

# 乐歌股份（300729.SZ）

## 2025 年中报点评： 二季度收入同比+23%，盈利能力环比改善

优于大市

### 核心观点

**二季度收入延续高增长，利润降幅大幅收窄。**2025H1 实现营收 31.5 亿元/+29.6%，归母净利润 1.3 亿元/-19.5%，扣非归母净利润 0.8 亿元/-26.6%；其中 2025Q2 营收 16.0 亿元/+22.6%，归母净利润 0.8 亿元/-3.9%，扣非归母净利润 0.5 亿元/-19.7%。上半年收入端延续亮眼表现，海外仓维持高增，人体工学产品稳健增长；扣非利润下滑较多主要系公司探索新模式与新业务、新产品研发投入大幅增长以及海外仓运营面积同比大幅增加。

**海外仓维持高增速，库容爬坡短期影响盈利。**2025H1 海外仓收入 15.69 亿元，同比+84.27%，包裹发件量同比增长超 120%至 910 万件，完成目的港拖车 14960TEU，在库内完成卸货上架 28964TEU，公司已累计服务出海企业 1744 家，包括国内多家上市公司及中大件品类头部跨境电商卖家。盈利方面，2025H1 海外仓毛利率 9.69%，同比-5.31pct，盈利下滑主要系 2024 年海外仓面积大幅增加，租金前置与库容处于爬坡期，其中欧洲市场表现突出，德国仓库利用率超 70%且已实现盈利。公司现正在有序推进百万平尺规模的自建仓项目，未来成本优势预计将逐步显现。

**跨境电商稳健增长，代工略有下滑，新品收入占比提升至 20%。**2025H1 人体工学产品实现收入 13.83 亿元/+3.48%，自有品牌方面，上半年跨境电商收入 10.0 亿元/+9.16%，其中独立站收入 4.1 亿元/+11.2%，自主品牌收入占主营收入（不含海外仓）的比例达 74.8%；代工方面，上半年代工业务受关税影响发运节奏，预计略有下滑。2025H1 人体工学椅、电动沙发、电动床等品类销售金额同比+100%，新品类收入占比提升至 20%，盈利能力不断改善。

**2025Q2 毛利率下滑，费用控制优势。**2025Q2 毛利率 25.5%/-5.9pct，毛利率下滑主要系受海外仓业务影响；公司费率持续优化，2025Q2 销售费用率 14.7%/-1.0pct，管理费用率 4.0%/-0.2pct，研发费用率 3.3%/-0.04pct，财务费用率-0.5%/-1.4pct。2025Q2 净利率 4.8%/-1.3pct，盈利小幅下滑。

**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**

公司跨境电商业务延续景气、新品放量，代工订单充足，海外仓需求旺盛，成长性显现。考虑到新业务处于投入期与海外仓库容利用率正在爬坡期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.1/3.8/4.4 亿元（前值 3.6/4.5/5.4 亿），同比-9%/25%/15%，当前股价对应 PE=16.4/13.1/11.4 倍。维持“优于大市”评级。

| 盈利预测和财务指标    | 2023   | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 3,902  | 5,670  | 6,860 | 7,962 | 9,025 |
| (+/-%)       | 21.6%  | 45.3%  | 21.0% | 16.1% | 13.3% |
| 归母净利润(百万元)   | 634    | 336    | 306   | 382   | 440   |
| (+/-%)       | 189.7% | -47.0% | -8.9% | 24.8% | 15.3% |
| 每股收益(元)      | 2.03   | 0.98   | 0.90  | 1.12  | 1.29  |
| EBIT Margin  | 7.9%   | 5.4%   | 5.8%  | 5.9%  | 5.8%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 20.9%  | 9.2%   | 8.1%  | 9.7%  | 10.7% |
| 市盈率 (PE)     | 7.2    | 14.9   | 16.4  | 13.1  | 11.4  |
| EV/EBITDA    | 21.2   | 27.0   | 22.0  | 20.0  | 19.2  |
| 市净率 (PB)     | 1.51   | 1.37   | 1.32  | 1.27  | 1.22  |

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  
S0980523020001

**证券分析师：李晶** 0755-81981518  
lijing29@guosen.com.cn  
S0980525080003

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)

合理估值

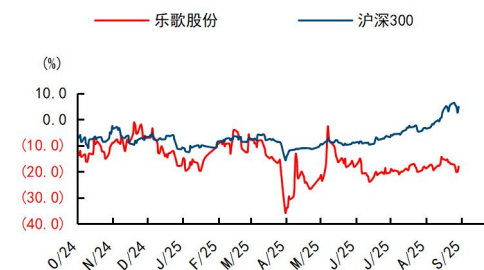
收盘价 14.70 元

总市值/流通市值 5022/4709 百万元

52 周最高价/最低价 20.08/11.00 元

近 3 个月日均成交额 93.95 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 年报点评：四季度收入延续高增长，盈利暂时承压》——2025-04-25

