



整车物流主业凸显韧性，布局新能源开花结果

——长久物流深度报告

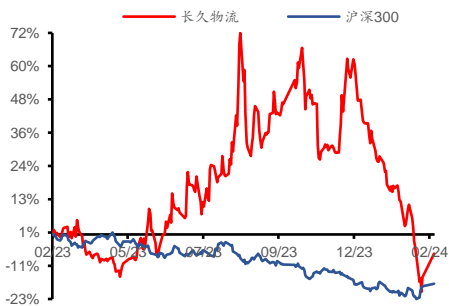
增持 (首次)

行业: 交通运输
 日期: 2024年02月20日
 分析师: 王亚琪
 Tel: 021- 53686472
 E-mail: wangyaqi@shzq.com
 SAC 编号: S0870523060007

基本数据

最新收盘价 (元)	9.02
12mth A 股价格区间 (元)	7.70-16.67
总股本 (百万股)	603.47
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	54.43

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

成立接近 20 年，以整车运输业务为基石拓展新能源业务

公司成立于 2003 年 9 月 10 日，是第一家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业。2022 年，公司业务划分发生口径调整，目前的业务布局主要分为整车业务、国际业务和新能源业务，经过调整后公司业务分类较为聚焦；同时，公司新设“新能源事业部”并完成了业务团队与研发团队的搭建，且开始承接动力电池及相关化学品的运输工作，并着手搭建动力电池回收渠道。

依托于汽车行业，汽车物流需求逐渐回暖，传统主业有望持续修复

2023 年我国汽车行业运行持续保持着向上恢复的态势，我们认为，新能源汽车和汽车出口的良好表现将有效的拉动汽车市场的增长，而汽车物流运输需求也将同比提升。同时，鉴于汽车行业的不断发展以及日益成熟的汽车生产厂商物流管理规模，将物流外包给第三方汽车已经成为了汽车物流行业发展的必然趋势。

传统主业方面: ①整车业务作为公司核心业务，2022 年整车运输及配套业务分别占总收入的 77.0% 及 4.4%。公司采用经营合伙人和社会运力相结合的模式，形成了“大网络+小车队”的运营特点，既有利于公司进行运力资源调配以此来提高运输效率、降低运输成本，更有利于进一步推动行业整合。我们认为，公司多年深耕汽车物流行业，积累了丰富的公路运输经验，且拥有十余年的水运和铁路运输业务的操作管理经验，具备较强的公铁水多式联运的运输能力和成本管控能力。②国际业务主要依托于中欧班列及国际海运运力（滚装船），2022 年毛利率实现由负转正，从 2021 年的 -12.9% 大幅提升至 13.9%，主要由于毛利较高的国际整车运输业务量有所提升。公司于 2020 年购入国际海运滚装船“久洋吉”号，并于 2023 年 10 月购入 7000 车大型滚装船“久洋兴”轮。我们认为，“久洋兴”轮的投运将大幅提升公司海运运力，为公司国际业务打开增长空间。

“上游行业快速发展+利好政策”双轮驱动，退役动力电池回收利用市场前景广；公司把握风口全力布局上下游产业链，打开第二条成长曲线

我国大量的新能源动力电池面临着大规模退役回收的问题，且近年来国家多个部门陆续出台了对动力电池、储能电池、新能源汽车产业链的支持政策，促进和引导了动力电池材料技术及其回收行业的发展升级。我们判断，随着行业竞争逐步激烈，率先抢占赛道的重点企业以及具备渠道优势的企业有望在后续的竞争中不断扩大及巩固其市场竞争力。

2023 年公司全面发力新能源业务，通过收购广东迪度并与多家企业达成战略合作关系。我们认为，随着公司逐步完善上下游布局，新能源业务有望为公司打开第二条成长期曲线，实现“传统整车运输+新能源”两条腿走路。

①我们认为，通过收购广东迪度，公司顺利的切入了动力电池回收行业；此外，迪度在梯次利用及电力储能领域拥有深厚的资源、技术、

渠道优势，而长久则积累了丰厚的物流经验，且回收和销售端均具备一定的渠道优势，因此两者的合作有望形成较强的联动优势。

②公司与链宇科技的战略合作方面，长久物流预计将发挥其在4S店资源与自身产能方面的优势，而链宇科技则发挥其技术优势，形成光储充放一体化解决方案，进一步加速长久物流“光储充检放”一体化项目落地。

③公司和昊能光电的合作方面，我们认为，昊能光电现有成熟的分布式光伏研究成果可以与长久物流成熟的新能源储能研发及生产有效结合，推动光储充一体化项目运营落地。同时，长久物流可以利用自身资源优势，推动双方在国内外物流运输和仓储等多方面的业务合作。

■ 投资建议

我们预测，2023-2025年，公司营业收入分别为48.65亿元、61.10亿元和76.33亿元，分别同比增长22.93%、25.59%和24.92%；分业务来看，整车业务（运输+配套）预计分别为33.36亿元、36.37亿元和39.52亿元，国际业务预计分别为9.44亿元、14.04亿元和17.62亿元，而新能源业务预计为5.06亿元、9.62亿元和17.84亿元。公司23-25年归母净利润分别为1.73亿元、3.91亿元和5.11亿元，分别同比增长862.38%、125.93%和30.68%，对应EPS为0.29元、0.65元和0.85元，2024年2月19日收盘价对应的市盈率为31x、14x和11x，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示

宏观经济低于预期，地缘政治冲突，新能源业务开拓不及预期，监管政策变动，油价大幅上涨。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3958	4865	6110	7633
年增长率	-12.1%	22.9%	25.6%	24.9%
归母净利润	18	173	391	511
年增长率	-79.1%	862.4%	125.9%	30.7%
每股收益（元）	0.03	0.29	0.65	0.85
市盈率（X）	302.96	31.48	13.93	10.66
市净率（X）	2.28	2.13	1.84	1.57

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年02月19日收盘价）

目 录

1 第三方汽车物流龙头企业，开拓新能源业务	5
1.1 公司成立接近 20 年，为首家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业	5
1.2 股权结构较为集中，实控人合计持有公司 68.98%的股权	6
1.3 三大事业部分工明确布局清晰，以整车运输为业务基石并开拓新能源业务	7
2 公司整车业务稳扎稳打，运力扩张打开国际业务增长空间	9
2.1 依托于汽车行业，汽车物流运输需求有望同步提升	9
2.2 第三方汽车运输成为趋势，公司核心业务稳扎稳打	11
3 “上游行业快速发展+利好政策”双轮驱动，退役动力电池回收利用市场前景广阔	13
3.1 受新能源汽车行业驱动，退役动力电池回收利用迎来机遇	13
3.2 政策支持为行业带来了良好的发展前景	16
4 公司把握行业风口，布局新能源业务	17
4.1 2022 年成立新能源事业部，搭建动力电池回收渠道	17
4.2 2023 年全面发力，收购广东迪度并与多家企业签订战略合作协议	18
5 盈利预测及估值	21
6 风险提示	22

图

图 1：长久物流为汽车行业提供综合物流解决方案	5
图 2：长久物流业务网络	6
图 3：长久物流股权结构（截至 2023 年 9 月）	6
图 4：公司核心业务布局	7
图 5：2013-2023 年公司营业收入及增速（单位：亿元、%）	8
图 6：2013-2023 年公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）	8
图 7：2013-2023 年公司扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）	8
图 8：2013-2023 年公司毛利及毛利率（单位：亿元、%）	8
图 9：2013-2023 年公司销售、管理及财务费用占总收入的比例（单位：%）	9
图 10：2005-2024 年我国汽车产量及增速（单位：万辆、%）	9
图 11：2005-2024 年我国汽车销量及增速（单位：万辆、%）	9
图 12：2011-2024 年我国二手车交易量及增速（单位：万辆、%）	10

