

小商品城 (600415 CH): 小商品城深度报告: 从蛰伏到蝶变, 综合贸易服务商转型步入收获期—维持优于大市; 上调目标价9% (Zhejiang China Commodities City Group: In-Depth Report on Zhejiang China Commodities City Group: From Dormancy to Metamorphosis, the Comprehensive Trade Service Provider Enters Harvesting Phase—Maintain OP & Raise TP by 9%)

李宏科 Hongke Li hongke.li@htisec.com
汪立亭 Liting Wang liting.wang@htisec.com

6 Mar 2024

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)

► **蝶变：综合贸易服务商转型步入收获期。**①**全球最大的小商品批发市场：**面积640余万平方米，商位7.5万个，从业人员21万多，日客流量21万人次，经营26个大类、210万个单品。②**公司市场业务经营稳定：**往年收入和利润波动主要由于地产业务影响，2020年完成地产业务剥离之后，商品销售业务带动收入高速增长。③**从市场经营管理者转型综合贸易服务商：**从“人货场”单一生态圈，向叠加“物流资金流信息流”的双重生态圈升级共振。

► **机制改善：国企改革激发活力，提升经营效率。**①**国资控股，推进产业战投引入：**公司实控人为义乌市国资委，2021年年报提出加快引入物流、仓储、供应链金融、跨境结算等方面战略投资者。②**管理团队年轻化，激励充分：**管理团队平均年龄47岁，完成股权激励，激励充分、覆盖率足，业绩考核标准高。③**理顺股权，剥离地产，聚焦主业：**义乌国资成立商城控股作为控股平台，理顺股权控制关系。2020年剥离地产，2021、2022和1H23，来自联营与合营企业投资收益各6/10/10亿元，我们判断主要来自地产子公司。

► **业务变化1：市场业务进入新一轮扩张周期。**①**二区东新能源产品市场：**22年完工，2023/3/17营业，22年二区东1-2F招商收取入场资格费和商位使用费等共8.56亿元（2023年确认），我们预计3F在2H23招商、2024年确认收入。

②**全球数贸中心：**公司将在义乌国际商贸城五区东侧建设义乌全球数贸中心，总建面约123.6万平米，项目投资总额约83.2亿元。③**国际数据中心：**与浙江联通合作建设国际数据中心，项目一期总投资额约18亿元。

► **业务变化2：新业务开始贡献盈利。**①**Chinagoods平台快速起量，沉淀数据资产：**CG平台GMV屡创新高，超额完成股权激励目标，23年GMV 650亿元增80%+、盈利超8000万元。②**支付业务牌照稀缺，业务前景广阔：**收购快捷通100%股权，并获批跨境人民币备案资格，“Yiwu Pay”位于跨境支付厂商第一梯队，23年跨境人民币清算资金超85亿元，当年盈利。③**供应链金融和物流业务完善生态：**a.仓储：本地仓+海外仓+综保区稳步协同发展，2022年义乌综保区进口额超200亿元。b.物流：成立环球义达物流平台，与中远海运、普洛斯成立合资公司智捷元港。c.金融：打造“一站式”金融服务平台，积极布局支付、保理、征信、小贷四张牌照。

► **盈利预测与估值。**预计2023-2025年归母净利润各27.08亿元、29.97亿元、31.88亿元（原为25.46亿元、28.23亿元、32.38亿元），同比各增145%、10.7%、6.4%。给予线下业务2024年20倍PE，线上业务2024年850亿GMV 0.35倍PGMV，综合给予公司合理市值676亿元，目标价12.32元（+9%），维持“优于大市”的投资评级。

► **风险提示：**市场拓展不及预期；资本开支压力；新业务发展不及预期；人才储备不足；外贸环境的不确定性。

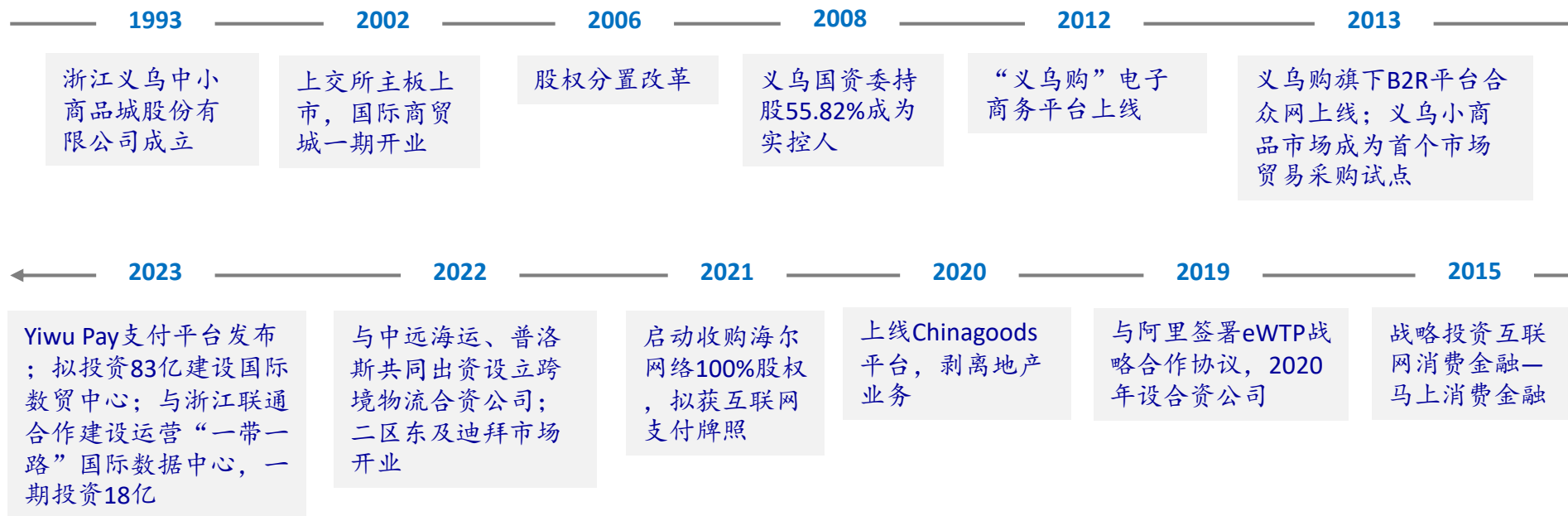
1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易服务商
2. 机制改善：国企改革激发活力，提升经营效率
3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利
4. 盈利预测与估值
5. 风险提示

1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易服务商

(1) 小商品城——世界小商品之都

► 义乌中国小商品城创建于1982年，历经40年发展，5次升级、10次扩建，现拥有经营面积640余万平方米，商位7.5万个，从业人员21万多，日客流量21万人次，经营26个大类、210万个单品，实现一站式采购，市场成交额一直稳居全国综合市场前列，先发优势明显。公司被联合国、世界银行与摩根士丹利等权威机构称为“全球最大的小商品批发市场”，围绕市场形成巨大的商流、物流、资金流、信息流等资源优势、规模聚集。

图：公司发展历程概况



资料来源：公司上市公告书、历年年报、对外投资和收购相关公告，义乌政府网，HTI

1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易服务商

(1) 小商品城——世界小商品之都

图：公司经营市场网点扩张及发展过程

上市初	2002.10	2004.10	2005.9	2008.10	2011.05	2013.11	2016.01	2017.04	2022.11	2023E	2026E	
篁园市场 16万平米	篁园市场 16万平米	篁园市场 16万平米	篁园市场 16万平米	篁园市场 16万平米	篁园市场 42万平米	篁园市场42 万平米	篁园市场42 万平米	篁园市场42 万平米	篁园市场42 万平米	篁园市场42 万平米	篁园市场42 万平米	
宾王市场 32万平米	宾王市场 32万平米	宾王市场 32万平米	宾王市场 32万平米	宾王市场 32万平米				宾王市场29 万平米	宾王市场29 万平米	宾王市场29 万平米	宾王市场29 万平米	
	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场34 万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	一区市场 34万平米	
		二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	二区市场 60+万平米	
			三区市场 46万平米	三区市场 46万平米	三区市场 46万平米	三区市场46 万平米	三区市场 46万平米	三区市场 46万平米	三区市场 46万平米	三区市场 46万平米	三区市场 46万平米	
				四区市场 108万平米	四区市场 108万平米	四区市场 108万平米	四区市场 108万平米	四区市场 108万平米	四区市场 108万平米	四区市场 108万平米	四区市场108 万平米	
					五区市场 64万平米	五区市场64 万平米	五区市场 64万平米	五区市场 64万平米	五区市场 64万平米	五区市场 64万平米	五区市场 64万平米	
						生产资料市 场75万平米	生产资料市 场75万平米	生产资料市 场75万平米	生产资料市 场75万平米	生产资料市 场75万平米	生产资料市 场75万平米	
							一区东扩 37万平米	一区东扩 37万平米	一区东扩 37万平米	一区东扩 37万平米	一区东扩 37万平米	
									二区东 1-2F	二区东 1-3F	二区东 1-3F	
总面积 (万平米)											全球数贸中心 124万平米	
	48	82	137	183	291	349	424	461	490	500	500	624

资料来源：公司历年年报，义乌全球数贸中心可行性报告，HTI

1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易贸易商

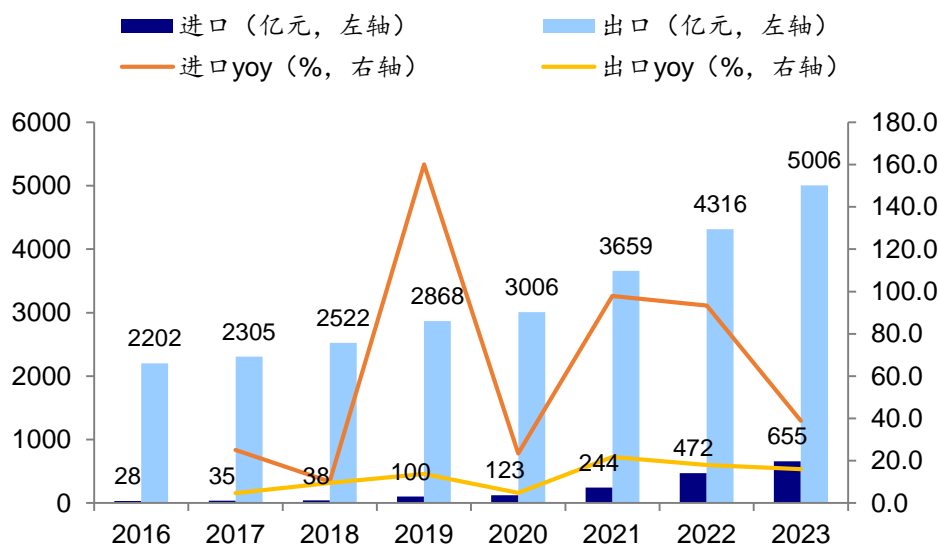
(1) 小商品城——世界小商品之都

► 义乌市场是连接国内国际贸易供应链的重要平台，处于全球小商品供应链的关键节点，对畅通内循环、提升外循环、服务“双循环”新发展格局具有举足轻重的地位。义乌是全国市场采购贸易方式的引领者、示范地，截至2022年已连续7年保持高速增长，年均复合增长率30%以上，有效激发了市场主体活力，进一步提升了贸易便利化水平。

