

德马科技（688360）深度研究

智能物流全球扩张，全产业链跨境争雄

2024 年 02 月 29 日

【投资要点】

- ◆ 公司是国内领先智能物流装备企业，深耕全产业链、业务遍布全球。公司于 1997 年浙江省湖州市成立，拥有 20 多年的历史，长期致力于智能物流技术的研发和应用，以上海总部和湖州中央工厂辐射全球。与大部分同行不同，公司积累国际先进的输送分拣技术、驱动技术等，形成了核心部件设计、关键设备制造以及系统集成的完整解决方案。此外，公司在电商、快递、消费等领域经验更丰富，核心用户包括 SHEIN、京东、亚马逊、e-bay、LAZADA 等标杆企业。
- ◆ 全球市场空间广阔集中度低，海外市场潜力大、跨境电商带动新需求。2022 年全球物流设备制造市场规模达 2,000 亿法郎，头部企业在其产品领域市占率仍不足 10%，行业整合空间大，国内情况类似。相比于国内智能物流（尤其是智能分拣），海外仍有较大提升空间，全球人均快递使用量为 24 件/年，仅为中国人均快递的 30%，这也意味着海外物流基础设施潜力巨大。此外，国内跨境电商平台发展迅速，海外智能物流需求激增。以 SHEIN、Temu、Tiktok 为代表的跨境电商平台加速扩张，海外仓储可以降低成本、提高时效性，成为其未来重要规划。
- ◆ 海外成为公司重要增长驱动力，国内整合并购规模优势显现。海外方面，公司营收高增、占比持续提升且利润率高于国内，成为重要增长驱动。其一，技术快速进步以及成本优势使得公司海外核心部件及关键设备拓展顺利；其二，公司具有丰富的电商物流系统集成经验，充分满足跨境电商业务需求，携手海外电商平台积极扩张。国内方面，公司与莫安迪实现技术产品和市场等方面协同，凭借规模效应，公司市占率持续提升。
- ◆ 全产业链覆盖、海外占比持续提升、跨境电商景气度提升，公司合理估值应为 20-30X。传统智能物流企业估值较低，我们从三个方面对比分析不同企业估值差异：1) 部件设备估值高于系统企业，部件设备企业业绩稳定性更好；2) 下游客户景气度高的物流企业估值高，高景气度下游增长确定性越高；3) 海外企业/海外业务占比高估值更高，海外竞争缓和、利润率更高。2013 年至 2023 年，英特诺（与公司产品结构类似）历史市盈率位于 20-30X，近五年平均市盈率为 32X，可以作为公司估值参考。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（首次）

目标价：30.02 元

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

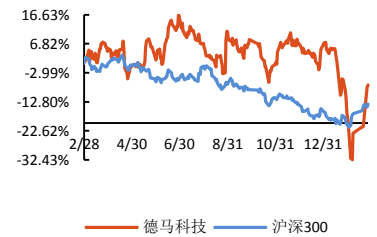
证券分析师：李京波

证书编号：S1160522120001

联系人：刘雪莹

电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	2301.05
流通市值（百万元）	2051.10
52 周最高/最低（元）	29.90/12.03
52 周最高/最低（PE）	33.44/20.44
52 周最高/最低（PB）	2.86/1.75
52 周涨幅（%）	-11.04
52 周换手率（%）	211.76

相关研究

【投资建议】

我们看好公司海外业务拓展，预计公司2023-2025年营业收入分别为16.45/20.34/22.57亿，归母净利润分别为0.90/1.62/1.96亿，EPS分别为0.67/1.20/1.45元，对应PE分别为27/15/12倍。我们认为公司商业模式、客户结构、下游景气度以及带来的业绩稳定性优于国内同行，合理估值区间20-30X，给予公司2024年25倍PE，对应12个月内目标价30.02元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1529.75	1644.82	2034.10	2257.09
增长率(%)	3.17%	7.52%	23.67%	10.96%
EBITDA（百万元）	145.59	133.28	216.39	256.94
归属母公司净利润（百万元）	81.68	90.18	161.57	195.74
增长率(%)	6.30%	10.41%	79.16%	21.15%
EPS(元/股)	0.95	0.67	1.20	1.45
市盈率（P/E）	25.88	26.52	14.80	12.22
市净率（P/B）	2.12	1.78	1.62	1.45
EV/EBITDA	13.11	14.93	8.51	6.74

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ **海外业务拓展不及预期：**海外成为公司重要增长驱动力，如果受到外部政策、下游企业资本支出放缓等因素影响，可能导致海外业务拓展不及预期，从而影响公司业绩。
- ◆ **宏观经济下行风险：**目前国内仍然是公司收入主要构成，尤其是新能源和电商等领域，宏观经济下行将影响相关企业资本支出意愿，从而影响公司业绩。

1、关键假设

受益于海外业务拓展以及莫安迪并表影响，我们预计2023-2025年公司营业收入增速分别为7.5%/23.7%/11.0%。

分业务来看：1) 核心部件：德马科技增速高于全球物流设备平均水平，我们预计2023-2025年增速分别为4%/7%/7%，莫安迪2024年全年并表，我们预计核心部件整体增速分别为15.1%/40.7%/11.5%。2) 关键设备：同样增速高于全球物流设备平均水平，我们预计2023-2025年增速分别为4%/7%/7%。3) 系统：受跨境电商需求增长，我们预计系统业务2024年将快速增长，未来三年增速分别为0%/15%/15%。

由于毛利率较高的核心部件占比提升以及其他业务毛利率受海外占比提升，整体毛利率触底回升。我们预计2023-2025年综合毛利率22.6%/23.7%/24.0%，其中核心部件毛利率29.2%/29.1%/28.7%，关键设备毛利率16.3%/17.3%/18.3%，系统毛利率17.5%/18.5%/19.5%。

2、创新之处

1、重塑增长核心驱动力，下游景气决定空间潜力

市场普遍认为经历过新能源需求爆发后，智能物流企业增速逐步放缓。我们认为德马科技将迎来新增长阶段：部件设备方面，公司具有成本和技术优势并且率先出海，相关业务增长迅速；系统方面，跨境电商接替新能源需求激增，公司与SHEIN等跨境电商平台合作，有望加速开拓海外业务。

2、部件设备技术壁垒强，全产业链覆盖区别同行

市场普遍认为智能物流企业业绩波动大，护城河不高。国内智能物流企业多为系统集成商，受项目制影响业绩波动较大，而公司全产业链覆盖，部件设备占比高，核心部件技术壁垒更高、业绩更稳定。

3、增长和壁垒决定估值，跨国比较公司价值低估

市场普遍认为德马科技与国内同行估值水平接近，市盈率位于10-20X。由于本身商业模式所限，国内物流及设备企业估值较低。我们通过观察海外同行英特诺，并指出由于增长潜力和高壁垒，公司理应享有更高估值，市盈率25X更为合理。

3、潜在催化

- ◆ **海外重大订单突破**：公司部件设备出海超预期，有望带动海外业务占比提升，整体毛利率和净利率提升；
- ◆ **跨境电商投入加大**：如Temu、Shein等国内跨境电商快速发展，并且逐步加码海外智能仓储物流，随着它们投入加大，有望带动相关企业系统收入提升。

正文目录

1. 公司简介	6
1.1. 发展历程：深耕物流全产业链，领先出海辐射全球	6
1.2. 产品服务：部件设备行业领先，系统集成经验丰富	7
1.3. 股权结构：核心团队均有持股，股权激励提振信心	7
1.4. 财务概览：动能转化未来可期，收购并表持续高增	9
2. 行业情况	10
2.1. 空间格局：全球物流市场广阔，集中度低整合加速	10
2.2. 发展趋势：海外市场潜力巨大，跨境再接力新能源	11
3. 增长驱动	13
3.1. 海外市场：营收高增占比提升，竞争力强利润率高	13
3.2. 国内市场：规模优势份额提升，行业整合强强联合	16
4. 财务分析	17
4.1. 营业收入：下游行业景气驱动，海外业务占比提升	17
4.2. 成本费用：毛利率触底回升，费用率规模效应凸显	18
4.3. 盈利能力：净利率率企稳向上，现金表现持续向好	19
5. 可比公司	20
5.1. 类别比较：部件设备优于系统，下游景气估值提升	20
5.2. 同行比较：观海外龙头英特诺，估值中枢高且稳定	21
6. 盈利预测	22
7. 投资建议	23
8. 风险提示	23

图表目录

图表 1：公司发展历程	6
图表 2：公司主要产品及服务	7
图表 3：新能源锂电装备及系统	7
图表 4：公司股权结构	8
图表 5：限制性股票业绩考核要求	8
图表 6：公司营业收入及增速（单位：亿）	9
图表 7：公司海外业务占比	9
图表 8：公司归母净利润及增速（单位：亿）	9
图表 9：莫安迪净利润及承诺业绩（单位：亿）	9
图表 10：全球物流设备制造市场规模（单位：亿法郎）	10
图表 11：全球物流领先企业英特诺市场占有率	10
图表 12：中国智能物流及分拣系统市场规模	10
图表 13：中国智能物流装备供应商市占率	10
图表 14：全球及中国快递包裹业务量（单位：亿）	11
图表 15：全球及中国人均快递使用量	11
图表 16：全球电商销售额及渗透率（单位：万亿美元）	11
图表 17：宁德时代固定资产及在建工程（单位：亿）	12
图表 18：今天国际新能源新增订单情况（单位：亿）	12
图表 19：希音（SHEIN）全球 GMV（单位：亿美元）	12
图表 20：中国跨境电商海外仓数量	12
图表 21：公司海外业务持续高增长	13

