

东南亚电商如火如荼，把握趋势及赛道机遇

2023 年 02 月 08 日

【投资要点】

- ◆ **东南亚地区宏观环境蕴育电商快速发展。**东南亚地区具备较大人口红利，且人口年轻化；人均 GDP 逐年提高，中产阶级带动购物需求；2022 年初东南亚地区互联网用户数达 4.42 亿人，互联网渗透率高于全球平均水平，且互联网用户“网瘾”大，上网时长超过全球平均水平。宏观环境为电商持续快速发展配备良好条件，但当前电商渗透率仍然处在低水平，发展空间大，据贝恩咨询预测 2025 年地区电商市场规模将达到 2340 亿美元，保持 18% 的复合增速。
- ◆ **广告营销、支付方式、物流等环节逐步发展健全。**东南亚地区数字广告渗透率低，约为中国的一半，正处在快速发展上升期；其中社交媒体已成为主要营销渠道，视频营销是热门手段，东南亚地区 2022 年整体视频营销规模为 22.52 亿美元，上升空间大。东南亚支付市场便捷性有待提高，货到付款仍然流行，多种支付方式并行，逐渐向电子钱包支付转移。物流基础设施落后，竞争不充分，但近几年处于快速发展阶段，电商平台纷纷自建物流体系缩短运输时间、降低物流成本。
- ◆ **政策支持、文化接近，出海优势明显；社交属性强，直播购物与传统电商齐发展。**2022 年 1 月 1 日，《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 正式实施，核准成员之间 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税；东南亚地区与中国文化更为接近，更易接纳中国产品。与我国相似的社交属性，也使得当地对短视频和直播购物接纳意愿更强。对直播购物而言，以 Shopee 为代表的电商平台，和以 TikTok 为代表的社交平台极具优势。
- ◆ **当前电子 3C 占主导，时尚美妆类是未来方向。**电子产品较其他品类最大的特点是标准化程度高，往往率先进入电商市场，此后随电商持续发展深化，鞋服、美妆等系列非标准化产品也会成为电商火爆品类。印尼电商首要品类从 2018 年电子 3C 发展为 2022 年健康美容也佐证了这一观点，我们可以预判，对于 3C 电子为主电商品类的其他国家而言，时尚、美妆类产品仍是蓝海。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：高博文

证书编号：S1160521080001

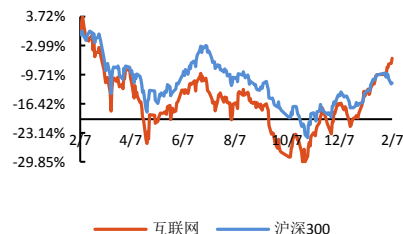
证券分析师：陈子怡

证书编号：S1160522070002

联系人：刘雪莹

电话：021-23586475

相对指数表现



相关研究

- 《VR 系列报告一：VR 发展趋势明晰，硬件内容齐发力》
2022. 12. 15
- 《跨境电商风起青萍》
2022. 11. 30
- 《双十一圆满收官，重心由量向质转变》
2022. 11. 15
- 《天猫双 11 开局火爆，电商消费旺季来临》
2022. 11. 08
- 《《中国互联网络发展状况统计报告》发布，关注网络娱乐热点》
2018. 02. 05

【配置建议】

- ◆ 东南亚地区电商市场广阔， TikTok 为主的社交电商发展强劲，新出海浪潮下跨境电商以及上下游广告营销、跨境物流具备配置价值。看好吉宏股份，谨慎看好乐享集团，建议关注华贸物流、汇量科技。

【风险提示】

- ◆ 宏观经济下行；
- ◆ 国际经济环境变化；
- ◆ 行业竞争加剧。

正文目录

1. 行业概况.....	5
1.1. 宏观环境：人口红利大年轻化，中产阶级带动购物需求.....	5
1.2. 行业规模：电商渗透率低、增速快，市场潜力巨大.....	6
1.3. 竞争格局：传统电商与社交电商齐发力，中国互联网企业入局.....	8
2. 生态分析.....	11
2.1. 广告营销：数字广告渗透率低空间大，社交媒体是主要营销渠道.....	11
2.2. 支付方式：货到付款仍然流行，向电子钱包过渡.....	13
2.3. 物流概况：基础设施相对落后，物流业务发展迅速.....	15
3. 发展趋势.....	16
3.1. 出海盛行：政策支持、文化接近，出海东南亚优势明显.....	16
3.2. 选品方向：电子3C占主导，时尚美妆类是未来方向.....	18
3.2. 直播电商：东南亚社交属性强，直播购物与传统电商齐发展.....	21
4. 投资建议.....	22
4.1. 吉宏股份：东南亚跨境电商龙头，数据为轴、技术驱动.....	22
4.2. 华贸物流：30年品牌物流企业，跨境电商物流板块持续扩张.....	23
4.3. 乐享集团：海外电商业务快速增长，借TikTok培育自由流量.....	24
4.4. 汇量科技：AI驱动一体化营销服务，多领域服务中国企业出海.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1：2022 年 1 月东南亚人口数量（单位：亿人）.....	5
图表 2：2022 年 1 月东南亚地区人口年龄结构.....	5
图表 3：东南亚地区 GDP（单位：十亿美元）.....	6
图表 4：东南亚地区人均 GDP（单位：美元）.....	6
图表 5：东南亚部分国家人均 GDP 发展水平（单位：美元）.....	6
图表 6：2022 年 1 月东南亚六国互联网普及率（单位：百万人）.....	7
图表 7：东南亚电商市场规模及预测（单位：亿美元）.....	7
图表 8：2022 年全球电商规模增速 TOP10.....	7
图表 9：2021 年各国电商市场规模占 GDP 比重.....	8
图表 10：中国历年电商市场规模占 GDP 比重.....	8
图表 11：电商类型.....	8
图表 12：2021 年东南亚各国电商平台月均流量（单位：百万人次）.....	9
图表 13：中国领先互联网企业对东南亚电商投资情况.....	9
图表 14：2022 年东南亚地区社交媒体下载量榜单.....	10
图表 15：TikTok 2022 年 5-7 月各国市场销量分布.....	11
图表 16：2021 年东南亚地区数字广告支出渗透率.....	11
图表 17：2022 年越南广告类型.....	12
图表 18：数字广告发展趋势.....	12
图表 19：2021 年越南企业使用的主要在线广告媒体.....	13
图表 20：2022 年东南亚地区视频广告收入（单位：百万美元）.....	13
图表 21：22Q1 越南互联网用户观看短视频的首选社交媒体 APP.....	13
图表 22：2022 年 1 月东南亚地区 TikTok 用户（单位：百万人）.....	13
图表 23：2022 年各地区支付方式明细.....	14

图表 24: 印尼电子钱包使用情况明显提升	14
图表 25: 东南亚地区流行支付方式一览	15
图表 26: 2018 年东南亚各国物流绩效指数排名	16
图表 27: 2015-2021 年泰国物流业包裹服务增加值 (单位: 十亿泰铢)	16
图表 28: 2020 年泰国各快递运输包裹数量 (百万件)	16
图表 29: 国家政策促进跨境电商发展	17
图表 30: 东南亚地区最受欢迎的产品进口国	17
图表 31: 东南亚各国语言、宗教	17
图表 32: 2022 Lazada 东南亚购物节	18
图表 33: 2021 年东南亚地区电商市场各品类收入占比	19
图表 34: 2021 年国内电商各品类收入占比	19
图表 35: 2022 年第三季度东南亚地区网络零售分类交易额占比	20
图表 36: 2018 年印尼电商品类比例	20
图表 37: 2022 年 10 月印尼用户观看直播购物的途径	21
图表 38: 2022 年 1 月社交媒体日均使用时长 (单位: 分钟)	21
图表 39: 2022 年 10 月印尼用户观看直播购物的电商平台	22
图表 40: 2022 年 10 月印尼用户观看直播购物的社交平台	22
图表 41: 公司营业收入 (单位: 亿元)	22
图表 42: 公司业务构成	22
图表 43: 公司 2021 年营业收入结构	23
图表 44: 公司 2021 年利润结构	23
图表 45: 公司分业务收入情况 (单位: 百万港元)	24
图表 46: 公司营收结构	24
图表 47: 公司营业收入情况 (单位: 亿美元)	25
图表 48: 公司分平台收入表现 (单位: 亿美元)	25
图表 49: 重点公司一览表	25

1. 行业概况

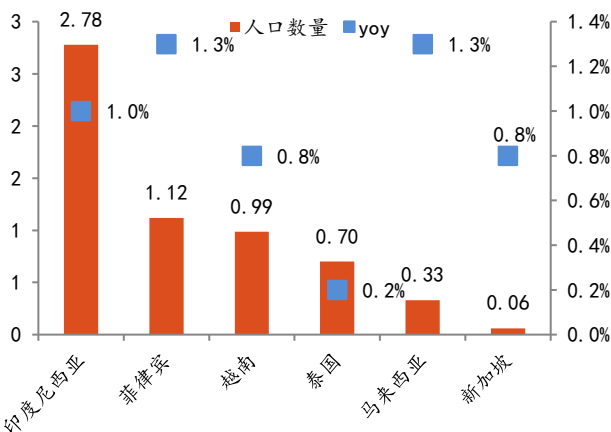
1.1. 宏观环境：人口红利大年轻化，中产阶级带动购物需求

近几年，东南亚地区一直是全球电子商务发展最快的地区之一，也是国内互联网、电商企业出海的主要方向。我们希望通过研究东南亚地区电商的发展进程和方向，并通过与中国等成熟市场进行比较，找到新的机会。东南亚包括中南半岛和马来群岛两大部分，共有 11 个国家，本文探讨的电商发展的核心地区则为东南亚 GDP 占比最高的六个国家，印度尼西亚、泰国、越南、菲律宾、马来西亚和新加坡。上述六个国家的 GDP 占比高达 96%，基本可以代表东南亚地区的整体情况。

东南亚地区当前具备较大的人口红利。截至 2021 年末东南亚地区总人口约 6.70 亿，占世界总人口的 8.58%，体量约为半个中国人口数。其中有两个国家人口过亿，分别是印尼 2.78 亿人、菲律宾 1.12 亿人。较全球人口平均 1.0% 的年增长率而言，该地区人口保持较高增速，菲律宾与马来西亚人口增速达 1.3%，国内消失的人口红利可在东南亚地区复现。

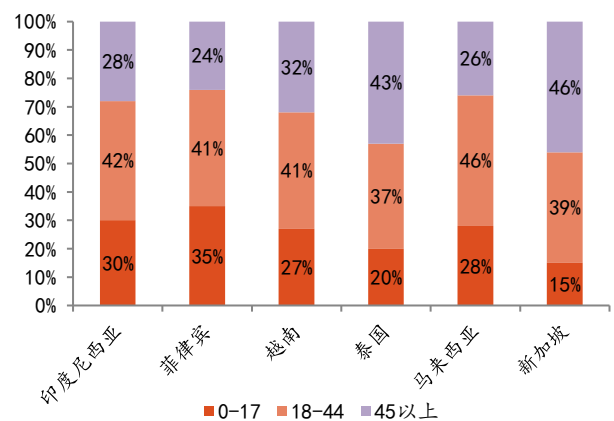
人口年轻化。从年龄结构看，东南亚地区 44 岁及以下人口占总人口的 70%，地区人口年龄中位数在 25-34 岁范围内，其中马来西亚和菲律宾相对年轻，泰国和新加坡相对老龄化。人口占比最高的印尼和菲律宾年龄中位数分别为 30.3 岁、26.3 岁，较中国人口 39.1 岁的水平，东南亚总体人口结构更为年轻，线上购物更易被年轻人接纳和吸收，电商行业也更易在年轻化国家和地区率先渗透。

