

## 不同成长阶段的消费品估值国际比较

Yugen Xun  
yugen.xun@htisec.com

Amber Zhou  
amber.lh.zhou@htisec.com

### 投资要点:

- **核心结论:** ①成熟期消费品增速平缓、渗透率高且集中度高,成长期消费品规模快速扩张且渗透率快速提升,萌芽期消费品发展前景广阔且渗透率低。②成熟期消费品估值已降至历史低位,成长期消费品估值略高于海外但估值盈利匹配度优,萌芽期消费品相较海外估值偏高。③中长期消费升级支撑估值中枢,短期政策发力和经济复苏促进估值修复,后续公募基金和北上资金有望回流消费。
- **如何界定各消费行业的成长阶段?** 由于不同成长阶段的消费行业具有不同特征,因此在分析消费估值贵不贵之前,我们首先需要对各个消费行业的成长阶段进行定位,并基于此进一步分析不同成长阶段的消费行业估值。我们从市场空间、行业渗透率、市场集中度三个维度,将各消费行业的成长周期分为成熟期、成长期、萌芽期三个阶段,每个阶段代表性行业包括:(1)成熟期:白酒、调味料、白色家电、乳制品、智能手机等;(2)成长期:互联网电商、新能源车、职业教育、连锁酒店、扫地机器人、医美、运动服饰等;(3)萌芽期:预制菜、户外露营、潮玩、宠物用品、洗碗机等。
- **如何比较各阶段消费行业的估值?** 成熟期消费行业增速平缓,已进入稳态竞争格局,业绩和现金流相对稳定,因此适用于 PE 估值。横向看我国成熟期消费行业龙头估值与海外同类公司相近,纵向看估值已经低于历史均值,部分公司处于历史低位,因此成熟期的消费行业估值已相对便宜。成长期行业市场增速较快,其中经营相对稳定的公司适用于 PE 估值法,同时考虑到其高成长性,我们也采用 PEG 估值以衡量利润估值匹配度;对于业绩波动较大,出现暂时性亏损的公司则适用于 PS 估值法。尽管我国成长期消费行业代表公司估值略高于海外同类公司,但龙头公司估值已降至低位,且部分公司 PEG 已低于 1,盈利估值匹配度较优,考虑到成长期消费行业的高增长潜力,当前估值已具性价比。萌芽期消费行业增长潜力巨大,但竞争格局分散,部分代表性公司盈利尚不稳定,因此同样适合采用 PE、PS 以及 PEG 估值法进行综合比较。我国萌芽期消费行业代表公司估值高于海外可比公司,部分代表性公司估值已降至历史低位,考虑到萌芽期消费行业尚处起步的阶段,未来增长空间广阔,因此估值暂时偏高属于正常现象。
- **多重积极因素有望提振消费估值。** 今年 2 月 A 股市场回落以来消费行业跌幅在所有行业中明显偏大,例如商贸零售跌 18%、美容护理跌 13%、农林牧渔跌 11%、医药生物跌 11%。根据 RRG 模型,多数消费行业已经轮动到超跌区域并且已经持续较长时间。同时,根据上文分析,成熟期消费行业估值已不高,成长期消费行业考虑到高成长性,估值盈利匹配度较优。展望未来,消费板块基本面和资金面多重积极因素有望进一步改善,进而提振消费估值。我国中长期消费升级趋势仍向好,支撑 A 股消费板块享有更高估值水平。短期而言,政策发力和经济复苏有望带动消费基本面预期改善,从而推动估值修复。公募消费持仓已大幅回落,后续仓位存在回补的空间。海外流动性趋宽以及中美关系缓和有望助推外资回流。
- **风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期,国内经济修复不及预期。

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. 如何界定各消费行业的成长阶段? .....	5
2. 如何比较各阶段消费行业的估值? .....	8
3. 多重积极因素有望提振消费估值.....	11

## 图目录

图 1	各消费行业处于生命周期不同阶段 .....	5
图 2	我国调味料市场未来增速相对平缓 .....	6
图 3	我国白酒近年来产量有所下滑 .....	6
图 4	我国智能手机行业呈前五大品牌割据的局面 .....	6
图 5	我国洗衣机市场主要由国内三巨头占据 .....	6
图 6	预计我国新能源车市场将高速增长 .....	7
图 7	我国代餐市场增长潜力巨大 .....	7
图 8	我国医美渗透率提升空间较大 .....	7
图 9	我国酒店市场集中度较低 .....	7
图 10	我国露营经济市场高速增长 .....	8
图 11	我国无糖饮料行业成长空间广阔 .....	8
图 12	2021 年我国家庭宠物渗透率相比发达国家仍然较低 .....	8
图 13	我国潮玩市场竞争格局分散 .....	8
图 14	我国高端白酒龙头估值中枢先下移后上行 .....	9
图 15	我国白色家电龙头估值中枢先下移后上行 .....	9
图 16	23/02 以来消费跌幅居前 .....	12
图 17	当前消费板块超额负收益已明显 .....	12
图 18	23 年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复 .....	12
图 19	医药基本面有望迎来改善 .....	12
图 20	2022 年以来公募消费类基金发行规模较少 .....	14
图 21	基金和北向资金消费行业持股占比下降 .....	14
图 22	消费各行业整体配置和估值均不高 .....	14

## 表目录

---

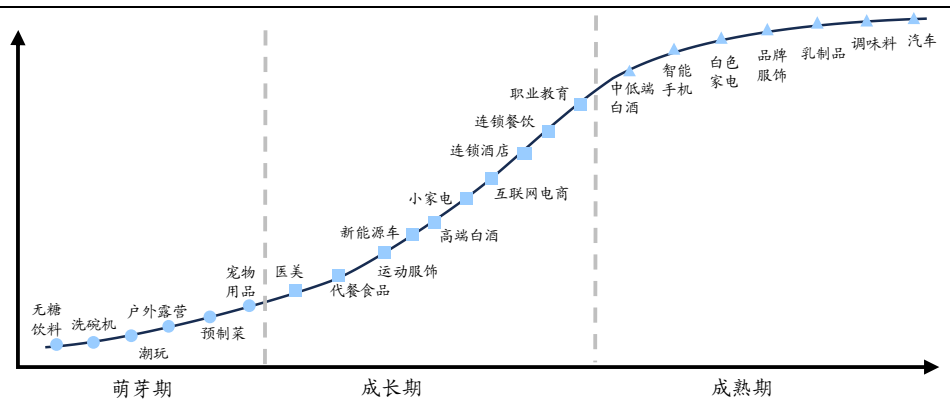
表 1	成熟期消费行业代表性公司估值.....	9
表 2	成长期消费行业代表性公司估值.....	10
表 3	萌芽期消费行业代表性公司估值.....	11
表 4	近期促消费相关政策梳理.....	13

经历长时间调整后，消费估值已显著下行，但投资者对绝对估值水平仍有顾虑，认为整体而言消费不算便宜。然而消费板块细分行业众多，不同成长阶段的消费行业估值分化明显。因此本文对消费行业的成长阶段进行划分，在此基础上比较各成长阶段消费行业的估值，从而回答“消费估值还贵不贵？”这一问题，详见下文分析。