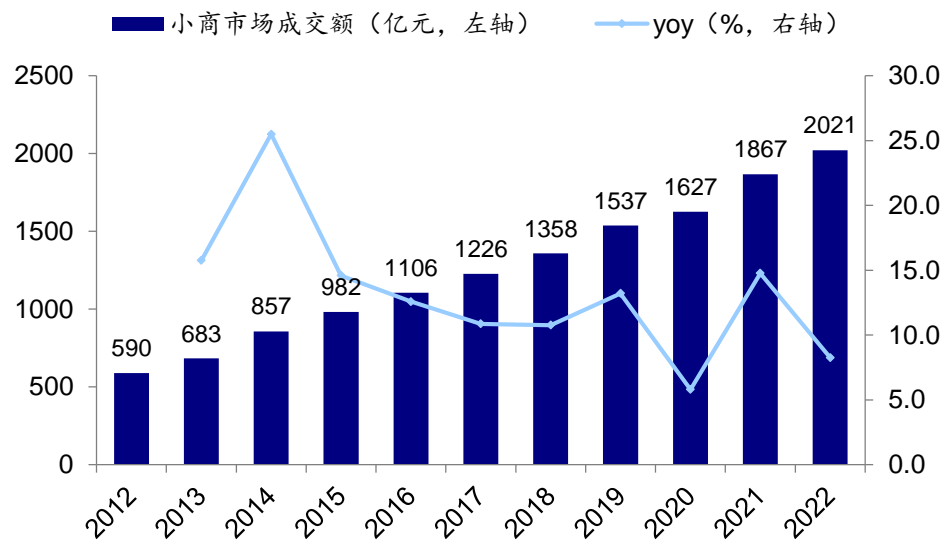
► 2023年，浙江义乌进出口总值5660.5亿元，同比增长18.2%；其中出口5005.7亿元，同比增长16.0%；进口654.8亿元，同比增长38.7%。

► 公司围绕义乌市场提供市场经营、商品销售与自营贸易、Chinagoods线上平台、酒店及展览等服务，2022年市场成交额2021亿元，同比增长8.3%，占2022年义乌市进出口总额的42%。

图：义乌市进出口总额（亿元）



图：小商品城市场成交额



1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易服务商

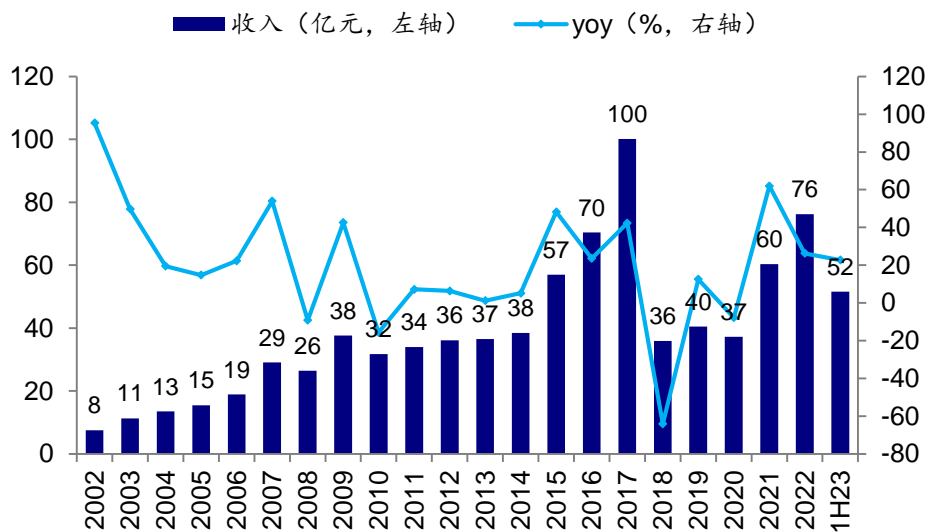
(1) 小商品城——世界小商品之都

▶公司市场业务经营稳定，往年收入和利润波动主要由于房地产业务影响。2018年起，公司房地产销售放缓导致2018年收入大幅下滑；2020年完成房地产业务剥离之后，由于商品销售业务带动，收入保持高速增长，2021、2022年收入各同比增长62%、26%。

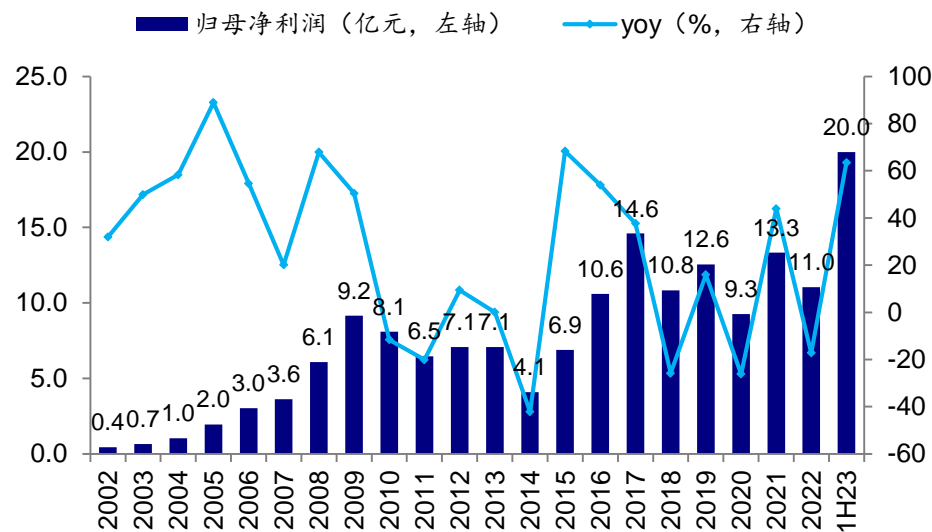
▶1H23收入增23%、归母净利增64%，主因二区东正式营业致毛利增加5.31亿元、投资收益与资产处置收益同比增加4.49亿元、所得税费用同比增加1.89亿元。

▶公司预计2023年归母净利26.5-27.5亿元，同比增长140%-149%；扣非净利24-25亿元，同比增长36%-42%。

图：公司收入及增速



图：公司归母净利润及增速



1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易贸易商

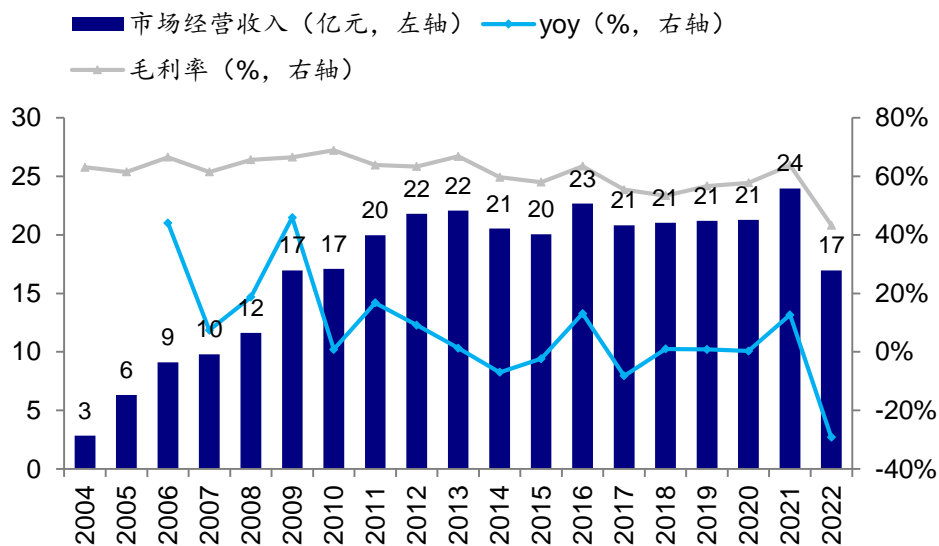
(1) 小商品城——世界小商品之都

▶ 市场经营为核心主业，业务收入主要是市场商位使用费收入，公司采取商位出租模式，即商位所有权属于公司，商户只拥有合同期限内的商位使用权。正常年份市场经营业务毛利率约60%。公司市场业务经营稳定，往年收入和利润波动主要由于房地产业务影响，2020年剥离地产聚焦主业。

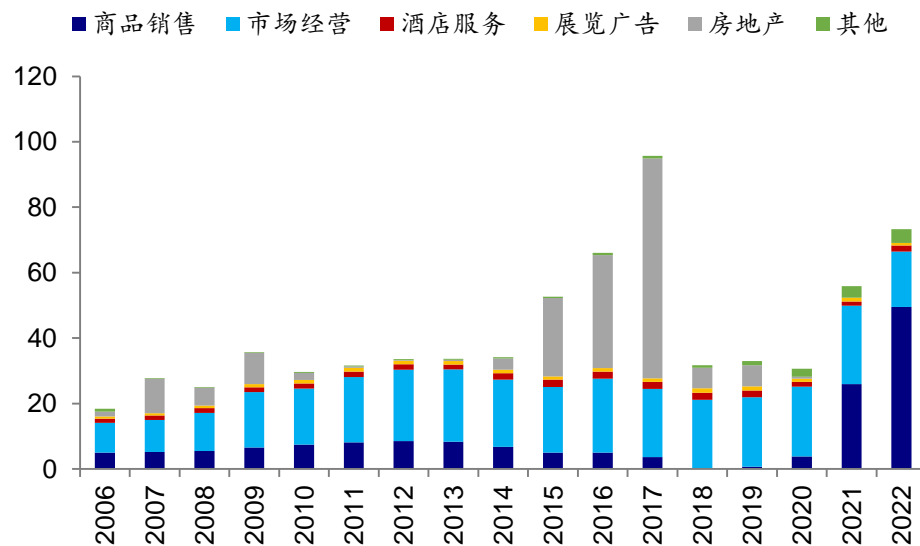
▶ 2013年之前市场扩建相对密集且伴随租金市场化提价，经营收入保持较快增长。2014年之后，市场经营收入保持在20亿元左右，2021年提升至24亿元，主因出租率小幅提升及商铺提档升级。2022年公司减免小微企业、个体工商户租金约10亿元，导致市场经营（租金）收入同比下降29%。