图 13: 2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务营业收入 (单位: 亿元)	11
图 14: 调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务营业收入 (单位: 亿元)	11
图 15: 2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务毛利率 (单位: %)	12
图 16: 调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务毛利率 (单位: %)	12
图 17: 公司经营模式	12
图 18: 2011-2024 年我国新能源汽车产量及增速 (单位: 万辆、%)	13
图 19: 2011-2024 年我国新能源汽车销量及增速 (单位: 万辆、%)	13
图 20: 2018-2024 年我国动力电池产量及增速 (单位: MWh、%)	14
图 21: 2019-2024 年我国动力电池销量及增速 (单位: MWh、%)	14
图 22: 动力电池回收行业发展阶段	14
图 23: 中国动力电池回收行业产业链	15
图 24: 磷酸铁锂电池应用区段	15
图 25: 长久物流“光储充检放”一体化项目	18
图 26: 2022 年及 23Q1 迪度营业收入及净利润 (单位: 万元)	20
图 27: 近期迪度 1MW/2MWH 的工商业储能设备顺利下线	20
图 28: V2G 技术下的充放电流程	21

表

表 1: 公司发展历程	5
表 2: 动力电池回收行业相关政策	16
表 3: 广东迪度发展历程	19
表 4: 长久物流主要业务营收预测 (单位: 亿元、%)	22
表 5: 可比上市公司收盘价及估值概览 (单位: 元、亿元、倍)	22

1 第三方汽车物流龙头企业，开拓新能源业务

1.1 公司成立接近 20 年，为首家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业

长久物流成立于 2003 年 9 月 10 日，并于 2016 年 8 月在上交所挂牌上市，是第一家在上交所主板上市的第三方汽车物流企业。作为一家为汽车行业提供综合物流解决方案的现代服务企业，公司致力于通过服务体系标准化、信息化的提升，服务网络完善度、覆盖度的拓展以及智慧物流解决方案的创新，不断提升综合物流服务质量。根据中国物流与采购联合会发布的 2022 年中国物流企业 50 强排名，公司维持国内独立于汽车制造业企业的第三方汽车物流企业龙头地位。

表 1：公司发展历程

时间	事件
1992 年	于长春启航，开启轿车发运业务
1996 年	率先实现轿车零公里运输
2003 年	设立北京长久物流有限公司，获得 ISO9001-2000 质量管理体系认证
2006 年	获得首批“5A 级综合型物流企业”资质
2011 年	中世国际成立，形成公路、铁路、水路三大联运网络
2014 年	德国长久成立，正式布局国际业务
2016 年	长久物流成功上市
2021 年	国际海运滚装船首航
2022 年	进行事业部整合并开拓新能源业务，聚焦整车、国际、新能源三大事业部
2023 年	通过股权转让及增资取得广东比亚迪 51% 的股权

资料来源：公司官网，公司公告，上海证券研究所

图 1：长久物流为汽车行业提供综合物流解决方案



资料来源：公司公告，上海证券研究所

公司总部设立在中国北京，并在黑龙江、吉林、辽宁、北京等重点省市设立了 18 家省公司，经过多年的发展已经基本实现了

覆盖全国的物流网络体系。在国际业务方面，公司已完成长久国际、德国长久、波兰长久、香港长久、俄罗斯长久五大国际业务主体，以及设立了中世国际、哈欧国际、久格航运、久洋船务、ADAMPOL S.A.等重要联营及合营企业。公司的业务范围覆盖了中国、欧洲、俄罗斯（含远东）、中东、东南亚、中亚、美洲、非洲。

图 2：长久物流业务网络

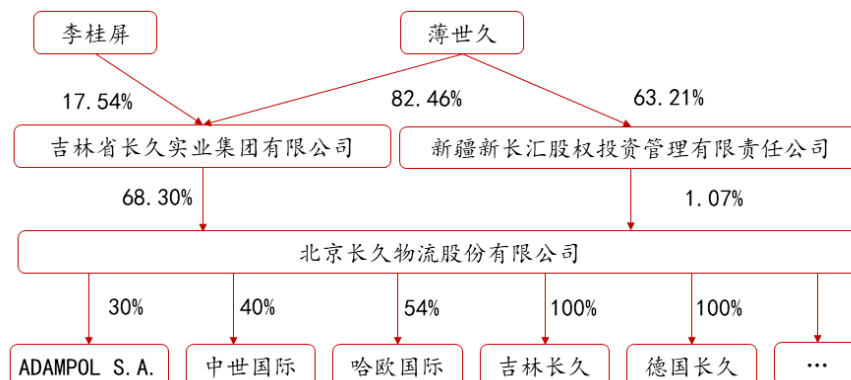


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构较为集中，实控人合计持有公司 68.98% 的股权

公司控股股东为吉林省长久实业集团有限公司（长久集团），截至 2023 年三季度，持有公司 68.30% 的股权。实际控制人为薄世久、李桂屏夫妇，两人合计持有长久集团 100% 的股权，且薄世久先生持有新长汇 63.21% 的股权，而新长汇持有公司 1.07% 的股权。此外，薄世久之子薄薪澎为上海牧鑫私募基金管理有限公司一牧鑫鼎泰 1 号私募证券投资基金的唯一份额持有人。因此薄世久、李桂屏、薄薪澎合计间接持有公司 72.96% 的股权，股权结构较为集中。

图 3：长久物流股权结构（截至 2023 年 9 月）



资料来源：公司公告，iFinD，上海证券研究所

1.3 三大事业部分工明确布局清晰，以整车运输为业务基石并开拓新能源业务

2022 年公司业务划分发生口径调整，调整前公司产品主要分为乘用车运输、商用车运输、零部件运输、整车仓储等，而经过调整后公司业务分类较为聚焦，主要分为三大业务：整车业务、国际业务和新能源业务；同时，公司新设“新能源事业部”，将原来的“国际业务事业部”更名为“国际事业部”，将以上两个之外的其他事业部整合进入“整车事业部”。

图 4：公司核心业务布局

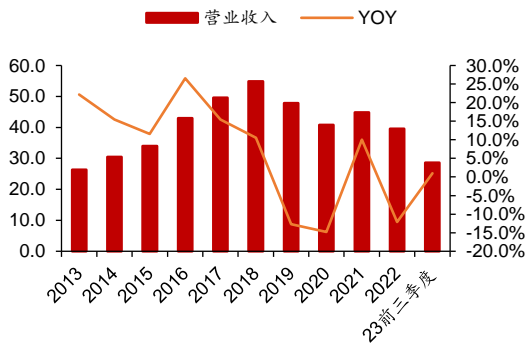
整车业务	国际业务	新能源业务
<ul style="list-style-type: none"> • 干线运输 • 多式联运 • 仓储 • 社会车辆 	<ul style="list-style-type: none"> • 国际铁路 • 国际海运 • 国际空运 • 增值及其他业务 	<ul style="list-style-type: none"> • 新能源物流 • 动力电池回收利用

资料来源：公司官网，上海证券研究所

细分来看：①整车业务包括整车运输及配套服务，其中整车运输服务是公司收入的最主要来源；整车配套服务则是指整车仓储、零部件物流等业务。②国际业务则是主要依托于中欧班列及国际海运运力，为客户提供国际货物的整箱运输和拼箱运输、集货、分拨等业务，所承运货物主要包括整车、零部件、化学品等。③新能源业务主要利用公司多年积累的产业链优势并依托于控股股东长久集团丰富的汽车产业布局资源，为主机厂、动力电池厂商等产业链客户提供物流、仓储等传统服务，并围绕汽车后市场提供体验、交付、充换电、动力电池回收利用及逆向物流等服务；同时，布局电力储能产品的研发、设计、制造、销售和服务，提供锂电池储能核心 BMS 设备、电池系统及充放电设备等，业务范围覆盖国内及“一带一路”沿线的国家和地区。

