

Leina Cao
ln.cao@htisec.com

Liting Wang
liting.wang@htisec.com

Hongke Li
hongke.li@htisec.com

Kunyu Liu
ky.liu@htisec.com

东南亚消费产业研究：电商渗透率快速提升的新兴市场

投资要点：

世界第五大零售市场，电商渠道快速增长。（1）从规模看，将东盟整体与其他国家比较，根据 Euromonitor 数据，2023 年东盟零售规模 6482 亿美元，居世界第五位，2015-2023 年 CAGR 为 3.8%，超过世界平均的 3.3%；主要六国零售规模合计达 6285 亿美元，占东盟总量的 97%。2023 年东盟电商零售规模 1240 亿美元，居世界第六位，2015-2023 年复合增速高达 40%，远超过世界平均的 16%；主要六国电商零售规模合计达 1239 亿美元，占东盟总量的 99%，其中印尼占比总量近半数。

（2）从趋势看，2018-23 年东盟整体电商渗透率提升 15pct；分品类看，2023 年东盟主要六国标品（含 3C 数码和家电，下同）/非标品（含服饰和鞋类、美妆个护、配饰、家庭护理，下同）规模各为 134/198 亿美元，渗透率各为 23%/18%，标品/非标品渗透率分别较中国相差 29pct/14pct，仍有较大提升空间；2018-23 年东盟六国整体标品/非标品规模 CAGR 分别为 22%/30%。

从人货场三要素看电商竞争要素：供应链为核心壁垒。（1）发展阶段：费频次及客单价仍有较大提升空间。分阶段看，2016-19 年东盟主要六国电商规模/互联网用户数 CAGR 分别为 45.37%/13.51%；2019-23 年东盟主要六国电商规模 CAGR 34%，其中互联网用户数 2019-22 CAGR 4%，互联网用户渗透率由 2019 年的 55%，提升至 2022 年的 60%。我们认为，未来随人均 GDP 提升&品牌商家供给逐步丰富，用户消费频次及客单价仍有较大提升空间。（2）格局：Shopee 市占率连续四年在东盟主要六国保持第一；TikTok Shop 凭借其流量优势，处于快速增长阶段。（3）竞争要素：消费频次、ARPU 的提升需要依赖供应链带动品类提升、品牌入驻。我们认为，供应链能力成为头部电商平台获取市场份额的关键。

主要平台分析。（1）Shopee：2023 年 SEA 总收入 131 亿美元，其中电商/数字娱乐/数字金融服务分别占比 70%/ 17%/ 14%。2018-23 年电商/数字娱乐/数字金融服务收入 CAGR 分别为 102%/36%/ 174%；根据 Euromonitor 数据，2023 年 Shopee 在东盟主要六国业务规模达 391 亿美元，占东盟主要六国电商零售规模的 32%，是规模最大电商平台，2018-23 CAGR 高达 80%。（2）Lazada：根据 Euromonitor 数据，2023 年 Lazada 在东盟六国业务规模达 180 亿美元，市占率由 2018 年的 19%下降至 2023 年的 15%。根据阿里巴巴财报，2023 财年，Lazada 保持了订单正增长，且持续通过提供更多增值服务来提高变现率，从而使每笔订单亏损同比收窄。（3）TikTok Shop：根据 Euromonitor 数据，2023 年在东盟六国业务规模达 52 亿美元（未包含 Tokopedia），占东盟六国电商零售规模的 4%，2021-23 CAGR 达 203%。2023 年 12 月达成斥资 8.4 亿美元收购 Tokopedia 75%股份协议，双方系统已于 2024 年 3 月完成整合。

风险提示。宏观经济和市场需求波动风险、地缘政治风险等。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

目 录

1. 概况：世界第五大零售市场，电商渠道快速增长	5
1.1 规模：快速成长的新兴市场	5
1.2 趋势：渗透率快速提升，非标品类为主要驱动力	6
2. 人货场三要素看电商竞争要素：供应链为核心壁垒	8
2.1 发展阶段：消费频次及客单价仍有较大提升空间	8
2.2 格局：Shopee 东盟主要六国市占率第一，TikTok Shop 后来居上	9
2.3 竞争要素：供应链为核心壁垒	10
3. 主要平台分析	11
3.1 Shopee	11
3.2 Lazada	13
3.3 Tiktok Shop	15
4. 风险提示	16

图目录

图 1	Shopee 平台产品数量 (百万)	9
图 2	2023-2027 东盟主要六国人均 GDP (万美元)	9
图 3	2018-23 年 SEA 收入构成	12
图 4	SEA 电商业务 NON-GAAP EBITDA (亿美元)	12
图 5	2023 Shopee 东盟主要国家市场规模 (亿美元)	13
图 6	2023 Shopee 东盟主要国家市场份额	13
图 7	2018-23 SEA 电商业务收入 (亿美元) 及同比增速	13
图 8	2018-23 SEA 电商业务 GMV (亿美元) 及同比增速 (%)	13
图 9	FY24 阿里巴巴各项业务营收 (亿元)	14
图 10	FY24 阿里巴巴各项业务经调整 EBITA (亿元)	14
图 11	2023 Lazada 东盟主要国家市场规模 (亿美元)	14
图 12	2023 Lazada 东盟主要国家市场份额	14
图 13	LazMall 品牌商城快速发展	14
图 14	Lazada 物流体系	14
图 15	2023 TikTok 东盟主要国家市场规模 (亿美元)	16
图 16	2023 TikTok 东盟主要国家市场份额 (%)	16

表目录

表 1	东盟和世界主要国家零售及电商市场规模对比.....	5
表 2	东盟主要国家零售渠道占比（2023）.....	5
表 3	东盟主要国家电商渠道对比（2023）.....	6
表 4	东盟主要六国电商市场渗透率(%).....	6
表 5	标品&非标品线上规模（亿美元）.....	7
表 6	标品&非标品线上渗透率（%）.....	7
表 7	2023 细分品类线上渗透率（%）.....	8
表 8	2023 年东盟主要六国&中国物流表现指数（从低到高：1-5 分）.....	9
表 9	东盟主要电商平台.....	10
表 10	2023 年起主要平台推出策略.....	11
表 11	Tiktok Shop 东盟站点佣金方案.....	16

1. 概况：世界第五大零售市场，电商渠道快速增长

1.1 规模：快速成长的新兴市场

世界第五大零售市场，第六大电商零售市场。将东盟视为整体与其他国家比较，根据 Euromonitor 数据，2023 年东盟零售规模 6482 亿美元，约占世界总体的 4%，居世界第五位，仅次于美国、中国、日本和印度，2015-2023 年复合增速 3.8%，超过世界平均的 3.3%；电商零售规模 1240 亿美元，约占世界总体的 3%，居世界第六位，仅次于中国、美国、英国、韩国和日本，2015-2023 年复合增速高达 40%，为世界 TOP10 中最高，远超过世界平均的 16%。

表 1 东盟和世界主要国家零售及电商市场规模对比

零售规模 TOP 10	零售规模 (千亿美元)	世界占比 (%)	零售规模 2015-23 CAGR	电商零售规模 TOP 10	电商零售规模 (千亿美元)	规模占比 (%)	电商零售规模 2015-23 CAGR
美国	43.2	24%	5.1%	中国	13.3	33%	21%
中国	36.7	20%	3.8%	美国	11.9	30%	14%
日本	8.2	5%	-0.6%	英国	1.6	4%	9%
印度	7.6	4%	5.5%	韩国	1.5	4%	16%
东盟	6.5	4%	3.8%	日本	1.3	3%	5%
德国	6.4	4%	2.6%	东盟	1.2	3%	40%
英国	5.7	3%	0.7%	德国	1.0	2%	8%
法国	5.3	3%	1.9%	俄罗斯	0.9	2%	28%
加拿大	4.0	2%	4.0%	印度	0.6	2%	27%
俄罗斯	3.7	2%	1.9%	加拿大	0.6	1%	19%
世界	181.5	100%	3.3%	世界	39.9	100%	16%

