

301376 CH  
Ziel Home Furnishing Technology  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb28.33

Qinglong Guo  
ql.guo@htisec.com

## 首次覆盖：“线上版宜家”走向全球，致欧科技有望回归增收亦增利之路

### 投资要点：

- **家居跨境电商龙头实现高速增长。**致欧科技主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具、家居、庭院、宠物四个系列，旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌。公司 2022 年实现营业收入 54.6 亿元，2018-2022 年复合增速达到 36.1%，实现归母净利润 2.5 亿元，2018-2022 年复合增速达到 57.5%。
- **公司收入增长的抓手来自于哪里？我们认为公司未来收入增长空间可期，一方面得益于全球家居用品电商销售规模的持续扩张，另一方面来自于公司在供应链&运营管理能力上的卓越。**1) **全球家居用品规模持续增加，电商渠道加速渗透。**全球家居用品消费保持稳健增长，得益于互联网经济的快速发展和配套产业链的不断完善，电商渠道占比逐年提升，由 2014 年的 6.2% 增长至 2020 年的 17.7%。尤其是，跨境电商模式凭借其线上交易、非接触式交货、交易链条短等优势，规模逐渐扩张。根据网经社数据，中国跨境电商规模从 2014 年的 4.2 万亿元增长到 2022 年的 15.7 万亿元，复合增长 17.9%。2) **公司供应链管理、营销运营能力、仓储能力突出，奠定成长基石。**①公司采用完善的供应商合作、管理和评价体系，前五大供应商占比不到 25%，对单一供应商的依赖度较低。与此同时，公司采用“自主研发+合作开发”的产品开发模式，辅以选品模式，持续推出高性价比、强设计感的产品。②公司营销运营能力突出，以数字化系统和多维营销玩法提升流量，聚焦品牌力打造。③公司构建“自营+FBA+第三方”跨境仓储物流体系，募资扩建仓储物流中心，将有效降低物流费用率，优化仓储物流效率。
- **公司利润率修复的弹性来自于哪里？我们认为海运价格边际回落、仓储体系的完善等有望进一步带动公司盈利弹性释放。**2020-2022 年海运费及关税成本占收入比例分别为 8.7%、13.9%、14.4%，2022 相较 2020 上升 5.7pct，提升显著，主要系 2020-2022 年全球海运价格上升，物流海运成本攀升。目前海运费回落趋势明显，公司未来盈利能力修复可期。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 3.79、4.94、5.90 亿元，同比增长 51.6%、30.4%、19.4%，当前收盘价对应 23-24 年 PE 为 25、19 倍，公司作为家居及家具跨境电商龙头企业，参考可比公司给予公司 2023 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 28.33 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示：**国际贸易摩擦加剧、海运价格回落不及预期、市场需求波动。

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)

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5967	5455	6356	7379	8400
(+/-)YoY(%)	50.3%	-8.6%	16.5%	16.1%	13.8%
净利润(百万元)	240	250	379	494	590
(+/-)YoY(%)	-36.9%	4.3%	51.6%	30.4%	19.4%
全面摊薄 EPS(元)	0.60	0.62	0.94	1.23	1.47
毛利率(%)	32.6%	31.6%	34.7%	35.2%	35.7%
净资产收益率(%)	15.6%	13.8%	12.2%	13.7%	14.0%

资料来源：公司年报(2021-2022)，HTI  
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 致欧科技：全球知名的家居出海电商龙头 .....	6
2. 全球家居用品市场规模稳健增长，跨境电商方兴未艾 .....	9
2.1 全球家居用品规模持续增加，电商渠道加速渗透 .....	9
2.2 跨境电商支持政策频出，增量空间仍未见顶 .....	11
3. 公司收入增长的抓手来自于哪里？ .....	13
3.1 供应商管理高效全面，选品突出自研跟进 .....	15
3.2 全方位品牌营销强化消费者认知 .....	19
3.3 全面仓储物流体系管理提升运营效率 .....	21
4. 公司利润率修复的弹性来自于哪里？ .....	22
5. 盈利预测与估值 .....	25
6. 风险提示 .....	26
财务报表分析和预测 .....	28

## 图目录

图 1	致欧科技 2018-2022 年营业总收入及同比增速 .....	6
图 2	致欧科技 2018-2022 年归母净利润及同比增速 .....	6
图 3	致欧科技股权结构 (截止至 2023 年 6 月 20 日) .....	8
图 4	2017-2025E 年全球家居用品市场规模 .....	10
图 5	2005-2020 年全球家居用品市场电商渠道销售占比 .....	10
图 6	2017-2025E 年欧洲家居用品市场规模 .....	10
图 7	2017-2025E 年美国家居用品市场规模 .....	10
图 8	2017-2025E 年欧洲家具市场线上收入份额 .....	10
图 9	2017-2025E 年美国家具市场线上收入份额 .....	10
图 10	2016-2021 年美国宠物市场规模 .....	11
图 11	2021 年美国宠物主人购买宠物用品的渠道 .....	11
图 12	2014-2022 年中国跨境电商市场规模及同比增长 .....	12
图 13	2013-2022 年中国跨境电商交易 B2B 与 B2C 交易结构 .....	12
图 14	2018-2022 年致欧科技分业务收入占比 .....	14
图 15	2019-2022 年致欧科技分业务收入增速 .....	14
图 16	2018-2022 年致欧科技分地区收入占比 .....	14
图 17	2019-2022 年致欧科技分地区收入增速 .....	14
图 18	2019-2022 年致欧科技分销售模式主营业务收入占比 .....	15
图 19	2019-2022 年致欧科技分销售平台主营业务收入 .....	15
图 20	2019-2022 年致欧科技 B2C 模式下分渠道主营业务收入 .....	15
图 21	2019-2022 年致欧科技 B2B 模式下分渠道主营业务收入 .....	15
图 22	致欧科技供应商维护机制 .....	16
图 23	致欧科技产品与采购主要流程 .....	16
图 24	致欧科技“自主研发”模式主要流程 .....	16
图 25	致欧科技“合作开发”模式主要流程 .....	16
图 26	致欧科技前五大供应商采购额占比 .....	17
图 27	致欧科技应付商品采购款及其占应付账款比例 .....	17
图 28	致欧科技产品单价 .....	18
图 29	2021 年美国市场电商零售平台市场份额占比 .....	19
图 30	2022 年美国市场电商零售平台市场份额占比 .....	19

图 31	2019 年美国家具家居消费市场用户年龄段占比.....	19
图 32	2019 年美国家具家居消费市场用户购物主要诉求.....	19
图 33	2018-2022 年致欧科技销售费用及同比增长 .....	21
图 34	2018-2022 年致欧科技广告费及其占销售费用比例.....	21
图 35	致欧科技仓储物流体系流程图.....	21
图 36	2018-2022 年致欧科技运输费用及运输费用率 .....	22
图 37	2018-2022 年致欧科技营运能力（次） .....	22
图 38	可比公司总资产周转率（次） .....	22
图 39	致欧科技利润率 .....	23
图 40	致欧科技四大费用率 .....	23
图 41	传统外贸与跨境电商流程图.....	24
图 42	致欧科技价值链拆分 .....	24
图 43	海运费走势图 .....	25

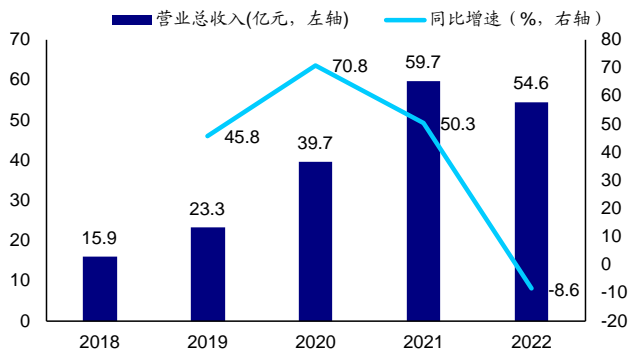
## 表目录

表 1	致欧科技三大自有品牌介绍.....	6
表 2	公司产品矩阵 .....	7
表 3	致欧科技发展历程 .....	7
表 4	致欧科技管理层持股情况（发行前） .....	8
表 5	致欧科技核心管理层和董事会成员简介.....	9
表 6	我国跨境电商重要政策不完全统计.....	13
表 7	致欧科技与宜家部分产品对比.....	18
表 8	致欧科技主要营销策略与具体方式.....	20
表 9	致欧科技分业务盈利预测.....	25
表 10	同类公司对比估值表 .....	26

## 1. 致欧科技：全球知名的家居出海电商龙头

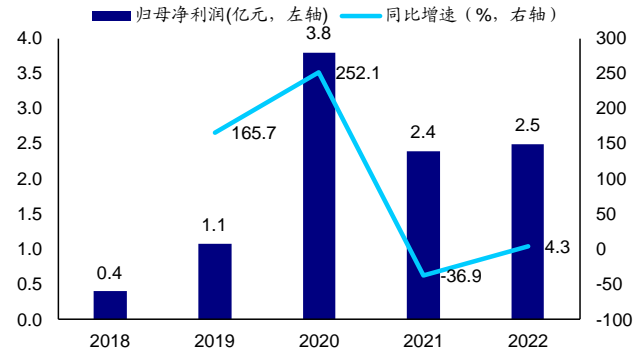
**全球知名的家居跨境电商。**致欧科技主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具、家居、庭院、宠物四个系列。公司创立于2010年，总部位于河南郑州，是全球知名的互联网家居品牌商，通过 Amazon 等平台销往多国，在2021-2022年连续获评“中国跨境电商百强”，2019年获评“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”。公司致力于成为“全球互联网家居领导品牌”，秉承“打造家 热爱家”的企业使命，多年来不断将产品品类向全屋场景拓展，以客户体验为驱动，专注于为全球家庭提供更为舒适的居家体验，营造更显温馨的家居氛围，创造更加美好的生活空间。公司2022年实现营业收入54.6亿元，YoY+8.6%，2018到2022年营业收入复合增长36.0%；实现归母净利润2.5亿元，YoY+4.3%，2018-2022年复合增速达到57.5%。

图1 致欧科技 2018-2022 年营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，HTI

图2 致欧科技 2018-2022 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，HTI

**自有品牌知名度较高，多年畅销。**公司旗下拥有 SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，坚持时尚风格设计理念、高性价比和全家居场景消费特点，公司产品已在海外市场获得了消费者的青睐和认可，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列。

表 1 致欧科技三大自有品牌介绍

品牌	品牌介绍
	SONGMICS 定位为家居品类，通过产品团队精心的选品、设计师差异化的设计，以及专业的场景化的打造，使客户在面临众多的终端产品选择时，有值得信赖的确定感。
	VASAGLE 定位为家具品类，通过深入洞察消费者需求、通过精益求精的产品设计和品质管控，以扁平化包装方式，为客户提供优质、环保且有设计感的全屋家具产品。
	FEANDREA 定位为宠物家居品类，通过对宠物心理的精准把握，为宠物提供快乐、舒适又有趣的产品与生活，做“以家居为核心的人宠生态”。

资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI



**打通客卧厨厅应用场景，实现一站式购物。**公司产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列，应用于客厅、卧室、厨房、门厅、庭院、户外等不同场景，风格多变，材质多元。我们认为，公司通过打造一站式购物，可以满足消费者线上一站式采购需求，提升产品连单率和客单价，实现线上客流高效转化。

**表 2 公司产品矩阵**

	使用场景	客厅	厨房	卧室	门厅	书房	浴室
家具系列	主要产品	咖啡桌、电视柜、边桌、摇椅、沙发等	餐桌椅、吧台、吧椅、中岛台、酒架等	床头柜、梳妆台、布抽柜、床等	玄关桌、鞋架、门厅架、换鞋凳等	电脑桌、书架、文件柜、升降桌、办公椅等	浴室柜、马桶架、水槽架等
	使用场景	鞋收纳	衣物收纳	首饰收纳	其他收纳	儿童用品	家庭工具
家居系列	主要产品	鞋架、鞋盒、布艺收纳盒/袋、折叠凳等	衣柜、衣帽架、晾衣架、洗衣车、衣撑	首饰柜、首饰盒、首饰架、手表盒等	信箱、镀铬置物架、行李架、伞架、货架等	玩具架、帐篷等	铝梯等
	使用场景	庭院	花园	野营	运动器材	/	/
庭院系列	主要产品	藤编家具、太阳伞、休闲椅、边棚、遮阳帆	跪凳、花园门、石笼网等	野餐垫、吊床、野营椅等	蹦床、哑铃、健身车、羽毛球网、足球门等	/	/
	使用场景	猫爬树	宠物笼具	宠物窝垫	宠物家具	宠物出行	/
宠物系列	主要产品	各类型号猫爬架/树	铁线狗笼/围栏、多功能宠物笼	猫窝、狗窝、宠物垫、狗尿垫等	猫砂箱、喂食碗架、铁木构架等	宠物车载座椅/垫、宠物手提包	/