图表 1：2022 年 1 月东南亚人口数量（单位：亿人）



资料来源：DataReportal，东方财富证券研究所

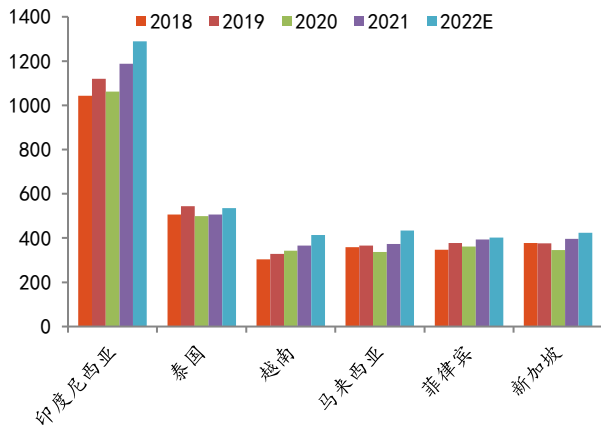
图表 2：2022 年 1 月东南亚地区人口年龄结构



资料来源：DataReportal，东方财富证券研究所

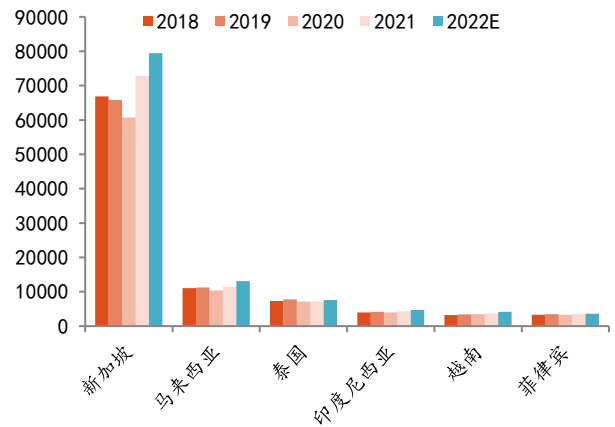
东南亚地区近年地区 GDP 增速高于全球平均水平，但区域内发展不平衡。国家之间经济发展差异悬殊，国土面积最广、人口最多的国家印尼，其 GDP 体量是新加坡的三倍，但人均 GDP 不及新加坡二十分之一。但自 2015 年以来，主要发展中国家经济快速发展，GDP 增速高于全球平均水平。随着东南亚新兴市场经济不断发展和人均收入的提高，中产阶级也逐步扩大，消费水平势必也随之提升。

图表 3：东南亚地区 GDP（单位：十亿美元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

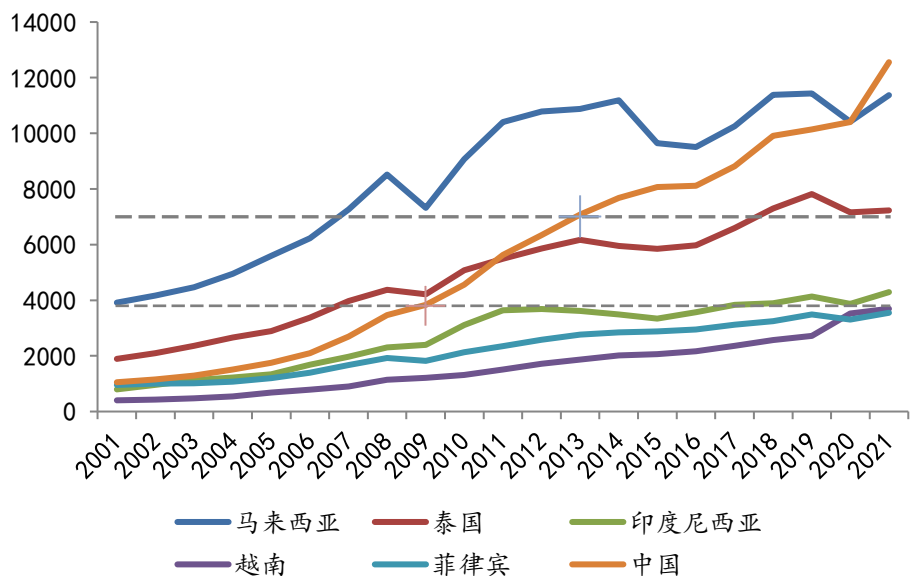
图表 4：东南亚地区人均 GDP（单位：美元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从人均 GDP 角度，东南亚整体水平接近 10 年代的中国，增速较快。抛开发达国家新加坡不计，将东南亚其余五国 2021 年人均 GDP 与中国相比较发现，马来西亚发展水平与中国相仿，泰国人均 GDP 7233 美元接近中国 2013 年水平，印尼（4292 美元）、越南（3694 美元）、菲律宾（3549 美元）人均 GDP 相差不大，更接近中国 2009 年水平（3838 美元）。

图表 5：东南亚部分国家人均 GDP 发展水平（单位：美元）



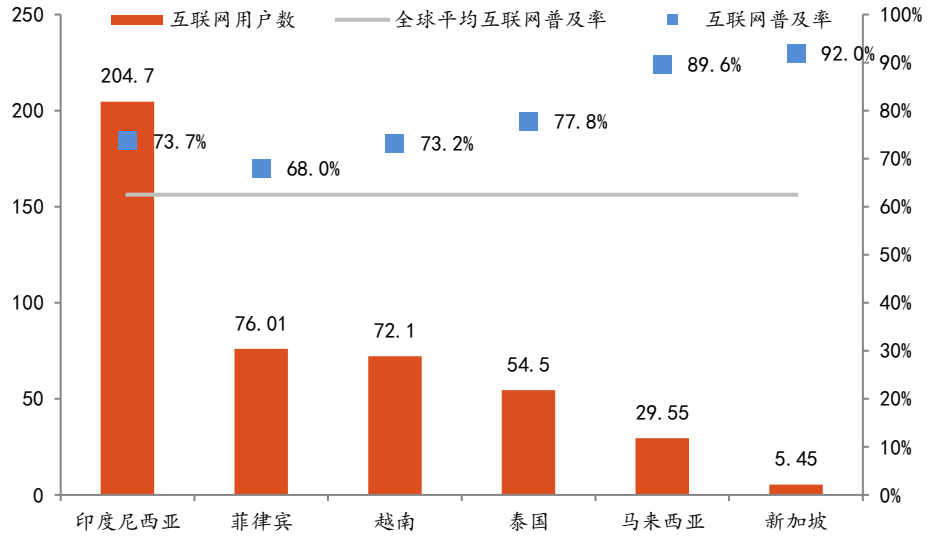
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 行业规模：电商渗透率低、增速快，市场潜力巨大

东南亚地区互联网渗透率高于全球平均水平，为电商持续快速发展配备良好条件。到 2022 年初，东南亚地区互联网用户数达 4.42 亿人，其中印尼基数最大为 2.05 亿人，此时全球互联网用户也已攀升至 49.5 (+4.0%) 亿人，约占全球互联网用户 8.93%。东南亚地区互联网普及率为 74.1%，远超全球平均水平(62.5%)，其中新加坡的互联网渗透率最高达到 92%，马来西亚次之达到 89.6%，

渗透率最低的菲律宾也有 68%。地区网络基础设施的完善，将为电商进一步发展奠定坚实基础。

图表 6：2022 年 1 月东南亚六国互联网普及率（单位：百万人）

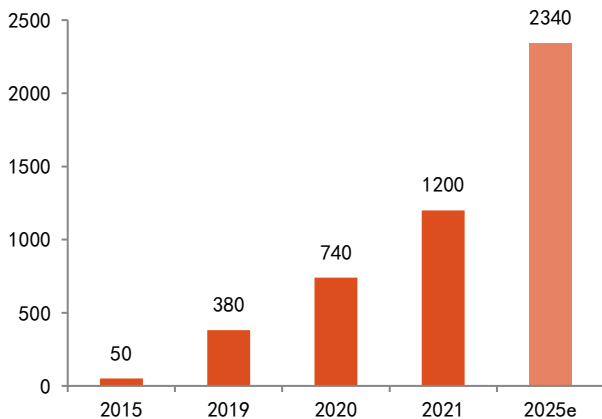


资料来源：DataReportal，东方财富证券研究所

东南亚地区互联网用户“网瘾”较大，上网时长超过全球平均水平。据统计，菲律宾互联网用户平均每天使用互联网的时间超过 10 小时，马来西亚、泰国用户每天上网的时间也超过 9 小时。同期全球互联网用户平均每天接近 7 小时，中国时长在 5.15 小时。东南亚互联网用户平均每天比中国人多花费 3-5 小时用于上网。

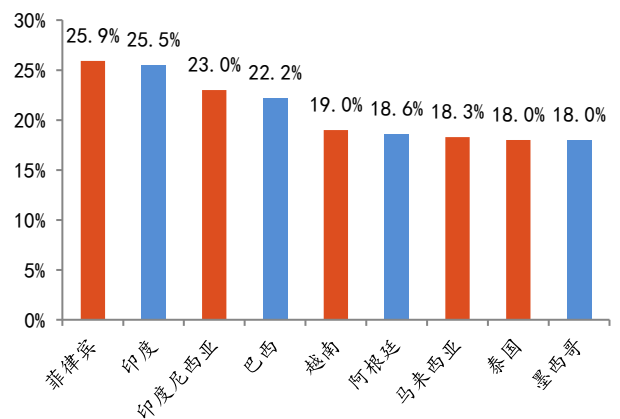
东南亚电商市场规模持续提升，但渗透率仍处在低水平。近年来随地区经济发展以及互联网普及率快速提升，东南亚地区电商市场规模快速发展扩大。2015-2021 年电商市场规模从 50 亿美元跃升至 1200 亿美元，复合增速达 70%。据 eMarketer 统计，2022 年全球电商规模增速 TOP10 榜单中，东南亚地区 5 国上榜，菲律宾以 25.9% 的增速位居榜首，印尼以 23% 的增速位列全球第三。尤其在后疫情时代，疫情催化作用减弱，增速也未出现明显下滑，线上购物方式的便捷性以及消费习惯的养成对民众保持吸引。据预测，东南亚地区 2025 年电商市场规模将达到 2340 亿美元，保持 18% 的复合增速，发展空间大。

