

# 业务蜕变，再显锋芒

——从傲基科技招股书看本轮大件品跨境红利

民生轻工&中小盘团队

- 傲基科技 (AuGroup) 于2010年在深圳注册, 是全球领先的专注于提供高品质家具家居类产品的品牌运营商及出口物流服务商; 4月2日, 傲基科技提交招股书, 拟在港交所主板上市。2021年公司受亚马逊平台事件影响公司业绩首次出现亏损, 后公司通过优化网店布局、完善品牌战略、发展经销商清货等方式积极应对并在2022年扭亏为盈。2023年公司实现收入/归母净利润86.8/5.3亿元, 分别同比增长22.3%/142.9%。公司主要业务可分为商品销售与物流服务两大板块:
- **跨境电商家居第一大卖, “封号潮” 事件影响趋弱实现涅槃重生。** 公司主要通过美国及欧洲等海外市场的第三方电商平台 (如亚马逊、沃尔玛、Wayfair) 向消费者提供产品, 包括家具家居、电动工具、家用电器、消费电子及运动健康类产品。公司旗下ALLEWIE、IRONCK等多个自有品牌受到消费者欢迎, 2023年傲基科技有11个品牌的GMV超过人民币1亿元。根据弗若斯特沙利文资料, 按2023年的GMV计, 公司的十个品类在亚马逊美国网站的市场份额达到10%以上, 公司在全球家具家居类B2C电商市场参与者中排名第五、在基于中国卖家的家具家居类产品的B2C海外电商市场排名第一。**近年来公司销售重心由3C转向家居,** 2016年至2023年, 公司家居商品销售收入由2.93亿元增长至53.37亿元, CAGR为51.4%。2023年公司商品销售收入达到70.3亿元, 同比增长11.1%, 占整体收入的81.0%, 该业务毛利率为39.2%。
- **布局物流, 实现业务深度协同。** 公司通过深圳西邮智仓向顾客 (跨境电商卖家) 提供高效一站式物流解决方案, 包括国内集运、头程国际货运服务、海外转运、海外仓储及订单派送。公司设立了全球多级仓储物流网络, 截至2023年12月31日, 公司在美国主要港口城市及欧洲运营27个海外仓储设施, 总建筑面积超过500万平方英尺 (46万平方米)。根弗若斯特沙利文的资料, 深圳西邮智仓在中国所有B2C出口电商物流解决方案提供商中排名第四, 市份额约1.2%。**公司的自建物流体系能较好服务于自家电商业务并实现商业协同,** 公司物流成本由2021年的29%下降至2023年的21%。2023年公司物流解决方案收入达到16.5亿元, 同比增长113.3%, 占整体收入的19.0%, 该业务毛利率为14.6%。
- **我们认为大件品出海红利持续存在, 与此同时傲基科技与竞品存在以下差异:** 1) **热卖产品打造能力:** 公司成功由3C转型家具大卖, 2023年, 公司以床为首的6个产品在亚马逊美国网站排名第一, 公司持续以市场为导向进行产品开发, 不断切入多样化产品并拓展线上线下多种渠道; 2) **物流仓储能力:** 大件品对于物流成本敏感, 2022年傲基/致欧科技物流成本 (头程海运及尾程配送, 不含仓储) 分别约占到收入的29%/30%, 具有一体化供应链及完善的仓储网络可有效赋能公司商品销售业务; 同时对外提供收费服务持续贡献业绩增量。西邮物流效率行业领先: 超过95%的中大件订单于下单后24小时内交付予尾程配送公司, 并可提供较客户FBA低30%的中大件尾程价格; 2023年公司在所有专注于中大件的中国B2C出口物流解决方案提供商中排名第一。
- **风险提示:** 海外需求不及预期的风险, 汇率及海运费大幅波动的风险, 行业竞争加剧的风险。



01

全球领先的家居品牌运营商及出口物流服务商

02

电商业务：3C大卖转型家居跨境电商第一企

03

物流业务：专注中大件商品，自建物流赋能商品销售

04

投资建议

05

风险提示

CONTENTS

目录



# 01. 全球领先的家居品牌运营商 及出口物流服务商

# 01

## 傲基科技是跨境品牌运营商及出口物流服务商

- 傲基科技（英文AuGroup）是全球领先的专注于提供高品质家具家居类产品的品牌运营商及出口物流服务商。
- **产品组合：**包括家具家居类、电动工具类、家用电器类、消费电子产品及运动健康类产品。根据弗若斯特沙利文资料，按2023年的GMV计，公司的十个品类在亚马逊美国网站的市场份额达到10%以上。
- **自有品牌：**傲基科技提供ALLEWIE、IRONCK等受欢迎的品牌的家具家居类产品。2023年，傲基科技有11个品牌的GMV超过人民币1亿元。按GMV计，公司的6个品类在亚马逊美国网站排名第一。
- **市场地位：**2023年，傲基科技自全球家具家居类B2C电商市场产生的收入超过人民币50亿元。根据弗若斯特沙利文资料，于2023年按GMV计，傲基科技在全球家具家居类B2C电商市场参与者中排名第五、在基于中国卖家的家具家居类产品的B2C海外电商市场排名第一。
- **物流业务：**根据弗若斯特沙利文的资料，深圳西邮智仓在中国所有B2C出口电商物流解决方案提供商中排名第四，市份额约1.2%，且在所有专注于中大件的中国B2C出口物流解决方案提供商中排名第一。

图表：傲基科技成绩（2023年）



资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

# 傲基科技2010年于深圳注册，2020年获评国家级数字商务企业

2010年公司于深圳注册，注册名称为深圳傲基电子商务有限公司；2015年，公司名称变更为深圳市傲基电子商务股份有限公司，同年11月登陆新三板；2017年，公司跻身国家电子商务示范企业行列；2019年，公司名称变更为傲基科技股份有限公司，公司获得深圳创新企业70强，工业设计中心被认定为深圳市工业设计中心；产品研发中心被认定为广东省智能电子产品设计与应用工程技术研究中心。

图表：傲基科技发展历程

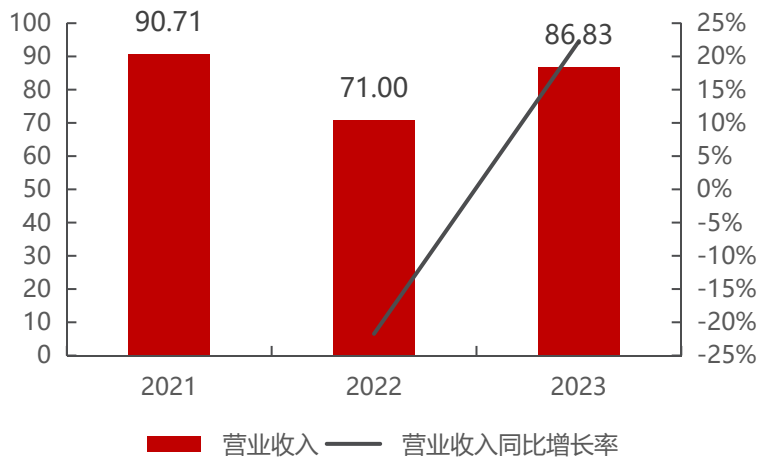


资料来源：傲基科技官网，民生证券研究院

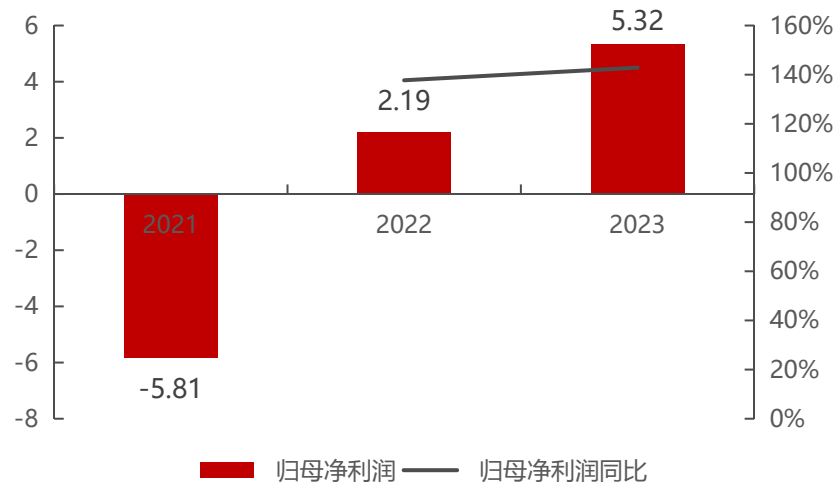
# 01 2021年受亚马逊平台事件影响亏损，2022年扭亏为盈

**亚马逊事件影响减弱，2022年扭亏为盈。** 2021年亚马逊针对违反平台规则的卖家进行了长达半年的“封号潮”，其中包括傲基科技在内的头部大卖。2021年、2022年和2023年，傲基科技的营业收入分别为人民币90.71亿、71.00亿和86.83亿元，相应的归母净利润分别为人民币-5.81亿、2.19亿和5.32亿元。2022年归母净利润扭亏为盈，2023年实现进一步增长，同比增长率达到142.9%，公司盈利能力显著提升主因公司将重心转至家具家居类产品，并且减少雇员开支。

图表：2021-2023年傲基科技营业收入（亿元）及增速（右轴）



图表：2021-2023年傲基科技归母净利润（亿元）及增速（右轴）



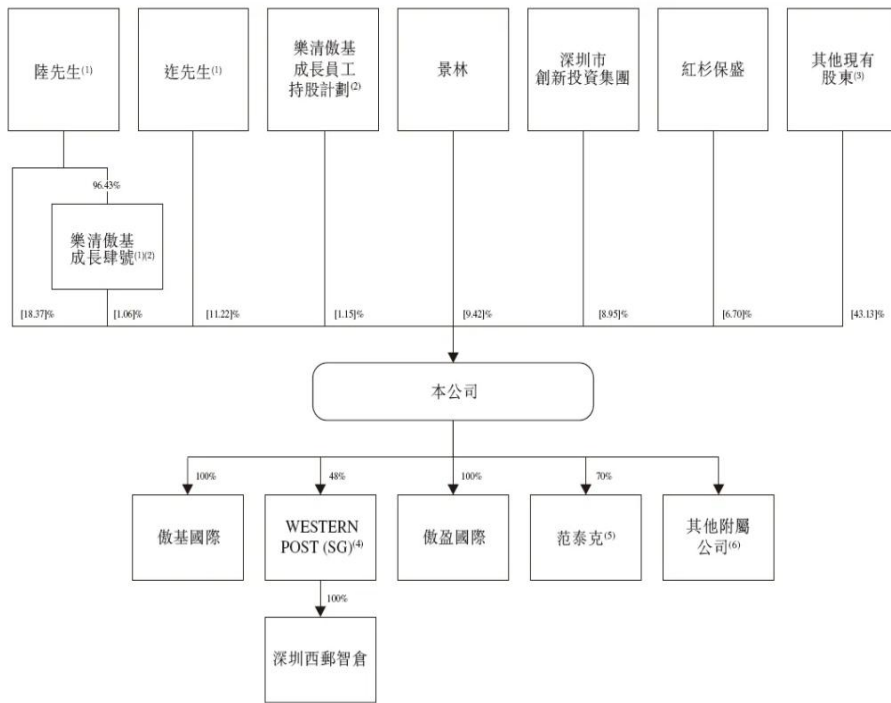
资料来源：iFind，民生证券研究院

# 01 公司股权结构稳定，大股东（及一致行动人）持股比例为31%

招股书显示，截至2024年4月，傲基科技在上市前的股东架构中：

- 陆海传先生，直接持股18.37%、通过乐清傲基成长肆号持股1.06%；迕会越先生，持股11.22%。陆先生、迕先生为一致行动人，合共控制30.65%的投票权。
- 乐清傲基成长员工持股计划，持股1.15%；
- 景林，持股9.42%；深圳市创新投资集团，持股8.95%；红杉保盛，持股6.70%；
- 其他包括星界基金、中信证券投资、美的集团(000333.SZ)旗下美的基金、珠海隐山、苏州凯辉成长、武汉顺创、鸿道致鑫、海南鸿道、丝路产业投资、迪阿投资、赛维时代等十余家机构、及数十名个人合共97名股东持股43.13%。

