

颐海国际 YIHAI INTERNATIONAL HOLDING (1579 HK)

产品矩阵加速完善，渠道精耕齐头并进

Product matrix completes gradually with enriched sales network

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK\$16.00
目标价	HK\$19.66
HTI ESG	1.2-3.0-3.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$16.59bn / US\$2.12bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$7.90mn
发行股票数目	1,037mn
自由流通股 (%)	56%
1 年股价最高最低值	HK\$21.60-HK\$9.48

注：现价 HK\$16.00 为 2024 年 4 月 29 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	20.3%	49.5%	-22.8%
绝对值 (美元)	20.2%	49.2%	-22.6%
相对 MSCI China	54.2%	84.9%	20.7%

(Rmb mn)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
营业收入	6,148	6,883	7,501	8,074
(+/-)	0%	12%	9%	8%
净利润	853	976	1,108	1,233
(+/-)	15%	14%	13%	11%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.88	1.00	1.14	1.27
毛利率	31.6%	31.6%	31.8%	31.9%
净资产收益率	18.7%	19.7%	21.2%	22.1%
市盈率	17	15	13	12

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

具有品牌优势的复调龙头企业，发力中式复调及方便食品支撑新增长。颐海国际起源和根植于海底捞，既是海底捞火锅底料产品的最大供应商，又拥有海底捞品牌的永久使用权。近年来公司加快发展步伐，在销售方面，积极拓展第三方渠道，降低对关联方的依赖，在产品方面，发力中式复调以及方便速食产品，丰富产品矩阵。为支撑公司业务长期发展，公司目前在国内及海外均已规划相应的产能布局，五大产业中心实现本地化生产保障供应，十一大物流中心提升产品配送效率。

产品推陈出新迭代迅速，产品矩阵逐渐完善为增长提供基础。

2022 年公司对产品研发组织进行优化，国内由 7 个创新委员带领 21 个产品小组开展产品研发工作，同时针对海外业务，公司于亚洲（中国大陆外）设立了 7 个产品小组，于欧美设立了 1 个产品小组，希望研发的产品更能适应海外消费者的需求。公司注重产品的长期规划，强化产品上市标准，以期提高新产品上市成功率。截至 2023 年末，公司共在销/当年新增 62/24 款火锅调味料产品，68/37 款中式复合调味料产品，72/40 款方便速食产品，其中火锅底料非辣口味成功实现差异化突围，复合调味料产品矩阵不断完善，方便速食渠道下沉取得初步成效。

第三方收入占比持续稳步提升，关联方开放加盟带动需求增长。

公司第三方渠道占比逐步提升，并于 2018 年超过关联方业务占比，此后公司第三方业务增速整体表现优于高于公司整体增速，2018-2023 年第三方/关联方营收 CAGR 分别为 22.4%/11.3%。2024 年公司进一步落实渠道精细化管理与数字化管理，有望针对不同类型消费者在营销方面做出针对性调整。此外，公司将积极拥抱线上渠道以及加速探索针对 B 端业务的营销策略和服务体系，提升供应能力。2024 年关联方开放加盟，现有产品的需求有望伴随海底捞门店增加而增加，此外，公司在产品及研发方面具有长期竞争优势，有望中长期受益于海底捞品牌门店扩张。

盈利预测与投资建议：我们预计 2024/2025/2026 年收入分别为 68.8/75.0/80.7 亿元，归母净利润为 9.8/11.1/12.3 亿元，对应调整后 EPS 为 1.0/1.1/1.3 元，对应 PE 为 15X/13X/12X。参照行业平均估值水平以及考虑到 A/H 市场差异，给予公司 2024 年 18X 的 PE 水平，18.04 元，对应港币 19.66 元(1RMB=1.09HKD)，首次覆盖给予“优于大市”评级。