资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

**公司创立已逾十年，多轮融资进军全球。**公司产品先后进入西欧、北美、日本等超过 50 个国家和地区市场，总体客户评价在各销售渠道排名前列。至 2019 年，公司已经成为欧美市场备受欢迎的互联网家居品牌之一。2021 年公司获河南省“专精特新”企业，2022 年，公司荣获“独角兽企业”授牌，多作品再度获得设计大奖。

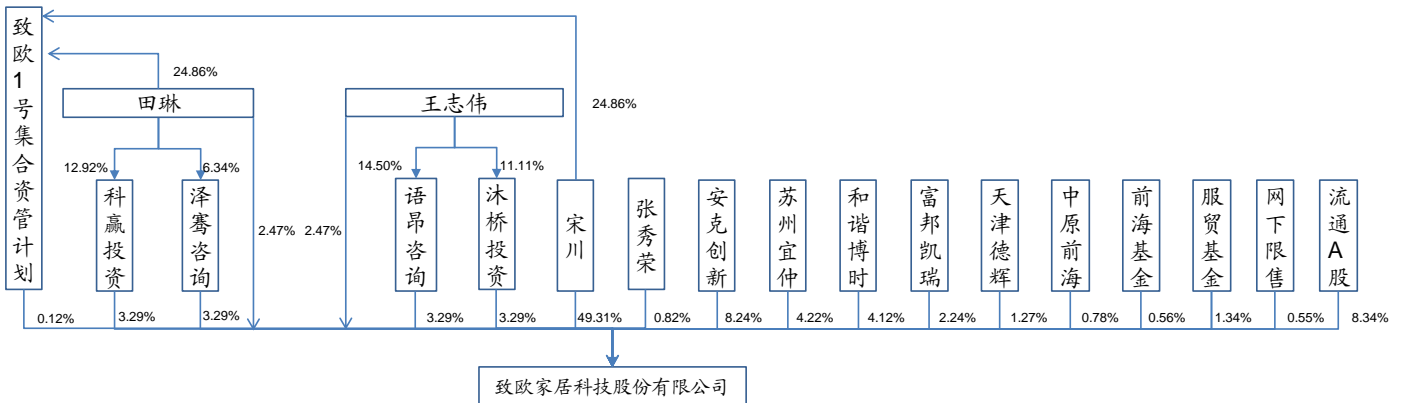
**表 3 致欧科技发展历程**

时间	事件
2007	以德国为起点，开始创业
2010	成立致欧公司
2012	Songmics 品牌面世
2014	进军北美市场，业绩过亿
2016	业绩翻倍，提出“中国制造，加油”
2017	荣获“亚马逊全能卖家”荣誉称号 进军日本市场
2018	IDG 资本、安克创新联合投资入股，首轮融资圆满成功 铁木家具品牌 VASAGLE 和宠物用品品牌 FEANDREA 诞生 旗下品牌 SONGMICS 和 VASAGLE 双双入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”
2019	获评 2019 亚马逊年度最受欢迎品牌卖家 引入新的合作伙伴嘉御基金，IDG 作为跟投，完成了 B 轮融资 通过“国家技术先进型服务企业”、“河南省电子商务示范企业”认定 开通亚马逊荷兰站、瑞典站
2020	品牌化发展战略，公司定位全球互联网家居品牌 引入新的合作伙伴前海母基金、服贸基金，IDG 资本、嘉御基金继续跟投，完成 C 轮融资 荣获亚马逊全球开店赢之以恒年度卖家 英国仓正式开仓
2021	作品《Growing Coat Tree》新获红点设计大奖 荣获河南省“专精特新”企业 荣获独角兽企业授牌
2022	开通亚马逊比利时站 作品《Hey Buddy》《荷叶边桌》获得 2022 红点设计概念大奖 获得“河南省优秀民营企业”、“河南省工业设计中心”称号

资料来源：致欧科技官网，HTI

**创始人宋川为公司实控人，股权较为集中。**宋川先生为公司的控股股东、实际控制人，截止至 2023 年 6 月 20 日，实际控制人宋川直接持股 49.31%，通过致欧 1 号集合资管计划间接持股 0.03%，其一致行动人张秀荣直接持股 0.82%，二者合计持股 50.16%。除此之外，公司法务总监王志伟直接持股 2.47%，首席人力资源官田琳直接持股 2.47%，为公司另外 2 位自然人股东。我们认为，公司相对集中的股权结构，有利于公司对重大事项的决策。

图3 致欧科技股权结构（截止至 2023 年 6 月 20 日）



资料来源：致欧科技上市公告书，HTI

**设立员工持股平台，管理层结构稳定。**公司以科赢投资、沐桥投资、泽骞咨询和语昂咨询作为员工持股平台实施股权激励。截止至 2023 年 6 月 20 日，四大员工持股平台均分别持股 3.29%。截止至 2023 年 6 月 20 日，公司先后于 2017 年 12 月、2018 年 5 月、2019 年 4 月和 2020 年 6 月实施了 4 次员工股权激励，分别涉及 19 名、4 名、83 名、17 名员工。2017-2021 年，公司分别确认股份支付费用 5352.64 万元、4489.78 万元、5821.49 万元、8138.13 万元和 124.80 万元。我们认为，公司通过设立员工持股平台实现员工对公司的间接持股，进一步建立健全了公司的激励机制，有助于充分调动员工的工作积极性和创造性，有利于公司健康、持续发展，并且公司核心管理层结构保持稳定，团队成员在行业内积累了多年的市场运营经验，具备高效的决策执行能力和专业素养。

表 4 致欧科技管理层持股情况（发行前）

姓名	职位	持股情况			
		直接持股比例	间接持股主体	间接持股比例	合计持股比例
宋川	董事长、总经理	54.78%	/	/	54.78%
王志伟	董事、法务总监	2.75%	沐桥投资、语昂咨询	0.94%	3.69%
田琳	董事、首席人力资源官	2.75%	科赢投资、泽骞咨询	0.70%	3.45%
刘明亮	董事、副总经理	/	沐桥投资、语昂咨询	0.59%	0.59%
郭志钰	监事会主席、行政外联中心总监	/	科赢投资、语昂咨询	0.16%	0.16%
闫秋雨	监事、市场营销部经理	/	科赢投资、语昂咨询	0.10%	0.10%
康瑞敏	职工代表监事、人力资源中心高级经理	/	科赢投资、语昂咨询	0.15%	0.15%
张国印	副总经理	/	科赢投资、语昂咨询	0.33%	0.33%
秦永吉	副总经理、董事会秘书	/	科赢投资、语昂咨询	0.19%	0.19%
刘书洲	副总经理、财务总监	/	科赢投资、语昂咨询	0.19%	0.19%

资料来源：致欧科技上市公告书，HTI



**表 5 致欧科技核心管理层和董事会成员简介**

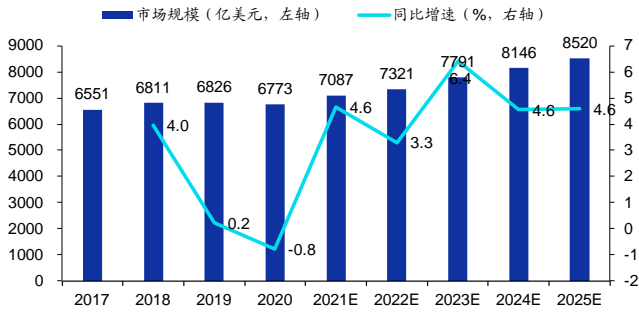
姓名	职位	履历
宋川	董事长	2010 年创立致欧有限，曾任致欧有限监事、执行董事（董事长）兼总经理、Wuppessen 董事、三木公司董事。现任公司董事长、总经理，为公司控股股东、实际控制人。
王志伟	法务总监	曾任致欧有限法务总监、董事。现任公司董事、法务中心总监。
田琳	首席人力资源官	曾任致欧有限财务负责人、人力资源负责人；董事。现任公司董事、首席人力资源官。
刘明亮	副总经理	曾任致欧有限销售经理、运营经理、运营事业部总监。现任公司董事、副总经理。
张国印	副总经理	曾任谷崧精密工业股份有限公司业务经理、上海大润发有限公司采购经理、河南华润万家生活超市有限公司采购经理、致欧有限采购经理、致欧有限供应链管理部部长。现任公司副总经理。
秦永吉	副总经理，董秘	曾任风神轮胎股份有限公司投资者关系主管、河南思维自动化设备股份有限公司证券事务代表、总经办主任、总裁办主任、致欧有限投融资总监。现任公司副总经理、董事会秘书。
刘书洲	副总经理，财务总监	曾任珠海格力电器股份有限公司财务经理、北京易速普瑞科技股份有限公司财务总监兼董事会秘书、致欧有限财务部高级经理。现任公司副总经理、财务总监。
李昆鸿	产品设计中心总监	曾任日本松下电器 Panasonic 设计公司日本设计中心科长、主事设计师、中国设计代表、上海设计中心副所长；戴尔计算机台湾分公司工业设计高级经理、亚洲 CMF 负责人；昕诺飞（中国）投资全球设计中心总监亚太负责人、中国设计中心总经理；任紫光计算器亚太办事处总经理。现任公司产品设计中心总监。
王森帅	信息技术中心高级经理	曾任郑州正信科技发展股份有限公司开发组长、致欧有限 IT 经理、高级经理。现任公司信息技术中心高级经理。

资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

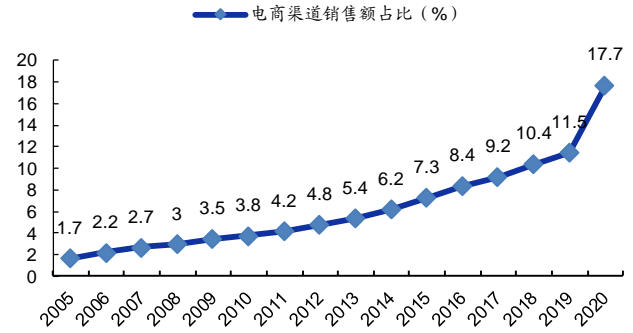
## 2. 全球家居用品市场规模稳健增长，跨境电商方兴未艾

### 2.1 全球家居用品规模持续增加，电商渠道加速渗透

**全球家居市场规模仍有上升空间，电商占比快速提升。**据致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Euromonitor 数据显示，2017 年至 2020 年，全球家居用品市场规模的年复合增长率为 1.12%，2020 年的市场规模达到 6772.78 亿美元。随全球经济的疫后复苏、居民收入水平提高以及消费频次的增加，预计全球家居用品消费需求将保持稳健增长，并在 2025 年达到 8519.84 亿美元。电商渠道占比逐年提升，随着物流运输的发展、展示科技的进步，家居用品的研发生产以及仓储物流、售后服务等电商整体配套产业链不断完善，电商透明化、渠道扁平化等优势逐渐体现，电商渠道销售占比逐年提升，家居用品电商渠道销售占比由 2014 年的 6.2% 增长至 2020 年的 17.7%，预计未来将保持较快增长。我们认为，海外市场电商渗透率的不断提高以及电商使用者粘性不断增强，促使全球线上家居用品市场的需求持续增长，线上市场规模有望进一步提升。

