

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

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 轻工制造 · 家居用品

◆ 投资评级：买入（首次评级）

证券分析师：陈伟奇	0755-81982606	chenweiqi@guosen.com.cn	执证编码：S0980520110004
证券分析师：王兆康	0755-81983063	wangzk@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120004
证券分析师：邹会阳	0755-81981518	zouhuiyang@guosen.com.cn	执证编码：S0980523020001

事项：

为加快海外仓业务发展，实现线性驱动产品与海外仓业务双轮协同，公司拟向不超过 35 名特定对象发行不超过 9335.76 万股股票，且不超过本次发行前公司总股本的 30%，预计募集资金总额不超过 5 亿元，其中 4 亿元募集资金将用于“美国佐治亚州 Ellabelle 海外仓项目”。

国信家电观点：“美国佐治亚州 Ellabelle 海外仓”募投项目预计将新增自建海外仓面积约 9.3 万平方米，达到成熟运营状态后对应新增年处理能力 209 万件，届时将提升公司海外仓的运营效率、优化海外仓结构，通过小仓换大仓与自建海外仓也可规避海外工业用地租金快速上涨的压力，提升海外仓整体盈利水平；长期看，公司目前在美已储备 800 多英亩土地，对应可建 150 万平海外仓，后续以自建仓陆续取代租赁仓并加速实现规模效应，有望实现线性驱动与海外仓业务双轮协同发展。

盈利预测及投资建议：健康办公需求与海外线上化趋势下线性驱动产品需求旺盛，公司海外仓业务加速布局，预计有望为后续成长贡献动力。预计 2023-2025 年归母净利润 5.9/4.6/5.2 亿元，对应 EPS 为 1.90/1.47/1.66 元，对应当前股价 PE 为 9.4/12.1/10.7X，首次覆盖，给予“买入”评级。**风险提示：**募投项目收入及效益不及预期；货物处理能力消化风险；原材料价格与海运费上涨风险；国内外竞争加剧。

评论：

◆ 募投加码海外仓业务布局，自建海外仓加速扩张

根据募投项目规划，公司此次自建的美国佐治亚州 Ellabelle 海外仓项目总建筑面积约 9.3 万平方米，达到成熟运营状态后将新增年处理能力 209 万件；盈利能力方面，预计税后内部收益率为 8.96%，税后静态投资回收期为 10.53 年（含建设期），成熟状态运营时毛利率有望达到 17.39%，将显著高于目前海外仓盈利水平。长期看，公司目前在美已储备 800 多英亩土地，对应可建 150 万平海外仓，公司预计至 2027 年底，已建成并成熟运营的美国公共海外仓总面积将达 33.9 万平方米，届时年货物处理能力将合计超 700 万件，未来陆续以自建仓陆续取代租赁仓，将加速实现规模效应、提升海外仓的毛利率与净利率水平。

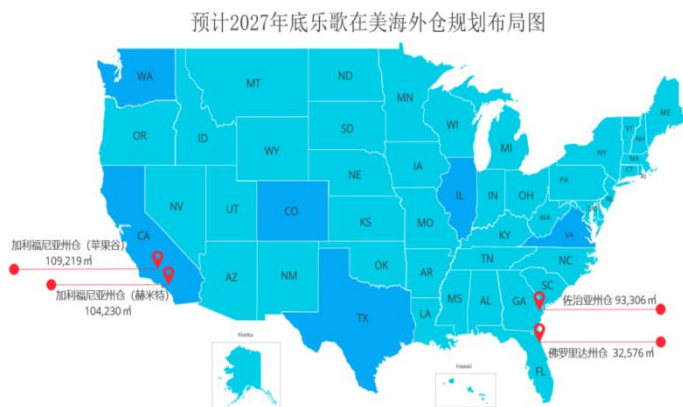
表1：公司本次发行股票募集资金投向

序号	项目	项目投资总额 (万元)	项目资金投资金额 (万元)
1	美国佐治亚州 Ellabelle 海外仓项目	77574.53	40000.0
2	补充流动资金	10000.00	10000.0
	合计	87574.53	50000.0

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：“美国佐治亚州 Ellabelle 海外仓项目”投资总额为 11082.08 万美元，以 1 美元兑人民币 7.0 元折算。

图1：2027 年乐歌在美的海外仓布局规划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

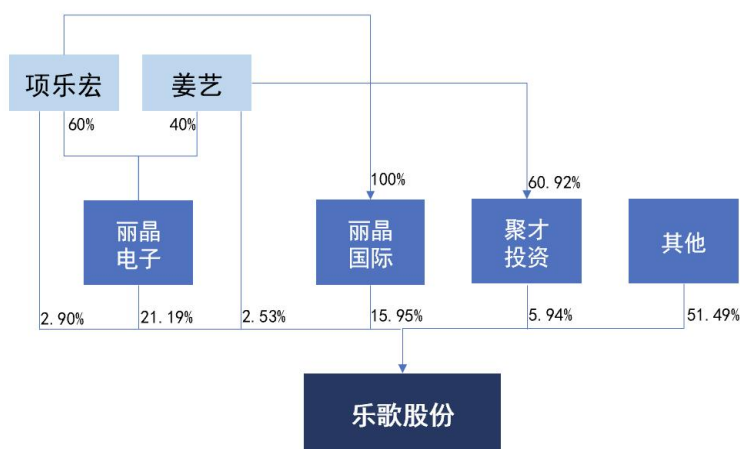
◆ 深耕线性驱动智能家居产品，海外仓业务开辟二次增长

公司主营以线性驱动为核心的智能家居与健康智慧办公产品，以及跨境电商公共海外仓创新服务综合体两大业务。其中智能家居业务坚持自主品牌战略，国内主打“Loctek 乐歌”、国外主打“FlexiSpot”，成功打造了智慧办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学爆品，境内外线上销售保持优势地位；2020 年公司衍生布局了公共海外仓业务，在为自身跨境电商业务赋能的同时，向超过 500 家中外贸企业提供包括头程海运、海外仓储、尾程派送与反向物流等跨境电商物流一站式服务。

◆ 股权结构集中，员工激励充分

大股东持股比例较高，实际控制人项乐宏及其配偶姜艺合计控制公司 48.4% 股份；公司员工激励较为充分，宁波聚才投资为骨干员工持股平台（持股 5.94%），公司共发布 4 次股权激励计划，其中 2023 年股权激励计划拟向董事、高中层管理人员以及核心技术人员等 210 人授予 277.6 万股（占比 0.89%）第二类限制性股票，业绩考核目标为 2024-2026 年归母净利润分别不低于 4.5/5.0/5.5 亿元。

图2：公司股权结构集中，实控人合计控制 48.4% 股份



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上述持股比例为 2023Q3 披露数据

管理层经理丰富，核心业务团队多为十年以上骨干员工。公司创始人项乐宏先生拥有双学士、双硕士和两年博士学习经历，多年旅居中美两地，对国际形势、宏观经济趋势等有深入研究，一直担任公司首席产品经理、首席营销官，专注产品研究和主导公司整体品牌营销方向；其余管理层也多为陪伴公司成长的骨干员工，经验丰富、专业稳定。