图表：傲基科技股权结构（截至24年4月）



资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

# 公司主要通过四大附属公司经营业务

公司主要通过以下附属公司经营业务，下列附属公司对于公司业绩记录期间的经营业绩作出重大贡献：

图表：傲基科技主要附属公司

名称	主营业务活动	成立日期	成立地点	公司所持股权百分比
傲基国际	境外结算及采购中心	2012年4月2日	中国香港	100%
深圳西邮智仓	专注于提供中大件产品的物流服务	2021年1月5日	中国深圳	48%
傲盈国际	境外付账及采购中心	2021年7月23日	中国香港	100%
范泰克	境外付账及采购中心	2021年7月23日	中国香港	70%

资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

# 傲基科技创始人从传统外贸转战跨境电商

2005年傲基科技创始人陆海传、连会越等在德国注册公司，从传统外贸转型外贸电子商务。2009年，公司创始人回国在深圳组建团队。据招股书披露，傲基科技高管包括总经理陆海传先生，常务副总经理兼董事会秘书庄丽艳女士，副总经理李林伟先生、杜波先生、胡典峰先生，财务负责人连会越先生。

图表：傲基科技高管团队（数据截至2023年4月）

姓名	职务	出生年份	最新薪酬(万元/年)	最新持股数(万股)	个人简历
陆海传	总经理	1979	61.08	2050.61	毕业于德国FHMannheim经济工程专业，并获得硕士学位。2010年9月，与连会越先生共同创办傲基科技股份有限公司，现任傲基科技股份有限公司董事长、总经理。
庄丽艳	常务副总经理	1965	66.17	21.41	硕士学位。2010年9月加入傲基有限，现任傲基科技股份有限公司董事、常务副总经理兼董事会秘书。
李林伟	副总经理	1980	62.66	9.42	本科学历。2013年6月加入傲基有限，2015年5月至今，任公司副总经理。
杜波	副总经理	1985	132.66	11.13	本科学历。2011年12月至2014年12月，任深圳市亿谨通科技有限公司总经理；2015年1月加入傲基有限，2015年5月至今，任公司副总经理。
胡典峰	副总经理	1980	50.62	5.14	本科在读。2010年9月加入傲基有限，2015年5月至今，任公司副总经理。
连会越	财务负责人	1977	59.23	1004.96	毕业于德国ReutlingenUniversity计算机专业，并获得硕士学位。2010年9月，与陆海传先生共同创办傲基科技股份有限公司，现任傲基科技股份有限公司副董事长兼财务负责人。

资料来源：界面新闻，傲基科技招股说明书，民生证券研究院

**01**

# 傲基科技：中国家居跨境电商B2C第一大卖

公司业务可主要分为商品销售与物流服务两大板块

- 商品销售业务：提供广泛“家与生活”场景下的产品：**公司提供 ALLEWIE、IRONCK、LIKIMIO、SHA CERLIN、HOSTACK 及 FOTOSOK 等品牌的家具家居类产品。2023年，有11个品牌营收超过人民币1亿元。
- 公司的产品组合还包括**电动工具类、家用电器类、消费电子类及运动健康类产品。**
- 公司主要通过美国及欧洲等海外市场的第三方电商平台如亚马逊、沃尔玛及Wayfair向消费者提供产品。受益于多样化的品类、品牌资产和战略市场定位，公司竞争力不断提高。
- 基于中国卖家的家具家居类B2C海外电商市场较为分散，市场参与者超过15万个。以2023年的GMV计，五大参与者占市场份额约2.9%。  
**公司在所有市场参与者中排名第一，市场份额约为0.7%**

图表：傲基科技产品组合



资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

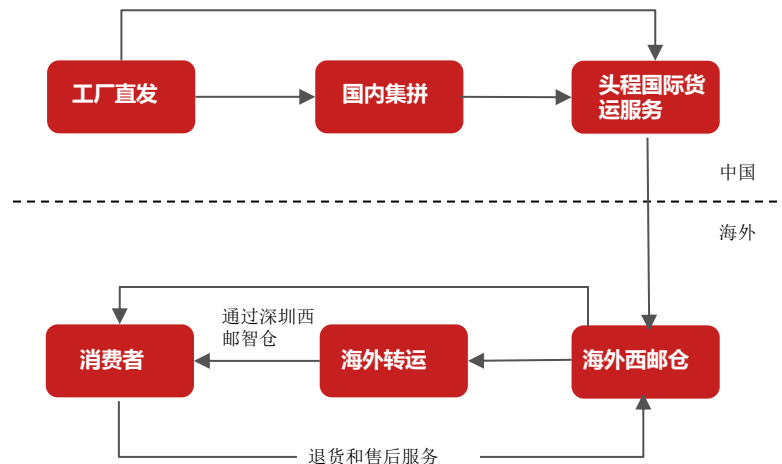
# 01

## 布局西邮智仓，提供高效一站式的物流解决方案

### ➤ 物流解决方案业务

- 公司通过深圳**西邮智仓**向顾客（主要是电商平台上的卖家）提供**高效一站式物流解决方案**。解决方案包括国内集运、头程国际货运服务、海外转运、海外仓储及订单派送。公司设立了全球多级仓储物流网络，并开发了专有的物流解决方案管理系统。截至2023年12月31日，公司在美国主要港口城市（包括洛杉矶、休斯顿、新泽西及芝加哥）及欧洲（主要是德国）运营27个海外仓储设施，总建筑面积超过500万平方英尺（**46万平方米**）。公司专注解决中大件物流解决方案中成本高、配送时效长的痛点问题，**能够以较FBA低30%的价格为中大件产品提供具有成本效益的物流解决方案，代表了行业领先的物流效率。**
- 公司累计向超过700家电商公司提供物流解决方案，于2021年、2022年及2023年分别履行超过300万、400万及600万份订单。

图表：傲基科技物流解决方案流程图



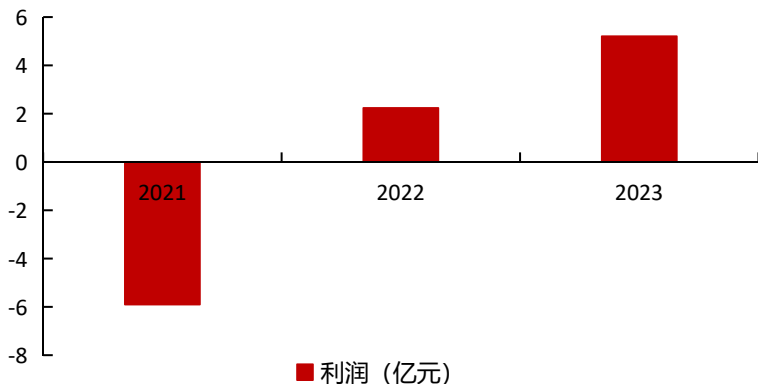
资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

# 01

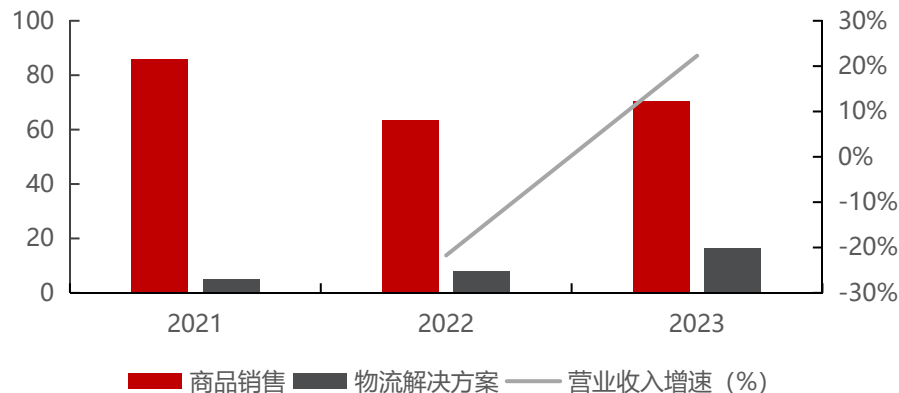
## 渠道&品类布局优化，亚马逊平台事件影响趋弱

- 优化布局，从“亚马逊”事件影响中逐渐恢复。**自2021年5月至2021年8月，作为亚马逊对公司若干业务部门过去使用“非官方推广评分或评价”的情况进行调查的一部分，公司多个网店被停用或限制进行销售活动，总计人民币2.35亿元的资金被冻结。截至2023年12月31日，根据公司与亚马逊的主动沟通，绝大部分冻结资金已获解除。2021年受亚马逊事件影响，公司亏损5.90亿元。后公司优化网店布局、完善品牌战略，依托强大的运营能力及应变能力，公司于2022年扭亏为盈，2022/2023年分别实现利润2.23/5.20亿元。受亚马逊事件影响，公司2022年收入规模大幅缩水21.37%，由2021年的90.72亿元下降至2022年71.00亿元，2023年恢复至86.83亿元，同比增长22.29%。
- 公司营收主要来自商品销售业务：**公司商品销售业务2021/2022/2023年收入分别达85.81/63.25/70.30亿元，占收入比重分别为94.59%/89.09%/80.97%。**物流解决方案业务近年来高速增长：**2021/2022/2023年物流解决方案收入分别达4.90/7.75/16.53亿元，占收入比重分别为5.40%/10.91%/19.03%，呈逐年提升趋势。

图表：傲基科技2021-2023年利润 (亿元)



图表：傲基科技分业务收入 (亿元) & 营业收入增速 (%)



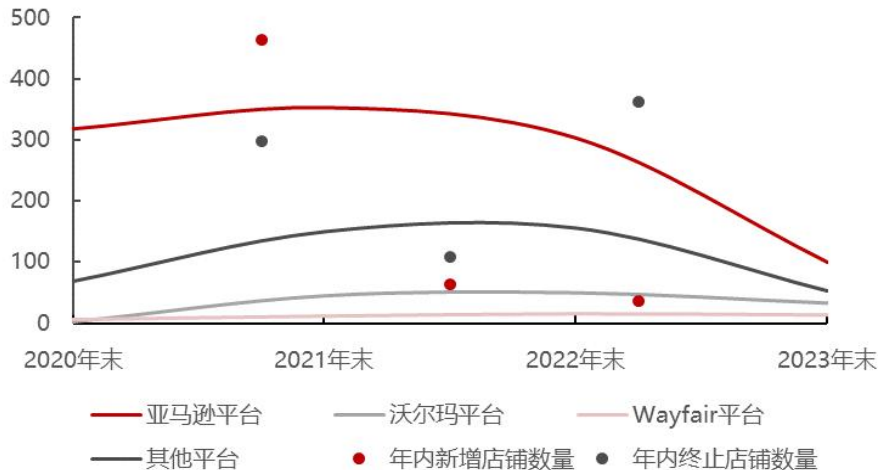
资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

**01**

# 渠道多元化，积极发展沃尔玛及Wayfair渠道

- 从各个平台店铺数量来看，截至2023年末公司在亚马逊/沃尔玛/Wayfair分别拥有99/33/13家店铺。2021年，公司在亚马逊平台上新开设327家网店，其中大部分是在亚马逊平台事件后开始运营的，以努力减缓亚马逊平台事件对公司销售网络（包括线下清货）造成的影响，该事件导致276家受限网店关闭。2021年，公司在亚马逊平台以外的电商平台共有137家新开设门店（包括沃尔玛平台43家、Wayfair平台6家及其他平台88家），以实现销售网络多元化，并加强与其他电商平台的合作。在2022年与2023年，为集中力度加强公司发展沃尔玛平台及Wayfair平台的业务，分别精简其他电商平台上的9家及135家门店。

