



乐歌股份 (300729.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

垂类品牌出海领军者，海外仓打开第二成长曲线

公司简介

公司为智能升降桌赛道的跨境电商品牌出海头部企业，深耕欧美市场，海外营收占比超 90%，自主品牌占主营收入比例超 70%，22/1H23 年营收 32.1/16.8 亿元，同比+11.7%/+8.4%，归母净利润分别为 2.2/4.4 亿元，剔除出售海外仓带来的非经常性损益后的扣非归母净利润 1.04/0.82 亿元，扣非归母净利率+3%/+4.9%。23 年 9 月拟定增募集资金不低于 5 亿元，4 亿元用于 Ellabelle 海外仓项目建设、1 亿元用于补充流动资金。

投资逻辑

三维度剖析：乐歌何以在智能升降消费品赛道脱颖而出？

健康理念深入、价格带下移带动智能升降产品渗透率加快，双电机/AI 智能功能/儿童桌等细分领域&功能带动价格带向上跃迁。

1) **产品策略**：精耕深度+性价比齐驱，上游延伸奠定成本优势基础，细分功能产品&品牌溢价带动单价高于同业，应对市场竞争加快性价比单品推出，海外品牌定位在 250-300 美金/件。

2) **渠道策略**：双轮驱动，亚马逊聚焦流量性价比单品，独立站主推升级新品，流量沉淀+成熟度提升，看好盈利能力提升，独立站 20-22 年收入 CAGR+44%，客户数/客单值 CAGR +21%/+16%，占自主品牌营收比重从 20 年的 22%提升至 22 年的 31%。

3) **成长思路**：增加高复购、强刚需类产品，提升单客价值打开成长天花板，国内从细分儿童桌赛道切入、加速线下门店开拓。

海外仓：成长性及盈利弹性如何？

行业发展周期演变角度，从粗放发展走向精细化、增值化运营，运营门槛提升，优质提效是关键。2021-2023H1，公共海外仓收入 1.71/4.88/3.63 亿元，同比+850%/+186%/+101%。**盈利弹性提升三大路径**：①“重资产”模式自建代替租赁减轻成本压力、②借助规模优势提升尾程议价力、③规模效应摊销固定成本，毛利率从 2021 年的 2.75%提升至 2023H1 的 9.25%。

盈利预测、估值和评级

我们预测 23/24/25 年归母净利分别为 6/4.5/5 亿元，同比+174%/-25%/+12%，我们将剔除由出售海外仓带来的非经常性损益后的扣非归母净利润作为估值预测基础，扣非归母净利润 2.4/2.7/3.4 亿元，同比+8%/+15%/+27%。可比公司 2024 年平均 PE 为 20 倍，首次覆盖给予公司 2024 年 22 倍 PE 估值，对应目标价 19.2 元，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；汇率波动风险；海外募投项目实施进度不达预期的风险；自主品牌竞争加剧的风险。

轻工组

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：14.47 元

目标价 (人民币)：19.20 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,871	3,208	3,945	4,644	5,690
营业收入增长率	47.95%	11.74%	22.98%	17.70%	22.53%
归母净利润(百万元)	185	219	598	447	499
归母净利润增长率	-14.93%	18.44%	173.51%	-25.22%	11.46%
摊薄每股收益(元)	0.837	0.915	1.920	1.436	1.600
每股经营性现金流净额	1.20	1.40	1.44	1.38	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.69%	8.92%	20.70%	13.93%	13.90%
P/E	35.14	17.68	7.35	9.83	8.82
P/B	3.41	1.58	1.52	1.37	1.23

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 乐歌股份：人体工学家居领军者，优质跨境电商品牌.....	5
1.1 深研线性驱动核心技术，垂类品牌出海领军者.....	5
1.2 股权高度集中，善用员工股权激励.....	5
1.3 人体工学工作站、海外仓成主力成长点，外销为基.....	6
2 三维度剖析：乐歌在智能升降消费品赛道脱颖而出的关键.....	7
2.1 如何理解智能升降桌行业成长性？.....	7
2.2 产品策略：精耕深度+性价比齐驱，上游延伸奠定成本优势基础.....	10
2.3 渠道策略：独立站+亚马逊平台，精细化运营效率领先.....	13
2.4 成长策略：场景开拓+拓品类，提升单客价值打开成长天花板.....	15
3 海外仓：前瞻布局自建仓，盈利弹性值得期待.....	17
3.1 如何看海外仓行业成长性？.....	17
3.2 海外仓定位：中大件定位、规模化客户占比提升驱动成长.....	19
3.3 三大路径探索海外仓业务后续盈利弹性.....	22
4 盈利预测与投资建议.....	26
4.1 盈利预测.....	26
4.2 投资建议.....	28
风险提示.....	29

图表目录

图表 1： 公司当前主营产品包括智能升降桌、智能电动床、智能学习桌等.....	5
图表 2： 2016-2023H1 公司营收及增速.....	5
图表 3： 2016-2023H1 公司净利润及增速.....	5
图表 4： 公司历次股权激励计划方案.....	6
图表 5： 2016-2023H1 分品类营收占比.....	6
图表 6： 2016-2023H1 公司境内外营收占比.....	6
图表 7： 2023 年 9 月公司拟定增项目规划（万元）.....	7
图表 8： 2022 年 12 月公司拟定增项目规划（万元）.....	7
图表 9： 2022 年全球升降桌公司格局.....	8
图表 10： 2016-2023H1 线性驱动 A 股上市公司营收情况（单位：亿元）.....	8
图表 11： 2017-2023H1 线性驱动 A 股上市公司营收增速.....	8
图表 12： 2022 年四家线性驱动 A 股上市公司以境外业务为主.....	9
图表 13： 2018-2023H1 四家公司毛利率对比.....	9
图表 14： 2018-2023H1 四家线性驱动 A 股上市公司存货周转天数对比.....	9



图表 15:	智能升降桌 A 电商平台规模及增速	10
图表 16:	国内 A 电商平台智能升降桌行业集中度	10
图表 17:	智能升降桌 CR5 高于普遍其他桌类 (以 A 电商平台为例)	10
图表 18:	A 电商平台单件 2000 元以内的产品占比提升	10
图表 19:	公司产能布局情况	11
图表 20:	公司不同型号升降桌产品功能对比	11
图表 21:	2018-2022 四家公司研发费用率对比	11
图表 22:	2017-2023H1 公司自主品牌营收及增速	12
图表 23:	2017-2023H1 自主品牌销售收入占主营业务收入 (不含海外仓) 占比稳步提升	12
图表 24:	A 电商平台乐歌和其他竞品均价对比	12
图表 25:	乐歌品牌和 Fitstand 不同价格带 SKU 数量占比	12
图表 26:	公司海外品牌 FLEXISPOT 在海外 B 电商平台单价处于同类品牌较高区间	13
图表 27:	2017-2022 中国跨境出口电商行业规模及增速	13
图表 28:	2017-2022 中国跨境出口电商 B2B&B2C 分布	13
图表 29:	跨境出口 B2C 卖家特征及渠道趋势	14
图表 30:	独立站模式与传统平台型店铺的区别	14
图表 31:	2019-2023H1 亚马逊与独立站销售收入及增速	15
图表 32:	2020-2023H1 亚马逊与独立站交易人数及增速	15
图表 33:	亚马逊定位性价比, 独立站定位高客单升级产品	15
图表 34:	海外 B 平台主要智能升降桌品牌市场份额变化	15
图表 35:	独立站升降桌场景延伸案例	16
图表 36:	独立站智能电动床场景销售案例	16
图表 37:	公司开拓家居、办公、健身车等多品类、多场景销售布局	16
图表 38:	海外仓在产业链中的位置	17
图表 39:	不同物流方式比较	17
图表 40:	海外仓利好因素分析	18
图表 41:	2020-2022 年主要国家地区海外仓数量及增速	19
图表 42:	2020-2022 年主要国家和地区海外仓总面积 (单位: 万平方米)	19
图表 43:	相较普通消费品牌、国内淘品牌, 跨境电商物流成本占比更高	19
图表 44:	卖家对海外仓的基础需求 (2021/2022) VS 海外仓企业提供的主要服务 (2022)	19
图表 45:	公司海外仓商业模式	20
图表 46:	海外仓领域的主要竞争对手	20
图表 47:	可比公司在美仓库面积与单位货物处理数对比	21
图表 48:	公司海外仓收入及资产处置收益	21
图表 49:	乐歌海外仓盈利模式	22



图表 50: 公司海外仓业务签约客户数量快速提升	22
图表 51: 客户长尾化明显, 100 万元以上订单客户数占比提升	22
图表 52: 预计 2027 年底乐歌在美海外仓规划布局图	23
图表 53: 美国工业仓库单位租金呈双位数增长	23
图表 54: 乐歌海外仓持有成本及与当地市场租金水平比较	23
图表 55: 公司海外仓布局签约地点投入及面积	24
图表 56: 包裹量与美国物流商尾程运费折扣关系	25
图表 57: 物流快递成本占物流快递收入比重呈下降趋势	25
图表 58: 受益于尾程物流折扣提升, 公司主业尾程运费率下降	25
图表 59: 公司海外仓周转运营效率不断提升	26
图表 60: 除租赁成本外, 海外仓其他分项成本率降低	26
图表 61: 海外仓业务毛利率提升显著	26
图表 62: 公司主要业务营收及毛利率预测	28
图表 63: 可比公司估值	29



1 乐歌股份：人体工学家居领军者，优质跨境电商品牌

1.1 深研线性驱动核心技术，垂类品牌出海领军者

公司以线性驱动技术为核心，借助跨境电商全球化销售布局，当前主营产品包括智能升降桌、智能电动床、智能学习桌、智能升降台、健身运动椅等。回顾公司发展历史，公司于2002年在浙江宁波成立，最早从电视机支架销售起家，穿越周期当前成长为线性驱动消费品垂直赛道领军者。2013年公司开始转型，主营业务逐步转为人体工学产品及线性驱动部件的研发、生产及销售，并在美国设立第一个海外仓，2015年发布智能升降桌，持续迭代产品。2017年于深交所创业板上市，成为首家大健康人体工学行业A股上市公司，2021年布局智能床。

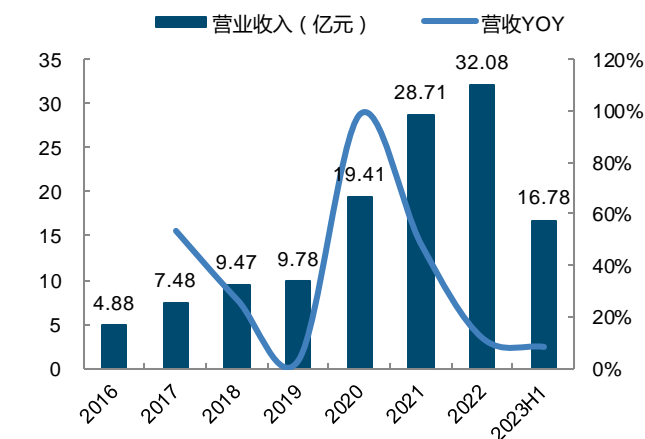
公司坚持打造自主品牌和ODM贴牌生产并行的模式，国内“LOCTEK 乐歌”品牌已占据一定市场规模，海外“Flexispot”品牌日趋成熟，2022年首次入选BrandZ中国全球化品牌50强，家具类目第一。2022/2023H1，公司实现营收32.1/16.78亿元，同比增长11.7%/8.4%，实现归母净利润2.2/4.43亿元，同比增长18.4%/239.8%，剔除出售海外仓带来的非经常性损益后的扣非归母净利润分别为1.04/0.82亿元，同比-5%/+810%。1H2023公司自主品牌销售收入占主营业务收入比例达71.29%。

图表1：公司当前主营产品包括智能升降桌、智能电动床、智能学习桌等



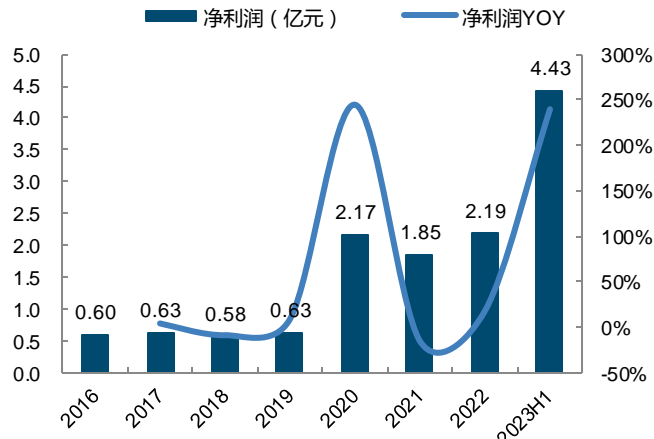
来源：公司官网、国金证券研究所

图表2：2016-2023H1 公司营收及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

图表3：2016-2023H1 公司净利润及增速



来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 股权高度集中，善用员工股权激励

公司股权结构集中且不断实行员工股权激励。截至2023H1，创始人项乐宏、姜艺夫妇通过丽景电子、丽景国际、聚才投资及个人持股总计控制公司46.06%的股份。

2018年至2023年，公司多次实行股权激励，以充分调动员工的积极性。2023年，公司新一期激励计划发布，向激励对象以每股8.19元的价格授予限制性股票244.3万股，激励对象包括李响、茅剑辉在内的中高层管理及核心技术人员骨干。本次激励在对未来2024-2026会计年度中设定业绩考核目标为2024-2026年归母净利润不低于4.5/5/5.5亿元。



图表4：公司历年股权激励计划方案

	方式	授予日期	授予数量 (万份)	占总股本 比例	人数	公司业绩考核目标
第一期	限制性股票	2018. 5. 23	150	1. 74%	45	2018、2019、2020 年营业收入比 2017 年营业收入增长率不低于 20%、50%、80%
第二期	股票期权	2020. 7. 10	190	2. 17%	89	2020、2021、2022 年剔除股权激励影响后归属于母公司扣非后净利润相比 2019 年增长率不低于 30%、70%、100%
第三期	第二类限制性股票	首次：2021. 8. 20 预留：2022. 5. 31	410	2. 27%	203	2022、2023 年营业收入比 2020 年营业收入增长率不低于 70%、100%；且 2022、2023 年剔除股权激励影响后归属于母公司净利润比 2020 年增长率不低于 30%、120%
第四期	第二类限制性股票	首次：2023. 7. 14	277. 6	0. 89%	210	2024、2025、2026 年归属于上市公司股东的净利润不低于 4. 5、5、5. 5 亿元