表2: 公司管理层

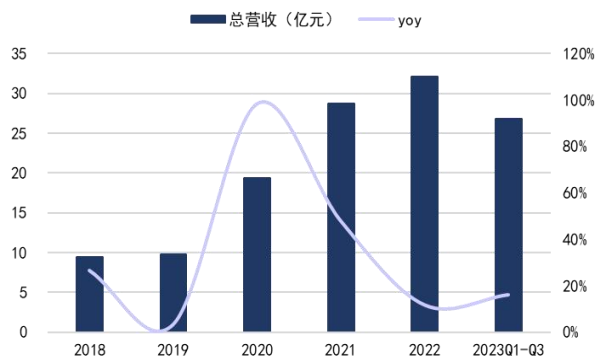
	职务	经历
项乐宏	董事长、总经理	宁波师范学院、电子科技大学双学士学位，北京大学光华管理学院、长江商学院双硕士学位；香港城市大学 DBA 求学经历，高级经济师职称。 1995-1998 年，就职于中国电子进出口宁波公司任国际合作部副经理； 1998 年至今任丽晶电子执行董事；2002-2010 年任丽晶时代董事长、总经理；2002 年至今任丽晶国际董事； 2009-2017 年，任乐歌进出口执行董事； 2010 年至今任乐歌股份董事长，2016 年至今兼任公司总经理； 北京大学光华管理学院、中欧国际工商学院双硕士学位。 1995-1999 年，就职于中国电子进出口宁波公司；
姜艺	副董事长	1999-2002 年，任丽晶电子副总经理；2002-2010 年，任丽晶时代副总经理； 2010 年至今任聚才投资执行董事 2021 年至今任芯健半导体董事； 2010 年至 2016 年 10 月任乐歌股份副董事长、总经理；2016 年 11 月至今任乐歌股份副董事长、丽晶电子总经理、美国乐歌总经理； 2007-2009 年，任宁波威远信息技术有限公司研发经理； 2009-2010 年，任丽晶时代信息中心经理； 2010 年 5 月至今，就职于乐歌股份，曾任国内营销事业部副总经理，现任公司董事、副总经理、海外仓事业部总经理
李响	董事、副总经理、海外仓事业部总经理	浙江财经学院会计学学士、大连理工大学硕士学位，高级会计师； 1993-2008 年，先后就职于宁波会计师事务所、宁波国信联合会计师事务所、江苏天衡会计师事务所宁波分所，历任项目经理、合伙人； 2008-2010 年，任丽晶时代财务总监； 2010 年 5 月至今任乐歌股份董事、副总经理、财务总监；2020 年 1 月至今任乐歌董事会秘书；
朱伟	董事、副总经理、财务总监	浙江大学宁波理工学院电子信息工程专业学士，堪培拉大学工商管理硕士。 2006-2010 年，就职于丽晶时代； 2010- 2019 年，任乐歌国际营销事业部总经理；2020 年 1 月至今任乐歌董事、产品企划设计部总监；2020 年 5 月至今任公司副总经理。
泮云萍	副总经理	浙江工业大学本科学历，高级经济师职称。 1999-2003 年，就职于 SGS 宁波通标标准技术服务有限公司，任高级检验工程师； 2003-2006 年，就职于必维国际检验集团任宁波区域主管； 2006-2010 年，就职于北京 IM 商贸咨询有限公司，任质量总监； 2011 年 1 月至今，就职于乐歌，现任公司副总经理。
孙海光	副总经理	苏州大学本科学历。 2000-2001 年，就职于江苏舜天国际集团无锡森鑫工具公司，任品质负责人； 2001-2017 年，就职于宝时得科技有限公司，任工厂总经理职务； 2017 年 7 月起至今，就职于乐歌，现任公司副总经理。
顾朝丰	副总经理	宁波大学广告学专业学士，同济大学公共管理专业硕士。 2000-2020 年，在政府部门工作，曾任集士港镇党委副书记、镇长；东吴镇党委书记；鄞州区人民政府副区长；宁波市农业局副局长、党委委员。 2020 年 8 月就职于本公司，2022 年 1 月 27 日聘任为公司副总经理，2023 年 4 月任公司董事会秘书
茅剑辉	副总经理、董事会秘书	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 收入利润高增长，海外仓业务加速扩张

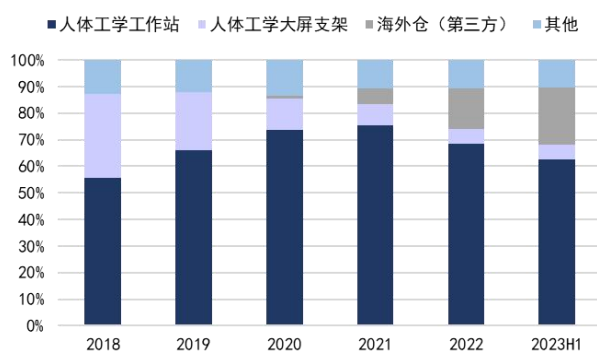
2018-2022 年收入从 9.5 亿增长至 32.1 亿，年复合增速 35.7%，2023Q1-Q3 收入同比+16.1%至 26.9 亿，增长主要受益于疫情带来的海外居家办公激增与健康办公理念下的线性驱动产品渗透率提升，同时自主品牌长期积累的品牌红利逐步显现；第二增长曲线海外仓业务形成收入助力，2023H1 公司海外仓（仅第三方提供服务）实现收入 3.66 亿，占总营收比重提升至 21.8%。

图3：2018-2022 年公司总营收复合增速 35.7%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：截至 2023H1，海外仓（仅第三方）业务占比达 21.8%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司盈利能力在经历成本端的扰动后实现回升。2018-2022 年公司归母净利润从 0.6 亿增长至 2.2 亿，年复合增速 39.6%，其中 2021-2022 年盈利主要受海运费及原材料价格暴涨、汇率等因素压制；2023Q1-Q3 归母净利润同比+226.4%至 5.2 亿，一方面成本端的扰动因素改善，此外公司出售加利福尼亚州的海外仓增厚收益 3.6 亿，2023Q1-Q3 扣非归母净利润同比+131.8%至 1.5 亿。

期间费用整体呈下降趋势。公司期间费用率从 2018 年的 37.7% 下降至 2023Q1-Q3 的 29.5%，除会计准则的调整因素之外，海外仓服务业务占比提升与收入规模增加对费用的摊薄亦有贡献。

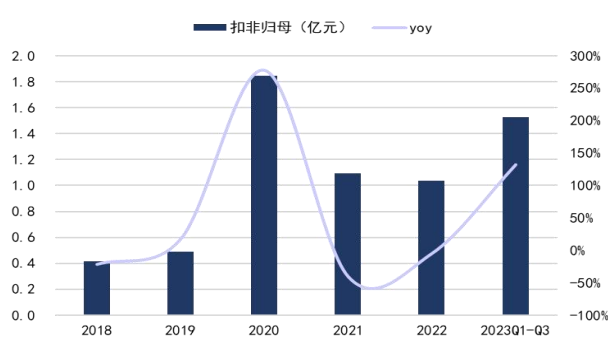
图5：2018-2022 年公司归母净利润复合增速 39.6%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

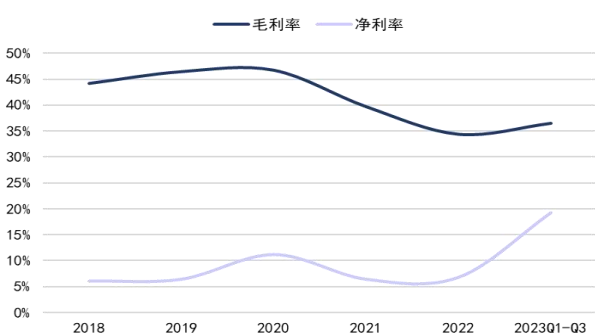
注：2023Q1-Q3 较高的净利润主要来自出售加利福尼亚州的海外仓增加当期资产转让税后受益 3.6 亿元

