

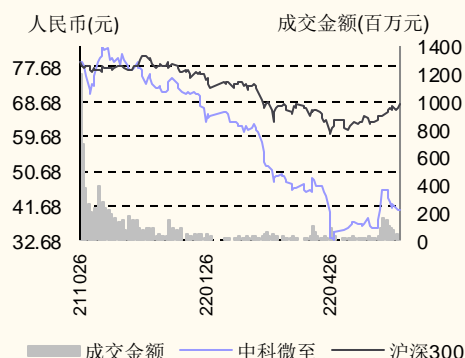
中科微至 (688211.SH) 增持 (首次评级)**公司深度研究**

市场价格 (人民币): 40.40 元

目标价格 (人民币): 51.49 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.32
已上市流通 A 股(亿股)	0.32
总市值(亿元)	53.17
年内股价最高最低(元)	83.00/32.68
沪深 300 指数	4278
上证指数	3305

**智能分拣系统龙头，技术驱动实现高增长****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,204	2,210	2,348	2,934	3,763
营业收入增长率	60.44%	83.46%	6.27%	24.96%	28.23%
归母净利润(百万元)	213	259	271	335	449
归母净利润增长率	59.08%	21.54%	4.57%	23.74%	33.76%
摊薄每股收益(元)	2.163	1.970	2.060	2.549	3.409
每股经营性现金流净额	-0.66	-3.67	0.47	2.12	2.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.84%	6.73%	6.70%	7.82%	9.69%
P/E	18.68	20.51	19.62	15.85	11.85
P/B	5.01	1.38	1.31	1.24	1.15

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **后起之秀：**成立以来业绩高增，公司快速成长为智能分拣系统龙头。公司成立于 2016 年，作为后起之秀依托底层技术快速成长为智能分拣系统龙头企业，17-21 年实现营收、归母净利润 CAGR95%、77%，截至 2021 年末公司在手订单 23.51 亿元。22Q1 国内疫情多点散发，公司项目存进场受阻、验收延迟结算影响，业绩下滑，预计下半年疫情影响逐步减弱后有望恢复。
- **竞争优势：**底层技术驱动，盈利能力较高。公司董事长为中科院科研人员出身，研究方向为工业视觉检测、高速图像处理平台设计等，奠定了注重底层技术研发基础，同时核心团队来自中科院研发实力强劲。2021 年公司毛利率、净利率分别为 28.57%、11.73%。盈利能力较强。
- **市场格局：**市场空间巨大，国内企业仍处于成长初期。根据 Mordor Intelligence 数据，2020 年全球智能物流行业市场规模 559 亿美元，有望在 2026 年达到 1130 亿美元，CAGR12%。根据我们估算 2021 年国内物流仓储装备市场规模约为 714 亿元人民币，17-21CAGR24%。全球物流系统集成龙头大福 2021 年收入约 301 亿元人民币，相比之下国内系统集成商收入规模多处于 10 至 20 亿元人民币左右，仍处于成长初期，未来发展空间巨大。
- **发展展望：**客户结构优化，应用领域多元化打开第二成长曲线。公司集中资源服务中通导致来自中通收入占比较高，伴随新客户开拓预计中通收入占比将持续下降，截至 2021H1 在手订单中通的占比仅 30%。公司 IPO 募资 27.49 亿元，募投项目除扩张产能外，也将向快递以外的电商、仓储、机场等领域延伸，新领域布局有望成为公司第二成长曲线，显著推升公司成长天花板。

盈利预测与投资建议

- 预计公司 2022 至 2024 年实现归母净利润 2.71/3.35/4.49 亿元，对应当前 PE20X/16X/12X。考虑公司深耕底层技术竞争优势显著，未来伴随下游应用领域扩张有望实现业绩高增长。我们给予公司未来 6-12 个月 51.49 元目标价位，对应 2022 年 PE 25X，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险

- 下游快递物流资本开支下滑降低设备采购需求、新业务拓展不及预期、市场竞争恶化降低毛利率，限售股解禁，疫情造成设备验收周期延长。

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

李嘉伦 联系人
lijialun@gjzq.com.cn

内容目录

1. 中科微至：快速成长的智能分拣系统龙头	4
1.1 创立仅 6 年，已成国内智能物流分拣系统领军企业	4
1.2 产品、客户不断多元化，推动业绩高成长	4
1.3 推员工持股计划，完善长效激励机制	5
2. 智能物流：全球千亿市场，国内智能物流设备需求有望持续增长	6
2.1 全球智能物流千亿市场，国内智能分拣设备市场规模近 80 亿元	6
2.2 下游快递物流集中度提升，后续竞争更倾向于比拼综合服务能力，智能物流设备需求有望持续增长	7
3. 竞争分析：公司以底层技术为核心驱动力，各项指标领先可比公司	9
3.1 公司研发实力强劲，从底层技术起步打造核心竞争优势	9
3.2 底层技术驱动，公司快速打入国内第一梯队，各项指标领先可比公司 ..	10
4. 公司布局：从单一大客户到产业链整合面向国内外市场，公司成长路径清晰	13
4.1 业务：公司拓展智能输送、智能仓储等领域，进行产业链整合	13
4.2 客户：从依赖单一大客户到客户丰富，公司实现产品跨行业、跨客户应用	14
4.3 海外布局：加强海外渠道建设，参与全球物流自动化市场	15
4.4 展望：公司与全球龙头相比成长空间巨大，下游领域多元化打造第二成长曲线	16
5. 投资建议与盈利预测	17
6. 风险提示	19

图表目录

图表 1：公司主要下游应用	4
图表 2：2017 至 2021 年营收 95% CAGR	5
图表 3：2017 至 2021 年归母净利润 77% CAGR	5
图表 4：公司收入以智能分拣系统为主	5
图表 5：2021 年交叉带分拣系统毛利率出现波动	5
图表 6：公司员工持股计划规划	6
图表 7：2026 年全球智能物流行业市场规模有望达到 1129.83 亿美元	6
图表 8：2021 年中国物流仓储装备市场规模约 714 亿元	7
图表 9：中国快递业务平均单价持续下滑	7
图表 10：快递物流行业集中度较高	8
图表 11：FedEx 与 UPS 价格战期间仍保持了较高资本开支	8
图表 12：下游快递物流企业资本开支情况	9
图表 13：与中科院等机构的合作研发情况	9
图表 14：公司智能物流分拣系统在分拣效率、稳定性等关键指标上处于国内外	

先进水平	10
图表 15: 行业主要参与公司	10
图表 16: 全球前十物料搬运系统集成商收入规模	10
图表 17: 国内市场主要参与者	11
图表 18: 公司收入体量处于中游水平	12
图表 19: 公司营收增速处于领先水平	12
图表 20: 公司利润规模处于领先水平	12
图表 21: 公司利润增速处于领先水平	12
图表 22: 公司近年毛利率处于第一梯队	13
图表 23: 公司近年净利率处于第一梯队	13
图表 24: 公司研发投入处于第一梯队	13
图表 25: 公司研发投入占比较高	13
图表 26: 公司部分在研项目涉及新应用行业拓展	14
图表 27: 公司与可比公司前五大客户占比	14
图表 28: 2019 年公司前五大客户情况	15
图表 29: 2020 年公司前五大客户情况	15
图表 30: 截至 2021H1 公司在手订单结构	15
图表 31: 2021 年末海外市场在手订单约 3.92 亿元, 占比 16.7%	16
图表 32: 大福发展历程	16
图表 33: 大福 2021 年收入结构	17
图表 34: 公司研发投入相比大福差距不断缩小	17
图表 35: 公司收入拆分预测	18
图表 36: 可比公司估值	18

1. 中科微至：快速成长的智能分拣系统龙头

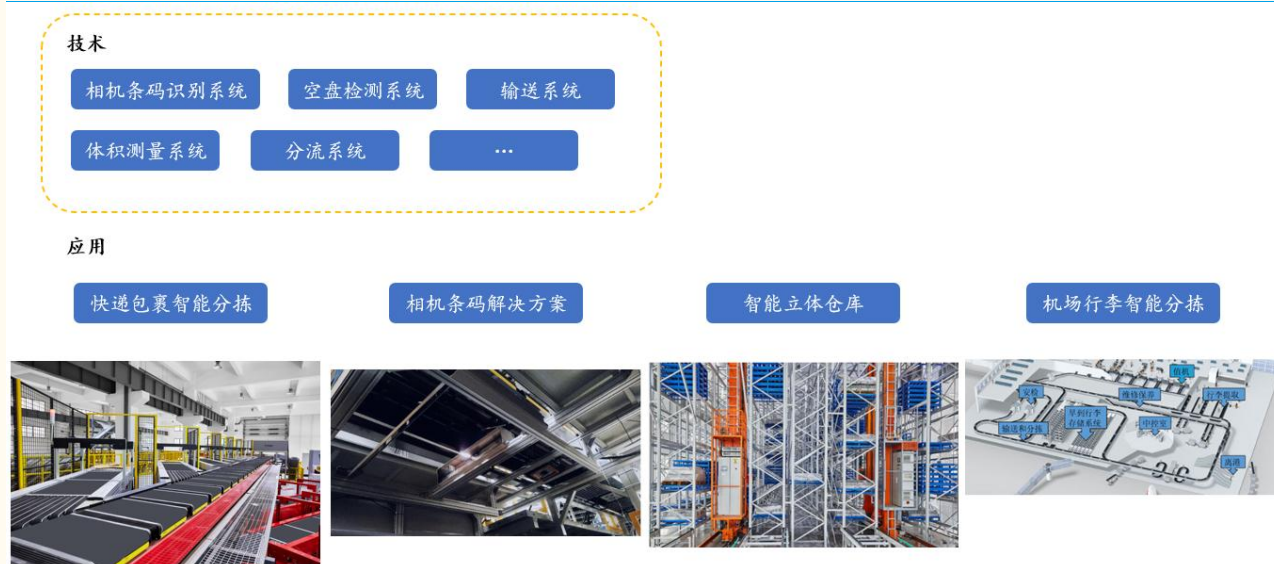
1.1 创立仅 6 年，已成国内智能物流分拣系统领军企业

中科微至于 2016 年在江苏无锡成立，主要从事智能物流分拣系统的研发设计、生产制造及销售服务，是国内智能物流分拣系统领域内领先的综合解决方案提供商。公司创始人出身中科院微电子所，同时中科院微电子所通过中科微投以技术入股方式参投中科至微，专业技术背景深厚。截至目前，公司已经与中通、顺丰、百世、申通、极兔、韵达、中国邮政、苏宁、德邦等国内主要快递、物流及电商企业建立稳定合作关系，累计向客户交付超过 500 套交叉带分拣系统，同时产品出口至泰国、印尼、等多个国家和地区。