## 1. 如何界定各消费行业的成长阶段？

由于不同成长阶段的消费行业具有不同特征，因此在分析消费估值贵不贵之前，我们首先需要各个消费行业的成长阶段进行定位，并基于此进一步分析不同成长阶段的消费行业估值。我们从市场空间、行业渗透率、市场集中度三个维度，将各消费行业的成长周期分为成熟期、成长期、萌芽期三个阶段，每个阶段代表性行业包括：(1) 成熟期：白酒、调味料、白色家电、乳制品、智能手机等；(2) 成长期：互联网电商、新能源车、职业教育、连锁酒店、扫地机器人、医美、运动服饰等；(3) 萌芽期：预制菜、户外露营、潮玩、宠物用品、洗碗机等。我们以其中相对具有代表性和重要性的行业为例，对各个阶段消费行业的特征展开分析，具体见下文。

图1 各消费行业处于生命周期不同阶段



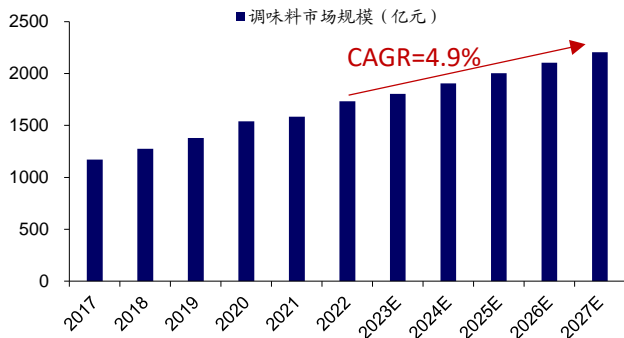
资料来源：HTI 整理

**成熟期：行业增速平缓+渗透率高+集中度高。**我国消费品类中已经进入成熟期的包括白酒、调味料、白色家电、乳制品、智能手机等，这些行业的共同特征是市场增速稳定，行业渗透率和集中度较高，我们以典型行业为例作具体分析：

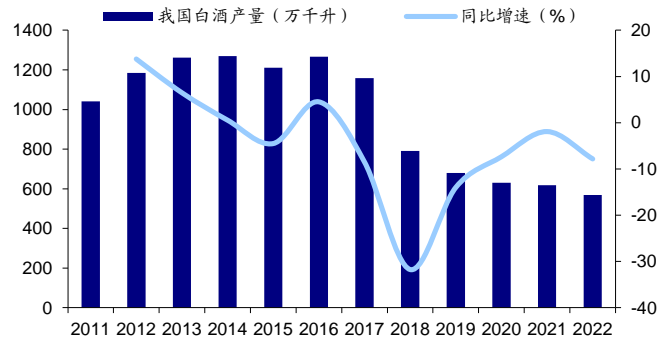
从市场空间看，成熟期的消费行业需求已经进入稳态，未来增速相对平缓。以调味料为例，根据欧睿统计，2022年我国调味料市场规模达1734.5亿元，2027年有望扩张至2206.5亿元，未来5年复合增速仅4.9%；不仅如此，部分成熟行业在市场空间触顶后已经进入下滑通道，例如我国白酒近年来产量逐渐下滑，根据国家统计局，2022年我国白酒产量仅569.2万千升，较2017年下降约51%。

从渗透率看，成熟期消费行业渗透率往往已突破70%，市场增量空间较小。例如我国传统白色家电普及率已达到非常高的水平，根据国家统计局数据显示，2021年我国洗衣机渗透率达98.7%，这意味着洗衣机基本覆盖了每个中国家庭；再比如我国液态奶作为乳制品行业主要品类，也基本实现了全民普及，根据Foodaily援引凯度消费者指数中国城市家庭样组数据，2022年我国液态乳渗透率高达99.5%。

从竞争格局看，成熟期消费行业集中度较高，形成少数龙头割据的局面。我国白电行业经过多年发展，行业结构相对稳定，比如洗衣机行业主要由海尔、小天鹅、美的等国内龙头公司占据大部分市场份额，根据欧睿统计，2022年我国洗衣机CR5/CR2分别为86.8%/69.8%。智能手机行业同样集中度较高，根据IDC数据，23Q1我国智能手机CR5/CR2分别为83.5%/37.2%，龙头厂商占据了大部分市场份额。

**图2 我国调味料市场未来增速相对平缓**


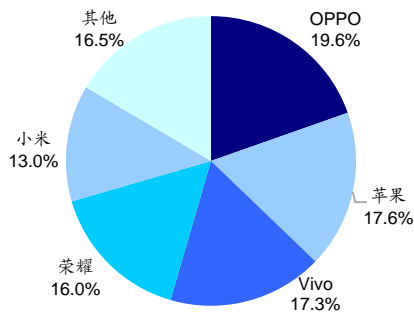
资料来源：欧睿，HTI

**图3 我国白酒近年来产量有所下滑**


资料来源：国家统计局，Wind，HTI

**图4 我国智能手机行业呈前五大品牌割据的局面**

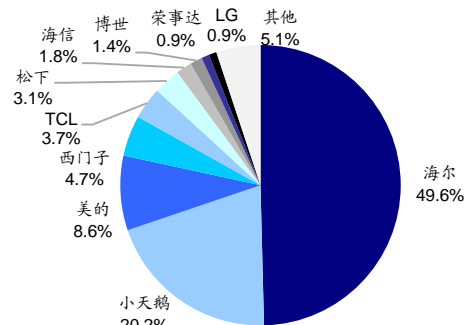
23Q1中国智能手机厂商市场份额 (以销量计算)



资料来源：IDC，HTI

**图5 我国洗衣机市场主要由国内三巨头占据**

2022年我国洗衣机品牌市占率 (%) (以销量计算)



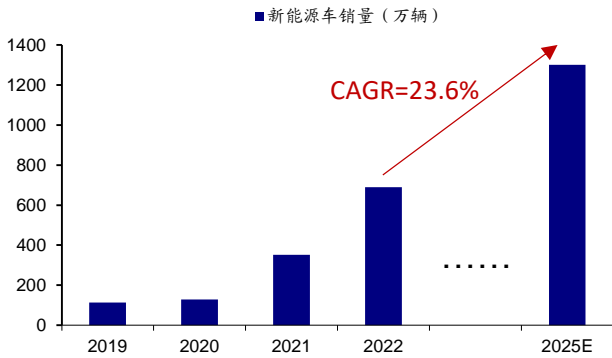
资料来源：欧睿，HTI

**成长期：市场规模快速扩张+渗透率持续提升+竞争格局分散。**受益于居民收入持续提升，我国很多消费品类正处在快速成长期，包括新能源车、代餐食品、职业教育、连锁酒店、扫地机器人、医美、运动服饰等，其共同点为规模迅速扩大，渗透率和集中度相对较低，详见下文分析：

