

服务产业迎政策利好，新消费景气持续

Service Industry Benefits from Favorable Policies, New Consumer Boom Continues

刘越男 Yuenan Liu yn.liu@htisec.com
许樱之 Yingzhi Xu yingzhi.xu@htisec.com

4 Nov 2025

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)

投资建议：服务消费、符号与情绪价值、渠道调改与新技术

- **投资建议及推荐标的：**1) 服务消费迎来较多催化，教育板块推荐：**天立国际控股、学大教育**，相关标的：**凯文教育**。新消费估值低、景气度高。现制饮品推荐：**古茗**；相关标的：**蜜雪冰城**。出行链推荐：**携程集团、同程旅行、华住集团**，相关标的：**亚朵**。2) 情绪价值消费结构景气，潮玩IP推荐：**名创优品**；黄金珠宝推荐：**老铺黄金、周大福、潮宏基、六福集团**。3) AI+主题推荐：**小商品城、康耐特光学**。4) 零售渠道变革与产业链重塑，推荐：**汇嘉时代、重庆百货、永辉超市、步步高、家家悦**。5) 出海依然是大趋势，出口链推荐：**安克创新、绿联科技**。
- **服务消费迎诸多催化。**1) 促进服务消费有更高的边际增量，2025年9月16日商务部联合9部门近日发布《关于扩大服务消费的若干政策》，政策结构性侧重点清晰。2) 历史规律看，服务消费结构性占比提升，且能持续提价；提升休假市场和休假灵活性，将有较高需求弹性。3) 服务消费中：教育板块需求刚性，量价仍有红利。政策加码后高中教育扩容。茶饮咖啡龙头仍有较大拓店空间，且竞争优势明显。出行链中OTA竞争格局稳定，稳步提升利润率，且存在出海预期。酒店经历较长景气下行周期，经营数据稳步改善，且供给开始结构性优化。
- **符号消费与情绪价值结构性高增长。**1) 情绪价值与体验消费切中需求痛点，正在快速兑现商业价值。以IP潮玩为代表的产业本质消费的是符号与内容价值。2) 有趣的零售已经成为线下业态发展的明确趋势。目前中国潮玩IP产业仍处于高成长期，头部IP从人群+地域+场景三重破圈，且新IP接力热度验证龙头企业的IP平台价值。而名创优品等为代表的其他专业零售渠道也正加速品类调整与自有IP投入。3) 黄金品类工艺附加值提升，消费属性提升驱动市场持续扩容。黄金品类工艺创新，古法金满足年轻消费者审美及保值需求。古法黄金足金镶嵌钻石与宝石应运而生，引领行业发展新趋势。
- **新渠道重塑产业链，技术变革商业化加速。**1) 中国流通体系变革的趋势是：从厂商主导的深度分销，转变为消费者驱动的高效零售。对零售商核心能力要求从选址到选品，最终走向制造型零售，品质胖改和硬折扣零售是两条不同路径。2) 中国零售在品类和场景维度走向分散，零食折扣/社区零售/大卖场调改店将迎来正面竞争。3) 外卖与即时零售的竞争尚未结束，且由于履约体系的变化，以及零售和外卖订单需求属性的不同，竞争格局巨变。3) AI新技术将首先应用于新的实体设备，如AI眼镜、AI玩具等。目前AI在人力资源服务、电商、教育等领域效率提升及商业化进度领先。AI相关产品已经从内部管理提效，到2B和2C端商业化产品落地，并带来增量收入。
- **风险提示：**1) 细分赛道竞争加剧对利润的影响；2) 天气等因素对旅游和出行需求影响；3) 出海面临市场、监管和贸易政策等多重风险和不确定性。

服务产业迎政策利好，新消费景气持续

- 1 新趋势与投资机会
- 2 服务消费迎诸多催化
- 3 符号消费与情绪价值结构性高增长
- 4 传统模式压力仍在，新零售业态重塑产业链
- 5 技术变革：AI从内部提效到商业化
- 6 出口链波动加剧，不改出海大势

CONTENTS 目录



新结构：服务消费政策有望持续加码

- 服务业既是需求的结构性增量，也具有吸纳就业的重要功能。
- 2026有望成为服务消费大年，政策持续加码，将同时受益需求红利，以及政策对优质服务供给的培育和扶持。

新内容：情绪与体验继续驱动潮玩IP产业高景气

- 消费需求不只是极致规模经济驱动的低价，从功能性向情绪价值转变是趋势。
- 情绪价值与符号消费：短期谷子经济与IP潮玩崛起，体验类和情绪类消费有望继续快速发展。

新渠道：线上和线下均迎来变革

- 中国零售行业正在走向分散而不是集中，传统零售面临所有业态，在所有品类、所有场景维度的分流。
- 传统渠道：竞争压力最大，调改求变动力最强。超市调改方向清晰，百货、便利店等业态也在探索。
- 新渠道崛起：零食折扣、社区超市、调改后大卖场将迎来正面竞争，即时零售依托履约效率优势从场景维度分流。

新技术：AI从内部提效到商业化落地

- 新技术将首先应用于新的实体设备，如AI眼镜、AI玩具等。
- AI在人力资源服务、电商、教育等领域效率提升及商业化进度领先。



- AI+硬件：智能眼镜
- AI提升效率：AI+电商、AI+人服
- AI改变商业模式：AI+旅游等
- IP符号与内容消费：潮玩，以及其他社交属性消费品
- 成瘾性品类：咖啡奶茶等
- 其他消费：黄金珠宝、等。
- 渠道变迁：折扣店（零食等）、渠道调改、前置仓/即时零售
- 性价比品牌：品牌认知高端，但价格区间大众
- 二手交易平台、二手电商
- 服务消费要素：酒店、新型餐饮、咖啡奶茶
- 服务平台：OTA、本地生活服务、本地出行、招聘平台。

服务消费迎诸多催化

2025年9月16日商务部联合9部门近日发布《关于扩大服务消费的若干政策》（以下简称《政策》）。

政策围绕五大方面提出19条措施：

- 培育促进平台：开展“服务消费季”活动，建设消费新业态、新模式、新场景试点城市，促进商旅文体健融合。
- 丰富服务供给：提升文化、体育、家政、养老、托育等服务品质，扩大服务业对外开放，吸引外资和民营资本进入医疗、教育等领域。
- 激发消费新增量：优化入境免签政策，改善支付、通信等便利度以吸引境外消费者，同时扩展数字消费场景。
- 加强财政金融支持：利用中央预算内投资、地方政府专项债券等支持服务设施建设，加大消费信贷支持力度。
- 健全统计监测：优化服务消费统计方法，利用大数据等手段加强监测分析。

优化假期安排和文旅场景联动短期对需求影响更直接。

- 相比以往消费以及服务消费促进政策，本次主要增量：1) 优化学生假期安排，探索中小学春秋假增加旅游出行服务时间安排。2) IP联动新场景：提出消费优质资源与IP跨界合作。3) 鼓励赛事与文旅联动：支持引进海外，以及地方打造文旅赛事。4) 重视AI+消费：鼓励电商平台推出服务消费新场景。

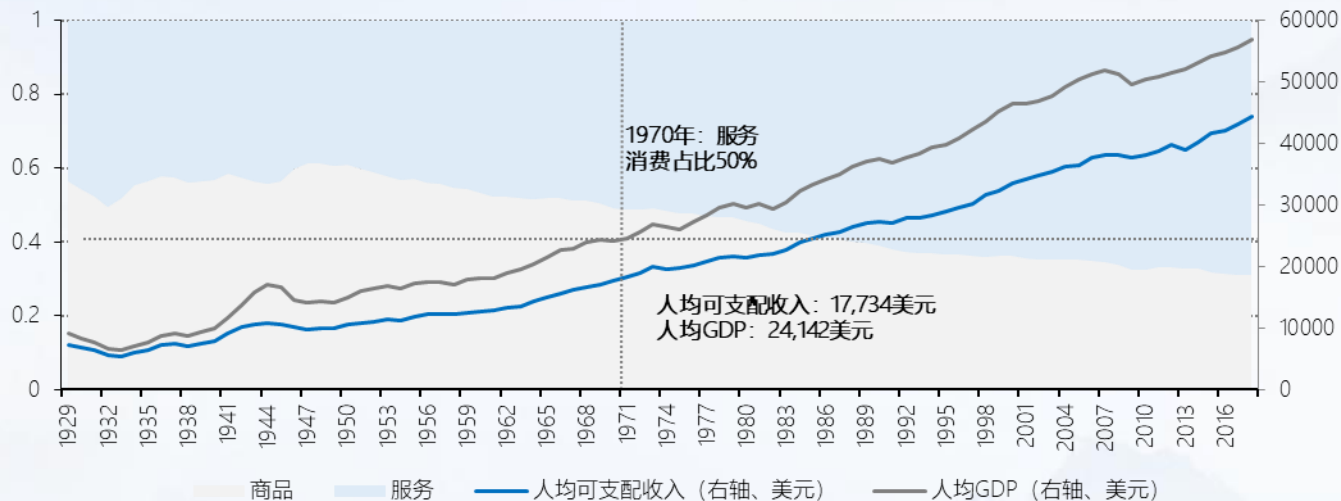
优化假期安排政策若能落地，对服务和旅游消费需求提振最大：

- 1) 旅游需求约束不是价格，而是假期时间。2) 优化学生假期安排，对有娃家庭旅游需求或有增量催化。
- IP联动、文旅赛事、AI+消费充分结合近年来旅游热点。政策更多是顺势而为，市场化方式为消费新热点提供支持。

服务消费结构占比提升是规律

服务业占比提升是主要发达国家普遍现象。美日服务业增加值GDP占比均很高，日本广义的服务业增加值占GDP比重在1970-2010年快速从48.8%提升至71.91%，2010年后维持稳定，在68%-70%水平。美国服务业增加值GDP占比也1970年突破50%后持续提升至70%以上。

美国个人消费中服务和商品消费占比与人均收入和GDP关系

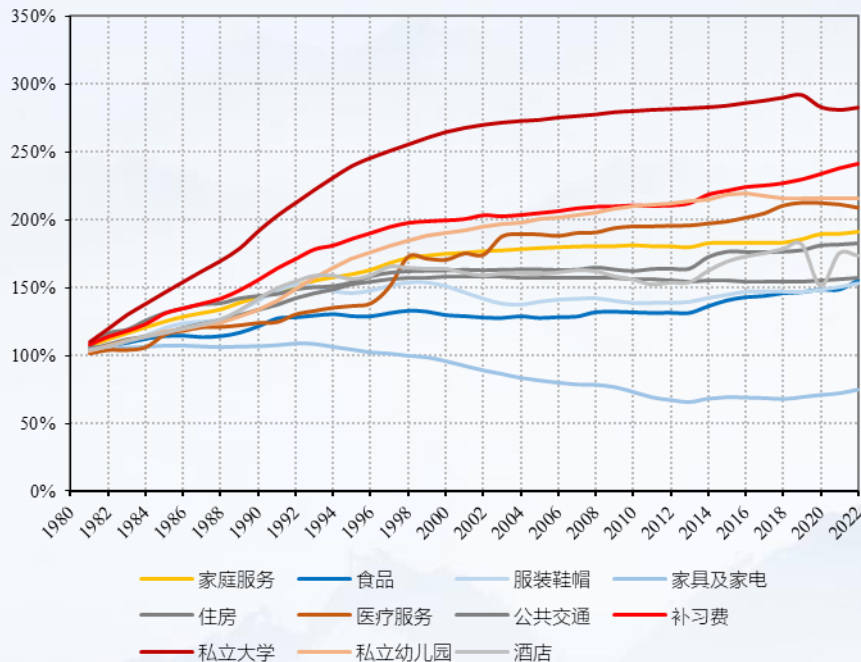


数据来源：世界银行、日本内閣府、Bureau of Economic Analysis、HTI研究

2-2 相比商品，服务普遍更容易提价

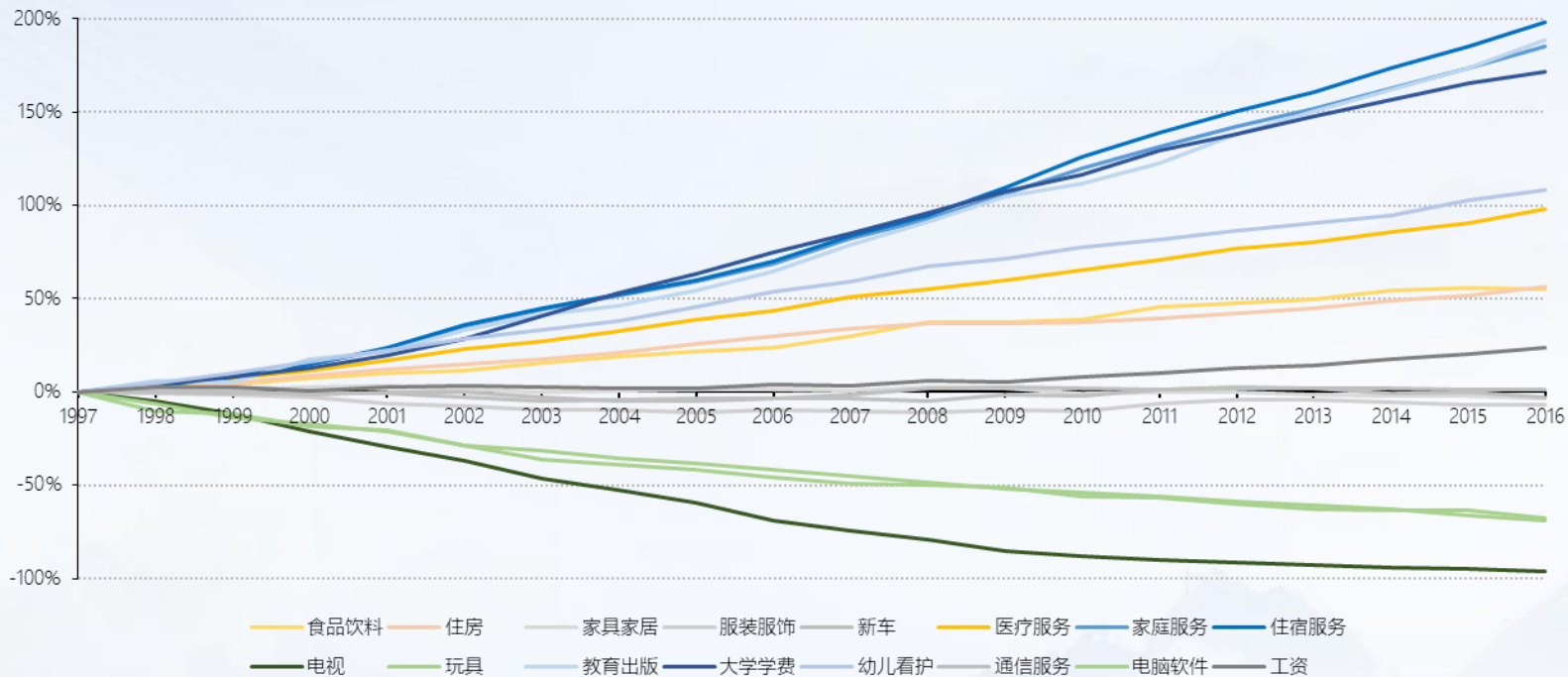
- 服务业价格由于缺乏足够的规模效应，较少受益技术进步和劳动生产力的提升，主要受租金和人工成本影响。服务质量的提升，以及技术和知识含量的增加也会驱动服务价格快速上行。
- **资源型生活服务业大幅提价：教育、家政、医疗**
- 以耐用和可选消费品在技术进步和扩散，规模效应等多重因素下，物价指数普遍下行；
- 日本在1990年代经济陷入停滞，与房地产相关且挂钩的住房、公共交通等公共基础设施类服务价格进入平稳状态；
- 以私立学校学费、医疗服务、家庭和家政服务以及酒店等服务业价格经历了令人印象深刻的持续上涨。其中，补习班费用和私立大学学费成为涨幅最高的服务，而教育门槛提高无助于缩小财富分配和贫富差距。

日本主要消费及服务品类1981-2022年价格指数（1980为1）



美国服务消费品类价格涨幅大幅领先实物零售

美国主要消费品价格累计涨幅 (1997-2016)



数据来源: BLS、HTI研究

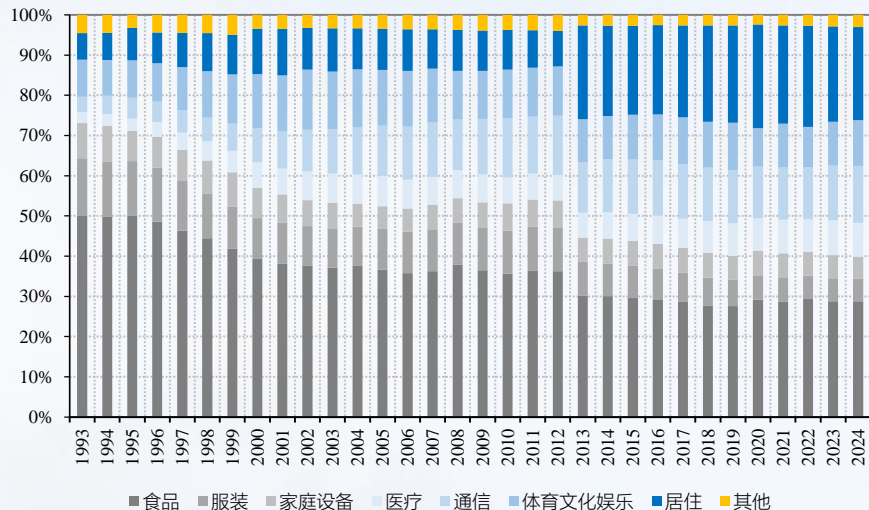
2-2 中美服务消费对比：美国价格高，频次高，占比高

| 服务项目 | 中国情况（人均） | 美国情况（人均） | 核心差异 |
|-----------|------------------------|--------------------|---------------------------|
| 人均服务消费总额 | 约 0.14 万美元 | 约 4.05 万美元 | 金额约为美国的 1/30 |
| 医疗 | 支出 0.035 万美元 | 支出 0.99 万美元 | 金额约为美国的 1/28；但中国消费频次更高 |
| 居住相关 | 支出 0.09 万美元 | 支出 1.01 万美元 | 金额约为美国的 1/11 |
| 出境旅游 | 8700 万人次（占总人口 6.2%） | 9850 万人次（占总人口 29%） | 出国旅行频次约为美国的 1/4.7 |
| 文化娱乐（观影等） | 人均年消费次数约为美国水平的 40%-60% | 人均年消费次数较高 | |
| 教育 | 支出占比 8.1% | 支出占比 1.9% | 支出占比显著高于美国 |
| 快递服务 | 124.17 单 | 70 单 | 消费频次是美国的 1.77 倍；单价仅为约 1/7 |
| 餐饮外卖 | 20.7 单 | 12 单 | 消费频次是美国的 1.7 倍；客单价约为 1/6 |

