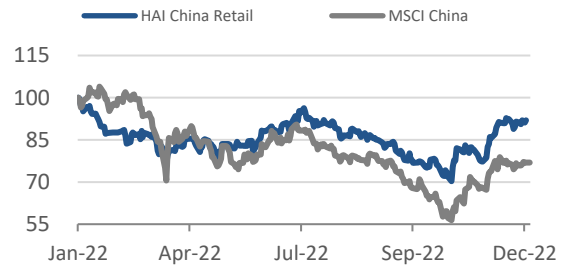
中国零售 China Retail

过去三年的线下场景，哪些公司在快速开店？
Which companies are rapidly opening offline stores in the past three years?

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
中国中免	Outperform	九美股份	Outperform
贝泰妮	Outperform	华熙生物	Outperform
珀莱雅	Outperform	奈雪的茶	Outperform
永辉超市	Outperform	中青旅	Outperform
稳健医疗	Outperform	重庆百货	Outperform
王府井	Outperform	富森美	Outperform
小商品城	Outperform	安克创新	Outperform
迪阿股份	Outperform	天虹股份	Outperform
泡泡玛特	Outperform	家家悦	Outperform
中国黄金	Outperform	步步高	Outperform
老凤祥	Outperform	红旗连锁	Outperform
力量钻石	Outperform	雍禾医疗	Outperform
海伦司	Outperform	爱婴室	Outperform
周大生	Outperform		
良品铺子	Outperform		
孩子王	Outperform		



资料来源： Factset, HTI

Related Reports

2023 年的线下零售，我们在期待什么？（What are we expecting from offline retail in 2023?）(23 Dec 2022)

Presentation: 凛冬已过，渐行渐明 Winter is Over, It's Getting Brighter and Brighter (12 Dec 2022)

Presentation: 东方甄选自营新品表现渐佳，怂火锅广州店全部恢复营业 (Oriental Selection's Self-operated New Products are Performing Well, and All of Hot-pot's Factory Stores in Guangzhou are Back in Business) (6 Dec 2022)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

我们之前讨论线下场景的复苏，主要是从客流恢复的角度去看同店弹性，其中服务优于商品，可选优于必选，直营优于加盟。但同时，外延也是公司成长的重要驱动，由此我们在这篇专题中梳理了零售和社服两个子板块主要公司过去三年的开关店情况，以挖掘外延势能较强的成长性个股。

疫情期间线下场景受限，部分公司选择收缩运营、调整单店以维持现金流，但也有部分公司仍在逆势快速展店。从外延角度，我们认为，受益于行业出清或来自自身外延扩张，从而提升市占率的头部企业有望夯实品牌势能，在复苏期间迎来更大的业绩弹性。通过对线下场景龙头公司展店的复盘，我们发现：**餐饮的饮品和快餐赛道**，以及**黄金珠宝**和**酒店龙头**均仍保持了较快的展店速度，而母婴与超市龙头有并购整合机会。

餐饮：茶饮、酒馆龙头仍在快速展店，中式正餐增速疫情期间有所放缓，中式快餐维持约双位数增长，西式快餐龙头在外卖业务驱动下实现逆势稳增。关注标的：①UE 韧性强：九毛九、百胜中国，②高修复弹性：海伦司、奈雪的茶、海底捞，③关注包厢消费受益标的：同庆楼。

黄金珠宝：重点品牌中，周大福以 2021 年净开店数 1207 家处于行业领先，品牌力进一步强化；迪阿股份 2021 年净增 108 家门店，较前两年翻倍，预计 2022 年提速至 200+家，且直营店模式有望撬动更高经营杠杆，从而带来更优利润弹性。推荐迪阿股份，关注周大福、周大生、老凤祥。

酒店：龙头 2020-21 年维持 2019 年以来开店节奏，2022 年放缓，预计 2023 年提速。其中，锦江酒店推进组织整合和快速开店；首旅酒店发力轻管理渗透下沉，中长期加速规模发展为头等战略；华住自 3Q21 起战略转向精益增长，注重加盟商盈利，维持快速开店。推荐华住集团、锦江酒店，关注首旅酒店、君亭酒店。

母婴：龙头企业虽然过去三年开店趋缓，但一方面通过并购提升市场份额，爱婴室 2021 年收购华中区域龙头品牌贝贝熊，另一方面积极布局 O2O 拓宽消费场景。关注标的：爱婴室、孩子王。

潮流零售：名创优品 Q1FY23 国内净开名创门店 43 家，Q2（10-12 月）、Q3（1-3 月）分别是传统开店旺季和淡季；Q1FY23 海外净开名创门店 54 家，保持高速增长。关注标的：名创优品、泡泡玛特。

超市：龙头企业近年展店均有放缓，加大门店改造与调优，由扩规模转向保利润；我们预计随着客流恢复带动同店与毛利率回升，有望缩短培育期，提升净利率，在 1.5%-2%净利率中枢稳定后，龙头企业仍有重回成长通道的空间、能力与机遇。推荐家家悦，关注永辉超市、红旗连锁。

投资建议：疫情扩散压制出行意愿，预计短期消费仍承压，重视 2023 年业绩弹性，来自客流恢复的复苏与外延驱动的成长两方面。结合基本面与估值，推荐线下场景的细分赛道龙头：推荐**锦江酒店**、**华住集团**、**中国中免**、**九毛九**、**海伦司**、**华熙生物**、**家家悦**、**重庆百货**、**迪阿股份**，关注首旅酒店、百胜中国、海底捞、奈雪的茶、小商品城、爱美客、永辉超市、中国黄金、珀莱雅、名创优品、泡泡玛特。