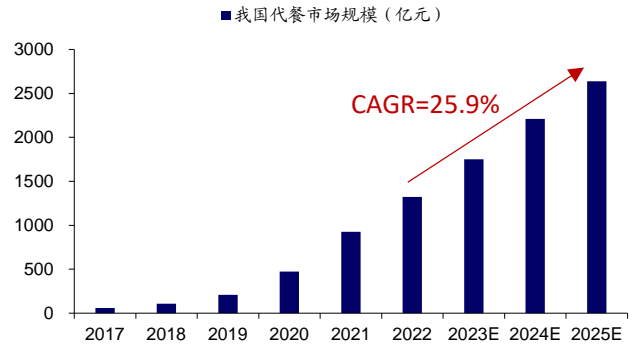
从市场空间看，成长期消费行业市场规模仍处于快速扩张阶段，需求增长空间较大。例如近年来我国新能源汽车销量爆发式增长，根据中汽协，2022年我国新能源汽车销售689万辆，同比增长93.4%，根据搜狐网援引IDC预测，2025年我国新能源车销量将达1300万辆，3年复合增速23.6%；代餐食品行业同样处于高速增长期，根据艾媒咨询，2022年我国代餐食品市场达1322亿元，预计2025年将达2639亿元，3年复合增速25.9%。

从渗透率看，成长期消费行业渗透率快速提升，但相比国外仍有较大提升空间。以扫地机器人为例，根据华经情报网测算，2022年我国扫地机器人渗透率仅6.9%，低于美国的15%，德国和日本的8%；此外，我国医美普及率也相对较低，根据中研网测算，2022年中国医美项目渗透率仅4.5%，相较韩国的22.0%、美国的17.2%、日本的11.3%仍然较低，未来存在高速增长的潜力。

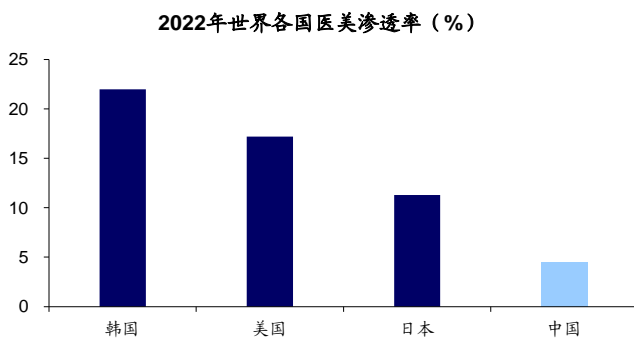
从竞争格局看，成长期消费行业各公司尚未形成绝对优势，市场集中度相对较低。以酒店行业为例，根据欧睿数据，2022年我国酒店行业CR5/CR2分别为40.7%/24.8%，同期美国酒店行业CR5/CR2为62.3%/41.8%，相比之下我国酒店行业集中度仍有较大提升空间；职业教育行业同样处于高速发展期，细分赛道众多，因此竞争格局相对分散，据粉笔招股说明书显示，2021年我国职业考培行业CR5仅22.1%。

**图6 预计我国新能源车市场将高速增长**


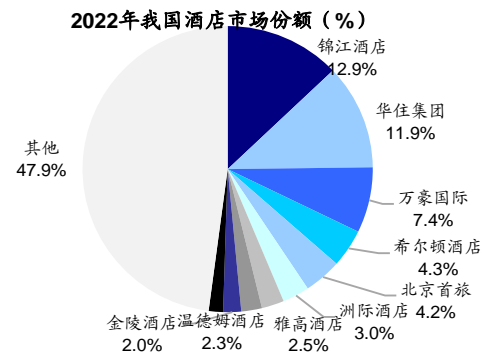
资料来源：中国政府网，新华网，工信部，IDC，搜狐网，HTI

**图7 我国代餐市场增长潜力巨大**


资料来源：艾媒咨询，HTI

**图8 我国医美渗透率提升空间较大**


资料来源：中研网，HTI

**图9 我国酒店市场集中度较低**


资料来源：欧睿，HTI

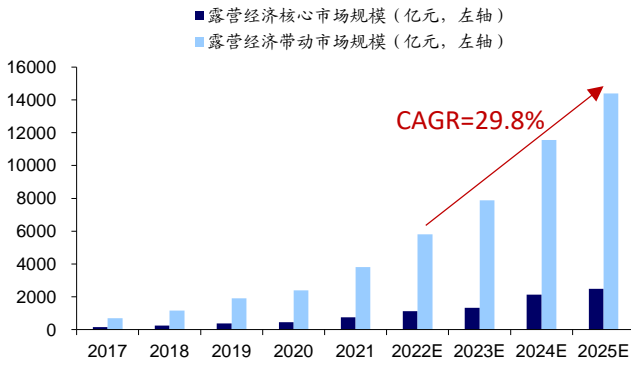
**萌芽期：市场发展前景广阔+渗透率低+竞争格局分散。**在消费升级的大趋势下，居民消费理念逐步转变，生活方式日渐丰富，因此近年来我国涌现出一大批新兴消费品类，包括预制菜、无糖饮料、户外露营、潮玩、宠物用品、洗碗机等，这些行业呈现出高速增长潜力、低渗透率、低集中度的特征，下文将展开分析：

从市场空间看，萌芽期消费行业市场需求初步显现，后续增长潜力巨大。近年来露营作为一项新型运动逐渐进入大众视野，市场规模迅速增长，根据艾媒咨询，预计2022年我国露营经济核心市场规模达1134.7亿元，2025年将达2483.2亿元，未来3年复合增速达29.8%；无糖饮料作为消费观念升级的代表品类也具有广阔成长空间，根据艾媒咨询，2022年我国无糖饮料市场规模为199.6亿元，预计2025年将增至615.6亿元，3年复合增速45.6%。

从渗透率看，萌芽期消费行业渗透率较低，相较更成熟的国外市场提升空间广阔。例如我国露营仍属于小众运动，根据世展网援引华经产业研究院，2021年我国露营渗透率仅1.0%，同期美国渗透率为15.8%、日本为11.2%；类似地，我国养宠渗透率相比发达国家仍然较低，根据京东发布的《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》显示，2021年我国家庭宠物渗透率仅20%，相较美国、日本过半的家庭宠物渗透率仍有较大上升空间。

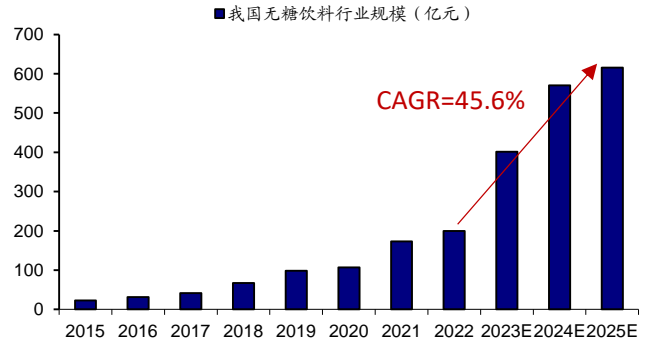
从竞争格局看，萌芽期消费行业尚处起步阶段，各类品牌百花齐放，市场集中度低。以预制菜行业为例，根据Foodtalks援引艾媒咨询，预制菜行业进入门槛较低，市场中的初创公司数量较多，竞争格局分散，2021年味知香、安井等早期布局预制菜行业的公司的市场占有率不及1%；我国潮玩市场集中度同样较为分散，根据中商情报网，2021年我国潮玩行业CR5/CR2仅为19.5%/13.4%，其中泡泡玛特市占率最高，达11.0%。

