

## 首次覆盖：运动营养行业景气度较高，公司全渠道发力

833429 CH  
Beijing Competitor Sports Science Technology Joint  
Rating: OUTPERFORM  
Target Price: Rmb17.2

Huijing Yan  
hj.yan@htisec.com

Bisheng Cheng  
bs.cheng@htisec.com

### 投资要点：

- **国内运动营养行业空间较大，康比特综合优势明显。**全球运动营养市场规模由2014年的108.83亿美元增长到2020年的176亿美元，CAGR为7.11%。预计到2026年，全球运动营养市场规模将达到228.57亿美元，持续保持较快增长。2015-2020年国内运动营养市场CAGR40%，预计到2023年可达到60亿元，未来3年增速仍可达21%。行业格局上，国内市场目前主要被内资品牌主导，我们认为行业本身门槛不算高，康比特技术、渠道等综合优势较强，未来市占率有望持续提升。
- **公司技术专业度高，近几年收入、利润稳健增长。**公司在竞技体育领域已经形成领先的品牌优势，连续入围国家体育总局国家队集中采购营养食品目录，入围产品的品类、数量、销售额多年位居前列，技术实力强劲。近几年公司收入、利润稳健增长，2013-2023年公司收入从1.59亿元增长至8.43亿元，CAGR为18.14%；归母净利润从0.23亿元增长至0.88亿元，CAGR为14.22%。23年9月公告限制性激励计划（草案），授予14人110万股，授予价格为5元/股，23、24、25年收入/利润的考核目标分别为同比增长26%/21%、15%/15%、15%/15%。
- **运动营养、健康营养稳健增长，聚焦核心产品。**核心业务运动营养食品、健康营养食品保持较快增长，2020-2022年CAGR分别为36%、45%，其中健康营养食品得益于军需业务快速放量，业务增长迅猛。具体产品层面，为了强化资源利用效率，近几年公司聚焦乳清蛋白、能量胶等爆品，成效显著。
- **线上、线下齐头并进，营销精细化管理。**2019-2022H1公司线上、线下均保持稳健增长，先后布局了微信小程序等社交电商平台，以及抖音、快手等直播带货的新兴线下平台，线上直营表现亮眼。线下经销商数量增长较快，同时对经销商进行结构优化，中坚阶层经销商的经销能力不断提升。营销费用投放上，建立数据模型，分析投入产出效果，通过数据找准营销平台，优化投入产出效果。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司23-25年EPS分别为0.71/0.86/1.04元，相关可比公司24年PE在13-28倍，给予公司24年20倍PE，对应目标价17.2元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**市场拓展不达预期，行业竞争加剧等。

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)

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	490	635	843	1042	1264
(+/-)YoY(%)	37.2%	29.7%	32.8%	23.5%	21.3%
净利润(百万元)	45	58	88	107	130
(+/-)YoY(%)	172.4%	26.9%	53.4%	20.9%	21.5%
全面摊薄EPS(元)	0.36	0.46	0.71	0.86	1.04
毛利率(%)	42.9%	43.1%	40.6%	41.4%	42.1%
净资产收益率(%)	8.2%	7.8%	11.1%	11.8%	12.5%

资料来源：公司年报(2021-2022)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

---

## 目 录

---

1. 国内运动营养行业空间较大, 内资品牌主导 .....	5
2. 竞技体育领先品牌, 技术专业度高 .....	7
3. 运动营养、健康营养稳健增长, 聚焦核心产品 .....	9
4. 线上、线下齐头并进, 营销精细化管理 .....	12
5. 上市募投扩产能 .....	15
6. 盈利预测与估值 .....	16
7. 风险提示 .....	16
财务报表分析和预测 .....	18

## 图目录

图 1	全球运动营养行业市场规模及增速 (2013-2020)	5
图 2	中国运动营养行业市场规模及增速 (2016-2023E)	5
图 3	中国体育产业规模 (万亿, 2018-2021E)	6
图 4	2020 年各国付费健身人口渗透率	6
图 5	京东上的运动营养食品示例	6
图 6	康比特在国内运动营养行业市占率 (2012-2022E)	6
图 7	公司专家团队介绍	7
图 8	公司参与的标准制定	7
图 9	公司收入及增速 (2013-2023)	8
图 10	公司归母净利润及增速 (2013-2023)	8
图 11	公司股权结构 (截止 2023 三季度末)	9
图 12	公司主要产品收入 (2013-2022)	9
图 13	公司主要产品毛利率 (2013-2022)	9
图 14	公司运动营养食品示例	10
图 15	公司运动营养食品各类别收入 (2019-2022H1)	10
图 16	公司健康营养食品示例	10
图 17	公司健康营养食品各类别收入 (2019-2022H1)	10
图 18	公司数字化体育科技服务示例	11
图 19	公司受托加工业务示例	11
图 20	公司各销售渠道收入 (2019-2022H1)	12
图 21	2021 年公司不同产品线上、线下收入占比	12
图 22	公司直营、经销占主营业务收入比 (2019-2022H1)	13
图 23	公司线上、线下占主营业务收入比 (2019-2022H1)	13
图 24	公司经销商数量变化 (2019-2022H1)	13
图 25	公司在各电商平台直营及代销销售收入 (2019-2022H1)	13
图 26	公司广告宣传服务费率&销售费率 (2015-2023H1)	14
图 27	公司代言人示例	14
图 28	公司广告宣传服务费用明细 (2019-2022H1)	14
图 29	公司市场推广费用明细 (2019-2022H1)	14
图 30	公司各产品产能 (吨, 2013-2022H1)	15
图 31	公司各产品产能利用率 (2013-2022H1)	15

## 表目录

表 1	公司主要竞争对手.....	6
表 2	公司发展历程.....	7
表 3	公司产品聚焦策略在定期报告中的叙述.....	11
表 4	22H1 公司前五大客户销售情况.....	13
表 5	公司上市募投项目（万元）.....	15
表 6	公司上市募投项目主要产品产能.....	15
表 7	公司主要业务拆分预测（百万元）.....	16
表 8	可比公司估值对比（2024.3.7）.....	16

## 1. 国内运动营养行业空间较大，内资品牌主导

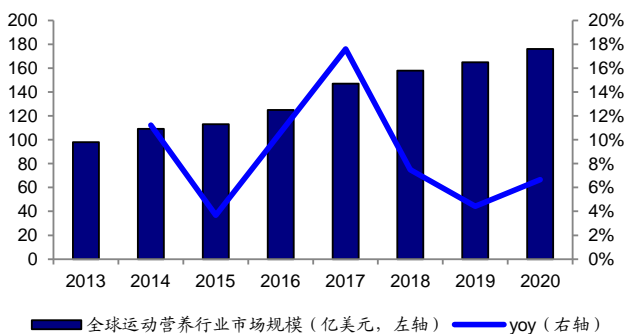
各国对运动营养食品的定义并不统一，国内将运动营养食品具体定义是为满足运动人群的生理代谢状态、运动能力及对某些营养成分的特殊需求专门加工的食品。国外运动营养食品发展较早、较快，自1965年第一个运动饮料问世，运动营养食品产业就进入了快速发展期，到20世纪80年代，健美产品的生产和销售超过早期预想界限，转入膳食补充剂市场，出现了“补充剂暴涨”的情况。目前国外运动营养食品已经是食品行业中的重要组成部分，由最开始的十几种发展为现在的上千种，由最开始的专注于服务专业体育人群发展为现在的服务更广范围的大众体育人群。