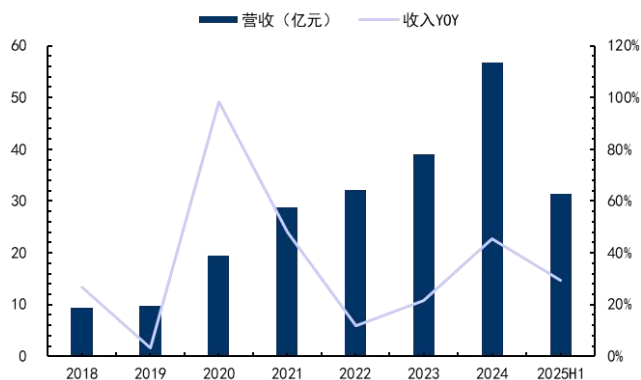
《乐歌股份（300729.SZ）-2024 年三季报点评：三季度收入增长提速，扣非利润暂时承压》——2024-11-06

《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

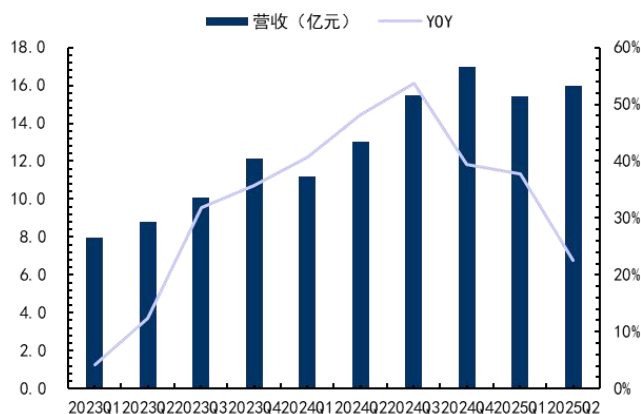
《乐歌股份（300729.SZ）-定增加码海外仓，智能家居与海外仓双轮协同发展》——2024-01-17

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



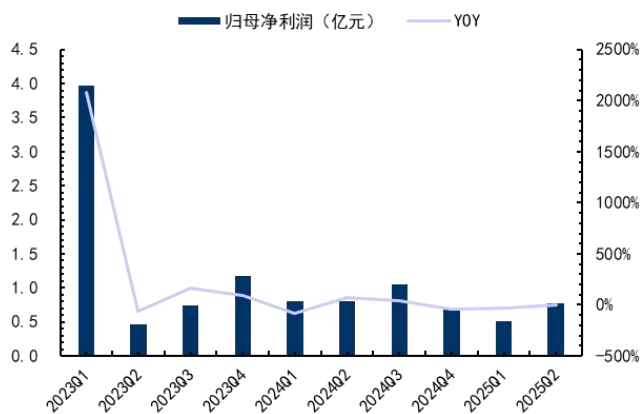
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速



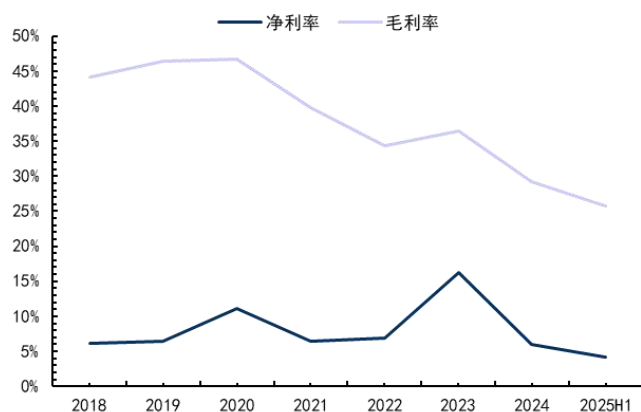
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速



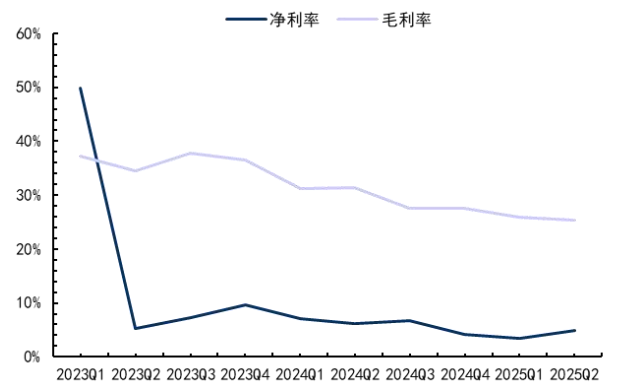
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率及净利率