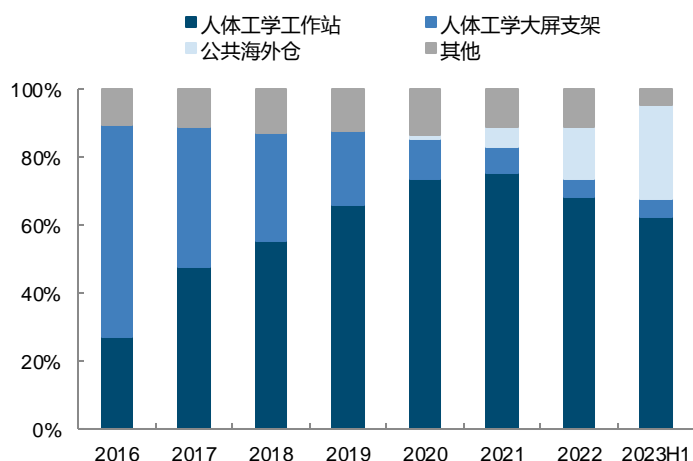
来源：公司公告、国金证券研究所

1.3 人体工学工作站、海外仓成主力成长点，外销为基

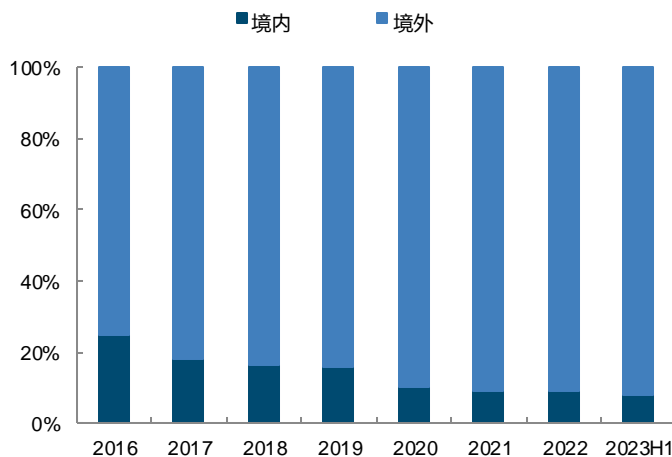
1) 分品类角度，2016 至 2023H1 期间，公司产品策略从单体支架向产成品转移，人体工学工作站品类（以智能升降桌为主）占比不断提升，并伴随功能丰富、体验升级、周边产品搭售带动客单价提升。2020 年开始，为了更好地推动和赋能自身跨境电商业务的发展，公司布局跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目，海外仓始终围绕核心港口的稀缺资源，在提升海外仓规模的同时，加强运营成本控制，形成规模优势。2022/2023H1 海外仓营业收入为 4.9/3.6 亿元，占总营收比重 15.2%/21.7%。

2) 分区域角度，外销成长速度快于内销，国内仍处品类渗透、供给扩容期，且伴随海外仓服务业务的不断完善，境外营收占比不断扩大，2021/2022/2023H1 年境外营收 26.05/29.19/15.38 亿元，占总营收比例为 91%/91%/92%。

图表5：2016-2023H1 分品类营收占比



图表6：2016-2023H1 公司境内外营收占比



来源：公司公告，国金证券研究所；注：“其他”主要包括外购产品、自产产品

来源：公司公告，国金证券研究所

及其他

22 年 12 月公司进行定向增发，发行募集资金总额为 2.99 亿元，其中 1.2 亿元用于线性驱动核心技术智能家居产品智能工厂项目，0.9 亿元用于越南福来思博智能家居产品工厂项目，0.89 亿元用于补充流动资金。23 年 9 月公司再次发布定增项目公告，本次拟发行募集资金总额(含发行费用)不超过人民币 5 亿元，其中 4 亿元用于美国佐治亚州 Ellabelle 海外仓项目，1 亿元用于补充流动资金。


图表7：2022 年 12 月公司定增项目规划（万元）

项目名称	项目总投资	募集资金投入总额
越南福来思博智能家居产品工厂项目	15,594.00	9,000.00
线性驱动核心技术智能家居产品智能工厂项目	200,000.00	12,000.00
补充流动资金	8,898.59	8,898.59
合计	224,426.59	29,898.59

来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：2023 年 9 月公司拟定增项目规划（万元）

项目	项目投资总额	募集资金投资金额
美国佐治亚州 Ellabell 海外仓项目	77,574.53	40,000.00
补充流动资金	10,000.00	10,000.00
合计	87,574.53	50,000.00

来源：公司公告，国金证券研究所

2 三维度剖析：乐歌在智能升降消费品赛道脱颖而出的关键

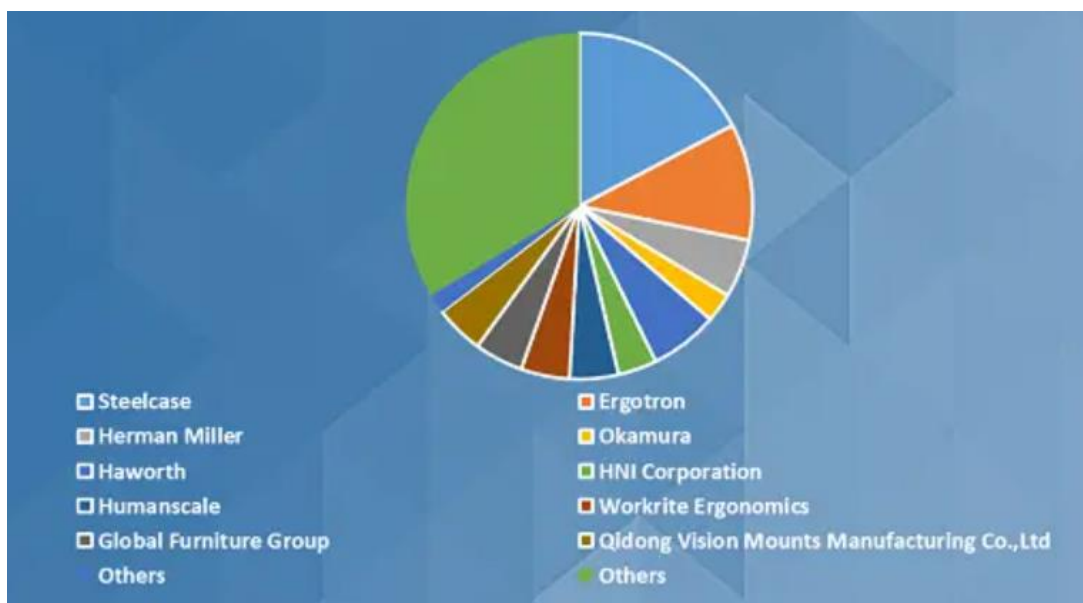
2.1 如何理解智能升降桌行业成长性？

健康消费理念不断深入，健康办公、智能升降家居驱动产品渗透率持续上升。1) 颈椎病、腰椎病患人群高速增长且低龄化趋势明显，以线性驱动智能办公升降系统为代表的健康办公家居产品能够改变传统办公环境，实现站立办公，缓解久坐导致的颈椎病、腰椎病等健康问题的同时，还能够达到提高工作效率的目的。2) 伴随消费者生活水平的不断提升，消费升级驱动健康消费意识崛起，消费者更加注重健康、智能、物联等产品特点，消费者对于健康办公、智能家居的要求变得更高，人体工学相关产品的潜在消费者逐渐扩容。全球角度，根据 Credence Research 数据，2022 年升降桌全球市场规模为 67 亿美元，预计到 2030 年全球升降桌规模有望达到 110 亿美元，复合增长率 7.2%。

海外格局分析：欧美龙头占据高端市场，国内企业凭高性价比产品、精细化渠道运营份额不断提升。线性驱动产品最早起源于欧洲，其中丹麦和德国的线性驱动供应商拥有全球领先地位，在品牌、技术、研发和渠道方面竞争力强，是引领线性驱动行业技术和产品发展的领导者，根据 Credence Research，全球前十大品牌中有 9 大海外品牌，乐歌份额占比仍较低。中国的线性驱动企业起步较晚，随着自主企业逐步成长并进军海外市场，并逐步弥补在渠道、研发和品牌方面的劣势，有望拓展更多下游细分行业和市场。



图表9：2022 年全球升降桌公司格局



来源：Credence Research，国金证券研究所

目前在 A 股的线性驱动公司主要包括乐歌、捷昌驱动、凯迪股份和豪江智能等。对比几家公司发展：

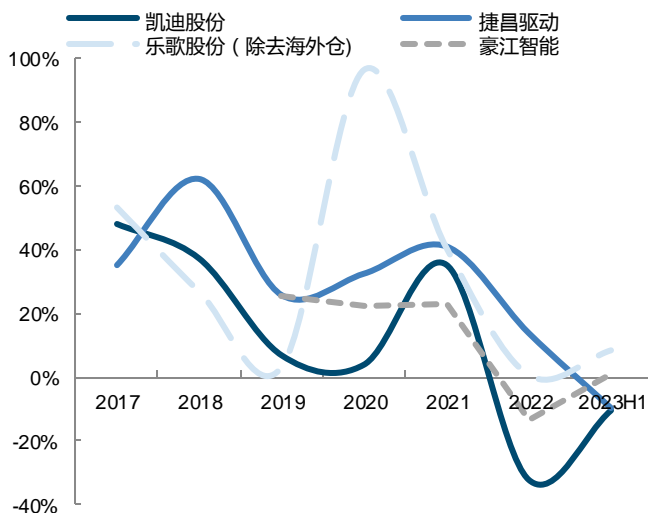
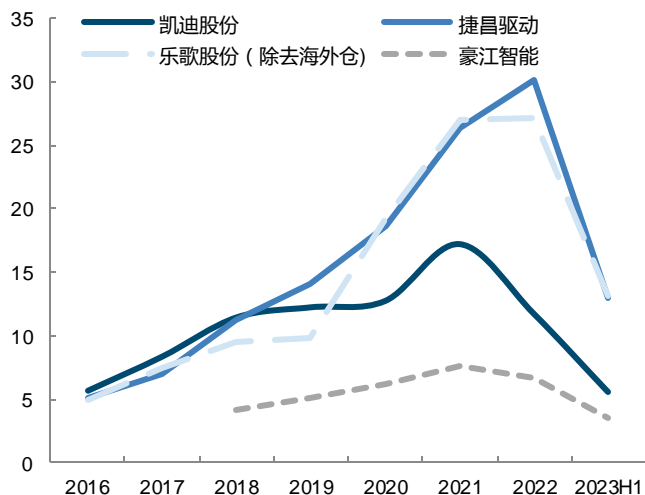
1) 商业模式角度：除乐歌外，其他三家公司以 2B 的 ODM 业务模式为主，聚焦于部件的功能深度挖掘，乐歌则更聚焦在办公升降领域，成品形式售卖、2C 占比更高，因此毛利率远高于 ODM 模式的同业公司，但是由于处于渗透率快速提升的品类教育阶段，渠道推广、销售运营费用等高于同行，2022/2023H1 销售费用率为 20.2%/20.7%，高于可比公司低个位数的水平，因此报表端净利率低于同业公司。

2) 收入体量对比：从 23H1 的收入规模来看，捷昌驱动（13.03 亿元，同比-9.51%）>乐歌股份（12.18 亿元，同比+8.37%）>凯迪股份（5.5 亿元，同比-10.26%）>豪江智能（3.43 亿元，同比+0.72%），乐歌股份从 2020 年以来成长性表现更优，主要得益于 C 端跨境电商自主品牌的布局。受 22H2 以来欧美耐用零售端耐用消费品去库影响，收入增速短期有所波动，但中期渗透率提升逻辑不变，成长可期。

3) 区域分布：公司都是以境外业务为主，主因海外线性驱动产品相较于国内消费者教育时间更早，渗透率更高、应用范围更广。

图表10：2016-2023H1 线性驱动 A 股上市公司营收情况
(单位：亿元)

图表11：2017-2023H1 线性驱动 A 股上市公司营收增速



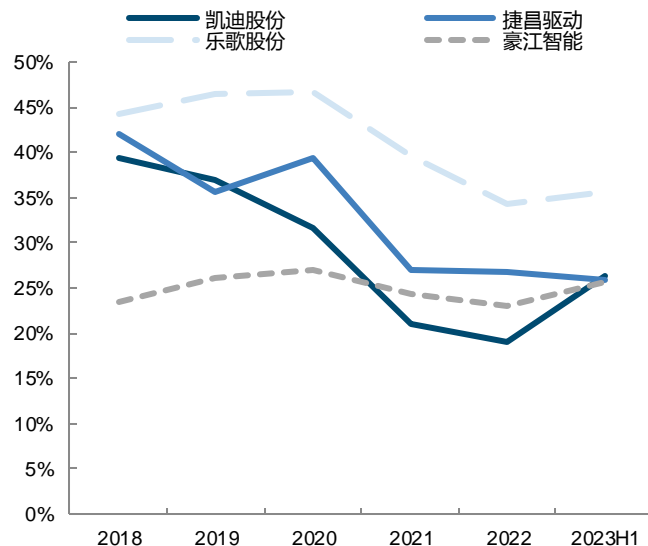
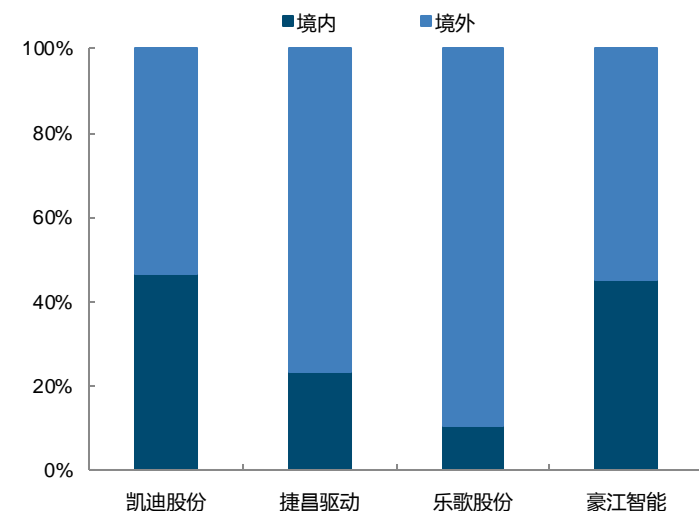


来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表12：2022年四家线性驱动A股上市公司以境外业务为主

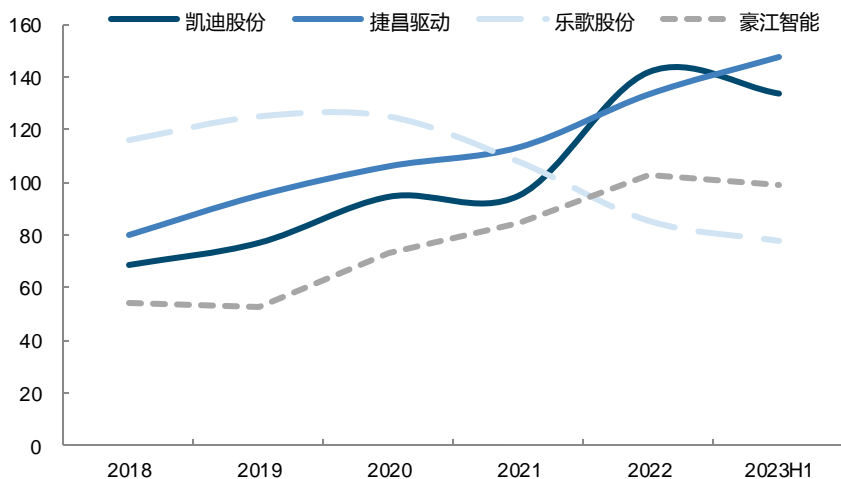
图表13：2018-2023H1四家公司毛利率对比



来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表14：2018-2023H1四家线性驱动A股上市公司存货周转天数对比