据公司招股说明书援引欧睿国际和华经产业研究院数据，全球运动营养市场规模由2014年的108.83亿美元增长到2020年的176亿美元，CAGR为7.11%。预计到2026年，全球运动营养市场规模将达到228.57亿美元，持续保持较快增长。市场分布上，据公司招股说明书援引Foodaily每日食品数据，2018年美洲市场占比67.5%，亚洲占比仅7.6%，但增速亮眼，预计13-18年、18-23年的CAGR均达到16%以上。

国内行业起步较晚，20世纪90年代初，一些健美爱好者从国外带回部分具有增强肌肉效果的运动营养补剂，德国英豪最早被引入国内，运动营养食品的市场因此应运而生。21世纪初，国外的欧普特蒙、健安喜进入中国，康比特等成立。肌肉科技、BSN、美瑞克斯、THG旗下的Myprotein等国外品牌也逐步进入国内健身市场。

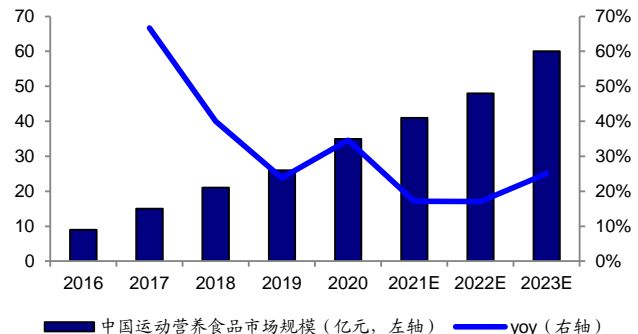
目前行业发展呈现以下几个趋势：①从专业小众拓展到大众健康市场。从专业运动员到热爱体育的健美健身人群，再到崇尚健康生活方式的普通人群；②产品功能细分化发展，比如不同的配方、用量、服用方法；③产品以粉剂为主，形态逐步多元化。基于此，我们认为国内运动营养食品行业未来发展空间较大。据公司招股说明书援引欧睿国际数据，2015-2020年国内运动营养市场CAGR40%，预计到2023年可达到60亿元，未来3年增速仍可达21%，远高于全球运动营养行业5%的增速。

图1 全球运动营养行业市场规模及增速（2013-2020）

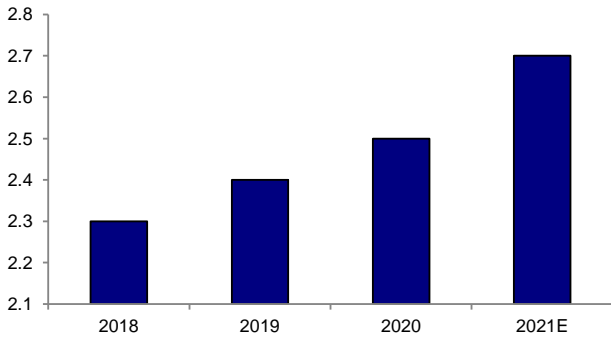


数据来源：华经产业研究院，HTI

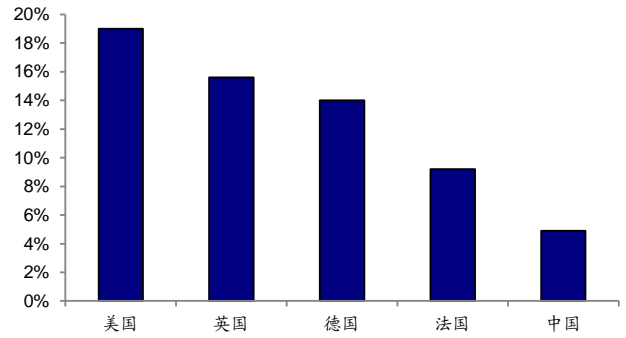
图2 中国运动营养行业市场规模及增速（2016-2023E）



资料来源：华经产业研究院，HTI

**图3 中国体育产业规模 (万亿, 2018-2021E)**


数据来源: IHRSA、艾媒数据中心, HTI

**图4 2020年各国付费健身人口渗透率**


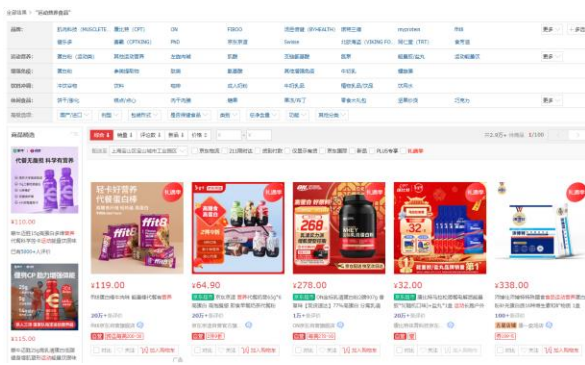
资料来源: IHRSA、艾媒数据中心, HTI

行业格局上,近年来随着国内厂商对外资品牌的兼并收购,目前国内市场由内资品牌主导,据公司招股书援引欧睿数据2018年CR10为88%,合计产值为18.5亿元。按照欧睿数据、华经产业研究院的数据进行倒推测算,康比特2021-2022年市占率逐渐提升,2022年为13.23%。

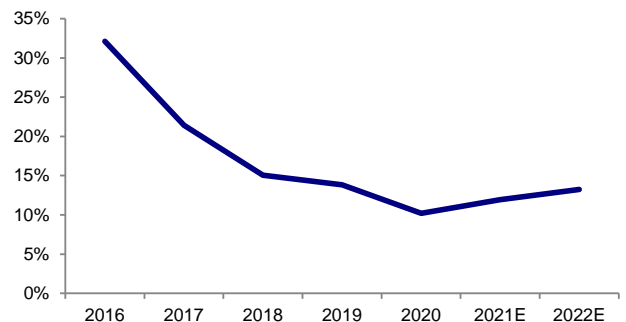
**表1 公司主要竞争对手**

公司名称	简介	产品
西王食品/肌肉科技	肌肉科技创立于1995年,09年进入中国,2016年西王食品收购KERR公司(肌肉科技品牌所有方)80%股权,目前在国内运动营养行业排名第一,2022年运动营养收入体量25.4亿元。	以蛋白粉为主,包括白金系列、高性能系列和线下专属PRO系列产品。
诺特兰德/NUTREND	1993年成立于捷克,是捷克与斯洛伐克奥林匹克委员会官方指定运动营养食品合作伙伴,欧洲顶级运动营养食品及膳食纤维补充剂生产商,旗下拥有600余款产品。2017年,济南斯伯特商贸公司取得NUTREND代理权,并注册了中文商标“诺特兰德”,在国内主推“诺特兰德”品牌运动营养食品,亦代销进口“NUTREND”产品。	乳清蛋白粉,特级/分离/缓释/酪蛋白粉,左旋肉碱、增肌粉,MASS增肌粉,肌酸粉,谷氨酰胺粉,强化支链氨基酸粉,高蛋白薯片,果仁棒,蛋白棒等。
汤臣倍健	成立于2005年,成为膳食补充剂行业的领导企业。	蛋白质、维生素、天然动植物提取物及其它功能性膳食营养补充食品。
美妆电商集团 (THG)	英国美妆电商集团(TheHutGroup,简称“THG”)总部位于英国曼彻斯特,成立于2004年,其推出了第一个专注于生活方式和健康美容产品的电商网站,如今业务涵盖了美容、健康、奢侈品、生活方式四大品类。旗下专业运动健身营养品销售网站主要经营“MyProtein”品牌蛋白产品系列。	增肌粉、蛋白粉、蛋白饼、蛋白威化、全能早餐粉等。
哥兰比亚 (Glanbia)	哥兰比亚(Glanbia)作为全球最大的运动营养食品公司,在34个国家拥有6900名员工,产品销往130多个国家和地区,其主要生产基地在爱尔兰、美国、英国、德国和中国。2018年,公司业务目前主要分为功能性保健品、营养解决方案和奶酪。功能性保健品作为核心业务营收占比49%。旗下品牌包括欧普特蒙(Optimum)、BSN、爱素纯(Isopure)、think!等。	增肌粉、蛋白粉、肌酸粉、能量棒、蛋白奶昔、复合维生素等。