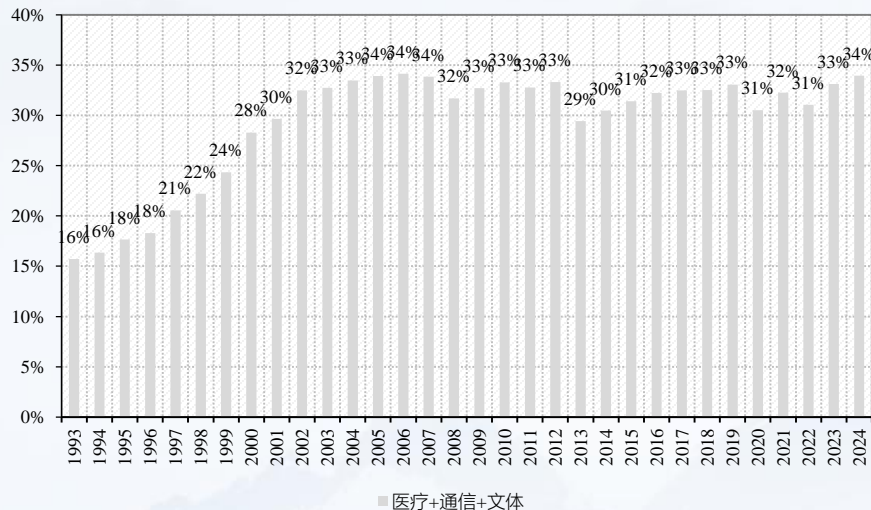
中国居民服务消费支出占比仍有较大提升空间

- 中国居民服务消费占比在2013年超过50%，但主要推动力其实是居住支出（2013年骤增至23%），且对服务消费构成挤压。
- 剔除居住成本，通信、医疗、体育文化娱乐支出占比从2015年的31%，提升至2024年的34%，提升幅度仍然有限，并非爆发增长。
- 服务支出与工资收入和闲暇时间有关，若上述两项提升，服务消费有望迎来爆发增长。

1993-2024中国居民消费支出结构



医疗+通信+文体



数据来源：国家统计局、HTI研究

请参阅附注免责声明

2-3 旅游是服务消费最为典型的呈现形式

预计旅游大盘增速:

- 参考基准为未来3年GDP增速4-5%，
- 交通票务：大盘增速+6pct，未来3年CAGR 5-7%，25年规模2万亿
- 酒店住宿：出行半径扩大，住宿需求提升，预计未来3年GAGR=10-12%，25年规模7,900亿
- 度假预订：处于恢复中，预计27年完全恢复，预计未来3年GAGR=35%，25年1.9万亿。

预计OTA规模:

- 预计2025年整体旅游线上化率36%
- 交通票务：3年CAGR8-8.5%，25年1.27万亿交易额，佣金率3-3.5%
- 酒店住宿：3年CAGR13-15%，25年3,864亿交易额，佣金率9-10%
- 度假预订：3年CAGR40-45%，25年3,274亿交易额，佣金率7-8%

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 国内旅游收入 (亿元) | 57,251 | 22,286 | 29,191 | 20,444 | 49,103 | 57,500 | 63,112 |
| yoy% | 11.6% | -61.1% | 31.0% | -30.0% | 140.2% | 17.1% | 9.8% |
| 旅游市场规模 | 72,284 | 32,917 | 41,584 | 29,124 | 69,951 | 81,913 | 89,908 |
| yoy% | 2.5% | -54.5% | 35.2% | -30.0% | 140.2% | 17.1% | 9.8% |
| 其中: 住宿市场规模 | 7,480 | 2,912 | 3,814 | 2,671 | 6,415 | 7,185 | 7,904 |
| yoy% | 15.8% | -61.1% | 31.0% | -30.0% | 140.2% | 12.0% | 10.0% |
| 其中: 交通票务市场规模 | 22,587 | 10,827 | 12,207 | 9,515 | 18,411 | 19,699 | 20,881 |
| yoy% | 6.5% | -52.1% | 12.7% | -22.1% | 93.5% | 7.0% | 6.0% |
| 其中: 度假市场规模 | 28,045 | 4,785 | 8,067 | 4,441 | 9,422 | 14,132 | 19,079 |
| yoy% | 22.1% | -82.9% | 68.6% | -44.9% | 112.1% | 50.0% | 35.0% |
| 在线旅游市场规模 (GMV交易额, 亿元) | 18,071 | 9,875 | 13,307 | 9,611 | 24,483 | 29,079 | 32,367 |
| yoy% | 22.0% | -45.4% | 34.8% | -27.8% | 154.7% | 18.8% | 11.3% |
| 线上化率 (%) | 25% | 30% | 32% | 33.0% | 35.0% | 35.5% | 36.0% |
| 在线住宿预订市场规模 (亿) | 2,992 | 1,698 | 2,303 | 1,640 | 4,066 | 4,599 | 5,098 |
| yoy% | 25.2% | -43.2% | 35.6% | -28.8% | 148.0% | 13.1% | 10.9% |
| 线上化率 (%) | 40.0% | 58.3% | 60.4% | 61.4% | 63.4% | 64.0% | 64.5% |
| 在线交通票务市场规模 (亿) | 11,994 | 7,555 | 9,794 | 7,729 | 15,323 | 16,547 | 17,645 |
| yoy% | 17.9% | -37.0% | 29.6% | -21.1% | 98.3% | 8.0% | 6.6% |
| 线上化率 (%) | 53.1% | 69.8% | 80.2% | 81.2% | 83.2% | 84.0% | 84.5% |
| 在线度假市场规模 (亿) | 3,085 | 622 | 1,210 | 711 | 1,696 | 2,685 | 3,720 |
| yoy% | 34.4% | -79.8% | 94.5% | -41.3% | 138.7% | 58.3% | 38.6% |
| 线上化率 (%) | 11.0% | 13.0% | 15.0% | 16.0% | 18.0% | 19.0% | 19.5% |
| OTA旅游市场规模 (GMV交易额, 亿) | 12,268 | 7,115 | 9,819 | 7,092 | 18,066 | 21,519 | 24,113 |
| yoy% | 20.1% | -42.0% | 38.0% | -27.8% | 154.7% | 19.1% | 12.1% |
| 其中: OTA住宿预订 | 2,243 | 1,279 | 1,734 | 1,235 | 3,062 | 3,472 | 3,864 |
| 其中: OTA交通票务 | 7,415 | 4,819 | 6,747 | 5,333 | 10,726 | 11,749 | 12,704 |
| 其中: OTA在线度假 | 2,406 | 498 | 1,029 | 611 | 1,475 | 2,363 | 3,274 |

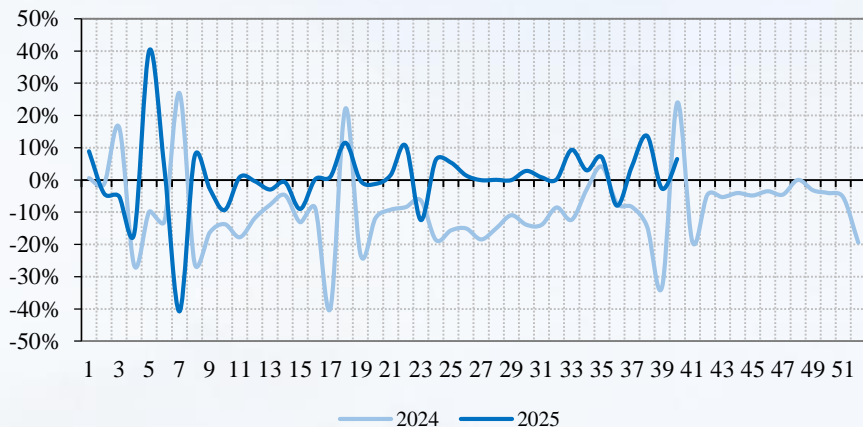
数据来源：国家旅游局、艾瑞咨询、Fastdata、HTI研究

酒店住宿 | 经营数据降幅收窄，将延续改善趋势

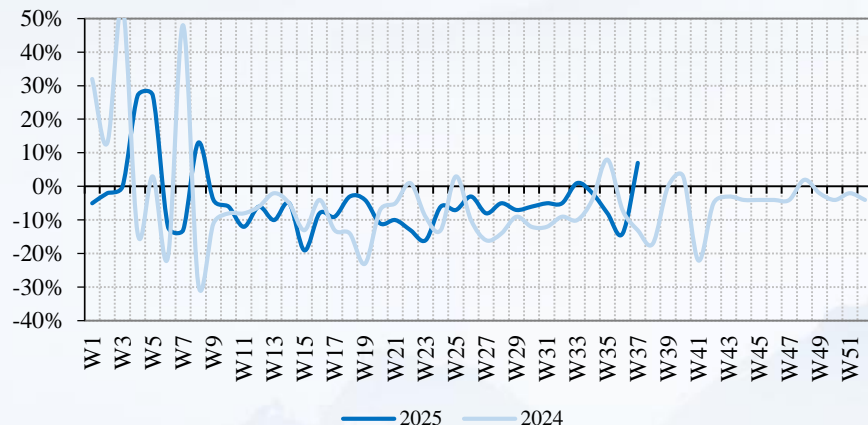
需求稳定，基数降低，降幅持续收窄

- 中国旅游需求始终保持稳定，因此商旅需求是主要波动来源。
- 目前酒店集团商旅占比相比此前已有下降。
- 2025年以来需求相对稳定，并未进一步恶化，而24H2起基数降低，是降幅收窄的主要原因。预计26年将延续上述趋势。

全国样本酒店RevPAR同比 (公历、%)



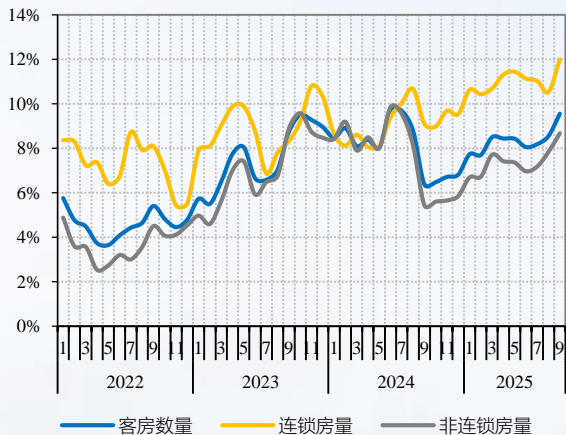
STR口径RevPAR同比增速



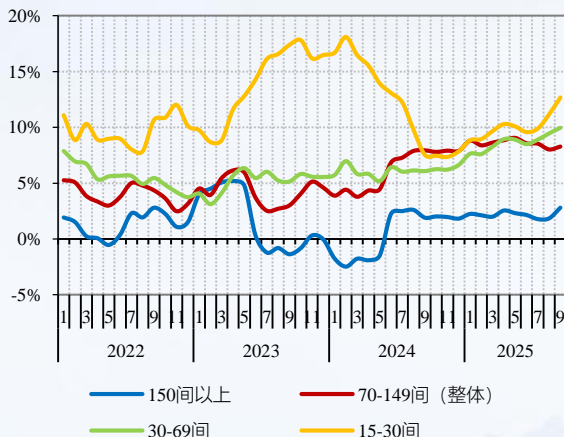
低门槛，小规模的非连锁增速更快

- 截止9月底供给：行业整体客房数同比+9.5%，环比加速（8月+8.5%）；连锁+12%（8月+11.1%）。
- 70-149间规模增速+8.3% 环比仍有加速（8月+8.0%），30-69间规模客房增速+10.4%，15-30间增速12.8%，明显加速。
- 连锁和大体量物业供给增速略有放缓，而低门槛的非连锁供给增速快，其实某种程度上是加速赶顶的特征。

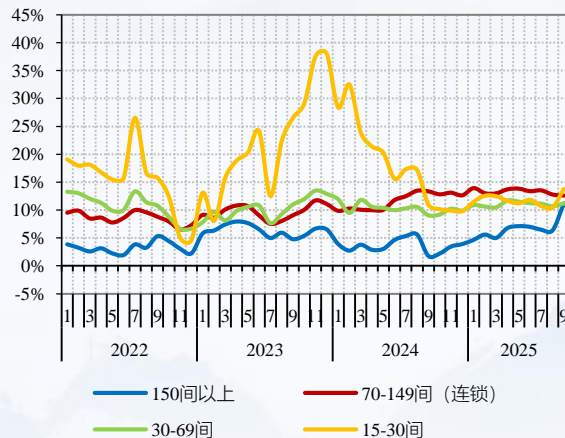
分类别酒店同比增速-客房口径 (%)



分类别酒店同比增速-客房口径 (%)



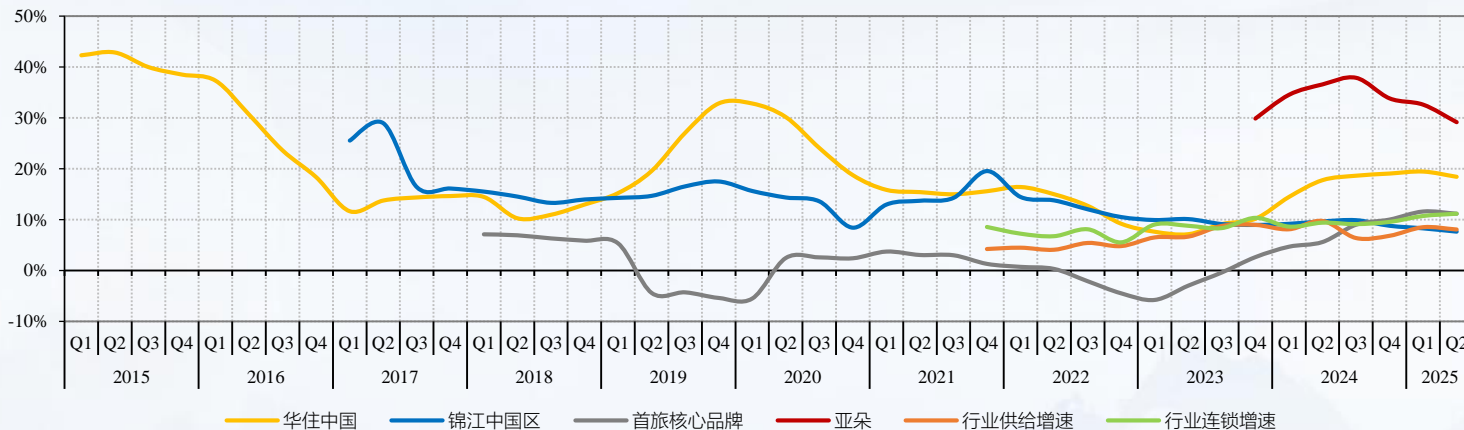
分类别酒店同比增速-连锁客房口径 (%)



酒店住宿 | 龙头开店节奏分化

- 对比行业供给增速，不同龙头酒店门店增速并不相同：
- 华住在2022Q4-2023Q3期间完成门店质量调整，自23Q4开始增速大幅领先行业。
- 首旅核心品牌自23Q3起开店加速，24Q3开始追赶上行业增速。
- 锦江酒店则自23Q1以来一直处于增速放缓的门店调整期。目前增速低于连锁行业供给速度。

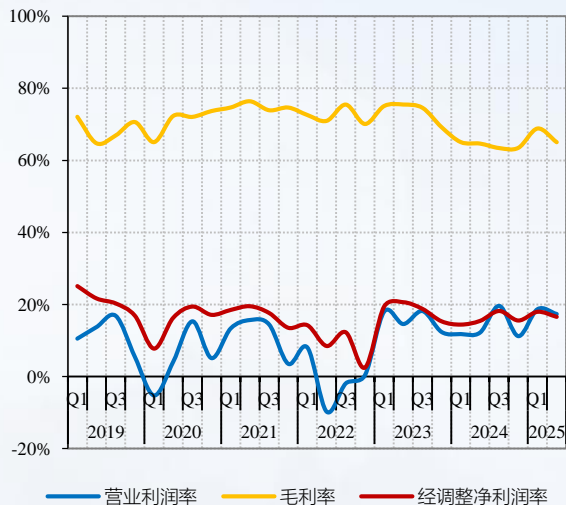
龙头酒店vs行业供给增速



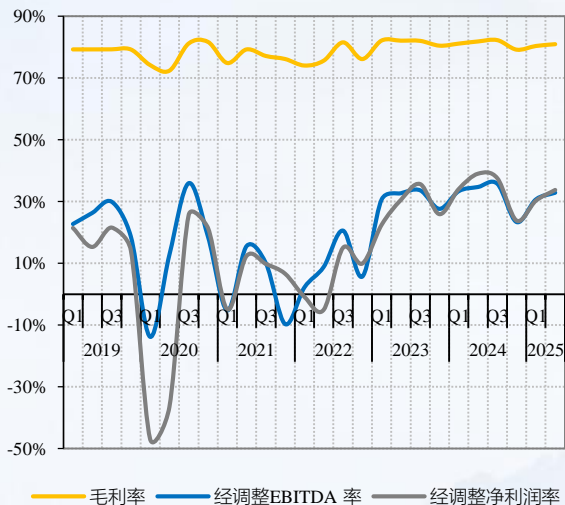
利润率维持高位稳定，补贴效率提升导致费用率控制好于预期。

- 同程销售费用受益于竞争格局好于预期，并没有明显上行。携程海外投放清晰、高效、且效果明显。
- 受益于研发和管理费用率的规模经济，携程整体经调整利润率依然处于明确的向上通道。随着后续Trip.com的盈利改善，预计利润率会提升。

