

# 海晨股份 Hichain Logistics (300873 CH)

## 首次覆盖：聚焦电子与新能源车核心客户，能力复制至多赛道

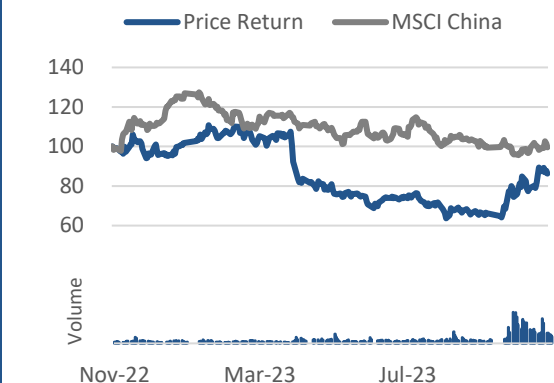
Focus on Core Clients in Electronics and New Energy Vehicles, Have Strong Replication Ability: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

### 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb24.00
目标价	Rmb29.00
市值	Rmb5.53bn / US\$0.76bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$16.52mn
发行股票数目	230.60mn
自由流通股 (%)	83%
1 年股价最高最低值	Rmb31.35-Rmb17.70

注：现价 Rmb24.00 为 2023 年 11 月 17 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	11.5%	23.1%	-15.4%
绝对值 (美元)	12.4%	23.7%	-17.4%
相对 MSCI China	12.1%	27.8%	-12.9%

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	1,800	1,920	2,208	2,544
(+/-)	22.67%	6.67%	14.97%	15.22%
净利润	358	325	393	481
(+/-)	15.81%	-9.30%	21.07%	22.34%
全面摊薄 EPS (Rmb)	1.55	1.41	1.71	2.09
毛利率	25.13%	23.78%	24.74%	25.72%
净资产收益率	13.55%	11.22%	12.25%	13.33%
市盈率	15	17	14	11

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**立足供应链综合服务，赋能高端制造业降本增效。**公司是一体化供应链服务领域的领先物流商，目前主要服务于电子、新能源车等高端制造业，业务贯穿于生产前、中、后所有物流环节。公司商业模式优势在于通过专业物流方案设计，集成自动化，数字化，平台化等技术，能对物流全局进行精益管理，帮助客户降低供应链管理成本、提高运营效率。适应了新消费、高端制造产业对一体化供应链的需求，在相关产业快速发展背景下，公司迎来发展机遇。

**聚焦电子、新能源车行业核心客户，行业复制能力强。**2022 年公司在电子行业、新能源车行业营收占比 79.5%、17.0%。公司在消费电子行业深耕多年，与联想保持深度合作，为联想提供全流程业务服务。承接联想南方制造基地供应链智能物流项目，公司与联想业务得到了巩固和发展。新能源车行业方面，以理想汽车供应链为主要业务，受益于理想汽车的快速放量，22 年新能源车业务营收及毛利同比+217%/+123%。公司拟收购昆山盟立，切入半导体、光电面板的自动化领域，扩展电子行业业务范围。我们认为，随着公司自身业务的稳固和能力经验的积累，公司将电子、新能源车制造业的供应链的经验与能力复制，未来有望拓展到更多高附加值赛道，推动业绩增长。

**数智化的硬实力+软实力，打造核心竞争力。**硬实力：公司注重智能物流装备的投资，落实“机器换人”战略，收购昆山盟立进一步提升自动化能力，实现运营降本增效；网络布局覆盖全国，渗透海外，业务触及范围广。软实力：公司近三年研发支出快速增长、研发团队持续扩大，具备一支对客户所在行业有深刻理解的业务、技术和管理团队，能为客户提供匹配的、定制化的供应链设计与服务体系，坚持自研信息系统为供应链服务业务赋能。公司始终以“数智物链”为战略方向，我们认为公司的自动化、智能化、数字化能力具备较强壁垒，也可作为长期的驱动力，支持公司在制造业供应链领域保持领先地位并助力各项业务发展。

**盈利预测及估值：**考虑到短期需求波动，中期消费电子换机潮临近，长期公司开拓新能源车及其他行业供应链赛道，为公司打开新的盈利空间，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.25/3.93/4.81 亿元，对应的 EPS 分别为 1.41/1.71/2.09 元，给予 2024 年 17 倍 PE 估值，对应目标价为 29.00 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**消费电子需求及新能源汽车需求低迷；客户相对集中；新市场开拓受阻；人民币汇率波动等。

骆雅丽 Yali Luo  
yl.luo@htisec.com

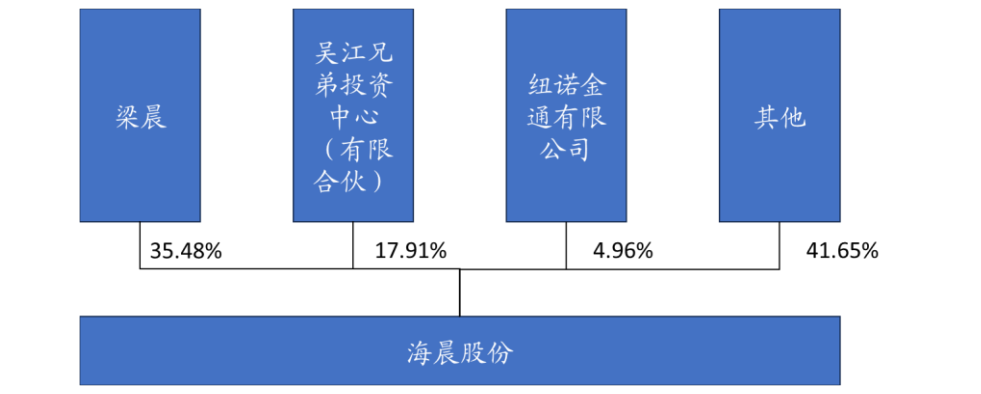
虞楠 Nan Yu  
nan.yu@htisec.com

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)

立足供应链综合服务，持续赋能高端制造业

江苏海晨物流股份有限公司，简称海晨股份，成立于 2011 年，2016 年整体改制为股份有限公司，2020 年 8 月在深交所创业板上市。目前实控人为公司创始人、董事长兼总经理梁晨，截至 2023 年三季度末，梁晨持股 35.48%；员工持股平台吴江兄弟投资中心持股 17.91%。长久以来，公司不断跟随中国智造的发展，以技术驱动和信息集成为核心，推动生产性物流服务与制造业生产过程持续深度融合，致力于成为全球领军