图表 7：东南亚电商市场规模及预测（单位：亿美元）



资料来源：Bain analysis，东方财富证券研究所

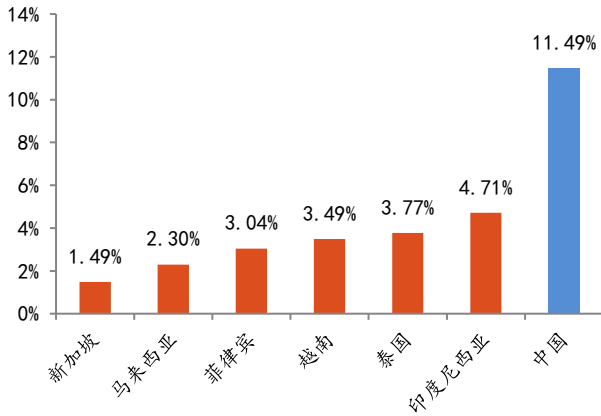
图表 8：2022 年全球电商规模增速 TOP10



资料来源：eMarketer，东方财富证券研究所

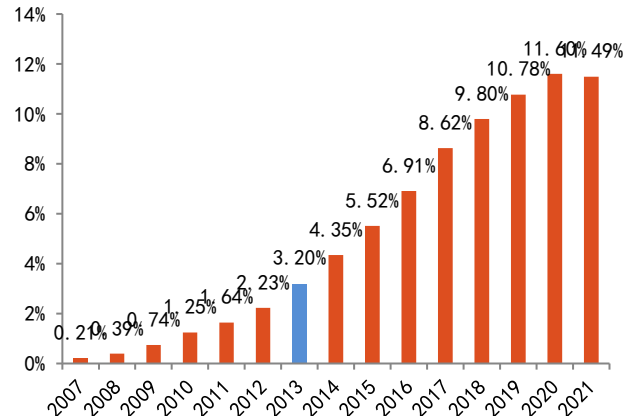
整个东南亚地区的电商近年来经历了飞速增长，但渗透率仍处在低水平。为保证可比性，我们以电商市场规模占 GDP 比重作为电商发展渗透率指标，印尼为东南亚地区电商市场发展最早、体量最大的国家，2021 年渗透率不足中国的一半。2021 年东南亚整体水平接近中国 2013 年电商渗透率，与成熟电商市场存在较大差距。印尼近些年电商市场的持续扩大，也在一定程度上证明中国互联网的经验模式和模式能够成功复制到其他国家，未来也将进一步复刻到整个东南亚地区。

图表 9：2021 年各国电商市场规模占 GDP 比重



资料来源：各国电商市场规模来自ecommerceDB，GDP来自choice，东方财富证券研究所

图表 10：中国历年电商市场规模占 GDP 比重



资料来源：电商市场规模来自商务部，GDP来自choice，东方财富证券研究所

1.3. 竞争格局：传统电商与社交电商齐发力，中国互联网企业入局

东南亚地区电商起步较晚，但站在巨人的肩膀上快速前进。我国电商最初萌芽于千禧年前后，社交类电商几乎与传统电商平台同步发展。当前东南亚地区第三方电商平台、社交电商享有领先优势。

图表 11：电商类型

	细分类别	代表性企业	代表性企业分析
传统中心化平台电商	第三方电商平台	shopee、lazada、blibli、	Shopee 与 Lazada 都是覆盖东南亚六国的综合类电商平台，通过邀请商家入驻，然后依靠平台自身的运营能力和流量，推动线上商品交易。
	自营类	anker、YKS、aukey	Anker 成立于 2011 年，主营 3C 电子，可分为充电、无线音频、智能创新三大门类。随着线上消费市场的不断推进，公司采用“自主研发设计+外协生产”的产品供应模式，通过完备的供应链体系和优秀的商业模式，搭建自身的品牌优势。
新型社交电商	独立站	SHEIN、ZAFUL	SHEIN 是一家跨境 B2C 快时尚电商平台，成立于 2008 年，总部位于南京，业务以快时尚服装为主体，主要面向欧美、中东、印度等消费市场，现已覆盖全球 220 多个国家和地区。截至目前，SHEIN 已建立 2 个独立品牌，9 个小语种站点，实现 1 亿 APP 下载量
	社交电商	Facebook、YouTube、TikTok	主要覆盖中小商家，通过直播带货、团购、微商等其他社交电商的形式；一些特定的垂类卖家群体在社交媒体上形成一个社群，社群中的买家一旦对品牌形成信任，向朋友和家人推荐这个品牌，形成口碑传播

资料来源：东方财富证券研究所

第三方电商平台中，Shopee 与 Lazada 为东南亚主流电商平台。从 GMV 角度，Shopee 2021 年 GMV 为 625 亿美元，同比增长 76.8%。如前文所述 2021 年东南亚电商市场规模为 1200 亿美元，若假设 Shopee 80% 的 GMV 来自于东南亚地区，则其市占率目前已经达到 42%，在东南亚享有垄断地位。Lazada 以 210 亿美元的 GMV 占据 17.5% 的市场份额，位列第二。除此之外，在印尼市场范围内，本土电商 Tokopedia 与 Shopee 不分伯仲，实力不容小觑。

从月活用户角度，Tokopedia 以 1.49 亿人次赢得印尼区域内第一，Shopee 电商业务拓展至其他国家，以印尼 1.3 亿月活用户，以及 6 国共计 4.1 亿月活用户在东南亚地区有不可撼动的地位。Lazada 业务也均匀分布东南亚六个国家，累计 1.43 亿月活。

图表 12：2021 年东南亚各国电商平台月均流量（单位：百万人次）



2021 东南亚各国电商平台月均流量 (百万人次)

资料来源：TMO，东方财富证券研究所

国内领先互联网企业入局东南亚电商。国内领先互联网公司腾讯、阿里、京东早在 2015-2016 年纷纷投资入局东南亚电商市场。腾讯注资 Shopee(虾皮)，成为 shopee 母公司 SEA 最大股东。Shopee 目前共有东南亚六国、中国台湾、巴西八大站点；阿里巴巴集团入资 Lazada (来赞达)，东南亚地区最大的全品类在线购物网站之一，以及 Tokopedia 印尼最大的本土电商平台；京东投资越南电商平台 Tiki。国内企业出海，一方面是对东南亚电商市场潜力的强烈看好，另一方面可以在经验、成本、产品等方面扶持东南亚电商的快速发展。

图表 13：中国领先互联网企业对东南亚电商投资情况

东南亚平台	中国互联网企业	投资详情
Lazada、Tokopedia、Bukalapak	阿里巴巴	2016 年 4 月，阿里入资 10 亿美金占有 Lazada 51% 的股份 2016 年 11 月，阿里控股的电商平台 lazada 宣布收购新加坡线上杂货零售商 RedMart

2017年6月，阿里对Lazada再投资10亿美元，将持股比例从原来的51%提升至83%

2018年3月，阿里又追加20亿美元投资Lazada

2018年12月，印尼本土电商平台Tokopedia获得阿里巴巴领投的11亿美元的新一轮融资

Tiki	京东	<p>2015年11月，京东控股的电商平台JD.ID在印尼上线</p> <p>2017年11月，泰国电商平台Pomelo宣布获得1900万美元融资，由京东等公司领投</p> <p>2017年12月，Tiki获得由京东领投的4400万美元</p> <p>2018年9月，京东和泰国Central Group合资成立JD Central</p> <p>2019年京东又对tiki进行了两轮未对外披露的投资，之后，京东对Tiki的持股比例便增加到了25.65%，成为tiki的第一大股东</p>
Shopee	腾讯	<p>2016年4月，腾讯参与Garena1.7亿美元的D轮融资</p> <p>2017年，Garena改名再上市，腾讯成其第一大股东，持股约39.8%。</p>

资料来源：头豹研究院，东方财富证券研究所

在整个东南亚，消费者对讨价还价和与商家互动非常热衷（这与我国情况相似，把线下的交易模式搬到线上），这推动了社交电商的蓬勃发展。在美国或中国，大多数消费者通过亚马逊和阿里巴巴等公司旗下成熟的平台进行网购，而在泰国，几乎一半的电商是通过社交媒体，如Facebook、WhatsApp或Line的聊天室进行的。

5年前，Facebook是整个东南亚电商催化剂，在这个人口为美国两倍的地区，廉价的智能手机改变了消费者的行为。在Facebook和Instagram上，当地商家和购物者能够相互找到对方并安排销售，解决付款和送货问题也能就地解决。TikTok奋起直追。2022年东南亚六国社交媒体下载量前三榜单，均有TikTok上榜，同时Facebook也处于主流位置。

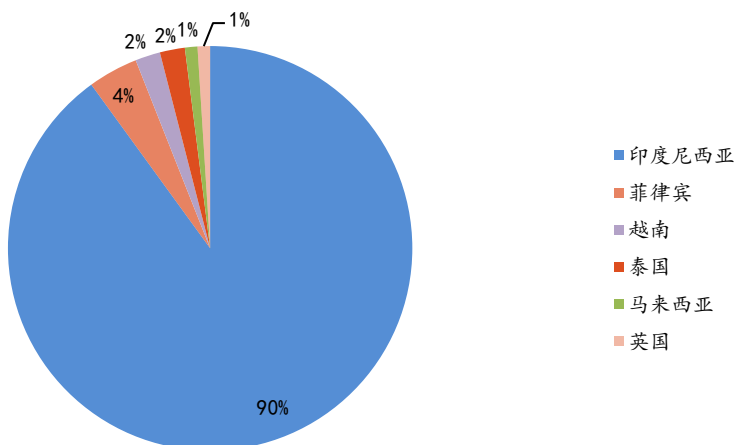
图表 14：2022 年东南亚地区社交媒体下载量榜单

排行	印度尼西亚	新加坡	泰国	菲律宾	越南	马来西亚
1	TikTok	TikTok	TikTok	Facebook	Zalo	TikTok
2	Facebook	Telegram	Facebook Messenger	Facebook Messenger	TikTok	Whatsapp Messenger
3	Instagram	Facebook	Facebook	TikTok	Facebook Messenger	Telegram

资料来源：data.ai，东方财富证券研究所

印尼作为目前TikTok电商的绝对主力市场，销量远高于其他区域，2022年5-7月90%的商品销售量均来自印尼市场（2020年开辟）。东南亚新开市场的销量也有不俗表现，4月25日正式上线东南亚四国（泰国、越南、马来西亚、菲律宾）的TikTok Shop跨境电商业务，开通2个月左右已能够为TikTok电商带来约9%的销售量，其中菲律宾贡献最大。但整体东南亚地区客单价低于英国，2022年印尼的平均客单价为2-5美金，比去年的2-3美金已有所提升。一方面体现出印尼消费者对于TikTok的认可度越来越高，另一方面市场的成熟度也逐渐提升。