来源：公司公告，国金证券研究所

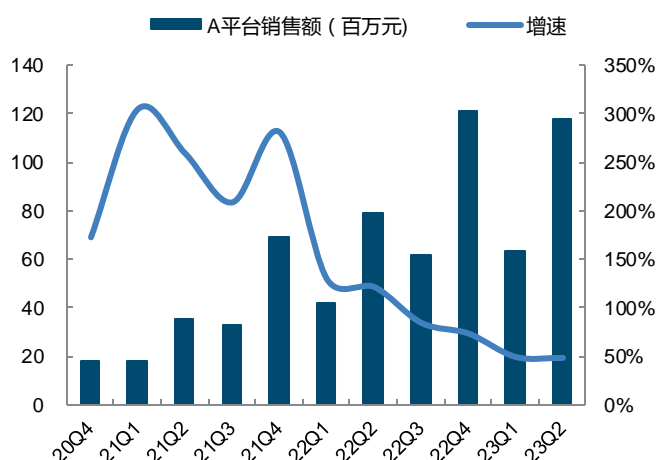
国内智能升降桌市场：供给端高性价比产品推动行业扩容，格局优于其他桌类。从行业成长性角度，受益于消费者健康意识提升、品类渗透率不断提升，当前行业仍呈现高双位数增长。由于线性驱动技术具备一定的技术壁垒，国内智能升降桌类目的行业集中度高于其他桌品类，龙头产品定价能力更高。以国内A电商平台为例，餐桌、书桌等其他桌类的CR5在20%左右，智能升降桌品牌CR5近年来呈现下降趋势，但CR5仍在50%以上，公司是该品类的领军者。

价格带变动趋势：呈现分化，高性价比趋势显著，价格带下移带动渗透率快速提升，双电机/AI智能功能/儿童桌等细分领域、功能带动价格带向上跃迁。以国内A电商平台为例，2000元以内的产品占比逐年提升，从2018/2019年占比不足1%到2020年以后占比超过

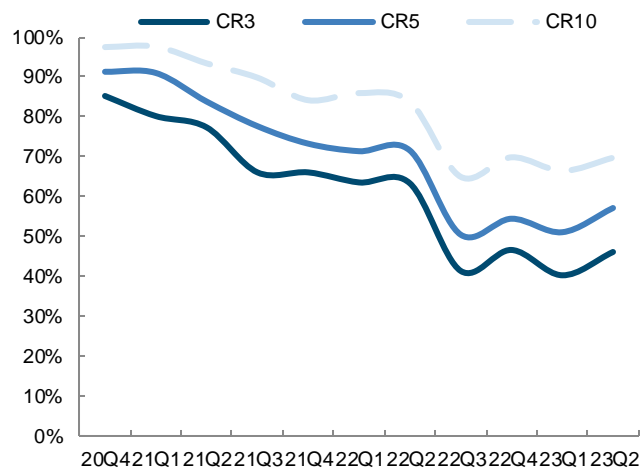


50%。与此同时，由于双电机、AI 智能功能、细分儿童桌等功能细化，带动 4000 元以上价格带的产品占比不断提升。

图表15：智能升降桌A电商平台规模及增速



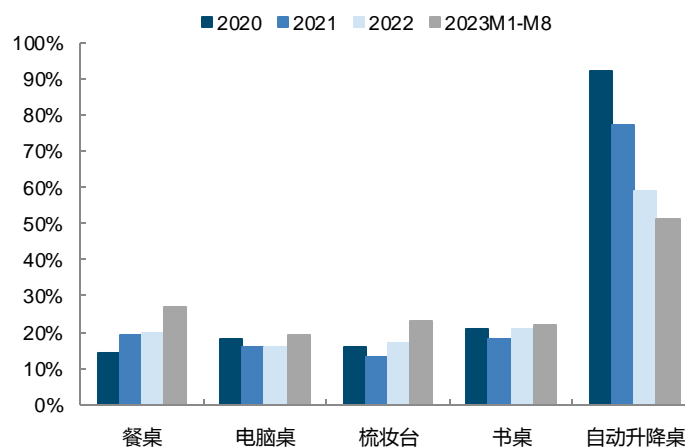
图表16：国内A电商平台智能升降桌行业集中度



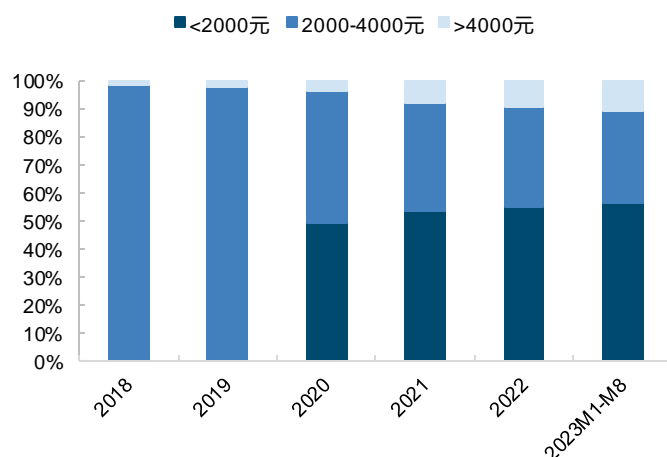
来源：久谦数据、国金证券研究所

来源：久谦数据、国金证券研究所

图表17：智能升降桌CR5高于普遍其他桌类（以A电商平台为例）



图表18：A电商平台单件2000元以内的产品占比提升



来源：久谦数据、国金证券研究所

来源：久谦数据、国金证券研究所

2.2 产品策略：精耕深度+性价比齐驱，上游延伸奠定成本优势基础

一方面，公司通过精耕产品深度，打造差异化的产品竞争优势，提升产品附加值带动高质成长；另一方面，利用早期积累的生产规模优势开发性价比产品，降低消费者使用门槛，扩大增量消费群体。

上游零部件环节延伸，成本优势领先。智能升降桌从生产环节角度，涉及电机制造、SMT贴片、模具设计与制造、连续模冲压成型、精密制管、激光切割、机器人焊接等环节，工艺门类齐全、生产工艺复杂，主要零部件的生产工艺智能化程度高，部分产品机、电、软结合，具有较高的复杂程度和技术含量，公司从零部件支架开始，稳步向上游延伸，减少中间环节提升整体成本优势。

前瞻国际化战略布局，宁波、广西、越南三地协同。公司持续进行全球化制造的布局，2015年在越南布局跨国制造生产基地并于2016年底投产，以对冲中美贸易摩擦给公司业绩带来的影响。2021年布局广西产能，进一步优化公司国内核心制造，当前已形成国内宁波、广西北海生产基地核心制造以及海外越南外围制造的模式，能够有效降低公司的建设成本



和生产成本，同时也可应对全球宏观形势和外部环境变化所带来的风险。

图19：公司产能布局情况

2004 年	20000 平方米的宁波姜山制造基地落成
2009 年	100000 平方米的宁波滨海制造基地落成
2015 年	65000 平方米的越南制造基地投建，陆续建成 3 期，占地 200 亩与国内制造基地联动，利用越南原产地（C00）规则，实现美国出口 0 关税。
2021 年	占地 418 亩的智慧大健康产业园项目在广西合浦工业园区投建，目前已建成 180000 平方米生产制造厂区。

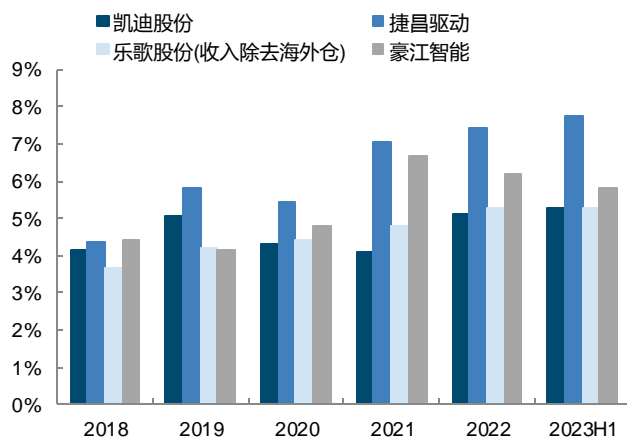
来源：公司公告，国金证券研究所

掌握多项线性驱动专利技术，推出全价格带、广覆盖度的产品 SKU。线性驱动核心技术主要包括机械传动技术、电机驱动与控制技术、人机交互技术三方面，拥有多项线性驱动技术的自主知识产权，如全球首家线性驱动敲击升降技术、全球首家 80mm/s 最高速线性驱动、自研线性驱动控制算法等，在升降速度、电机数量、承重量、智能化等不断升级提升产品性能，在丝杆参数优化、电机转速精确控制、PC/手机端的 APP 蓝牙交互等各方面构建了强劲的技术壁垒和专业优势。截至 2023 年 6 月 30 日，公司共拥有有效专利技术 1291 项，其中已授权发明专利共 136 项。对比四家同业公司，研发费用率均在 8% 以下，乐歌的研发费用率总体呈现上升趋势，从 2018 年 3.68% 增长到 2023H1 的 5.25%，体现出公司愈加重视研发的投入。

图20：公司不同型号升降桌产品功能对比

产品型号	E1	E2	E3	E4	H1（手摇）
升降速度	32mm/秒	25mm/秒	38mm/秒	38mm/秒	每圈升降4mm
升降范围	710-1190mm	710-1210mm	600-1230mm	620-1250mm	720-1230mm
横梁伸缩	1000-1700mm	850-1290mm	1100-1800mm	1100-1800mm	1100-1800mm
升降电机	双电机	单电机	双电机	双电机	—
桌架厚度	1.5-2.5mm	1.5-2.5mm	1.5-4mm	1.5-4mm	1.5-2.5mm
桌架净重	27kg	19.5kg	30.5kg	29.9kg	27.2kg
承重范围	0-100kg	0-70kg	0-125kg	0-125kg	0-80kg
高度记忆	三档高度记忆	三档高度记忆	三档高度记忆	三档高度记忆	—
定时提醒	0-99分钟自定义	0-99分钟自定义	0-99分钟自定义	0-99分钟自定义	—
输入电压	100-240VAC	100-240VAC	100-240VAC	100-240VAC	—

图21：2018-2022 四家公司研发费用率对比



来源：乐歌官网，国金证券研究所

来源：各公司公告，国金证券研究所

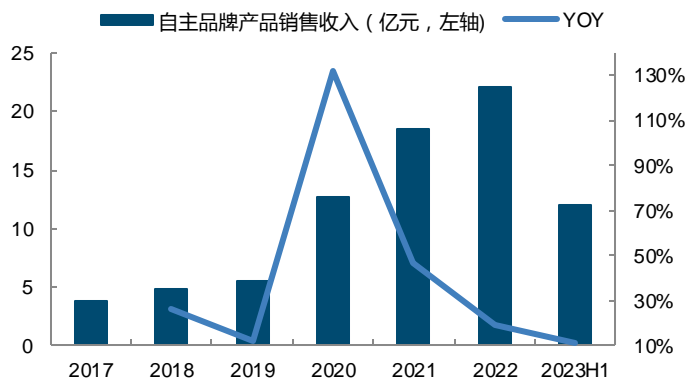
ODM 起家，自主品牌为核心构建品牌壁垒。公司早期为沃尔玛、Target 等海外零售企业贴牌代工起家，在 2011 年就开始布局自主品牌跨境电商，以 FLEXISPOT 品牌为核心，在亚马逊等电商平台销量保持优势地位，独立站稳步快速发展。自主品牌营收从 2017 年的 3.84 亿元到 2023H1 提升至 11.96 亿元，占主营业务营收比重从 2017 年的 51.34% 提高至 2023H1 的 71.29%。

高性能产品&品牌溢价带动单价高于同业，应对市场竞争加快性价比单品推出。横向对比角度，公司海外自主品牌 FLEXISPOT 终端定价区间在 250-300 美金/件，对比 FEZIBO、Tribesigns 等产品价格带定位高 50 美金以上，部分验证品牌溢价率。纵向来看，22 年以来部分受海外消费降级、以及低单价配套品占比提升影响，在亚马逊平台单价价格带小幅下移，为了应对市场竞争，更多采用性价比大单品形式进行重点推广。

公司在国内有两个品牌“乐歌”与“Fitstand”，采取了不同的定价模式。子品牌“Fitstand”提出“打造年轻人提供第一张升降桌”口号，提供定价更低、功能简化的小户型高性价比产品。“乐歌”产品价格区间覆盖更为广泛，低于 1000 元和高于 5000 元均有对应的产品，“Fitstand”产品以 1000-2000 元高性价比产品居多。

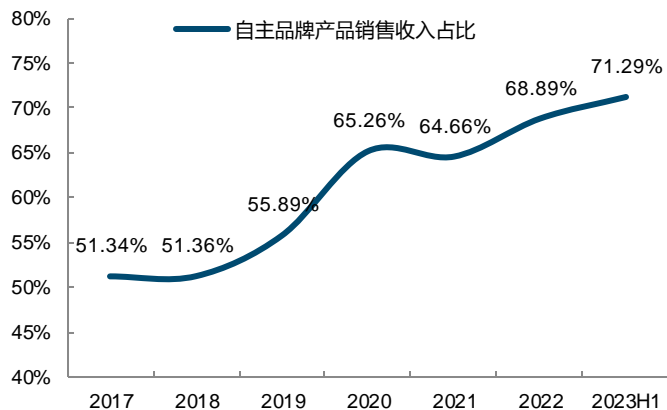


图表22: 2017-2023H1 公司自主品牌营收及增速



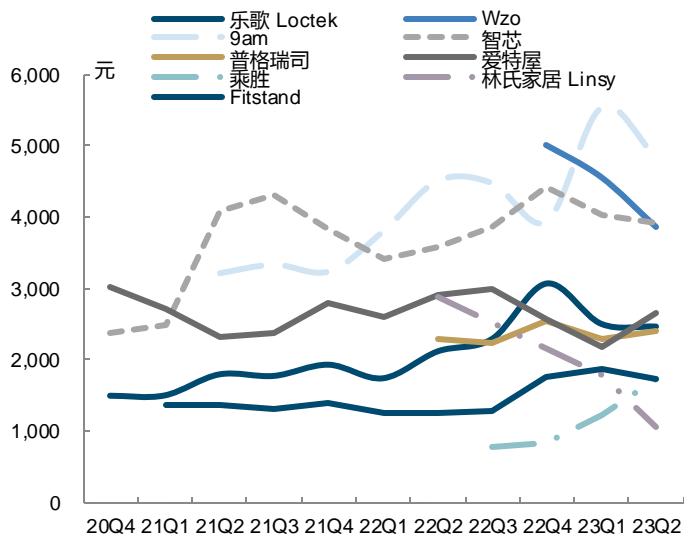
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 2017-2023H1 自主品牌销售收入占主营业务收入 (不含海外仓) 占比稳步提升