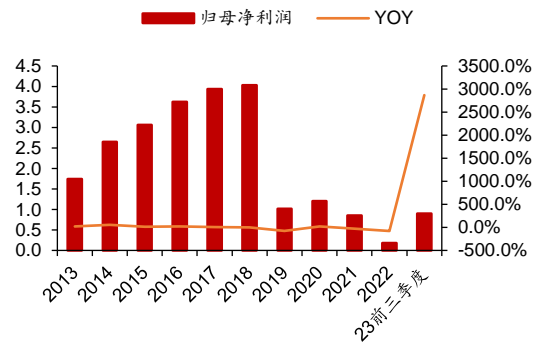
经营业绩方面，2023 年前三季度公司累计录得营收 28.58 亿元，同比增长 1.00%；归母净利润表现亮眼，累计录得 0.90 亿元，同比增幅高达 2866.78%；扣非归母净利润累计录得 0.72 亿元，同比增长 634.43%。

图 5：2013-2023 年公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



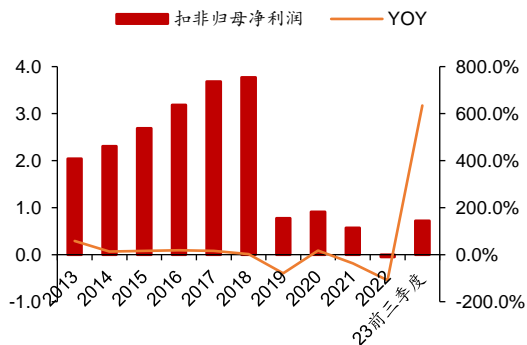
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 6：2013-2023 年公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



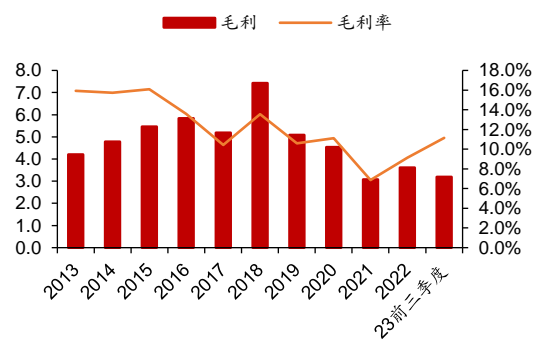
资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 7：2013-2023 年公司扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：iFinD，上海证券研究所

图 8：2013-2023 年公司毛利及毛利率（单位：亿元、%）

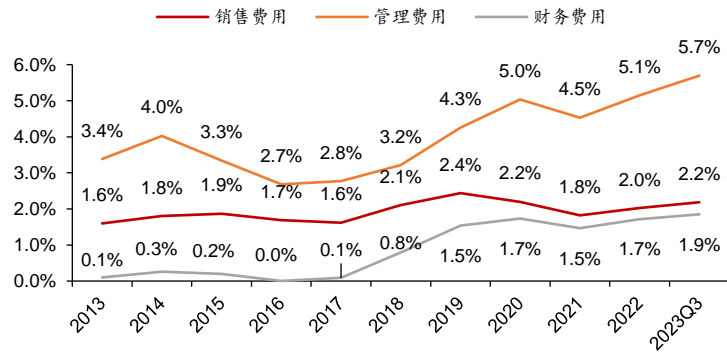


资料来源：iFinD，上海证券研究所

公司 2023 年前三季度累计录得毛利 3.19 亿元，毛利率为 11.2%，较 2022 年底相比提升了 2.0pct。公司的毛利率在 2015 年达到了 16.1% 的高点后呈现了下滑趋势至 2021 年的 6.9%。我们认为，毛利率下滑主要由于两个方面，一是 2017-2019 年期间公司国际业务毛利率持续下滑，二是受到了 2019 年公路治超政策的影响，而后 2020-2021 年受疫情影响运输效率有所下滑。从整体趋势来看，公司毛利率在 2021 年触底后呈现逐年上升趋势。

费用端，2023 年前三季度公司的三费合计录得 2.78 亿元，占总收入的 9.7%，其占比较 2022 年底增长 0.8pct。其中，管理费用为主要支出，2023 年前三季度录得 1.63 亿元，占总收入的 5.7%，占比较 2022 年底增长 0.5pct；2023 年前三季度销售费用和财务费用占总收入的比例较 2022 年底相比分别增长 0.2pct 和 0.1pct。

图 9：2013-2023 年公司销售、管理及财务费用占总收入的比例（单位：%）



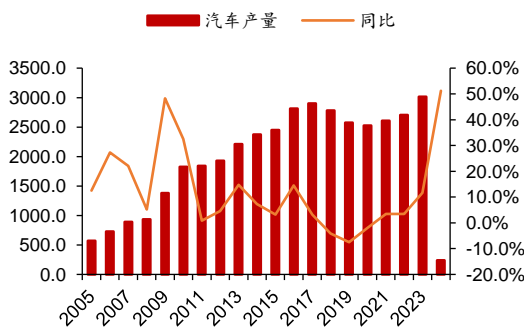
资料来源：iFinD，上海证券研究所

2 公司整车业务稳扎稳打，运力扩张打开国际业务增长空间

2.1 依托于汽车行业，汽车物流运输需求有望同步提升

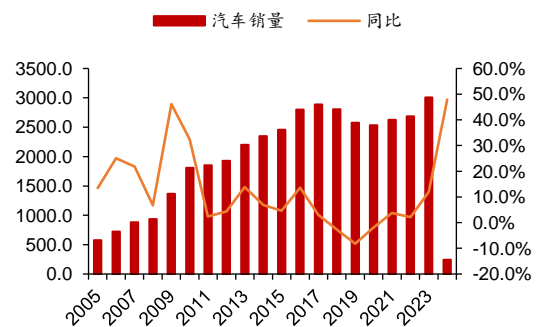
汽车物流行业伴随着汽车行业的发展而发展。根据中汽协数据，2005-2023 年期间，我国汽车产量从 570.8 万辆上升至 3016.1 万辆，CAGR 达 9.7%，除 2018-2021 年外，期间产量均保持了向上增长趋势。此外，根据国际汽车制造商协会 OICA 数据，截至 2022 年底，我国汽车产量占世界产量的比例从 2000 年的 3.5% 提升至 31.8%，连续 14 年蝉联世界第一。同时，根据中汽协数据，2005-2023 年期间，我国汽车销量从 575.8 万辆上升至 3009.4 万辆，CAGR 达 9.6%。和汽车产量一致，除 2018-2021 年外，2005-2023 年期间我国汽车销量均保持了同比增长趋势。

图 10：2005-2024 年我国汽车产量及增速（单位：万辆、%）



资料来源：iFinD、中汽协，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

图 11：2005-2024 年我国汽车销量及增速（单位：万辆、%）

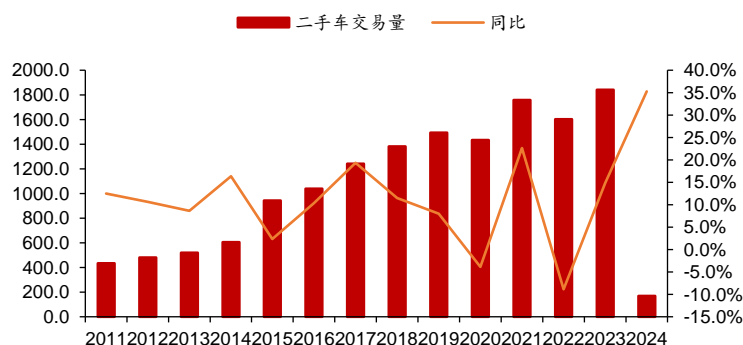


资料来源：iFinD、中汽协，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

2023 年我国汽车行业运行持续保持着向上恢复的态势，截至 2023 年底，我国汽车产量和销量分别完成 3016.1 万辆和 3009.4 万辆，分别同比增长 11.6%和 12.0%。我们认为，随着宏观经济的持续回暖逐步向汽车市场传导，新能源汽车和汽车出口的良好表现将有效的拉动了汽车市场的增长，汽车行业有望实现稳定增长，而汽车物流运输需求也将同比提升。