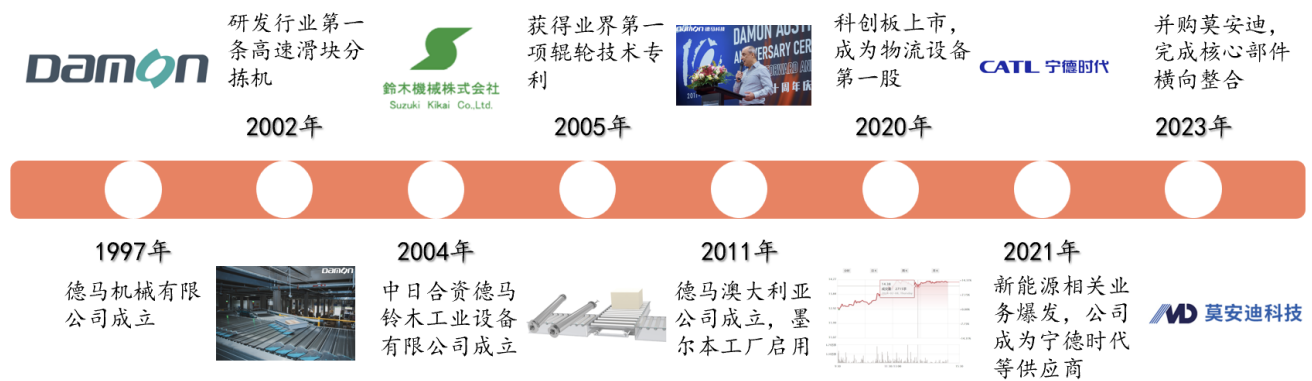
图表 22: 公司海外业务占比持续提高	13
图表 23: 公司海外业务毛利率显著高于国内	13
图表 24: 国内海外智能物流装备及系统供应商优劣势对比	14
图表 25: 公司有望帮助莫安迪开拓海外业务	14
图表 26: 电商行业物流解决方案挑战及德马的优势	15
图表 27: 希音的仓储物流布局	15
图表 28: TOP 输送分拣企业营业收入 (单位: 亿)	16
图表 29: 德马科技与莫安迪产品区别与联系	16
图表 30: 公司营业收入及增速 (单位: 亿)	17
图表 31: 按产品类型收入结构拆分 (2022 年)	17
图表 32: 按区域类型收入结构拆分 (2022 年)	17
图表 33: 公司毛利率情况	18
图表 34: 按产品类型毛利率情况	18
图表 35: 公司费用率情况	18
图表 36: 公司净利润率及扣非净利润率	19
图表 37: 公司净利润及经营活动现金流净额 (单位: 亿)	19
图表 38: 智能物流设备及系统集成公司对比	20
图表 39: 近五年今天国际 PS (TTM)	21
图表 40: 英特诺历史市盈率	21
图表 41: 公司盈利预测主要假设	22
图表 42: 可比公司盈利及估值一览	23

1. 公司简介

1.1. 发展历程：深耕物流全产业链，领先出海辐射全球

公司是智能物流装备全产业链领先的科技企业，业务遍布全球各个国家和地区。公司于1997年浙江省湖州市成立，拥有20多年的历史，长期致力于智能物流技术的研发和应用，以上海总部和湖州中央工厂辐射全球，并在澳大利亚、美国、罗马尼亚等地设有生产基地和销售服务中心。作为国内智能物流装备的领先企业，公司以AI+IOT为核心，充分发挥从核心软硬件到系统集成的产业链优势，打造更快、更高效的智能物流系统，服务电商、快递、智能制造等领域。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，东方财富证券研究所

纵观公司主要发展历程，我们可以看到两个关键词：**全球化布局**和**全产业链覆盖**。

1997年，公司前身德马机械有限公司成立，并于2001年成立湖州德马物流系统工程公司，业务从物流机械产品开发延伸至物流综合设备集成制造及物流技术系统服务。

公司技术实力持续领先，于2002年研发出行业内第一条高速滑块分拣机，2005年获得业界第一项辊筒技术专利，2011年德马第一代交叉带分拣机研发成功，2013年与日本北商集团签署战略合作协议共同推出先进的垂直输送系列产品，在物流零部件产品研发制造领域脱颖而出。

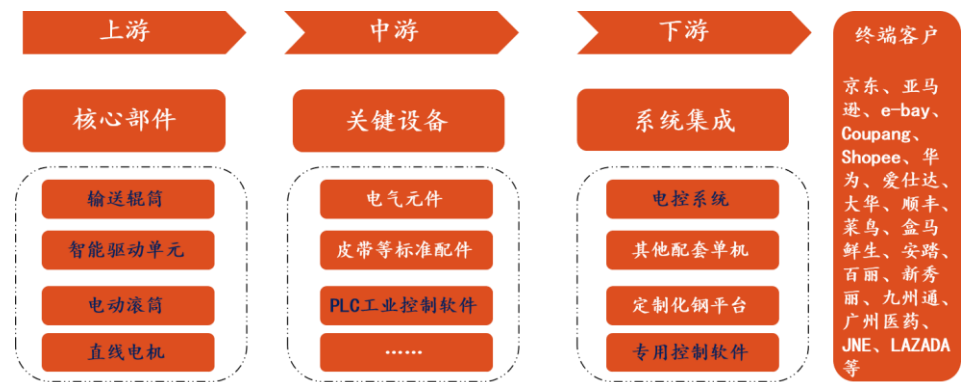
此外，公司也是物流设备企业中率先开始全球化战略的企业之一。2011年，德马澳大利亚公司正式成立，墨尔本工厂正式投入启用，标志着海外扩张的开始。2015年，德马罗马尼亚制造基地成立，公司正式进入欧洲市场。2020年，公司在印度设立办事处，拓展海外市场。至今，公司业务已遍布全球30多个国家和地区，在荷兰、德国、意大利、印度、越南、韩国等国家皆有合作伙伴。

进入资本市场后，公司开始进行物流核心部件横向整合。2020年，公司于科创板成功上市，成为物流装备行业第一股。2023年，公司斥资5.5亿战略收购莫安迪，实现在物流核心部件领域强强联合。

1.2. 产品服务：部件设备行业领先，系统集成经验丰富

公司在物流核心部件领域行业领先，在电商快递等物流系统项目经验丰富。与大部分同行不同，公司积累国际先进的输送分拣技术、驱动技术等，形成了核心部件设计、关键设备制造以及系统集成的完成解决方案。公司的主要产品及服务分为三个部分：1) 核心部件：包括输送辊筒、智能驱动单元等，是目前全球最大的辊筒制造基地，可用于自产和外销；2) 关键设备：包括智能机器人、智能输送设备、智能分拣设备等，主要客户以今天国际、新松机器人、中集空港等智能物流系统集成商为主；3) 系统集成：通过资深规划专家和实施团队，为商业流通及生产制造客户提供自动化、数字化的智能物流整体解决方案，包括智能仓储、柔性搬运、物流机器人应用以及智能物流信息系统等。相比于同行，公司在电商、快递、消费等领域经验更丰富，核心用户包括京东、亚马逊、e-bay、Shopee、华为、顺丰、菜鸟、安踏、LAZADA 等标杆企业。

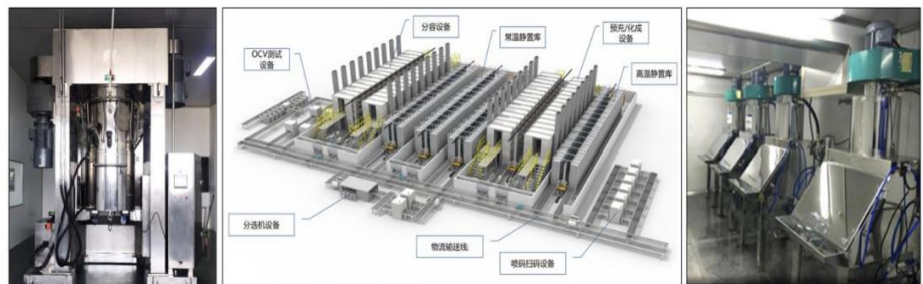
图表 2：公司主要产品及服务



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所绘制

公司积极向新能源领域迈进。一方面，新能源业务与原有业务高度互联，智能物流装备+新能源装备业务有机串联；另一方面，公司实现关键技术突破，成功研发“4680 全极耳锂电池高速组装生产线”等。客户包括宁德时代、新能安等锂电制造行业终端客户。

图表 3：新能源锂电装备及系统



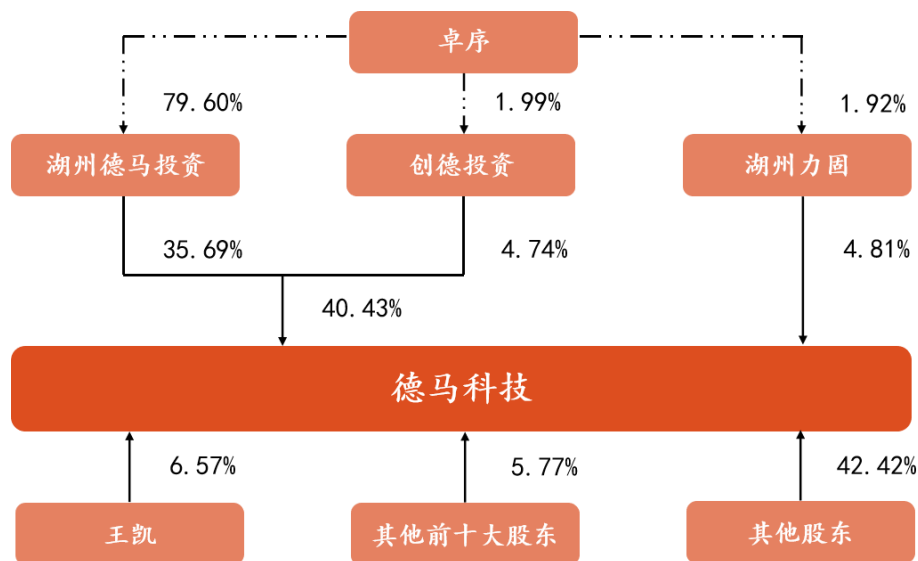
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

