

## 轻工制造行业专题

投资建议： 强于大市（维持）  
 上次建议： 强于大市

### 谁是跨境电商渠道增长红利的受益者？

#### 相对大盘走势



#### ► 跨境电商规模快速扩张，B2C 模式兴起

近年来，背靠国内供应端极强的制造优势及产业链优势，中国跨境电商出口规模快速扩张，2023年出口总额达1.83万亿，近三年复合增速达17.8%。此前B2B模式长期在中国跨境电商中占主导地位，但近年来受宏观环境变化及跨境电商新平台发展等因素影响，B2C模式迅速兴起，2022年中国跨境电商出口电商中B2C占比达32.2%，给国内外贸企业带来了更多的增量机会。

#### ► Temu/TikTok Shop 增长迅速，平台潜力大

海外电商平台中，亚马逊体量优势依然明显，但Temu、TikTok Shop等跨境电商于2023年迎来更为高速增长，且增速优势有望持续。其中Temu以美国市场为起点进行全球化布局，通过全托管模式天然筛选工厂型卖家，下载量&GMV增长迅速；TikTok Shop美国站2023年9月正式上线，通过短视频积累用户基础、兴趣电商种草消费，截至11月小店数量已超3万家。

#### ► 抓住渠道红利，供货商迎来平台新机遇

Temu的全托管模式更加针对营销能力缺失的代工企业，卖家普遍利润率较低，A股上市的出海代工企业和Temu的合作主要会发生在以下3种场景：自身优势支撑下能拿到较高利润率、需要大量订单降成本及清尾货库存。而掌握产品设计核心环节的品牌出海卖家拥有较高定价权，更加适合具有经营自主性和灵活性的TikTok Shop；较高入驻要求及较长审核流程使已经入驻TikTok Shop平台的商家具有一定先发优势，能享受更多平台红利。

#### ► 海外仓需求增长，服务商有望迎来高增

海外仓是跨境电商在境外实现本土化运营的重要依托，具有降低物流成本、提高物流效率等优势。截至21年9月，我国海外仓数量超过1900个，总面积超过1350万平方米，其中乐歌股份于2013年开辟海外仓业务，全球已建立12仓。近年来亚马逊提高FBA费用近30%+，TikTok Shop也要求美国POP跨境店和品牌出海商家美国本土发货，同时Temu可能会在未来推出“半托管”模式，预计未来海外仓需求将不断增加，服务商有望迎来高增。

#### ► 投资建议：关注渠道增长红利下的投资机会

新兴电商渠道Temu和TikTok Shop依托高性价比商品高速发展，新渠道红利下平台的供货商和服务商都将明显受益。建议关注已经布局TikTok Shop和自建海外仓的**恒林股份**；有智能马桶代工出口放量预期的**瑞尔特**；以及以欧美为主要市场，亚马逊平台占比高的**致欧科技**；此外考虑到亚马逊FBA费用上涨、TikTok Shop平台放量及Temu或将推出的半托管模式，第三方海外仓服务需求有望持续高增，建议关注较早布局海外仓业务的**乐歌股份**。

**风险提示：** 1) 海外经营环境和政策风险；2) 人民币汇率波动风险；3) 知识产权侵权风险。

#### 作者

分析师：管泉森  
 执业证书编号：S0590523100007  
 邮箱：guanqs@glsc.com.cn  
 分析师：孙珊  
 执业证书编号：S0590523110003  
 邮箱：sunshan@glsc.com.cn  
 分析师：戚志圣  
 执业证书编号：S0590523120002  
 邮箱：qizhsh@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《轻工制造：2023Q4轻工板块基金持仓点评：重仓环比有所回升，多板块龙头获小幅加仓》  
 2024.01.25  
 2、《轻工制造：存量时代整装市场的流量博弈》  
 2024.01.10

## 正文目录

1. 跨境电商高增长，性价比消费成为新趋势 .....	3
1.1 跨境电商市场规模突破 2 万亿 .....	3
1.2 Temu/TikTok Shop 平台潜力大 .....	4
2. 抓住渠道红利，供货及服务商有望迎来高增 .....	7
2.1 供货商：新平台上的新机遇 .....	7
2.2 服务商：第三方海外仓需求增长 .....	10
3. 投资建议：关注渠道增长红利下的投资机会 .....	12
4. 风险提示 .....	12