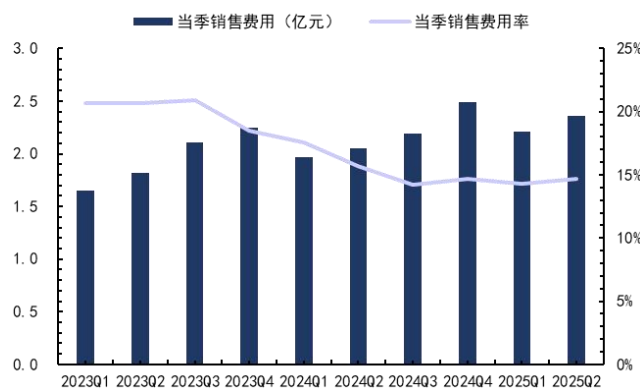


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

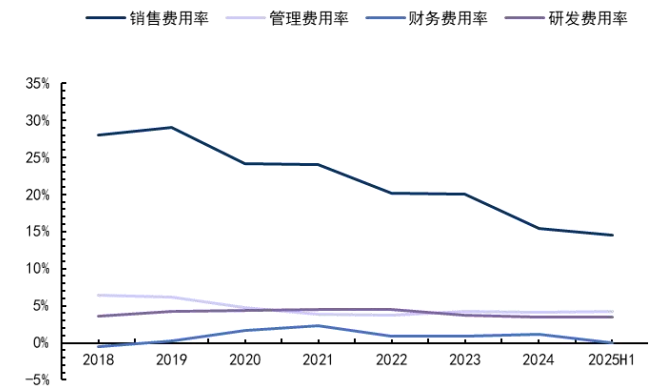
图6：公司单季度毛利率及净利率



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    | 24A | 25E | 26E | 27E | 24A  | 25E  | 26E  | 27E  | (25E) |      |      |
| 603583.SH | 捷昌驱动 | 41.3  | 157.9 | 0.7 | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 11.3 | 35.3 | 28.5 | 23.9 | 1.1   | 无评级  |      |
| 301061.SZ | 匠心家居 | 100.6 | 218.9 | 4.1 | 4.2 | 5.3 | 6.5 | 16.9 | 23.7 | 19.1 | 15.5 | 1.4   | 无评级  |      |
| 301381.SZ | 赛维时代 | 22.3  | 89.8  | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.4 | 12.9 | 27.5 | 20.4 | 15.8 | 0.7   | 无评级  |      |
| 300729.SZ | 乐歌股份 | 14.7  | 50.2  | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 14.9 | 16.4 | 13.1 | 11.4 | 1.7   | 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）          |               |              |              |              |              |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2023        | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |                   | 2023          | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 现金及现金等价物         | 1652        | 2540         | 2774         | 3127         | 3620         | 营业收入              | 3902          | 5670         | 6860         | 7962         | 9025         |
| 应收款项             | 292         | 673          | 589          | 742          | 896          | 营业成本              | 2477          | 4018         | 4940         | 5720         | 6482         |
| 存货净额             | 460         | 567          | 921          | 980          | 1080         | 营业税金及附加           | 26            | 44           | 55           | 64           | 72           |
| 其他流动资产           | 253         | 292          | 372          | 427          | 485          | 销售费用              | 783           | 871          | 995          | 1155         | 1309         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2906</b> | <b>4143</b>  | <b>4727</b>  | <b>5346</b>  | <b>6151</b>  | 管理费用              | 163           | 234          | 251          | 298          | 354          |
| 固定资产             | 2372        | 2592         | 2753         | 2848         | 2784         | 研发费用              | 145           | 194          | 220          | 255          | 289          |
| 无形资产及其他          | 275         | 273          | 272          | 271          | 270          | 财务费用              | 37            | 64           | 18           | 15           | 11           |
| 投资性房地产           | 1180        | 3070         | 3070         | 3070         | 3070         | 投资收益              | (24)          | (6)          | (8)          | (8)          | 8            |
| 长期股权投资           | 65          | 73           | 82           | 90           | 99           | 资产减值及公允价值变动       | (12)          | (21)         | (12)         | (5)          | (3)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>6798</b> | <b>10151</b> | <b>10903</b> | <b>11626</b> | <b>12375</b> | 其他收入              | 421           | (15)         | (220)        | (255)        | (289)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 782         | 1100         | 984          | 955          | 1013         | 营业利润              | 801           | 396          | 362          | 444          | 513          |
| 应付款项             | 629         | 835          | 1070         | 1231         | 1399         | 营业外净收支            | (6)           | (1)          | (2)          | 5            | 5            |
| 其他流动负债           | 275         | 607          | 685          | 807          | 916          | <b>利润总额</b>       | <b>796</b>    | <b>395</b>   | <b>360</b>   | <b>449</b>   | <b>518</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>1686</b> | <b>2542</b>  | <b>2739</b>  | <b>2993</b>  | <b>3328</b>  | 所得税费用             | 162           | 59           | 54           | 67           | 78           |
| 长期借款及应付债券        | 905         | 1046         | 1246         | 1366         | 1450         | 少数股东损益            | (0)           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期负债           | 1170        | 2910         | 3127         | 3323         | 3499         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>634</b>    | <b>336</b>   | <b>306</b>   | <b>382</b>   | <b>440</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2075</b> | <b>3956</b>  | <b>4373</b>  | <b>4689</b>  | <b>4949</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> |               |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>3761</b> | <b>6498</b>  | <b>7112</b>  | <b>7682</b>  | <b>8277</b>  | 净利润               | 634           | 336          | 306          | 382          | 440          |
