

**投资评级 优于大市 维持**

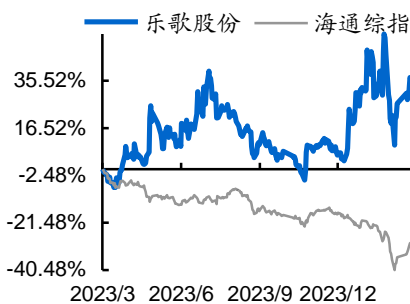
# 乐歌股份：自主品牌稳健发展，海外仓扬帆起航

**股票数据**

03月13日收盘价(元)	18.99
52周股价波动(元)	12.85-22.75
总股本/流通A股(百万股)	313/295
总市值/流通市值(百万元)	5325/5034

**相关研究**

- 《23Q3 收入大增 32%，品牌力不断提升》  
2023.10.26
- 《自主品牌+自主渠道双轮驱动，海外仓业务孕育新增量》2023.09.01
- 《独立网站布局优势凸显，公共海外仓业务成效初显》2023.05.09

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-13.3	-3.3	15.9
相对涨幅 (%)	-16.8	-4.3	17.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gql13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:高翮然

Email:gpr14257@haitong.com

证书:S0850522030002

**投资要点:**

- 我们认为乐歌股份是国内跨境电商物流基础设施建设的领头羊。公司深耕智能家居出海业务，随着业务规模的不断扩大，为赋能自身跨境电商业务，公司延伸布局了跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目，有望成为第二增长曲线。**
- 智能家居、健康办公领域精耕细作多年，海外仓创新服务新秀。**乐歌股份是全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商，延伸布局了跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目。2022年海外业务实现收入29.19亿，海外收入占比91%；实现海外毛利润10.04亿，毛利率34.39%，海外毛利润占比约91%。2020至2022年，公司海外业务收入占比均保持在90%-91%区间。
- 全球空间：智能家居健康办公行业市场规模千亿美元，跨境电商公共海外仓行业迅速扩容。**传统家居主业方面，根据Strategy Analytics的统计，2017年全球智能家居市场规模达到840亿美元，预测在未来五年内复合增长率约为10%。海外仓业务方面，截至2022年末，我国跨境电商海外仓的数量已超过1500个，总面积超过1900万平方米，跨境电商的崛起推动海外仓业务迅速扩容，累计服务580多家客户。
- 成本优势：线性驱动升降产品生产规模领先，海外仓自有土地储备充足。**乐歌线性驱动升降系统产品生产规模目前处于全球领先地位，公司分别在宁波、广西及越南设有生产基地，年生产能力在200万套以上，在采购上具有较高的议价能力及供应链整合能力。截止23H1，乐歌前瞻性地在极低的成本在美国核心区域购买了4800亩土地。乐歌海外仓凭借规模优势，可以较好控制运营成本，尾程快递折扣议价能力提升，让利给客户，价格优势更加明显。
- 自主品牌建设优势：**乐歌境外“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一。境内，“乐歌”品牌升降桌在天猫、京东平台上市场占有率持续保持第一。**多渠道优势：**传统ODM产品主要通过海外线下渠道销售，自有品牌产品主要通过独立站及线上三方平台触达C端。线上渠道包括FlexiSpot独立站和Amazon、天猫、京东，多渠道布局能降低运营风险。**管理团队优势：**乐歌自成立至今20余年，跨境电商已有13年的运营经验，同时持续推出股权激励，健全长效激励机制。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2871	3208	3863	4887	6031
(+/-)YoY(%)	48.0%	11.7%	20.4%	26.5%	23.4%
净利润(百万元)	184	219	620	447	501
(+/-)YoY(%)	-14.9%	18.4%	183.7%	-27.9%	12.1%
全面摊薄EPS(元)	0.59	0.70	1.98	1.43	1.60
毛利率(%)	39.7%	34.4%	35.0%	34.5%	34.4%
净资产收益率(%)	9.7%	8.9%	16.5%	10.7%	10.8%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

**盈利预测与投资建议：**考虑公司核心人体工学工作站品类需求景气，海外仓业务孕育新增量，我们将公司 23-24 年净利润由 5.34、4.31 亿元上调至 6.20、4.47 亿元，同比增长 184%、-28%，当前收盘价对应 PE 分别为 9.57、13.27 倍。考虑到公司的龙头地位，给予 24 年 15-17 倍 PE，对应合理价值区间为 21.46-24.33 元/股，给予“优于大市”评级。