资料来源:公司招股说明书,HTI

**图5 京东上的运动营养食品示例**


数据来源: 京东, HTI

**图6 康比特在国内运动营养行业市场占率 (2012-2022E)**


资料来源: 华经产业研究院、wind, HTI

## 2. 竞技体育领先品牌，技术专业度高

公司成立于 2001 年，是一家集运动营养、健康营养食品研发与制造、数字化体育科技服务为一体的创新型体育科技公司，致力于为竞技运动人群、大众健身健康人群、军需人群提供运动营养、健康营养食品及科学化、智能化运动健身解决方案。

公司作为国内运动营养食品主要推动者，研发技术能力强劲，曾参与起草并制定多项行业标准和国家标准，截至 2022 年 9 月 30 日，公司已获自主知识产权合计 220 项，技术体系涵盖了针对运动人群运动前中后的营养需求。公司一直秉承“为中国高水平运动员提供高品质的运动营养产品及服务”的初衷，在竞技体育领域已经形成领先的品牌优势，连续入围国家体育总局国家队集中采购营养食品目录，入围产品的品类、数量、销售额多年位居前列。在 2016-2017 年国家队集采目录，全部入围 8 大类目、共入围 33 款产品（占比 27%）；在 2019-2020 年国家队集采目录，全部入围 8 大类目、共入围 27 款产品（占比 28%）。同时，公司长期为中国人民解放军总后勤部、联勤保障部队、中国人民武装警察部队等多支军队客户供应战斗口粮、特种作战食品、能量棒等军用食品。

表 2 公司发展历程

2001 年	康比特公司成立，运动营养研究所成立，运动营养食品厂建成，开创我国运动营养产业先河。
2002 年	产品达到国家进出口商品要求标准，同年实现产品出口。
2003 年	康比特与北京体育大学、武汉体育学院等高校展开校企合作，建立研究生工作站。
2004 年	中国食品科学技术学会运动营养食品分会成立，首次举办国际运动营养食品高层论坛。
2005 年	中国第一家服务于大众健身和健康人群的运动营养专卖店问世。
2006 年	国内首家运动营养食品产业基地在北京昌平落成。
2007 年	康比特主导起草的 5 项运动营养食品行业标准陆续颁布实施，填补了我国运动营养食品法规空白；康比特运动营养食品通过 QS 认证。
2008 年	成为 2008 年奥运会供奥企业，并荣获“优秀供奥企业”、“优秀残奥供供应商”称号。
2009 年	联合国内众多知名健身机构，共同举办首届阳光教练全国公开赛。
2010 年	在昌平九华山庄召开品牌发布会，重磅推出全新品牌 VI 体系，高调进军大众健康营养市场。
2011 年	康比特荣获“国家火炬计划重点高新技术企业”称号，并被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，成为行业发展的标杆企业。
2013 年	康比特牵头成立了《中国运动健康产业联盟》，同年举办《海峡两岸运动营养食品技术与应用专家论坛》。
2014 年	北京市发改委批准设立运动营养关键技术开发工程实验室；CPT 健康产业园落成；2014 年世界男子冰壶锦标赛首次在亚洲举办，康比特冠名赞助本次锦标赛。
2015 年	公司新三板挂牌，向资本市场更高目标冲击；头制订的 GB24154-《2015 食品安全国家标准运动营养食品通则》颁布；2015 年世界田径锦标赛在京举办，康比特获指定运动营养品提供商称号；与中国田径协会携手，助力中国国家田径队征战里约奥运会。
2016 年	被认定为“北京市企业技术中心”；全程参与亚洲健美健身锦标赛运营，此次比赛是近年来中国健身健美市场规模最高、规模最大的赛事。
2017 年	运动营养食品 SC 落地，康比特成为国内首家获得生产许可的产品品牌。
2018 年	康比特引入德国全自动一体化食物棒流水线并投入使用，日产量最大可达到 60 万支。
2019 年	康比特检测中心正式通过中国合格评定国家委员会 (CNAS) 认证，具备 46 个食品类检测项目能力；康比特成功斩获 CMO 金匠奖“B2C 最佳产品创新奖”，国潮引领营销新趋势。
2020 年	固安基地正式投产，产能预计 2138 吨，为亚洲最大、能力最强的运动营养食品供应链基地；全力向资本市场更高目标冲击。

资料来源：公司官网，HTI

图 7 公司专家团队介绍



数据来源：公司官网，HTI

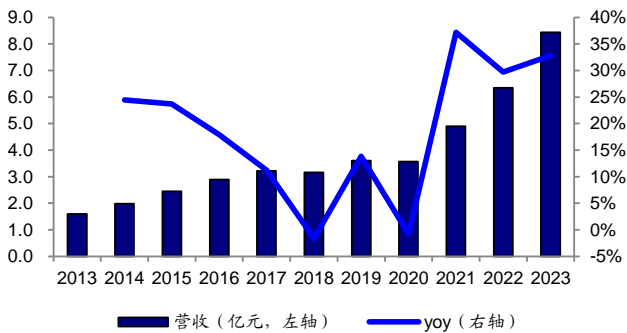
图 8 公司参与的标准制定



资料来源：公司官网，HTI

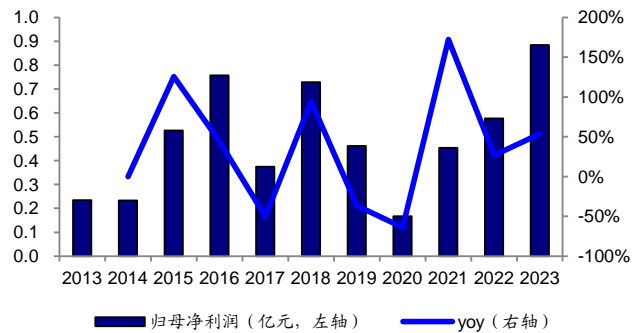
2013-2023 年公司收入从 1.59 亿元增长至 8.43 亿元，CAGR 为 18.14%；归母净利润从 0.23 亿元增长至 0.88 亿元，CAGR 为 14.22%；扣非后归母净利润从 0.05 亿元增长至 0.76 亿元，CAGR 为 32.33%。近几年公司收入表现情况如下：21 年收入增速 37.18%，主要系：①加强在抖音平台、天猫平台、京东平台的运营推广，线上直营和代销合计收入同比增长 3100.59 万元；②不断加大经销网络拓展力度，培育中坚阶层经销商，推动经销收入持续增长，经销收入同比增长 6712.02 万元；③军需客户、受托加工客户及数字化体育科技服务的客户需求增加，推动线下直营收入的增长，其收入同比增长 3435.34 万元。22 年收入增速 29.72%，主要系：①线上表现亮眼，尤其抖音、京东平台的推广销售，带动运动营养食品同比增长 8891.53 万元；②军需业务增长，带动公司健康营养食品同比增长 3921.71 万元。23 年收入增速为 32.79%，主要系公司持续进行研发投入、积极进行产品升级，并且不断扩大销售渠道，增加市场推广力度，在保证原有市场占有率的情况下，开发新的细分市场，同时军需业务增长迅速。

图9 公司收入及增速 (2013-2023)



数据来源：wind, HTI

图10 公司归母净利润及增速 (2013-2023)



