

## 首次覆盖：价值链重构， 技术驱动品牌出海

301381 CH  
Sailvan Times  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb31.49

Liting Wang  
liting.wang@htisec.com

Hongke Li  
hongke.li@htisec.com

Rebecca Hu, CFA  
rebecca.ji.hu@htisec.com

### 投资要点：

- 由“性价比铺货”转向“品牌矩阵式孵化”。赛维时代是一家技术驱动的品牌出海企业，①2012-15年创立初期：主营高性价比产品，重视底层架构搭建，通过技术投入优化流程成本。②2016年至今推进品牌化转型，2023年外部扰动渐退，收入、净利润各65.6、3.36亿元，同比增33.7%、81.6%；1Q24收入、净利润各18.0、0.86亿元，同比增44.7%、65.6%。
- 财务：产品结构持续优化，营运能力显著提升。①经营模式：聚焦Amazon平台，其次是Walmart和自营网站，2023年收入占比各88.3%、4.1%和2.8%。②地区&产品结构：北美市场比重持续上行，2023年达89.9%，1Q24欧洲市场边际改善恢复增长；服饰配饰类持续强劲增长，2023年收入占比71.5%，2019-23年CAGR达32.7%，1Q24同比增50.1%，非服饰配饰类完成品类精简聚焦，1Q24收入同比增26.5%回归增长。④毛利率&费用率：随扰动渐退、公司品牌化战略持续推进、产品结构优化，2022-23年及1Q24毛利率逐步回升至44.8%、45.8%、47.2%；期间费用率提升至39.0%、39.3%、41.2%，主因加强品牌建设与研发投入。⑤营运能力：2023年，存货周转率提升至5.05次，略高于可比公司均值5.02次，存货管理水平显著提升。
- 行业：规模大、稳增长，有望实现规模化赋能。①需求端：欧美为核心需求市场，2022-27年亚马逊时尚服饰品类销售额预计以12.4%的CAGR增长。②供给端：2022年我国跨境出口B2C品类中服饰鞋履占比23.3%，预计未来份额占比稳定。我国服饰产业集群效应明显，政策多方位支持，物流基础设施稳固，出口产品竞争力强。服装具备多品牌高度复用特点，有望实现规模化赋能。③竞争格局：中小卖家居多，格局分散，预计2025年B2C品牌化率有望达20-30%；亚马逊推出品牌备案计划，利好公司品牌化转型。
- 核心竞争力：价值链重构+底层能力复用，驱动品牌战略发展。①品牌孵化：削减低效单品，2019-22年SKU数下降56%，精品开发进步显著；品牌化形成梯度矩阵，2021-23年已孵化4个十亿级、超20个亿级及超70个千万级品牌；头部品牌势能强劲，2023年4大头部品牌收入占比达55.1%，同比增40.6%。②价值链重构：公司自研EPR系统搭建版型数据库，搭配柔性供应链实现“小单快反”，2022年平均生产周期达5-10天，仓储物流体系完善，国内仓、海外仓日最大订单处理能力各超12万单、2万单。③底层能力：注重底层IT平台搭建，实现全链路数字化能力；“阿米巴”模式打造敏捷性组织，积累人才储备，“小前端+大中台”灵活响应市场变化。
- 盈利预测与估值。公司品牌化战略转型卓有成效，柔性供应链助推价值链重构，全链路数字化夯实底层能力，利润空间有望释放。我们预计2024-26年收入各89.82亿元、113.23亿元、138.31亿元，同比增36.8%、26.1%、22.2%，归母净利润各4.50亿元、5.82亿元、7.49亿元，同比增长34.1%、29.4%、28.7%，给予2024年28倍PE，对应市值125.99亿元，目标价31.49元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

- 风险提示：市场竞争风险、存货管理风险、亚马逊平台集中度较高的风险等。

### 主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万 元)	4909	6564	8982	11323	13831
(+/-)YoY(%)	-11.8%	33.7%	36.8%	26.1%	22.2%
净利润(百万 元)	185	336	450	582	749
(+/-)YoY(%)	-46.9%	81.6%	34.1%	29.4%	28.7%
全面摊薄EPS(元)	0.46	0.84	1.12	1.46	1.87
毛利率(%)	44.8%	45.8%	47.2%	47.5%	47.7%
净资产收益率(%)	12.7%	13.9%	16.5%	18.6%	20.5%

资料来源：公司年报(2022A-2023A)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

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)

## 目 录

1. 概况：技术驱动，品牌出海.....	6
1.1 历史沿革：由“性价比铺货”转向“品牌矩阵式孵化”模式 .....	6
1.2 股权结构：兼具集中与多元化，高管高度参与 .....	7
2. 财务：产品结构持续优化，利润率仍有释放空间 .....	7
3. 行业：规模大、稳增长，有望实现规模化赋能 .....	10
3.1 需求端：欧美为服饰核心需求市场，电商渗透率有望提升 .....	10
3.2 供给端：服饰是跨境出口核心品类，产业集群效应显著 .....	11
3.3 竞争格局：中小卖家居多，品牌化趋势明显 .....	12
4. 核心竞争力：价值链重构+底层能力复用，驱动品牌战略发展 .....	13
4.1 品牌孵化：底层能力高度复用，品牌矩阵驱动成长 .....	13
4.2 价值链重构：柔性供应链实现“小单快反”，仓储物流体系完善 .....	16
4.3 底层能力：打磨全链路数字化能力，灵活响应市场变化 .....	19
5. 盈利预测与估值.....	21
6. 风险提示.....	23
财务报表分析和预测 .....	25

## 图目录

图 1	公司营业收入及增速 (2016-1Q24) .....	6
图 2	公司归母净利润及净利率 (2016-1Q24) .....	6
图 3	公司股权结构 (截至 1Q24) .....	7
图 4	公司收入结构 (%，按经营模式划分, 2017-2023 年) .....	8
图 5	公司收入结构 (%，按地区划分, 2017-2023 年) .....	8
图 6	公司收入结构 (%，按产品划分, 2017-2023 年) .....	8
图 7	公司各产品及服务毛利率 (%，2017-1H23) .....	8
图 8	公司销售毛利率及销售费用率 (2017-1Q24) .....	9
图 9	公司管理、研发及财务费用率 (2016-1Q24) .....	9
图 10	公司及可比公司销售毛利率 (2020-1Q24) .....	9
图 11	公司及可比公司销售费用率 (2020-1Q24) .....	9
图 12	公司及可比公司销售净利率 (2020-1Q24) .....	10
图 13	公司及可比公司存货周转率 (次, 2016-2023 年) .....	10
图 14	公司及可比公司应收账款周转率 (次, 2016-2023 年) .....	10
图 15	公司偿债能力核心指标 (2016-2023 年) .....	10
图 16	需求端: 2018-2028 年全球服装鞋帽零售额及同比增速 .....	11
图 17	需求端: 欧美、中国市场为主要需求市场 .....	11
图 18	需求端: 2021-2027 年全球零售电商销售额及渗透率 .....	11
图 19	需求端: 2018-2023 年全球服装鞋帽电商销售额 .....	11
图 20	供给端: 2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布 .....	12
图 21	供给端: 2022 年中国跨境出口 B2B 电商品类分布 .....	12
图 22	供给端: 2021 年全球主要服装出口国出口份额占比情况 .....	12
图 23	供给端: 2022 年中国跨境电商综合试验区设立数量 .....	12
图 24	公司时尚生活品牌矩阵覆盖多个品类 .....	14
图 25	2019 年起各主要平台低效 SKU 得到持续精简 (万个) .....	14
图 26	品牌类商品收入占比得到较大提升 (%) .....	14
图 27	2023 年公司 4 大头部品牌占比 55.1% (%) .....	14
图 28	2020 年起各主要平台客单价显著提升 (元) .....	15
图 29	2020-22 年服饰配饰类前 5 名子产品毛利率表现突出 (%) .....	15

图 30	2020-22 年百货家居类前 5 名子产品毛利率表现情况 (%)	15
图 31	2020-22 年运动娱乐类前 5 名子产品毛利率表现情况 (%)	15
图 32	2020-22 年数码汽摩类前 5 名子产品毛利率表现情况 (%)	16
图 33	自营网站销售指标	16
图 34	公司整合供应链资源, 实现价值链重构	16
图 35	服装配饰品类成品存货库龄结构健康	17
图 36	主要仓储模式费用占比 (% , 2020-2022 年)	18
图 37	主要仓储模式费率 (% , 2020-2022 年)	18
图 38	主要物流模式费用占比 (% , 2020-2022 年)	19
图 39	主要物流模式费率 (% , 2020-2022 年)	19
图 40	公司持续打磨全链路数字化能力	21
图 41	公司“阿米巴模式”敏捷组织架构	21

## 表目录

---

表 1	卖家品牌化概况 .....	13
表 2	公司主要仓储物流模式.....	18
表 3	公司核心技术部分摘要.....	19
表 4	公司管理团队概况 .....	20
表 5	公司分品类收入预测 (百万元) .....	22
表 6	可比公司估值情况 (20240704) .....	23

## 1. 概况：技术驱动，品牌出海

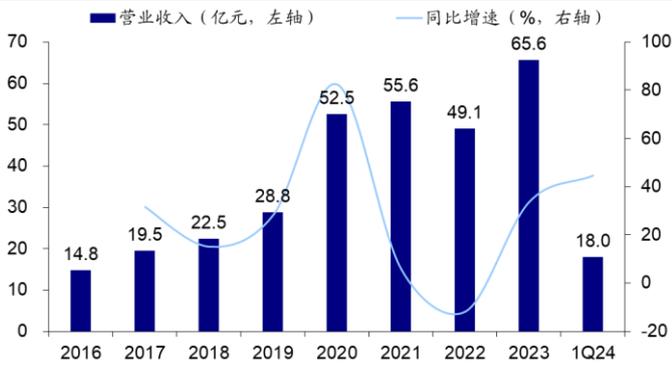
赛维时代是一家技术驱动的品牌出海企业，通过 Amazon 等平台提供出口跨境 B2C 服务，向全球消费者销售高品质、个性化的服饰配饰等时尚生活产品。2021-2023 年，公司已孵化 4 个 10 亿级、超 20 个亿级及超 70 个千万级的品牌。公司以全链路数字化技术底层和敏捷响应的小前端组织形态，驱动公司品牌矩阵战略的发展。

### 1.1 历史沿革：由“性价比铺货”转向“品牌矩阵式孵化”模式

根据公司发展战略不同，发展历程可大致分为 2 个大阶段：2015 年之前创立初期以高性价比产品为主，注重底层架构搭建和运营效率，2015 年后开启品牌化转型道路。

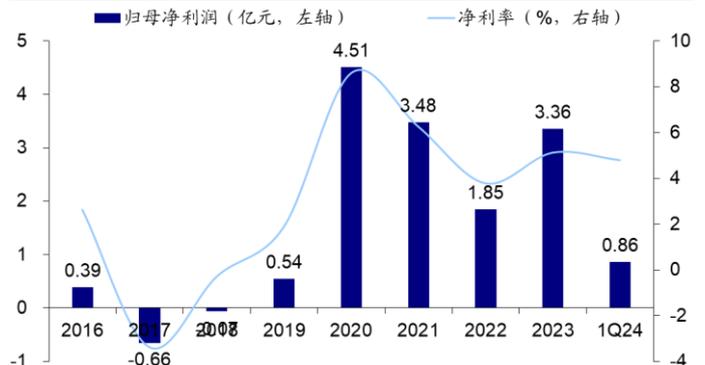
**创立初期：底层架构搭建，持续提升运营效率。**2012-2015 年，公司背靠中国供应链资源，依托 eBay、AliExpress 等平台开展跨境电商业务。该阶段海外市场空间巨大，但客户主要为价格敏感型，对于性价比高的产品需求旺盛，因此卖家多追逐低成本以获取超额利润。公司通过技术投入，从最优化流程及时间成本、加强风险管控、提升系统对市场变化的灵敏度等方面入手，提升运营效率以寻求利润空间和业务增长。

图1 公司营业收入及增速 (2016-1Q24)



资料来源：Wind, HTI

图2 公司归母净利润及净利率 (2016-1Q24)



资料来源：Wind, HTI

**转型阶段：强化品牌运营基础设施，构建品牌矩阵式孵化体系。**

**(1) 转型前期：推行品牌化转型战略，克服阶段性阵痛。**2016-2019 年，公司推行品牌化战略，营业收入稳步增长，分别为 14.8、19.5、22.5、28.8 亿元，4 年 CAGR 为 25%。公司面临战略转型阵痛，由于新品牌培育和回报周期长及运营管控不完善等原因，2017 年净亏损 0.66 亿元，随公司运营精细化调整，品牌化转型成果和业务调整成效凸显，2018 年亏损收窄至 0.07 亿元，并于 2019 年实现扭亏为盈。