图10 我国露营经济市场高速增长



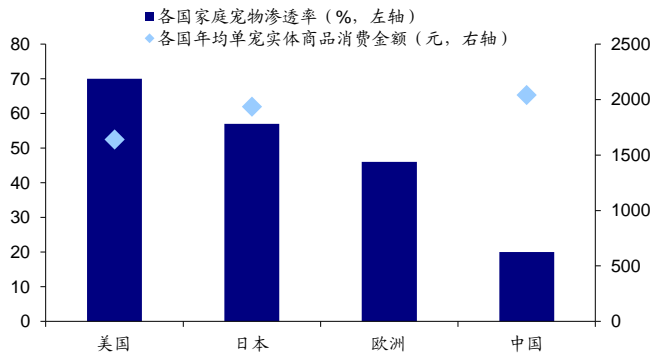
资料来源：艾媒咨询，HTI

图11 我国无糖饮料行业成长空间广阔



资料来源：艾媒咨询，HTI

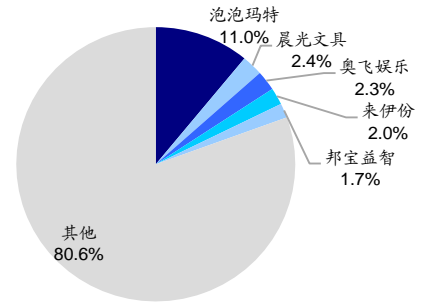
图12 2021年我国家庭宠物渗透率相比发达国家仍然较低



资料来源：《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，HTI

图13 我国潮玩市场竞争格局分散

2021年中国潮玩行业市场份额 (%)



资料来源：中商情报网，HTI

## 2. 如何比较各阶段消费行业的估值？

基于上文对消费行业成长周期的划分，我们进一步从横向和纵向两个维度来探讨各成长阶段的消费品类估值水平，以回答当前消费估值还贵不贵这一问题：（1）横向看，对比海外同行，中国各消费行业代表公司估值处于什么水平？（2）纵向看，中国各消费行业代表公司的估值中枢有何变化？当前估值处于历史上什么位置？

**成熟期消费行业成长性低，估值接近海外同类公司，代表性龙头估值降至历史低位。**上文提到，成熟期消费行业增速平缓，已进入稳态竞争格局，业绩和现金流相对稳定，因此适用于PE估值，我们选取了成熟期行业中较为典型的白酒、白色家电、调味料行业龙头作为研究对象，并展开详细分析：

**白酒行业代表公司估值略高于海外同类公司，目前处于历史均值附近。**横向国际对比来看，当前（截至2023/7/26，下同）海外烈酒龙头中帝亚吉欧PE（TTM）为22.1倍，保乐力加为21.6倍，百富门为39.0倍；国内高端白酒龙头贵州茅台PE（TTM）为34.7倍，泸州老窖为31.4倍，五粮液为24.5倍。纵向历史趋势来看，我国高端白酒PE中枢经历了逐渐下移然后再度上行的过程，当前估值处于近10年平均水平，贵州茅台05-10年/11-15年/16年至今的PE中枢分别为40.7/19.4/36.0倍，当前估值处于13年以来65.7%分位，泸州老窖分别为64.1/18.5/34.6倍，当前估值处于13年以来52.4%分位，五粮液分别为33.6/15.9/30.3倍，当前估值处于13年以来51.3%分位。

**白色家电行业代表公司估值与海外同类公司相近，已经处于历史较低位置。**横向国际对比来看，当前海外家电龙头中惠而浦PE（TTM）为39.6倍，LG集团为12.5倍，三星电子为10.9倍；国内白电龙头美的PE（TTM）为13.6倍，海尔为14.8倍，格力为8.9倍。纵向历史趋势来看，我国白电PE中枢也经历了逐渐下移然后再度上行的过程，当前估值低于近10年以来的平均水平，海尔05-10年/11-15年/16年至今的PE中枢分别为24.7/12.3/17.1倍，当前估值处于13年以来57.4%分位，格力分别为



15.7/10.2/11.9 倍，当前估值处于 13 年以来 34.9%分位。

调味料行业代表公司估值略高于海外同类公司，估值已降至历史较低水平。横向国际对比来看，当前海外调味料龙头中卡夫亨氏 PE (TTM) 为 12.8 倍，味好美为 34.2 倍，金宝汤为 15.7 倍；国内调味料龙头海天味业 PE (TTM) 为 41.0 倍，涪陵榨菜为 22.4 倍，安琪酵母为 23.0 倍。纵向历史趋势来看，我国调味料当前估值已经处于历史较低位置，部分龙头估值已近历史低点，海天味业当前估值位于 13 年以来 37.3%分位，涪陵榨菜位于 1.1%分位，安琪酵母位于 5.7%分位。

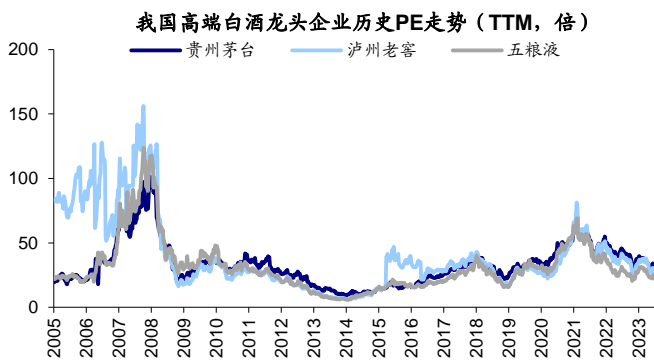
综上，横向看我国成熟期消费行业龙头估值与海外同类公司相近，纵向看估值已经低于历史均值，部分公司处于历史低位，因此成熟期的消费行业估值已相对便宜。