风险提示：经济回暖与居民消费力恢复不及预期；竞争加剧，新业态分流；企业转型进展及效果的不确定；品牌营销模式无法顺应市场变化。

汪立亭 Liting Wang
liting.wang@htisec.com

李宏科 Hongke Li
hongke.li@htisec.com

高瑜 Yu Gao
y.gao@htisec.com

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

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)

图1 零售社服部分上市/拟上市公司门店数量及增速（家，2015-2022E）

行业	公司	代码	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2016-19 CAGR	2019-22E CAGR
餐饮	奈雪的茶	2150.HK			44	155	327	491	817	904	1167		52.8%
餐饮	海伦司	9869.HK			101	162	252	351	782	846	832		48.9%
珠宝	迪阿股份	301177.SZ				250	302	353	461	552	696		32.1%
餐饮	达势股份	1405.HK					268	363	468	508	588		29.9%
餐饮	捞王控股	H01682.HK				77	94	128	148		192		26.9%
餐饮	绿茶集团	H01525.HK				107	163	180	236		311		24.0%
餐饮	海底捞	6862.HK	146	176	273	466	768	1298	1443	1435	1443	63.3%	23.4%
珠宝	周大福	1929.HK	2319	2381	2585	3243	3965	4720	6057	6948	7257	18.5%	22.3%
餐饮	九毛九	9922.HK		141	175	241	336	381	470	475	560	33.5%	18.6%
餐饮	老娘舅	A22532.SH				268	295	341	388		488		18.3%
母婴	爱婴室	603214.SH	159	179	189	223	297	290	526	488	490	18.4%	18.2%
餐饮	老乡鸡	A22090.SH					769	890	1073	1099	1171		15.0%
酒店	华住集团-S	1179.HK	2763	3269	3746	4230	5618	6669	7706	8051	8423	19.8%	14.5%
餐饮	乡村基	H01739.HK					847	969	1149		1259		14.1%
母婴	孩子王	301078.SZ		174	213	258	352	434	495	500	515	26.4%	13.5%
酒店	首旅酒店	600258.SH	154	3402	3712	4049	4450	4895	5916	5942	6306	9.4%	12.3%
百货	王府井	600859.SH	31	38	54	51	54	55	74	75	76	12.4%	12.1%
餐饮	百胜中国	9987.HK	7176	7562	7983	8484	9200	10506	11788	12170	12875	6.7%	11.9%
珠宝	老凤祥	600612.SH	2957	2988	3174	3521	3893	4450	4945	5055	5395	9.2%	11.5%
珠宝	中国黄金	600916.SH			1865	2182	2931	3160	3721	3749	3948		10.4%
潮流零售	名创优品	9896.HK				3725	4222	4749	5199	5296	5671		10.3%
酒店	锦江酒店	600754.SH	2223	5868	6694	7443	8514	9406	10613	10975	11413	13.2%	10.3%
珠宝	潮宏基	002345.SZ	708	755	818	907	971	995	1076	1098	1226	8.7%	8.1%
超市	家家悦	603708.SH	610	631	675	732	783	897	971	960	981	7.5%	7.8%
超市	红旗连锁	002697.SZ	2274	2704	2730	2817	3070	3336	3602	3557	3672	4.3%	6.2%
超市	永辉超市	601933.SH	383	456	579	708	911	1017	1057	1060	1070	25.9%	5.5%
餐饮	同庆楼	605108.SH	54	55	51	51	56	58	59	62	65	0.6%	5.1%
珠宝	周大生	002867.SZ	2276	2456	2724	3375	4011	4189	4502	4525	4652	17.7%	5.1%

注：①红色字体为 19-22E vs 2016-19 CAGR 显著提速的公司，蓝色字体为基本持平的公司；②周大福 2019FY-2022FY 门店数量进行追溯调整，2021 年对应 2022FY 数据，向前依次调整。③奈雪的茶、周大福、名创优品、同庆楼、孩子王 22E 为根据历史年度增速线性外推（后文均与此一致），拟上市公司据最新招股书测算。
资料来源：各公司招股书、历年财报，HTI 测算

1. 茶饮、酒馆龙头快速展店，正餐、快餐分化

2020 年至今，疫情持续影响下餐饮业整体增长趋势放缓，但餐企展店趋势在不同品类、不同阶段间仍呈现一定分化。随疫情政策显著优化，我们认为餐饮供给端将有明显改善，需求端消费者信心在 1-2 季度内有望逐步恢复，前期高速展店、直营模式为主的餐企修复弹性大。

茶饮、酒馆龙头快速展店。奈雪的茶：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 52.8%。1H 公司门店净增 87 家至 904 家；考虑到新增门店一般集中在 2H，以及上市后相对充足的现金储备，我们认为公司能实现招股书中 2022 年展店 350 家的规划；但年末疫情可能影响施工，导致部分门店开业时间延后。

海伦司：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 48.9%。考虑到 2H 疫情持续冲击可能导致公司难以从 1H 疫情影响中恢复，我们认为公司门店增长较 1H 将进一步下滑。我们预计 2022 年公司新开门店 200 家，关闭门店 150 家；即 2H 新开门店 67 家，关闭门店 81 家；对应门店总数相较 2021 年净增 50 家至 832 家。