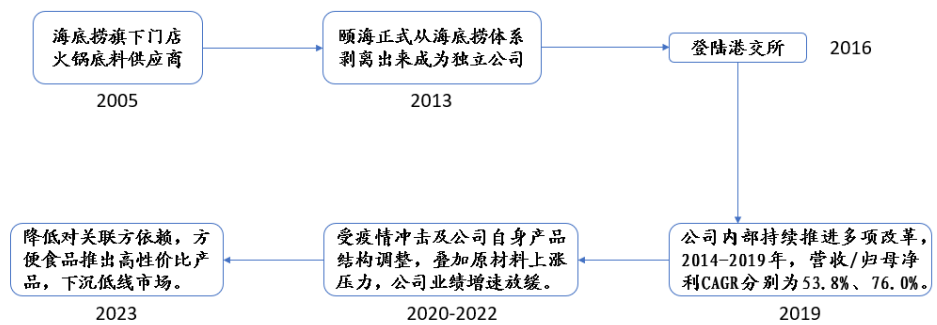
风险提示：关联方扩张不及预期，新品推广不及预期，新渠道拓展不及预期，原材料价格波动

1. 以海底捞供应商起家，积极谋求新发展

1.1 海底捞分公司起家的复调龙头企业

颐海国际前身系海底捞旗下门店火锅底料供应商。2005年，海底捞原有的分店炒料模式无法满足已有的门店扩张战略，设立分公司以专供门店火锅底料；2012年，海底捞门店突破百家，管理成本加大；2013年，经海底捞战略讨论，公司从海底捞分拆独立；并于2016年港交所上市。此后，颐海国际运营战略持续优化，逐渐减少对海底捞的依赖。火锅调味料关联方营收占比从2017年峰值78.7%下降至2023年的不足50%，第三方占比则从2017年21.3%上升至2023年的50%以上。公司的“去海底捞化”战略初显成效。

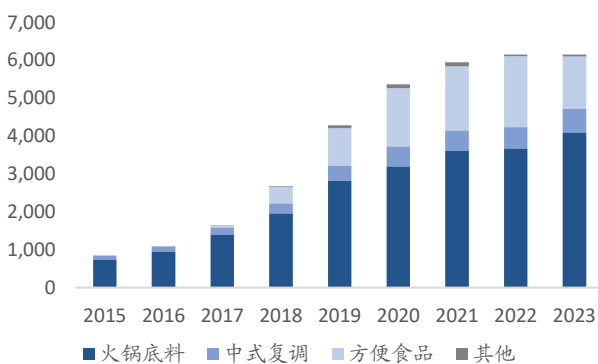
图1 颐海国际发展历程示意图



资料来源：招股说明书，公司公告，HTI

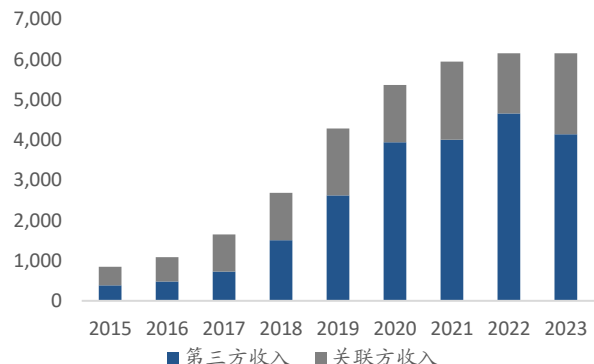
2013年，经战略讨论，公司从海底捞分拆独立；并于2016年于港交所上市。此后，颐海国际运营战略持续优化，逐渐减少对海底捞的依赖。火锅调味料/公司整体关联方营收占比从2017年62.5%/55.6%下降至2023年的46.4%/，第三方占比则从2017年37.5%/44.4%上升至2023年的53.6%/67.3%。公司的“去海底捞化”战略初显成效。