资料来源：Euromonitor, HTI

注：东盟测算未包含文莱。

零售市场份额集中在东盟主要六国。根据 Euromonitor 数据，东盟主要六国零售规模合计达 6285 亿美元，占东盟总量的 97%，其中印尼/泰国/新加坡/菲律宾/越南/马来西亚占比各约 30%/19%/5%/16%/19%/9%；其中预计印尼、菲律宾和越南未来增速较快，2023-2028 年预计复合增速均在 10% 以上。渠道方面，印尼电商渠道占比零售总规模的 32%，为六国中最高水平，现代渠道占比仅 30% 相对较弱；泰国，新加坡和马来西亚以现代渠道为主，菲律宾和越南传统和现代渠道相对均衡。

表 2 东盟主要国家零售渠道占比 (2023)

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
零售规模 (亿美元)	1913	1240	295	1013	1263	561
零售规模占东盟总量	30%	19%	5%	16%	19%	9%
2018-23 CAGR	3.5%	3.2%	4.0%	3.2%	5.0%	-0.1%
2023-28E CAGR	11.1%	7.4%	3.7%	10.2%	10.4%	7.7%
传统渠道	37%	9%	4%	38%	37%	6%
现代渠道	30%	68%	79%	52%	48%	73%
电商渠道	32%	21%	15%	9%	14%	11%
其他渠道	1%	2%	2%	1%	1%	10%

资料来源：Euromonitor, HTI

电商零售市场份额集中在东盟主要六国，印尼电商零售规模占东盟总量近半。根据 Euromonitor 数据，东盟主要六国电商零售规模合计达 1239 亿美元，占东盟总量的 99%，其中印尼/泰国/新加坡/菲律宾/越南/马来西亚占比各约 49%/21%/3%/7%/14%/5%；预计 2023-2028 年复合增速各 17%/11%/5%/22%/21%/12%。主要的区域性电商品牌包括 Shopee、Lazada、Tiktok、Amazon、Shein、Zalora 等，深耕单一国家的电商品牌包括印尼的 Tokopedia（后被 Tiktok 收购 75% 股份）和 Bukalapak 等。

表 3 东盟主要国家电商渠道对比（2023）

	印尼	泰国	新加坡	菲律宾	越南	马来西亚
规模（亿美元）	604	265	43	89	174	64
规模占东盟整体	49%	21%	3%	7%	14%	5%
2018-23 CAGR	38%	38%	16%	42%	35%	16%
2023-28E CAGR	17%	11%	5%	22%	21%	12%
市占率 TOP5	Shopee 36%	Shopee 24%	Shopee 26%	Shopee 22%	Shopee 31%	Shopee 38%
	Tokopedia 35%	Lazada 21%	Amazon 14%	Lazada 15%	Lazada 20%	Lazada 21%
	Lazada 9%	Amazon 1%	Lazada 11%	Shein 5%	Tiki 13%	Zalora 5%
	Bukalapak 9%	Lotus's 1%	FairPrice 9%	Zalora 5%	TikTok Shop 7%	TikTok Shop 3%
	TikTok Shop 6%	Shein 1%	App Store 5%	Amazon <1%	Mobile world 4%	Shein 3%
CR5	95%	48%	65%	47%	75%	70%

资料来源：Euromonitor，HTI 测算

注：1. 规模占比测算未包含文莱；2. 品牌不同模式的电商平台加总计算份额。

1.2 趋势：渗透率快速提升，非标品类为主要驱动力

2018-23 年东盟主要六国电商渗透率提升 15pct，其中印尼/泰国/越南各提升 24pct/16pct/10pct。（1）整体来看东盟主要六国：2018-23 年东盟线下/线上零售额 CAGR 分别为 -0.03%/34.93%，电商渗透率由 2018 年 5.2% 显著提升到 2023 年 19.7%，渗透率的提升为电商规模提升的主要驱动力。（2）分国别来看：2023 年印尼/泰国/新加坡/越南/马来西亚/菲律宾各国电商渗透率分别为 32%/21%/15%/14%/11%/9%，分别较 2018 年提升 24pct/16pct/6pct/10pct/6pct/7pct。印尼在东盟主要六国中，电商渗透率的提升最快。

表 4 东盟主要六国电商市场渗透率(%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
印尼	7.4%	10.1%	19.7%	26.8%	29.7%	31.6%	33.5%	35.4%	37.2%	38.8%	40.4%
泰国	5.0%	6.2%	11.0%	17.9%	20.4%	21.4%	23.2%	24.4%	25.2%	25.6%	25.7%
新加坡	8.3%	9.2%	15.3%	15.6%	15.1%	14.6%	14.4%	14.9%	14.9%	15.3%	15.9%
菲律宾	1.7%	2.7%	4.4%	6.4%	7.9%	8.8%	9.8%	10.8%	12.0%	13.3%	14.5%
越南	3.8%	4.5%	7.4%	10.9%	11.9%	13.8%	15.8%	17.4%	18.9%	20.2%	21.4%
马来西亚	5.5%	7.0%	10.5%	12.4%	11.6%	11.4%	11.9%	12.4%	12.8%	13.3%	13.9%
东盟主要六国	5.2%	6.7%	11.6%	16.5%	18.4%	19.7%	21.4%	22.9%	24.2%	25.3%	26.4%
中国	19.9%	22.6%	27.5%	28.7%	35.2%	36.3%	38.1%	39.4%	40.4%	41.3%	42.0%
美国	18.1%	19.7%	24.7%	25.6%	26.2%	27.5%	28.8%	30.1%	31.4%	32.7%	34.0%

资料来源：Euromonitor，HTI

横向对比看，2023 年东盟主要六国整体的标品/非标品规模分别为 134/198 亿美元，渗透率分别为 23%/18%。我们基于 Euromonitor 数据测算了东盟标品/非标品渗透率，其中标品测算包括 3C 数码和家电；非标品测算包括服饰和鞋类、美妆个护、配饰、家庭护理。（1）从整体看：2023 年东盟整体标品/非标品规模分别为 134/198 亿美元，渗透率分别为 23%/18%，中国标品/非标品规模为 1540/2068 亿美元，渗透率分别为 52%/32%。

横向对比看, 标品/非标品渗透率分别相较中国相差 29pct/14pct, 标品仍有较大渗透空间。

(2) 其中细分品类看, 差距比较大的品类主要为美妆个护和家电。2023 东盟主要六国美妆个护和家电渗透率分别为 14%和 17%, 渗透率分别相较于中国相差 30pct/ 36pct, 仍存在进一步提升的空间。

趋势对比看, 非标品类增速更快。(1) 从整体看: 2018-23 年东盟六国整体标品/非标品规模 CAGR 分别为 22%/30%。(2) 具体国家来看: 菲律宾、新加坡、印尼、泰国、越南、马来西亚标品/非标品规模 CAGR 分别达到 29%/36%、26%/21%、25%/31%、25%/31%、19%/31%、11%/26%。

表 5 标品&非标品线上规模 (亿美元)

	标品						非标品					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023
印度尼西亚	14	19	30	38	42	44	17	21	35	47	57	63
马来西亚	12	13	15	20	19	21	8	10	19	19	23	25
菲律宾	5	8	11	15	16	18	6	8	13	17	21	28
泰国	7	8	14	17	19	21	9	12	19	26	30	34
越南	9	10	13	18	20	21	8	10	14	19	26	31
新加坡	3	3	5	6	7	8	6	7	11	13	14	17
东盟六国	50	61	88	113	122	134	54	68	111	140	170	198
中国	1306	1295	1345	1627	1525	1540	1172	1368	1765	2128	1988	2068

