海外仓第二曲线高增，战略投入期盈利承压，但规模和网络效应逐步完善情况下，长期盈利释放可期。预计公司26-28年归母净利润2.64/3.31/3.60亿元，同比+2%/+26%/+9%，当前股价对应PE估值16/13/12X，维持“买入”评级。

风险提示

市场竞争激烈；原材料、海运费、汇率大幅波动；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

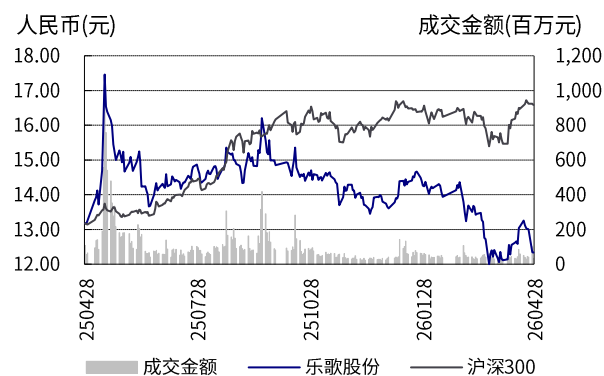
分析师：唐执敬 (执业S1130525020002)

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：12.33元

相关报告：

1. 《乐歌股份公司点评：新品类拓展优异，多因素影响短期盈利表现》，2025.8.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,670	6,715	7,835	9,078	10,787
营业收入增长率	45.33%	18.41%	16.69%	15.86%	18.82%
归母净利润(百万元)	336	259	264	331	360
归母净利润增长率	-46.99%	-22.75%	1.65%	25.53%	8.85%
摊薄每股收益(元)	0.984	0.760	0.772	0.969	1.055
每股经营性现金流净额	1.93	3.29	0.98	1.67	1.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.19%	6.96%	6.76%	8.01%	8.21%
P/E	16.14	17.92	15.97	12.72	11.69
P/B	1.48	1.25	1.08	1.02	0.96

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)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	3,902	5,670	6,715	7,835	9,078	10,787
增长率		45.3%	18.4%	16.7%	15.9%	18.8%
主营业务成本	-2,477	-4,018	-4,884	-5,732	-6,669	-7,950
%销售收入	63.5%	70.9%	72.7%	73.2%	73.5%	73.7%
毛利	1,425	1,653	1,831	2,103	2,410	2,837
%销售收入	36.5%	29.1%	27.3%	26.8%	26.5%	26.3%
营业税金及附加	-26	-44	-33	-63	-73	-86
%销售收入	0.7%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-783	-871	-970	-1,230	-1,425	-1,694
%销售收入	20.1%	15.4%	14.4%	15.7%	15.7%	15.7%
管理费用	-163	-234	-249	-321	-372	-442
%销售收入	4.2%	4.1%	3.7%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	-145	-194	-213	-274	-318	-378
%销售收入	3.7%	3.4%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	309	309	366	215	222	237
%销售收入	7.9%	5.4%	5.4%	2.7%	2.4%	2.2%
财务费用	-37	-64	-97	-148	-92	-75
%销售收入	1.0%	1.1%	1.4%	1.9%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-16	-45	-45	-14	-2	-3
公允价值变动收益	-2	-5	10	10	10	10
投资收益	-24	-6	9	10	10	10
%税前利润	n.a	n.a	3.0%	3.2%	2.6%	2.4%
营业利润	801	396	317	308	387	422
营业利润率	20.5%	7.0%	4.7%	3.9%	4.3%	3.9%
营业外收支	-6	-1	-2	2	2	2
税前利润	796	395	314	310	389	424
利润率	20.4%	7.0%	4.7%	4.0%	4.3%	3.9%
所得税	-162	-59	-55	-47	-58	-64
所得税率	20.4%	14.9%	17.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	634	336	259	264	331	360
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	634	336	259	264	331	360
净利率	16.2%	5.9%	3.9%	3.4%	3.6%	3.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	634	336	259	264	331	360
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	273	453	638	306	311	319
非经营收益	-368	-65	175	-64	-74	-81
营运资金变动	280	-66	52	-171	4	-6
经营活动现金净流	820	658	1,125	335	571	592
资本开支	-541	-33	-1,079	-312	-159	-189
投资	72	163	-67	-23	10	10
其他	21	13	17	10	10	10
投资活动现金净流	-448	144	-1,130	-325	-139	-169
股权募资	16	411	2	12	0	0
债权募资	-108	137	252	465	514	424
其他	33	-422	-412	-245	-230	-223
筹资活动现金净流	-59	127	-158	232	284	201
现金净流量	318	934	-183	242	716	624

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,652	2,540	2,170	1,651	1,834	2,083
应收款项	292	673	455	645	747	888
存货	460	567	586	677	788	939
其他流动资产	502	362	327	392	411	437
流动资产	2,906	4,143	3,538	3,365	3,780	4,348
%总资产	42.8%	40.8%	34.5%	32.8%	35.3%	38.3%
长期投资	69	73	74	74	74	74
固定资产	2,372	2,592	3,571	3,904	4,055	4,225
%总资产	34.9%	25.5%	34.8%	38.0%	37.8%	37.2%
无形资产	286	285	281	287	293	297
非流动资产	3,892	6,008	6,713	6,909	6,941	6,997
%总资产	57.2%	59.2%	65.5%	67.2%	64.7%	61.7%
资产总计	6,798	10,151	10,251	10,274	10,721	11,344
短期借款	782	1,100	1,318	1,215	1,129	1,153
应付款项	683	1,148	1,089	1,222	1,422	1,695
其他流动负债	221	294	286	307	345	388
流动负债	1,686	2,542	2,694	2,744	2,896	3,236
长期贷款	783	902	941	1,541	2,141	2,541
其他长期负债	1,292	3,054	2,888	2,086	1,553	1,178
负债	3,761	6,498	6,522	6,372	6,590	6,955
普通股股东权益	3,037	3,653	3,729	3,902	4,131	4,389
其中：股本	312	341	342	342	342	342
未分配利润	1,381	1,566	1,708	1,870	2,098	2,356
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	6,798	10,151	10,251	10,274	10,721	11,344

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.028	0.984	0.760	0.772	0.969	1.055
每股净资产	9.720	10.704	10.917	11.424	12.093	12.848
每股经营现金净流	2.623	1.928	3.294	0.982	1.673	1.733
每股股利	0.180	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	20.87%	9.19%	6.96%	6.76%	8.01%	8.21%
总资产收益率	9.32%	3.31%	2.53%	2.57%	3.09%	3.18%
投入资本收益率	5.11%	4.49%	4.80%	2.63%	2.45%	2.41%
增长率						
主营业务收入增长率	21.61%	45.33%	18.41%	16.69%	15.86%	18.82%
EBIT 增长率	75.30%	0.10%	18.43%	-41.23%	3.07%	7.03%
净利润增长率	189.72%	-46.99%	-22.75%	1.65%	25.53%	8.85%
总资产增长率	13.51%	49.33%	0.98%	0.22%	4.35%	5.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.4	24.2	24.3	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	70.0	46.6	43.1	44.0	44.0	44.0
应付账款周转天数	65.1	53.8	54.0	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	179.6	156.1	144.3	143.8	133.4	114.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-6.92%	-12.62%	7.11%	32.85%	39.06%	40.75%
EBIT 利息保障倍数	8.2	4.8	3.8	1.5	2.4	3.2
资产负债率	55.32%	64.01%	63.62%	62.02%	61.47%	61.31%

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	0	0	0	0	1
增持	1	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	1.00

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究