

## 跨境电商发展势头正盛，轻工龙头跑出加速度

Qinglong Guo  
ql.guo@htisec.com

Mengxuan Zhou  
mx.zhou@htisec.com

### 投资要点：

- **全球电商渗透率提升，跨境电商迎发展东风。** 根据中商产业研究院，23年全球跨境电商交易额约为2.8万亿美元，同比增长16.7%，预计24年将达到3.3万亿美元。全球跨境电商渗透率稳步增长，从19年的5.2%提升至23年的8.0%，预计24年将达8.6%。海外国家和地区电商渗透率的持续提升，将为我国跨境电商行业的发展创造良好机遇和增长空间。根据中国政府网、人民日报援引中国海关数据，23年中国跨境电商出口额为1.83万亿元，同比增长19.6%；24Q1中国跨境电商出口额为4480亿元，同比增长14%。我国跨境电商规模持续扩大，已进入规范发展新阶段。
- **我国跨境电商迈向高质量发展，出海成效显著。** 跨境电商产业的主要参与者包括供应商、跨境平台及服务商、终端消费者。按交易模式来看，跨境电商B2B是我国跨境电商的主体，23年我国跨境电商B2B交易占比达70.2%。B2C模式发展更为迅速，13-21年B2C交易规模占比从14%提升至25%以上。与此同时，中国跨境电商平台迅速崛起。Temu、SHEIN、速卖通和TikTok Shop等电商平台持续抢占市场份额、吸纳海外用户。随着跨境电子商务的快速发展，跨境物流服务的需求和重要性逐步增加。根据灼识咨询，23年跨境电商出口物流市场规模为0.6万亿元，23-27年CAGR为18.8%。跨境电商物流的主要模式包括直邮和海外仓，海外仓作为跨境电商“最后一公里”的仓、配、退一体化服务模式的基础，成为支撑跨境电商新一轮增长的基础设施。
- **B2C 电商市场家具家居类产品表现亮眼，中国出口卖家规模庞大。** 根据做基科技招股书援引弗若斯特沙利文数据，家具家居类产品、服装鞋类、美容及日用品及科技消费品是全球B2C电商市场的主要品类，23年占比分别为6.8%、26.4%、16.6%及16.8%。基于发达国家可支配收入的增加以及网上购物的便利性，家具家居类产品有望成为全球B2C电商市场增长最快的类别。中国卖家是全球家具家居类产品最大的出口群体。基于中国卖家的家具家居类产品市场B2C海外电商的市场规模23年达7738亿元，18-23年CAGR达37.4%。
- **轻工出口企业百舸争流，从制造代工迈向品牌出海。建议重点关注：恒林股份：**公司在国内、越南、瑞士等地都建有生产基地，24H1跨境电商业务实现营收16.86亿元，同比增长241%，制造拓客+品牌出海经营计划效果逐步呈现。**永艺股份：**公司目前对美业务已大部分实现在越南生产出货，第三期越南生产基地第一批厂房正在建设中，此外罗马尼亚基地于23H1实现投产出货，与多家知名采购商、零售商、品牌商建立了长期战略合作关系。**致欧科技：**公司产品已进入欧洲、北美等70余个国家和地区，累计服务超2000万全球家庭用户，构建了海外“自营仓+平台仓+三方合作仓”的仓储布局，尾程派送高效。**大健云仓：**公司基于供应链前置的创新模式、技术领先的交易系统及自主运营的全球仓储物流，打造“全球家居流通骨干网”，21-23年分别实现总GMV5.42、6.36和9.99亿美元。**乐歌股份：**截止24H1，公司海外仓已累计服务超过778家出海企业，上半年处理包裹超过400万个，同增120%。随着服务客户数量和全年发件量的增加，规模优势不断凸显，通过提高自建海外仓占比，盈利空间有望增加。
- **风险提示：**全球贸易风险，终端需求不及预期，原材料价格大幅波动，汇率风险，行业竞争加剧，海运费大幅波动。

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. 政策、需求、基础设施多重共振，跨境电商发展势头正盛 .....	6
1.1 全球电商渗透率提升，跨境电商迎发展东风 .....	6
1.2 我国跨境电商规模持续扩大，已进入规范发展新阶段 .....	7
2. 我国跨境出口迈向高质量发展，出海成效显著 .....	11
2.1 跨境电商 B2B 模式主导，B2C 品牌自营化需求旺盛 .....	11
2.2 B2C 品牌利润率更高，平台百花齐放 .....	12
2.3 跨境物流建设重要性凸显，海外仓需求持续增加 .....	14
3. 轻工企业出海势头正盛，龙头先发优势明显 .....	18
3.1 B2C 电商市场家具家居类产品表现亮眼，中国出口卖家规模庞大 .....	18
3.2 轻工出口企业百舸争流，从制造代工迈向品牌出海 .....	19
4. 风险提示 .....	22

## 图目录

图 1	全球电商零售额及渗透率（2021-2027 年）	6
图 2	全球跨境电商交易额及渗透率（2019-2024 年）	6
图 3	全球 B2C 电商市场规模（2018-2028 年）	7
图 4	2023 年全球前十大电商渗透率国家	7
图 5	中国网络零售概况（2018-2023）	8
图 6	中国实物商品网上零售额占比（2018-2023）	8
图 7	中国跨境电商零售市场规模（2018-2027 年）	8
图 8	中国跨境电商进出口规模及增速（2020-2024Q1）	9
图 9	中国跨境电商进出口结构（2020-2024Q1）	9
图 10	2023 年中国跨境电商零售进口原产国和地区交易额占比	9
图 11	中国跨境电商零售进口商品交易额占比	9
图 12	跨境电商产业链概览	11
图 13	中国跨境电商 B2B 和 B2C 平台类型	12
图 14	2022 年中国跨境出口电商 B2B 和 B2C 品牌商价值链拆解	12
图 15	2023 年美国领先零售公司所占市场份额	13
图 16	跨境电商物流流程	14
图 17	2018-2027E 中国跨境电商物流市场规模	15
图 18	跨境出口电商物流不同模式分析	17
图 19	中国 B2C 出口电商物流解决方案市场收入（分业务模式）	17
图 20	中国跨境出口电商包裹量（分业务模式）	17
图 21	2023 年全球 B2C 电商市场主要类别及占比	18
图 22	全球 B2C 电商市场家具家居类产品市场规模及增速（2018-2020E）	18
图 23	美国家具家居类产品 B2C 电商市场规模及增速（2018-2028）	19
图 24	欧洲家具家居类产品 B2C 电商市场规模及增速（2018-2028）	19
图 25	中国卖家在主要第三方平台上的家具家居类 B2C 海外电商市场规模 （2018-2028E）	19
图 26	恒林股份主要产品	20
图 27	恒林股份营业收入及增速（2019-2024H1）	20
图 28	永艺股份旗舰产品	20
图 29	永艺股份营业收入及增速（2019-2024H1）	20

图 30	致欧科技在亚马逊平台主要站点产品好评率.....	21
图 31	致欧科技营业收入及增速（2019-2024H1）.....	21
图 32	大健云仓业务构成.....	21
图 33	大健云仓营业收入及增速（2019-2024H1）.....	21
图 34	海外仓上下游示意图.....	22
图 35	乐歌股份营业收入及增速（2019-2024H1）.....	22

## 表目录

---

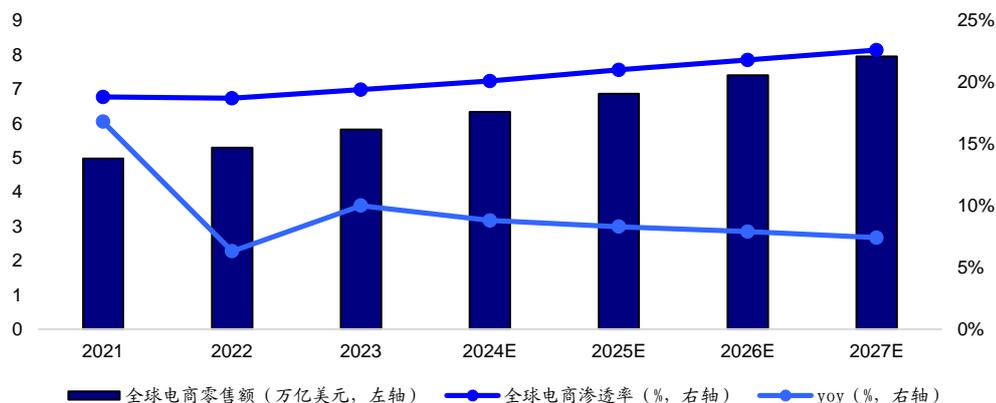
表 1	2021 年中国跨境电商出口额排名前十的品类占比及增速.....	10
表 2	2021 年中国跨境电商进口额排名前十的品类占比及增速.....	10
表 3	2020-2022 年中国跨境电商出口额排名前十的国家（地区）.....	10
表 4	中国跨境出口电商第三方开放式平台与自营型平台差异化对比.....	12
表 5	2023 年跨境电商大事记.....	13
表 6	全球流量最大电商平台前十.....	13
表 7	跨境电商物流企业分类.....	15
表 8	<b>跨境物流政策梳理</b> .....	15
表 9	跨境电商物流企业分类.....	18

# 1. 政策、需求、基础设施多重共振，跨境电商发展势头正盛

## 1.1 全球电商渗透率提升，跨境电商迎发展东风

随着全球互联网普及率的增长，线上购物成为更多消费者的选择，居民消费习惯和方式逐渐转变，电子商务交易额与渗透率稳步提升。根据 eMarketer 数据，2023 年全球电商零售额为 5.8 万亿美元，同比增长 10.0%，预计 2024 年行业规模将达 6.3 万亿美元，24-27 年 CAGR 为 7.9%。全球电商渗透率持续提升，2023 年达 19.4%，24 年有望提升至 20.1%，预计未来几年每年提升约 1pct。