图1 公司主要股权架构

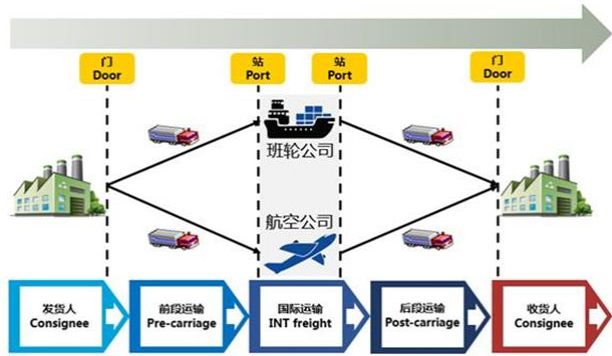


资料来源：海晨股份 2023 年三季报，HTI

**公司立足供应链综合服务，持续赋能高端制造业降本增效。**公司主要为制造业企业提供数字化、一体化供应链物流解决方案及营运服务，按产品类型可分为货运代理服务（包括运输、关务、国际货代等）及仓储服务（包括采购、VMI 模式、逆向物流、HUB 模式等）。业务贯穿于制造业生产前、中、后的所有环节，能一站式端到端的满足制造业各类型的供应链物流需求。公司将综合供应链物流服务与数字化、自动化系统相结合，通过深度定制设计和全局精益管理，实现物流业和制造业深度融合和良好互动，高效运营，帮助制造企业缩短生产周期、降低库存量、提高生产效率。

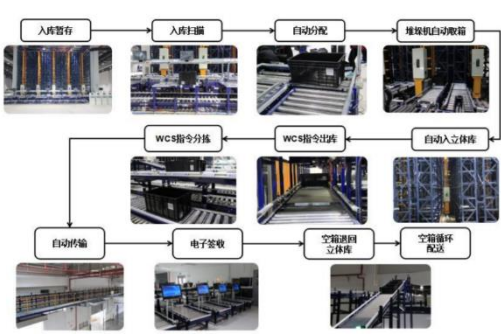
**客户质量优秀、范围广、粘性高。**目前公司主要服务的制造行业包括 3C 电子产品、新能源汽车、特种材料、家用电器等。经过多年的发展，截至 2022 年末，公司积累了 2600 余家优质客户，包含世界 500 强客户及其配套供应商，其中合作超过 5 年以上客户占比超 50%。

图2 公司国际货代业务具体业务流程



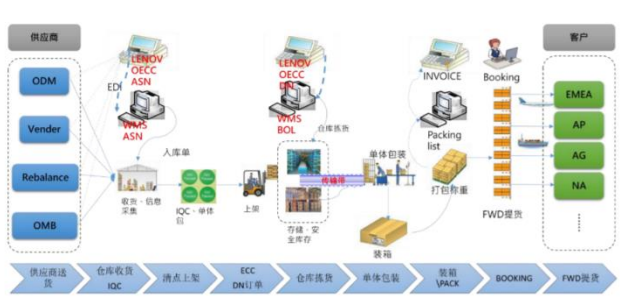
资料来源：海晨股份招股说明书，HTI

图3 公司 VMI 服务自动化仓储系统作业模式



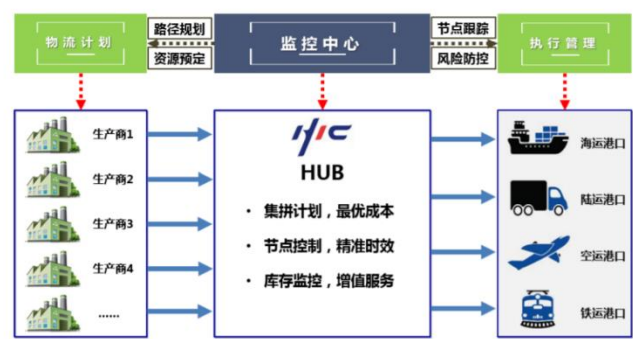
资料来源：海晨股份招股说明书，HTI

图4 公司逆向物流业务模式



资料来源：海晨股份招股说明书，HTI

图5 公司 HUB 业务模式



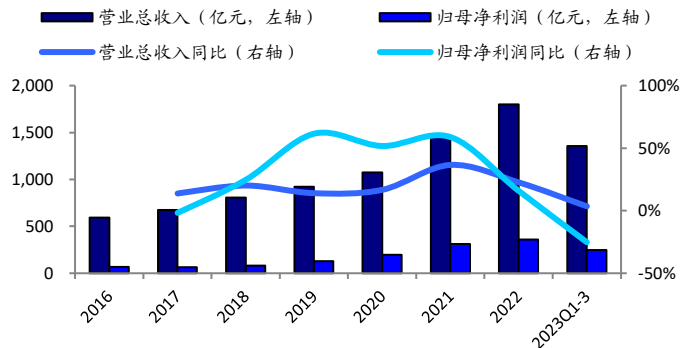
资料来源：海晨股份招股说明书，HTI

近年公司业绩增长相对稳健，具有良好的抗压能力。2022 年公司实现营业收入 18.00 亿元，同比增长 22.7%，CAGR3 为 25.1%；全年实现归母净利 3.58 亿元，同比增长 15.8%（剔除深圳新项目对当年损益的影响，2022 年公司原业务归母净利润同比增长 23.7%），CAGR3 为 40.8%。2023 年前三季度，在不利的经济环境下，公司依然保持较为稳健发展，实现营业收入 13.55 亿元，同比增长 3.46%；实现归母净利润 2.46 亿元，同比下降 25.32%，毛利率为 23.3%，归母净利润率为 18.1%。归母净利润下滑除了外部环境较差的影响，还受到深圳新项目产能爬坡期的亏损影响，剔除深圳新项目磨合期的对当年损益的影响，2023 年 H1 公司归母净利润同比下降 12.17%，据公司预计该项目 2023 年四季度能实现盈亏平衡，2024 年起或贡献正收益。

仓储业务增长稳健，货代业务周期性较强。分业务来看，2016-2022 年仓储业务及货代业务营业收入 CAGR 分别为 27.6%/16.6%，受运价下跌影响，2023 年 H1 货代业务营业收入同比下降 9.57%，而仓储业务营收逆势上涨 19.46%，表现较强的经营韧性。

