

中国必需消费 China Staples

婴配粉行业——存量市场下的结构性机会

IMF——Structural Opportunities in Stable Market

观点聚焦 Investment Focus

| 股票名称 | 评级 | 目标价 | 市盈率 P/E | |
|------|------------|-------|---------|-------|
| | | | 2021E | 2022E |
| 百威亚太 | Neutral | 21.00 | 32 | 25 |
| 华润啤酒 | Outperform | 64.00 | 42 | 31 |
| 康师傅 | Outperform | 20.31 | 19 | 17 |
| 海底捞 | Outperform | 24.00 | 18 | 13 |
| 中国飞鹤 | Outperform | 10.80 | 8 | 7 |
| 恒安国际 | Neutral | 55.80 | 9 | 8 |
| 颐海国际 | Outperform | 55.00 | 24 | 19 |
| 九毛九 | Outperform | 20.54 | 35 | 24 |
| 优然牧业 | Outperform | 5.55 | 8 | 6 |
| 澳优 | Outperform | 9.91 | 9 | 7 |

资料来源: Factset, HTI

Related Reports

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

婴配奶粉行业进入存量市场。奶粉行业的消费量由新生儿人口数量和人均消费量来决定。近年来，我国人口红利随着人口出生率下降而逐步消失，同时母乳喂养率一直处于较低水平，人均消费量难以上升，因此未来奶粉消费量增长空间较为有限，婴配粉行业进入存量市场的竞争阶段。未来五年婴配粉市场增长主要依靠价格推动，预计2026年我国婴配奶粉市场规模将达到1897.3亿元。

存量市场下的结构性机会。1、下线城市是主要增量来源：与一、二线城市相比，下线城市人口基数大、新生儿数量更多，因此下线城市有更大的婴幼儿奶粉市场，成为重要的奶粉市场增量来源。2、3段粉和特殊婴配奶粉仍具备增长空间：欧睿预计3段/特殊婴配奶粉市场规模于2026年上升至约1024亿元。3、产品端呈现4大趋势：高端化及高性价比化共存、全生命周期化、功能细分化、奶源品类多样化。4、母婴渠道及线上渠道重要性进一步提升。

行业集中度提升，国产品牌更具优势。2016年注册制的实施，减轻了奶粉行业产品同质化严重的问题，加速了中小品牌的退出和整合。欧睿数据显示，2016年奶粉市场排名前十品牌市占率为38%。注册制实施后直到2021年，我国奶粉市场排名前十品牌占比提升至56%。短期看，进口奶粉因疫情影响物流受阻，外加进口奶粉安全问题余波未消，国产奶粉有望在此期间加大营销布局提升市占率。长期看，随着二次注册制及新国标等政策的推出，行业门槛及集中度均将提升，中小厂商由于不堪竞争及政策压力将纷纷退出，国产大品牌将不断优化产品提升品牌形象及市占率。

未来奶粉企业的核心竞争。1、强大的品牌力；2、多元化产品矩阵；3、成熟的CRM体系；4、健康的增长目标以及稳定的价盘；5、全产业链协同布局。

投资建议。奶粉行业进入挤压式增长阶段，行业竞争加剧仍会持续一段时间。但是我们认为行业仍存在结构性的发展机遇，二次注册制及新国标等政策的推出进一步增强国产奶粉龙头企业的竞争优势，国产奶粉市占率将继续提升，并且引领部分细分品类快速增长。目前，中国飞鹤、澳优等婴配粉企业估值处于较低位置，已较为充分反映市场悲观预期，未来行业量价趋势以及龙头企业长期盈利能力仍有保障，建议关注中国飞鹤、澳优、伊利股份等。

风险提示：新生儿人口持续下降、食品安全问题、竞争格局超预期恶化。

Luetian Liu
lt.liu@htisec.com

阚宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

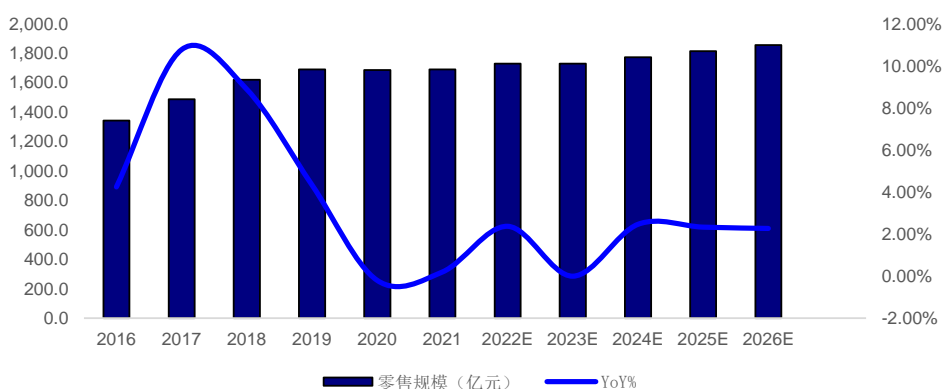
1. 婴配粉行业发展现状

1.1 婴配奶粉行业进入存量市场

根据 Euromonitor 数据，2016-2021 年我国婴幼儿配方奶粉产品的整体平均零售价由 228.5 元/公斤提升至 268.9 元/公斤，CAGR 为 3.3%；零售规模由 587.5 千吨提升至 628.4 千吨，CAGR 为 1.4%。2016-2021 年婴幼儿配方奶粉经历了量价齐升的过程，销售规模从 2016 年 1342.5 亿元增至 2021 年 1689.6 亿元。

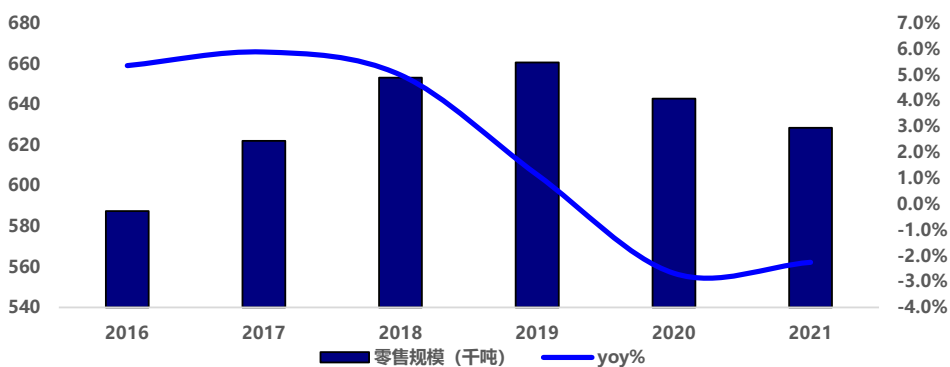
奶粉行业的消费量由新生儿人口数量和人均消费量来决定。近年来，我国人口红利随着人口出生率下降而逐步消失，同时母乳喂养率一直处于较低水平，人均消费量难以上升，因此未来奶粉消费量增长空间较为有限，婴配粉行业进入存量市场的竞争阶段。未来五年婴配粉市场增长主要依靠价格推动，预计 2026 年我国婴配奶粉市场规模将达到 1897.3 亿元。

图1 2015-2026 年中国婴幼儿奶粉行业市场规模及预测



资料来源：Euromonitor、HTI

图2 2016-2021 奶粉零售规模



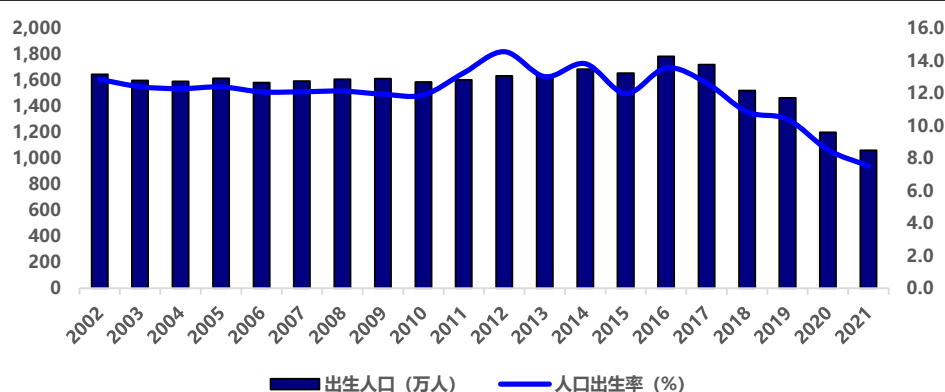
资料来源：Euromonitor、HTI

新生儿人口数量下滑影响奶粉市场消费基数

目前我国新生人口数量逐年下滑，使得国内奶粉市场消费基数减小。其中，人口数量的下滑主要受以下因素影响：1) 目前80/90后为主要育龄群体，受独生子女政策影响，育龄妇女人数持续减少。2021年育龄妇女比上年减少约500万人，其中21-35岁生育旺盛期的育龄妇女减少约300万人。2) 生育水平继续下降。面对着房价高、就业率低、生育成本高等经济压力，年轻人逐步转变生育观念，选择晚婚晚育。3) 新冠疫情在一定程度上也推迟了年轻人的婚育安排。