图表：傲基科技2020-2023年末各渠道店铺数量及增减（家）

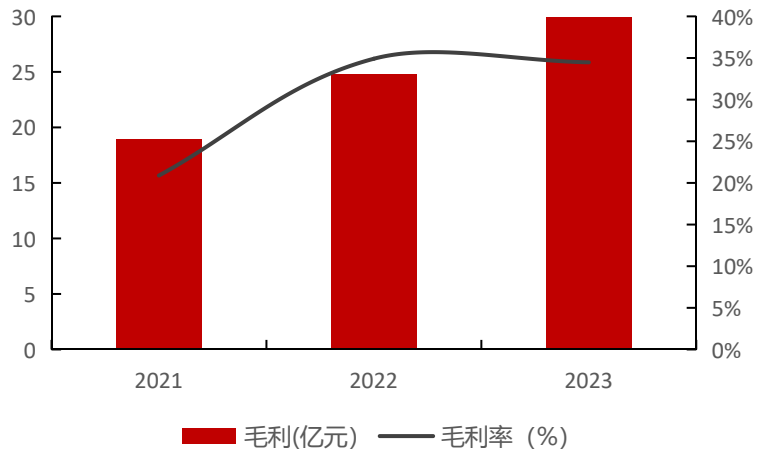


资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

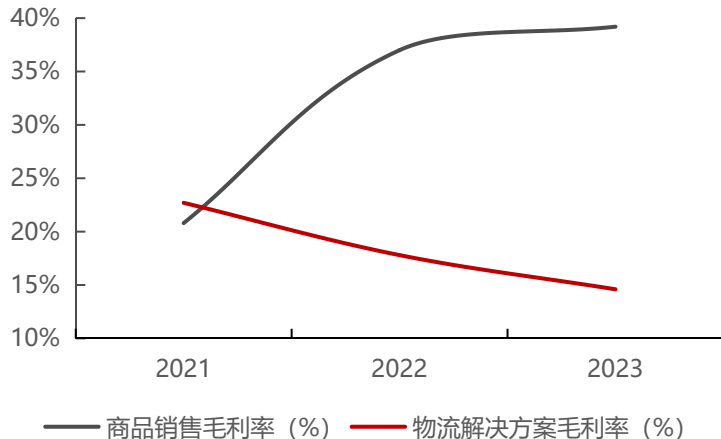
# 01 毛利率水平于2021年承压，优化布局后明显提升

- 受亚马逊事件影响，2021年公司总体毛利率水平承压，2022年公司优化布局后毛利率明显提升，近两年较为稳定，2022/2023年分别为34.9%/34.5%。
- 分品类来看，商品销售业务毛利率与总体变化趋势相同。物流解决方案业务毛利率呈下降趋势，目前B2C电商物流解决方案属于快速增长阶段，毛利率或受市场规模及竞争情况影响。

图表：傲基科技毛利（亿元）及毛利率（右轴，%）



图表：傲基科技各项业务毛利率（%）

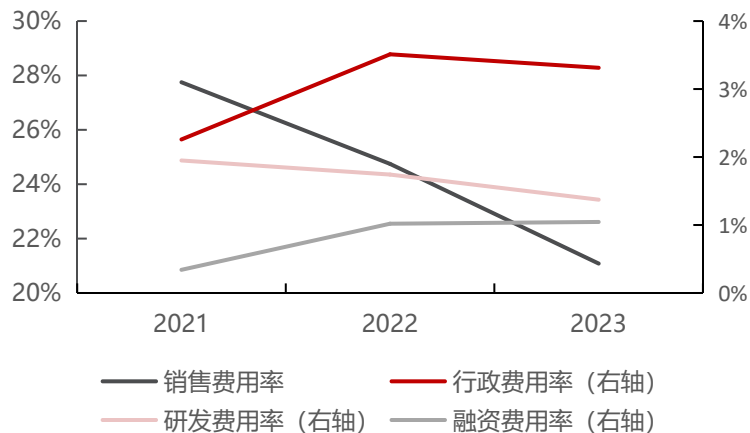


资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

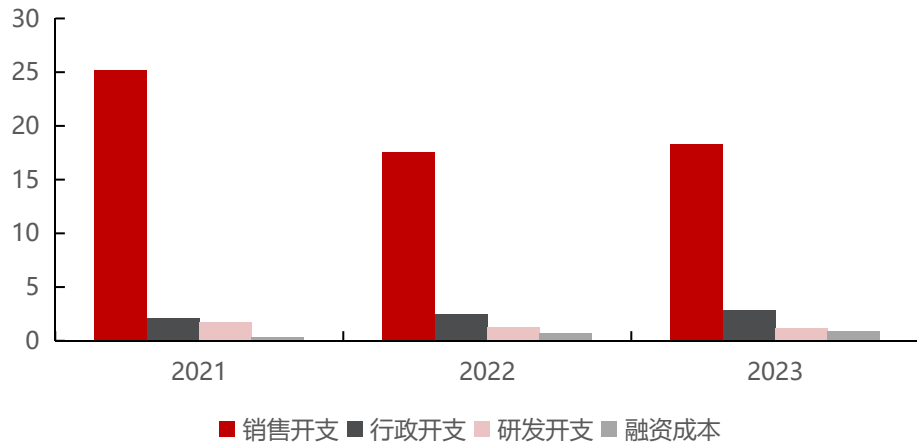
# 01 销售费用为主要费用，规模效应致费用率整体下行

- 销售费用为主要费用，各项费用率较稳定。** 费用率方面，2021-2023年公司销售费用率分别为27.75%/24.75%/21.08%，行政费用率分别为2.26%/3.51%/3.31%，研发费用率分别为1.95%/1.74%/1.37%。销售开支主要包括电商平台服务费、业务推广费、海外仓租赁开支、营销人员开支等；研发费用主要包括研发人员薪酬费用、生产产品所用模具成本及折旧；行政开支主要包括职工薪酬、折旧及摊销、租赁费用、第三方人员服务费、办公费用、差旅费用等，随着公司数字化与自动化水平提升，公司预计销售费用率及行政费用率有望下降。

图表：各项期间费用率（%）



图表：各项期间费用（亿元）



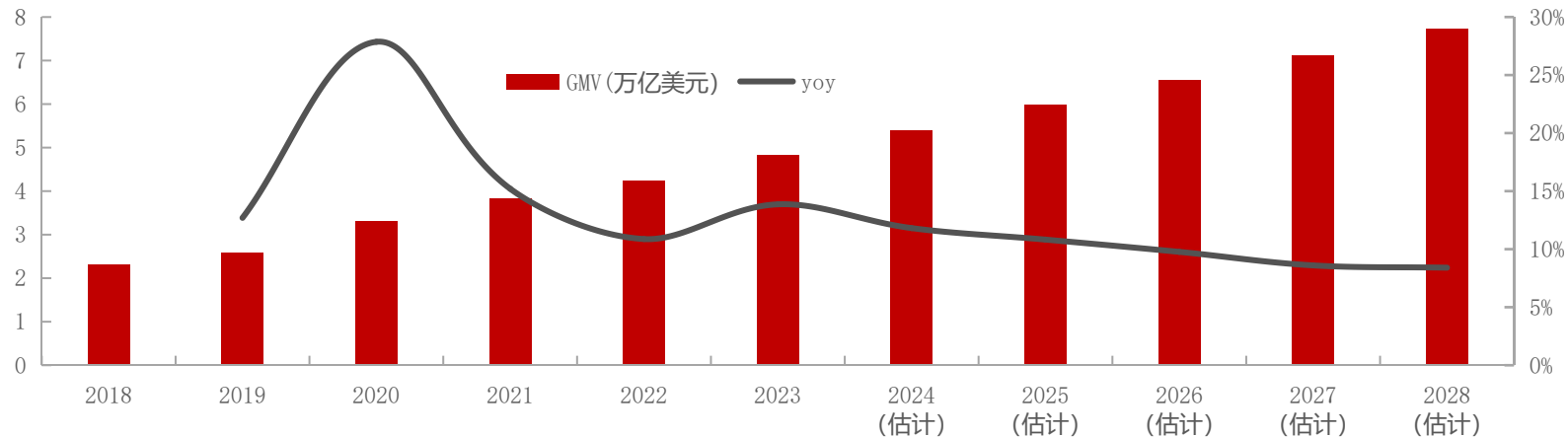
资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

## 02. 电商业务：3C大卖转型， 家居跨境电商第一企

## ➤ 全球B2C电商市场：规模迅速扩张

- 全球B2C电商市场迅速增长，2018年至2023年复合年增长率为16%，2023年GMV达到48219亿美元，同比增长13.86%。疫情促使欧美等发达地区增加网购，全球B2C电商市场的GMV于2019年至2020年增加27.9%。据国际贸易管理局及弗若斯特沙利文预计，全球B2C电商市场的GMV将于2028年达77125亿美元，2023年至2028年的复合年增长率为9.8%。

图表：全球B2C电商市场GMV (万亿美元) 及增速 (%)



资料来源：微基科技招股说明书，国际贸易管理局，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

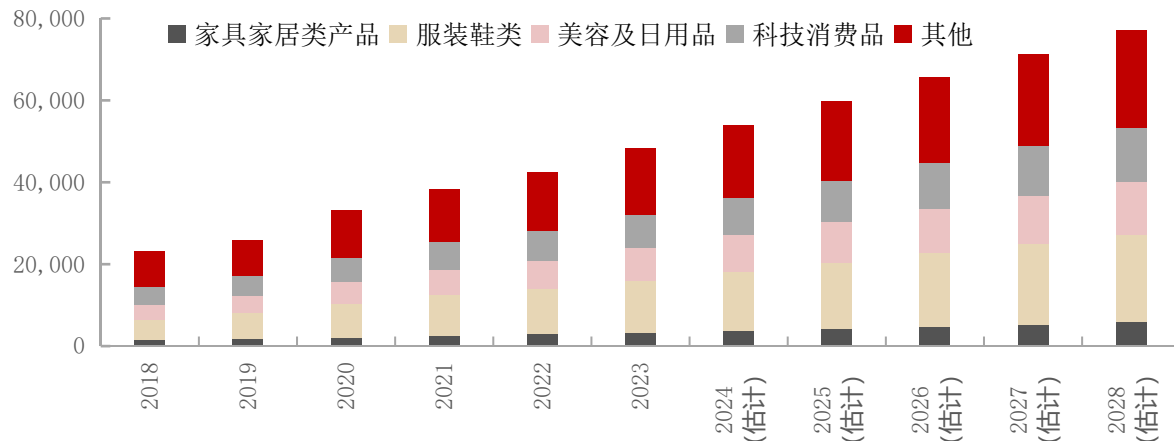
## 02

# 全球B2C电商市场：家具家居类增速较快

### ➤ 全球B2C电商市场：家居家具、服饰鞋类、美容及日用品、科技消费品为主，家具家居类增速最快

- 全球B2C电商市场的主要类别是家具家居类产品、服装鞋类、美容及日用品及科技消费品，于2023年占比分别为6.8%、26.4%、16.6%及16.8%。家具家居类产品有望增长最快，据国际贸易管理局及弗若斯特沙利文预计，2028年全球家具家居类产品市场B2C电商的GMV将达到5885亿美元，2023年至2028年的复合年增长率为12.6%。

图表：2018-2028年(估计) 按类别划分的全球B2C电商市场GMV (亿美元)



类别	复合年增长率 (2018-2023)	复合年增长率 (2023-2028 (估计))
家具家居类产品	17.50%	12.60%
服装鞋类	20.70%	10.80%
美容及日用品	16.50%	10.10%
科技消费品	13.60%	10.10%
其他	13.50%	8.20%