此外，截至 2023 年年底，国内汽车保有达 3.36 亿辆，且千人汽车保有量达到了全球平均水平，而目前发达国家千人汽车保有量总体在 600-800 辆的水平。我们认为，随着我国未来居民收入的不断提高及城市化逐步推进，长期来看，我国千人汽车保有量仍然存在较大的增长空间，未来汽车销售市场的上升空间也将为汽车物流业务的长期增长提供有力的支撑；同时，新车销售市场长期增速趋缓是必然的趋势，然而不断上升的汽车保有量则将推动二手车交易市场，二手车交易也是汽车消费的重要组成部分并带来大量的二手车物流需求。

图 12：2011-2024 年我国二手车交易量及增速（单位：万辆、%）



资料来源：iFinD、乘联会，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

从经营模式上来看，我国的汽车物流行业主要以大型汽车生产厂商控股或参股的物流企业为主，其承担着保障所属汽车生产厂商物流任务的责任，物流订单较为稳定。随着物流行业的创新发展及国家公路治超政策的全面实施，我国汽车物流行业逐渐转向“规模化、集约化、信息化、现代化”。因此，鉴于汽车行业的不断发展以及日益成熟的汽车生产厂商物流管理模式，将物流外包给第三方物流企业已经成为了汽车物流行业发展的必然趋势。

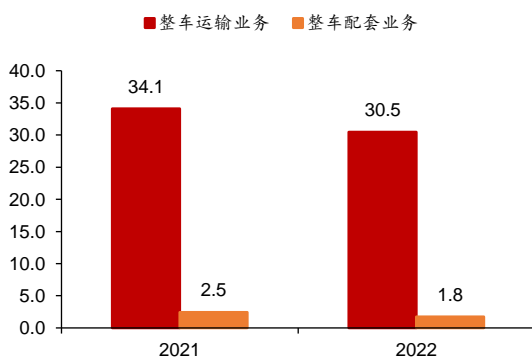
在欧美发达国家和地区，第三方物流服务已经成为汽车供应

链服务的主流，80%以上的汽车制造商均将汽车物流外包。和汽车厂旗下的物流企业相比，第三方物流的优势在高效的物流资源整合能力：①在客户资源整合方面，由于非汽车生产厂商控股，可以与众多的汽车生产厂商展开合作，打破了汽车生产厂商之间直接互换物流资源的壁垒；②在运力资源整合方面，通过信息系统结合自身业务流程进行信息化管理，实现资源的高效整合，提高运输效率，降低运输成本；③从汽车生产厂商的物流管理方面来看，将物流外包给第三方物流企业，汽车生产厂商集中自身资源专注于汽车研发、制造和销售等核心环节，从而降低管理成本，提高竞争能力。

2.2 第三方汽车运输成为趋势，公司核心业务稳扎稳打

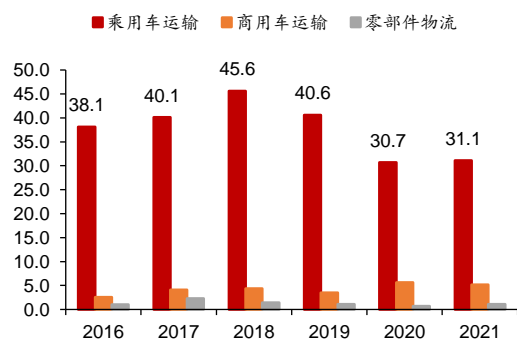
整车业务作为公司核心业务，2022年整车运输业务录得营收30.46亿元，同比下滑10.7%，占总收入的77.0%；而整车配套业务录得营收1.75亿元，同比下滑28.5%，占总收入的4.4%。毛利率方面，2022年整车运输及整车配套业务分别录得7.2%及15.7%，分别同比下滑3.2pct及3.5pct，主要由于2022年燃油价格上涨导致整车运输业务成本上升，而配套业务受到主机厂停产、资源减少影响导致固定成本增加。从2023年我国成品油调价趋势来看，2023年油价呈现“十涨十一跌三搁浅”的格局，我们认为，短期内由于全球经济仍较为疲软，油价偏弱运行的概率较大，有利于公司后续运输成本的管理。

图 13：2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务营业收入（单位：亿元）



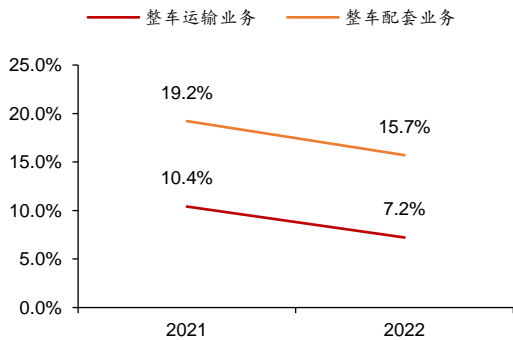
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 14：调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务营业收入（单位：亿元）



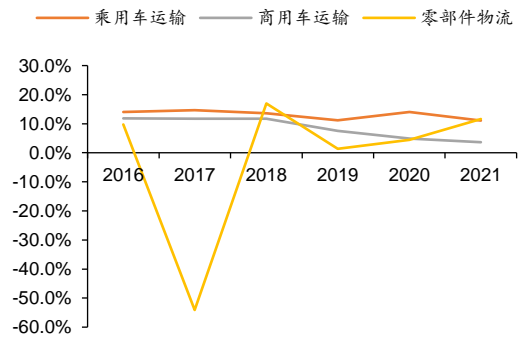
资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 15: 2021-2022 年公司整车运输以及整车配套业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

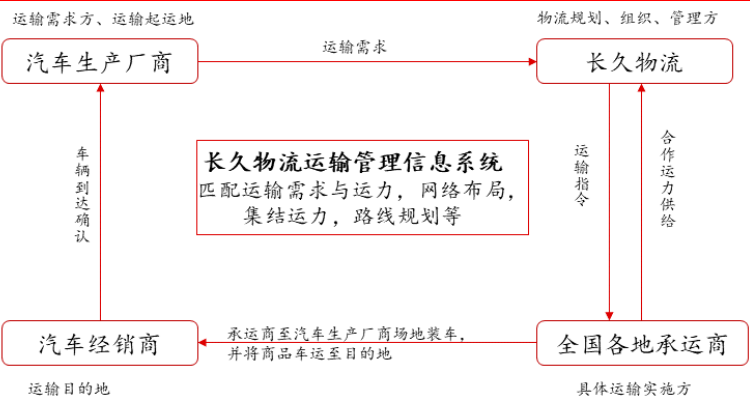
图 16: 调整口径前公司 2016-2021 年乘用车、商用车运输及零部件物流业务毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

同时, 公司采用经营合伙人和社会运力相结合的模式, 使得公司可以将主要精力集中于物流网络的建设、物流方案优化及提升车辆调度管理能力上, 因此形成了“大网络+小车队”的运营特点。我们认为, 该模式既有利于公司进行运力资源调配以此来提高运输效率、降低运输成本, 更有利于进一步推动行业整合。运力方面, 截至 2022 年 12 月 31 日, 公司已购置 2450 余台中置轴轿运车, 加上承运商体系内可控合规运力近万台, 公路运输运力资源较为充足; 水路运输上, 公司可调配运力包含 7 艘海船、3 艘江船。我们认为, 公司多年深耕汽车物流行业, 积累了丰富的公路运输经验, 且拥有十余年的水运和铁路运输业务的操作管理经验, 具备较强的公铁水多式联运的运输能力和成本管控能力。