图6：2023Q1-Q3 公司扣非归母同比+131.8%至 1.5 亿



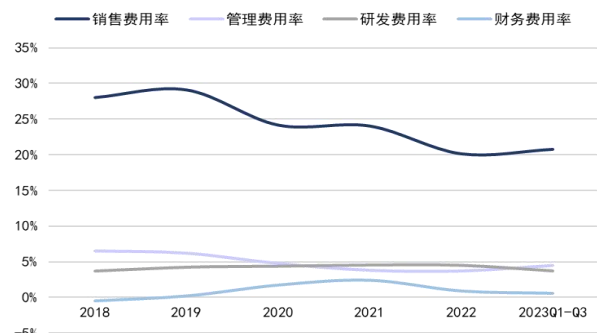
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：2023 年以来公司毛利率与净利率企稳回升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司费用端中占比最大的销售费用率呈下降趋势

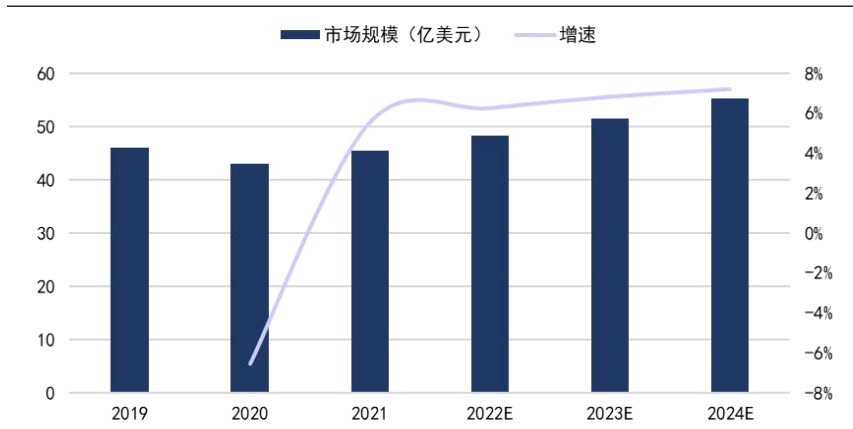


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 线性驱动行业：健康理念驱动市场快速扩容，乐歌旗下品牌线上份额领先

线性驱动是指通过控制系统将指令发送给传动系统，使电机按照指令速度和频率将圆周运动通过蜗轮蜗杆和精密丝杆转化为直线运动，从而达到推拉、升降等效果。作为快速发展的蓝海行业，随着应用产品和场景不断拓宽，全球线性驱动器市场规模快速扩容，据 TECHNAVIO 数据，2019 全球线性驱动器市场规模为 46.07 亿美元，预测到 2024 年将增长至 55.30 亿美元。

图9：预计全球线性驱动器市场规模约 50 亿美元

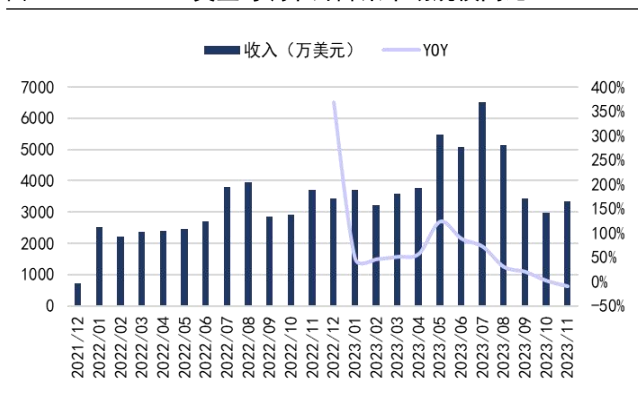


资料来源：TECHNAVIO，国信证券经济研究所整理

从线性驱动市场的主要玩家来看，包括欧洲的老牌企业和国内的新兴势力。其中 1) 欧洲老牌企业如丹麦力纳克 (LINAK)、德国德沃康 (DEWERT) 等为线性驱动行业的开拓者，已形成较为稳固的市场地位；2) 国内线性驱动本土玩家包括乐歌股份、捷昌驱动、凯迪股份等，虽然进入线性驱动行业市场不长，但通过多年的技术沉淀和工艺优化，凭借性价比与快速反应能力在竞争中脱颖而出。

聚焦至线性驱动家居产品细分领域，健康生活理念催生海内外升降桌等产品的旺盛需求。以公司主营的人体工学工作站产品来看，受益于健康办公需求增加与线上化趋势，海外市场可调节升降桌的线上规模正处于快速放量阶段，2022 年美亚市场规模约 3.53 亿美元，2023M1-M11 同比+45.4%至 4.63 亿美元。格局方面，行业呈现群雄逐鹿的激烈竞争状态，2023M1-M11 内资品牌 Fezibo、Flexispot 分别以 38.7%、10.5% 的销额市占率居于行业前二，而其余品牌仅小个位数份额。

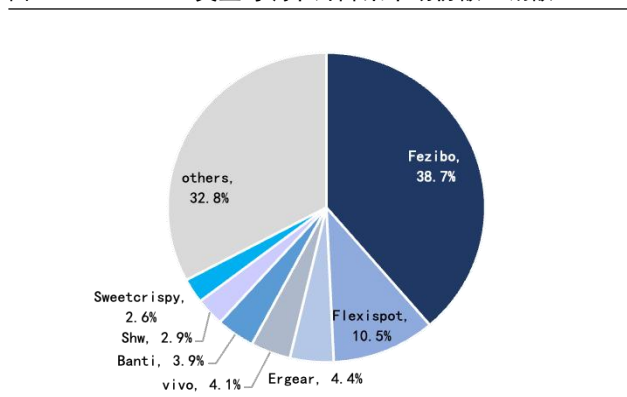
图10：2023M1-M11 美亚可调节升降桌市场规模同比+45%



资料来源：Jungle Scout，国信证券经济研究所整理

注：包括可调节升降桌与电脑桌工作台，下同

图11：2023M1-M11 美亚可调节升降桌市场份额（销额）

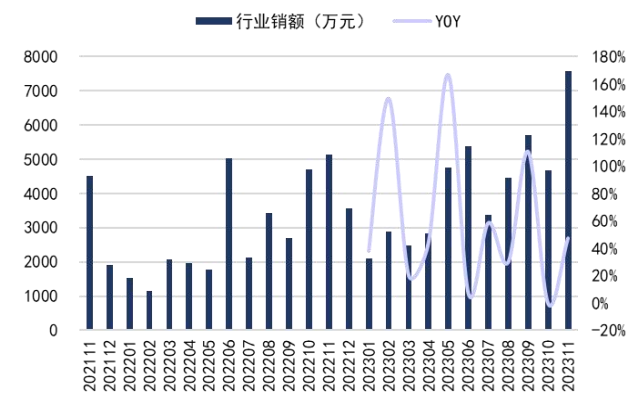


资料来源：Jungle Scout，国信证券经济研究所整理

国内市场，自动升降桌的线上规模同样呈快速发展态势。根据久谦数据，2023M1-M11 自动升降桌线上全平台的销额同比+46.0%至 4.6 亿元，行业规模较 2022 年明显扩容。从竞争格局看，国内线上市场则体现为