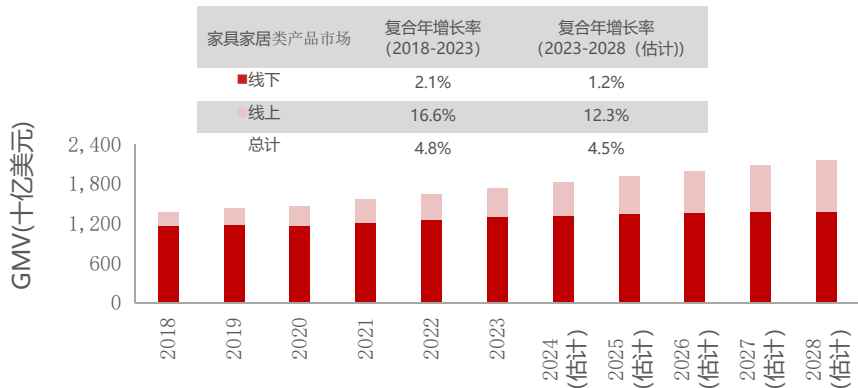
资料来源：微基科技招股说明书，国际贸易管理局，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

## 02 全球家具家居类市场：线上高增，境外市场以欧美为主

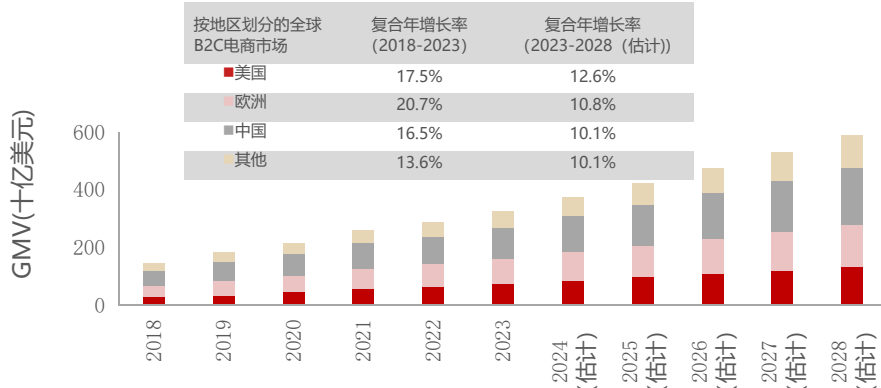
### ➤ 全球家具家居类市场：线上高增，境外以美国、欧洲为主

- 据意大利米兰轻工信息中心及弗若斯特沙利文分析统计数据及预测：全球家具家居类产品市场GMV于2023年达到17367亿美元，2018年至2023年的复合年增长率为4.8%，线上渠道增速高于线下，线上渠道2023年GMV达到4373亿美元，2018至2023的复合年增长率为16.6%，预计2028年将达7794亿美元。全球家具家居类产品市场B2C电商的GMV于2023年达到3258亿美元，2018至2023的复合年增长率为17.5%。美国及欧洲是全球家具家居类B2C电商市场的主要地区，分别占2023年市场的23.0%及26.4%。随著家具家居类产品市场线上渠道的增长，预期2028年全球家具家居类产品市场B2C电商GMV将达到5885亿美元。

图表：按渠道划分的全球B2C电商市场GMV（十亿美元）



图表：按地区划分的全球B2C电商市场GMV（十亿美元）

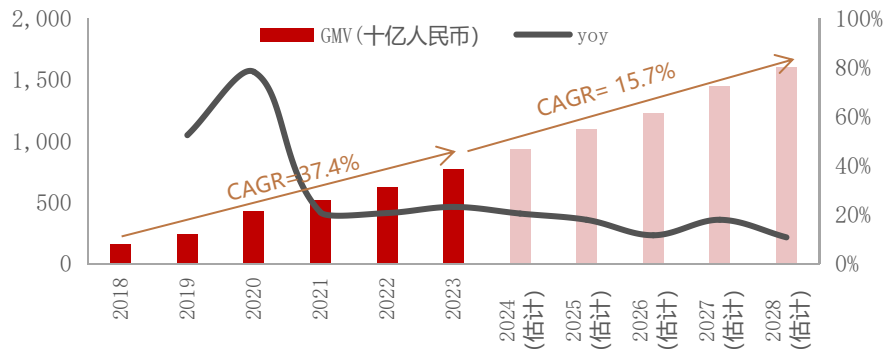


资料来源：微基科技招股说明书，意大利米兰轻工信息中心，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

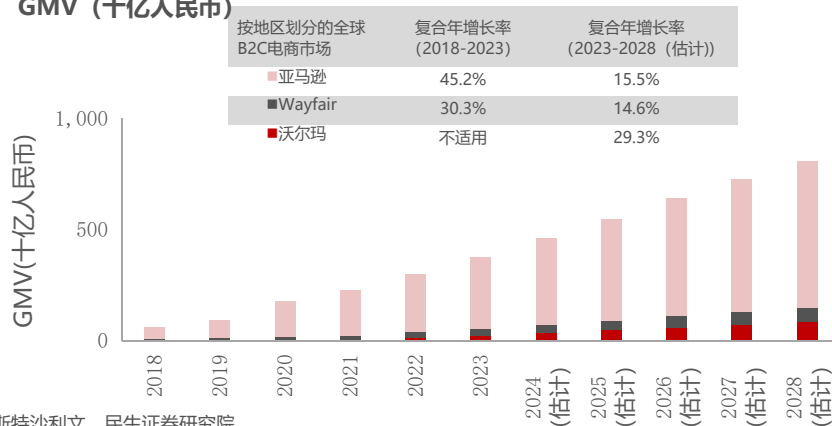
# 中国家具家居B2C出口市场规模约7800亿元，亚马逊为主要渠道

- 全球最大的家具家居类产品出口群体基于中国卖家组成，美国和欧洲是最大的基于中国卖家的家具家居类产品海外电商市场。基于中国卖家的家具家居类产品市场B2C海外电商的GMV于2023年达到人民币7,738亿元，2018-2023年的复合年增长率为37.4%。随着家具家居类产品需求稳定增长，据弗若斯特沙利文等预测2028年基于中国卖家的家具家居类产品市场B2C海外电商的GMV将达到人民币16,048亿元，2023年至2028年的复合年增长率为15.7%。基于中国卖家在亚马逊、Wayfair、沃尔玛平台上的家具家居类B2C海外电商的GMV，2023年分别达到人民币3213、315、238亿元。

图表：基于中国卖家的家具家居类产品市场B2C海外电商GMV（十亿人民币）



图表：基于中国卖家在主要第三方平台的家具家居类产品市场B2C海外电商GMV（十亿人民币）



资料来源：傲基科技招股说明书，意大利米兰轻工信息中心，美国经济分析局，欧盟统计局，中国国家统计局，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

## 家具家居类B2C电商市场竞争格局较为分散

- 竞争格局：全球家具家居类B2C电商市场较为分散**，以2023年全球家具家居类B2C电商市场GMV计，傲基在全球家具家居类B2C 电商市场参与者中排名第五，市场份额约为0.2%。基于中国卖家的家具家居类B2C海外电商市场较为分散，以2023年的GMV计，公司在所有市场参与者中排名第一，市场份额约为0.7%。

图表：2023年按GMV排名的五大家具家居类B2C电商卖家（全球）

公司	市占率	简介
公司A	3.9%	公司A于1943年创立，是一家全球领先的家具家居类产品零售商，专门设计并销售可直接组装的家具家居类产品。 其主要以其现代主义家具设计、简约的室内设计及沉浸式购物体验而闻名。
公司B	0.4%	公司B于1972年创立，是一家上市且总部在日本的领先家具家居类产品制造商和经销商，其主要从事家具及室内用品（家居用品）的规划和销售、新建房屋的室内装饰协调以及销售自海外开发及进口的产品。
公司C	0.3%	公司C于2007年创立，是一家集产品开发、制造、销售及售后服务于一身的中国专业家具家居类产品企业。 其主要业务在中国。
公司D	0.3%	公司D于2010年创立，是中国领先的集设计、制造及销售为一体的家具家居类产品企业。 其主要业务在中国。
傲基	0.2%	
其他	94.9%	

图表：2023年按GMV排名的五大中国家具家居类B2C电商卖家

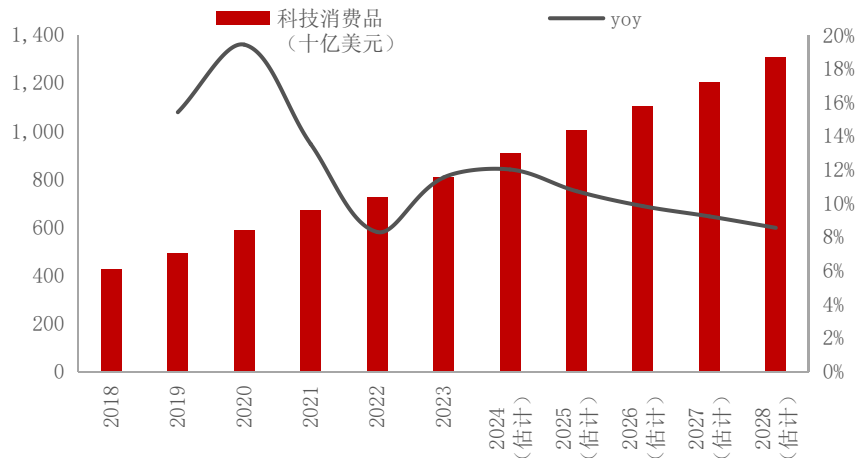
公司	市占率	简介
傲基	0.7%	
公司E	0.6%	公司E于2010年创立，是一家中国上市企业，其是中国领先家具家居类B2C海外电商卖家，涉足60多个国家及地区。 其专注于家具家居及宠物用品品类。
公司F	0.6%	公司F于1998年创立，是一家中国长三角的知名家具家居类B2C海外电商卖家。 产品涵盖家具家居类产品、母婴玩具、家用电器类产品、运动器材、户外产品、宠物用品、箱包等20多个品类。
公司G	0.6%	公司G于2003年创立，是一家集产品开发、线上零售、海外仓储及营销于一身的中国领先家具家居类产品B2C海外电商卖家。 产品涵盖家具家居类产品、户外运动器材、园艺用品及宠物用品等品类。
公司H	0.4%	公司H于2013年创立，是一家中国的领先家具家居类B2C海外电商卖家，主要从事销售家具家居类产品、户外运动器材、婴幼儿玩具、宠物用品等品类。
其他	97.1%	

资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

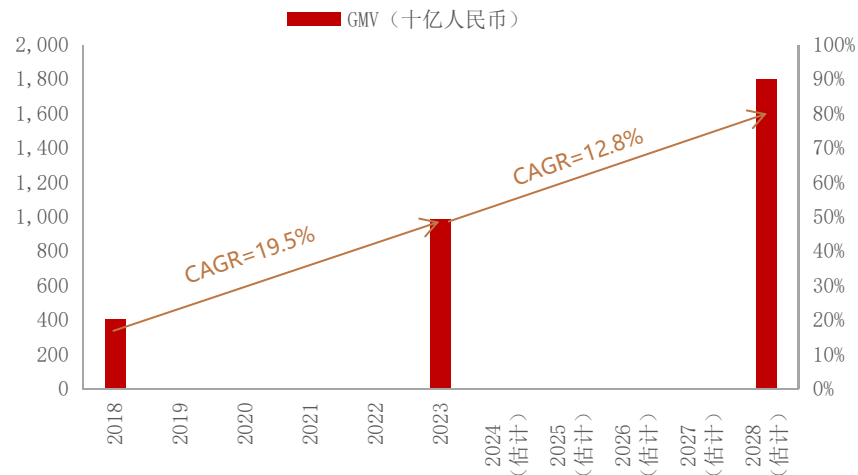
## 全球科技消费品B2C电商市场竞争格局高度分散

- 基于中国卖家的科技消费品B2C海外电商市场的GMV于2023年达到人民币9,862亿元，2018-2023年CAGR为19.5%，弗若斯特沙利文等预计2028年将达人民币17,978亿元，2023年至2028年的CAGR为12.8%。竞争格局方面，全球科技消费品B2C电商市场相当分散，拥有超过500,000名市场参与者。按全球科技消费品B2C电商市场的GMV计，2023年，傲基占全球科技消费品B2C电商市场GMV总额的约0.02%。