**(2) 快速发展后步入调整期：疫情消费线上化助推高增，市占率明显提升。**2020 年，公司品牌和品类扩张能力逐步成熟，逐步切换至海外仓模式，叠加疫情加速消费线上化渗透，公司营业收入及归母净利润分别达 52.5、4.51 亿元，分别增长 83%、733%，实现爆发式增长。疫情期间，公司进一步强化全链路数字化能力、供应链整合能力、品牌运营能力，完善物流仓储布局配套，积极践行“品牌化”战略，但同样受亚马逊库容新政与封号潮、疫情带来的线上消费潮消退、国际运费上涨等外部环境因素扰动，2021-2022 年，收入分别增长 6%、下降 12%，归母净利润分别同比下滑 23%、47%。

**(3) 强劲增长长期：外部扰动渐退，收入盈利双修复。**3Q22 起，海外通胀好转叠加就业景气依旧，消费韧性明显；运费等影响行业利润水平的扰动因素在逐渐好转，行业明显改善。2023 年营业收入、净利润分别为 65.6、3.36 亿元，同比增长 33.7%、81.6%，净利率恢复至 5.1%。1Q24 营业收入、净利润分别为 18.0、0.86 亿元，增长 44.7%、65.6%。

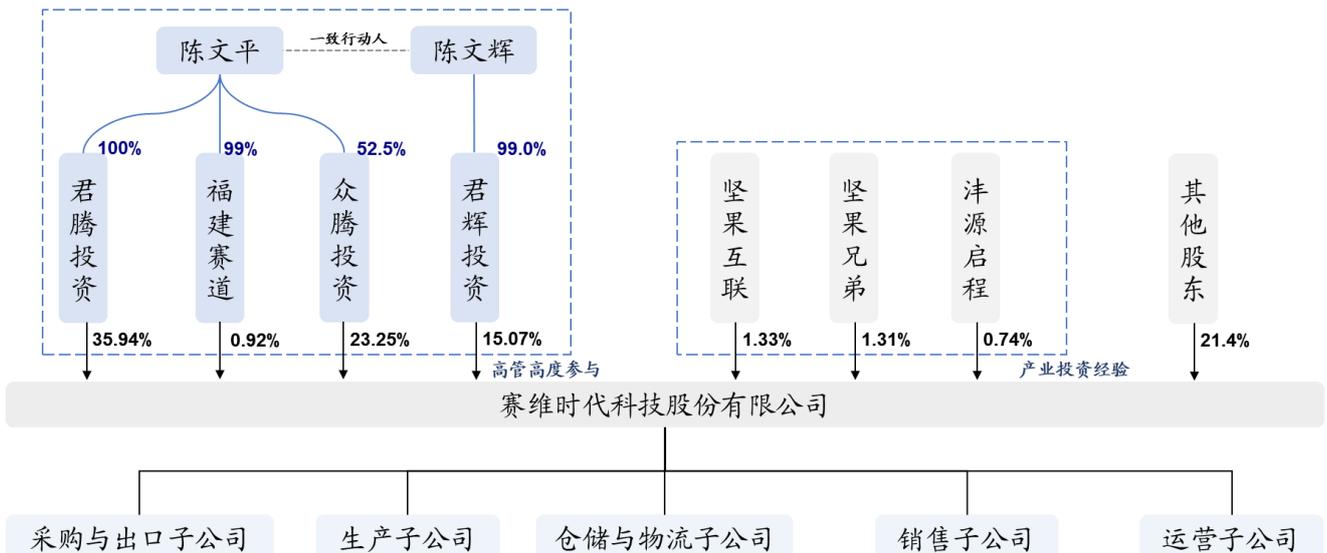
净利率恢复至 4.8%，主要源自服饰配饰品类的强劲增长及非服饰配饰品类的复苏：受益于亚马逊下调部分价格带服装品类佣金，部分服装品牌利润率进一步提升；同时，1Q23 受低价清理库存且库存成本高企等因素影响，非服饰配饰品类利润率水平较低，上述不利因素缓解后利润率显著改善。

## 1.2 股权结构：兼具集中与多元化，高管高度参与

**股权结构多元化，高管高度参与。**公司股权结构兼具集中和多元化特点：① **高管通过持股平台高度参与**：董事长陈文平为实际控制人，通过君腾投资、福建赛道、众腾投资等与一致行动人合计持有公司约 64% 股份，其中，高管通过持股平台高度参与众腾投资股份。② **外部投资者广泛看好**：坚果互联、坚果兄弟、沛源启程等均具备产业投资经验。③ **主要子公司按照职能划分**，涵盖跨境电商各业务链条。

**首次股权激励充分，激发核心团队动力。**公司 2024 年股权激励方案拟向 435 名公司董事、高级管理人员、中级管理人员、核心技术（业务）骨干人员授予 1200.3 万股限制性股票，约占股本总额的 3%，业绩考核目标为 2024-26 年收入同比增长不低于 30%、19%、19%（2023-26 CAGR 22.8%），或净利润同比增长不低于 25%、20%、20%（2023-26 CAGR 21.6%），彰显成长信心。

图3 公司股权结构（截至 1Q24）



资料来源：Wind，公司招股书，HTI

## 2. 财务：产品结构持续优化，利润率仍有释放空间

从收入结构角度看，公司以 B2C 为主要经营模式，随品牌化路径的深入，第三方平台逐渐聚焦于 Amazon，销售地区以欧美为主，产品品类以服饰配饰为主。

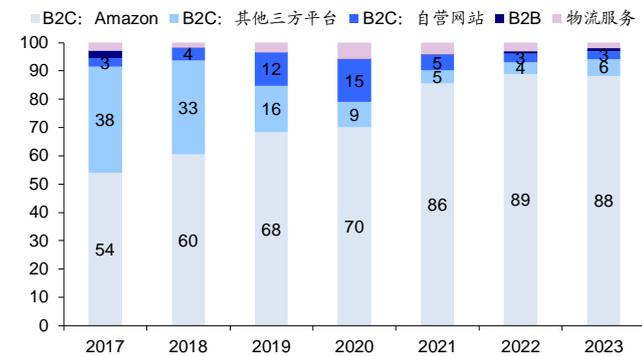
**经营模式：B2C 为核心业务，Amazon 平台占比提升。**① **B2C**：2017 年以来 B2C 业务占比维持 94% 以上，核心业务长期平稳发力。其中，公司主要销售渠道为 Amazon 平台，占比由 2017 年的 53.9% 提升至 2023 年的 88.3%，其次是 Walmart 和自营网站，2023 年分别占主营业务收入的 4.1% 和 2.8%。1Q24 公司 Amazon 的销售收入为 15.6 亿元，同比增长 42.9%；Walmart 和自营网站等渠道的销售收入也呈现较好增长态势。公司历史期间有多个海外电商平台的对接经验，Amazon 平台占比提升是公司品牌业务运营聚焦后的结果，其监管机制和流量机制都较为适合新品牌的孵化成长。② **B2B**：占比较低，2022 年新增 Amazon 平台 Vendor Central 计划，2022-2023 年公司占比分别提升至 1.0%、

1.2%。③**物流服务**：包括国内直邮、国际运输及仓储等业务，公司基于完善的跨境仓储物流体系向第三方提供物流服务，2020-2023 年物流业务占比分别为 5.6%、4.1%、2.9%、1.9%，占比持续降低。

**地区结构**：北美市场比重持续上行，1Q24 欧洲市场边际改善。北美市场占比自 2017 年以来逐年提升，由 59.6% 上升至 2023 年的 89.9%；欧洲市场占比则自 2018 年以来逐年降低，由 29.2% 降至 7.6%。欧美地区整体消费力水平较高，较为适合品牌业务的发展，因此公司在过去阶段大力布局欧美市场。1Q24 公司北美地区的销售收入为 16.1 亿元，同比增长 47.51%；欧洲地区销售也出现边际改善，扭转 2021-2023 年期间的下跌态势，恢复至正增长。

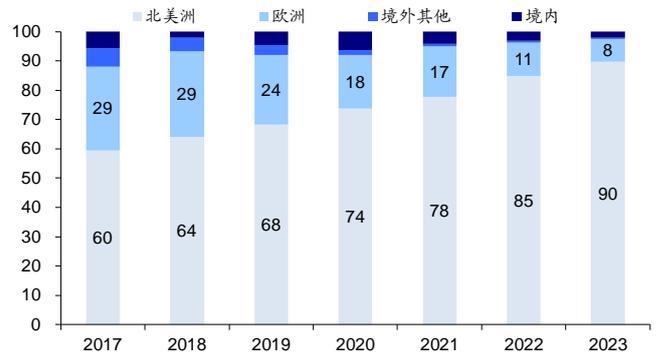
**产品结构**：持续优化，服装配饰占据核心。①**服饰配饰品类**：品牌孵化成效显著，持续强劲增长。公司在服饰配饰品类已经具备涵盖趋势研判、开发设计、生产制造及营销推广的全产业链经营能力，拥有一批具有一定知名度的服装品牌。服饰配饰类收入 2019-2023 年 CAGR 达 32.7%，1Q24 同比增长 50.1%。2020-2023 年服饰配饰类占比持续提升，分别为 47.1%、57.4%、67.4%、71.5%，为公司核心品类。服饰配饰品类毛利率为公司全品类最高，2020-1H23 分别为 75.2%、72.7%、74.3%、77.2%。②**非服饰配饰品类**：完成品类精简聚焦，回归增长态势。包括百货家居、运动娱乐、数码汽摩品类，毛利率相对服饰配饰品类较低，2022 年分别为 47.1%、55.9%、49.1%，1H23 非服饰配饰品类毛利率为 51.2%。2020-2023 年，非服饰配饰类收入 2020-2023 年 CAGR 为 -11.2%，占比由 47.3% 降至 26.6%，但在完成品类精简与聚焦之后回归增长态势，1Q24 非服饰配饰品类收入同比增长 26.5%（2023 年报起，公司对发生在商品控制权转移给客户前且为履行销售合同而发生的运输成本自销售费用重分类至营业成本，本段毛利率均为调整前口径）。

图4 公司收入结构（%，按经营模式划分，2017-2023 年）



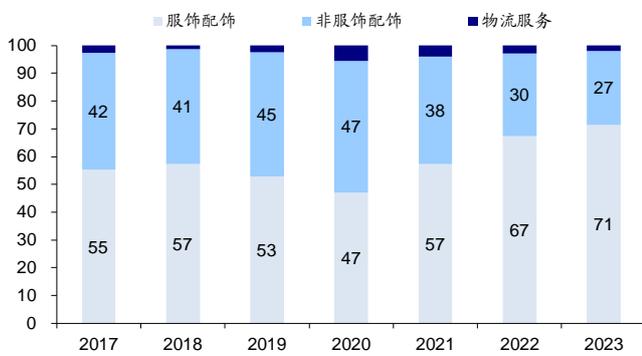
资料来源：公司招股书，2023 年年报，HTI

图5 公司收入结构（%，按地区划分，2017-2023 年）



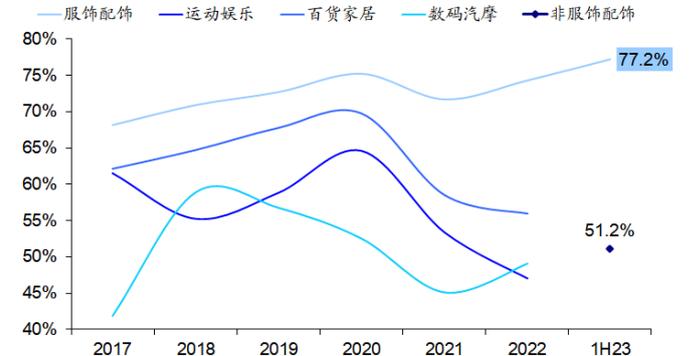
资料来源：公司招股书，2023 年年报，HTI

图6 公司收入结构（%，按产品划分，2017-2023 年）



资料来源：Wind，HTI

图7 公司各产品及服务毛利率（%，2017-1H23）



资料来源：公司招股书，1H23 财报，HTI

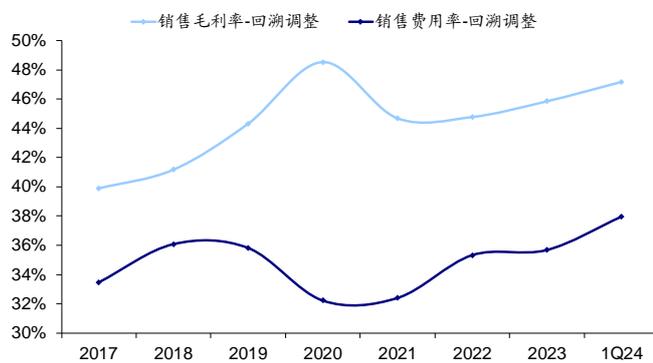
从盈利及营运能力角度看，公司毛利率于 1Q24 提升 1.5pct 达到近年来相对高位，但费用端同样上浮 1.1pct，利润率仍有释放空间；同时，公司营运能力显著提升，偿债能力持续优化。