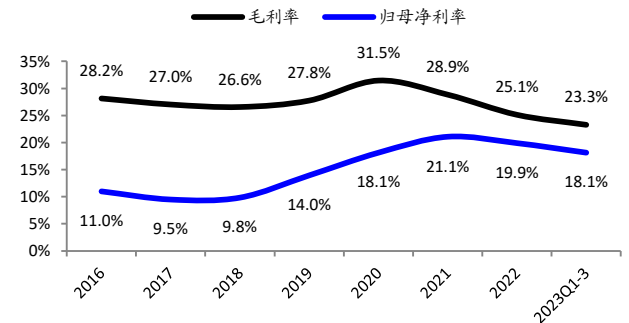
我们认为，公司在电子信息领域深耕多年，一方面不断加深与客户供应链深度合作，使得公司客户数量及单一客户服务量同时提升；另一方面，公司将成熟的服务能力成功复制到更多行业，在规模效应及精细化管理共同助力下，实现营收的增长和利润的提升。

图6 公司收入、归母净利润增长情况



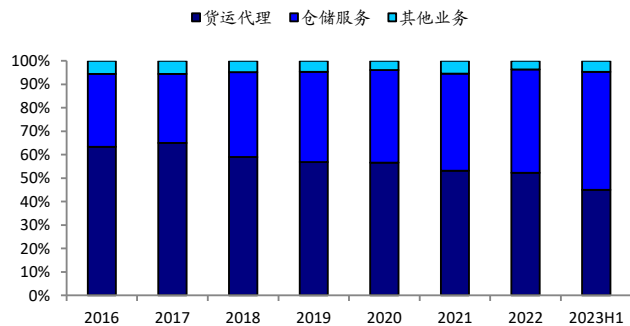
资料来源：Wind, HTI

图7 公司毛利率、净利润率增长情况



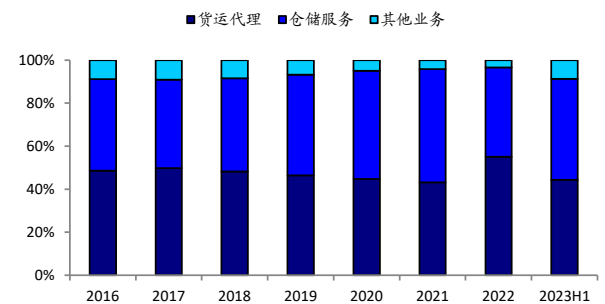
资料来源：Wind, HTI

图8 公司营业收入结构



资料来源：Wind, HTI

图9 公司毛利结构



资料来源：Wind, HTI

### 拓展高附加值赛道，扩充盈利成长空间

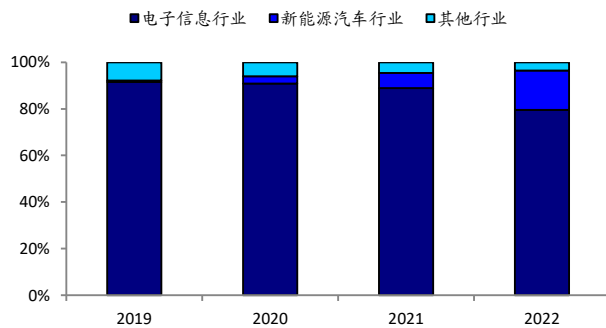
公司专注于为高附加值制造业企业提供全方位、一体化的现代综合物流服务，解决其物流痛点。相较于传统的物流服务，一方面，先进制造业产品具有价值高、精密度高、结构复杂、品种繁多、定制化等特征，因此对生产、库存管理要求高；另一方面，先进制造业往往投入更多资源与精力在产品生产研发和管理，缺乏对生产物流细分领域的深耕，生产性物流的非专业化自行运作导致整体物流市场操作成本较高、效率较低，无法达到规模化效益。因此，电子制造业等先进制造业的企业需要大量的专业物流服务商，为企业提供一体化、专业化、精准化的物流服务。

随着业务的稳固和能力经验的积累，尝试拓展更多高附加值赛道，扩充盈利成长空间。目前电子行业贡献主要业绩，2019年进军的新能源车行业也逐渐开始起色，成为公司的第二增长曲线。2022年电子行业、新能源车行业分别给公司贡献营业收入14.32亿元、3.05亿元，分别占总营收79.5%、17.0%；分别贡献毛利3.67亿元、0.69



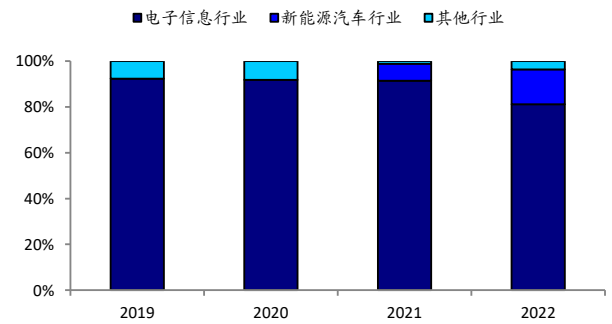
亿元，占 81.1%、15.3%。此外，公司拟以自有资金 1.80 亿元收购昆山盟立自动化有限公司 100% 股权，切入半导体、光电面板行业客户，为该领域的先进制造业企业提供自动化装备和集成业务。医疗器械、家用电器、显示科技、光伏组件等行业客户亦在积极开拓中，未来有望进一步降低客户及业务集中的风险，实现新一轮的较快发展。

图10 公司营业收入结构（分客户行业）



资料来源：公司年报，HTI

图11 公司毛利结构（分客户行业）



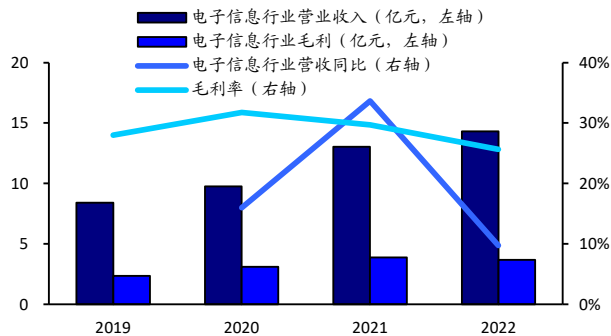
资料来源：公司年报，HTI 注：2019-2020 年其他行业包含新能源汽车行业

### ➤ 消费电子行业奠定坚实基础：

**深耕消费电子行业，与联想保持深度合作。**2020 年以前，公司依托华东地区区位优势，主要深耕电子信息行业供应链，主要客户包括联想集团、索尼公司、台达电子、光宝科技、大联大控股、康宁公司、伟创力公司等。2022 年公司电子信息行业营收 14.32 亿元，同比增长 9.75%，占比约 79.5%，是公司主要而稳定的基本盘，其中联想集团营收占公司营业收入比重大，2022 年约占 38%，多年来占据公司第一大客户地位。公司电子信息行业毛利率相对较为稳定，2019-2021 年毛利率均维持在 30% 左右，2022 年由于需求下滑以及深圳新项目爬坡期影响，毛利率下滑至 25.6%。2023 年上半年深圳新项目产生亏损 3171.82 万元，对毛利率有所拖累，我们预计随着南方基地产能利用率提高、自动化设备陆续部署、员工熟练度提升，使得深圳新项目的经营效率能得到改善，据公司公告预计该项目将在 2023 年 Q4 能实现盈亏平衡，2024 年起贡献良好经济效益。