资料来源: Euromonitor, HTI

注: (1) 标品测算包括 3C 数码和家电; 非标品测算包括服饰和鞋类、美妆个护、配饰、家庭护理。(2) 东盟六国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡

表 6 标品&非标品线上渗透率 (%)

	标品						非标品					
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2018	2019	2020	2021	2022	2023
印度尼西亚	10%	13%	20%	23%	26%	29%	7%	8%	16%	20%	23%	24%
马来西亚	15%	16%	17%	19%	21%	24%	5%	7%	15%	14%	15%	16%
菲律宾	6%	8%	11%	14%	17%	19%	3%	4%	8%	10%	11%	14%
泰国	6%	7%	12%	15%	18%	20%	4%	5%	9%	12%	14%	15%
越南	9%	9%	12%	15%	17%	19%	7%	8%	11%	16%	20%	23%
新加坡	9%	10%	16%	17%	20%	24%	7%	8%	14%	15%	15%	16%
东盟六国	9%	10%	15%	18%	20%	23%	5%	6%	12%	15%	17%	18%
中国	42%	44%	47%	49%	51%	52%	19%	22%	30%	30%	32%	32%

资料来源: Euromonitor, HTI

注: (1) 标品测算包括 3C 数码和家电; 非标品测算包括服饰和鞋类、美妆个护、配饰、家庭护理。(2) 东盟六国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡

表 7 2023 细分品类线上渗透率 (%)

	服饰和鞋类	美妆个护	3C 数码	家电	配饰	家庭护理	标品	非标品
印度尼西亚	41%	14%	32%	21%	3%	18%	29%	24%
马来西亚	25%	6%	26%	18%	5%	12%	24%	16%
菲律宾	17%	14%	22%	7%	7%	1%	19%	14%
泰国	20%	14%	21%	17%	5%	10%	20%	15%
越南	19%	19%	20%	16%	37%	12%	19%	23%
新加坡	19%	16%	29%	15%	14%	18%	24%	16%
东盟六国	25%	14%	25%	17%	11%	11%	23%	18%
中国	37%	44%	52%	52%	14%	35%	52%	32%

资料来源: Euromonitor, HTI

注: (1) 标品测算包括 3C 数码和家电; 非标品测算包括服饰和鞋类、美妆个护、配饰、家庭护理。(2) 东盟六国包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡

2. 人货场三要素看电商竞争要素: 供应链为核心壁垒

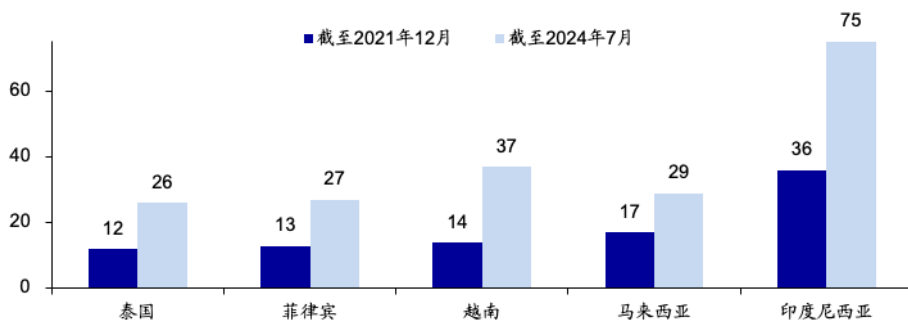
2.1 发展阶段: 消费频次及客单价仍有较大提升空间

复盘东盟主要六国电商发展, 其增长主要由互联网用户渗透率及用户 ARPU 共同驱动。(1) 2016-19 年, 根据 Euromonitor, 东盟主要六国电商规模从 125 亿美元提升至 384 亿美元, 2016-19 CAGR 45.37%, 其中东盟主要六国互联网用户数从 2016 年的 2.2 亿提升至 2019 年的 3.2 亿, 2016-19 CAGR 13.51%, 互联网用户渗透率由 2016 年的 38.8% 提升至 2019 年的 55%。(2) 2019-23 年, 根据 Euromonitor, 东盟主要六国电商规模从 384 亿美元提升至 2023 年的 1239 亿美元, 2019-23 CAGR 34%, 其中东盟主要六国互联网用户数从 2019 年的 3.2 亿提升至 2022 年的 3.6 亿, 对应 2019-22 CAGR 4%, 互联网用户渗透率由 2019 年的 55%, 提升至 2022 年的 60%。

我们认为, 供给侧的不断丰富、履约基础设施的不断完善驱动了东盟主要国家线上消费频次的不断提高。(1) 商家供给侧持续丰富: 以 Shopee 为例, 根据 TMO 与 Shopee, 截止 2024 年 7 月, 东盟主要六国中 Shopee 平台产品数量较 2021 年均提升一倍, 各国产品数均高于 2500 万件, 越南/泰国/印尼/菲律宾/马来西亚在 21/12-24/07 期间产品数 CAGR 分别为 46%/ 35%/ 33%/ 33%/ 23%。(2) 履约设施来看: 根据世界银行物流绩效指数报告, 除印尼外, 2023 年东盟主要六国物流表现较 2018 年均有所提高, 其中新加坡 2023 由 2018 年的第七名提升至 2023 年的第一名。细项得分来看 (1-5 分, 5 分为最高), 2023 年新加坡/泰国/越南/马来西亚/印尼/菲律宾/中国物流时效性分别是 4.3/ 3.5/ 3.3/ 3.7/ 3.3/ 3.9/ 3.7; 物流质量分别是 4.4/ 3.5/ 3.2/ 3.7/ 2.9/ 3.3/ 3.8。在物流时效性与物流质量这两大核心指标上, 东盟主要六国中除印尼和越南外, 其余国家均接近甚至超过中国。

我们认为, 未来随人均 GDP 提升&品牌商家供给逐步丰富, 客单价仍有较大提升空间。(1) 从产品供给的角度, 品牌产品供给逐步丰富。①TikTok Shop: 2023 年底至 2024 年 3 月, TikTok Shop 商城在越南、马来西亚、新加坡、泰国先后上线。TikTok Shop Mall 作为一个专为品牌旗舰店和授权在线零售店打造的特邀频道, 将为消费者提供一系列精选的本地和国际品牌商品。②Shopee: 2017 年 Shopee 成立 Shopee Mall, 这是 Shopee 为品牌卖家提供的一个官方商城, 为消费者提供了一个可以一站式购买国际和本地品牌产品的购物空间。2023 年双十大促期间 Shopee Mall 新卖家单量涨超 15 倍, 高于普通卖家的 10 倍。(2) 客单价有望随人均 GDP 提升而实现增长。根据 IMF 预测, 除发达国家新加坡外, 东盟主要六国人均 GDP 2023-2027 CAGR 位于 4.3%-5.9% 区间。我们认为, 随着东盟地区的经济持续增长、互联网的普及以及电商市场的不断成熟, 客单价有望逐步上升。