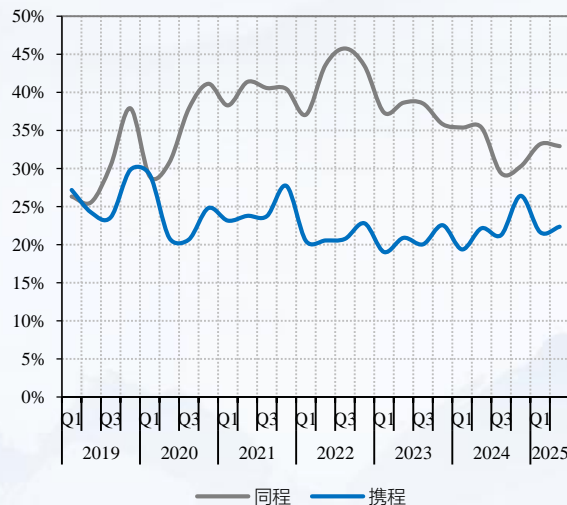
同程旅行毛利率及利润率水平



携程集团毛利率及利润率水平



携程及同程销售费用率

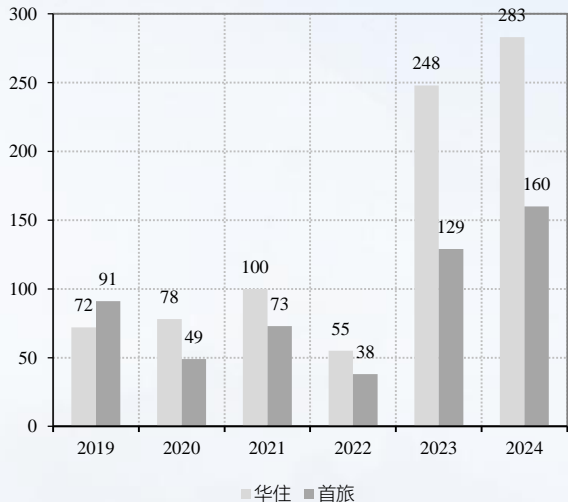


数据来源：同程旅行、携程集团财报、HTI研究

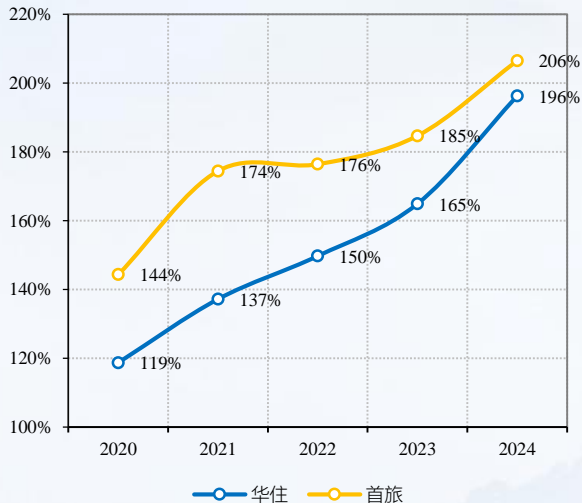
2-4 OTA | 阶段性受益产业链利润分配转向渠道

- 2024年，华住和首旅分别向携程支付了2.83亿以及1.60亿佣金，相当于19年的393%和176%。
- 但华住和首旅国内酒店门店数相比19年仅为206%和196%，对OTA渠道依赖度在变高。
- 核心原因：主要是新开门店需要渠道引流。

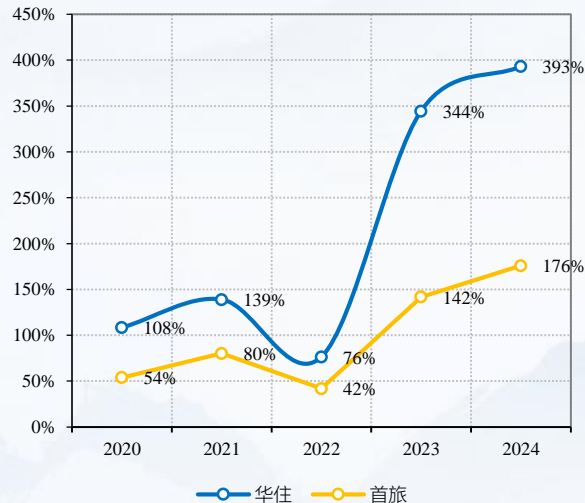
华住首旅支付携程佣金（百万元）



华住首旅门店相比19年



华住首旅支付佣金相比19年



数据来源：携程集团财报、HTI研究

请参阅附注免责声明

OTA | 海外市场: Trip.com海外增速略放缓, 但相比其他OTA依然领先

Trip.com10月环比9月提速, 主流OTA中增速依然领先

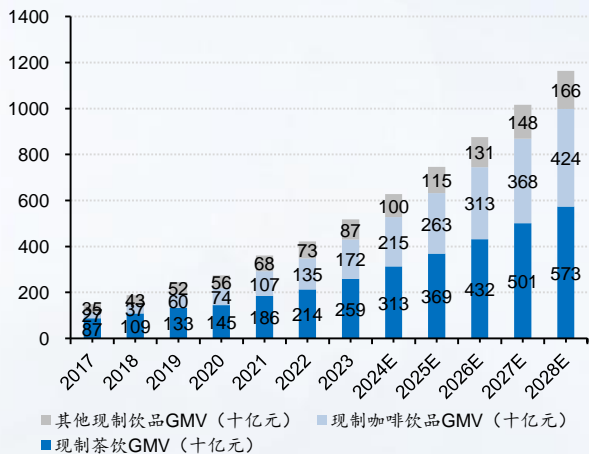
- Booking和Agoda开始选择在泰国、韩国等地重新加大投入, 但更多是抢占线下市场。
- 目前看Trip.com在韩国市场反而加速, 泰国市场放缓, 但更多是行业原因, 竞争对手增速也都放缓。

| | Expdia | Skyscanner | Agoda | Kkday | Klook | Trip.com | Airbnb | Booking.com | Traveloka | OYO | Tripadvisor | Hotels.com |
|----------------|--------|------------|--------|--------|--------|----------|--------|-------------|-----------|--------|-------------|------------|
| 25M10增速 | | | | | | | | | | | | |
| 全球 | 18.1% | 17.8% | 11.2% | 8.8% | 19.9% | 67.5% | 12.0% | 9.5% | -2.8% | -8.6% | -19.2% | 0.6% |
| 香港地区 | -7.3% | -11.2% | -14.7% | -11.5% | 23.2% | 28.5% | 24.8% | -28.5% | 13.5% | -29.7% | 58.2% | -20.4% |
| 日本 | 21.5% | 36.6% | 12.9% | 52.8% | 82.5% | 71.6% | 16.5% | -3.6% | 216.1% | -52.3% | -24.3% | 6.7% |
| 韩国 | -13.0% | -0.1% | 34.7% | -5.5% | 41.5% | 81.8% | 7.0% | 6.5% | 311.8% | 0.0% | -24.1% | 0.8% |
| 台湾地区 | 6.1% | 27.5% | -7.7% | 11.3% | 3.2% | 87.9% | 21.6% | -1.6% | -1.9% | -58.2% | -17.7% | -0.5% |
| 新加坡 | -6.1% | 3.2% | 52.3% | -25.9% | -11.3% | 45.0% | 17.0% | 35.2% | 104.0% | 4.1% | 12.9% | -17.0% |
| 泰国 | -17.0% | 17.8% | 2.9% | -13.5% | -11.1% | 42.9% | 21.0% | -4.6% | -16.0% | 16.8% | 35.7% | -14.1% |
| 马来西亚 | -10.3% | 57.4% | 12.6% | -8.5% | 11.5% | 94.5% | 9.0% | 16.7% | 20.9% | -41.0% | 14.8% | -30.4% |
| 印尼 | 4.0% | 60.4% | -1.1% | -14.3% | 19.3% | 59.7% | -17.5% | -8.5% | -3.7% | -34.0% | -20.9% | -19.3% |
| 澳大利亚 | -15.2% | 7.1% | 35.4% | -20.2% | 16.3% | 53.2% | 2.2% | 3.9% | 61.4% | -7.0% | -8.8% | -2.7% |
| 25M10份额 | | | | | | | | | | | | |
| 香港地区 | 1.5% | 3.4% | 11.4% | 8.0% | 20.6% | 47.3% | 2.7% | 3.2% | 0.3% | 0.0% | 0.8% | 0.8% |
| 日本 | 6.4% | 5.7% | 24.8% | 2.8% | 6.9% | 17.5% | 7.2% | 26.2% | 1.1% | 0.0% | 0.7% | 0.8% |
| 韩国 | 0.6% | 9.9% | 30.3% | 0.8% | 6.2% | 28.4% | 15.9% | 4.2% | 0.4% | 0.0% | 0.3% | 3.0% |
| 台湾地区 | 0.4% | 3.5% | 14.1% | 12.3% | 22.8% | 22.1% | 3.1% | 20.3% | 0.2% | 0.0% | 0.2% | 0.9% |
| 新加坡 | 1.5% | 2.7% | 27.2% | 0.6% | 9.4% | 30.2% | 7.5% | 15.0% | 3.7% | 0.3% | 1.1% | 0.8% |
| 泰国 | 0.3% | 1.3% | 33.8% | 0.2% | 1.7% | 31.3% | 1.8% | 20.5% | 8.1% | 0.1% | 0.7% | 0.3% |
| 马来西亚 | 0.3% | 1.9% | 28.1% | 0.2% | 9.6% | 23.8% | 9.5% | 18.8% | 6.9% | 0.3% | 0.4% | 0.3% |
| 印尼 | 0.0% | 1.4% | 15.4% | 0.0% | 0.9% | 4.7% | 3.1% | 3.4% | 68.6% | 2.1% | 0.2% | 0.1% |
| 澳大利亚 | 3.2% | 5.0% | 3.8% | 0.0% | 3.2% | 7.0% | 29.3% | 44.0% | 1.3% | 0.1% | 1.5% | 1.5% |

2-5 茶饮 | 现制饮品空间广阔，下沉市场潜力巨大

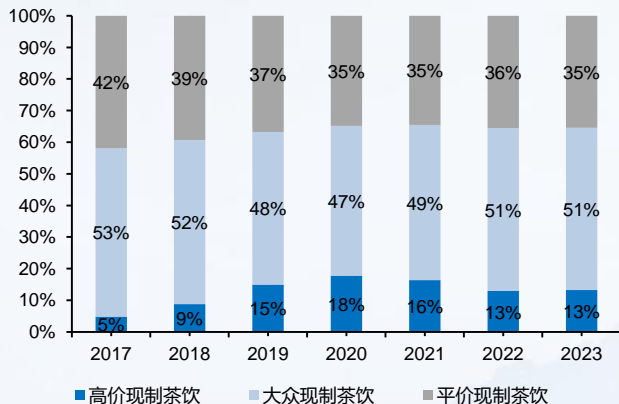
- 中国现制饮品市场空间广阔，人均现制饮品消费量提升空间大。**据灼识咨询，随着消费者需求的多样化、个性化，现制饮品市场规模呈高速增长趋势，由2018年的1878亿元增至2023年的5175亿元，年复合增长率为22.5%。其中2018-2023年现制茶饮市场规模年复合增长率为19.0%，现制咖啡店年复合增长率为36.3%。根据灼识咨询，2023年美国、英国及日本的人均年现制饮品消费量分别为323、225及172杯，而中国人均年现制饮品年消费量为22杯，与上述发达国家差距较大。随着中国城镇化的持续推进以及居民可支配收入的提高，灼识咨询预计2028年中国人均现制饮品消费量将达到51杯。
- 下沉市场是现制饮品规模增长的主要来源。**2020年以来大众现制茶饮市场在各价格带中占比提升，2023年达到51%，性价比消费趋势下高端茶饮占比有所下滑。分城市等级看，下沉市场占比持续提升，三线及以下城市在大众现制茶饮市场的GMV占比从2018年的35%提升至2023年的42%。根据灼识咨询，2023年，中国一线城市的人均现制饮品年消耗量为70杯，而二线及以下城市为16杯，低线市场潜力巨大。

图：茶饮咖啡市场规模快速增长（人民币十亿元）

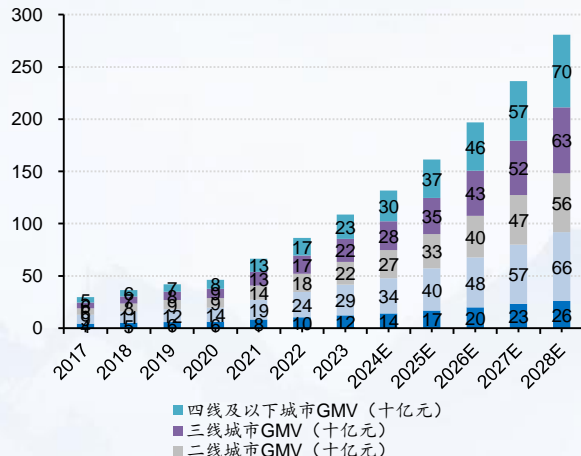


数据来源：蜜雪冰城招股说明书、沙利文、HTI研究

图：大众现制茶饮占比提升



图：下沉市场增长潜力大（人民币十亿元）

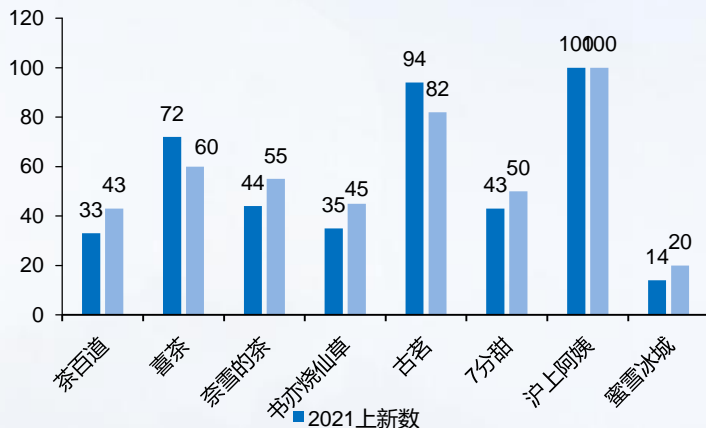


请参阅附注免责声明

茶饮 | 产品策略：大单品引流提效，快研发维持品牌力

- 蜜雪冰城：平价大单品策略，冰鲜柠檬水和冰淇淋为标杆。2024年前九个月，公司前五大畅销常青款产品占中国总出杯量的约50%，销售额占比31%。
- 古茗：专注于大众现制茶饮，主打高品质、短保质期食材的果茶占比高。推新频率高。top5占比约30%，top10占比约50%
- 茶百道：经典茶饮（五大畅销款）+季节性茶饮，2023年前五大畅销款零售额占比32%。
- 沪上阿姨：大单品+时令产品+小食
- 霸王茶姬：2024年中国前三大畅销原叶茶占比61%

图：古茗和沪上阿姨推新频率在现制茶饮中较高（元）



表：沪上阿姨和霸王茶姬SKU较少（单位：个）

| | 合计SKU (个) | 果茶SKU | 价格带 | 奶茶SKU | 价格带 | 纯茶SKU | 价格带 | 咖啡SKU | 价格带 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 喜茶 | 55 | 26 | 13-28 | 28 | 12-19 | 1 | 8 | 0 | |
| 奈雪的茶 | 40 | 21 | 16-28 | 9 | 16-22 | 6 | 9-18 | 4 | 15-22 |
| 茶百道 | 45 | 20 | 12-22 | 21 | 10-26 | 4 | 6 | 0 | |
| 古茗 | 38 | 17 | 10-21 | 15 | 10-20 | 2 | 7 | 4 | 14-17 |
| 沪上阿姨 | 20 | 9 | 14-23 | 9 | 12-19 | 0 | | 2 | 13-19 |
| 霸王茶姬 | 22 | 4 | 18-27 | 15 | 15-32 | 3 | 10-12 | 0 | |
| 蜜雪冰城 | 41 | 18 | 4-10 | 15 | 6-9 | 2 | 4 | 6 | 5-10 |

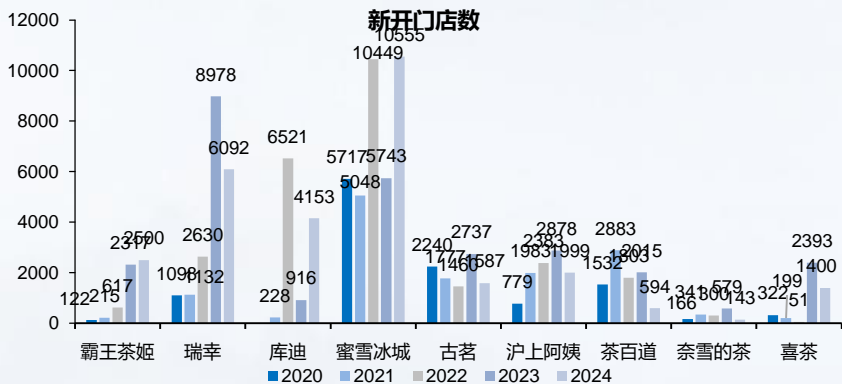
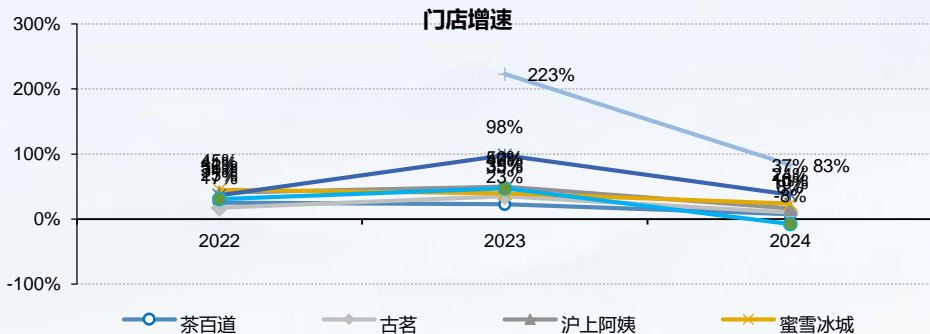
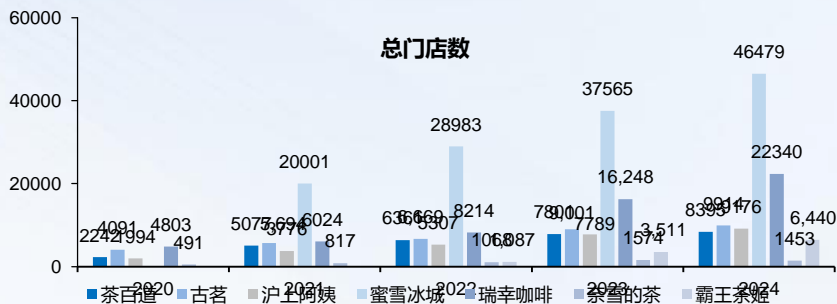
2-5 茶饮 | 供应链：重资产与规模化筑壁垒