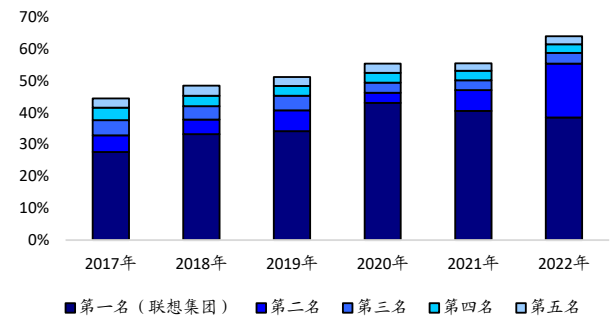
**前期公司通过招标方式获得联想集团业务，并在后期获得较好巩固和发展。**公司凭借对于现代综合物流业务的行业理解和经验，通过招标方式获得联想集团的业务，现已将业务嵌入其原材料物流、生产物流、成品物流以及逆向物流等供应链的全流程。承接联想南方制造基地供应链智能物流项目，公司与联想公司的业务得到了进一步巩固和发展。

图12 消费电子行业业务营业收入及毛利润情况



资料来源：公司年报，HTI

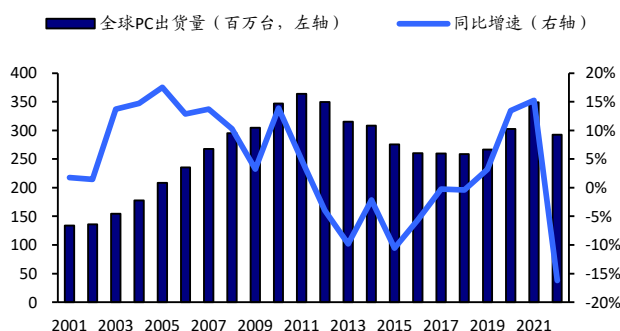
图13 公司前五大客户营业收入占比



资料来源：公司年报，HTI

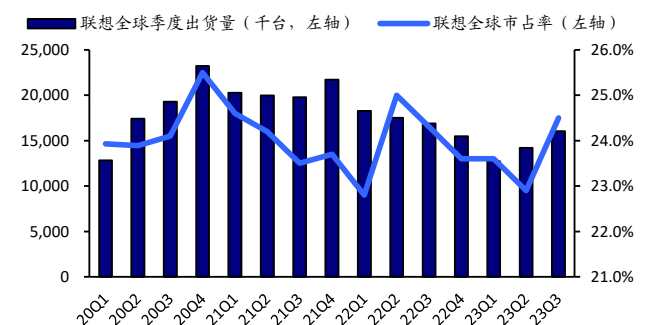
凭借多行业、全供应链的综合物流服务能力优势，公司电子业务增速高于产业的增速。经过2020-2022年上半年的高速增长，2022年下半年起消费电子行业逐渐迈入低谷期，据IDC咨询，2022年全球PC出货量增速2.92亿台，同比下降16.2%；据Canalys咨询，23Q1-Q3全球PC出货量同比下降17.3%，联想全球PC出货量同比下降18.4%。然而，从历史数据来看，公司在消费电子行业物流服务的增速，一般会高于消费电子产业自身的增速，2022年公司克服外部下滑压力，实现电子信息行业营收同比增长9.75%，主要系公司具备在多行业、全供应链的提供综合物流服务能力优势，每年拓展新的电子细分行业、新客户，推出新服务产品，能部分地抵消消费电子行业需求周期性波动对公司业绩的影响。

图14 全球PC出货量情况



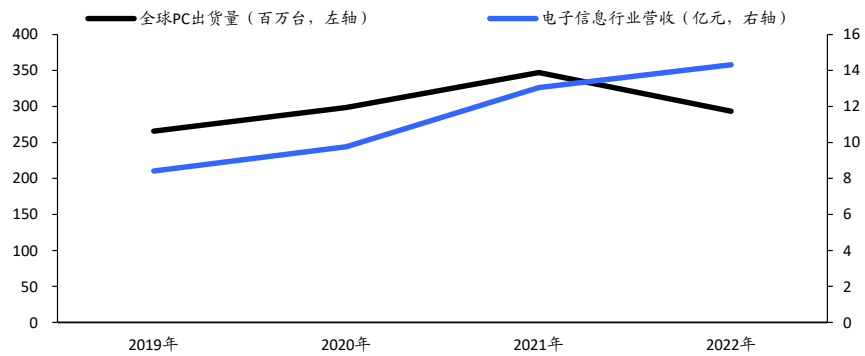
资料来源：Wind，HTI

图15 联想PC出货量情况



资料来源：Canalys，HTI

图16 公司电子业务营业收入增速高于下游产品销量增速



资料来源: Wind, 公司公告, HTI

**PC 需求端迎拐点，或带动业务量进一步增长。**2022 年全球 PC 出货量同比增速进入下行区间，一是由于 2020-2021 年在疫情刺激了 PC 消费造成一定需求透支及高基数，二是由于 2022 年后全球宏观环境通胀和需求下滑的影响。目前下游需求下滑已迎来拐点，据 Canalys 咨询，1Q23/2Q23/3Q23 全球 PC 出货量降幅分别为 -32.6%/-11.5%/-6.7%，降幅逐季度收窄，随着海内外需求进一步复苏，我们预计 4Q23PC 需求端颓势有望进一步减缓。而 PC 换机周期一般为 4-5 年，我们预计在 2024-2025 年将进入换机潮，PC 出货量同比增速将有望转正。在下游 PC 需求端复苏的带动下，2024-2025 年公司电子业务将迎来收入及毛利的增长。