**外部扰动平缓&内部提效，毛利率回升至相对高位。**2017-2020年毛利率逐年递增，由39.9%增长至48.5%，2021年受海外经营环境变化及物流成本上升等影响小幅回落至44.7%。随扰动渐退、公司品牌化战略持续推进、产品结构优化，2022年、2023年、1Q24毛利率逐步回升至44.8%、45.8%、47.2%，高于可比公司（安克创新、致欧科技、华凯易佰，下同）均值36.1%、38.9%、39.2%。

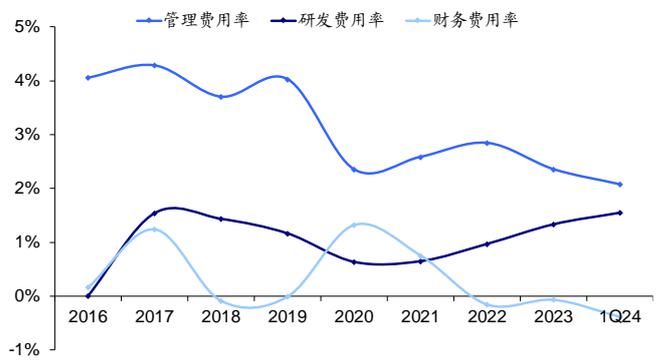
**加强品牌建设及研发投入，期间费用率有所提升。**2021年以来期间费用率持续上升，2022年、2023年、1Q24分别为39.0%、39.3%、41.2%。其中，销售费用率分别为35.3%、35.7%、38.0%，主因品牌推广费用提升，公司针对提升品牌市场占有率和提升头部品牌影响力而增加营销推广投入；管理费用率分别为2.84%、2.36%、2.07%，逐年降低；研发费用率分别为0.97%、1.34%、1.55%逐年上升，主因公司推行品牌化战略，加大多环节信息系统研发投入力度，2023年研发人员数、人均薪资分别上升43%、22%；财务费用率受汇率影响较大，由于美元升值，分别降至-0.15%、-0.07%、-0.38%。

**存货管理水平显著提升，应收账款周转率稳定。**①**存货：**2020-2022年公司存货周转率为2.65次、2.38次、2.25次，低于可比公司均值2.91次、3.82次、4.35次，主因部分可比公司主营更新迭代较快的3C电子及百货家居类，而公司主营存货周转相对较慢的服装配饰类。2023年，公司存货周转率提升至5.05次，已略高于可比公司均值5.02次，存货管理水平显著提升。②**应收账款：**2020-2023年，应收账款周转率分别为26.63次、23.30次、27.06次，高于可比公司均值23.80次、22.83次、22.61次，稳中有升，整体回款情况较好，不存在较大坏账风险。

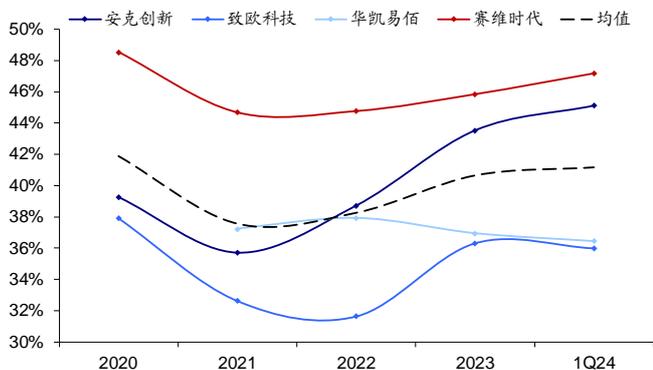
**偿债能力持续优化。**2016-2023年，公司偿债能力大幅提升，现金比率由0.14倍提升至1.75倍，流动比率从1.62倍提升至3.28倍，资产负债率由60.2%降至33.4%，现金流压力宽松。

**图8 公司销售毛利率及销售费用率 (2017-1Q24)**


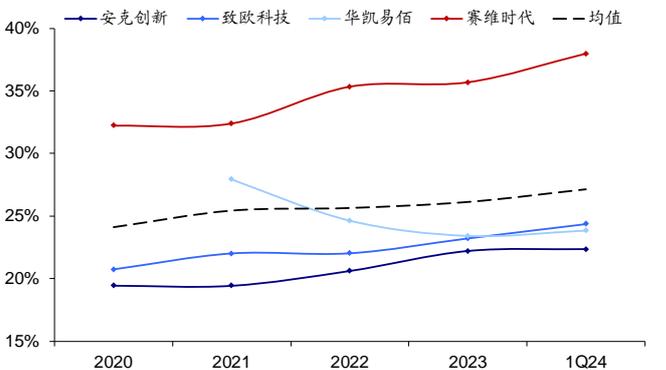
资料来源：Wind, HTI  
备注：2023年报起，公司对发生在商品控制权转移给客户前且为履行销售合同而发生的运输成本自销售费用重分类至营业成本，此处进行追溯调整。

**图9 公司管理、研发及财务费用率 (2016-1Q24)**


资料来源：Wind, HTI

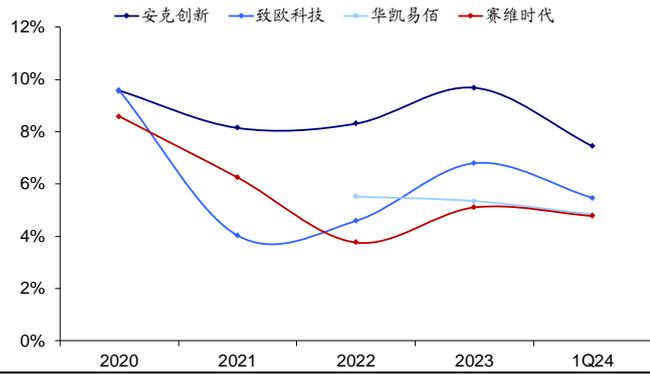
**图10 公司及可比公司销售毛利率 (2020-1Q24)**


资料来源：Wind, HTI  
备注：营业成本均采用含尾程运输成本口径。

**图11 公司及可比公司销售费用率 (2020-1Q24)**


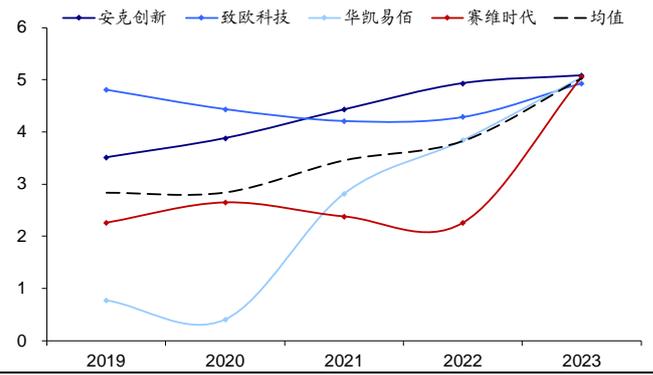
资料来源：Wind, HTI  
备注：销售费用均裁员不含尾程运输成本口径。

图12 公司及可比公司销售净利率 (2020-1Q24)



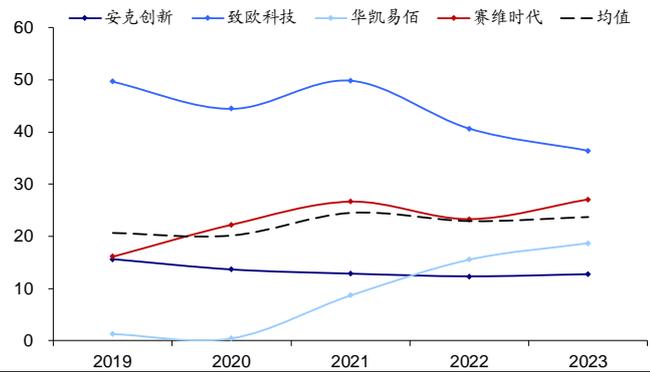
资料来源: Wind, HTI

图13 公司及可比公司存货周转率 (次, 2016-2023 年)



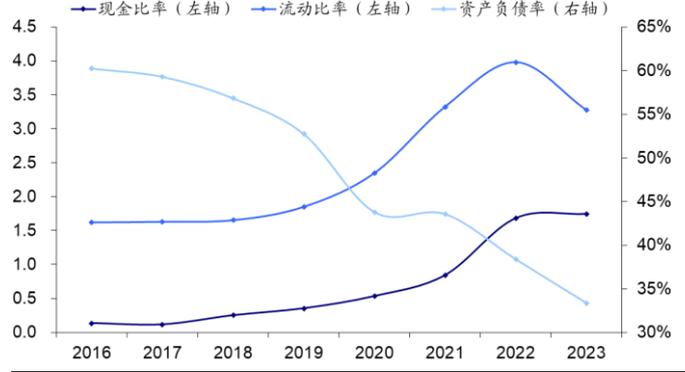
资料来源: Wind, HTI

图14 公司及可比公司应收账款周转率 (次, 2016-2023 年)



资料来源: Wind, HTI

图15 公司偿债能力核心指标 (2016-2023 年)



资料来源: Wind, HTI

### 3. 行业：规模大、稳增长，有望实现规模化赋能

#### 3.1 需求端：欧美为服饰核心需求市场，电商渗透率有望提升

海外服饰规模大，欧美为核心需求市场。根据欧睿数据，2023 年全球服装鞋帽市场规模达 1.8 万亿美元，同比增长 5.4%，未来五年有望保持稳定增长，预计 2024-2028 年 CAGR 为 5.3%，其中欧美、中国市场为主要需求市场，2023 年北美、中国、西欧市场分别达 4578 亿美元、3786 亿美元、3623 亿美元，未来 5 年预期对全球服装鞋帽需求总量贡献度分别达到 24.0%、21.6%、18.4%。

全球电商渗透率持续提升，线上服饰市场有望快速增长。近年来全球零售电商市场快速发展，2023 年海外通胀持续高企，部分消费者对于线上高品质且高性价比的产品青睐度进一步提升，推动海外零售电商市场继续增长。根据 eMarketer 数据，2023 年全球零售电商销售额为 5.8 万亿美元，同比增长 10.0%，零售电商渗透率达到 19.4%，全球零售电商市场环境稳步向好。分国家看，2023 年中国零售电商渗透率超过 40% 位居第一，而美国、日本、加拿大等国的零售电商渗透率仍处于较低水平，预计仍有较大提升空间，根据 eMarketer 预测，全球零售电商渗透率将于 2027 年达到 22.6%。在全球零售电商渗透率持续提升的背景下，线上服饰市场也呈现快速增长趋势。根据欧睿数据，2023 年全球服装鞋帽电商市场规模达 5577 亿美元，同比增长 5.72%，服装鞋帽电商渗透率达到 30.7%。未来随着全球服饰市场继续稳定增长，以及越来越多消费者选择线上购物，线上服饰市场的前景广阔。以全球知名电商平台亚马逊为例，根据 Statista 预测，2022-2027 年时尚与服饰预计将成为亚马逊平台上增长最快的产品品类，销售额预计将以 12.4% 的 CAGR 增长。

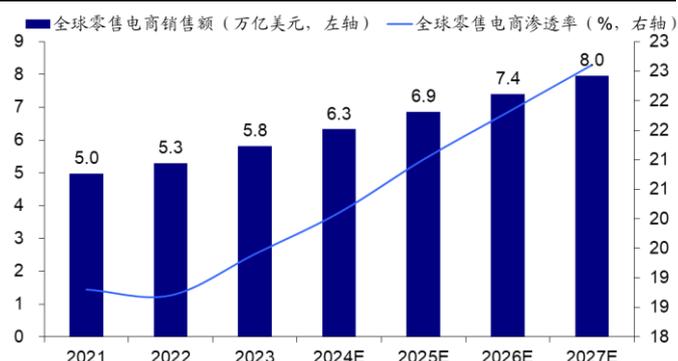
**品类具备多品牌高度复用特点。**在线上做品牌服装业务较为复杂，产品设计开发、生产和采购成本、生产柔性响应、尺码标准、产品品质、客户服务、物流效率、营销等因素，都是中国企业在境外电商平台做好品牌服装的门槛。而同时，服装又是最具备多线程并发可能性的品类，上述关键环节通过数字化、标准化改造积累于底层的数字化系统后，服装的运营前端可以实现百花齐放，面向不同风格、不同应用场景、不同消费人群的多个品牌共同发展，深度耕耘的底层基础能力可以对多个品牌进行高度复用，实现规模化赋能，这是服装运营有别于其他非服装品类的重要特点。