| 少数股东权益           | 0           | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备            | (0)           | 29           | 0            | 0            | 0            |
| 股东权益             | 3037        | 3653         | 3791         | 3944         | 4098         | 折旧摊销              | 85            | 117          | 152          | 162          | 172          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>6798</b> | <b>10151</b> | <b>10903</b> | <b>11626</b> | <b>12375</b> | 公允价值变动损失          | 12            | 21           | 12           | 5            | 3            |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |              |              |              |              | 财务费用              | 37            | 64           | 18           | 15           | 11           |
| 每股收益             | 2.03        | 0.98         | 0.90         | 1.12         | 1.29         | 营运资本变动            | 459           | (111)        | 181          | 211          | 142          |
| 每股红利             | 0.41        | 0.52         | 0.49         | 0.67         | 0.84         | 其它                | 0             | (29)         | (0)          | (0)          | (0)          |
| 每股净资产            | 9.72        | 10.70        | 11.11        | 11.55        | 12.01        | <b>经营活动现金流</b>    | <b>1190</b>   | <b>363</b>   | <b>651</b>   | <b>760</b>   | <b>757</b>   |
| ROIC             | 5%          | 4%           | 6%           | 7%           | 8%           | 资本开支              | 0             | (328)        | (324)        | (261)        | (110)        |
| ROE              | 21%         | 9%           | 8%           | 10%          | 11%          | 其它投资现金流           | 125           | 179          | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 37%         | 29%          | 28%          | 28%          | 28%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>112</b>    | <b>(157)</b> | <b>(333)</b> | <b>(270)</b> | <b>(119)</b> |
| EBIT Margin      | 8%          | 5%           | 6%           | 6%           | 6%           | 权益性融资             | 6             | 411          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 10%         | 8%           | 8%           | 8%           | 8%           | 负债净变化             | 196           | 119          | 200          | 120          | 84           |
| 收入增长             | 22%         | 45%          | 21%          | 16%          | 13%          | 支付股利、利息           | (127)         | (178)        | (168)        | (229)        | (286)        |
| 净利润增长率           | 190%        | -47%         | -9%          | 25%          | 15%          | 其它融资现金流           | (1420)        | 389          | (116)        | (29)         | 58           |
| 资产负债率            | 55%         | 64%          | 65%          | 66%          | 67%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1277)</b> | <b>682</b>   | <b>(84)</b>  | <b>(138)</b> | <b>(144)</b> |
| 股息率              | 2.5%        | 3.5%         | 3.4%         | 4.6%         | 5.7%         | <b>现金净变动</b>      | <b>24</b>     | <b>888</b>   | <b>234</b>   | <b>352</b>   | <b>493</b>   |
| P/E              | 7.2         | 14.9         | 16.4         | 13.1         | 11.4         | 货币资金的期初余额         | 1628          | 1652         | 2540         | 2774         | 3127         |
| P/B              | 1.5         | 1.4          | 1.3          | 1.3          | 1.2          | 货币资金的期末余额         | 1652          | 2540         | 2774         | 3127         | 3620         |
| EV/EBITDA        | 21.2        | 27.0         | 22.0         | 20.0         | 19.2         | 企业自由现金流           | 0             | (59)         | 349          | 513          | 644          |
|                  |             |              |              |              |              | 权益自由现金流           | 0             | 449          | 401          | 575          | 759          |

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<br>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<br>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

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