公司产品品类不断多元化，在分拣领域已拥有以交叉带分拣系统为核心的 5 大类产品：

- 交叉带分拣系统：分为单层设备和多层设备，可连续大批次的处理各种包裹，从轻小信件到重达 30 公斤的货物，分拣线最快运行速度达 2.5 米/秒，适用于电商、服装、快递等行业的大中型场地。
- 大件分拣系统：包括摆轮分拣系统和模组分拣系统，主要由动态秤、高精度条码识别系统等组成，均适用于 30 公斤以上的大件包件。
- 总集成式分拣系统：根据客户总体输送分拣需求，提供包括交叉带分拣系统、大件分拣系统、动态称重设备、输送设备、单件分离设备等多项产品组合的整体输送分拣系统。
- 动态称重设备：包括读码系统、体积测量系统和称重系统，可有效的节省人力成本和分拣时。
- 输送设备：主要为皮带式输送机，是物流包件运输的配套设备。

图表 1：公司主要下游应用



来源：公司官网，公司招股说明书，国金证券研究所

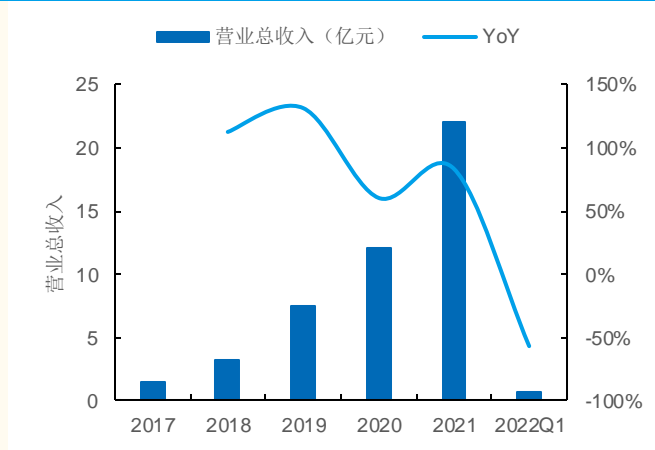
1.2 产品、客户不断多元化，推动业绩高成长

公司近年业绩表现优异，2017 至 2021 年期间，公司营收、归母净利润 CAGR 分别为 95%、77%。2021 年在收入高增的情况下，利润增速低于收入增速主要是公司为快速投放新品和提升市场占有率，销售毛利率有所下降，同时受疫情影响信用减值损失和资产减值损失同比有一定幅度增加。

22Q1 在国内疫情多点散发影响下，公司运营项目存在进场受阻、验收结算推迟等情况，业绩出现较大波动，预计下半年伴随国内疫情好转公司收入确认节奏有望恢复。

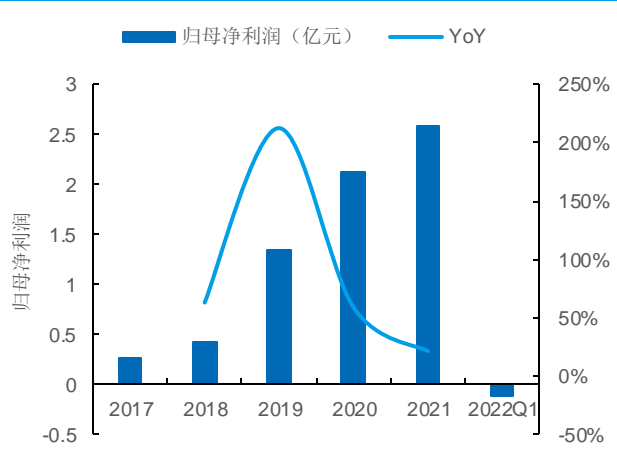
截至 2021 年底公司在手订单 23.51 亿元，有望支撑公司 2022 年业绩增长。

图表 2: 2017 至 2021 年营收 95% CAGR



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 2017 至 2021 年归母净利润 77% CAGR

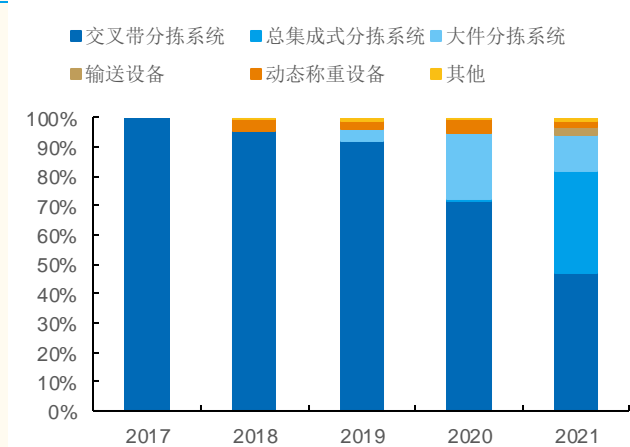


来源: Wind, 国金证券研究所

公司目前收入以智能分拣系统为主，2021 年总集成式分拣系统放量凸显产品延展性。公司以交叉带分拣系统起家，陆续开发了大件分拣系统、总集成式分拣系统产品，2021 年公司总集成式分拣系统收入放量，通过将设备单机与软件系统集成获得客户认可，凸显了公司产品已具备良好的延展性和适应性。

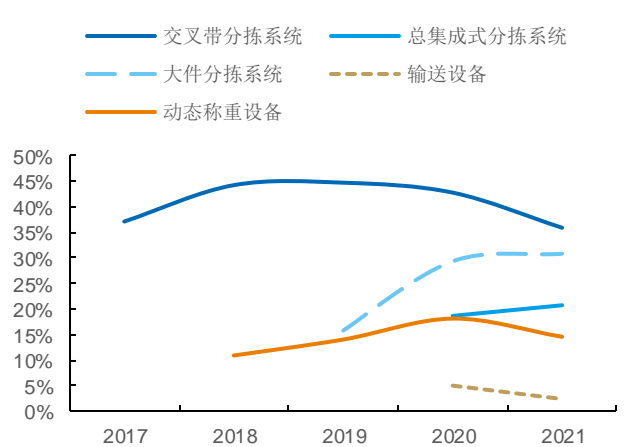
公司经营策略以开拓市场为主，交叉带分拣系统毛利率出现波动。2021 年公司交叉带分拣系统毛利率出现下降，主要由于公司目前经营策略以提升市场占有率为主。公司总集成式分拣系统 2021 年毛利率有所上升，反映客户对公司产品认可度提高。展望未来随着公司产品经验积累，毛利率有望回暖。

图表 4: 公司收入以智能分拣系统为主



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 2021 年交叉带分拣系统毛利率出现波动



来源: Wind, 国金证券研究所

1.3 推员工持股计划，完善长效激励机制

2022 年 4 月公司发布第一期员工持股计划（草案），持股计划总份数不超过 508500 份，其中董事（不含独立董事）、高级管理人员 2 人，持有本员工持股计划总份额的 77.88%；其他员工不超过 8 人，持有本员工持股计划总份额的 22.12%，份额认购价 3.5 元/份。有望调动公司骨干员工积极性，完善公司长效激励机制。

图表 6: 公司员工持股计划规划

姓名	职务	持股份额上限 (份)	占本员工持股计划总份额的比例上限
奚玉湘	董事、副总经理、董事会秘书	360,000	70.80%
邹希	董事、财务总监	36,000	7.08%
其他人员 (不超过 8 人)		112,500	22.12%
总计 (不超过 10 人)		508,500	100.00%

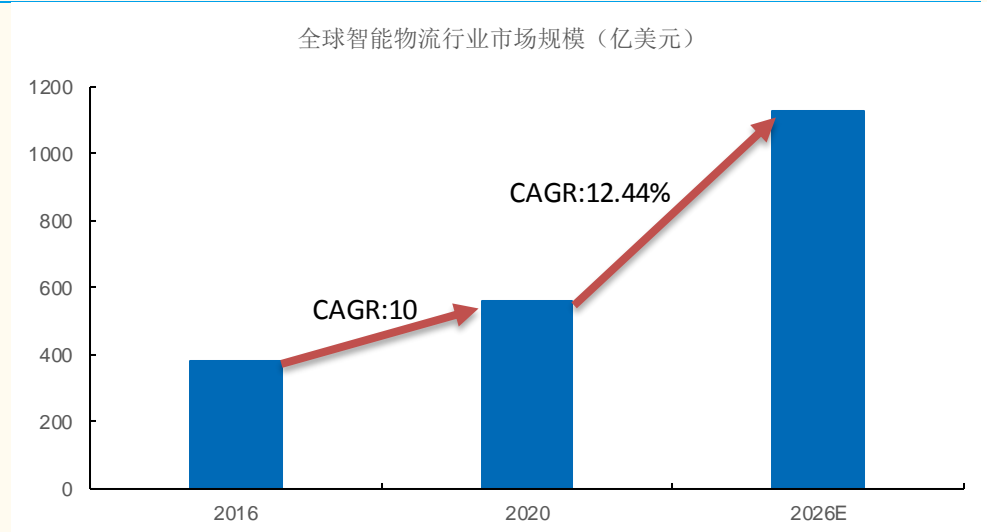
来源: 公司公告、国金证券研究所

2.智能物流: 全球千亿市场, 国内智能物流设备需求有望持续增长

2.1 全球智能物流千亿市场, 国内智能分拣设备市场规模近 80 亿元

为满足制造业、物流业降本需求, 智能物流系统应运而生, 根据 Mordor Intelligence 数据, 全球智能物流行业市场规模在 2016 至 2020 年间保持 10% CAGR 增长, 并在 2020 年达到 559.074 亿美元。预计后续随着智能化、智慧化作为未来物流行业的发展方向, 加上人工智能、大数据等技术逐渐成熟, 预计全球智能物流行业市场规模将达到 1129.83 亿美元, 在 2020 至 2026 年间保持 12.44% CAGR 增长。