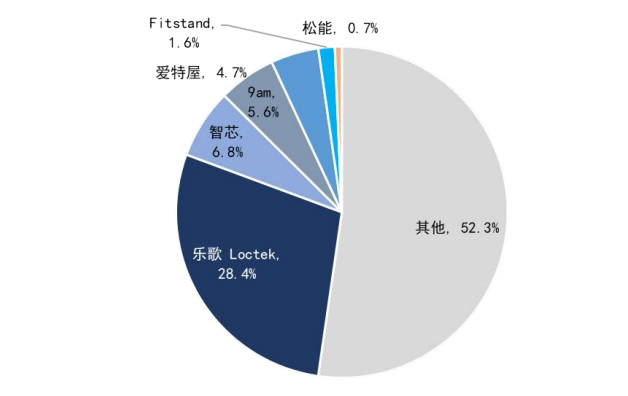
乐歌一家独大的特点，2023M1-M11 乐歌以 28.4% 的销售市占率位居销额第一，且相较于其余品牌如智芯、爱屋特等仅个位数的销额份额，领先优势较为明显。

图12: 2023 年以来国内自动升降桌行业规模同比+46%



资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

图13: 2023M1-M11 国内自动升降桌市场份额（销额）

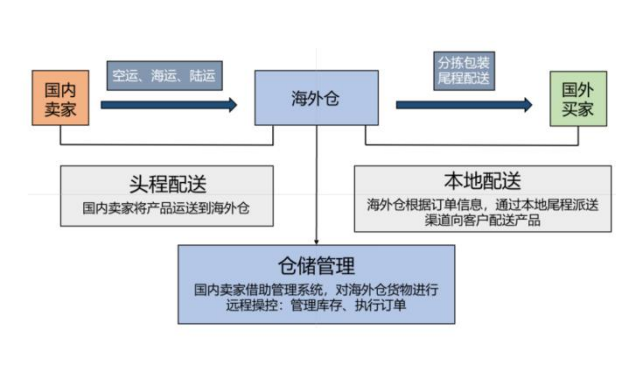


资料来源：久谦，国信证券经济研究所整理

◆ 海外仓行业：跨境电商助推海外仓需求高涨，格局从分散走向集中

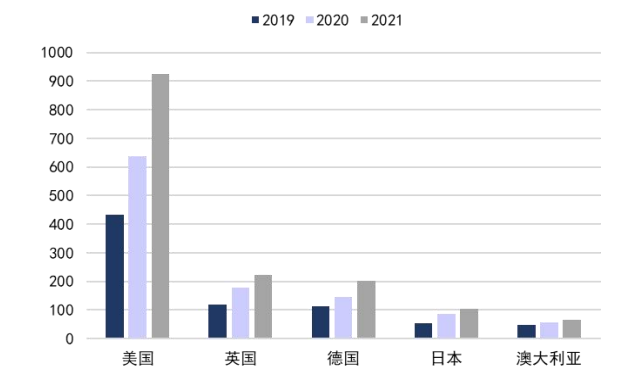
海外仓作为跨境电商“最后一公里”的仓、配、退一体化服务模式，能有效解决跨境电商直发时效长、履约成本高以及无法退运售后等痛点，在近年跨境电商高增长的推动下，海外仓的重要性与需求也随之增加。根据《2022 年海外仓蓝皮书》，海外仓数量排名前五的国家分别为美国、英国、德国、日本与澳大利亚，截至 2021 年分别拥有 925/224/203/104/66 个海外仓。根据我国商务部数据，截至 2022 年末，我国跨境电商海外仓数量已超过 1500 个，总面积超 1900 万平方米。

图14: 海外仓业务流程与模式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 2019-2021 年海外仓数量排名前五的国家



资料来源：《2022 海外仓蓝皮书》（跨境眼观察、中国邮政），国信证券经济研究所整理

行业格局较为分散，提供直邮或海外仓的服务商超 4000 家。从海外仓行业的参与玩家来看，知名海外仓服务商有以中小件商品物流为主的谷仓海外仓、递四方、京东物流等，也有专注于中大件的乐歌、无忧达、大健云仓等。在提供仓储、物流快递与其他增值服务的基础上，各家的各项业务收费模式类似，而收费价则因服务客户群体、货物类别以及货物流向区域等方面存在差异。

海外仓行业具有明显的规模效应，随着前期合约陆续到期与海外工业仓库租金快速上涨，部分依靠短期租赁方式运营、没有合规性物流账号且管理不规范的中小海外仓将被挤出，预计行业正处于洗牌出清、格局逐步走向集中的进程中。

表3: 国内外海外仓行业主要参与玩家

	主要定位	市场区域以及仓储分布
乐歌股份	专注于 中大件产品 的海外仓服务，涵盖头程海运，海外仓储及尾程派送服务	截至 2023 年 9 月，公司在美国、德国、日本、英国等地设有海外仓，累计全球共 13 仓，面积 28.82 万平方米，其中全美 10 个核心港口和交通枢纽城市，覆盖美西、美中、美南、美东，累计服务超过 500 家客户
谷仓海外仓	以 小件商品 为主的海外仓、头程干线、海外仓储、尾程派送、合同物流服务	谷仓海外仓拥有海外仓面积超 120 万平方米，海外仓分布在北美、德国、法国、英国、捷克、澳洲、日本等地，其中美国海外仓面积突破 70 万平方米
递四方	以 小件商品 为主的海外仓，全球订单履约、仓储与物流管理系统、全球退件解决方案、全球包裹直发、以及全球转运进口服务	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。覆盖北美、澳大利亚、日本、英国、德国、西班牙、捷克等地，其中美国海外仓总面积约 24.5 万平方米
京东物流	为快消品、3C、服装、家电家具、汽车、生鲜等行业客户提供一体化供应链解决方案	截至 2023 年 6 月末，京东物流拥有接近 90 个保税仓库、直邮仓库和海外仓库，总管理面积近 90 万平方米。截至 2023 年 2 月末，京东物流美国自营海外仓总面积约 12.08 万平方米
无忧达	中大件产品 的海外仓、国际海运、端到端物流服务	无忧达在全球拥有 19 个自营海外仓，覆盖欧洲、北美地区，拥有约 37 万平方米自营仓储和配送体系，其中美国海外仓总面积约 26.89 万平方米
大健云仓	中大件产品 的海外仓服务、大健云仓 B2B 物流平台	大健云仓在北美、欧洲、亚洲等地区共运营 21 个海外仓，其中美国拥有 14 个海外仓，总仓库面积约 37 万平方米，主营业务分为平台模式及自营模式
Shipwire	为中小型企业 and 电商公司提供全球物流和仓储解决方案	美国 Shipwire 公司的物流中心遍布全球 30 多个国家和地区，主要分布在美国、加拿大、欧洲等地区。Shipwire 利用母公司基华物流在全球 1030 万平方米的仓库网络，为客户提供优质的全球物流仓储服务

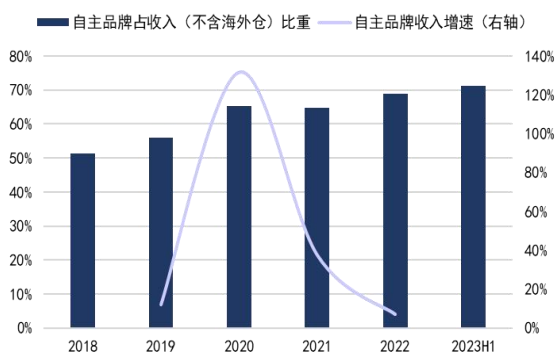
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司竞争力和成长展望