- **风险提示：**海外仓产能扩张不及预期，关税变化风险，国际贸易风险，外需景气回落，海运费、原材料、汇率大幅波动。

## 目 录

---

1. 乐歌股份：自主品牌稳健发展，海外仓扬帆起航.....	6
1.1 自主品牌长期积累，品牌红利显现.....	6
1.2 前瞻布局海外仓，成本优势突出.....	7
2. 为什么推荐关注乐歌的出海？——九个重点问题的回答.....	8
3. 盈利预测与投资建议.....	9
4. 风险提示.....	9

## 图目录

---

图 1	2019 至 2021 年海外仓数量前五的国家排名 .....	6
图 2	2018-2023H1 乐歌人体工学站系列产品收入及 YOY .....	7
图 3	乐歌全球独立站月度流量数据 (人次) .....	7
图 4	乐歌公共海外仓业务收入及 YOY .....	7
图 5	乐歌海外仓全球布局 .....	7

## 表目录

---

表 1	分业务盈利预测表(亿元) .....	9
表 2	可比公司估值表 .....	9

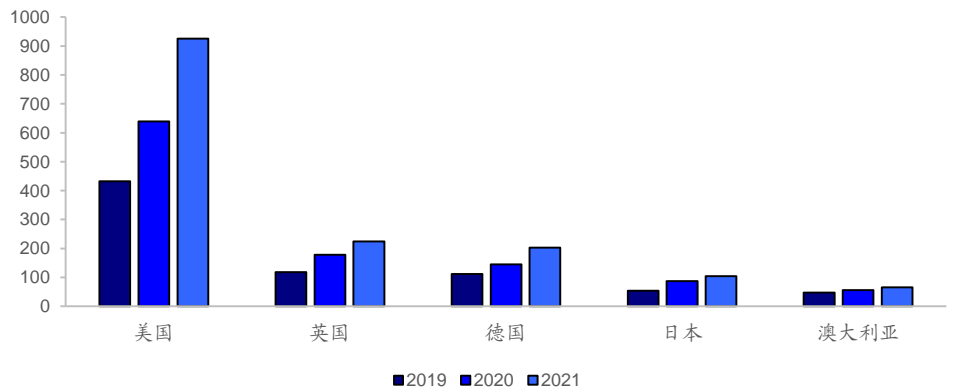
## 1. 乐歌股份：自主品牌稳健发展，海外仓扬帆起航

**智能家居、健康办公领域精耕细作多年，海外仓创新服务新秀。**乐歌股份是全球知名的智能家居、健康办公产品的研发、制造、销售商。公司成功打造了各类智能办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学爆品。公司的主要业务模式为跨境电商，随着业务规模的不断扩大，为赋能自身跨境电商业务，公司延伸布局了跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目。2022年公司海外业务实现收入 29.19 亿，海外收入占比 91%；实现海外毛利润 10.04 亿，毛利率 34.39%，海外毛利润占比约 91%。2020 至 2022 年，公司海外业务收入占比均保持在 90%-91% 区间。2016 年，公司北美洲、欧洲、亚洲的收入占比分别是 33%、21%、44%。

**智能家居、健康办公行业：高性价比产品助力行业天花板抬升，市场规模持续扩大。**传统家居主业方面，根据公司 2023 年半年报援引 GlobeNewswire 预计，2028 年全球升降桌品类规模有望达到 103 亿美元，复合增长率 7.6%。根据公司 2023 年半年度援引 Strategy Analytics 统计，2017 年全球智能家居市场规模达到 840 亿美元，预测在未来五年内复合增长率约为 10%。智能家居及健康办公家居行业正呈现出群雄逐鹿的格局，推动着相关产品及服务更广泛地应用在办公及家庭领域。

**跨境电商、公共海外仓行业：产业红利持续释放，海外仓新业态持续、快速、健康发展。**海外仓业务方面，截至 2021 年，中国海外仓数量排名前五的国家分别为美国、英国、德国、日本、澳大利亚。近年来海外仓发展迅速，2019-2021 年欧美等主要海外消费国家海外仓数量同比均有较大幅度增长。截至 2022 年末，我国跨境电商海外仓的数量已超过 1500 个，总面积超过 1900 万平方米。

