

# 乐歌股份 (300729.SZ)

## 2024年三季度报点评： 三季度收入增长提速，扣非利润暂时承压

### 核心观点

**三季度收入增长提速，扣非利润下滑。**公司发布2024年三季度报，2024Q1-Q3实现收入39.8亿/+48.0%，归母净利润2.7亿/-48.6%，扣非归母净利润1.4亿/-8.6%；2024Q3收入15.5亿/+53.7%，归母净利润1.1亿/+43.0%，扣非归母净利润0.3亿/-53.7%。Q3受益于跨境电商旺季，公司收入增长环比Q2提速；利润端受新开仓爬坡、海运费高位与汇兑损失等多因素拖累，扣非利润大幅下滑，Q3出售海外仓、远期外汇合约与理财公允价值变动等产生非经常性损益约0.73亿。

**跨境电商备货旺季预计海外仓延续高增。**根据海关总署，2024Q1-Q3我国外贸出口增长6.2%，其中跨境电商增速11.5%，跨境电商势头向好，尤其是中大件产品催生大量海外仓需求。预计公司Q3海外仓业务延续三位数增长，跨境电商业务在旺季维持双位数增长，新品电动沙发、人体工学椅快速起量。四季度黑五网一、圣诞节等大促节点密集，促销旺季库内产品周转加快，2024Q4营收增长有望继续加速、盈利能力有望改善。

**Q3毛利率下降，净利率同比持稳。**2024Q1-Q3公司毛利率29.8%/+6.7pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为15.6%/4.5%/3.0%/1.7%，分别同比-5.1pct/-0.0pct/-0.7pct/+1.1pct，净利率6.7%/-12.6pct；2024Q3毛利率27.5%/-10.3pct，海外仓毛利率下滑主因Q3新开的12万平海外仓尚未达到盈亏平衡线，此外海运费较去年同期仍处高位，拉低跨境电商业务毛利率；2024Q3销售/管理/研发/财务费用率分别为14.2%/4.7%/2.8%/2.5%，分别同比-6.7pct/+0.2pct/-0.4pct/+0.8pct，其中财务费率增加主要系本期租赁负债利息费用及汇兑损失增加，Q3净利率6.8%/-0.5pct。

**海外仓有序扩仓，库容利用率提升有望改善盈利。**公司自2020年开始推出公共海外仓跨境物流服务，并通过“小仓换大仓”方式滚动发展和优化海外仓库布局。截至2024/9，公司全球共19个海外仓，合计62万平方米，其中Q3新开12万平，随着库容利用率与效率提升毛净利率有望改善。

**风险提示：海外需求不及预期；原材料价格与海运费上涨；海内外竞争加剧。**

**投资建议：**下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

跨境电商维持景气、新品放量，代工订单充足；库容利用率提升带来海外仓规模与盈利能力同步提升。考虑到海运费与汇兑扰动，调整盈利预测，预计2024-2026年归母净利润4.1/4.9/5.7亿元（前值4.5/5.1/5.7亿），同比-35%/20%/16%，当前股价对应PE=12/10/9倍。维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,208	3,902	5,633	6,708	7,584
(+/-%)	11.7%	21.6%	44.4%	19.1%	13.1%
归母净利润(百万元)	219	634	410	494	573
(+/-%)	18.4%	189.7%	-35.2%	20.3%	16.1%
每股收益(元)	0.91	2.03	1.31	1.58	1.83
EBIT Margin	5.5%	7.9%	7.7%	9.4%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	8.9%	20.9%	12.4%	13.6%	14.3%
市盈率 (PE)	17.4	7.8	12.1	10.1	8.7
EV/EBITDA	31.1	22.2	17.8	13.4	11.6
市净率 (PB)	1.55	1.63	1.50	1.37	1.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

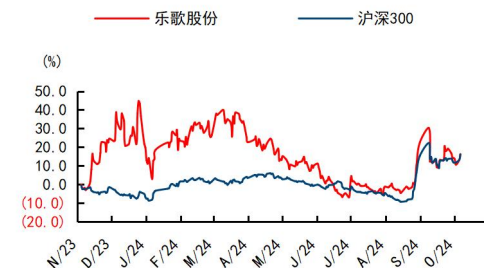
#### 轻工制造·家居用品

证券分析师：陈伟奇 0755-81982606 chenweiqi@guosen.com.cn  
S0980520110004  
证券分析师：王兆康 0755-81983063 wangzk@guosen.com.cn  
S0980520120004  
证券分析师：邹会阳 0755-81981518 zouhuiyang@guosen.com.cn  
联系人：李晶 cnlijing29@guosen.com.cn  
S0980523020001