为了缓解人口增长压力问题，我国先后推出了相关政策进行宏观调控：2013年11月提出了“启动实施一方是独生子女的夫妇可生育两个孩子的政策”；2016年1月正式实施全面二孩政策；2021年5月实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施。在政策实施后的当年或次年，新生人口数降幅一定程度有所减缓，但并未完全扭转下行趋势。

图3 我国出生人口和生育率呈现走低态势



资料来源：国家统计局、HTI

图4 我国生育政策

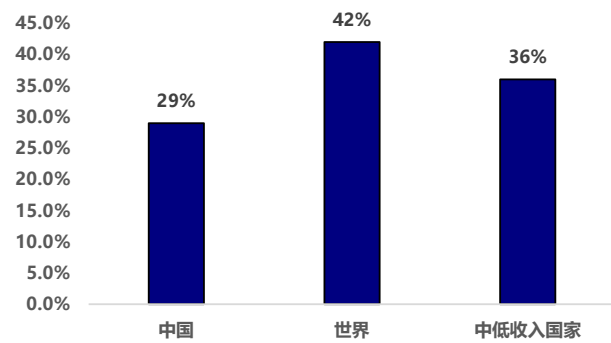
| 年份 | 法案名称 | 政策意义 |
|------|-------------------------|---|
| 2013 | 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》 | 可以引导单独一方是独生子女的家庭再生育一孩 |
| 2015 | 《人口与计划生育法修正案(草案)》 | 该草案的实施对于“全面二孩”政策的开展具有决定性的作用 |
| 2021 | 《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》 | 提出“一对夫妻可以生育三个子女政策”，围绕“三孩政策”出台了一系列配套支持措施 |

资料来源：公开信息、HTI

母乳喂养率走低提升人均消费量

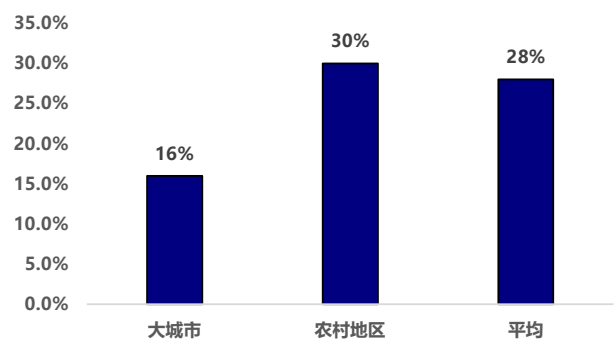
与其他国家水平相比，当下我国母乳喂养率处于较低水平，6个月内婴儿纯母乳喂养率仅为29%，远低于世界平均水平42%和中低收入国家平均水平36%。该现象产生的主要原因有：1) 中国女性就业率较高且产假时间较短；2) 对母乳喂养认知不足；3) 国内公共场所对母乳喂养支持不足。目前来看，我国母乳喂养率虽有一定回升，但仍然处在较低位置。

图5 各地区母乳喂养率



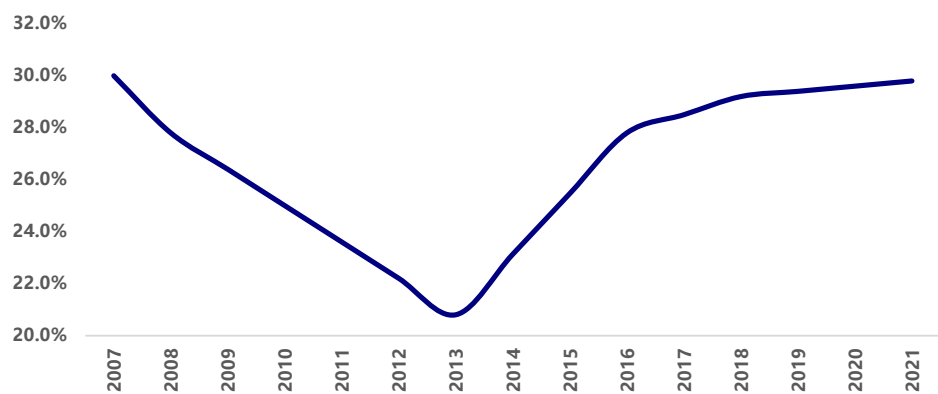
资料来源：《中国母乳喂养影响因素调查报告》、HTI

图6 国内城镇喂养率对比



资料来源：弗若斯特沙利文、HTI

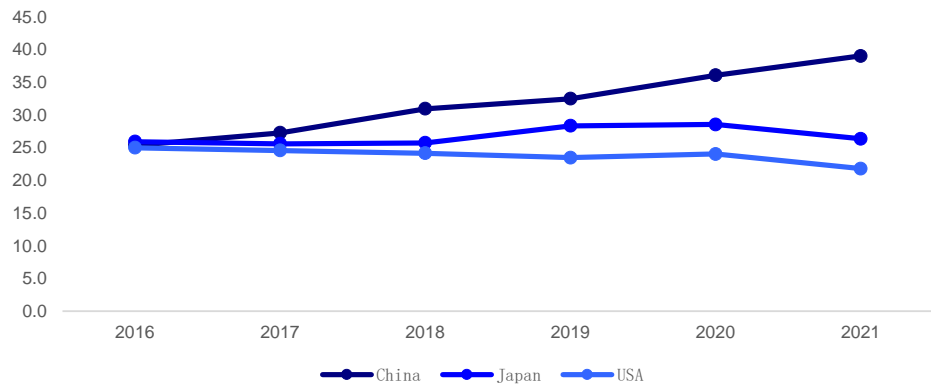
图7 我国6个月内母乳喂养率持续保持较低水平



资料来源：HTI 整理

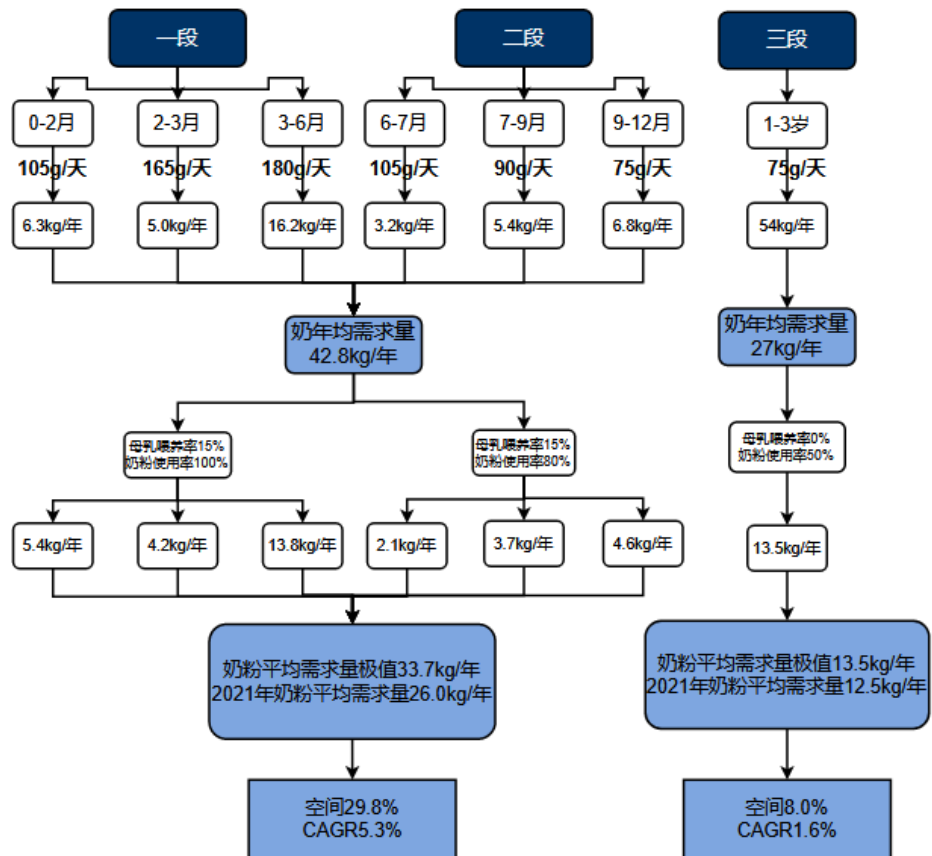
假设我国1、2段粉纯母乳喂养率进一步回落至一线城市的15%左右，其中1段奶粉使用率为100%，2段奶粉使用率为80%。我国1、2段奶粉需求量为33.7kg/年，较目前的26kg/年，有30%的增长空间。3段粉纯母乳喂养率为0%，奶粉使用率为50%的条件下，目前仍有8%的空间。虽然极值可能性发生概率较小，但考虑到文化差异等因素，在我国人均奶粉饮用量远超日本和美国人均水平的背景下，消费量快速萎缩的情况不会发生，结构性增长仍可能出现。

图8 我国新生儿人均奶粉饮用量 (kg/年)