图表：全球B2C电商市场科技消费品GMV（十亿美元）及同比增速（%）



图表：基于中国卖家的科技消费品B2C海外电商市场GMV（十亿人民币）



资料来源：傲基科技招股说明书，中国国际电子商务中心，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

## 02

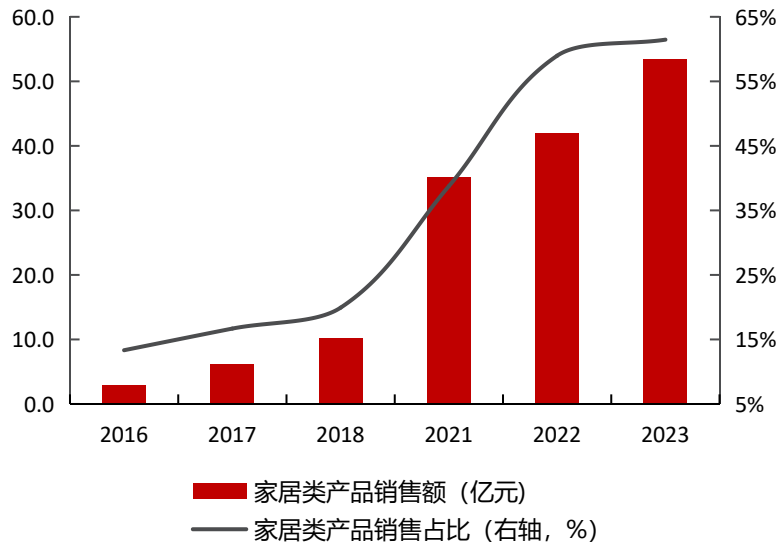
# 傲基科技在中国家居跨境电商B2C卖家中排名第一

- 从产品价格来看，公司家具家居类产品价格在723-2531元人民币（100-350美元）之间，品类涵盖范围广泛、品牌多元化。2018年及以前家居类产品占比较低，近年来，家具类产品成为主要销售品类，2023年家具家居类产品销售额达到53.4亿元人民币，占收入比重达61.5%。

图表：傲基科技家具家居类产品、品牌及价格区间

产品	主要品牌	示意图	价格区间
床	LIKIMO、ALLEWIE、SHA CERLIN		150美元-350美元
书柜	IRONCK		100美元-150美元
梳妆台和梳妆凳	IRONCK		180美元-230美元
食品柜	COZY CASTLE		160美元-180美元
边柜	COZY CASTLE		190美元-250美元
沙发	COPIAE		209美元-269美元
户外产品	ONBRILL、Vitarpatio		219美元-299美元

图表：傲基科技家具类产品销售收入（亿元）及占比（右轴，%）



资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院（注：采用2024年4月9日汇率，1美元≈7.23元人民币。）

# 傲基科技在中国家居跨境电商B2C卖家中排名第一

- 其他品类中，电动工具类产品价格在362-678元人民币（50-80美元）之间；家用电器类产品价格在289-1446元人民币（40-200美元）之间；消费电子类产品价格在72-434元人民币（10-60美元）之间；运动健康类产品价格在289-2531元人民币（40-350美元）之间。涵盖范围广泛、产品多样化。

图表：傲基科技不同品类产品、品牌及价格区间

产品品类	产品	主要品牌	示意图	价格区间
电动工具类	电动螺丝刀	Fanttik		50美元-70美元
	充气泵	Fanttik		50美元-80美元
家用电器类	冰箱	upstreman		110美元-200美元
	榨汁机	FOHERE		40美元-65美元
消费电子类	充电宝	AMEGAT		20美元-50美元
	充电器	AMEGAT		10美元-60美元
运动健康类	按摩披肩	Careboda		40美元-70美元
	跑步机	BODIOO		250美元-350美元

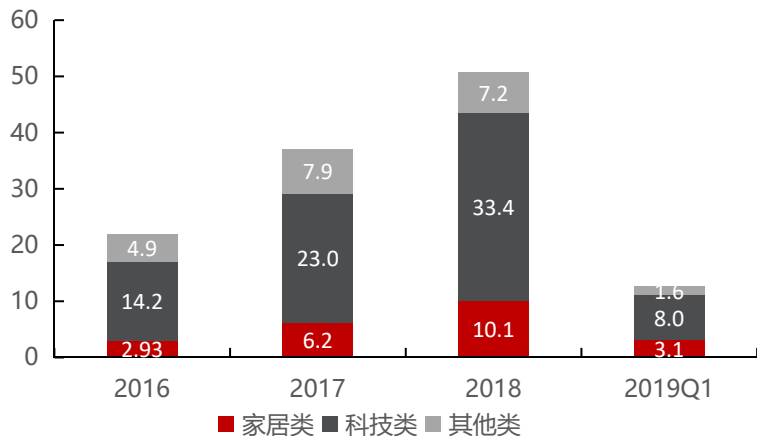
资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院（注：采用2024年4月9日汇率，1美元≈7.23元人民币。）

**02**

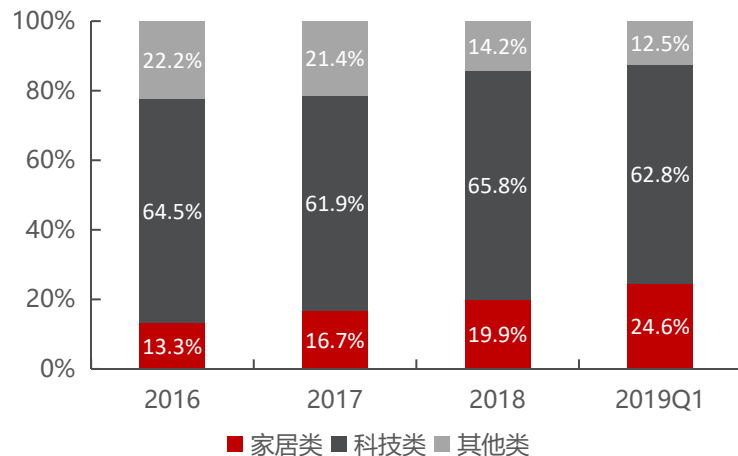
## 转型家居，拥抱大件出海

- 3C转向家居，营业收入不断提升。** 公司曾于2019年拟在A股上市，彼时公司主要从事自主品牌科技消费品的研发、设计和销售，2018年公司家居/科技/其他类产品收入分别为10.1/33.4/7.2亿元，占收入比重为19.9%/65.8%/14.2%。家居类商品占比持续提升，2016-2019年Q1家居类产品占比分别为13.3%/16.7%/19.9%/24.6%；公司逐渐将重心从消费电子类产品转移至家具家居类产品，雇员开支及研发投入减少的同时，模具及工具成本增加，该增加与公司的品牌及产品组合扩张一致。

图表：2016-2019Q1傲基科技各项业务收入（亿元）



图表：2016-2019Q1傲基科技各项业务收入占比（%）

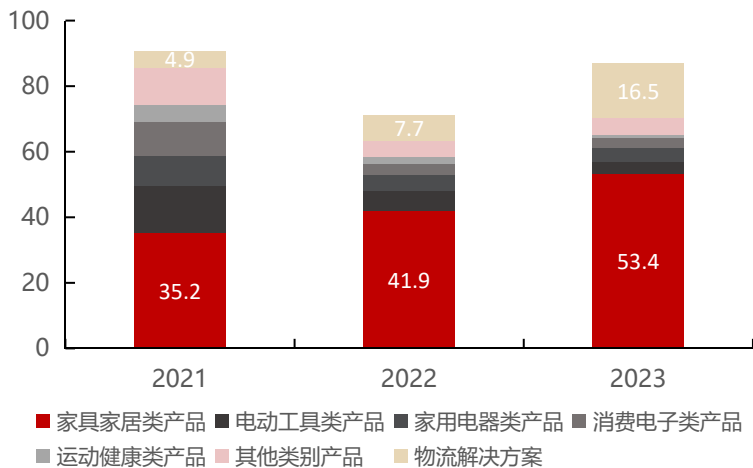


# 02

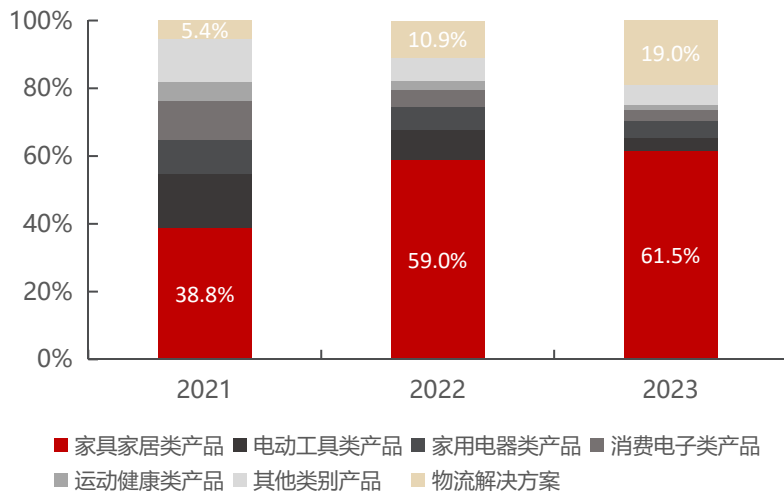
## 3C转型家居，拥抱大件出海趋势

- 家具家居类产品销售已成为主要收入来源，2021-2023年家具家居类产品销售收入分别达35.16/41.87/53.37亿元，占总收入比重分别为38.8%/59.0%/61.5%，其他品类商品销售收入及占比均有所下滑。从2016年至2023年，公司家具家居商品销售收入由2.93亿元增长至53.37亿元，CAGR为51.6%。

图表：2021-2023年傲基科技各项业务收入（亿元）



图表：2021-2023年傲基科技各项业务收入占比（%）

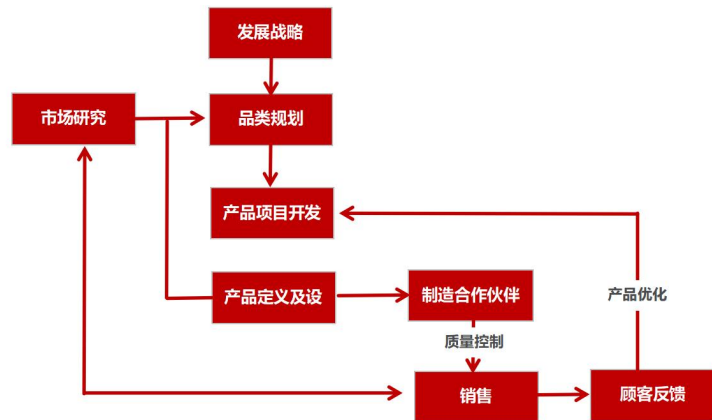


资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

## 产品：聚焦家具大件品，产品重新定义带来降本增效

- 公司实施跨越关键阶段的全周期产品开发管理，包括项目规划、产品创造及订单交付等整个周期。**公司的项目规划采用自下而上和自上而下相结合的方法，以对产品及竞争市场数据的全面研究及分析为基础，并以公司对市场需求的理解为指导。据公司招股书披露，公司的市场洞察系统拥有超过479万个家具产品SKU。
- 数据洞察市场趋势，针对本地消费者需求公司定制化设计。**公司数据洞察及开发团队持续监控及分析新兴技术、设计趋势及消费者情绪，以确保公司的产品保持可持续竞争力。公司融入本土文化等设计元素，与目标市场的消费者产生共鸣，并根据当地气候、生活方式及居民习惯量身定制材料选择及功能设计。此外，公司密切监控国际贸易政策及法规的发展，以确保公司销售的产品合法合规。
- 快速打样，模块化设计以快速针对市场反馈做出优化。**公司的产品开发的特点是快速打样、材料与结构的创新应用、模块化设计以及挑选色彩、材质及表面处理（“CMF”）；这种方法不仅简化了产品开发流程并优化开发周期，亦增强了产品的创新性，提供了灵活性和可定制性，以满足不同市场和消费者的各别需求。公司的开发团队与供应链紧密合作，并在产品开发生命周期中利用消费者反馈机制持续改进产品。