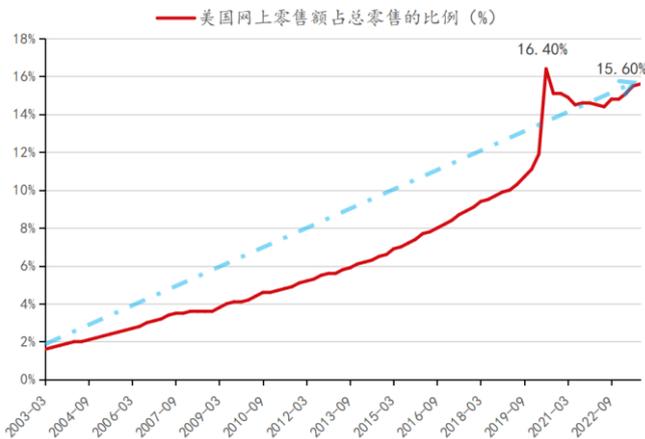
## 图表目录

图表 1：美国网上零售额占比持续提升 .....	3
图表 2：美国电商价格指数低于 CPI .....	3
图表 3：中国跨境电商中出口占比较高（万亿元） .....	4
图表 4：2020-2023 年中国跨境电商出口快速扩张 .....	4
图表 5：2017-2025E 年中国跨境出口电商 B2C 占比提升 .....	4
图表 6：亚马逊体量优势依然明显 .....	5
图表 7：2023 年 Temu 等跨境电商平台高速增长 .....	5
图表 8：Temu 全球下载量高速增长（百万次/月） .....	6
图表 9：Temu 月度 GMV 环比快速增长（百万美元） .....	6
图表 10：TikTok Shop 发展历程 .....	6
图表 11：美国市场 TikTok 小店数量高增（家） .....	6
图表 12：TikTok 全球下载量稳居榜首（百万次/季度） .....	7
图表 13：TikTok 年度 GMV 高速增长（亿美元） .....	7
图表 14：产品出海 VS 品牌出海的特征对比 .....	8
图表 15：亚马逊店铺利润下滑的原因 .....	8
图表 16：TikTok Shop 品牌出海商家入驻门槛高 .....	9
图表 17：嘉益股份受益于 Stanley 爆品业绩高速增长 .....	10
图表 18：海外爆火的 Stanley“大头冰杯” .....	10
图表 19：亚马逊的 FBA 仓为客户提供代发业务 .....	11
图表 20：TikTok Shop 美国 POP 跨境店要求美国本土发货 .....	12

## 1. 跨境电商高增长，性价比消费成为新趋势

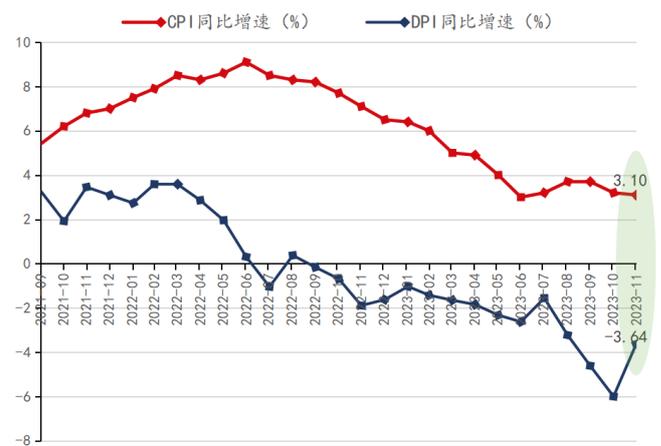
2023 年以来，欧美国家通胀高企不下，致使海外消费者各项生活成本不断上涨，电商渠道高性价比商品的吸引力不断强化；叠加前期疫情催化，美国每月网上零售额占总零售额的比重已从 2019 年的 10% 左右提升至今 15% 左右水平，且后续提升趋势及空间均较为确定。在此背景下，中国跨境电商产业迎来发展机遇，哪些公司能够充分享受该渠道增长红利值得重视。