图1 Shopee 平台产品数量（百万）



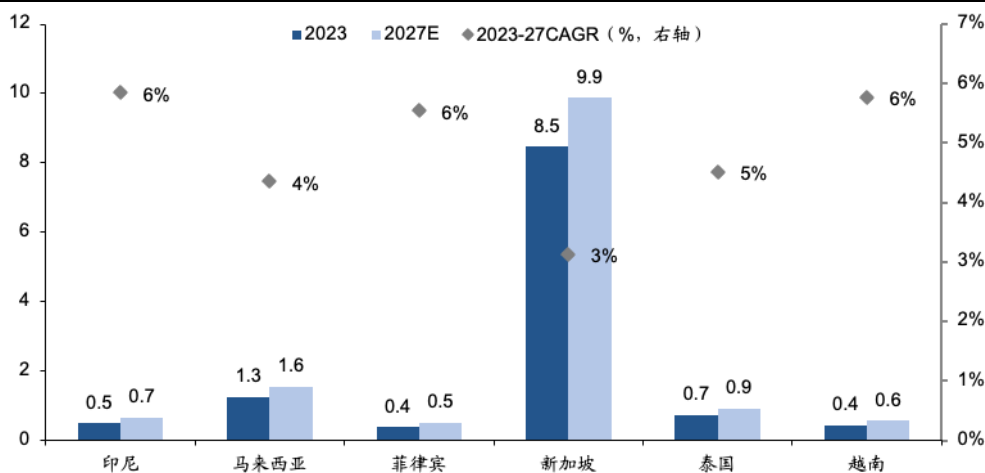
资料来源：TMO, Shopee, HTI
注：TMO 仅披露 2021 年平台产品数，2022 与 2023 年未披露

表 8 2023 年东盟主要六国&中国物流表现指数（从低到高：1-5 分）

国家	2023				2018			
	综合得分	综合排名	物流时效性	物流质量	综合得分	综合排名	物流时效性	物流质量
新加坡	4.3	1	4.3	4.4	4.0	7	4.3	4.1
泰国	3.5	34	3.5	3.5	3.4	32	3.8	3.4
越南	3.3	43	3.3	3.2	3.3	39	3.7	3.4
马来西亚	3.6	26	3.7	3.7	3.2	41	3.5	3.3
印度尼西亚	3.0	61	3.3	2.9	3.2	46	3.7	3.1
菲律宾	3.3	43	3.9	3.3	2.9	60	3.0	2.8
中国	3.7	19	3.7	3.8	3.6	26	3.8	3.6

资料来源：World Bank, HTI

图2 2023-2027 东盟主要六国人均 GDP（万美元）



资料来源：IMF, HTI

2.2 格局：Shopee 东盟主要六国市占率第一，TikTok Shop 后来居上

Shopee 市占率连续四年保持第一，TikTok Shop 后来居上。（1）**市占率**：根据 Euromonitor 数据，2023 年，Shopee、Tokopedia、Lazada、TikTok Shop 市占率在东盟主要六国分别为 32%/17%/15%/4%。Shopee 市占率从 2020 年起连续四年保持第一，且市占率与第二的差距由 2020 年的 6%扩大至 2023 年的 15%，头部地位稳固；Tokopedia 自 2022 年起超越 Lazada 成为东盟电商市场排名第二的参与者。（2）**主要平台电商增速趋势**：根据 Euromonitor 数据，2023 年 Shopee、Tokopedia、Lazada、TikTok Shop 规模同比 16%

/ 16% / 12% / 72%，2021-23 CAGR 分别为 17% / 22% / 9% / 203%。我们认为，TikTok Shop 凭借其流量优势，利用短视频和直播带货的形式，打造了一个全新的社交电商模式，仍处于快速增长阶段。

Shopee 已经形成较强的双边网络效应。Shopee 注重本地化运营，与当地商家深度合作，提供给用户丰富的商品选择和优质的购物体验，稳坐东盟地区电商龙头。(1) 从需求侧看：Shopee 在东盟市场的流量最大。根据 TMO Group 《2024 东南亚电子商务市场洞察》统计的东盟主要五国（印尼、马来西亚、泰国、越南、菲律宾）数据，24Q2-24Q5，Shopee 月访问量为 5.6 亿，远超于 Lazada（1.4 亿）和由 Tiktok Shop 控股的 Tokopedia（1.1 亿）。(2) 从商家供给看：以越南市场为例，根据搜狐网援引 YouNet ECI 发布的 2024 年 Q1 电商平台收入报告，Shopee、TikTok Shop、Lazada、Tiki 共计约有 509000 名卖家，其中 Shopee 占据拥有 262000 名卖家；且 Shopee 卖家的平均收入达到 2.22 亿越南盾远高于 TikTok Shop 的 1.51 亿越南盾，Lazada 的 5400 万越南盾。

表 9 东盟主要电商平台

	Shopee	Lazada	TikTok Shop
成立时间	2015 年	2012 年	2017 年
电商模式	货架电商	货架电商	社交电商
品牌战略/优势	重视本地化运营，与当地商家深度合作	重视品牌，定位相对高端	具备流量优势，实现“内容+货架”双驱动
东盟主要五国月访问量 (24Q2-24Q4)	5.6 亿	1.4 亿	1.1 亿
1Q24 平台卖家平均收入 (亿越南盾)	2.22	0.54	1.51

资料来源：TMO Group, Shopee, Lazada, Tiktok Shop, 搜狐网援引 YouNet ECI, HTI

注：1、东盟五国指印尼、泰国、越南、菲律宾和马来西亚；2、TikTok Shop 在东盟主要五国月访问量数据包括 Tokopedia

2.3 竞争要素：供应链为核心壁垒

消费频次、ARPU 的提升需要依赖供应链带动品类提升、品牌入驻。我们梳理了 2023 年以来头部电商平台在东盟区域的主要举措，我们认为，供应链能力成为头部电商平台获取市场份额的关键。

Shopee: (1) 开启本地化履约新篇章：根据亿邦动力新闻，2023 年 4 月，Shopee 中国跨境商务及生态负责人 Justin 宣布 Shopee 本地化履约项目（简称 LFF）正式启动。本地化履约帮助卖家在当地仓库备货发货，从而提高履约效率和时效，降低物流成本，获得更大的竞争力。(2) 入局全托管模式：根据亿邦动力，2023 年 7 月 Shopee 官宣“全托管方案”。全托管店铺已在菲律宾、巴西、泰国、越南、新加坡、马来西亚、墨西哥、智利、哥伦比亚九大市场开启。(3) 上线三方仓一店多运 (PFF) 模式：根据雨果跨境，为帮助中国卖家高效管理店铺、节省运营成本、提高店铺转化，Shopee 于 2023 年 12 月 19 日开启三方仓一店多运 (PFF) 新模式。在该模式下，一个 PFF 店铺可以同时拥有一个跨境库存和一个海外本土库存，PFF 店铺下优先从本地库存发货，本地库存消耗为 0 时订单路由会转到跨境库存，但是订单生成后无法更改仓库发货地。这种模式有助于优先使用本地库存，显著缩短配送时间。通过优化库存位置来确保消费者能够以最快的速度接收到产品。

TikTok Shop: (1) 开放食品类目的入驻申请：根据 TikTok Shop 官方公众号，2023 年 1 月，TikTok Shop 宣布开放食品类目的入驻申请，支持中国大陆公司和中国香港公司主体申请，目前开放的品类包含零食、方便速食等。首批开放国家包括越南、菲律宾、马来西亚、泰国和新加坡。(2) 全面布局品牌商城：根据电商报，2023 年底至 2024 年 3 月，TikTok Shop 商城在越南、马来西亚、新加坡、泰国先后上线。TikTok Shop Mall 作为一个专为品牌旗舰店和授权在线零售店打造的特邀频道，将为消费者提供一系列精选的本地和国际品牌商品。对于卖家而言，加入 TikTok Shop Mall 获得 Distinguished Mall 标签，

意味着他们将在商店选项中脱颖而出，提高品牌知名度和曝光度，将有助于卖家进一步打开消费市场，实现品牌价值的最大化。(3) 探索本地生活业务：TikTok 仍在不断探索海外新业务模式，2024 年 7 月，据 36 氪报道，TikTok 正在海外试水本地生活业务，首站是东盟地区，目前业务已在印尼和泰国开启。