| | 采购 | 生产加工 | 物流配送 | 仓储 |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 蜜雪冰城 | 与优质可靠的供应商建立了长期合作关系，提前与选定供应商商定价格或价格范围；将运营进一步延伸至供应链的上游，建立了合作种植基地 | 公司提供给加盟商的饮食品材约60%为自产，其中核心饮食品材为100%自产；除饮食品材外，公司也自主生产部分核心包材和设备。蜜雪冰城在河南、海南、广西、重庆安徽拥有五大生产基地，总占地面积67万平方米，年综合产能约143万吨。 | 与当地配送服务商合作提供配送服务。截至2023Q3，蜜雪冰城配送网络覆盖了中国31个省份、自治区、直辖市，约300个地级市、1700个县城和3100个乡镇；并在超过90%的国内县级行政区划可实现12小时内触达；在国内90%以上的门店实现了冷链物流覆盖。 | 截至2023Q3，蜜雪冰城仓储体系总面积达到30多万平方米，共拥有26个仓库（自营） |
| 茶百道 | 茶百道对大部分门店核心水果进行统一采购，并针对部分核心水果与全国优质水果产区签署采购协议，从源头批量锁定长期供应 | 与上游供应商合作并让他们严格按照公司产品要求实施生产流程。在森冕新材料旗下拥有一家森冕工厂，总面积约为11,120平方米，专注于生产包装材料 | 调度由约300辆来自第三方移动服务提供商的多温运输车辆组成的车队，每天能够向数千家门店运送新鲜材料，为约92%的茶百道门店提供每周两次或以上的配送服务。 | 截至2023年底，公司综合性冷链仓储及配送网络包括21个多温仓库，由20个中心仓及1个前置仓组成，覆盖面积约80,000平方米。（自营+第三方） |
| 古茗 | 合作基地 + 规模化集采：直接采购原材料，并与供货商建立长期合作关系以保障稳定供应 | 目前运营三个加工工厂以处理原料。此外，正在浙江诸暨建设另一处加工工厂，预计于2024年投入使用，进一步提升原料加工能力。 | 古茗拥有在中国现制茶饮店品牌中规模最大的冷链仓储及物流基础设施，支持向其97%以上的门店提供两日一配的冷链配送服务。公司直接拥有并运营327辆运输车辆。仓到店的平均配送成本仅占GMV的约0.9%，低于行业平均约2%。 | 截至2023Q3拥有21个仓库，总建筑面积超过200,000平方米，包括逾40,000立方米可支持不同低温范围的冷库。目前正在浙江台州增建仓库，预期总建筑面积超过39,000平方米，预计于2024年竣工。（自营） |
| 喜茶 | 自建基地 + 订单农业：通过直接投资或长期合作，在核心产区自建茶园、果园。茶叶：自建茶园占比高，锁定高端茶叶品种。水果：对芒果、葡萄等高频水果采用订单农业模式，与农户约定种植标准，保障稳定供应。 | 深度参与茶叶种植、加工和配方研发，推出自研茶底，全流程数字化管理，驻厂监督制茶过程；对于奶制品、糖类等非核心原料，喜茶与第三方工厂合作 | 喜茶构建了覆盖全国的智能冷链配送网络，与行业头部物流企业合作，能够根据门店网络智能排线。在新一线及以上城市实现“一天一配”，全年原料控温配送里程达2,000万公里，大数据规划物流车路径超75,000次。 | 截至2023年底，喜茶打造了41个原料仓库，覆盖全国300多个城市，仓储网络南北跨越3,000公里，覆盖范围同比增长270%。这些仓库分为中央仓、城市仓和分拨仓，能够根据门店需求就近分配原料。（自营） |
| 沪上阿姨 | 向供应商直接采购原材料，进口原材料一般与分销商合作。 | 沪上阿姨在中国浙江省的海盐工厂拥有4条生产线，总面积逾10,000平方米，能够生产及加工用于制备饮品的若干食材，主要包括珍珠、芋圆及芋泥。 | 合作第三方物流服务供应商，每周2-3次将食材送达门店 | 八大仓储物流基地；四个设备仓库；九个新鲜农产品仓库；及19个前置冷链仓库（自营+第三方）。所有新鲜农产品仓库均设有环境调控、冷藏及冷冻设施，冷冻仓库覆盖全国所有门店 |
| 霸王茶姬 | 茶叶：与全国20多家优质茶厂合作，并在云南、安溪等地拥有2700亩自营茶山，通过合同种植模式确保茶叶品质与稳定供应；奶：采用区域化直采模式，例如川渝、江浙沪地区与味全合作；2023年与茶百道合资成立供应链公司，专注包材供应 | 在潮汕、江门等地自建茶叶加工厂，通过拼配技术和预加工环节（如茶汤、小料预处理）实现90%以上的稳定性，门店仅需完成最后组装 | 冷链物流外包 | 自建+第三方，构建中央仓库+区域仓库两级仓储系统 |
| 瑞幸咖啡 | 建立覆盖哥伦比亚、巴西、埃塞俄比亚、危地马拉、中国云南全球五大咖啡豆产区的供应网络 | 年产能达1.5万吨的全自动化烘焙基地（福建）、年产能超3万吨的瑞幸咖啡（江苏）烘焙基地 | 瑞幸主要与两家物流配送公司合作，并与三家国内知名的第三方仓储和物流服务商合作 | 向第三方租赁了约30个仓库，用于储存和库存管理；同时设置前置仓 请参阅附注免责声明 |

数据来源：招股书、沙利文、HTI研究

茶饮 | 开店策略：头部品牌门店高增长，差异化区域选址

• 2024年霸王茶姬和蜜雪冰城门店净增维持高速增长，大部分品牌门店净增长放缓，闭店率有所提高。



| 品牌 | 2023年底末门店量 | 2024年底末门店量 | 净增门店量 | 24年净增数/23年底数 |
|---------|------------|------------|-------|--------------|
| 柠季手打柠檬茶 | 1445 | 2104 | 659 | 31.32% |
| 霸王茶姬 | 3375 | 5902 | 2527 | 42.82% |
| 茶颜悦色 | 476 | 732 | 256 | 34.97% |
| 喜茶 | 3480 | 4472 | 992 | 22.18% |
| 林里手打柠檬茶 | 1392 | 1717 | 325 | 18.93% |
| 奈雪的茶 | 1574 | 1888 | 314 | 16.63% |
| 甜啦啦 | 6748 | 6233 | -515 | -8.26% |
| 益禾堂 | 5642 | 6350 | 708 | 11.15% |
| 沪上阿姨 | 7789 | 8476 | 687 | 8.11% |
| 古茗 | 9001 | 9999 | 998 | 9.98% |
| 蜜雪冰城 | 33234 | 40510 | 7276 | 17.96% |
| 茶百道 | 7795 | 8398 | 603 | 7.18% |

数据来源：窄门参谋、HTI研究

数据来源：一览商业、HTI研究

请参阅附注免责声明

表：茶饮咖啡品牌单店模型比较 (2024)

| | 茶百道 (加盟) | 蜜雪冰城 (加盟) | 古茗 (加盟) | 沪上阿姨 (加盟) | 霸王茶姬 (加盟) | 奈雪的茶 (直营) | 幸运咖 (加盟) | 瑞幸咖啡 (直营) |
|--------------------|----------|-----------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|
| 单店零售额 (万元) | 180 | 144 | 236 | 137 | 600 | 355 | 108 | 212 |
| 外卖收入 | 104 | 72 | 118 | 69 | 300 | 146 | 38 | |
| 外卖占比 | 58% | 50% | 50% | 50% | 50% | 41% | 35% | |
| 原材料成本 (万元) | 59 | 65 | 106 | 55 | 240 | 107 | 54 | 76 |
| 原材料成本率 | 33% | 45% | 45% | 40% | 40% | 30% | 50% | 36% |
| 外卖抽成 (万元) / 配送费用 | 21 | 7 | 24 | 14 | 60 | 29 | 4 | 16 |
| 外卖抽佣率 | 20% | 10% | 20% | 20% | 20% | 20% | 10% | |
| 外卖费用率 | 12% | 5% | 10% | 10% | 10% | 8% | 4% | 8% |
| 员工薪酬 (万元) | 30 | 20 | 24 | 20 | 42 | 72 | 12 | 39 |
| 员工薪酬占比 | 17% | 14% | 10% | 15% | 7% | 20% | 11% | 18% |
| 租金 (万元) | 28 | 20 | 24 | 20 | 48 | 51 | 18 | 20 |
| 租金占比 | 16% | 14% | 10% | 15% | 8% | 15% | 17% | 10% |
| 折旧 (万元) | 5.5 | 2.6 | 4.0 | 4.0 | 16.0 | 22.4 | 2.6 | 9.4 |
| 设备/5年折旧 | 3 | 1.4 | 2.0 | 2.0 | 6.0 | | 1.4 | |
| 装修/5年折旧 | 2.5 | 1.2 | 2.0 | 2.0 | 10.0 | | 1.2 | |
| 折旧占比 | 3% | 2% | 2% | 3% | 3% | 6% | 2% | 4% |
| 水电费 (万元) | 5.4 | 4.3 | 7.1 | 4.1 | 18.0 | 10.7 | 3.2 | 8.7 |
| 水电占比 | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 4% |
| 广告及推广开支 (万元) | | | | | | | | |
| 广告费用占比 | | | | | | | | |
| 门店经营及维护开支 | | | | | | | | |
| 门店经营维护费用占比 | | | | | | | | |
| 其他开支 | | | | | | | | |
| 其他开支占比 | | | | | | | | |
| 综合运营服务费 (万元) / 瑞幸加 | 1.8 | 0.5 | 0.6 | 0.0 | 18.0 | | 0.5 | |
| 外卖平台管理+商户通 (万元) | 0.4 | | | | | | | |
| 利润分成/和采购金额挂钩的持续加盟费 | | | 15.8 | 4.6 | | | | |
| 利润分成占比 | | | 6.7% | 3.4% | | | | |
| 门店经营利润 (万元) | 28.6 | 24.6 | 30.7 | 15.8 | 158.0 | 62.9 | 13.9 | 40.1 |
| 经营利润率 | 15.9% | 17.1% | 13.0% | 11.5% | 26.3% | 17.7% | 12.9% | 18.9% |
| 初始投资 (万元) | 45 | 30 | 40 | 30 | 150 | 100 | 24 | 45 |
| 投资回收期 (月) | 18.9 | 14.6 | 15.6 | 22.8 | 11.4 | 19.1 | 20.7 | 13.5 |

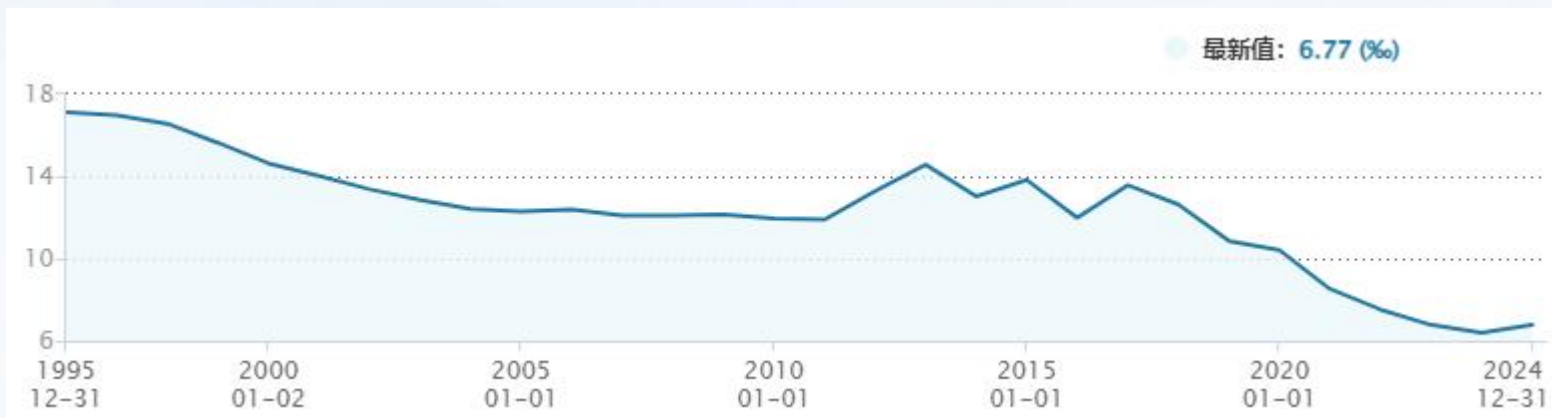
数据来源：茶百道、蜜雪冰城、古茗、沪上阿姨、霸王茶姬、奈雪的茶、瑞幸估值、HTI研究

请参阅附注免责声明

2-6 教育 | 量：中小学受生育率影响，高中仍在红利期

- 我们判断，考虑生育率影响，幼儿园与小学率先承压、高中阶段在未来数年内仍维持“量稳/偏增+需求刚性”格局。

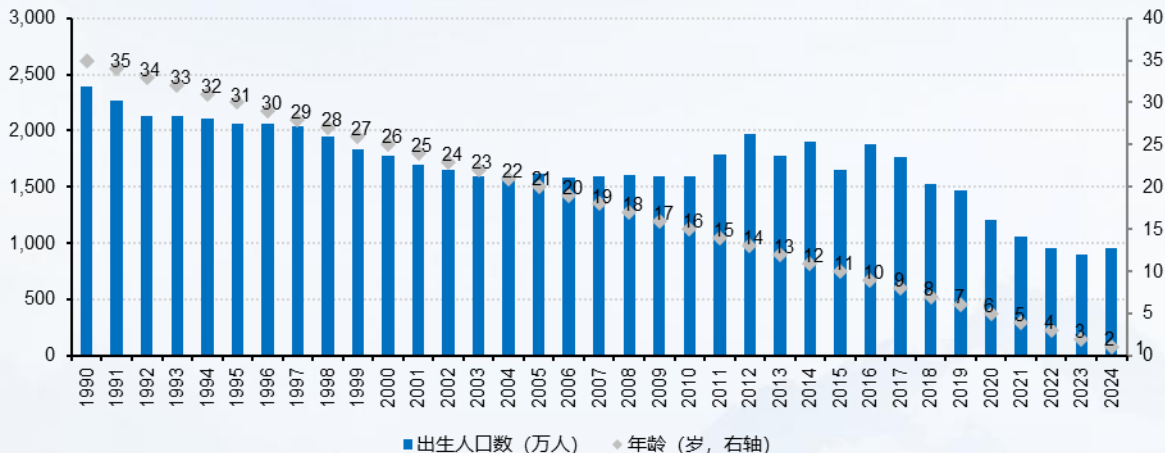
图：中国出生率



教育 | 量：中小学受生育率影响，高中仍在红利期

- 高中教育行业还有7-8年人口红利期。**以2025年为例，高中段适龄人口出生日期约为2008-2010年（15-17岁）、义务教育阶段为2014-2019年（6-14岁）、学龄前为2020-2025年（0-5岁），考虑到出生人口在2017-2018年开始显著下滑，因此预计高中段教育行业仍有近7-8年的稳定人口需求，也即2032-2033年起高中段人口需求才开始大幅下滑。
- 政策支持高中阶段教育扩容，从职普分流到职普融合。**2025年《教育强国建设规划纲要（2024—2035年）》提出加快扩大普通高中教育资源供给，探索设立一批以科学教育为特色的普通高中，办好综合高中，深入实施县域普通高中振兴计划；2025年《政府工作报告》提出扩大高中阶段教育学位供给，引导规范民办教育发展，推进职普融通、产教融合，增强职业教育适应性。

图：高中学段还有近7-8年的人口红利期

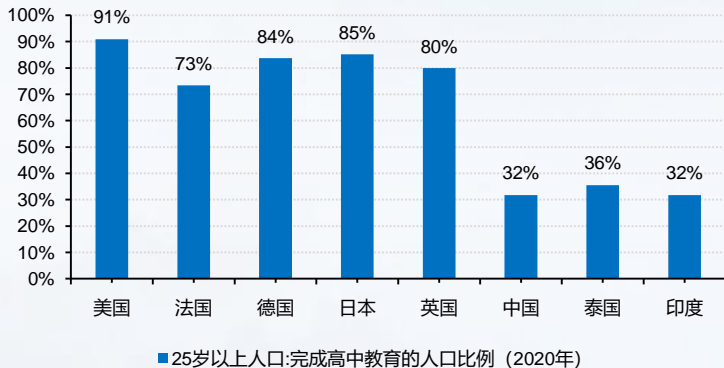


资料来源：ifind, HTI研究

2-6 教育 | 海外对比，国内高中扩容空间广阔

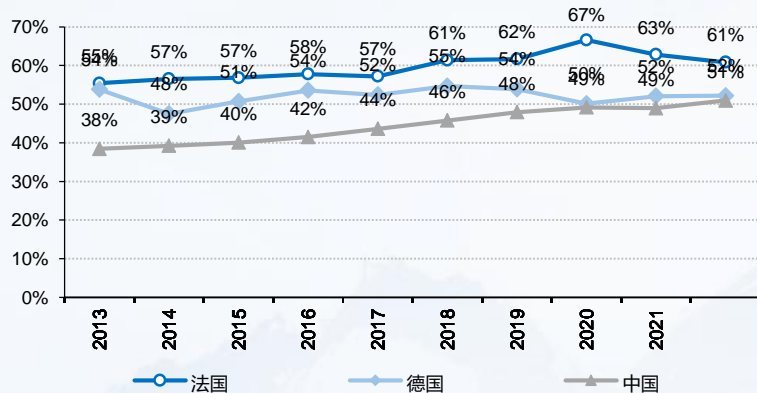
- 中国高中教育普及率显著提升，但仍落后于发达国家。** 2020年，中国25岁以上人口完成高中教育的比例为32%，较2010年的22%提升约10个百分点，表明近十年来中国基础教育普及成效显著。然而，与发达国家相比仍有较大差距，2020年美国25岁以上人口的高中教育完成率高达91%，法国为73%，德国为84%，日本为85%，英国为80%。这一差距部分源于中国早期教育资源分配不均，尤其是农村及欠发达地区的教育覆盖率较低。
- 中国普通高中毕业生数占适龄人口比例逐步提高，近年来已接近发达国家水平。** 中国普通高中毕业生数占适龄人口比例从2013年的38%提升至2022年的51%，2022年法国普通高中毕业生数占适龄人口比例为61%，德国为52%。