**图16 需求端：2018-2028 年全球服装鞋帽零售额及同比增速**

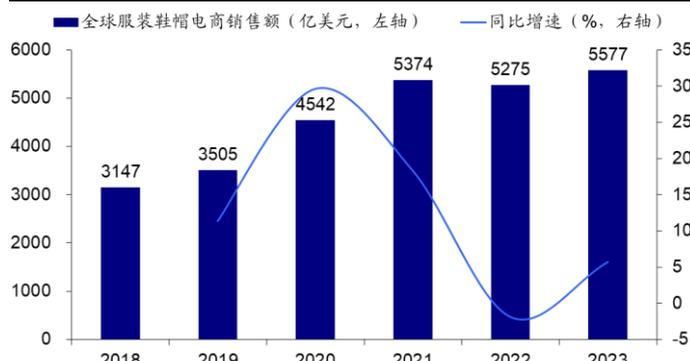

资料来源：2023 年年报援引欧睿数据，HTI

**图17 需求端：欧美、中国市场为主要需求市场**


资料来源：2023 年年报援引欧睿数据，HTI

**图18 需求端：2021-2027 年全球零售电商销售额及渗透率**


资料来源：2023 年年报援引 eMarketer，HTI

**图19 需求端：2018-2023 年全球服装鞋帽电商销售额**


资料来源：2023 年年报援引欧睿数据，HTI

### 3.2 供给端：服饰是跨境出口核心品类，产业集群效应显著

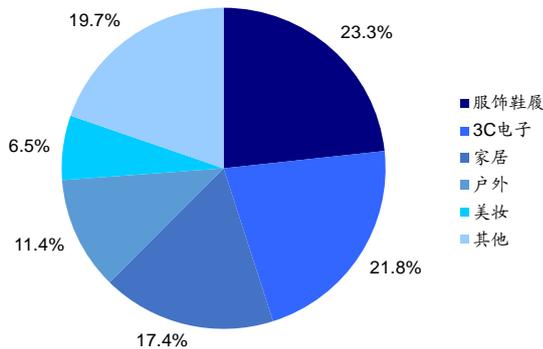
根据艾瑞咨询，2022 年我国跨境出口 B2C 品类前五产品分别为服饰鞋履、3C 电子、家居、户外和美妆，分别为 23.3%、21.8%、17.4%、11.4%和 6.5%，服饰作为传统优势赛道的规模效应不容小觑，预计未来份额占比依然会保持稳定。依托服装供应链优势，2021 年中国为最大的全球纺织服装产品的供给市场，世界贸易组织数据显示中国服装出口份额占全球比重达到 32.1%，位居首位。

(1) 我国产业呈集群效应分布，有望发挥技术溢出效应优势。譬如，福建是传统纺织鞋服产业大省，形成了化纤、纺纱、织造、染整、服装、家纺、产业用品、鞋等较为完整的产业链；泉州、厦门是福建省鞋服产业及贸易的重要聚集地，产业发展起步早、规模大，品牌优势明显，生产经验丰富，2022 年泉州全市纺织鞋服企业 1.3 万+家，产值近 7000 亿元。

(2) 政策多方位支持，物流基础设施稳固：集群所在地跨境电商生态较为完善，截至 2022 年底，全国共设立 165 个跨境电商综合试验区，实现 31 省市区全覆盖，其中跨境电商产业集群所在地分布多个试验区，政策优势明显。除政策支持外，跨境电商产业集群所在地拥有较为完备的物流体系：①海运：2022 年，跨境电商产业集群内有 10 个港口位于全球港口货物吞吐量 TOP20，其中宁波舟山港以 12.6 万亿吨货物吞吐量位居全球第一；②陆运：约 50% 中欧班列从跨境电商产业集群所在地驶出，且 2022 年河南、四川、重庆、山东的开行数量居于 TOP5；③空运：2022 年，7 个跨境电商产业集群所在地的机场货邮吞吐量居于全国 TOP10。我国“海陆空”基础设施较为稳固，能够有效降低跨境卖家的运输成本，并提升其运输效率。

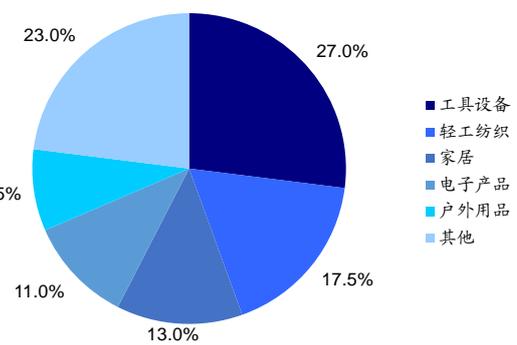
(3) 我国出口产品竞争力强，市占率第一产品数量最多。根据韩国外贸协会发布《2020 年全球出口市场市占率第一产品》，2020 年中国有 1798 个产品在全球出口市场所占份额排名第一。

图20 供给端：2022 年中国跨境出口 B2C 电商品类分布



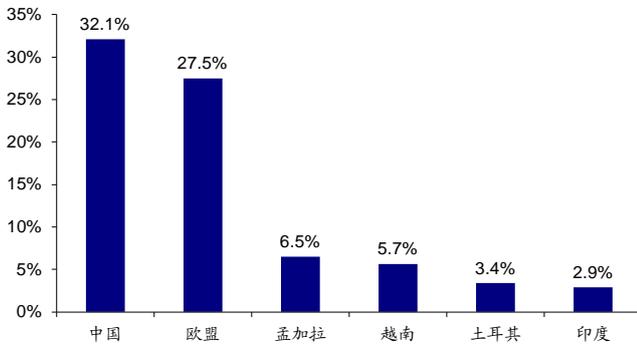
资料来源：艾瑞咨询，HTI

图21 供给端：2022 年中国跨境出口 B2B 电商品类分布



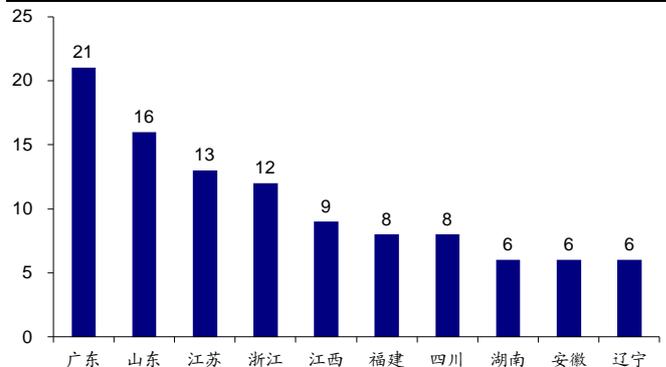
资料来源：艾瑞咨询，HTI

图22 供给端：2021 年全球主要服装出口国出口份额占比情况



资料来源：世界贸易组织，HTI

图23 供给端：2022 年中国跨境电商综合试验区设立数量



资料来源：艾瑞咨询，HTI

### 3.3 竞争格局：中小卖家居多，品牌化趋势明显

格局分散，中小卖家居多。跨境电商出口卖家中，主要参与者包括低价白牌企业、工厂转型跨境电商企业及拥有研发设计的自主品牌型企业，整体竞争格局较为分散，中小卖家居多，根据易观数据的相关统计，以 2018 年为例，年销售额在 250 万美元以下的跨境电商卖家超过 85%，销售额超过 1000 万美元的大卖家仅占 2.25%。

B2C 品牌化率有望达 20-30%。受平台规则和产业成熟度等多重因素影响，跨境出口卖家从早年以白牌、低附加值产品为主逐步向品牌化、高附加值的产品进行探索。据艾瑞咨询，若以商标注册为衡量标准，2022 年跨境出口 B2C 电商领域已有近 40% 的卖家实现“商标化”布局，但若以知名度为品牌化标准，仅有不到 20% 的卖家实现了有效的品牌化布局。在 B2B 领域若以拥有自主品牌而非贴牌代工为标准，当前仅有约 10% 的卖

家品牌化路径有效。未来在品牌化发展的大趋势之下，预计 2025 年 B2C 和 B2B 品牌化率将分别达到 20-30%和 13-20%，品牌化率的提升在带动产业链转型的同时也会有助于企业利润率的优化和管理能力的提升，具备竞争壁垒的头部卖家优势将更为明显。

表 1 卖家品牌化概况

公司	品类	品牌化概况
赛维时代	服饰配饰、百货家居、运动娱乐、数码汽摩	公司于 2016 年开启品牌化转型战略，将核心产品线定位于品牌服装，同时深耕服装供应链。2021 年，公司在非品牌业务减少员工数量，提升品牌化聚焦度。2021-2023 年，公司已孵化 4 个 10 亿级、超 20 个亿级及超 70 个千万级的品牌。
华凯易佰	清洁电器、家电、宠物用品、灯具	2021 年以前公司主营泛品业务，总体呈低客单价、品牌辨识度不高。2021 年，公司抓住亚马逊封号潮导致的行业动荡期，组建全新精品团队，涉足客单价高、竞争程度低的品类，初步形成了清洁电器、家电、宠物用品、灯具四大产品线。目前精品业务以“精而美”为主，成功孵化自有品牌，提升溢价能力，释放毛利空间。
致欧科技	家具系列、家居系列、庭院系列、宠物系列	2007 年初创于 to B 贸易，2010 年全面转型 to C，2016 年聚焦产品，2021 年立足品牌，坚持产品型公司定位，在中国及美国组建产品研发设计团队，建设打样设计工程中心与产品质量检测中心，产品开发实现从“选品模式”向“自研模式”转型升级。

资料来源：公司招股说明书，华凯易佰 2021-2023 年年报，致欧科技官网，HTI

**亚马逊品牌备案计划推动品牌化转型。**亚马逊是目前最大的全球外贸交易平台，根据 2020 年 Statista 数据显示，26% 的全球消费者首选的跨境电商平台为亚马逊。近年来亚马逊推出多项举措以扶持卖家品牌，以帮助跨境电商企业实现“品牌化”转型。平台向卖家品牌所有者推出了亚马逊品牌备案计划，跨境品牌电商卖家可以通过亚马逊品牌备案中心提高品牌保护利益，获得高级的商品页面编辑权限，保障品牌形象和权益。跨境电商企业通过打造品牌备案计划，将更大程度的放大和利用亚马逊平台带来的用户流量优势，获得在亚马逊平台特殊的品牌建设和营销优势，如通过 A+ 页面、品牌专门旗舰店、Sponsored Brands 广告等方式来吸引更多消费者，提升品牌知名度。

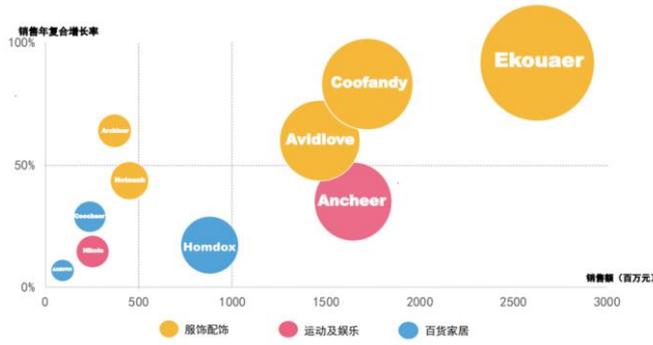
## 4. 核心竞争力：价值链重构+底层能力复用，驱动品牌战略发展

提供紧贴时尚潮流的产品、加快供应链响应速度、精细化运营等环节是跨境电商企业参与市场竞争的关键。公司以全链路数字化能力为基础，致力于打通全链条的业务数据，实现底层能力对品牌矩阵中各个细分品类发展的高度复用和规模化赋能，逐步提升业务扩张的效率和利润率水平。

### 4.1 品牌孵化：底层能力高度复用，品牌矩阵驱动成长

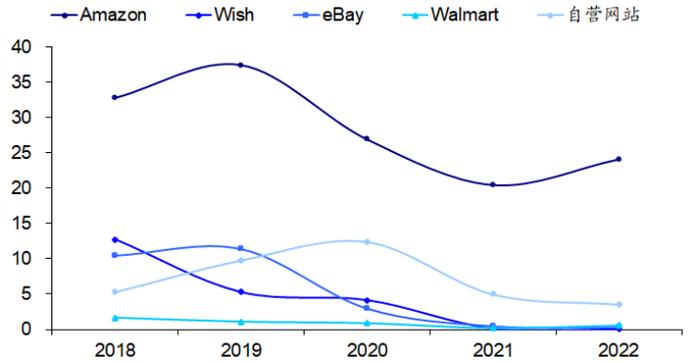
**持续削减低效单品，精品开发进步显著。**公司坚持走“精细化”和“品牌化”路线，逐步缩减对 eBay 等非品牌产品平台的投入，关停低效益店铺。Amazon、eBay、自营网站 SKU 分别从 2019 年的 37.39、11.39、9.78 万个下降至 2022 年的 24.11、0.29、3.55 万个，整体下降幅度约为 56%。同时，公司进一步打磨全链路数字化能力，借助流行趋势分析系统、CPC 广告自动投放系统等平台，精准赋能产品开发与营销。这种可持续发展的商业模式，有利于提升公司的品牌运营能力和竞争力。

图24 公司时尚生活品牌矩阵覆盖多个品类



资料来源：公司招股说明书，HTI  
 备注：销售额为各品牌2020-22年内的总销售额，销售增长率为2021年该品牌销售额相较于2019年销售额的年复合增长率水平。