资料来源：wind, HTI

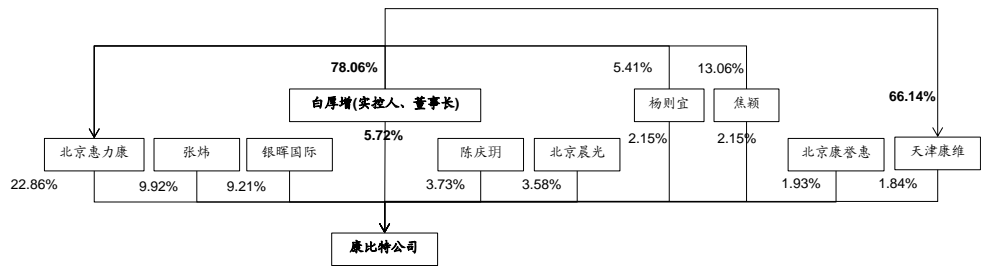
公司股权相对分散，截止 2023 三季度末，实控人为董事长白厚增博士，其直接持股 5.72%，合计持股 24.77%。白博士具有丰富的管理经验、销售经验和专业沉淀，组织实施了公司一系列重大经营决策和战略转型，带领公司从竞技运动市场拓展到大众健身健康市场。

公司其他管理层行业经验丰富，公司董事、总经理李奇庚是生物技术和工艺制备领域专家，拥有优异的产业化组织管理能力和商业敏锐度，为公司快速发展做出了突出贡献。公司董事、首席技术顾问杨则宜先生和董事、副总经理焦颖均拥有 40 余年运动营养领域从业及研发经验，先后任职于北京医科大学运动医学研究所和国家体育总局运动医学研究所，杨则宜先生作为我国反兴奋剂和运动营养理论的奠基人之一，被国家体育总局聘为备战奥运会运动营养与恢复的首席科学家。

21 年 8 月公告员工持股计划（草案），合计参与对象 40 人，认购 240 万股，北京康誉惠为员工持股平台，持有公司 1.93% 股份。23 年 9 月公告限制性激励计划（草案），授予 14 人 110 万股，授予价格为 5 元/股，23、24、25 年收入/利润（满足其一即可）考核目标分别为同比增长 26%/21%、15%/15%、15%/15%。



图11 公司股权结构 (截止 2023 三季度末)



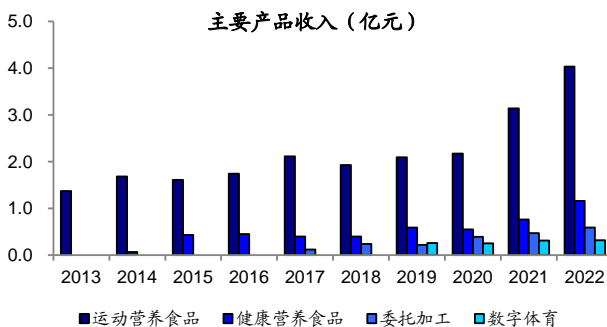
资料来源: wind, HTI

### 3. 运动营养、健康营养稳健增长, 聚焦核心产品

公司目标客户涵盖了各类人群, 包括针对竞技运动人群、健美健身人群、青少年运动人群、大众运动健康人群、军需人群等。公司产品形态亦丰富多样, 包括粉剂类、液体类、棒类、压缩饼干类等, 主要产品为运动营养食品、健康营养食品、数字化体育科技服务、委托加工业务, 2022 年收入分别为 4.03 亿元、1.16 亿元、0.32 亿元、0.59 亿元。

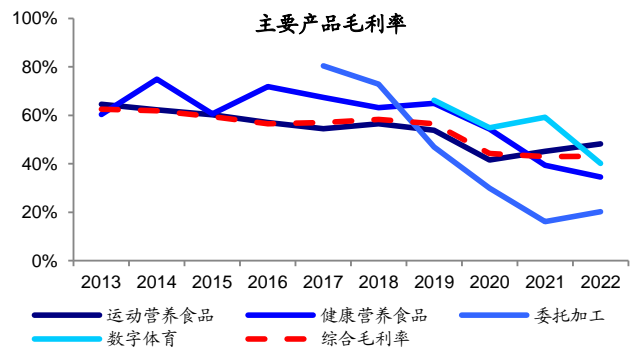
近几年核心业务运动营养食品、健康营养食品近几年保持较快增长, 2020-2022 年 CAGR 分别为 36%、45%。据公司 2023 年 9 月 9 日投资者关系活动记录表中披露, 运动营养食品是“基本盘”, 健康营养食品是“延伸扩展盘”, 因其高品质已成为军队采购的对象, 业务增长迅猛; 数字化体育科技是“延伸扩展盘新方向”, 该业务是公司在“数据、经验, 全链条解决方案”方面专业优势的延伸, 未来有望成为公司新的业务增长点。

图12 公司主要产品收入 (2013-2022)



数据来源: wind, HTI

图13 公司主要产品毛利率 (2013-2022)



资料来源: wind, HTI

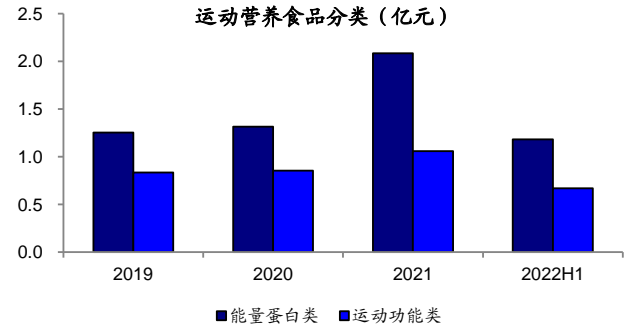
**运动营养食品：**可以分为①特征营养类，包括补充能量类、控制能量类和补充蛋白类；②运动项目类，包括速度力量类、耐力类和运动后恢复类。2022H1 能量蛋白类、运动功能类收入分别为 1.18 亿元、0.67 亿元。

图 14 公司运动营养食品示例



数据来源：公司招股说明书，HTI

图 15 公司运动营养食品各类别收入 (2019-2022H1)



资料来源：公司招股说明书，HTI

**健康营养食品：**可划分为①健康食品，指满足大众人群健康营养需求的食品，主要包括棒类产品、固体饮料、压片糖果等；②军需食品，指为满足部队作训官兵特定需求的食品，主要包括战斗口粮、特种作战食品、能量棒等。2022H1 健康食品、军需食品收入分别为 0.18 亿元、0.51 亿元。

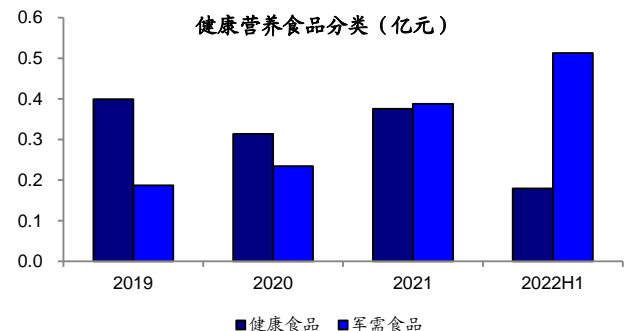
公司自 2009 年即与中国人民解放军总后勤部军需装备研究所合作研发“固体棒”产品，并参与制定了军标《09 特种作战食品规范》，公司固安生产基地为多支部队开展“军用食品安全管理体系培训”，公司 2020 年 6 月固安压缩饼干线投产后当年即成为“单兵战斗口粮”中标供应企业。据 2024 年 2 月 1 日公司投资者关系活动记录表披露，目前军队形成了营养丰富、品种齐全、功能配套的军用食品体系，军用食品向着耐饥饿、口感好、高能量、富营养、多配餐等方向发展，预计军需食品市场将稳步扩大。目前公司提供给军需市场的产品有能量棒、压缩干粮、自热食品，且近年来公司在口粮类军需采购中排名较高，自热食品订单实现较大突破，未来公司有信心做大做强军需市场产品及服务。