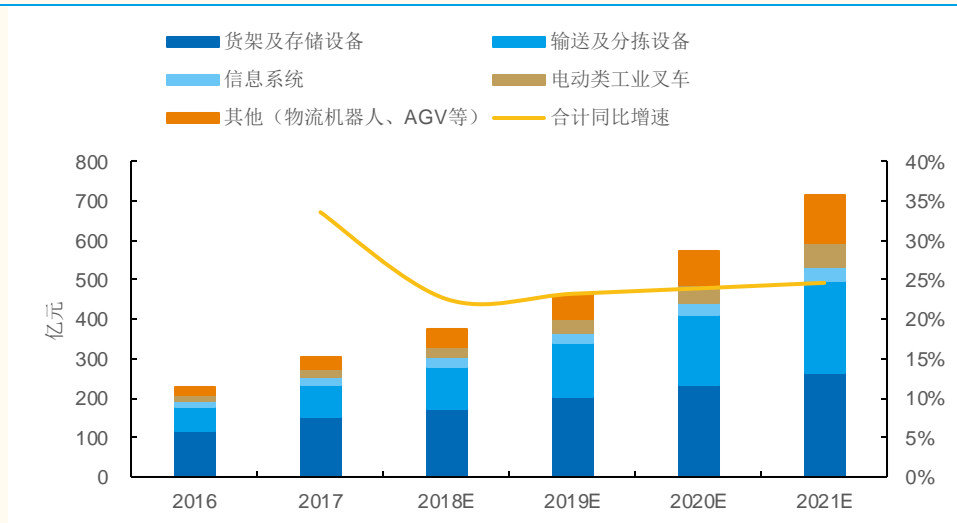
图表 7: 2026 年全球智能物流行业市场规模有望达到 1129.83 亿美元



来源: Mordor Intelligence, 科捷智能招股说明书, 国金证券研究所

根据中国机械工程学会数据, 2017 年中国物流仓储装备销售规模约 306 亿元, 同比增长 33.59%。假设其中的其他类型设备 (AGV 和物流机器人兴起) 增速最高, 2017 至 2021 年 CAGR40%; 电动类工业叉车与输送及分拣设备保持 CAGR30%高速增长; 货架及存储设备与信息系统保持 CAGR15% 稳健增长, 预计 2021 年中国物流仓储装备销售规模达到 714.15 亿元, 2017 至 2021 年保持 CAGR23.59% 增长。

图表 8：2021 年中国物流仓储装备市场规模约 714 亿元

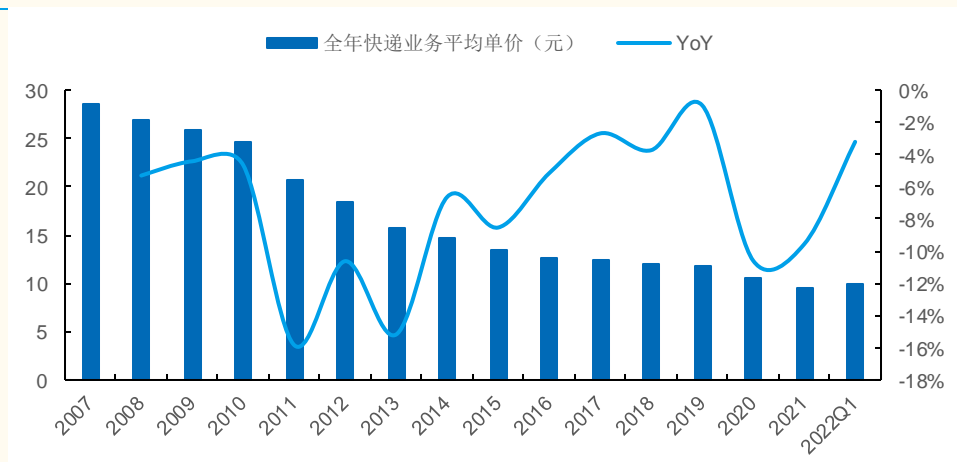


来源：中国机械工程学会，国金证券研究所估算

2.2 下游快递物流集中度提升，后续竞争更倾向于比拼综合服务能力，智能物流设备需求有望持续增长

快递物流竞争激烈，中国快递业务平均单价持续下滑。根据国家邮政局数据，2021 年中国快递业务平均单价 9.54 元，同比下降 9.57%，2022Q1 平均单价 9.9 元，同比下降 3.2%。

图表 9：中国快递业务平均单价持续下滑

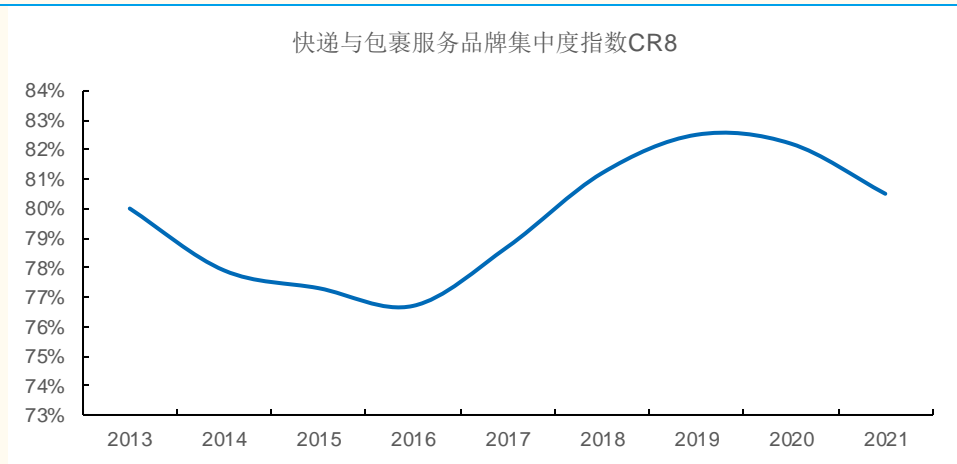


来源：国家邮政局，国金证券研究所

伴随竞争加剧，行业集中度处于高位。快递行业竞争越发激烈，持续不断的价格战抬升了行业规模壁垒以及标准化服务的水平线，二线企业由于与头部的企业规模差距越拉越大，规模效应明显弱于头部企业，导致其成本线难以跟上行业价格线的降低速度，业绩出现亏损，同时其服务时效也无法与头部企业相抗衡，许多企业陆续退出行业竞争。

从国家邮政局披露的快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 数据来看，从 2016 年开始行业集中度不断提升，到 2020 年 CR8 占比已达到 82.2%，2021 年 CR8 占比有所下滑主要是新品牌极兔入围快速占领了部分市场。

图表 10：快递物流行业集中度较高

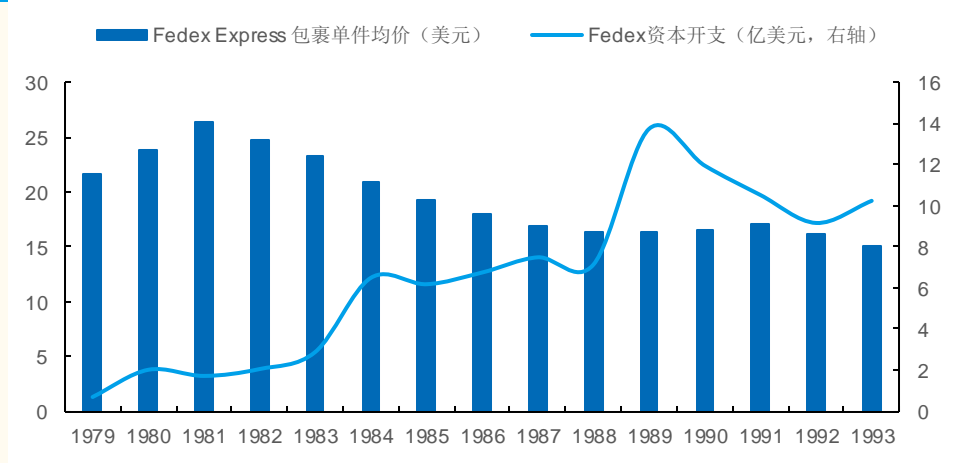


来源：国家邮政局，国金证券研究所

- 竞争激烈时期物流企业需保持资本开支确保竞争力，智能物流设备需求有望提升。

回顾美国市场，价格战时期企业仍倾向于保持资本开支。在上世纪 70 年代，UPS 通过并购整合奠定陆运王者地位，而 Fedex 通过布局空运领域也获得成功，后续两大巨头在对方擅长领域的相互渗透带来了一轮价格战，在 1982 至 1989 年间快递价格持续下行。但 FedEx 和 UPS 均在价格战期间保持了较高的资本开支，在快递单价降低时通过维持资本开支，提升运输时效性、提升服务质量来提高市场份额。在激烈的竞争后，行业基本出清，形成了寡头格局。