图表1：美国网上零售额占比持续提升



资料来源：iFinD，国联证券研究所

图表2：美国电商价格指数低于CPI

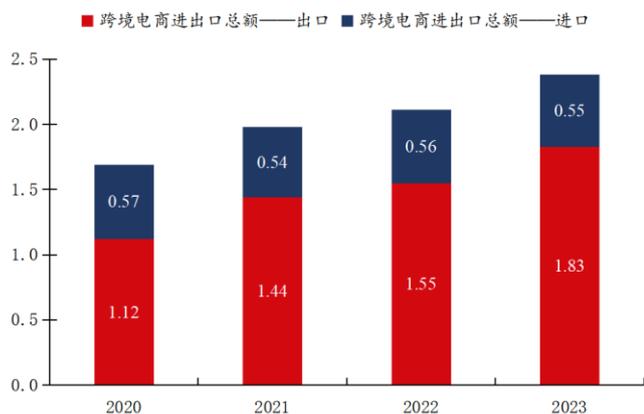


资料来源：iFinD，Adobe，国联证券研究所（美国电商价格指数取自 Adobe 的 digital-price-index）

### 1.1 跨境电商市场规模突破 2 万亿

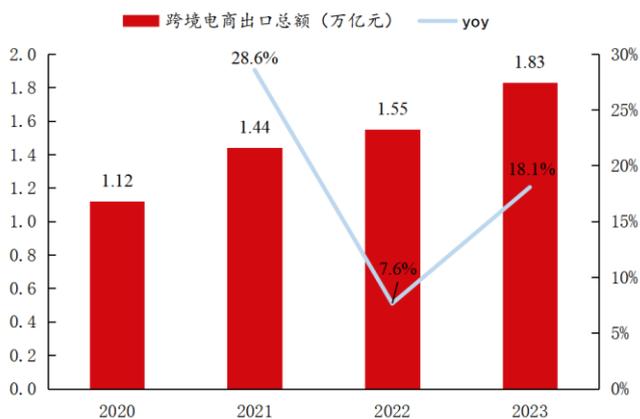
跨境电商出口模式相对于传统的贸易模式减少了中间环节，降低了企业成本，同时可以让商家实时了解消费者需求和市场趋势，快速响应市场变化。近年来，凭借着国内供应端极强的制造优势以及产业链优势，中国跨境电商出口规模快速扩张。根据海关总署数据，2020-2023 年中国跨境电商进出口总额从 1.69 万亿元增长至 2.38 万亿元，其中出口总额从 1.12 万亿元增长至 1.83 万亿元，复合增速高达 17.8%；2022 年增速放缓主要系疫情及国际局势动荡等因素影响。

图表3：中国跨境电商中出口占比较高（万亿元）



资料来源：商务部，海关总署，国联证券研究所

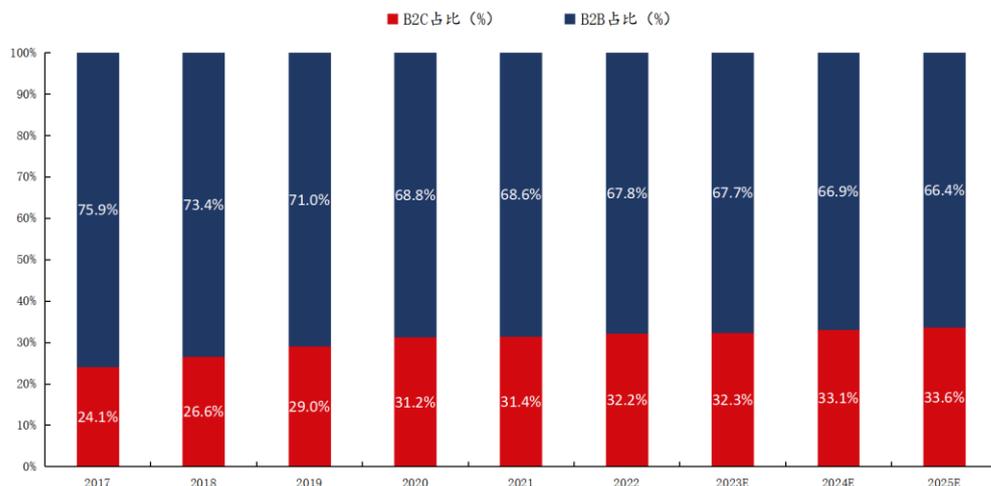
图表4：2020-2023年中国跨境电商出口快速扩张



资料来源：商务部，海关总署，国联证券研究所

2022年中国跨境出口电商中B2C占比达到32.2%。跨境电商模式分为B2B与B2C，其中B2B的商业模式，凭借单笔订单金额大、长期销售合作稳定等优势，长期在中国跨境电商中占据主导地位。但是2019年以来，由于地缘政治、经济周期等宏观因素冲击，国外部分下游客户遭遇困境，对B2B模式发展有所制约。相比之下，B2C模式依托跨境电商平台的发展，背靠中国强大的供应链优势，给国内外外贸企业带来了更多的增量机会。

图表5：2017-2025E年中国跨境出口电商B2C占比提升

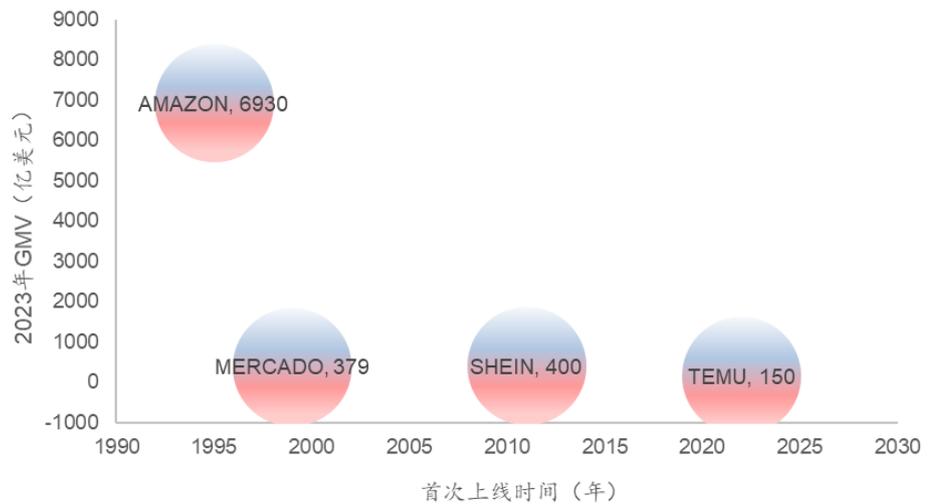


资料来源：艾瑞咨询，国联证券研究所

## 1.2 Temu/TikTok Shop 平台潜力大

亚马逊体量优势依然明显。从GMV体量的横向对比看，2022年亚马逊全球GMV约为6930亿美元（其中美国亚马逊主站GMV为3680亿美元），而SHEIN 2022年的GMV体量仅为300亿美元，美客多的GMV体量也只有344亿美元。新兴平台中，Temu 2023年预估GMV体量为150亿美元，TikTok Shop 2023年预估GMV体量为200亿美元，较亚马逊依然有较大的差距。