表 1 成熟期消费行业代表性公司估值

行业	国内代表公司			海外可比公司		
	公司	PE (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	公司	PE (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)
白酒	贵州茅台	34.7	65.7	帝亚吉欧	22.1	39.1
	泸州老窖	31.4	52.4	保乐力加	21.6	19.6
	五粮液	24.5	51.3	百富门	39.0	81.2
白色家电	美的集团	13.6	39.7	惠而浦	39.6	100.0
	海尔智家	14.8	57.4	LG 集团	12.5	91.5
	格力电器	8.9	34.9	三星电子	10.9	65.2
乳制品	伊利股份	18.6	3.1	达能集团	27.7	76.4
	蒙牛乳业	18.4	18.8	雀巢美国	30.6	82.4
	中国旺旺	16.4	32.3	明治	13.5	13.2
传统家具	顾家家居	20.2	21.3	Tempur Sealy	19.2	51.7
	欧派家居	23.2	6.5	La-Z-Boy	8.2	8.2
	索菲亚	15.5	9.8	Williams-Sonoma	8.3	9.7
调味料	海天味业	41.0	37.3	卡夫亨氏	12.8	35.4
	涪陵榨菜	22.4	1.1	味好美	34.2	96.4
	安琪酵母	23.0	5.7	金宝汤	15.7	33.2

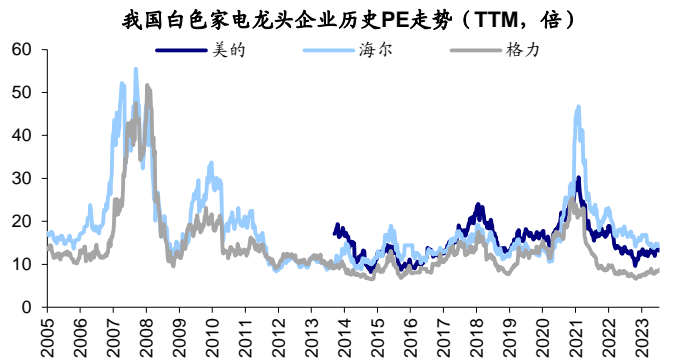
资料来源：Wind, Bloomberg, HTI 整理，截至 2023/7/26

图14 我国高端白酒龙头估值中枢先下移后上行



资料来源：Wind, HTI, 截至 2023/7/26

图15 我国白色家电龙头估值中枢先下移后上行



资料来源：Wind, HTI, 截至 2023/7/26

成长期消费行业成长性高，估值略高于海外同类公司，但估值盈利匹配度优。据前文分析，成长期行业市场增速较快，其中经营相对稳定的公司适用于 PE 估值法，同时考虑到其高成长性，我们也采用 PEG 估值以衡量利润估值匹配度；对于业绩波动较大，出现暂时性亏损的公司则适用于 PS 估值法。对于成长期消费行业，我们选取了互联网电商、运动服饰、医美三个代表性行业的龙头公司进行分析，详见下文：

互联网电商龙头公司的估值低于海外互联网电商龙头，估值已降至历史低位。横向国际对比来看，当前海外互联网电商龙头 eBay PE (TTM) 为 15.7 倍，亚马逊为 139.2 倍，Allegro 为 41.7 倍，Mercado Libre 为 95.9 倍；国内互联网电商龙头阿里巴巴 PE (TTM) 为 23.4 倍，京东集团为 21.6 倍，拼多多 PE/PEG 分别为 21.9 倍/0.1 倍，唯

品会分别为 10.8 倍/0.3 倍。纵向历史趋势来看，我国互联网电商龙头普遍低于历史均值水平，阿里巴巴 PE 估值位于 13 年以来 26.1% 分位，京东集团位于 45.0% 分位，拼多多位于 25.0% 分位，唯品会位于 17.9% 分位。

运动服饰行业代表公司估值低于海外可比公司，部分龙头估值盈利匹配度优。横向国际对比来看，当前海外运动服饰龙头中耐克 PE (TTM) 为 33.5 倍，阿迪达斯为 138.4 倍，Lululemon PE/PEG 分别为 36.4 倍/1.1 倍；而国内运动服饰龙头中安踏体育 PE/PEG 为 28.8 倍/17.1 倍，李宁为 24.2 倍/0.6 倍，特步国际为 20.2 倍/0.4 倍。纵向历史趋势来看，我国运动服饰龙头处于历史平均水平，安踏体育 PE 估值位于 13 年以来 61.6% 分位，李宁位于 39.7% 分位，特步国际位于 78.2% 分位。

医美行业代表公司估值高于海外同类公司，但估值已处于历史偏低水平。横向国际对比来看，当前海外医美龙头艾伯维 PE/PEG 分别为 14.5 倍/5.7 倍，Medytox PE (TTM) 为 36.2 倍；而国内医美龙头中华熙生物 PE/PEG 为 46.6 倍/2.5 倍，爱美客为 72.2 倍/1.6 倍，华东医药为 31.1 倍/11.3 倍。纵向历史趋势来看，我国部分医美龙头估值已行至历史低位，华熙生物 PE 估值仅位于上市以来 5.2% 分位，爱美客位于 5.5% 分位，华东医药位于 58.7% 分位。

综上，尽管我国成长期消费行业代表公司估值略高于海外同类公司，但龙头公司估值已降至低位，且部分公司 PEG 已低于 1，盈利估值匹配度较优，考虑到成长期消费行业的高增长潜力，当前估值已具性价比。

表 2 成长期消费行业代表性公司估值

行业	国内代表公司					海外可比公司				
	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)
互联网电商	阿里巴巴	23.4	2.0	26.1	-	eBay	15.7	2.7	43.2	-
	京东集团	21.6	0.4	45.0	-	亚马逊	139.2	2.5	49.5	-
	拼多多	21.9	5.2	25.0	0.1	Allegro	41.7	3.9	55.9	-
	唯品会	10.8	0.7	17.9	0.3	Mercado Libre	95.9	5.2	62.3	0.2
运动服饰	安踏体育	28.8	4.1	61.6	17.1	耐克	33.5	3.3	71.2	-
	李宁	24.2	3.8	39.7	0.6	阿迪达斯	138.4	1.5	99.8	-
	特步国际	20.2	1.4	78.2	0.4	Lululemon	36.4	5.7	49.4	1.1
医美	华熙生物	46.6	7.1	5.2	2.5	艾伯维	14.5	4.4	50.2	5.7
	爱美客	72.2	47.2	5.5	1.6	Medytox	36.2	6.7	28.6	-
	华东医药	31.1	2.0	58.7	11.3					
扫地机器人	科沃斯	26.8	2.8	15.9	5.7	iRobot	98.1	1.1	96.0	-
	石头科技	31.8	5.2	45.8	-					
职业教育	中公教育	-	6.3	7.8	-	Chegg	4.9	1.7	5.6	-
	传智教育	31.6	7.2	0.8	0.6	Pearson	26.2	1.6	55.8	-
	中国东方教育	16.7	1.6	1.9	0.7	Stride	14.5	0.9	2.0	0.4
新能源汽车	比亚迪	38.6	1.6	17.7	0.2	特斯拉	75.0	8.9	21.9	0.6
	小鹏汽车	-	4.2	61.0	-	大众	6.0	0.3	38.8	11.6
	理想汽车	-	5.0	44.0	-					
	蔚来	-	2.7	70.4	-					
连锁酒店	华住集团	-	6.2	30.8	-	希尔顿	30.8	3.9	84.8	-
	锦江酒店	137.3	4.3	58.9	-	万豪国际	23.5	2.8	83.0	0.2
	首旅酒店	-	4.0	83.6	-	温德姆全球	20.7	4.6	71.8	0.5