1.3. 股权结构：核心团队均有持股，股权激励提振信心

公司股权结构较为集中，核心成员均有持股。截至 2023 年 10 月 18 日，公司实际控制人卓序先生通过湖州德马投资（35.69%）和创德投资（4.74%）

合计持股 40.43%，其中湖州德马投资股东包括副总经理蔡永珍女士等公司管理层，创德投资合伙人包括 20 余位公司管理和技术骨干。此外，莫安迪创始人、执行董事王凯先生持股 6.57%，持股价格 18.86 元/股。公司前十大股东合计持股 57.58%，股权结构较为集中。

图表 4：公司股权结构



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所（截至 2023 年 10 月 18 日）

股票激励涉及范围广，业绩考核凸显信心。公司 2022 年度限制性股票激励授予包括实际控制人卓序先生、副总经理蔡永珍女士、财务总监兼董秘黄海先生等高级管理人员以及多名核心技术人员、核心骨干，首次授予价格 20.19 元/股。限制性股票考核要求较高，凸显成长信心：以 2022 年为基数，公司 2023 年营业收入增长率不低于 15% 或 2023 年净利润增长率不低于 25%；以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入增长率不低于 50% 或 2024 年净利润增长率不低于 60%；以 2022 年为基数，公司 2025 年营业收入增长率不低于 90% 或 2025 年净利润增长率不低于 98%。

图表 5：限制性股票业绩考核要求

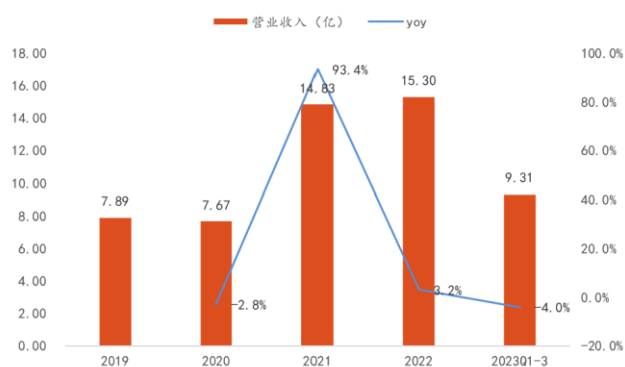
归属期	考核目标
2022 年三季度前授予	
第一个归属期	以 2022 年为基数，公司 2023 年营业收入增长率不低于 15% 或 2023 年净利润增长率不低于 25%
第二个归属期	以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入增长率不低于 50% 或 2024 年净利润增长率不低于 60%
2022 年三季度后授予	
第一个归属期	以 2022 年为基数，公司 2024 年营业收入增长率不低于 50% 或 2024 年净利润增长率不低于 60%
第二个归属期	以 2022 年为基数，公司 2025 年营业收入增长率不低于 90% 或 2025 年净利润增长率不低于 98%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.4. 财务概览：动能转化未来可期，收购并表持续高增

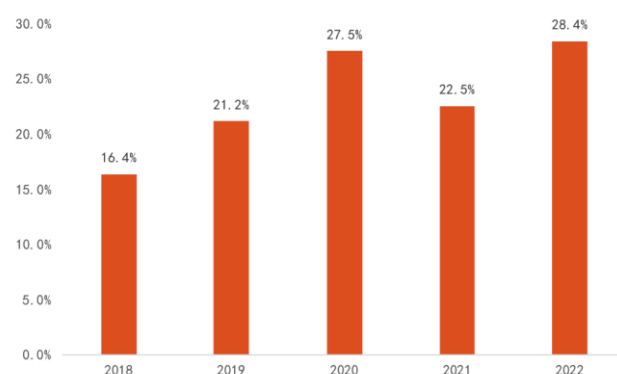
继新能源业务爆发后，公司收入增长放缓，海外业务有望成为新增长驱动。2022年，公司实现营业收入15.30亿，三年复合增速24.7%，主要受益于2021年新能源业务爆发，公司开拓宁德时代、新能安等锂电制造行业终端客户。近年来，公司海外业务占比逐步提升，从2018年的16.4%上升至2022年28.4%，部件设备出海、跨境电商出海都有望带动公司海外业务持续提升，成为公司新增长驱动。

图表 6：公司营业收入及增速（单位：亿）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

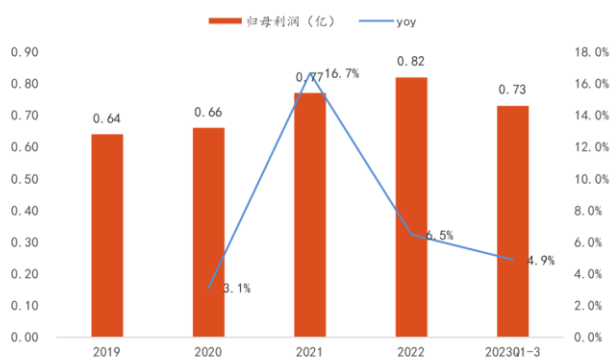
图表 7：公司海外业务占比



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

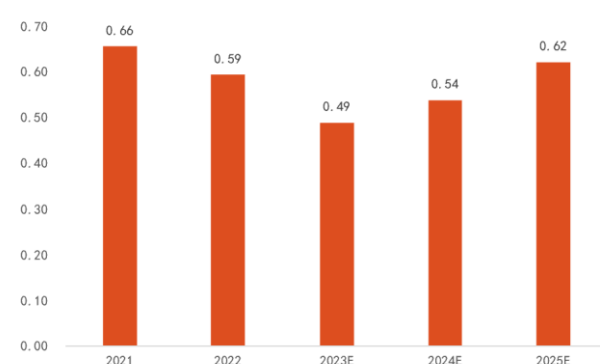
公司净利润稳步提升，莫安迪并表后，盈利能力更上一个台阶。2022年，公司实现归母净利润0.82亿，三年复合增速8.6%。2023年10月11日，公司完成对莫安迪并购，2021-2022年分别实现净利润0.66/0.59亿。根据业绩承诺，莫安迪2023年净利润、2024年累计净利润、2025年累计净利润分别不低于0.49/1.03/1.65亿。受益于莫安迪全年并表影响，我们预计公司业绩有望持续高增。

图表 8：公司归母净利润及增速（单位：亿）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

图表 9：莫安迪净利润及承诺业绩（单位：亿）



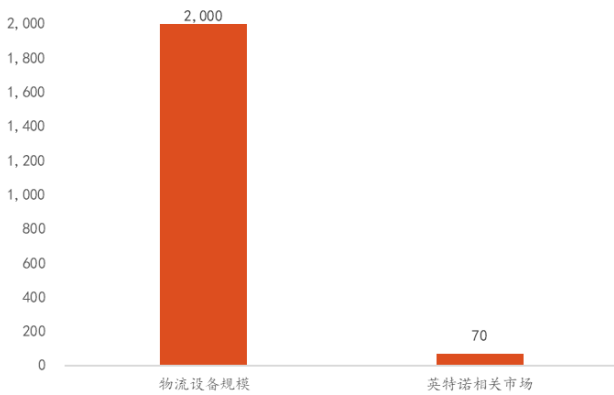
资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

2. 行业情况

2.1. 空间格局：全球物流市场广阔，集中度低整合加速

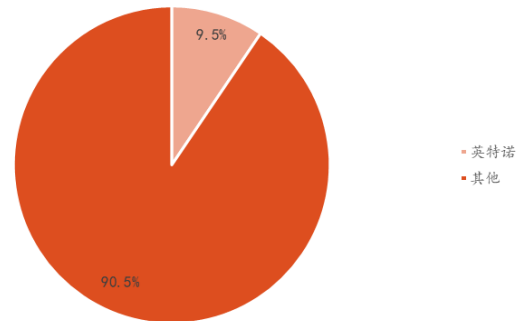
全球物流市场空间广阔，头部企业市占率较低。根据英特诺（与德马科技核心部件产品相近）数据显示，2022 年全球物流设备制造市场规模达 2,000 亿法郎，预计 2022-2025 年保持 4-7% 的复合增速。其中英特诺相关市场规模 60-80 亿法郎，作为该领域头部企业，在其产品在同领域行业市占率也仅 8-11% 之间，行业集中度低。

图表 10：全球物流设备制造市场规模（单位：亿法郎）



资料来源：英特诺官网，东方财富证券研究所

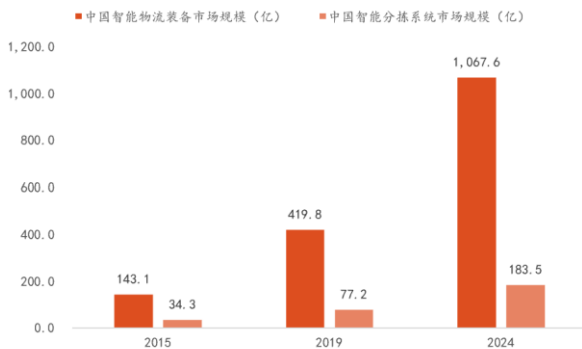
图表 11：全球物流领先企业英特诺市场占有率



资料来源：英特诺官网，东方财富证券研究所

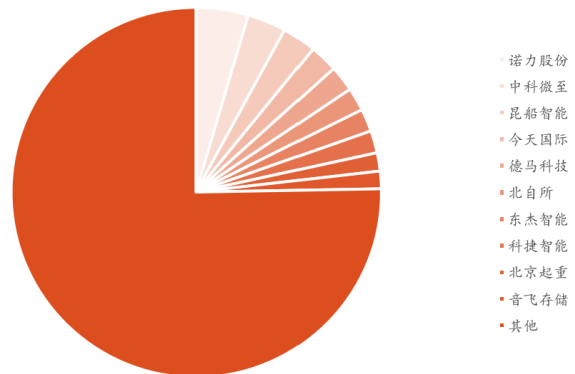
与海外相似，国内智能物流装备市场广阔，头部企业市占率低，行业有待整合。据灼识咨询数据，2021 年，中国智能物流装备市场规模 654 亿，按照历年智能分拣系统占比估计，中国智能分拣系统市场约为智能物流装备市场的 20% 左右。国内前十大供应商合计市占率 24.7%，TOP 1 企业市占率仍不足 5.0%，行业极度分散。凭借着规模和技术优势，国内头部物流装备企业有望加速整合，实现集中度提升。