资料来源: Euromonitor、HTI

图9 奶粉需求极值测算

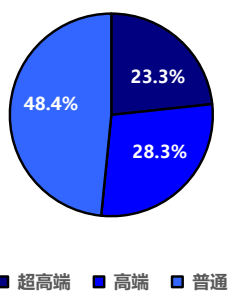


资料来源: HTI

1.2 人均可支配收入的提高带动结构升级

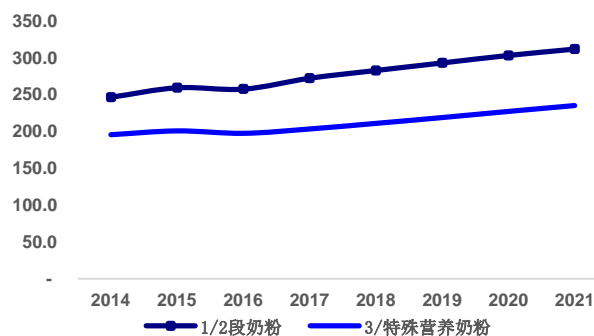
居民可支配收入的提高带来消费能力的增强，为消费升级提供基础支撑。近年来，我国经济总量和人均水平均实现新突破。2021年，全国居民人均可支配收入35128元，比上年名义增长9.1%。随着人们对高端奶粉消费能力的加强，高端产品在市场上的占比提高，从而促使奶粉市场价格结构升级。根据欧睿数据，2016-2021年我国婴幼儿配方奶粉产品的整体平均零售价由228.5元/公斤提升至268.9元/公斤，CAGR为3.3%，其价格上升主要由高端奶粉产品销售占比提升导致。

图10 2021年中国婴幼儿奶粉销售额占比



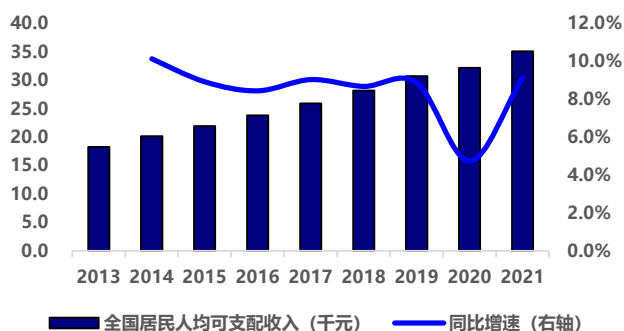
资料来源：欧睿、尼尔森、HTI

图11 婴幼儿配方奶粉的平均售价走势（元/kg）



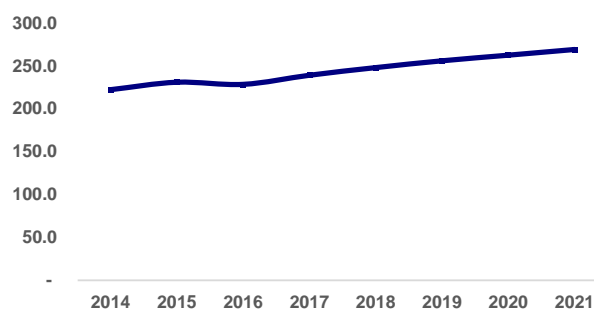
资料来源：Euromonitor、HTI

图12 我国人均可支配收入（千元）



资料来源：国家统计局、HTI

图13 我国奶粉均价变化（元/公斤）



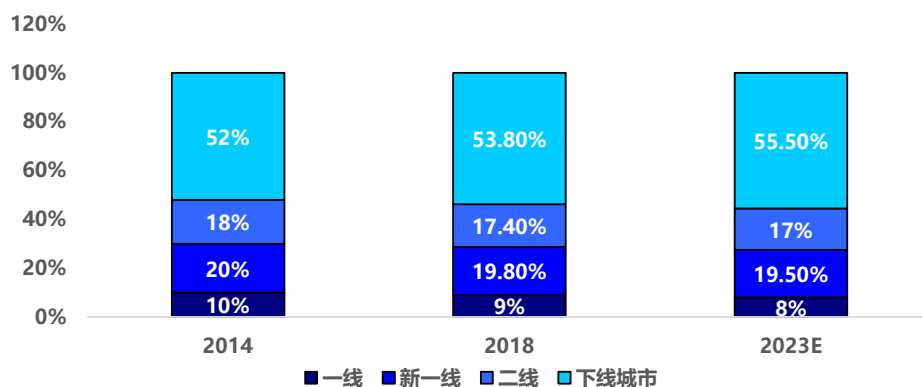
资料来源：Euromonitor、HTI

2. 存量市场下的结构性机会

2.1. 下线城市是主要增量来源

与一、二线城市相比，下线城市人口基数大、新生儿数量更多，因此下线城市有更大的婴幼儿奶粉市场，成为重要的奶粉市场增量来源。2014-2018年，二线及下线城市奶粉销售额占比从70%上升到71.2%，并预计2023年达到72.5%。根据尼尔森数据，2020年相比高线/中高线城市销售增速为负，低线城市及乡镇销售增速达14%，低线城市仍具备一定成长空间。

图14 下线城市奶粉销售额占比增多



资料来源：锐观咨询、HTI

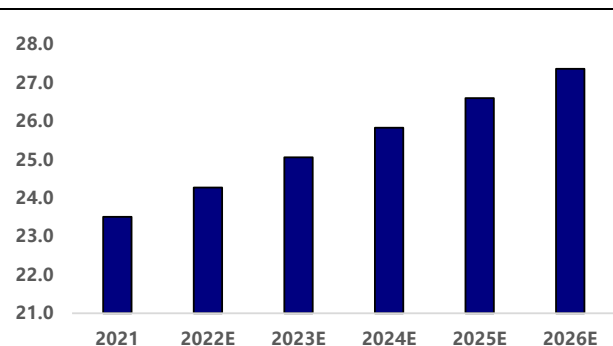
2.2. 品类端：3 段粉和特殊婴配奶粉仍具备增长空间

根据 Euromonitor，我国婴配奶粉主要分为 1/2/3 段及特殊婴配奶粉：1 段为 0-6 个月（婴儿配方）、2 段为 6-12 个月（较大婴儿配方）、3 段为 12-36 个月（幼儿配方）、适用于婴儿定制化需求的特殊婴配奶粉。

1/2 段婴配粉在 2021 年市场规模约 862 亿元，占婴配奶粉市场约 51%，与 2020 年同比减少 4.2%。2008 至 2021 年间，1/2 段婴配奶粉人均销量从约 8 千克/人提升至约 26 千克/人（CAGR+9.5%）。参考 0~12 月的哺喂量和母乳喂养率情况，预计 2026 年 1/2 段奶粉达到约 27.4 千克/人（21-26CAGR+1.1%）。

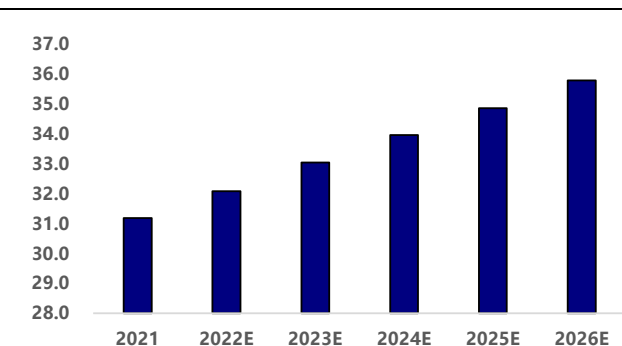
价格方面，国内婴配粉单位售价逐年提高，1/2 段婴配粉吨价从约 17.2 万元/吨提升至约 31.2 万元/吨（CAGR+4.7%），2026 年达到约 35.8 万元/吨（21-26CAGR+6.6%）。总体上，1 段/2 段奶粉市场规模在 2026 年同比+1.2%至约 873 亿元。

图15 1/2 段奶粉消费量变化（千克/人）



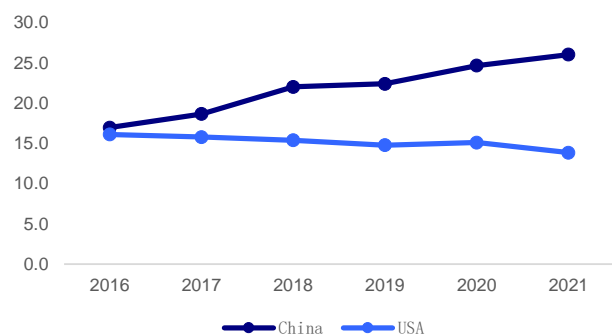
资料来源：Euromonitor、HTI

图16 1/2 段奶粉单位售价变化（万元/吨）



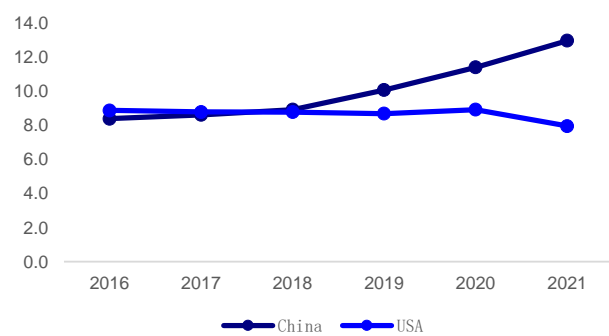
资料来源：Euromonitor、HTI

图17 1/2 段人均婴配粉消费量 (kg/人)