▶ 我们测算剔除地产和资产处置收益，1H23主业利润8.56亿元，同比增长81%，其中2Q23主业利润5.21亿元，同比增长150%。

图：公司市场经营收入、增速及毛利率

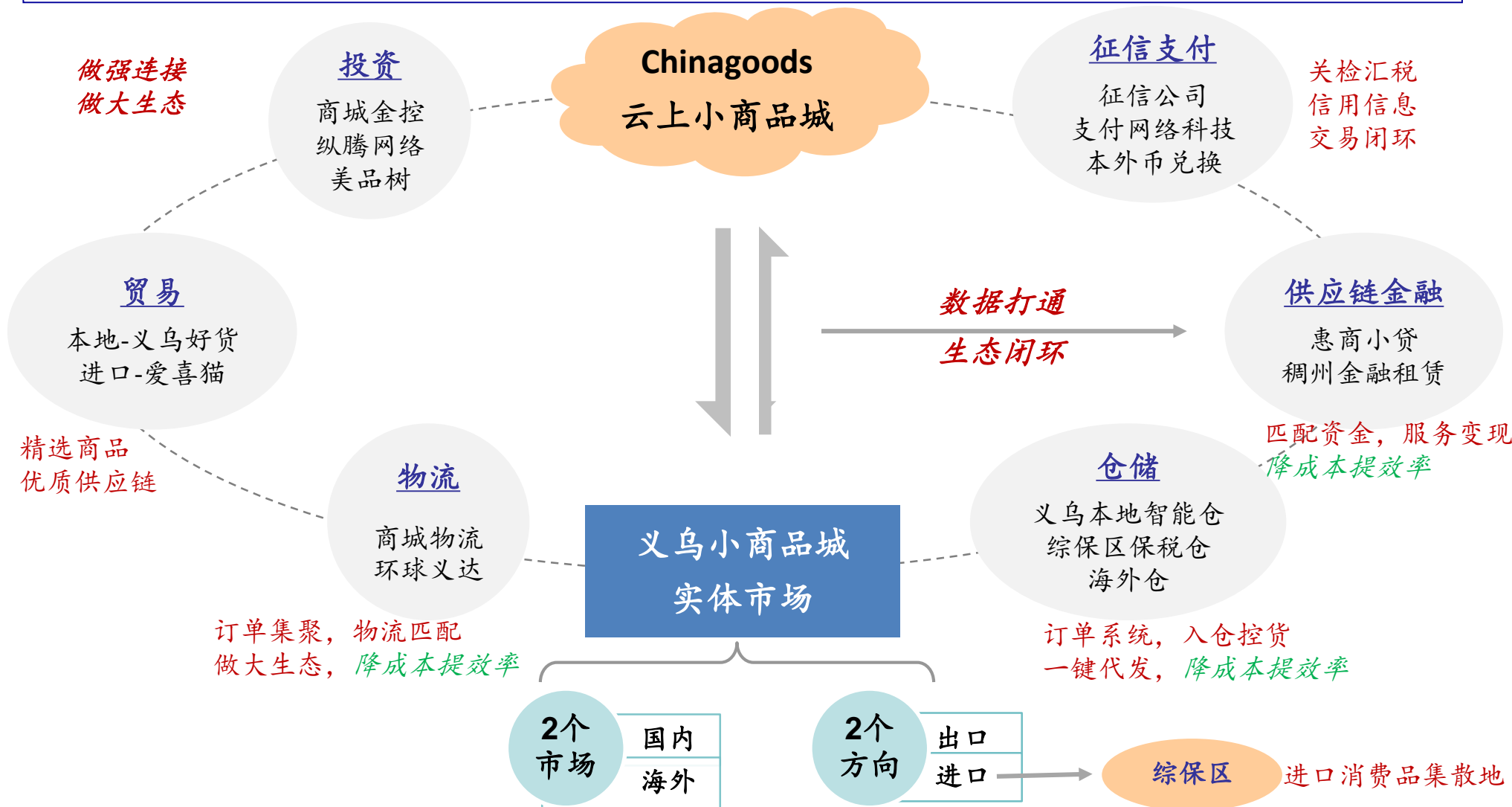


图：公司收入结构（亿元）



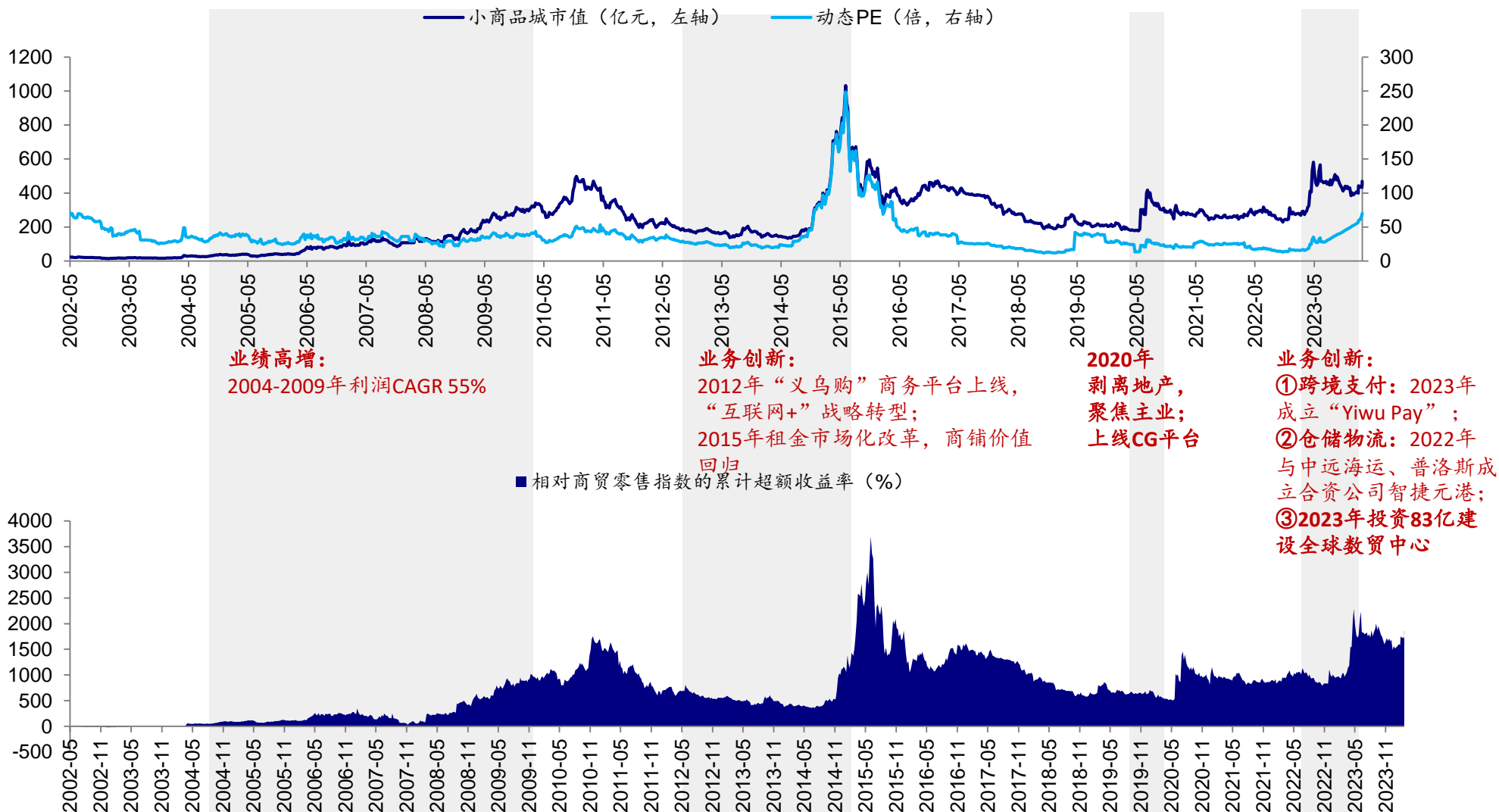
1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易服务商

(2) 从“人货场”的单一生态圈，向叠加“物流资金流信息流”的双重生态圈升级共振



1. 蝶变：从市场管理者到综合贸易服务商

(3) 复盘：业绩释放与业务创新为市值的核心变量



资料来源: wind, 公司历年年报, HTI

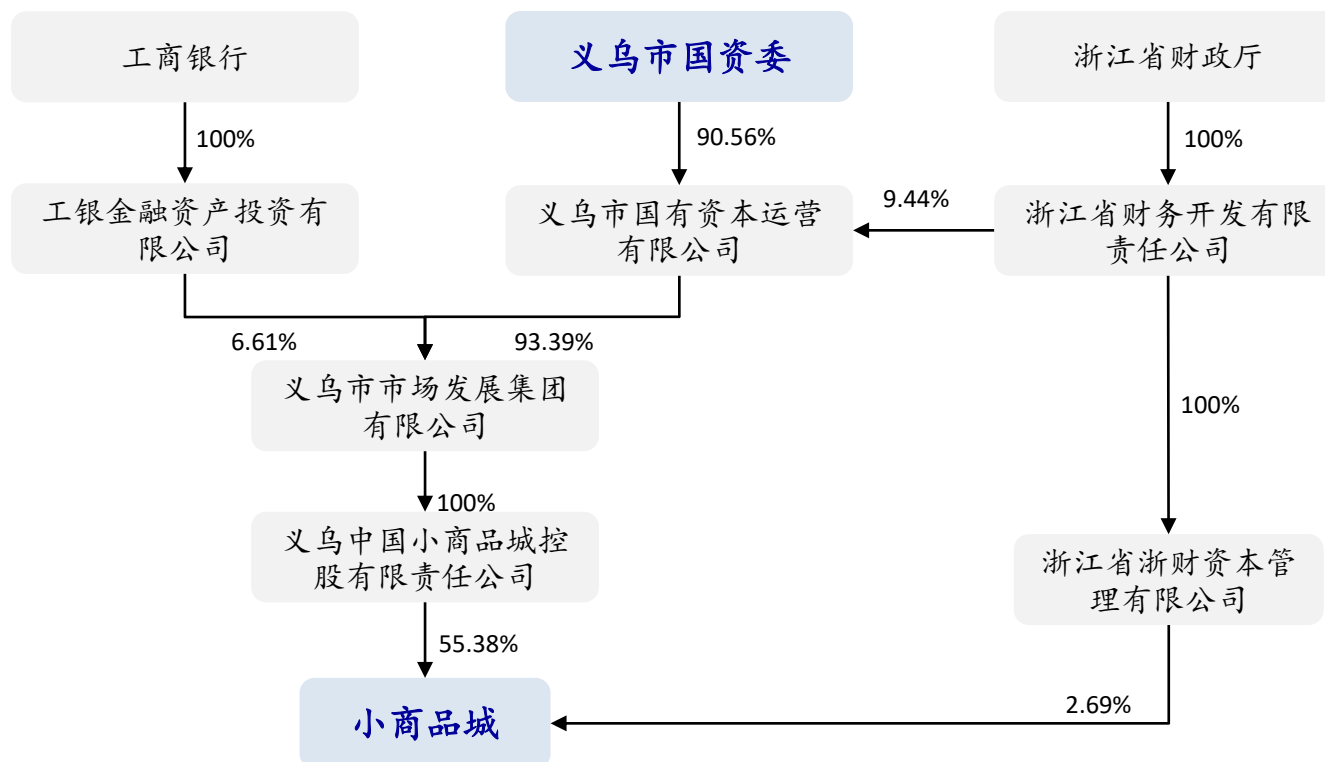
2. 机制改善：国企改革激发活力，提升经营效率

(1) 国资控股，推进产业战投引入

►公司实控人为义乌市国资委。根据2022年年报，公司实控人为义乌市国资委，持股比例为47%，第二大股东为浙江省财政厅，持股比例为7.6%，国资持股比例近年来保持稳定。