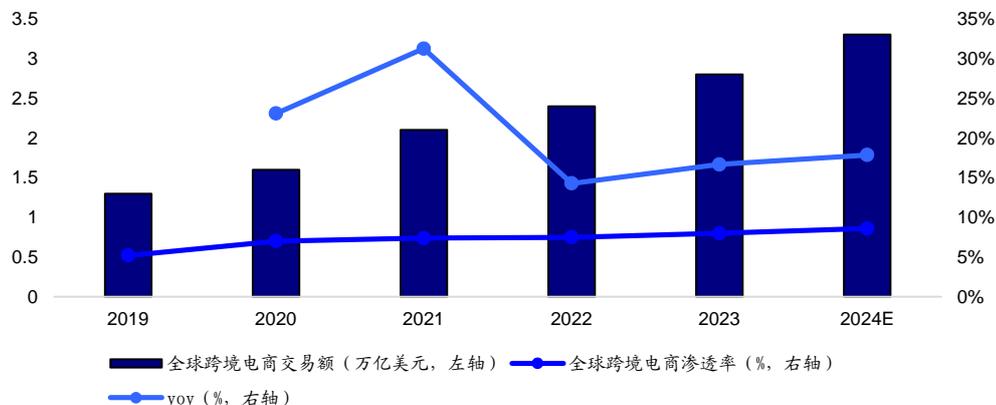
图1 全球电商零售额及渗透率（2021-2027 年）



资料来源：eMarketer, HTI

跨境电商是以科技创新为驱动，积极运用新技术、适应新趋势、培育新动能的外贸新业态新模式。与海外仓等新型外贸基础设施协同联动，能够减少中间环节、直达消费者，日益成为全球各经济体培育贸易增长点的重要手段。根据中商产业研究院援引弗若斯特沙利文数据，2023 年全球跨境电商交易额约为 2.8 万亿美元，同比增长 16.7%，预计 24 年将达到 3.3 万亿美元。全球跨境电商渗透率稳步增长，从 2019 年的 5.2% 提升至 2023 年的 8.0%，预计 24 年将达 8.6%。

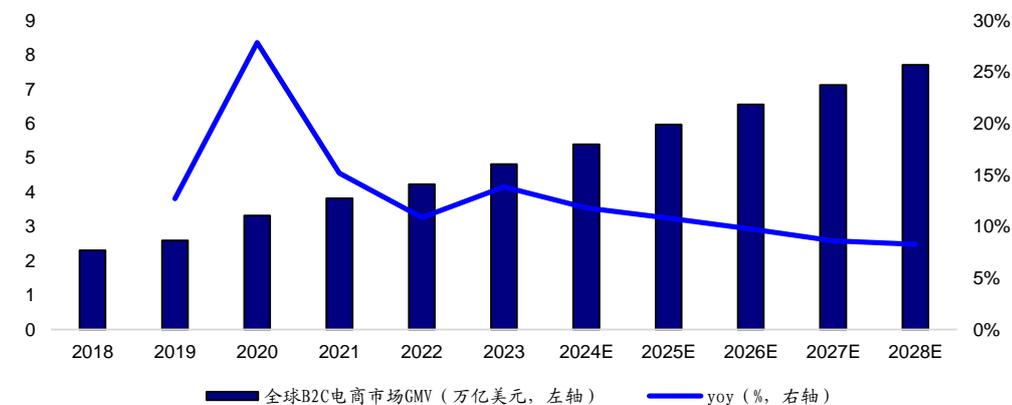
图2 全球跨境电商交易额及渗透率（2019-2024 年）



资料来源：傲基科技援引弗若斯特沙利文，中商产业研究院，HTI

电商渗透率的提升助推全球 B2C 电商行业发展，B2C 电商是指个人消费者访问企业卖家网站或线上第三方平台，选择商品、处理付款并通过物流从卖家接收商品的交易活动。根据傲基科技援引弗若斯特沙利文数据，全球 B2C 电商市场 GMV 由 2018 年的 2.3 万亿美元增加至 2023 年的 4.8 万亿美元，18-23 年 CAGR 为 16.0%。预期全球 B2C 电商市场 GMV 将于 2028 年达到 7.7 万亿美元，23-28 年 CAGR 为 9.8%。

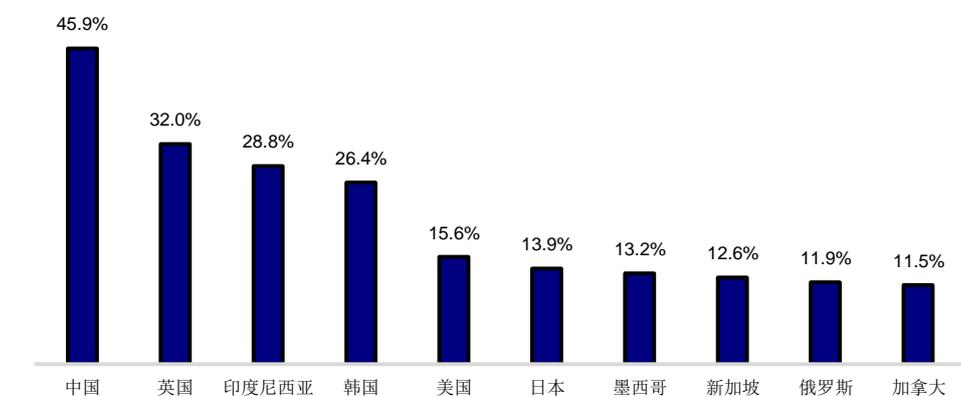
图3 全球 B2C 电商市场规模 (2018-2028 年)



资料来源：傲基科技援引弗若斯特沙利文，HTI

**按国别或地区来看：**根据立鼎产业研究网援引 eMarketer 数据，2023 年我国电商渗透率达 45.9%，美国、欧洲电商渠道还在增长期，还有较大提升空间。海外国家和地区电商渗透率的持续提升，将为我国跨境电商行业的发展创造良好机遇和增长空间。

图4 2023 年全球前十大电商渗透率国家

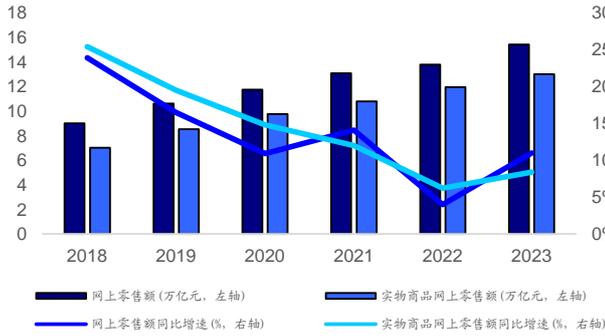


资料来源：eMarketer，立鼎产业研究网，HTI

## 1.2 我国跨境电商规模持续扩大，已进入规范发展新阶段

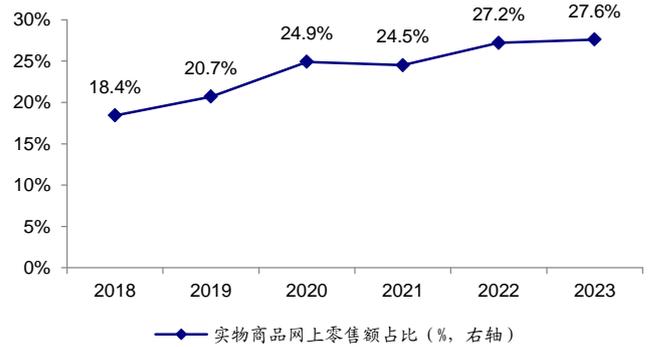
根据国家统计局数据，2023 年我国全年网上零售额 15.4 万亿元，同比增长 11.0%，连续十一年成为全球第一大网络零售市场。实物商品网上零售额增速复苏，行业总体保持稳健增长态势。2023 年实物商品网上零售额 13.0 万亿元，同比增长 8.4%，占社会消费品零售总额的比重为 27.6%。

图5 中国网络零售概况 (2018-2023)



资料来源：国家统计局，HTI

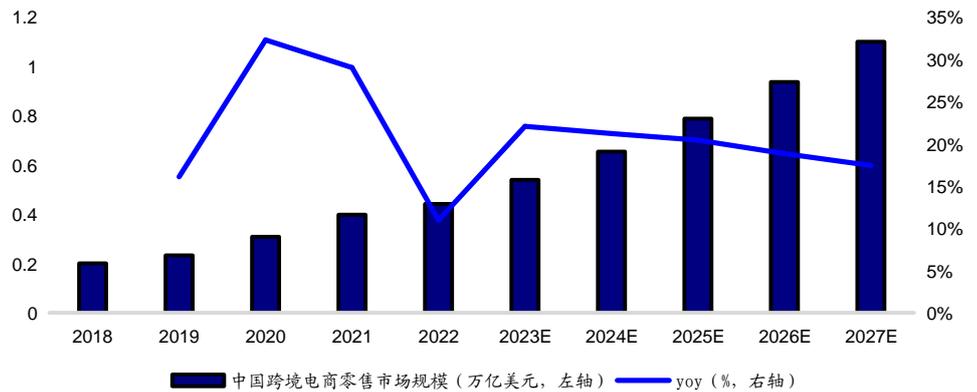
图6 中国实物商品网上零售额占比 (2018-2023)



资料来源：国家统计局，HTI

根据弗若斯特沙利文测算，我国跨境电商零售市场规模从2018年的2010亿美元增至2022年的4425亿美元，18-22年CAGR达21.8%。在政策利好跨境电商业务、电商平台与海外品牌建立合作以及国际快递服务发展的推动下，预计跨境电商零售市场规模将于2027年增长至11019亿美元，23-27年CAGR为19.5%。