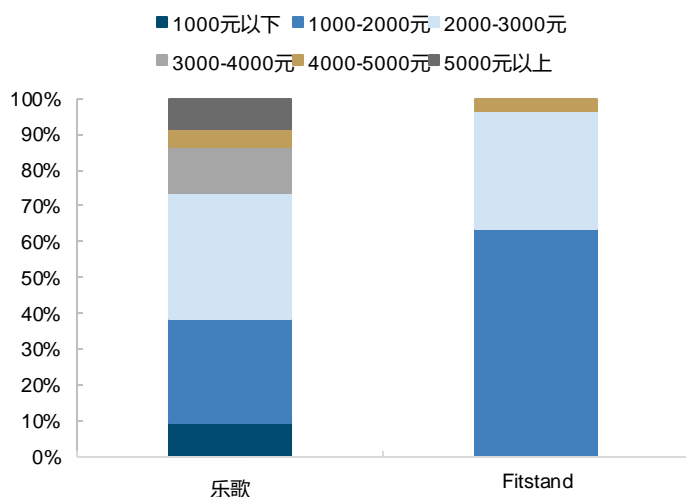
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表24: A 电商平台乐歌和其他竞品均价对比



来源: 久谦数据, 国金证券研究所

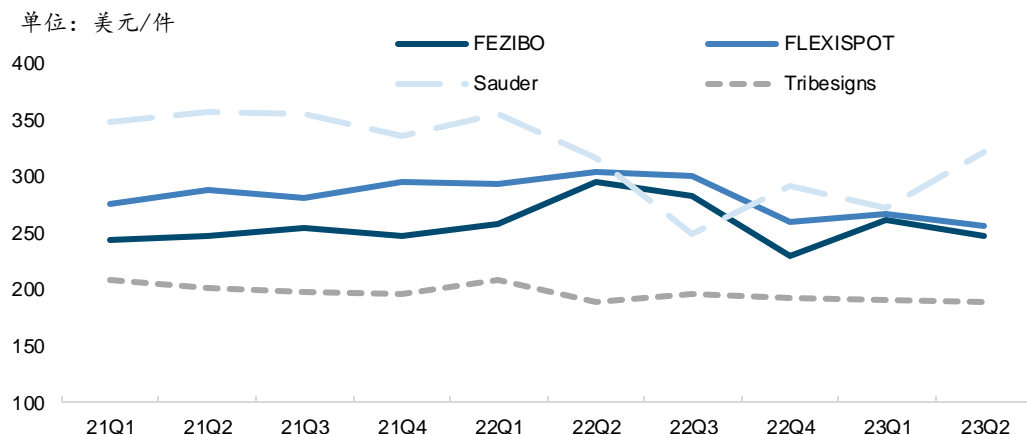
图表25: 乐歌品牌和 Fitstand 不同价格带 SKU 数量占比



来源: 久谦数据、国金证券研究所; 注: 时间范围为 2021-2023M1-M8



图表26：公司海外品牌 FLEXISPOT 在海外 B 电商平台单价处于同类品牌较高区间



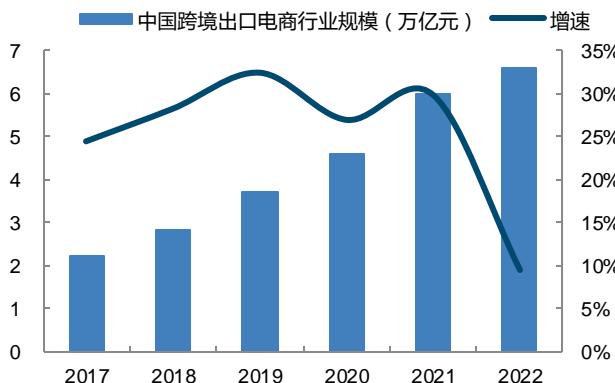
来源：久谦数据，国金证券研究所

2.3 渠道策略：独立站+亚马逊平台，精细化运营效率领先

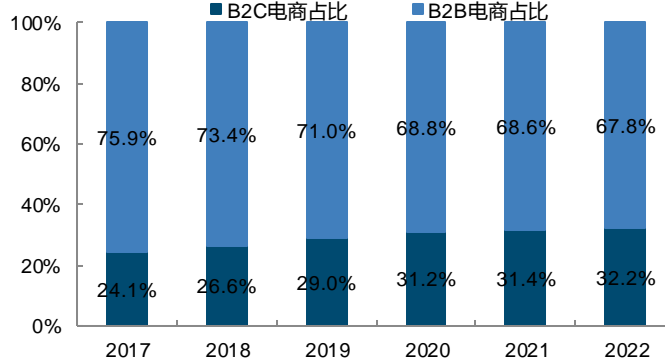
跨境电商先发布局，独立站+三方平台两轮驱动。公司在 2011 年就开始布局跨境电商，在境外线上销售渠道包括 Amazon, Home Depot, Office Depot, Wal-mart, Wayfair, 乐天, 雅虎等电商平台以及自建独立网站“flexispot.com”。独立站在全球线性驱动应用产品垂直类独立电商网站中处于第一梯队。

跨境电商正成为国内品牌型企业成长的下一发力方向。受疫情催化影响，全球主要国家或地区电商渗透率在 2019-2020 年有明显拐点，线上购物渗透率在加速提升。2017-2021 年期间，跨境电商行业增长快速，2022 年受高库存、加息影响跨境电商行业阶段性调整，仍保持 9.4% 的同比正向增长，未来伴随经济复苏、TEMU、Tiktok 等新平台入局、物流、选品等链路的完善带动效率提升，行业中长期稳步成长可期。B2B 是跨境电商出口的主要模式，2017-2022 年其占比保持约七成。

图表27：2017-2022 中国跨境出口电商行业规模及增速



图表28：2017-2022 中国跨境出口电商 B2B&B2C 分布



来源：艾瑞咨询、国金证券研究所

来源：艾瑞咨询、国金证券研究所



图表29：跨境出口 B2C 卖家特征及渠道趋势

模式	卖家类型	品类特征	商业模式	渠道偏好及趋势
轻	店群/站群卖家	<ul style="list-style-type: none"> 泛品、覆盖多个SKU 以园艺家居、3C配件等低货值、低质量、标准化小商品为主 	<ul style="list-style-type: none"> 以店群模式充分捕捉平台随机分发的流量 早期缺乏对供应链的把控，以铺货和一键代发为主，但后期通过把控设计提升性能 	<ul style="list-style-type: none"> 以第三方平台为主，开设单一平台店群或跨平台店群（数百家/数千家）
	泛品大卖	<ul style="list-style-type: none"> 泛品，覆盖多个SKU 以园艺家居等低货值、低质量、标准化小商品为主 	<ul style="list-style-type: none"> 以店铺运营为核心能力 同样缺乏对产品及供应链把控，以铺货和一键代发为主，但逐渐向精铺转型 	<ul style="list-style-type: none"> 以亚马逊、eBay、Wish等第三方平台为主
	精品品牌	<ul style="list-style-type: none"> 聚焦单一品类的浅海市场（长尾细分，如3C配件、小家电等） 以鞋服、家电3C、家具等有品牌溢价和中高货值 	<ul style="list-style-type: none"> 品牌商逻辑，把控设计等核心环节提高产品力，外包生产 	<ul style="list-style-type: none"> 以亚马逊等第三方平台为主，开始拓展独立站等新渠道 同时，尝试线上转线下
重	独立站卖家	<ul style="list-style-type: none"> 新兴品牌出海，主要为鞋服、家电3C、家具、美妆等品类 	<ul style="list-style-type: none"> 以服务新兴品牌出海为主 垂直一体化管理，包括产品设计、生产、客户运营、流量等 	<ul style="list-style-type: none"> 以自建独立站为起点，建立品牌和用户心智；但不排除后期拓展第三方平台等渠道 同时，尝试线上转线下

来源：罗兰贝格，国金证券研究所

三方平台 VS 独立站：DTC 独立站短链路，能够直接链接消费者。第三方平台具有运营模式成熟、知名度高、客户源广泛等优点。独立站的优势在于可控性，亚马逊等三方平台会受制于人。此外，第三方平台的客户流量有红利期，在初期平台释放流量吸引商家入驻，到后期持续维护流量的成本可能会越来越高，流量红利随之会变少。独立站作为私域网站，可以获得一手数据，目前独立站自有的邮件客户群和 VIP 客户群已经达到 80 多万，客户忠诚度会高于第三方平台。

图表30：独立站模式与传统平台型店铺的区别

	第三方平台店铺	独立站
成本	亚马逊北美站\$39.9，抽佣8%-17%	Shopify月费\$29-\$299，抽佣0.5%-2.0%
流量难度	平台流量红利逐渐减少	依靠自助引流难度较大，但流量天花板高
运营难度	平台运营模式成熟，对卖家资金和团队专业性要求低	既要运营平台还要运营商品，对运营提出较高要求；不受制于平台规则，可自主调整营销模式
推广效能	广告会造成同页面价格竞争	推广具有独立性
数据积累	无法获得消费者详细数据，无法转换为私域流量	获得一手数据，可将数据留存在商家端。实现数据二次开发
复购率	重复广告带来无沉淀的新客	会员沉淀，转介绍自然流量，广告费和销售额比例可达1:3
消费者保障	物流支付及退换货享有优势	该领域有心态短板
品牌效应	无品牌认知和建设，纯卖货	品牌效应强，容易打造忠诚度，可以以更高价格卖差异化的产品

来源：《中国跨境电商独立站研究》，国金证券研究所

亚马逊聚焦流量性价比单品，独立站主推产品升级类新品，盈利提升可期。

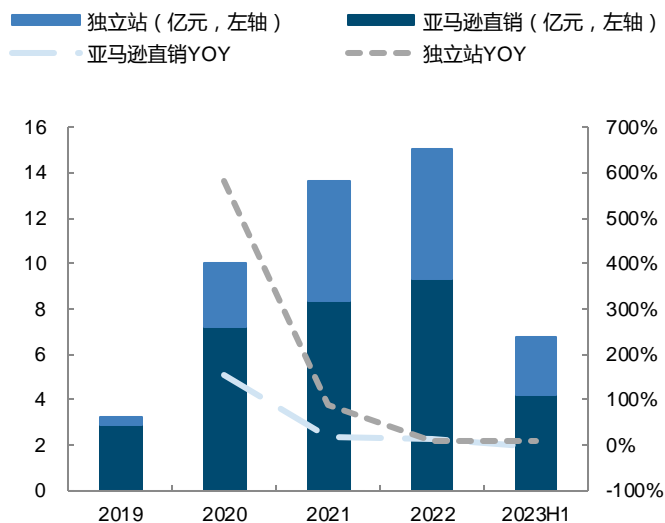
亚马逊平台凭借客单提升表现稳健，20-22 年收入 CAGR+14%，客户数/客单值 CAGR 分别为+0%/+14%。

独立站 20-22 年收入 CAGR+44%，客户数/客单值 CAGR 分别为+21%/+16%，占自主品牌营收比重从 2020 年的 22%提升至 2022 年的 31%。2023H1，公司美国独立站流量首次超过主要竞争对手排名第一。我们认为，伴随独立站运营成熟度提升、流量沉淀，非付费流量占比提升，费用投放力度进入平稳期，盈利能力有望提升。

从客单价变化来看，独立站客单价在 2000-3000 元左右，较亚马逊高 1000-1500 元，亚马逊受竞争加剧、产品竞争策略影响后续更多聚焦于性价比高流量单品，提升周转效率和曝光，平均消费金额低于独立站，独立站更多聚焦在高端新品推广，且 20-22 年借助推进双电机、AI 智能等升级类产品提升客单价，23 年以来部分受美国加息带来的消费降级影响，客单价环比略有下滑。

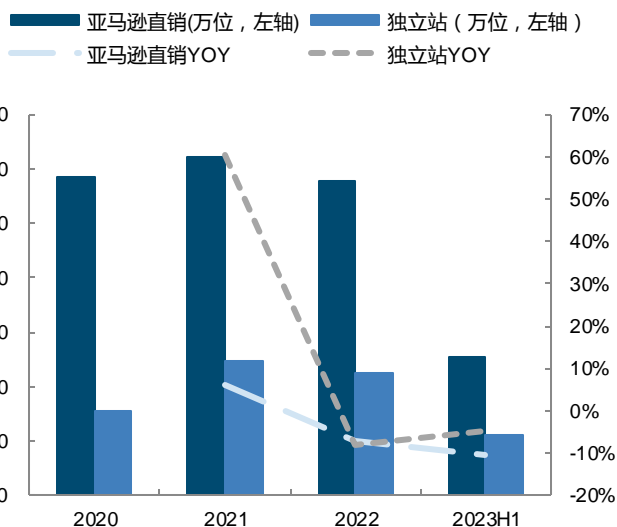


图表31：2019-2023H1 亚马逊与独立站销售收入及增速



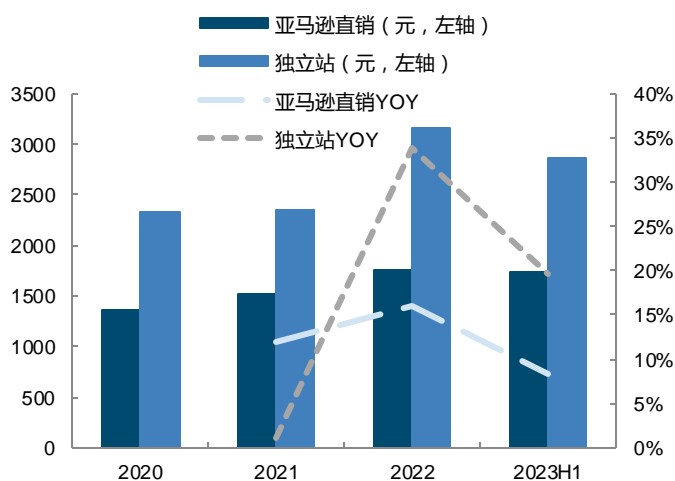
来源：公司公告、国金证券研究所

图表32：2020-2023H1 亚马逊与独立站交易人数及增速



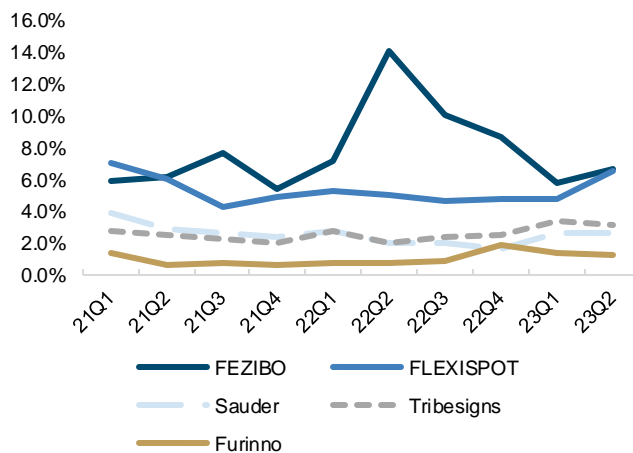
来源：公司公告、国金证券研究所

图表33：亚马逊定位性价比，独立站定位高客单升级产品



来源：公司公告、国金证券研究所

图表34：海外B平台主要智能升降桌品牌市场份额变化



来源：久谦数据、国金证券研究所

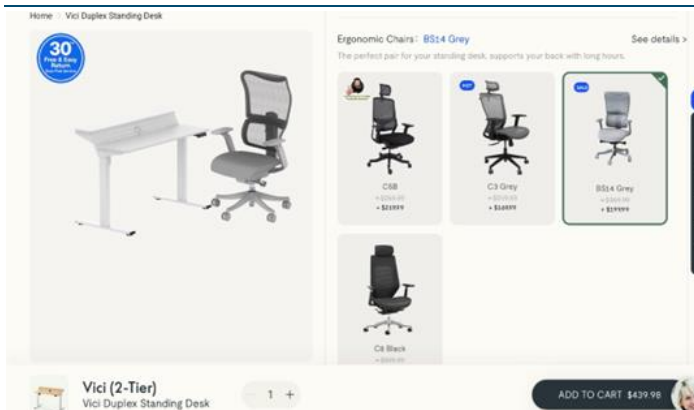
2.4 成长策略：场景开拓+拓品类，提升单客价值打开成长天花板

提升客单的路径：增加高复购、强刚需、高频的产品。公司在出售主件包括升降桌，智能电动床，智能升降床等产品的同时，搭配强复购、强刚性、高频、易耗附件，实现主辅配，增加销售量。例如在独立站选购产品时，页面右侧会出现可以优惠搭配购买的附件产品，消费者可以依据自己的需求选购不同价位的搭配产品。升降桌搭配椅子售卖，智能电动床会搭配床垫及升降床边桌进行出售。具体来看：