资料来源: Euromonitor、HTI

图18 3 段人均婴配粉消费量 (kg/人)

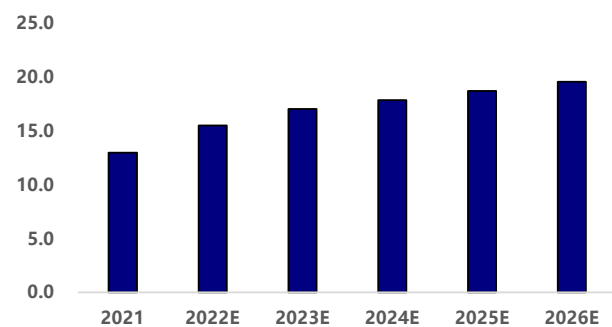


资料来源: Euromonitor、HTI

3 段婴配粉 2021 年市场规模约 749 亿元, 占婴配奶粉市场约 44%; 特殊婴配粉 2021 年市场规模达约为 79 亿元, 占婴配奶粉市场约 5%。2008-2021 年, 3 段婴配奶粉人均销量从 2.9 千克/人提升至 12.5 千克/人 (CAGR+11.9%), 特殊婴配奶粉人均销量从 0.01 千克/人提升至 0.53 千克/人 (CAGR+35.7%)。预计 2026 年 3 段/特殊奶粉达到约 19.6 千克/人 (21-26CAGR+8.6%)。

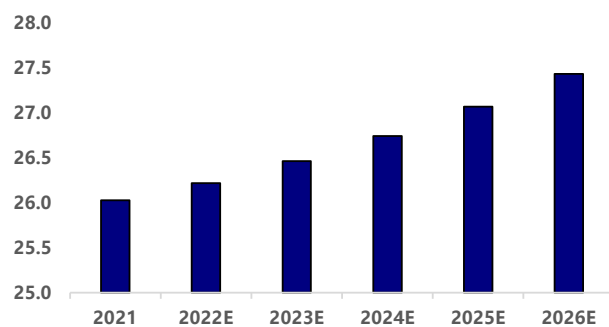
价格方面, 3 段婴配粉吨价从约 17.7 万元/吨提升至约 22.5 万元/吨 (CAGR+1.9%), 特殊婴配粉吨价从约 20.5 万元/吨提升至约 39.9 万元/吨 (CAGR+5.3%)。预计 3 段/特殊婴配奶粉至 2026 年达到约 27.4 万元/吨 (21-26CAGR+3.1%)。总体上, 3 段/特殊婴配奶粉市场规模于 2026 年上升至约 1024 亿元。

图19 3 段/特殊婴配奶粉消费量变化 (千克/人)



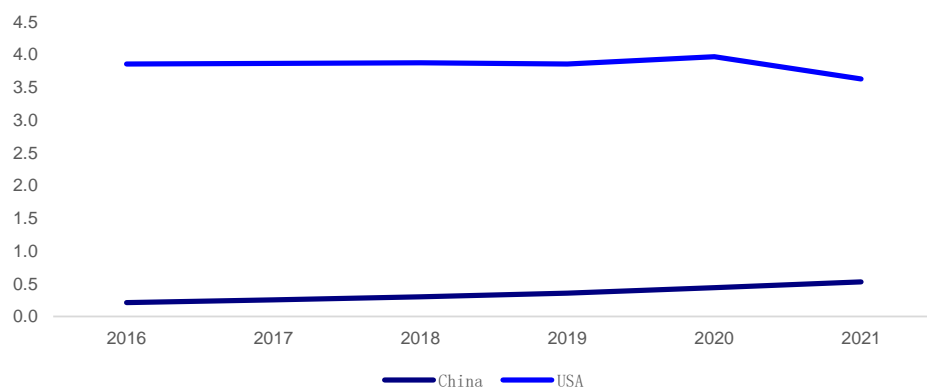
资料来源: Euromonitor、HTI

图20 3 段/特殊婴配奶粉单位售价变化 (万元/吨)



资料来源: Euromonitor、HTI

图21 特配粉人均消费 (kg/人)



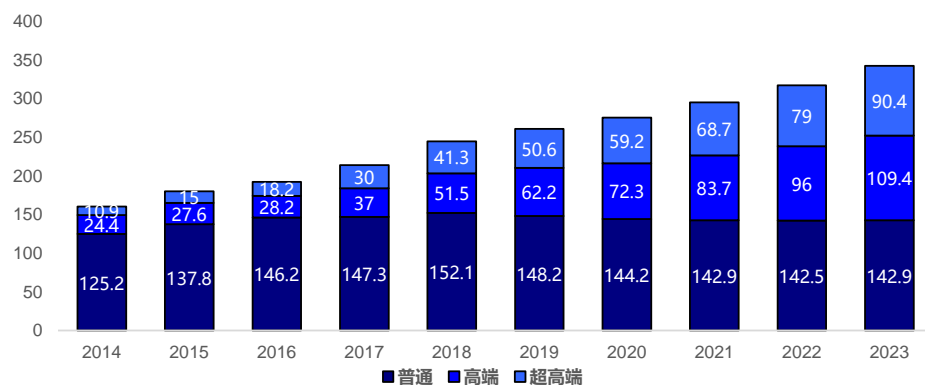
资料来源 Euromonitor、HTI

2.3. 产品端呈现 4 大趋势

高端化及高性价比化共存

根据弗若斯特沙利文报告，受益于中国城市化进展、居民可支配收入增加以及消费者受教育程度越来越高，在购买奶粉时产品的高品质与科学配方成为消费者的主要考虑因素。因此，高端和超高端奶粉成为中国婴配奶粉市场规模稳步上升的主要动力。预计到 2023 年，高端部分将占中国婴配奶粉市场约 53% 的份额。

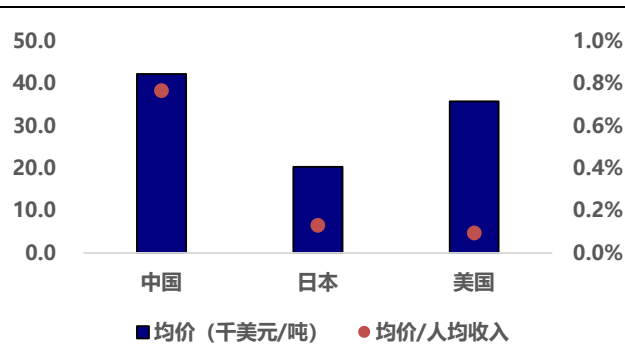
图22 2014-2023 年高端奶粉销售额占比



资料来源：弗若斯特沙利文、HTI

尽管国内奶粉均价及其占人均可支配收入比值较高，但是考虑到文化差异，中国家庭对高端奶粉的接受程度更高，愿意为奶粉付出较高溢价。同时，国内二次注册制进一步提高婴配粉行业门槛，加速企业高端化升级进程。近年来我国人口出生率下滑现状，未来仍存在由政府推行奶粉补贴政策等方式来降低养育成本的可能，例如美国、日本等均推出奶粉补贴政策来缓解低收入群体养育压力，从某种程度上促进高性价比产品增长。因此，短期看奶粉价格仍有提升可能，长期看高性价比和高端化趋势将长期并存。

图23 2021年部分国家或地区奶粉销售均价和占人均可支配收入比重



资料来源: Euromonitor、HTI

图24 奶粉补贴政策

| 国家 | 各国奶粉主要补贴方式 |
|----|--|
| 日本 | 产妇可获 2 万元补贴 医生开免费处方奶粉 |
| 美国 | 有 WIC 计划 (针对低收入孕妇、实行母乳喂养的妇女和 5 岁以下婴幼儿的援助计划), 向定向人群提供指定的低价奶粉。 |

资料来源: Google、HTI

全生命周期化

当前,奶粉行业竞争日趋白热化,品牌不断向头部集中,全品类布局打开市场增量,对于企业来说是一个新机会。越来越多的奶粉品牌选择对用户的全生命周期进行营养管理,开始组建一流研发团队深化对生命早期、儿童及青少年、成人全生命周期、全人群覆盖的营养研究,不仅满足婴幼儿市场多元化需求,更发力探索全生命周期营养产品。

图25 奶粉品类延伸



资料来源: iResearch、HTI

飞鹤作为奶粉行业头部企业,利用自身规模优势及品牌优势,不断在推进全人群、全生命周期的营养研究来扩充产品线,从而加固市占率壁垒、创造增量。2021年,飞鹤面向不同需求的消费者,先后推出了有机奶粉、成人粉等系列新品,通过不断完善产品阵营,其有望在儿童粉、成人粉领域打开新的市场空间。以飞鹤新推出的爱本成人系列奶粉为例,针对成年人群提升免疫力、保护心血管健康、强健骨骼、平稳血糖的四大核心诉求,推出了乳铁蛋白配方奶粉、葆欣配方奶粉、膳骨配方奶粉、清澄配方奶粉 4 款产品,具有 0 添加蔗糖、低 GI 不易升糖等特点,为成年人的健康保驾护航。