图表 12：中国智能物流及分拣系统市场规模



资料来源：灼识咨询《2020 全球及中国智能物流装备行业蓝皮书》，公司公告，东方财富证券研究所

图表 13：中国智能物流装备供应商市占率

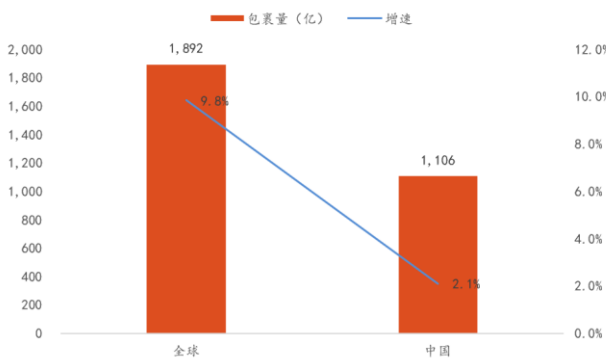


资料来源：高工机器人产业研究所（2021 年），公司公告，东方财富证券研究所

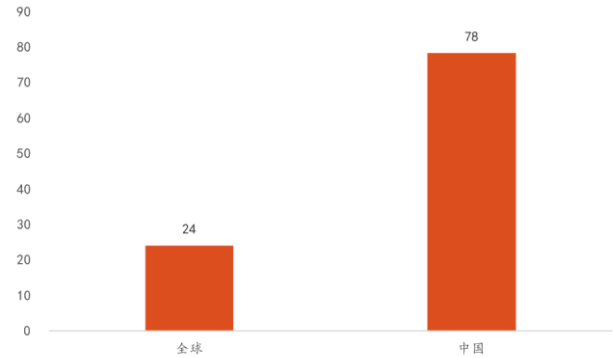
2.2. 发展趋势：海外市场潜力巨大，跨境再接力新能源

相比于国内智能物流（尤其是智能分拣），海外仍有较大提升空间。尽管缺少全球和国内智能物流仓储数据，但我们可以参考快递数据对比差距。2022年，全球快递包裹业务量达1,892亿，中国快递包裹业务量达1,106亿，占全球业务量的58%。2022年，中国人均快递使用量为78件/年，全球人均快递使用量为24件/年，仅为中国人均快递的30%。假设物流仓储与快递量相匹配（实际上，中国人口密度更大，物流仓储/快递量应该更低），那么相比于国内，全球物流仓储仍有三倍空间。

图表 14：全球及中国快递包裹业务量（单位：亿）



图表 15：全球及中国人均快递使用量

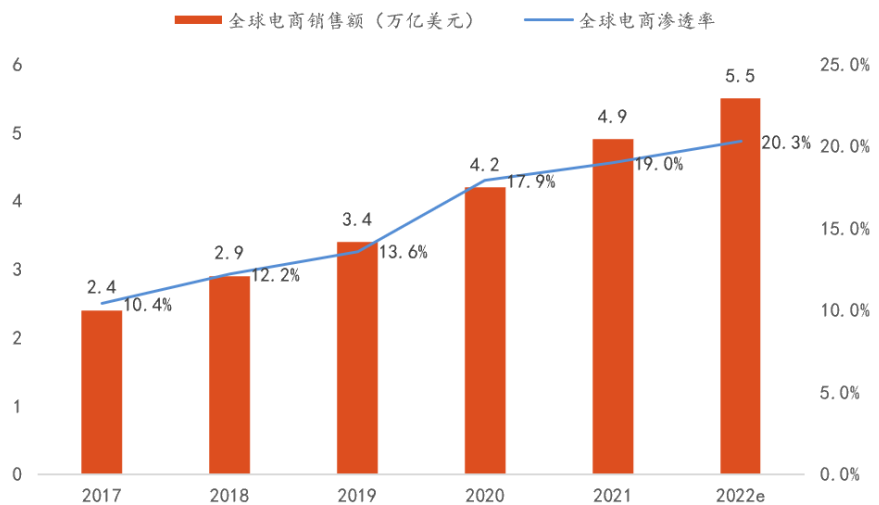


资料来源：《全球快递发展报告》（2023年），人民政协网，国家邮政局，北京日报，东方财富证券研究所

资料来源：《全球快递发展报告》（2023年），人民政协网，国家邮政局，北京日报，东方财富证券研究所

电商也是智能物流的重要下游应用领域。根据 eMarketer 数据，2022 年，全球电商渗透率预计达 20.3%，零售额从 2017 年的 2.4 万亿美元提升至 2022 年的 5.5 万亿美元。区域上，东南亚、非洲及拉美电商增速和渗透率较高；欧美地区移动电商渗透率较低。央广网最新数据显示，2023 年，中国网上零售额 15.4 万亿元，连续 11 年稳居全球第一，实物商品网上零售额占比达 27.6%。电商渗透率差距也间接表明国内外智能物流基础设施建设差距。

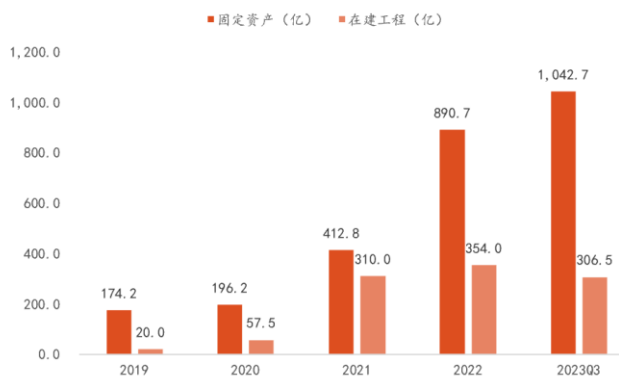
图表 16：全球电商销售额及渗透率（单位：万亿美元）



资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，东方财富证券研究所

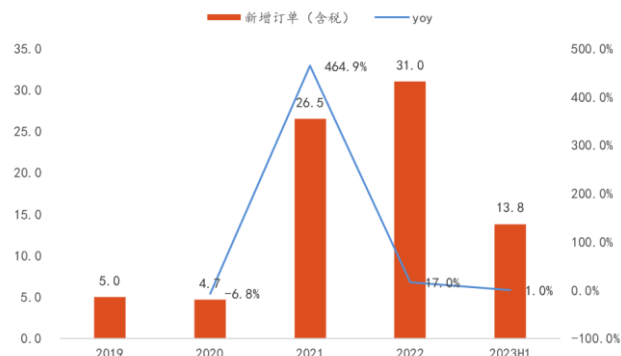
下游景气度决定智能物流需求，新能源需求爆发后相对稳定。2021年，国内新能源行业爆发，相关资本支出也大幅增长，其中宁德时代2021年固定资产达412.8亿，同比增长110.4%，在建工程310.0亿，同比增长439.1%。与之对应，我们看到今天国际（智能物流系统集成商）新能源物流业务新增订单也大幅增长，2021年新能源新增订单26.5亿，同比增长464.9%，截至2023年上半年，新能源物流业务新增订单仍保持高位。

图表 17: 宁德时代固定资产及在建工程 (单位: 亿)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

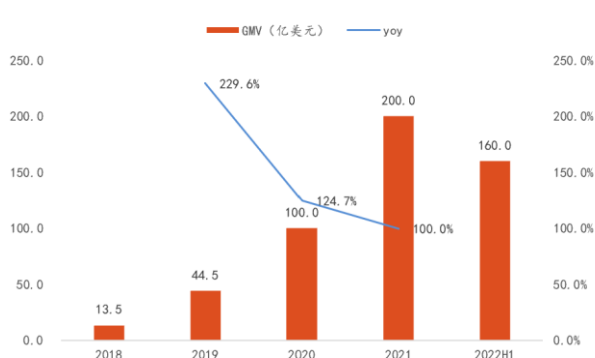
图表 18: 今天国际新能源新增订单情况 (单位: 亿)



资料来源: 公司财报, 东方财富证券研究所

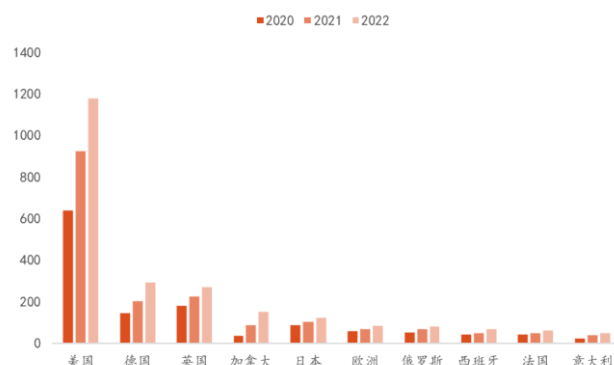
国内跨境电商平台发展迅速，海外智能物流需求激增。以 SHEIN、Temu、Tiktok 为代表的跨境电商平台加速扩张，其中 SHEIN 2022 年 GMV 预计超 300 亿美元，相比于 2018 年增长超过 20 倍。跨境电商蓬勃发展带动海外仓数量增长。截至 2022 年年末，海外仓数量前十的国家或地区为美国、德国、英国、加拿大、日本、澳洲、俄罗斯、西班牙、法国、意大利，合计 2,356 个仓库，同比增长 30.2%，面积合计约 2,600 万平方米，同比增长 58%，其中美国海外仓占比约 50%。

图表 19: 希音 (SHEIN) 全球 GMV (单位: 亿美元)