中式正餐增速疫情期间有所放缓。海底捞：2016-19 年门店数量 CAGR 为 63.3%，2019-22E CAGR 预计为 23.4%。上市初期加速扩张，2018-20 年维持增速约 65-70%，但疫后逆势开店业绩显著承压。4Q21 实施“啄木鸟计划”，通过关停约 300 家业绩较差门店达到止损效果，1H22 门店维持小幅净减，根据海底捞 2022 年中报，公司预计于 2H22 启动“硬骨头”计划，重启部分关停门店。我们预计公司门店数在 2H 出现回升，22 年整体或呈现持平态势；23 年随翻台调整趋好有望实现成长重启。

九毛九：2016-19 年门店数量 CAGR 为 33.5%，2019-22E CAGR 预计为 18.6%。2019-1H22，九毛九全部品牌门店总数由 336 家增至 475 家，其中，太二净增 258 家，2019-22E CAGR 预计达 53.8%；九毛九西北菜净减 66 家，公司考虑到疫情影响、餐厅经营业绩等因素，关闭位于广东及海南省以外门店，从而减小管理半径、聚焦核心区域；怂火锅逐步进入开店轨道，截至 12 月 25 日，22 年已由 9 家增至 26 家。我们判断 2023 年太二将维持稳健增速，九毛九持续调优，怂火锅有望加速扩张并成为第二增长曲线。

捞王控股：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 26.9%。粤式火锅连锁龙头，专注提供胡椒猪肚鸡火锅，2021 年共有 148 家门店，同比增长 15.6%，新开门店多数在开业 1-2 个月内达到盈亏平衡，具备异地有效扩张与盈利能力。公司计划于 2022-24 年分别开设 44/60/80 家餐厅，华东市场成功经验有助于全国范围内餐厅扩张。

中式快餐战略性扩张，维持约双位数增长。老娘舅：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 18.3%。2021 年共有 388 家门店（直营 364 家，加盟 24 家），同比增长 13.8%，坚守“江南菜系”标签，主要位于以江浙沪为主的华东地区，区域集中性明显，公司计划在 3 年内新开约 300 家直营门店、10 家加盟门店。我们认为，品牌短期内在长三角地区仍有加密空间，但长期看异地复制或仍需单店模型调整优化。

老乡鸡：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 15%。2021 年共有 1073 家门店（直营 991 家，加盟 82 家），同比增长 20.6%，以安徽为根据地，沪苏两地着重发力，公司计划在 3 年内新开约 700 家直营门店，第 1-3 年分别 200/230/270 家。

乡村基：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 14.1%。乡村基 2021 年共有 1149 家门店，同比增长 18.6%，起步于川渝地区，主打“麻辣鲜香”；旗下品牌大米先生凭借“现炒现烹+小碗菜”的模式在上海实现跨区域扩张。公司计划乡村基 2022-24 年分别新开 80-100 家、140-160 家、140-200 家门店，大米先生 2022-24 年分别新开 100-140 家、200-240 家、200-280 家门店。

西式快餐龙头逆势而上，外卖业务驱动。达势股份（达美乐中国）：2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 29.9%。2019-1H22，门店数由 268 家增至 508 家，收入结构中外送占比稳定在 70-75%，京沪地区贡献过半。公司计划于 2022、23 年分别开设 120 家、180 家新店。

百胜中国：2016-19 年门店数量 CAGR 为 6.7%，2019-22E 门店数量 CAGR 预计为 11.9%。在数字化、外卖和下沉市场布局策略下，肯德基、必胜客加速扩张，3Q22 肯德基及必胜客外卖销售占比 38%，同比增加 4pct。公司 2022 年目标净增约 1000-1200 家新店，1-3Q 净增 621 家，4Q 预计将加速展店。我们判断，未来肯德基有望维持业绩韧性，提供更多增量；必胜客经过经营调整，有望成为另一增长引擎。

表 1 餐饮上市/拟上市公司门店数量及 CAGR（家，2015-22E）

公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	2016-19 CAGR	2019-22E CAGR
奈雪的茶			44	155	327	491	817	904	1167		52.8%
海伦司			101	162	252	351	782	846	832		48.9%
*达势股份					268	363	468	508	588		29.9%
*捞王控股				77	94	128	148		192		26.9%
*绿茶集团				107	163	180	236		311		24.0%
海底捞	146	176	273	466	768	1298	1443	1435	1452	63.3%	23.4%
九毛九		141	175	241	336	381	470	475	560	33.5%	18.6%
*老娘舅				268	295	341	388		488		18.3%
*老乡鸡					769	890	1073	1099	1171		15.0%
*乡村基					847	969	1149		1259		14.1%
百胜中国	7176	7562	7983	8484	9200	10506	11788	12170	12875	6.7%	11.9%
同庆楼	54	55	51	51	56	58	59	62	65	0.6%	5.1%