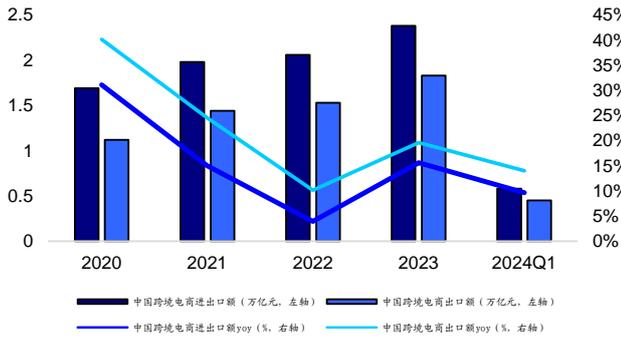
图7 中国跨境电商零售市场规模 (2018-2027年)



资料来源：极兔速递招股书，弗若斯特沙利文，HTI  
注：市场规模以交易额计

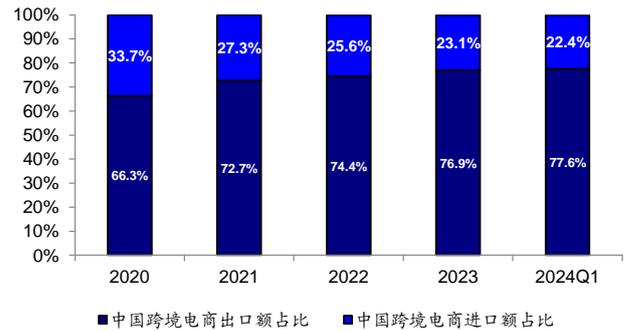
按进出口来看：我国跨境电商出口保持较快增长，出口占总交易规模近8成。根据中国政府网、人民日报援引中国海关数据，2023年中国跨境电商出口额1.83万亿元，同比增长19.6%；24Q1中国跨境电商出口额4480亿元，同比增长14%。跨境电商发展支持政策的完善、综试区建设的推进，高等教育随着中国高等教育学生人口红利的不断释放，集结高素质研发和品牌营销的电商企业出海及全球化布局将成为未来国际贸易发展的必然大趋势，中国跨境电商发展前景广阔。

图8 中国跨境电商进出口规模及增速 (2020-2024Q1)



资料来源: 中国政府网、中国海关, 光明网, 国新网, 新华网, 人民日报, 央视网, HTI

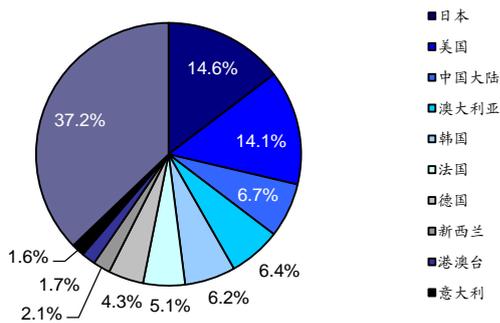
图9 中国跨境电商进出口结构 (2020-2024Q1)



资料来源: 中国政府网、中国海关, 光明网, 国新网, 新华网, 人民日报, 央视网, HTI

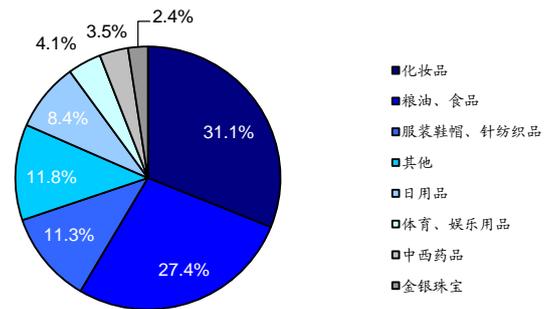
根据商务部《2023 年中国网络零售市场发展报告》，从原产地看，原产自日本、美国 and 澳大利亚的商品跨境进口额占整体跨境网络零售进口额的 35.1%。从进口品类看，化妆品、粮油食品和服装鞋帽针纺织品跨境进口额位居前三位，占整体跨境网络零售进口额的 69.8%。

图10 2023 年中国跨境电商零售进口原产国和地区交易额占比



资料来源: 商务部电子商务和信息化司《2023 年中国网络零售市场发展报告》，HTI

图11 中国跨境电商零售进口商品交易额占比



资料来源: 商务部电子商务和信息化司《2023 年中国网络零售市场发展报告》，HTI

2021 年，我国跨境电商出口额排名前十的品类合计占跨境电商出口总额的 57.03%，同时，出口额排名前十的品类均实现成倍增长。其中，纺织原料及纺织制品，机电、音像设备及其零件、附件，贱金属及其制品等产品实现了较快增长。

**表 1 2021 年中国跨境电商出口额排名前十的品类占比及增速**

商品品类	占比 (%)	同比增长 (%)
特殊交易品及未分类商品	11.61	86.27
杂项制品	11.17	458.05
纺织原料及纺织制品	8.77	216.01
机电、音像设备及其零件、附件	8.36	399.68
贱金属及其制品	5.10	454.11
塑料及其制品；橡胶及其制品	4.04	334.26
矿物材料制品；陶瓷品；玻璃及制品	2.83	264.48
鞋帽伞等；羽毛品；人造花；人发品	2.22	348.36
革、毛皮及制品；箱包；肠线制品	1.85	325.93
光学、医疗等仪器；钟表；乐器	1.07	246.58

资料来源：商务部，商务大数据，HTI

**表 2 2021 年中国跨境电商进口额排名前十的品类占比及增速**

商品品类	占比 (%)	同比增长 (%)
化学工业及其相关工业的产品	9.99	13.09
食品；饮料、酒及醋；烟草及制品	6.37	-9.14
机电、音像设备及其零件、附件	0.78	-8.05
杂项制品	0.67	-11.48
光学、医疗等仪器；钟表；乐器	0.45	8.63
活动物；动物制品	0.43	6.59
纺织原料及纺织制品	0.42	-7.13
革、毛皮及制品；箱包；肠线制品	0.40	20.72
鞋帽伞等；羽毛品；人造花；人发品	0.38	14.76
动、植物油、脂、蜡；精制食用油脂	0.32	5

资料来源：商务部，商务大数据，HTI

2022 年，我国跨境电商出口目的地中，美国市场占 34.3%，英国占 6.5%，其中越南、泰国等首次位列我国跨境电商出口额排名前十。我国跨境电商贸易伙伴已经覆盖全球，截至 2024 年 5 月已与 31 个国家建立了双边电商合作机制，是全球跨境电商生态链最为完善的国家之一。

**表 3 2020-2022 年中国内地跨境电商出口额排名前十的国家（地区）**

2020	2021	2022
马来西亚	美国	美国
美国	马来西亚	马来西亚
新加坡	英国	新加坡
英国	韩国	澳大利亚
菲律宾	日本	越南
荷兰	加拿大	韩国
法国	新加坡	泰国
韩国	荷兰	菲律宾
中国香港	菲律宾	印度
沙特阿拉伯	澳大利亚	日本

资料来源：商务部，商务大数据，HTI

## 2. 我国跨境出口迈向高质量发展，出海成效显著

### 2.1 跨境电商 B2B 模式主导，B2C 品牌自营化需求旺盛

根据艾瑞咨询预估，2023 年我国跨境出口电商行业市场规模为 7.9 万亿元，同比增长 19.7%；预计 25 年突破 10 万亿元，23-25 年 CAGR 为 14.7%。跨境电商产业的主要参与者包括供应商、跨境平台及服务商、终端消费者。根据运营模式划分，中国跨境出口电商可分为第三方开放式平台与自营型平台，划分标准为自营型平台拥有自有产品与货权。

图12 跨境电商产业链概览



资料来源：中商产业研究院，HTI

**按交易模式来看：跨境电商 B2B 是我国跨境电商的主体。**根据网经社数据，2023 年我国跨境电商 B2B 交易占比达 70.2%，跨境电商 B2C 交易占比 29.8%。受益于行业数字化能力的逐步成熟和配套服务的日益全面，未来跨境出口 B2B 电商行业预期增速将高于传统外贸行业，预计 2025 年我国 B2B 跨境市场规模将增至 13.9 万亿元。

**与 B2B 模式相比，B2C 模式发展更为迅速。**相较于传统 B2B 贸易过程需经过多方繁琐环节导致的成本高、信息滞后且不透明等问题，B2C 是从工厂或卖家处直接送达消费者手中，去掉所有中间环节，更加高效。近年来，跨境电商零售模式发展迅猛，政策助力等也带来了 B2C 在跨境电商中模式占比的提升。根据网经社数据，2013-2021 年，我国出口跨境电商 B2C 交易规模快速增长，规模占比从 14% 一路提升至 25% 以上。

根据艾瑞咨询，2022 年我国跨境出口电商自营型平台规模占总规模的比例为 13.3%，预计 2025 年达到 16.7%。其中，**自营型平台占比呈上升趋势，B2C 品牌商自营化需求更为显著。**2022 年 B2B 自营型平台规模占比为 8%，2025 年预计达到 10%。2022 年 B2C 自营型平台规模占比为 24.5%，2025 年预计达到 30%。