资料来源: Statista-B2C E-Commerce, 东方财富证券研究所

图表 20: 中国跨境电商海外仓数量



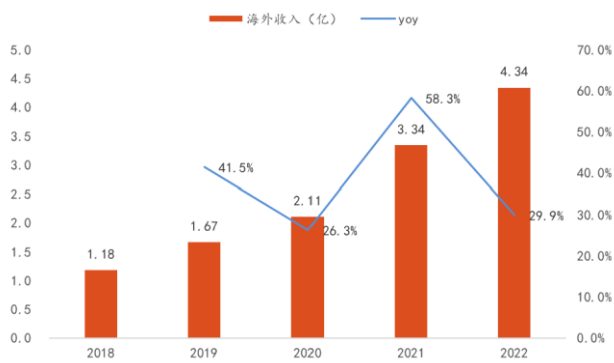
资料来源: 跨境眼观察《2023海外仓蓝皮书》，东方财富证券研究所

3. 增长驱动

3.1. 海外市场：营收高增占比提升，竞争力强利润率高

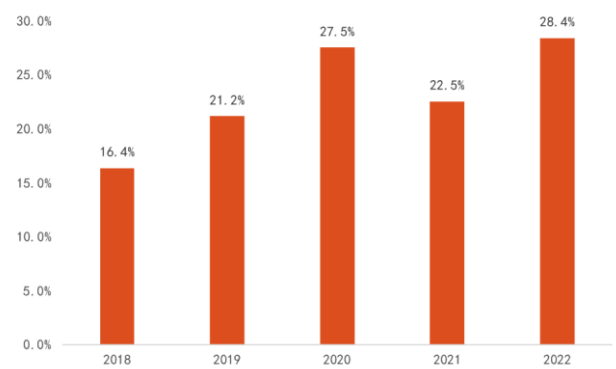
海外业务成为公司业绩增长重要驱动力，表现为营收高增长、占比持续提升以及利润率高国内。2022年，公司海外业务收入4.34亿，三年复合增速达37.5%，高于国内业务增速的20.7%；海外业务占比也从2018年的16.4%上升至2022年的28.4%。

图表 21：公司海外业务持续高增长



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

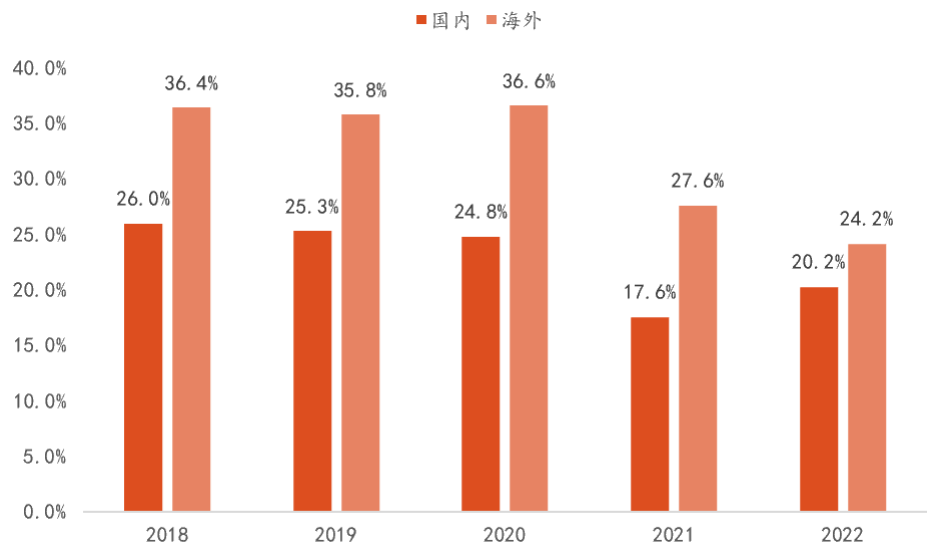
图表 22：公司海外业务占比持续提高



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

此外，公司海外业务毛利率显著高于国内10%左右。从2018年至2022年，海外业务与国内业务毛利率的差值分别为10.4%/10.5%/11.8%/10.0%/4.0%。国内海外业务并不存在明显业务结构差异，较高毛利率差主要是由于海外产品定价高于国内、海外竞争程度较低且替代品少。2022年，毛利率差相对缩小主要是由于疫情原因导致海外成本提升所致。

图表 23：公司海外业务毛利率显著高于国内



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

3.1.1. 部件设备：竞争优势全球领先，助力同伴海外开拓

技术快速进步以及成本优势使得国内头部智能物流装备企业与国际同行展开竞争成为可能。国际智能物流装备及系统供应商的核心优势在于行业经验丰富、品牌知名度高、产品技术水平高、质量稳定，但对应的产品价格高、服务维护成本高、项目实施周期长、响应速度慢。而国内智能物流装备及系统供应商，产品性价比高、深耕特定行业、销售高定制化、已经积累一定的口碑，相比海外，全球市场知名度较低、规模较小。

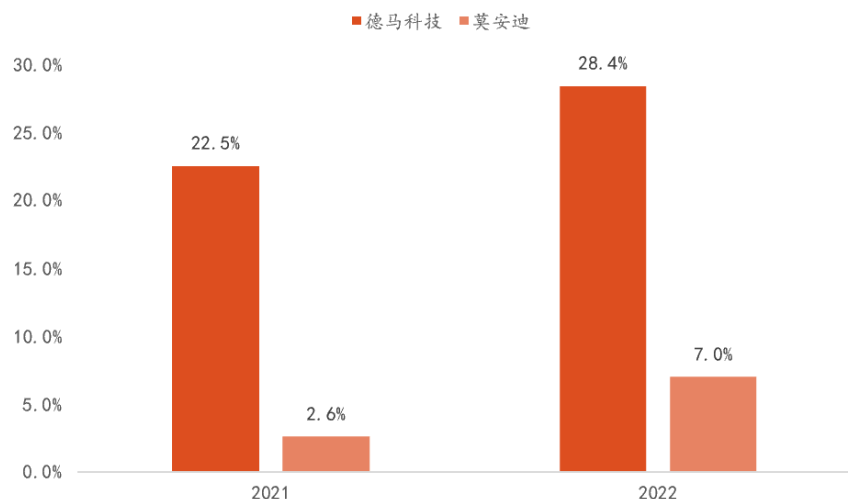
图表 24：国内海外智能物流装备及系统供应商优劣势对比

类别	竞争优势	竞争劣势
国际智能物流装备及系统供应商	定位国内及海外高端智能物流装备及系统市场，行业经验较丰富，品牌知名度高，产品技术水平较高、质量较稳定	产品整体价格偏高，服务维护成本高，项目实施周期长，服务响应速度较慢，针对本土定制化能力弱
国内智能物流装备及系统供应商	利用本土化优势深耕特定行业，不断提高技术实力，销售高定制化、高性价比的产品同时提供成本较低、服务响应速度及时的售后服务、在国内外物流装备行业形成一定的口碑和竞争优势，陆续推出具有行业本土特色、具有自主知识产权的智能物流产品和服务模式，在中高端市场可与国际智能物流装备及系统供应商进行竞争	在全球市场品牌知名度较低，规模相对较小，核心技术积累较国际同行业公司少，专业技术人才欠缺，自有资金有限

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司拥有全球化销售和服务网络以及积累的客户资源，有助于莫安迪产品开拓海外市场。公司十余年前就开始海外布局，已经拥有覆盖全球 30 多个国家和地区的销售服务网络——罗马尼亚、澳大利亚等地设有分支机构、印度、越南、巴西、日本等国家设有营销服务中心、欧洲、北美、南美和东南亚有本土合作企业联合销售服务，在海外客户中积累了相当的口碑。相比之下，莫安迪海外业务刚刚起步，海外收入占比仅 7.0%，有望凭借公司积累的市场信息和销售服务经验，加快产品在海外市场的应用和销售。

图表 25：公司有望帮助莫安迪开拓海外业务



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.1.2. 系统集成：跨境东风需求旺盛，携手平台共建仓配

公司是为数不多深耕于电商行业的智能物流系统服务商，有望受益于跨境电商高速发展。全球贸易蓬勃发展，跨境电商成为市场热点之一，预计未来将保持高速增长。在跨境电商经营中，物流是至关重要的环节，扮演着链接供应链和消费者的纽带，推动着全球商品流通。未来跨境物流及海外市场将持续提升配送速度和可靠性，利用先进技术和全球网络优势，满足消费者对于快速交付的需求；物流服务商将加大对海外仓储的布局，不断拓展全球物流网络，提供更便捷、高效的物流服务，为跨境电商的发展提供支持。

公司具有丰富的电商物流经验，可以满足跨境电商业务需求。电商和快递行业是智能物流技术要求最高的行业：1) 商品样式多样化；2) 时效要求高；3) 小批量高频订单；4) 仓库分布式分布。公司具有非常丰富的电商物流经验，亚马逊、Lazada、京东、苏宁等都为其客户，公司的优势在于：1) 可扩展模块化设计，实现最佳解决方案；2) 全系列产品，可应对不同需求；3) 技术成熟可靠，维护成本低；4) 支持多种形状、重量的商品和包裹；5) 性能稳定，分拣出错率极低。

图表 26：电商行业物流解决方案挑战及德马的优势

业务挑战	公司的优势
● 商品需求多样化，产品生命周期短	● 可扩展模块化设计
● 消费者缺乏耐心，时效要求更高	● 全系列产品，对应不同需求
● 小批量、高频次订单模式成为主流	● 技术成熟可靠，维护成本低
● 线上线下融合，分布式仓库分布	● 支持多种形状、重量的商品和包裹
	● 性能稳定，分拣出错率极低

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司积极寻求与跨境电商巨头合作，携手出海。公司于 2023 年半年报中披露，公司与跨境电商巨头 SHEIN 希音达成进一步的合作关系，为其全国 5 个区域智能物流中心提供智能物流系统。希音的主要仓储类型包括国内中心仓、海外运营仓以及海外中转仓，我们认为随着希音业务高速增长，其海外运营仓和海外中转仓的需求量将持续攀升，公司作为其重要智能物流供应商有望受益。不仅包括 SHEIN、Temu 在内的跨境电商平台出海，一些传统的消费品公司也积极出海开拓第二增长曲线，仓储物流是其必要的基础设施。