- 1) 对产品作不同价格体系、消费者年龄体系的划分，刺激消费者根据不同年龄段更新不同的产品。
- 2) 1+X 套系搭配。升降桌作为耐用消费品，复购率不高。公司学习宜家，采用主辅搭配的 1+X 的模式，搭配高频、刚需的品类。开发了升降桌、学习桌等周边共同场景的产品，并通过桌子+椅子/电动床、书房+卧室等场景化的套系搭配提升复购率。

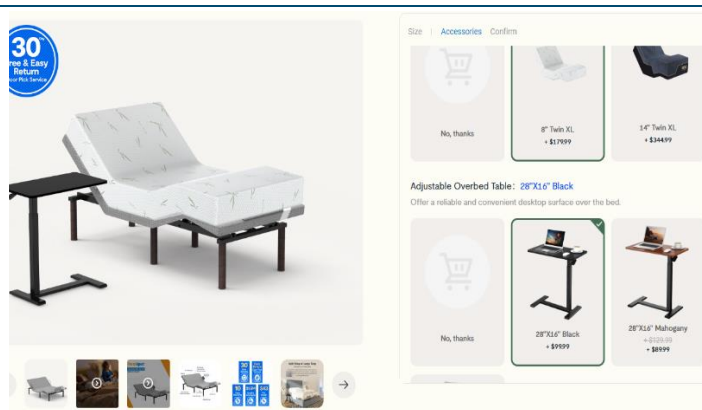


图表35：独立站升降桌场景延伸案例



来源：Flexispot 官网、国金证券研究所

图表36：独立站智能电动床场景销售案例



来源：Flexispot 官网、国金证券研究所

图表37：公司开拓家居、办公、健身车等多品类、多场景销售布局

健康智慧办公领域



组合 1：线性驱动智慧办公升降桌+智能健身办公椅



组合 2：智慧健康升降工作站+快插式电脑支架



组合 3：双工位办公升降桌+智能电脑支架+桌边健身车



组合 4：5G 智慧会议系统+带桌板健身车

智能家居领域



智能学习桌+V6 健身办公椅



智能家居升降桌+V6 健身办公椅



来源：公司公告，国金证券研究所

拓区域：新兴市场加速开拓，国内从细分儿童桌赛道切入、加速线下门店开拓。

新兴市场：对于沙特阿拉伯、中东、俄罗斯、墨西哥和东南亚市场，仍处于品类渗透初期，预计采用线上线下相结合方式，新兴国家以亚马逊或当地平台为主，产品系列以性价比价格带为主，契合当地消费水平。

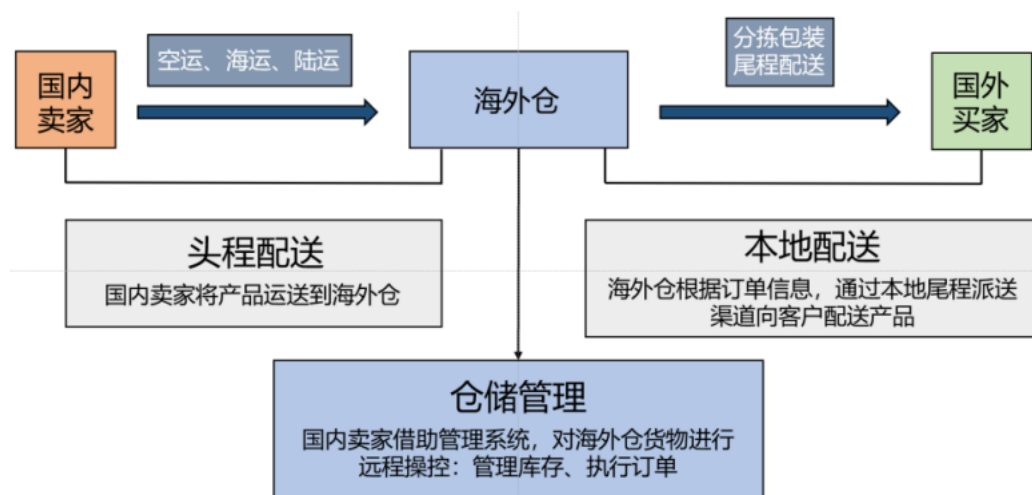
国内市场：从品类方面，公司切入更容易形成品牌溢价的儿童桌赛道，专门开发高价格带类产品 SKU、布局旗舰店等。渠道开拓角度，①开拓独立乐歌线下门店，集成多品类，提高客单价，降低线下导流成本，预计今年底全国门店数量将达到 40-50 家，明年将达到约 100 家。②在线下零售店等已有的营销场景中融入公司升降系列产品。

3 海外仓：前瞻布局自建仓，盈利弹性值得期待

3.1 如何看海外仓行业成长性？

海外仓指出口企业或跨境电商在海外买家国家和地区建立的仓库，具有清关快、配送快、周转快、服务快和成本低的特点。国外客户下单后，跨境电商或出口企业可通过海外仓直接向当地发货，省去中间商环节，更加方便快捷。作为跨境电商的重要支撑和新型外贸基建，海外仓具备诸多优点：与邮政小包相比，海外仓可以更高效的服务于大件产品，与国际商业快递相比，海外仓可以有效降低运费成本，提高售后服务、降低退货率和优化库存管理。综合来看，海外仓模式可以有效解决直发时效长、破损率高、旺季仓库拥堵的痛点。随着卖家规模的扩大以及商品品类的多样化，加快海外仓的布局推进有望成为行业发展的有效方向。

图表38：海外仓在产业链中的位置



来源：公司公告，国金证券研究所

图表39：不同物流方式比较

物流类型	优点	缺点	适用范围
邮政小包	价格低廉、配送范围广，配送速度快	受运输体积和货值的限制，价格在跨境电商中不占优势	适用于体积小重量轻、货值较低商品
国际商业快递	具有完善的快递物流服务体系 and 遍及全球的物流网络	运输费用较高，货物限制较多	适用于重要、高价值商品

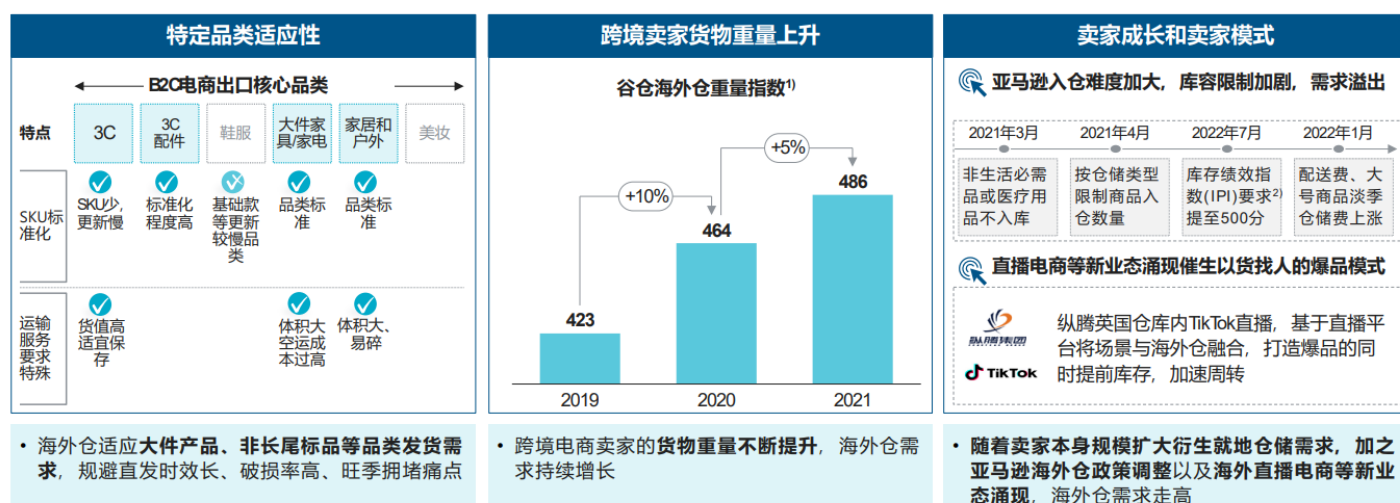


国际专线物流	价格低于商业快递，速度快于邮政快递，具有较低的丢包率	航班不固定且无标准的赔偿方案，寄件的风险比较大	适用于固定目的地的物流需求
海外仓	缩短物流时间，降低运费成本，提高售后服务、降低退货率和优化库存管理	仓储成本较高，相关人才缺乏	多适用于品牌、大件类商品

来源：国金证券研究所

从适用范围来看，海外仓更适用于尺寸重量较大，单价和毛利润较高且货物周转率较高的畅销产品，通过提前备货的方式也有利于很好的避免因物流问题而导致的订单延迟发货问题，可以有效地降低存货破损率和丢包率。随着跨境电商的深入发展和全球订单的不断攀升，海外仓的重要性正在日益凸显。

图表40：海外仓利好因素分析



来源：罗兰贝格，国金证券研究所；注：谷仓重量指数，参考商品货型、类目、单量、重量、体积等加权因素计算得出，2021年数据截至3月15日

在跨境电商品类升级、海外消费者对极致化配送体验需求的双重推动下，海外仓模式快速发展。跨境电商平台通过借助第三方海外仓、自营海外仓等仓储资源实现电商订单的履约以及存储功能，减少消费者对于头程及中间跨国运输长时效的等待。从全球分布来看，美国作为海外仓布局的热门国家，拥有最多的第三方海外仓数量及面积，其次为位于欧洲的德国、英国。

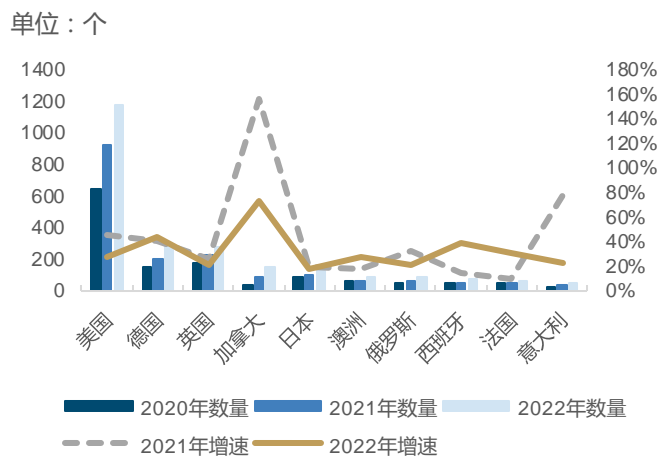
行业发展周期演变：从粗放发展走向精细化、增值化运营，运营门槛提升。

海外仓爆发于2020年，受到疫情影响，海外电商需求激增，海运费上涨导致备货成本提升、亚马逊封号潮导致大量货物堆积催化需求。2022年伴随海外去库存、海运费下降、租金成本提升抬升运营成本等，行业增速放缓且出现分化。我们认为当前行业仍处于规模效应释放期，头部企业在采购成本、运输效率、资源利用率、库存品类及周转率等方面具备明显优势，并且在尾程运输方面拥有更好的议价能力，可以以更优惠的价格获得物流公司运输服务。具备一定规模后还可以在协商建设合约及设施管理合约，以及优化人力资源时有效控制成本，形成规模。

另一方面，海外仓功能呈现升级，精细化运营提升效率、优化盈利模型是未来看点。过去海外仓的功能主要体现在FBA中转、一件代发、退货换标等，伴随需求端跨境电商的快速发展、卖家精细化运营的要求，海外仓传统功能已逐渐无法满足卖家新阶段的需求，逐渐发展本地维修、组装等本土化服务，根据跨境眼调研显示，过去两年卖家对第三方海外仓的需求有所变化，FBA中转需求明显下滑，而一件代发和本地分销的需求大幅上涨，主要源于FBA涨价致使部分卖家转投第三方海外仓，以及过去两年比较严重的库存滞销。

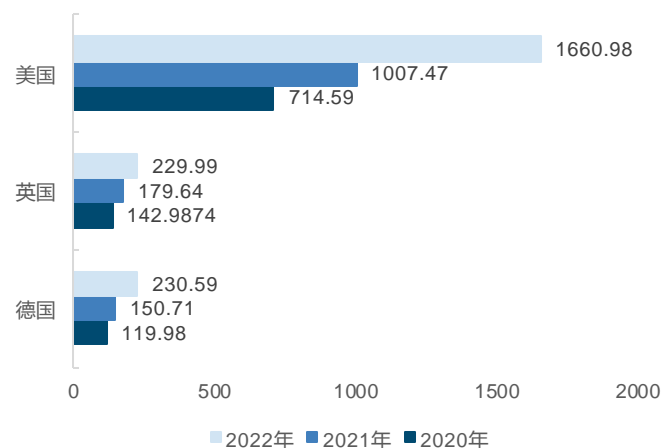


图表41：2020-2022 年主要国家地区海外仓数量及增速



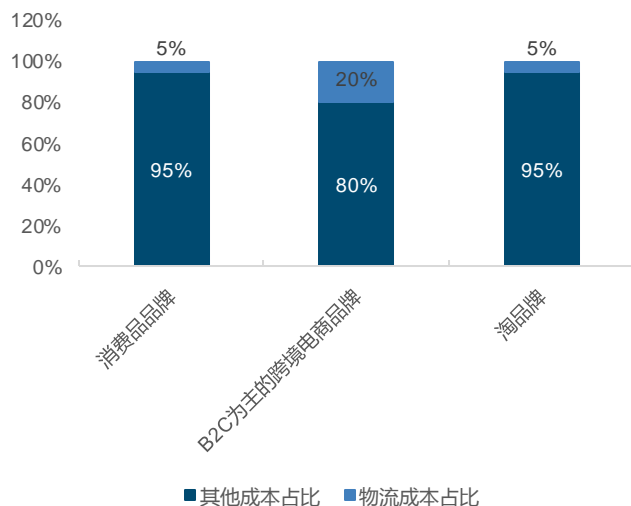
来源：跨境眼，国金证券研究所

图表42：2020-2022 年主要国家和地区海外仓总面积
(单位：万平方米)