►推进混改和链接战投资源。公司2021年年报提出，聚焦市场转型重点领域、关键环节，加快引入物流、仓储、供应链金融、跨境结算等方面产业链头部企业作为战略投资者，激发业务创新活力，提高赋能市场的能力和水平。

图：小商品城股权结构（截至2022）



2. 机制改善：国企改革激发活力，提升经营效率

(2) 管理团队年轻化，激励充分

- ▶ 公司管理团队呈现年轻化特征，19名董监高及3名独立董事平均年龄47岁，年龄跨度32-57岁。
- ▶ 2020年10月24日公司公告股权激励计划，激励对象包括公司董事、中高层管理人员、核心技术（业务）骨干等，业绩考核条件包含营收增速、每股收益、Chinagoods平台GMV等，充分调动核心骨干积极性。公司分别于2020年12月11日和2021年8月9日以2.94元/股、2.39元/股向405名、34名员工授予限制性股票4792万股、255万股，合计共5047万股（占计划公告时总股本0.9%）。激励充分、覆盖率足，业绩考核标准高。
- ▶ 2023年1月16日，首次授予限制性股票激励计划解禁1317万股。

表：股权激励计划概览

激励计划	授予价格	数量	占总股本比例	激励人数
2020年限制性股票激励计划 (首次授予)	2.94元/股	4792万股	0.88%	405
2020年限制性股票激励计划 (预留授予)	2.39元/股	255万股	0.046%	34

表：股权激励业绩考核目标

年份	基准年	业绩考核条件		
2021		①营业收入增长率≥75%	②EPS≥0.20元/股	③Chinagoods平台GMV≥130亿元
2022	2019（收入40.43亿元，EPS 0.23元/股）	①营业收入增长率≥120%	②EPS≥0.22元/股	③Chinagoods平台GMV≥240亿元
2023		①营业收入增长率≥180%	②EPS≥0.25元/股	③Chinagoods平台GMV≥500亿元

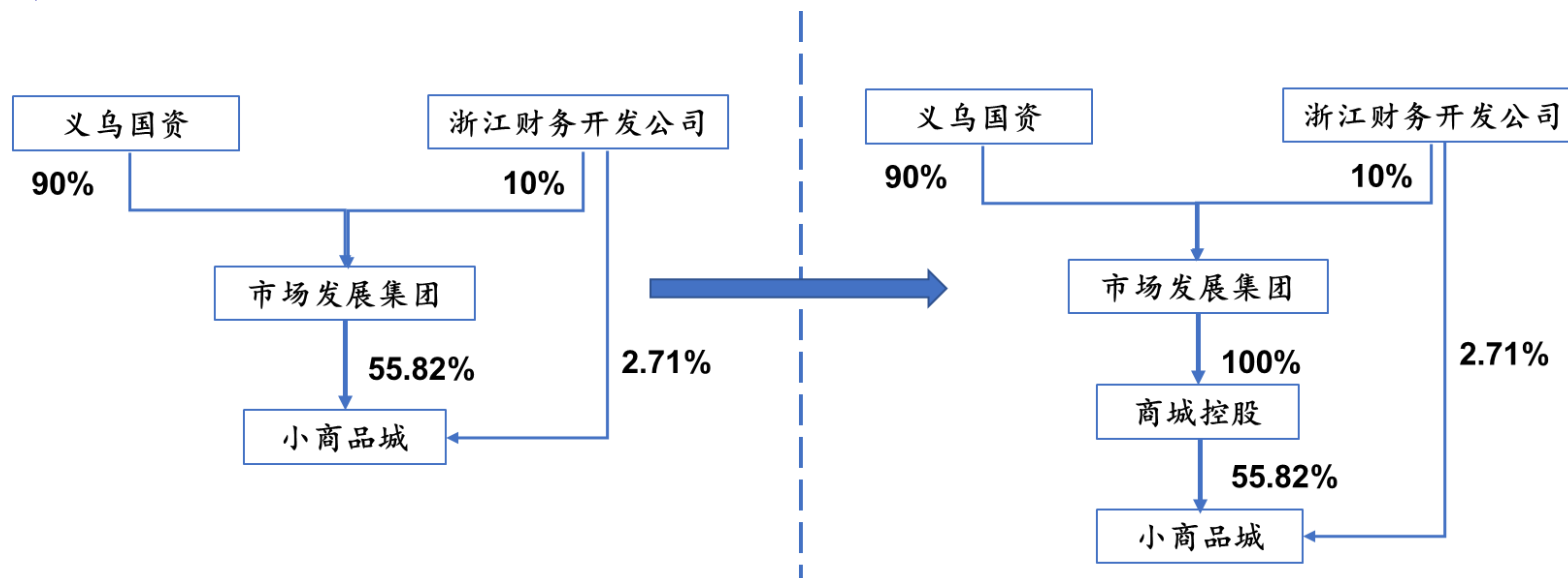
其他考核目标：主营业务收入/营业收入≥90%，营业收入增长率、每股收益≥对标企业75分位值水平或同行业平均水平；

2. 机制改善：国企改革激发活力，提升经营效率

(3) 理顺股权，剥离地产，聚焦主业

- ▶2019年10月29日，义乌国资成立商城控股公司，作为市场发展集团全资子公司，实控人为义乌市国资委。
- ▶2020年5月，公司控股股东市场发展集团将所持55.82%股权无偿划转至商城控股，完成后义乌国资通过商城控股持有公司55.82%的股权。
- ▶商城控股成为公司控股平台，进一步理顺股权控制关系，为其后的剥离地产及进一步优化治理结构、聚合战投资源等打开空间。

图：2020年5月公司股权结构变化



2020.5，市场发展集团
将所持小商品城55.82%
股份无偿转划至商城控股

2. 机制改善：国企改革激发活力，提升经营效率

(3) 理顺股权，剥离地产，聚焦主业

▶2020年6月13日，公司公告拟以22.32亿元向控股股东商城控股转让全资子公司商城房产、浦江绿谷51%股权。交易完成后，商城房产、浦江绿谷不再并表，剩余49%股权作为长期股权投资。2021、2022和1H23，公司来自联营与合营企业的投资收益各6亿元、10亿元、10亿元，我们判断主要来自地产子公司。

▶2020年7月16日，公司公告已经收到商城控股支付的22.32亿元转让款，商城房产和浦江绿谷已经办理完毕工商变更，公司正式完成地产出表事项。这一举措使公司回笼资金，更加聚焦市场主业发展。

表：公司在售地产项目情况（截至2020年3月末）

项目名称	地理位置	可销售面积 (万平方米)	累计销售面积 (含预售, 万平方米)	总投资金额 (亿元)	累计回笼资金 (含预售, 亿元)	销售均价 (万元/平米)
杭州东城印象公寓	杭州	3.55	3.36	5.26	9.07	2.65
杭州钱塘印象	杭州	8.99	8.99	30.08	40.09	4.21
荷塘月色	义乌	39.59	39.5	44.87	57.13	1.35
绿谷云溪一期	金华浦江	19.21	17.95	15.47	17.3	1.00
绿谷云溪二期	金华	11.77	6.61	9.44	6.69	1.02
南昌凤凰印象	南昌	19.17	16.03	15.94	16.75	1.00
商城欧美中心	义乌	1.86	1.76	6.5	4.3	2.45
嘉美广场	义乌	6.43	3.47	14.31	6.31	2.50
苏溪印象	义乌	14.48	3.15	14.54	1.81	1.16
有机更新向阳市场C、E地块	义乌	22.54	9.58	72.16	24.68	3.20
有机更新向阳市场B地块	义乌	15.34	6.49	30.33	16.67	3.10
合计		162.93	116.89	258.9	200.8	

表：公司在建地产项目情况（截至2020年3月末）

项目名称	物业类型	建设起止年限	规划建筑面积 (万平方米)	计划总投资 (亿元)	截至1Q20末已投入金额 (亿元)
绿谷云溪二期	住宅、商业	2017.04-2020.09	12.73	9.44	6.58
绿谷云溪三期	住宅、商业	2019-2022	15.99	10.53	1.7
嘉美广场	住宅、商业	2018.05-2020.05	6.54	14.31	12.11
苏溪印象	住宅、商业	2019.03-2021.07	21.26	14.54	8.26
合计			56.52	48.82	28.65

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(1) 市场业务进入新一轮扩张周期

- ▶ 义乌国际商贸城二区东新能源产品市场：2022年完工，2023年3月17日正式营业。
- ▶ 二区东市场为全国首个新能源产品展示交易的专业市场二区东新能源产品市场，建筑面积约13万平方米，一二楼共有商铺约490间，单体商铺面积较此前有所增大，在16-60平方米不等、20-30平方米居多。同时作为第六代市场的试点，植入数字化应用场景，运用智能集成管理系统进行统一管控，通过AI能力建设和输出帮助市场参与各方无缝衔接人货场。
- ▶ 根据公司2022年年报，2022年二区东1-2F完成部分招商工作，收取入场资格费和商位使用费等合计8.56亿元，我们预计二区东3F将在2023下半年招商、2024年确认收入。

表：二区东项目概览

二区东项目概览	
商位数量	490个
商位面积	18-61平方米
商位使用费	基准价（1985元/平/年）×楼层系数×位置系数×商位面积 一楼、二楼的楼层系数各为1.2、1.0；位置系数各为1.2、1.1、1.0
商位费标的	30000元/平
租赁期限	一年，2023年1月1日至2023年12月31日