图表 27：希音的仓储物流布局

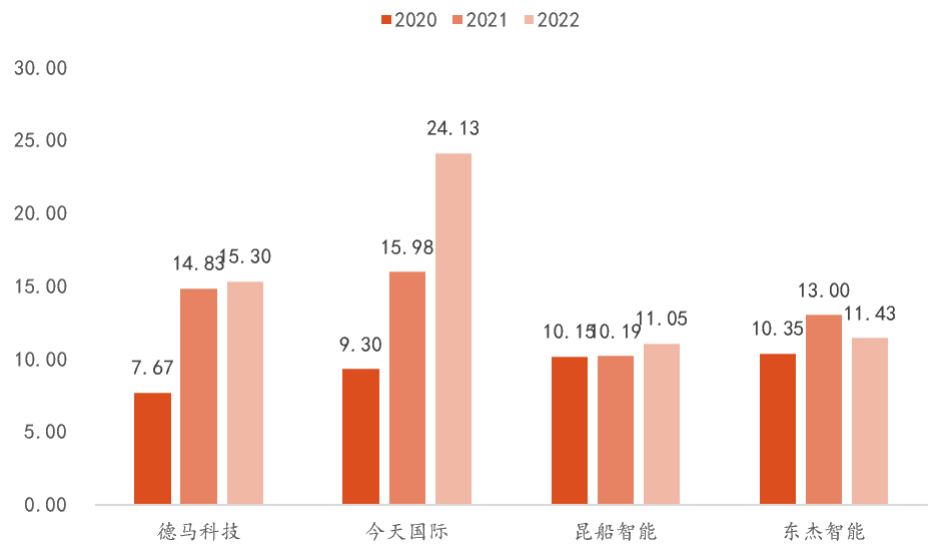
类型	具体功能
国内中心仓	在广东佛山设有主要中心仓库，涵盖 40 万种以上产品 SKU，负责全球绝大部分商品需求
海外运营仓	位于香港、美国和比利时等地，主要负责特定区域的订单处理和配送，加快交货速度并减少运输成本
海外中转仓	位于迪拜、澳大利亚、沙特、意大利和印尼等地，主要负责接收消费者退货商品

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3.2. 国内市场：规模优势份额提升，行业整合强强联合

国内智能物流市场分散，头部企业凭借规模效应份额持续提升。根据《中国物流仓储装备产业发展研究报告（2016-2017）》统计，2017年主要输送分拣装备企业包括德马科技、今天国际、昆船物流（昆船智能旗下）、东杰智能，合计市场份额达22.5%，行业集中度相对较低。2020年至2022年，这四家企业输送分拣合计收入从37.5亿上升至61.9亿，头部企业规模效应凸显，市场份额持续提升。

图表 28：TOP 输送分拣企业营业收入（单位：亿）



资料来源：Choice-公司深度资料，东方财富证券研究所

并购后，公司与莫安迪实现技术产品和市场等方面协同。在智能物流装备产业链上，公司与莫安迪产品所处环节不同，公司覆盖全产业链，莫安迪产品属于核心部件，并且双方在核心部件上类型不同，性能等方面具有互补性。本次资源整合，双方实现采购、销售和产品研发方面的协同，进一步提升公司竞争力。

图表 29：德马科技与莫安迪产品区别与联系

	德马科技	莫安迪
核心部件类	包括输送辊筒和智能驱动单元。其中，智能驱动单元主要由辊筒外壳、内置直流电机及减速齿轮、驱动装置组成，通过内置直流电机带动辊筒外壳转动，具有低速、中大扭矩、极限承重能力高等特点。	主要为直驱型电动辊筒和直线电机。其中电动滚筒本身是一种永磁伺服外转子电机，筒体外壳即电机转子，内部为磁铁、定子铁芯等电机结构件，具有高速、动态响应快、控制精准度高、节能等特点。
关键设备类	包括智能机器人、智能输送设备、智能分拣设备等细分产品	无
系统集成	向新能源、电商、快递、服装、医药、新零售、智能制造等众多行业提供自动化、数字化的智能物流整体解决方案	无

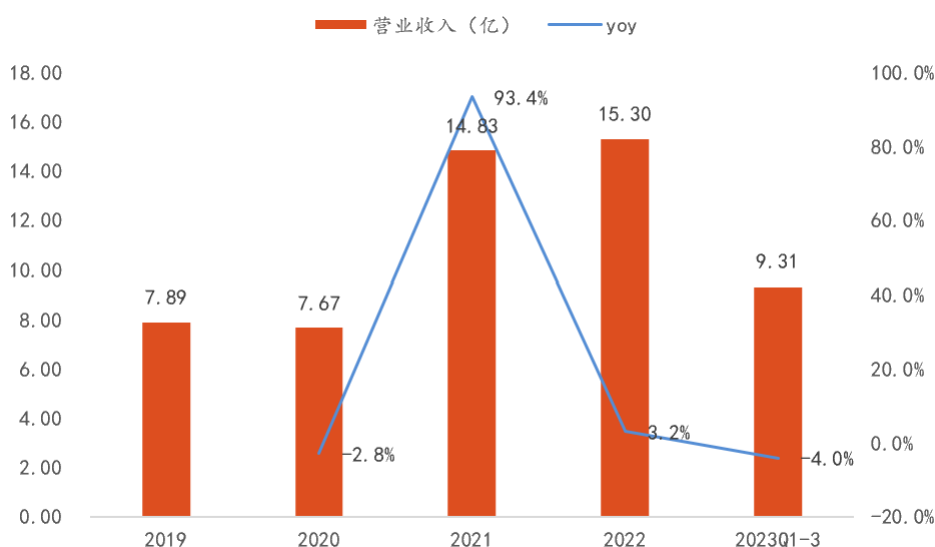
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 财务分析

4.1. 营业收入：下游行业景气驱动，海外业务占比提升

继新能源业务爆发后，公司收入增长放缓，受益于海外业务和莫安迪并表，我们预计公司将重回增长轨道。2022年，公司实现营业收入15.30亿，三年复合增速24.7%，主要受益于2021年新能源业务爆发，公司开拓宁德时代、新安等锂电制造行业终端客户。一方面，公司海外业务占比持续提升，收入增速和毛利率均好于国内，成为新的增长驱动；另一方面，2023年10月18日，公司完成对莫安迪并购，莫安迪2021-2022年分别实现净利润0.65/0.59亿，2024年莫安迪业绩并入公司财务报表，利润端有望同比高增。

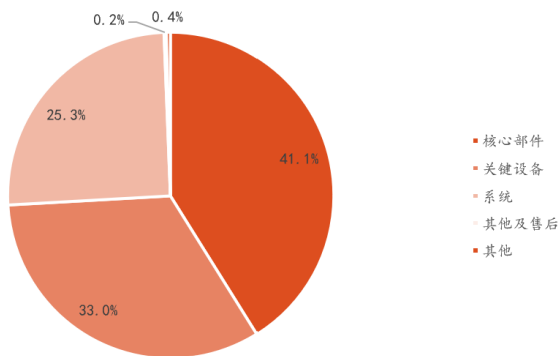
图表 30：公司营业收入及增速（单位：亿）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

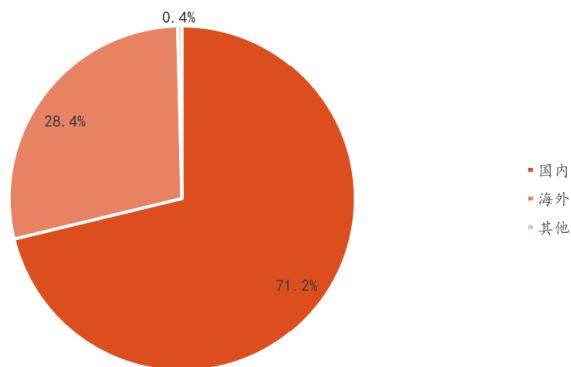
从收入结构来看：1) 产品类型：2022年，核心部件占比最大，达41.1%；关键设备占比33.0%；系统占比25.3%，部件设备占比大，公司业绩稳定性更强。2) 区域类型：2022年，国内业务占比71.2%，海外业务占比达28.4%，部件设备出海以及跨境电商推动，海外业务占比有望持续提升。

图表 31：按产品类型收入结构拆分（2022年）



资料来源：Choice-德马科技深度资料，东方财富证券研究所

图表 32：按区域类型收入结构拆分（2022年）

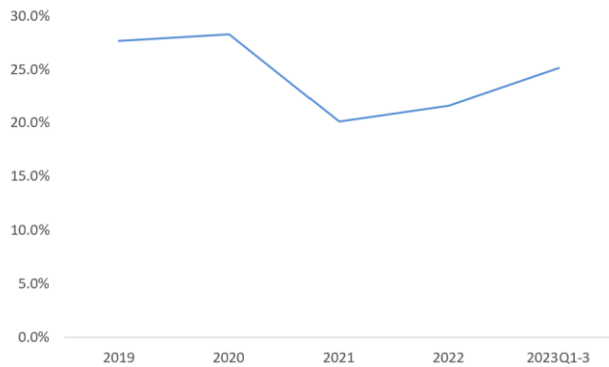


资料来源：Choice-德马科技深度资料，东方财富证券研究所

4.2. 成本费用：毛利率触底回升，费用率规模效应凸显

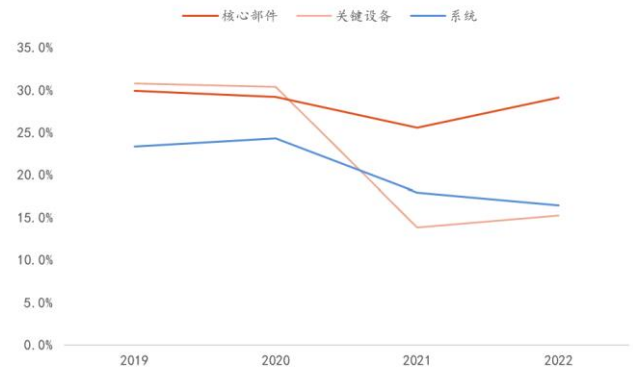
受产品结构、疫情施工等因素影响，公司毛利率逐步触底回升。2022年，公司毛利率21.6%，同比增长1.5%，2023年前三季度毛利率达25.2%，实现触底回升。从结构上看：1) 核心部件：毛利率最高且较为稳定，2022年毛利率29.1%；2) 关键设备：毛利率波动较大，主要由于原材料价格变动，2022年毛利率15.3%；3) 系统：毛利率16.5%，受疫情影响项目执行较大。