图 17: 公司经营模式



资料来源: 公司公告, 上海证券研究所

此外, 公司国际业务主要依托于中欧班列及国际海运运力 (滚装船)。2021-2022 年该业务分别录得营业收入 7.74 亿元及 6.70 亿元, 分别占总营收的 17.2%及 16.9%。毛利率则实现由负转正, 从 2021 年的-12.9%大幅提升至 2022 年的 13.9%, 增幅达

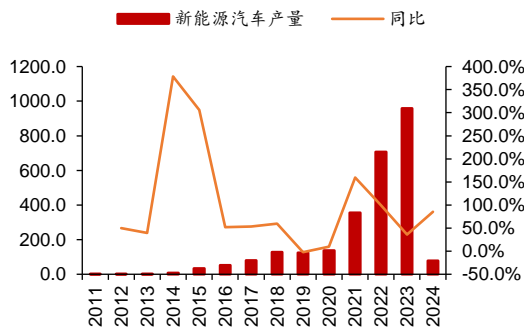
26.8pct，主要由于毛利较高的国际整车运输业务量有所提升。公司于2015年正式开通东北到欧洲的国际铁路运输线路，2020年购入国际海运滚装船“久洋吉”号，并于2023年10月购入7000车大型滚装船“久洋兴”轮。同时，公司与现代集团旗下格罗唯视深度合作，进一步提升客户服务质量并扩大市场空间，目前公司国际业务网络已经覆盖欧洲、非洲、美洲及东南亚地区。

3 “上游行业快速发展+利好政策”双轮驱动，退役动力电池回收利用市场前景广阔

3.1 受新能源汽车行业驱动，退役动力电池回收利用迎来机遇

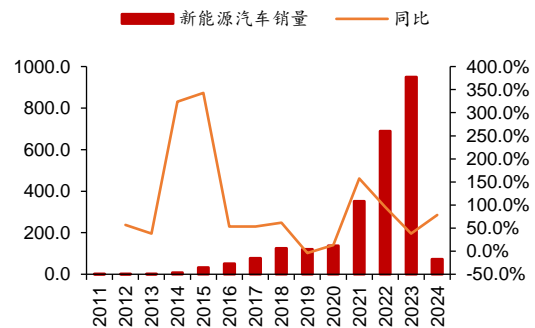
根据中国汽车工程学会编制的《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，到2035年，我国新能源汽车销量将成为主流，其占比将达到50%以上。

图 18：2011-2024 年我国新能源汽车产量及增速
(单位：万辆、%)



资料来源：iFinD、中汽协，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

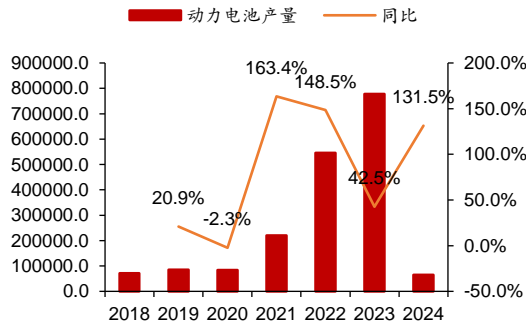
图 19：2011-2024 年我国新能源汽车销量及增速
(单位：万辆、%)



资料来源：iFinD、中汽协，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

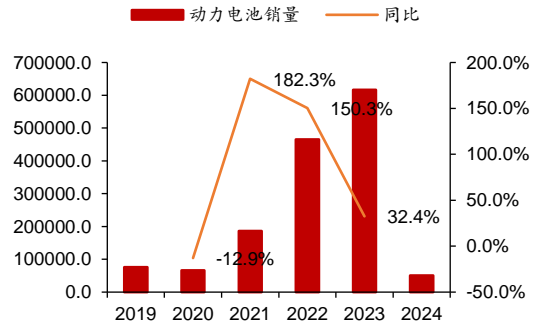
受益于碳中和要求提升，我国新能源汽车行业蓬勃发展，同时带动了动力电池需求大幅增长。随着而来的则是大量的新能源动力电池面临着大规模退役回收的问题。废旧的动力电池对环境危害较大，不经回收处理将造成严重的污染，且动力电池回收利用能有效缓解我国电池金属的供给约束。

图 20：2018-2024 年我国动力电池产量及增速（单位：MWh、%）



资料来源：iFinD、电池联盟，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

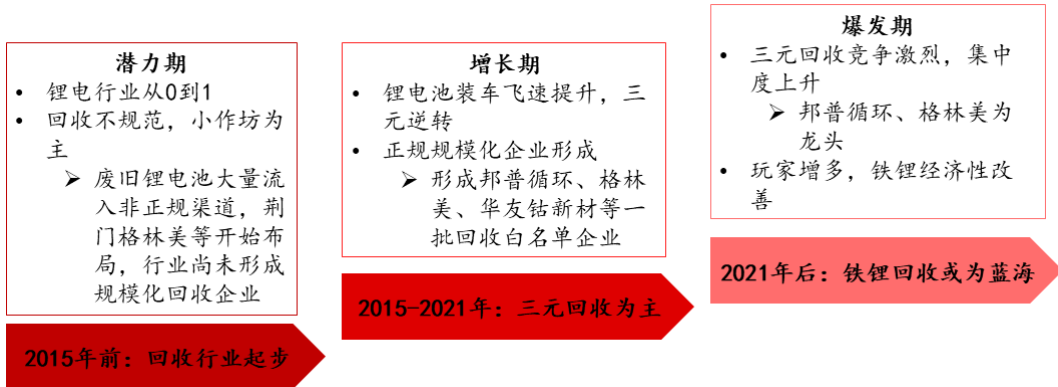
图 21：2019-2024 年我国动力电池销量及增速（单位：MWh、%）



资料来源：iFinD、电池联盟，上海证券研究所
*2024 年数据截至 2024 年 1 月

我国新能源汽车规模化量产始于 2014 年，动力电池的寿命一般为 5-8 年，最早一批成规模的动力电池自 2019 年起陆续达到了退役年限。根据中汽研预计，到 2025 年，国内需要回收的动力电池将达 137.4GWh，约 110 万吨。我们认为，随着市场进一步发展，未来动力电池回收市场前景较为广阔，有望成为上百亿规模的蓝海市场。

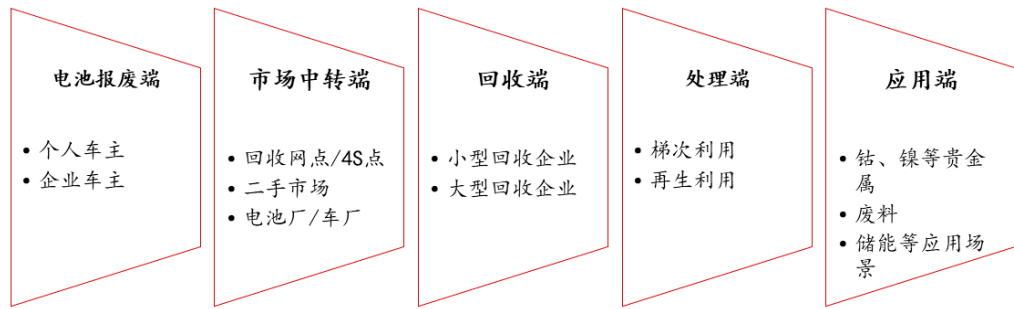
图 22：动力电池回收行业发展阶段



资料来源：智研咨询，上海证券研究所

从整体产业链来看，动力电池回收行业主要分为报废端、中转端、回收端、处理端和应用端。其中动力电池的处理主要有梯次利用和拆解再生两种方式。梯次利用是指让退役的动力电池应用于其他领域。动力电池实际容量降低到原来的 80%后，虽然不再适用于汽车，但依然能用于动力和续航需求较弱的低速电动车、通信基站和储能设备等。