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值  
收盘价 16.34元  
总市值/流通市值 5577/4833百万元  
52周最高价/最低价 21.52/13.02元  
近3个月日均成交额 80.11百万元

### 市场走势

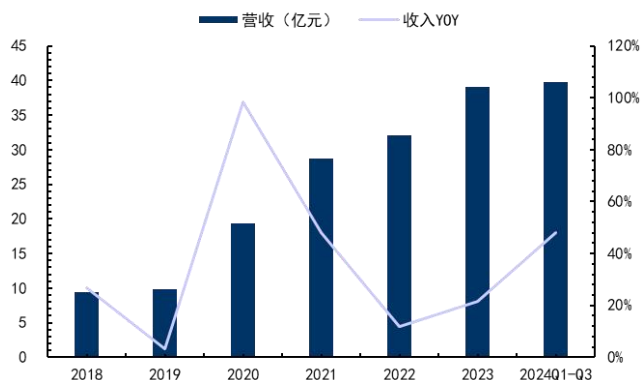


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

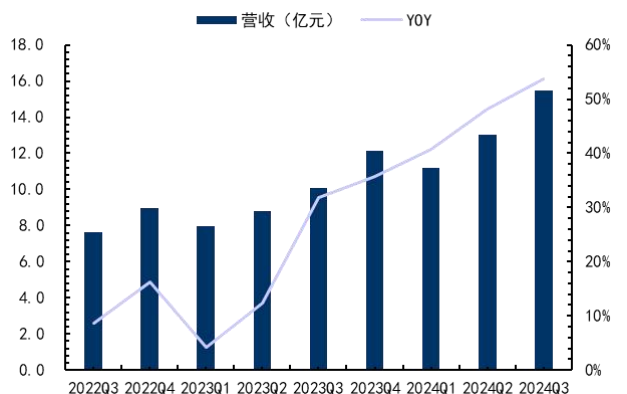
《乐歌股份(300729.SZ)-2024年半年报点评：海外仓增速强劲，新品开拓初显成效，下半年旺季值得期待》——2024-08-04  
《乐歌股份(300729.SZ)-2023年年报点评：Q4海外仓延续高增，盈利能力持续提升》——2024-04-21  
《乐歌股份(300729.SZ)-定增加码海外仓，智能家居与海外仓双轮协同发展》——2024-01-17

图1: 公司营业收入及增速



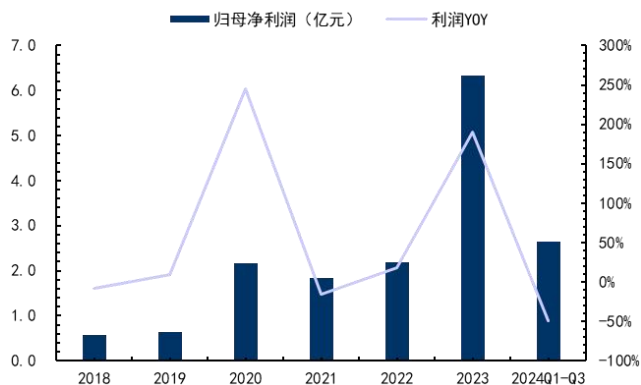
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速



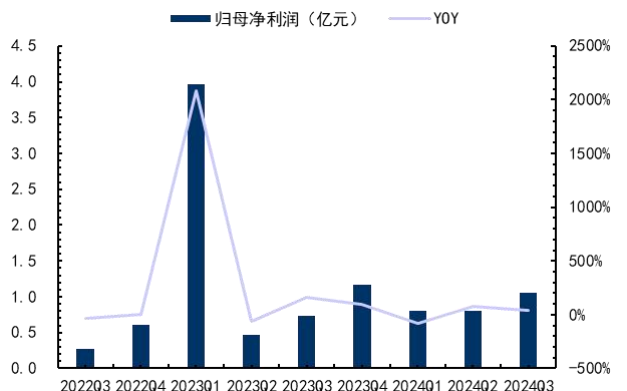
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