1. 智能家居业务：品牌势能培育充分，拓品类、扩市场增长可期

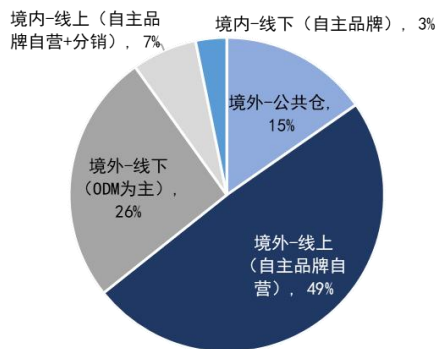
公司在线性驱动健康消费产品领域已精耕细作多年，自主品牌“Loctek 乐歌”与“FlexiSpot”已成为海内外人体工学成熟品牌之一，自主品牌占主营业务收入（不包括海外仓）的比重从 2018 年的 51.4% 提升至 2023H1 的 71.3%。在长期积累的品牌势能加持下，公司拥有较为稳定的市场份额，在国内处于开拓者与领先者地位，在海外拥有 13 年跨境电商经验，境外线上渠道规模同样处于行业前列。

图16: 公司自主品牌占主营收入（不含海外仓）比重逐年提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

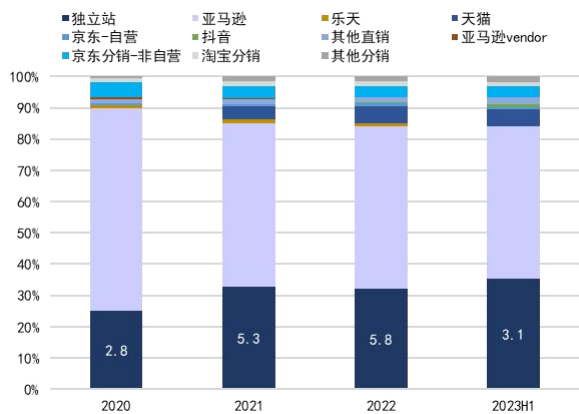
图17: 公司已建立了较完善的全渠道布局（2022 年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

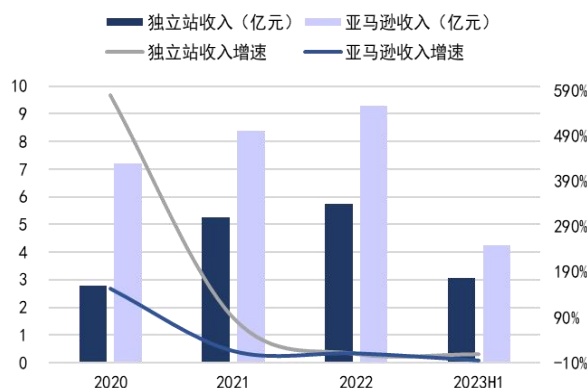
独立站为主的全渠道布局与 M2C 短价值链优势逐步凸显。公司在境内外线上、线下渠道布局完备的基础上，加强 Flexispot 独立站渠道建设，独立站占线上收入的比重从 2020 年的 25.0% 提升至 2023H1 的 35.2%，自主渠道的优势不仅在于定制化需求下的更高客单值，更在于私域流量积累与长远发展的扎实基础。此外，公司以完整的全价值链布局加大成本把控能力，线上销售模式以 M2C 直营为主，性价比与快速反馈响应优势明显。

图18: 公司线上收入拆分: 亚马逊与独立站是主要渠道



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图19: 公司海外独立站 D2C 渠道收入快速增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

基于线性驱动核心技术的底层逻辑, 叠加渠道与品牌的协同性, 拓品类、扩市场可期。市场主流的线性驱动产品包括智能电动床、智能升降学习桌/升降桌、智能电动电视机架、功能性升降沙发等, 目前公司的产品以人体工学工作站与大屏支架为主, 在加快推出高性价比款线驱产品迎合海外消费降级趋势的基础上, 有计划的布局电动沙发、电动床等新品类, 同时东南亚、中东等新市场也在有序拓展中, 借助公司在升降桌领域积累的品牌影响力, 预计新品类与新市场的开拓将有望陆续形成收入增量。

2. 海外仓业务: 跨境电商红利释放, 海外仓前瞻布局、先人一步

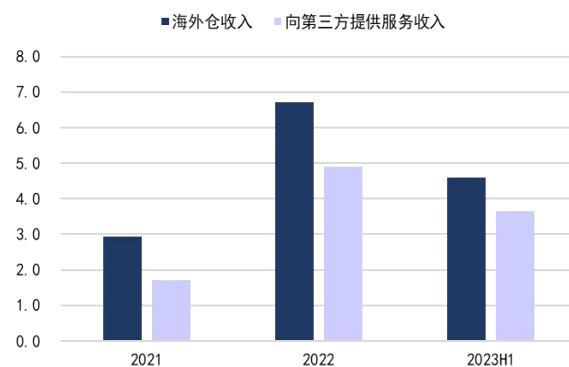
公共海外仓模式跑通, 辅助主业的同时孕育新增量。2013 年公司在美国设立首个海外仓, 2019 年末在美、欧、日等共拥有 6 个海外仓, 2020 年以来依托线性驱动产品的跨境电商需求, 加速推进公共海外仓业务发展, 2023H1 海外仓收入同比 76.4%至 4.6 亿, 其中向第三方提供服务收入同比 101.1%至 3.7 亿。目前公司在全球累计共 13 个海外仓, 面积 28.82 万平方米, 其中美国 10 仓主要用于公共海外仓业务, 面积共计 26.95 万平方米。

图20: 乐歌海外仓全球布局 (截至 2023Q3)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 公司海外仓收入快速增长, 2023H1 收入同比+76%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 公司在美国公共海外仓的布局

	产权情况	州	仓库面积（平方米）	期间自用比例
美中	购买	德克萨斯州	5,574.2	9.41%
	租赁	德克萨斯州	12,351.6	10.67%
	租赁	田纳西州	11,197.1	27.53%
美西	购买	加利福尼亚州	4,645.2	97.77%
	租赁	加利福尼亚州	111,804.1	17.21%
美南	购买	佛罗里达州	21,739.3	-
	租赁	佛罗里达州	9,514.1	5.78%
美东	购买	南卡罗来纳州	4,645.2	100%
	租赁	宾夕法尼亚州	46,906.7	27.37%
	租赁	佐治亚州	41,119.4	11.19%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：加利福尼亚州与南卡罗来纳州购买的仓库由于形成时间较早或面积较小，早期公司根据自用需求使用该仓库，延续使用至今，因此自用比例较高

基于海外仓储产地供给稀缺、重资产重运营等特点，对服务商的资金实力要求以及库存管理等运营能力要求较高，行业的先发优势与规模效应明显，较早布局且已形成一定规模的头部企业更易于巩固优势、形成正向循环并在竞争中胜出。公司海外仓业务主要向客户提供**快递物流服务、仓储服务及其他增值服务**三大类服务，2023Q1-Q3在海外仓业务收入中的占比分别为73.7%/7.9%/13.0%；**从盈利能力来看**，海外仓建设存在着初始成本及投入费用较高等挑战，公司对海外仓的投入力度大且择时精准，尾程快递议价能力强，从而快速实现扭亏为盈，毛利率从2021年的2.75%提升至2023Q1-Q3的11.65%。