图表6：亚马逊体量优势依然明显



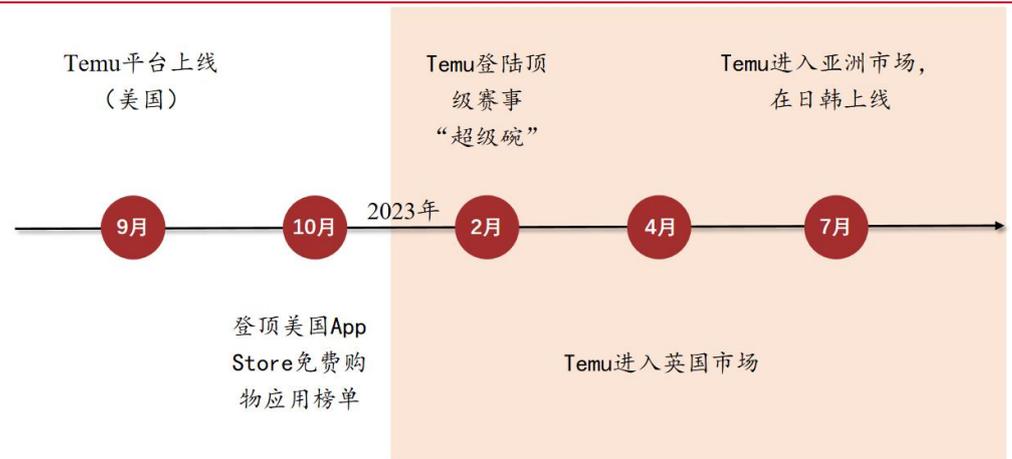
资料来源：公司公告，ECDB，国联证券研究所整理（亚马逊 GMV 取自 2022 年，其他公司 GMV 取自 2023 年预测）

然而纵向对比来看，Temu 和 TikTok Shop 在 2023 年都迎来了高速增长，且增速优势有望在 2024 年延续。

### 1.2.1 Temu：全托管模式叠加拼多多供应链

Temu 以美国市场为起点开拓全球化布局。Temu 于 2022 年 9 月在美国上市，次月便登顶美国 App Store 购物应用下载榜单。“超级碗”体育营销更是巩固了这一新兴平台在许多目标客户中的心智份额。在北美打开局面之后，Temu 马不停蹄地进入澳洲、欧洲、亚洲等市场，一年时间先后上线 47 个国家，现已实现全球化布局。

图表7：2023 年 Temu 等跨境电商平台高速增长

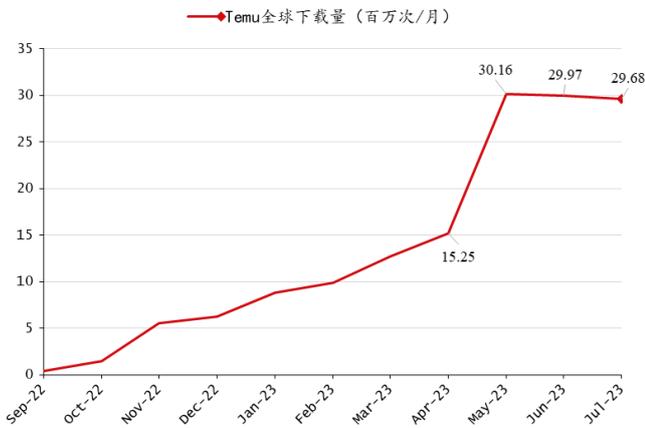


资料来源：36 氪，国联证券研究所整理

全托管模式天然筛选工厂型卖家，下载量&GMV 高速增长。在 Temu 的全托管模式下，Temu 承担了店铺运营、物流履行和售后服务等复杂环节，商家只需要专注于产品的供应，一站式托管降低了跨境经营的门槛，使得营销能力较弱的工厂型卖家更容易参与其中。Temu 成立以来，GMV 逐月环比提升，2023 年 6 月 GMV 已达 10 亿美元。根据 Temu 估算，23 年全年平台 GMV 可达 150 亿美元，Temu 更是制定了 24 年 GMV 翻