图25 2019年起各主要平台低效SKU得到持续精简（万个）



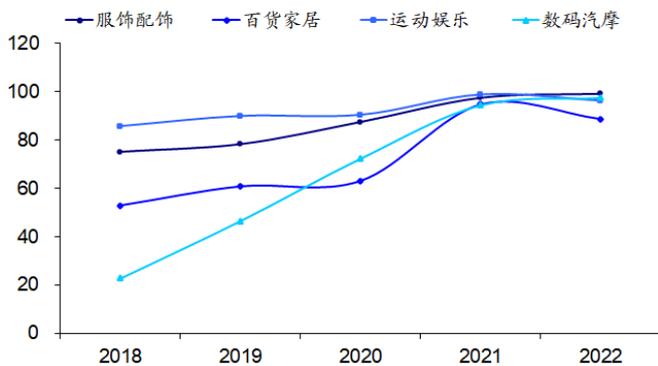
资料来源：公司招股说明书，HTI

**通过底层能力共享及敏捷型组织优势，孵化品牌矩阵。**基于全链路数字化能力、高效供应能力，充分发挥敏捷型组织架构的优势，公司已具备了品牌矩阵支撑下的多品类延伸能力。具体表现包括：①公司已初步形成涵盖服饰配饰、家居百货、运动娱乐、数码汽摩四大品类的品牌矩阵，基于内部品牌运营及孵化能力的共享，未来还会在新的品类上继续孵化、运营新的品牌。②在部分品类，公司已在女装、家居睡衣领域形成多个品牌对消费者交叉覆盖，从而在这些细分市场获取更高的市场份额。③对于部分品牌，围绕品牌的市场、风格定位，不断扩展新产品、增强用户粘性。

近年来，公司品牌化成效显著，品牌类商品收入占比提升。2018-2022年，来自品牌类商品销售收入占比情况：服饰配饰类产品以销售公司品牌类商品为主，占比由75.1%提升至99.2%，呈逐年增加的趋势；百货家居类占比由52.8%提升至88.8%，运动娱乐类占比由85.8%提升至96.4%，数码汽摩类占比由22.8%提升至97.4%。

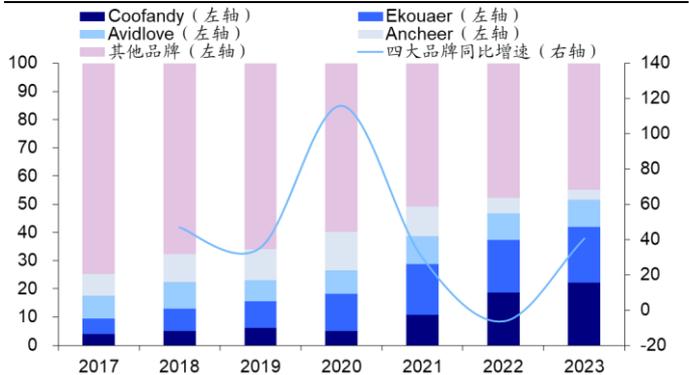
孵化效率高，已形成梯度矩阵。2021-2023年，公司已孵化4个十亿级、超20个亿级及超70个千万级的品牌。2023年，4大头部品牌在主营业务收入中占比为55.1%，同比增长40.6%。从规模及增速看，头部品牌增长势能强劲，中腰部品牌孵化卓有成效：2023年，男装品牌Coofandy、家居服品牌Ekouaer的年度销售额均首次突破10亿元，分别同比增长58.5%、41.9%，内衣品牌Avidlove年度销售额超5亿元，同比增长33.4%，ANCHEER、Zeagoo、COBIZI、Hotouch、Arshiner、Vivi品牌年度销售额超过1亿元。从品牌影响力来看，截至2023年12月，Coofandy、Ekouaer、Avidlove等多个品牌的多款产品仍稳居Amazon Best Sellers细分品类前五。

图26 品牌类商品收入占比得到较大提升 (%)



资料来源：公司招股说明书，HTI

图27 2023年公司4大头部品牌占比55.1% (%)



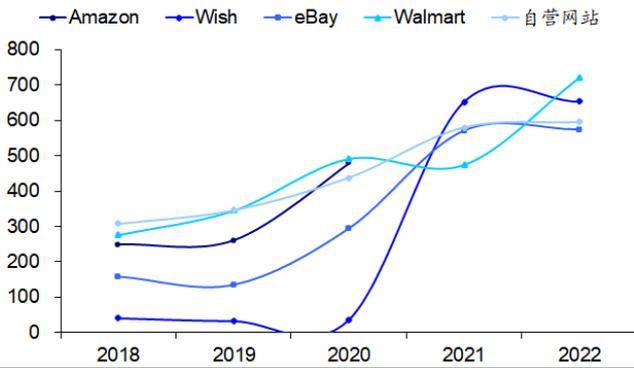
资料来源：公司招股说明书，2023年年报，HTI

**品牌溢价能力凸显，产品生命周期有效延长。**随各平台持续推荐精细化和品牌化，客单价于2020-2021年期间得到显著提升，2020年Amazon、Wish、eBay、Walmart、自营网站客单价分别提升84.2%、11.3%、117.9%、42.4%、26.6%。考虑到公司深耕服饰配饰品类，以2020-2022年服饰配饰类前5名子产品为例，2022年毛利率分别为79.4%、75.2%、75.9%、68.4%、79.6%，基本高于服饰配饰品类平均74.3%的水平，其中2件产

品也同样是 2018 年以来的前 5 名产品。其他品类销售前列产品仅个别产品展现溢价能力，其中，百货家居 TOP4 产品为清洗机，市场整体竞争激烈，为保持市场份额，公司跟随降价导致毛利率下滑，其余产品 2022 年毛利率均高于百货家居品类平均 55.9% 的水平；运动娱乐品类中，2021、2022 年随着海外市场供给充足，公司对部分商品进行适当降价以进行促销推广，同时受头程运费上升及采购单价上浮影响，主要产品的毛利率水平降幅较大；数码汽摩 TOP1、3、5 非自有品牌，为公司销售的授权品牌 3D 打印机，毛利水平偏低，其余 2 款自有品牌产品 2022 年毛利率均显著高于数码汽摩品类平均 49.1% 的水平。

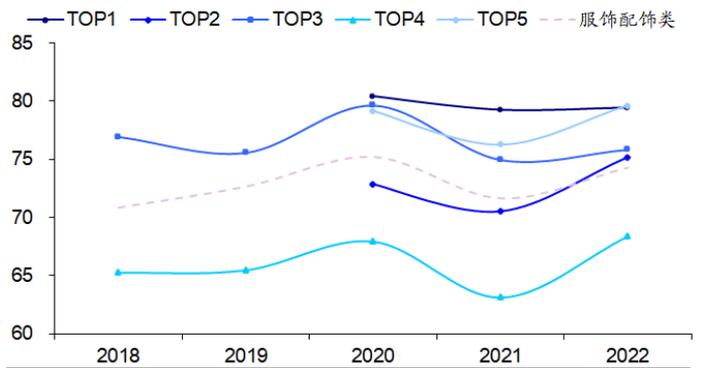
**自营网站有望提升复购，挖掘消费者生命周期价值。**公司拥有 SHESHOW、Retro Stage 等垂直品类自营网站。品牌独立站及线下渠道为跨境电商提供新的增长机遇，有助于优化产品及培育品牌：**①获取的一手用户信息将反哺产品设计及运营管理。②与消费者将建立更为直接、持续的联系，实现消费者的终身价值最大化。**公司从 2018 年下半年开始加大对自营网站的建设投入力度，在原有独立商城部之外新设时尚项目部，专注服装品牌的自建站运营。2019 年时尚项目部通过精品开发、渠道流量推广等不同形式迅速提升自建站销售额，主要站点 Sheshow.com 销售额大幅增长，时尚项目部 2019 年实现收入 5454 万元。2021、2022 年公司自营网站营业收入同比大幅下降，主因公司非品牌业务收缩，但相对而言，但订单平均销售金额分别提升 27.7%、5.0%；2023 年自营网站营业收入同比回升 23.9%。

图28 2020年起各主要平台客单价显著提升(元)



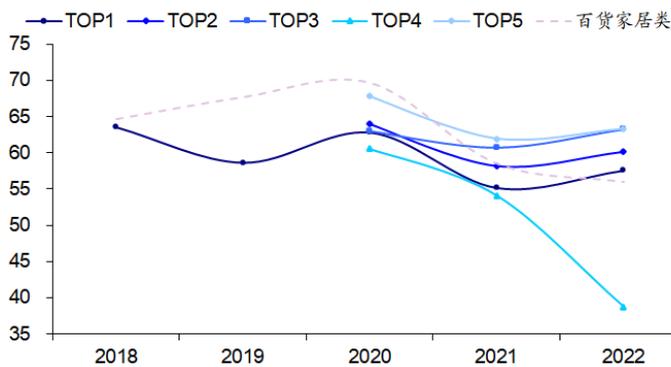
资料来源：公司招股说明书，HTI

图29 2020-22年服饰配饰类前5名子产品毛利率表现突出(%)



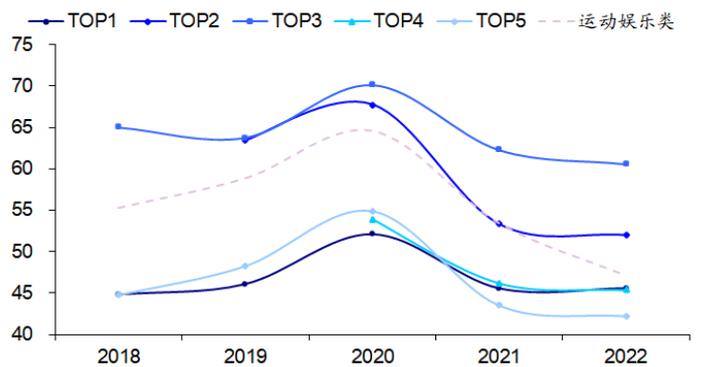
资料来源：公司招股说明书，HTI

图30 2020-22年百货家居类前5名子产品毛利率表现情况(%)



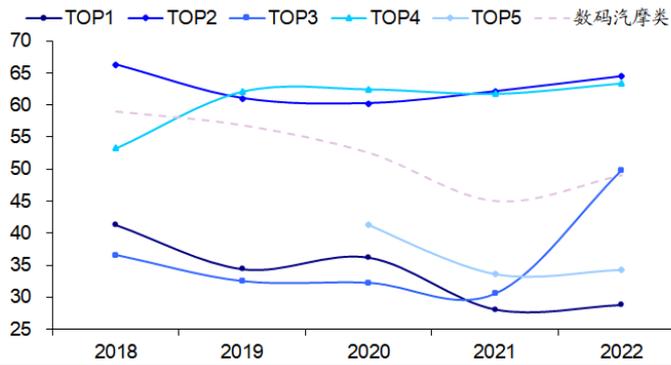
资料来源：公司招股说明书，HTI

图31 2020-22年运动娱乐类前5名子产品毛利率表现情况(%)



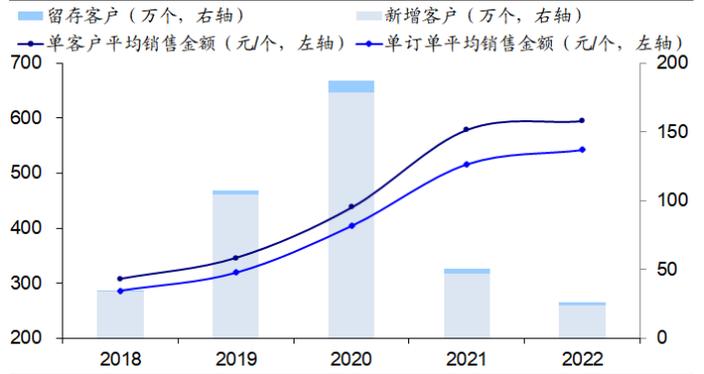
资料来源：公司招股说明书，HTI

图32 2020-22 年数码汽摩类前 5 名子产品毛利率表现情况 (%)