图：二区东市场鸟瞰图



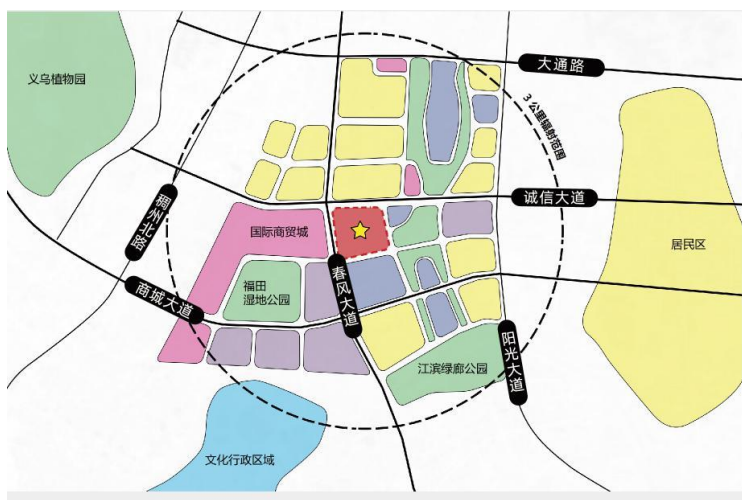
3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(1) 市场业务进入新一轮扩张周期

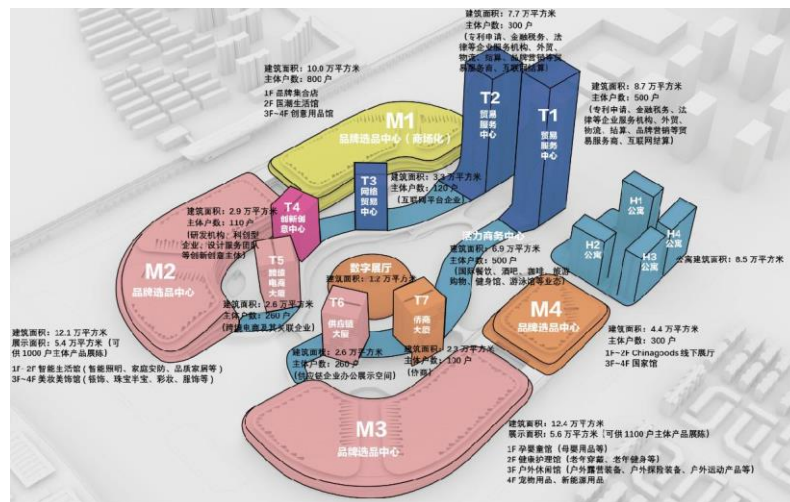
▶ **全球数贸中心**：2023年4月12日公司公告将在义乌国际商贸城五区东侧建设义乌全球数贸中心，总建筑面积约123.6万平方米，项目投资总额约83.2亿元，分两期实施，将建成集研发设计、品牌孵化、时尚智造、展示贸易、新媒体营销等功能业态于一体的国际商贸城六区市场。根据可行性报告测算，项目建成后公寓出租、市场租金、写字楼销售、商业街区销售将分别实现年均收入4060、45631、52556、26844万元。

▶ **国际数据中心**：2023年4月25日公司公告将与浙江联通签订《战略合作框架协议》，合作建设运营“一带一路”国际数据中心，并拟投资5亿元设立义乌云带路数据科技有限公司先行取得项目用地。项目一期总投资额约18亿元，规划机柜3000架、计算能力约12万VCPU、智算能力约50Pflops、互联网总带宽约2T，并计划构建与北美、欧洲、东南亚、阿拉伯等国内外主流云服务商、数据中心的国际新型互联网数据专用通道。

图：全球数贸中心地理位置示意



图：全球数贸中心功能布局分析图



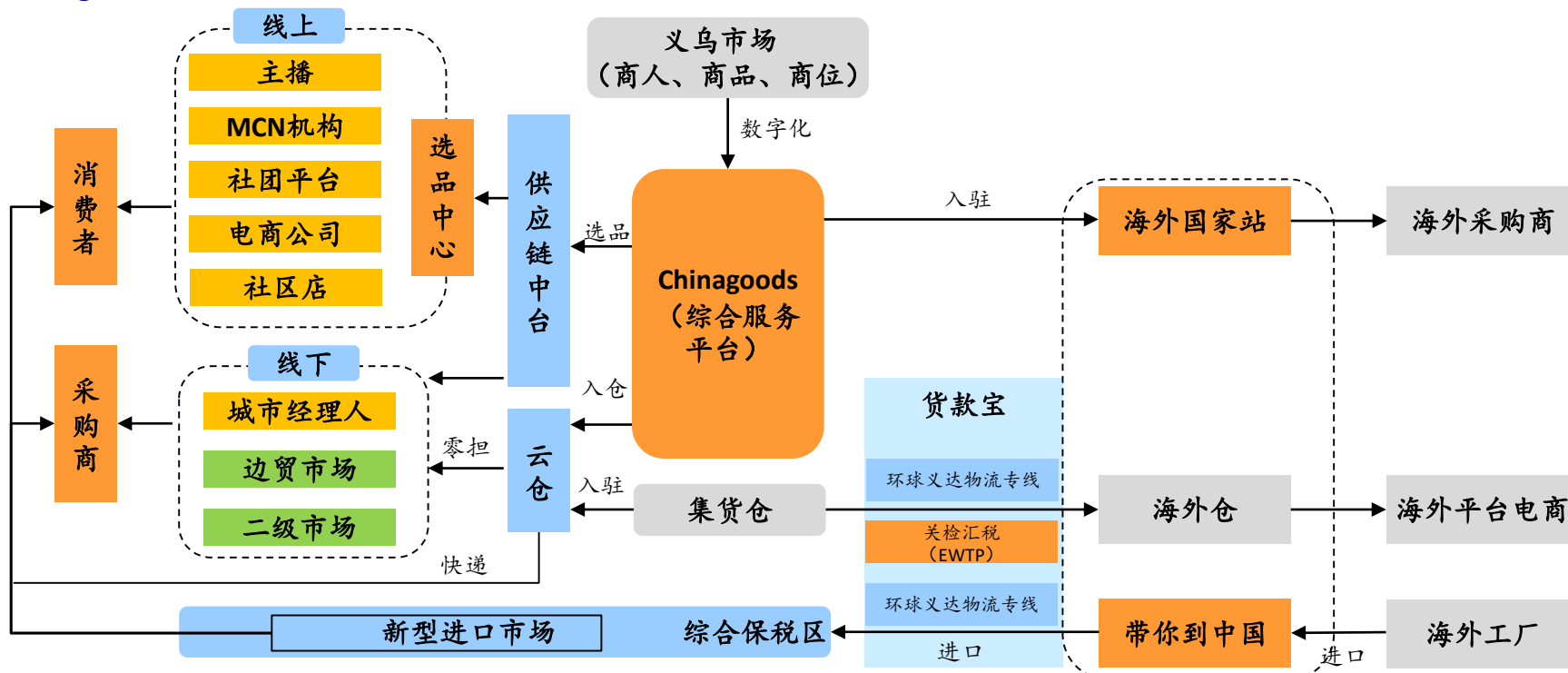
资料来源：全球数贸中心项目可行性研究报告，HTI

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(2) Chinagoods平台快速起量，沉淀数据资产

►Chinagoods：搭建数字贸易“云上一平台”，“地面一张网”。①海量产品，精准找货。平台聚合义乌小商品城7.5万家实体商铺，对接小商品产业上游200万家中小微企业，覆盖26个大类，210万个单品，构建线上小商品海洋。②线上线下的，实体对应。平台所有网店均可与线下实体商位一一对应，建立了严格的商户审核和准入机制，让交易更有诚信保障。③交易保障，便捷支付。平台开通多种数字化支付手段，覆盖线上线下，基于真实交易，并可建立电子合同，具备法律效力，让交易更安全、更放心。④全链路服务，一站通达：展示交易、国际国内物流、关检汇税、海外数字贸易枢纽，国内国外贸易联动，一站通达，让贸易更简单。

图：Chinagoods总体业务框架图



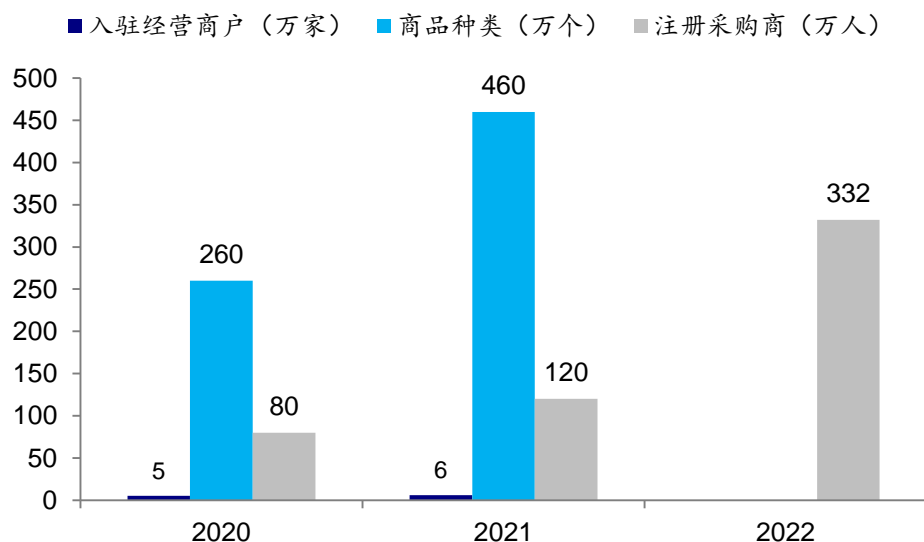
3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(2) Chinagoods平台快速起量，沉淀数据资产

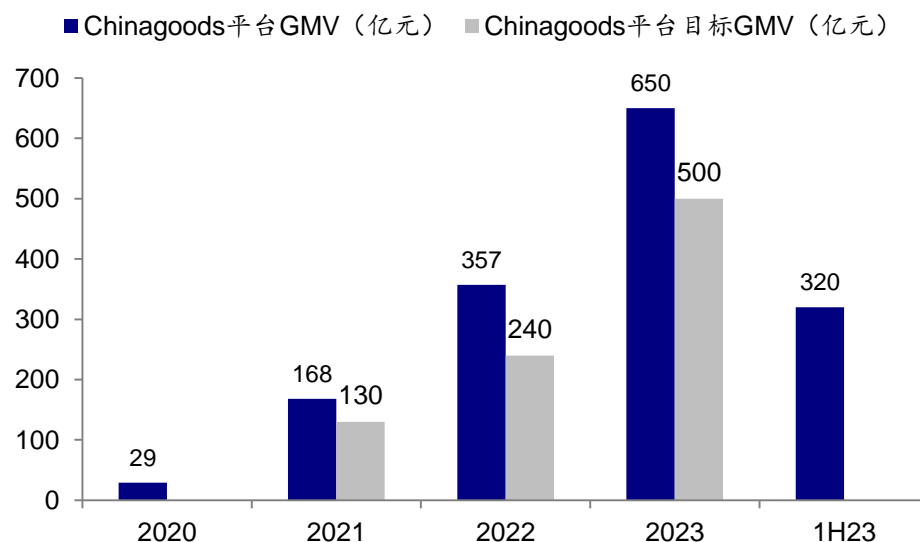
► **Chinagoods平台GMV屡创新高，超额完成股权激励目标。**自平台上线以来，入驻经营商户、采购商及上线商品数量快速扩张，平台GMV实现高速增长，2021年实现GMV 168亿元，同比增长480.5%，超出股权激励目标29.2%，实现营收1.4亿元、净利润2747万元；2022年实现GMV 356.8亿元，同比增长112%，超出目标48.7%；2023年我们预计实现GMV 650亿元，同比增长80%以上，超出目标30%。