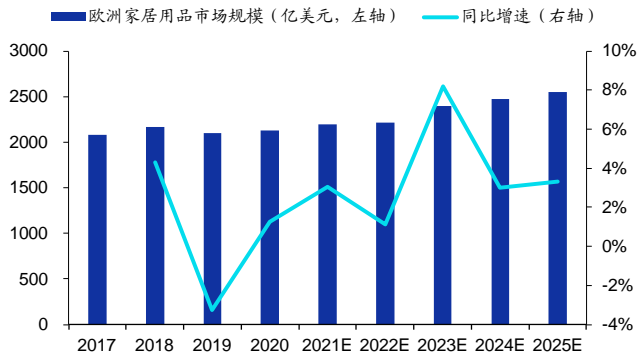
**图4 2017-2025E 年全球家居用品市场规模**


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Euromonitor，HTI

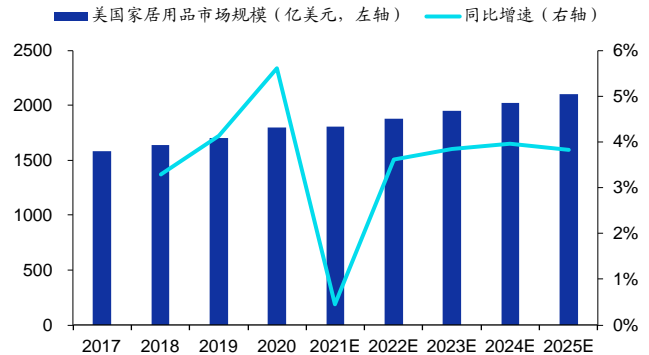
**图5 2005-2020 年全球家居用品市场电商渠道销售占比**


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Euromonitor，HTI

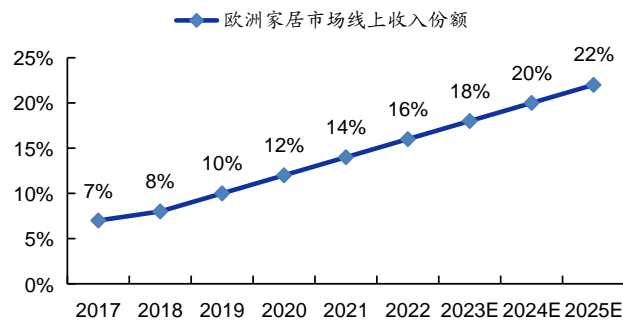
**欧美市场家居消费量全球领先，家居消费电商渗透率逐年提升。**据致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Euromonitor 数据显示，欧洲市场、美国市场为全球第一、第二大家居消费地区。2020 年，欧洲家居用品市场规模高达 2127.65 亿美元，占比 31%；美国家居用品市场规模为 1800.54 亿美元，占比 27%。在电商渗透率方面，根据 Statista 数据，欧洲家居线上收入份额从 2017 年的 7% 提升至 2022 年的 16%，美国家居线上收入份额从 2017 年的 18% 提升至 2022 年的 35%。我们认为，欧美市场作为公司的核心市场，家居消费需求仍保持稳健增长，电商渗透率持续提升，为公司主营产品销售提供了广阔的市场空间。

**图6 2017-2025E 年欧洲家居用品市场规模**


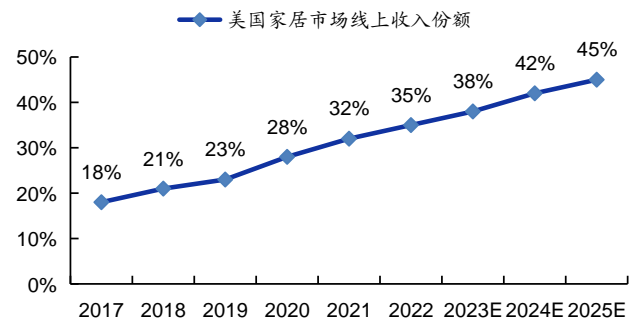
资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Euromonitor，HTI

**图7 2017-2025E 年美国家居用品市场规模**


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Euromonitor，HTI

**图8 2017-2025E 年欧洲家具市场线上收入份额**


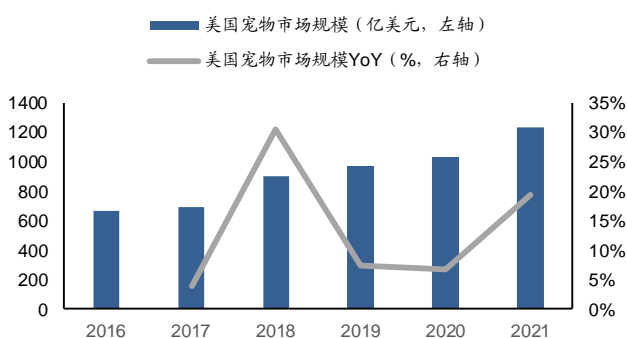
资料来源：Statista，HTI

**图9 2017-2025E 年美国家具市场线上收入份额**


资料来源：Statista，HTI

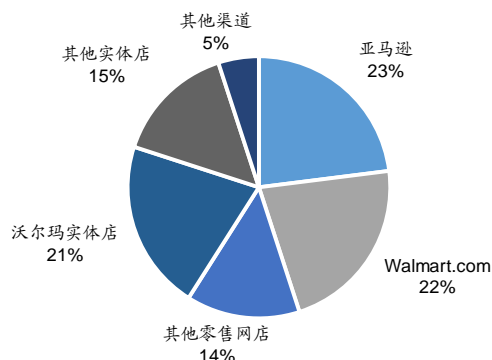
**宠物用品消费持续增加，线上渠道迅速发展。**美国作为世界最大、最成熟的宠物经济体，宠物深受美国家庭的喜爱，近年来美国宠物市场规模稳定增长。根据智研咨询援引美国宠物用品协会（APPA）的数据显示，2021年美国宠物市场规模为1236亿美元，同比增长19.3%，2018-2021年均复合增速为10.9%；2013-2021年，美国家庭宠物渗透率稳定在65%-70%的较高水平。欧洲是全球第二大宠物消费市场，根据天元宠物2022年报援引欧洲宠物食品工业联合会（FEDIAF）发布的数据，2021年欧洲市场宠物消费达512亿欧元，其中宠物用品规模为95亿欧元。根据智研咨询援引APPA的数据显示，2021年美国宠物主人购买宠物用品的渠道分别为亚马逊、Walmart.com、其他零售网店、沃尔玛实体店、其他实体店，占比分别为23%、22%、14%、21%、15%，线上渠道合计为59%。同时根据天元宠物2022年报，近几年，欧洲市场的宠物用品在线上 and 移动端的销售亦取得了快速的发展。我们认为，欧美宠物用品市场规模持续稳定增加，线上渠道不断发展，预计未来将为公司宠物板块收入提供较强的驱动力。

图10 2016-2021年美国宠物市场规模



资料来源：智研咨询援引美国宠物用品协会（APPA），HTI

图11 2021年美国宠物主人购买宠物用品的渠道



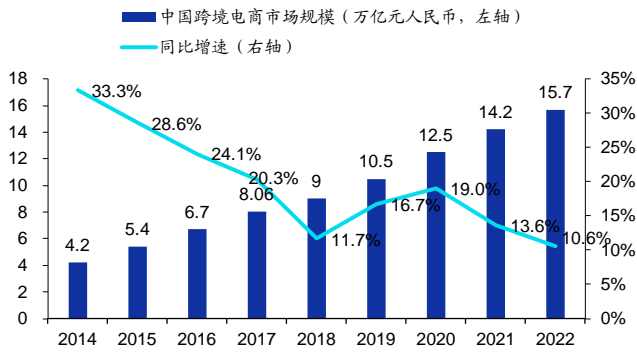
资料来源：智研咨询援引美国宠物用品协会（APPA），HTI

## 2.2 跨境电商支持政策频出，增量空间仍未见顶

**跨境电商模式优势明显，受消费者青睐。**跨境电商模式是以“互联网+外贸”形式的新兴贸易业态，主要以中国境内的品牌商或制造商为主导方，通过跨境电商平台进行销售。对于海外消费者而言，与传统出口贸易模式对比，跨境出口电商更具价格优势、实时性更强、消费体验更好，对于出口企业而言，传统代工生产的出口贸易模式存在冗长的中间环节，经历国内工厂、国内贸易商、目的国进口商、目的国分销商、目的国零售商的链条才能最终到达消费者手中，而跨境电商扁平化的交易模式使其能直通终端买家，大大降低了流通成本，跨境电商模式优势明显。

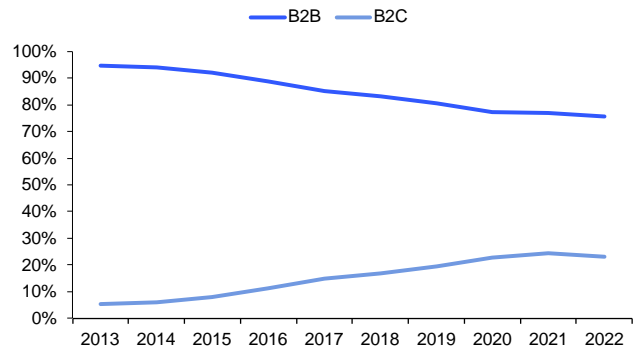
**中国跨境电商市场持续扩张，B2C交易占比逐渐提升。**跨境电商凭借其线上交易、非接触式交货、交易链条短等优势，为我国外贸发展注入新动能，是产业转型升级、创新驱动的重要助推器。根据网经社、致欧科技招股说明书（注册稿）数据显示，中国跨境电商规模从2014年的4.2万亿元增长到2022年的15.7万亿元，复合增长率达到17.9%；跨境电商交易结构方面，与跨境电商B2B模式相比，我国跨境电商B2C模式在资金运转、企业运营效率及财务表现等方面具有明显优势，跨境电商B2C业务依托互联网、物流、支付等电商各环节的不断完善，促使多批次、小批量的外贸订单需求不断增长，给国内跨境电商企业带来更多的发展机遇，B2C业务占比从2014年的6.0%逐渐扩大至2022年的24.4%。

图12 2014-2022年中国跨境电商市场规模及同比增长



资料来源：网经社，致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

图13 2013-2022年中国跨境电商交易 B2B 与 B2C 交易结构



资料来源：网经社，致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

**跨境电商政策出台或将加速行业集中度提升。**经过多年的发展，随着跨境电商贸易机制逐步完善，国际物流网络持续疏通，国内供应链优势不断深化，我国跨境电商行业发展迅猛，不断推动中国制造走向全球。在此过程中，国家相关部门接连出台多项重要的法律、法规及政策文件，为跨境电商行业发展提供明确指导，也为企业生产经营构造良好环境。与此同时，2020年以来因疫情导致海外家具家居消费需求快速增加、线上消费渗透率逐步提升，跨境电商行业再次进入井喷期，新卖家纷纷入局，据致欧科技招股说明书（注册稿）援引 Marketplace Pulse 数据显示，Amazon2020年新增超过130万个新卖家。近些年，Amazon平台大量关闭中国卖家违规账号、加强对卖家合规管控，从平台端规范行业竞争格局，加速跨境电商企业朝规范化转型升级。在全球化趋势和消费升级的促进下，跨境电商行业或将迎来小规模企业被整合、加速出局的趋势，拥有强大品牌影响力、供应链布局的企业具有较强壁垒，有望带动行业集中度提升。