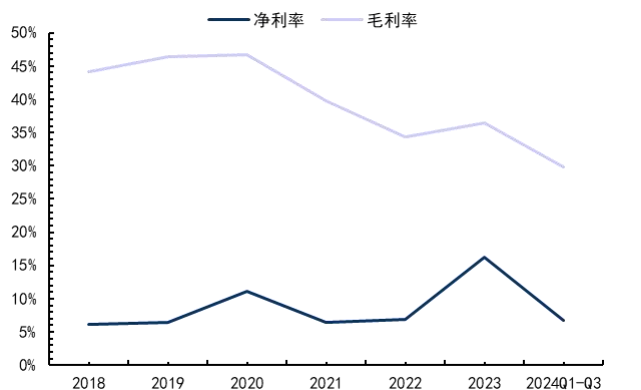
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速



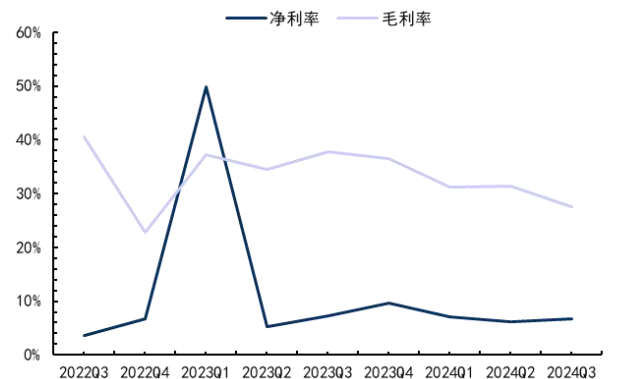
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率及净利率

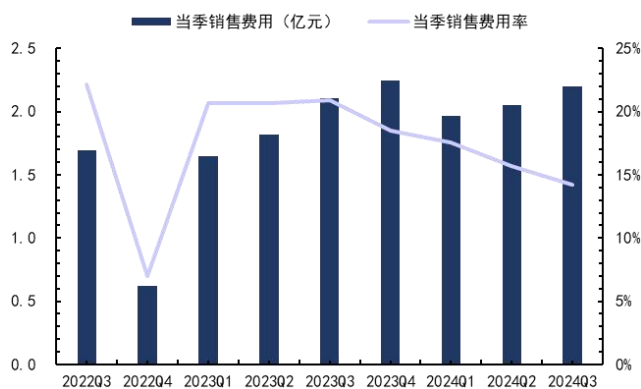


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

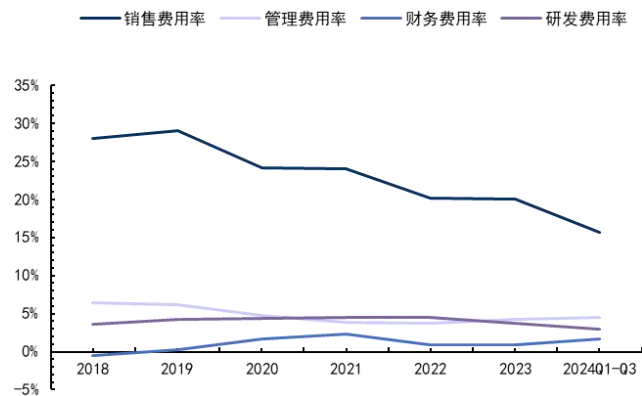
图6: 公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图7：公司销售费用率情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图8：公司期间费用情况**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**表1：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				PEG	投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(24E)				
603583.SH	捷昌驱动	20.2	77.4	0.5	1.0	1.3	1.7	37.4	19.6	15.2	11.9	0.4	无评级			
301061.SZ	匠心家居	63.7	106.0	3.2	3.2	3.9	4.7	20.0	19.7	16.2	13.5	1.4	无评级			
301381.SZ	赛维时代	25.7	102.9	0.8	0.9	1.2	1.6	30.6	28.6	21.4	16.4	1.2	无评级			
300729.SZ	乐歌股份	15.9	54.2	2.0	1.3	1.6	1.8	7.8	12.1	10.1	8.7	-	优于大市			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