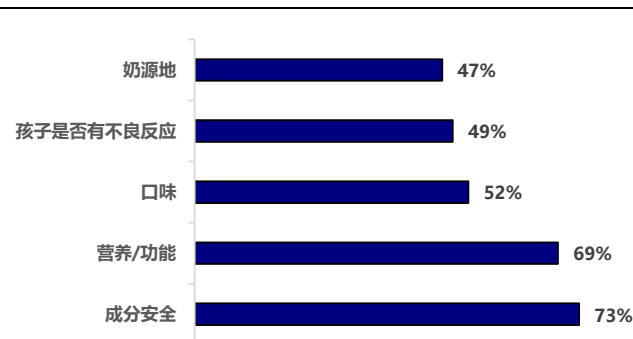
图26 飞鹤生命周期化产品线



功能细分化

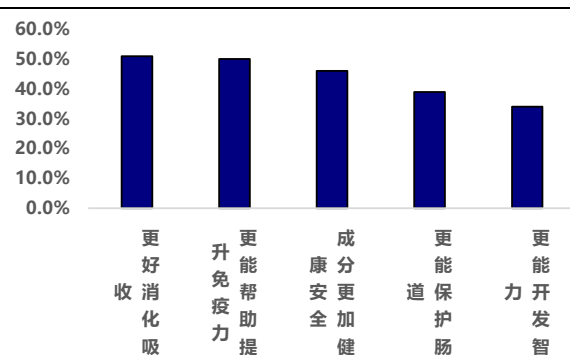
随着精细喂养时代的到来，消费者逐步重视奶粉的营养与功能的丰富度和细分化。为了满足消费者对奶粉功能细分化、精准化、定制化的需求，各奶粉品牌加大研发力度，不断研制出有针对性配方的婴幼儿奶粉。除了满足婴幼儿成长的正常需求外，奶粉品牌们逐步推出满足个性化需求的奶粉配方，精准打击消费者痛点，带领奶粉品质走向高端化升级。例如，增加活性BL益生菌和膳食纤维组合促进吸收；增加益生元多聚果糖改善肠道；增加乳铁蛋白（LF）增强抵抗力；提高DHA&ARA含量促进脑部发育等。

图27 购买奶粉时产品关注因素



资料来源：iResearch、HTI

图28 消费者对配方奶营养/功能诉求



资料来源：iResearch、HTI

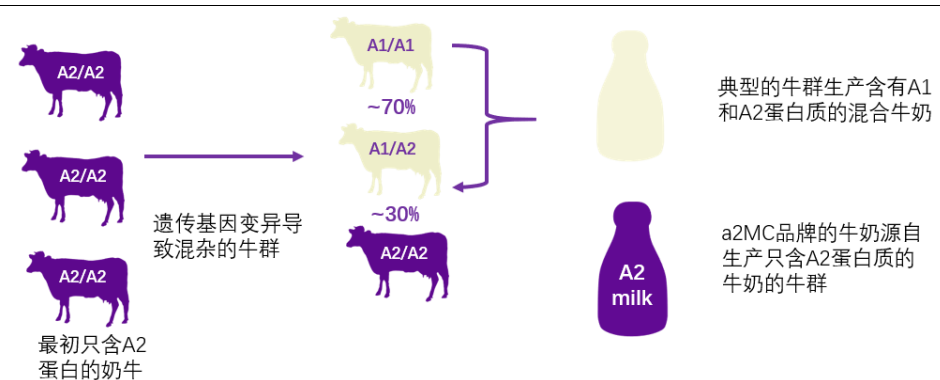
图29 各品牌奶粉配方及功效

| 奶粉品牌 | 营养功效 | 奶粉配方 |
|------|---|-------------------------------------|
| 雀巢 | 促进食物中营养物质的消化吸收；促进蛋白质和能量的充分利用；健康的肠道环境 | 活性BL益生菌和膳食纤维组合；维生素B族；高品质DHA和ARA |
| 多美滋 | 建立健康的肠道环境 | 益生元多聚果糖，与母乳中的低聚糖相似 |
| 伊利 | 促进婴儿脑部发育的重要成分；提升免疫力、消化力；帮助脑部及视力更好发育，提高记忆力 | DHA和ARA；活性双歧益生菌；增添适量胆碱 |
| 圣元 | 大脑发育激增期，提供充足营养支持 | 藻油DHA&ARA；胆碱、亚油酸、 α -亚麻酸、牛磺酸 |

资料来源：公司官网、HTI

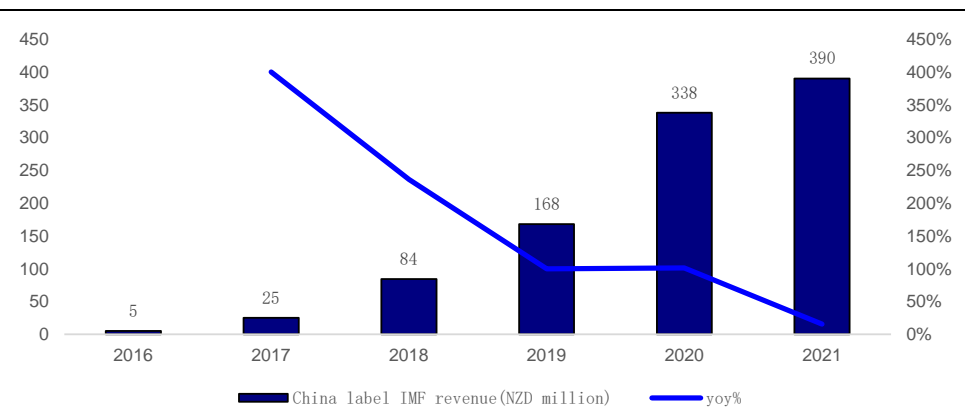
A2MC 奶粉凭借专注具有消化优势的 A2 蛋白细分品类，跑赢功效性配方奶粉赛道。区别于普通的奶粉，A2 奶粉的品类特性更具优越性且奶源要求更高，含有的 A2 β -酪蛋白相较于普通牛奶粉所含有的 A1 β -酪蛋白，其分子结构更贴近天然乳汁的蛋白结构，致敏率更低且在亲和度、吸收度方面对于婴幼儿更加友好。如今，消费者已经将 a2MC 品牌奶粉与改善消化系统舒适性和减少肠胃敏感性联系在一起，A2 奶粉也逐步成为品质消费的代名词，受到了越来越多年轻父母的追捧。A2 奶粉的功效差异化优势为市场的增长提供了更多可能，目前 a2MC 中国区销售额不断增长，至 2021 年实现 3.899 亿新西兰元，同比提升 15.4%。

图30 A2 奶粉



资料来源：公司官网、HTI

图31 A2 奶粉中国营收及增速



资料来源：HTI

奶源品类多样化

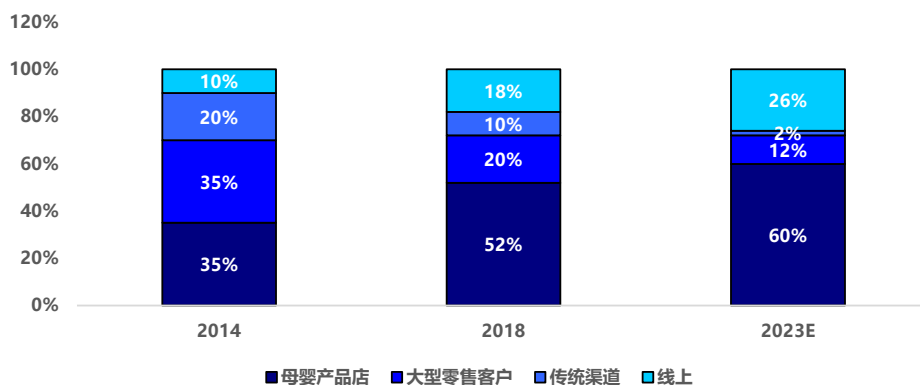
近年来，随着奶粉行业的转变升级，“一牛独大”的局面已经被打破，奶粉市场逐步出现新兴的骆驼奶粉、羊奶粉等产品。骆驼奶是一种新型健康奶种类，具有诸多的保健和药用功效，近几年开始逐渐被我国居民重视，其需求也呈现持续增长态势，于 2014-2019 年从 1.40 万吨增长至 1.66 万吨。由于骆驼奶收集难度大、养殖范围及规范性要求高，我国骆驼奶未形成大规模生产，但随着国家政策支持与消费者认知的提

升，未来有较大发展前景。同时在国内乳粉行业竞争日趋激烈的境况下，越来越多的知名乳企也开始涉足羊奶粉业务。羊奶粉也凭借着它比牛奶粉更易被人体所吸收，也不易导致过敏现象的优势，逐步获得消费者的认可。目前羊奶的市场销售规模已经突破了 100 亿元，行业的年均复合增长率在 25% 以上，增速迅猛。

2.4. 母婴渠道及线上渠道重要性进一步提升

根据弗若斯特沙利文报告，于 2018 年母婴渠道奶粉销售额占总市场超过一半。从 2014-2018 年，按销售价值计算，线上渠道的复合增长率为 28.8%，并预计 2023 年线上渠道占比将达到 26%。2014 年以来，受到母婴店及线上渠道的挑战，大型零售客户及传统渠道从 55% 下降至 2018 年的 30%，预计 2023 年仅剩 14%。