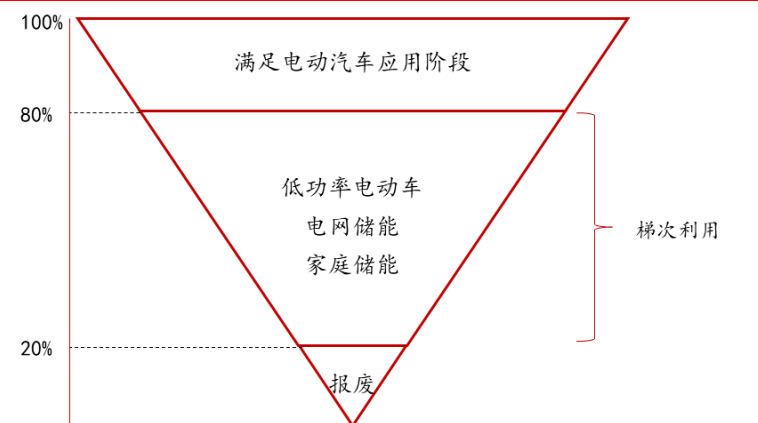
图 23：中国动力电池回收行业产业链



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

以磷酸铁锂电池为例，废旧磷酸铁锂动力电池回收后先梯次利用，后拆解回收，将最大化电池的退役后价值。动力电池的性能会随使用次数的增加而衰减，但当动力电池不能达到电动汽车的使用标准而退役时，其性能（电池容量）往往只下降到原性能的 80%。在电池性能仍维持在 80%-20%时，退役的动力电池可以经过相关的检测评价依次用于低功率电动车、电网储能、家庭储能领域。而当电池性能下降至 20%时，可以对其进行报废处理。我国早期的新能源汽车动力电池以磷酸铁锂电池为主，所以现在退役的大多是磷酸铁锂电池，但从 2022 年以后，三元锂电池也将开启退役潮。

图 24：磷酸铁锂电池应用区段



资料来源：华经产业研究院，上海证券研究所

拆解再生则指让电池彻底报废，对废旧电池进行拆解、破碎、分选、材料修复或冶炼，提取锂、钴、镍、锰等金属元素，然后利用这些材料再造电池。当动力电池容量低于 20%时，其性能与容量都已经无法满足商业应用的要求，此时可通过再生利用工艺对废旧动力电池中的电池金属和其他成分进行提取回收。

3.2 政策支持为行业带来了良好的发展前景

2022年8月由国家工信部、发改委、财政部等部门发布的《信息通信行业绿色低碳发展行动计划（2022-2025年）》提出了重点针对电池等基础设施产品有序开展退网，并逐步形成科学完备的老旧设备回收、处理及循环利用体系。此后，2022年11月，国家工信部发布了《关于做好锂离子电池产业链供应链协同稳定发展工作的通知》，指出了要鼓励锂电生产企业、锂镍钴等上游资源企业、锂电回收企业、物流运输等企业深度合作，通过签订长单、技术合作等方式建立长效机制。

表 2：动力电池回收行业相关政策

时间	相关政策
2018年3月	工信部等七部门发布《新能源汽车动力蓄电池回收利用试点实施方案》，要求选择新能源汽车保有量大、动力蓄电池回收利用基础好、区域带动性强、有积极性的地区开展动力蓄电池回收利用试点，且到2020年建立完善动力蓄电池回收利用体系，探索形成动力蓄电池回收利用创新商业模式。
2018年7月	工信部制定了《新能源汽车动力蓄电池回收利用溯源管理暂行规定》，要求建立“新能源汽车国家监测与动力蓄电池回收利用溯源综合管理平台”，对动力蓄电池生产、销售、使用、报废、回收、利用等全过程进行信息采集，对各环节主体履行回收利用责任情况实施监测。
2019年10月	工信部制定了《新能源汽车动力蓄电池回收服务网点建设和运营指南》，提出了新能源汽车废旧动力蓄电池以及报废的梯次利用电池回收服务网点建设、作业以及安全环保要求。
2020年3月	工信部发布了《2020年工业节能与综合利用工作要点》，指出将加快探索推广技术经济性强、环境友好的回收利用市场化模式，培育一批动力蓄电池回收利用骨干企业；同时，研究制定《新能源汽车动力蓄电池梯次利用管理办法》，建立梯次利用产品评价机制。
2021年8月	工信部等五部门联合制定了《新能源汽车动力蓄电池梯次利用管理办法》，鼓励梯次利用企业研发生产适用于基站备电、储能、充换电等领域的梯次产品，并采用租赁、规模化利用等便于梯次产品回收的商业模式；同时，鼓励梯次利用企业与新能源汽车生产、动力蓄电池生产及报废机动车回收拆解等企业协议合作，加强信息共享，利用已有回收渠道，高效回收废旧动力蓄电池用于梯次利用。
2022年1月	工信部等八部门发布了《关于加快推动工业资源综合利用的实施方案》，指出了强化新能源汽车动力电池全生命周期溯源管理，及推动产业链上下游合作共建回收渠道，构建跨区域回收利用体系；同时，推进废旧动力电池在备电、充换电等领域安全梯次应用。
2022年8月	工信部、发改委等部门发布了《信息通信行业绿色低碳发展行动计划（2022-2025年）》，鼓励企业利用人工智能、大数据等多种技术手段实施网络设施智能化改造和绿色升级，重点针对电池等基础设施产品，有序开展退网，逐步形成科学完备的老旧设备回收、处理及循环利用体系。
2022年11月	工信部发布了《关于做好锂离子电子电池产业链供应链协同稳定发展工作的通知》，鼓励锂电（电芯及电池组）生产企业、锂电一阶材料企业、锂电二阶材料企业、锂镍钴等上游资源企业、锂电回收企业、锂电终端应用

企业及系统集成、渠道分销、物流运输等企业深度合作，通过签订长单、技术合作等方式建立长效机制，引导上下游稳定预期、明确量价、保障供应、合作共赢。

资料来源：中国政府网、海南工信厅、工信部、商务部、智研咨询，上海证券研究所

在产业发展初期，我国电池回收产业格局基本呈现“小、散、乱”的状态，但随着工信部开展四批规范企业评审工作，截至 23 年年中，仅有 88 家企业进入了白名单。我们认为，随着政策的逐步落地以及监管力度逐渐加强，后续行业发展有望更加的规范和专业。从整体产业链后续发展趋势来看，电池回收市场的主要参与者，例如电池生产商、专业第三方回收企业、行业联盟等，未来有望通过与汽车厂商密切合作实现废旧电池迅速返回回收工厂并促进电池回收产业链的上下游战略联盟与合作更为深入。

此外，我们判断，为了提升回收效率，回收企业需要具备较为雄厚的资金实力用以完善回收网络体系，因此该行业具备一定的资金壁垒；且随着行业竞争逐步激烈，回收企业或将积极与多家电动汽车生产企业建立合作机制从而保证回收电池货源的稳定性，率先抢占赛道的重点企业以及具备渠道优势的企业有望在后续的竞争不断扩大及巩固其市场竞争力。

4 公司把握行业风口，布局新能源业务

4.1 2022 年成立新能源事业部，搭建动力电池回收渠道

2022 年公司新设立了新能源事业部，且完成了业务团队与研发团队的建设；同时，公司开始承接动力电池及相关化学品的运输工作，并着手搭建动力电池回收渠道。我们认为，公司在动力电池回收端具备较强的渠道优势，且公司在传统运输主业上也积累了丰富的物流经验。

现阶段国内动力电池回收市场的回收渠道主要包括主机厂、电池制造厂、公共车辆运营公司三大 B 端渠道，以及汽车销售终端与消费者等 C 端渠道。公司多年来深耕汽车市场，拥有大量的主机厂客户；而电池制造厂和公共车辆运营公司方面，公司有望发挥物流企业处于产业链中间环节的优势，积极拓展上游的电池厂和下游的车辆运营公司。