图1 2019 至 2021 年海外仓数量前五的国家排名 (个)



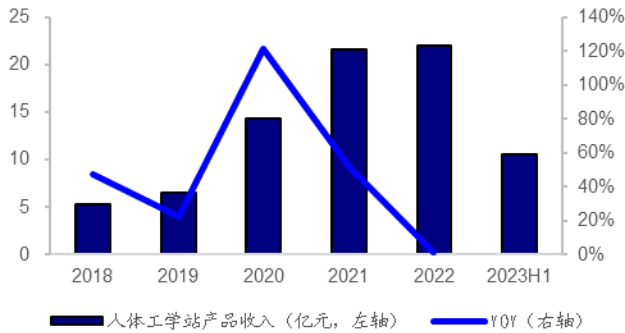
资料来源：公司 2023 年半年报援引中国邮政、跨境眼观察、《2022 海外仓蓝皮书》，海通证券研究所

### 1.1 自主品牌长期积累，品牌红利显现

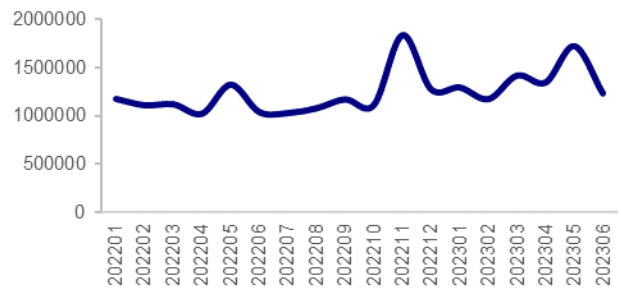
乐歌坚持发展自主品牌战略，拥有全球领先的线性驱动产能规模。境外线上销售规模领先同行业公司，亚马逊等电商平台销量保持优势地位，自建独立网站“flexispot.com”，在全球线性驱动应用产品垂直类独立电商网站中处于第一梯队。

**美国加息背景下加快推出高性价比产品，智能家居业务领先。**公司得益于自主品牌的长期积累，品牌知名度和美誉度大幅提升，品牌红利显现。公司跨境电商尤其独立站 DTC 自主渠道 (Direct To Customer) 短价值链的竞争优势凸显。尽管在美国加息全球经济增长乏力，线性驱动产品研发壁垒逐渐降低，市场竞争激烈，美国同行业客户及竞争对手销售大幅下滑的背景下，公司快速适应市场变化，坚定自主品牌发展战略，加快推出高性价比产品，积极开拓第二第三世界海外市场，保持了智能家居业务的领先地位。

2023 年上半年, 公司人体工学工作站系列产品实现收入 10.51 亿元, 自主品牌产品销售收入占主营业务收入 (不含海外仓收入) 比例为 71.29%, 独立站销售同比增长 8.48%。