**表 6 我国跨境电商重要政策不完全统计**

行业法律法规或政策	发布单位	发布时间	相关内容
《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的通知》	商务部、发展改革委、财政部、人民银行、海关总署、税务总局、工商总局、质检总局、外汇局	2013 年 8 月	为加快我国跨境电子商务发展,支持跨境电子商务零售出口,提出如下支持政策:确定电子商务出口经营主体,建立电子商务出口新型海关监管模式并进行专项统计,建立电子商务出口检验监管模式,支持电子商务出口企业正常收结汇,鼓励银行机构和支付机构为跨境电子商务提供支付服务,实施适应电子商务出口的税收政策,建立电子商务出口信用体系等。
《提升跨境贸易便利化水平的措施(试行)》(国岸发〔2018〕3号)	国家口岸管理办公室	2018 年 3 月	从优化通关流程、简证单证手续、降低口岸收费、建立完善管理机制等方面共 18 项措施来提高跨境贸易便利化水平。
《中共中央国务院关于推进贸易高质量发展的指导意见》	国务院	2019 年 11 月	要求促进贸易新业态发展,推进跨境电子商务综合试验区建设,完善跨境电子商务零售进出口管理模式,优化通关作业流程;要求构建高效跨境物流体系,推进跨境基础设施建设与互联互通,共同推动运输便利化安排和大通关协作,鼓励电商、快递、物流龙头企业建设境外仓储物流配送中心,逐步打造智能物流网络。
《国务院办公厅关于推进对外贸易创新发展的实施意见》(国办发〔2020〕40号)	国务院	2020 年 11 月	扩大对外开放,稳住外贸外资基本盘,稳定产业链供应链,加快推进国际市场布局、国内区域布局、经营主体、商品结构、贸易方式等“五个优化”和外贸转型升级基地、贸易促进平台、国际营销体系等“三项建设”。
《国务院办公厅关于加快发展外贸新业态新模式的意见》(国办发〔2021〕24号)	国务院	2021 年 7 月	积极支持运用新技术新工具赋能外贸发展,持续推动传统外贸转型升级,深入推进外贸服务向专业细分领域发展。
《“十四五”对外贸易高质量发展规划》	商务部	2021 年 11 月	支持加快发展贸易新业态,包括促进跨境电商持续健康发展、推进市场采购贸易方式发展、发挥外贸综合服务企业带动作用、加快海外仓发展、推动保税维修发展、支持离岸贸易发展等。
《国务院办公厅关于促进内外贸一体化发展的意见》(国办发〔2021〕59号)	国务院	2022 年 1 月	跨境电商作为连通国内、国际两个市场的重要形式,将不断整合国内优势资源、拓展国际市场需求,发挥其在“双循环”中的纽带作用。

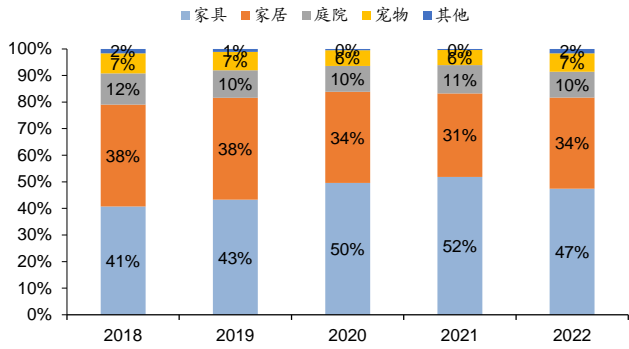
资料来源:致欧科技招股说明书(注册稿), HTI

### 3. 公司收入增长的抓手来自于哪里?

**产品矩阵丰富,不断向系列化、风格化、全生活场景的方向拓展。**家具及家居产品占公司收入比重较大,2018 年收入占比分别为 41%、38%,2022 年分别为 47%、34%,合计占比达 80%。其他方面,2022 年庭院产品占比 10%,宠物产品占比 7%。增速方面,2018-2022 年公司家具、家居、庭院、宠物系列年均复合增速分别达到 41.3%、32.2%、29.8%、33.3%。

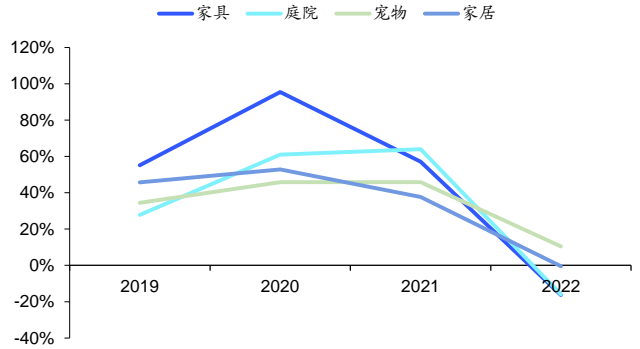


图14 2018-2022年致欧科技分业务收入占比



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

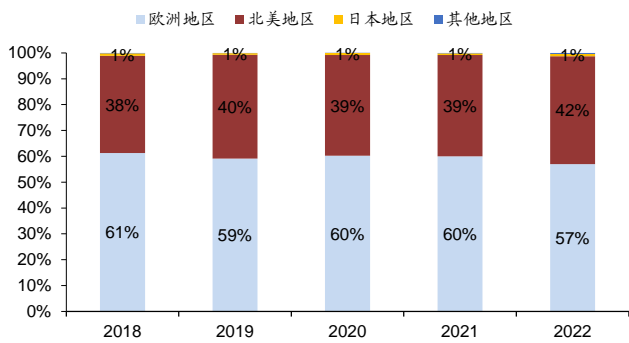
图15 2019-2022年致欧科技分业务收入增速



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

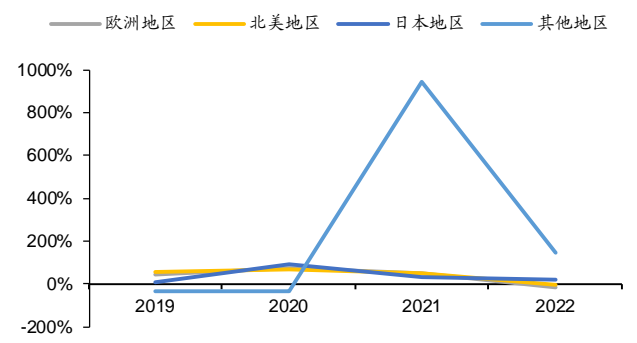
**主销欧美，地区占比结构基本稳定。**依托高效跨境仓储物流体系，公司以 Amazon、ManoMano、Cdiscount、eBay 等知名电商平台为主要销售渠道，公司产品销售范围覆盖欧洲、北美、日本等国家或地区。欧洲地区是公司的最主要销售地，2020-2022 年公司在欧洲地区销售额占比分别为 60.26%、60.00%、56.99%；其次为北美地区，近三年收入占比分别为 38.94%、39.18%、41.73%，欧洲加北美地区合计占比超过 99%。

图16 2018-2022年致欧科技分地区收入占比



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

图17 2019-2022年致欧科技分地区收入增速

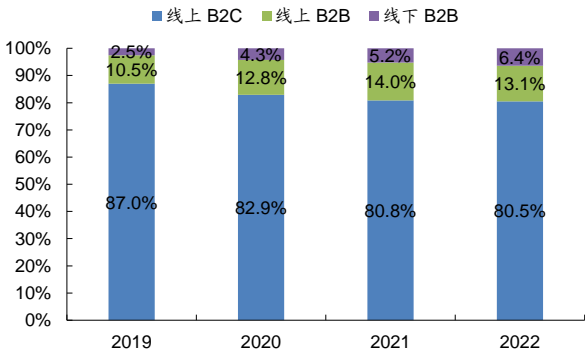


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

**线上 B2C 销售为主，营收规模可观。**销售模式方面，公司以线上 B2C 为主，2019-2022 年公司通过 B2C 模式实现的销售收入分别为 20.20 亿元、32.91 亿元、48.15 亿元和 43.31 亿元，占主营业务收入的比例分别为 86.99%、82.93%、80.81%和 80.53%，2019-2022 年复合增长率达 28.9%，为公司最主要的收入来源。公司 2020-2022 年 B2B 销售占全部渠道比重分别为 17.1%、19.2%、19.5%，有一定的提升趋势。**亚马逊为线上 B2C 主要销货平台，同时单一平台依赖度有所降低。**销售平台方面，公司 B2C 业务主要销售平台为亚马逊，2020-2022 年公司在亚马逊 B2C 端销售收入分别为 28.49 亿元、40.44 亿元和 36.36 亿元，占线上 B2C 销售收入的比重分别为 86.58%、83.99%、83.97%，占有平台比重分别为 71.8%、67.9%、67.6%，呈现一定的下降趋势。公司对亚马逊的依赖程度逐渐降低，主要系公司在 ManoMano、eBay、Cdiscount 等其他主流跨境电商平台上积极拓展业务，增设新站点提升流量和获客水平。此外，公司也通过自己的官方网站进行产品销售，B2C 渠道逐渐丰富。

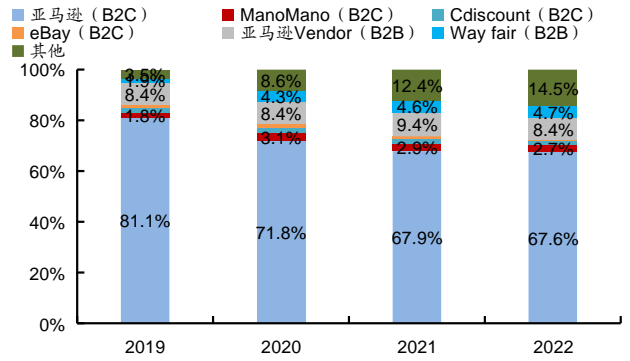


图18 2019-2022 年致欧科技分销售模式主营收入占比



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

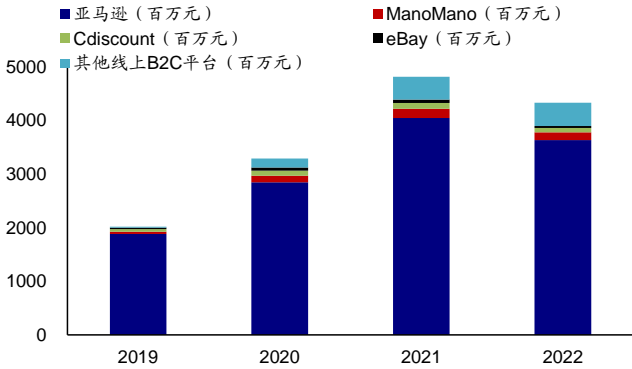
图19 2019-2022 年致欧科技分销售平台主营收入



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

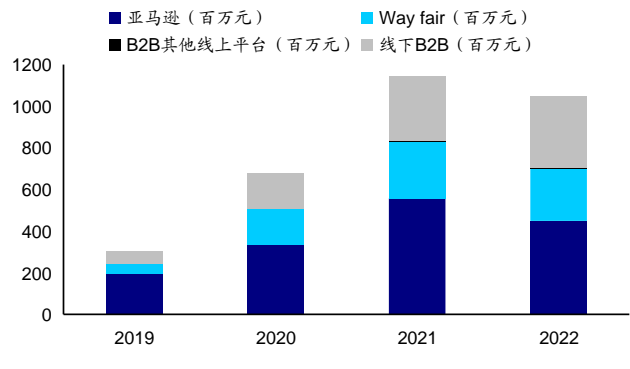
**B2B 业务增速亮眼，有望提升公司盈利能力。** B2B 模式下公司主营收入从 2019 年 3.0 亿元增长至 2022 年 10.5 亿元，复合增速达 51.3%，而其中线上 B2B 和线下 B2B 复合增速分别达 42.3% 和 80.5%，表现亮眼。公司的 B2B 销售业务包括线上 B2B 业务和线下 B2B 业务。其中，线上 B2B 客户主要包括亚马逊 vendor、Wayfair 等电商平台客户，在线上 B2B 模式下，公司主要以买断的形式将产品发往电商平台仓库，再由电商平台负责后续销售工作；线下 B2B 客户主要是贸易商客户，由客户通过自己的销售渠道向外销售商品，在线下 B2B 模式下，公司利用阿里巴巴国际平台和线下家居展会等途径，向国外客户展示产品信息。客户可以通过公司的业务系统或邮件下单，并完成付款，再由公司将产品发货给客户，从而实现销售业务。亚马逊 Vendor 和 Wayfair 为公司线上 B2B 业务最大客户，在 2022 年分别占公司主营收入 8.4% 和 4.7%，此外线下 B2B 业务占公司主营收入比例逐渐提升，从 2019 年 2.5% 攀升至 2022 年 6.4%，B2B 业务版图不断扩张，凭借较低的销售费用率，有望为公司利润端贡献增长动力。