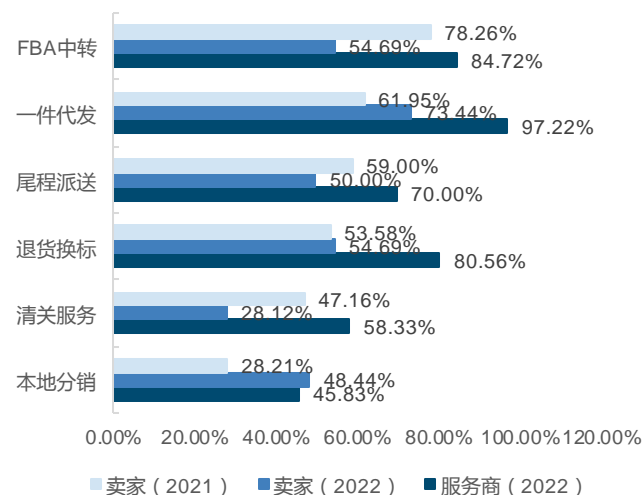
来源：跨境眼，国金证券研究所

图表43：相较普通消费品牌、国内淘品牌，跨境电商物流成本占比更高



来源：跨境眼，国金证券研究所

图表44：卖家对海外仓的基础需求 (2021/2022) VS 海外仓企业提供的主要服务 (2022)



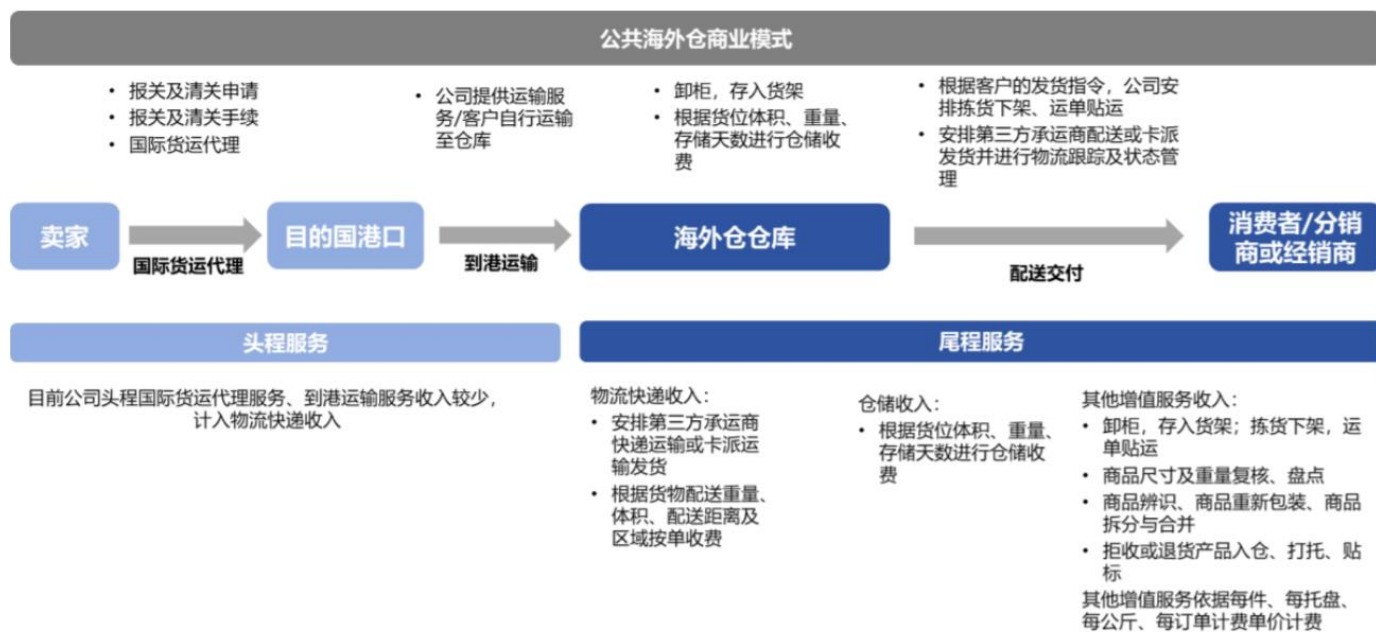
来源：跨境眼，国金证券研究所

3.2 海外仓定位：中大件定位、规模化客户占比提升驱动成长

公司与海外仓领域竞争对手的发展策略、服务方向有所差异。公司专注于为中大件产品的提供海外仓服务并在该领域形成了一定市场优势，目前公共海外仓服务集中于美国市场，仓库主要分布于美东、美西核心港口和交通枢纽城市附近，后续将持续加大仓库基础设施建设、信息系统及自动化等提升竞争力。



图表45：公司海外仓商业模式



来源：公司公告，国金证券研究所

图表46：海外仓领域的主要竞争对手

公司名称	公司简介	主要服务及定位	海外仓分布及规模
谷仓海外仓	成立于 2015 年，隶属于福建纵腾网络有限公司	为全球电商提供标准化仓配、头程、尾程以及定制化服务的正逆向一体化供应链解决方案	业务覆盖全球 30 多个国家，目前海外仓面积超 120 万平方米，其中美国海外仓面积达到 61 万平方米，是中国率先跨越百万级的海外仓企业。
递四方	公司成立于 2004 年，专注小件商品物流	为跨境电商卖家提供：全球订单履约服务、仓储与物流管理系统服务、全球退件解决方案、全球包裹直发服务、以及全球转运进口服务五类衍生服务	截至 2023 年 4 月，递四方在全球 18 个国家建设 50 余个海外仓，总面积近 100 万平方米
无忧达	公司成立于 2020 年，总部位于宁波市	专注于中大件物品物流	截至 2022 年末，公司运营网络已覆盖中国、北美、欧洲等主要国家和地区，并在全球拥有共计约 37 万平方米自营仓储和配送体系
大健云仓	公司成立于 2013 年，2022 年营业收入为 4.90 亿美元，净利润为 2,397 万美元。2022 年 8 月 18 日，于纳斯达克交易所上市	提供大件产品（家具、家居、家电等）的综合物流服务	在中国、美国、欧盟、英国、日本等地设有分支运营中心，仓库总面积约 37 万平方米
美国 Shipwire 公司	公司成立于 2006 年，总部位于美国加利福尼亚州，是一家全球物流和仓储解决方案的第三方服务提供商。公司隶属于全球第三大合	Shipwire 通过广泛的全球物流网络，为企业提供灵活的订单处理、仓储和配送服务。Shipwire 的目标客户主要是中小型企业	物流中心遍布全球 30 多个国家和地区，主要分布在美国、加拿大、欧洲等地区。基华物流在全球拥有的仓库面积达 1,030 万平方米，全球员工总人数达



同物流供应商基华物流
(CEVA Logistics)

11 万名，每年货柜处理能力可达 130
万个标准货柜(TEU)

来源：公司公告，国金证券研究所

图表47：可比公司在美仓库面积与单位货物处理数对比

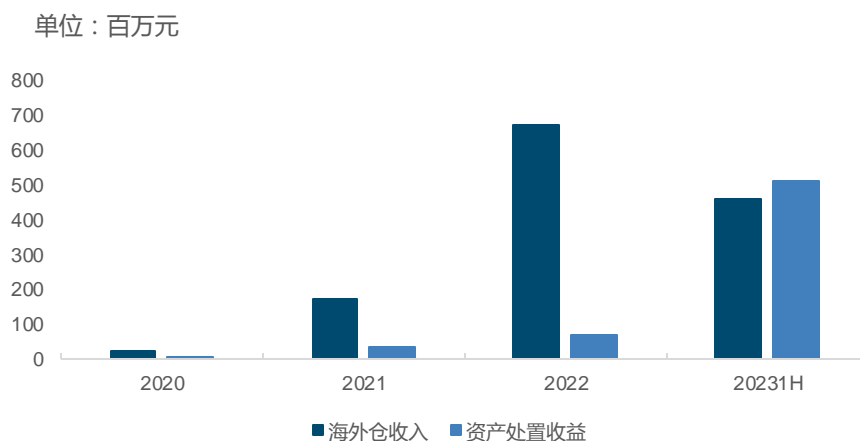
项目	谷仓海外仓	递四方	京东物流	无忧达	大健云仓	乐歌海外仓	拟定增募投项目达成后
在美仓库面积 (平方米)	693,000	245,000	120,774	268,900	370,000	257,145	93,306
在美年处理货物 能力(万件)	10,539.38	未公开	未公开	1,326.33	617.81	278.57	209.42

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利模型：公司公共海外仓业务采用统一的盈利模式，即根据为客户提供的物流快递服务、仓储服务、其他增值服务核算收入，并将提供服务过程中的运输装卸支出、仓库及设备的租赁支出、仓库及设备的折旧、采购的劳务服务支出、运营人员的工资及福利费等归集并核算为成本，再扣减运营过程中的税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用等，实现盈利。

从公司海外仓业务贡献结构来看，物流仓储服务收入占比最高，其次为增值、仓储服务。当前在全球共 12 仓，面积共 27.58 万平方米，其中美国 9 仓主要用于公共海外仓业务及自用，共计 25.71 万平方米。2021-2023H1，公共海外仓业务实现收入 1.71/4.88/3.63 亿元，同比+850%/+186%/+101%。此外，从业绩贡献角度，公司还通过小仓换大仓的模式下，出售面积较小的仓库获得资产处置非经常性损益，2021-2023H1 资产处置非经常性损益分别为 0.35/0.66/5.1 亿元。

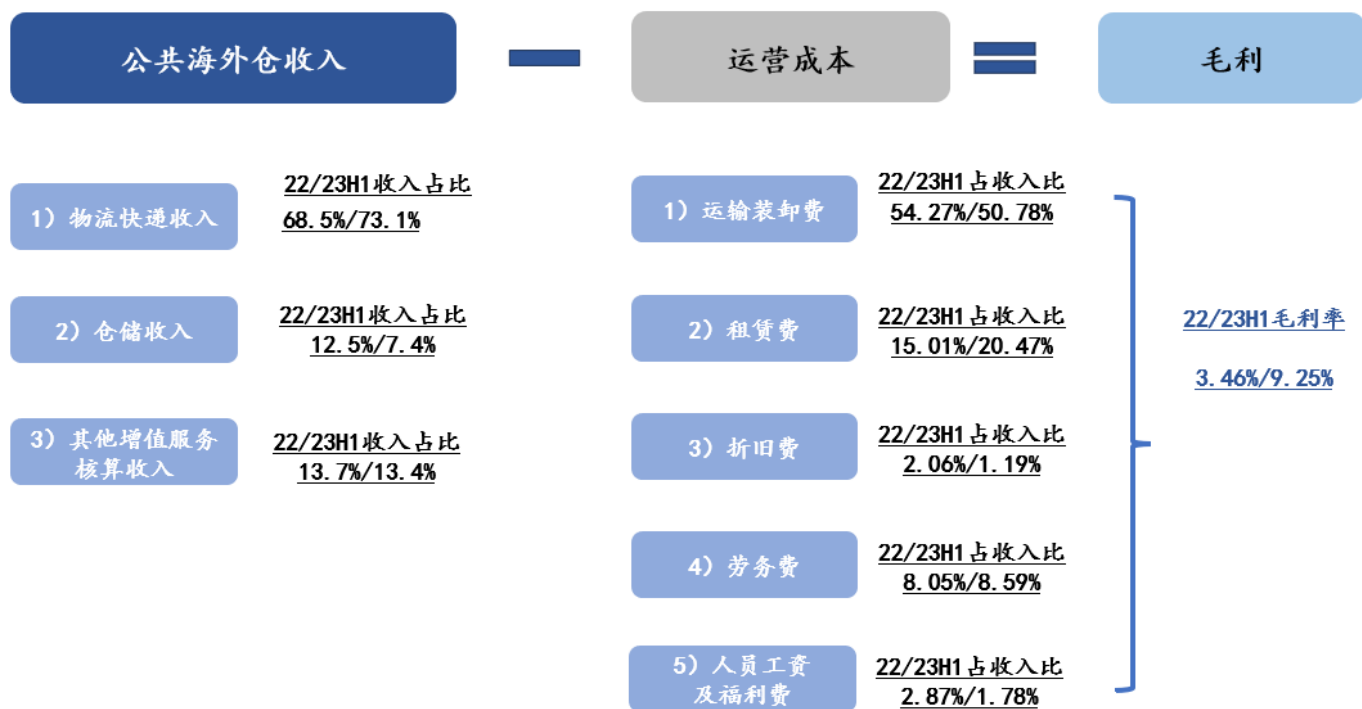
图表48：公司海外仓收入及资产处置收益



来源：公司公告，国金证券研究所



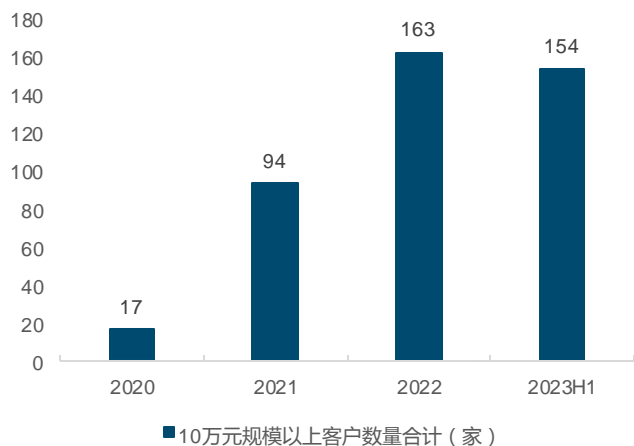
图表49：乐歌海外仓盈利模式



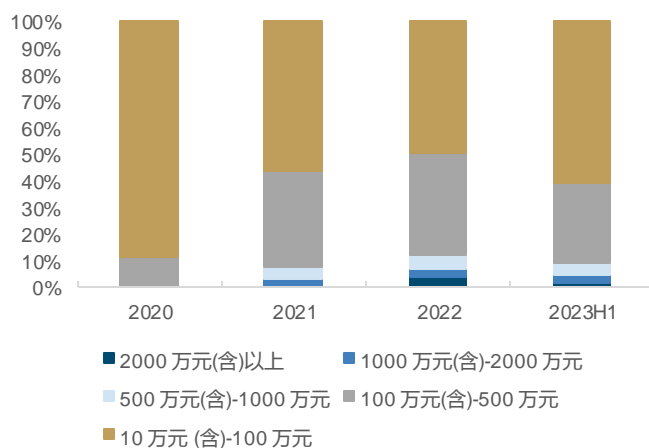
来源：公司公告，国金证券研究所

成长性角度，客户数量持续增加、持续合作客户业务规模增速快于行业增速、客户使用乐歌海外仓业务占比提升，驱动海外仓业务保持快速成长。2021/2022/2023H1 公司 10 万元规模以上客户数量分别为 94/163/154 家，保持快速成长，客户整体呈现长尾趋势，但 22 年以来大客户数量占比提升，2021/2022/2023H1 公司 10 万元规模以上客户数量占比 7.4%/12.3%/9.1%。