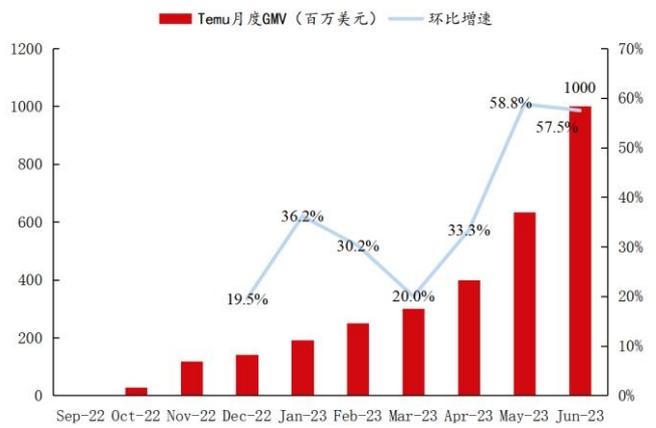
番达到 300 亿美元的目标。

图表8: Temu 全球下载量高速增长 (百万次/月)



资料来源: Statista, 国联证券研究所

图表9: Temu 月度 GMV 环比快速增长 (百万美元)



资料来源: Statista, business of apps, 国联证券研究所

### 1.2.2 TikTok Shop: 打造全球兴趣电商平台

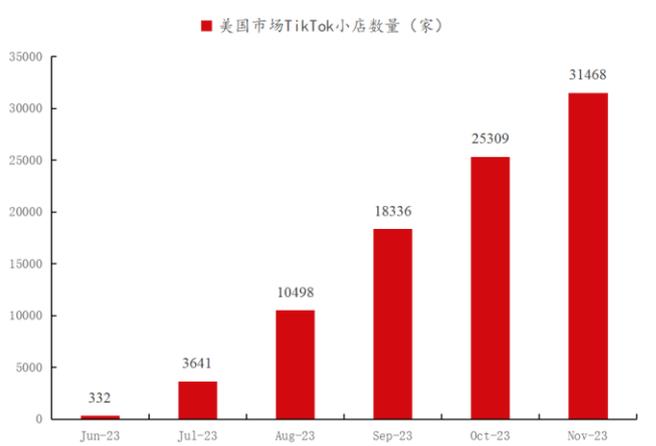
TikTok Shop 美国站 2023 年 9 月正式上线, 店铺数高增。TikTok Shop 的早期测试始于 2021 年 2 月, 首先在英国和印尼进行; 到了 2022 年 4 月, 马来西亚、泰国、越南和菲律宾的站点也相继上线; 同年 6 月份, 新加坡站点也加入其中, 标志着 TikTok 在东南亚地区的布局已经完善。2022 年 11 月, 美国站点开始进行内测, 2023 年 9 月正式上线; 截至 11 月份, 小店数量已超 3 万家。

图表10: TikTok Shop 发展历程

时间节点	市场开拓
2023 年 9 月	美国站正式上线
2022 年 10 月	美国站内测
2022 年 6 月	新加坡站
2022 年 4 月	马来西亚站、泰国站、越南站、菲律宾站
2021 年 2 月	英国站、印尼站内测

资料来源: FastData, 国联证券研究所

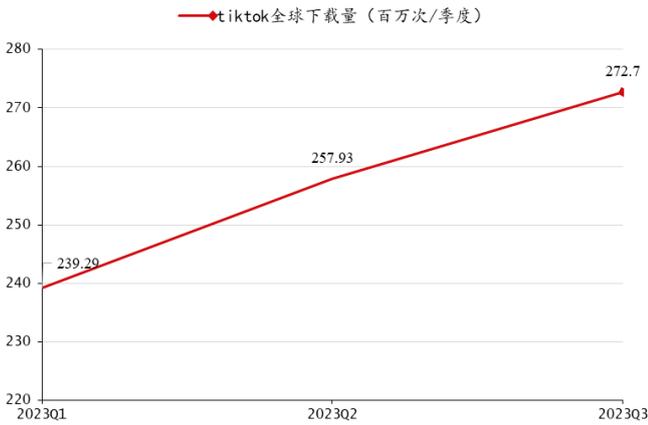
图表11: 美国市场 TikTok 小店数量高增 (家)



资料来源: 超店有数, 国联证券研究所

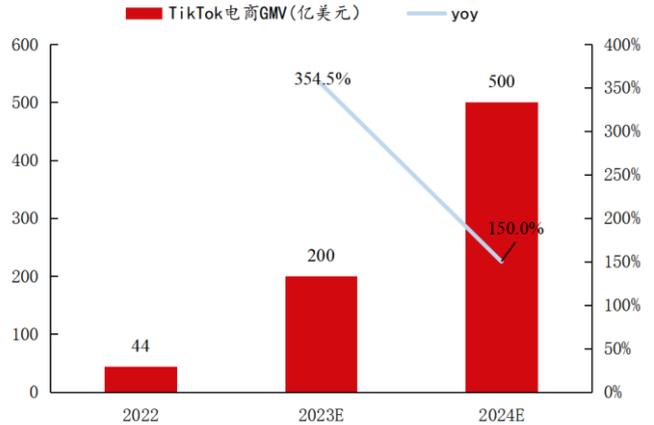
短视频积累用户基础, 兴趣电商种草消费。根据 Sensor Tower 发布的 2023 年第二季度商店情报数据, 在全球热门应用下载排行榜中, TikTok 稳居榜首, 连续 12 个季度蝉联第一。作为内容电商平台, TikTok Shop 依托天然的流量池, 节省了传统货架电商站外营销的费用。据 36 氪消息, TikTok 电商为 2024 年定下了 500 亿美元的 GMV 目标, 对比 23 年 200 亿美元的目标翻了一倍多。