Lazada: (1) 入局全托管模式：根据亿邦动力，2023 年 4 月，Lazada 推出“全托管”模式，成为第一个在东盟地区推出此项业务的电商平台。(2) 在印尼推出新服务 QOD(QRIS on Delivery)：根据雨果跨境，2023 年 5 月，Lazada 在印尼推出的新服务 QOD (QRIS on Delivery)，旨在通过提升支付体验来增加用户粘性，为货到付款的消费者提供数字钱包或手机银行支付选择，优化收货体验并减少现金不足导致的支付失败。(3) 推出 JIT (Just-In-Time) 模式：根据网经社，2023 年 7 月，Lazada 推出 JIT 模式，允许卖家在自有仓库或采用一件代发的方式进行备货，只要满足平台发货时效的要求即可。JIT 模式为平台和卖家带来双赢，既可以减轻多品类卖家备货压力，又可以提升产品多样性，增强平台竞争优势。

表 10 2023 年起主要平台推出策略

电商平台	时间	事件
Shopee	2023 年 4 月	Shopee 本地化履约项目 (LFF) 正式启动。
	2023 年 7 月	Shopee 官宣“全托管方案”。
	2023 年 12 月	Shopee 开启三方仓一店多运 (PFF) 新模式。
TikTok Shop	2023 年 1 月	TikTok Shop 开放食品类目的入驻申请。
	2023 年底至 2024 年 3 月	TikTok Shop 商城陆续在越南、马来西亚、新加坡、泰国上线。
	2024 年 7 月	TikTok 在海外试水本地生活业务，首站是东盟地区。
Lazada	2023 年 4 月	Lazada 推出“全托管”模式。
	2023 年 5 月	Lazada 在印尼推出新服务 QOD (QRIS on Delivery)。
	2023 年 7 月	Lazada 推出 JIT (Just-In-Time) 模式。

资料来源：亿邦动力，雨果跨境，TikTok Shop 跨境电商公众号，电商报，36 氪，网经社，HTI 整理

3. 主要平台分析

3.1 Shopee

Shopee 概况：互联网龙头 SEA 旗下电商业务，2023 年贡献 SEA 70% 收入。(1) 集团收入：Shopee 属美股上市公司 Sea Ltd. (除 Shopee 外，核心业务还包括游戏业务 Garena 和数字金融业务 SeaMoney) 旗下，2023 年 SEA 总收入 131 亿美元，其中电商/数字娱乐/数字金融服务分别占比 70%/17%/14%。2018-23 年电商/数字娱乐/数字金融服务收入 CAGR 分别为 102%/36%/174%，电商和数字金融服务业务为 SEA 的主要收入驱动力。(2) 利润：2023 年 SEA 总 Non-GAAP EBITDA 为 12 亿美元，其中电商/数字娱乐/数字金融服务分别为 -2/9/6 亿美元，数字娱乐业务高盈利能力持续为亏损业务提供支撑。2018-23 年来，电商业务 Non-GAAP EBITDA 利润率由 -31.9% 提升至 -2%，电商业务的盈利能力持续改善。

2018-23 年 SEA 电商业务 GMV CAGR 50%；GMV 变现率由 2022 年的 8.4% 增长至 2023 年的 10%。(1) SEA 电商业务收入&GMV：根据 SEA 财报，2023 年 SEA 电商业务收入达

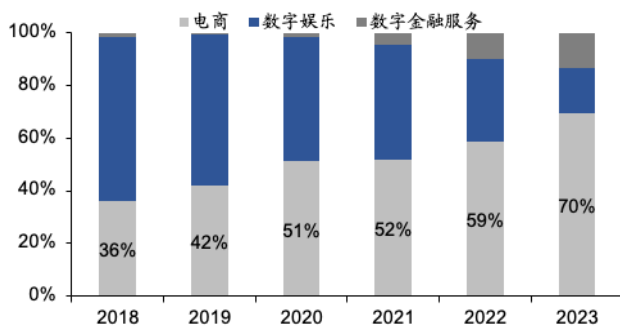
到 90 亿美元，同比增长 23%，2018-23 CAGR 达到 102%。GMV 方面，2023 年 SEA 电商业务的 GMV 为 785 亿美元，同比增长 7%，2018-23 CAGR 达到 50%。（2）**GMV 变现率**：GMV 变现率（电商服务收入/GMV）由 2022 年的 8.4% 增长至 2023 年的 10%，同比提升了 1.6pct，我们认为或因 Shopee 对平台卖家的佣金费率和新卖家的政策调整所导致。据电商报信息，以马来西亚站点为例，Shopee 从 2023 年 1 月 1 日起将生成的订单平台佣金费率从 6.36% 上调至 7.42%。

2023 年在东盟主要六国业务规模占东盟电商零售额 32%，为规模最大平台。根据 Euromonitor 数据，2023 年 Shopee 在东盟主要六国业务规模达 391 亿美元，占东盟主要六国电商零售规模的 32%，是规模最大电商平台，2018-23 CAGR 高达 80%。2023 年，Shopee 的市场份额在东盟六个主要国家均处于第一，其规模在印尼/泰国/越南/马来西亚/菲律宾/新加坡分别为 219/64/52/25/19/11 亿美元，占比分别为 36%/24%/30%/38%/22%/26%。

从商家侧看，自建物流降低商家运营成本，推出升级版“全”“免”计划鼓励新卖家入驻，商家生态不断繁荣。（1）**物流体系**：Shopee 自建的物流履约体系 SLS（Shopee Logistics Service）为卖家和消费者提供了高效且节约成本的物流解决方案。据 Shopee 官网信息，其物流服务的配送价格比市场价低约 30%。根据东南亚卖家导航数据，东盟主要国家的物流标准渠道时效（转运仓入库到尾程第一次尝试派送的时效或到达门市、自提点、自提柜的参考时效）基本在 5-15 天。（2）**佣金政策**：为鼓励新卖家入驻，根据 Shopee 官网新闻，2024 年 Shopee 推出新卖家“全”“免”计划升级版。“全”即全面开放十大首站；“免”即推出十项免费激励，包括前 3 个月免保证金、最高 3 个月免佣金、60 美金广告金免费送等新卖家入驻福利。通过一站式指导帮助中国跨境卖家无忧出海，大力扶持新卖家的入驻。

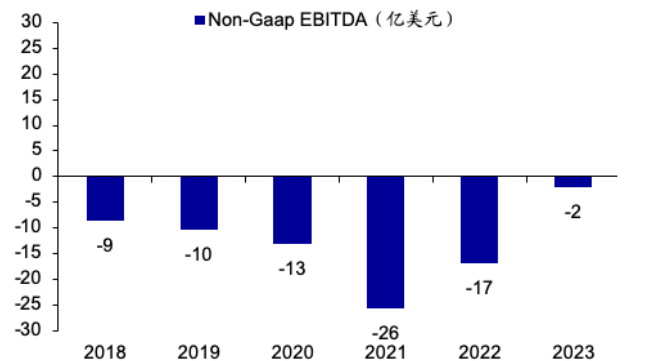
从用户侧看，Shopee 在 2023 年东盟地区购物类 App 总下载量第一，选品和营销充分贯彻本地化策略。（1）**用户端**：根据 Shopee 官网援引权威移动数据分析平台 data.ai，2023 年东盟地区购物类 App 中，Shopee 总下载量位列第一。同时，Shopee 品牌影响力广泛，入榜 Kantar BrandZ 东盟地区最具价值零售品牌第一。（2）**选品和营销**：Shopee 充分贯彻本地化策略，根据不同国家的文化特色和消费喜好，推出有当地特色的产品和推广活动。以马来西亚站点为例，Shopee 会在斋月对马来西亚站点的全品类推出促销活动，促进单量的增长。