图20 2019-2022 年致欧科技 B2C 模式下分渠道主营业务收入



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

图21 2019-2022 年致欧科技 B2B 模式下分渠道主营业务收入

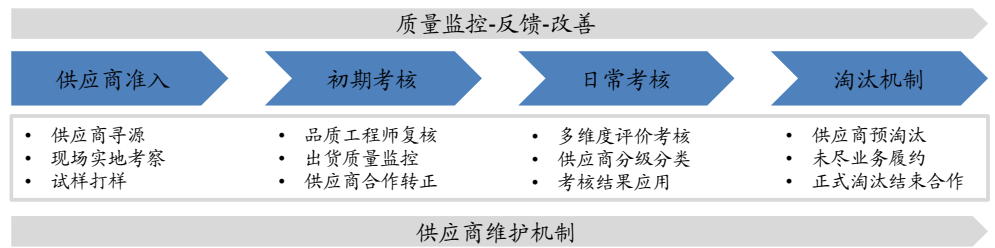


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

### 3.1 供应商管理高效全面，选品突出自研跟进

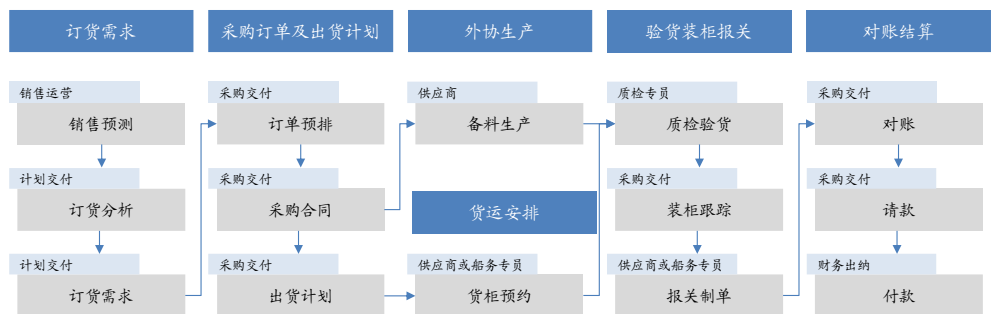
**供应商管理维护能力卓越。** 公司制定了较为完善的供应商管理及评价体系，建立了包括供应商准入、初期考核、日常考核、淘汰、质量监控、信息反馈和协助品控改善等完整的供应商管理机制。公司会对存续期内的正常正常供应商推行“高级主管 Sponsor 机制”，担任 Sponsor 的高级主管将根据供应商不同等级进行实地拜访和考察，听取供应商问题反馈、廉洁管理意见等，并将信息传递至公司，公司调集资源解决相关问题或听取相关意见并予以改进。高级主管也会进行“飞行检查”，突击检查供应商生产经营情况以及对公司生产标准的执行情况。

图22 致欧科技供应商维护机制



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

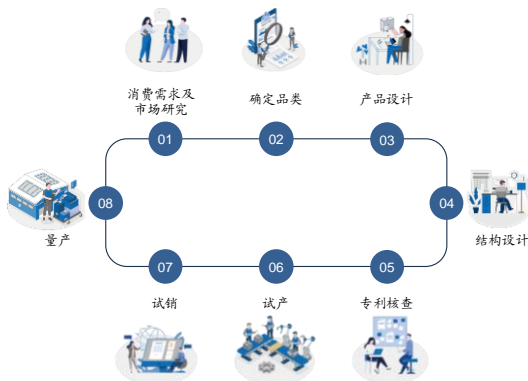
图23 致欧科技产品与采购主要流程



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

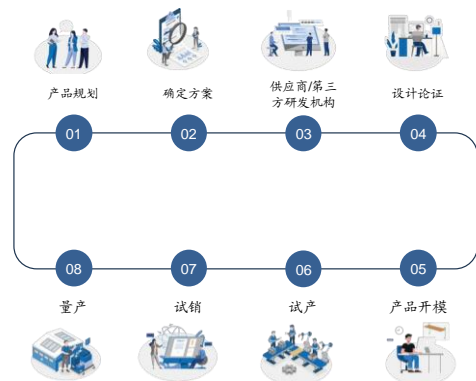
**采用“自主研发+合作开发”开发模式，辅以选品模式。**公司核心产品主要通过自主研发完成，通过市场研究、品类确定、设计、专利、试产试销等多流程后，最终进行量产。与此同时，公司不断将产品品类向全屋场景拓展，对于契合公司发展规划路线的细分品类，但目前公司尚无充足的研发设计资源或经验，而供应商具有成熟研发能力及相对优势的产品，公司在完成初步的市场调研后，一般会选择与供应商或第三方机构共同开发相应产品。在“合作开发”的研发生产模式下，首先由公司的产品研发团队制定了产品的全面规划，定义具体功能参数并最终确定产品的设计方案，再与供应商、第三方研发机构以及公司运营人员合作完成整个产品设计流程。公司坚持精品策略，主要采取“自主研发”和“合作开发”的产品研发模式，并辅之以“选品”的模式。对于公司尚未投入资源开发的SKU，或者工艺、技术、市场已较为成熟的细分品类，在完成产品研究、功能及参数定义等工作后，公司会将明确的产品需求反馈给具有一定研发设计能力的供应商，由供应商推荐产品设计方案，公司进行选品。

图24 致欧科技“自主研发”模式主要流程



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

图25 致欧科技“合作开发”模式主要流程

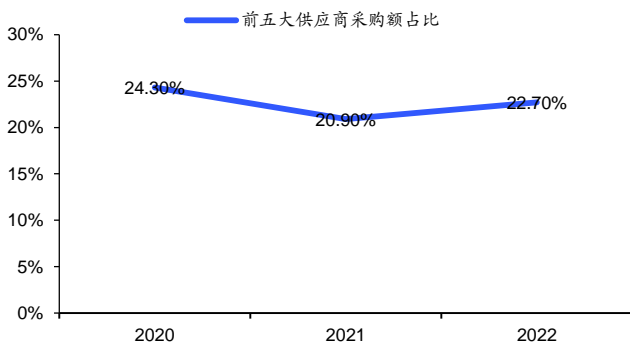


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

**充分利用配套供应链资源。**在供应商合作方面，公司在东莞设立子公司，并在东莞、宁波设有仓库，并布局国内家具产业集群区域（广东、福建、江浙地区等），充分利用当地供应链配套资源和集群优势。公司通过与行业内具有优势的供应商形成长期稳定的合作关系，确保公司的产能优势。在供应链管理信息化方面，公司以保持产品供需平衡为原则，借助 EYA 管理系统，结合历史信息进行优化运算，确定最佳采购需求并执行，最终达到供应链效率优化的效果；公司通过实施电子签章和 SRM 系统，与部分供应商实现诸多模块的信息快速共享与协同，最终有效提升公司采购订单交付效率。

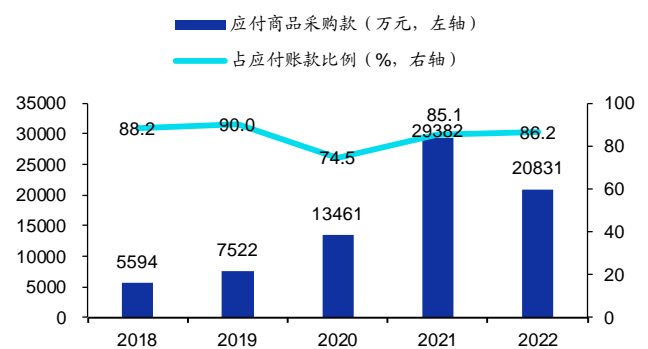
**前五大供应商稳定保持较低比例。**2020-2022 年，公司向前五大大外协供应商合计采购金额占当期总采购金额的比例分别为 24.3%、20.9%、22.7%，供应商集中度不高，合作供应商相对分散，不存在严重依赖于少数供应商的情况。与此同时，公司 2020-2022 年应付商品采购款占应付账款比例分别为 74.5%、85.1%、86.2%，主要为日常经营活动应付给外协供应商的产品采购款。公司与主要供应商建立了长期稳定的合作关系，获得了约 30 天的信用期。

图26 致欧科技前五大供应商采购额占比



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

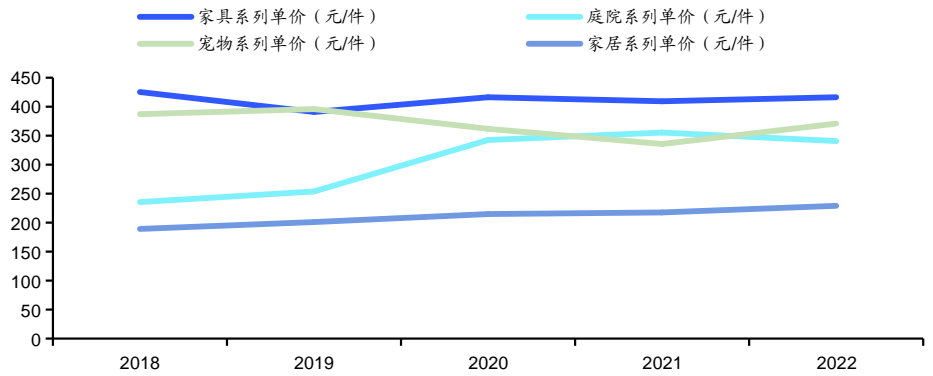
图27 致欧科技应付商品采购款及其占应付账款比例



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），致欧科技招股说明书（申报稿），HTI

**产品性价比&时尚感突出。**公司致力于打造高性价比产品，同时注重设计感。相较于通常的家居产品，公司产品自行组装难度低，多采用更加节省空间和包材的平板包装形式，通过给客户提供主材、配件和安装说明书，可以由客户完成安装。平板包装方式解决了大件家具家居产品的存储、运输和安装难的痛点，也降低了包装成本和仓储物流费用，提升消费者购物体验。我们认为，产品部件模块化、可拆卸，同时也简化了消费者的更换难度，满足搬家等运输场景的便捷性。公司家具系列产品平均单价稳定在 400 元/件左右，家居系列产品平均单价稳定在 200 元/件左右。在同价位下，公司产品更具设计感。公司的良好设计创新能力屡次获得认可，2020 年公司猫爬架、边桌等产品获德国红点奖“当代好设计奖”，2021 年公司“月球漫步”台灯设计作品获得 2021 国际 CMF 设计奖等。

图28 致欧科技产品单价



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），致欧科技招股说明书（申报稿），HTI

表 7 致欧科技与宜家部分产品对比

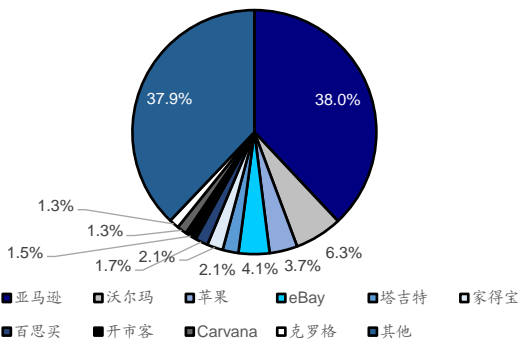
产品	品牌	产品尺寸	价格	图片
床头柜	VASAGLE	60x31.5x60cm	786 元	
	宜家旗下 HEMNES 汉尼斯	54x38x66cm	699 元	
边桌	VASAGLE	45x50cm	446 元	
	宜家旗下 FRÖTORP 弗瑞托普	48x45cm	499 元	
厨房置物架	VASAGLE	90x40x84cm	1114 元	
	宜家旗下 GRILLSKÄR 格礼怀	86x61x94cm	999 元	
储物架	VASAGLE	74x30x154.5m	1151 元	
	宜家旗下 KOLBJÖRN 科比约恩	80x35x163cm	998 元	