图 16 公司健康营养食品示例



数据来源：公司招股说明书，HTI

图 17 公司健康营养食品各类别收入 (2019-2022H1)

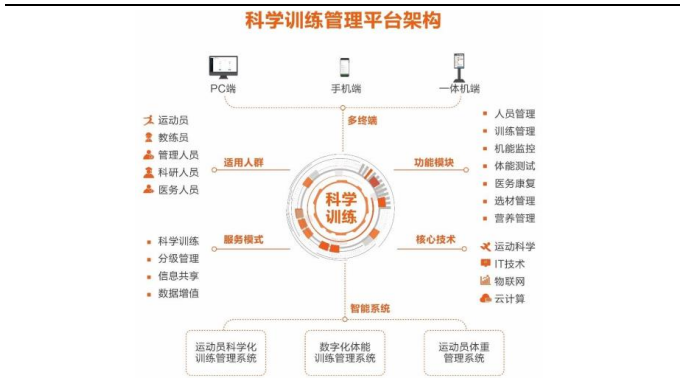


资料来源：公司招股说明书，HTI

**数字化体育科技服务：**指为满足竞技运动人群的科学训练、大众健身与健康人群的科学健身需求提供的科学训练指导、营养咨询的软硬件系统产品和服务。公司开发了科学训练管理系统、智慧营养平台、智能健身平台等产品和服务体系。

**受托加工业务：**客户主要包括幸福能量、青岛菲比等，公司主要为其代工各类固体棒、液体左旋肉碱、压片糖果等产品。

图 18 公司数字化体育科技服务示例



数据来源：公司招股说明书，HTI

图 19 公司受托加工业务示例



资料来源：公司招股说明书，HTI

公司拥有行业相对完整的自主知识产权的技术体系，涵盖了针对运动人群运动前中后的营养需求，形成了丰富的产品系列及品类。与此同时，为了强化资源利用效率，在近几年的定期报告里多有提及产品聚焦策略，比如在最新的 23 年半年报内，公司提出要集中资源，聚焦大众健身市场和跑步市场，持续夯实乳清蛋白、能量胶核心战略品差异化竞争力。

表 3 公司产品聚焦策略在定期报告中的叙述

2018 年	1、公司在专业体育市场，精简营养品品项，完成了多款营养品 SC 升级优化。2、在大众市场，聚焦康比特经典和康比特焱金系列产品，聚焦健身健美人群，聚焦健肌粉、乳清蛋白、正氮蛋白、芋动奶昔等重点产品，将一些长尾产品和低毛利产品进行退市，大幅精简营养品品项，并将大众健身市场全渠道的产品价格进行统一。通过产品的聚焦以及价格的调整，实现了价格体系的稳定以及产品效率和产品毛利的提高。
2019 年	公司坚持聚焦策略。1、在专业体育市场，聚焦运动营养品销售业务，围绕国家队预选目录的 27 款产品进行推广和 SC 营销，同时对仪器设备的产品架构体系进行重新梳理，重点聚焦机能监控和疲劳恢复类设备产品。2、在大众市场，聚焦经典、焱金、青少、加速等康比特品牌产品，针对主销的乳清蛋白、正氮蛋白和锌镁肌酸产品丰富产品口味。
2021 年	公司在针对不同人群市场坚持聚焦单品战略。1、针对健身人群，聚集“乳清蛋白”品类，充分发挥专业市场品牌优势，发挥专业技术产品优势，构建乳清蛋白产品矩阵，拓口味、拓规格、拓场景，形成竞争壁垒；2、针对青少年运动人群，公司采用套餐化的产品结合技术服务中心策略，聚焦润力饮、充力元和三健特产品，持续深耕体考生和体育特长生市场；3、针对专业运动员人群，面向核心大客户，聚焦“康比特高能”固体饮料爆品，提高营养品销售效率。
2022 年	坚定不移聚焦爆品，聚焦乳清蛋白产品，对乳清蛋白产品矩阵进行优化，在线上、线下渠道分别进行不同类型产品主推。公司集中资源，聚焦大众健身市场和跑步市场，持续夯实乳清蛋白、能量胶核心战略品差异化竞争力。1、针对乳清蛋白爆品，引入高品质原料，添加专利成分，主打清洁配方，以更高品质原料+CPTpro 专有营养配方+专利成分+清洁标签，全面焕新升级，夯实卖点壁垒，提升爆品品质，打造爆品乳清。2、针对能量胶爆品，继续占领跑步市场，从满足跑步人群马拉松赛事能量补充的需求拓展至满足跑步人群日常训练的能量补充需求，强化爆品矩阵，创新开发赛事场景高配版能量胶和日常训练场景等渗能量胶，在能量补充的基础上，添加其他有效成分，
2023H1	并针对夏季炎热酷暑的季节性特点，推出薄荷金银花口味的冰凉感防中暑能量胶，直击跑步人群核心痛点。

资料来源：公司 18、19、21、22 年年报，公司 23 年半年报，HTI

## 4. 线上、线下齐头并进，营销精细化管理

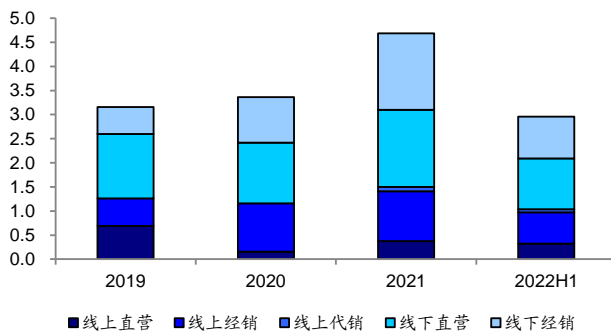
公司采用“线上+线下”、“直营+经销+代销”模式进行销售，2019-2022H1 年直销占主营业务收入比 64%、42%、42%、47%，经销占比 36%、58%、56%、51%。2019-2022H1 线上占比为 40%、34%、32%、35%，线下占比为 60%、66%、68%、65%。

- ✓ 针对竞技体育市场采取线下销售为主，直营与经销相结合的模式。其中国家队以直营为主，大部分省市级运动队、俱乐部和体育院校由各地经销商与客户沟通谈判，并根据各地采购招标要求进行推广销售。
- ✓ 针对军需市场，考虑到客户对产品质量、安全、创新以及供应体系有较高要求，公司采取线下直营模式。
- ✓ 针对需求增长迅速且竞争激烈的大众健身健康市场，公司采用以线上线下相结合，经销为主，直营、代销为辅的销售模式。

2019-2022H1 公司线下收入分别为 1.89 亿元、2.2 亿元、3.19 亿元、1.92 亿元，其中线下经销也保持较快增长。公司不断加大经销网络拓展力度，经销商总数量分别为 120 家、190 家、231 家和 236 家，呈逐年增长趋势，新增经销商数量分别为 50 家、79 家、52 家和 15 家，其中线下经销商新增数量分别为 41 家、72 家、51 家和 15 家，新增经销商数量主要来源于线下。同时公司对经销商结构进行持续优化，重点培育中坚阶层经销商，中坚阶层经销商的经销能力不断提升，销售收入介于 50 万至 300 万之间的经销商数量分别为 30 家、55 家、92 家和 54 家。