图3 2018-23 年 SEA 收入构成



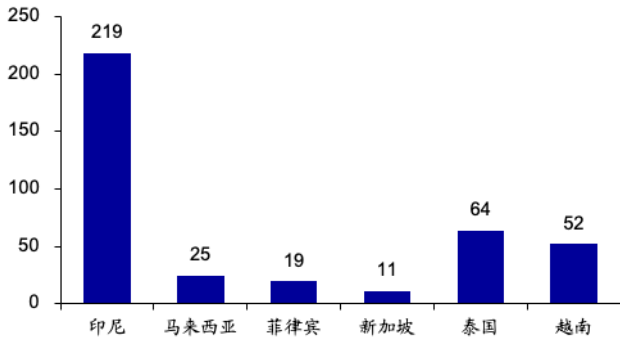
资料来源：Bloomberg, HTI

图4 SEA 电商业务 NON-GAAP EBITDA (亿美元)



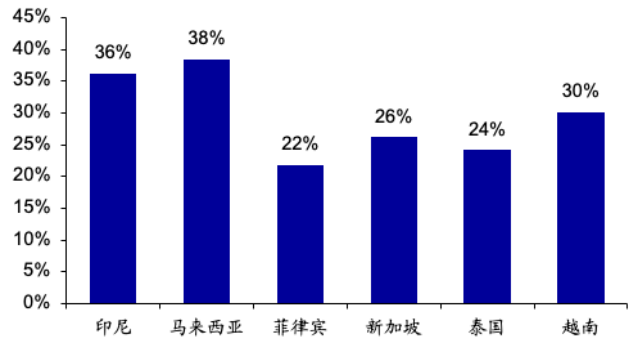
资料来源：Bloomberg, HTI

图5 2023 Shopee 东盟主要国家市场规模 (亿美元)



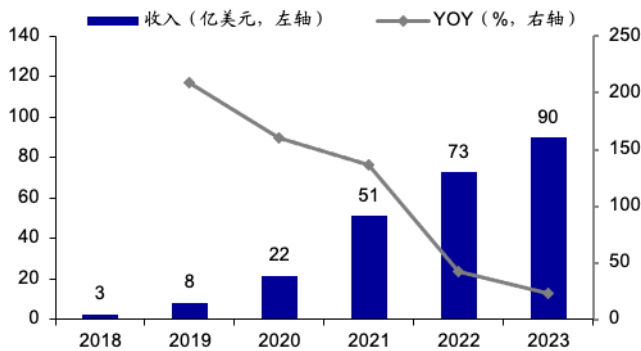
资料来源: Euromonitor, HTI

图6 2023 Shopee 东盟主要国家市场份额



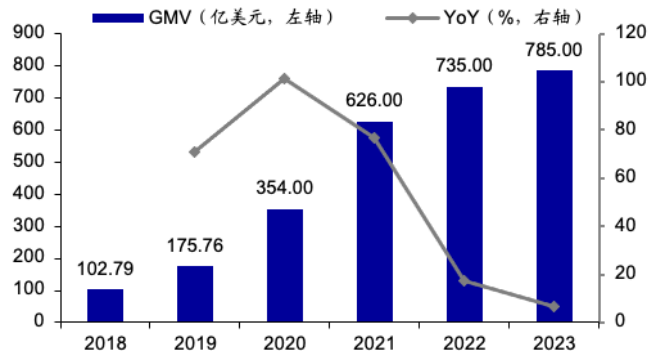
资料来源: Euromonitor, HTI

图7 2018-23 SEA 电商业务收入 (亿美元) 及同比增速



资料来源: Bloomberg, HTI

图8 2018-23 SEA 电商业务 GMV (亿美元) 及同比增速 (%)



资料来源: Bloomberg, HTI

3.2 Lazada

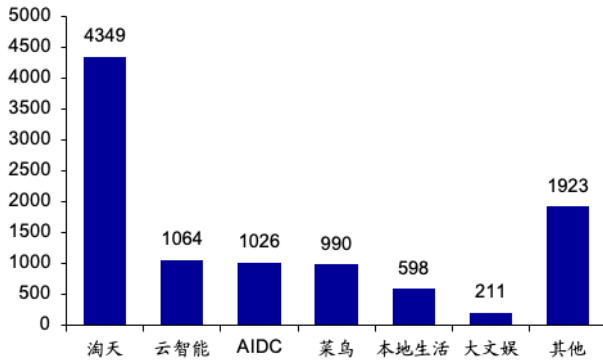
Lazada 概况: 归属于阿里巴巴 AIDC 分部。24FY AIDC 收入 1026 亿元, 占比集团总营收的 10%; 经调整 EBITA 占比集团-5%。(1) 业绩: 2024 财年, Lazada 所属的阿里国际数字商业集团 (包括速卖通、Trendyol、Lazada、Daraz 和 Miravia 等) 收入 1026 亿元同比增 46%, 占比集团总营收的 10%; 经调整 EBITA -80 亿元, 占比集团总经调整 EBITA-5%; AIDC 分部经调整 EBITA 利润率-8%, 较 23FY 下降 1pct。(2) 持续优化 LAZADA 盈利能力: 根据阿里巴巴财报, 2023 财年, Lazada 保持了订单正增长, 且持续通过提供更多增值服务来提高变现率, 从而使每笔订单亏损同比收窄。

2023 年 LAZADA 在东盟六国业务规模占东盟电商零售规模的 15%, 市占率由 2018 年的 19% 下降至 2023 年的 15%。(1) 整体: 根据 Euromonitor 数据, 2023 年 Lazada 在东盟六国业务规模达 180 亿美元, 市占率由 2018 年的 19% 下降至 2023 年的 15%。(2) 分地区: 2023 年 LAZADA 电商规模在印尼/ 泰国/ 越南/ 马来西亚/ 菲律宾/ 新加坡分别为 56/ 56/ 36/ 14/ 13/ 5 亿美元, 市占率分别为 9%/ 21%/ 21%/ 21%/ 15%/ 11%, 市占率相较于 2018 年分别变动 1.7pct/ -32.3pct/ 10.4pct/ 2.2pct/ 0.3pct/ -5.4pct。2023 年市场份额在泰国、菲律宾、越南、马来西亚排名第二, 在印尼和新加坡排名第三。

履约侧持续提高配送时效, 产品侧推行品牌化战略。(1) 履约侧: 根据 Lazada 官网, 其在东盟六国的 17 座城市已经建立了至少 30 个仓库和“最后一公里”配送中心, 同时在这些国家建立了超过 3000 个自提点; 在配送效率方面, Lazada 海外仓的 90% 以上订单能够实现 1-3 天内送达; 中心仓的 99.5% 订单能够在 24 小时内出库, 平均送达时间为 5-9 天; 国内直邮订单的平均送达时间则为 7-8 天。(2) 产品侧: Lazada 的产品策略倾向于品牌商家, 其品牌策略风格与国内的天猫相似, 更适合做品牌。2018 年, Lazada 推出品牌商城 LazMall。LazMall 担保绝无假冒伪劣产品, 确保消费者在 LazMall 能买到 100% 正品并且享有 15 天退换货保障以及次日达的配送服务, 增强消费者对 LazMall 的信任度,

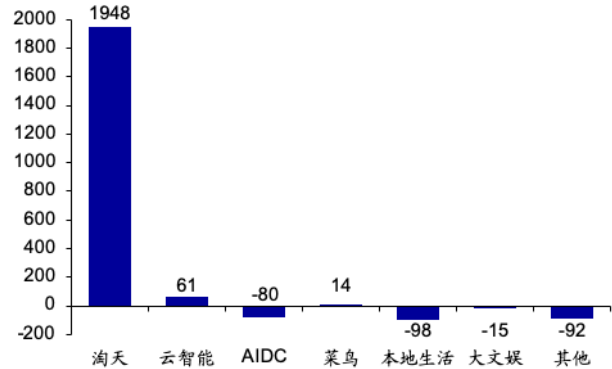
使得入驻的品牌也能因此获益。LazMall的商家享有专属标识，品牌频道流量曝光，专享营销解决方案及专属资源对接，同时其首页面拥有更高的曝光率和搜索排名。根据Lazada官网信息，LazMall已经成为东盟地区最大的线上品牌商城。2019-2022年，LazMall的月活跃买家数量实现了超过350%的增长，截至2023年7月各店铺会员总数已超过1300万。