**图2 2018-2023H1 乐歌人体工学站系列产品收入及 YOY**


资料来源: 公司 2018-2022 年报、Wind, 海通证券研究所

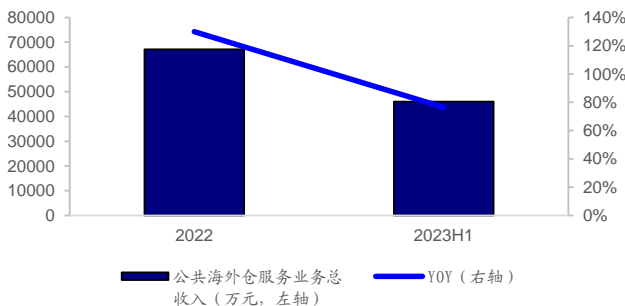
**图3 乐歌全球独立站月度流量数据 (人次)**


资料来源: 公司 2023 年半年报援引 Google Analytics, 海通证券研究所

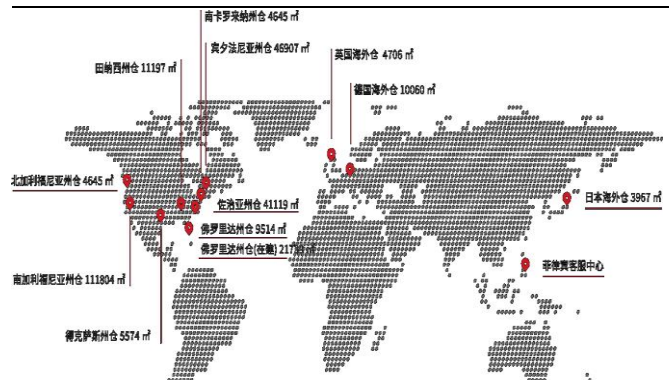
## 1.2 前瞻布局海外仓, 成本优势突出

乐歌衍生业务跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目, 在为自身跨境电商业务赋能的同时, 签约 580 多家跨境电商客户, 为其提供了包括头程海运、海外仓储、尾程派送、反向物流等跨境电商物流一站式服务。其中不乏为上市企业, 头部效应和规模效应显现, 行业地位提升。乐歌较早地前瞻性地在美国核心港口区域购买了海外仓并进行了土地储备, 成为美国 FedEx 全球 TOP 100 客户, 议价能力持续提升, 降低了尾程物流的成本。

目前北美海外仓规模比较大的企业, 主要有以中小件产品为主的谷仓、菜鸟、万邑通, 以及以中大件产品为主的乐歌海外仓、无忧达、西邮等。乐歌海外仓目前是中大件海外仓服务企业中的头部企业, 具有规模优势和价格优势, 2024 年预计将扩仓 10-15 万平方米。乐歌海外仓背靠母公司乐歌股份上市公司, 资金实力雄厚, 货物存放安全性高; 有大量可用于自建海外仓的土地储备; 持续完善的从头程海运、海外仓储到尾程派送一条龙服务, 增强了客户粘性。随着物流成本、海外仓租金上涨, 亚马逊以及一些海外仓运营商开始涨价, 但乐歌海外仓凭借规模优势, 可以较好控制运营成本, 尾程快递折扣议价能力提升, 让利给客户, 价格优势更加明显。23 年上半年, 乐歌公共海外仓服务业务实现收入 4.6 亿元, 同比增长 76.38%, 其中向第三方提供服务收入 3.7 亿元。

**图4 乐歌公共海外仓业务收入及 YOY**


资料来源: 公司 2022 年报、Wind, 海通证券研究所

**图5 乐歌海外仓全球布局**


资料来源: 公司 2023 年半年报, 海通证券研究所



## 2. 为什么推荐关注乐歌的出海？——九个重点问题的回答

### 1、增长预期？

预计 2022-2025 年，公司营业收入复合增长 23.4%，归母净利润复合增长 32.0%。

### 2、股价估值？

当前收盘价（2024 年 3 月 13 日）对应 24、25 年 PE 为 13.27X、11.84X。

### 3、公司海外收入和利润占比？

2022 年海外业务实现收入 29.19 亿，海外收入占比 91%；实现海外毛利润 10.04 亿，毛利率 34.39%，海外毛利润占比约 91%。2020 至 2022 年，公司海外业务收入占比均保持在 90%-91% 区间。

### 4、公司营收来自美国及俄罗斯的占比？

公司没有对外披露具体的国家，调研了解跨境电商业务销售收入主要来自欧美市场。

### 5、在主营产品方面，公司在国内外的竞争格局如何？主要竞争对手有哪些？公司处于什么竞争地位？

市场竞争格局均较为分散。传统家居主业方面，2028 年全球升降桌品类规模有望达到 103 亿美元，乐歌 23H1 人体工学工作站系列产品实现收入 10.51 亿元。乐歌境外线上销售规模领先同行业公司，亚马逊等电商平台销量保持优势地位，自建独立网站“flexispot.com”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。海外仓业务方面，截至 22 年末我国跨境电商海外仓总面积超过 1900 万平方米，截止 23H1 乐歌累计全球设有 12 仓合计面积 27.58 万平方米。乐歌在中大件海外仓行业中处于领先地位。