图17 2023 年全球 PC 出货量降幅逐季收窄，2024-2025 年电子业务需求有望恢复



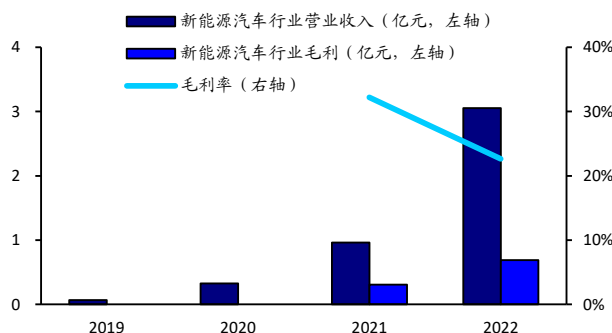
资料来源: Wind, HTI

➤ 布局新能源汽车行业，复制能力得到验证：

**进军新领域，优秀复制能力渐得验证。**2020年后，随着公司市场认知度的提升，品牌效应逐步显现，公司将电子信息行业的供应链经验复制到新的行业与服务领域，新能源汽车物流业务快速成为第二增长曲线。新能源汽车行业收入增长迅速，从2019年营收697万元，占总营收0.8%，快速成长至2022年营收3.05亿元，占总营收17.0%，CAGR3达252%。新能源汽车行业业务毛利率有所下滑，2021年/2022年公司新能源汽车行业业务毛利率分别为32.2%/22.6%。

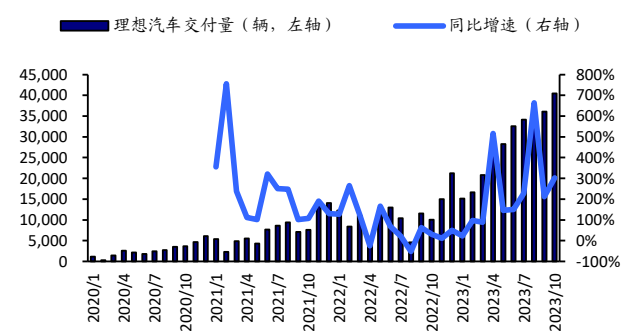
**聚焦新能源车行业头部客户，受益于理想汽车的高增长。**2017年公司切入理想汽车供应链，帮助研发入场物流业务，具体业务包括总装和焊装车间零部件存储、一站式上线服务、售后仓分拣配送业务，作业全流程与主机厂无缝集成。理想汽车在新能源车行业保持高速发展，2020-2022年理想汽车交付量复合增速达102%，2023年前三季度交付量同比增长181%，据SNE Research数据，2023年前三季度全球电动汽车（含混动）销量同比增长36.4%，理想汽车增速远超行业增速水平，据InsideEVs，上半年理想汽车的市占率位于全球第七。据理想汽车预计，理想汽车四季度交付量达到12.5万辆至12.8万辆，同比增长169.9%至176.3%。大客户理想汽车的高成长性有望继续带动公司新能源汽车业务高速增长。

图18 新能源汽车行业业务营业收入及毛利润情况



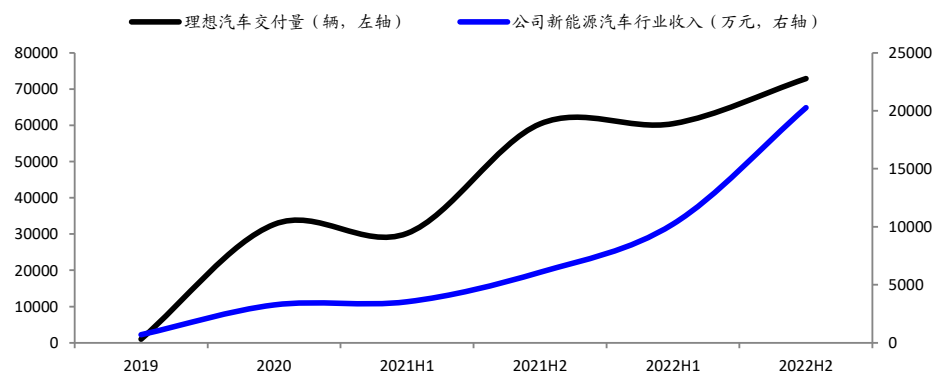
资料来源：公司公告，HTI

图19 理想汽车月度交付量情况



资料来源：理想汽车官方公众号，HTI

图20 理想汽车交付量与海晨股份新能源汽车行业收入情况



资料来源：公司公告，理想汽车官方公众号，HTI



## 持续升级物流数智化水平，打造核心竞争力

### ➤ 自动化基础设施+广泛网络，夯实硬实力：

公司集中力量投资于仓储基础设施建设，奠定核心竞争力基础。公司注重智能物流装备的投入，通过对堆垛机、AGV、穿梭车、传送等技术的应用，加快实施“机器换人”战略。截至 2022 年末公司自动化储位已经增加至 58086 个，提升了营运准确性及效率，替代了员工的体力劳动，自动化储位数量在所属行业已处于领先地位。此外，公司位于合肥、苏州、深圳、成都的仓库智能化改造也已陆续开始实施。

**收购昆山盟立，强化仓储自动化能力。**公司于 2023 年 10 月拟以 1.8 亿元自有资金收购昆山盟立自动化有限公司 100% 股权，昆山盟立是智能自动化领域代表企业之一，主营物流及仓储智能自动化系统的研发、生产和销售，有丰富的技术积累，积累了国内外半导体、面板、智能工厂和智能物流领域头部客户。此次收购将进一步加强海晨股份在自动化领域的业务能力和技术水平，切入半导体、光电面板等赛道开拓新客户，与公司原有供应链业务产生协同效应，进一步提升公司核心竞争力。

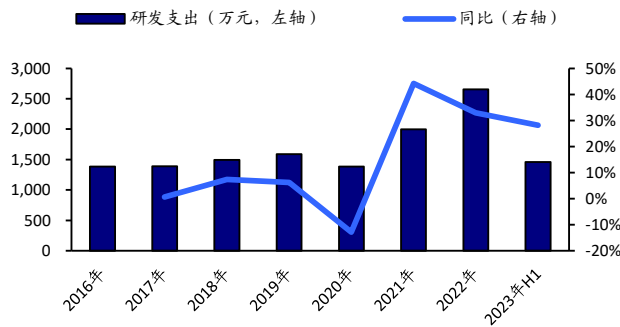
**覆盖全国、渗透全球的业务网络布局，是服务能力的重要保障。**截至 2022 年末，公司在国内二十多个城市及 8 个国家拥有 70 多个业务网点，国内服务网络覆盖先进制造业集群的江苏、上海、湖北、湖南、广东、广西、四川、安徽、浙江、香港等省份和地区，海外营业网点包括泰国、越南、德国、马来西亚、菲律宾、印尼、韩国、新加坡等多个国家，公司管理仓储总面积超过 100 万平米。完善的服务网络和成熟的多区域产品体系，是海晨全球化网络能力的重要保障。