图表 15: TikTok 2022 年 5-7 月各国市场销量分布



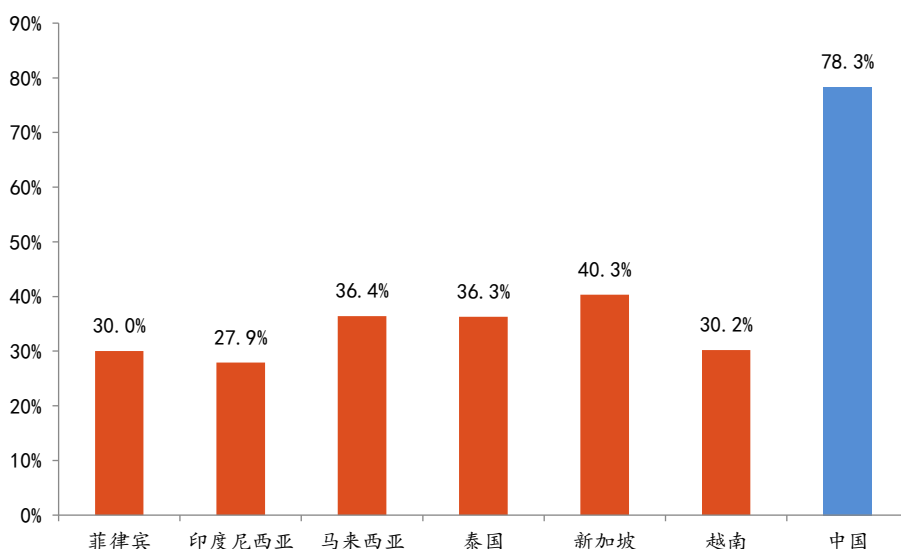
资料来源: 粤贸全球, 东方财富证券研究所

2. 生态分析

2.1. 广告营销: 数字广告渗透率低空间大, 社交媒体是主要营销渠道

随互联网普及率的提升, 数字广告营销的影响力逐步提升。2016 年东南亚地区整体数字广告规模从 2016 年 16.9 亿美元增长到 2021 年 37.6 亿美元, 渗透率从 2016 年 16.3% 提升至 2021 年 32.9%, 其中新加坡渗透率最高, 这一比例从 16 年 20.3% 几近翻倍至 40.3%, 印尼比例最低从 14.9% 跃升至 27.9%。相比中国 21 年数字广告渗透率 78.3%, 东南亚地区数字广告处在发展上升期, 不论从整体广告规模还是结构性调整, 都有很大发展空间。

图表 16: 2021 年东南亚地区数字广告支出渗透率

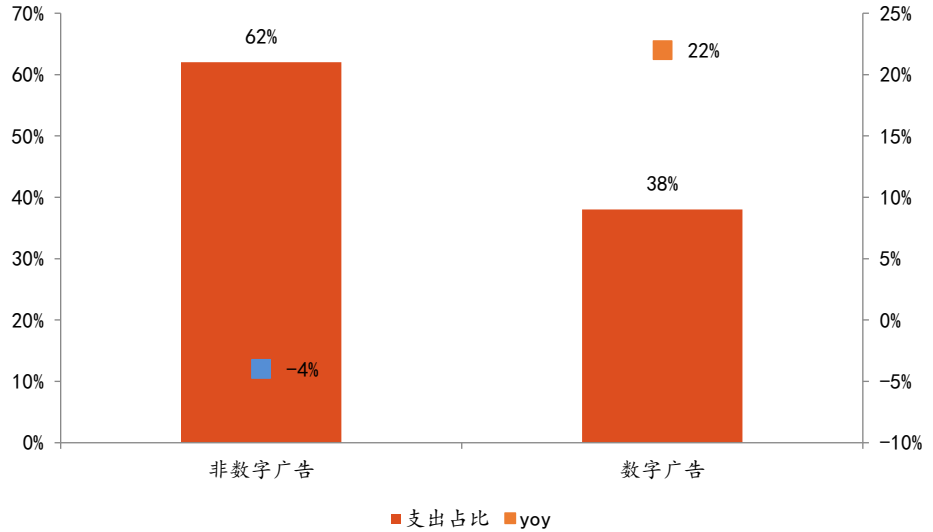


资料来源: eMarketer, 东方财富证券研究所

东南亚地区数字广告保持增长势头, 主要得益于新社交媒体平台和广告货币化市场发展, 尽管宏观环境给行业的近期发展带来一定程度阻力。据 google

统计，东南亚地区数字广告 2022 年增速为 14%，预计 2022-2025 年复合增速保持在 13%。以越南为例，2022 年数字广告占比为 38% (+22pct)，非数字广告占比 62% (-4pct)。

图表 17：2022 年越南广告类型



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

互联网广告历经三大时代，从传统页面广告、关键词广告向社会化广告转移。一半以上的企业数字广告渠道会选择社交媒体平台。社交媒体营销最大的优势是它能与用户进行直接联系和互动，享有更高的转化率。

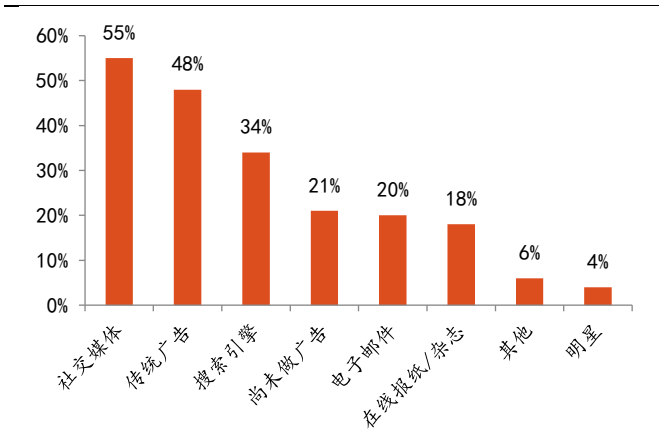
图表 18：数字广告发展趋势

互联网趋势	门户时代	搜索时代	社区时代
代表公司	Yahoo	Google、百度	Facebook、字节跳动
广告模式	传统页面广告	关键词广告	社会化广告
代表应用	Banner 广告	GoogleAds	FacebookAds、TikTokAds

资料来源：东方财富证券研究所

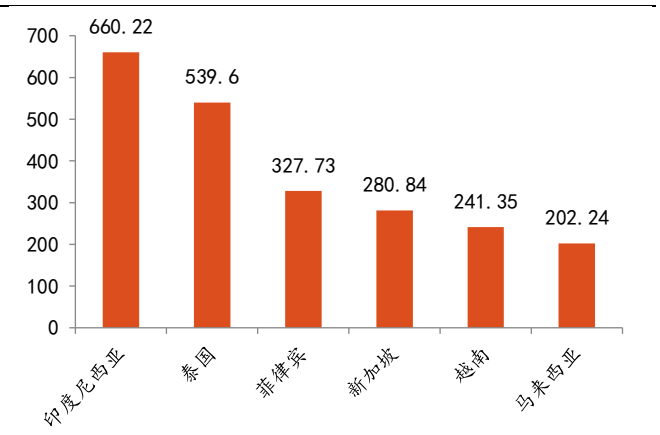
当下视频营销也是比较热门的营销手段，尤其是网络叠加短视频的流量变现力量，是有目共睹的，视频感官性、互动性、灵活性更强，更能吸引目标用户的关注。东南亚地区 2022 年整体视频营销规模为 22.52 亿美元，与国内 507 亿美元的市场相去甚远，发展空间极大。

图表 19: 2021 年越南企业使用的主要在线广告媒体



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

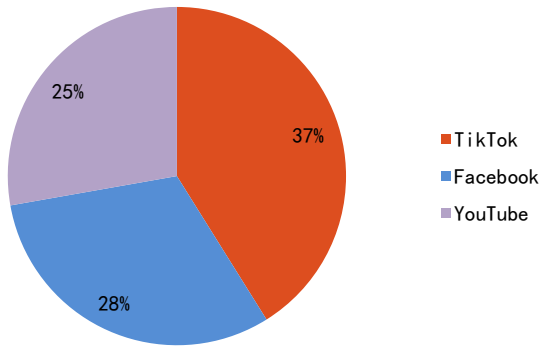
图表 20: 2022 年东南亚地区视频广告收入 (单位: 百万美元)



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

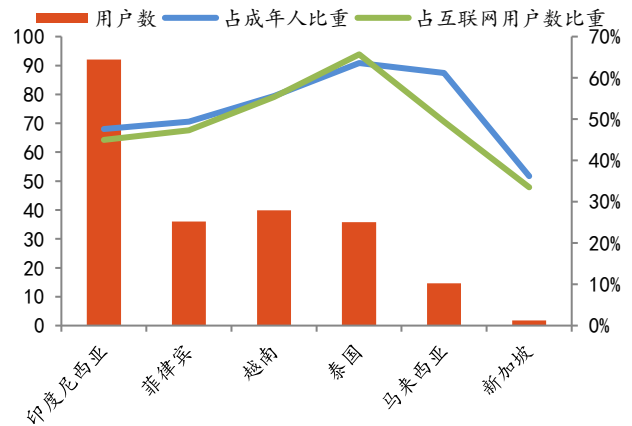
截至 2022 年 7 月, TikTok 在东南亚的广告覆盖范围已经达到 2.656 亿 18 岁及以上用户。这一数字仍在不断上涨, 市场调研机构 Sensor Tower 发布的最新数据显示, 2022 年 9 月, TikTok 在东南亚的下载量接近 1220 万, 同比增长 17.9%, 排名第一。在东南亚, TikTok 下载量最多的国家是印度尼西亚, 相当于总下载量的 37.4%; 其次是越南, 占总下载量的 26.8%。

图表 21: 22Q1 越南互联网用户观看短视频的首选社交媒体 APP



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

图表 22: 2022 年 1 月东南亚地区 TikTok 用户 (单位: 百万人)



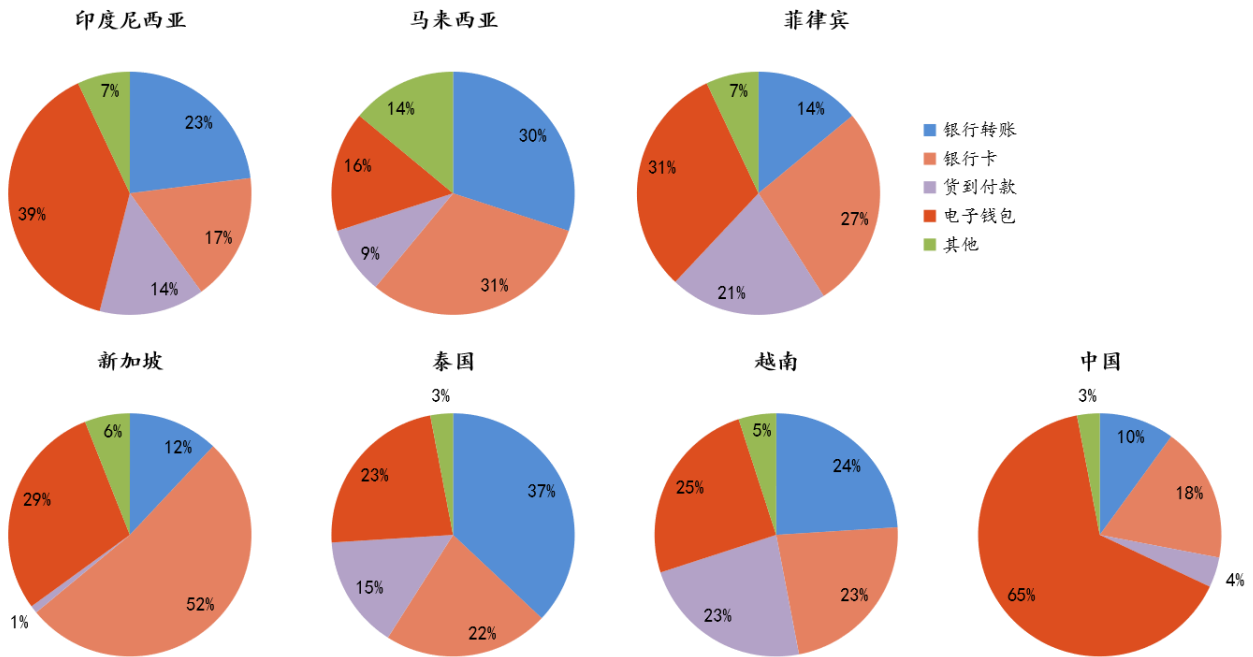
资料来源: DataReportal, 东方财富证券研究所
注: 统计数据为 18 岁及以上用户