图32 各渠道奶粉销售额占比变化



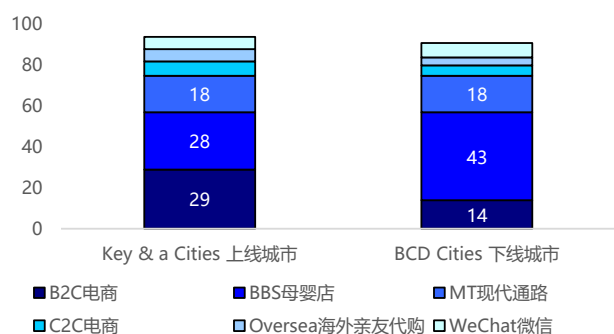
资料来源：弗若斯特沙利文、HTI

母婴店打开下沉市场

目前奶粉行业整体增速放缓，母婴店作为线下主要的销售渠道，SKU 逾万种满足了母婴家庭不同阶段的多元化需求。各大奶粉企业纷纷开始尝试与母婴店合作，以抢占份额更大的线下市场渠道。国产品牌因为具有长期深耕国内市场的经验，更擅长线下推广和组织消费者活动。与母婴店的活动不仅会给母婴店增加客流，还能通过与消费者的互动增加品牌的曝光度。

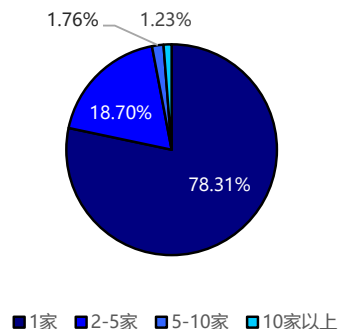
根据艾媒咨询数据，2018 年全国母婴店接近 12 万家，其中三四线的母婴店占比到 60% 以上。同时，下线城市中母婴店单店的数量远超连锁店，在 2020 年 78.31% 的低线及乡镇门店以单店经营为主。因此，在渠道下沉时，强大的分销网络和经销商合作关系将使企业更具优势，长期的市场深耕使得国产品牌拥有稳定的渠道供货能力和渠道资源优势。

图33 2020年上半年母婴整体渠道销售占比



资料来源：凯度消费者指数、HTI

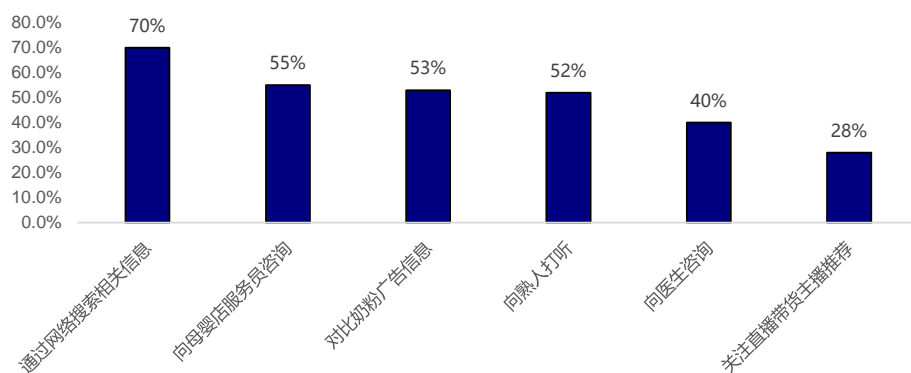
图34 B/C/D类城市母婴店规模



资料来源：2020下沉市场母婴门店生存状况白皮书、HTI

艾瑞咨询调查结果显示，2021年下沉市场母婴消费人群获取奶粉信息的主要渠道中，向母婴店服务员咨询排名第二，占比达到55%，反映了下沉市场存在着对母婴店提供的专业咨询服务存在着较大需求。

图35 2021年下沉市场母婴人群奶粉信息获取途径

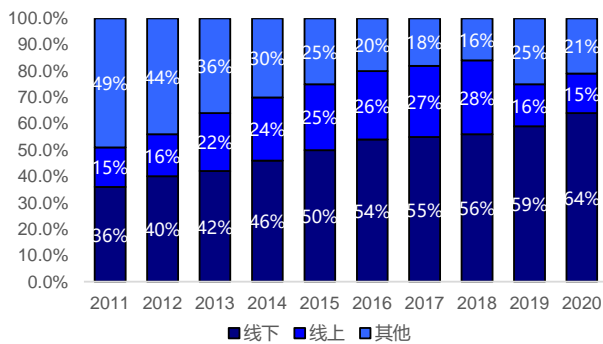


资料来源：艾瑞咨询、HTI

线上渠道占比提升

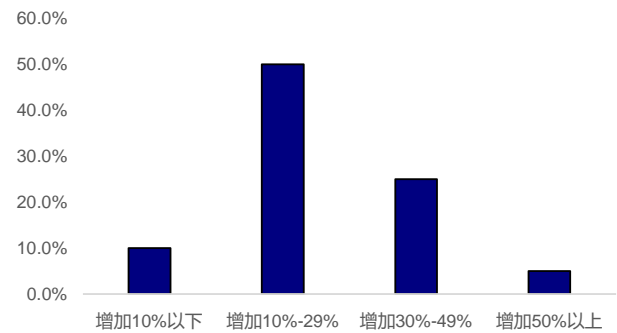
艾瑞咨询调研数据显示，几乎所有消费者均有在线上购买母婴产品的经历，尽管同时线上线下重叠的用户占比高达91%，其中仍有73%的消费者以线上平台为主要消费渠道。凯度消费者指数数据显示，2020年上半年受疫情影响，母婴整体各渠道销售金额的增速均有不同程度的减缓。具体来看，尽管与上一年相比有所下跌，线上渠道和母婴店仍保持正向的增速。由于线上渠道具有选择面更广、可获取的信息量更大的优势，在疫情期间线下渠道受阻的情况下，出现了明显的线下向线上迁移的现象。与此同时各厂家也加大了在线上的宣传投放，短视频及直播搭配KOL成为行业营销的标准模式。

图36 2011-2020 中国消费者购买奶粉的渠道分布



资料来源：美柚，Euromonitor，艾媒报告，HTI

图37 2020 年母婴广告主在短视频/直播广告投放增加比例



资料来源：母婴研究院，巨量引擎，CBNData，HTI

3. 市场竞争格局

2.1 奶粉行业竞争更迭

高速发展期（1984年-2007年）：90年代黑龙江省乳品工业研究所研发出“婴儿配方奶粉”，自此众多国产品牌在此基础上将其产品推出市场，乳制品行业成为发展的主要行业和重点方向，为中国婴幼儿配方奶粉的生产创造了一个契机。同时，婴幼儿奶粉行业快速扩张，三鹿奶粉成为国产奶粉领头羊，三鹿在巅峰期市占率一度达到18%。

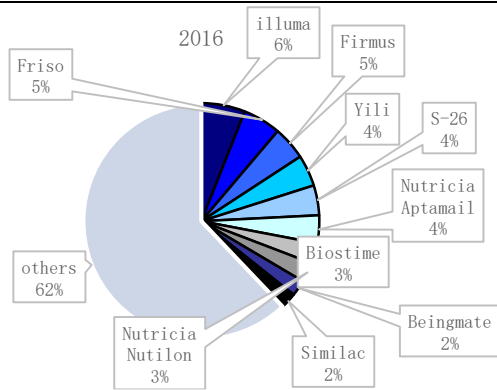
受挫期（2008年-2013年）：由于奶牛稀缺，市场上出现了大量掺杂三聚氰胺、脂肪粉、乳清粉、抗生素、双氧水成分蒙混过关的奶粉。随着2008年三聚氰胺事件曝光，消费者对于国产奶粉的信心急剧下降，国产奶粉销量迅速下滑，进口奶粉成为主流选择，在此期间政府开始积极推出政策促进国产奶粉发展。

复苏期（2014年-至今）：2016年6月，被称为“史上最严奶粉新政”的《婴幼儿配方乳粉产品配方注册管理办法》发布，我国对奶粉配方的管理由备案制改为注册制，大力实施国产婴幼儿配方乳粉“品质提升、产业升级、品牌培育”行动计划。同时进口品牌食品安全问题发生。国产奶粉正式进入复苏通道，消费者对国内奶粉品牌的购买意愿提高。

2.2 行业集中度提升

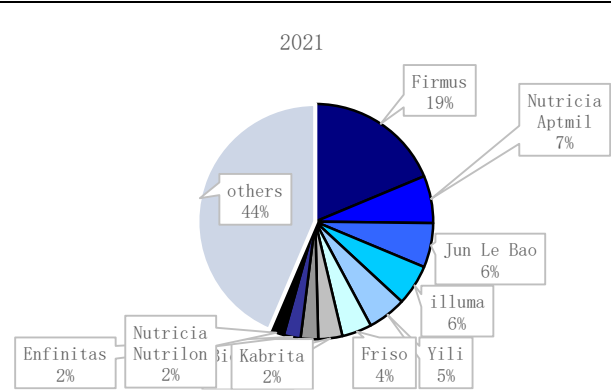
2016年6月，《婴幼儿配方乳粉配方注册管理办法》出台，规定对本土和进口的婴幼儿配方奶粉实行注册管理，要求所有婴儿配方奶粉试行注册登记，并设定了严格的注册要求规范生产。欧睿数据显示，2016年奶粉市场排名前十品牌市占率为38%。注册制实施后直到2021年，我国奶粉市场排名前十品牌占比提升至56%。注册制的实施，减轻了奶粉行业产品同质化严重的问题，加速了中小品牌的退出和整合。一些规模较小且产品较多的小品牌在缩短业务线后，由于市场竞争压力被淘汰。这意味着小品牌虽然存在一定生存空间但也有限，市场份额将逐步向龙头集中，未来婴配粉行业竞争将更加激烈，行业集中度不断提升。