资料来源：公司招股说明书，HTI

图33 自营网站销售指标

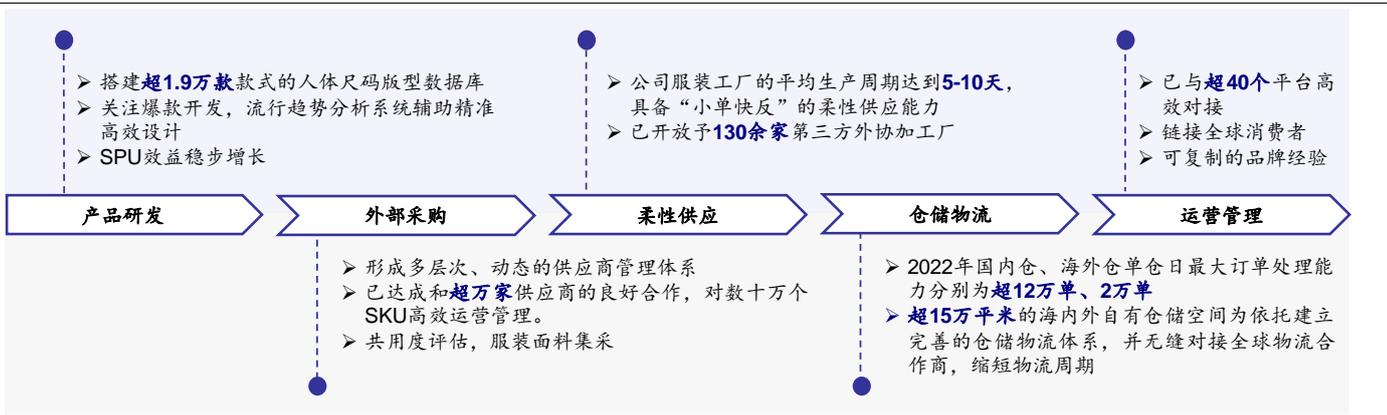


资料来源：公司招股说明书，HTI

## 4.2 价值链重构：柔性供应链实现“小单快反”，仓储物流体系完善

公司致力于打通全链条的业务数据，在产品开发设计、供应链、品牌孵化及运营等环节实现全面技术驱动的创新型业务模式。

图34 公司整合供应链资源，实现价值链重构



资料来源：公司招股说明书，2023 年年报，HTI

### (1) 产品研发

基于自研的流行趋势分析系统、智能选品系统、服装选款系统等，公司能快速掌握时尚潮流热点并凭借供应链整合能力及及时落地，服装服饰类产品创新研发效率领先，2022 年公司开发新品数量超 3364 件，其中爆品率为 1.9%。同时，公司通过产品中心系统动态评估 SPU 效益，并改善或处置 SPU 效益低的产品，保持公司产品矩阵的持续热销，2022 年公司的 SPU 效益为 41.5 万元，同比增长 37.6%，助力公司的品牌化转型。公司通过对海外消费者人体尺码多样性、面料弹性等参数的长期研究和客户反馈数据的持续获取，截至 2023 年末已搭建超 1.9 万款款式的版型数据库。

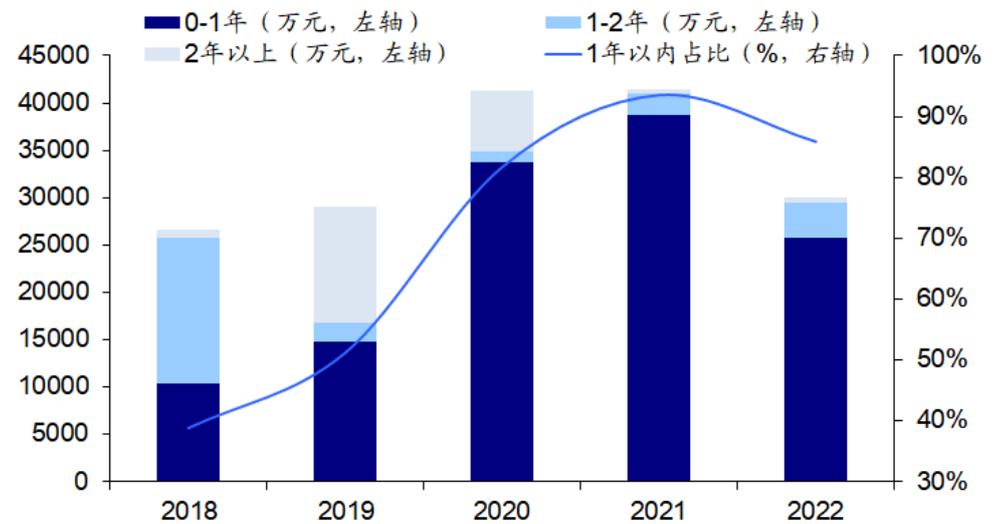
### (2) 外部采购及柔性供应

**数据驱动柔性供应链，匹配服装类“小批量、多品种、高品质”需求。**公司深耕服饰配饰产品业务线，基于行业洞察及实践经验，开发出基于遗传算法的服装柔性供应链系统，从而实现供应链数字化和高效、灵活的生产自动排程。该系统通过 GST（标准工时系统）、MES（制造企业生产过程执行管理）、APS（高级排程系统）等子系统对工厂全链路进行数字化，打通面辅料供应商、生产端、销售端，实现原材料配置、加工生产、成衣库存与销售的联动。公司服饰配饰成品库龄在 1 年以内的占比于 2020-2022 年区间提升至 80%以上，运营效率显著提升。

其中，①**供应商端和生产端联动**：供应商可通过 SCC 供应链协同系统实时获知加工工厂的面辅料需求情况，缩短备货周期，实现面辅料上下游联动。公司已达成和超万家供应商的良好合作，对数十万个 SKU 高效运营管理。②**生产端和销售端联动**：客户订单需求情况将被实时传送到生产车间，系统根据产能和订单交期，自动生成物料采购和后续的生产计划。

**供应链系统与时俱进，算法持续迭代更新**。系统根据产能、产品工序、产品面辅料信息等因素变化进行排产的能力持续升级，以最终实现智慧工厂的构建。服装柔性供应链系统已应用在公司内部服装试验工厂，2022 年平均生产周期达到 5-10 天，同时，截至 2023 年末已向 130 余家第三方外协加工厂开放，更高效地匹配公司需求和外协工厂产能。公司计划将该系统对接、整合更多的外协加工厂和面辅料供应商，从而进一步强化供应能力。

图35 服装配饰品类成品存货库龄结构健康



资料来源：公司招股说明书，HTI

### (3) 仓储物流

**海外仓模式全球布局，仓储物流体系完善**。公司依托欧洲、北美海外仓及国内仓，建立完善的仓储物流体系，对接全球物流合作商。产品经过质检合格入库后，公司通过其信息化仓储物流体系将货物向全球目标市场进行分发。基于自研 ERP 系统，公司在仓储物流作业管理、协调控制以及决策支持方面实现全链路数字化管理。

①**国内仓**：2022 年国内仓日最大订单处理能力已超 12 万单。②**海外仓**：2022 年公司欧洲仓、美东仓、美西仓日最大订单处理能力分别超过 0.95、1.90、2.05 万单，2020-2022 年公司日均发货订单处理量近 7 万单。公司跨境仓储物流体系完善，开放第三方物流服务。2020 年，物流服务收入增长 203%，达到 2.9 亿元。2021-23 年，公司物流服务收入分别为 2.3、1.4、1.3 亿元。

基于仓储管理系统，公司实现了“收货→点货→打印 SKU 条码标签→粘贴 SKU 条码标签→干线运输→上架”等入库各个环节的效率优化，2022 年公司整体入库上架时效已优化至 16.5 小时（同比减少 4.2 小时）；公司自研的仓位智能推荐、波次配货智能规划模块等可自动计算最优的推荐仓位及配货路线，公司实现了在“产品配货出库→波次分拣→包装称重→渠道分区→装车复核”等出库各个环节的效率优化，2021 年公司整体的出库时效优化至 7.3 小时（同比减少 6.9 小时）。

**物流模式成熟多元，适应复杂多变市场需求**。①**Amazon FBA 配送模式**：一般适用于价值较高且对时效要求较高的服装、家居、电子类商品。由公司国内子公司华成云商完成采购，通过一般贸易出口，将货物转运至海外亚马逊 FBA 仓；消费者下单后由亚马逊 FBA 统一负责安排尾程配送，将商品直接交予消费者。②**海外仓+第三方配送模式**：

较 FBA 配送模式更为灵活,可根据销售预测、库存情况及时补仓,在储存体积较大或重量较大的产品方面具有优势。公司海外仓主要在美国洛杉矶、新泽西州以及捷克等。经由国内子公司采购、出口、转运后,当地第三方物流公司承担与亚马逊 FBA 相似的功能。

③直邮模式:主要适用于零散、小批量、价值量不大的商品。2020 年下半年从邮政小包转换为直邮 9610 模式,由三家境内子公司向国内供应商采购后通过第三方物流运送至海外消费者。

从仓储端看,2021 年,FBA 仓储费用占比下降 15pct 至 12%,海外仓仓储费用占比增长 27pct 至 77%,主因 2020 年以来公司陆续将 FBA 仓库龄较长的商品转移至海外仓,其中 2021 年新租用美东仓和美西仓各一处,海外仓租用面积增加 65 万平方英尺,导致租赁费用增加。由于新仓库投入使用时间较短,带来收入增加的效益尚未很好显现,从而导致 2021-2022 年总体仓储费率小幅上升,随着疫后公司经营改善,海外仓扩张带来的效益有望加速释放。

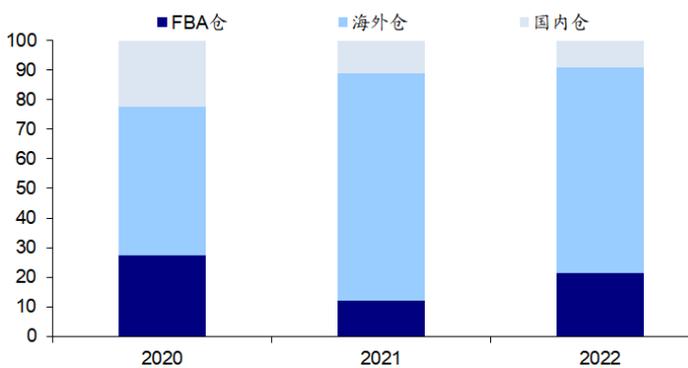
从物流端看,由于 Amazon 配送效率提升及费率上调,FBA 配送费用占比持续上升,2020-2022 年分别为 58%、82%、89%。FBA 费率上调亦导致总体费率于 2022 年小幅上扬。根据公司战略,直邮模式逐步向海外第三方配送模式转变,直邮物流费用占比于 2021 年大幅下降 23pct 至 3%,2022 年进一步下降至 2%。

表 2 公司主要仓储物流模式

仓储物流模式	说明
Amazon FBA 配送	(1) 配送环节:公司将产品运抵至 Amazon 位于北美、欧洲等地的 FBA 仓库后,由 Amazon 为公司提供产品储存、派发、终端配送、用户退换货等一体化、闭环式仓储物流服务。 (2) 仓储环节:由 Amazon 统一运营管理 Amazon 仓库可为第三方卖家提供仓储、配送、退换货等增值服务。
国际物流+海外第三方配送	(1) 配送环节:在头程阶段,公司通过国际物流公司将商品发至公司自营的海外仓。在为终端消费者发货时,公司选择当地的物流公司进行终端配送。 (2) 仓储环节:主要由公司在海外自行租用仓库。其中,美国仓库由公司进行仓库管理,捷克仓库由第三方进行仓库管理。上述仓库主要职能包括货物在海外的仓储、中转及货物配送等。目前公司在美国、捷克租用 8 个仓库,主要用于存储大件、高价值商品。
直邮	(1) 配送环节:订单生成之后,公司国内仓以邮政包裹等方式出境,直达终端消费者。 (2) 仓储环节:主要由公司在国内拥有的自有仓库管理,该仓库主要承担质检、存储、集拼、转运至海外等功能。

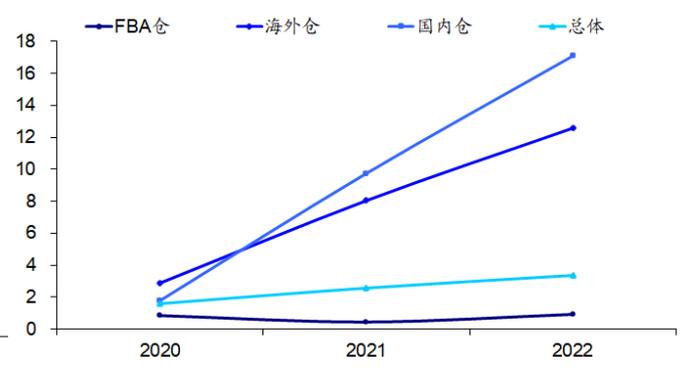
资料来源:公司招股说明书, HTI

图36 主要仓储模式费用占比(% , 2020-2022 年)



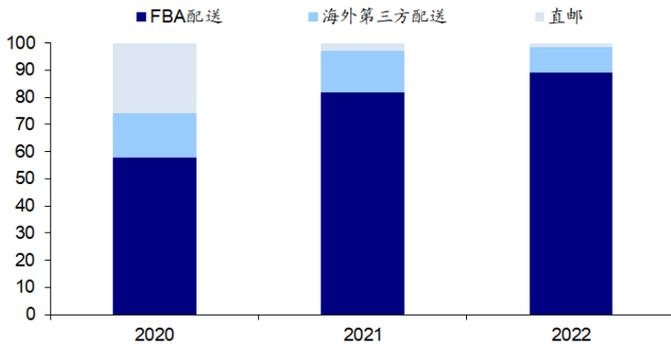
资料来源:公司招股说明书, HTI

图37 主要仓储模式费率(% , 2020-2022 年)



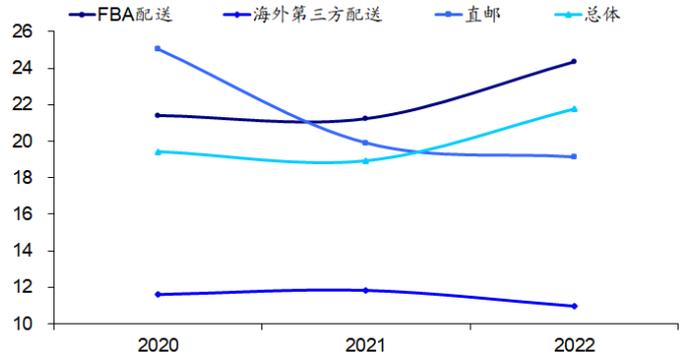
资料来源:公司招股说明书, HTI

图38 主要物流模式费用占比 (%，2020-2022 年)