图：发达国家高中教育普及率更高



资料来源：ifind, HTI研究

图：发达国家普通高中毕业生数占适龄人口比例更高

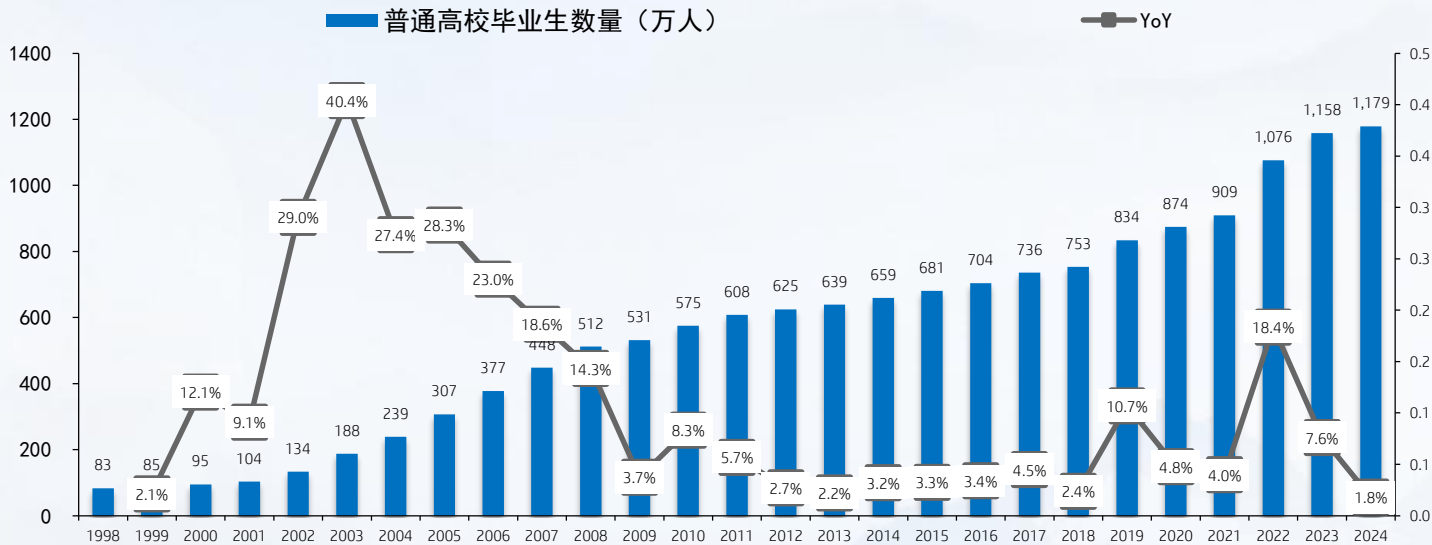


资料来源：Wind, HTI研究

高校毕业生人数持续增长：随着中国高等教育的持续扩张，每年进入就业市场的高校毕业生人数不断攀升，整体就业压力日益加大。根据教育部数据，2023年全国高校毕业生人数达到1158万人，2024年进一步增长至1179万人，2025年预计将突破1200万人，连续三年创历史新高。

国考报名过审人数同比增9%：根据新华社报道：中央机关及其直属机构2026年度考试中，共有371.8万人通过了用人单位的资格审查，通过资格审查人数与录用计划数之比约为98:1。我们测算，国考2026年度考试，报名过审人数同比2025年（341.6万）增长8.84%。

粉笔AI刷题单日销量突破14000单：根据证券日报报道，粉笔AI刷题系统班于2025年4月份上线，基于粉笔自研垂域大模型打造，系行业内首个由AI主导的课程产品。于10月15日正式开售的AI刷题冲刺班在销量方面同样表现优秀，预售期内，其预订量已迅速突破21000份，显示市场对AI类课程产品的高度认可。



资料来源：Wind，新华网，证券日报，HTI研究

符号消费与情绪价值 结构性高增长

从生产性社会进入到消费社会

- 消费是地位与社交符号，人被其所消费的商品定义。
- 人们消费的不仅是商品的使用价值，而是突出自己身份地位的符号价值。

消费需求沿着马斯洛金字塔呈现K型分化

- 资本主义的发展经历了从生产社会到消费社会，欧美和日韩均经历了从追求商品的功能性，向追求情绪价值和社会外部性的转变。
- 效率型商品的价格持续下降，但为功能性以外的附加意义支付溢价，成为消费社会的核心特征。

消费特征：必选省钱但可选和兴趣消费升级，服务占比提升节省时间用于低成本的闲暇

- 性价比消费
- 情绪价值消费
- 服务消费

功能性需求被同质化供给过度满足

- 企业在宏观环境放缓的开始阶段选择扩大生产/加速拓店以扩张份额，消费品的供给内卷。
- 日本在1994-1998年间出现了消费品供给过剩。
- 品牌拼命上新、推出极致细分的产品，占领消费者心智。
- 渠道激烈竞争，便利店高速密集扩店抢占渠道优势，提高壁垒。

消费者成熟：自我意识觉醒，价值观多元化

- 中国消费品模仿海外，品牌定位选择“教主模式”：立人设，说服消费者来追随。核心逻辑是：我值得你追捧。
- 核心原因是：优质供给稀缺。典型案例：皮尔卡丹、麦当劳、宝洁。（参考蔡玉《情绪价值》）
- 供需关系逆转：2010年开始，特别是2016年后，本土品牌加速完成国产替代。多数品类市场教育已经完成，消费者在商品过剩供给下快速成熟：自我意识觉醒，品牌成为需求的配角。
- 核心逻辑变为：你值得我服务。

需求不足其实是需求换代，总有未被满足的需求。

中美日的IP消费崛起，底层驱动是人口结构、经济基础与代际消费观念的更迭。

- 随着人口数量众多的“个性化消费者”一代逐步达到消费峰值年龄段，美国、日本、中国分别先后于1960-1970s、1980s、2020s迎来IP消费高速增长黄金时代，且多伴随多元化的消费业态。
- 我们预计，随着年龄结构与经济发展阶段演进，东南亚等新兴市场的IP消费有望迎来进一步的爆发式增长。

美国：

- 人口结构与消费周期是推动IP消费需求爆发的底层驱动。美国于1934-1961年出生的“婴儿潮”一代对应人口体量达约1.09亿人，随着该世代逐步达到消费峰值年龄段，驱动美国早期IP消费（初期以影视与玩具为主要形态）进入大发展阶段。
- 1960-1970s：迪士尼、美泰、孩之宝先后实现上市。一方面，以美泰、孩之宝为代表的玩具制造商通过加强设计、制造、营销等方面的创新展现规模经济的竞争优势；另一方面，以迪士尼为代表的大型娱乐公司通过授权与建立合资公司，延续影视IP的专营权价值。
- 20世纪90年代末，三大制造商美泰、孩之宝和丹麦乐高占据美国玩具业的主导地位，约占总销量的约一半；2009年，与影视、图书等IP相关的玩具，在美国玩具销售总量中占据约25%的份额（54亿美元）。

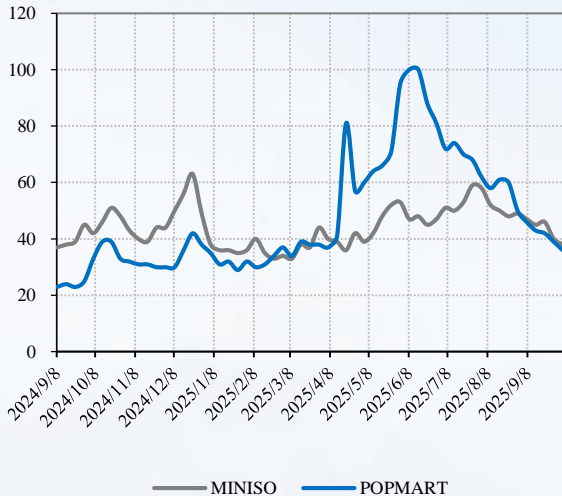
日本：

- 出生于1962-1972年日本经济高速增长期的“回声婴儿潮”一代人口数量众多，且因其成长阶段日本已成为仅次于美国的GDP经济强国，该世代显著区别于初代“婴儿潮”（出生于1947-1949年）呈现的“均质消费者”以生活必需品、标品为主的消费习惯，具备强烈的消费欲望与“个性化消费者”特征。
- 随着日本“回声婴儿潮”一代逐步成为社会消费主力、达到消费峰值年龄段，驱动日本于1980年代逐步进入IP消费（以动漫及周边衍生品为主要形态）的黄金时代。
- 1980s：日本IP动漫及周边产业蓬勃发展。1960年代，手冢治虫将《铁臂阿童木》从漫画作品改编制作动画片热播；1980年代，随着《高达》、《叮当猫》及宫崎骏吉卜力工作室等的推出与创立，日本动漫产业迎来黄金发展期。工作室通过寻求广告代理商的赞助将漫画作品改编成电视动漫后，贩卖不同平台的播放权，并将动漫形象商品化、授权各种周边产生获得附加价值，逐步形成日本动漫产业的商业模式雏形，动漫周边产业迎来蓬勃发展。
- 1975年日本动漫产业总产值为46亿日元，1980年达120亿日元，20世纪90年代上升至千亿日元。1978年日本漫画出版物销售量达到1 836亿日元，占当年出版物总销售金额的15%，1990年漫画出版物总销售金额达4 881亿日元。

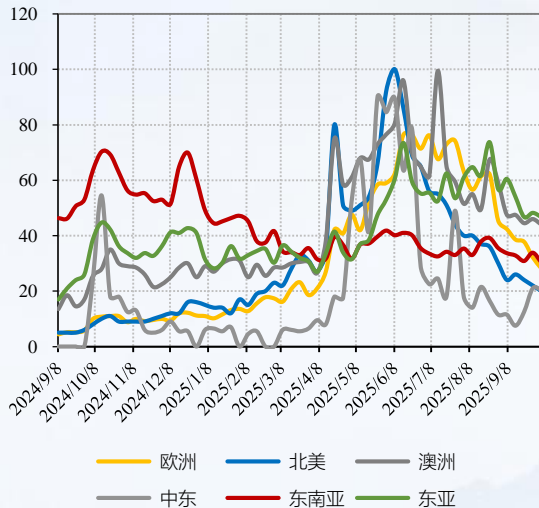
潮玩IP | 头部IP人群+地域+场景三重破圈，新IP接力验证平台价值

- 9-10月全球高频热度延续回落趋势，目前热度基本回到24年底至25年初水平。
- 核心原因：欧美市场等待万圣节及Q4旺季新品推新节奏。
- 星星人搜索热度在8月后出现明显提升。

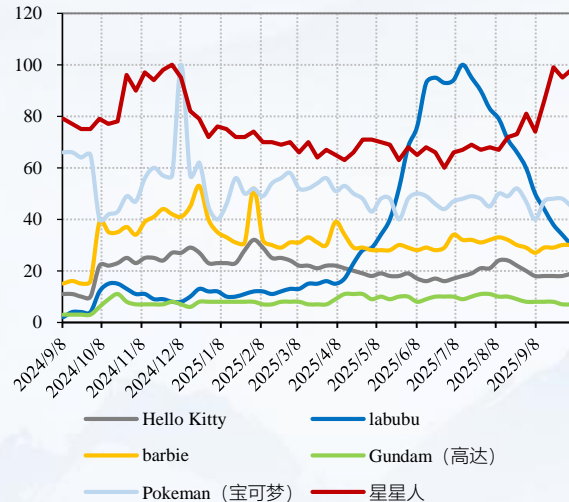
POPMART vs MINISO Trend：全球



全球主要区域Google Trend趋势



全球主要IP搜索热度



数据来源：Google Trends、HTI研究

请参阅附注免责声明

名创优品发展历史上整体经历了三个战略阶段：

- 连锁开店红利期：凭借供应链优势对单体杂货店替代。
- IP战略升级：IP品类结构调整带来毛利率水平明显提升。
- 出海红利期：向空间更大、客单价更高，竞争格局更好的海外市场加速发展。



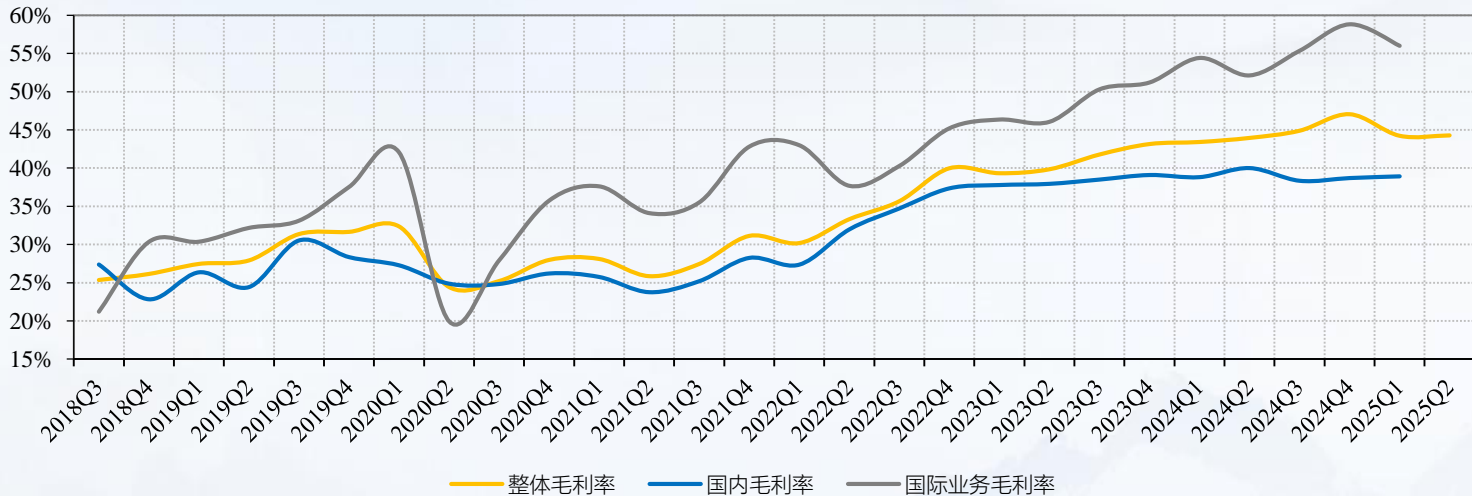
数据来源：名创优品公司公告、Wind、HTI研究

3-2 潮玩IP | 品牌升级：有趣的零售，显著提毛利

战略核心：从“低价杂货”转向“IP设计+内容化零售”，利润率和市值跃升。

- 大规模 IP 联名战略（合作超50个IP）吸引年轻消费者，并通过高毛利品类的结构性优化，显著提升品牌调性、客单价（联名产品占比30%，客单价+15%-20%）和毛利率。而TOP TOY品牌的孵化也是此阶段产物。

名创优品分业务毛利率水平 (%)



数据来源：名创优品公司公告、HTI研究

请参阅附注免责声明

3-2 潮玩IP | 出海红利：更大市场，更高客单价

战略核心：轻奢定位+供应链优势，释放全球化盈利潜力。

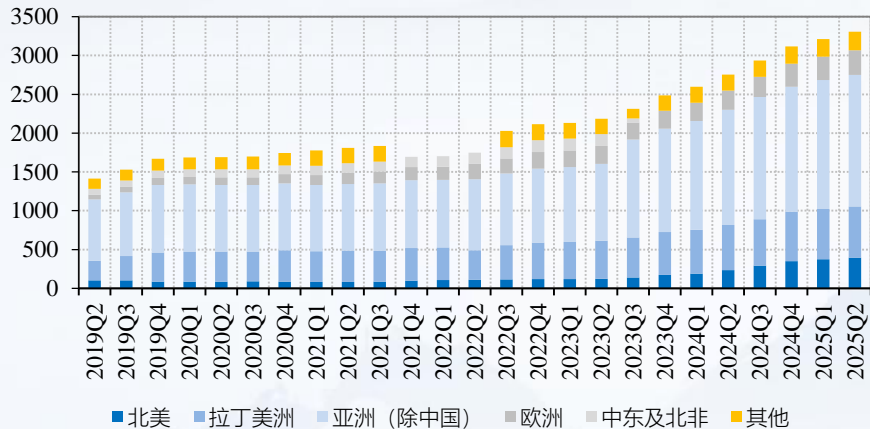
核心驱动力：海外市场（尤其欧美直营）成为增长主引擎。北美等发达市场的高客单价和品牌认可度提升打开了更大的市场空间和估值想象。

关键动作：供应链全球化：美国非中国采购比例进一步提高，东南亚自建供应链，降低关税成本。
店态升级：MINISO LAND旗舰店单店月销千万，单店坪效高于国内。
并购协同：62.7亿收购永辉29.4%股权。

海外收入及增速



名创海外门店结构

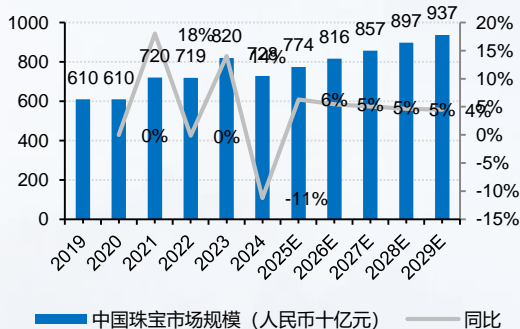


数据来源：名创优品公司公告、HTI研究

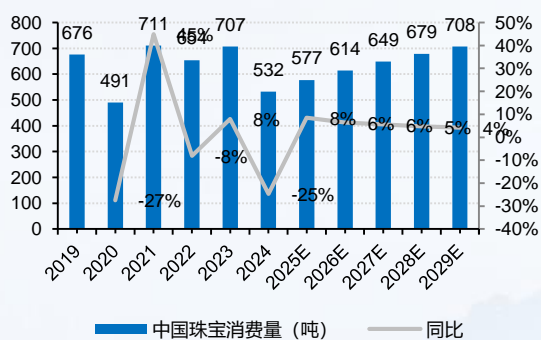
黄金珠宝：古法金为千亿级大市场，工艺附加值驱动市场扩容

- 中国黄金珠宝为逾七千亿大市场，购买力提升驱动稳健增长。** 根据弗若斯特沙利文数据，中国珠宝市场规模由2019年的6100亿元稳步增长至2024年的7280亿元，复合年增长率为3.6%，规模增长主要由购买力不断提高及对日常佩戴的需求多样化驱动，预计2029年整体市场规模有望达9370亿元，2024-2029年复合年增长率5.2%。过去十年，金价上行是市场扩容核心驱动。
- 中国黄金珠宝消费量呈现波动趋势，从2019年的676.2吨下降至2024年的532.0吨，期间的复合年增长率为-4.7%。** 这种下滑趋势主要归因于2020年及2022年疫情的重大影响，同时全球地缘政治紧张局势加剧和经济不确定性增加导致黄金价格大幅上涨，进一步导致2024年消费量下降。然而，由于消费者对黄金珠宝的偏好日益增加，预计消费量将稳步增长，到2029年将达到707.6吨，2024年至2029年的复合年增长率为5.9%。
- 受全球经济和政治环境不稳、国内需求强劲(尤其是珠宝行业需求)等多重因素影响，中国Au9999黄金的平均年度现货价格(含增值税)由2019年的人民币312.7元/克升至2024年的人民币557.2元/克。** 此外，地缘政治冲突持续和通胀压力推高了黄金的避险需求。