图38 2016年我国奶粉行业竞争格局



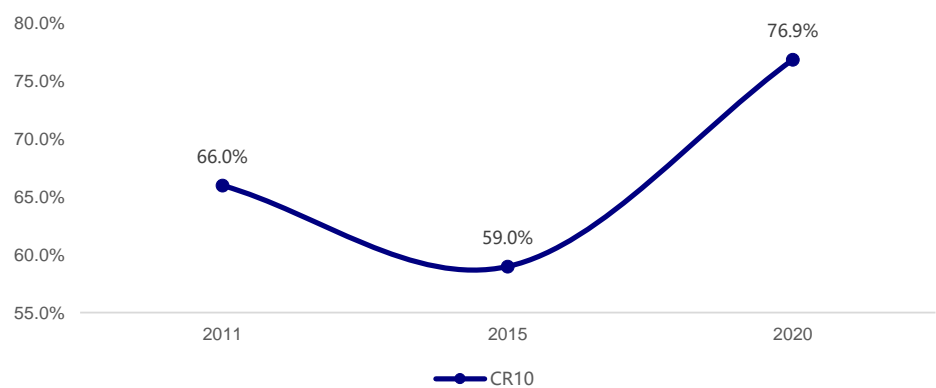
资料来源: Euromonitor、HTI

图39 2021年我国奶粉行业竞争格局



资料来源: Euromonitor、HTI

图40 CR10 变化

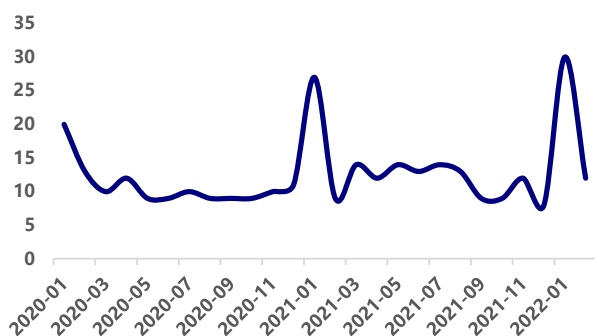


资料来源: 艾瑞咨询、HTI

2.3 国产品牌占比提升

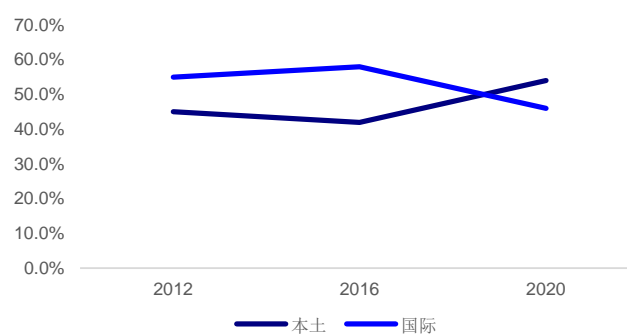
数据显示, 2021年中国共进口奶粉154.0万吨, 同比增长16.9%; 进口额89.2亿美元, 同比增长6.8%。其中婴幼儿奶粉进口量为26.2万吨, 同比减少22.1%, 进口额43.3亿美元, 占比48.5%, 同比下降14.6%。短期看, 进口奶粉因疫情影响物流受阻, 外加进口奶粉安全问题余波未消, 国产奶粉有望在此期间加大营销布局提升市占率。长期看, 随着二次注册制及新国标等政策的推出, 行业门槛及集中度均将提升, 中小厂商由于不堪竞争及政策压力将纷纷退出, 国产大品牌将不断优化产品提升品牌形象及市占率。

图41 中国婴幼儿奶粉进口数量（万吨）



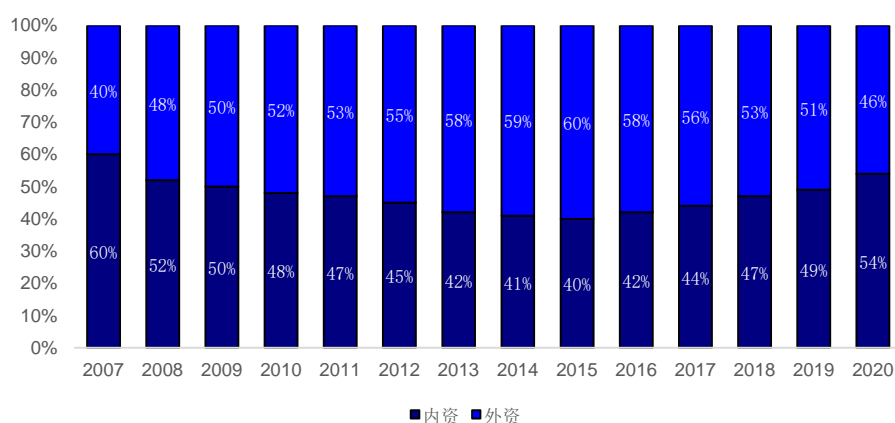
资料来源：Wind、HTI

图42 国产奶粉市占率



资料来源：弗若斯特沙利文、HTI

图43 国产品牌市占率提升

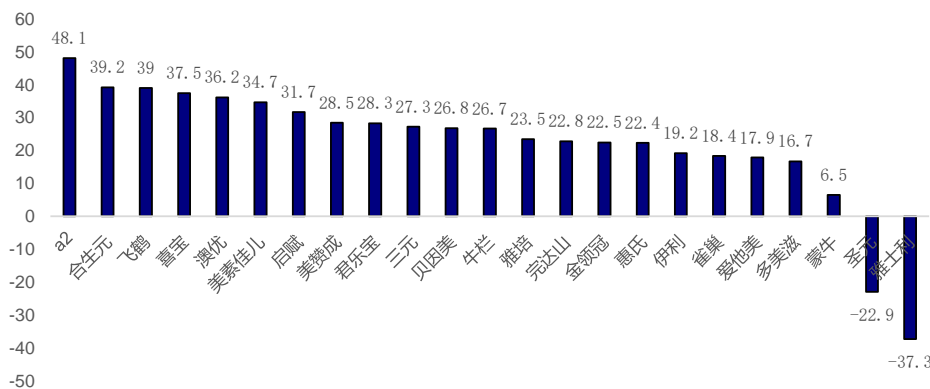


资料来源：Euromonitor、HTI

新国标叠加二次配方注册，增强国产品牌信心

2019 至 2021，国内先后推出《国产乳粉提升方案》和新国标，对奶粉原料和成分做出了更明确严格的规定。同时叠加二次配方注册，完善了国内婴幼儿配方乳粉生产企业体系的检查制度。在 ChnBrand 发布的 2021 年 C-NPS 婴幼儿奶粉推荐度排行榜中，合生元、飞鹤、澳优占据前五名席位中的三席。在高于行业均值（25.5）的 12 个品牌/系列中，有一半是国产品牌，与外资品牌推荐度相当。从理论上来说，此排名跟当年品牌产品的增速应该存在一定相关性，即排名较前的品牌增速会更高。由此看出，国产品牌在奶粉市场上具有较大竞争力，品牌增速发展较快。

图44 2021年 C-NPS 婴幼儿奶粉推荐度排行榜

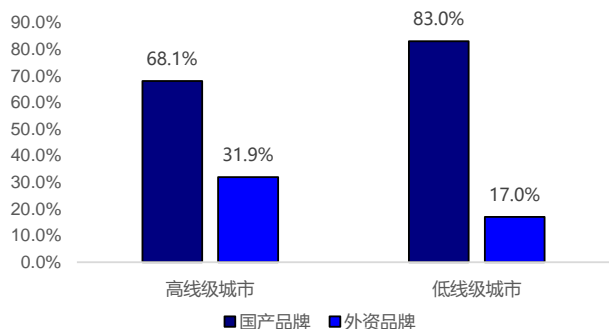


资料来源：新乳业、Chnbrand、HTI

国产品牌在下线城市更受欢迎

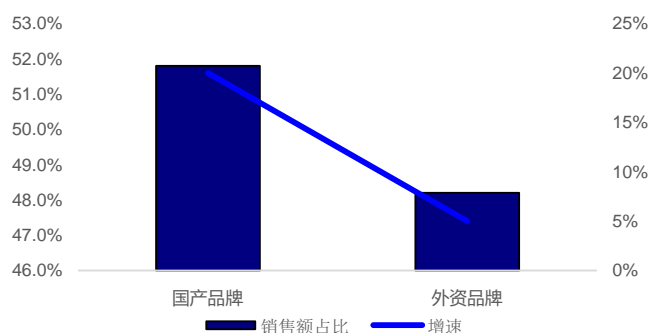
三四线城市的消费者对国产品牌的信心更强，其对国产奶粉的购买意愿显著高于一二线城市消费者，因此国产奶粉在下线城市更具优势。根据尼尔森的数据，2018年国产奶粉在下线市场的销售额占比为51.6%，增速达到20.2%，远高于外资奶粉6.6%的增速，未来发展具有很大潜力。国产品牌凭借其性价比优势叠加下沉市场经销商客源广、推销能力强使得其在下线城市备受欢迎。