表4: 公司海外仓业务收入、成本以及利润情况

单位（万元）	2021	2022	2023Q1-Q3
收入	17,093.2	48,831.5	58,624.7
其中：物流快递收入	12,530.9	33,442.5	43,185.4
仓储收入	2,185.2	6,124.4	4,611.6
其他增值服务收入	2,366.8	6,705.2	7,622.4
其他收入	10.2	2,559.4	3,205.3
成本	16,622.3	47,143.9	51,795.3
其中：运输装卸费	10,176.9	26,499.2	28,673.0
租赁费	1,099.6	7,328.9	12,036.2
折旧费	522.8	1,006.78	867.3
劳务费及人员工资福利	2,597.0	5,335.6	7,217.1
其他成本	2,225.9	6,973.5	3,001.5
毛利润	470.9	1,687.7	6,829.4
毛利率	2.75%	3.46%	11.65%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：上表为合并报表层面公共海外仓业务的业务拆分情况

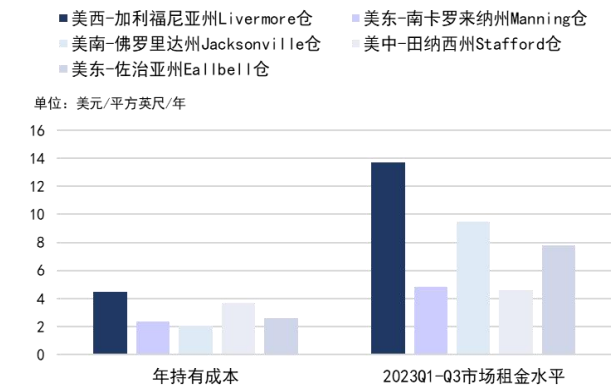
小仓并大仓、自建取代租赁，进一步完善美东、美西仓库的均衡布局，提升海外仓的整体盈利能力。公司在北美有800英亩土地储备，对应可建150万平方米的仓储面积，小仓滚动换大仓摊薄固定成本与费用，自建自持海外仓也可规避海外工业用地租金上涨的压力；此外，基于公司与FedEx、UPS等快递服务商的长期合作与强议价能力，尾程运输方面也具备一定折扣优势。随着自有仓库比例提升与新开仓逐步达到成熟运营状态，预计公司海外仓利润率将逐步提升至合理水平，届时规模效应带来的价格竞争力也将更加明显。

图23: 公司目前已经出售三个海外仓

海外仓地址/名称	所在区域	建筑物面积 (平方米)	购买成本 (万美元)	出售时间	出售价格 (万美元)
212 Markham St, Perris, CA92570	美西	7481.2	1160	2021/10	1731
1151 Commerce Blvd., Logan Township, New Jersey	美东	8906.8	1247	2022/4	2300
6075 Lance Dr, Riverside, CA92507	美西	33570.1	4439	2023/1	12000

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司海外仓持有成本显著低于当地市场租金



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

亚马逊提费与近期红海事件催化, 乐歌海外仓中大件优势突出, 顺势承接亚马逊 FBA 外溢需求。亚马逊美国站于 2023 年 12 月 6 日发布一系列费用调整政策, 其中针对大件产品加收的费用主要体现为入库配置费与提高超龄库存附加费等, 此次亚马逊对周转效率偏低的中大件产品提费, 或将助推大件类跨境电商卖家加速向第三方海外仓转移; 此外, 近期受红海事件扰动下集运成本升高, 海运不确定性增大, 发往美东的客户备货也有明显提升, 短期公司海外仓供不应求的向好趋势预计仍将有望延续。

表5: 2024 年亚马逊美国站针对中大件货品提费

入库配置服务费 (2024/3/1 生效)	针对标准尺寸商品	针对大件商品	平均每件收费 0.27 美元	平均每件收费 1.58 美元
超龄库存附加费 (2024/2/15 生效)	单位 (美元/立方英尺)	库存 271-300 天	库存 301-330 天	库存 331-365 天
	2024/2/15 前	3.8	4.0	4.2
	2024/2/15 后	5.45	5.70	5.90

资料来源: 亚马逊全球开店, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测与投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

盈利预测

线性驱动业务: 健康办公需求以及线上化率提升下线性驱动产品需求旺盛, 公司在人体工学产品领域已建立起良好的品牌效应, 随着境内外自主品牌业务稳步发展, 同时积极接洽新老客户带来 ODM 业务增长, 预计公司 2023-2025 年线性驱动产品收入分别+10.2%/13.7%/15.8%至 26.1/29.7/34.4 亿; 利润端, 考虑到公司海外独立站占比提升以及产品结构升级等带来客单价与产品均价的提升, 预计 2023-2025 年毛利率分别为 43.1%/47.5%/49.1%。

海外仓业务: 跨境电商景气带来北美海外仓业务前景广阔, 随着公司海外仓面积扩建以及货物处理能力提升, 预计公司海外仓收入将保持快速增长, 2023-2025 年收入分别+93.5%/66.9%/30.0%至 9.5/15.8/20.6 亿。盈利端受小仓换大仓、自建替代租赁以及规模效应逐渐显现等利好因素的拉动, 预计公司 2023-2025 年公共海外仓业务毛利率分别为 10.6%/13.1%/14.7%。

其他收入: 在现有品类基础上积极开拓电动沙发、电动床等新品类, 预计将在未来贡献收入增量。预计 2023-2025 年其他收入分别+6.7%/10.0%/12.0%至 3.7/4.1/4.5 亿, 毛利率分别为 50.0%/52.0%/55.0%。

因此我们预计公司 2023-2025 年营业收入同比增长 22.5%/26.2%/20.0%至 39.3/49.6/59.5 亿元, 综合毛利率提升至 35.9%/36.9%/37.7%。

表6: 乐歌股份收入及毛利率拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	32.08	39.31	49.62	59.54
收入同比	11.7%	22.5%	26.2%	20.0%
综合毛利率	34.4%	35.9%	36.9%	37.7%
其中:				
1. 线性驱动	23.73	26.15	29.73	34.42
线性驱动同比	-0.8%	10.2%	13.7%	15.8%
线性驱动毛利率	38.7%	43.1%	47.5%	49.1%
人体工学工作站	21.97	24.17	27.55	31.96
同比	1.6%	10.0%	14.0%	16.0%
毛利率	39.6%	44%	48%	50%
人体工学大屏支架	1.76	1.97	2.17	2.46
同比	-22.9%	12.0%	10.0%	13.5%
毛利率	27.3%	32%	36%	38%
2. 海外仓	4.90	9.49	15.84	20.59
海外仓同比	186.9%	93.5%	66.9%	30.0%
海外仓毛利率	3.4%	10.6%	13.1%	14.7%
3. 其他收入	3.45	3.68	4.05	4.53
其他收入同比	11.7%	6.7%	10.0%	12.0%
其他收入毛利率	49.12%	50%	52%	55%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

费用及其他收益假设:

销售费用: 公司业务属性虽然以 2C 自主品牌为主, 但后续海外仓收入的快速增长带来规模效应, 摊薄费用率, 预计 2023-2025 年销售费用率分别为 20.0%/19.2%/18.7%。

管理费用: 公司管理费用率预计随着规模的扩张逐步展现出规模效应, 预计 2023-2025 年管理费用率为 3.6%/3.4%/3.0%。

研发费用: 考虑到公司新品类开发或将带来研发强度的进一步增加, 同时收入规模增长带来摊薄, 预计研发费用率维持稳定, 2023-2025 年分别为 4.4%/4.2%/4.0%。