**表 4 中国跨境出口电商第三方开放式平台与自营型平台差异化对比**

	第三方开放式平台	自营型平台
定义	为入驻的跨境卖家提供线上交易商城，并整合物流、支付及运营等服务资源	平台按标准化要求生产或买断商品进行销售，自主决定营销、支付与物流解决方案
运营难度	平台基建完善， <b>跨境卖家只需掌握店铺开设的基本技能即可</b> ，专业性门槛较低	卖家需自主经营平台，且需自主寻找支付与物流等服务商，其专业性门槛较高
流量获取难度	前期：可基于第三方开放式平台庞大的 <b>用户群体获取流量并实现快速转化</b> 后期：卖家囿于买家数据获取难度较大，导致其 <b>构建私域流量池的难度增加</b>	前期：引流难度较大，需具备一定的品牌营销及推广能力 后期：通过自身沉淀的终端客户数据，能够进行私域客户维护
经营自主性	自主性较低，第三方开放式平台的规则较多且较严， <b>卖家若不遵守平台规则进行店铺经营，会面临封号风险</b>	自主性较高，卖家可根据自身需求调整经营模式，如定价策略与营销策略等
商品种类及质量	商品品类跨度广， <b>SKU 丰富</b> ，商品质量难以把控	难以覆盖全品类， <b>精简 SKU</b> ，商品品牌化水平较高
卖家群体特征	亚马逊平台卖家实力较强，eBay、Wish 及 TikTok 等平台以中小型创业卖家为主，TEMU 与 SHEIN Marketplace 的卖家需具备柔性供应链能力	自营型平台卖家的资金流量较高、客户基础强大且市场教育能力较强
买家群体特征	亚马逊平台的客户多为欧美中产阶级群体，eBay、Wish 及 TikTok 等平台以价格敏感型消费群体为主	客户的价格敏感度较低，具备较强的品牌意识

资料来源：艾瑞咨询公众号，HTI

## 2.2 B2C 品牌利润率更高，平台百花齐放

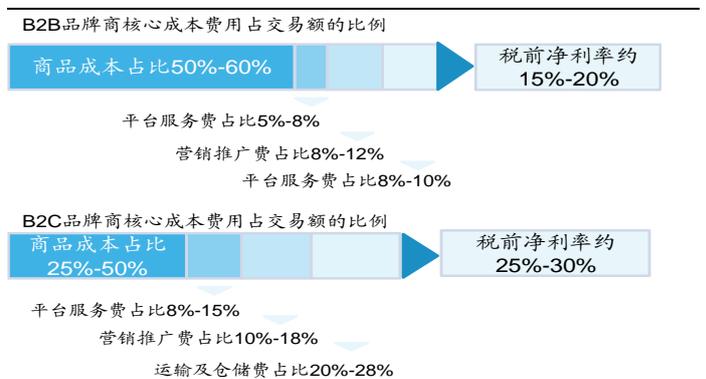
根据艾瑞咨询，中国跨境出口电商 B2C 品牌商**税前净利率为 25-30%**，明显高于 B2B 品牌商。除商品成本外，B2C 品牌商的平台服务费占比、营销推广费占比、运输及仓储费占比基本均大于 B2B 品牌商。

商品成本占比方面，由于 B2B 的主要品类为工具设备类，定制化开发为主，其投入的生产成本较高。平台服务费占比方面，由于 B2B 商品客单价较高，部分跨境出口电商 B2B 平台不抽取交易额佣金，仅收取平台入驻/会员费与增值服务费。若抽佣，其抽佣比例相对较低，且随交易规模上升呈现阶梯式递减。营销推广费占比方面，通常情况下 B2B 企业具备稳定的客户群体，线上营销需求相对较小，且中小企业营销预算相对有限，导致 B2B 整体营销推广费占比较低。B2C 品牌商平台竞争相对激烈，站内流量成本持续上升，且独立站需通过较高的引流成本获客。运输及仓储费占比方面，部分 B2C 商品采用空运形式，品牌商多涉及目的国仓储费与尾程配送费。B2B 商品多批量运输，以价格较低的海运形式送达目的国，到港后采购商多直接将货物运输至自有仓库。

**图13 中国跨境电商 B2B 和 B2C 平台类型**

B2B 第三方开放式平台	B2B 自营型平台
B2C 第三方开放式平台	B2C 自营型平台

资料来源：艾瑞咨询公众号，HTI

**图14 2022 年中国跨境出口电商 B2B 和 B2C 品牌商价值链拆解**


资料来源：艾瑞咨询公众号，HTI

从 2013 年的出口跨境电商依托海外平台实现 B2C 转型，到如今中国电商平台抱团出海、成效显著，中国力量将在全球电商竞争格局重塑中发挥更大作用。近年来，中国跨境电商平台迅猛崛起，其中最具代表性的 Temu、SHEIN、速卖通（AliExpress）和 TikTok Shop，持续抢占市场份额、吸纳海外用户。面临激烈竞争的同时，亚马逊的龙头地位依旧稳固，仍为跨境电商卖家布局的主流平台。

表 5 2023 年跨境电商大事记

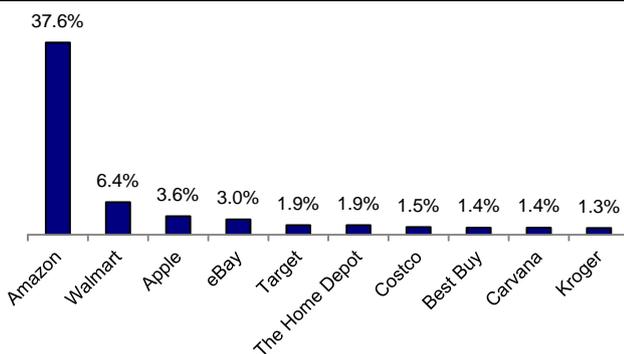
月份	事件
2023.01	“出海四小龙”成团围剿亚马逊
2023.02	TEMU 亮相超级碗
2023.04	中国电商北美遭遇监管挑战
2023.05	跨境平台 all in 全托管
2023.06	速卖通让韩国海关“爆仓”
2023.07	TEMU&SHEIN 互相起诉
2023.08	巴西税改，一波三折
2023.09	速卖通菜鸟推“全球五日达”
2023.11	速卖通超 Gmarket 成韩国第三大电商平台
2023.12	TikTok Shop 被禁后重返印尼市场

资料来源：蓝海亿观，知乎，HTI

**亚马逊：**作为全球最早成立的电商平台之一，依托美国成熟电商市场，亚马逊历经三十年发展成为全球知名头部电商公司。根据 Statista 数据，2023 年，亚马逊在美国在线零售市场中的市场份额高达 37.6%，一骑绝尘。全球来看，2023 年，亚马逊在 180 多个国家和地区拥有超过 3.1 亿活跃客户，月均流量达 2.84B，以绝对优势稳居电商平台全球流量第一。

亚马逊数据显示，2023 年，亚马逊上销售额超 100 万美金的中国卖家数量，同比增长超 25%；销售额超过 1000 万美金的中国卖家数量，同比增长近 30%；中国卖家通过亚马逊全球站点向消费者以及企业客户所售出的商品数量，同比增长超 20%。此外，亚马逊 2024Q2 卖家调研显示，中国卖家对亚马逊的信任和满意度达到了自 2021Q1 以来的最高值，同时约 80% 的卖家表示，亚马逊是他们最满意的出海渠道。

图 15 2023 年美国领先零售公司所占市场份额



资料来源：Statista，HTI

表 6 全球流量最大电商平台前十

电商平台	2023 年平均月流量
amazon.com	2.84B
aliexpress.com	845M
walmart.com	748.1M
ebay.com	699.9M
estly.com	496M
amazon.de	490.1M
amazon.co.uk	389.9M
rakuten.co.jp	382.7M
flipkart.com	291.9M
lazada.com.ph	87.1M

资料来源：AMZ123，HTI

**“出海四小龙”：**根据雨果快报援引 data.ai 数据显示，2023 年全球零售类 App 下载增速排行榜前 4 名，被中国电商“出海四小龙”占据，分别为 Temu、SHEIN、速卖通和 TikTok Shop。

**Temu:** Temu 成立于 2022 年 9 月，Temu 沿袭母公司拼多多在国内的模式，将中国供应链优势带来的极致性价比输出至海外。推动优质制造产品进入北美、欧洲、亚洲等 70 多个国家和地区，为海外消费者提供包括家居园艺、宠物用品、服装鞋包、电子产品、美妆、运动等全品类商品。据电商报援引 SimilarWeb 数据，2023 年 12 月，Temu 的独立访客数量达 4.67 亿，与速卖通持平，排名全球第二。亚马逊以 26.59 亿用户位居第一，SHEIN 以 1.72 亿用户排名第三。2023 年 Temu GMV 超 140 亿美元，据晚点 LatePost 报道，2024 年 Temu 将 GMV 的目标设定为 300 亿美元。

**SHEIN:** SHEIN 专注服饰鞋帽领域，自 2012 年成立以来已为 150 多个国家和地区的消费者提供服务。2023 年正式推出平台模式，销售第三方卖家和自有品牌商品，斩获全球购物类 App 下载量榜首。据观察者援引据英国《金融时报》3 月 31 日报道，SHEIN 在 2023 年的利润超过 20 亿美元，全年 GMV 约 450 亿美元。

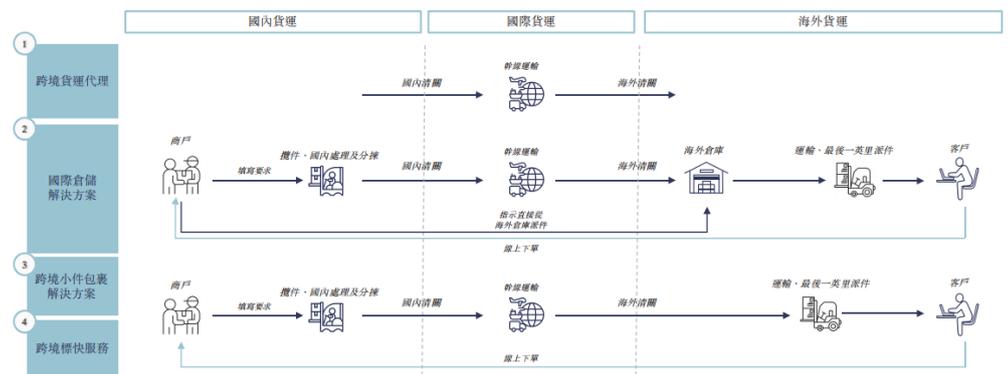
**速卖通:** 速卖通创立于 2010 年，目前是四小龙中唯一拥有自建物流的平台。在 2022 年下半年面向供应链推出全托管服务后，2023 年 3 月，速卖通推出 Choice 服务，消费者可享受包邮、免运费退货、时效承诺等服务。根据阿里巴巴集团 2024 年 3 月份季度财报显示，受益于 Choice 为消费者提供的具有竞争力的价格和配送速度，速卖通继续实现强劲的订单同比增长。2024 年 4 月，Choice 占速卖通整体订单的约 70%。