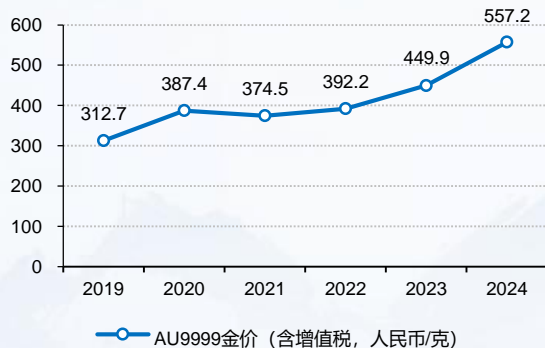
图：中国黄金珠宝市场规模稳步扩张



图：2024年中国珠宝消费量下滑



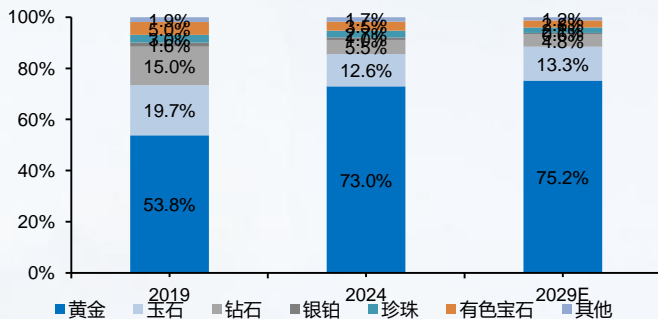
图：金价呈上涨趋势



黄金珠宝：古法金为千亿级大市场，工艺附加值驱动市场扩容

- 黄金品类兼具消费与投资二重属性，市场份额占据半壁江山。** 作为中国珠宝市场消费的主力，2024年黄金品类市场规模占据中国珠宝市场73%的最大份额。黄金产品凭借其历久不衰的文化意义，兼具消费投资二重属性，2019-2024年复合年增长为6.3%；随着消费升级及年轻化消费群体的兴起，预计2024-2029年仍将以0.6%的复合增速保持快速增长。

图：中国珠宝市场规模黄金品类占据半壁江山（亿元）



表：2019-2029E中国黄金珠宝市场黄金及玉石品类保持较快增长

| | 2019-2024 CAGR | 2024-2029E CAGR |
|------|----------------|-----------------|
| 黄金 | 6.3% | 0.6% |
| 玉石 | -8.6% | 1.1% |
| 钻石 | -18.2% | -2.7% |
| 银及铂金 | -9.5% | -9.2% |
| 珍珠 | -2.1% | -4.9% |
| 有色宝石 | -6.9% | -4.4% |
| 其他 | -2.2% | -6.7% |

黄金珠宝：金价上行叠加工艺附加值提升，价增为市场扩容驱动主力

- 未来展望：黄金品类工艺附加值提升，消费属性提升驱动市场持续扩容。** 随着古法金、足金镶嵌等黄金品类工艺创新，黄金单克对应的工艺附加值仍有较大提升空间；同时，日常佩戴的悦己属性需求兴起，黄金珠宝终端消费有望围绕“产品价值”持续升级，相对普通足金产品附加值更高的古法金、足金镶嵌等品类，规模渗透率占比有望持续提升，品类结构升级驱动足金珠宝市场规模扩容。
- 黄金品类工艺创新，古法金满足年轻消费者审美及保值需求。** 古法黄金珠宝由老铺黄金在2009年率先推广，推出兼具文化、时尚属性和产品高级感调性的古法黄金产品，开创黄金珠宝行业新的产品时代；2017年9月周大福推出传承系列，产品覆盖至全国门店渠道终端；2018-2021年老凤祥、老庙黄金、中国黄金、周大生、菜百股份等先后推出“古韵金”、“承福金”、非凡古法金等相关系列产品。
- 古法黄金足金镶嵌钻石与宝石应运而生，引领行业发展新趋势。** 传统的高纯度足金质地较为柔软，很难将钻石镶嵌固定，因此钻石镶嵌材质一般多采用硬度相对较大的K金、铂金。随着黄金品类工艺创新，以古法金工艺为代表的足金产品硬度显著提升，为镶嵌钻石和宝石的古法黄金珠宝的创新提供了可能。老铺黄金于2019年12月首家推出足金镶钻产品，2022年11月首家推出足金烧蓝产品；2022年7月周大福推出人生四美系列金镶钻产品，2022年以来六福珠宝、中国黄金、周大福、潮宏基、周大生、老凤祥等先后推出福满传家、承福金、人生四美、臻金臻钻等金镶钻相关系列产品。

图：老铺黄金率先推出古法金产品



图：老铺黄金率先推出足金镶嵌产品



数据来源：老铺黄金、中国黄金、老凤祥、潮宏基、周生生、周大福、菜百股份官网、HTI研究

请参阅附注免责声明

黄金珠宝：金价上行叠加工艺附加值提升，价增为市场扩容驱动主力

- **古法黄金是黄金珠宝市场最具增长潜力、增速最快的黄金品类。**古法金凭借其精美外观、吉祥寓意和丰富的文化内涵，满足20-30岁年轻人的审美与保值需求，古法足金镶嵌钻石与宝石产品创新提升单克黄金附加值，新品类产品周期渗透率持续提升，有望持续驱动古法黄金市场扩容。
- 根据弗若斯特沙利文数据，中国古法黄金市场规模由2018年的130亿元快速增长至2023年的1573亿元，复合年增长率高达64.6%，古法黄金在足金珠宝市场中的渗透率由2018年的4.59%稳步提升至2023年的31.15%；随着主流消费群体转向年轻一代与消费者偏好升级，预计2028年规模达4214亿元，复合年增长率达21.8%，对应古法黄金渗透率有望进一步提升至52.64%。

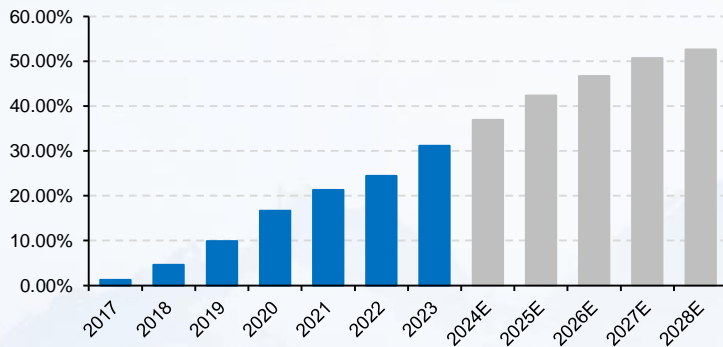
图：古法黄金市场规模保持高速增长



表：高线城市古法黄金珠宝市场仍具有巨大成长潜力

| | 2018 | 2023 | 2028 E | 2018-2023 CAGR | 2023-2028E CAGR |
|---------------------|------|------|--------|----------------|-----------------|
| 一线城市 | 51 | 251 | 627 | 37.80% | 20.10% |
| 新一线城市 | 23 | 340 | 987 | 72.00% | 23.70% |
| 省会城市 (不包括一线及新一线) | | 139 | 317 | | 17.90% |

图：古法黄金在足金珠宝市场中渗透率持续提升



数据来源：弗若斯特沙利文，HTI研究

请参阅附注免责声明

竞争格局：黄金珠宝市场竞争激烈，老铺黄金单店收入居首

- 行业竞争核心：从“渠道为王”到“品牌塑造”。**伴随着过去商业地产的不断发展，珠宝的“场”经历了由街铺、百货商店、购物中心到线上店铺的变迁，“场”即优质的店铺位置及渠道拓展，是黄金珠宝行业竞争的核心，抢先占据核心商圈黄金位置才能在竞争中占得先机。随着线上电商红利及线下渠道的加密，消费者购买界限逐步消失，“场”的重要性随之下调；国民经济的发展与人民收入水平的提升带来消费者消费偏好与需求的新变化，消费者在产品质量与价值基础上，开始叠加情感需求与服务体验，行业的竞争核心将逐步从渠道建设向品牌塑造阶段迭代。
- 黄金珠宝市场竞争激烈，产品创新与品质保障构筑品牌壁垒。**2023年前五大黄金珠宝品牌所产生的古法黄金珠宝产品收入约724亿元，CR5对应46.1%份额，与黄金珠宝整体市场行业集中度水平较为一致。近年，古法黄金珠宝市场亦开始出现设计、生产、营销同质化现象，珠宝品牌需不断跟进新技术，创新新产品业态，满足消费者对高品质及个性化需求，建立品牌壁垒。

表：2023年中国销售古法黄金珠宝收入前五大品牌份额46.1%

| 排名 | 公司名称 | 预计古法黄金珠宝收入（亿元） | 市场份额（%） |
|----|------|----------------|---------|
| 1 | 周大福 | 310 | 19.7 |
| 2 | 老凤祥 | 173 | 11.0 |
| 3 | 中国黄金 | 91 | 5.8 |
| 4 | 豫园股份 | 86 | 5.7 |
| 5 | 梦金园 | 61 | 3.9 |
| | 合计 | 724 | 46.1 |

竞争格局：黄金珠宝市场竞争激烈，老铺黄金单店收入居首

图：黄金珠宝各品牌单店模型比较

| 单位：万元 | 老铺黄金 | 潮宏基 | 周大生 | 老凤祥 | 周大福 | 迪阿股份 |
|------------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|
| 门店面积 | 100平方米 | 70平方米 | 70平方米 | 100-120平方米 | 90-120平方米 | 80-100平方米 |
| 月均坪效 | 43.46 | 0.65 | 0.81 | 1.09 | 0.88 | 0.66 |
| 初始投资额（含铺货） | 3000 | 300 | 392 | 520 | 810 | 110 |
| 单店销售额 | 52152 | 550 | 780 | 1440 | 1104 | 718 |
| 整体毛利 | 21554 | 175 | 281 | 432 | 247 | 511 |
| 毛利率 | 41% | 32% | 36% | 30% | 25% | 71% |
| 其中：黄金（一口价） | 36-38% | 32% | 25% | 30% | 10% | 0% |
| 黄金（克重） | / | 43% | 50% | 55% | 60% | 0% |
| 镶嵌珠宝 | 55%+ | 25% | 25% | 15% | 30% | 100% |
| 总费用 | 5466 | 134 | 148 | 226 | 162 | 198 |
| 租金 | 4422 | 60 | 72 | 84 | 60 | 82 |
| 人工成本 | 596 | 48 | 48 | 93 | 65 | 58 |
| 装修及货架折旧 | 300 | 10 | 16 | 32 | 22 | 14 |
| 广告营销分摊 | 60 | 8 | 5 | 5 | 5 | 0 |
| 水电及其他 | 88 | 8 | 7 | 13 | 10 | 6 |
| 税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 38 |
| 营业利润 | 16088 | 41 | 133 | 206 | 85 | 313 |
| 所得税 | 4022 | 10 | 33 | 51 | 21 | 78 |
| 净利润 | 12066 | 30 | 100 | 154 | 64 | 234 |
| 净利率 | 23% | 6% | 13% | 11% | 6% | 33% |
| EBITDA | 16388 | 51 | 149 | 238 | 134 | 326 |
| EBITDA Margin(%) | 31% | 9% | 19% | 16% | 12% | 45% |
| 现金投资回收期 | 0.18 | 5.93 | 2.63 | 3.16 | 6.05 | 0.34 |

数据来源：老铺杭锦、潮宏基、周大生、老凤祥、周大福、迪阿股份公司公告、HTI研究

请参阅附注免责声明

传统模式压力仍在 新零售业态重塑产业链

4-1 渠道竞争 | 中美日流通体系不同

| | 美国 | 日本 | 中国 |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| 流通体系特征 | 大零售、小批发 | 大批发、小零售 | 兼具 |
| 特征解释 | 美国的零售商规模大、集中度高，并且集采购、分销、配送及零售环节于一体，主导和控制着大部分商品流通渠道。流通环节的利润被零售商和生产商内部化。 | 大量中小商业者，包括生产商、批发商、零售商等，通过高效率的批发商实现有效流通，批发商在整个商品流通体系中占据主导地位。 | 大量批发商和中间环节利润耗散 |
| 流通体系成因： | 原因一：大生产体制，品牌和零售两端集中，替代批发商。 原因二：公平竞争与要素自由流动，零售商走向集中。 原因三：基础设施完善，物流企业替代批发商部分功能。 | 原因一：日本供需皆分散。 原因二：需求细化，追求最小库存。 原因三：流通政策的历史惯性。 | 计划经济时代自上而下设计；生产分散消费集中，生产集中消费分散皆有 |
| 渠道形态不同 | 超市是主导业态 | 便利店是主导业态 | 电商主导业态 |
| 渠道能力不同 | 选品、买断库存、运营能力强 | 选品、买断库存、运营能力强 | 二房东模式，只选址，不选品 |

流通体系变革的趋势是：从厂商主导的深度分销，转变为消费者驱动的高效零售。

零售商的核心能力：深度分销时代是选址，高效零售时代是选品。

零售的核心能力：高效聚单、规模效应、规模履约

- 高效聚单：从单店到单客UE。门店是最原始的聚单方式，所以线下普遍重选址。在零售业态的不断变迁的过程中，线下门店通过调整品类、产品，并通过选址、品牌的定位等方式，优化UE。
- 但线下零售业态匹配效率的极限，依然停留在单店层面，难以实现资本意义上可规模化复制的单客UE。
- 线上时代，技术驱动匹配效率向单客UE迭代。从搜索到推荐，从直播带货到千人千面推荐，聚单效率持续提高。

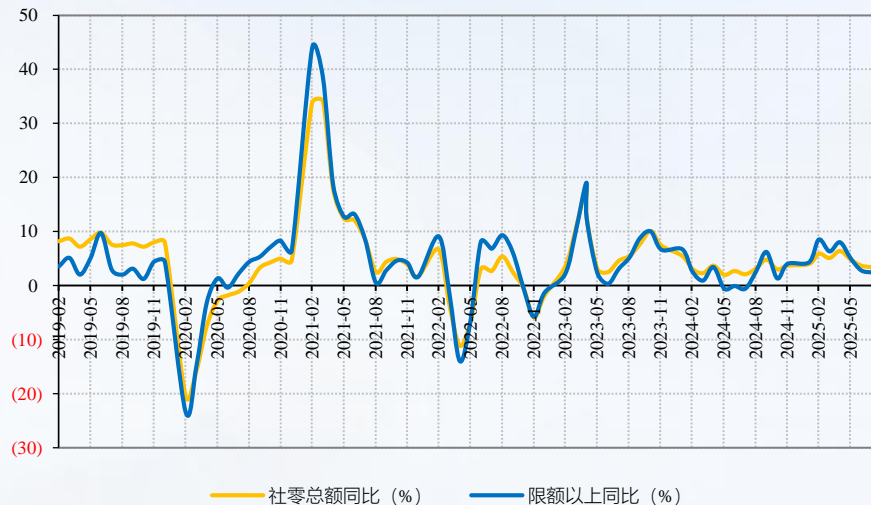
选品能力：创造需求（差异化）、构建单SKU规模经济

- 从交易成本维度，零售分为两类：创造需求和满足需求。
- 创造需求零售的核心能力是匹配能力，更易形成品牌认同，转化率和坪效更高。
- 典型的是小红书。唐吉珂德（秘境寻宝）、缺德舅（Trader Joe）、泡泡玛特，名创优品、买手店Loft、Tokyo hands、Beams等。
- 满足需求型零售，需要构建起单SKU的规模经济，优秀的零售企业是靠做减法，精准和效率实现。
- 所以仓储式超市核心策略：大SIZE，少SKU

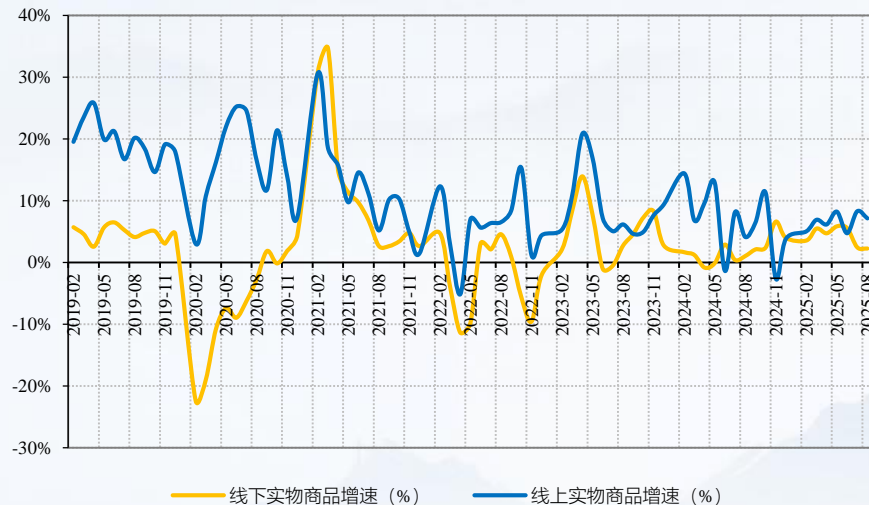
4-2 竞争推演：社零增速底部震荡，线上线下增速趋同

- 社零整体增速处于底部震荡趋势。
- 线上增速随整体依然快于线下，但增速优势收窄明显。

社零总额及限额以上社零总额同比增速



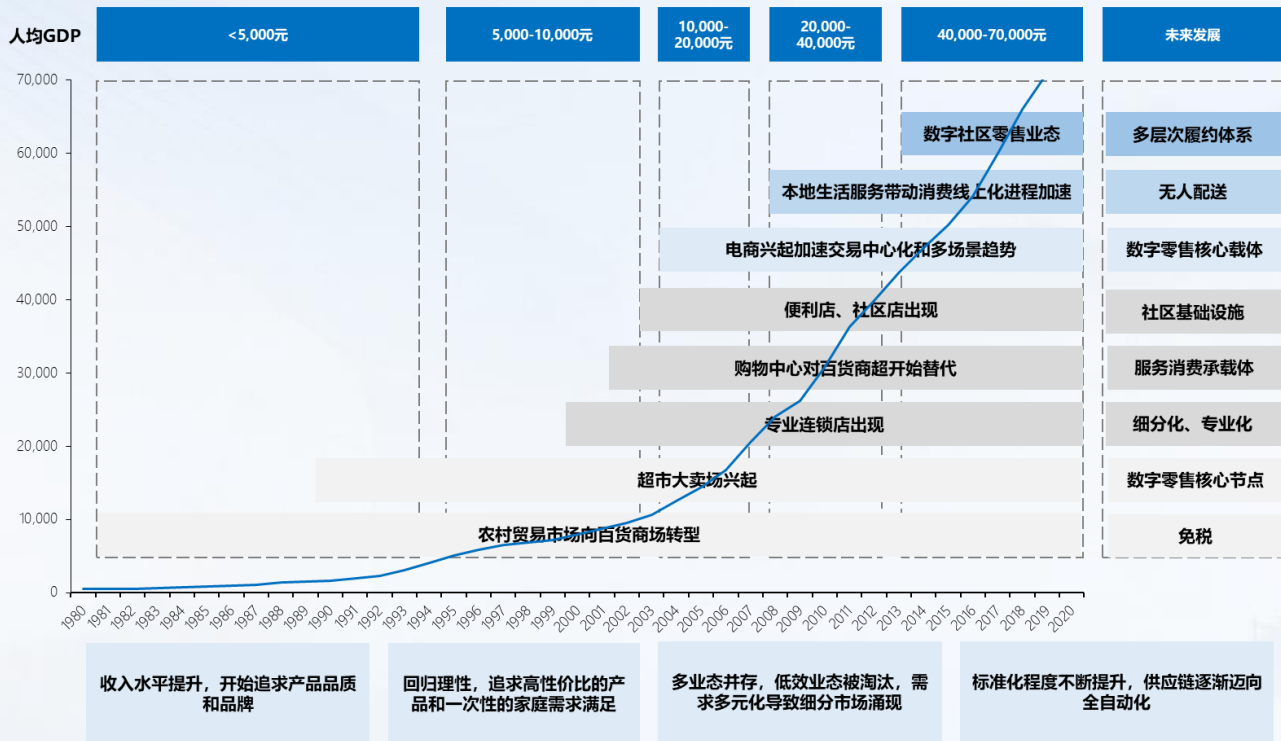
当月实物零售增速：线上VS线下



数据来源：国家统计局、HTI研究

请参阅附注免责声明

4-2 竞争推演：零食折扣/社区零售/大卖场调改店竞争



数据来源：HTI研究

中国线下零售业态并没有时间沉淀核心能力。

发达国家各大零售业态的依次发展普遍经历了50-100年的历史。

不同业态在这个过程中逐步沉淀及构建起的核心能力。

我国是改革开放以后，不同业态时竞争。

电商基础设施最新、效率最高，所以快速胜出，成为主流渠道。

4-2 中国零售在品类和场景维度走向分散

零食折扣/社区零售/大卖场调改店将迎来正面竞争

- 日本围绕履约场景，构建起了便利店（5分钟），药妆店（10分钟），综合超市（15分钟）的多场景多层次履约体系。
- 中国有着更加完善的近场即时零售和远场快递的线上履约体系，以及小区制居住形态下的线下社区业态。