注：带*号标的为拟上市公司，2022E 开店数主要依据最新招股书测算；其余公司预测值为海通测算。
资料来源：各公司招股书、历年财报，HTI 测算

2. 黄金珠宝：行业加速出清，龙头抢占市场、疫后更优

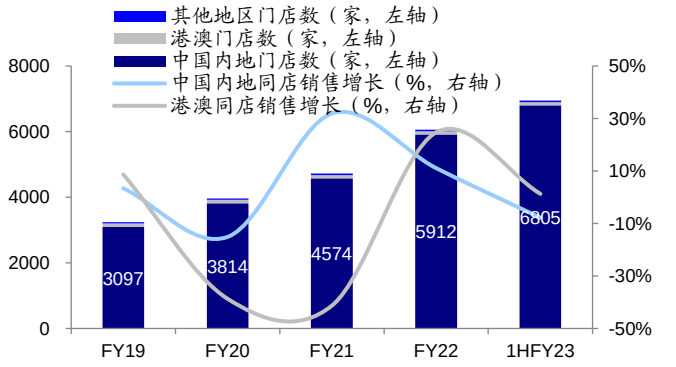
2020 上半年疫情后，龙头企业经营韧性凸显，更多借助加盟模式实现快速扩张，推动行业集中度提升。重点品牌中，老凤祥、周大生、潮宏基等均以加盟开店为主，周大福品牌以 2021 年内地净开店数 1207 家处于行业领先；根据欧睿数据，预计 2022 年黄金珠宝行业 CR5 和 CR10 各 25.4%/31.1%，较 2020 年各提升 5.4pct/7.4pct。我们预计，未来随着疫情的边际修复带来客流量好转，龙头品牌疫情之下抢占更多优质点位，将优先受益单店效率提升。

迪阿股份：基于公司长期发展和品牌建设，并为满足粉丝及用户对公司品牌和真爱文化的需求，自 2021 年上市以来，公司大力拓展线下销售渠道。2021 年迪阿净增门店 108 家，远高于 2019-20 年的 52/51 家。尽管受疫情影响，1H22 公司仍积极投入拓展布局线下渠道，实现逆势扩张，净增门店 91 家（直营 86 家，联营 5 家），预计全年净增门店 235 家。

周大福：自 FY19 以来周大福调整加盟商管理制度，深化中低线市场渗透，并推出“省代”政策，加盟店扩张大幅加速。根据公司财报数据，H1FY23（22 年 9 月底）周大福珠宝在一线/二线/三线及以下城市门店占比各 12.2%/41.3%/46.5%，较 FY22 净增各 127/390/416 家，下沉市场展店速度更快。H1FY23 周大福珠宝直营和加盟比例为 24.7%/75.3%，较 FY22 净增加各 94/839 家，加盟店扩张加速。22 年疫情加速行业出清，周大福凭借优质加盟商资源，展店速度不减。截止 H1FY23，周大福集团净增门店 891 家，我们预计全年净增门店超 1200 家。

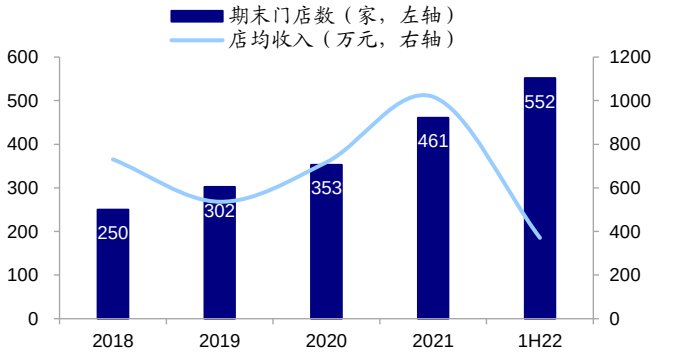
老凤祥：公司以品牌为引领，市场为导向，本着“立足上海、辐射全国、走向世界”的营销网络建设方针，走“品牌联动”“立体式经营”的新路，坚持自营银楼、合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”的立体营销模式。疫后行业加速出清，为把握行业结构性调整红利，老凤祥借助加盟商资源加速展店。2020-21 年，老凤祥净增门店 557/495 家，远高于 2018-19 年的 347/372 家。截止 1H22 末，公司净增门店 110 家（加盟店净增 108 家），预计全年净增门店 450 家，维持展店高位水平。

图2 周大福门店数及同店销售增长（FY19-1HFY23）



资料来源：周大福财报（FY19-1HFY23），HTI

图3 迪阿股份门店数及店均收入（2018-1H22）



资料来源：迪阿股份招股书，迪阿股份财报（2021、1H22），HTI，其中店均收入采用直营门店口径

3. 酒店：供给出清，龙头维持较快拓店节奏

根据中国饭店业协会数据，2021 年中国酒店业数量 25 万家，客房数量 1347 万间，较 2019 年各下降 25.3%、23.6%。其中 2020 年酒店业出清 5.88 万家，出清酒店平均客房量 39 间；2021 年酒店业出清 2.68 万家，出清酒店平均客房量 69 间。2021 年较 2020 年出清酒店平均客房量更大、标准化程度更高，我们判断尾部供给出清基本接近尾声，预计 2022 年出清速度进一步放缓。酒店龙头 2020-21 年开店维持 2019 年以来拓店节奏，2022 年受疫情影响均有所放缓，随疫情政策优化和客流恢复，加盟商意愿有望回暖，预计 2023 年拓店有望提速。

锦江酒店：积极推进组织整合和快速拓店。2020 年 5 月成立锦江酒店中国区，全面贯彻“基因不变、后台整合、优势互补、共同发展”十六字方针，设立上海和深圳双总部，下辖各品牌团队。2021 年启动品牌矩阵规划，2022 年 6 月发布最新品牌矩阵。将 39 个品牌分为轨道品牌、赛道品牌和轻发展品牌，差异化布局助力公司高质量发展。2020/2021 公司新开门店各 1842/1763 家，较 2019 年开店数进一步提升。1H22 受疫情影响开店速度有所放缓，并于半年报中将全年开店目标由年初 1500 家下调至 1200 家，22 年 1Q/2Q/3Q 新开门店各 232 家/352 家/361 家，累计新开店 945 家，拓店速度逐季恢复，我们预计公司 2023 年开店数有望达 1700 家。