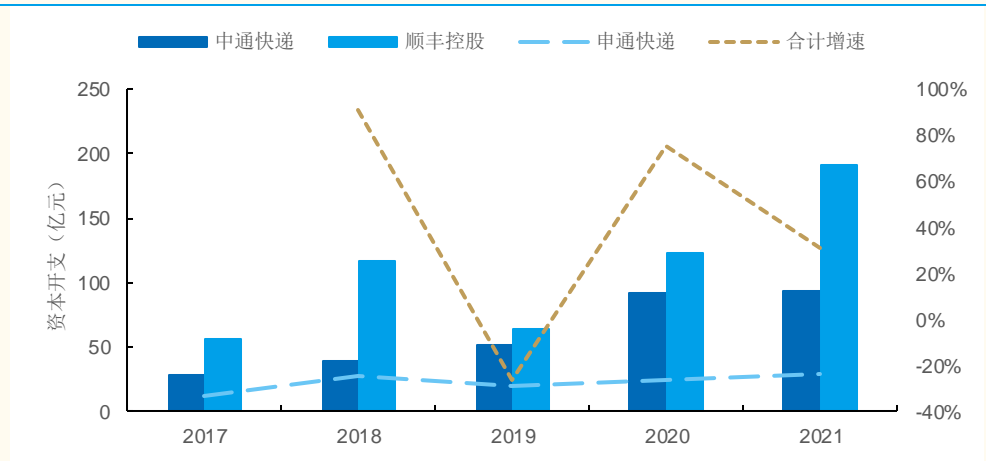
图表 11：FedEx 与 UPS 价格战期间仍保持了较高资本开支



来源：Fedex 年报，国金证券研究所

我们认为在当前头部快递物流企业已具有一定规模效应背景下，后续物流企业之间的竞争更加集中于涉及快递网络、智能化水平、服务和时效性的比拼，对于智能化设备的需求有望持续提升。

图表 12：下游快递物流企业资本开支情况



来源：Wind，国金证券研究所

3.竞争分析：公司以底层技术为核心驱动力，各项指标领先可比公司

3.1 公司研发实力强劲，从底层技术起步打造核心竞争优势

董事长为科研人员出身，重视底层技术研发。公司董事长李功燕为科研人员出身，自中科院自动化研究所博士毕业后，就留在研究所以工业视觉检测、高速图像处理平台设计为研究方向展开科研，并最终形成了一系列产业化成果，奠定了重视底层技术研发的基础。近年公司不断加大研发投入，研发人员数量也不断提升。

背靠中科院微电子研究所，公司研发实力强劲。创立初期，中科院微电子所等机构即向公司转让 7 项图像识别技术相关发明专利，公司后通过对原有技术专利不断完善，并自主开发算法软件、应用软件，形成了现有图像识别技术，并广泛应用于物流分拣系统。同时，公司与中科院微电子所等有“大件分拣控制系统设计”等研发合作，保持良好的合作关系。

图表 13：与中科院等机构的合作研发情况

合作单位	主要合同内容	研发项目的所处阶段及进展情况
中国科学院微电子研究所	共同申报弘光专项项目“支撑现代物流体系建设的核心智能装备系统产业化”	项目第一阶段已完成，2020 年 10 月召开验收会，顺利通过验收；已提交第二阶段实施计划，审批中
中国科学院微电子研究所	大件分拣控制系统设计	已完成项目所有任务：制定大件分拣嵌入式控制系统总体方案；完成控制系统软件架构、硬件结构设计，完成控制系统开发；完成大件控制系统整体集成调试和检测
中科院微电子研究所昆山分所	快递包裹三维尺寸测量技术	已完成项目所有任务：开展了项目需求分析、设计了总体方案；建立了双目立体视觉系统测量模型；开发了图像匹配算法，并对标准包裹实现测量测试；研制了包裹体积测量装置研制；开展了包裹三维体积测量在线调试
中科院微电子研究所昆山分所	目标检测与识别图像处理技术	已完成项目所有任务：开发了目标精准定位和矫正算法；将目标检测与识别算法应用到实际分拣环境中
南京航空航天大学无锡研究院	自动分拣系统用动态无线供电系统研发	已经完成方案论证，初级逆变补偿测仿真分析，电路参数设计、磁件参数设计；目前在对场地实际需求更新完善具体方案，设计原边机盒外形以满足尺寸要求，元器件选型，PCB 图绘制调试

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

建立完善研发机制，掌握核心技术，关键指标国内外领先。公司技术与产品研发由子公司微至研发统筹安排，下属包括智能系统实验室、机电系统研发中心等部门。截至 2021 年 10 月公司拥有发明专利 16 项，实用新型专利 37 项，是国内少数几家掌握智能物流输送分拣全套系统及其核心部件研发、设计、生产能力的公司，分拣效率、稳定性等关键指标均处于国内外先进水平。

图表 14: 公司智能物流分拣系统在分拣效率、稳定性等关键指标上处于国内外先进水平

核心技术	技术指标	参数		结论
		公司	同行业公司	
智能物流输送 分拣技术	分拣装备最高稳定运行速度	180 米/分钟	德马科技: 180 米/分钟; 欣巴科技: 180 米/分钟; 金峰科技: 150 米/分钟; 范德兰德: 180 米/分钟; 英特诺: 150 米/分钟	国内先进、国际先进
	输送分拣最高效率(单层单区供包)	1.7 万件/小时(600mm 截距小车), 2.0 万件/小时(500mm 截距小车)	德马科技: 1.6 万件/小时(单层单区供包); 欣巴科技: 1.6 万件/小时(单层单区供包, 600mm 截距小车), 2.0 万件/小时(单层单区供包, 500mm 截距小车); 金峰科技: 1.5 万件/小时; 伯曼: 2.0 万件/小时; 范德兰德: 1.8 万件/小时; 英特诺: 2.0 万件/小时	国内先进、国际先进
	分拣准确率	99.99%	德马科技: 99.99%; 欣巴科技: 99.99%; 伯曼: 接近 100%	国内先进、国际先进
	运行噪音	≤65 分贝	德马科技: ≤65 分贝; 欣巴科技: ≤65 分贝; 英特诺: 67 分贝	国内先进、国际先进

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

3.2 底层技术驱动, 公司快速打入国内第一梯队, 各项指标领先可比公司

■ 从全球市场来看, 国内企业收入规模上仍与海外龙头有较大差距

全球智能物流装备系统集成商主要包括大福 (Daifuku)、范德兰德 (Vanderlande)、TGW 物流集团 (TGW Logistics Group)、英特诺 (Interroll)、伯曼 (Beumer) 等企业, 均为设备制造商和软件开发商转变成的系统集成商。

图表 15: 行业主要参与公司

公司	国家	公司简介
大福	日本	日本株式会社大福是一家物料搬运系统集成商及设备制造厂商, 主要从事存储系统、输送系统、分拣和拣选系统、信息系统等多种物流设备以及信息系统的研发、生产和销售, 产品及服务主要应用于电子商务、食品、药品、化学品、机械、半导体、液晶制造、汽车制造、机场等行业。
胜斐迩	德国	德国胜斐迩控股国际有限公司是一家物流系统和产品解决方案供应商, 主要从事仓储、输送和运输、拣选、处理系统、工作站等多种设备及软件解决方案的研发、生产和销售, 产品及服务主要应用于食品零售、食品和饮料、零售和批发、医药和化妆品、工业、时尚等行业。
德马泰克	美国	美国德马泰克生产与物流自动化系统有限公司是一家全面的智能供应链和自动化解决方案提供商, 主要从事 AGV 系统、输送机系统、高架系统、码垛和卸垛、机器人系统、分拣系统、存储系统、工作站系统等设备及软件系统的研发、生产和销售, 产品及服务主要应用于服装、耐用品制造、电子商务、食品饮料、日用商品零售、杂货店、卫生保健、非耐用品制造、包裹、第三方物流、批发等行业。
范德兰德	荷兰	荷兰范德兰德工业公司是一家从事物流面向未来系统的全球市场领先企业, 专注于机场行李处理自动化和快递包裹分拣自动化领域。公司同时也是仓储自动化解决方案的领先供应商。
TGW 物流集团	奥地利	成立于 1969 年, 是领先的物流系统集成商和设备供应商, 提供高动态、自动化系统, 为客户定制一站式物流解决方案, 主要产品包括穿梭车系统、堆垛机、输送机部件、分拣系统、软件等。
英特诺	瑞士	成立于 1959 年, 是领先的物料输送解决方案供应商, 为系统集成商及原始设备制造商提供一系列基于平台的产品和服务, 包括滚筒、输送机、分拣机及动态仓储系统。
伯曼	德国	成立于 1935 年, 是输送、装卸、码垛、包装、分拣/分类领域国际领先的内部物流系统生产商。为全球不同行业(如散货/货件、食品/非食品、建筑业、邮购、邮政及机场行李处理)的客户提供专业的系统解决方案及全方位的支持服务。

来源: 公司招股说明书, 科捷智能招股说明书, 国金证券研究所

由于国外智能物流和智能制造系统领域发展时间较早, 海外龙头企业普遍在知名度、规模等方面领先国内企业, 并且产品线、项目经验丰富, 在高端市场的优势较为明显。国内企业成立时间晚, 规模相对较小, 在收入水平上仍有较大差距。

图表 16: 全球前十物料搬运系统集成商收入规模

2021 排名	2020 排名	公司	全球收入 (百万美元)	2021 年同比增长	近 3 年增长
---------	---------	----	-------------	------------	---------

			2020 年	2021 年		
1	1	Daifuku	4540	4390	-3.3%	9%
2	2	Dematic (Kion)	3226	4299	33.3%	61%
3	3	SSI Schaefer Group	3120	3732	19.6%	16%
4	5	Honeywell Intelligrated Vanderlande	2018	2940	45.7%	63%
5	4	(Toyota)	2100	2600	23.8%	53%
6	7	Knapp AG	1450	1840	26.9%	34%
7	6	Murata Machinery, Ltd.	1490	1780	19.50%	-1.00%
8	9	Material Handling Systems (MHS)	1150	1500	30.40%	50.00%
9	12	Integrated Logistics	855	1242	45.30%	85.00%
10	NA	Interlake Mecalux(MECALUX)	766	1177	53.70%	NA

来源：现代物料搬运，国金证券研究所

- 在国内市场，公司以底层技术驱动，当前已打入国内第一梯队，各项指标领先可比公司。

随着中国人力成本、土地价格上涨，对于智能物流设备需求也逐渐提升，而由于进口设备普遍价格较高，国内企业也推出了具有自主知识产权的设备及系统，逐渐缩小与海外企业的差距，产品性能逐渐接近行业领先水平。