2.2. 支付方式: 货到付款仍然流行, 向电子钱包过渡

东南亚支付市场便捷性有待提高, 货到付款仍然流行, 多种支付方式并行。与中国的支付宝和微信支付两分天下, 几乎成为了关乎国计民生的基础设施相比, 东南亚地区仍然依赖银行卡等移动支付和现金支付。就东南亚各国而言, 支付偏好也存在显著差异。在电商发展程度相对较高的印尼, 电子钱包占比达到 39%, 成为主流付款方式, 但仍有 14% 的用户选择货到付款; 马来西亚、新加坡、泰国有超过 50% 的用户选择银行转账和信用卡/借记卡付款; 越南和菲律

宾尚有超过 20%的用户倾向于货到付款。货到付款占比之高，说明地区金融设施发展落后，同时也反映出用户还在适应在线电商的阶段。

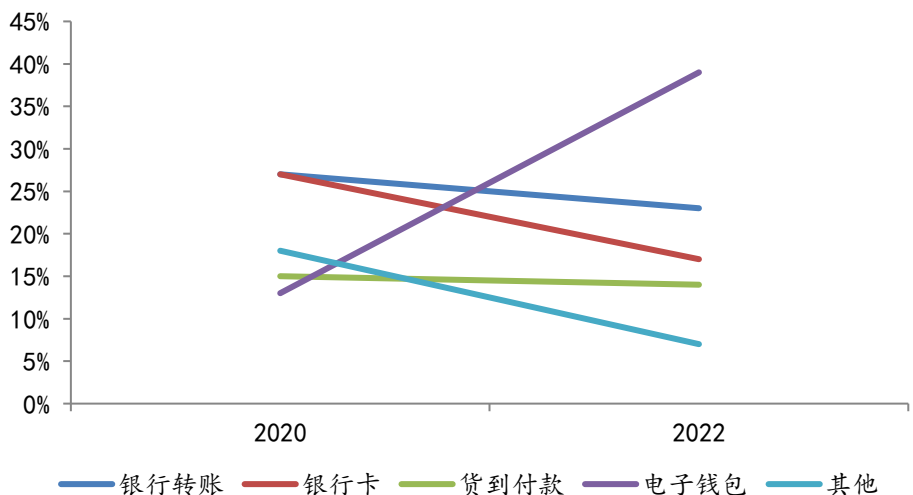
图表 23：2022 年各地区支付方式明细



资料来源：PPRO，东方财富证券研究所

2020 年到 2022 年印尼线上支付方式逐步向电子钱包过渡，预示了未来其余五国的发展趋势。我们以印尼为例，对比 2020 年与 2022 年支付方式的变化。可以明显看出，银行转账、信用卡或借记卡、其他支付方式的使用占比出现不同程度下滑，电子钱包使用占比从 13% 跃升到 39%，有了显著提升。接受线上支付形式的用户能够迅速习惯和适应更为便捷的电子钱包支付，而以往选择货到付款的用户或因设施条件落后、消费习惯影响较难发生改变，占比仅从 15% 下降到 14%。以此类推，未来几年其余五国的支付方式处在变革期，预计出现银行转账、信用卡或借记卡、其他支付方式向电子钱包支付方式的转移。

图表 24：印尼电子钱包使用情况明显提升



资料来源：PPRO，东方财富证券研究所

在用户逐步适应线上支付方式的同时，电商平台也率先向用户的消费习惯靠拢。TikTok Shop 在 2022 年 4 月新开辟东南亚 4 国市场，6 月便上线东南亚 COD（货到付款），除部分类目暂不支持外，TikTok 电商在东南亚实现 COD 全域覆盖。货到付款方式可有效提高商品成交比例。

疫情催化在线支付加速发展。疫情期间线下交易不便，电子商务的兴起，东南亚地区封锁期间的平均现金交易数量下降了 11%。多种数字钱包服务竞争展开，国内互联网公司也凭借自身经验和优势跻身于这片新兴金融科技市场，例如，蚂蚁金服和印尼 Emtek 集团联合推出的一款电子钱包 DANA，可以提供在线支付、二维码付款、账单支付、分期等多种服务，被大家称为“印尼支付宝”。目前，DANA 已经拥有超过 7000 万用户。

图表 25：东南亚地区流行支付方式一览



资料来源：PPRO，东方财富证券研究所

支付环节作为影响网上交易最重要的环节之一，其便利性程度会深刻影响企业和用户网上交易偏好和电商发展进程。东南亚地区移动支付及电子钱包等数字支付解决方案尚未得到完全发展，但整体来说，有加速发展的利好趋势。

2.3. 物流概况：基础设施相对落后，物流业务发展迅速

东南亚地区物流基础设施落后，正处于快速发展阶段。根据 2018 年“世界物流表现指数（LPI）”，只有新加坡位列世界第七，排名相对靠前，参考中国排名 26。分散的地理环境给印度尼西亚和菲律宾物流运输能力带来挑战，LPI 指数排名较低。但从时间维度，泰国、越南、印尼、菲律宾较 2016 年排名均有大幅度的提升。

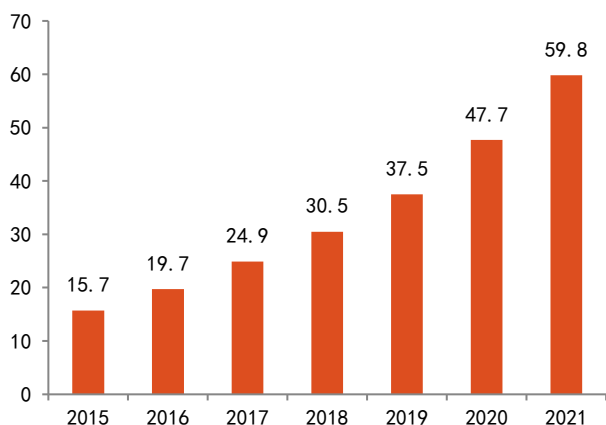
图表 26: 2018 年东南亚各国物流绩效指数排名

国家	综合排名	较 2016 年排名变动	综合得分	单项得分					
				海关	基础设施	国际货运	物流能力	物流追踪	时效性
新加坡	7	↓2	4	3.89	4.06	3.58	4.1	4.08	4.32
泰国	32	↑13	3.41	3.14	3.14	3.46	3.41	3.47	3.81
越南	39	↑25	3.27	2.95	3.01	3.16	3.4	3.45	3.67
马来西亚	41	↓9	3.22	2.9	3.15	3.35	3.3	3.15	3.46
印度尼西亚	46	↑17	3.15	2.67	2.89	3.23	3.1	3.3	3.67
菲律宾	60	↑11	2.9	2.53	2.73	3.29	2.78	3.06	2.98

资料来源: LPI, 东方财富证券研究所

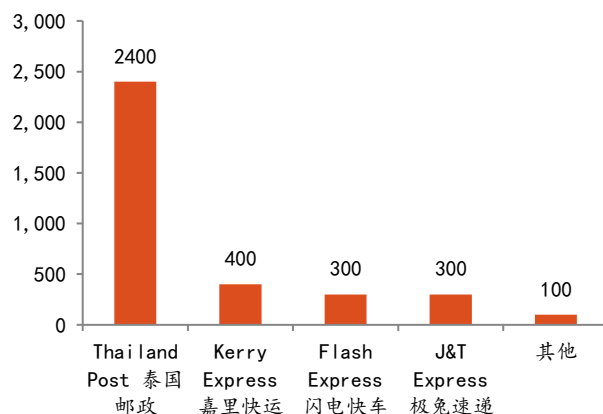
泰国快递物流业务快速发展, 但竞争仍不充分。以泰国为例, 近几年物流业包裹服务快速发展, 增加值从 2015 年 157 亿泰铢增长到 2021 年 598 亿泰铢, 复合增速达到 25%。整体而言, 泰国快递物流业务处于落后水平。2020 年泰国邮政递送包裹约 24 亿件, 占总包裹比重为 68.6%, 对比国内顺丰、京东、三通一达等快递百花齐放的局面, 泰国物流业相对集中。

图表 27: 2015-2021 年泰国物流业包裹服务增加值 (单位: 十亿泰铢)



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

图表 28: 2020 年泰国各快递运输包裹数量(百万件)



资料来源: Statista, 东方财富证券研究所

国内快递出海, 电商企业也纷纷在泰国建立自己的快递团队。Lazada 自建物流体系 LGS、Shopee 自建了物流体系 SLS, 为跨境电商提供全球物流解决方案。东南亚地区物流业有待进一步发展完善, 缩短运输时间、降低快递成本, 从而进一步促进电商行业发展。

3. 发展趋势

3.1. 出海盛行: 政策支持、文化接近, 出海东南亚优势明显

近年来, 国家制定和推出多条政策以促进对外贸易发展。2022 年 1 月 1 日, 《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 正式生效, 与十四国达成投资合作, 其中包括东南亚六国, 相关产品将会享受大幅关税减让等优惠待遇, 降低跨境电商卖家出海成本。电子商务制度性框架建立, 加强成员国之间电子商务的使

用与合作，帮助中小企业克服使用电子商务的障碍。除此之外，市场的需求也会带动东南亚地区包括物流及仓储在内的电商基础设施建设，拉动中国卖家的大幅增长。

图表 29：国家政策促进跨境电商发展

时间	部门	政策
2022.01	商务部	《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式实施，核准成员之间 90% 以上的货物贸易将最终实现零关税
2022.07	中国人民银行	《关于支持外贸新业态跨境人民币结算的通知》发布，发挥跨境人民币结算业务服务实体经济、促进贸易投资便利化的作用，支持跨境电商等外贸新业态发展
2022.09	商务部	《支持外贸稳定发展若干政策措施》进一步发挥跨境电商稳外贸的作用，包括出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施，进一步加强出口信用保险对海外仓建设和运营的支持力度，加快出台便利跨境电商出口退换货的税收政策等
2022.10	国务院办公厅	《第一次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》2022 年底前再增设一批跨境电子商务综合试验区，加快出台更多支持海外仓发展的政策措施；支持金融机构按照市场化原则，为海外仓企业和项目提供定制化的信贷产品及出口信保等金融产品和服务