首旅酒店：全面渗透下沉市场，持续发力轻管理模式，积极推进开店计划。扩张方式上，公司及时洞察行业发展趋势，重视下沉市场的发展空间，并始终坚持以特许加盟店为主的发展策略。结合疫情期间行业特点，公司充分运用具有“投资小、赋能高、回报快”特征的轻管理模式加速开店。2019-2021 年公司新开店各 829 家/909 家/1418 家，开店数目逐年提升。受疫情影响，2022 年半年报时公司将年初的 1800-2000 的开店计划调低至 1300-1400 家，22 年 1Q/2Q/3Q 新开店各 190 家/152 家/279 家，累计开店 621 家，3Q 开店有所提速但我们预计全年 1300 家的目标仍有一定压力。中长期来看，公司仍将加速规模发展作为头等战略，我们预计公司 2023 年新开店有望达 1800 家。

华住集团：战略转向精益增长，仍维持较快拓店节奏。3Q21，公司受到自 7 月下旬起南京 Delta 变种病例激增且扩散至其他省市的影响，公司调整战略，更加关注“精益”增长，而不是未来的“超大规模”增长，除了注重酒店总数外，将更加重视顾客满意度及加盟商的盈利能力。2019-2021 年公司新开店各 1715 家/1637 家/1532 家，开店速度有所放缓但基本维持 2019 年的拓店节奏。2022 年初，公司给予全年 1500 家的开店指引，但在疫情影响的不确定性下于 2022 年半年报中停止更新目标指引。2022 年 1Q/2Q/3Q 新开店各 302 家/269 家/429 家，累计开店 1000 家。我们预计 2022 年公司全年开店约为 1300 家，预计 2023 年公司将维持 1500 家的新开店水平。

表 2 酒店公司门店和客房量数据（2015-2022E）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	19-22E CAGR
锦江酒店										
开店数（家）				1243	1617	1842	1763	584	1200	
关店数（家）				494	546	950	556	222	400	
期末门店数（家）	2223	5868	6694	7443	8514	9406	10613	10975	11413	***10.3%***
yoy				*11.2%*	*14.4%*	*10.5%*	*12.8%*		*7.5%*	
期末客房量（万间）	22.5	56.9	65.0	73.3	84.5	91.9	101.9	105.1	109.4	
yoy				*12.8%*	*15.4%*	*8.8%*	*10.9%*		*7.3%*	
首旅酒店										
开店数（家）			512	622	829	909	1418	342	1200	
关店数（家）			202	285	428	464	397	316	810	
期末门店数（家）	154	3402	3712	4049	4450	4895	5916	5942	6306	***12.3%***
yoy			9.1%	9.1%	9.9%	10.0%	20.9%		6.6%	
期末客房量（万间）	3.2	37.4	38.5	39.8	41.5	43.2	47.5	47.3	49.6	
yoy			3.0%	3.3%	4.4%	4.2%	9.9%		4.5%	
华住集团										
开店数（家）	849	737	665	723	1715	1637	1532	571	1302	
关店数（家）	81	231	188	239	327	586	495	226	585	
期末门店数（家）	2763	3269	3746	4230	5618	6669	7706	8051	8423	***14.5%***
yoy		*18.3%*	*14.6%*	*12.9%*	*32.8%*	*18.7%*	*15.5%*		*9.3%*	
期末客房量（万间）	27.9	33.1	38.0	42.3	53.7	62.8	72.8	74.9	78.2	
yoy		*18.8%*	*14.6%*	*11.3%*	*27.0%*	*17.0%*	*15.9%*		*7.4%*	

资料来源：锦江酒店、首旅酒店、华住集团 2015-2021 年报，2022 半年报，HTI 测算

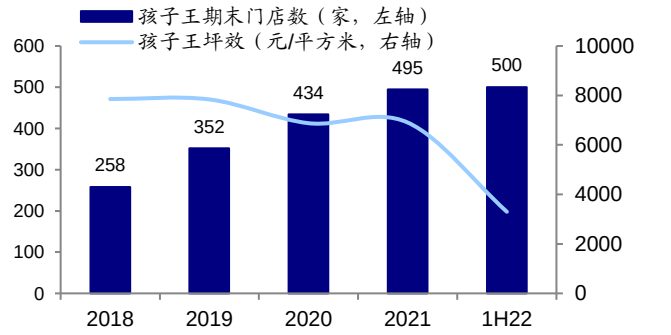
4. 母婴：连锁化趋势加强，O2O 模式拓宽消费场景

疫情反复致线下部分门店短期内暂停营业或营业时间缩短，叠加母婴行业中长期面临出生率下滑等影响，门店抗风险能力不断削弱。据母婴行业观察公众号“母婴研究院”调研数据，近年行业关店率大幅提高，2022 年上半年 60%的门店关店更多，32%的门店与去年持平，开新店更多的门店仅占 8%。在此环境下，①龙头企业逆势扩张，但开店增速趋缓，其中孩子王 2019-2021 年期末门店数增速各 36.4%/23.3%/14.1%，爱婴室 2019-2021 年期末门店数增速各 33.2%/-2.4%/81.4%，21 年高增速主因收购贝贝熊带来增量。②线上化发展，打开线下门店服务边界，其中爱婴室 2021 年自 3 月启动即时零售业务，月复合增长率超 400%。我们认为，行业龙头纷纷布局 O2O 模式打通门店服务和本地化生活场景，未来有望随母婴行业线下渠道变革进一步扩大竞争优势。