### ➤ 重视研发投入与信息技术赋能，提升软实力：

**区别于传统运输及仓储企业，公司能为客户提供定制化的物流解决方案。**目前具有一批制造业供应链领域的业务、技术和管理专家团队及系统研发团队，能够准确把握行业发展趋势和技术变革，能深度理解制造供应链行业的客户需求，并根据客户需求快速设计搭建匹配的、定制化的供应链体系，运行中对全链条服务过程持续跟踪优化，提供端到端制造供应链服务。能力背后离不开公司对人才和研发的重视，以及自研信息系统的赋能。

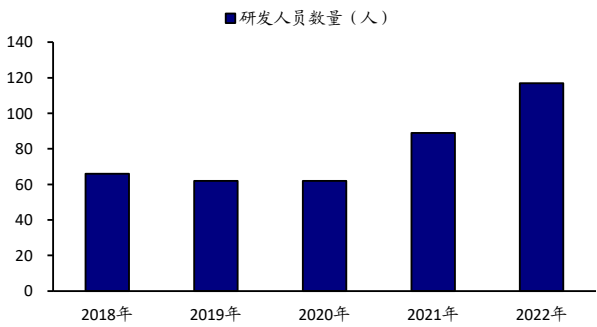
**重视人才团队建设与技术投入，近三年研发人员数量和研发支出金额增长速度大于同期收入增速。**公司加大人才队伍建设，2021 年/2022 年研发人员数量分别同比增长 43.5%/31.5%，对应的，公司研发支出呈快速增长趋势，2021 年/2022 年公司研发支出分别同比增长 44.2%/33.0%，研发人员数量和研发支出金额增速均高于同期 +36.6%/+22.7% 的营收增速。2023 年前三季度在营收增长压力较大情况下，公司费用化的研发支出（研发费用）为 2166.1 万元，同比增长 19.07%，研发费用增速高于同期营收增速。研发费用率 1.60%。2023 年 11 月，公司公告李世鹏院士加盟公司并担任首席科学家，这将进一步提升公司在自动化、供应链和机器人等领域研发实力，推进技术的产业化落地。

图21 公司研发支出情况



资料来源：公司公告，HTI

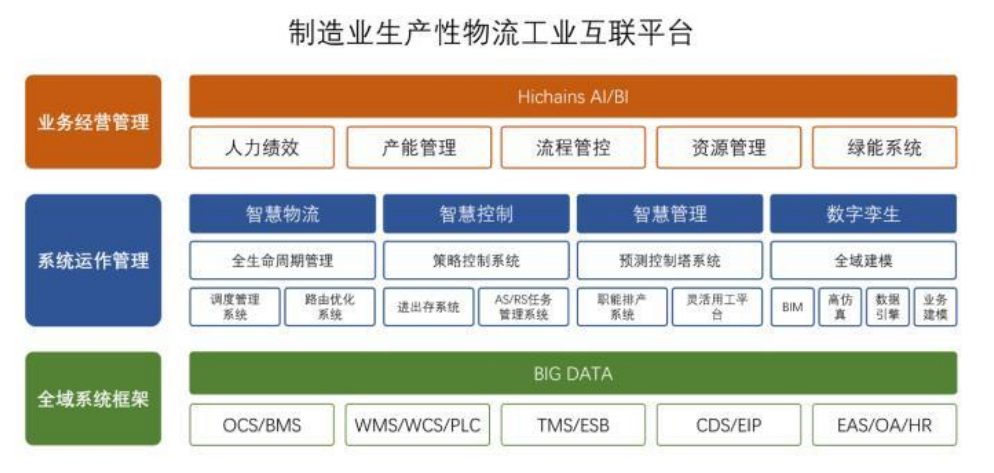
图22 公司研发人员数量情况



资料来源：公司公告，HTI

自研信息系统配套基础设施，以提升物流运营效率和效益，是现代物流企业核心竞争力的重要表现。公司在信息系统建设中坚持“关键程序自行开发”的原则，将现代信息技术与多年的行业经验结合，自主开发了订单管理系统（OCS）、仓储管理系统（WMS）、运输管理系统（TMS）、国际货运管理系统（FMS）、报关管理系统（CDS）等多个作业执行子系统并持续开发商业智能 BI 平台，从而构建了安全可控制造业生产物流工业互联网平台。

图23 海晨股份自主研发的制造业生产性物流工业互联网平台



资料来源：海晨股份 2022 年报，HTI

募投项目持续推进，自动化水平再升级：

募投项目以新建物流仓储及研发设施投入为主，据公司预计相继于 24 年达到可使用状态。公司 IPO 募投项目包括吴江新建自动化仓库项目、合肥智慧物流基地一期建设项目及深圳研发中心项目，据公司招股书预计总投资额为 6.65 亿元，旨在提升公司在苏州、合肥地区的仓储及中转能力并进一步完善物流服务网络，提升信息化、智能化、平台化、一体化、自动化水平。2022 年 8 月，公司主要客户联想集团的南方智能

制造基地计划于当年三季度投产，公司投入 2.0 亿元超募资金用于南方智能仓库技改项目（一期），以配套联想南方智能制造基地及周边制造企业仓储需求，增加自动化储位及推进数字化、智能化建设。公司各个投资项目多数于 2024 年建成使用：2022 年，公司募投项目之一——吴江新建自动化仓库项目投产，合肥智慧物流基地一期建设项目、深圳研发中心项目主体已建设完成，据公司预计分别于 2024 年 4 月及 8 月达到可使用状态，南方智能仓库技改项目据公司预计将于 2024 年 3 月完成。

**新项目运用自动化装备及系统，推动增收降本。**2022 年，吴江自动化仓、合肥 SMT 二期自动仓、合肥 N2 自动仓相继投入使用；2023 年，深圳市东阁仓的成品自动化存储与分拣系统已于 2023 年 6 月投入使用；深圳市楼村仓计划 2023 年 9 月投入使用；合肥市新站区仓储基地计划 2023 年 10 月投入使用；合肥智慧物流基地一期项目正在建设自动化仓储系统，计划 2024 年 4 月投入使用。随着上述自动化系统建设完成并正式投入使用，仓库使用效率将显著提升，例如吴江新建自动化立体仓库运用了新一代信息技术与自动化设备，相比普通仓库，库容提升 2.5 倍，进出操作效率提升 80%，人工成本下降 50%。合肥在建的自动化仓库项目占地约 50 亩，智能库存储位达到 5 万个，仓库的存储效率是普通平面仓库的 2.5-3 倍。智能化装备的运用使得公司取得成本优势，盈利能力在行业中保持领先。