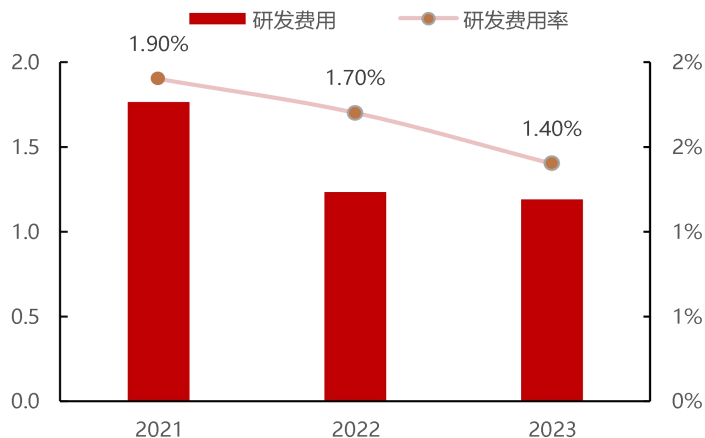
图表：傲基科技产品开发流程



## 产品：聚焦家具大件品，产品重新定义带来降本增效

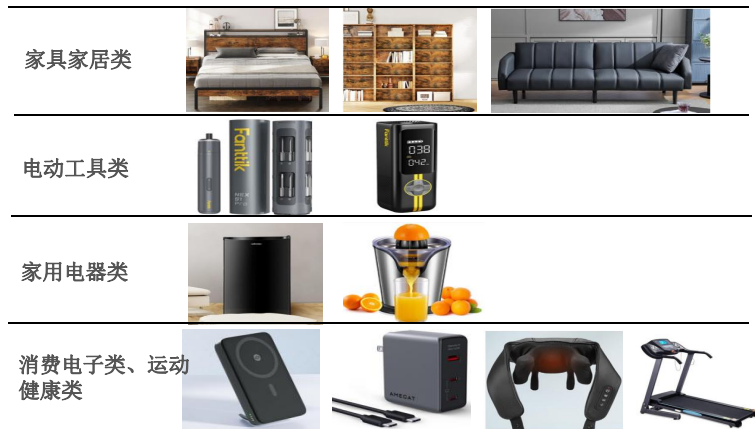
- 持续提升创新能力，公司已获得630项专利。**公司致力于提升产品开发和创新能力，丰富产品组合、满足市场需求，曾荣获iF设计奖、红点奖、广东省省长杯优秀奖及红星奖等68项享誉国际的设计奖项，设立的工业设计创新实验室被认定为国家级工业设计中心和广东省工程技术研究中心。截至2023年，公司共拥有630项专利、180项专利申请以及171项软件著作权。公司研发支出保持稳中有降水平，由于产品重心由消费电子类转向家具家居类，研发人员支出及模具成本有所下降。
- 从设计端考虑物流成本及市场需求。**公司致力于产品开发及创新设计，优化消费者体验并丰富产品组合，满足市场需求。例如，公司更新了床底抽屉的设计，并采用了一种定向轮垫，以解决传统上需要添加多个木板条的常见轮子安装问题。该设计消除对每个抽屉底部的两个板条的需求，降低生产成本，简化生产，使消费者更容易组装床。公司亦改进床的设计，以提高包装效率及降低物流成本，让一个集装箱能容纳更多床。

图表：公司研发费用（亿元）及研发费用率（%）



资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

图表：傲基科技致力于产品开发创新



## 02

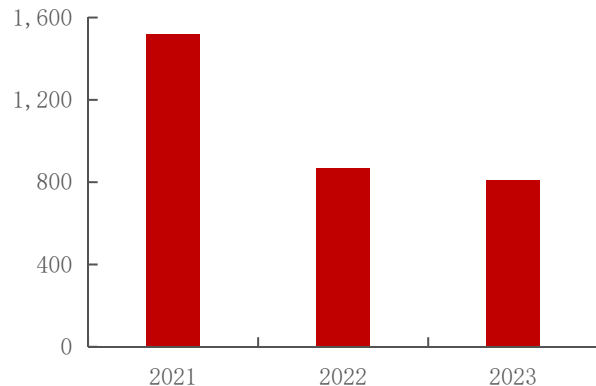
# 供应链：严选OEM供应商以保证产品质量

- 精简供应商公司在供应链管理 & 整合方面拥有广泛经验，能够快速反应，并将产品与不断变化的市场趋势及客户偏好同步化，同时借由使用不同阶段（包括聘请制造合作伙伴进行制造、设计、采购、物流及仓储）间的协同作用维持对成本的控制，通过一套严格的甄选流程选择供应商，以保证产品的质量。公司的大部分供应商为主要在中国提供OEM服务的制造合作伙伴。于2021年、2022年及2023年，公司分别与1,517家、865家及810家制造商合作伙伴合作。

图表：主要供应商列表

供应商	交易金额 (人民币万元)	占总交易 金额百分比 (%)	背景	购买的主要 产品/服务	业务关系开始年 份
供应商A	86140.8	14.8	于美国注册成立，主要提供快递服务。	快递服务	2020年
ARMSTRONGLOGISTICS	30669.6	5.3	于美国注册成立，主要提供物流及运输服务。	物流及运输服务	2020年
德威控股有限公司	18302.1	3.2	于开曼群岛注册成立，主要提供仓储、物流及运输服务。	物流及运输服务	2019年
厦门康瑞清家具有限公司	13170.0	2.3	于中国内地注册成立，注册资本为人民币1,000,000元，主要提供家居家具类产品。	家居家具类	2019年
供应商C	12043.2	2.1	于香港注册成立，主要提供快递服务。	快递服务	2023年

图表：制造商合作伙伴数量 (家)

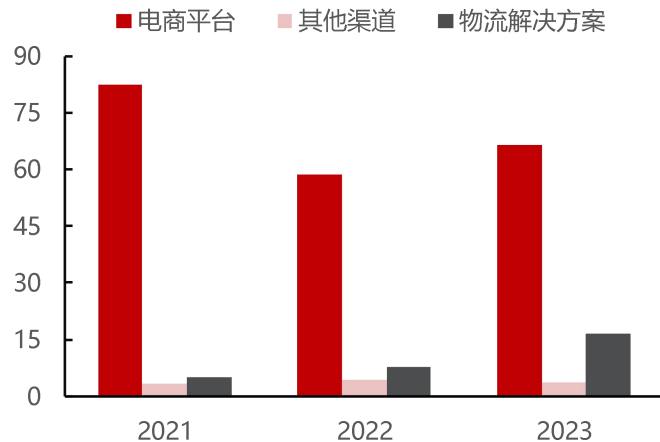


资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

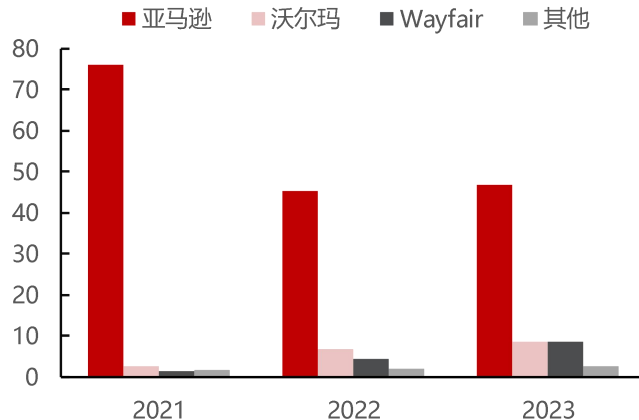
## 渠道：多元拓展，亚马逊依赖性逐年下降

- 夯实家居类产品全球电商市场领先地位，拓展线上线下销售渠道。**公司主要通过亚马逊、沃尔玛等第三方电商平台销售产品，2021-2023年公司第三方电商平台销售收入分别占年总收入的90.8%、82.8%及76.7%，按GMV计算，2023年公司在全球家具家居类B2C电商市场排名第五。公司同时积极拓展其他销售渠道，扩大线下渠道的覆盖范围。此外，公司搭建全球仓储物流网络，为客户提供高效的一站式物流解决方案，2021-2023年物流解决方案贡献收入稳步增长，分别占各年总收入的5.4%、10.9%及19.0%。

图表：按销售渠道划分收入（亿元）



图表：第三方电商平台销售收入（亿元）



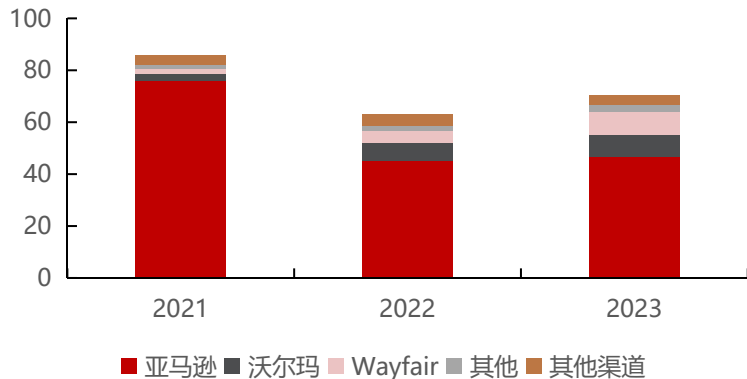
资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

**02**

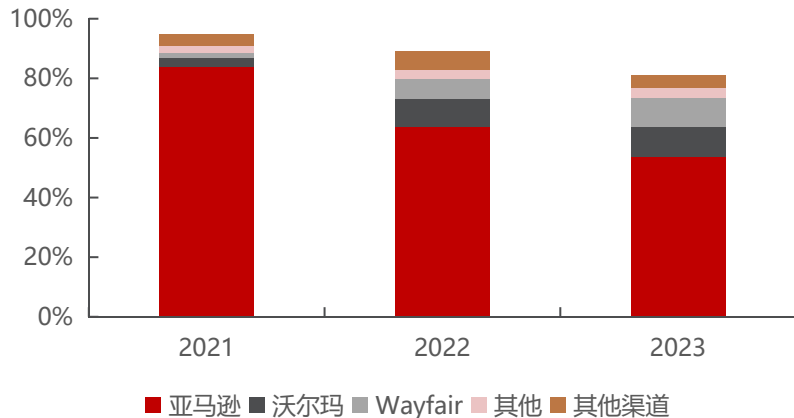
## 渠道：多元拓展，亚马逊依赖性逐年下降

- 多渠道布局，减弱对亚马逊的依赖。**自2021年亚马逊事件后，公司通过亚马逊平台销售商品的金额与占营收比重逐年下降，由2021年76.11亿元占83.9%下降至2023年46.71亿元占76.7%；其他电商平台如沃尔玛、Wayfair的销售收入与占比呈上升趋势，沃尔玛由2021年2.76亿元，占3.0%上升至2023年8.51亿元，占9.8%；Wayfair由2021年1.57亿元，占营业收入1.7%上升至2023年8.72亿元，占10.0%多元分散的销售渠道布局有助于公司规避风险，但截至目前，亚马逊平台仍是公司最主要的销售渠道。

图表：傲基科技各渠道销售商品收入（亿元）



图表：傲基科技各商品渠道销售占公司总收入比重（%）



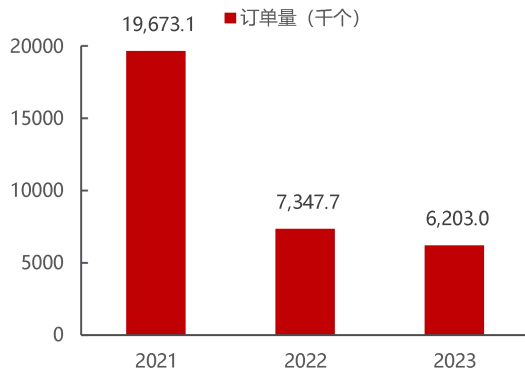
资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