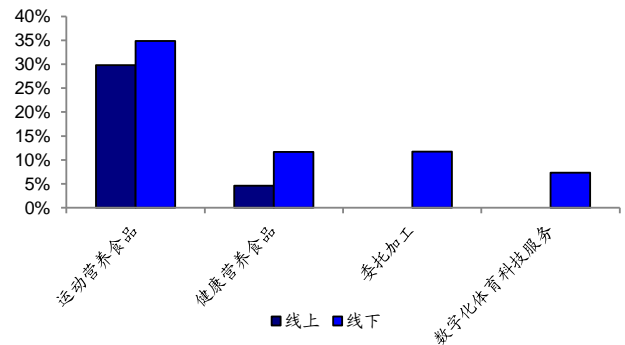
2019-2022H1 公司线上收入分别为 1.26 亿元、1.16 亿元、1.5 亿元、1.04 亿元，总体也呈增长趋势。线上销售主要通过淘宝、天猫、京东、抖音、拼多多、唯品会等国内主要电商平台。近年来社交电商、直播平台等新兴线上渠道发展迅速，公司先后布局了微信小程序等社交电商平台，以及抖音、快手等直播带货的新兴营销平台，2021 年公司线上直营收入同比增长 143.35%，2022H1 线上直营收入同比增长 119.89%，一定程度上体现了线上渠道建设的成果。

图 20 公司各销售渠道收入 (2019-2022H1)



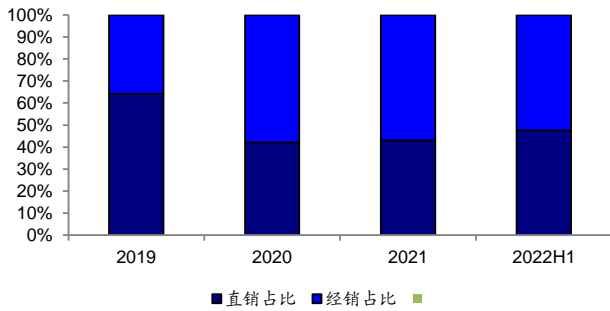
数据来源：公司招股说明书，HTI

图 21 2021 年公司不同产品线上、线下收入占比



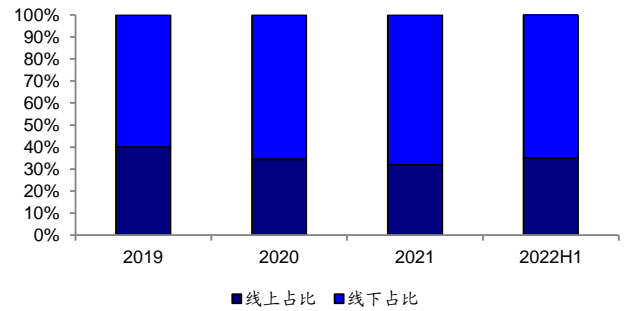
资料来源：公司关于第一轮问询的回复，HTI

图22 公司直营、经销占主营业务收入比 (2019-2022H1)



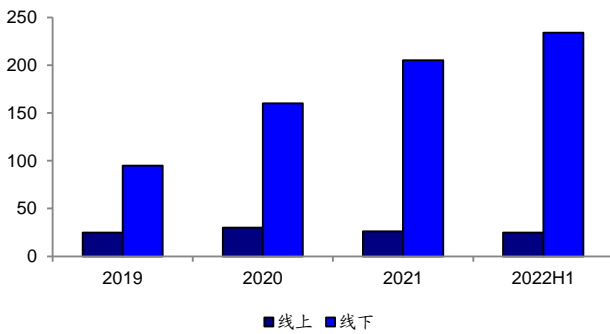
数据来源：公司招股说明书，HTI

图23 公司线上、线下占主营业务收入比 (2019-2022H1)



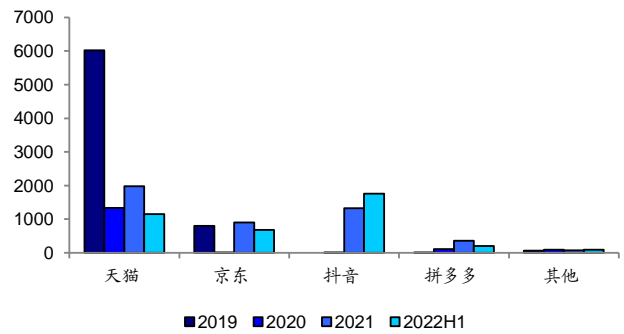
资料来源：公司招股说明书，HTI

图24 公司经销商数量变化 (2019-2022H1)



数据来源：公司关于第一轮问询的回复，HTI

图25 公司在各电商平台直营及代销销售收入 (2019-2022H1)



资料来源：公司关于第一轮问询的回复，HTI

表 4 22H1 公司前五大客户销售情况

客户名称	主要产品或服务	销售金额	销售占比
联勤保障部队第五采购服务站 (线下直营)	军需食品	4801.49	15.70%
京东自营 (线上经销商)	运动营养食品及健康营养食品	2900.72	9.49%
长沙永义诚 (线上经销商)	运动营养食品及健康营养食品	2351.31	7.69%
扬州健乐 (线下经销商)	运动营养食品及健康营养食品	1102.70	3.61%
和优良品	受托加工	617.99	2.02%
合计		11774.21	38.51%

资料来源：公司招股说明书、公司关于第二轮问询的回复，HTI

## 19-22H1 销售费用明细中：

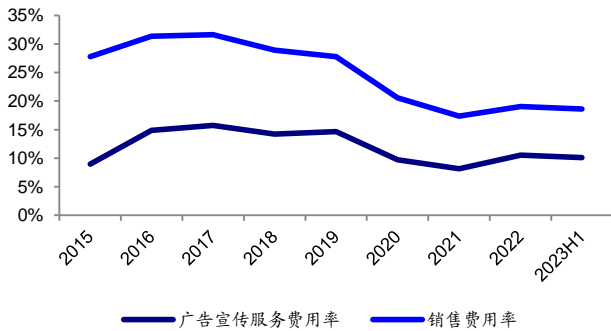
1、线下推广费持续下降，线下推广费主要为进行地推活动、线下推广活动等支付给活动策划方、服务商的费用，如马拉松赛事、健身健美赛事等。在 19/20 年占比较高，21-22H1 下降明显，主要系疫情影响及公司销售模式变化。

2、线上推广费用先降后升，线上推广费主要系公司在天猫和京东等线上平台进行推广活动而支付的费用，2020 年公司线上推广费下降的主要原因系 2019 年 10 月公司将线上主要店铺转移给福州富月辉经营后，线上销售收入下降，对应的线上推广费下降；2021 年度公司拓宽线上渠道建设，加强线上推广力度，在天猫、抖音及拼多多等平台销售收入增加，对应的线上推广费上升。

3、代言费用较少，我们预计主要系专业化健身明星费用支出较少。

同时，为了提升费用投放效率，公司创新数字体育营销模式，基于京东、淘宝、抖音和社交电商等平台，加强品牌营销与渠道销售推广联动，建立数据模型，分析投入产出效果。通过数据找准营销平台，优化投入产出效果。

图 26 公司广告宣传服务费用率&amp;销售费用率 (2015-2023H1)