表 1 公司 IPO 募投项目及进展情况

项目名称	项目总投资额(亿元)	募集资金投资额（亿元）	首次计划建成时间	实际建成时间	项目简介	经济效益
新建自动化仓库项目	1.38	1.29	2022 年 8 月 18 日	2022 年 3 月 15 日	项目选址苏州市吴江区，将建设一栋仓库及相关附属建筑，建筑面积为 14,797 平方米，同时购置相关现代综合物流设备和软件系统。	公司预计项目建成后第一年实现收益为正常达产年的 60%，第二年及以后为 100%。公司预计营业收入为 14,219 万元，净利润为 1,741 万元，项目投资回收期（税后）为 8.11 年。
合肥智慧物流基地一期建设项目	2.59	2.59	2022 年 8 月 18 日	公司预计 2024 年 4 月 30 日达到预定可使用状态	项目选址合肥市经济技术开发区，将建设一栋综合物流中心及相关附属建筑，建筑面积为 31,900 平方米，同时购置相关现代综合物流设备和软件系统。	公司预计项目建成后第一年实现收益为正常达产年的 60%，第二年及以后为 100%。公司预计营业收入为 27,179 万元，净利润为 3,010 万元，项目投资回收期（税后）为 8.24 年
深圳研发中心项目	1.48	1.48	2022 年 8 月 18 日	公司预计 2024 年 8 月 31 日达到预定可使用状态	项目选址深圳建设研发中心，建设完成后公司通过购置相关研发设备、招聘研发人员。	此项目投入运行后不直接产生经济效益。
南方智能仓库技改项目（一期）	2.04	2.03（超募资金）	2024 年 3 月 14 日	-	对项目地长租仓库进行自动化改造，一期改造总面积约 10 万平方米。能有效提升现有仓库的空间使用率与作业效率，满足联想南方智能制造基地及周边其他制造企业的仓储需求	项目正式投产后第二年达产，达产后公司预计实现年销售收入约 14,100 万元，利润总额约 2,465 万元，项目投资回收期约为 13 年，整体经济效益良好。
补充流动资金	-	1.20+0.82（超募资金）	-	-	-	-

资料来源：公司公告，HTI

主要盈利预测及假设

关键假设:

1、仓储服务：考虑到公司积极扩展客户，按计划公司 2024 年有物流基地项目建成投入使用及仓库技改项目投入使用，我们预测 2023-2025 年公司仓储服务业务收入同比增速分别为+25%/+20%/+20%。

2、货代服务：考虑到 2023 年运价同比大幅下跌影响，但公司积极扩展客户，以量换价减少运价下跌对收入的影响，并且我们预计 2024-2025 年运价同比波动较小，我们预测 2023-2025 年公司货代服务业务收入同比增速分别为-9%/+10%/+10%。

3、毛利率：考虑到 2023 年需求低迷，影响公司毛利率水平，我们预计随着 2024-2025 年海内外需求进一步复苏，公司毛利率将逐步回升，所以我们预测 2023-2025 年公司毛利率分别为 23.78%/24.76%/25.74%。

表 2 公司营业收入分项预测表（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
仓储服务收入	607.42	793.05	991.31	1,189.58	1,427.49
增速（%）	43%	31%	25%	20%	20%
货代服务收入	779.41	941.83	857.07	942.77	1,037.05
增速（%）	28%	21%	-9%	10%	10%
其他收入	80.79	65.48	72.03	75.63	79.41
增速（%）	90%	-19%	10%	5%	5%
营业收入总计	1,467.62	1,800.36	1,920.41	2,207.98	2,543.95
增速（%）	36.7%	22.7%	6.7%	15.0%	15.2%
营业成本总计	1,044.27	1,347.88	1,463.76	1,661.63	1,889.72
增速（%）	41.9%	29.1%	8.6%	13.5%	13.7%
毛利率	28.85%	25.13%	23.78%	24.74%	25.72%

资料来源：公司 2021 年及 2022 年财报，HTI

表 3 公司盈利预测表（百万元）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	1468	1800	1920	2208	2544
二、营业成本	1044	1348	1464	1662	1890
三、营业利润	380	448	408	494	604
四、税前利润	381	445	408	494	604
减：所得税	59	76	69	84	103
五、净利润	322	369	338	410	501
六、归属母公司所有者净利润	309	358	325	393	481
总股本（百万股）	133	231	231	231	231
全面摊薄每股收益（元/股）	1.34	1.55	1.41	1.71	2.09

资料来源：公司 2021 年及 2022 年财报，HTI

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 3.25/3.93/4.81 亿元，对应的 EPS 分别为 1.41/1.71/2.09 元，给予 2024 年 17 倍 PE 估值，对应目标价为 29.00 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 4 可比公司盈利预测与估值表

代码	简称	EPS（元）			PE（倍）		
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300240	飞力达	0.29	0.17	0.23	25.3	43.2	31.7
603713	密尔克卫	3.68	3.70	4.81	17.5	17.4	13.4
002930	宏川智慧	0.49	0.74	1.00	44.2	29.4	21.6
	均值				29.0	30.0	22.2
300873	海晨股份	1.68	1.41	1.71	14.3	17.0	14.1