财务费用: 主要受利息支出与汇兑损益影响, 预计 2023-2025 年财务费用率分别为 1.2%/1.5%/1.3%。

其他收益: 公司择机出售海外小仓、以小仓换大仓实现滚动发展, 2023 年 10 月发布拟出售其位于美国加利福尼亚州的海外仓公告, 该资产转让预计将在 2024 年增厚利润。

未来 3 年业绩预测

表7: 未来 3 年盈利预测表

(单位: 百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3208	3931	4962	5954
营业成本	2104	2520	3132	3711
销售费用	647	786	953	1113
管理费用 (含研发)	259	314	377	417
财务费用	29	46	72	76
营业利润	271	725	538	595
利润总额	269	723	536	597
归属于母公司净利润	219	593	458	520
EPS	0.91	1.90	1.47	1.66
ROE	8.9%	20.9%	14.6%	15.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 39.3/49.6/59.5 亿，同比增长 22.5%/26.2%/20.0%；归母净利润 5.9/4.6/5.2 亿元，利润年增速分别为 171.1%/-22.8%/13.5%；每股收益 2023-2025 年分别为 1.90/1.47/1.66 元。

估值及投资建议

相对估值：

我们选取从事线性驱动行业、以及跨境电商与跨境物流服务业务的捷昌驱动、凯迪股份、匠心家居、致欧科技以及赛维时代作为可比公司。

其中捷昌驱动、凯迪股份主营线性驱动产品主要部件，均以 ODM 贴牌模式为主且未开拓线上渠道；匠心家居主要从事智能电动沙发等的境外 ODM 业务；致欧科技为家居家具跨境电商龙头，以自主品牌为主且线上 B2C 渠道占比超 80%；赛维时代以 B2C 跨境电商业务为主，跨境物流服务（包括物流运输代理和仓储服务）的收入占比在 5%以内。

公司业务属性线驱产品以自主品牌+跨境电商 M2C 模式为主，与以上可比公司仍存在一定差异，参考主营线驱产品与智能家居的捷昌驱动、凯迪股份与匠心家居 2024 年平均 20xPE，给予公司 2024 年线性驱动业务 15-20xPE，同时考虑到公司海外仓业务在跨境电商高景气下具备较高的预期增速，给予海外仓业务 18xPE，此外出售小仓的其他收益不具备持续性不予估值，最终对应公司合理市值 56.9-69.1 亿元。

表8：可比公司对比及关键财务数据

公司	主营业务概况	总市值 (亿元)	2022 年营收 (亿元)		净利润 (亿)				PE			
			2022	2023E	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
捷昌驱动	推杆、升降立柱、配套的控制器等部件为主，属于升降桌主要部件，中高端定价。ODM 贴牌模式为主，境外市场、直销模式为主，未开拓线上渠道	78.7	30.1	3.2	2.9	3.9	4.8	24.3	26.8	20.4	16.2	
凯迪股份	线性驱动系统的零部件，包括电动推杆、手控器、电器盒及其他零部件等；ODM 贴牌模式为主，主要面向下游家具制造企业销售零部件，直销模式，未开拓线上渠道	33.3	11.7	0.5	1.0	1.3	1.6	63.7	33.1	25.6	21.0	
匠心家居	智能电动沙发、智能电动床及其配件，中高端定价；ODM 贴牌模式为主，OEM 与 OBM 为辅，99%为境外直销	69.3	14.6	3.3	4.0	4.7	5.7	20.7	17.5	14.9	12.2	
致欧科技	家居家具跨境电商，自主品牌为主，海外线上渠道为主，其中亚马逊 B2C 渠道占收入比重近 70%	96.6	54.6	2.5	3.9	4.9	5.7	38.6	24.6	19.6	16.9	
赛维时代	出口跨境品牌电商，业务主要为 B2C 产品销售，少量对外提供跨境物流服务（包括物流运输代理和仓储服务）	116.8	49.1	1.9	3.7	5.0	6.7	61.9	31.6	23.3	17.6	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理及预测

注：捷昌驱动、凯迪股份、匠心家居、赛维时代采用 Wind 一致预期

绝对估值：

未来 5 年估值假设条件见下表：

表9: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	98.4%	48.0%	11.7%	22.5%	26.2%	20.0%	20.0%	16.2%
营业成本/营业收入	53.3%	60.3%	65.6%	64.1%	63.1%	62.3%	62.0%	62.0%
管理费用/营业收入	4.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用/营业收入	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%	4.2%	4.0%	4.0%	4.1%
销售费用/销售收入	24.2%	24.0%	20.2%	20.0%	19.2%	18.7%	18.7%	18.7%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	8.2%	8.9%	18.6%	18.0%	14.5%	13.0%	14.0%	15.0%
股利分配比率	18.7%	23.0%	32.0%	35.0%	35.0%	35.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 公司 2022-2024 年所得税率较高且波动较大, 主要系期间海外小仓资产处置增厚利润且产生较高税费; 同时考虑到目前还有部分税收减免优惠, 预计后续逐步回升至 15% 税率水平

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.22	T	18.00%
无风险利率	2.50%	Ka	10.45%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.64
公司股价 (元)	17.76	Ke	13.19%
发行在外股数 (百万)	312	E/(D+E)	70.43%
股票市值 (E, 百万元)	5547	D/(D+E)	29.57%
债务总额 (D, 百万元)	2329	WACC	10.57%
Kd	5.30%	永续增长率 (10 年后)	1.50%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所假设

表11: 德昌股份 FCFF 估值表

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	281.2	465.9	673.4	833.8	965.0
所得税税率	18.00%	14.50%	13.00%	14.00%	15.00%
EBIT*(1-所得税税率)	230.5	398.3	585.9	717.1	820.2
折旧与摊销	100.9	112.6	127.6	143.0	156.2
营运资金的净变动	(288.6)	328.4	(134.7)	(292.6)	(114.7)
资本性投资	(434.9)	(349.9)	(146.0)	(78.0)	(44.0)
FCFF	(392.0)	489.4	432.8	489.5	817.8
PV (FCFF)	(354.5)	400.2	320.1	327.4	494.7
核心企业价值	8,390.8				
减: 净债务	1,886.8				
股票价值	6,504.0				
每股价值	20.82				

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.6%	10.1%	10.58%	11.1%	11.6%
永续 增长 率变 化	2.5%	28.02	25.29	22.91	20.82	18.96
	2.0%	26.47	23.99	21.80	19.87	18.15
	1.5%	25.11	22.84	20.82	19.03	17.42
	1.0%	23.91	21.81	19.94	18.27	16.76
	0.5%	22.85	20.90	19.15	17.58	16.16

资料来源: 国信证券经济研究所分析

因此通过绝对估值我们得到合理股价估值为 18.27-23.99 元/股, 对应市值区间为 57.1-74.9 亿元。

综合相对估值和绝对估值, 我们给予公司 2024 年合理市值区间为 56.9-69.1 亿元, 对应 2024 年 PE 为 12-15 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

◆ 风险提示

1、估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法, 多角度综合得出公司的合理估值在 56.9-69.1 亿元之间, 但该估值是建立在相关假设前提基础上的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本 (WACC) 的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定, 都融入了很多个人的判断, 进而导致估值出现偏差的风险, 具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本 (WACC) 对公司绝对估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.50%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低, 从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.5%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面: 我们选取了与公司业务相同或相近的企业, 选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考, 同时考虑公司跨境电商业务中独立站自主渠道势头向好、海外仓业务具备更高的成长性, 最终给予公司 2024 年线性驱动业务 15-20xPE, 海外仓业务 18xPE, 可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