图表 33：公司毛利率情况



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

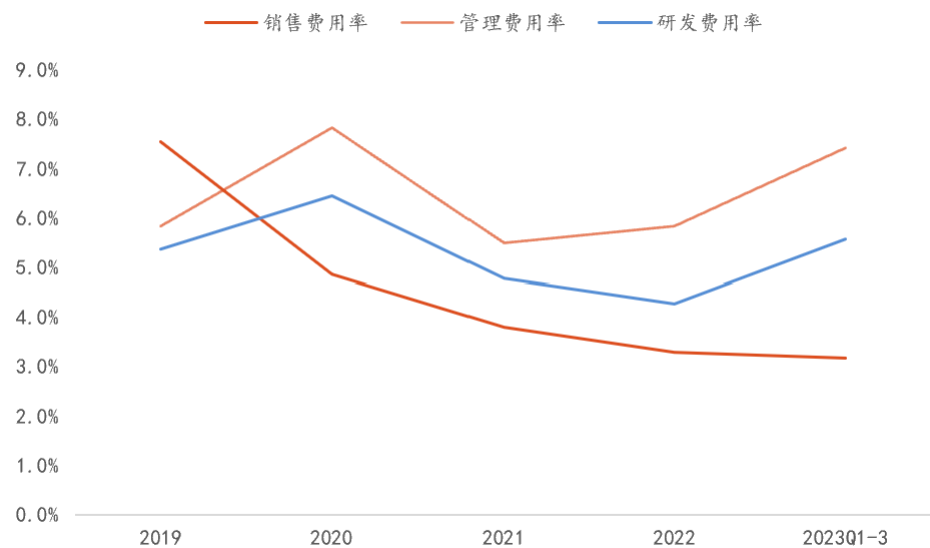
图表 34：按产品类型毛利率情况



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

规模效应凸显，费用率稳中有降。2022年，公司销售费用率3.3%，较2019年下降4.4%，显著受益于规模提升；管理费用率5.8%，较2019年基本持平；研发费用率4.3%，较2019年下降1.1%，公司持续加大研发投入；费用率合计13.4%，同比下降5.4%，呈现稳中有降。

图表 35：公司费用率情况

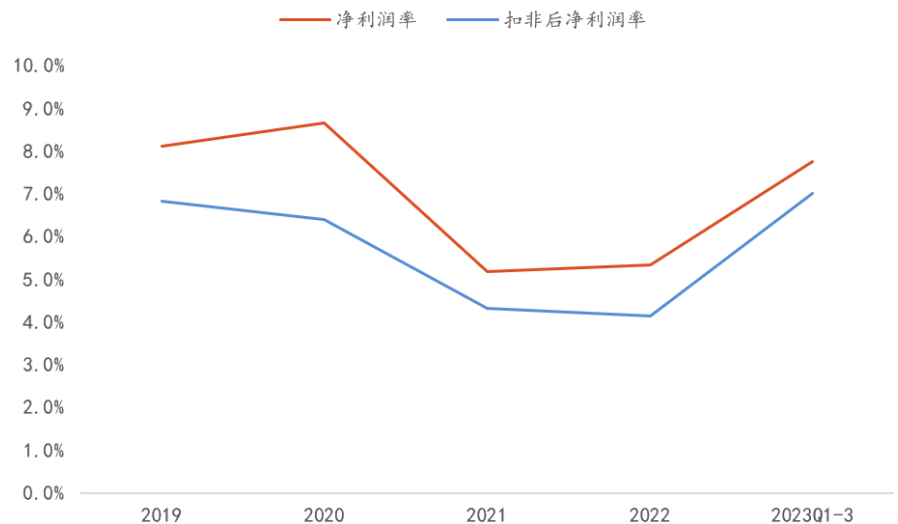


资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

4.3. 盈利能力：净利润率企稳向上，现金表现持续向好

随着毛利率回升及费用率改善，公司净利润率企稳向上。2022年，公司净利润率5.3%，同比上升0.1%，扣非后净利润率4.1%，同比下降0.2%，受产品结构及疫情等因素负面影响，逐步企稳。2023年前三季度，公司净利润率7.8%，扣非后净利润7.0%，改善明显，整体呈上升趋势。

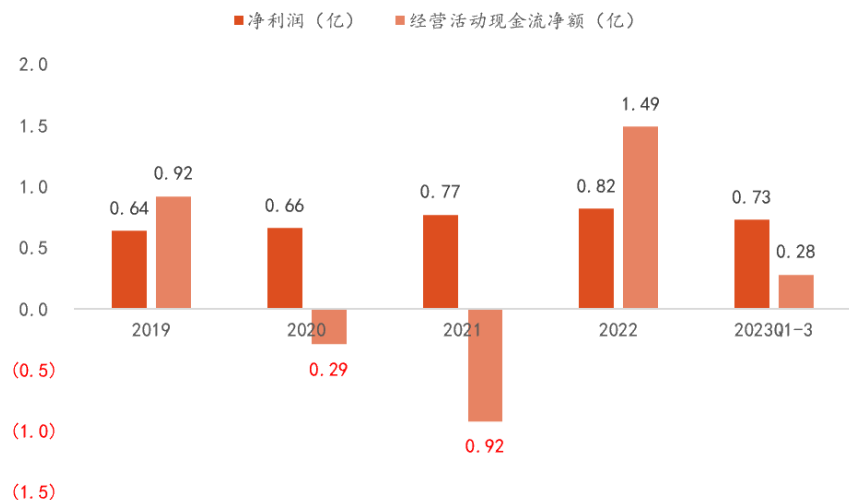
图表 36：公司净利润率及扣非净利润率



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

公司经营活动现金流亦逐步向好。2022年，公司实现归母净利润0.82亿，同比增长6.5%，经营活动现金流净额由负转正至1.49亿，经营活动现金流改善明显。2021年，由于新能源相关业务爆发，公司存货及应收账款相应增幅较大，从而导致当年经营活动现金流较差，影响已逐步消除。

图表 37：公司净利润及经营活动现金流净额（单位：亿）



资料来源：公司财报，东方财富证券研究所

5. 可比公司

传统智能物流企业估值较低，一般位于 10-20X。我们从三个维度分析，智能物流企业之间的业务属性和估值差异：1) 部件设备估值高于系统企业（业绩稳定性高，估值更高），2) 下游客户景气度高的物流企业估值高（未来增长确定性高，估值更高）；3) 海外企业/海外业务占比高估值更高（海外竞争缓和、利润率更高）。综合上述因素，我们认为受益于全产业链覆盖、海外占比持续提升、跨境电商景气度提升，公司合理估值应为 20-30X。

5.1. 类别比较：部件设备优于系统，下游景气估值提升

部件设备估值高于系统企业。我们按照公司招股说明书及发行股份报告中可比公司对比，主要分为两类：物流系统企业和设备制造企业。物流系统企业的业务属项目制，营收跟随大项目订单情况浮动，业绩波动较大；设备制造企业业绩较稳定。从近三年可比公司单季度净利润方差可证实这一点，德马科技 2020Q1-2023Q3 单季度净利润方差在可比公司中最小，业绩最为稳定。

图表 38：智能物流设备及系统集成公司对比

行业	证券代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	PE(倍)			2020-2023 单季度 净利润方差	相关业务
				TTM	2023E	2024E		
物流系统	300532.SZ	今天国际	47.31	11.92	10.82	7.93	0.22	系统集成、新能源贡献大
	300278.SZ	华昌达	49.04	56.68	-	-	2.23	智能物流系统集成
	002009.SZ	天奇股份	52.72	-	-	23.80	0.84	运输设备
	603066.SH	音飞存储	39.48	29.01	-	-	0.02	物流系统集成、仓储装备
设备制造	600580.SH	卧龙电驱	144.24	15.35	11.15	8.99	1.04	工业电机设备制造
	002249.SZ	大洋电机	115.64	22.63	-	-	1.15	加工件生产
	002979.SZ	雷赛智能	53.69	51.94	33.92	23.12	0.05	运动控制核心部件
	300486.SZ	东杰智能	32.27	-	-	-	0.04	汽车、新能源占比高
	688360.SH	德马科技	23.91	28.11	26.52	14.80	0.01	核心部件、设备和系统项目

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（数据截至 2024 年 2 月 27 日）

下游客户景气度高的物流企业估值高。以今天国际为例，作为系统集成商，受益于新能源行业爆发，2021 年开始营业收入和利润实现高速增长，公司估值 2020 年较高，随着新能源业务业绩实现，高业绩逐步消化较高估值。