**TikTok Shop:** 依托于 TikTok 全球月活用户，TikTok Shop 使品牌、商家和创作者能够直接通过短视频、直播和商品展示等方式展示和销售商品，已在英国、美国、马来西亚、菲律宾、泰国、越南、新加坡等市场上线。根据 Kalodata 数据，2023 年 TikTok Shop 美国单日 GMV 峰值达 3500 万美元，TikTok Shop 东南亚单日 GMV 近 7000 万美元。

### 2.3 跨境物流建设重要性凸显，海外仓需求持续增加

跨境电商物流是指分属不同关境的交易主体通过电商平台达成交易并在支付清算后，通过跨境物流服务送达商品进而完成交易的国际商务活动。不同于国内快递物流，**跨境电商物流具有物流环境差异大、物流链条较长、物流环节繁多、商品多样化程度高、标准化程度要求高等特点。**涉及前端揽收、运输分拣、国内清关、干线运输、海外清关、海外仓储、末端配送等环节，包括国内、国际和海外三大货运段，需要多方参与、协同配合。

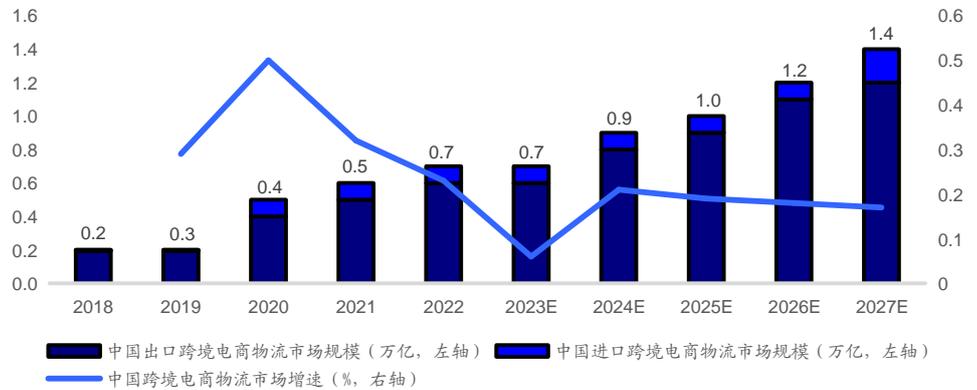
图16 跨境电商物流流程



资料来源：极兔速递招股书，HTI

随着跨境电子商务的快速发展，跨境物流服务的需求和重要性逐步增加，市场规模稳步扩张。根据菜鸟智慧物流网络有限公司招股书，2027年与中国商家及消费者有关系的跨境电商物流市场规模预计为1.4万亿元，23-27年CAGR为18.5%。其中，2023年跨境电商出口物流市场规模为0.6万亿元，23-27年CAGR为18.8%。

图17 2018-2027E 中国跨境电商物流市场规模



资料来源：菜鸟智慧物流网络有限公司招股书，HTI

根据中商产业研究院，2022年跨境物流企业数量共有14.7万家，同比增长10%。排名前十的企业分别为纵腾、中国外运、递四方、顺丰国际、燕文、港中旅华贸、菜鸟、万邑通、递一、申通国际。目前我国跨境物流行业集中度较低，行业参与者众多，市场格局较为分散。

表7 跨境电商物流企业分类

排名	企业名称	主营行业	营业收入 (亿元)	主路向
1	纵腾	海外仓、专线	175.30	美/欧
2	中国外运	专线/清关	132.00	美/欧/东南亚
3	递四方	海外仓/专线/邮政	109.50	美/欧
4	顺丰国际	专线/海外仓	67.00	东南亚
5	燕文	邮政/专线	56.00	美国
6	港中旅华贸	第三方海外仓	38.00	美/欧
7	菜鸟	海外仓/专线	36.00	欧美/东南亚
8	万邑通	海外仓/专线	30.50	美/欧
9	递一	海外仓/专线	22.70	美/欧
10	申通国际	专线/海外仓	22.00	美/欧
11	安骏	专线/小包	20.75	拉美
12	西邮	海外仓	16.40	美/欧
13	义达	专线/海外仓	16.00	日/美/欧
14	美通	FBA头程	15.60	北美
15	九方通逊	FBA头程/专线	15.20	美/欧

资料来源：中商产业研究院，HTI

跨境电商物流建设一直是跨境电商战略布局的热点、政策扶持的重点。近年来，我国政府制定出台一系列优惠政策，在加强行业监管的同时，鼓励物流产业上下游融合，共同完善跨境物流网络体系，探索新的物流模式，为市场注入新动力。

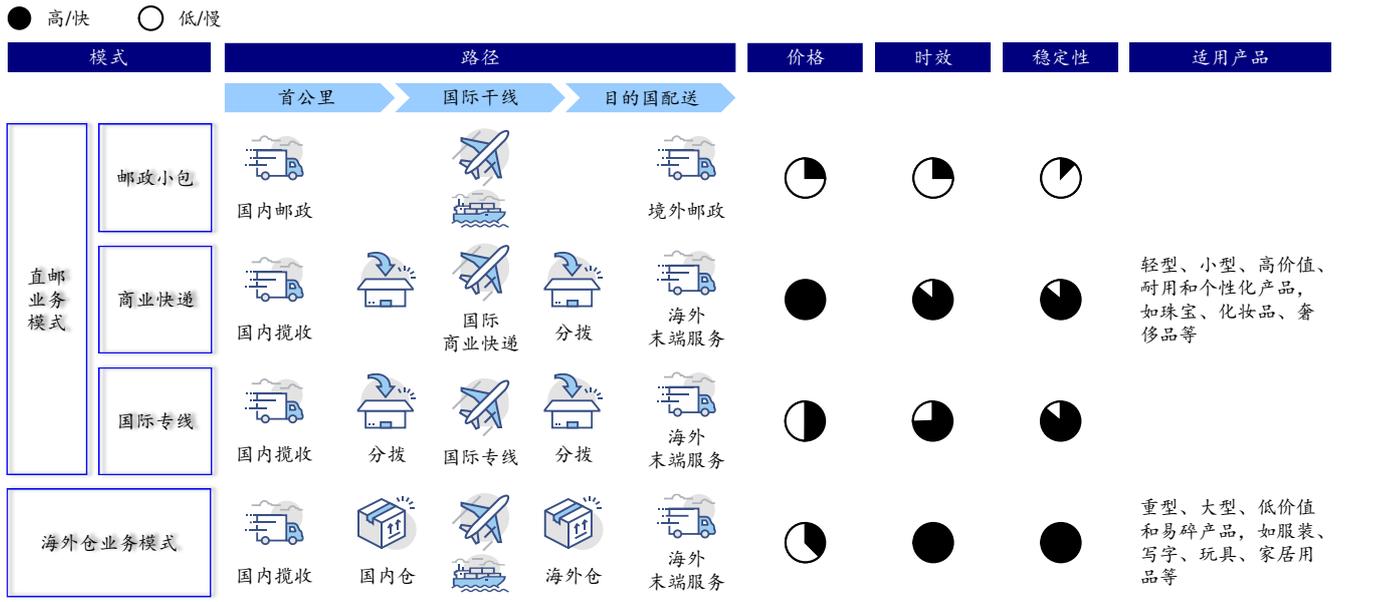
表 8 跨境物流政策梳理

发布日期	政策名称	主要内容
2024.06	《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》	培育跨境电商经营主体，加强跨境电商人才培养；加大金融支持，加强相关基础设施和物流体系建设。
2023.12	《关于加快内外贸一体化发展的若干措施》	加强与境外港口跨境运输合作，鼓励航运企业基于市场化原则拓展内外贸货物跨境运输业务范围。加快发展沿海和内河港口铁水联运，拓展主要港口国内国际航线和运输服务辐射范围。支持符合条件的企业开展内外贸集装箱同船运输，推行集装箱外贸内支线进出口双向运作模式。加快建设跨境物流基础设施，支持在重点城市建设全球性和区域性国际邮政快递枢纽。
2022.11	《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	支持跨境电商、海外仓等新业态发展。
2022.05	《“十四五”现代物流发展规划》	提高国际物流综合服务能力，优化完善中欧班列开行方案统筹协调和动态调整机制，加快建设中欧班列集结中心，完善海外货物集散网络，推动中欧班列双向均衡运输，提高货源集结与班列运行效率。
2022.04	《关于加快推进冷链物流运输高质量发展的实施意见》	增强跨境冷链物流服务能力，推进国际物流企业与跨境电商平台战略合作。
2022.01	《“十四五”现代流通体系建设规划》	推进跨境电商综合试验区建设，研究调整跨境电商零售进口商品清单范围，支持发展保税进口、企业对企业出口等模式。
2022.01	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	提出“打造全方位、多层次、复合型的“一带一路”基础设施网络，积极推动与周边国家基础设施互联互通，推进口岸铁路、口岸公路、界河航道建设。进一步完善海上战略通道，谋划建设亚欧陆海贸易通道、东北陆海贸易通道，补齐沿线基础设施短板。”
2021.12	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	提出“升级改造中欧班列铁路口岸和后方‘卡脖子’路段，加快技术装备升级和信息化建设。加快建设中欧班列集结中心，推广中欧班列统一运单和内外贸货物混编运输，提高货源集结与班列运行效率，扩大图定铁路货运班列开行范围。推动国际铁路联运规则衔接统一，探索建立与贸易、金融联动发展新规则，推动建立中欧班列政府间合作机制。”
2021.12	《推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021-2025年）》	提出到2025年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，全国铁路和水路货运量比2020年分别增长10%和12%左右，集装箱铁水联运量年均增长15%以上。
2021.07	《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》	培育一批优秀海外仓企业。鼓励传统外贸企业、跨境电商和物流企业等参与海外仓建设，提高海外仓数字化、智能化水平，促进中小微企业借船出海，带动国内品牌、双创产品拓展国际市场空间。完善覆盖全球的海外仓网络，支持企业加快重点市场海外仓布局，完善全球服务网络，建立中国品牌的运输销售渠道。
2021.02	《国家综合立体交通网规划纲要》	培育壮大一批具有国际竞争力的现代物流企业，鼓励企业积极参与全球供应链重构与升级，依托综合交通枢纽城市建设全球供应链服务中心，打造开放、安全、稳定的全球物流供应链体系。
2021.01	《关于服务构建新发展格局的指导意见》	加快国际寄递能力建设，畅通国际寄递物流供应链。培育壮大具有国际竞争力的现代物流企业。建设国际物流供应链服务保障信息系统，促进供需信息有效对接。确保“出口货物出去，进口货物进得来”。