资料来源：亚马逊官网，宜家家居官网，HTI

### 3.2 全方位品牌营销强化消费者认知

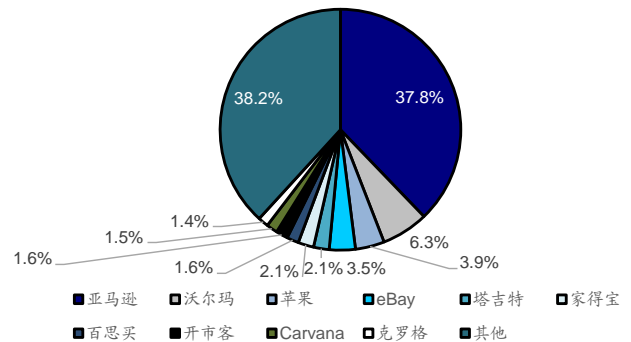
**平台流量分散化，品牌力提升打造核心竞争力。**跨境电商区别于传统贸易，流通环节较少，拥有强大品牌和供应链布局的企业才能保持稳步增长势头。为不断加强品牌影响力，许多跨境出口电商深度创新设计产品并精准把握消费趋势变化，以拓展销售渠道和完善供应链体系，提高产品品牌溢价。跨境电商经营自主品牌，品牌力是重要竞争力。与此同时，平台流量正逐渐分散化，单一平台的品牌客户流量在达到一定规模后通常难以维持高速的流量增加，公司需要提升自有品牌认可度和知名度，提升流量转化率和老客复购率。我们认为，企业需要打造线上多平台的数据融合&拓展运营渠道、加大产品研发创新以提升老客复购率。

图29 2021年美国市场电商零售平台市场份额占比



资料来源：知乎援引 eMarketer, HTI

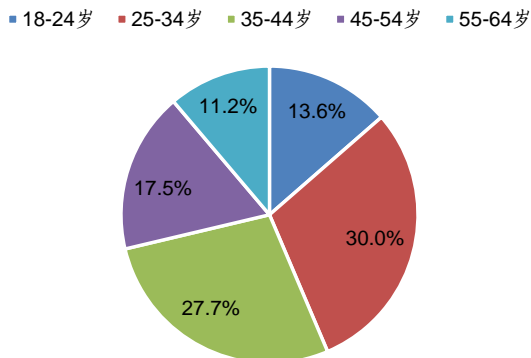
图30 2022年美国市场电商零售平台市场份额占比



资料来源：知乎援引 eMarketer, HTI

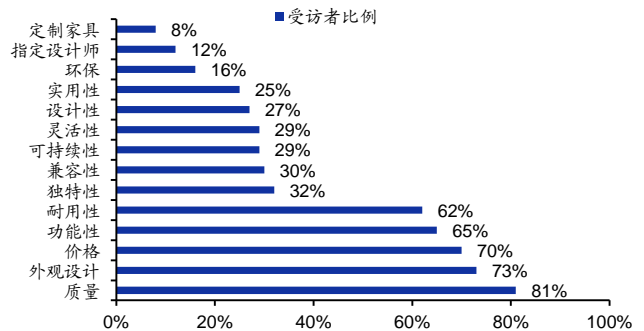
**消费者年轻化，注重品牌形象与产品设计。**目前家居消费的主力军逐步转变为年轻一代的消费群体，根据 Statista 的 2019 年数据显示，25-34 岁的家具及家居用品消费者占比达到 30.0%，同时 18-24 岁消费者占比也达到了 13.6%，消费者年轻化趋势逐步显现。年轻化的消费者往往更为注重产品的品牌形象、创新设计、产品品质及消费体验等。截至 2022 年 12 月 31 日，公司产品涉及 303 个细分品类，产品 SPU 数量达 3335 个，每个细分品类都有相对独立的产品设计特点和材质要求，对产品设计师的知识技能要求不同；而公司国内外共有 88 名产品研发设计人员，从投入产出比角度衡量，公司将有限的设计资源聚焦于核心品类。2020-2022 年公司持续增加研发投入，研发费用分别为 1276.9 万元、2451.0 万元、4501.1 万元，复合增长率达 87.8%。2018-2022 年，研发费用率从 2018 年的 0.3% 提升至 2022 年的 0.8%，提升较快。

图31 2019年美国家具家居消费市场用户年龄段占比



资料来源：知乎援引 Statista, HTI

图32 2019年美国家具家居消费市场用户购物主要诉求



资料来源：知乎援引 Statista, HTI



**品牌营销打法全面。**在数字化营销方面,公司开发了适合跨国、多渠道运营的 CRM 系统,并且以客户体验为中心,建立用户社区平台,搜集客户体验信息。我们认为,通过信息化系统的支持,公司在改善产品和服务的同时不断提高消费者满意度,宣传品牌形象,提高公司综合竞争力。同时,公司还结合网络流量监控、广告制作与投放等手段,实现了精准的营销推广。2022 年 3 月,公司旗下三大品牌以“Hello Spring”作为大主题推出创意广告视频,最终该活动在全媒体获得接近 5000 万的曝光,并提升了 20% 的搜索数量,全网投入回报比接近 20。在直播营销上,公司积极参与亚马逊直播,旗下品牌 Feandrea,采用了“人宠齐上阵”的创意直播成功取得了不俗的销量。在站外方面,公司通过电商平台旗舰店、社交媒体、搜索引擎、媒体杂志、电子邮件、KOL 媒体红人营销等多种营销手段传播品牌口碑,塑造品牌形象。除此以外,公司还将广告与本土文化结合面向多元化的海外消费群体营销、积极参加美国拉斯维加斯、德国科隆、中国广州等国际性贸易交流展会扩大品牌影响力、在欧美主流消费市场的节日通过秒杀、折扣等促销活动积极进行品牌营销和产品推广。

**表 8 致欧科技主要营销策略与具体方式**

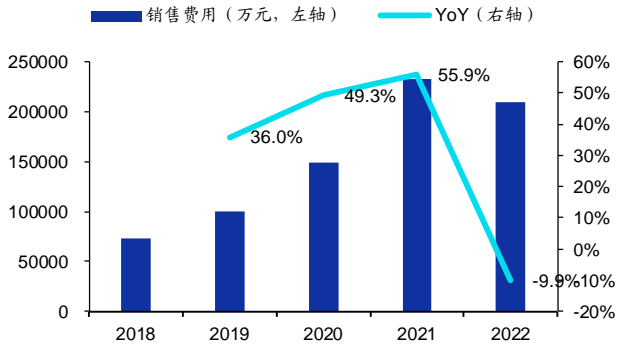
序号	营销策略	营销具体方式
1	建立数字化营销系统	公司开发了适合跨国、多渠道运营的 CRM 系统,包含客户服务、邮件处理审核等多种功能,保证公司快速、合规响应客户服务需求。同时,公司以客户体验为中心,建立用户社区平台,搜集客户体验信息。
2	视频广告营销	推出商品推广视频广告、同时推出亚马逊品牌推广视频、旗下三大品牌共同推出创意广告视频、品牌与粉丝完成视频广告共创。
3	亚马逊“漏斗玩法”营销	在客户对产品完全不了解的情况下,致欧科技首先利用能突出产品卖点的视频广告,让客户在三秒内了解旗下三大品牌的品类及理念。第二步,在客户对品牌有了一定了解的基础上,则会使用更加精准的关键词搜索工具做人群定位,让消费者了解产品优势,促进销售转化。第三步,针对已购买产品的用户,再利用亚马逊品牌旗舰店的帖子(Poster)、站内信等功能发送促销及新品信息,以促进复购。
4	广告与本土文化结合营销	在品牌传播内容上,公司会将语言、图片和视频等内容的创作与本土文化和习俗相结合,例如会借助各类本土节日进行营销活动的排期,从客户的视角打造视觉传播效果。
5	展会营销	公司积极参加美国拉斯维加斯、德国科隆、中国广州等国际性贸易交流展会。
6	节日促销	在欧美主流消费市场的节日,如圣诞节、情人节、感恩节、黑色星期五、网络星期一等,公司通过秒杀、折扣等各种促销活动积极进行品牌营销和产品推广。
7	其他营销方式	公司会通过电商平台旗舰店、社交媒体、搜索引擎、媒体杂志、电子邮件等进行持续的品牌展示和数字营销,也会借用社交媒体红人(KOL)来做口碑传播和形象塑造。

资料来源:致欧科技招股说明书(注册稿),雨果网百家号,亚马逊网站,HTI

**销售费用及广告费稳健增长。**2018-2022 年,销售费用从 7.35 亿元增长到 20.96 亿元,复合增速达到 29.94%,其中广告费从 4699.01 万元增长到 1.36 亿元,复合增速达到 30.51%。2022 年广告费占销售费用比例达到 6.50%,费用占比近三年有提升趋势。费用率方面,2022 年剔除运输费的销售费用率为 22.0%。

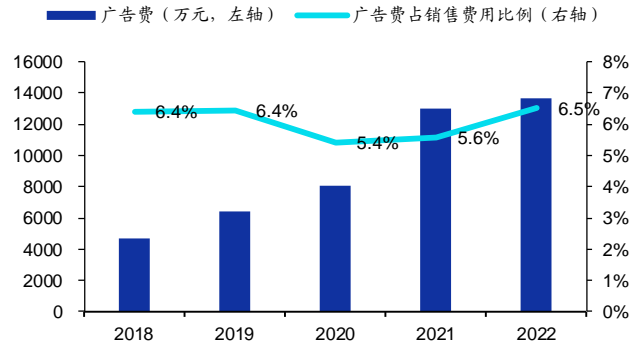


图33 2018-2022 年致欧科技销售费用及同比增长



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

图34 2018-2022 年致欧科技广告费及其占销售费用比例

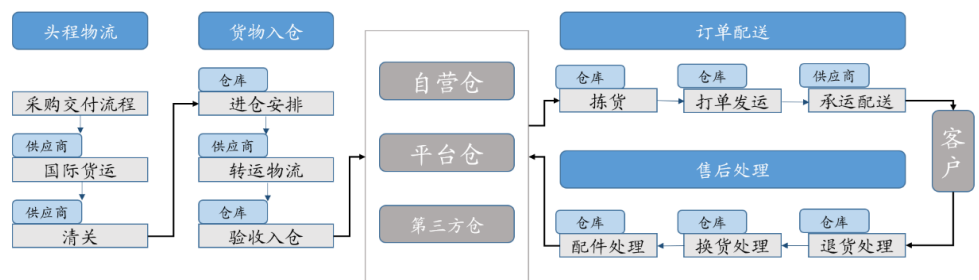


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

### 3.3 全面仓储物流体系管理提升运营效率

**“自营+FBA+第三方”构建高效跨境仓储物流体系。**公司采用“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系，并通过“国内集货仓+境外海外仓”的双仓联动模式，实现出口货物提前运输至集货仓，进行整柜拼箱运输，提高了集装箱利用率，又有效控制了“断链”风险。在“平台仓”模式下，产品的仓储管理与物流配送工作由电商平台负责，费用直接从终端客户支付款中扣除。亚马逊 FBA 仓是公司最主要的平台仓，公司通过海运、陆运等方式送至亚马逊的海外 FBA 仓库，公司 EYA 管理系统定期通过数据接口获取 FBA 仓存货信息，后续仓储物流工作由 FBA 仓负责；在“第三方合作仓”模式下，产品的仓储管理及物流配送由第三方仓储物流服务商负责，公司目前主要的第三方仓储物流服务商包括 SLM Group Holdings、Luno Fashion Limited 等。

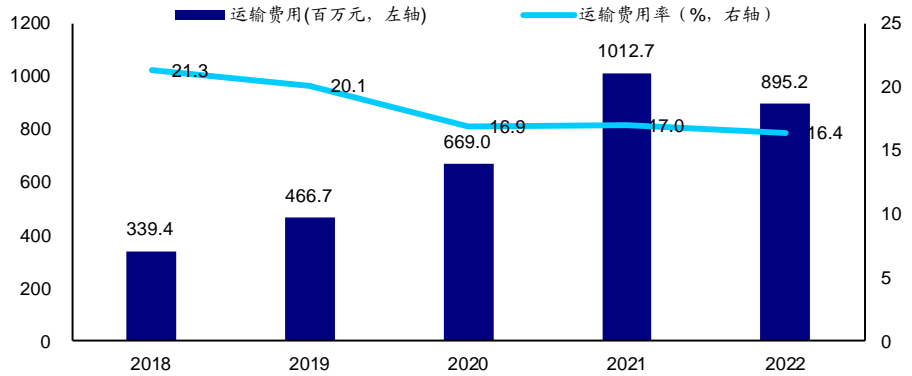
图35 致欧科技仓储物流体系流程图



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

**费用率随仓储物流体系完善而逐渐降低。**依托公司采用的“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系，不断完善的仓储物流布局体系及产品入库库存结构，物流费用率逐渐降低。公司业务规模不断扩大，运输费用随之上升，从 2019 年的 4.7 亿元上升至 2022 年的 9.0 亿元，但是 2019 到 2022 年运输费用率却从 20.1%降低至 16.4%，主要得益于公司不断加强自营仓储物流设施建设以加大自发货比例、完善仓储物流布局体系，进而优化配送路径等，费用分摊效应逐步显现。截至 2022 年 12 月 31 日，公司位于德国、美国、中国、英国的境内外自营仓面积合计超过 28 万平方米。公司未来将进一步扩建仓储物流体系，计划未来 3 年在国内外建设多个仓储物流中心，仓储面积合计 18.1 万平方米，建成后较目前规模增长 65%，计划总投资金额达 5.2 亿元。我们认为，公司力图构建现代化的高效全球仓储物流体系，进一步提高仓储容量、自动化和信息化程度以及公司本土化服务能力，在优化仓储与物流效率、降低费用率的同时加固公司壁垒。