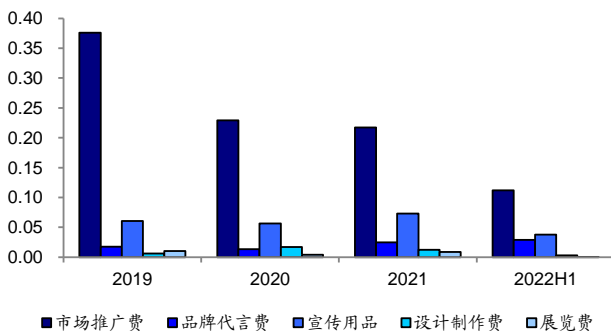
数据来源：公司招股说明书、公司 22 年年报、公司 23 年半年报，HTI

图 27 公司代言人示例



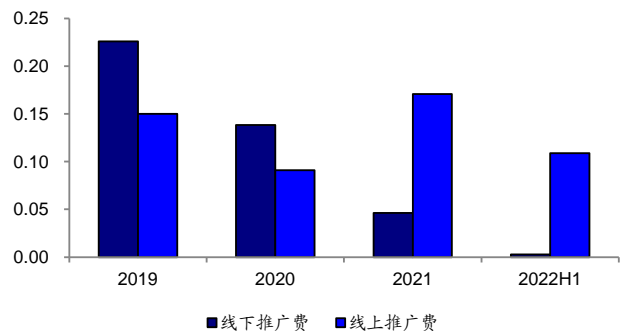
资料来源：公司官网，HTI

图 28 公司广告宣传服务费用明细 (2019-2022H1)



数据来源：公司招股说明书，HTI

图 29 公司市场推广费用明细 (2019-2022H1)



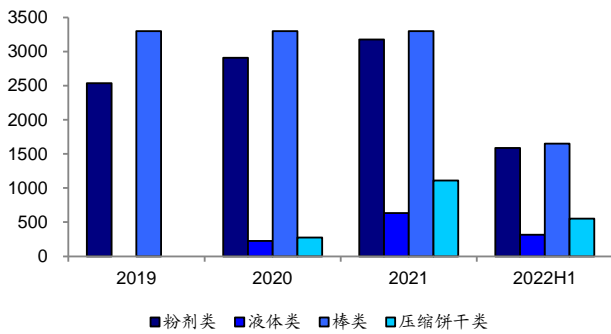
资料来源：公司招股说明书，HTI

## 5. 上市募投扩产能

2019-2021 年粉剂类、液体类、压缩饼干类产能利用率较高，棒类产品的产能利用率较低，主要系设计棒线产能时对受托加工业务的市场需求预期较为乐观，但实际市场需求不及预期。2022H1 压缩饼干类产能利用率较低，主要是公司订单较少所致。

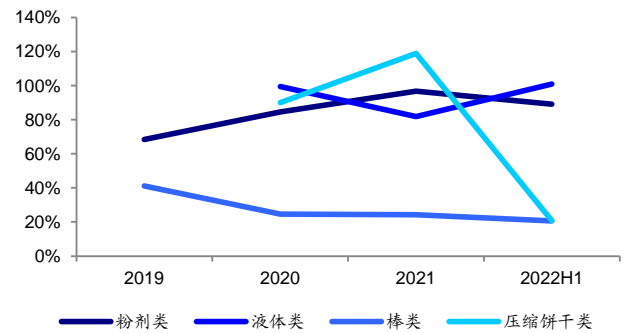
公司上市募集资金主要用于①运动营养食品生产基地建设项目，项目建成后将形成年产 392 吨液体饮料、200 吨凝胶糖果、220 吨软胶囊的生产规模。②品牌建设与推广项目。最终融资净额为 1.38 亿元。

图30 公司各产品产能（吨，2013-2022H1）



数据来源：公司招股说明书，HTI

图31 公司各产品产能利用率（2013-2022H1）



资料来源：公司招股说明书，HTI

表5 公司上市募投项目（万元）

序号	项目	项目总投资额	拟用本次募集资金投入金额
1	运动营养食品生产基地建设项目	12599.57	12599.57
2	品牌建设与推广项目	5000	5000
	合计	17599.57	17599.57

资料来源：公司招股说明书，HTI

表6 公司上市募投项目主要产品产能

产品类别	募投项目新增产能	公司 21 年产能
液体类（千升）	392	633
凝胶糖果类（吨）	200	-
软胶囊类（吨）	200	-

资料来源：公司招股说明书，HTI

## 6. 盈利预测与估值

我们认为康比特作为运动营养食品行业龙头，聚焦核心品类，线上、线下齐发力，主要业务未来有望实现较快增长。结合公司各项业务的历史数据，做出如下假设：

- 假设运动营养食品未来三年收入增速分别为 15%、30%、25%，毛利率分别为 46.22%、46.72%、47.22%。
- 假设健康营养食品未来三年收入增速分别为 120%、20%、20%，毛利率分别为 32.51%、33.01%、33.51%。
- 假设委托加工未来三年收入增速分别为 -10%、0%、0%，毛利率均为 20.2%。
- 假设数字体育未来三年收入增速分别为 30%、20%、20%，毛利率均为 40.09%。

表 7 公司主要业务拆分预测 (百万元)

		2022	2023E	2024E	2025E
运动营养食品	收入	403.34	463.84	602.99	753.74
	yoy	28.28%	15.00%	30.00%	25.00%
	毛利率	48.22%	46.22%	46.72%	47.22%
健康营养食品	收入	115.53	254.16	304.99	365.99
	yoy	51.39%	120.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	34.51%	32.51%	33.01%	33.51%
委托加工	收入	59.4	53.46	53.46	53.46
	yoy	27.52%	-10.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.20%	20.20%	20.20%	20.20%
数字体育	收入	32.35	42.06	50.47	60.57
	yoy	4.21%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	40.09%	40.09%	40.09%	40.09%
合计	收入	635.06	843.32	1041.72	1263.56
	yoy	29.72%	32.79%	23.53%	21.30%
	毛利率	43.13%	40.61%	41.39%	42.06%

资料来源：wind, HTI

我们预计公司 23-25 年 EPS 分别为 0.71/0.86/1.04 元，相关可比公司 24 年 PE 在 13-28 倍，给予公司 24 年 20 倍 PE，对应目标价 17.2 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 8 可比公司估值对比 (2024.3.7)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	每股收益 (元/股)			市盈率 (X)		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
汤臣倍健	300146	16.68	1.03	1.23	1.43	16.19	13.61	11.70
仙乐健康	300791	31.65	1.46	2.10	2.59	21.69	15.09	12.21
东鹏饮料	605499	181.30	5.06	6.54	8.10	35.86	27.73	22.37
平均						24.42	18.67	15.31
康比特	833429	11.26	0.71	0.86	1.04	15.86	13.09	10.83

资料来源：可比公司盈利预测全来自 wind 一致预期，HTI

## 7. 风险提示

竞争加剧，市场拓展不顺，材料价格波动等。



公司是中国第一家集研发、生产、销售运动营养食品于一体,并提供运动营养技术服务的高新技术企业,长期以来一直为国家级专业运动员和大众健身人群提供安全有效的系列化运动营养食品 and 专业化技术咨询服务,经过近十年的飞速发展,康比特的市场份额稳居国内同行业榜首。2006年7月,康比特公司投资建设的“运动营养产业基地”将落成投产,产业基地将成为整合运动营养行业上下游企业的“产业孵化器”,产业基地的投入使用是我国运动营养行业向产业化方向迈进的重要标志。

附表 前十大股东:

股东名称	占总股本比例(%)
北京惠力康信息咨询中心(有限合伙)	22.5345
张炜	9.9158
银晖国际有限公司	9.2139
白厚增	5.6438
陈庆玥	3.7301
北京晨光创业投资有限公司	3.5824
天津岳领骐骥企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	3.2431
焦颖	2.1467
杨则宜	2.1467
北京康誉惠信息咨询中心(有限合伙)	1.9277
合计	64.0847