孩子王：疫情下坚持推进全渠道布局，①积极拓店加快市场渗透，2019-2021 年年度净增加门店数各 94/82/61 家，截至 1H22 期末门店数达 500 家。②数字化建设优势初显，相比同业面临数字化升级成本及能力限制，公司 2019-2021 年线上占主营业务收入比为 6.7%/9.1%/9.3%，1H22 发力本地化生活服务，线上销售占比快速提升至 48.6%；长期沉淀的会员经济及私域运营、差异化供应链优势使其不仅实现疫情期间高产值会员快速线上转化，也推动降本增效下业绩不断改善，2Q22 单季度扭亏为盈。

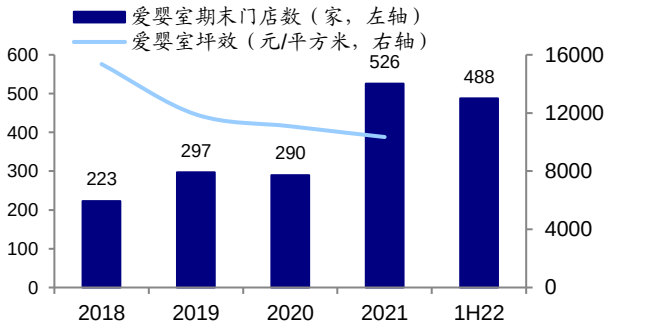
爱婴室：①双品牌协同提升市占率，公司通过收购华中区域龙头品牌贝贝熊快速实现市场扩张，2019-2021 年年度门店数各净增加 74 家、净减少 7 家、净增加 236 家，其中 2021 年由收购贝贝熊带来的门店数增量为 248 家，集团优化调整后收购门店净增加数为 234 家，截至 1H22 期末集团门店数共 488 家。②线上拓展赋能门店，公司 2019-2021 年店效虽略有下降，但高于 10000 元/平方米始终优于同业；疫情期间公司积极创新门店运营，快速组建电商营销团队，借助社群运营、线上直播等方式提振业绩，2021 年线上平台销售额增长 189.9%；公司 2021 年试点早教与托育新业务，精细化运营策略快速直击消费者需求。考虑到公司在扩张的同时主动优化低效门店，合理控制分布密度，我们预计 2022 期末门店数将净减少 36 家，且未来随着开店模型不断优化，单店盈利能力将稳步提升。

图4 孩子王期末门店数及坪效（2018-1H22）



资料来源：孩子王招股书，孩子王财报（2021、1H22），HTI

图5 爱婴室期末门店数及坪效（2018-1H22）



资料来源：爱婴室财报（2018-1H22），HTI

5. 潮流零售：展店需求暂时压制，疫后有望恢复

名创优品：Q1FY23 国内净开名创门店 43 家，Q2（10-12 月）、Q3（1-3 月）分别是传统开店旺季和淡季；Q1FY23 海外净开名创门店 54 家，保持高速增长。

表 3 名创优品门店数据（FY19-FY23e）

	FY19	FY20	FY21	FY22	1QFY23
国内净增加（家）		222	406	287	
国内期末门店数（家）	2311	2533	2939	3226	3269
yoy		*9.6%*	*16.0%*	*9.8%*	
海外净增加（家）		275	121	163	
海外期末门店数（家）	1414	1689	1810	1973	2027
yoy		*19.4%*	*7.2%*	*9.0%*	
期末门店数（家）	3725	4222	4749	5199	5296
yoy		*13.3%*	*12.5%*	*9.5%*	

资料来源：名创优品 2019-2022 财年年报，2023 财年一季报，HTI

6. 超市：展店放缓，加大门店改造与调优

疫情期间超市公司凸显保供稳民生价值，因运营费用刚性及前期公司自身所处的发展周期等，龙头企业近年展店均有放缓，加大门店改造与调优，由扩规模转向保利润。我们预计随着客流恢复带动同店与毛利率回升，有望缩短培育期，提升净利率，在1.5%-2%净利率中枢稳定后，龙头企业仍有重回成长通道的空间、能力与机遇。

家家悦：公司采取开店+并购+加盟的模式，2020 年开始探索加盟店赋能小 b，赋能区域零售商合作共赢；通过收购张家口福悦祥、淮北真棒、内蒙古维多利实现跨省扩张。2019/20/21 新开+并购各 80/132/117 家，关店各 29/18/43 家，2021 下半年以来加大闭店力度，优化门店结构，关店原因包括经营不达预期、搬迁、调整优化等，1-3Q22 开店 35 家、关店 37 家。我们认为公司兼备中期成长逻辑和供应链高壁垒，短期关注利润修复弹性，中期成长势能充足。

永辉超市：2020 下半年以来受新业态分流及部分生鲜品类价格回落等影响，致同店承压，公司在行业阵痛期积极调整业务结构以聚焦主业，夯实供应链和数字化，推进全渠道业务战略转型。公司 2019/20/21 开店各 205/114/75/20 家，关店各 2/8/35 家，加大门店调整力度。2022 年以来虽然外部竞争环境改善，但公司仍在内部经营调优期，1H22 开店 20 家关店 17 家，延续门店调整趋势。全渠道科技转型与供应链变革稳步推进，线上销售占比约 16%远高于同业，且 2022 年以来线上亏损率显著收窄。建议后续跟踪公司同店趋势，以及经营提效后的利润改善弹性。

红旗连锁：公司深耕四川，已发展成为“云平台大数据+商品+社区服务+金融”的互联网+现代科技连锁企业。①四川便利超市龙头：业态优&区域密度高，深耕社区，做透区域。②稳健扩张，省内加密&轻资产跨省：2015 年 3 次并购，2017-18 年开店放缓，2019-2021 年维持年均净开店 250 家以上的速度；1H22 新开 34 家、关闭 79 家，改造 142 家，老店升级改造后销售环比稳步提升。