图表 17：国内市场主要参与者

公司名称	主营业务	主要下游行业
今天国际	定位于专业的智慧物流和智能制造系统综合解决方案提供商，为生产制造、流通配送企业提供自动化生产线及物流系统的规划设计、系统集成、软件开发、设备定制、电控系统开发、现场安装调试、客户培训和售后服务等一体化业务	重点客户为烟草、动力锂电行业
东杰智能	从事智能成套装备的设计、制造、安装调试与销售。主要产品类别包括智能物流输送系统、智能物流仓储系统、智能立体停车系统、智能涂装系统等	汽车整车及零部件、工程机械、物流仓储、食品饮料、电子商务、化工、烟草、医药、冶金等各个领域
德马科技	主要从事自动化物流输送分拣系统、关键设备及其核心部件的研发、设计、制造、销售和服务	电子商务、快递物流、服装、医药、烟草、新零售、智能制造行业
华昌达	主要为汽车等行业客户提供先进的工业机器人、智能制造装备及系统集成解决方案	汽车行业等
天奇股份	以三大业务板块为主的发展经营方向，分别为以汽车智能装备及智能仓储物流为主的智能装备板块、以循环装备及循环产业为主的循环板块、以风电铸件业务为主的重工装备板块	汽车、物流、食品、烟草、交通运输、再生资源、风电行业等
欣巴科技	自动化物流输送分拣系统的研发、设计、生产与集成	快递物流、电子商务、服装等行业
兰剑智能	智能仓储物流自动化系统的研发、设计、生产、销售及服务，主要产品是智能仓储物流自动化系统	烟草、医药、电子商务、汽车、规模零售行业等
苏州金峰	专注于物流分拣、仓储和智能工厂自动化领域的系统集成商	电子商务、快递物流行业
科捷智能	专注于提供智慧物流、智能制造高效系统解决方案的专业集成商	快递物流、电子商务、家电、家居、医疗器械、医药、服装、汽车、电子、轮胎、军工行业等
中邮科技	智慧物流装备和特种汽车的研制与生产，主要产品和服务范围包括智能分拣、智能传	快递物流、电子商务、烟草、汽车行业等

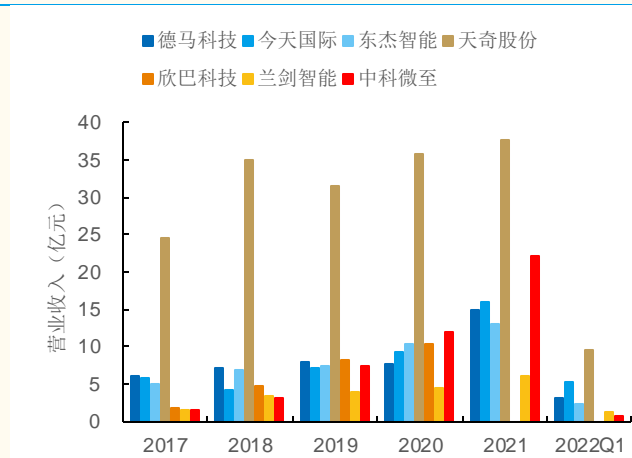
公司名称	主营业务	主要下游行业
中科微至	输、智能仓储、智能终端以及智能专用车定制等 致力于为快递、物流、电商等行业提供智能化综合集成解决方案的综合解决方案提供商	快递物流、电子商务等

来源：公司招股说明书，国金证券研究所

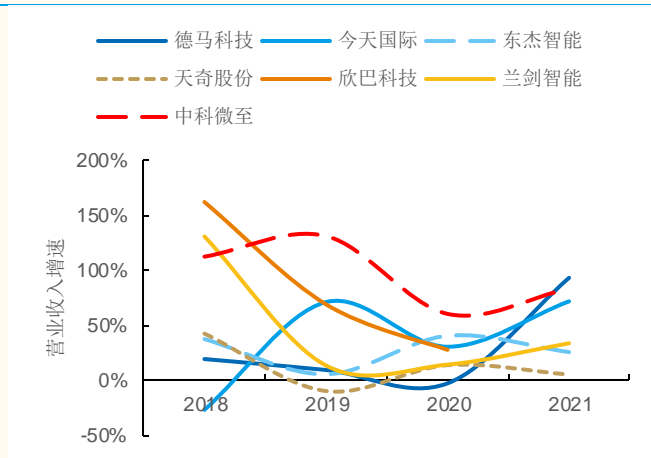
公司与国内竞争对手相比成立时间较短，但高度重视技术研发投入，目前在智能分拣领域掌握自主研发的核心技术，目前在收入增速、盈利能力、研发投入等方面均处于领先水平。

图表 18：公司收入体量处于中游水平

图表 19：公司营收增速处于领先水平



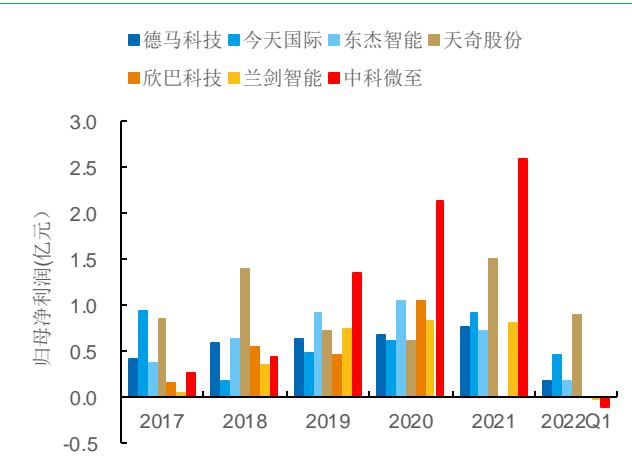
来源：Wind，国金证券研究所



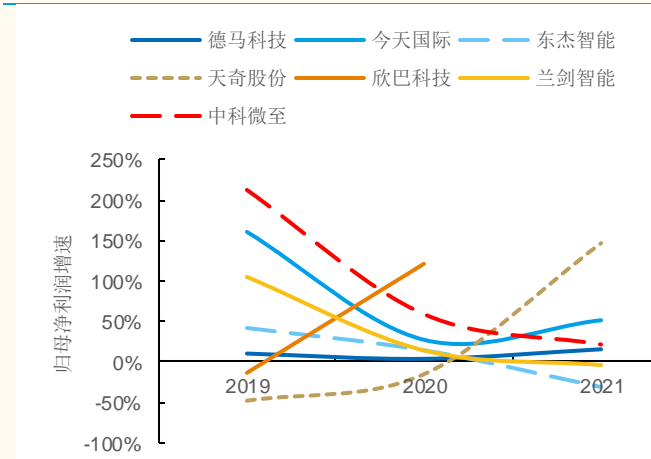
来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：公司利润规模处于领先水平

图表 21：公司利润增速处于领先水平

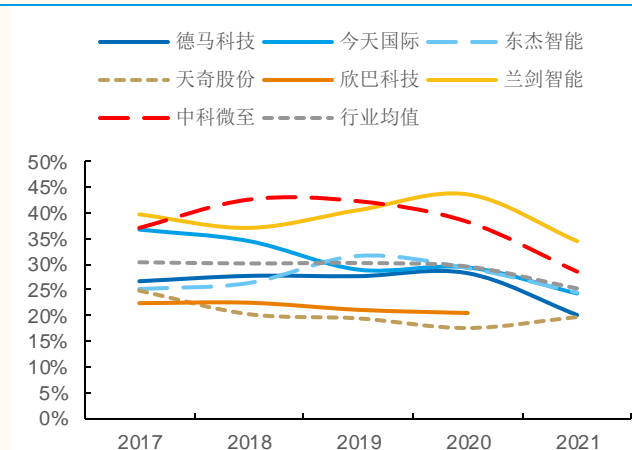


来源：Wind，国金证券研究所



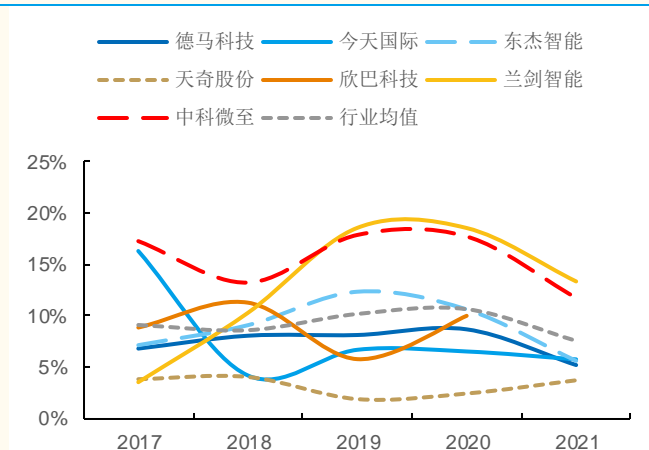
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22: 公司近年毛利率处于第一梯队



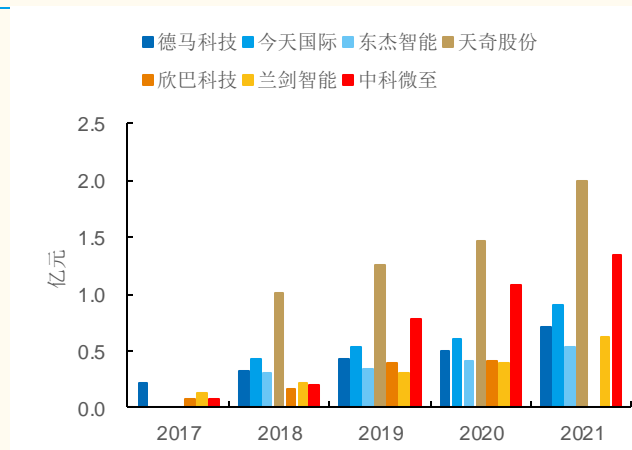
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 公司近年净利率处于第一梯队