注：捷昌驱动、匠心家居与赛维时代盈利预测来自wind一致预期

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1628	1652	1735	1822	2060	营业收入	3208	3902	5633	6708	7584
应收款项	206	292	413	475	554	营业成本	2104	2477	3799	4333	4898
存货净额	490	460	902	945	1046	营业税金及附加	18	26	28	34	38
其他流动资产	454	253	451	517	589	销售费用	647	783	901	1140	1251
<b>流动资产合计</b>	<b>3152</b>	<b>2906</b>	<b>3751</b>	<b>4008</b>	<b>4499</b>	管理费用	119	163	264	320	360
固定资产	1360	2372	2939	3360	3432	研发费用	144	145	208	255	288
无形资产及其他	239	275	274	273	272	财务费用	29	37	47	79	84
投资性房地产	1186	1180	1180	1180	1180	投资收益	(0)	(24)	(8)	13	0
长期股权投资	52	65	81	95	110	资产减值及公允价值变动	(27)	(12)	(12)	(5)	(3)
<b>资产总计</b>	<b>5989</b>	<b>6798</b>	<b>8225</b>	<b>8917</b>	<b>9493</b>	其他收入	8	421	(88)	(255)	(288)
短期借款及交易性金融负债	1070	782	1244	942	862	营业利润	271	801	485	556	662
应付款项	507	629	951	1088	1229	营业外净收支	(2)	(6)	(2)	5	5
其他流动负债	237	275	401	468	525	<b>利润总额</b>	<b>269</b>	<b>796</b>	<b>483</b>	<b>561</b>	<b>667</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1815</b>	<b>1686</b>	<b>2596</b>	<b>2498</b>	<b>2617</b>	所得税费用	50	162	72	67	93
长期借款及应付债券	701	905	1105	1225	1309	少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	1021	1170	1220	1570	1570	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>219</b>	<b>634</b>	<b>410</b>	<b>494</b>	<b>573</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1722</b>	<b>2075</b>	<b>2325</b>	<b>2795</b>	<b>2879</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3536</b>	<b>3761</b>	<b>4921</b>	<b>5292</b>	<b>5495</b>	净利润	219	634	410	494	573
少数股东权益	0	0	0	(0)	(0)	资产减值准备	2	(0)	1	1	2
股东权益	2453	3037	3304	3625	3997	折旧摊销	60	85	124	139	157
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5989</b>	<b>6798</b>	<b>8225</b>	<b>8917</b>	<b>9493</b>	公允价值变动损失	27	12	12	5	3
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	29	37	47	79	84
每股收益	0.91	2.03	1.31	1.58	1.83	营运资本变动	(176)	459	(263)	385	(51)
每股红利	0.29	0.41	0.46	0.55	0.64	其它	(2)	0	(1)	(1)	(2)
每股净资产	10.25	9.72	10.56	11.58	12.77	<b>经营活动现金流</b>	<b>129</b>	<b>1190</b>	<b>284</b>	<b>1022</b>	<b>682</b>
ROIC	4%	5%	7%	9%	10%	资本开支	0	(1074)	(704)	(565)	(232)
ROE	9%	21%	12%	14%	14%	其它投资现金流	(311)	125	0	0	0
毛利率	34%	37%	33%	35%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(334)</b>	<b>(962)</b>	<b>(719)</b>	<b>(580)</b>	<b>(247)</b>
EBIT Margin	5%	8%	8%	9%	10%	权益性融资	(13)	16	0	0	0
EBITDA Margin	7%	10%	10%	11%	12%	负债净变化	299	196	200	120	84
收入增长	12%	22%	44%	19%	13%	支付股利、利息	(70)	(127)	(144)	(173)	(201)
净利润增长率	18%	190%	-35%	20%	16%	其它融资现金流	(119)	(355)	462	(302)	(80)
资产负债率	59%	55%	60%	59%	58%	<b>融资活动现金流</b>	<b>327</b>	<b>(203)</b>	<b>518</b>	<b>(355)</b>	<b>(196)</b>
股息率	1.4%	2.6%	2.9%	3.5%	4.0%	<b>现金净变动</b>	<b>123</b>	<b>24</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>239</b>
P/E	17.4	7.8	12.1	10.1	8.7	货币资金的期初余额	1505	1628	1652	1735	1822
P/B	1.5	1.6	1.5	1.4	1.2	货币资金的期末余额	1628	1652	1735	1822	2060
EV/EBITDA	31.1	22.2	17.8	13.4	11.6	企业自由现金流	0	(284)	(476)	510	518
						权益自由现金流	0	(444)	121	249	449

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032