表 4 超市公司门店和面积数据（2015-2022E）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	1H22	2022E	19-22E CAGR
家家悦										
开店数（家）	66	49	68	85	80	132	117	15	50	
关店数（家）	17	28	24	28	29	18	43	26	40	
期末门店数（家）	610	631	675	732	783	897	971	960	981	***7.8%***
yoy		*3.4%*	*7.0%*	*8.4%*	*7.0%*	*14.6%*	*8.2%*		*1.0%*	
期末面积（万平米）	148.3	152.6	157.9	175.5	218.1	256.4	300.6	293.3	318.5	
yoy		*3.0%*	*3.4%*	*11.1%*	*24.3%*	*17.5%*	*17.2%*		*6.0%*	
永辉超市										
开店数（家）	62	79	133	135	205	114	75	20	48	
关店数（家）	9	6	10	6	2	8	35	17	35	
期末门店数（家）	383	456	579	708	911	1017	1057	1060	1070	***5.5%***
yoy		*19.1%*	*27.0%*	*22.3%*	*28.7%*	*11.6%*	*3.9%*		*1.2%*	
期末面积（万平米）	366.1	427.0	519.7	612.4	735.5	801.8	827.6	825.1	858.8	
yoy		*16.6%*	*21.7%*	*17.8%*	*20.1%*	*9.0%*	*3.2%*		*3.8%*	
红旗连锁										
开店数（家）	772	538	119	146	309	302	412	34	170	
关店数（家）	98	108	93	59	56	36	146	79	100	
期末门店数（家）	2274	2704	2730	2817	3070	3336	3602	3557	3672	***6.2%***
yoy		*18.9%*	*1.0%*	*3.2%*	*9.0%*	*8.7%*	*8.0%*		*1.9%*	
期末面积（万平米）	50.9	54.1	52.0	54.0	55.3	60.9	64.2		65.1	
yoy		*6.3%*	*-3.9%*	*3.8%*	*2.4%*	*10.2%*	*5.4%*		*1.4%*	

资料来源：家家悦、永辉超市、红旗连锁 2015-2021 年报，2022 半年报，HTI 测算

表 5 批零社服行业重点公司估值表（20221228）

		市值 亿元	收入（亿元）			净利润（亿元）			PS	PE	PE	PEG
亿元		2022/12/28	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2023E	2023E	2024E	2023E
免税	中国中免	4509	597	1020	1353	72.1	138.7	181.4	4.4	32.5	24.9	1.4
酒店	华住集团	989	138	188	211	-18.9	32.7	47.6	5.2	30.3	20.8	0.2
	锦江酒店	553	115	155	172	2.3	17.2	23.4	3.6	32.2	23.7	0.2
	首旅酒店	281	55	77	86	-1.4	8.9	12.4	3.7	31.8	22.6	0.2
餐饮	海底捞	1135	386	472	539	1.9	26.2	35.1	2.4	43.4	32.4	1.0
	九毛九	279	48	82	108	2.8	7.2	10.0	3.4	38.7	27.8	0.9
	百胜中国	1671	98	118	130	5.1	7.9	9.7	14.2	30.4	24.9	
教育	中国东方教育	124	42	50	57	4.3	5.9	7.3	2.5	20.9	17.0	0.6
	东软教育	21	17	19	22	4.0	5.0	5.9	1.1	4.3	3.6	0.2
	中汇集团	33	17	19	22	5.6	6.6	7.6	1.7	5.1	4.4	0.2
	新东方在线	473	9	32	41	-5.3	7.2	9.3	14.7	66.1	51.1	1.8
人服	科锐国际	95	90	126	168	3.0	4.2	5.3	0.8	22.8	18.1	0.8
景区演艺	宋城演艺	393	6	26	32	1.1	9.4	14.6	15.1	41.7	26.9	0.6
	中青旅	115	69	98	112	-1.6	3.4	5.3	1.2	33.9	21.5	0.2
	天目湖	52	4	6	7	0.3	1.4	1.9	8.8	37.5	27.6	0.7
培育钻	力量钻石	177	9	16	26	4.8	8.6	12.9	10.7	20.6	13.7	0.3
化妆品医美	贝泰妮	637	55	72	93	11.8	15.7	20.3	8.8	40.7	31.4	1.2
	爱美客	1225	21	30	39	13.9	19.4	25.5	40.5	63.2	48.1	1.6
	华熙生物	654	70	93	119	10.3	13.8	17.6	7.0	47.6	37.2	1.5
	珀莱雅	469	60	75	91	7.5	9.3	11.9	6.3	50.6	39.4	1.9
专业连锁	周大生	154	119	133	150	12.4	14.2	16.2	1.2	10.9	9.6	1.1
	老凤祥	177	631	714	809	17.4	20.3	23.8	0.2	8.7	7.5	1.1
	中国黄金	212	503	581	650	8.9	10.8	12.4	0.4	19.7	17.1	1.2
	迪阿股份	237	43	54	64	10.8	13.7	16.2	4.4	17.4	14.6	2.3
商超百货	王府井	320	115	139	149	6.3	9.4	12.1	2.3	34.0	26.5	
	天虹股份	76	131	144	158	3.1	3.5	3.9	0.5	21.9	19.4	1.1
	重庆百货	90	193	205	222	10.2	11.5	13.4	0.4	7.8	6.7	0.7
	永辉超市	326	925	969	1033	-8.8	5.2	10.4	0.3	62.5	31.2	2.0
	家家悦	75	184	199	222	2.0	3.2	4.4	0.4	23.3	17.0	0.4
	红旗连锁	73	100	107	115	4.9	5.3	6.0	0.7	13.8	12.2	1.8
跨境电商	安克创新	241	145	171	206	11.5	13.6	16.5	1.4	17.7	14.6	0.9
互联网平台	京东集团	6429	10454	11786	13498	275	294	366	0.5	21.9	17.6	0.8
	阿里巴巴	16593	8787	9651	10508	1269	1424	1580	1.7	11.7	10.5	2.3
	美团	10184	2181	2802	3457	-56	-9	223	3.6		45.6	