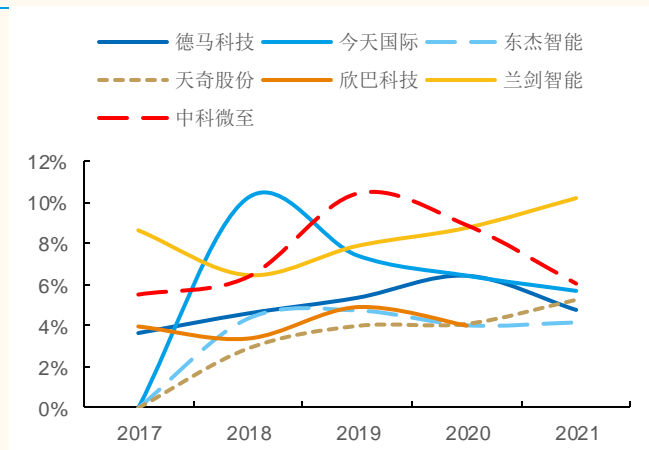
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 公司研发投入处于第一梯队



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 25: 公司研发投入占比较高



来源: Wind, 国金证券研究所

4. 公司布局: 从单一大客户到产业链整合面向国内外市场, 公司成长路径清晰

4.1 业务: 公司拓展智能输送、智能仓储等领域, 进行产业链整合

掌握分拣共性技术, 奠定多元化发展基础。公司以快递物流行业起家, 积累了较多的项目经验并掌握了多项物流分拣共性技术, 涵盖图像识别技术、支撑智慧物流综合集成的关键设备单机技术、自动控制技术等, 上述核心技术在修改相应算法、软件后, 可应用于仓储、机场、烟草等多个场景。

针对电子商务、烟草和医药等应用行业更加侧重于 WMS、WCS 等信息系统及以自动化立库为代表的存储系统的特点, 公司现已“WMS Cloud 云仓储管理系统 V1.0”、“中科微至智能仓库控制系统软件 V1.0”、“中科微至智能仓库管理系统软件 V1.0”等多项有关智能仓储的软件著作权, 具备了向多个相关领域延伸的技术基础。

图表 26: 公司部分在研项目涉及新应用行业拓展

<p>智能仓储研发项目</p> <ul style="list-style-type: none"> 面向多场景的堆垛机迭代升级研发完成 多穿立体库料箱四向穿梭车研发中 窄通道单舵轮堆垛机器人完成第一代样机设计打样, 实现了单线激光SLAM算法 滚筒机、链条机、提升机、RGV等输送设备完成设计并生产使用 	<p>机场一车双带分拣系统</p> <ul style="list-style-type: none"> 完成研发并通过民航相关认证, 正进行市场推广工作 适用于年旅客吞吐量大于800万中大型机场新建/改造/扩容。 	<p>面向农产品高端智能分拣系统</p> <ul style="list-style-type: none"> 完成多种水果的分选线研发, 实现无损输送、内部品质检测、动态称重和精确分拣, 并已部分投入市场
<p>机场安检智能旅检通道系统的研发</p> <ul style="list-style-type: none"> 民航值机段已完成导入段的研发, 称重段预计 4 月底完成研发。 民航转盘已完成平转盘、斜转盘的全部研发工作 	<p>面向民航的全自动行李分拣系统</p> <ul style="list-style-type: none"> 托盘、直线输送机、转弯机、30°分合流、动态卸载、AS-I 通讯总线等产品, 在持续研发中 	

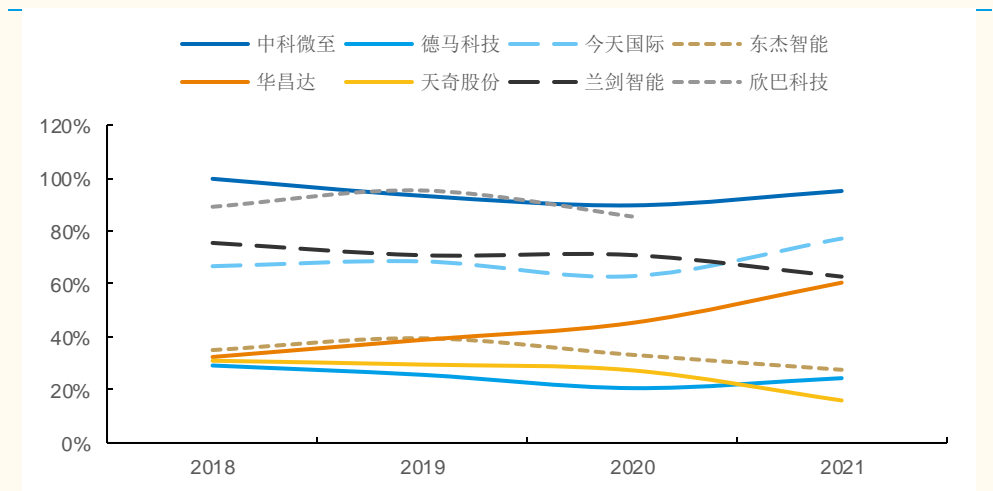
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司募投项目将延展下游应用领域。公司募投项目除涉及扩张现有产品产能外, “智能装备与人工智能研发中心项目”将增强核心技术研发, 以构建智能输送、智能分拣、智能仓储系统体系, 并向除快递以外的电商、机场、农业等领域延伸。同时, 根据公司公告披露, “智能装备制造中心项目”将建立面向机场、农业、仓储等其他领域的示范线, 且项目建成后将形成年产 51 套其他行业分拣设备相关核心设备、核心器件、核心零部件的配套产能。

4.2 客户: 从依赖单一大客户到客户丰富, 公司实现产品跨行业、跨客户应用

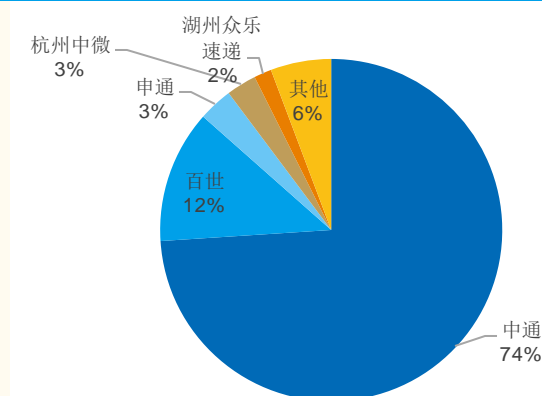
公司在起步时考虑到团队规模与服务能力有限, 将主要资源和精力集中于服务一家战略客户, 采取了类似欣巴科技重点服务韵达的策略, 公司选择集中资源服务中通, 导致中通单一客户收入占比较高, 公司前五大客户占比也较高。

图表 27: 公司与可比公司前五大客户占比



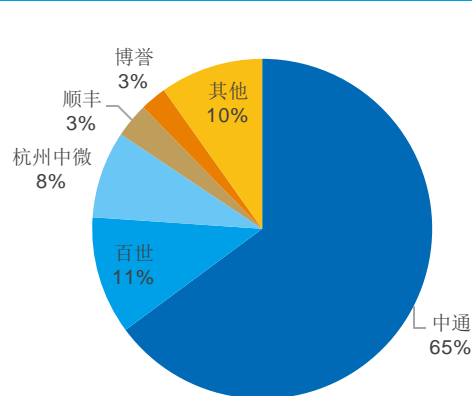
来源: Wind, 各公司公告, 国金证券研究所

图表 28: 2019 年公司前五大客户情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 29: 2020 年公司前五大客户情况

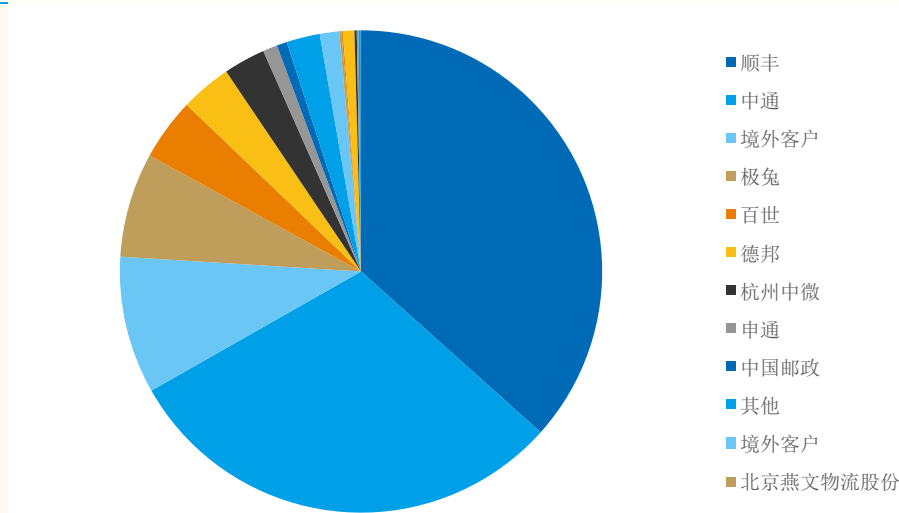


来源: Wind, 国金证券研究所

从订单结构来看, 公司客户结构存在积极变化:

- 中通占比下降, 单一客户依赖程度降低。公司与中通建立了良好合作机制, 伴随中通区域分拣中心及相关物流设备投入规模的增加, 公司收入规模也不断增长。伴随着公司不断开拓其他客户, 中通的收入占比从 2018 年的 98%降低至 2020 年的 65%, 在 2021H1 的在手订单中占比仅 30%。
- 公司产品逐渐实现跨行业、跨客户应用。公司的交叉带分拣系统、大件分拣系统、动态称重设备、单件分离设备等产品已成功销往顺丰、百世、申通、极兔、韵达、中国邮政、苏宁、德邦等国内主要物流快递电商企业; 并将各类设备单机与软件系统集成, 推出新一代总集成式分拣系统, 并已获得多家客户订单。同时公司切入仓储、机场等领域客户, 面向更广阔的下游市场领域。