资料来源：Wind, Bloomberg, HTI 整理，截至 2023/7/26 注：连锁酒店 13 年以来估值分位数采用历史 PS 估值计算，其余行业采用 PE 估值计算

萌芽期消费行业尚处发展早期，成长空间广阔，相较海外可比公司估值偏高。根据前文，萌芽期消费行业增长潜力巨大，但竞争格局分散，部分代表性公司盈利尚不稳定，因此同样适合采用 PE、PS 以及 PEG 估值法进行综合比较。在萌芽期行业中，我们选取预制菜、户外露营、宠物用品三个代表性行业的代表性公司开展分析，具体见下文：

预制菜行业代表公司估值高于海外可比公司，但部分公司估值已降至历史较低位置。

横向国际对比来看，当前海外预制菜代表公司中日冷 PE (TTM) 为 19.2 倍，神户物产 PE/PEG 为 43.2 倍/6.8 倍，SYSCO 为 20.3 倍/0.3 倍；国内预制菜公司安井食品 PE/PEG 为 35.4 倍/1.6 倍，味知香为 38.7 倍/7.4 倍，千味央厨为 56.6 倍/2.8 倍，广州酒家为 26.6 倍/4.0 倍。纵向对比来看，部分公司估值已行至历史较低位置，当前千味央厨 PE 位于上市以来 58.3%分位，味知香位于 8.7%分位，安井食品位于 29.5%分位，广州酒家位于 37.0%分位。

户外露营行业代表公司估值同样高于海外同类公司，但也有估值相对便宜的公司。横向国际对比来看，当前海外户外露营代表性公司中 Academy Sports & Outdoors (ASO) PE (TTM) 为 8.0 倍，约翰逊户外为 13.7 倍，哥伦比亚为 13.8 倍；国内户外露营主要标的，牧高笛 PE/PEG 为 22.3 倍/0.2 倍，浙江自然为 23.3 倍/2.4 倍，探路者 PE (TTM) 为 90.0 倍。纵向对比来看，我国部分户外露营代表性公司估值历史分位数差异较大，当前浙江自然 PE (TTM) 位于 13 年以来 31.5%分位，牧高笛仅位于 0.9%分位，探路者位于 90.0%分位。

宠物用品行业代表公司估值高于海外可比公司，估值处于历史高位。横向国际对比来看，当前海外宠物用品行业代表性公司中 Pets at Home PE (TTM) 为 19.1 倍，硕腾为 39.3 倍；国内宠物用品公司中宠股份 PE/PEG 分别为 74.2 倍/11.8 倍，佩蒂股份分别为 58.1 倍/2.2 倍。纵向对比来看，当前我国宠物用品代表公司估值升至历史较高位置，中宠股份 PE 位于上市以来 82.2%分位，佩蒂股份位于 72.5%分位。

综上，我国萌芽期消费行业代表公司估值高于海外可比公司，部分代表性公司估值已降至历史低位，考虑到萌芽期消费行业尚处起步的阶段，未来增长空间广阔，因此估值暂时偏高属于正常现象。

表 3 萌芽期消费行业代表性公司估值

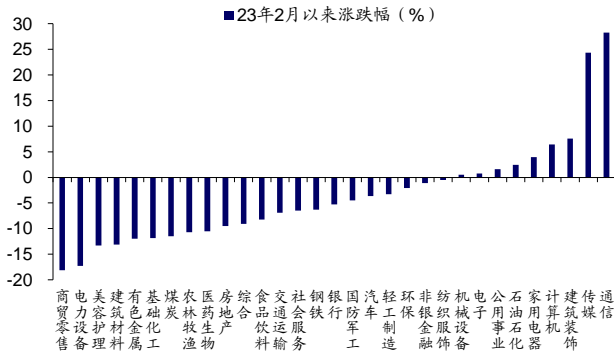
行业	国内代表性公司					海外可比公司				
	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)	公司	PE (TTM, 倍)	PS (TTM, 倍)	估值处于 13 年以来分位数 (%)	PEG (倍)
预制菜	味知香	38.7	6.8	8.7	7.4	日冷	19.2	0.6	63.7	-
	安井食品	35.4	3.4	29.5	1.6	神户物产	43.2	1.9	86.3	6.8
	广州酒家	26.6	3.3	37.0	4.0	SYSCO	20.3	0.5	23.7	0.3
	千味央厨	56.6	3.7	58.3	2.8					
户外露营	浙江自然	23.3	5.3	31.5	2.4	Academy Sports&Outdoors	8.0	0.7	88.4	-
	牧高笛	22.3	2.0	0.9	0.2	约翰逊户外	13.7	0.8	33.7	-
	探路者	90.0	6.2	90.0	-	哥伦比亚	13.8	1.4	3.6	-
潮玩	泡泡玛特	49.8	5.1	43.7	4.2	万代	22.6	2.1	76.8	0.2
	名创优品	31.2	4.2	67.9	-	美泰	27.2	1.4	81.5	-
宠物用品	中宠股份	74.2	2.3	82.2	11.8	Pets at Home	19.1	1.4	59.7	-
	佩蒂股份	58.1	2.3	72.5	2.2	硕腾	39.3	11.0	83.2	10.4
洗碗机	华帝股份	36.3	1.0	87.3	-	伊莱克斯	40.1	0.3	86.8	-
	老板电器	16.2	2.5	9.6	-	惠而浦	42.1	0.4	100.0	-
	万和电气	11.9	1.0	21.8	-	三星电子	10.9	1.5	64.2	0.3

资料来源：Wind, Bloomberg, HTI 整理，截至 2023/7/26 注：13 年以来估值分位数采用 PE (TTM) 估值计算

### 3. 多重积极因素有望提振消费估值

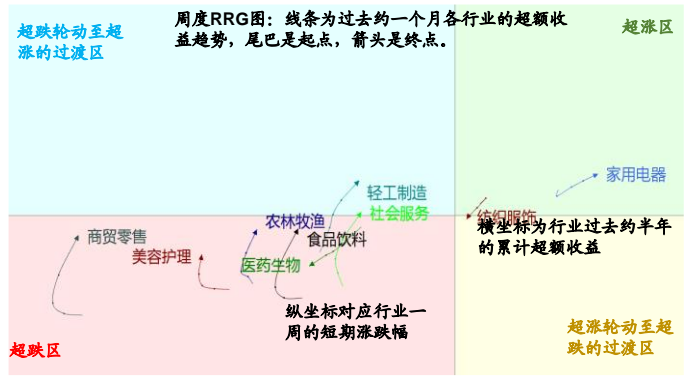
今年 2 月 A 股市场回落以来消费行业跌幅在所有行业中明显偏大，例如商贸零售跌 18%、美容护理跌 13%、农林牧渔跌 11%、医药生物跌 11%。根据 RRG 模型，多数消费行业已经轮动到超跌区域并且已经持续较长时间。同时，根据上文分析，成熟期消费行业估值已不高，成长期消费行业考虑到高成长性，估值盈利匹配度较优。展望未来，消费板块基本面和资金面多重积极因素有望进一步改善，进而提振消费估值。