图表 39：近五年今天国际 PS（TTM）



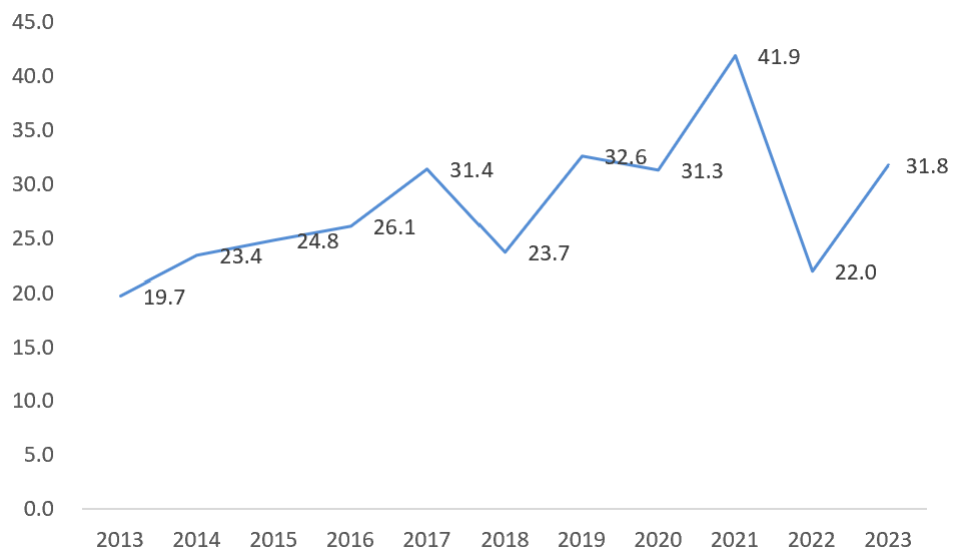
资料来源：Choice-今天国际深度资料，东方财富证券研究所

跨境电商为当前高景气行业，公司在跨境电商物流体系领域经验丰富。国内跨境电商平台发展迅速，海外智能物流需求激增。以 SHEIN、Temu、Tiktok 为代表的跨境电商平台加速扩张，跨境电商蓬勃发展带动海外仓数量增长。公司合作亚马逊、e-bay、SHEIN、Shopee、LAZADA 等标杆电商平台，为电商新势力提供解决方案。

5.2. 同行比较：观海外龙头英特诺，估值中枢高且稳定

海外企业/海外业务占比高估值高且稳定。英特诺与公司产品分布较为一致，我们观察英特诺历史估值。2013 年至 2023 年，英特诺历史市盈率位于 20-30X，近五年平均市盈率为 32X，估值相对保持在较高中枢。

图表 40：英特诺历史市盈率



资料来源：Companies Market Cap, GuruFocus, 东方财富证券研究所

综上所述，公司核心部件及关键设备占比超过 70%、公司主要客户为电商快递公司且跨境电商景气度提升、海外业务占比持续提升至近 30%，符合更高估值条件。

6. 盈利预测

我们的盈利预测基于如下假设：

随着海外业务开拓以及莫安迪收购完成，公司将进入快速增长期。我们预计 2023-2025 年公司营业收入增速分别为 7.5%/23.7%/11.0%。

分业务来看：1)核心部件，莫安迪并表影响，收入增速 15.1%/40.7%/11.5%。2)关键装备，公司增速高于全球行业平均水平，收入增速 4.0%/7.0%/7.0%。3)系统，受益于跨境电商需求爆发，我们预计 2023-2025 年收入增长 0.0%/15.0%/15.0%。

由于毛利率较高的核心部件占比提升，整体毛利率触底回升。我们预计 2023-2025 年综合毛利率 22.6%/23.7%/24.0%，其中核心部件毛利率 29.2%/29.1%/28.7%，关键装备毛利率 16.3%/17.3%/18.3%，系统毛利率 17.5%/18.5%/19.5%。

图表 41：公司盈利预测主要假设

单位：百万	2022	2023E	2024E	2025E
核心部件	629	724	1,018	1,135
yoy		15.1%	40.7%	11.5%
毛利率	29.1%	29.2%	29.1%	28.7%
关键装备	505	525	562	601
yoy		4.0%	7.0%	7.0%
毛利率	15.3%	16.3%	17.3%	18.3%
系统	386	386	444	511
yoy		0.0%	15.0%	15.0%
毛利率	16.5%	17.5%	18.5%	19.5%
合计	1,530	1,645	2,034	2,257
yoy		7.5%	23.7%	11.0%
毛利率	21.6%	22.6%	23.7%	24.0%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7. 投资建议

我们看好公司海外业务拓展，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 16.45/20.34/22.57 亿，归母净利润分别为 0.90/1.62/1.96 亿，EPS 分别为 0.67/1.20/1.45 元，对应 PE 分别为 27/15/12 倍。我们认为公司商业模式、客户结构、下游景气度以及带来的业绩稳定性优于国内同行，合理估值区间 20-30X，给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应 12 个月内目标价 30.02 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 42：可比公司盈利及估值一览

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)			PE(倍)			股价 (元)	评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E		
002009.SZ	天奇股份	52.72	0.53	-0.94	0.55	26.72	-	23.33	12.93	未评级
600580.SH	卧龙电驱	144.24	0.62	0.95	1.18	20.25	11.57	9.33	11.00	未评级
002979.SZ	雷赛智能	53.69	0.72	0.48	0.69	31.40	36.80	25.09	17.36	未评级
688211.SH	中科微至	44.88	-0.90	1.14	1.84	-	29.92	18.54	34.10	未评级
	行业平均					26.12	26.10	19.07		
688360.SH	德马科技	23.91	0.95	0.67	1.20	25.88	26.52	14.80	17.77	买入

资料来源：Choice（截至 2024/02/27），未评级数据来自 Choice 一致预期，东方财富证券研究所

8. 风险提示

海外业务拓展不及预期：海外成为公司重要增长驱动力，如果受到外部政策、下游企业资本支出放缓等因素影响，可能导致海外业务拓展不及预期，从而影响公司业绩。

宏观经济下行风险：目前国内仍然是公司收入主要构成，尤其是新能源和电商等领域，宏观经济下行将影响相关企业资本支出意愿，从而影响公司业绩。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1373.27	1763.17	1996.98	2243.37
货币资金	336.54	555.00	665.97	775.54
应收及预付	367.08	542.05	548.63	608.71
存货	358.78	389.13	430.85	476.34
其他流动资产	310.87	276.99	351.53	382.78
非流动资产	350.85	472.61	487.84	499.86
长期股权投资	49.40	54.40	54.40	54.40
固定资产	153.69	156.28	157.66	157.82
在建工程	25.66	30.51	30.36	30.21
无形资产	67.79	83.79	99.79	115.79
其他长期资产	54.30	147.63	145.63	141.63
资产总计	1724.11	2235.78	2484.81	2743.23
流动负债	687.18	795.47	925.93	1013.61
短期借款	131.05	91.05	71.05	71.05
应付及预收	332.95	353.70	430.78	476.26
其他流动负债	223.18	350.72	424.11	466.29
非流动负债	43.15	98.21	80.21	80.21
长期借款	0.00	55.00	35.00	35.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	43.15	43.21	45.21	45.21
负债合计	730.33	893.68	1006.14	1093.82
实收资本	85.68	134.56	134.56	134.56
资本公积	562.86	794.26	794.26	794.26
留存收益	345.12	413.00	549.58	720.31
归属母公司股东权益	993.78	1342.10	1478.67	1649.41
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1724.11	2235.78	2484.81	2743.23

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1529.75	1644.82	2034.10	2257.09
营业成本	1198.83	1273.51	1551.05	1714.83
税金及附加	8.01	8.22	10.17	11.29
销售费用	50.34	49.34	61.02	67.71
管理费用	89.34	128.30	142.39	146.71
研发费用	65.27	95.40	101.70	112.85
财务费用	25.21	1.62	-0.46	-2.32
资产减值损失	-4.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.13	1.22	1.50	1.67
资产处置收益	0.10	0.00	0.00	0.00
其他收益	19.59	16.45	20.34	22.57
营业利润	93.65	106.09	190.08	230.27
营业外收入	0.02	0.02	0.03	0.03
营业外支出	0.12	0.02	0.02	0.02
利润总额	93.54	106.10	190.09	230.28
所得税	11.87	15.91	28.51	34.54
净利润	81.68	90.18	161.57	195.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	81.68	90.18	161.57	195.74
EBITDA	145.59	133.28	216.39	256.94

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	149.06	97.51	219.54	178.22
净利润	81.68	90.18	161.57	195.74
折旧摊销	26.71	25.56	26.77	28.98
营运资金变动	-1.30	-19.75	27.62	-49.15
其它	41.97	1.52	3.57	2.66
投资活动现金流	-121.23	-143.87	-40.49	-39.32
资本支出	-93.21	-50.00	-39.99	-40.99
投资变动	-30.00	-5.00	0.00	0.00
其他	1.98	-88.87	-0.50	1.67
筹资活动现金流	7.01	262.28	-68.09	-29.34
银行借款	187.11	15.00	-40.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	280.29	0.00	0.00
其他	-180.10	-33.01	-28.09	-29.34
现金净增加额	13.36	218.46	110.97	109.57
期初现金余额	306.00	319.36	537.82	648.79
期末现金余额	319.36	537.82	648.79	758.35

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长	3.17%	7.52%	23.67%	10.96%
营业利润增长	28.75%	13.28%	79.16%	21.15%
归属母公司净利润增长	6.30%	10.41%	79.16%	21.15%
获利能力 (%)				
毛利率	21.63%	22.57%	23.75%	24.03%
净利率	5.34%	5.48%	7.94%	8.67%
ROE	8.22%	6.72%	10.93%	11.87%
ROIC	9.17%	6.12%	10.11%	10.98%
偿债能力				
资产负债率 (%)	42.36%	39.97%	40.49%	39.87%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.00	2.22	2.16	2.21
速动比率	1.06	1.41	1.35	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.83	0.86	0.86
应收账款周转率	6.02	4.38	4.48	4.73
存货周转率	2.54	3.41	3.78	3.78
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	0.67	1.20	1.45
每股经营现金流	1.74	0.72	1.63	1.32
每股净资产	11.60	9.97	10.99	12.26
估值比率				
P/E	25.88	26.52	14.80	12.22
P/B	2.12	1.78	1.62	1.45
EV/EBITDA	13.11	14.93	8.51	6.74

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。