图表 30: 截至 2021H1 公司在手订单结构

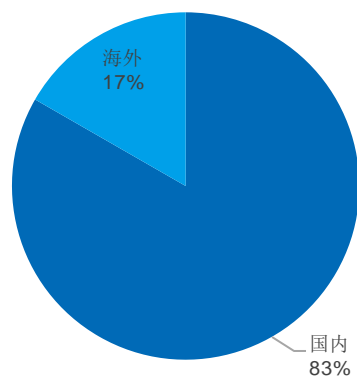


来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

4.3 海外布局: 加强海外渠道建设, 参与全球物流自动化市场

在国际市场上公司持续推进国际化战略, 加强包括东南亚、俄罗斯、中东、欧洲等国家和地区的海外市场渠道建设力度, 加强与国外企业之间的沟通与合作, 并在此基础上不断拓展新市场, 积极开拓国际化市场, 目前产品已出口至泰国、印尼、菲律宾、新加坡、俄罗斯等多个国家和地区, 2021 年公司海外市场实现销售收入 4656 万元, 2021 年末在手订单中海外市场订单约为 3.92 亿元, 占比 16.7%, 后续有望保持高速增长。

图表 31: 2021 年末海外市场在手订单约 3.92 亿元, 占比 16.7%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

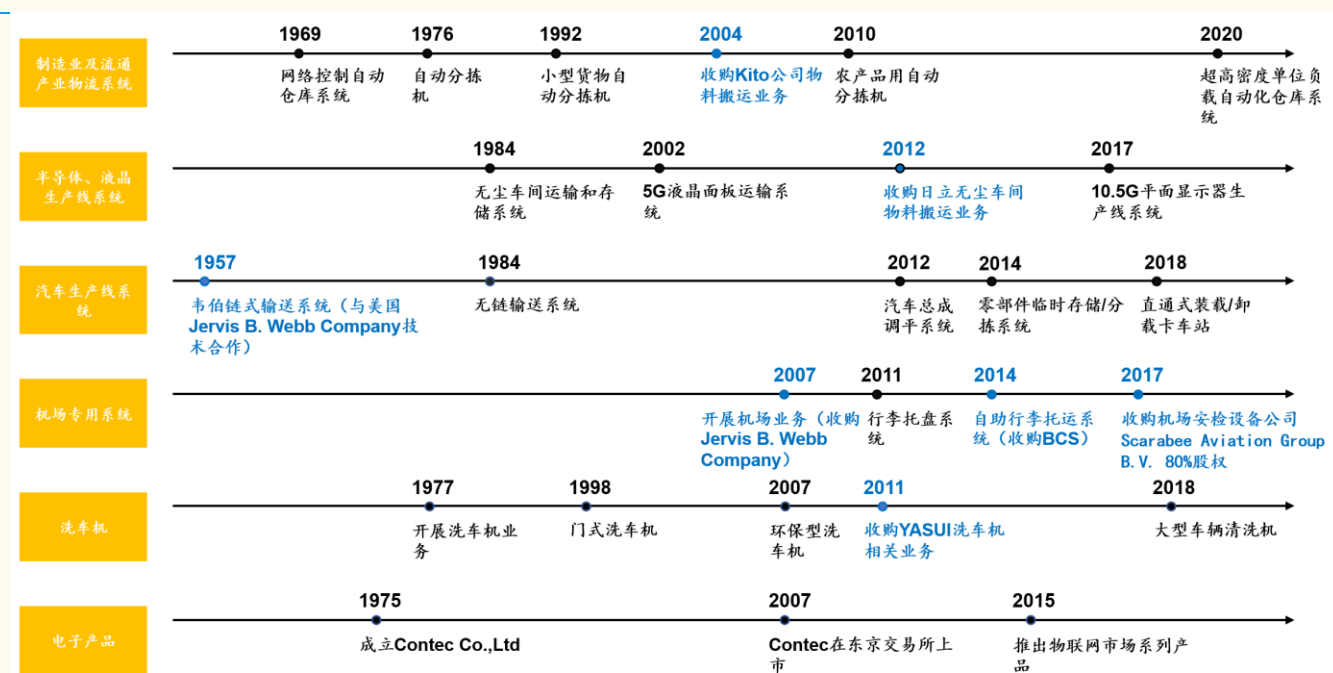
国内物流快递企业出海打造全球化物流网络, 公司有望充分受益。当前中国快递物流企业均在寻求出海, 中通已在东南亚布局快递网络, 顺丰通过收购嘉里打通国际市场, 成立于海外的极兔则已在国外搭建了自营末端网络, 当前仍在不断加码国际化布局。考虑当前积极进行全球化布局的顺丰、极兔等企业均与公司保持良好合作关系, 公司有望充分受益。

4.4 展望: 公司与全球龙头相比成长空间巨大, 下游领域多元化打造第二成长曲线

从全球物流智能装备系统集成商龙头大福发展历程来看, 大福成立于 1937 年, 最早伴随日本汽车工业的发展迎来了工厂自动化时代, 业务以汽车链式输送带为主。后续逐步进入一般制造业、半导体等领域, 2007 年进入机场物流领域, 伴随着各个领域的不断拓展, 2021 年大福全球收入已经达到 301 亿元人民币。

大福基本上自动开发了物流系统所需要的全部软硬件, 包括自动化立体仓库、分拣系统、控制系统、信息系统、AGV 等。自行生产的物流装备更容易实现无缝集成。

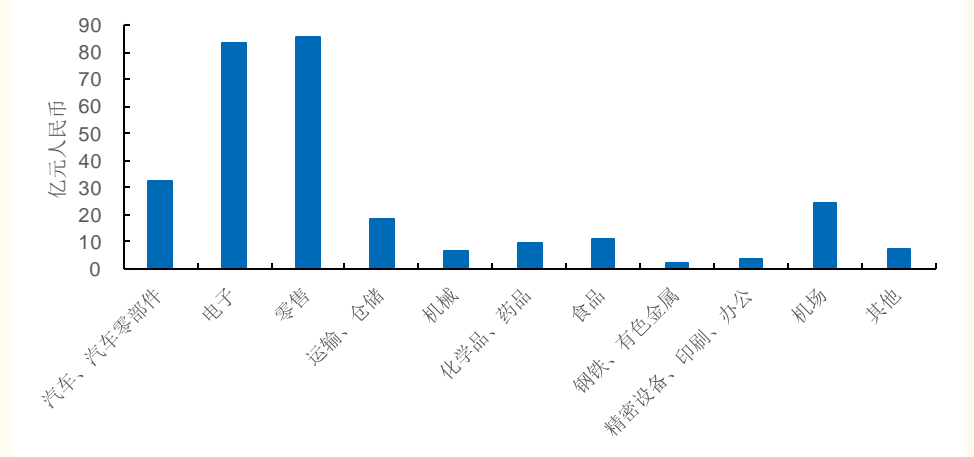
图表 32: 大福发展历程



来源：大福官网，国金证券研究所

大福从汽车行业起家，现已通过物流系统、电子产品、特种设备三大事业部布局拓展至覆盖汽车、电子、零售、运输、仓储等多个行业，在各个行业中不断寻找新的应用快速响应市场需求。

图表 33：大福 2021 年收入结构

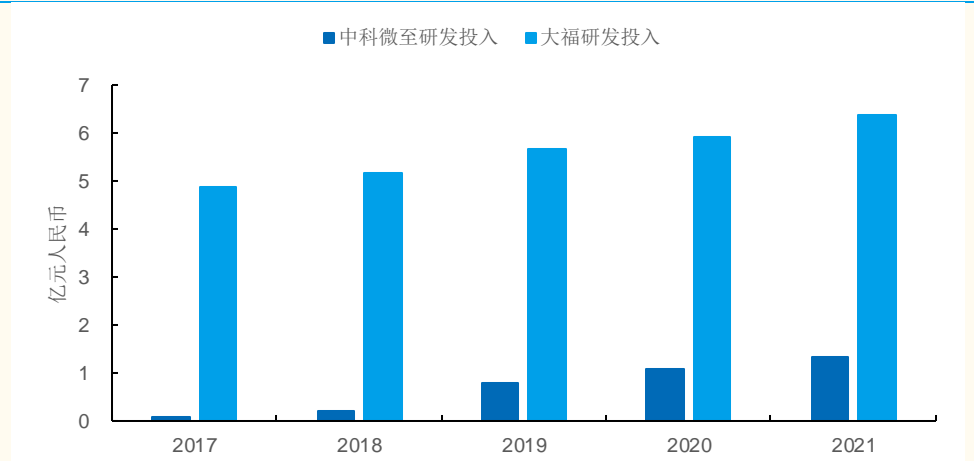


来源：大福官网，国金证券研究所

注：根据 2021 年平均汇率换算

结合大福发展经验我们认为，重视研发、打通从底层技术到硬件产品的产业链、以自己的技术为基础不断针对各个应用领域打造解决方案为物流集成商发展必经之路。而公司目前在面向快递物流领域的智能分拣装备领域已拥有了成熟解决方案，后续向仓储、机场等领域拓展有望开启公司第二曲线，进军全球物流自动化大市场。

图表 34：公司研发投入相比大福差距不断缩小



来源：大福官网，Wind，国金证券研究所

注：根据历年平均汇率换算

5.投资建议与盈利预测

盈利预测核心假设

订单：截至 2021H1/2021 年末公司在手订单分别为 28.05/23.51 亿元（含税），公司 2021 年下半年确认收入 16.62 亿元，估算公司 2021 年下半年新签订单 23.33 亿元。2022 年上半年国内疫情散发或对公司新签订单造成一定影响，伴随 2022 年下半年疫情影响减弱公司后续新签订单有望保持增长。

收入：2022 年预计在疫情影响下收入确认节奏放缓，增速整体下降，但预计 2023 年收入确认节奏恢复，各产品增速回升。公司后续将在智能仓储、机场等新领域加大扩张力度，预计公司智能仓储等其他业务后续保持高增速。