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>635</b>	<b>843</b>	<b>1042</b>	<b>1264</b>
每股收益	0.46	0.71	0.86	1.04	营业成本	361	501	611	732
每股净资产	5.94	6.41	7.27	8.31	毛利率%	43.1%	40.6%	41.4%	42.1%
每股经营现金流	0.41	0.86	0.64	1.42	营业税金及附加	6	9	11	13
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	121	169	203	250
P/E	24.29	15.83	13.10	10.78	营业费用率%	19.0%	20.0%	19.5%	19.8%
P/B	1.89	1.75	1.55	1.35	管理费用	51	46	57	73
P/S	2.20	1.66	1.34	1.11	管理费用率%	8.1%	5.4%	5.5%	5.8%
EV/EBITDA	6.85	7.93	5.63	3.99	EBIT	69	86	121	147
股息率%	<b>1.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	4	0	0	0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	43.1%	40.6%	41.4%	42.1%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	9.1%	10.5%	10.3%	10.3%	投资收益	0	0	0	0
净资产收益率	7.8%	11.1%	11.8%	12.5%	<b>营业利润</b>	<b>65</b>	<b>86</b>	<b>121</b>	<b>147</b>
资产回报率	5.8%	8.1%	8.7%	9.4%	营业外收支	1	14	0	0
投资回报率	7.3%	8.7%	11.1%	12.0%	<b>利润总额</b>	<b>66</b>	<b>100</b>	<b>121</b>	<b>147</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	98	115	152	178
营业收入增长率	29.7%	32.8%	23.5%	21.3%	所得税	8	12	15	18
EBIT 增长率	15.3%	24.1%	40.8%	21.2%	有效所得税率%	12.2%	12.0%	12.1%	12.1%
净利润增长率	26.9%	53.4%	20.9%	21.5%	少数股东损益	0	-1	0	-1
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>58</b>	<b>88</b>	<b>107</b>	<b>130</b>
资产负债率	25.9%	27.3%	26.3%	25.5%					
流动比率	2.81	2.73	3.01	3.24	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.88	1.76	1.88	2.14	货币资金	304	346	383	514
现金比率	1.51	1.42	1.44	1.73	应收账款及应收票据	70	75	110	111
<b>经营效率指标</b>					存货	174	216	279	302
应收账款周转天数	32.95	31.07	32.01	31.54	其它流动资产	18	28	30	37
存货周转天数	151.61	140.03	145.82	142.92	流动资产合计	567	665	802	966
总资产周转率	0.70	0.81	0.90	0.97	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	1.88	2.54	3.18	3.93	固定资产	332	331	324	319
					在建工程	3	0	-2	-4
					无形资产	28	27	25	24
					非流动资产合计	430	432	425	421
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>997</b>	<b>1097</b>	<b>1226</b>	<b>1387</b>
净利润	58	88	107	130	短期借款	20	2	-16	-34
少数股东损益	0	-1	0	-1	应付票据及应付账款	89	125	146	173
非现金支出	33	29	31	31	预收账款	2	3	4	4
非经营收益	7	-14	0	0	其它流动负债	91	114	134	155
营运资金变动	-46	3	-59	17	流动负债合计	202	244	267	298
<b>经营活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>107</b>	<b>79</b>	<b>177</b>	长期借款	36	36	36	36
资产	-11	-10	-16	-20	其它长期负债	20	20	20	20
投资	0	-8	-8	-8	非流动负债合计	56	56	56	56
其他	0	0	0	0	<b>负债总计</b>	<b>258</b>	<b>300</b>	<b>323</b>	<b>354</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	实收资本	125	124	124	124
债权募资	-19	-18	-18	-18	归属于母公司所有者权益	739	798	905	1035
股权募资	149	-5	0	0	少数股东权益	0	-1	-1	-2
其他	-35	-25	0	0	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>997</b>	<b>1097</b>	<b>1226</b>	<b>1387</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>96</b>	<b>-48</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>137</b>	<b>42</b>	<b>37</b>	<b>131</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

The domestic sports nutrition industry has significant potential, with Beijing Competitor Sports Science Technology Joint Stock Co., Ltd. holding clear comprehensive advantages. The global sports nutrition market is expected to reach \$22.86 billion by 2026, maintaining rapid growth. The domestic market, currently led by domestic brands, is projected to reach RMB 6 billion by 2023, with a potential 21% growth rate over the next three years. Beijing Competitor's market share is expected to continue to rise due to its strong technical and distribution advantages.

The Company has high technical expertise and has seen steady revenue and profit growth in recent years. Revenue increased from RMB 159 million to RMB 843 million between 2013-2023, with a CAGR of 18.14%; net profit attributable to shareholders grew from RMB 23 million to RMB 88 million, with a CAGR of 14.22%. The Company's sports and health nutrition products have shown robust growth, with CAGRs of 36% and 45% respectively from 2020-2022.

Online and offline sales have grown steadily, with the Company expanding into social e-commerce platforms like WeChat and live-streaming platforms like Tik Tok. The number of distributors has increased rapidly, with enhanced capabilities among core distributors. Marketing expenses are optimized through data analysis to improve return on investment.

Earnings Forecast and Valuation: We predict the Company's EPS for 2023-2025 to be RMB 0.71/0.86/1.04 respectively. With comparable companies' 2024 PE ranging from 13-28x, we give the Company a 20x PE for 2024, corresponding to a target price of RMB 17.2 and initiate coverage with an "Outperform" rating.

Risk Warning: Market expansion falling short of expectations and intensified industry competition.

## 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， 顾慧菁， 在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点， 并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关； 及就此报告中所讨论目标公司的证券， 我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huijing Yan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我， 程碧升， 在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点， 并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关； 及就此报告中所讨论目标公司的证券， 我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Bisheng Cheng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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

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

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

北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,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—引擎资本基金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,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管—北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划—富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行 及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。

北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,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—引擎资本基金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,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管—北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划—富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行 和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 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,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—引擎资本基金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,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管—北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划—富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司 及上海京东工贸商行获得除投资银行服务以外的产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,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-引擎资本基金,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,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管-北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划-富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司 and 上海京东工贸商行。

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

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

### 分析师股票评级

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

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

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

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

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

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

### Analyst Stock Ratings

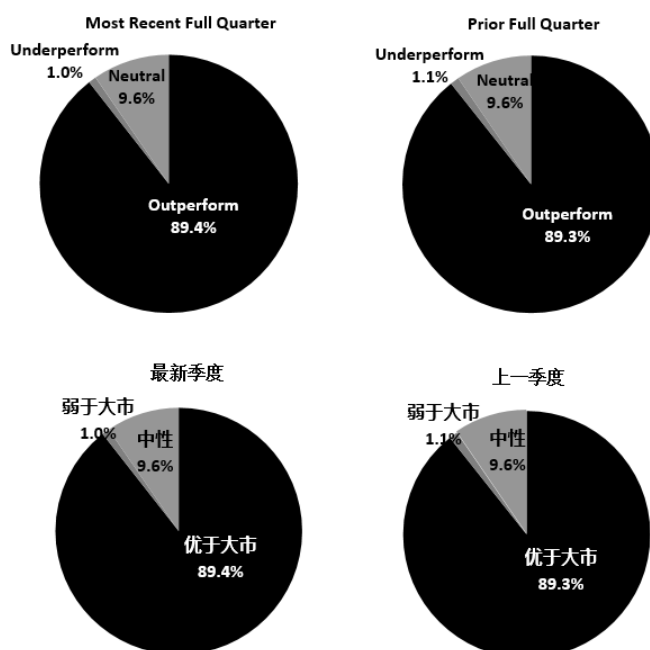
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

### 评级分布 Rating Distribution



### 截至 2023 年 12 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	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

\*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 December 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

\*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.

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

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

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

#### IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account

your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

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

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

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

#### 分发和地区通知:

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

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

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

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

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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



and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein

without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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