注：(1) 其他包括其他第三方电商平台，如eBay。(2) 其他渠道主要包括线下渠道及自营网站。

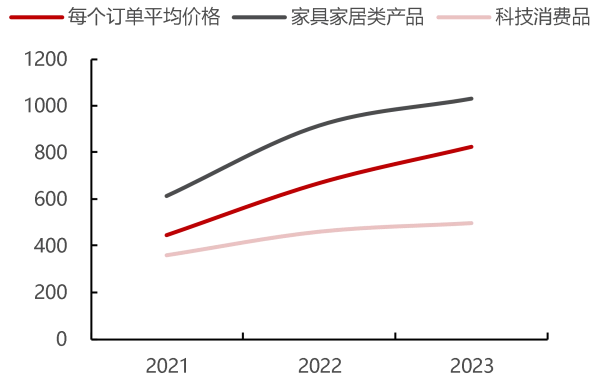
## 02 亚马逊：仍为主要销售平台，公司6个品类在其美国站排名第一

- 亚马逊：量价齐升，多品类独占鳌头。**亚马逊是全球最大的电商平台之一，根据2022年GMV计算亚马逊在全球B2C电商市场占有17.8%的市场份额。公司来自于第三方电商平台的销售收入中亚马逊平台占比最大，**2023年公司6个产品品类在亚马逊美国网站排名第一、10个产品品类市场份额超过10%**。2021年后公司来自亚马逊平台的收入有所减少，原因系2021至2022年部分业务部门使用非官方推广评分被亚马逊平台调查，多个网店被停用或被限制进行销售活动，以及公司近年来积极拓展其他第三方电商平台的覆盖范围所致。得益于公司优秀的质控能力、供应链管理能力和平台退货率呈现逐年下降的趋势。

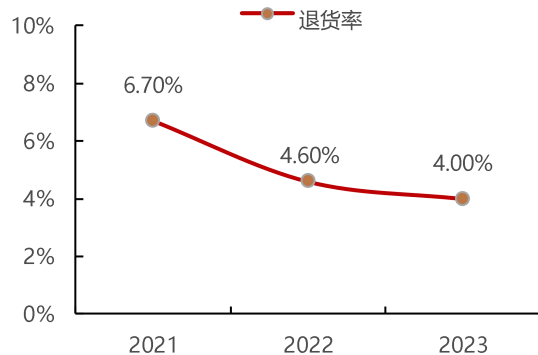
图表：亚马逊平台订单量（千个）



图表：亚马逊平台订单价格（元）



图表：亚马逊平台退货率

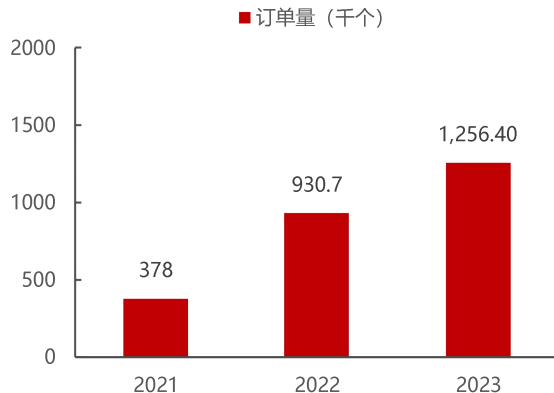
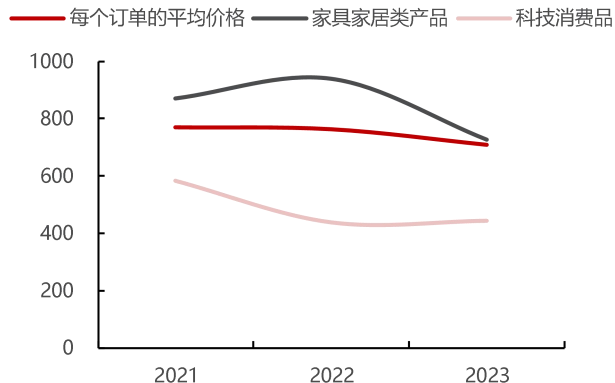
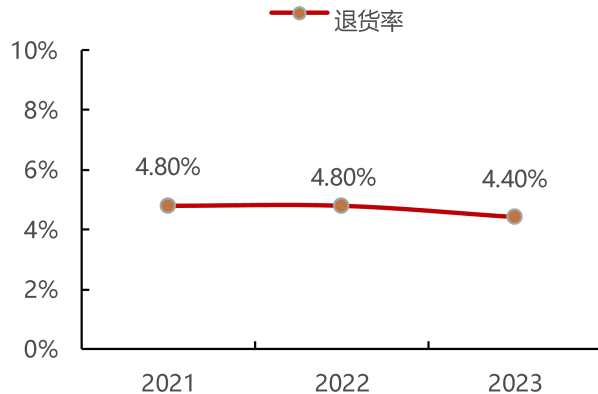


资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

**02**

## 沃尔玛：新兴增长点，单值相对较低

- 沃尔玛：全新增长极，价格带略低于亚马逊。** 沃尔玛作为全球最大的零售商之一在2009年进入电商市场。近年来公司布局其他第三方电商平台以扩大市场覆盖范围，同时为降低亚马逊事件的冲击，来自沃尔玛平台的订单量逐年增长，2021-2023年公司通过沃尔玛平台销售商品的收入分别占总收入的3.0%、9.5%及9.8%。沃尔玛平台订单均价大约为750元，退货率保持4.5%左右的稳定水平。

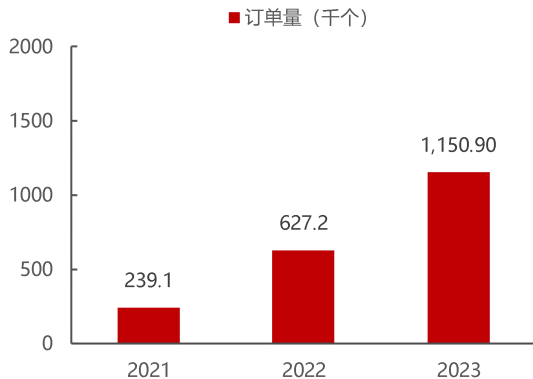
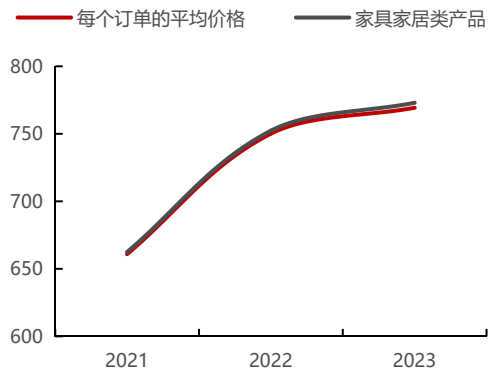
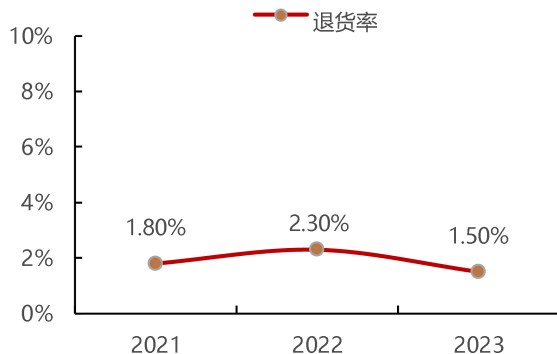
**图表：沃尔玛平台订单量（千个）**

**图表：沃尔玛平台订单价格（元）**

**图表：沃尔玛平台退货率**


资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

**02**

## Wayfair: 专注家具品类, 退货率优于其他平台

- Wayfair: 专业家具销售平台, 退货率优于其他平台。** Wayfair是全球最大的家具家居类产品零售商, 公司主要在Wayfair平台销售家具家居类产品。由于公司近年来拓展其他第三方电商平台, 加之为缓解亚马逊事件的影响优化网店布局, 公司来自Wayfair平台的订单量呈现快速增长的趋势, 2021-2023年通过Wayfair平台销售商品的收入分别占总收入的1.7%、6.5%及10.0%。Wayfair平台订单均价保持上升趋势, 退货率在公司所有第三方电商平台中表现优异, 稳定维持较低水平。

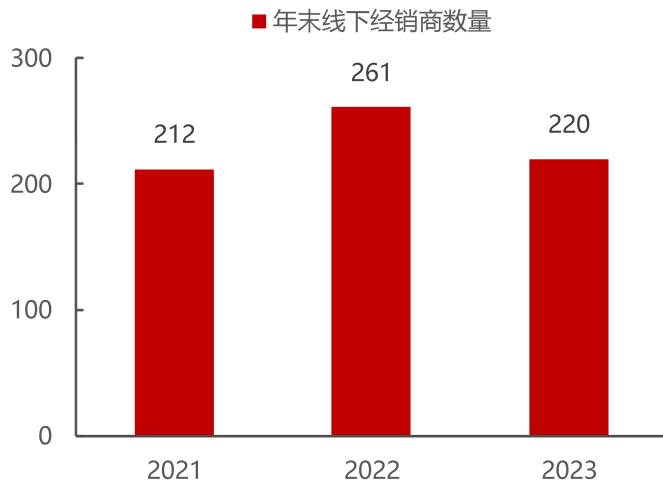
**图表: Wayfair平台订单量 (千个)**

**图表: Wayfair平台订单价格 (元)**

**图表: Wayfair平台退货率**


资料来源: 傲基科技招股说明书, 民生证券研究院

## 积极拓展线下渠道，目前以经销为主

- 公司积极拓展线下经销商、线下直销商和自营网站等其他渠道销售产品，以线下经销商为主。2021-2023年其他渠道销售收入分别占各年总收入的3.8%、6.3%及4.3%。线下经销商对公司强大的线上业务形成有效补充，拓展产品的覆盖范围、更灵活地适应市场需求。2021-2023年公司年末线下经销商数量分别为212名、261名和220名，数量保持相对稳定。

图表：2021至2022年末线下经销商数量（名）



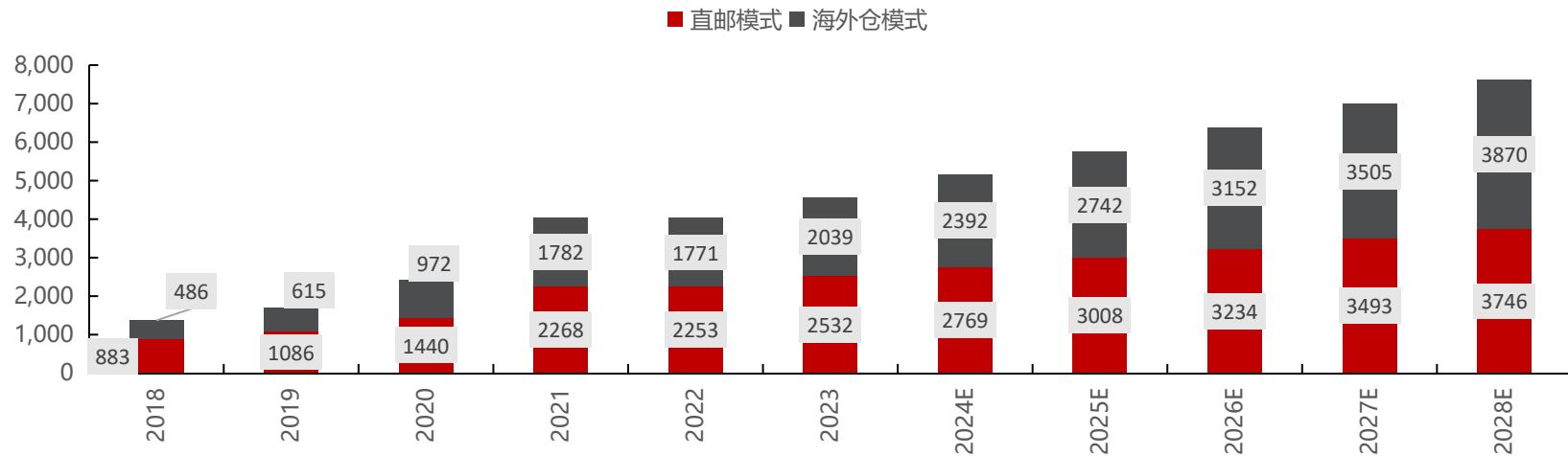
资料来源：微基科技招股说明书，民生证券研究院

# 03. 西邮智仓：专注中大件商品，大幅降低主业成本

## 海外仓B2C物流模式市场规模约为2000亿元

- 疫情影响下，采用海外仓模式的B2C出口电商物流解决方案的收入于2019年至2021年显著增长。然而在2022年，随着从COVID-19疫情消退，线下购物逐渐恢复，采用海外仓模式的B2C出口电商物流解决方案的收入略有下降。此外，2023年受益于电商发展，采用海外仓模式的B2C出口电商物流解决方案的收入达人民币2039亿元，据弗若斯特沙利文等预测将于2028年达人民币3870亿元，2023年至2028年的复合年增长率为13.7%。