此外，我们认为，随着新能源汽车的产销量和 C 端保有量的快速增长，C 端消费者持有的退役电池数量占比将逐渐提升，因此

汽车销售终端将成为未来动力电池回收的重要渠道。我们判断，C端渠道是公司后续的发力点之一，且公司具备较强的渠道优势，一方面公司控股股东长久集团旗下拥有丰富的4S店资源，另一方面公司此前发布的“光储充检放”一体化项目有望提升C端消费者的留存粘性。该项目主要通过通过在4S店房顶安装光伏板，通过光伏板将光能转化为电能并储存在工商业储能产品中，储存的电用于充电同时新能源车辆也可以给电网和4S店反向供电。在充放电的同时，也可以通过充电桩给汽车进行电池检测并出具健康状态报告，对于健康程度较差的电池进行电池回收。

图 25：长久物流“光储充检放”一体化项目



资料来源：每日经济新闻，上海证券研究所

4.2 2023 年全面发力，收购广东迪度并与多家企业签订战略合作协议

2023 年公司全面发力，推动其新能源业务迈上新台阶：①5月 19 日，公司发布公告称通过股权转让和增资的方式取得广州迪度新能源有限公司 51%的股权，合计转让价格为 1.26 亿元；②9月 13 日，公司与北京链宇科技进行战略签约仪式，共同推动业务发展；③2023 年 11 月，长久物流与昊能光电签署战略合作协议，未来在分布式光伏应用、新能源储能产品、光储充一体化等方面展开合作。

➤ 广东迪度：

公司收购迪度的主要目的是结合公司退役动力电池回收渠道的建设，完成正逆向物流、梯次利用、梯次产品销售的布局，打造退役动力电池回收综合利用生态闭环。迪度是一家专注于储能电池的研发、生产和销售的广东省专精特新制造企业，其创始团队拥有十多年的生产经验。迪度提供的锂电池储能核心 BMS 设备、电池系统及充放电设备、电池评价及标定测试服务、储能系统一

体化解决方案，可以应用于风光新能源电站消纳、电力调峰调频及辅助服务、用户削峰填谷、微电网等各种场景，满足工商业和大中型储能电站、家用储能的需求，是工信部第三批废旧动力锂电池回收行业规范公司白名单企业。

表 3：广东迪度发展历程

时间	事件
2018 年	广东迪度新能源有限公司成立
2019 年	顺利通过了 ISO9001/ISO14001/ISO18001 三个管理体系认证
2021 年	通过了国家工信部新能源汽车首批动力电池回收白名单企业公告
2023 年	荣获广东省工业和信息化厅颁发的“专精特新中小企业”称号，并与长久物流完成合并重组、成为了上市公司的控股子公司

资料来源：东莞企联，上海证券研究所

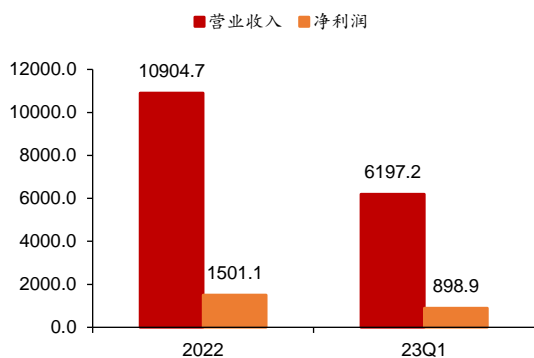
目前迪度的梯次储能产品主要销往电网相对薄弱、梯次产品性价比优势明显的地区；产品则主要分为三大类：面向弱电网地区的梯次家庭储能、面向欧洲二线国家的家储一体机和面向工商业储能市场的可定制化集装箱式储能产品。渠道方面，迪度的海外客户渠道非常稳定，其中南非的客户合作多年，客户所在地区产品的需求也持续增长。随着未来公司产品品类逐步丰富，欧洲二线国家、东南亚国家市场也正在培育中，未来有望进一步拓展中东、中亚、美洲等地区的市场。同时，“一带一路”沿线国家是我国二手车出口的主要目的地，而长久物流通过中欧班列以及国际海运等方式已经覆盖了大量“一带一路”国家并形成了成熟的业务网络。我们认为，长久物流的渠道优势有望赋能新能源业务网络，进一步深化迪度在南非地区的销售渠道并加速在其他弱电网地区的市场布局。

我们认为，整体来看，公司针对迪度的战略布局对于公司的新能源业务起到了至关重要的作用。一方面，通过收购，公司顺利的切入了动力电池回收行业；另一方面，迪度在梯次利用及电力储能领域拥有深厚的资源、技术、渠道优势，且已在海外尤其是弱电网地区建立了较为完备的销售渠道，而长久则积累了丰厚的物流经验，且回收和销售端均具备一定的渠道优势，因此两者的合作有望形成较强的联动优势。

此外，根据公司公告，公司拟投资 5 亿元在中新苏滁高新技术产业开发区投资建设“新能源基地”项目，推动公司退役动力电池回收综合利用及储能产品的产能提升，该项目计划分三期进行投资。滁州新能源的产线是建设在公司此前自建的物流园区内，

新产线可直接使用当前已建成的仓储因此，因此项目的建设周期较短。根据公司 2024 年 1 月 26 日公告，公司在滁州新能源基地投建的储能产品生产线也将于近期验收投产。

图 26：2022 年及 23Q1 迪度营业收入及净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 27：近期迪度 1MW/2MWH 的工商业储能设备顺利下线



资料来源：公司公众号，上海证券研究所

➤ 链宇科技

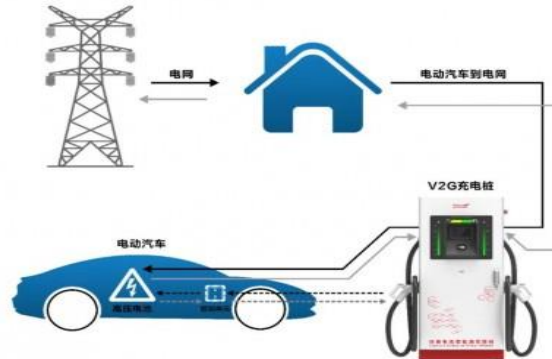
公司和链宇科技的合作包括但不限于股权投资合作、“光储充检放”一体化项目合作等。链宇科技孵化于清华大学欧阳明高院士团队，致力于车网互动(V2G)、微网能量管理与能源物联网方案的研发、落地与推广，并打造了独家的“电池+电力电子+云原生”的技术平台。同时，针对电动汽车全气候快充、光储充放一体化、工商业户用微网、车网互动 V2X 等场景，链宇科技打造了零 C 云智慧能源平台、V2G 智能充电桩等产品，形成“云-边-端”站式智慧能源解决方案和针对性策略。

近年来车网互动备受关注，通过控制车载电能的双向流动，电动汽车具备了参与区域电网调节、稳定电网平稳运行的新功能，且有效的解决了光能、风能等可再生能源发电的波动性和间歇性问题；其核心是利用电动汽车的储能装置作为电网和可再生能源的缓冲，在此过程中，电动汽车相当于一个“巨型移动充电宝”。

同时，V2G 技术还可以让车主通过在电价低谷时充电、高峰时放电赚取额外收益。以一辆带电量为 50kWh 的电动汽车为例，如果车主将其中 25kWh 的电出售给电网，以该地区峰时电价 1 元/kWh、谷时 0.3 元/kWh 电价计算，车主每次将可获利 17.5 元。我们认为，随着新能源汽车产销量和保有量逐步提升，V2G 技术的应用场景有望得到扩张；合作方面，长久物流预计将发挥其在 4S 店资源与自身产能方面的优势，链宇科技发挥其技术优势，形成