► **大数据公司（chinagoods平台运营主体）1H23净利润4639.89万元，去年同期为-557.87万元，在2023上半年chinagoods平台加大技术研发投入的情况下，净利润仍然取得较大幅度增长；2023年我们预计大数据公司净利润超8000万元，22年净利润为110万。**

图：Chinagoods平台入驻商户、商品及采购商数量



图：Chinagoods平台GMV超额完成目标



3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(2) Chinagoods平台快速起量，沉淀数据资产

- ▶与第三方平台合作共赢，有望进一步加速提升规模。
- ▶2022年11月25日，义乌小商品城与百度爱采购达成全面战略合作，双方将在义乌企业数字营销服务、数字供应链搭建、产业生态建设等方面展开全方位深入合作。2023年4月11日，百度爱采购义乌数字馆正式落定。
- ▶2023年4月13日，1688义乌数字馆正式发布。
- ▶2023年5月16日，与京东集团正式签署战略合作协议，探讨在电商领域的深度合作，欲合力推动中国一盘好货数字化供应链和产业带的不断升级。

图：百度爱采购义乌数字馆落定



图：1688义乌数字馆发布



图：与京东签署战略合作协议



3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(3) 支付业务牌照稀缺，业务前景广阔

►收购海尔金控旗下快捷通100%股权，拥有互联网支付牌照及跨境人民币业务资质。2021年6月，公司发布公告收购海尔金控子公司快捷通100%股权，交易对价4.5亿元，分三期交割，后由于第二期和第三期交割先决条件未能如期达成，调整交易对价至4.4亿元，并于2022年7月完成收购，并将品牌升级为“义支付（Yiwu Pay）”。

►收购快捷通之后，启用中文品牌名“义支付”，英文品牌名“YiwuPay”，并获批跨境人民币备案资格。2022年12月6日，义特网络科技有限公司通过“义支付Yiwu Pay”收到了来自沙特阿拉伯客户的跨境人民币货款，这标志着商城集团旗下的第三方支付公司推出的首单人民币跨境业务成功落地。

图：Yiwu Pay业务模式



3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(3) 支付业务牌照稀缺，业务前景广阔

图：跨境支付行业产业图谱



资料来源：Yiwu Pay微信公众号，HTI

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(3) 支付业务牌照稀缺，业务前景广阔

- ▶根据博通分析能力评估指数，“Yiwu Pay”排名第9，位于跨境支付厂商第一梯队。
- ▶截至2023年9月，公司自有支付品牌“义支付Yiwu Pay”自2023年2月21日正式上线以来，累计为近2万个商户开通跨境人民币账户，跨境清算资金约人民币20亿元；根据2023年业绩预增公告，23年全年跨境清算资金超人民币85亿元，且当年实现盈利；3-5年内目标GMV达到100亿美金以上。

图：跨境支付机构服务电商卖家综合能力排名

跨境支付机构TOP10				
 LianLian Global 连连国际 (LianLinan Global)	 Alipay 蚂蚁集团 (Alipay / WorldFirst)	 pingpong 乒乓智能 (PingPong)	 FIT 腾讯金融科技 腾讯金融科技 (Tencent Financial Technology)	 PayPal 贝宝 (PayPal)
1	2	3	4	5
 VISA / Mastercard 维萨/万事达 (Visa / Master)	 Payoneer 派安盈 (Payoneer)	 PAYSSION Payssion	 Yiwu Pay 义支付	 iPayLinks Ipaylinks
6	7	8	9	10

图：Yiwu Pay经营数据（截至2023年6月25日）



3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(3) 支付业务牌照稀缺，业务前景广阔

► 依托集团数字贸易金融服务体系的建设（商城征信、商城保理、义支付），融合大数据、仓储、供应链，数字履约平台Chinagoods的深度合作，Yiwu Pay义支付能够通过多样的产品功能、及时的本地化服务，助力企业与经营户在支付环节降本增效，落实数字普惠，服务实体需求的价值，从而链通跨境贸易的供应链与价值链，实现人、货、场等要素的集合。

图：Yiwu Pay助力小商品城打通贸易闭环

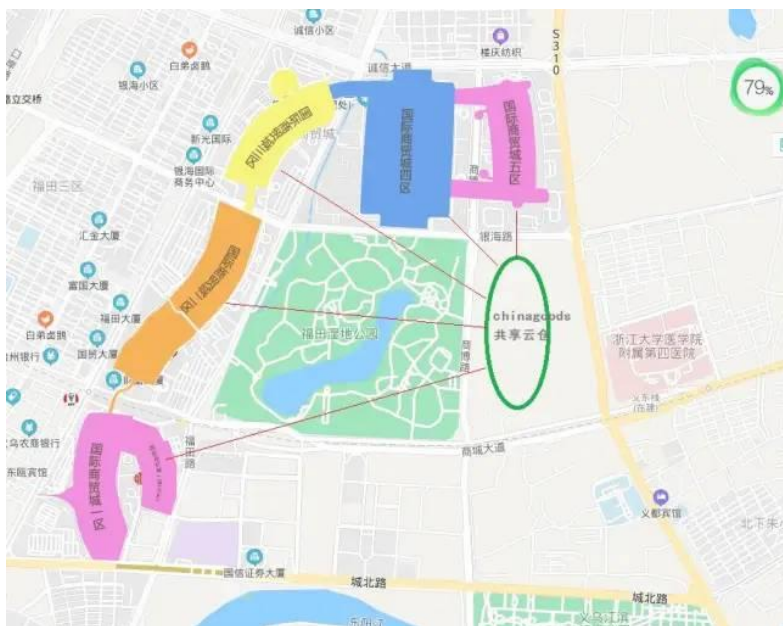


3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(4) 供应链金融和物流业务完善生态，强化商户粘性

► **仓储：本地仓+海外仓+综保区稳步协同发展。**① **国内云仓：**打造Chinagoods共享云仓，紧邻国际商贸城五区，环市场1公里范围配建。园区占地面积约321亩，仓储建筑面积约8万平方米，共计建设标准化单层仓库12个。共享云仓以Chinagoods平台作为下单入口，提供货物随存随取、按日计费的新型数字化仓储服务，解决经营户淡旺季仓储需求不平衡、仓储空间和人员利用率不高等痛点。收费包括操作费（15元/次/m³）和存储费（基准价为1.5元/日/M³）。1H22共享云仓整体出租率超86%。

图：共享云仓位置



图：共享云仓具备灵活、便捷等优势

chinagoods 共享云仓
商城集团全资自营

可日租/月租
快速出入货/存取费用低
动动手指，轻松发货
库存盘点，一目了然
Daily / monthly rent available
Fast delivery - low access cost
Move your fingers and deliver easily
Trapped inventory clear at a glance

按货物存期收费
chinagoods平台用户
立减10%
按日按票入仓 怎么省钱怎么来
Users of chinagoods platform decreased by 10%
How to save money by warehousing on demand every day

接轨chinagoods平台
减少外贸生意风险
Connect with chinagoods platform
Reduce the risk of foreign trade business

摊位门口的仓库
环绕市场
1公里范围配建
The warehouse at the entrance of the booth is built within 1km around the market

商城集团物流仓储 LOGISTICS STORAGE
客服热线 8586-8787 | 189-0679-0884
地址：义乌市高博路518号

商城集团物流仓储客服热线 8586-8787 | 189-0679-0884
地址：义乌市高博路518号

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(4) 供应链金融和物流业务完善生态，强化商户粘性

► 仓储：本地仓+海外仓+综保区稳步协同发展。② 海外仓：截至1H23公司累计布局189个海外仓，面积超150万m²，覆盖全球48个国家，初步形成美洲、亚洲、欧洲、非洲、大洋洲5大仓群。截至1H22公司在德国、卢旺达、捷克等贸易节点城市布局20个“带你到中国”系列贸易服务中心，推动商品市场前移，为贸易便利化和数字化打下坚实基础。

图：小商品城部分国家海外仓布局

捷克仓 (25000 m²)



迪拜仓 (4800 m²)



卢旺达仓 (2500 m²)



西班牙仓 (1980 m²)



俄罗斯仓 (10100 m²)



美国仓 (14000 m²)

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(4) 供应链金融和物流业务完善生态，强化商户粘性

► **仓储：本地仓+海外仓+综保区稳步协同发展。** ③ **综保区：2020年3月，国务院正式批准设立义乌综合保税区，布局保税物流、保税展览、保税加工、保税研发、保税服务、口岸作业等功能区块。2021年9月一期通过正式验收、10月正式封关运行。义乌综合保税区区位优势显著，周边市场主体集聚，拥有新型进口市场、电商小镇、冷链市场等产业集群；陆空运输便利。**

► **2022年，义乌综保区实现进口额超200亿元，在2020-2022年新获批综合保税区中位列第一，全年进口大宗商品货值突破百亿元，推动“义新欧+综保区+海铁联运”新模式落地，通过“区港联动”辐射周边制造业发展；实现跨境包裹出区数量超2510万个，引进跨境电商平台50个。**