图表12: Tiktok 全球下载量稳居榜首 (百万次/季度)



资料来源: Techcrunch, Sensortower, Statista, 国联证券研究所

图表13: Tiktok 年度 GMV 高速增长 (亿美元)



资料来源: Statista, 国联证券研究所

## 2. 抓住渠道红利，供货及服务商有望迎来高增

### 2.1 供货商：新平台上的新机遇

由于 Temu 和 TikTok Shop 的商业模式不同，适合的卖家以及出海范式也不尽相同。

在 Temu 的全托管模式下，Temu 为卖家提供从产品上架、运营、物流、售后等一系列的服务，而卖家只需要专注于供货这单一环节，相较于传统的商家入驻模式，Temu 平台更适合营销能力缺失的以产品出海为主的代工企业。同时，由于 Temu 是把平台和卖家的部分利润共同让渡给消费者，并以此吸引消费者到 Temu 完成购买行为，因此 Temu 上的卖家普遍利润率较低，更适合原先承接低价订单的二三线代工企业，而国内一线的出海代工企业在目前已有的框架下成为 Temu 卖家，则有可能拉低企业自身的利润率。是以，我们认为 A 股上市的出海代工企业和 Temu 的合作主要会发生在以下 3 种场景：1) 通过自身独有的竞争优势能在 Temu 拿到一个相对较高的利润率；2) 有较多的闲置产能，短期需要大量的订单降低固定成本；3) 通过 Temu 走量的方式清尾货清库存。

图表14：产品出海 VS 品牌出海的特征对比

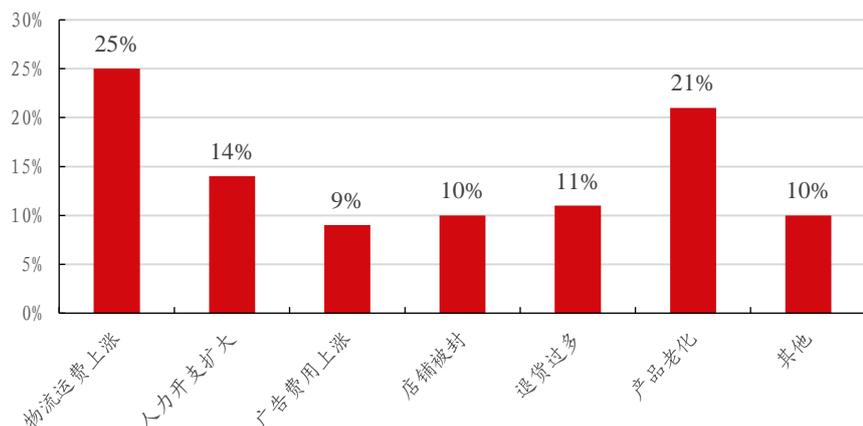


资料来源：国联证券研究所整理

TikTok Shop 与亚马逊类似，商家入驻模式为主，全托管模式占比小。品牌出海的卖家由于掌握了产品设计等核心环节，拥有较高的定价权，所以会更青睐亚马逊以及 TikTok Shop 这种更具经营自主性和灵活性的渠道平台。

目前亚马逊的总 GMV 体量保持领先，但由于物流费用上涨、人力开支扩大、广告费用上涨、店铺被封等原因，亚马逊卖家的单量下跌，利润出现下滑。根据雨果跨境针对亚马逊卖家的调研显示，2023 年 Q1，51%卖家表示在亚马逊的利润出现下滑，18%的卖家利润与 2022 年同期持平，仅有 31%的卖家利润有所增长。而根据迅蜂物联的调研显示，2023 年上半年，超过 80%的卖家未能完成目标销售额，其中有 57%卖家表示销售不足预定目标 50%。利润下滑以及中国跨境电商平台的强势崛起，致使亚马逊出现用户流失、商家出走的不利局面。根据 2022 年 Capterra 亚马逊卖家调查显示，在接受调查的亚马逊 FBA 用户中仅有 31%的卖家已经在其他电商平台开店销售，但由于亚马逊费用上涨，有 99%的卖家计划 2023 年在其他电商平台开店销售。