### 6、成本优势：产品成本相比国内外竞争对手是高是低？成本比主要竞争对手低多少？

乐歌线性驱动升降系统产品生产规模目前处于全球领先地位，公司分别在宁波、广西及越南设有生产基地，年生产能力在 200 万套以上，在采购上具有较高的议价能力及供应链整合能力。截止 23H1，乐歌前瞻性地以极低的成本在美国核心区域购买了 4800 亩土地。乐歌海外仓凭借规模优势，可以较好控制运营成本，尾程快递折扣议价能力提升，让利给客户，价格优势更加明显。

### 7、其他竞争优势：除了成本优势外，公司在出海方面，有何其他核心竞争优势？

自主品牌建设优势：乐歌境外“FlexiSpot”品牌升降桌在亚马逊、家得宝、沃尔玛、乐天、雅虎等电商平台升降桌品类销量排名第一。境内，“乐歌”品牌升降桌在天猫、京东平台上市场占有率持续保持第一。多渠道优势：传统 ODM 产品主要通过海外线下渠道销售，自有品牌产品主要通过独立站及线上三方平台触达 C 端。线上渠道包括 FlexiSpot 独立站和 Amazon、天猫、京东，多渠道布局能降低运营风险。管理团队优势：乐歌自成立至今 20 余年，跨境电商已有 13 年的运营经验，培养了一批从市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销、物流配送到售后服务的全价值链的核心运营管理人才，同时持续推出股权激励，健全长效激励机制。

### 8、公司海外经营情况是否容易跟踪？如何跟踪？

公司公告及交流中会更新公司订单情况和市场拓展情况，可以持续进行跟踪对比。



### 9. 标的面临的主要风险是什么？公司是否可能因为对美、欧、俄出口面临一定的制裁或反倾销风险？风险大概多大？

海外仓产能扩张不及预期，关税变化风险，国际贸易风险，外需景气回落，海运费、原材料、汇率大幅波动。公司持续进行全球化制造的布局，形成了国内宁波、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。2015 年公司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。自主生产及多基地生产使得公司在面对市场波动、海内外关税政策的变化等不利因素时，有着较强的统筹和适应能力。

### 3. 盈利预测与投资建议

考虑公司核心人体工学工作站品类需求景气，海外仓业务孕育新增量，我们将公司 23-24 年净利润由 5.34、4.31 亿元上调至 6.20、4.47 亿元，同比增长 183%、-28%，当前收盘价对应 PE 分别为 9.57、13.27 倍。考虑到公司的龙头地位，给予 24 年 15-17 倍 PE，对应合理价值区间为 21.46-24.33 元/股，给予“优于大市”评级

表 1 分业务盈利预测表 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	28.7	32.1	38.6	48.9	60.3
yoy	48%	12%	20%	26%	23%
人体工学工作站	21.6	22.0	23.7	26.1	28.7
yoy	52%	2%	8%	10%	10%
of 营收	75%	68%	61%	53%	48%
人体工学大屏支架	2.3	1.8	2.0	2.2	2.4
yoy	-2%	-23%	11%	11%	11%
of 营收	8%	5%	5%	4%	4%
公共海外仓	1.7	4.9	9.3	16.8	25.2
yoy		186%	90%	80%	50%
of 营收	6%	15%	24%	34%	42%
其他 (总和)	3.1	3.5	3.6	3.8	4.0
yoy		12%	5%	5%	5%
of 营收	11%	11%	9%	8%	7%
归母净利润	1.9	2.2	6.2	4.5	5.0
yoy	-15%	18%	184%	-28%	12%
归母净利率	6%	7%	16%	9%	8%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

上市公司	证券代码	主营业务	市值 (亿元)	PE (2024E, 倍)	PE (2025E, 倍)
永艺股份	603600.SH	办公家具	37	9.5	7.9
捷昌驱动	603583.SH	线性驱动系统	67	17.4	13.9
平均			52	13.4	10.9
乐歌股份	300729.SZ	办公家具	55	13.27	11.84

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：PE 为 Wind 一致预期，收盘价为 2024 年 3 月 13 日收盘价，乐歌股份 PE 由海通证券所预测