图表50：公司海外仓业务签约客户数量快速提升



图表51：客户长尾化明显，100万元以上订单客户数占比提升



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 三大路径探索海外仓业务后续盈利弹性

三大路径优化成本有望提升海外仓盈利弹性：“重资产”模式自建代替租赁、借助规模优



势提升尾程议价力、规模效应摊销固定成本。

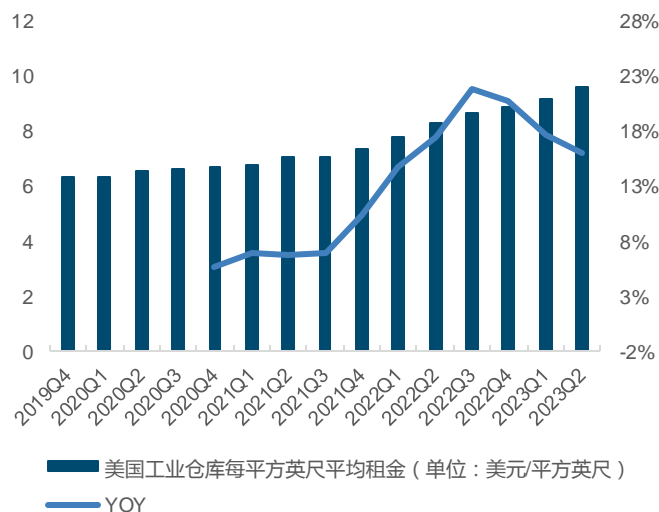
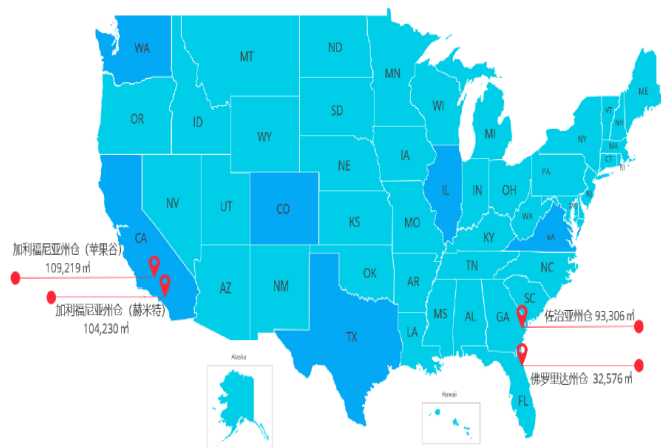
1) “重资产”模式自建代替租赁：根据公司公告，22/23H1 租赁费率分别为 15%/20.5%，租赁成本由市场化租金决定，近年来美国工业仓库租金快速上涨，仓库租金成本远高于自持成本。

2022 年起，公司陆续在美国进行了大量核心港口区域的土地储备，进一步对远期的仓储成本进行了提前锁定，截至当前公司在美国核心购买了 4,800 亩土地（已正式成交）。未来五年将在前期购买的自有土地上有序建设面积较大的仓库并投入使用，以逐步替代租赁仓和面积较小的自持海外仓，避免未来美国工业仓库租金持续上涨对公司海外仓运营产生的压力，同时提升单个仓库的面积，降低整体运营成本并提升运营管理效率和货物处理能力。

根据公司公告，预计至 2027 年底达到成熟运营状态的公共海外仓面积合计 33.93 万平方米，平均单仓面积 8.48 万平方米，其中美西仓群面积 21.34 万平方米，美东仓群面积 12.59 万平方米，整体可实现年货物处理量超 700 万件，实现美东、美西仓库的均衡布局。随着公司海外仓逐步通过自持替代租赁、大仓替换小仓，公司公共海外仓业务规模效应将逐渐显现，单位成本逐渐降低，毛利率将逐步上升。

图表52：预计 2027 年底乐歌在美海外仓规划布局图

图表53：美国工业仓库单位租金呈双位数增长



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，高纬环球 (Cushman&Wakefield)，国金证券研究所

图表54：乐歌海外仓持有成本及与当地市场租金水平比较

自持仓库名称及区域	市场租金水平				年持有成本	单位持有成本/单位租金			
	2020	2021	2022	2023H1		2020	2021	2022	2023H1
美西 (加利福尼亚州-Livermore 仓)	9.81	11.43	13.25	13.89	4.51	45.97%	39.46%	34.04%	32.47%
美东 (南卡罗来纳州-Manning 仓)	3.45	3.83	4.3	4.61	2.38	68.99%	62.14%	55.35%	51.63%
美南 (佛罗里达州-Jacksonville 仓)	6.46	7.35	8.46	9.32	2.06	31.89%	28.03%	24.35%	22.10%
美中 (田纳西州-Stafford 仓)	3.75	4.1	4.48	4.61	3.7	98.67%	90.24%	82.59%	80.26%
美东 (佐治亚州-Eallbell 仓, 本次募投项目一)	5.74	6.36	7.19	7.76	2.64	45.99%	41.51%	36.72%	34.02%

来源：公司公告，CoStar，国金证券研究所。注：1) 年持有成本包括折旧额及房产税，折旧额以建筑物折旧年限 39 年、净残值 5% 测算，房产税根据公司历年资产缴纳情况综合以 1.33% 的房产税税率测算；2) 自持的佛罗里达州-Jacksonville 仓目前处于扩建中，原有部分已达到预定可使用状态开始计提折旧。


图表55：公司海外仓布局签约地点投入及面积

序号	土地地址	土地面积 (英亩)	购买金额 (万美元)	土地属性	当前用途	后续投资 (万美元)
1	West Florida Avenue and West Acacia Avenue, Hemet, CA,	63.1		工业地		
2	Industrial Vacant Land SEC 04 TWN 06N RNG 12W, Palmdale, CA 93551	20.0		工业地		
3	15th St West & Ave M4 Palmdale, CA 93551	10.0		工业地		
4	12W, Palmdale 5350 85400 Monterey Rd Gilroy, CA 95020	22.0		工业地		
5	Richmond Ave, Morgan Hill, CA, (APN: 712-04-084, 712-04- 086)	36.0	430	农地		
6	Richmond Ave, Morgan Hill, CA, (APN: 712-04-087)	12.0	110	农地		
7	Patterson, County of Stanislaus, State of CA, (APN 021-025-028)	59.9	1761	工业地		
8	Apple Valley, CA, (APN: 0463- 231-34-0000/ 0463-231-35-0000/0463-231-36- 0000)	28.6	928	工业地		
9	Apple Valley, CA, (APN: 0463- 231-37-0000)	9.2	297	工业地		
10	Apple Valley, CA, (APN: 0463- 231-11-0000 /0463-231-12- 0000/0463-231-13-0000/ 0463- 231-14-0000/0463-231-15-0000/ 0463-231-16-0000)	39.3	1275	工业地		
11	3438 US Highway 80 E, BLD D, Ellabell, GA, United States	76.7	2301	工业地	自建海外仓	11082 (定增资金)



Southampton County, Virginia

T. P. 77-36/38/43, United

12 439.0 1140 工业地

States

总计 815.8

来源：公司公告，国金证券研究所

2) 借助规模优势提升尾程议价力：由于最后一公里费用占商品销售价格的 15-25%，2022 年乐歌全年包裹量超过 500 万个，包裹量越大，与 Fedex、UPS 等议价能力越强，尾程费用越低，最后一公里快递成本优于竞争对手，招商越容易。当前公司已成为美国 FedEx 全球 TOP100 客户，议价能力持续提升，降低了尾程物流的成本，形成了公司销售和利润的第二增长曲线，23 年第三方配送商为公司提供的中大件商品运送服务结算单价较 22 年下降 2%至 5%不等。2021 2022 年和 2023 年上半年物流快递收入占海外仓服务收入的比重分别为 73.31%、68.49%和 73.14%。同时公司主业受益于尾程物流折扣提升，尾程运费率下降，从 2020 年的 12.2%下降至 2023H1 的 10.1%。

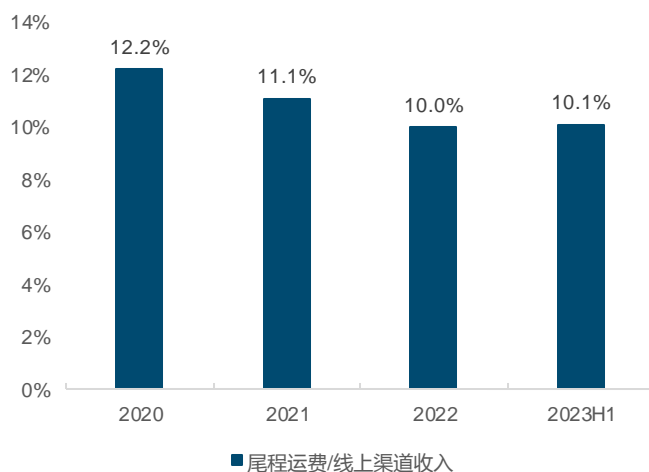
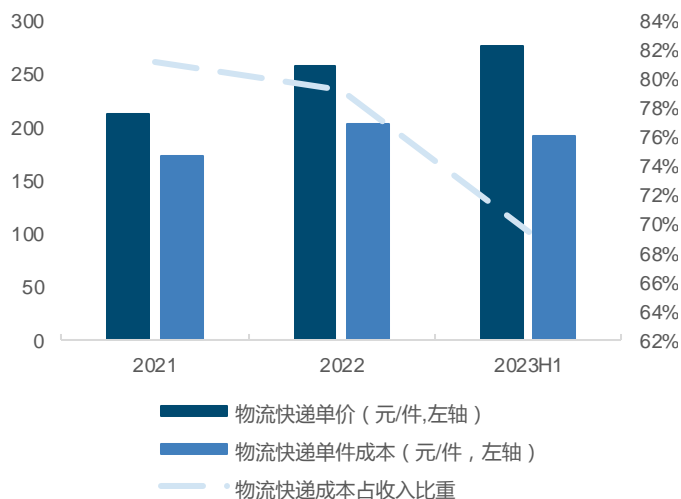
图表56：包裹量与美国物流商尾程运费折扣关系

包裹量	折扣	示例	原价	折扣价
1 万个包裹	城市经理折扣	8 折	\$100	\$80
10 万个包裹	省级（州级）经理折扣	5.5 折	\$100	\$55
100 万个包裹	大区经理折扣	3.5 折	\$100	\$35
500 万个包裹	超级 VIP 折扣	3 折	\$100	\$30

来源：公司公告，国金证券研究所

图表57：物流快递成本占物流快递收入比重呈下降趋势

图表58：受益于尾程物流折扣提升，公司主业尾程运费率下降



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3) 规模成长摊销固定成本，周转效率提升：2021-2023H1 期间，公司货物处理量分别为 111.5/192.6/127.2 万件，年均负荷率分别为 61.06%、80.47%/91.35%，伴随货柜使用量、实际周转率的提升，海外仓管理及运营能力不断提升。

从 2021 年到 2023H1，运输装卸费、折旧费和人员工资及福利费呈现下降趋势。其中运输装卸费用率从 59.54%下降到 50.78%；折旧费用率从 3.06%下降到 1.19%；人员工资及福利



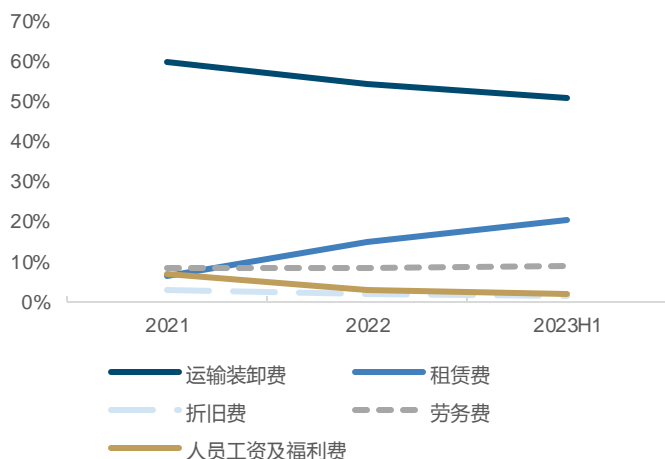
费用率从 7.03% 下降到 1.78%，公司公共海外仓业务规模效应逐渐显现。毛利率呈现优化趋势，从 2021 年的 2.75% 提升至 2023H1 的 9.25%。

图表59：公司海外仓周转运营效率不断提升

项目	公式	2021年度	2022年度	2023年1-6月
仓储面积（平方米）	-	101,366.28	214,179.06	235,405.99
货物处理量（件）	A	1,114,621	1,926,343	1,272,358
实际周转率（次/年）	B	3.94	4.73	6.08
平均货柜使用量（个）	C	902	1,163	1,235
平均已搭建货柜量（个）	D	1,455	1,709	2,055
年均负荷率	$E = (C \times B) / (D \times 4)$	61.06%	80.47%	91.35%
货物处理能力（件）	$F = A / E$	1,825,419	2,393,838	1,392,870

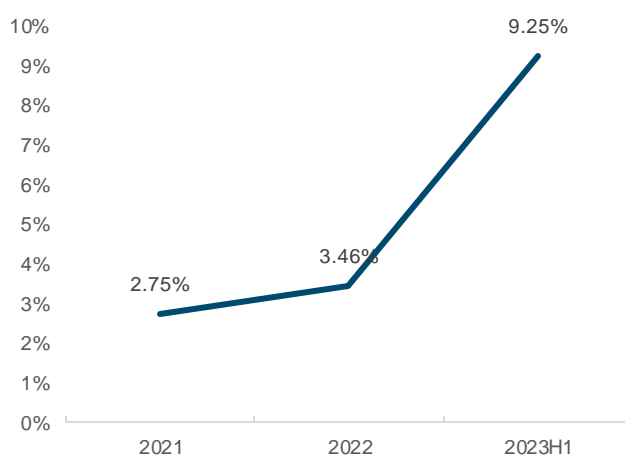
来源：公司公告，国金证券研究所；注：仓储面积、平均货柜使用量、平均已搭建货柜量为月份加权平均计算；周转率反映已使用的货柜运营效率，实际周转率=年出库货柜数量/平均货柜使用量。

图表60：除租赁成本外，海外仓其他分项成本率降低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表61：海外仓业务毛利率提升显著