图表15：亚马逊店铺利润下滑的原因



资料来源：雨果跨境，国联证券研究所

**TikTok Shop 的快速起量成为卖家新的选择。**相较于亚马逊，卖家在 TikTok Shop 的费用率更低，依附于 TikTok 超高的日活量，TikTok Shop 的自然流量充足，卖家短期不用投入大量的营销费用；且作为内容电商平台，TikTok Shop 更适合营销能力强的卖家创造爆款。

同时，TikTok Shop 对于入驻商家的要求较高，以品牌出海商家为例，已出海品牌在目标市场国需要满足以下四个要求的其中之一：1) 社交媒体(如 TikTok、Instagram、Facebook 等)粉丝总数达 10 万及以上；2) 独立站月访问量 PV 达 20 万及以上；3) SEO 月搜索数达 1 万及以上；4) 或在目标市场已有线下品牌直营店或渠道店。对于未出海的品，则需要满足以下三个要求的其中之一：1) 年营收达 1000 万美元及以上，或累计融资金额高于 150 万美元以上，或固定资产高于 150 万美元以上；2) 上市公司出海项目；3. BrandZ 上榜品牌/Kantar、胡润榜 Top 100。无论是已出海品牌还是未出海品牌，均需要满足美国海外仓发货的要求。**我们认为，较高的入驻要求以及较长的审核流程，使得已经入驻 TikTok Shop 平台的商家具有一定的先发优势，能享受更多的平台红利。**

图表16: TikTok Shop 品牌出海商家入驻门槛高



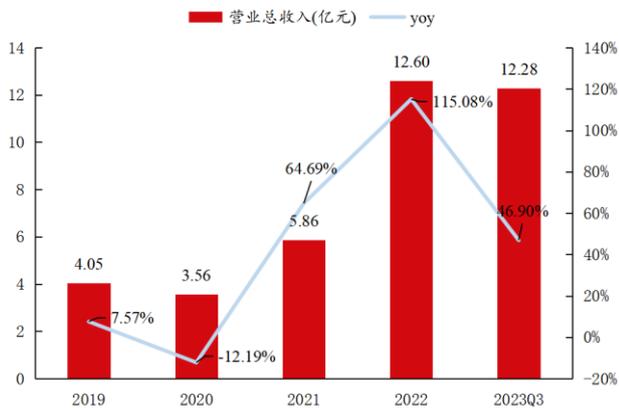
资料来源: 逸居海外跨境企服, 国联证券研究所

品牌出海企业中, 恒林股份的跨境电商业务以境外电商平台(如: 亚马逊、TikTok)销售自主产品为主, 境外电商自主品牌有“Nouhaus”等, 并且在加州、新泽西等地布局了海外仓。我们认为 TikTok Shop 有望在 2024 年为公司贡献增量。其他已经在亚马逊平台上取得不错成绩的品牌出海公司也有望迅速切入 TikTok Shop 平台, 抓住这次渠道红利。

不仅是品牌出海公司有望受益于 TikTok Shop, 代工企业也有间接受益于 TikTok Shop 的可能性。在海外爆火的 Stanley “大头冰杯” 早在 2016 年就推出, 却一直销量萎靡。近两年则借助 TikTok 的场景化营销从古老的实用生活方式品牌, 转型成为吸引 Z 世代潮人和精致消费女性的新品牌。在 TikTok 上, #StanleyTumbler 浏览量

已经超过了 10 亿次，而其中的视频内容，大部分由消费者自己创作发布。嘉益股份作为 Stanley 品牌的核心代工企业，受益于 Stanley “大头冰杯” 销量的火爆，订单快速提升，公司业绩也保持高速增长。而哈尔斯目前也拿到了部分 Stanley 的订单，有望迎来业绩高增。

图表17：嘉益股份受益于 Stanley 爆品业绩高速增长



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表18：海外爆火的 Stanley “大头冰杯”



资料来源：AMZ123，国联证券研究所

## 2.2 服务商：第三方海外仓需求增长

海外仓是跨境电商企业在境外实现本土化运营的重要依托。根据商务部数据，截至 21 年 9 月，我国海外仓的数量已经超过 1900 个，总面积超过了 1350 万平方米，业务范围辐射全球，其中北美、欧洲、亚洲等地区海外仓数量占比将近 90%。对于电商平台和物流企业而言，建设海外仓具有多重优势：1) 海外仓可以降低物流成本。海外仓的建设可以使得商品更快速地从供应商处送达仓库，然后再直接从海外仓发货，从而避免了商品从中国到目的国的中转环节，节约了物流成本。2) 海外仓可以提高物流效率。海外仓的建设可以缩短商品从中国到目的国的运输时间，提高了商品的到达速度，进而提高了电商平台和物流企业的物流效率。