光储充放一体化解决方案，进一步加速长久物流“光储充检放”一体化项目落地。

图 28: V2G 技术下的充放电流程



资料来源：消费日报网，上海证券研究所

➤ 昊能光电

公司和昊能光电的合作包括但不限于分布式光伏应用领域、新能源储能产品研发、生产、销售领域、光储充一体化项目、新能源物流综合服务等。昊能光电是一家国际化的太阳能产品生产商与服务商，目前在东南亚拥有 2GW 电池片及 2GW 光伏组件生产基地，在美国也建立了 2GW 电池片及 2GW 光伏组件生产基地。经过多年的业务积累，昊能光电打造了国际化的一体化光伏全产业链，以及完善的国际销售渠道。

我们认为，昊能光电现有成熟的分布式光伏研究成果可以与长久物流成熟的新能源储能研发及生产有效结合，推动光储充一体化项目运营落地。同时，长久物流可以利用自身的资源优势，推动双方在国内外物流运输和仓储等多方面的业务合作。

5 盈利预测及估值

整车运输业务&国际业务：我们认为，新能源汽车和汽车出口的良好表现将有效的拉动汽车市场的增长，汽车行业全年有望实现稳定增长，公司整车运输业务及国际业务营收有望同步提升；同时，在疫情影响消退、运输效率回升的情况下，整车运输成本有望进一步优化，全年毛利率预计同比提升。

新能源业务：我们认为，公司收购迪度及和链宇科技、昊能

光电的战略合作将推动公司新能源业逐步完善上下游布局，且新能源业务有望成为公司第二条增长曲线，公司或将实现“传统整车运输+新能源”两条腿走路。

盈利预测：我们预测，2023-2025 年，公司营业收入分别为 48.65 亿元、61.10 亿元和 76.33 亿元，分别同比增长 22.93%、25.59%和 24.92%；分业务来看，整车业务（运输+配套）预计分别为 33.36 亿元、36.37 亿元和 39.52 亿元，国际业务预计分别为 9.44 亿元、14.04 亿元和 17.62 亿元，而新能源业务预计为 5.06 亿元、9.62 亿元和 17.84 亿元。公司 23-25 年归母净利润分别为 1.73 亿元、3.91 亿元和 5.11 亿元，分别同比增长 862.38%、125.93%和 30.68%，对应 EPS 为 0.29 元、0.65 元和 0.85 元，2024 年 2 月 19 日收盘价对应的市盈率为 31x、14x 和 11x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 4：长久物流主要业务营收预测（单位：亿元、%）

	2022A	2023E	2024E	2025E
整车运输	30.46	31.56	34.45	37.44
YOY	-10.70%	3.62%	9.16%	8.69%
整车配套	1.75	1.80	1.93	2.08
YOY	-28.54%	2.69%	7.05%	7.87%
国际业务	6.70	9.44	14.04	17.62
YOY	-13.48%	41.01%	48.77%	25.43%
新能源业务	0.11	5.06	9.62	17.84
YOY		4500.00%	90.00%	85.50%

资料来源：iFinD，上海证券研究所

表 5：可比上市公司收盘价及估值概览（单位：元、亿元、倍）

	收盘价	市值	EPS				现价对应 PE			
			2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024	2025
传化智联	4.53	126.30	0.27	0.24	0.25	0.29	16.8	18.9	18.1	15.6
怡亚通	3.77	97.91	0.10	0.05	0.08	0.10	37.7	75.4	47.1	37.7
格林美	5.10	261.91	0.25	0.21	0.35	0.45	20.2	24.3	14.5	11.4
蔚蓝锂芯	6.71	77.30	0.33	0.18	0.43	0.57	20.4	38.3	15.8	11.9

资料来源：iFinD，上海证券研究所

* 2024 年 2 月 19 日收盘价，盈利预测采用 iFinD 一致预期

6 风险提示

宏观经济低于预期：若宏观经济低于预期，可能导致汽车行业整体需求下滑，汽车运输需求因此同步降低；

地缘政治冲突：若地缘政治冲突加剧，可能导致国际物流运力发生较大波动，不利于公司国际业务发展；

新能源业务开拓不及预期：新能源业务属于公司新能源业务板块，存在市场开拓经验不足的风险，可能导致储能产品销售不及预期；

监管政策变动：若动力电池回收行业监管政策有所改变，则可能导致行业整体竞争格局发生较大变化；

油价大幅上涨：油价的大幅增长将导致公司运输成本上升，将影响公司利润。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	612	672	1033	1450
应收票据及应收账款	1631	2083	2488	3282
存货	57	63	76	94
其他流动资产	344	454	501	645
流动资产合计	2644	3272	4098	5471
长期股权投资	418	418	418	418
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1040	1083	1088	968
在建工程	48	118	135	148
无形资产	542	542	542	542
其他非流动资产	732	731	731	730
非流动资产合计	2781	2893	2914	2806
资产总计	5425	6165	7012	8277
短期借款	1031	1142	1290	1405
应付票据及应付账款	626	1042	1181	1609
合同负债	22	23	29	37
其他流动负债	465	442	513	621
流动负债合计	2144	2648	3012	3671
长期借款	42	56	75	90
应付债券	618	642	674	705
其他非流动负债	37	39	47	57
非流动负债合计	697	738	797	852
负债合计	2842	3386	3808	4523
股本	560	603	623	623
资本公积	371	328	308	308
留存收益	1255	1428	1819	2329
归属母公司股东权益	2388	2561	2952	3462
少数股东权益	195	218	252	292
股东权益合计	2583	2779	3204	3754
负债和股东权益合计	5425	6165	7012	8277

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	34	270	471	472
净利润	34	196	425	550
折旧摊销	209	245	289	324
营运资金变动	-253	-175	-249	-411
其他	44	4	7	9
投资活动现金流量	-142	-304	-253	-156
资本支出	-93	-325	-277	-184
投资变动	-50	0	0	0
其他	1	21	24	29
筹资活动现金流量	-172	94	143	101
债权融资	79	151	207	171
股权融资	0	0	0	0
其他	-251	-57	-64	-70
现金净流量	-273	60	361	417

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3958	4865	6110	7633
营业成本	3596	4336	5239	6511
营业税金及附加	23	30	38	47
销售费用	80	98	119	149
管理费用	204	216	229	255
研发费用	4	5	6	8
财务费用	68	47	52	52
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	21	20	23	28
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	-12	219	513	675
营业外收支净额	30	33	33	32
利润总额	18	252	546	706
所得税	-16	56	121	156
净利润	34	196	425	550
少数股东损益	16	23	34	39
归属母公司股东净利润	18	173	391	511

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	9.1%	10.9%	14.3%	14.7%
净利率	0.5%	3.6%	6.4%	6.7%
净资产收益率	0.8%	6.8%	13.2%	14.7%
资产回报率	0.3%	2.8%	5.6%	6.2%
投资回报率	1.5%	4.0%	7.9%	8.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	-12.1%	22.9%	25.6%	24.9%
EBIT 增长率	-76.2%	600.8%	120.6%	29.0%
归母净利润增长率	-79.1%	862.4%	125.9%	30.7%
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	0.29	0.65	0.85
每股净资产	3.96	4.24	4.89	5.74
每股经营现金流	0.06	0.45	0.78	0.78
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.73	0.79	0.87	0.92
应收账款周转率	2.61	2.45	2.61	2.47
存货周转率	63.05	68.66	68.62	69.32
偿债能力指标				
资产负债率	52.4%	54.9%	54.3%	54.6%
流动比率	1.23	1.24	1.36	1.49
速动比率	1.12	1.14	1.27	1.40
估值指标				
P/E	302.96	31.48	13.93	10.66
P/B	2.28	2.13	1.84	1.57
EV/EBITDA	25.01	13.71	7.91	6.18

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。