图：义乌综保区功能布局图



图：义乌综保区区位优势显著

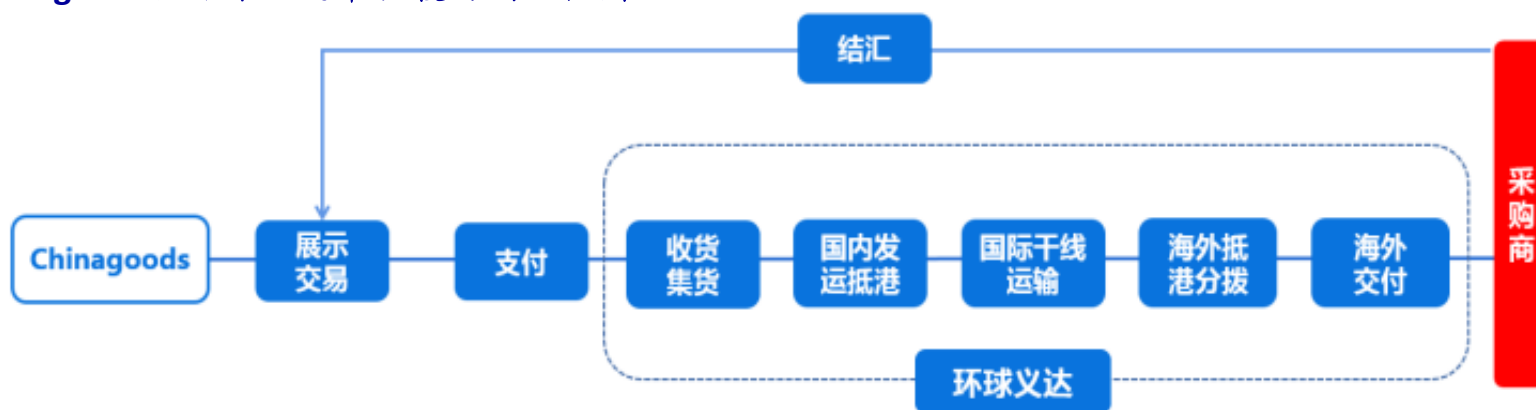


3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(4) 供应链金融和物流业务完善生态，强化商户粘性

►物流：环球义达+智捷元港。①环球义达：环球义达凭借便捷先进的互联网智能搜索技术对传统货代航运资源进行整合，以自有技术为驱动，随时随地为外贸企业提供专业的国际运输服务。平台服务包含国际海运、国际空运、FBA头程、国际小包、国际快递、供应链金融等多个领域，助力外贸企业扬帆出海。

图：Chinagoods、环球义达平台履约端流程图



表：环球义达核心产品一览

核心产品	内容详情
数字订舱	以数字、智能创新服务为驱动，以资源整合、协同互联、供应链金融为核心，打造“一个窗口，三大中心”的全程国际供应链物流服务平台，提供线上线下一站式服务解决方案。
货款宝	货款宝是义乌小商品城（chinagoods.com）为市场经营户、外贸公司提供的出口贸易保障服务产品。帮助卖家解决货款回收不及时、赊销订单不敢接、海外买家出险无保障的痛点，助力外贸业务发展。
国际物流	国际物流服务范围涵盖海运拼箱、海运整箱、空运、快递、铁路等多种跨境物流运输方式。提供门到门、仓到门、港到门等多种跨境专线物流解决方案。

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(4) 供应链金融和物流业务完善生态，强化商户粘性

►物流：环球义达+智捷元港。②智捷元港：2022年8月，公司与中远海运、普洛斯成立合资公司智捷元港（公司持股比例27%），用来解决小商品贸易“订舱难、订舱贵”的问题。合资公司将基于其线上数字化平台，减少国际货运代理层级，开展订舱业务：国际货运代理；非订舱业务：包括本地仓、拖车运输、关务、海外仓储、海外关务、海外履约以及潜在全程物流服务。

►智捷元港搭建物流平台取缔多层货代体系，缩短货代分销层级，提升物流效率；而传统的外贸货代分为多层级，物流运输服务非标准化，服务价格差异大且通常为非最低价。2022年智捷元港收入2554万元，净亏损1331万元。

表：智捷元港的股权结构

股东	认缴出资（万元）	持股比例（%）	股东背景
中远物流供应链公司	15000	27%	中远海运全资子公司，中远海运是以航运物流为核心的国际化综合性物流企业，在中国境内30个省、市、自治区及海外17个国家和地区设立了分支机构，在全球范围内拥有600多个销售和服务网点，形成了遍及中国、辐射全球的服务网络系统。
小商品城	15000	27%	
上海隐山	10000	18%	普洛斯指定的出资主体，普洛斯是全球领先的专注于供应链、大数据及新能源领域新型基础设施的产业服务与投资运营公司，在中国68个地区市场，投资、开发和管理着400多处物流仓储、制造及研发、数据中心及新能源基础设施。
珠海隐湾	5000	9%	普洛斯指定的出资主体
宁波元赞	10566	19%	合资公司的管理团队运营主体
合计	55556	100%	

3. 业务变化：市场业务重启扩张，新业务开始贡献盈利

(4) 供应链金融和物流业务完善生态，强化商户粘性

- ▶ **金融：打造“一站式”金融服务平台。**2016年，公司将打造“一站式”金融服务平台确立为核心发展战略之一，以构建市场金融生态圈为抓手，依托大数据平台，开展贸易金融服务，做大做强金融板块，有望成为公司重要的价值变现和利润来源。
- ▶ **供应链金融服务体系日趋完善。**公司作为供应链中核心企业，以互联网大数据为支撑，通过与银行达成合作等方式为上下游企业在融资、征信等方面提供灵活的金融产品和服务；注册成立商城金控公司，通过开放资源、引入服务，为市场经营户提供更具广度和深度的金融服务。
- ▶ **积极布局支付、保理、征信、小贷四张牌照，**打造完善的进出口贸易服务履约体系，推动市场采购贸易数字化升级。一方面有效提升对经营户的金融服务能力，另一方面形成Chinagoods平台资金流与信息流的生态闭环，以支付业务为流量入口，通过全链路真实贸易、物流数据的沉淀为支撑，构建企业征信的服务能力，并以此开展保理业务增强平台盈利能力，解决行业痛点，不断促进市场繁荣。
- ▶ **Yiwu Pay(义支付)及征信公司**与人民银行义乌市支行、义乌农商银行与协同合作，创新推出全国首笔基于跨境人民币结算数据的“征信产品贸易融资”。该产品创新评估标准，结合征信牌照与支付牌照两大资源信息，为跨境电商等外贸主体构建精准画像，为企业提供专属的征信服务。

4. 盈利预测与估值

►盈利预测：预计2023-2025年收入各107亿元、134亿元、162亿元，同比各增40.8%、25.0%、21.0%，归母净利润各27.08亿元、29.97亿元、31.88亿元，同比各增145%、10.7%、6.4%。

表：公司收入分部预测及假设

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	3594	4043	3726	6034	7620	10732	13411	16228
yoy	-64.12%	12.49%	-7.84%	61.95%	26.28%	40.84%	24.96%	21.01%
综合毛利率	49.36%	58.02%	51.39%	33.25%	15.31%	27.45%	27.43%	25.34%
主营收入	3170	3295	3059	5586	7327	10307	12816	15425
yoy	-66.87%	3.95%	-7.15%	82.59%	31.16%	40.68%	24.34%	20.36%
毛利率	44.28%	50.58%	44.56%	30.71%	13.53%	25.70%	25.22%	22.75%
其他业务收入	424	748	666	448	293	425	595	803
yoy	-5.87%	76.40%	-10.90%	-32.80%	-34.59%	45.00%	40.00%	35.00%
毛利率	87.32%	90.85%	82.72%	65.00%	59.98%	70.00%	75.00%	75.00%
市场经营								
市场提供的主营收入合计	2186	2241	2371	2746	2117	3920	4402	4589
yoy	1.13%	2.51%	5.78%	15.82%	-22.89%	85.13%	12.30%	4.27%
毛利率	53.78%	57.01%	56.20%	62.58%	44.09%	65.94%	68.41%	66.96%
市场经营（租金）	2103	2121	2127	2396	1697	3352	3636	3594
yoy	1.03%	0.81%	0.31%	12.66%	-29.19%	97.54%	8.46%	-1.16%
毛利率（%）	53.44%	56.68%	57.77%	63.82%	43.31%	68.98%	71.24%	70.27%
市场经营（配套服务）	83	121	244	349	420	567	766	996
yoy	3.90%	45.59%	101.76%	43.42%	20.29%	35.00%	35.00%	30.00%
毛利率（%）	62.41%	62.70%	42.52%	54.12%	47.26%	48.00%	55.00%	55.00%
酒店服务								
收入（百万元）	217	211	150	127	180	288	332	365
yoy	1.35%	-2.66%	-29.27%	-14.75%	41.44%	60.00%	15.00%	10.00%
毛利率（%）	-2.79%	8.07%	3.75%	-4.95%	14.45%	6.00%	8.00%	10.00%
展览广告								
收入（百万元）	131	127	96	120	80	160	184	202
yoy	18.58%	-2.98%	-24.08%	24.08%	-33.10%	100.00%	15.00%	10.00%
毛利率（%）	15.38%	8.78%	-10.35%	-2.86%	21.79%	20.00%	20.00%	20.00%
商品销售								
收入（百万元）	9	69	384	2593	4949	5939	7899	10269
yoy	-97.46%	644.92%	459.45%	575.70%	90.85%	20.00%	33.00%	30.00%
毛利率（%）	8.19%	3.76%	0.46%	0.25%	0.28%	0.25%	2.00%	3.50%

4. 盈利预测与估值

表：公司合并利润表预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	6034	7620	10732	13411	16228
同比增长 (%)	62.0%	26.3%	40.8%	25.0%	21.0%
营业总成本 (百万元)	5038	7545	9011	10870	13396
营业成本 (百万元)	4028	6453	7786	9733	12117
毛利率 (%)	33.3%	15.3%	27.5%	27.4%	25.3%
营业税金及附加 (百万元)	162	199	268	268	308
营业税金及附加/营业收入 (%)	2.7%	2.6%	2.5%	2.0%	1.9%
销售费用 (百万元)	205	198	258	233	276
销售费用率 (%)	3.4%	2.6%	2.4%	1.7%	1.7%
管理费用 (百万元)	454	529	558	506	584
管理费用率 (%)	7.5%	6.9%	5.2%	3.8%	3.6%
财务费用 (百万元)	180	149	119	109	87
财务费用率 (%)	3.0%	2.0%	1.1%	0.8%	0.5%
资产减值损失 (百万元)	0	0	0	0	0
投资收益 (百万元)	634	1042	1073	738	649
营业利润 (百万元)	1654	1147	2998	3320	3531
同比增长 (%)	14.5%	-30.7%	161.5%	10.7%	6.4%
营业外收入 (百万元)	6	7	6	6	6
营业外支出 (百万元)	3	4	1	1	1
利润总额 (百万元)	1657	1150	3003	3325	3536
同比增长 (%)	16.5%	-30.6%	161.2%	10.7%	6.4%
所得税费用 (百万元)	328	46	300	332	354
有效所得税率 (%)	19.8%	4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润 (百万元)	1329	1104	2703	2992	3183
少数股东损益 (百万元)	-5	-1	-5	-5	-5
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	1334	1105	2708	2997	3188
同比增长 (%)	44.0%	-17.2%	145.1%	10.7%	6.4%
净利润率 (%)	22.1%	14.5%	25.2%	22.3%	19.6%
摊薄每股收益 (元)	0.24	0.20	0.49	0.55	0.58

4. 盈利预测与估值

►估值：我们将线下和线上业务分别用PE和PGMV的方法进行估值。剔除Chinagoods平台净利润，给予线下业务2024年20倍PE，对应合理市值378亿元，线上业务给予2024年850亿GMV 0.35倍PGMV，对应市值298亿元，综合给予公司合理市值676亿元，目标价12.32元，维持“优于大市”的投资评级。