图9 FY24 阿里巴巴各项业务营收 (亿元)



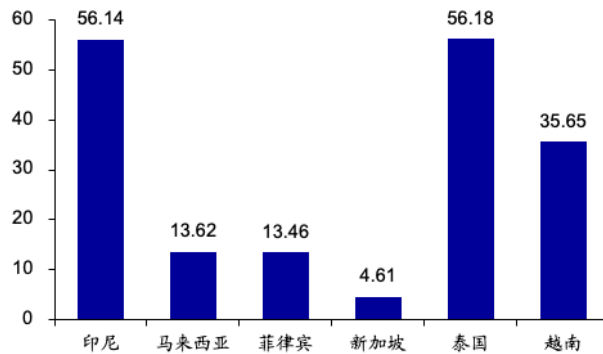
资料来源: Bloomberg, HTI

图10 FY24 阿里巴巴各项业务经调整EBITA (亿元)



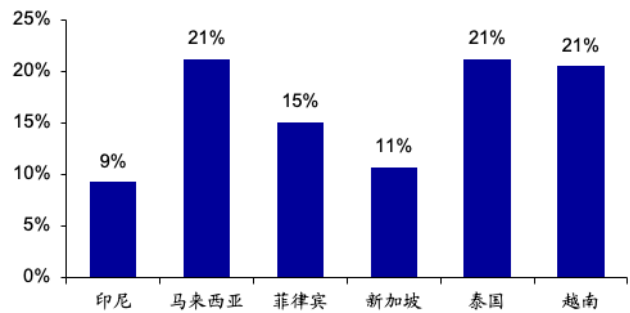
资料来源: Bloomberg, HTI

图11 2023 Lazada 东盟主要国家市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, HTI

图12 2023 Lazada 东盟主要国家市场份额



资料来源: Euromonitor, HTI

图13 LazMall 品牌商城快速发展



资料来源: Lazada 官网, HTI

图14 Lazada 物流体系



资料来源: Lazada 官网, HTI

3.3 Tiktok Shop

TikTok Shop 发展历程：多区域、多模式探索，持续推进全球化布局。

(1) **电商初期探索**：2020 年，TikTok Shop 与独立站建站平台 Shopify 达成战略合作，为平台卖家提供在 TikTok 上投放广告的业务。2020 年 12 月，TikTok Shop 与沃尔玛宣布展开直播带货合作，这是 TikTok Shop 首次直播带货尝试。

(2) **推出半闭环电商业务，布局东盟市场**：2021 年 2 月，TikTok Shop 在印尼上线，开启了进军东盟地区电商的第一站；同年 4 月推出英国小店，进一步拓展 TikTok Shop 在全球范围内的商业合作和市场覆盖。2021 年 8 月，TikTok Shop 与 Shopify 达成合作伙伴关系，标志着半闭环电商的首次落地。2022 年 4 月 TikTok Shop 正式上线泰国、越南、马来西亚、及菲律宾站点的跨境电商业务。

(3) **陆续推出 TikTok Shop 商城及全托管模式，积极推进全球化布局**：2023 年 2 月起，在泰国、菲律宾等东盟国家正式上线 TikTok Shop 商城，开启“内容+货架”双驱动模式。同年 5 月 TikTok Shop 上线全托管模式，目前已经开放美国、英国、沙特三个站点。2023 年 9 月，TikTok Shop 正式入驻美国；2024 年 2 月，TikTok Shop 已经上线了半闭环挂车账号，目前内测上线国家包括德国、法国、西班牙、意大利、加拿大、澳大利亚、日本和韩国。

(4) **受印尼政府禁令影响关停印尼电商业务，控股 Tokopedia 重返印尼市场**：2023 年 10 月，受印尼政府禁令影响，TikTok Shop 停止了其电商业务，并于同年 12 月达成斥资 8.4 亿美元收购 Tokopedia 75% 股份的协议，双方系统已于 2024 年 3 月完成整合，共同构建全新的商业实体——Shop Tokopedia，标志着 TikTok Shop 在印尼的电商业务将全面融入 Tokopedia 的运营体系。

东盟地区为 TikTok Shop 主战场，2021-23 业务规模 CAGR 达 203%，为东盟主要六国中增速最快电商平台。从市占率角度来看，根据 Euromonitor 数据，2023 年在东盟六国业务规模达 52 亿美元（未包含 Tokopedia），占东盟六国电商零售规模的 4%，2021-23 CAGR 达 203%，为东盟六国中增速最快的电商平台。其规模在印尼/越南/马来西亚/新加坡分别为 38/ 12/ 2/ 1 亿美元，占比分别为 6%/ 7%/ 3%/ 1%。市场份额在马来西亚和越南排名第四，在印尼排名第五。

从商家侧看，官方认证海外仓上线助力用户下单转化率提升，低佣金率吸引商家入驻。

(1) **物流**：2023 年 3 月，据 Tiktok Shop 公众号消息，TikTok Shop 东盟地区官方认证海外仓上线，这是跨境物流的新升级。升级后 Tiktok Shop 在东盟地区市场的销售类型分为跨境销售和海外仓销售两种。相较于跨境销售模式，海外仓具备更快更稳定的物流时效。据官方公众号数据，**跨境发货物流时效大概是海外仓发货的 2.5 倍**。此外，海外仓促进整体用户下单转化率（用户支付订单数/商品展示 PV）的提升，官方公众号数据指出相较于跨境发货的商品，**海外仓用户下单转化率明显提升 1.5 倍**。

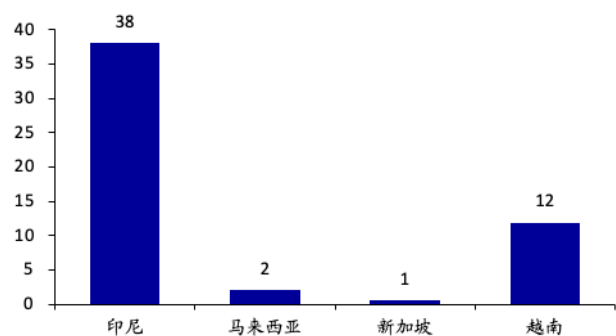
(2) **佣金**：根据 TikTok Shop 官网信息，2024 年 1 月起，TikTok Shop 在东盟五国站点陆续上调佣金，调整前佣金率在 0%-5% 区间，上调后佣金率在 2%-7% 区间。尽管佣金率有所上调，相较于其他主流电商平台，其佣金率仍然偏低。以泰国站点为例，据 TikTok Shop 泰国站消息，自 2024 年 9 月 1 日（当地时间）起，TikTok Shop 将调整除电子产品以外所有类目佣金，上调后佣金率在 4%-5%。2024 年 7 月 Shopee 泰国站同样发布上调佣金公告，上调后佣金率最高到 9%。在各平台都上调佣金率的情况下，TikTok Shop 佣金率仍占优。

从用户侧看，TikTok Shop 凭借流量优势实现用户快速增长，在印尼控股 Tokopedia 加强用户扩协同。

(1) **流量优势**：根据 TikTok 官方数据，截至 2023 年二季度，TikTok 在东盟主要六国的月活跃用户总数达到 3.25 亿。而东盟主要六国人口总数 6.1 亿（取世界银行 2023 年统计数据），**TikTok 月活跃用户约占总人口 54%**。