资料来源：Wind，HTI

风险提示：经济回暖与居民消费力恢复不及预期；竞争加剧，新业态分流；企业转型进展及效果的不确定；品牌营销模式无法顺应市场变化。

APPENDIX 1

Summary

- From outreach perspective, we believe head companies benefiting from industry clearing or from their own outreach expansion, thus enhancing market share, are expected to consolidate brand momentum and usher in greater performance elasticity during the recovery. Through the review of the offline scene leading company exhibition stores, we found that: the beverage and fast food track of catering, as well as gold jewelry and hotel leaders are still maintaining a fast exhibition speed, while the mother and child and supermarket leaders have M&A integration opportunities.

- **Investment advice:** Spread of the epidemic to suppress the willingness to travel, short-term consumption still under pressure, pay attention to performance elasticity in 2023, from the recovery of passenger flow recovery and externally driven growth of both.

- **Risks:** Unexpected economic recovery of residents' consumption; Intensified competition and diverted new business models; Uncertainty about the progress and effect of corporate transformation; brand marketing model cannot respond to market changes.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，汪立亭，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，李宏科，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，高瑜，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, Yu Gao, 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，Rebecca Hu，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, Rebecca Hu, 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).

Compendium disclosure: For disclosures associated with each company mentioned herein, including disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation, if any, please refer to the full report on our website (equities.htisec.com).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称"海通"）在过去 12 个月内参与了 600415.CH and BABA.US 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600415.CH and BABA.US within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600415.CH and BABA.US for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600415.CH 及 MNSO.US 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600415.CH and MNSO.US are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

中国国旅集团有限公司, 002251.CH, 锦江国际(集团)有限公司, 北京科锐北方科技发展有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司－引擎资本基业长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京京东绿谷农业科技有限公司,南京东宇汽车

集团有限公司,上海京东工贸商行, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司,杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。
中国国旅集团有限公司, 002251.CH, 锦江国际(集团)有限公司, 北京科锐北方科技发展有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司－引擎资本基业长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京京东绿谷农业科技有限公司,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司,杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去 12 个月中获得对 MNSO.US 提供投资银行服务的报酬。
Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to MNSO.US.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 601888.CH, 002251.CH, MNSO.US 及 300896.CH 获得投资银行服务报酬。
Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601888.CH, 002251.CH, MNSO.US and 300896.CH.

海通在过去的 12 个月中从 002251.CH, 北京科锐北方科技发展有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司－引擎资本基业长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京京东绿谷农业科技有限公司,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司,杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。
Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002251.CH, 北京科锐北方科技发展有限公司, 北京东方宝辰国际投资有限公司,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司－东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司－引擎资本基业长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京京东绿谷农业科技有限公司,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行, 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司,阿里巴巴（成都）软件技术有限公司,阿里巴巴（中国）网络技术有限公司,杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

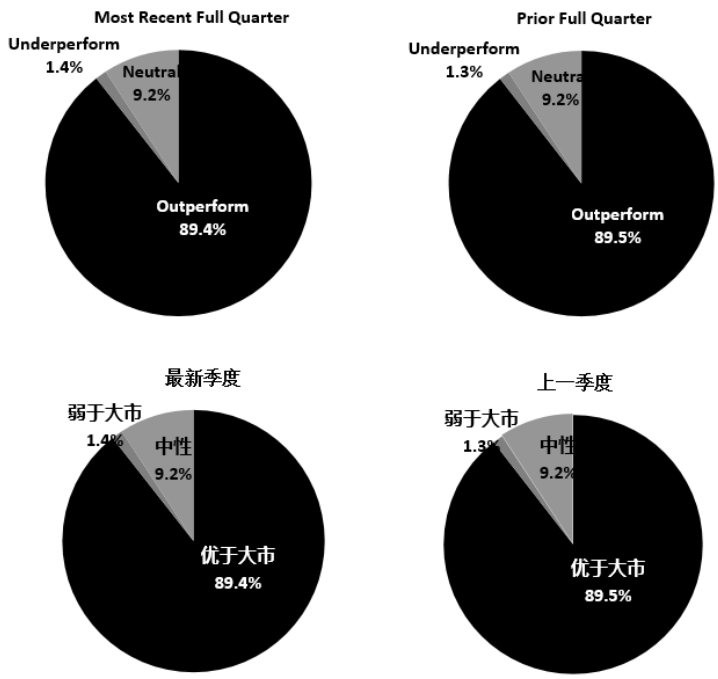
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

评级分布 Rating Distribution



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 9 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	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

*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 Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

*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 及其联属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保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 redisseminated 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 disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

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

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

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

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

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

除对本文内容承担责任的分析师除外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

Please refer to HTI’s website www.equities.htisec.com for further information on HTI’s organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

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

分发和地区通知：

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

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

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

究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 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。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