资料来源：公司招股说明书，HTI

图39 主要物流模式费率 (%，2020-2022 年)



资料来源：公司招股说明书，HTI

#### (4) 运营管理

通过订单系统、PowerInsight 数据分析系统、赛维 EIP 信息集成系统软件等研发项目的持续投入，公司已经形成全链路数字化底层数据中台。订单系统方面，已完成与 40 余个平台的对接，实现平台订单的集中高效处理：①通过各平台 API 接口，自动完成待发订单的抓取、物流单号的上传、退款数据的对接等；②可实现自动分仓发货、自动选择时效价格最优的物流渠道、自动合并包裹等自动化操作，极大提升了业务部门的效率；③自动拦截异常订单，能够实现各类型异常订单的自动拦截标记。商业智能分析方面，数据中台及时、准确地整合和反应公司全链路业务数据，并实时分析订单市场情绪、预测市场变化、及时发现运营问题，以快速响应市场变化并及时调整（包括但不限于价格调整、采购备货调整等），从而提升运营效率。

### 4.3 底层能力：打磨全链路数字化能力，灵活响应市场变化

公司以全链路数字化技术底层和敏捷响应的小前端组织形态，驱动公司品牌矩阵战略的发展。

基于信息流闭环架构，实现全链路数字化能力。公司注重底层 IT 平台的搭建，以大数据技术赋能产品开发、供应物流、销售运营等环节，在基础平台层建立全链路数字化系统，实现全面技术驱动的业务模式。公司 B2C 业务流程包括五大环节：①产品研发：借助 Google Trends Finder（搜索趋势发现器）、版型数据库等工具分析潮流趋势，精准捕捉市场趋势和客户需求；②采购：通过大数据算法分析内外部信息，制定动态供需平衡计划；③仓储：自主研发 WMS 仓储系统，结合动态仓位技术优化发货路径，保证高效的库存管理；④物流：运用大数据监控，结合时效性、服务质量、价格等各方面数据，计算得到最佳配送方案；⑤品牌运营：通过 IT 系统实现智能调价、广告精准投放等功能，积累品牌经验，沉淀品牌心智。

公司不断完善信息系统，持续打磨公司的全链路数字化能力，自主研发 12 项核心技术，覆盖多个项目：

表 3 公司核心技术部分摘要

项目	核心技术	功能描述
产品研发	流行趋势分析系统	为公司服装品牌搭建一套时尚元素流行趋势分析系统，通过获取 Google 公开数据并结合自身大量的销售数据，实现流行趋势分析，指导产品开发、设计，塑造公司品牌
采购	智慧 ERP 之智慧采购	基于包括回归预测模型、多元统计模型、神经网络模型、时间序列模型等在内的一系列模型库，公司通过历史销售数据、Google Trends 数据以及供应链全链路数据，结合季节、节假日、供应商到货周期、物流商送货周期等外在客观因素，对供应链的供需数据进行模拟和调整，并最终指导供应链采购行为
仓储物流	物流轨迹跟踪系统	在解决供应商发货后物流信息的透明化、数字化问题。通过对接物流承运商的物流信息，抓取尾程、头程物流轨迹，形成基础分析数据、汇总数据及相应趋势图
品牌运营	CPC 广告自动投放系统	通过结合产品供应链数据以及产品在平台上的实时销售数据反馈自动调整 CPC 广告策略，并不断优化广告策略，从而达到投资回报最大化的目的

资料来源：公司招股说明书，HTI

**深耕行业多年，核心团队人员稳定。**公司具备稳定的核心团队，创始人及核心高管具备丰富的供应链背景，并且深耕跨境电商多年。创始人及核心高管拥有丰富的供应链背景。董事长陈文平曾在艾默生网络能源、台达电子等多家科技公司任职，2012年创办赛维时代，任公司总经理，2016年6月起担任董事长、总经理。其余核心团队成员也均长期在公司任职。

**注重研发人员培养，推动产品创新和技术进步。**截至2023年末，公司拥有236名从事研究开发的人员，占总人数的11.4%，持有境内专利642项，境外专利277项，软件著作权132项。2023年整体研发投入达8768.9万元，同比增长84.2%。自成立以来，公司始终注重强化全链路数字化能力，因此不断引入IT领域优秀的研发与技术人才。公司具有丰富而专业的研发岗位设置和人才积累，涵盖大数据开发工程师、系统开发及测试工程师等专业人才。

表4 公司管理团队概况

姓名	职位	简介
陈文平	董事长、总经理	公司创始人，具备供应链背景和多年科技公司任职经验，2002至2008年任职于艾默生网络能源有限公司，历任工艺工程部工程师、工艺技术部经理、工艺部总经理。2012年创办赛维时代，任公司总经理，2016年6月起担任公司董事长、总经理
林文佳	财务负责人	硕士学历，曾在毕马威华振会计师事务所深圳分所任高级经理；2016年12月至2018年4月，任公司财务总监；2018年4月至今，任公司财务负责人
帅勇	副总经理	硕士学历，曾在捷普电子（广州）有限公司任库存控制主管、在岁宝百货有限公司任供应链总监、在艾默生网络能源（美国）任高级战略供应链经理等。2016年7月至今，在赛维网络任物流中心总监；2020年2月至今，在公司任副总经理
艾帆	董事会秘书	本科学历，曾在艾默生网络能源有限公司运作支持部任副总经理；2014年12月至今，在公司任人力资源部总监；2020年2月至今，在公司任董事会秘书

资料来源：公司招股说明书，2023年年报，HTI

**“阿米巴”模式打造敏捷性组织，积累人才储备。**公司结合业务特点，引入“阿米巴经营模式”融入公司日常经营管理之中，全员参与管理，促使公司营销推广团队人员均能从全局效益出发，更加关注自身产出和工作成果，调动员工积极性，实现降本增效。“阿米巴模式”将庞大部门分割为多个独立的小型组织，保持大企业规模优势的同时，兼备小企业的灵活性，缩短信息传递链条，提高环节流转效率，灵活应对市场变化。

此外，“阿米巴模式”助力公司建立成熟的激励体系，为人才培养提供有力支持。公司始终重视营销团队建设、推广人才培养，通过“阿米巴模式”营造全员参与管理、不断追求进步的企业氛围，践行“考核公平、奖励无限、奖优汰劣”的励才观，积累充足的人才储备，吸引大批优秀的跨境电商人才加入。

**“小前端+大中台”灵活响应市场变化。**在宏观架构搭建上，公司推进“小前端+大中台”组织架构，满足公司多品类业务模式需求，为实现平台化快速反应能力奠定基础，实现多维提升。在前端，公司整合产品设计、销售运营等创意相关部门，设置多个兼具灵活性和创新性的“小前端”，以突出产品差异化定位、提升细节体验、灵活响应市场变化。在中台，公司通过整合共享资源搭建了涵盖供应链管理、物流、仓储、财务、人力资源、IT部门的“大中台”，赋能前端的决策力和执行力。同时，“大中台”也是公司行使中央管控与监督的执行承载体，为前端和中台的良性互动奠定坚实基础。

图40 公司持续打磨全链路数字化能力



资料来源：公司招股说明书，HTI

图41 公司“阿米巴模式”敏捷组织架构



资料来源：公司招股说明书，HTI

## 5. 盈利预测与估值

基于以上对公司业务经营及财务指标的分析与判断，我们进一步作如下假设：

**(1) 服饰配饰类。**公司在跨境品牌服装供应链的各个环节都进行长期而深度的耕耘，品牌孵化成效显著，我们预计 2024-2026 年服饰配饰类收入分别增长 43.0%、30.0%、25.0%，毛利率维持 49.7%水平。

**(2) 非服饰配饰类。**2H21 以来，因海外阶段性因素引发的线上消费高峰在快速回落，对非服饰配饰品类短期市场供求造成较大冲击，与居家办公的需求高度相关的室内健身设备和家居用品等商品的供求波动影响较大。1Q24 在完成品类精简与聚焦之后，依托于良好的市场基础与强化的研发投入，非服饰配饰品类销售回归增长态势。我们预计 2024-2026 年非服饰配饰类收入分别增长 22.5%、15.0%、13.0%，毛利率维持 40.1%水平。

**(3) 物流服务。**公司基于其完善的跨境仓储物流体系向第三方提供物流服务。我们预计 2024-2026 年物流服务收入分别增长 5%、5%、5%，毛利率维持 28.6%水平。

表 5 公司分品类收入预测 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>服饰配饰类</b>						
收入 (百万元)	3193	3301	4671	6682	8686	10858
yoy (%)	29.1%	3.4%	41.5%	43.0%	30.0%	25.0%
毛利率 (%)		49.3%	49.2%	49.7%	49.7%	49.7%
<b>非服饰配饰类</b>						
收入 (百万元)	2141	1453	1736	2126	2445	2763
yoy (%)	-13.8%	-32.1%	19.5%	22.5%	15.0%	13.0%
毛利率 (%)		37.4%	38.1%	40.1%	40.1%	40.1%
<b>物流服务</b>						
收入 (百万元)	229	144	126	132	139	146
yoy (%)	-22.4%	-37.1%	-12.7%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)	12.8%	15.6%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%
<b>其他</b>						
收入 (百万元)	2	11	30	42	52	64
yoy (%)	5.7%	443.6%	181.8%	36.8%	26.1%	22.2%
毛利率 (%)	100.0%	44.1%	36.7%	36.7%	36.7%	36.7%
<b>营业总收入 (百万元)</b>	<b>5565</b>	<b>4909</b>	<b>6564</b>	<b>8982</b>	<b>11323</b>	<b>13831</b>
yoy (%)	5.9%	-11.8%	33.7%	36.8%	26.1%	22.2%
毛利率 (%)	44.7%	44.8%	45.8%	47.2%	47.5%	47.7%
销售费用	2809	2758	2342	3393	4288	5248
yoy	5.9%	-1.8%	35.0%	44.9%	26.4%	22.4%
销售费用率	50.5%	56.2%	35.7%	37.8%	37.9%	37.9%
管理费用	144	140	155	186	226	270
yoy	16.4%	-2.9%	10.7%	20.3%	21.3%	19.7%
管理费用率	2.6%	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
研发费用	36	48	88	122	165	210
yoy	8.1%	32.1%	84.2%	39.1%	35.6%	26.8%
研发费用率	0.6%	1.0%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%
财务费用	42	-8	-4	1	11	7
yoy	-39.4%	-118.0%	-42.1%	-123.3%	994.3%	-33.2%
财务费用率	0.8%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%

资料来源: Wind, HTI

**(4) 费用率。**考虑到公司针对提升品牌市场占有率和提升头部品牌影响力而需要进一步加大营销推广投入力度,品牌推广费可能上升,同时综合亚马逊对部分服装品类下调销售平台佣金费率的影响,预计 2024-2026 年销售费用率分别为 37.8%、37.9%、37.9%;管理费用率维持相对稳定,预计分别为 2.1%、2.0%、2.0%;考虑到未来品牌化对研发投入需求较高,预计研发费用率分别为 1.4%、1.5%、1.5%。

综上,我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 89.82 亿元、113.23 亿元、138.31 亿元,同比增长 36.8%、26.1%、22.2%,归母净利润各为 4.50 亿元、5.82 亿元、7.49 亿元,同比增长 34.1%、29.4%、28.7%,对应 EPS 各 1.12 元、1.46 元、1.87 元。

**估值与投资建议。**参照跨境电商行业可比公司 2024 年估值,4 家可比公司平均 PE 为 13.2 倍。我们认为,考虑到公司近年来品牌化成效显著,孵化效率高,已形成梯度矩阵,头部品牌增长势能较强,给予公司 2024 年 28 倍 PE,对应市值 125.99 亿元,目标价 31.49 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 6 可比公司估值情况 (20240711)

	安克创新	致欧科技	华凯易佰	吉宏股份	平均值	赛维时代
PE (倍, 2024E)	17.6	16.3	9.4	9.3	13.2	
2023-2025 年净利润 CAGR	19%	22%	30%	23%	23%	31%
2019-2023 年净利润 CAGR	22%	40%	-	1%	21%	58%
1Q24 净利润 yoy	2%	15%	8%	-39%	-4%	66%

资料来源: Wind 一致预期, HTI

备注: 2023-2025 年净利润 CAGR 中 2025 年净利润采用 wind 一致预期口径; 华凯易佰 2021 年并购重组, 2019-2023 年净利润 CAGR 数值无意义。