图16 23/02 以来消费跌幅居前



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/7/26

图17 当前消费板块超额负收益已明显

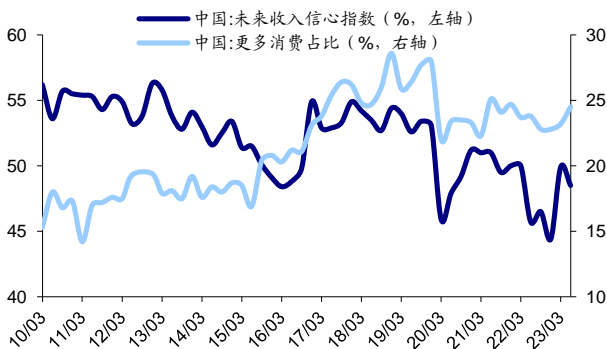


资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/7/26

**中长期消费升级支撑估值中枢, 短期政策发力和经济复苏促进估值修复。**我国中长期消费升级趋势仍向好, 支撑 A 股消费板块享有更高估值水平。一方面, 我国正迈向中等发达国家, 借鉴日美等发达国家经验, 在人均 GDP 提升的过程中, 消费都存在升级的趋势, 而当前中国人均 GDP 已站稳 1 万美元的大关, 未来消费升级的速度有望加快。另一方面, 共同富裕背景下收入结构改善有望驱动消费不断升级。国家近年来屡次出台重要文件和指示, 明晰共同富裕重要地位, 扎实推进共同富裕的实现。在此背景下, 中等收入群体扩容有利于释放消费潜能, 城乡差距缩小有助于提升农村居民消费水平。

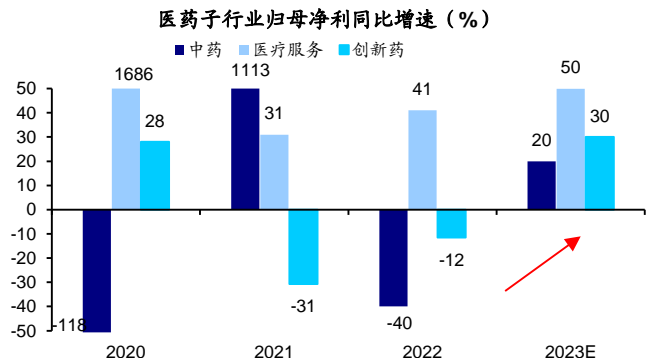
短期而言, 政策发力和经济复苏有望带动消费基本面预期改善, 从而推动估值修复。7 月政治局会议将扩内需和促消费放在更重要的位置, 后续政策有望陆续落地, 从而提振市场对消费基本面的信心。政治局会议提出“要积极扩大国内需求, 发挥消费拉动经济增长的基础性作用, 通过增加居民收入扩大消费, 通过终端需求带动有效供给, 把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”、“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费, 推动体育休闲、文化旅游等服务消费”。政策发力背景下经济和消费有望更好复苏, 我们预计今年社零总额增速有望达 8-9%, 22-23 年两年平均增速为 4-5%, 疫情前社零总额增速在 9-10% 左右, 未来改善的空间较大。社零向好能够带动 A 股消费基本面改善, 消费盈利增速有望提升, 其中医药和基本消费部分子行业的盈利有望实现较快增长, 结合海通行业分析师和 Wind 一致预测, 我们预计 23 年医药板块中中药归母净利增速为 20%、医疗服务为 50%、创新药为 30.0%, 基本消费中食品加工为 30%。随着消费基本面预期改善, 市场信心有望逐步修复, 进而推动消费板块估值回升。

图18 23 年一季度居民收入信心指数和消费意愿有所恢复



资料来源: Wind, HTI

图19 医药基本面有望迎来改善



资料来源: Wind, HTI

表 4 近期促消费相关政策梳理

日期	政策/会议	相关内容
2023.5.6	《关于开展中国文物主题游径建设工作的通知》	鼓励各地人民政府加大财政投入，完善激励政策，支持文物主题游径建设，做好 <b>文物保护、环境改善、旅游服务基本保障和游径宣传推广</b> 。利用文物建筑、历史建筑、旧厂房等存量房产、土地或生产装备、设施 <b>发展文化产业和旅游业，鼓励将文物主题游径纳入当地促进消费政策范围</b> 。
2023.6.2	国务院常务会议	要巩固和扩大新能源汽车发展优势，进一步优化产业布局，加强重点领域关键核心技术攻关，提升全产业链自主可控能力和绿色发展水平。要 <b>延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策</b> ，构建高质量充电基础设施体系，进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力。
2023.6.9	《关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知》	进一步做好 2023 年 <b>促进绿色智能家电消费</b> 相关工作，要求统筹组织绿色智能家电消费促进活动，深入开展家电以旧换新，扎实推进绿色智能家电下乡，实施家电售后服务提升行动，加强废旧家电回收工作。
2023.6.16	国务院常务会议	会议指出，针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施， <b>增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好</b> 。会议围绕 <b>加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险</b> 等四个方面，研究提出了一批政策措施。
2023.6.19	《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》	<b>进一步延续新能源购置税优惠政策</b> ，对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税。
2023.6.20	“恢复和扩大消费”调研协商座谈会	全国政协主席王沪宁表示， <b>要深刻认识恢复和扩大消费是推进中国式现代化的应有之义，是实现高质量发展的必然选择，是实现全年经济发展预期目标的内在要求。</b>
2023.6.21	《2023 年海南省促进消费若干措施》	<b>举办促消费活动、促进恢复文旅消费、做大离岛免税消费、鼓励新能源汽车消费、支持市县开展促消费</b> 等活动，以提振消费为主线，稳定消费预期，增强消费信心，释放消费潜力，全力以赴完成全年社会消费品零售总额增长目标。
2023.6.29	《关于促进家居消费的若干措施》	国务院常务会议指出， <b>采取针对性措施对家居消费加以提振</b> ，有利于带动居民消费增长和经济恢复。要打好政策组合拳，促进家居消费的政策要与老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络等政策衔接配合、协同发力，形成促消费的合力。
2023.7.24	中共中央政治局会议	会议强调，“要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用， <b>通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。</b> ”在本次会议中特别强调了，“ <b>要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。</b> ”

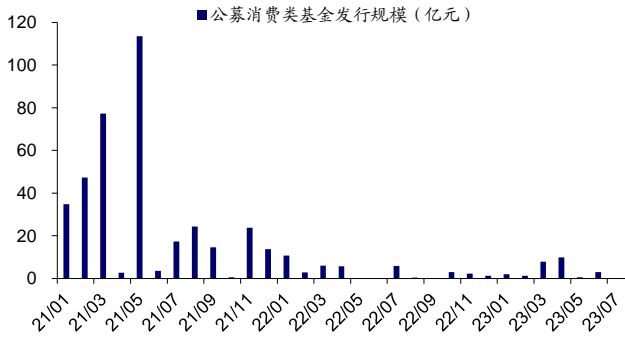
资料来源：国家文物局，国务院，商务部，财政部，全国政协，海南省商务厅，和讯网，界面新闻，中国政府网，新华社，HTI 整理