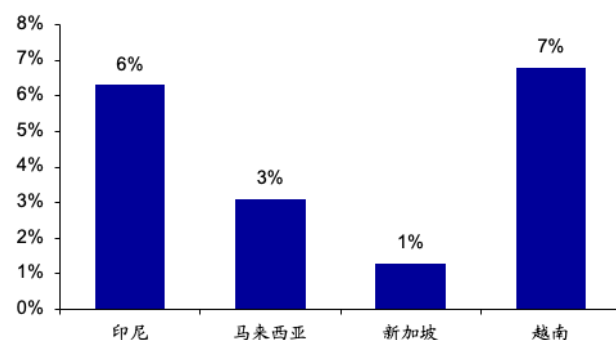
(2) **印尼市场与 Tokopedia 整合有望进一步提高印尼市场占有率**：2024 年 4 月，印尼 TikTok Shop 与 Tokopedia 已正式完成合并。根据 Goto 官网 2023 年 12 月发布的《Investor Update》，Tokopedia 月活用户约有 1800 万，TikTok Shop 在印尼的月活用户数为 1.25 亿；Tokopedia 的用户倾向于计划性购物，并倾向于使用多样的支付方式购买电子产品、日常消费品和家居用品。而 TikTok Shop 的用户则更倾向于通过直播进行冲动购物，且偏爱货到付款，主要关注的是时尚和美容护理产品。两者的用户基础具有不同的特征和消费习惯，这种差异性使得合并后的平台能够互补，从而吸引更广泛的消费者群体，进一步增加在印尼市场的份额和用户黏性。

图15 2023 TikTok 东盟主要国家市场规模 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, HTI

图16 2023 TikTok 东盟主要国家市场份额 (%)



资料来源: Euromonitor, HTI

表 11TikTok Shop 东盟站点佣金方案

国家	当前佣金规则	当前交易手续费	调整后佣金	调整生效日期	调整后交易手续费	免佣方案
菲律宾	按子类目收取 3.5%-5.2% (含税)	2.24% (含税)	按子类目收取 3.2%-6.8% (含税)	自 2024 年 8 月 15 日菲律宾时间 00:00 (GMT+8) 起, TikTok Shop 将对各个商品子品类的市场佣金费进行调整。	2.24% (含税)	新商家完成发品任务享 90 天佣金豁免: 1. 对象: 自佣金规则上线起入驻未满 30 天的商家; 2. 参与方式: 前往各国家的商家后台-任务中心找到免佣任务, 完成发布商品 10 个后即可享受 90 天免佣; 3. 备注: 马来西亚入驻无需做任务即可享受免佣;
马来西亚	按子类目收取 0%-3% (不含税)	2.12% (含税)	按子类目收取 0%-4% (不含税)	从北京时间 2024 年 3 月 1 日 (00:00:00 GMT+8)起, 马来西亚市场佣金费率调整	2.16% (含税)	
新加坡	固定佣金 1% (含税)	2% (含税)	固定佣金 2.18% (含税)	从北京时间 2024 年 1 月 1 日 (00:00:00 GMT+8)起, 新加坡交易费率从 2% 增至 2.18%, 市场佣金费率从 1% 增至 2.18%	2.18% (含税)	
泰国	按子类目收取 4%-4.28% (含税)	3% (含税)	按子类目收取 4%-5.35% (含税)	从 2024 年 9 月 1 日泰国时间 00:00 (GMT+7) 起, TikTok Shop 将调整除 "Electronics" 外所有品类的市场佣金费用。	3.21% (含税)	
越南	固定佣金 2% (含税)	4% (含税)	固定佣金 2% (含税)	-	4% (含税)	

资料来源: TikTok 卖家官网, HTI

4. 风险提示

- (1) 宏观经济和市场需求波动风险;
- (2) 地缘政治风险等。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

ASEAN is the world's fifth-largest retail market with rapid e-commerce growth. (1) In 2023, ASEAN's retail market reached 648.2 billion USD, ranking fifth globally, with a CAGR of 3.8% from 2015-2023, surpassing the global average of 3.3%. The top six countries accounted for 628.5 billion USD, 97% of ASEAN's total. ASEAN's e-commerce retail was 124 billion USD in 2023, ranking sixth globally, with a CAGR of 40% from 2015-2023, far exceeding the global average of 16%. The top six countries accounted for 123.9 billion USD, 99% of ASEAN's total, with Indonesia nearly half. (2) From 2018-2023, ASEAN's e-commerce penetration increased by 15 percentage points. In 2023, the top six countries' standard/non-standard goods were 13.4/19.8 billion USD, with penetration rates of 23%/18%, respectively, showing room for growth compared to China. From 2018-2023, the CAGR for standard/non-standard goods was 22%/30%.

E-commerce competition focuses on supply chain as a core barrier. (1) Development stage: Frequency and per customer transaction have room for growth. From 2016-2019, the CAGR for e-commerce/Internet users in the top six countries was 45.37%/13.51%; from 2019-2023, the e-commerce CAGR was 34%, with Internet user CAGR at 4% from 2019-2022, and penetration increased from 55% in 2019 to 60% in 2022. With rising GDP and brand supply, frequency and per customer transaction are expected to grow. (2) Market structure: Shopee has led market share in the top six countries for four years; TikTok Shop is rapidly growing due to traffic advantages. (3) Competition factors: Increasing frequency and ARPU depend on supply chain-driven category and brand entry. Supply chain capability is key for leading platforms to gain market share.

Platform analysis. (1) Shopee: In 2023, SEA's total revenue was 13.1 billion USD, with e-commerce/digital entertainment/digital financial services at 70%/17%/14%. From 2018-2023, the CAGR for these services was 102%/36%/174%. Shopee's business in the top six countries reached 39.1 billion USD, 32% of the e-commerce retail market, with an 80% CAGR from 2018-2023. (2) Lazada: In 2023, Lazada's business in the six countries was 18 billion USD, with market share dropping from 19% in 2018 to 15% in 2023. According to Alibaba Group's report, Lazada maintained order growth in 2023 and improved monetization through more value added services, reducing per order loss YoY. (3) TikTok Shop: In 2023, its business in the six countries was 5.2 billion USD, 4% of the e-commerce market, with a 203% CAGR from 2021-2023. In December 2023, it agreed to acquire 75% of Tokopedia for 840 million USD, with system integration completed by March 2024.

Risk Warning: Risks include macroeconomic and market demand fluctuations, geopolitical risks, etc.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，曹蕾娜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Leina Cao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，刘坤钰，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyu Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

评级分布 Rating Distribution

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

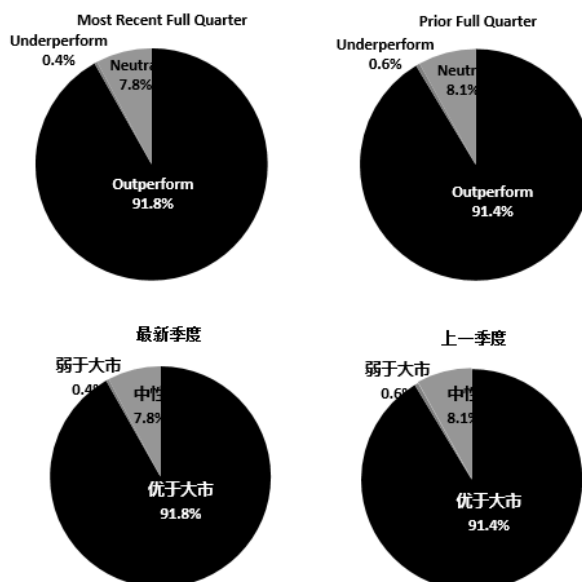
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes

only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告,并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名,或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值,而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监

管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及

期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下 National

Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