资料来源：各部门官网，东方财富证券研究所

相比北美、欧洲等地区，东南亚文化上与中国更为相近。一方面是由于地理位置接近，另一方面也是自古以来长期的交流。考古结果证实，早在公元前 2 世纪西汉时期，中国的丝绸、瓷器等工艺制品和日常用品就已经通过海路和陆路运达东南亚地区，中国文化对东南亚社会经济发展发挥了重要的促进作用。时至今日，中国亦是东南亚地区最受欢迎的跨境购物原产地。

图表 30：东南亚地区最受欢迎的产品进口国

	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	越南
1	中国	中国	中国	中国	中国	美国
2	美国	新加坡	美国	韩国	日本	中国
3	新加坡	日本	韩国		美国	日本

资料来源：PPRO，东方财富证券研究所

东南亚地区地形分散、文化多元，导致各国甚至国内不同地区会有消费偏好的显著差异。跨境电商的发展应当更加注重因地制宜，以更高的综合服务能力和更具针对性的经营策略促进电商本土化。

图表 31：东南亚各国语言、宗教

国家	官方语言	其他主要语言	宗教
印度尼西亚	印尼语	爪哇语、巽他语、马都拉语、米南佳保语、布吉语、班查语、巴厘语等	（无国教，但是必须信仰宗教）伊斯兰教（87.18%）、基督新教（7%）、罗马天主教（2.91%）、印度教（1.69%）、佛教（0.72%）、儒教（0.55%）、其他（0.45%）
马来西亚	马来语、英语	官话、泰米尔语等。	伊斯兰教（国教，61.3%）、佛教（19.8%）、基督宗教（9.2%）、印度教（6.3%）、其他（3.4%）
菲律宾	菲律宾语、英语	西班牙语、阿拉伯语、维萨亚斯语支等	罗马天主教（80.6%）、伊斯兰教（6.9%~11%）、基督新教福音派（2.7%）、基督堂教会（2.4%）、其他基督教教派（3.8%）、佛教（0.05%~2%）、泛灵信仰（0.2%~1.25%）、其他（1.9%）
新加坡	英语、马来	其他汉语语支语言、印	（无国教）佛教（33%）、伊斯兰教（14%）、无宗教（18%）、

坡	语、汉语官话、泰米尔语	尼语、泰卢固语、印地语、旁遮普语、爪哇语等	基督宗教(18%)、道教和華人民间信仰(10%)、印度教(6.4%)、锡克教或其他(0.6%)
泰国	泰语	官话、马来语、苗语、克伦语、禅语、老挝语等	上座部佛教(国教,94.5%)、伊斯兰教(4.29%)、基督宗教(1.17%)、其他(0.7%)
越南	越南语	高棉语、官话、苗语、占语等	越南民间信仰及无宗教(73.2%)、佛教(12.2%)、罗马天主教(6.8%)、高台道(4.8%)、基督新教(1.5%)、和好教其他(0.1%)

资料来源：维基百科，东方财富证券研究所

电商本土化经营。2001年起 eBay 陆续进军东南亚主要国家，也曾取得良好市场表现，但由于一直未建立本土化网站，最终变成了将当地卖家与全球市场联系起来的跨境贸易渠道，而非一家专注于本地市场的强大电商平台。此后电商平台吸取经验，注意权利下放，给予各地管理者更高的自由度。22年7月，Lazada 泰国、菲律宾、马来西亚 3 个国家的 CEO 也更换为在当地成长起来的业务负责人。

图表 32：2022 Lazada 东南亚购物节

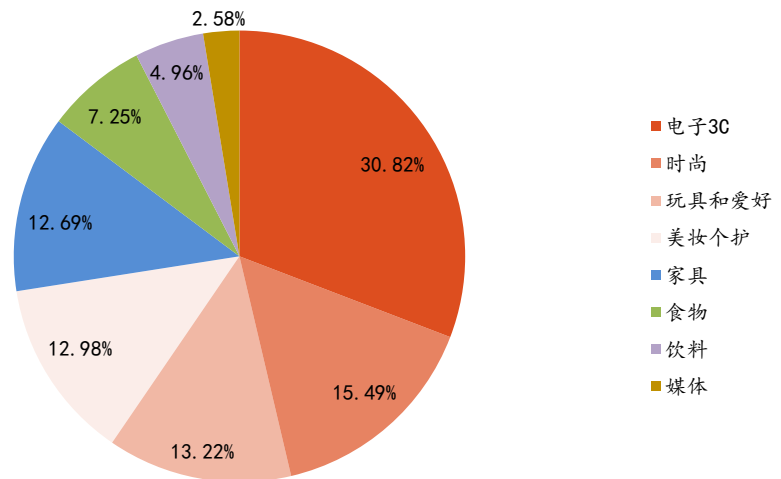


资料来源：Lazada，东方财富证券研究所

3.2. 选品方向：电子 3C 占主导，时尚美妆类是未来方向

随电商市场发展，各阶段不同品类产品渗透率有所不同。2021 年东南亚地区电商市场规模达到 1251.6 亿美元，其中电子 3C 类产品收入规模达到 385.8 亿美元，占比最高为 30.82%；其次时尚类产品收入规模为 193.9 亿美元，占比为 15.49%。

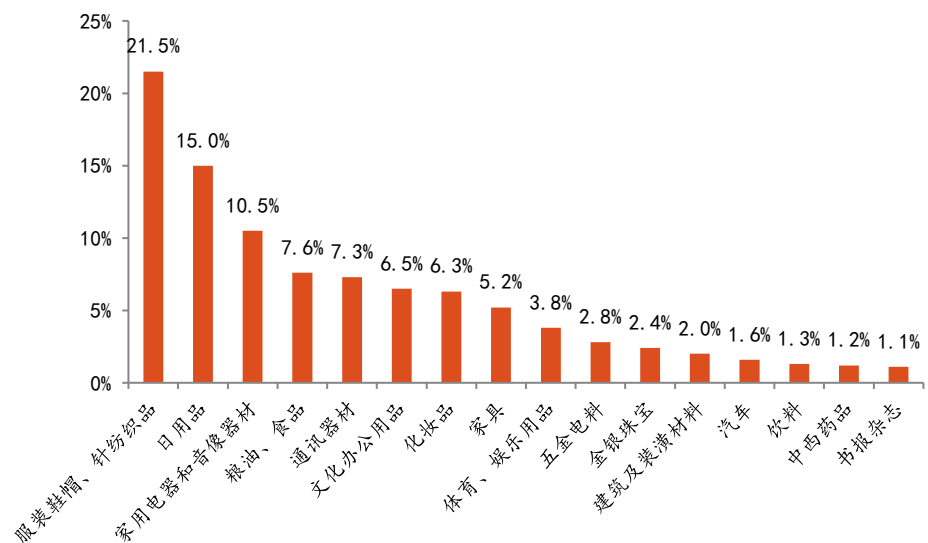
图表 33：2021 年东南亚地区电商市场各品类收入占比



资料来源：TMO，东方财富证券研究所

在中国市场电商行业竞争早已进入白热化阶段，时尚类（服饰鞋帽、针纺织品）产品收入占比达 21.5%，占据主要地位。与东南亚地区电子产品占主导的电商市场存在明显差异。

图表 34：2021 年国内电商各品类收入占比



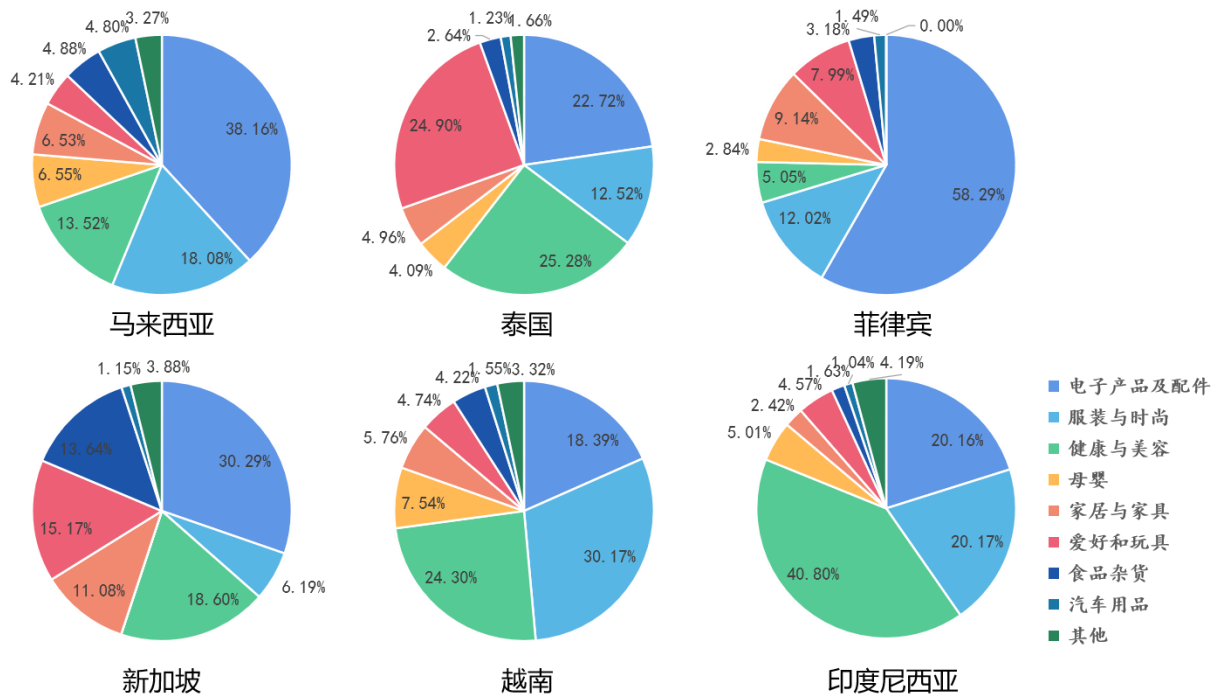
资料来源：商务部，东方财富证券研究所

我们认为电子产品更容易率先向线上市场转移。电子产品较其他品类最大的特点是标准化程度高，标准化的产品在购买前顾客会有比较清晰的认知，对货物的期望也不会与实际有太大差别，由此带来的好处是退货率低、便于宣传。鞋服与美妆品类，是典型非标准化的，其材质、色彩可能与客户喜好存在偏差。那么我们认为，电子产品往往率先进入电商市场，此后随电商持续发展深化，鞋服、美妆等系列非标准化产品也会成为电商火爆品类。

依据 Statista，2021 年电商渗透率由高至低的国家依次是印尼、泰国、新加坡、越南、马来西亚、菲律宾，这也作为当地电商发展水平的核心指标。

在各品类交易额占比中，我可以看到电商渗透率最高的印尼、泰国电子产品与配件交易占比在 20%左右，相对均衡。而渗透率最低的菲律宾电子产品交易占比为 58%、马来西亚电子产品交易占比为 38%。