资料来源：中国政府网，中商产业研究院，HTI

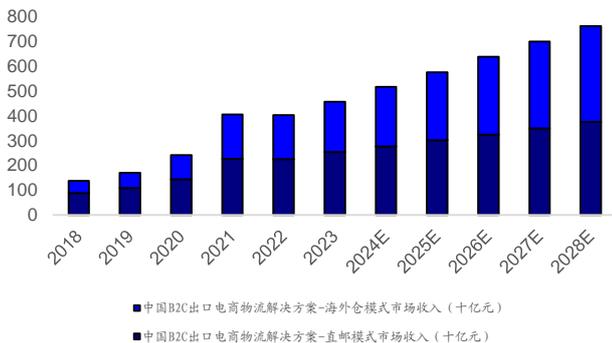
**跨境电商物流的主要模式包括直邮（邮政小包、商业快递、专线物流）和海外仓。**直邮模式主要服务于轻小件货品，具有敏捷性和成本优势，要求卖家具备高响应速度与产能；海外仓模式要求卖家提前将出口货物批量备货至消费目的地，对大件商品更为友好，供应稳定性和客户服务体验占优。

图18 跨境出口电商物流不同模式分析



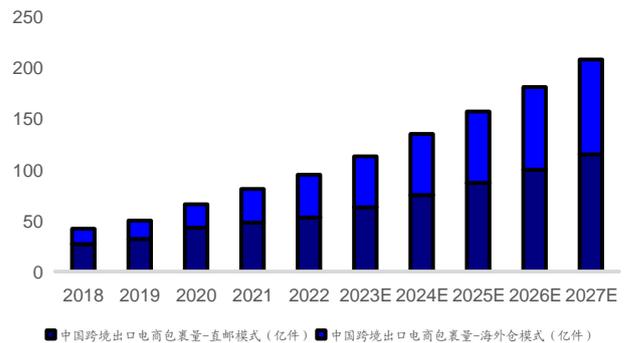
资料来源：灼识咨询，HTI

图19 中国 B2C 出口电商物流解决方案市场收入（分业务模式）



资料来源：傲基科技招股书援引弗若斯特沙利文数据，Drewry, ICAO 空运报告，HTI

图20 中国跨境出口电商包裹量（分业务模式）



资料来源：灼识咨询，HTI

海外仓作为跨境电商“最后一公里”的仓、配、退一体化服务模式的基础，成为支撑跨境电商新一轮增长的基础设施。根据商务部数据，截至 24Q1，全国跨境电商主体已超 12 万家，建设海外仓超 2500 个、面积超 3000 万平方米。其中，专注于服务跨境电商的海外仓超 1800 个，面积超 2200 万平方米。海外仓一般可分为第三方海外仓（包括自营海外仓、加盟仓、合作仓等）、平台海外仓（如 FBA 仓）以及卖家自用海外仓三种运营模式。随着行业专业化、合规化持续推进，海外仓通过解决需求痛点，市场份额逐年提升。国内知名海外仓服务商包括以中小件商品物流为主的谷仓海外仓、递四方、京东物流等公司，也有专注于中大件综合物流的海外仓公司如乐仓、无忧达、大健云仓。

海外仓为中小型零售商提供相对竞争优势。为了赢得客户，经销商不仅需要考量产品质量和价格，而且还要在商品种类、物流速度和客户服务等多方面进行竞争。由于大件包裹物流本身的困难，在上述环节中，缺乏自建供应链的中小型经销商往往难以与资本充足的大型电子商务平台竞争。海外仓能提供低成本的端到端供应链解决方案，使经销商可以专注于产品经营和销售，将其他部分委托给第三方解决。

表 9 跨境电商物流企业分类

出身	业务形态	代表企业
独立第三方	卖家直客+平台+同行货	拓威天海、安骏...
国内物流企业跨境业务	国内业务为主、兼顾国际	百世集团、顺丰...
传统大贸主体跨境电商业务	基于资源复用开展	中外运、华贸、马士基...
电商平台物流体系	部分自建+合作	AGL、驼飞侠...
撮合平台	介入交易的深度不同	跨境好运、运无界...

资料来源：运联智库百家号，HTI

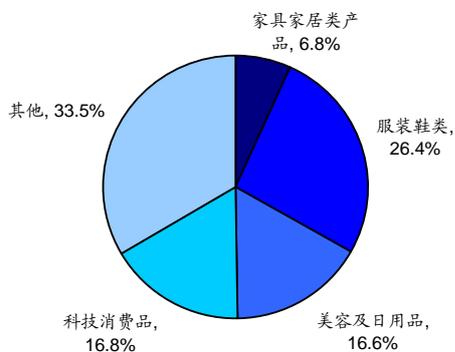
### 3. 轻工企业出海势头正盛，龙头先发优势明显

#### 3.1 B2C 电商市场家具家居类产品表现亮眼，中国出口卖家规模庞大

当前，我国跨境电商的发展正逐步从粗放的铺货类模式向垂直品类品牌化转型发展，成为了推动外贸转型升级、打造新经济增长点的重要突破口。根据 Euromonitor 数据，全球主要国家或地区电商渗透率在 2019-2020 年有明显拐点，线上购物渗透率在加速提升，这将为我国跨境电商行业的发展创造良好机遇和增长空间。

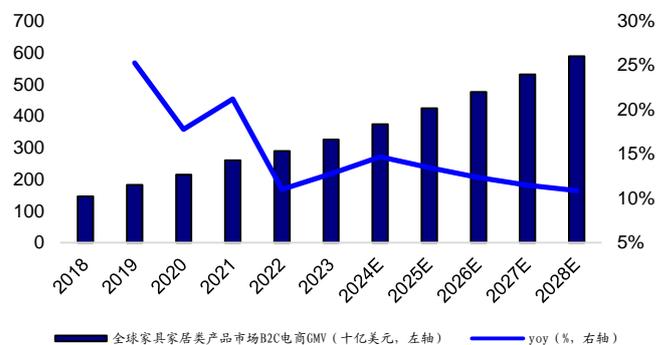
根据傲基科技招股书援引弗若斯特沙利文，家具家居类产品、服装鞋类、美容及日用品及科技消费品是全球 B2C 电商市场的主要品类，2023 年占比分别为 6.8%、26.4%、16.6%及 16.8%。基于发达国家可支配收入的增加以及网上购物的便利性，家具家居类产品有望成为全球 B2C 电商市场增长最快的类别。预期 2028 年全球家具家居类产品市场 B2C 电商的 GMV 将达到 5885 亿美元，23-28 年 CAGR 为 12.6%。

图21 2023 年全球 B2C 电商市场主要类别及占比



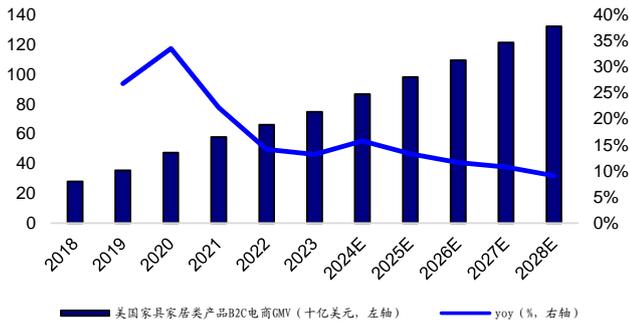
资料来源：国际贸易管理局，傲基科技招股书，弗若斯特沙利文，HTI

图22 全球 B2C 电商市场家具家居类产品市场规模及增速 (2018-2020E)

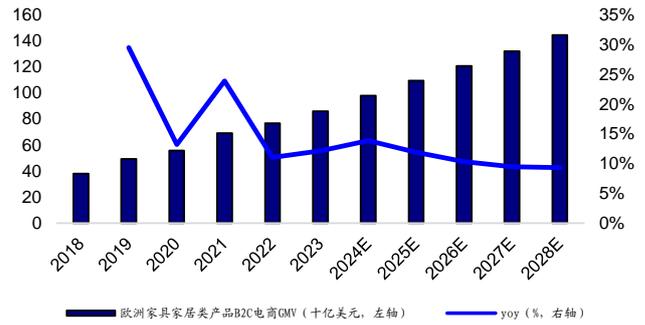


资料来源：国际贸易管理局，傲基科技招股书，弗若斯特沙利文，HTI

全球家具家居类 B2C 电商市场一般由两大类组成，即家具类和家居类。家具类通常包括床、书柜、衣柜、抽屉柜、梳妆台和梳妆凳、食品柜、餐具柜、沙发及户外家具。家居类用于装饰及布置家居，包括床上用品套装、地毯、窗帘等家用纺织品，以及相框、墙饰、花瓶等家居装饰品。美国及欧洲是全球家具家居类产品 B2C 电商的主要区域，2023 年市场 GMV 分别为 748 亿美元、859 亿美元，分别占比 23%及 26.4%。