来源：公司公告，国金证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设

1) 外销：

- ① 亚马逊平台：鉴于后续价格策略保持稳定略上行，在行业渗透率具备提升空间的红利下保持稳健成长，预计 23-25 年营收同比+13%、+15%、+15%。
- ② 独立站：作为海外自主品牌渠道重点投入方向，独立站的流量从今年 5 月底开始已经美国的竞争对手排名第一，22/23H1 营收增速分别为 9.17%/8.48%，随着公司持续运营投入、注重高价新品推广，叠加品牌势能提升，预计 23-25 年营收同比+15%、+20%、+20%。
- ③ 海外 ODM/OEM：伴随下游去库结束，2H23 起 ODM 订单修复趋势较优，预计后续保持平稳成长，预计 23-25 年外销代工等营收同比+12%、+15%、15%。

伴随自主品牌增速快于代工业务、人体工学工作站占比提升等，看好毛利率稳步提升



趋势，考虑到 2022/2023H1 人体工学工作站毛利率 39.6%/42.4%，预计 23-25 年毛利率 41%/41.5%/42%。

2) 海外仓：22/23H1 营收增速分别为+185.56%/+101.13%，23 年上半年伴随新客户拓展、客户订单提升、库存利用率提升实现高增，短期有望通过缩窄载货道的方式来增加库容、提升库容利用率，从扩张速度来看，根据公司规模，24 年底会新增 25 万平米仓库，预计 23-25 年营收同比+80%、+22%、+43%，22/23H1 毛利率分别为 3%/9.3%，伴随自建仓替换租赁仓缓解成本压力、海外仓库容率提高、周转效率加快，预计 23-25 年毛利率 9%、10%、11%。

3) 内销：受内需环境疲软影响，23 年内销推广进度有所放缓，但伴随线下加快开店、细分儿童桌赛道加快布局，我们看好内销业务成长性，预计 23-25 年营收同比+10%/+18%/+19%，毛利率 35%/35%/35%。

费用预测

1) 销售费用：随着品牌势能提升、逐渐占领市场之后，后续费用投放进入平稳期，且伴随业务结构变化（海外仓占比提升），预期 23-25 年销售费用率分别为 19.5%/19%/18.5%。

2) 管理费用：伴随公司营收的快速增长与整体规模效应显现，预计 23-25 年管理费用率保持不变，分别为 3.8%/3.8%/3.8%。

3) 研发费用：随着公司销售收入的不断提升以及持续的研发投入，预计 23-25 年研发费用率分别为 3.8%/3.7%/3.6%。

综上，我们预测 23/24/25 年公司营收分别为 39.5/46.4/56.9 亿元，同比+23%/+17.7%/+22.5%，预计归母净利润分别为 5.8/4.7/5.1 亿元，同比+164%/-19%/+9.8%，由于 23 年净利润中包含资产处置非经常性损益，且我们认为基于公司海外仓业务布局过程中进行小仓换大仓的策略，24-25 年预计仍会产生此类非经常性损益，预计 23/24/25 年税后非经常性损益 3.6/1.8/1.5 亿元，扣非归母净利润 2.2/2.7/3.4 亿元，同比+2%/+40.2%/+30.3%。



图表62：公司主要业务营收及毛利率预测

		2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计（百万元）		2871	3208	3945	4644	5690
yoy		48.0%	11.7%	23.0%	17.7%	22.5%
营业成本合计（百万元）		1,731	2,104	2,626	3,080	3,807
毛利率		39.72%	34.41%	33.45%	33.67%	33.09%
按业务类型拆分						
1. 外销（剔除海外仓）	营业收入（百万元）	2434	2431	2748	3191	3707
	yoy	40.83%	-0.11%	13.03%	16.13%	16.17%
	营业成本（百万元）	1367	1442	1621	1867	2150
	毛利率	43.83%	40.70%	41.00%	41.50%	42.00%
其中：	1.1主要跨境电商	营业收入（百万元）	1393	1525	1734	2024
	yoy	36.85%	9.49%	13.65%	16.78%	16.85%
	占营业收入比例	48.5%	47.5%	43.9%	43.6%	41.6%
1.1.1亚马逊直销	收入（百万元）	837	930	1050	1208	1389
	yoy	16.19%	11.02%	13.00%	15.00%	15.00%
1.1.2独立站	收入（百万元）	526.83	575.13	661.40	793.68	952.42
	yoy	89.19%	9.17%	15.00%	20.00%	20.00%
1.1.3乐天	收入（百万元）	20.99	20.04	21.05	22.10	23.20
	yoy	88.61%	-4.49%	5.00%	5.00%	5.00%
1.1.4亚马逊 vendor	收入（百万元）	8.00	0.60	0.66	0.73	0.80
	yoy	2.78%	-92.45%	10.00%	10.00%	10.00%
1.2外销代工等	营业收入（百万元）	1041	906	1014	1167	1342
	yoy	46.53%	-12.96%	12.00%	15.00%	15.00%
	占营业收入比例	36.24%	28.23%	25.71%	25.12%	23.58%
2. 海外仓	营业收入（百万元）	171	488	879	1,076	1,534
	yoy	850.00%	185.56%	80.07%	22.36%	42.60%
	占营收比重	5.96%	15.22%	22.29%	23.17%	26.96%
	毛利率	2.9%	3.0%	9.3%	10.0%	11.0%
3. 内销	营业收入（百万元）	267	289	318	377	449
	yoy	37.0%	8.4%	10.1%	18.4%	19.1%
	占营业收入比例	9.3%	9.0%	8.1%	8.1%	7.9%
	营业成本（百万元）	198	189	207	245	292
	毛利率	25.80%	34.56%	35.00%	35.00%	35.00%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 投资建议

我们选取 A 股线性驱动技术为核心产品的捷昌驱动，以及以跨境电商为主要贸易模式的致欧科技、安克创新和赛维时代作为可比公司。捷昌驱动主营线性驱动系统及设备、医疗设备零部件、功能家具及部件的生产销售、研发；致欧科技从事家居类产品的研发、设计和销售，并主要通过海外知名电商平台将产品销往欧美日等多个国家和地区，自身不涉及产品生产，生产环节全部委托给外协厂商进行；安克创新覆盖了充电、智能创新、无线音频等多个智能硬件产品品类；赛维时代通过第三方电商平台和垂直品类自营网站向全球消费者销售高品质、个性化的时尚生活产品。

我们采用市盈率相对估值法，由于公司海外仓业务所带来的收入，故我们考虑将剔除由出售海外仓带来的非经常性损益后的扣非归母净利润作为估值预测基础，结合 2023 中报披露，资产处置税后收益为 3.62 亿元。2023-2025 年公司扣非归母净利润 CAGR 为 23%，可比公司 2024 年平均 PE 为 20 倍，PEG 为 0.7 倍，23/24/25 年 PEG 中位数分别为 0.8/0.7/0.5 倍。考虑到公司作为跨境线性驱动行业龙头，整体产品力、渠道力等竞争要素优于行业平均水平，品牌势能处于提升期，应给予一定估值溢价，首次覆盖给予公司 2024 年 22 倍 PE 估值，对应 24 年目标价 19.2 元，目标市值 60 亿元，给予“买入”评级。


图表63：可比公司估值

	公司简称	归母净利润（亿元）					PE					2022-2025	PEG		
		21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E	净利润CAGR	23E	24E	25E
线性驱动	捷昌驱动	2.7	3.3	3.1	4.0	5.5	25.2	20.8	22.1	17.1	12.3	19%	1.2	0.9	0.6
跨境电商	致欧科技	2.4	2.5	4.0	5.0	6.1	38.1	36.5	23.0	18.4	15.1	34%	0.7	0.5	0.4
	安克创新	9.8	11.4	15.3	17.9	21.3	38.8	33.3	24.9	21.3	17.9	23%	1.1	0.9	0.8
	赛维时代	3.5	1.9	4.0	5.5	7.5	40.4	76.0	35.5	25.8	18.8	59%	0.6	0.4	0.3
	平均值						34.0	30.2	26.3	20.7	16.0	34%	0.9	0.7	0.5
	中位数						38.1	33.3	23.9	19.9	16.5	29%	0.9	0.7	0.5
	乐歌股份	1.8	2.2	2.4	2.7	3.4	24.4	20.6	19.1	16.6	13.1	16%	1.2	1.0	0.8

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2023 年 9 月 28 日；注：乐歌净利润预测为扣非归母净利润

风险提示

原材料价格波动风险。公司生产人体工学产品所需的基础原材料主要为精密钢管、钢板、ABS 塑料等，直接材料占其营业成本的比例超 60%，其价格波动将直接影响到公司的生产成本和毛利率。如未来原材料价格进一步上涨，且公司未能及时采取有效应对措施，则可能对公司盈利水平产生不利影响。

汇率波动风险。公司出口收入占比较高，出口产品主要采用美元作为计算货币，也涉及欧元、日元、英镑等币种。一方面，人民币处于升值或贬值趋势时，公司产品在境外市场竞争力下降或上升；另一方面，公司产品境外销售时以外币定价，如果外币兑人民币汇率出现下降，对应人民币收入将出现下滑；最后，自确认销售收入形成应收账款至收汇期间，公司因人民币汇率波动而产生汇兑损益，直接影响公司业绩。

海外募投项目实施进度不达预期的风险。公司海外仓服务业务主要在美国进行，若美国当地的投資、稅收、進出口、土地及建築管理等相关法律法规和政策发生变化，在计划时间内建设完成或实施效果不及预期的风险，进而影响项目的投资收益。

自主品牌竞争加剧的风险。近年来欧美部分呈现消费降级趋势，升降桌品类竞争较为激烈，如果公司无法采取有效的价格竞争策略，在海外市场份额有下降的风险。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,941	2,871	3,208	3,945	4,644	5,690
增长率		48.0%	11.7%	23.0%	17.7%	22.5%
主营业务成本	-1,034	-1,731	-2,104	-2,626	-3,080	-3,807
%销售收入	53.3%	60.3%	65.6%	66.5%	66.3%	66.9%
毛利	907	1,140	1,104	1,320	1,564	1,883
%销售收入	46.7%	39.7%	34.4%	33.5%	33.7%	33.1%
营业税金及附加	-11	-14	-18	-20	-23	-28
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-469	-690	-647	-769	-882	-1,053
%销售收入	24.2%	24.0%	20.2%	19.5%	19.0%	18.5%
管理费用	-92	-109	-119	-150	-176	-216
%销售收入	4.7%	3.8%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
研发费用	-85	-130	-144	-150	-172	-205
%销售收入	4.4%	4.5%	4.5%	3.8%	3.7%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	251	197	176	231	310	381
%销售收入	12.9%	6.9%	5.5%	5.9%	6.7%	6.7%
财务费用	-33	-68	-29	-93	-126	-129
%销售收入	1.7%	2.4%	0.9%	2.4%	2.7%	2.3%
资产减值损失	-16	-14	-16	0	0	0
公允价值变动收益	16	-6	-11	0	0	0
投资收益	9	26	0	20	20	30
%税前利润	3.7%	13.0%	n.a	2.7%	3.8%	5.1%
营业利润	237	191	271	728	524	582
营业利润率	12.2%	6.6%	8.5%	18.4%	11.3%	10.2%
营业外收支	-1	12	-2	2	2	5
税前利润	236	202	269	730	526	587
利润率	12.2%	7.0%	8.4%	18.5%	11.3%	10.3%
所得税	-19	-18	-50	-131	-79	-88
所得税率	8.2%	8.9%	18.6%	18.0%	15.0%	15.0%
净利润	217	184	219	598	447	499
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	217	185	219	598	447	499
净利率	11.2%	6.4%	6.8%	15.2%	9.6%	8.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	217	184	219	598	447	499
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	54	121	199	125	141	157
非经营收益	-19	3	54	-391	-116	-91
营运资金变动	-35	-42	-137	115	-41	-35
经营活动现金净流	216	265	335	447	431	530
资本开支	-764	-311	-537	-20	-375	-402
投资	124	-22	-301	-200	0	0
其他	-234	93	-9	20	20	30
投资活动现金净流	-873	-240	-847	-200	-355	-372
股权募资	6	708	302	-37	0	0
债权募资	719	64	466	627	418	706
其他	50	-133	-274	-275	-280	-288
筹资活动现金净流	775	639	495	315	138	417
现金净流量	116	627	-30	563	213	575

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	905	1,505	1,628	1,925	1,945	2,379
应收款项	208	233	206	271	319	391
存货	526	513	490	619	726	897
其他流动资产	76	132	829	822	831	846
流动资产	1,715	2,383	3,152	3,637	3,821	4,514
%总资产	59.8%	59.1%	52.6%	52.9%	50.7%	51.9%
长期投资	43	39	60	60	60	60
固定资产	902	900	1,360	1,900	2,422	2,926
%总资产	31.5%	22.3%	22.7%	27.7%	32.1%	33.6%
无形资产	127	245	256	271	285	298
非流动资产	1,152	1,649	2,836	3,232	3,718	4,187
%总资产	40.2%	40.9%	47.4%	47.1%	49.3%	48.1%
资产总计	2,867	4,032	5,989	6,869	7,539	8,701
短期借款	732	818	1,070	1,719	2,137	2,843
应付款项	591	541	531	664	779	963
其他流动负债	151	184	214	188	196	235
流动负债	1,474	1,543	1,815	2,571	3,112	4,040
长期贷款	254	288	587	587	587	587
其他长期负债	118	296	1,134	820	627	487
负债	1,846	2,127	3,536	3,979	4,326	5,114
普通股股东权益	1,021	1,905	2,453	2,890	3,212	3,586
其中：股本	139	221	239	312	312	312
未分配利润	519	679	852	1,326	1,649	2,023
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,867	4,032	5,989	6,869	7,539	8,701

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.563	0.837	0.915	1.920	1.436	1.600
每股净资产	7.352	8.633	10.255	9.275	10.311	11.512
每股经营现金净流	1.558	1.203	1.402	1.435	1.383	1.700
每股股利	0.180	0.200	0.350	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	21.26%	9.69%	8.92%	20.70%	13.93%	13.90%
总资产收益率	7.57%	4.58%	3.65%	8.71%	5.93%	5.73%
投入资本收益率	10.85%	5.73%	3.37%	3.57%	4.35%	4.54%
增长率						
主营业务收入增长率	98.42%	47.95%	11.74%	22.98%	17.70%	22.53%
EBIT 增长率	306.77%	-21.52%	-10.51%	31.10%	34.26%	22.81%
净利润增长率	244.70%	-14.93%	18.44%	173.51%	-25.22%	11.46%
总资产增长率	90.76%	40.62%	48.53%	14.69%	9.76%	15.41%
资产管理能力						
应收账款周转天数	23.1	22.8	21.7	21.0	21.0	21.0
存货周转天数	126.8	109.5	86.9	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	109.0	92.3	72.0	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	78.7	106.2	96.6	100.8	103.1	97.2
偿债能力						
净负债/股东权益	14.66%	-18.69%	-9.27%	4.33%	16.28%	22.15%
EBIT 利息保障倍数	7.5	2.9	6.0	2.5	2.5	3.0
资产负债率	64.37%	52.74%	59.05%	57.93%	57.39%	58.78%

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

来源：聚源数据

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。

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

电话：021-80234211

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 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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