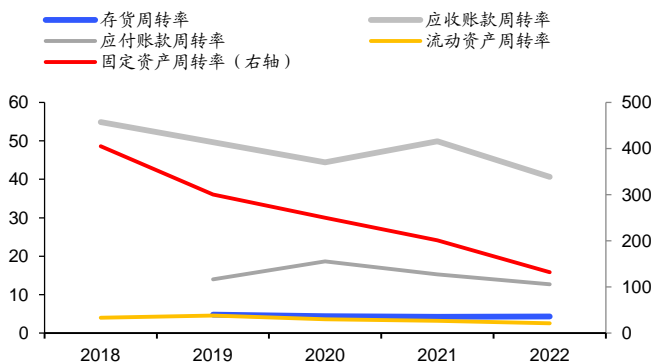
图36 2018-2022 年致欧科技运输费用及运输费用率



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

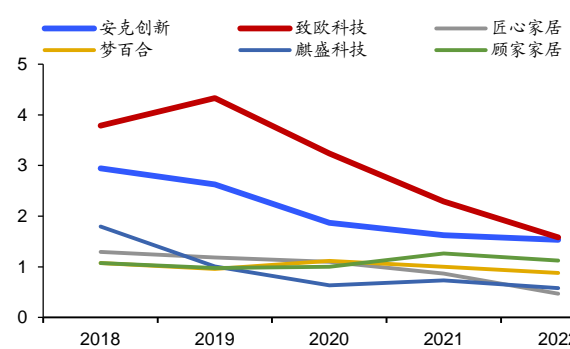
**周转率受业务结构调整呈下降趋势，同行业领先。** 周转率方面，2020-2022 年公司应收账款周转率分别为 44.5 次、49.9 次、40.7 次，总体处于较高水平。其中，2022 年较 2021 年有所下降，主要原因系公司亚马逊 Vendor、Wayfair 等 B2B 业务的快速发展，而亚马逊 Vendor 等平台客户的销售回款存在一定账期，通常不超过 90 天，由此导致应收账款有所增加。2020-2022 年公司存货周转率分别为 4.4 次、4.2 次、4.3 次（不考虑运输费），总体处于较低水平，2022 年较 2021 年有所上升，主要因为公司 2022 年备货规模较上一年度有所下降，且公司持续提高库存周转效率，存货周转情况良好，2022 年末存货余额较上年末有明显下降。2020-2022 年公司总资产周转率分别为 3.2 次、2.3 次、1.6 次，高于行业其他公司。

图37 2018-2022 年致欧科技营运能力（次）



资料来源：Wind, HTI

图38 可比公司总资产周转率（次）

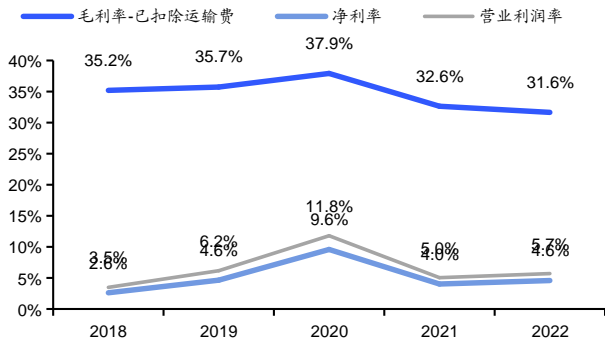


资料来源：Wind, HTI

#### 4. 公司利润率修复的弹性来自于哪里？

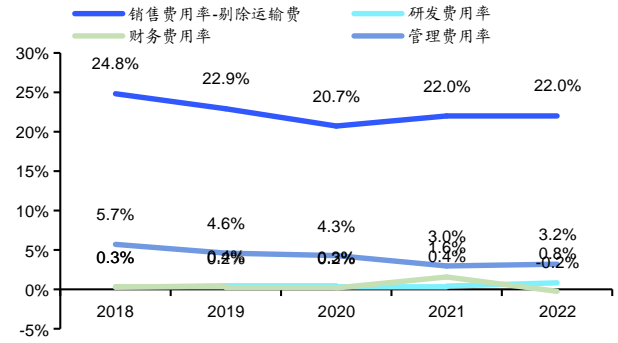
**公司营收稳健增长，利润受压收缩。** 公司 2020-2022 年分别实现营收 39.7 亿元、59.7 亿元、54.6 亿元，复合增长率为 17.2%；2020-2022 年分别实现归母净利润 3.8 亿元、2.4 亿元、2.5 亿元，复合增长率为 -18.9%。近三年公司营收复合增速较大，而利润端受压严重，复合增速为负，公司整体呈现增收不增利的状态。利润率方面，2020-2022 年公司毛利率（扣除运输费）分别为 37.9%、32.6%、31.6%，毛利率有所下滑，净利率分别为 9.6%、4.0%、4.6%。费用率方面，销售费用率（剔除运输费）基本保持稳定；研发费用率有所上升，从 2020 年的 0.3% 上升至 2022 年的 0.8%；管理费用率有小幅下降，费用率整体保持稳定。

图39 致欧科技利润率



资料来源: Wind, 致欧科技招股说明书(申报稿), HTI

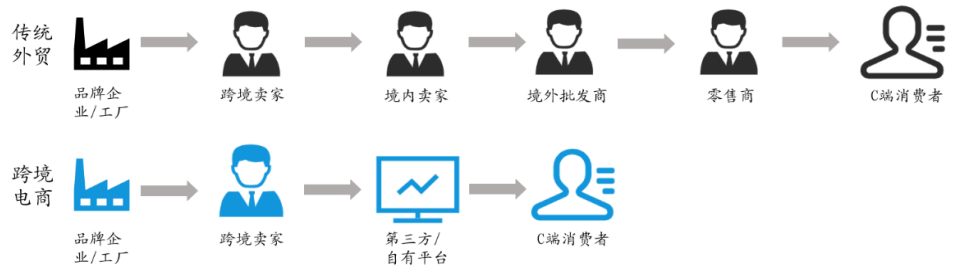
图40 致欧科技四大费用率



资料来源: Wind, 致欧科技招股说明书(申报稿), HTI

传统外贸模式是由国外的进口商主导的 OEM 或集中采购的模式,品牌商主要赚取的是出厂价对应的净利润,各个渠道的加价环节相对较多;而跨境贸易模式下,中间环节较短,品牌商可赚取零售价对应的净利率。因此,我们认为,尽管公司净利率相对较低,但利润绝对值往往可以反超传统外贸模式。

图41 传统外贸与跨境电商流程图

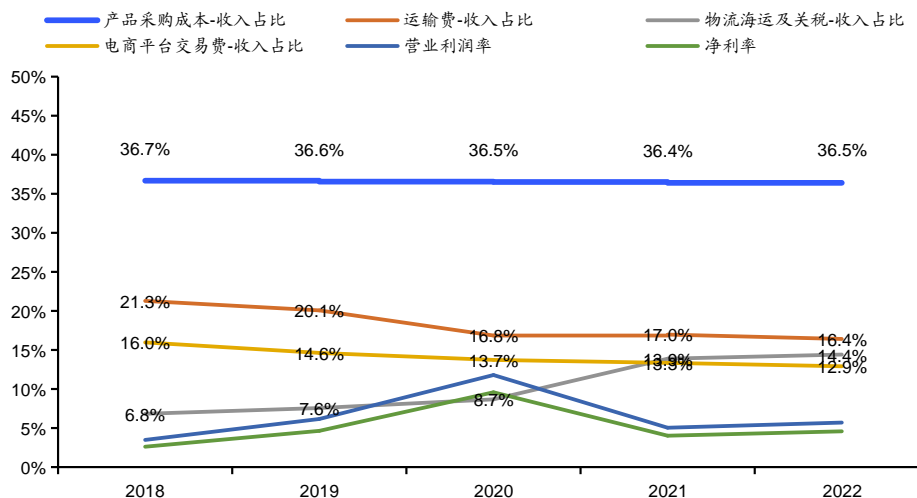


资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿），HTI

**原材料成本占比稳定，海运费对净利率边际影响较大。**（1）**成本端**：2020-2022年，公司产品采购成本占收入比例分别为36.5%、36.4%、36.5%，占比十分稳定，并且公司前五大供应商采购金额占比较少，2020-2022年分别为24.3%、20.9%、22.7%，不会高度依赖单一供应商，我们认为，原材料成本对盈利状况的影响较小。除采购成本外，公司主营业务成本还包含运输费（运输费主要为公司向客户配送货物发生的物流运输费，主要包括亚马逊FBA配送费、海外仓发货的尾程物流运输费等）、海运费及关税成本。2020-2022年运输费占收入比例分别为16.8%、17.0%、16.4%，变动幅度较小，自2019年的20.1%高点回落后基本保持稳定，对盈利水平影响有限。而2020-2022年海运费及关税成本占收入比例分别为8.7%、13.9%、14.4%，2022年相较2020年上升5.7pct，提升显著，主要系2020-2022年全球海运价格上升，物流海运成本攀升，以及中美贸易环节中美国加征关税，带动成本上升。（2）**费用端**：2020-2022年，电商平台交易费占收入比例分别为13.7%、13.3%、12.9%，有小幅下降。

公司2020-2022年ROE（摊薄）分别为29.1%、15.6%、13.8%，下降较多，对公司价值链进行拆分后，我们认为公司2021-2022年ROE大幅下滑主要系净利率下滑，其中公司毛利率下滑幅度相对较大，主要受海运费成本影响显著。公司ROE下滑趋势有逆转可能，主要关注公司净利率（主要关注海运费、运费及平台费、汇兑损益）表现以及周转率情况。

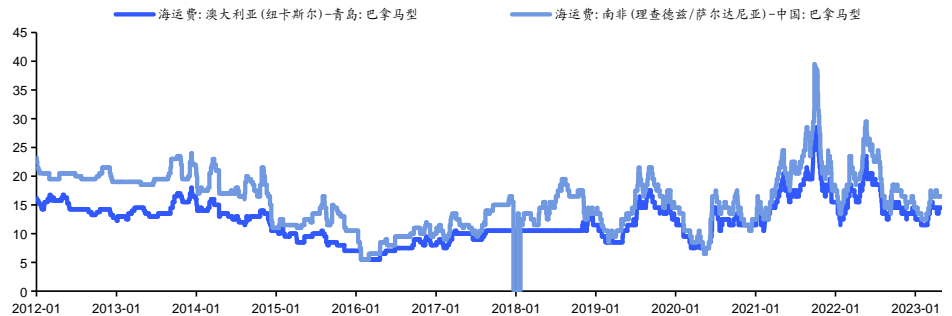
图42 致欧科技价值链拆分



资料来源：致欧科技招股说明书（注册稿）、招股说明书（申报稿），HTI

**海运费回落趋势明显，利润修复可期。**2021年公司欧洲、北美地区海运费平均结算价格相较2020年显著提升，2022年海运费约占公司收入比例已达到14.4%，对利润影响较大，海运费的快速回落有望带动整体盈利上行。截至2023年5月初，海运费价格较2021年高点已回落50%~60%，接近往年常态水平，海运费回落趋势明显，公司盈利能力有望受益，逐渐释放利润空间。