## 6. 风险提示

**(1) 市场竞争风险。**出口跨境电商行业目前仍处于快速发展阶段, 而出口跨境电商行业中存在着大量的中小型企业, 目前仍有大量创业者持续涌入, 且市场份额也面临如 Amazon、Wish、eBay、Walmart 等第三方电商平台自营品牌的挤压, 竞争激烈。具备资金、技术、人才、品牌、营销、产品开发、供应链和管理能力的出口跨境电商公司将在上述竞争环境中持续具有较强的优势。若未来公司不能继续保持该等优势, 及时进行技术升级和业务创新, 则存在竞争优势减弱、经营业绩下滑等经营风险。

**(2) 存货管理风险。**2021-2023 年公司存货周转率分别为 2.38 次、2.25 次、5.05 次。如果未来公司产品不能持续紧跟市场需求变化, 导致存货周转不畅、周转率下降, 则可能存在存货跌价的风险。

**(3) 亚马逊平台集中度较高的风险。**2021-2023 年公司在亚马逊平台实现的销售收入占比分别为 85.6%、88.9%、88.3%, 如果平台方由于市场竞争、经营策略变化或当地国家政治经济环境变化而造成市场份额降低, 而公司未能及时调整销售渠道策略, 可能对销售额产生负面影响。

**(4) 品牌力下降的风险。**公司实施“品牌化”的运营策略, 报告期内公司已孵化多个营收过亿的自有品牌。品牌影响力对业绩持续发展具有重要影响, 如果公司在生产工艺、产品质量、销售推广及协同运营等方面出现管理问题, 可能会导致品牌影响力下降, 给公司业绩增长和持续经营能力带来负面影响。

**(5) 全球经济和政治环境的不确定性。**虽然中美贸易摩擦尚未对公司业绩产生显著影响, 但若中美贸易摩擦继续升级, 将可能导致公司产品在美国的进口关税成本上升, 进而对公司的销售及毛利带来不利影响。此外, 2021-2023 年公司境外销售收入占比分别为 95.8%、97.0%、98.0%, 业务所在国家及地区的政局动荡、对华政策变化和经济下行会对公司经营造成不利影响。

公司成立于 2012 年，国家高新技术企业。公司秉承“让美好生活触手可及”的使命，致力于成为技术驱动的智能商业平台。为满足全球消费者对高品质、个性化的时尚生活需求，公司在基础平台层、销售端和供应端持续深耕，已逐步打磨出集产品开发设计、品牌孵化及运营、供应链整合等于一体的平台化快速反应能力。在基础平台层，公司已具备全链路数字化能力，并搭建了“小前端+大中台”的敏捷型组织架构；在销售端，公司基于跨区域、跨平台的销售网络，构建品牌矩阵支撑的多品类延伸能力；在供应端，公司依托庞大而优质的供应商生态、全球仓储物流网络布局，并通过自研的服装柔性供应链系统赋能生产，构建高效供应能力。

#### 附表 前十大股东

股东名称	占总股本比例(%)
南平市延平区君腾投资有限公司	39.9479
南平延平众腾企业管理合伙企业(有限合伙)	25.8345
南平市延平区君辉投资有限公司	16.7472
厦门鑫瑞集泰股权投资合伙企业(有限合伙)	9.8199
厦门坚果互联投资合伙企业(有限合伙)	1.4792
厦门坚果兄弟创业投资合伙企业(有限合伙)	1.4564
嘉兴朴诚股权投资合伙企业(有限合伙)	1.0607
福建赛道企业管理合伙企业(有限合伙)	1.0274
宁波沔源启程投资合伙企业(有限合伙)	0.8180
上海东方证券创新投资有限公司	0.6849
合 计	98.8761

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	<b>6564</b>	<b>8982</b>	<b>11323</b>	<b>13831</b>
每股收益	0.84	1.12	1.46	1.87	营业成本	3555	4741	5948	7239
每股净资产	6.03	6.82	7.84	9.15	毛利率%	45.8%	47.2%	47.5%	47.7%
每股经营现金流	1.37	1.18	1.47	1.79	营业税金及附加	7	11	15	17
每股股利	0.25	0.34	0.44	0.56	营业税金率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	2342	3393	4288	5248
P/E	26.98	20.12	15.55	12.09	营业费用率%	35.7%	37.8%	37.9%	37.9%
P/B	3.75	3.32	2.89	2.47	管理费用	155	186	226	270
P/S	1.38	1.01	0.80	0.65	管理费用率%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
EV/EBITDA	23.87	13.01	9.99	7.94	EBIT	371	529	680	846
股息率%	1.1%	1.5%	1.9%	2.5%	财务费用	-4	1	11	7
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
毛利率	45.8%	47.2%	47.5%	47.7%	资产减值损失	-67	-72	-72	-72
净利润率	5.1%	5.0%	5.1%	5.4%	投资收益	19	27	33	41
净资产收益率	13.9%	16.5%	18.6%	20.5%	<b>营业利润</b>	<b>390</b>	<b>521</b>	<b>675</b>	<b>867</b>
资产回报率	9.3%	11.6%	13.0%	14.4%	营业外收支	-2	-3	-4	-4
投资回报率	10.9%	14.5%	16.5%	17.9%	<b>利润总额</b>	<b>388</b>	<b>518</b>	<b>671</b>	<b>863</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	498	699	878	1052
营业收入增长率	33.7%	36.8%	26.1%	22.2%	所得税	52	68	89	114
EBIT 增长率	85.2%	42.4%	28.7%	24.4%	有效所得税率%	13.4%	13.1%	13.2%	13.2%
净利润增长率	81.6%	34.1%	29.4%	28.7%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>336</b>	<b>450</b>	<b>582</b>	<b>749</b>
资产负债率	33.4%	29.7%	30.0%	29.5%					
流动比率	3.28	3.66	3.64	3.76	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
速动比率	2.20	2.30	2.26	2.34	货币资金	764	395	719	1134
现金比率	0.97	0.51	0.75	0.99	应收账款及应收票据	219	241	305	373
<b>经营效率指标</b>					存货	802	998	1271	1562
应收账款周转天数	12.17	10.00	10.00	10.00	其它流动资产	807	1172	1193	1217
存货周转天数	82.40	82.40	82.40	82.40	流动资产合计	2593	2805	3488	4287
总资产周转率	1.81	2.31	2.53	2.66	长期股权投资	4	4	4	4
固定资产周转率	171.95	223.86	276.75	345.99	固定资产	38	40	41	40
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	3	5	7	9
					非流动资产合计	1030	1079	996	904
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>资产总计</b>	<b>3623</b>	<b>3884</b>	<b>4484</b>	<b>5191</b>
净利润	336	450	582	749	短期借款	110	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	381	443	556	676
非现金支出	198	247	275	283	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-15	-12	-25	-38	其它流动负债	301	324	403	465
营运资金变动	32	-213	-243	-279	流动负债合计	792	767	959	1142
<b>经营活动现金流</b>	<b>550</b>	<b>472</b>	<b>589</b>	<b>716</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-25	-104	-106	-100	其它长期负债	417	388	388	388
投资	-40	-378	0	0	非流动负债合计	417	388	388	388
其他	-1099	-71	33	41	<b>负债总计</b>	<b>1209</b>	<b>1155</b>	<b>1347</b>	<b>1529</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1164</b>	<b>-552</b>	<b>-73</b>	<b>-59</b>	实收资本	400	400	400	400
债权募资	92	-107	0	0	归属于母公司所有者权益	2414	2729	3137	3661
股权募资	760	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-241	-183	-191	-241	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>3623</b>	<b>3884</b>	<b>4484</b>	<b>5191</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>611</b>	<b>-289</b>	<b>-191</b>	<b>-241</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>1</b>	<b>-370</b>	<b>324</b>	<b>415</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 11 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023A), HTI

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Shift from 'cost-effective distribution' to 'brand matrix incubation'. Saivi Era is a tech-driven brand export company. ① 2012-15: Focused on cost-effective products and infrastructure, optimizing costs through tech investment. ② Since 2016: Transitioned to branding, with 2023 revenue and net profit at RMB 6.56 billion and RMB 336 million, up 33.7% and 81.6% YoY; 1Q24 revenue and net profit at RMB 1.80 billion and RMB 86 million, up 44.7% and 65.6% YoY.

Financials: Product structure optimization and significant operational improvement. ① Business model: Focus on Amazon, followed by Walmart and proprietary websites, with 2023 revenue shares of 88.3%, 4.1%, and 2.8%. ② Regional & product structure: North American market share rose to 89.9% in 2023, with marginal recovery in Europe in 1Q24; apparel and accessories grew strongly, with 2023 revenue share at 71.5% and a 2019-23 CAGR of 32.7%, up 50.1% YoY in 1Q24. Non-apparel categories streamlined, with 1Q24 revenue up 26.5% YoY. ④ GPM & period expense ratio: GPM rose to 44.8%, 45.8%, and 47.2% in 2022-23 and 1Q24, with period expense ratio at 39.0%, 39.3%, and 41.2% due to brand building and R&D investment. ⑤ Operational capability: 2023 inventory turnover rate improved to 5.05 times, above the average of 5.02 times, indicating better inventory management.

Industry: Large scale, stable growth, potential for scaling. ① Demand: Core markets in Europe and the US, with Amazon fashion sales expected to grow at a 12.4% CAGR from 2022-27. ② Supply: In 2022, apparel and footwear accounted for 23.3% of China's cross-border B2C exports, with stable future share. China's apparel industry benefits from cluster effects, policy support, solid logistics, and competitive exports. Apparel's multi-brand reuse potential supports scaling. ③ Competition: Fragmented with many small sellers, with B2C branding expected to reach 20-30% by 2025; Amazon's brand registry program supports company branding.

Core Competence: Value chain restructuring and foundational capability reuse drive brand strategy. ① Brand incubation: Reduced inefficient SKUs by 56% from 2019-22, with significant progress in premium development; formed a brand matrix, incubating 4 ten-billion-level, over 20 billion-level, and over 70 ten-million-level brands from 2021-23; top brands strong, with 2023 revenue share at 55.1%, up 40.6% YoY. ② Value chain restructuring: Developed an EPR system with a pattern database and flexible supply chain for 'small batch quick response', with a 5-10 day average production cycle in 2022; robust warehousing and logistics, with daily order processing capacity of over 120,000 domestically and 20,000 overseas. ③ Foundational capability: Focus on IT platform development for full-chain digital capability; 'Amoeba' model for agile organization, talent accumulation, and flexible market response with 'small front-end + large middle platform'.

Profit Forecast and Valuation: Successful brand strategy transition, flexible supply chain aiding value chain restructuring, and solid digital foundation expected to release profit potential. Forecasted revenue for 2024-26 at RMB 8.98 billion, RMB 11.32 billion, and RMB 13.83 billion, up 36.8%, 26.1%, and 22.2% YoY, with net profit attributable to shareholders at RMB 450 million, RMB 582 million, and RMB 749 million, up 34.1%, 29.4%, and 28.7% YoY. Assigning a 28x PE for 2024, corresponding to a market capitalization of RMB 12.60 billion and a target price of RMB 31.49. Initiating coverage with an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Market competition risk, inventory management risk, high concentration risk on Amazon platform, etc.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited (“HTIRL”), Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), Haitong International Japan K.K. (“HTIJKK”), Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，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, Liting 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.

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

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

300592.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。

300592.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 300592.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 300592.CH.

### 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

### 评级分布 Rating Distribution

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

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

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

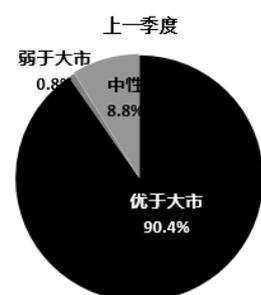
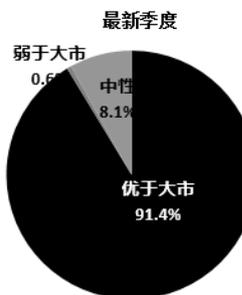
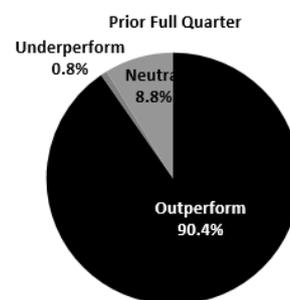
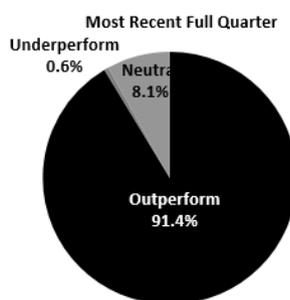
#### Analyst Stock Ratings

**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**



#### 截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

#### Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

#### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

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

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

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

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

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

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款：**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 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

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

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

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

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

**重要免责声明：**

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

**印度证券的研究报告：**本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发

行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 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

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](http://www.equities.htisec.com)，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

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

## IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

## 分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项：** 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项：** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研

究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12th Floor  
New York, NY 10173  
联系人电话：(212) 351 6050

## DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

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

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

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

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构 (根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)) 第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会 (以下简称“ASIC”) 公司 (废除及过度性) 文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“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 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: [prasanna.chandwaskar@htisec.com](mailto:prasanna.chandwaskar@htisec.com)

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

## Sailvan Times - 301381 CH