2、盈利预测的风险

我们假设公司未来 3 年收入增长 22.5%/26.2%/20.0%, 可能存在对公司线性驱动业务与海外仓业务进展预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。

我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 35.9%/36.9%/37.7%, 可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估, 从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

我们预计公司募投项目主要于 2024-2026 年贡献增量, 若实际投产推迟、达产不及预期, 存在未来 3 年业绩预期高估的风险。

3、经营风险

对于线性驱动业务:

人体工学健康办公与智能家居行业进入快速发展阶段，行业竞争对手增加，存在竞争加剧风险；

公司外销业务收入占比超 90%，海运费价格与汇率波动或对公司的经营与业绩产生较大影响；同时由于不同国家的经营环境与政策等存在较大差异，海外子公司或存在运营风险。

对于海外仓业务：

海外仓业务收入不及预期、货物处理能力消化风险。若由于美国宏观经济波动、国内外海外仓产业政策调整与竞争对手抢夺订单等因素或引致公司海外仓项目收入不及预期、仓库闲置等情况，从而对公司的经营与业绩产生不利影响；

公司预计此次募投项目海外仓达到成熟运营状态后税后内部收益率为 8.96%，若业务单价低于预计水平或业务处理量不及预期，或导致海外仓业务的盈利水平不及预期。

4、募投项目风险

同时建设多个募投项目风险。公司前次募集资金投资项目仍在建设过程中，存在多个募投项目同时建设的风险，亦将产生较大金额的折旧和摊销、人工成本，若无法有效整合资源并提高项目建设管理能力，或影响公司经营与盈利能力。

海外募投项目实施风险。此次募集资金将用于投资建设美国东部海外仓项目，尽管公司在美国投资经营多年，拥有较为丰富的境外投资管理经验和人才储备，但美国的政治环境、经济状况、法律体系等与中国存在一定差异，仍不排除项目建设及后期运营过程中，面临当地相关政策变动等带来的潜在经营风险。

募投项目折旧摊销对经营业绩的影响风险。公司测算本次募投项目成熟运营后，每年新增折旧摊销占预计营业收入比重为 0.46%，占预计净利润比重为 9.76%，预计公司未来营业收入及净利润的增长能够弥补本次募投项目新增折旧费用。但若本次募投项目无法实现预期经济效益以弥补新增固定资产投资产生的折旧，导致经营业绩下降甚至亏损风险。

5、国际政治经济风险

现阶段地缘政治风险上升，供应链、产业链区域化、本土化趋势加强，2023 年初美国部分州出台了对中国公民和中国公司的土地购买限制禁令。给全球经济带来诸多不确定影响，也对我国出口贸易造成了一定的冲击和影响。公司出口业务占比较大，尤其美国地区是公司第一大外销区域，全球经济衰退，欧美通货膨胀严重，居民购买力下降，将对公司海外销售产生不利影响。

6、其他风险

经济业绩波动风险。2022 年、2023Q1-Q3 非经常性损益占归母净利润的比例为 52%、70%，公司根据业务发展择机出售海外小仓，不具备持续性，且若未来政府补助政策等发生变化，将对业绩产生影响；

原材料价格波动风险。公司主营产品所需的基础原材料主要为精密钢管、钢板、铝锭、ABS 塑料等，所需外购部件主要为 PCB 线路板、MCU 芯片、电子零配件、冲压件、铝压铸件、塑料件、标准件、精密丝杆等。若未来原材料价格持续高位或进一步上涨，将对产品毛利率将产生一定影响，影响经营业绩稳定性。

汇率波动风险。鉴于公司出口业务收入占比较高，出口产品主要采用美元作为结算货币，人民币汇率波动对公司经营业绩的影响较大，主要体现在境外市场竞争力与汇兑损益方面。

相关研究报告：

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	1505	1628	1954	2051	2248	营业收入	2871	3208	3931	4962	5954
应收款项	233	206	331	380	446	营业成本	1731	2104	2520	3132	3711
存货净额	513	490	862	907	1070	营业税金及附加	14	18	20	25	30
其他流动资产	69	454	464	609	726	销售费用	690	647	786	953	1113
流动资产合计	2383	3152	3986	4322	4865	管理费用	109	119	151	178	188
固定资产	900	1360	1673	1892	1900	研发费用	130	144	173	208	238
无形资产及其他	225	239	239	240	240	财务费用	68	29	46	72	76
投资性房地产	495	1186	1186	1186	1186	投资收益	26	(0)	(20)	10	5
长期股权投资	29	52	67	84	101	资产减值及公允价值变动	(15)	(27)	(20)	(16)	(8)
资产总计	4032	5989	7151	7724	8291	其他收入	(78)	8	357	(58)	(233)
短期借款及交易性金融负债	818	1070	1428	1018	954	营业利润	191	271	725	538	599
应付款项	525	507	632	781	928	营业外净收支	12	(2)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	200	237	281	348	410	利润总额	202	269	723	536	597
流动负债合计	1543	1815	2341	2147	2292	所得税费用	18	50	130	78	78
长期借款及应付债券	392	701	901	1021	1105	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	192	1021	1071	1421	1421	归属于母公司净利润	185	219	593	458	520
长期负债合计	584	1722	1972	2442	2526	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2127	3536	4313	4588	4818	净利润	185	219	593	458	520
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(3)	2	1	2	2
股东权益	1905	2453	2838	3136	3473	折旧摊销	54	60	101	113	128
负债和股东权益总计	4032	5989	7151	7724	8291	公允价值变动损失	15	27	20	16	8
关键财务与估值指标						财务费用	68	29	46	72	76
每股收益	0.84	0.91	1.90	1.47	1.66	营运资本变动	(272)	(176)	(289)	328	(135)
每股红利	0.19	0.29	0.66	0.51	0.58	其它	2	(2)	(1)	(2)	(2)
每股净资产	8.63	10.25	9.09	10.04	11.12	经营活动现金流	(18)	129	425	915	521
ROIC	4.84%	3.61%	5%	7%	11%	资本开支	0	(491)	(435)	(350)	(146)
ROE	9.69%	8.92%	21%	15%	15%	其它投资现金流	(37)	(311)	0	0	0
毛利率	40%	34%	36%	37%	38%	投资活动现金流	(23)	(825)	(450)	(367)	(162)
EBIT Margin	7%	5%	7%	9%	11%	权益性融资	(38)	302	0	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	10%	12%	13%	负债净变化	34	299	200	120	84
收入增长	48%	12%	23%	26%	20%	支付股利、利息	(42)	(70)	(208)	(160)	(182)
净利润增长率	-15%	18%	171%	-23%	13%	其它融资现金流	696	57	358	(410)	(63)
资产负债率	53%	59%	60%	59%	58%	融资活动现金流	640	818	351	(450)	(161)
股息率	1.0%	1.6%	4.9%	3.8%	4.3%	现金净变动	600	123	326	98	197
P/E	21.2	19.4	9.4	12.1	10.7	货币资金的期初余额	905	1505	1628	1954	2051
P/B	2.1	1.7	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	1505	1628	1954	2051	2248
EV/EBITDA	24.1	33.0	25.8	17.5	12.9	企业自由现金流	0	(464)	(392)	489	433
						权益自由现金流	0	(107)	104	129	387

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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