图43 海运费走势图



资料来源：Wind，HTI

## 5. 盈利预测与估值

基于以上对公司业务经营及财务指标的分析与判断，我们进一步作如下假设：

**收入预测：**1) B2C业务是公司的核心业务，2022年美国市场通货膨胀持续走高，消费者实际可支配收入、实际消费能力有所降低，俄乌冲突等推高欧洲市场能源价格，能源危机导致各类消费品价格上涨，欧洲消费者同样存在实际消费意愿及能力降低的状况，在22年收入低基数的情况下，欧美市场零售库存逐步恢复正常水平、美联储加息等通胀应对措施出台、俄乌冲突缓和后欧洲经济回归平稳、市场信心修复，我们假设公司23-25年收入同比增速可实现回升，假设分别为15.8%、14.3%、12.6%。

2) B2B业务作为公司业务的另一重要组成部分，也将受益于海外市场需求的整体修复，在基数相对小的情况下，有望释放出较强的利润弹性，假设23-25年收入同比增速分别达到27.9%、22.9%、18.0%。

**费用预测：**考虑到公司自有品牌平台费用、推广宣传投入有望进一步加大力度，我们假设23-25年公司销售费用率分别为22.1%、22.2%、22.3%；管理费用率方面，考虑到部分上市相关费用在23年支出可能较多，我们假设23年公司管理费用率提升至4.5%，24-25年分别恢复到4.0%、4.0%；研发费用率、财务费用率预计有望保持相对稳定，假设23-25年研发费用率均为0.83%，财务费用率均为-0.25%。

表9 致欧科技分业务盈利预测

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>B2C</b>				
销售收入	4331	5017	5734	6459
增长率 (YoY)	-10.1%	15.8%	14.3%	12.6%
<b>B2B</b>				
销售收入	1047	1339	1645	1941
增长率 (YoY)	-8.4%	27.9%	22.9%	18.0%
<b>合计</b>				
销售收入	5455	6356	7379	8400
增长率 (YoY)	-8.6%	16.5%	16.1%	13.8%
毛利率	31.7%	34.7%	35.2%	35.7%

资料来源：Wind，HTI

表 10 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
安克创新	300866.SZ	消费电子产品跨境销售贸易	81.37	24.2
华凯易佰	300592.SZ	以控股子公司易佰网络为载体开展跨境出口电商业	27.82	23.1
吉宏股份	002803.SZ	跨境社交电商业务、消费品外包装	19.22	18.4
传音控股	688036.SH	手机等智能终端跨境销售	127.10	26.4
平均				23.0

资料来源: Wind, HTI

注: PE 为 Wind 一致预期, 收盘价为 2023 年 7 月 21 日收盘价

## 6. 风险提示

国际贸易摩擦加剧、海运价格回落不及预期、市场需求波动。



公司主要从事自有品牌家居产品的研发、设计和销售，产品主要包括家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列等品类，是全球知名的互联网家居品牌商。公司聚焦家居品类十余年，以“服务全球家庭，让客户信赖，使员工骄傲”为企业愿景，秉承“致力中国品牌出海，为中国制造加油”的企业使命，多年来不断将产品品类向全屋场景拓展，以客户体验为驱动，专注于为全球家庭提供更为舒适的居家体验，营造更显温馨的家居氛围，创造更加美好的生活空间。SONGMICS、VASAGLE、FEANDREA 三大自有品牌，历时多年已成功跻身亚马逊欧美市场备受消费者欢迎的家居品牌之列。公司产品已在欧美等多地市场获得了消费者的青睐和认可，多款产品常年位列亚马逊等第三方电商平台畅销榜前列。因此公司多次获得亚马逊等平台授予的卖家荣誉奖项，2017 年公司荣获“亚马逊全能卖家”称号，2019 年公司获评“亚马逊年度最受欢迎品牌卖家”，同年 SONGMICS 和 VASAGLE 同时入选“亚马逊全球开店中国出口跨境品牌百强”。公司的主营业务主要由生活家具类、家居收纳类、家居用具类、办公家具类和庭院家居类构成。生活家具类的营收为 19.35 亿元，家居收纳类的营收为 10.17 亿元，家居用具类的营收为 7.63 亿元，办公家具类的营收为 6.52 亿元，庭院家居类的营收为 2.94 亿元。所有主营业务的毛利率都为 0%。公司最近三年的营业收入情况，2020 年达到 39.71 亿元，较 2019 年增长 71%；2021 年营业收入进一步上升至 59.67 亿元，年增长率为 50%；而在 2022 年，公司的营业收入小幅下滑至 54.55 亿元，年增长率下降至 -9%。2023 年第一季度的营业收入为 12.67 亿元，较 2022 年同期下降 11%。

#### 附表 前十大股东

股东名称	占总股本比例(%)
宋川	54.7800
安克创新科技股份有限公司	9.1500
苏州宜仲创业投资合伙企业(有限合伙)	4.6900
珠海和谐博时一号投资合伙企业(有限合伙)	4.5800
共青城科赢投资合伙企业(有限合伙)	3.6500
共青城沐桥投资合伙企业(有限合伙)	3.6500
郑州语昂企业管理咨询中心(有限合伙)	3.6500
郑州泽骞企业管理咨询中心(有限合伙)	3.6500
田琳	2.7500
王志伟	2.7500
<b>合 计</b>	<b>93.3000</b>

资料来源：Wind, HTI

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>5455</b>	<b>6356</b>	<b>7379</b>	<b>8400</b>
每股收益	0.62	0.94	1.23	1.47	营业成本	3729	4153	4785	5405
每股净资产	5.00	7.72	9.00	10.52	毛利率%	31.6%	34.7%	35.2%	35.7%
每股经营现金流	2.73	0.07	2.37	0.51	营业税金及附加	4	5	6	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	1201	1405	1638	1873
P/E	38.46	25.37	19.46	16.30	营业费用率%	22.0%	22.1%	22.2%	22.3%
P/B	4.79	3.10	2.66	2.28	管理费用	174	286	295	336
P/S	1.59	1.51	1.30	1.15	管理费用率%	3.2%	4.5%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	0.36	15.46	11.11	9.33	EBIT	291	459	599	714
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-14	-16	-18	-21
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	31.6%	34.7%	35.2%	35.7%	资产减值损失	-23	-20	-20	-20
净利率	4.6%	6.0%	6.7%	7.0%	投资收益	14	15	15	15
净资产收益率	13.8%	12.2%	13.7%	14.0%	<b>营业利润</b>	<b>311</b>	<b>470</b>	<b>612</b>	<b>730</b>
资产回报率	7.2%	7.6%	8.9%	9.4%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	7.8%	8.7%	10.1%	10.7%	<b>利润总额</b>	<b>309</b>	<b>468</b>	<b>610</b>	<b>728</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	435	576	721	841
营业收入增长率	-8.6%	16.5%	16.1%	13.8%	所得税	59	89	116	138
EBIT 增长率	-17.1%	57.9%	30.4%	19.3%	有效所得税率%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润增长率	4.3%	51.6%	30.4%	19.4%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>250</b>	<b>379</b>	<b>494</b>	<b>590</b>
资产负债率	48.0%	37.5%	34.8%	32.6%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
流动比率	2.35	3.32	3.68	3.96	货币资金	1039	1909	2809	2962
速动比率	1.38	1.98	2.65	2.57	应收账款及应收票据	143	139	189	185
现金比率	1.11	1.69	2.35	2.26	存货	689	1272	987	1565
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	331	426	408	483
应收账款周转天数	8.86	8.00	8.00	8.00	流动资产合计	2203	3746	4393	5195
存货周转天数	84.03	85.00	85.00	85.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	1.58	1.51	1.41	1.42	固定资产	44	48	46	40
固定资产周转率	131.83	139.45	157.19	193.95	在建工程	0	10	20	30
					无形资产	9	13	17	21
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	非流动资产合计	1275	1213	1145	1073
净利润	250	379	494	590	<b>资产总计</b>	<b>3478</b>	<b>4958</b>	<b>5538</b>	<b>6269</b>
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	341	341	341	341
非现金支出	168	137	142	147	应付票据及应付账款	242	312	326	395
非经营收益	18	-3	-3	-3	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	552	-484	319	-529	其它流动负债	355	474	526	577
<b>经营活动现金流</b>	<b>988</b>	<b>29</b>	<b>952</b>	<b>206</b>	流动负债合计	938	1127	1193	1313
资产	-11	-57	-57	-57	长期借款	0	0	0	0
投资	-269	0	0	0	其它长期负债	733	733	733	733
其他	28	15	15	15	非流动负债合计	733	733	733	733
<b>投资活动现金流</b>	<b>-252</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>	<b>负债总计</b>	<b>1670</b>	<b>1860</b>	<b>1926</b>	<b>2046</b>
债权募资	-336	0	0	0	实收资本	361	402	402	402
股权募资	0	892	0	0	归属于母公司所有者权益	1807	3098	3613	4223
其他	-232	-10	-10	-10	少数股东权益	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-568</b>	<b>882</b>	<b>-10</b>	<b>-10</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3478</b>	<b>4958</b>	<b>5538</b>	<b>6269</b>
<b>现金净流量</b>	<b>185</b>	<b>869</b>	<b>900</b>	<b>153</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

## APPENDIX 1

## Summary

As a leading online home goods retailer, Zhiou Technology focuses on developing and selling their own brands of home products. Their range includes furniture, home goods, patio items, and pet products under three brands: SONGMICS, VASAGLE, and FEANDREA. In 2022, revenues reached RMB 5.46 billion, a Compound Annual Growth Rate (CAGR) of 36.1% since 2018. Net profits hit RMB 250 million, CAGR 57.5% since 2018.

The company's growth is driven by the global expansion of online home goods sales and outstanding supply chain & operational management capabilities. The growth of borderless e-commerce is fueled by online transactions, contactless delivery and short transaction chains. According to neteconomy data, China's cross-border e-commerce market grew from RMB 4.2 trillion in 2014 to 15.7 trillion in 2022, a CAGR of 17.9%. The company has laid a foundation for growth with superb supply chain management and marketing operations.

We see the company's profit rebound resulting from a decrease in shipping costs and improvements to the warehousing system. Sea freight costs and tariffs represented 8.7%, 13.9%, and 14.4% of revenues in 2020, 2021, and 2022 respectively, an increase of 5.7 percentage points since 2020.

Forecasted net profits for 2023-2025 are RMB 379, 494, and 590 million respectively, representing consecutive YoY growth of 51.6%, 30.4%, and 19.4%. The current closing price corresponds to PE ratios of 25 and 19 for 2023 and 2024. With a target price of RMB 28.33, given its leading position in the market, we rate it as "Outperform".

Risk warnings: escalating international trade conflicts, slower-than-expected decline in sea freight prices, and volatile market demand.

## 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.

### 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).

ZH.US 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

ZH.US is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603313.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

603313.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 ZH.US 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from ZH.US.

海通在过去的 12 个月中从阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司,杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司及 603313.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司,杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司 and 603313.CH.

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

### 评级分布 Rating Distribution

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, 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.

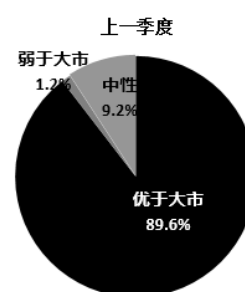
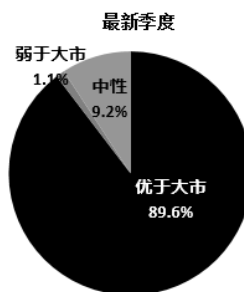
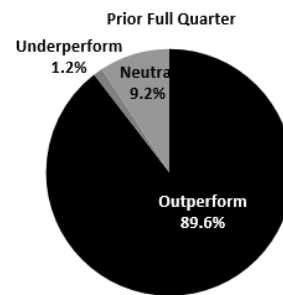
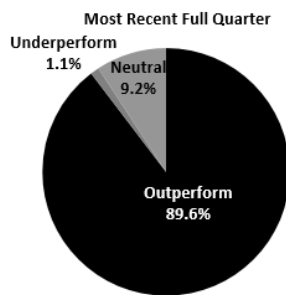
### Analyst Stock Ratings

**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 6 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	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	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 Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	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进行了股票评级、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.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 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-



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

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](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 (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL 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, HTISGL, HTSIPL, 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>



## Ziel Home Furnishing Technology - 301376 CH