**公募消费仓位显著回落，后续存在加仓空间，海外流动性改善有助于外资回流消费。**从资金面角度看，近年来消费成为内外资重要持仓板块，然而 21 年以来公募持续减仓以及外资流出使消费板块资金面承压，进而抑制消费板块估值。展望未来，随着基本面预期好转，海外流动性改善，内外资存在加仓消费板块的空间，具体分析如下：

公募消费持仓已大幅回落，后续仓位存在回补的空间。公募基金持仓方面，前期公募基金消费仓位下降较多，公募基金相对沪深 300 超配消费行业比例已大幅回落，23Q2 商贸零售基金相对沪深 300 超配比例较 21Q2 下降 1.4 个百分点，食品加工下降 0.5 个百分点，美容护理下降 0.5 个百分点，轻工制造下降 0.4 个百分点。基金发行方面，新发行消费主题基金热度也有所降温，今年 1-7 月公募发行消费类基金规模仅 24.7 亿元。外资持仓方面，北向资金消费超配比例也有所回落，23Q2 北向资金持商贸零售相对沪深 300 超配比例较 21Q2 下降 1.4 个百分点，农林牧渔下降 0.4 个百分点，白酒下降 0.3 个百分点。因此，当前内外资仓位均回落至低位，未来存在加仓空间。

**海外流动性趋宽以及中美关系缓和有望助推外资回流。**上半年美联储连续鹰派加息，美元汇率不断走高增强美元资产吸引力，同时中美关系扰动也引发海外投资者担忧，导致海外资金流出 A 股。然而，后续海外流动环境趋于宽松，叠加中美关系改善，有望再度吸引外资流入 A 股市场。流动性层面，通胀及汇率压力正逐步缓解，7 月 12 日美国公布 6 月 CPI 同比增长 3%，相较上月的 4% 显著回落，缓解了市场对美联储持续加息的担忧；同时近期人民币汇率企稳也有望减轻外资流出压力。中美关系层面，6 月以来美国国务卿布林肯、美国财政部部长耶伦先后访华，有助于改善市场对中美关系缓和的预期。综上所述，未来海外宏观环境有望逐步好转，进而增强外资信心，吸引外资再度流入并驱动 A 股估值回升。

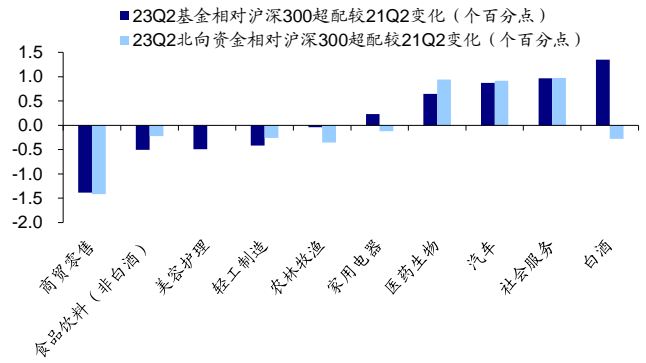
图20 2022年以来公募消费类基金发行规模较少



资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/7/26

注: 筛选消费类基金的标准为基金名称中含“消费”关键词的公募基金

图21 基金和北向资金消费行业持股占比下降



资料来源: Wind, HTI

图22 消费各行业整体配置和估值均不高

行业	当前PE (TTM, 倍)	13年以来分位数 (%)	13年以来PE走势	23Q2基金持仓比例	23Q2基金相对沪深300超配比例	13年以来分位数 (%)	13年以来基金相对沪深300超配比例变动
大消费	36.5	54.9		30.5%	8.0%	19.5	
农林牧渔	29.1	27.4		1.4%	-0.2%	19.5	
家用电器	14.6	31.9		2.7%	-0.8%	41.4	
食品加工	24.2	1.4		0.5%	0.3%	48.7	
白酒	31.1	64.1		10.9%	1.5%	48.7	
纺织服装	24.9	43.6		0.4%	0.4%	46.3	
轻工制造	30.9	51.2		0.7%	0.5%	19.5	
医药生物	26.8	12.7		12.0%	5.4%	39.0	
商贸零售	36.6	76.6		0.6%	0.0%	48.7	
社会服务	84.3	79.5		0.7%	0.6%	34.1	
美容护理	45.2	69.4		0.5%	0.1%	36.5	

资料来源: Wind, HTI, 截至 2023/7/26

总结全文, 我们将各消费行业的成长周期分为成熟期、成长期、萌芽期三个阶段, 并针对不同阶段的消费行业特征及估值展开深入探讨, 进而得出结论: 当前消费板块整体估值合理偏低, 但仍存在结构性差异, 其中成熟期消费行业估值已不高, 成长期消费行业盈利估值匹配度优, 萌芽期消费行业由于其高增长潜力, 估值暂时偏高。展望下半年, 我们认为后续随着经济持续复苏、居民收入改善, 叠加稳增长政策发力, 有望带动消费基本面预期改善, 从而驱动消费板块估值上行。

**风险提示:** 稳增长政策落地进度不及预期, 国内经济修复不及预期。

## 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，荀玉根，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, Yugen Xun, 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，Amber Zhou，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, Amber Zhou, 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@htsec.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@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

### 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

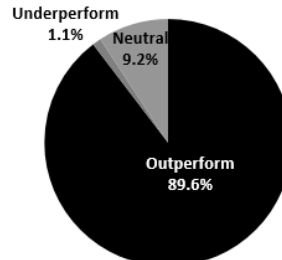
各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

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

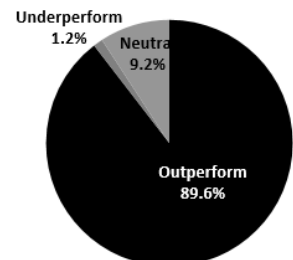
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains 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

### 评级分布 Rating Distribution

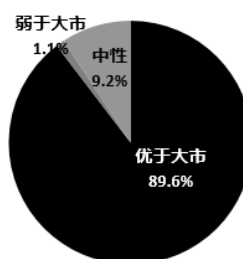
Most Recent Full Quarter



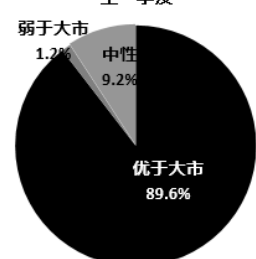
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2023 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	89.6%	9.2%	1.1%
投资银行客户*	4.7%	5.6%	10.0%

\*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 Jun 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.1%
IB clients*	4.7%	5.6%	10.0%

\*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。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.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性, 准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 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

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”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》 (第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》 (第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

**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") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

---

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

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC 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>

---