### 4. 风险提示

海外仓产能扩张不及预期，关税变化风险，国际贸易风险，外需景气回落，海运费、原材料、汇率大幅波动。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>3208</b>	<b>3863</b>	<b>4887</b>	<b>6031</b>
每股收益	0.70	1.98	1.43	1.60	营业成本	2104	2511	3201	3958
每股净资产	7.85	12.05	13.36	14.83	毛利率%	34.4%	35.0%	34.5%	34.4%
每股经营现金流	1.07	1.48	1.84	2.28	营业税金及附加	18	22	28	35
每股股利	0.13	0.13	0.13	0.13	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	647	773	889	1085
P/E	24.35	9.57	13.27	11.84	营业费用率%	20.2%	20.0%	18.2%	18.0%
P/B	2.17	1.58	1.42	1.28	管理费用	119	178	195	229
P/S	1.27	1.54	1.12	0.98	管理费用率%	3.7%	4.6%	4.0%	3.8%
EV/EBITDA	11.59	7.09	8.96	7.73	EBIT	246	781	554	603
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.7%</b>	财务费用	29	84	57	46
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	2.2%	1.2%	0.8%
毛利率	34.4%	35.0%	34.5%	34.4%	资产减值损失	-16	0	0	0
净利润率	6.8%	16.1%	9.2%	8.3%	投资收益	0	0	24	24
净资产收益率	8.9%	16.5%	10.7%	10.8%	<b>营业利润</b>	<b>271</b>	<b>699</b>	<b>496</b>	<b>557</b>
资产回报率	3.7%	8.9%	5.8%	5.9%	营业外收支	-2	-2	1	0
投资回报率	3.9%	12.3%	8.2%	8.3%	<b>利润总额</b>	<b>269</b>	<b>697</b>	<b>497</b>	<b>557</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	430	914	683	738
营业收入增长率	11.7%	20.4%	26.5%	23.4%	所得税	50	77	50	56
EBIT 增长率	20.1%	217.7%	-29.0%	8.7%	有效所得税率%	18.6%	11.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	18.4%	183.1%	-27.9%	12.1%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>219</b>	<b>620</b>	<b>447</b>	<b>503</b>
资产负债率	59.0%	45.9%	45.9%	45.8%					
流动比率	1.74	2.29	2.23	2.19	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.28	1.45	1.41	1.39	货币资金	1628	1346	1706	2118
现金比率	0.90	0.94	0.96	0.98	应收账款及应收票据	184	212	268	331
<b>经营效率指标</b>					存货	490	825	1052	1301
应收账款周转天数	20.78	20.00	20.00	20.00	其它流动资产	851	898	933	971
存货周转天数	84.92	120.00	120.00	120.00	流动资产合计	3152	3281	3959	4722
总资产周转率	0.54	0.55	0.63	0.70	长期股权投资	52	37	37	37
固定资产周转率	3.78	2.94	3.53	4.15	固定资产	849	1313	1386	1453
					在建工程	511	562	542	532
					无形资产	239	483	503	522
					非流动资产合计	2836	3686	3759	3835
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>5989</b>	<b>6968</b>	<b>7719</b>	<b>8557</b>
净利润	219	620	447	501	短期借款	902	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	507	963	1228	1518
非现金支出	199	133	128	135	预收账款	3	12	15	18
非经营收益	54	-381	-25	48	其它流动负债	402	458	533	617
营运资金变动	-137	89	26	27	流动负债合计	1815	1432	1776	2153
<b>经营活动现金流</b>	<b>335</b>	<b>461</b>	<b>576</b>	<b>712</b>	长期借款	587	627	627	627
资产	-537	-438	-83	-166	其它长期负债	1134	1140	1140	1140
投资	-301	35	0	0	非流动负债合计	1722	1768	1768	1768
其他	-9	-50	10	10	<b>负债总计</b>	<b>3536</b>	<b>3200</b>	<b>3544</b>	<b>3921</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-847</b>	<b>-453</b>	<b>-72</b>	<b>-156</b>	实收资本	239	313	313	313
债权募资	466	-856	0	0	归属于母公司所有者权益	2453	3767	4175	4636
股权募资	302	735	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-274	-169	-143	-143	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>5989</b>	<b>6968</b>	<b>7719</b>	<b>8557</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>495</b>	<b>-290</b>	<b>-143</b>	<b>-143</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-30</b>	<b>-283</b>	<b>360</b>	<b>412</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业  
高翩然 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,蓝月亮集团,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,瑞尔特,王力安防,家联科技,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,浩洋股份,共创草坪,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,钱江摩托,裕同科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。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。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。