图表：中国按服务模式划分的B2C出口电商物流解决方案市场收入（亿元）



资料来源：傲基科技招股说明书，Drewry，ICAO空运报告，波罗的海运价指数，上海集装箱运价指数，弗若斯特沙利文，民生证券研究院

## 03 西邮智仓：专注中大件的电商物流服务商中排名第一

- 中国B2C出口电商物流解决方案市场较为分散，市场参与者超过4,000名，当中部分采用直邮模式及部分采用海外仓模式。以2023年采用海外仓模式的B2C出口电商物流解决方案产生的收入计，中国五大B2C出口电商物流解决方案提供商占比约7.2%。
- 2023年，深圳西邮智仓的收入达约人民币24亿元（扣除集团内公司间对销前），其采用海外仓模式。以2023年采用海外仓模式的B2C出口电商物流解决方案产生的收入计，深圳西邮智仓在中国所有B2C出口电商物流解决方案提供商中排名第四，市场份额约为1.2%。此外，深圳西邮智仓在专注于中大件产品的所有B2C出口电商物流解决方案提供商中排名第一。

据傲基科技招股书披露，2023年中国按海外仓模式产生的收入排名的五大B2C出口电商物流解决方案提供商重，其余4家物流企业信息如下：

- 公司I于2015年创立，为中国领先的出口电商物流解决方案提供商之一，专门从事海外仓储、“头程”国际货运及“尾程”派送服务。其地理覆盖范围主要为美国、欧洲及澳洲。
- 公司J于2004年创立，为中国领先的出口电商物流解决方案提供商，专注于海外仓储、FBA及专线物流。其地理覆盖范围主要为美国、欧洲及亚洲。
- 公司K于2012年创立，为中国领先的出口电商物流提供商之一，提供海外仓储及专线物流。其地理覆盖范围主要为美国、英国、澳大利亚及德国。
- 公司L于2020年创立，为中国知名出口电商物流解决方案提供商，专注于“头程”国际货运及海外仓储。其地理覆盖范围主要为美国、加拿大及德国。

图表：2023年中国按海外仓模式产生的收入排名的五大B2C出口电商物流解决方案提供商

排名	公司	市场份额
1	公司I	2.00%
2	公司J	1.60%
3	公司K	1.50%
4	深圳西邮智仓	1.20%
5	公司L	0.90%
五大		7.20%

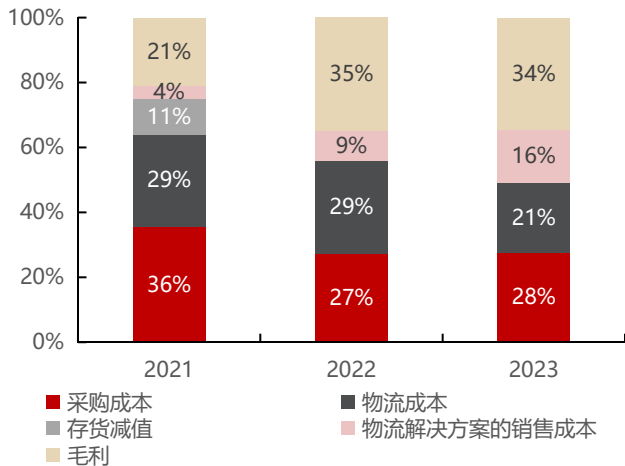
## 西邮智仓：全球设立多级仓储物流网络

- **公司设立了全球多级仓储物流网络**，并开发了专有的物流解决方案管理系统。截至2023年12月31日，公司在美国主要港口城市（包括洛杉矶、休斯顿、新泽西及芝加哥）及欧洲（主要是德国）运营27个海外仓储设施，总建筑面积超过500万平方英尺（约46.45万平米）。公司专有的物流解决方案管理系统包括智能补货及分仓系统、仓库管理系统（“WMS”）、运输管理系统（“TMS”）及订单管理系统（“OMS”），用于管理并优化物流链的所有关键阶段。
- **在B2C出口电商物流解决方案市场，头程海运运费及尾程费用为主要成本**。海运运费由2018年的1357.8美元/FEU升至2023年的2489.1美元/FEU，复合年增长率为12.9%。据傲基科技结合弗若斯特沙利文资料预测，2028年中国海运运费将达到3171.3美元/FEU，2023年至2028年的复合年增长率为5.0%（备注：FEU为集装箱单位）。此外，近年来全球平均尾程配送费用持续增加，导致B2C出口电商物流解决方案提供商的成本不断增加。例如：2018年至2023年，美国的平均尾程配送费用由2018年的每个包裹6.8美元增加至2023年的每个包裹8.5美元，复合年增长率为4.6%。美国的平均尾程配送费用预计于2028年将达到每个包裹10.9美元，2023年至2028年的复合年增长率为5.1%。
- **尾程运费相较FBA低30%**。通过建立一体化供应链，利用数字化管理并借助公司广泛而完善的仓储网络，公司解决中大件物流解决方案中成本高、配送时效长的痛点。**因此，公司能够以较FBA低30%的价格为中大件物流解决方案提供经济高效的替代方案**。2023年，就向深圳西邮智仓下单的中大件产品（如家具）而言，超过95%于下单后24小时内交付予尾程履约服务提供商，根据弗若斯特沙利文的资料，公司代表了行业领先的物流效率。

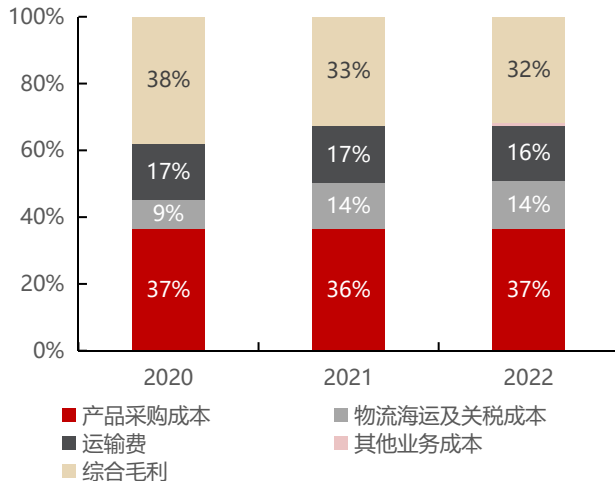
# 03 自建物流网络赋能商品销售业务，物流成本持续下降

公司自建仓储物流网络有效赋能商品销售业务。2023年公司毛利率为29.94%，商品采购/物流成本/存货撇减（减值）/物流解决方案的销售成本分别为23.98/18.61/0.18/14.11亿元，分别占收入的27.6%/21.4%/0.2%/16.3%；物流成本主要包括由海外仓库配送至个人消费者的尾程履约服务成本及将商品从供应商运送至进口口岸的头程国际货运服务成本。竞品致欧科技2020-2022年物流成本（运输+海运及关税）分别约占收入的26%/31%/30%。2021-2023年傲基科技商品销售的物流成本持续下降，该下降主要由头程国际货运服务价格下降以及自有的物流解决方案及仓储能力提升所致。此处物流解决方案的销售成本主要指与深圳西邮智仓相关的储存及仓储成本。

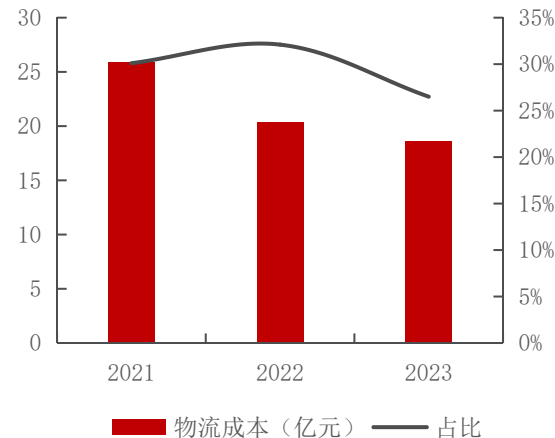
图表：2021-2023年傲基科技各项成本占收入比重



图表：2020-2022年致欧科技各项成本占收入比重



图表：2021-2023年傲基科技物流成本（亿元）及占收入比重（右轴）



资料来源：傲基科技招股说明书，民生证券研究院

# 04. 投资建议

## 04 投资建议

**我们认为仓储物流本地化是跨境电商的中长期发展方向：**前置海外仓可有效提升交付能力（美国专线小包时效约在10-15天，亚马逊FBA对部分商品支持隔日或次日达）；海外仓可高效处理退换货等售后需求。**大件出海趋势与海外仓需求相互促进：**家居家电等中大件商品出海需选择海运+前置海外仓的模式，且尾程运费敏感，使用第三方海外仓或可节省30%以上的尾程运费；我们判断三方仓需求或将持续增长。同时，仓储物流设施的完善进一步使得大件商品出海门槛降低，结合海外电商渗透率不断提升&中国家居家电供应链优势显著，我们判断大件商品出海将保持较高增速。据弗若斯特沙利文预测，2028年全球家具家居类产品市场B2C电商的GMV将达到5885亿美元，2023年至2028年的复合年增长率为12.6%，家具家居类产品有望成为增长最快的品类。

建议关注拟在港交所上市的**傲基科技**，公司作为家居跨境电商头部大卖拥有较高市场地位，其自建物流仓储设施在服务自有商品销售的同时对外营业，有望发展第二成长曲线。推荐拥有本土履约能力的跨境电商家居企业**致欧科技、恒林股份**，建议关注景气度较高的轻工行业出口链企业**匠心家居、松霖科技、建霖家居、嘉益股份、哈尔斯、永艺股份、梦百合**；推荐深度布局跨境物流并专注于中大件商品的**乐歌股份**，建议关注**大健云仓、纵腾集团**。

# 05. 风险提示

## 05 风险提示

- 1) 海外需求不及预期的风险：**海外需求不及预期，导致库存积压以及减值风险。海外仓包括租金、人工、物流在内的单位成本上升，增加仓储成本和资金占用，公司的盈利能力可能受到不利影响。
- 2) 汇率及海运费大幅波动的风险：**汇率波动导致出口成本和海外仓运营成本的不确定性，影响企业的财务规划和利润预测。海运费的大幅波动同样会影响货物的运输成本，影响企业利润空间。
- 3) 行业竞争加剧的风险：**我国跨电商市场及跨境物流市场竞争愈发激烈。若企业不能加大创新力度、针对客户需求提升运营效率并提供定制化服务，则难以保持行业地位。

# THANKS 致谢

## 民生轻工&中小盘研究团队：



**分析师 徐皓亮**

执业证号：S0100522110001

邮件：xuhaoliang@mszq.com

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦32层05单元； 518026

## 分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明:

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐 相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐 相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐 相对基准指数涨幅5%以上
		中性 相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避 相对基准指数跌幅5%以上

## 免责声明:

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。