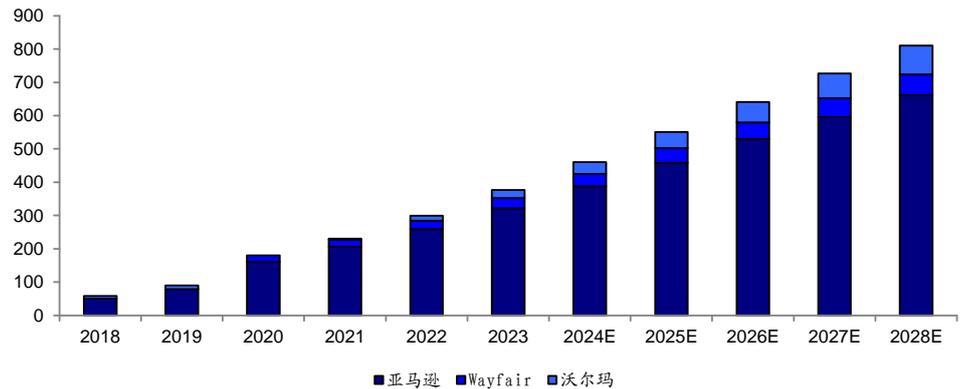
**图23 美国家具家居类产品 B2C 电商市场规模及增速 (2018-2028)**


资料来源：美国经济分析局，傲基科技招股书，弗若斯特沙利文，HTI

**图24 欧洲家具家居类产品 B2C 电商市场规模及增速 (2018-2028)**


资料来源：意大利米兰轻工信息中心，欧盟统计局，傲基科技招股书，弗若斯特沙利文，HTI

中国卖家是全球家具家居类产品最大的出口群体。2023年，基于中国卖家的家具家居类产品市场B2C海外电商的市场规模达7738亿元，18-23年CAGR达37.4%。其中，亚马逊、Wayfair、沃尔玛是基于中国卖家的家具家居类B2C海外电商的主要第三方平台，2023年GMV分别为3213亿元、315亿元和238亿元。

**图25 中国卖家在主要第三方平台上的家具家居类 B2C 海外电商市场规模 (2018-2028E)**


资料来源：傲基科技招股书，弗若斯特沙利文，HTI

### 3.2 轻工出口企业百舸争流，从制造代工迈向品牌出海

**恒林股份：**恒林股份是一家集研发、生产、销售办公椅、沙发、按摩椅等健康坐具及民用家具产品于一体的国家高新技术企业。19-22年间，公司先后收购LO、厨博士、永裕家居，将业务拓展至板式家具、新材料地板领域。2020年起，公司着力发展跨境电商，持续推动全球化战略布局。截止24H1，公司在美国新泽西州等五大区域设立面积合计35万平方米的仓储配送中心，不断提高终端销售配送时效，降低跨境物流运输成本。公司持续推动全球化战略布局，全方位发展跨境电商，销售渠道覆盖Amazon、Walmart、TEMU、TikTok等境内外主流的第三方线上电商平台，同时布局Facebook、Instagram等社交媒体，打造多维度线上营销网络。

公司目前在国内、越南、瑞士等地都建有生产基地。24H1实现营业收入48.04亿元，同比增长31.86%。24H1制造业务(OEM/ODM)实现营收24.61亿元，同比增长10.62%；OBM业务实现营收23.35亿元，同比增长70.56%；跨境电商业务实现营收16.86亿元，同比增长240.89%。公司制造拓客+品牌出海经营计划效果逐步呈现。

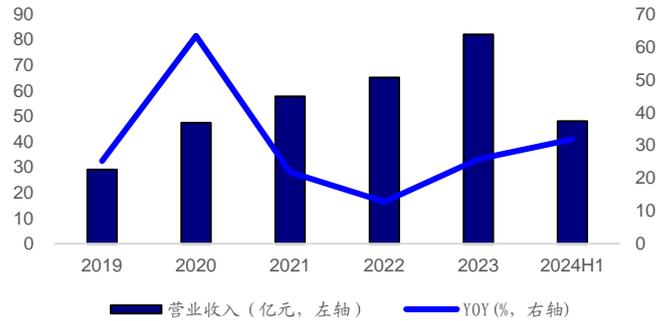
风险提示：原材料价格大幅上涨风险，市场竞争风险，房地产行业波动风险，经销商管理风险。

图26 恒林股份主要产品



资料来源：恒林股份 2023 年年度报告，HTI

图27 恒林股份营业收入及增速（2019-2024H1）



资料来源：Wind, HTI

**永艺股份：**永艺股份是专业研发、生产和销售坐健康家具产品的国家高新技术企业，产品包括办公椅、沙发、按摩椅椅身、休闲椅、升降桌等。公司市场遍及全球 80 多个国家和地区，与多家知名采购商、零售商、品牌商建立了长期战略合作关系，包括著名品牌商 HON（美国）、AIS（美国）、Global（加拿大）、Okamura（日本），世界五百强宜家家居、Staples、Office Depot，日本最大的家居零售商 NITORI，加拿大最大的采购商之一 Performance 等。

公司于 2018 年在行业内率先“走出去”投资建设越南生产基地，目前对美业务已大部分实现在越南生产出货。公司正在继续推进越南基地产能建设，第三期越南生产基地第一批厂房正在建设中，此外罗马尼亚基地于 23H1 实现投产出货，24H1 加快新产品导入和产能建设。24H1 实现营业收入 20.52 亿元，同比增加 33.57%；其中境内/境外市场分别实现营业收入 4.68/15.82 亿元，分别同比增长 38.83%/32.11%。

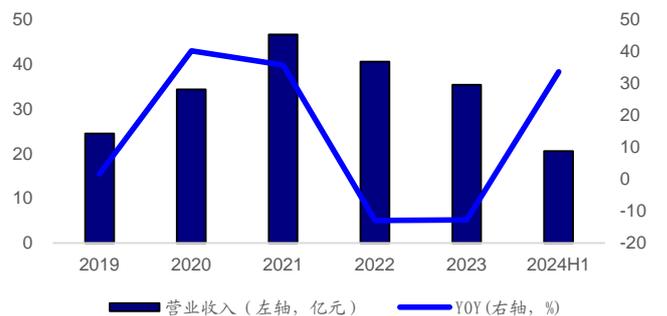
风险提示：国际宏观经济下行，国际贸易摩擦，原材料价格波动，人民币汇率波动及出口退税率政策变动，大客户集中，产品质量责任。

图28 永艺股份旗舰产品



资料来源：永艺股份官网，HTI

图29 永艺股份营业收入及增速（2019-2024H1）



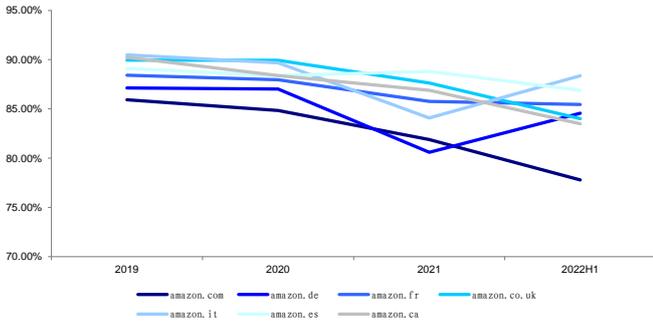
资料来源：Wind, HTI

**致欧科技：**致欧科技主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，旗下拥有家居品牌 SONGMICS、风格家具品牌 VASAGLE 及宠物家居品牌 Feandrea。公司产品已进入欧洲、北美等 70 余个国家和地区，累计服务超 2000 万全球家庭用户。公司构建了海外“自营仓+平台仓+三方合作仓”的仓储布局，并在尾程派送环节与 DPD、UPS 等知名物流公司建立了稳定的合作关系，形成了高效的尾程派送能力。

24H1，公司实现营业收入 37.21 亿元，同比增长 40.74%；归母净利润 1.72 亿元，同比减少 7.73%；扣非归母净利润 1.60 亿元，同比减少 24.97%。盈利能力有所波动，主要受到公司抢占市占率，产品平均单价同比下降、新品营销推广费用增加的影响；同时红海事件导致海运费同比上涨。随着公司调整产品价格、抓住新进平台的流量，同时提升供应链向东南亚的转移力度、二级物料降本、尾程费用优化，盈利能力有望改善。

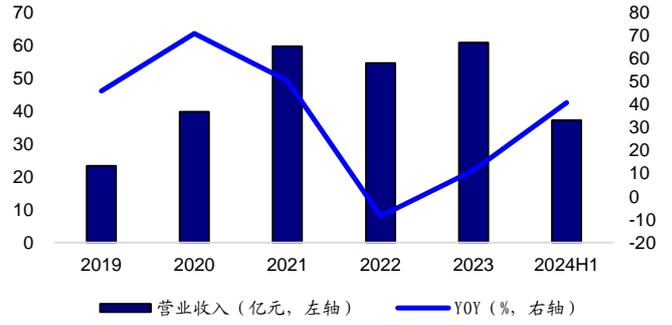
风险提示：国际贸易摩擦加剧、海运价格大幅上涨、市场需求波动。

图30 致欧科技在亚马逊平台主要站点产品好评率



资料来源：公司公告，HTI

图31 致欧科技营业收入及增速 (2019-2024H1)