图表19: 亚马逊的FBA仓为客户提供代发发货业务



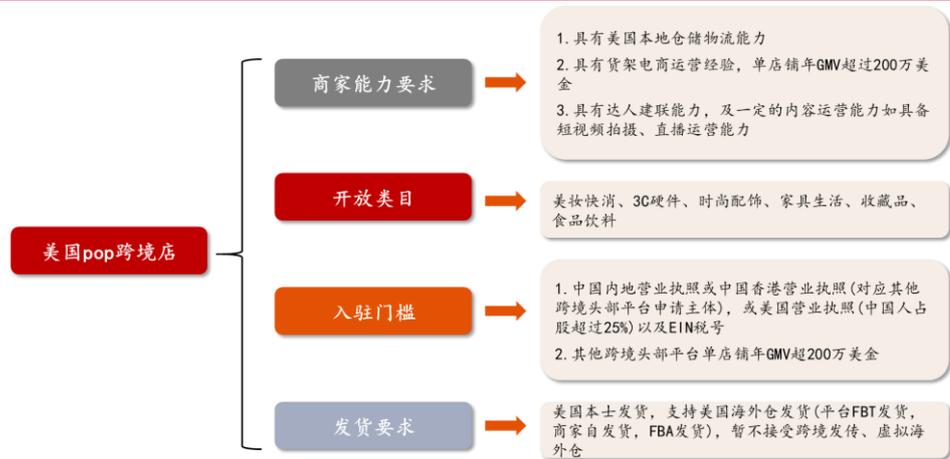
资料来源: 中国能源产业发展网, 国联证券研究所

乐歌股份于 2013 年在美国旧金山硅谷设立首个海外仓, 随着经营发展需要, 先后在孟菲斯和休斯顿增设海外仓。2019 年初, 公司意识到海外仓的战略意义, 开始系统性筹划公共海外仓项目, 并于 2020 年上半年开始全力推进。截止 2022 年, 乐歌除在美国核心枢纽港口区域自购的海外仓和租赁仓外, 还在德国、日本等地也均设有海外仓, 累计全球共 12 仓, 面积 27.58 万平方米, 其中全美 9 个核心港口和路基港口枢纽城市, 覆盖美西、美中、美南、美东, 超 300 个卸货月台、500 个集装箱泊位。公司计划在 2024 年扩仓 10-15 万平米。

乐歌布局公共海外仓后, 在助力本公司跨境电商业务快速发展的同时, 积极拓展中小企业客户, 累计服务超过 450 家客户, 初步建立海外客户网络。随着乐歌海外仓体量的不断增加, 乐歌与电商产业链上下游合作者的议价能力也大幅提升, 使其能够为其他中小外贸企业提供更加优惠的高质量服务, 形成了良好的生态效应。同时, 由于乐歌股份的海外仓布局较早, 成本端的折旧摊销也相对较低。

目前, 我们认为随着跨境电商整体的快速发展, 乐歌海外仓业务有望受益: 1) 根据 Marketplace Pulse 的数据, 自 2020 年以来, 亚马逊已经将 FBA 费用提高了 30% 以上。高昂的 FBA 费用导致部分商家寻找价格更为便宜的第三方海外仓服务商。2) TikTok Shop 跨境电商要求美国 POP 跨境店以及品牌出海商家美国本土发货, 支持美国海外仓发货。随着 TikTop Shop GMV 的快速增长, 海外仓需求也会不断增加。3) Temu 或将推出“半托管”模式, 半托管和全托管相比, 最大的不同是在仓储物流方面更加灵活, 无需采取官方推荐的仓库物流解决方案。

图表20: TikTok Shop 美国 POP 跨境店要求美国本土发货



资料来源: 逸居海外跨境企服, 国联证券研究所

### 3. 投资建议: 关注渠道增长红利下的投资机会

整体来看, 在欧美高通胀背景下, 新兴电商渠道 Temu 和 TikTok Shop 依托高价商品高速发展, GMV 体量快速增长。我们认为, 在新渠道红利下, 平台的供货商和服务商都将明显受益。Temu 的全托管模式更加针对营销能力缺失的代工企业, 而品牌出海的卖家由于掌握了产品设计的核心环节, 拥有较高的定价权, 所以更加适合 TikTok Shop 这种更具经营自主性和灵活性的渠道平台。建议关注已经布局 TikTok Shop 和海外仓的**恒林股份**; 有智能马桶代工出口放量预期的**瑞尔特**; 以及以欧美为主要市场, 亚马逊占比高的**致欧科技**。服务商方面, 受益于亚马逊 FBA 费用上涨、TikTok Shop 平台放量以及 Temu 即将推出的半托管模式, 第三方海外仓服务需求有望持续高增, 建议关注目前全球拥有 12 个海外仓、总面积达到 27.58 万平方米的**乐歌股份**。

### 4. 风险提示

**海外经营环境和政策风险:** 海外各地市场环境、政策环境、国际关系等具备不确定性, 出海企业面临海外市场法律和政策风险。

**人民币汇率波动风险:** 若未来人民币出现大幅升值波动, 将会在某种程度上影响行业中出口产品的销售价格, 进而削弱相关产品的市场竞争力。

**知识产权侵权风险:** 海外发达国家对知识产权恶意侵权的行为打击力度较大, 而部分国内企业不了解美国的知识产权法律, 从而被起诉导致被迫关店的风险。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