资料来源：Wind，HTI 注：可比公司 2023-2024 年 EPS 为 Wind 一致预期，PE 对应股价为 2023 年 11 月 17 日。

**风险提示：**消费电子需求及新能源汽车需求低迷；客户相对集中；新市场开拓受阻；人民币汇率波动。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1,800	1,920	2,208	2,544
每股收益	1.55	1.41	1.71	2.09	营业成本	1,348	1,464	1,662	1,890
每股净资产	11.46	12.56	13.92	15.66	毛利率%	25.1%	23.8%	24.7%	25.7%
每股经营现金流	1.47	1.72	1.63	2.31	营业税金及附加	6	6	8	9
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35	营业税金率%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	40	46	53	61
P/E	15.45	17.03	14.07	11.50	营业费用率%	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%
P/B	2.09	1.91	1.72	1.53	管理费用	95	106	117	127
P/S	3.07	2.88	2.51	2.18	管理费用率%	5.3%	5.5%	5.3%	5.0%
EV/EBITDA	11.45	10.16	8.59	6.48	EBIT	382	374	455	559
股息率%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	财务费用	-43	-11	-12	-15
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.4%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
毛利率	25.1%	23.8%	24.7%	25.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	19.9%	16.9%	17.8%	18.9%	投资收益	23	23	26	31
净资产收益率	13.6%	11.2%	12.3%	13.3%	营业利润	448	408	494	604
资产回报率	9.6%	8.5%	8.9%	10.1%	营业外收支	-3	0	0	0
投资回报率	10.2%	9.3%	10.3%	11.4%	利润总额	445	408	494	604
盈利增长 (%)					EBITDA	485	452	510	619
营业收入增长率	22.7%	6.7%	15.0%	15.2%	所得税	76	69	84	103
EBIT 增长率	8.1%	-2.2%	21.6%	22.9%	有效所得税率%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	15.8%	-9.3%	21.1%	22.3%	少数股东损益	11	14	16	20
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	358	325	393	481
资产负债率	26.0%	21.3%	24.0%	20.6%					
流动比率	3.51	4.36	3.70	4.49	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	3.47	4.30	3.65	4.44	货币资金	1,063	1,244	1,456	1,830
现金比率	1.54	2.17	1.78	2.48	应收账款及应收票据	638	537	814	743
经营效率指标					存货	8	12	15	16
应收账款周转天数	100.08	110.00	110.00	110.00	其它流动资产	721	707	733	722
存货周转天数	2.14	2.50	3.00	3.00	流动资产合计	2,430	2,500	3,019	3,312
总资产周转率	0.57	0.51	0.54	0.56	长期股权投资	15	10	10	10
固定资产周转率	4.75	4.36	4.46	4.75	固定资产	409	472	518	553
					在建工程	170	162	145	135
					无形资产	146	171	195	220
					非流动资产合计	1,284	1,331	1,385	1,434
					资产总计	3,714	3,831	4,404	4,746
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	短期借款	0	0	0	0
净利润	358	325	393	481	应付票据及应付账款	466	351	576	478
少数股东损益	11	14	16	20	预收账款	4	4	5	5
非现金支出	102	78	56	61	其它流动负债	222	219	235	255
非经营收益	-64	-23	-26	-31	流动负债合计	692	574	817	738
营运资金变动	-69	3	-63	2	长期借款	0	0	0	0
经营活动现金流	338	397	376	533	其它长期负债	272	241	241	241
资产	-325	-130	-110	-110	非流动负债合计	272	241	241	241
投资	70	5	0	0	负债总计	964	814	1,057	979
其他	26	23	26	31	实收资本	231	231	231	231
投资活动现金流	-229	-102	-84	-79	归属于母公司所有者权益	2,643	2,896	3,210	3,611
债权募资	0	-43	0	0	少数股东权益	107	120	137	157
股权募资	331	0	0	0	负债和所有者权益合计	3,714	3,831	4,404	4,746
其他	-164	-72	-80	-80					
融资活动现金流	167	-114	-80	-80					
现金净流量	334	181	213	374					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2023 年 11 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司 2022 年财报, HTI

## APPENDIX 1

## Summary

**The company provides supply chain logistics services, aiding in cost reduction and efficiency enhancement for high-end manufacturing.** The company stands as a leading logistics firm within the industry, primarily catering to high-end manufacturing sectors such as electronics and new energy vehicles, encompassing all logistics stages from pre-production to post-production. The company's service advantage lies in professional logistics scheme design and automation technologies, enabling streamlined logistics management to assist clients in cost reduction and efficiency enhancement. This meets the logistics demands of new consumption and high-end manufacturing industries, presenting developmental opportunities for the company.

**Focusing on core clients in the electronics and new energy industries, the company possesses the capability to expand its clientele across various sectors.** In 2022, revenue distribution from the electronics and new energy vehicle sectors accounted for 79.5% and 17.0%, respectively. With extensive operations in the consumer electronics industry over several years, the company maintains a deep collaboration with Lenovo, providing end-to-end business services for them. Securing Lenovo's Southern Manufacturing Base supply chain intelligent logistics project further solidified and expanded the company's partnership with Lenovo. Regarding the new energy vehicle industry, the company primarily focuses on Ideal Auto logistics, benefiting from the rapid growth in Ideal Auto's production volume, leading to a 217% YoY revenue increase and 123% YoY gross profit increase in the new energy vehicle business in 2022. The company plans to acquire Kunshan Mengli Company, entering the automation domain of semiconductors and optoelectronic panels, thereby expanding its scope in the electronics industry. We believe that with the company's stable business operations and accumulated expertise, it will replicate its supply chain capabilities in the electronics and new energy vehicle manufacturing sectors, potentially expanding into more high-value-added segments in the future, thereby driving performance growth.

**The company is actively pursuing the development of digitalization and intelligence, fostering a competitive edge.** The company emphasizes investment in intelligent logistics equipment, implementing the 'machines replacing humans' strategy. The acquisition of Kunshan Mengli further enhances automation capabilities, achieving operational cost reductions and efficiency improvements. The company's business network spans both domestic and international territories. Over the past three years, R&D expenditure has seen rapid growth, with a continual expansion of the R&D team. This team possesses profound industry insights and comprises business, technical, and management experts capable of providing customized supply chain design and service systems to cater to client needs. The company adheres to independent research and development of information systems, empowering its supply chain services. We believe the company's capabilities in automation, intelligence, and digitalization form robust barriers to entry and serve as long-term drivers, supporting the company's leading position in the manufacturing industry's supply chain and aiding various business developments.

**Earnings and valuation:** We expect the company's net profit in FY23-25E to be Rmb 325/393/481mn and EPS to be 1.41/1.71/2.09, respectively. We assigned FY24PE of 17x and derive the target price of Rmb29.00. We initiate the coverage with Outperform rating.

**Risk:** Downturns in consumer electronics and new energy vehicle demand, relative concentration of clients, hindrances in exploring new markets, fluctuations in exchange rate, 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， 骆雅丽，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, Yali Luo, 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， 虞楠，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, Nan Yu, 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).

### 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

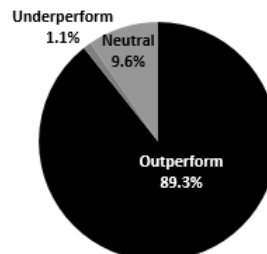
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

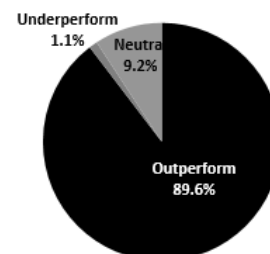
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains 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

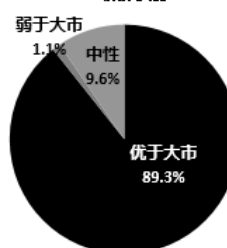
Most Recent Full Quarter



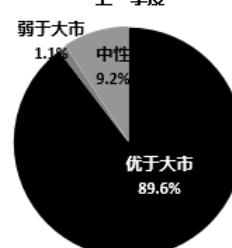
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2023 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	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

\*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, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

\*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和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, 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”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“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》(第 289 章) 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  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**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”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“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 (Cap. 289). 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) 6536 1920

**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](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>

---