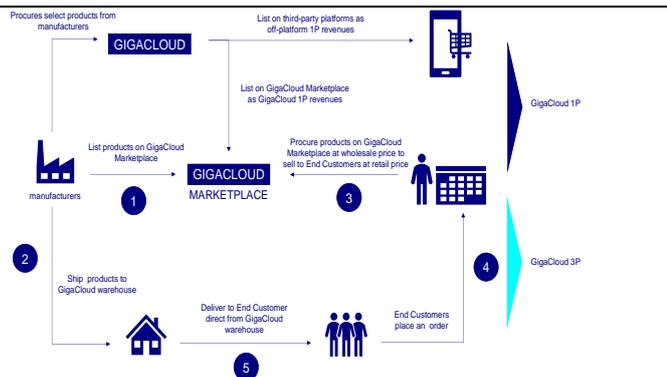
资料来源：Wind，HTI

**大健云仓：**大健云仓是一家从事自主研发并提供大件商品跨境 B2B 交易解决方案的企业。基于“供应链前置”的创新模式、技术领先的交易系统及自主运营的全球仓储物流，公司将制造商（主要在亚洲）和经销商（主要在美国、亚洲和欧洲）连接起来，执行跨境交易，打造“全球家居流通骨干网”。21-23 年，公司分别实现总 GMV5.42、6.36 和 9.99 亿美元。

截至 24H1，GigaCloud Marketplace 的 GMV 为 10.98 亿（GMV 为过去 12 个月为周期计算），同比增长 80.7%。活跃 3P 卖家数量达到 930 家，同比增长 39.8%。活跃买家数量达到 7257 人，同比增长 66.8%。每个活跃买家的支出达到 15.13 万美元，同比增长 8.4%。截至 24H1，公司在五个国家租赁了 42 个履约中心，总建筑面积约为 1050 万平方英尺。在美国租赁了另外两个具有存储和展厅功能的设施，总建筑面积约为 18348 平方英尺。此外，公司与几家主要航运、卡车运输和货运服务提供商保持合作关系，以补充完善自身运输网络。

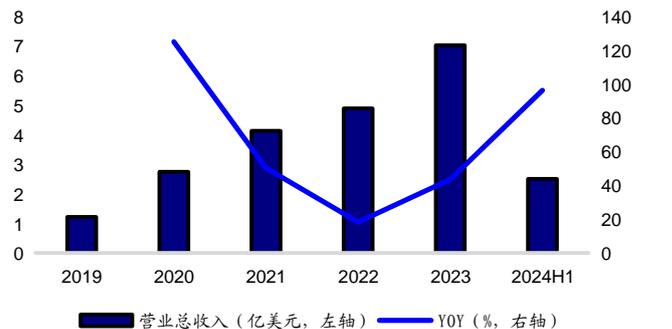
风险提示：全球贸易风险，客户流失风险，行业竞争加剧，原材料、海运费和汇率的大幅波动风险，跨市场估值风险。

图32 大健云仓业务构成



资料来源：公司公告，HTI

图33 大健云仓营业收入及增速 (2019-2024H1)



资料来源：Wind，HTI

**乐歌股份:** 乐歌主要业务模式为跨境电商, 产品为智能家居/健康办公产品。为赋能自身跨境电商业务和服务广大中小外贸企业, 延伸开拓了公共海外仓项目。23 年实现营收 39 亿元, 同增 22%, 出口收入占比 92%。23 年智能家居业务营收 29.5 亿元, 海外仓业务营收 9.5 亿元。24H1 海外仓业务实现收入 8.5 亿元, 同增 130%, 营收占比提升至 35%; 毛利率为 15%, 同增 2.3pct。

截止 24H1, 乐歌海外仓已累计服务超过 778 家出海企业, 上半年处理包裹超过 400 万个, 同增 120+%。截止 24H1, 公司在全球拥有 17 个自营海外仓, 面积 48.21 万平方米。23 年乐歌海外仓成为 Fedex 全球 Top100 客户, 随着服务客户数量和全年发件量的增加, 规模优势不断凸显。22-23 年期间, 乐歌在“小仓换成大仓”过程中, 提前以较低价格在美国核心港口区储备了 5000 亩工业物流用地, 满足未来自建仓需求。自建海外仓持有成本是租赁海外仓成本的 1/3 到 1/2, 通过提高自建海外仓占比, 可以有效增加盈利空间。

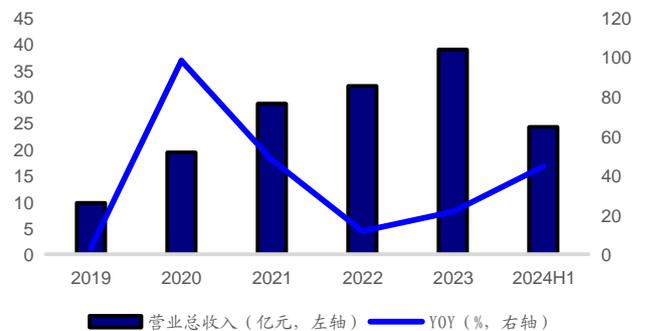
风险提示: 外需景气回落, 国际政治风险, 海运紧张局面延续, 原材料价格波动, 汇率波动。

图34 海外仓上下游示意图



资料来源: 乐歌股份 2023 年年度报告, HTI

图35 乐歌股份营业收入及增速 (2019-2024H1)



资料来源: Wind, HTI

## 4. 风险提示

全球贸易风险, 终端需求不及预期, 原材料价格大幅波动, 汇率风险, 行业竞争加剧, 海运费大幅波动。

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Global e-commerce penetration is rising, boosting cross-border e-commerce. According to China Insights Consultancy, global cross-border e-commerce transactions reached 2.8 trillion USD in 2023, up 16.7% YoY, and are expected to hit 3.3 trillion USD in 2024. The penetration rate increased from 5.2% in 2019 to 8.0% in 2023, with a forecast of 8.6% in 2024. This trend offers growth opportunities for China's cross-border e-commerce. According to www.gov.cn and People's Daily citing China Customs, China's cross-border e-commerce exports were 1.83 trillion RMB in 2023, up 19.6% YoY; Q1 2024 exports were 448 billion RMB, up 14% YoY. The sector is expanding and entering a new development phase. China's cross-border e-commerce is advancing in quality, with significant overseas achievements. Key players include suppliers, platforms, and consumers. B2B dominates with 70.2% of transactions in 2023, while B2C is growing rapidly. Chinese platforms like Temu, SHEIN, AliExpress, and TikTok Shop are gaining market share. Cross-border logistics demand is rising, with a market size of 600 billion RMB in 2023 and a CAGR of 18.8% from 2023-2027. Main logistics models include direct mail and overseas warehouses, crucial for growth. B2C e-commerce sees strong performance in home furnishing, with Chinese sellers leading exports. According to Sullivan, home furnishing, apparel, beauty, and tech products are key categories, with home furnishing poised for rapid growth. Chinese sellers' market size reached 773.8 billion RMB in 2023, with a CAGR of 37.4% from 2018-2023. Light industry exporters are shifting from manufacturing to branding. Key recommendations: Henglin Home Furnishings: Revenue from cross-border e-commerce was 1.686 billion RMB in H1 2024, up 241% YoY. UE Furniture: Most US business is now produced in Vietnam, with new facilities under construction. Ziel Home Furnishing Technology: Products reach over 70 countries, with efficient delivery. Gigacloud Technology Inc: Built a global home furnishing network, achieving GMV of 542, 636, and 999 million USD from 2021-2023. Loctek Ergonomic Technology Corp.: Served over 778 companies with 4 million packages handled in H1 2024, up 120% YoY. Increasing warehouse share may boost profits.

Risk Warning: Global trade risks, weaker than expected demand, raw materials price volatility, exchange rate risks, intensified competition, and sea freight fluctuations.

## 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，郭庆龙，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, Qinglong Guo, 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，周梦轩，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, Mengxuan Zhou, 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。

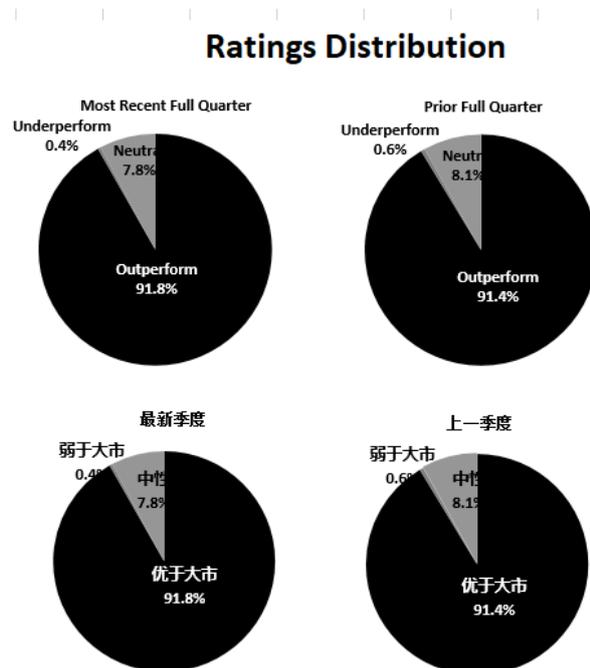
**弱于大市**，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

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,

### 评级分布 Rating Distribution



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.**

#### 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. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 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、HTISGL 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外，HTISG 及其关联公司、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](http://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](http://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。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, 12<sup>th</sup> 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开发售或认购。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益权益。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、广告或公开发售。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](http://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](mailto: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 ("FIEA") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEA 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](http://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](mailto: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>

---