表：公司整体目标估值区间测算

估值方法		绝对值	估值		目标估值（亿元）		
			2024E	下限	上限	下限	上限
线下	PE	市场经营利润（亿元）	18.9	18 x	20 x	340	378
线上	PGMV	CG平台GMV（亿元）	850	0.30 x	0.35 x	255	298
合计						595	676
每股价值（元）						10.85	12.32

表：可比公司估值表（线下业务）

简称	海宁皮城
PE（倍，2024）	22.82
PS（倍，2024）	3.46

表：可比公司估值表（线上业务）

简称	收盘价 （元）	总市值 （亿元）	GMV(2024E) （万亿元）	PGMV（2024E） （倍）
京东	81	2582	4.14	0.06
拼多多	913	11976	3.84	0.31
平均				0.19

4. 盈利预测与估值

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.49	0.55	0.58
每股净资产	2.78	3.18	3.64	4.12
每股经营现金流	0.26	0.42	0.62	0.79
每股股利	0.07	0.09	0.09	0.10
价值评估 (倍)				
P/E	42.64	17.40	15.72	14.78
P/B	3.09	2.70	2.36	2.08
P/S	6.18	4.39	3.51	2.90
EV/EBITDA	31.39	16.01	12.60	11.53
股息率%	0.8%	1.1%	1.1%	1.2%
盈利能力指标 (%)				
毛利率	15.3%	27.5%	27.4%	25.3%
净利润率	14.5%	25.2%	22.3%	19.6%
净资产收益率	7.2%	15.5%	15.0%	14.1%
资产回报率	3.4%	7.4%	7.4%	7.3%
投资回报率	1.2%	6.7%	8.4%	8.5%
盈利增长 (%)				
营业收入增长率	26.3%	40.8%	25.0%	21.0%
EBIT增长率	-78.2%	619.4%	43.6%	10.3%
净利润增长率	-17.2%	145.1%	10.7%	6.4%
偿债能力指标				
资产负债率	52.4%	52.5%	50.5%	48.0%
流动比率	0.42	0.50	0.56	0.59
速动比率	0.22	0.27	0.30	0.32
现金比率	0.16	0.20	0.22	0.23
经营效率指标				
应收账款周转天数	9.35	9.00	9.00	9.00
存货周转天数	74.14	65.00	60.00	55.00
总资产周转率	0.24	0.31	0.35	0.39
固定资产周转率	1.48	1.76	1.68	1.62
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1105	2708	2997	3188
少数股东损益	-1	-5	-5	-5
非现金支出	761	1395	1516	1608
非经营收益	-790	-1161	-601	-497
营运资金变动	326	-615	-495	41
经营活动现金流	1400	2322	3412	4334
资产	-4101	-3043	-2944	-2734
投资	359	-1690	-1258	-1295
其他	1380	1073	738	649
投资活动现金流	-2363	-3661	-3465	-3380
债权募资	-355	2500	1000	0
股权募资	0	-5	0	0
其他	-702	-589	-643	-708
融资活动现金流	-1057	1906	357	-708
现金净流量	-2025	568	304	246

利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7620	10732	13411	16228
营业成本	6453	7786	9733	12117
毛利率%	15.3%	27.5%	27.4%	25.3%
营业税金及附加	199	268	268	308
营业税金率%	2.6%	2.5%	2.0%	1.9%
营业费用	198	258	233	276
营业费用率%	2.6%	2.4%	1.7%	1.7%
管理费用	529	558	506	584
管理费用率%	6.9%	5.2%	3.8%	3.6%
EBIT	260	1873	2690	2967
财务费用	149	119	109	87
财务费用率%	2.0%	1.1%	0.8%	0.5%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	1042	1073	738	649
营业利润	1147	2998	3320	3531
营业外收支	3	5	5	5
利润总额	1150	3003	3325	3536
EBITDA	1020	3268	4206	4576
所得税	46	300	332	354
有效所得税率%	4.0%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	-1	-5	-5	-5
归属母公司所有者净利润	1105	2708	2997	3188
资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1991	2559	2862	3108
应收账款及应收票据	211	326	345	467
存货	1330	1481	1763	1939
其它流动资产	1722	2028	2312	2497
流动资产合计	5254	6394	7283	8011
长期股权投资	6033	6854	7354	7854
固定资产	5221	6952	8975	11046
在建工程	2860	3542	3529	3171
无形资产	6462	6301	6136	5973
非流动资产合计	26857	30372	33066	35493
资产总计	32111	36766	40348	43504
短期借款	1059	1559	1559	1559
应付票据及应付账款	1191	539	1083	1609
预收账款	886	1073	1341	1298
其它流动负债	9276	9698	8975	9015
流动负债合计	12412	12869	12959	13482
长期借款	405	2405	3405	3405
其它长期负债	4013	4013	4013	4013
非流动负债合计	4418	6418	7418	7418
负债总计	16830	19287	20377	20900
实收资本	5486	5484	5484	5484
归属于母公司所有者权益	15262	17466	19963	22601
少数股东权益	19	14	9	3
负债和所有者权益合计	32111	36766	40348	43504

注：计算采用2024/3/4股价，资料来源：公司2022年报，HTI

5. 风险提示

- 市场拓展不及预期；
- 资本开支压力；
- 新业务发展不及预期；
- 人才储备不足；
- 外贸环境的不确定性。

APPENDIX 2

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，李宏科，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, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，汪立亭，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, Litng Wang, 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.

APPENDIX 2

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，如需要了解及时全面信息，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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了C.US的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of C.US within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of C.US for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

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, 601398.CH, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格泓海1号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司-引擎资本基金长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管-北京东方雨虹防水技术股份有限公司2021年员工持股计划-富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛复合策略一号基金, 600036.CH, 花旗集团基金及 601939.CH 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, 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司, 601398.CH, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格泓海1号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司-引擎资本基金长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管-北京东方雨虹防水技术股份有限公司2021年员工持股计划-富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛复合策略一号基金, 600036.CH, 花旗集团基金及 601939.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

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, 601398.CH, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格泓海1号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司-引擎资本基金长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管-北京东方雨虹防水技术股份有限公司2021年员工持股计划-富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 600036.CH 及 601939.CH 获得除投资银行服务以外的产品或服务的报酬。

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, 601398.CH, 北京东方宝辰国际投资有限公司, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金, 北京东方贝格资产管理有限公司-东方贝格泓海1号私募证券投资基金, 北京东方华晟投资管理有限公司, 北京东方顺泰金属制品有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛复合策略一号基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛积极进取二号私募基金, 北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛稳健回报三号私募基金, 北京东方引擎投资管理有限公司-引擎资本基金长青混合私募证券投资基金, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司, 北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户, 北京东世佳商贸有限公司, 北京东泰阳光纺织品有限公司, 北京京东绿谷农业科技有限公司, 富诚海富资管-北京东方雨虹防水技术股份有限公司2021年员工持股计划-富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划, 南京东宇汽车集团有限公司, 上海京东工贸商行, 600036.CH and 601939.CH.

APPENDIX 2

评级定义（从2020年7月1日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读HTI的评级定义。并且HTI发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来12-18个月内预期相对基准指数涨幅在10%以上，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, 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.

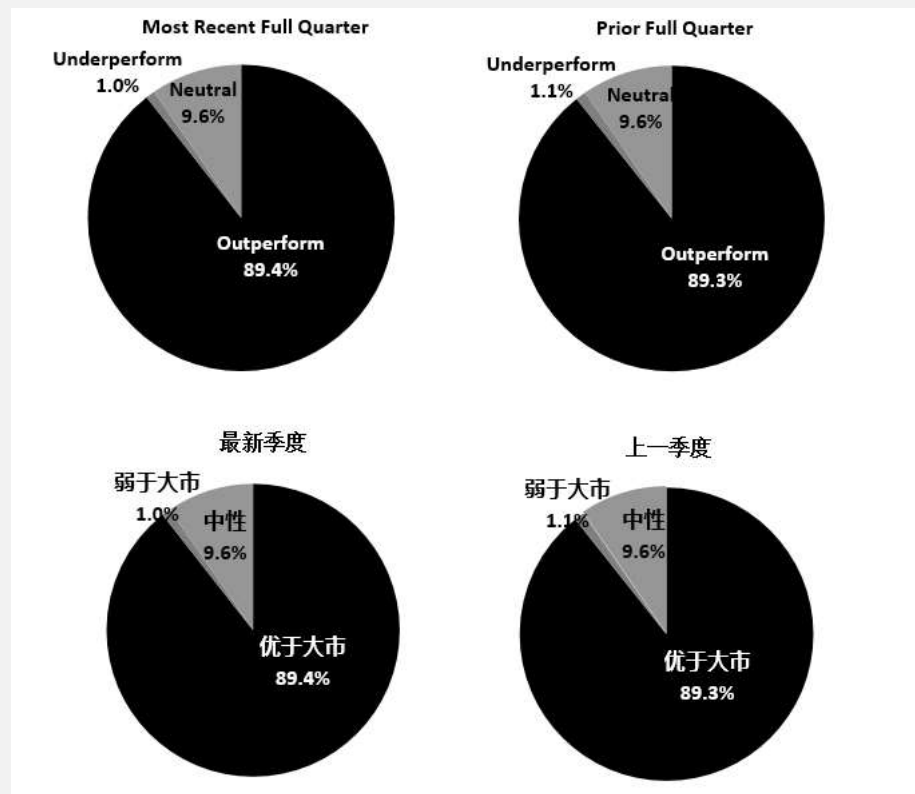
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

APPENDIX 2

评级分布 Rating Distribution



APPENDIX 2

截至2023年12月31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	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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.

APPENDIX 2

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际A股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国A股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国A股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国A股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质100 A股（Q100）指数：海通国际Q100指数是一个包括100支由海通证券覆盖的优质中国A股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券A股团队自下而上的研究。海通国际每季对Q100指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

APPENDIX 2

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-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. User Registration Protocol of SusallWave Website, User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website, Privacy Policy of Susallwave Website), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

APPENDIX 2

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在HTISGL的全资附属公司Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖BSE Limited（“BSE”）和National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL于2016年12月22日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但HTIRL、HTISGL或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG的销售员、交易员和其他专业人士均可向HTISG的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但HTIRL没有义务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，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在FINRA进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国FINRA有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第2241条规则之限制。

APPENDIX 2

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

APPENDIX 2

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 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.

APPENDIX 2

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

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）予以实施，该公司是一家根据National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations（“NI 31-103”）的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions第1.1节或者Securities Act (Ontario)第73.3(1)节所规定的「认可投资者」（“Accredited Investor”），或者在适用情况下National Instrument 31-103第1.1节所规定的「许可投资者」（“Permitted Investor”）。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（“HTISSPL”）[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

APPENDIX 2

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”）第03/1102、03/1103或03/1099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。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

“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。

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, 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. 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

APPENDIX 2

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

“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>