中国零售场景份额的争夺更加激烈：

- 线上：即时零售/前置仓（30min）-社区团购（半日/隔日达）-城市中心仓（隔日达）-货架/内容电商（2-3日达）
- 线下：社区店（5min）-菜市场（10min）-区域超市（15min）-仓储式超市（30min）。
- 线上履约体系的公共化，以及线下零售门店的区域化特点，将使得履约端场景份额在不同业态之间进一步走向分散。

图：远场、近场和微场履约，在场景端持续分散



数据来源：QuestMobile

表：相比传统本土品牌超市，胖东来有较高坪效

| | 山姆会员店 | Costco | ALDI 中国 | 盒马鲜生 | 永辉超市 | 胖东来 |
|--------------|-----------------------------------|---------------|------------------------|--------------------|-------------|---------------|
| 门店数 | 50 | 5 | 70 | 370 | 1034 | 14 |
| SKU 数 (个) | 4,000 | 3,700 | 2,000 | 6,000-8,000 | 30,000 | 10,000+ |
| 客单价 | 370 (线下 550) | 500-600 | 100 | 100-120 | 100 | 80+ |
| 其中：线上 | 客单价 250 元，占比 40-50% | 刚开始布局 | 客单价 105-109，占比 30% | 客单价 50-60 元，占比 60% | 占比 20% | - |
| 门店面积 | 15,000-20,000 | 15,000-20,000 | 500-700 | 3,000-6,000 | 7,000-9,000 | 1,000-4,000 |
| 单店收入 | 20-30 亿元 | 15 亿元 | 4000-4500 万元 | 2 亿元 | 8000 万元 | 1.3 亿 |
| 坪效 (万元/平米/年) | 15-20 | 15-20 | 6.7 | 5.0 | 1.1 | 5.2 |
| 毛利率 | 20-25% (鲜食 50%/干货 30%，非食品 20%) | 10-12% | 产品 24%， 剔除补贴 22-23% | 25-26% | 0.2 | <30%，自有品牌 20% |
| 净利润率 | 2-3% | 2-3% | 1-2%，但仅 5% 门店盈利 | 盈亏平衡 | 1-2% | 2% |
| 自有品牌占比 | 30% | 30% | 80% | 35% | 20% | <10% |
| 选址 | 城市郊区 | 城市郊区 | 住宅区，中心区 | 购物中心，住宅区 | 住宅区 | 核心区 |
| 物业 | 租赁 | 自持 | 租赁 | 租赁 | 租赁 | 租赁 |

数据来源：公司公告、晚点Latepost、草根调研、HTI研究

胖东来与本土超市卖场的差异主要体现在：

- 渠道品牌定位
- 选品研发和供应链整合
- 价值观与员工管理

清晰的区域品牌定位。

- 低线城市，优质零售供给不足。
- 深度本地化对零售的匹配效率和转化率至关重要。

核心能力扎实稳健。

- 中国本土超市依靠后台费用二房东收租模式，缺乏作为零售企业基本的选品能力和价格控制力。
- 胖东来在作为零售基本功的选品、产品开发、单SKU的规模经济构建能力上一直苦练内功。

4-2 调改：从渠道到选品，商超开启十年新周期

| 单位 (万元) | | 超市调改单店模型 | | | | | | |
|----------------------------|-----------------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|---------|
| 单店基本信息 | | 胖东来 (天使城店) | 步步高 (梅溪湖店) | 永辉 (信万广场店) | 汇嘉时代 (北京路店) | 新华百货 (吴忠万达店) | 重百生鲜折扣超市 | 武商集团会员店 |
| 收入假设 | 每日接待量 (单) | 20000 | 9100 | 8000 | 12000 | | 3000 | 12500 |
| | 客单价 (元) | 100 | 110 | 100 | 100 | | 45 | 125 |
| 成本假设 | 日销 (万元) | 200 | 100 | 80 | 120 | 97 | 14 | 156 |
| | 每平方米月接待量 (单/平米) | 100 | 53 | 51 | 86 | 0 | 64 | 38 |
| 初始投入 (万元) | 3000 | 1544 | 2000 | 1960 | 500 | 150 | 2000 | |
| 单店面积 (m ²) | 6000 | 5145 | 4669 | 4200 | 4000 | 1400 | 10000 | |
| 员工月均成本 (万元) | 270.0 | 144.0 | 130.0 | 140.0 | 115.0 | 22.4 | 280.0 | |
| 员工月薪 | 9000 | 6000 | 6500 | 7000 | 5000 | 7000 | 7000 | |
| 员工人数 | 300 | 240 | 200 | 200 | 230 | 32 | 400 | |
| 租金水平 (元/m ² /月) | 30 | 60 | 60 | 60 | 50 | 55 | 65 | |
| 外卖 (外送) 占所有订单比 | 5% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | |
| 每单配送成本 | 7.0 | | | | | | | |
| 品类结构 | | | | | | | | |
| 生鲜占比 | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | 40% | 35% | |
| 烘焙熟食占比 | 14% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 13% | |
| 杂货占比 | 35% | 45% | 45% | 45% | 45% | 25% | 35% | |
| 干货占比 | 30% | 23% | 23% | 23% | 23% | 23% | 21% | |
| 家具占比 | 5% | 30% | 30% | 30% | 30% | 35% | 30% | |
| 生鲜毛利率 | 20% | 21% | 21% | 21% | 21% | 21% | 19% | |
| 烘焙毛利率 | | | | | | | | |
| 杂货毛利率 | | | | | | | | |
| 干货毛利率 | | | | | | | | |
| 家具毛利率 | | | | | | | | |
| 单店年利润表 (万元) | | | | | | | | |
| 增值税前收入 | 76596 | 38336 | 30638 | 45957 | 37665 | 5242 | 60672 | |
| 增值稅率 | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% | |
| 门店收入 | 72000 | 36036 | 28800 | 43200 | 35405 | 4928 | 57031 | |
| 原材料 | 56160 | 28829 | 22925 | 34387 | 28182 | 3986 | 46994 | |
| 毛利率 | 22% | 20% | 20% | 20% | 20% | 19% | 18% | |
| 员工成本 | 3240 | 1728 | 1560 | 1680 | 1380 | 269 | 3360 | |
| %收入 | 5% | 5% | 5% | 4% | 4% | 5% | 6% | |
| 租金 | 216 | 370 | 336 | 302 | 302 | 92 | 780 | |
| %收入 | 0% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% | 1% | |
| 折旧摊销 (按5年) | 600 | 309 | 400 | 392 | 100 | 30 | 400 | |
| %收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 0% | 1% | 1% | |
| 能源 | 1440 | 721 | 576 | 864 | 1062 | 99 | 1141 | |
| %收入 | 2% | 2% | 2% | 2% | 3% | 2% | 2% | |
| 外卖服务费/履约费用 | 252 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| %收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | |
| 物流 (大仓到门店) | 720 | 360 | 288 | 432 | 708 | 49 | 570 | |
| %收入 | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% | 1% | 1% | |
| 其他开支 | 2160 | 1081 | 864 | 1296 | 1770 | 148 | 1711 | |
| %收入 | 3% | 3% | 3% | 3% | 5% | 3% | 3% | |
| 门店层面经营利润 | 7212 | 2638 | 1851 | 3846 | 1962 | 254 | 2076 | |
| 门店层面经营利润率 | 10.0% | 7.3% | 6.4% | 8.9% | 5.5% | 5.2% | 3.6% | |
| 总部管理費用分攤 | 234 | 234 | 236 | 257 | 250 | 35 | 350 | |
| 总部管理費用率 | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | |
| 纯净利润 | 5409 | 1803 | 1211 | 2692 | 1284 | 164 | 1294 | |
| 纯净利率 | 7.5% | 5.0% | 4.2% | 6.2% | 3.6% | 3.3% | 2.3% | |

数据来源：公司公告、草根调研、HTI研究

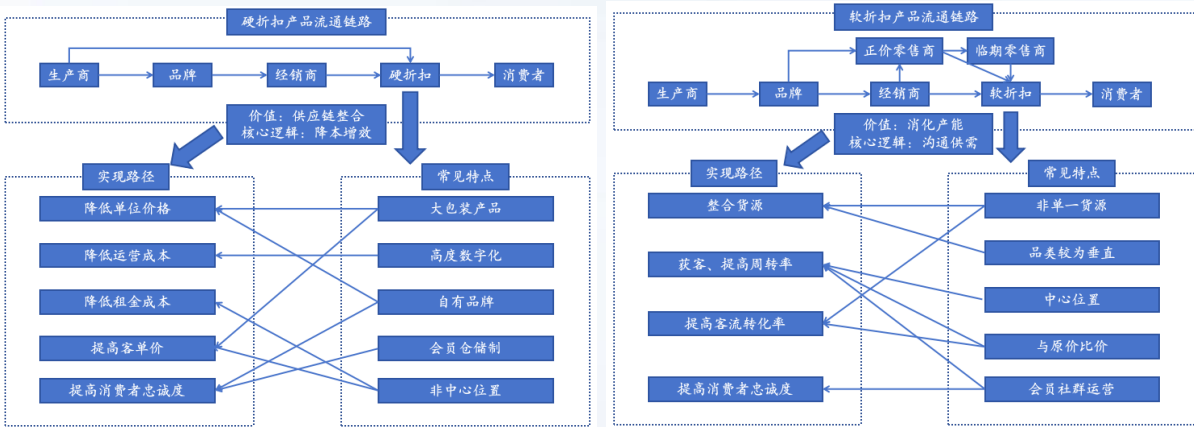
请参阅附注免责声明

4-2 变革方向 | 硬折扣零售：效率升级，折扣店兴起

折扣零售以低于其他零售渠道同类商品的价格销售商品的零售业态，核心是低价、本质是效率。

- **狭义口径：**一般包括硬折扣与软折扣，其特征在于所销售商品的价格一般低于其他零售渠道的同类商品，折扣一般归因于优化供应链、缩短流通环节或销售临期、过季/反季等商品(硬/软折扣不同)。
- **广义口径：**1)亦包括各类平价店、部分线上渠道等，折扣归因较为复杂，除上述的狭义口径归因外，亦包括如极致奉行薄利多销政策、来自消费者的退货商品、来自生产力成本更低国家且享受一定的税收优惠的商品、共享成熟大型卖场的成熟商圈等；2)部分正价渠道亦有自己的折扣专区，如部分超市设有折扣专区。

图：硬折扣VS软折扣：核心链路有所不同



数据来源：众为资本、HTI研究

图：部分折扣业态公司并不再具备明确的硬软界限

| 一级分类 | 二级分类 | 典型公司 |
|------|------------------|------------------------------------------------------------|
| 硬折扣 | 平价超市 | Aldi、Lidl (均为德国) |
| | 仓储会员制超市 | Costco、山姆会员店 (均为美国) |
| | 量贩零食 | 零食很忙, 好想来, 赵一鸣零食, 零食有鸣, 爱零食 |
| 软折扣 | 工厂直销 | 奥特莱斯 |
| | 连锁商超 | 堂吉诃德 (日本)、MERCADONA (西班牙)、Biedronka (波兰)、TJX (美国)、好特卖、嗨特购等 |
| | 店中店 | 永辉超市的折扣店 |
| 其他业态 | 平价店(一元店/十元店/百元店) | Dollar General、Dollar Tree、大创 |
| | 线上渠道 | 唯品会, 各类直播渠道 |

请参阅附注免责声明

即时零售：空间比预期大，属性变化格局巨变

推演结论：

- 竞争仍将持续。
- 即时零售最终的市场空间会比预期更大。
- 即时零售改变了外卖履约的生意属性，导致格局变化。

履约若社会化，将带来格局巨变

- 中国电商为何走向分散，而不是集中：平台电商没有规模经济，有规模经济的快递环节是社会化的，流量的信息匹配效率是倒U型。
- 为何此前外卖是一家独大：需求的峰值集中度高（外卖&打车），服务业峰值产能有限，没必要多平台。
- 即时零售改变了什么：订单削峰填谷，需求集中度平滑，社会化履约企业UE可打平；商品不存在峰值产能瓶颈。
- 生意属性变化是比企业运营能力更高维度的变量，即时零售和外卖不是一门生意。

即时零售市场规模是否会证伪：市场空间比预期更高。

- “多快好省”，只有快和省有壁垒。
- 市场质疑即时零售市场规模，认为没有那么大需求，为了快而付溢价，隐含的前提假设是，快和省不能共存。
- 即时零售通过改造供给侧（闪电仓，品牌直连、前置仓、无人配送）降低成本，所以快和省未必不能共存。

AI技术变革： 从内部提效到商业化

AI智能眼镜 | 2026有望放量，镜片公司空间广阔

我们认为，未来智能眼镜的主流方案应具备带显示+带摄像头+带音频三大核心功能，完善的生态方能实现真正的与世界交互。观影眼镜更适合特定场景，若要实现智能眼镜类似传统眼镜的正常佩戴，基础功能是音频+摄像且可调用AI模型，这是Ray-Ban Meta取得显著成功的原因。进一步的，带显示功能更为关键，可将原本呈现在手机、电脑端的画面投射到佩戴者眼前，并与现实世界中的景物实现交互，如在实景道路上添加箭头指引方向，将乐谱投射到乐器旁边供佩戴者学习。因此，显示+摄像头+音频是未来的主流方案。

智能眼镜产业链涵盖硬件供应商、软件/系统提供商、品牌及渠道商等。相较于传统眼镜，智能眼镜由于功能更多，产业链上、中、下游参与者更多，所形成的市场规模也更高。

表：智能眼镜可按照是否带显示、是否带摄像等进行划分

| 主要分类 | 无显示屏 | | 有显示屏 | |
|-------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 按功能细分 | 无摄像头 | 有摄像头 | 增强现实 (AR) | 大屏观影 |
| 代表产品 | 华为智能眼镜 2 | Ray-Ban Meta | 雷鸟 X2 | 雷鸟 Air 3 |
| 产品展示 |  |  |  |  |
| 上市时间 | 2023年9月 | 2023年9月 | 2023年11月 | 2024年11月 |
| 价格 | 1399元 | 299美元 | 4999元 | 1699元 |
| 功能概述 | 眼镜+蓝牙耳机 | 眼镜+蓝牙耳机+运动相机 | 真正与现实交互 | 便携式大屏 |
| 具体功能 | 天气、日程、通知提醒；颈椎健康监测；开放式聆听等 | 视频、照片拍摄，开放式聆听等 | 语音交互，对话翻译，实景导航，辅助提词等 | 3D观影 |
| 备注 | | 只在海外销售 | | 需要外接其他设备使用 |

表：智能眼镜产业链涵盖多个方向

| 阶段 | 角色 | 厂商构成 | |
|----|---------------------|------------|---------------------------------|
| 上游 | 硬件结构供应商 | 光学模组 | 传统眼镜镜片厂商、光波导镜片厂商 |
| | | 显示模组 | LCOS、Micro OLED、Micro LED 等屏幕厂商 |
| | | 音频模组 | 麦克风厂商、扬声器厂商 |
| | | 传感器模组 | IMU 传感器厂商、摄像头厂商 |
| | | 交互模组 | 语音交互解决方案厂商 |
| | | 电源 | 电池厂商 |
| | | 结构件 | 转轴结构件及镜架厂商 |
| 中游 | 软件构成、系统构成、方案解决及生成解决 | ODM/OEM 厂商 | |
| | | 软件/系统厂商 | AI 大模型厂商 |
| 下游 | 品牌、销售渠道 | 品牌厂商 | |
| | | 传统视光渠道商 | |
| | | 消费电子渠道商 | |