图表 35：2022 年第三季度东南亚地区网络零售分类交易额占比

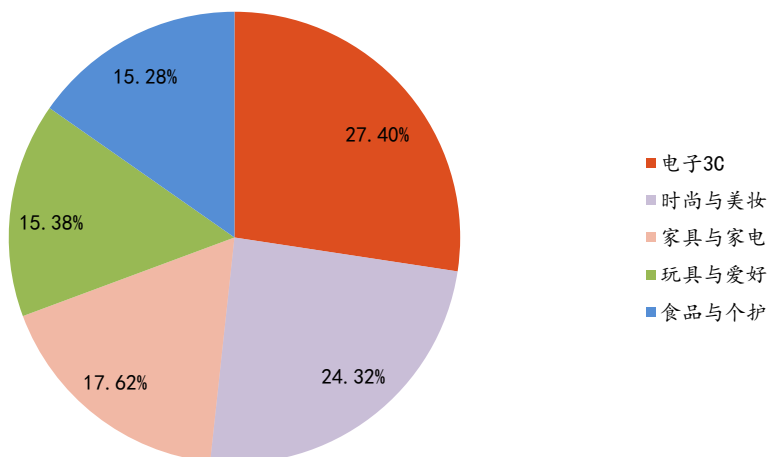


资料来源：TMO，东方财富证券研究所

印尼电商首要品类从 2018 年电子 3C 发展为 2022 年健康美容。品类我们以印尼电商市场为例，观察对比 2018 年与 2022 年的产品品类差异。在 2018 年印尼电商市场，电子 3C 也曾是最受欢迎的品类，占比为 27.40%，时尚与美妆品类合计占比为 24.32%，勉强与之比肩。而 2022 年三季度，美妆（健康美容）类产品占比即为电子品类的两倍，时尚类与电子品类基本一致。

当下的马来西亚与新加坡或许正像 2018 年的印尼电商市场，而菲律宾处在一个更早期的阶段。我们可以预判，时尚、美妆在东南亚仍是蓝海。

图表 36：2018 年印尼电商品类比例

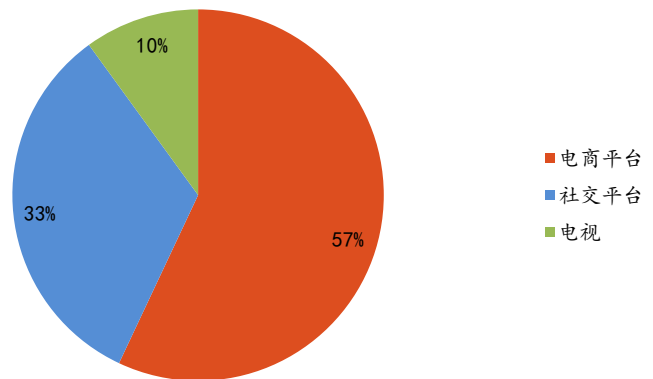


资料来源：TMO，东方财富证券研究所

3.2. 直播电商：东南亚社交属性强，直播购物与传统电商齐发展

东南亚电商市场和中国有较为相似的社交属性，东南亚和中国的互联网用户对于短视频和直播的接受程度基本一致，且互动意愿比较强。2016 至今，中国直播电商快速崛起，经历了野蛮生长期、爆发期、整顿冷静期和当前稳定成熟期。在东南亚市场电商迅速发展，直播购物也同步成长。东南亚地区直播购物也主要通过电商平台、社交平台两种途径，当前以电商平台为主，占比达到 57%。

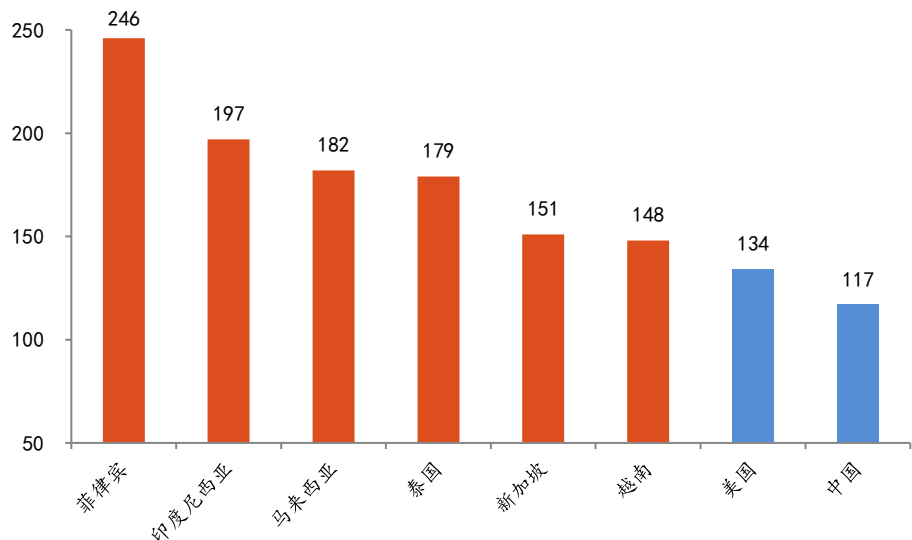
图表 37：2022 年 10 月印尼用户观看直播购物的途径



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

不论从更高的互联网普及率、更长的上网时长还是各大平台活跃的用户数，东南亚的电商和社交平台都有很好的潜力通过直播电商的形式盈利。从整个东南亚地区来看，当前直播购物的电商平台 Shopee、Tokopedia、Lazada 站主导地位，社交平台 Facebook、Instagram、TikTok 极具优势。泰国在线支付网关 Omise 数据显示，2021 年东南亚直播电商 GMV 年增长率达 306%，订单量一年增长了 115%。Omise 预测，到 2023 年，东南亚直播电商的市场规模将达到 190 亿美元。

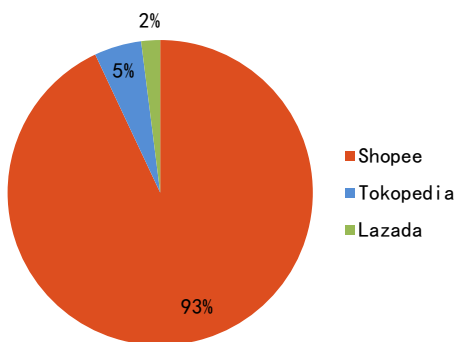
图表 38：2022 年 1 月社交媒体日均使用时长（单位：分钟）



资料来源：亿邦智库，东方财富证券研究所

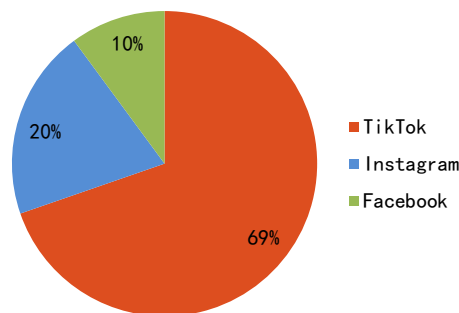
以印尼为例，在各大电商平台 Shopee 直播购物占据垄断地位，而在社交平台 TikTok 超越 Instagram 与 Facebook 成为观看直播购物的主要方式。TikTok Shop 2021 年 2 月率先上线印尼站，自此开启直播带货业务，现已是印尼用户直播购物使用最广泛的社交平台。参考 TikTok 东南亚六国社交媒体下载量前三榜单，2022 年 4 月底 TikTok Shop 上线东南亚四国（泰国、越南、马来西亚、菲律宾）反响热烈，预计未来 TikTok 或将带动直播电商进入新征程。

图表 39：2022 年 10 月印尼用户观看直播购物的电商平台



资料来源：Statista，东方财富证券研究所

图表 40：2022 年 10 月印尼用户观看直播购物的社交平台



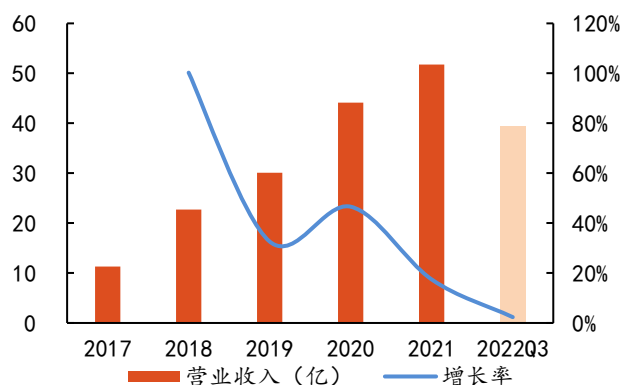
资料来源：Statista，东方财富证券研究所

4. 投资建议

4.1. 吉宏股份：东南亚跨境电商龙头，数据为轴、技术驱动

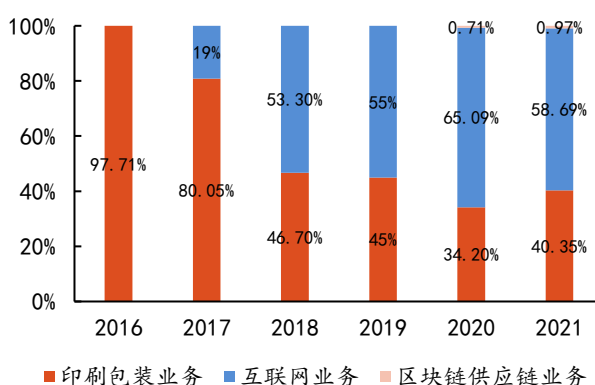
吉宏股份是一家以“数据为轴、技术驱动”的跨境社交电商龙头企业。公司的互联网业务以跨境电商业务为主，通过 AI 算法分析海外市场，描绘用户画像，精准定位客户群体，并在国外社交网络平台上推送独立站广告进行精准 B2C 销售。2021 年跨境电商业务收入达到 28.5 亿元，占总收入的 55.0%，19-21 年复合增速为 54.7%。公司跨境电商业务主要通过运用 AI 算法分析海外市场、描绘用户画像，并进行智能选品、精准定位客户群体，通过独立站与 TikTok 等第三方平台多渠道实现线上 B2C 销售，业务布局东南亚、东北亚、中东等多个国家或地区。公司于日本、泰国、马来等多地建有海外仓，存货周转时长远低于行业平均。

图表 41：公司营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 42：公司业务构成



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

借力 TikTok 进一步深耕东南亚蓝海市场。2022 年年初，TikTok 开始加速布局东南亚市场；公司 2017 年开始进入东南亚市场，目前已经成为东南亚社交电商龙头企业，随着 TikTok 进入东南亚市场，公司以自身多年积累的精准营销优势和数据沉淀在 TikTok 上进行广告投放，现已成为 TikTok 东南亚第一大广告主，并将持续借助平台的高渗透率高流量变现能力在东南亚形成新的市场增长点。