图45 不同县级城市母婴群体选择奶粉倾向



资料来源：TalkingData、HTI

图46 国品牌在低线城市的销售占比及增速水平优于国际品牌 (2018)



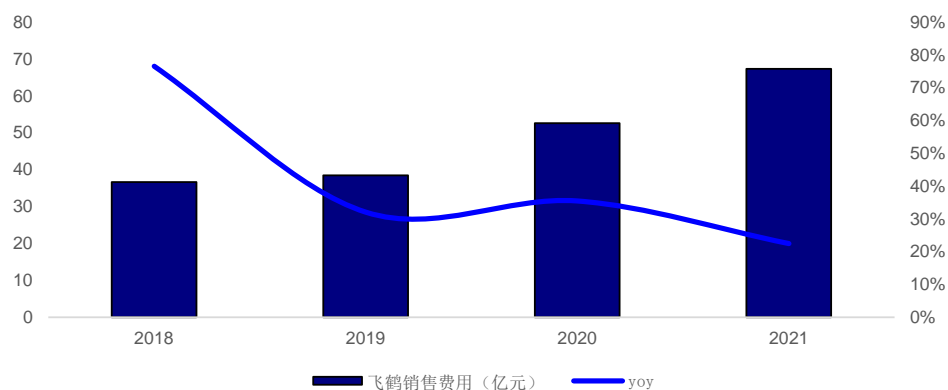
资料来源：弗若斯特沙利文、HTI

4. 未来奶粉企业的核心竞争

强大的品牌力

各家企业持续聚焦品牌力的建设，精准面向母婴人群传播，提升品牌声量。策略上，各品牌通过网络投放、泛媒体投放、综艺节目贴片，实现品牌曝光及吸粉引流；通过社交媒体及红人双效联合运用，进行全域营销。“更适合中国宝宝体质”的飞鹤、“中国专利配方，母爱传承”的伊利金领冠，还是“向优向上，无惧挑战”的澳优，都在持续向品牌力注入文化内涵。强大的品牌力一方面可以助力奶粉企业的业务增长，同时在消费者忠诚度等非业务领域提供强大基础。

图47 飞鹤销售费用及增长



资料来源：公司财报、HTI

多元化产品矩阵

构建多元化产品矩阵是奶粉企业跑赢行业的核心要素之一。对于奶粉企业而言，一方面要紧抓奶粉产品趋势，抢先布局新兴与细分品类，拓宽产品线；同时，优化产品组合与生命周期管理。在拓宽产品线方面，把握羊奶粉、有机奶粉、营养品等结构性成长机遇，加快落地超高端产品，开拓细分市场、构建多元化产品矩阵；同时完善特医类产品布局，关注婴幼儿、成人特医群体的需要，加快特殊医学用途配方食品的研究与产业化。在产品组合与生命周期管理方面，明确各产品线的定位差异化与协同，对产品线的上市、迭代升级与退出进行成体系的精细化管理。

成熟的 CRM 体系

数字经济模式的到来，促使各奶粉企业建立数据中台、升级新零售 CRM 系统，保障各业务系统稳定、高效运行。目前，奶粉企业基本完成了 CRM 的主体建设，整合了小程序、SCRM、微信公众号等平台的会员数据。未来，奶粉企业需要不断实现 CRM 体系的成熟化，与各数据平台进行战略合作、共建数据中台，通过深度整理挖掘消费者的数据，对会员和消费人群进行精准画像从而赢得新的客户群体、抢占市场份额。同时，各企业需要将平台优势与线上线下渠道相结合，加强与现有消费者的联系，为他们提供更立体、更专业、更有温度的品牌体验。

图48 惠氏妈妈俱乐部



资料来源：微信小程序、HTI

图49 Aptaclub 喂养自由



资料来源：微信小程序、HTI

健康的成长目标以及稳定的价盘

由于品牌制定的不合理业绩目标叠加市场消费疲软，使得经销商库存压力过高，导致近年来奶粉市场常常出现窜货、乱价等现象。奶粉价盘不稳不仅会使渠道商失去信心，还会颠覆消费者对产品价值的认知，从而击垮企业的营销体系，给区域市场造成毁灭性的打击。对此现象，奶粉企业首先需要制定健康的成长目标，从根本上解决问题源头并处理好与经销商的关系，并重视市场的梳理与管控，实现价盘的稳定。飞鹤 2022 年实行“新鲜战略”，大幅降低渠道库存以保证产品新鲜，另外还逐步推出附带内码的产品，将对防止产品窜货及提高消费者粘性实现根本性的改善。

全产业链协同布局

奶粉企业已经进入奶源、产品、渠道的全产业链竞争时期，全产业链协同布局将引领奶粉行业进入新一轮的快速成长期。如龙头奶粉品牌飞鹤，近年来深化从农业、牧业、原料乳到功能原料、加工工艺的全方位把握，且于 20 年收购原生态牧业，将业务深入产业链上游，补足短板。打通上下游合作伙伴的数据壁垒，将人、货、场更紧密的联系在一起，最终实现消费者服务价值链的强化。因此，未来奶粉企业仍需重视“物料源头到销售终端”的全产业链控制体系，最终提高源头可溯能力、规范生产风险控制力以及加强销售流通环节管理力。

5. 投资建议

奶粉行业进入挤压式增长阶段，行业竞争加剧仍会持续一段时间。但是我们认为行业仍存在结构性的发展机遇，二次注册制及新国标等政策的推出进一步增强国产奶粉龙头企业的竞争优势，国产奶粉市占率将继续提升，并且引领部分细分品类快速增长。

目前，中国飞鹤、澳优等婴配粉企业估值处于较低位置，已较为充分反映市场悲观预期，未来行业量价趋势以及龙头企业长期盈利能力仍有保障，建议关注中国飞鹤、澳优、伊利股份等。

6. 风险提示

新生儿人口持续下降、食品安全问题、竞争格局超预期恶化。

APPENDIX 1

Summary

We believe that there are still structural development opportunities in the IMF industry. The market share of domestic IMF will continue to increase and lead the rapid growth of some sub-categories. The PE valuation of China Feihe, Australia and other IMF enterprises is in a low position. The future industry volume and price trend and the long-term profitability of leading enterprises are still guaranteed. We recommended China Feihe, Australia and Yili.

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，Luetian Liu，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。I, Luetian 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.

我，闻宏伟，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。I, Hongwei Wen, 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.

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).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

评级分布 Rating Distribution

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.

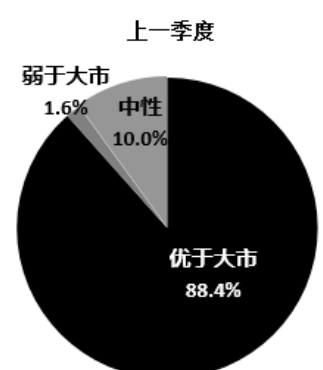
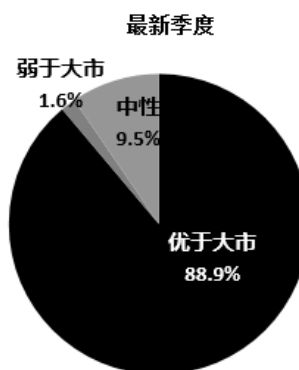
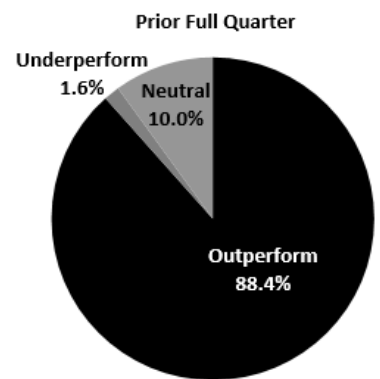
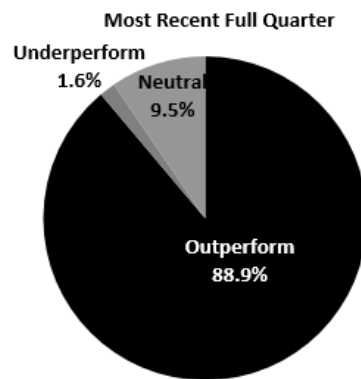
Analyst Stock Ratings

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 2022 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 88.9% | 9.5% | 1.6% |
| 投资银行客户* | 6.8% | 5.8% | 0.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2022

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 88.9% | 9.5% | 1.6% |
| IB clients* | 6.8% | 5.8% | 0.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为进行了股票评级、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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

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

除对本文内容承担责任的分析师外, 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 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, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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. 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”).

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>