数据来源：淘宝、bilibili网页、2024AI 智能眼镜白皮书、HTI研究

AI+电商：从效率提升工具，到商业化落地产品

- 对跨境电商：**包括B2B与B2C。对于B2C，AI工具将赋能内容制作/客服/翻译等多个环节，提升工作效率；且通过对海量数据的分析，预测销量变化趋势并改善生产/采购/补货/调拨等环节，强化库存管理；对于B2B，小商品城、焦点科技有提供AI工具且可收费。
- 对电商服务：**AI工具将深度学习消费者的购物偏好等数据，优先展示其感兴趣的商品、推送商品信息，以提升消费者的购买意愿及终生价值。

| 证券代码 | 公司名称 | 核心业务介绍 | AI应用的情况 |
|-----------|------|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 600415.SH | 小商品城 | 我国最大的专业批发市场的发展商之一，主营开发、管理、服务义乌中国小商品城 | 1、AI+消费政策加码 2、积极拥抱AI技术，发布全国首个商贸领域大语言模型 3、小商AI相关系列产品接入deepseek |
| 300592.SZ | 华凯易佰 | 跨境电商企业，泛品模式 | 1、AI+跨境电商，通过AI工具的应用实现降本增效，24年上半年通过AIGC引擎助力智能决策14,549万次，各平台文案生成1,407万次，类目推荐1,713万次，类目匹配度评估9,962万条，邮件分类优化59万条，生成广告关键词673万条，采购价格优化和找货信息分析177万条。 2、2025年通拓科技（并购标的）全年并表，H1低基数下有望高速增长。 |
| 002803.SZ | 吉宏股份 | 跨境电商企业，泛品模式 | 1、通过运用AI算法分析海外市场、描绘用户画像，并进行智能选品、精准定位客户群体，在Meta（原Facebook）、TikTok、Google等国际社交网络平台上精准推送独立站广告进行线上B2C销售。 2、战略合作华为云，推出细分领域下的多个垂类模型。 |
| 301558.SZ | 三态股份 | 跨境电商企业，泛品模式 | 在跨境电商领域应用AI，同时销售AISaaS软件。 |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 跨境电商企业，B2B平台模式 | 1、24年3月正式设立AI事业部，24年年底中国制造网付费会员数量达到2.7-2.8万，9000+家AI麦可，渗透率33%左右。 2、年前已接入豆包和deepseek等国内大模型。模型调用适用于应用场景，如结合视频英文配音由GPT应用为主（偏C端，外语语料丰富），生成图片、视频等用国内大模型为主（偏供应端，全中文交互使用体验更佳），同时主要由公司自己内部训练的小模型接洽。 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 跨境电商企业，精品模式 | 1、在智能家居领域推出多款基于AI技术的产品。 2、研发具身智能。 |
| 301110.SZ | 青木科技 | 电商代运营企业，主要深耕大服饰类目，拓展潮玩代运营 | 借助AI工具，深度学习消费者的购物偏好等数据，优先展示其感兴趣的商品、推送商品信息，以提升消费者的购买意愿及终生价值；公司研发青木青灵并应用于各业务环节 |

资料来源：小商品城、华凯易佰、吉宏股份、三态股份、焦点科技、安克创新、青木科技公司公告、HTI研究

人服既受益AI的效率提升，也受益产业用工需求增长

AI应用方向及降本效果：

- AI 是给 TOP员工的能力加杠杆，实现服务规模化，最适用于劳动密集型服务业。
- 目前主要应用方向：招聘、培训、呼叫中心（HRSSC）。
- 效率肯定会提升，但短期对员工数和降本效果有限。

用工需求思考：

- 短期对编程等岗位替代性强。
- 但AI应用也将带来新岗位，如数据标注、应用端的爆发带来大量服务类岗位需求。
- 新岗位和老岗位的必须更替，才有利润率的重新洗牌周期。

竞争格局思考：

- **结论：尽管 AI 平权都接入 DS，但会加速向头部集中。**
- 原因：研发门槛变高，头部企业有资源和场景训练更高效的模型。

AI应用与商业模式创新:

现阶段AI在人服领域的应用仍然集中在上述效率提升端，在新产品上的应用仍然较少，还没有看到明确的场景和产品创新。

但潜在的AI模式创新可能会出现:

数据服务:

- 人才分析平台: 通过AI分析行业人才流动趋势、技能需求, 为企业提供战略建议。
- 按需招聘: AI动态匹配短期项目与自由职业者, 形成灵活用工平台。

订阅制AI工具

- SaaS化HR产品: 提供基于AI的招聘系统、绩效管理工具等, 按企业规模收费。
- 预测性分析服务: 通过AI预测企业未来用工需求, 收取数据服务费。

新场景拓展

- 员工心理健康监测: AI分析员工沟通文本、语音情绪, 提供心理健康干预方案。
- AI+背景调查: 通过区块链+AI快速验证候选人学历、工作经历。

全球化服务能力提升:

- 跨语言招聘: AI实时翻译跨国岗位描述和候选人简历, 降低多语言招聘门槛。
- 文化适配分析: AI评估候选人与企业文化的匹配度, 提升外派员工成功率。

出口链波动加剧 但不改出海大势

跨境电商三个影响因素：海运、汇率、关税

根据海运价格对跨境电商的影响，可分为四个层面：

- 低体积+高单价产品受影响相对较低，安克历史上头程费用占比基本在4-6%之间波动；
- 高体积+低单价产品受影响相对较高，致欧历史上头程费用占比低的时候5-7%，高的时候12-13%；
- 低体积+低单价产品中性，如赛维、华凯、名创等。
- 作为服务商角色受影响低：小商品城——与中远海运、普洛斯成立合资子公司，向马士基拿长协，向商家提供船运。

因此，海运影响从低到高排名：小商品城、安克创新、名创优品/赛维时代、华凯易佰/三态股份、致欧科技/傲基股份。

汇率对跨境电商的影响：

- 汇率波动一般影响汇兑收益或损失，体现在财务费用当中；
- 赛维时代、致欧科技、华凯易佰等公司汇兑收益或损失与人民币兑美元汇率的波动呈现较高的正相关性，且汇兑收益或损失占当期利润比重有较高波动；
- 安克创新汇兑收益或损失与人民币兑美元汇率的波动呈现较高的负相关性，我们认为主要因安克创新的区域分布更多元、受美元汇率波动的影响相对较低、且安克创新有套期保值；此外，安克创新汇兑收益或损失占当期利润比重相对较低，因此受汇率波动的影响相对较低。

6-2 跨境电商：关税对利润影响逐渐深化

营收对比：25Q2存在分化，吉宏股份、绿联科技、安克创新高增。

- Q2多数公司营收录得双位数以上增速、超越亚马逊第三方卖家服务收入增速，彰显行业景气度依旧高企，但板块内部存在分化，我们认为部分公司海外供应链布局完善且存在较好的提价能力、受美关税影响相对有限，部分公司受影响放缓海外备货节奏导致增速放缓。
- 吉宏股份增速55.5%，主要因上年低基数(日韩市场波动较高)及电商业务恢复高增；绿联科技增速39.4%，主要因充电类、存储类增速亮眼；安克创新增速30.4%，主要因充电储能等核心品类均实现高增。

扣非净利对比：Q2同样存在分化，吉宏股份、致欧科技、安克创新高增。

- Q2分化程度较Q1显著提升，我们认为一方面部分公司如吉宏股份、致欧科技显著受益上年低基数，因此出现显著增长；另一方面关税影响下，部分公司放缓备货节奏导致成本费用结构有所波动；此外，部分公司在Q2加强营销力度或推新，导致利润率出现下滑。
- 吉宏股份增速123%，跨境电商及包装业务净利率均实现回升；致欧科技增速63.1%，主要因上年海运大涨导致低基数；安克创新、绿联科技增速有所放缓，但我们认为短期波动不改长期趋势；赛维时代Q2净利率大幅回升，主要因硬件业务减亏效果显著、服饰业务延续较强表现。

单季度营收增速 (%)

| | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 吉宏股份 | -2.98 | 8.16 | 14.41 | 24.65 | 35.82 | 22.56 | -3.75 | -36.15 | -19.19 | -7.48 | 11.55 | 55.54 |
| 绿联科技 | | | | | | | 27.06 | 31.35 | 27.01 | 28.46 | 41.99 | 39.38 |
| 安克创新 | 19.46 | 13.62 | 17.47 | 22.43 | 29.37 | 21.36 | 30.09 | 42.43 | 44.05 | 44.41 | 36.91 | 30.41 |
| 华凯易佰 | 10.07 | 34.99 | 47.44 | 56.31 | 61.04 | 30.16 | 23.05 | 12.95 | 47.72 | 64.41 | 35.08 | 23.28 |
| 赛维时代 | | | | | | | 41.13 | 44.66 | 55.52 | 63.89 | 58.66 | 36.65 |
| 焦点科技 | 9.63 | -6.26 | -0.31 | 3.88 | 0.61 | 11.18 | 11.05 | 4.17 | 8.50 | 13.62 | 15.40 | 16.38 |
| 致欧科技 | | | -11.18 | -0.38 | 13.92 | 44.98 | 45.30 | 36.55 | 34.49 | 23.62 | 13.56 | 3.91 |
| 三态股份 | | | | | 9.84 | 10.85 | -0.51 | -9.61 | 0.83 | 22.66 | 3.48 | 3.07 |

单季度扣非净利增速 (%)

| | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 吉宏股份 | 26.81 | 66.58 | 66.23 | 76.25 | 58.11 | 321.87 | -41.04 | -77.66 | -53.45 | 55.98 | 51.04 | 123.07 |
| 致欧科技 | | | 82.34 | 116.46 | | | 13.61 | -50.40 | -1.46 | -57.74 | 24.86 | 63.11 |
| 安克创新 | 15.83 | 17.37 | 54.53 | 103.13 | 65.73 | 70.27 | 29.04 | 49.89 | 41.98 | 39.36 | 39.36 | 15.88 |
| 绿联科技 | | 0.03 | | | | | 14.22 | 12.99 | | 44.50 | 13.79 | |
| 焦点科技 | 44.05 | 20.17 | 29.85 | 40.00 | 20.80 | 35.71 | 57.03 | 12.43 | 13.23 | 16.32 | 49.37 | 12.49 |
| 赛维时代 | | | 28.49 | 17.14 | | | 53.51 | 44.22 | -171.32 | -82.39 | -42.32 | 4.34 |
| 华凯易佰 | | 179.44 | 119.12 | 166.41 | 60.35 | -90.05 | 6.73 | -55.80 | -37.45 | -486.24 | -120.42 | -24.82 |
| 三态股份 | | | 8.65 | 26.26 | | | -29.06 | -76.85 | -116.04 | -338.20 | -58.34 | -81.71 |

单季度毛利率 (%)

| | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 焦点科技 | 76.05 | 85.31 | 78.56 | 78.28 | 78.62 | 82.16 | 79.03 | 81.23 | 79.93 | 80.84 | 80.49 | 79.65 |
| 吉宏股份 | 41.43 | 40.94 | 45.62 | 47.95 | 47.94 | 44.88 | 40.62 | 40.75 | 46.63 | 46.42 | 45.63 | 48.10 |
| 安克创新 | 38.08 | 38.44 | 41.54 | 44.67 | 43.46 | 44.04 | 45.12 | 45.23 | 42.99 | 42.47 | 43.28 | 46.00 |
| 赛维时代 | 64.89 | 66.91 | 69.11 | 69.27 | 70.68 | | 47.17 | 46.02 | 42.41 | 41.52 | 43.89 | 44.97 |
| 绿联科技 | | | | | | 36.52 | 36.85 | 39.62 | 37.37 | 36.51 | 36.57 | 38.01 |
| 华凯易佰 | 37.60 | 37.12 | 37.99 | 38.42 | 37.11 | 34.66 | 36.46 | 36.87 | 33.03 | 31.18 | 31.48 | 35.49 |
| 致欧科技 | 30.67 | 32.95 | 36.78 | 36.02 | 37.70 | 35.17 | 36.00 | 33.86 | 35.44 | 33.58 | 35.39 | 34.43 |
| 三态股份 | 33.40 | 33.32 | 33.59 | 32.37 | 31.26 | 28.23 | 31.74 | 28.33 | 26.76 | 27.28 | 31.59 | 31.87 |

单季度扣非净利率 (%)

| | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 焦点科技 | 23.46 | 14.91 | 13.50 | 35.81 | 28.16 | 18.20 | 19.09 | 38.65 | 29.39 | 18.63 | 24.71 | 37.36 |
| 安克创新 | 6.25 | 5.24 | 7.26 | 8.12 | 8.01 | 7.35 | 7.21 | 8.54 | 7.90 | 7.08 | 7.33 | 7.59 |
| 绿联科技 | | | | 8.55 | 8.13 | | | 7.68 | 6.99 | 7.03 | 7.04 | 7.82 |
| 致欧科技 | | | | 6.67 | 9.31 | 6.72 | 6.13 | 5.21 | 3.38 | 4.92 | 2.10 | 5.73 |
| 赛维时代 | | | | 3.68 | 6.32 | 4.08 | 4.58 | 3.91 | 5.86 | -1.77 | 0.51 | 1.65 |
| 吉宏股份 | 5.96 | -0.79 | 4.71 | 6.30 | 6.94 | 1.42 | 2.89 | 2.20 | 4.00 | 2.40 | 3.91 | 3.16 |
| 华凯易佰 | 5.12 | 4.75 | 5.23 | 7.46 | 5.10 | 0.36 | 4.54 | 2.92 | 2.16 | -0.85 | -0.69 | 1.78 |
| 三态股份 | | | | 8.93 | 9.09 | 7.93 | 3.43 | 6.37 | 2.33 | -1.26 | -6.66 | 2.56 |

数据来源: Wind、HTI研究

请参阅附注免责声明

重点标的盈利预测 (2025.10.30)

| 标的名称 | 股票代码 | 收盘价 (元) | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | | 评级 |
|--------|-----------|---------|---------|------------|--------|--------|-------|-------|-------|----|
| | | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E | |
| 周大福 | 1929.HK | 15.42 | 1,521 | 59.16 | 87.98 | 95.80 | 26 | 17 | 16 | 增持 |
| 潮宏基 | 002345.SZ | 13.51 | 120 | 1.94 | 5.13 | 6.14 | 62 | 23 | 20 | 增持 |
| 六福集团 | 0590.HK | 24.96 | 134 | 11.00 | 16.02 | 18.40 | 12 | 8 | 7 | 增持 |
| 老铺黄金 | 6181.HK | 688.50 | 1,084 | 15.02 | 50.22 | 65.84 | 72 | 22 | 16 | 增持 |
| 小商品城 | 600415.SH | 17.86 | 979 | 30.74 | 42.38 | 58.22 | 32 | 23 | 17 | 增持 |
| 安克创新 | 300866.SZ | 112.95 | 606 | 21.14 | 27.26 | 33.79 | 29 | 22 | 18 | 增持 |
| 绿联科技 | 301606.SZ | 70.45 | 292 | 4.62 | 6.29 | 8.36 | 63 | 46 | 35 | 增持 |
| 卡罗特 | 2549.HK | 4.47 | 23 | 3.56 | 4.75 | 6.43 | 6 | 5 | 4 | 增持 |
| 家家悦 | 603708.SH | 10.75 | 69 | 1.32 | 1.94 | 2.13 | 52 | 35 | 32 | 增持 |
| 汇嘉时代 | 603101.SH | 10.43 | 49 | 2.01 | 2.92 | 3.20 | 24 | 17 | 15 | 增持 |
| 永辉超市 | 601933.SH | 4.64 | 421 | -14.65 | -8.21 | 5.43 | -29 | -51 | 78 | 增持 |
| 步步高 | 002251.SZ | 5.24 | 141 | 12.12 | 1.81 | 5.82 | 12 | 78 | 24 | 增持 |
| 重庆百货 | 600729.SH | 27.21 | 120 | 13.15 | 13.88 | 14.69 | 9 | 9 | 8 | 增持 |
| 康耐特光学 | 2276.HK | 44.40 | 194 | 4.28 | 5.35 | 6.50 | 45 | 36 | 30 | 增持 |
| 名创优品 | 9896.HK | 42.10 | 475 | 58.92 | 29.14 | 34.89 | 8 | 16 | 14 | 增持 |
| 华住集团-S | 1179.HK | 29.40 | 833 | 37.18 | 40.08 | 45.21 | 22 | 21 | 18 | 增持 |
| 古茗 | 1364.HK | 22.64 | 491 | 15.42 | 22.85 | 26.99 | 32 | 21 | 18 | 增持 |
| 同程旅行 | 0780.HK | 21.06 | 451 | 19.74 | 27.09 | 32.94 | 23 | 17 | 14 | 增持 |
| 携程集团 | 9961.HK | 550.00 | 3,579 | 170.67 | 156.81 | 179.03 | 21 | 23 | 20 | 增持 |
| 学大教育 | 000526.SZ | 40.89 | 50 | 1.80 | 2.58 | 3.25 | 28 | 19 | 15 | 增持 |
| 天立国际控股 | 1773.HK | 2.42 | 47 | 5.76 | 7.72 | 10.37 | 8 | 6 | 4 | 增持 |

资料来源: Wind, HTI研究
注: 盈利预测为HTI盈利预测。

请参阅附注免责声明

细分赛道竞争加剧对利润的影响。

外卖、即时零售、以及线下零售行业竞争激烈。新业态崛起对传统产业链利润分配构成明显冲击。激烈价格战阶段，产业链相关企业利润率波动较大。

天气等因素对旅游和出行需求影响。

旅游出行行业受天气影响较大。2025年暑期由于高温及台风等因素，导致重点区域客流数据不及预期。并由此引发上市公司业绩波动较大。

出海面临政策、市场、资金监管等一系列风险

中国消费企业出海将面临陌生的市场环境，不同国家和地区的监管政策，以及对跨境资金监管等一系列问题。

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，刘越男，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30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuenan Liu, 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 30 calendar days after the research report is published.

我，许樱之，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30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yingzhi Xu, 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 30 calendar 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).

600729.CH, 002251.CH, 300866.CH, 600612.CH, 301177.CH 及 300369.CH 目前或过去12个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600729.CH, 002251.CH, 300866.CH, 600612.CH, 301177.CH and 300369.CH are/were a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

国泰海通在过去的12个月中从002251.CH 及 300866.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Guotai Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002251.CH and 300866.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

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2025年9月30日 海通国际股票研究评级分布 | | | 截至2025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 | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
| 海通国际股票研究覆盖率 | 92.3% | 7.5% | 0.2% | 92.6% | 7.2% | 0.2% |
| 投资银行客户* | 3.3% | 3.9% | 0.0% | 2.9% | 4.1% | 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 September 30, 2025 | | | Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025 | | |
|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------|
| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
| HTI Equity Research Coverage | 92.3% | 7.5% | 0.2% | 92.6% | 7.2% | 0.2% |
| IB clients* | 3.3% | 3.9% | 0.0% | 2.9% | 4.1% | 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。国泰海通证券（601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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支由国泰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，并结合对国泰海通证券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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS 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 disclaim 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 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130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。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.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

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 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. 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.
130 West 42nd Street, FL 18
New York, NY 10036
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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开发售或认购。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”) 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”）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。

（条款链接：<https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>）

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。

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 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").

(Link to the Terms and Conditions document: <https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf>)

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

“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>