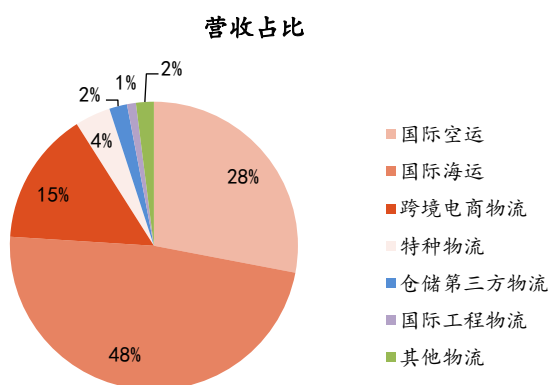
公司立足跨境电商主业，持续深耕电商品牌化、数字确权（含 web3.0）、SaaS 平台战略方向。公司本身具备较强的电商数字化运营经验和快消品龙头客户包装服务经验，结合数字确权技术的研发优势，针对国内金融圈层推出“贵势涨停板”品牌数字酱酒。公司吉喵云 SaaS 服务平台于 2022 年正式上线公测，入驻商家超过 1 万家，力求数字化赋能品牌出海，加速中国制造成为全球品牌。公司未来在电商品牌化、数字确权（含 web3.0）、SaaS 服务平台战略方向具有广阔的发展前景。

4.2. 华贸物流：30 年品牌物流企业，跨境电商物流板块持续扩张

随东南亚电商深入发展，国内卖家与平台入局，跨境物流需求强劲增长。华贸物流为 30 年品牌国际物流企业，以提供国际货代业务为核心，切入跨境电商物流服务赛道。公司有志于建设海内外网络齐全、服务产品综合、行业地位领先的世界一流跨境综合第三方物流企业。央企中国诚通和国资委持股，中央人民政府为实际控制人，为公司发展提供了有力支撑。

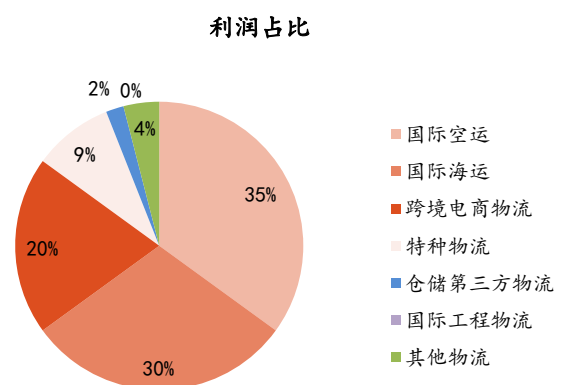
国际海运、空运业务外，跨境电商物流成为公司第三大业务以及重要增长极。2019-2021 年跨境电商物流板块营收分别实现 2.3/19.0/37.8 亿元，营收占比分别为 2%/13%/15%；毛利分别为 0.5/3.3/4.9 亿元，毛利占比分别为 4%/20%/20%。

图表 43：公司 2021 年营业收入结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 44：公司 2021 年利润结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司通过并购推动跨境电商业务板块扩张。2021 年 7 月收购杭州佳成国际物流股份有限公司 70% 股份，业务能力进一步提升，可在跨境电商物流领域构建全产品线、全服务链、全数字化的能力，尤其是在前端揽收、关务、海外段尾程服务能力进一步增强。

近两年持续推动跨境电商物流发展，公司与 TikTok、Lazada、Shopee 等电商平台及 SHEIN 等独立站的签订物流合作协议，其中与 Lazada 的合作打通了通向吉隆坡的国际货运专线，进一步提升公司运输效率与直客服务能力，使

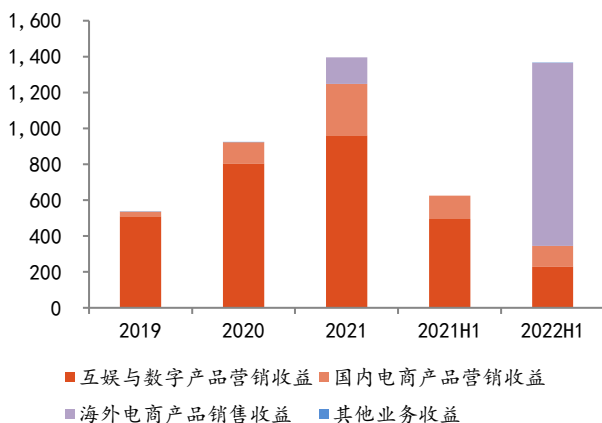
得公司可以更好满足新形势下跨境电商和直接客户拓展有关市场的高效物流运输需求。未来公司有望复制 Lazada 模式，实现更多跨境电商物流包机线路，提升全球服务竞争力。

4.3. 乐享集团：海外电商业务快速增长，借 TikTok 培育自由流量

乐享集团是国内领先的移动新媒体效果营销科技公司，拥有自己的算法技术、行业经验和数据沉淀，能够为小众产品和中长尾流量带来精准匹配。公司三大业务板块为算法营销业务、海外电商业务、文化业务，通过共通的底层技术体系在不同媒介环境、产业链不同环节针对性布局。

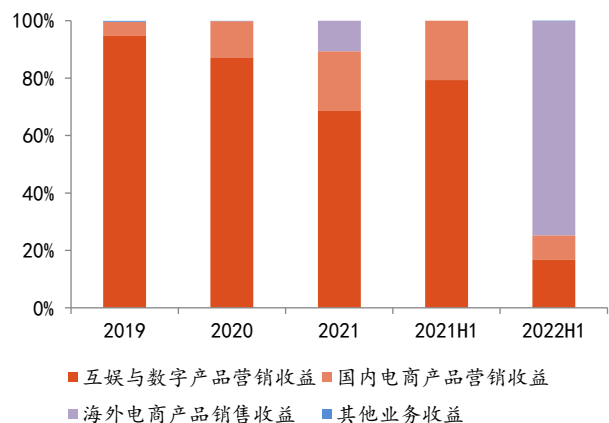
当前海外电商业务已成为公司收入增长的主要驱动力。在海外电商板块，公司自建独立站电商平台，利用 TikTok 海外短视频平台精准获取流量，并通过合作建立完整海外供应链和线上线下支付体系，在独立站完成订单和产品交付，销售消费电子类国货产品。公司将国内电商绩效营销现有算法模型应用于 TikTok，海外电商业务的成功进展也验证了公司数据模型和算法的核心竞争力在海外短视频流的适应性和可行性。

图表 45：公司分业务收入情况（单位：百万港元）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 46：公司营收结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

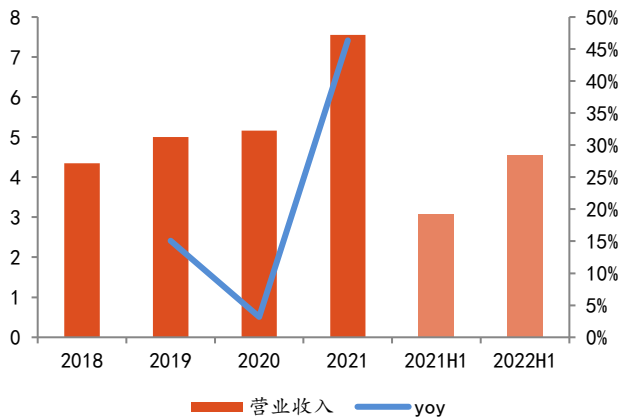
2021 年四季度公司海外短视频电商业务完成准备工作和测试落地，实现销售额 1.48 亿港元。2022 年上半年业务规模扩大，拓展至包括越南、菲律宾、泰国在内的多个国家，实现销量 81 万余单，销售收入 10.21 亿港元。公司海外电商业务具备长期增长潜力，即使 TikTok 等短视频平台的规模触达增长的天花板，公司以自身核心算法技术对长尾市场和长尾流量精准匹配的能力也将继续带动海外电商业务长远发展。

4.4. 汇量科技：AI 驱动一体化营销服务，多领域服务中国企业出海

汇量科技是一家基于全球移动互联网生态的技术服务公司，主要提供客户业务拓展所需的营销技术服务及云计算技术服务，使其能够专注于移动应用的开发和迭代。公司构建了从统计分析、广告变现、跨渠道投放、程序化创意到云计算优化管理的一体化 SaaS 服务矩阵。短期来看，流量品类拓宽以及国内移动出海买量红利具备较大的确定性；长期来看，链接全球的发展战略具备价值和潜力。

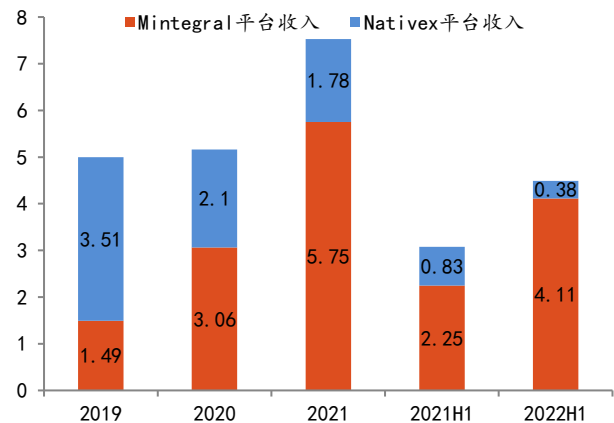
公司专注广告技术业务, AI 驱动程序化互动式广告平台 Mintegral 成长速度快, 运用覆盖全球的流量优势及广告资源, 帮助全球各个地区的合作开发者与发布商提升用户规模与变现收益。Mintegral 在 2021 年下半年首次取得全球全品类留存实力榜 iOS 和安卓双系统的双四强佳绩, 成为五强中唯一的中国平台。除了服务中国企业出海, 客户遍及欧美、亚太、非洲等 100 多个国家。从客户所在的垂直行业和品类来看, 除了优势的游戏领域, 公司在电商、社交等新垂类上积极开拓并有了较大进展。紧抓新出海浪潮, 把握全球各个区域市场不同垂直领域的增长机会, 为平台规模的长期增长奠定基础。

图表 47: 公司营业收入情况 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

图表 48: 公司分平台收入表现 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

在营销技术业务方面, 公司 2021 年 4 月与热云数据合并, 以热力引擎作为核心载体, 以 SaaS 工具的方式提供包括创意优化、渠道间 ROI 对比分析、数据洞察、营销自动化、云成本优化在内的各种增值服务。当前热云数据及热力引擎每月覆盖活跃移动终端 7 亿台, 覆盖游戏、电商、金融、教育等多个领域。广告技术与营销技术不仅共同覆盖了客户的整个数字化营销链条, 并相互之间通过数据产生了较强的协同效应。东南亚的跨境电商浪潮也有望为公司带来新的客户需求, 开拓新的增长点。

图表 49: 重点公司一览表

股票代码	简称	总市值 (亿人民币)	EPS			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
002803.SZ	吉宏股份	60.13	0.60	0.68	0.81	30.70	27.09	22.74	18.42	买入
603128.SH	华贸物流	135.00	0.64	0.76	0.91	16.18	13.52	11.41	10.34	未评级
06988.HK	乐享集团	32.09	0.09	0.12	0.14	16.77	12.92	11.07	1.55	增持
01860.HK	汇量科技	64.88	-0.03	-	-	-	-	-	4.44	未评级

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (股价截至 2023 年 2 月 7 日, 未评级股票盈利预测来自 Choice 一致预期)

5. 风险提示

宏观经济下行;
国际经济环境变化;
行业竞争加剧。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。