毛利率：公司目前经营策略以提升市占率为主，我们预计后续公司各产品毛利率整体趋稳，部分产品得益于客户认可度、规模效应毛利率有望提升。

费用率：考虑公司后续业务发展需不断开拓新客户，预计公司销售费用率维持在 3.1%、管理费用率维持在 2.4%。

综上，预计公司 2022 至 2024 年实现归母净利润 2.71/3.35/4.49 亿元，对应当前 PE20X/16X/12X。

图表 35：公司收入拆分预测

	百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入		864.10	1045.29	1097.55	1317.07	1580.48
交叉带分拣系统	YoY	25.33%	20.97%	5.00%	20.00%	20.00%
毛利率		42.77%	35.89%	35.00%	35.00%	35.00%
营业收入		9.21	755.21	792.97	991.21	1340.12
总集成式分拣系统	YoY		8099.89%	5.00%	25.00%	30.00%
毛利率		18.65%	20.73%	21.00%	21.00%	21.00%
营业收入		265.91	271.58	285.16	342.19	410.63
大件分拣系统	YoY	745.77%	2.13%	5.00%	20.00%	20.00%
毛利率		29.34%	30.81%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入		3.80	70.92	74.47	89.36	107.23
输送设备	YoY		1766.32%	5.00%	20.00%	20.00%
毛利率		5.00%	2.38%	5.00%	6.00%	7.00%
营业收入		55.81	37.10	38.96	46.75	56.10
动态称重设备	YoY	144.35%	-33.52%	5.00%	20.00%	20.00%
毛利率		18.12%	14.56%	15.00%	15.00%	15.00%
营业收入		5.59	29.53	59.06	147.65	442.95
智能仓储等其他业务	YoY	-19.80%	428.26%	100%	150%	150%
毛利率		23.01%	29.76%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入		1204.42	2209.63	2348.17	2934.22	3762.58
毛利率		38.27%	28.57%	28.26%	28.23%	28.26%

来源：Wind，国金证券研究所

我们选取业务与公司相近的德马科技、东杰智能、天奇股份、兰剑智能作为公司可比公司，可比公司 2022 至 2024 年平均估值分别为 PE 20X/13X/11X。考虑公司深耕底层技术竞争优势显著，未来伴随下游应用领域扩张有望实现业绩高增长。我们给予公司未来 6-12 个月 51.49 元目标价位，对应 2022 年 PE 25X，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表 36：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
688360	德马科技	26.02	0.78	0.9	1.91	2.84	-	33.36	28.91	13.62	9.16	-
300486	东杰智能	8.46	0.38	0.18	0.29	0.45	0.62	22.26	47.00	29.17	18.80	13.65
002009	天奇股份	17.85	0.16	0.4	0.89	1.4	1.78	111.56	44.63	20.06	12.75	10.03
688557	兰剑智能	32.1	1.15	1.11	1.73	2.44	3.21	27.91	28.92	18.55	13.16	10.00
	中位数							30.64	36.77	19.31	12.95	10.03
	平均数							48.77	37.36	20.35	13.47	11.22
688211	中科微至	40.4	2.16	1.97	2.06	2.55	3.41	18.70	20.51	19.61	15.84	11.85

来源：Wind，国金证券研究所

注：除公司外取自 2022 年 6 月 15 日 Wind 一致预期

6.风险提示

➤ 下游快递物流资本开支下滑降低设备采购需求

当前公司下游快递物流行业竞争激烈，中国快递业务平均单价持续下滑，竞争的加剧加速了市场份额向头部企业集中，头部企业具有明显规模优势，能够通过持续推进的资本开支不断提升市场份额。但若快递业务平均单价持续处于低位或将影响头部企业加大资本开支的能力，从而降低智能物流设备采购需求。

➤ 新业务拓展不及预期

公司当前收入主要来自于智能分拣系统，在快递物流领域的智能分拣系统公司已经发展较为成熟，预计后续增长稳定。公司将向仓储、机场等领域拓展以打开更大成长空间，新业务拓展进度若不及预期将影响公司业绩增长。

➤ 市场竞争恶化降低毛利率

国内当前涌现了一批物流系统集成商，激烈的市场竞争或将降低公司毛利率，特别在公司正在拓展的新领域或将面临其他企业激烈竞争。

➤ 限售股解禁

2022年4月26日1,401,927股首发一般股份，首发机构配售股份上市流通。占解禁前流通股4.58%；占解禁后流通股4.38%；占总股本1.07%。

➤ 疫情造成设备验收周期延长

公司设备从组装到最终验收需要一定时间周期，在疫情影响下人员流动受阻，验收周期或将延长，影响公司收入确认节奏。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	751	1,204	2,210	2,348	2,934	3,763
增长率		60.4%	83.5%	6.3%	25.0%	28.2%
主营业务成本	-433	-744	-1,578	-1,685	-2,106	-2,699
%销售收入	57.7%	61.7%	71.4%	71.7%	71.8%	71.7%
毛利	318	461	631	664	828	1,063
%销售收入	42.3%	38.3%	28.6%	28.3%	28.2%	28.3%
营业税金及附加	-5	-12	-14	-15	-19	-24
%销售收入	0.7%	1.0%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-20	-44	-68	-73	-91	-117
%销售收入	2.7%	3.6%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-40	-39	-52	-56	-70	-90
%销售收入	5.4%	3.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-78	-107	-134	-153	-191	-245
%销售收入	10.4%	8.9%	6.1%	6.5%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	173	258	363	366	457	587
%销售收入	23.1%	21.5%	16.4%	15.6%	15.6%	15.6%
财务费用	0	-1	3	10	0	1
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.1%	-0.4%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-15	-23	-84	-87	-88	-80
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0
投资收益	2	9	7	30	25	20
%税前利润	1.3%	3.7%	2.3%	9.4%	6.3%	3.8%
营业利润	172	253	308	319	395	528
营业利润率	22.9%	21.0%	13.9%	13.6%	13.4%	14.0%
营业外收支	-2	4	1	0	0	0
税前利润	169	257	309	319	395	528
利润率	22.6%	21.3%	14.0%	13.6%	13.4%	14.0%
所得税	-35	-44	-49	-48	-59	-79
所得税率	20.9%	17.0%	16.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	134	213	259	271	335	449
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	134	213	259	271	335	449
净利率	17.9%	17.7%	11.7%	11.5%	11.4%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	134	213	259	271	335	449
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	9	109	119	127	126
非经营收益	-17	-32	-42	-18	-13	-10
营运资金变动	-19	-255	-809	-310	-171	-193
经营活动现金净流	103	-65	-483	62	279	372
资本开支	-98	-153	-192	-239	-145	-135
投资	-54	-55	-845	-600	-100	-100
其他	2	6	10	30	25	20
投资活动现金净流	-149	-201	-1,027	-809	-220	-215
股权募资	4	230	2,977	0	0	0
债权募资	-50	33	130	-59	-4	-45
其他	-1	-34	-235	-91	-104	-116
筹资活动现金净流	-47	229	2,872	-149	-108	-160
现金净流量	-93	-37	1,362	-896	-49	-3

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	13	69	1,498	600	549	546
应收款项	298	360	824	865	936	1,082
存货	663	1,258	1,978	2,081	2,271	2,600
其他流动资产	115	241	1,183	1,774	1,892	2,015
流动资产	1,089	1,927	5,482	5,319	5,649	6,242
%总资产	84.8%	82.8%	89.3%	86.0%	85.4%	85.5%
长期投资	8	1	3	3	3	3
固定资产	130	247	319	432	527	607
%总资产	10.1%	10.6%	5.2%	7.0%	8.0%	8.3%
无形资产	32	44	45	142	152	162
非流动资产	195	401	655	863	968	1,057
%总资产	15.2%	17.2%	10.7%	14.0%	14.6%	14.5%
资产总计	1,284	2,329	6,137	6,182	6,617	7,299
短期借款	10	46	168	183	180	135
应付款项	401	633	970	955	1,020	1,086
其他流动负债	479	778	1,040	973	1,099	1,410
流动负债	890	1,457	2,178	2,112	2,299	2,631
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	77	106	26	30	36
负债	953	1,534	2,284	2,137	2,329	2,667
普通股股东权益	331	795	3,853	4,045	4,288	4,632
其中：股本	10	99	132	132	132	132
未分配利润	196	221	460	652	895	1,238
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,284	2,329	6,137	6,182	6,617	7,299

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益		2.163	1.970	2.060	2.549	3.409
每股净资产		8.059	29.275	30.734	32.583	35.192
每股经营现金净流		-0.659	-3.669	0.471	2.120	2.830
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.600	0.700	0.800
回报率						
净资产收益率	40.50%	26.84%	6.73%	6.70%	7.82%	9.69%
总资产收益率	10.44%	9.16%	4.22%	4.38%	5.07%	6.15%
投入资本收益率	40.19%	25.52%	7.58%	7.37%	8.70%	10.47%
增长率						
主营业务收入增长率	131.34%	60.44%	83.46%	6.27%	24.96%	28.23%
EBIT增长率	178.95%	49.19%	40.47%	0.94%	24.78%	28.42%
净利润增长率	212.57%	59.08%	21.54%	4.57%	23.74%	33.76%
总资产增长率	101.57%	81.29%	163.56%	0.74%	7.03%	10.31%
资产管理能力						
应收账款周转天数	99.2	97.5	96.1	140.0	125.0	115.0
存货周转天数	438.5	471.6	374.1	460.0	410.0	370.0
应付账款周转天数	216.1	189.7	136.7	160.0	130.0	100.0
固定资本周转天数	8.7	60.1	49.9	56.6	51.0	42.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.55%	-23.33%	-60.39%	-47.29%	-45.86%	-45.50%
EBIT利息保障倍数	-21,653.6	309.1	-133.9	-36.9	2,733.7	-623.9
资产负债率	74.23%	65.87%	37.22%	34.57%	35.19%	36.55%

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	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402