图2 2015-2023年公司分业务收入结构情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，HTI

图3 2015-2023年公司分渠道收入结构情况（单位：百万元）

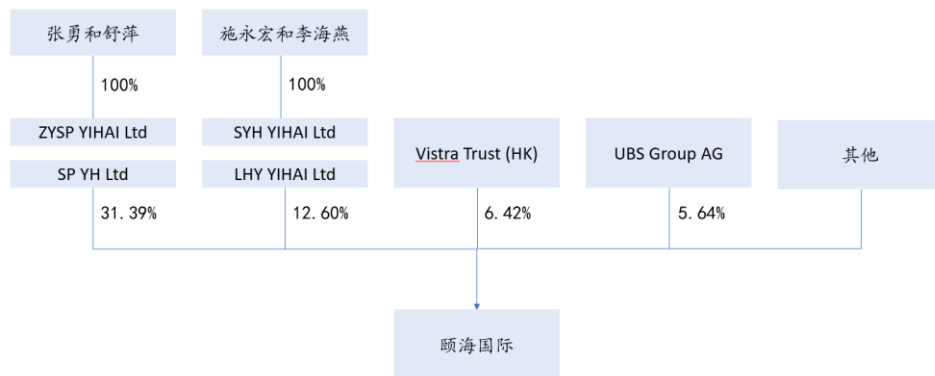


资料来源：公司公告，HTI

1.2 组织架构持续探索完善，运营效率持续提升

颐海国际实控人与海底捞一致，在内部机制及战略决策方面可与海底捞产生一定的协同性。根据公司 2023 年年报公告，公司实控人为张勇先生、舒萍女士通过其全资持有的信托 ZYSP YIHAI Ltd 持有公司 31.39% 的股份，颐海国际董事长施永宏先生及妻子李海燕女士通过全资子公司 SYH YIHAI Ltd 及 LHY YIHAI Ltd 共同持股。公司与海底捞的股权结构较为相似，张勇夫妇同时为海底捞实际控制人，通过“离岸家族信托+ BVI 公司”持有公司股份。从股权结构来看，公司股权高度集中，且与海底捞联系紧密，施永宏夫妇同时也为海底捞的创始人之一。海底捞作为优秀的餐饮公司，对消费者的需求以及偏好有较为全面的掌握，颐海国际可充分借鉴来自海底捞的经营经验，对市场发展方向有较为前瞻的把握，从而提升产品品质，提升研发效率。

图4 截至 2023 年末颐海国际股权结构情况

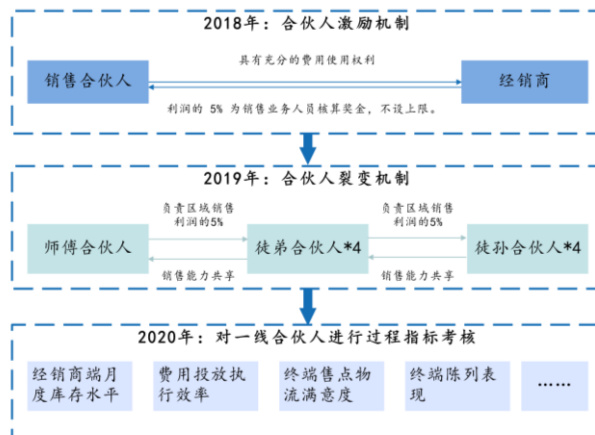


资料来源：公司公告，HTI

公司不断深化销售合伙人机制提升运营效率。公司通过销售合伙制、合伙人裂变制、区域长制度等一系列管理机制开展渠道标准化管理，从而提升运营效率。2017 至 2023 年，公司收入 CAGR 为 24.6%，员工数量（含临时工）CAGR 为 6.6%，人均创收从 85.8 万元提升至 218.3 万元，CAGR 为 16.8%。

2018 年公司开启产品项目制以及销售合伙人激励制度，完善产品矩阵，促进产品开发成功率。2018 年公司的业务重点为积极发展多品牌战略，不断扩充产品组合，深耕全国销售网络。在多品牌的战略思维下，公司引入产品项目制，通过提拔有新品创意及具备统筹管理能力的员工作为项目负责人，领导项目的实施和发展。同年，公司还启动了对销售系统的合伙人激励制度，帮助提高产品开发成功率，提升市场渗透率。合伙人激励机制，取代了此前的销售目标达标率考核方式，把每个销售人员的业绩提成转变为与其负责业务单元的经营利润挂钩。公司以经销商和终端满意度为出发点，对一线销售合伙人进行过程指标考核。考核指标包括经销商端库存水平、费用投放执行效率、终端售点物流满意度以及终端陈列表现等，不仅能够提升渠道销售业绩，而且有助于保证各项相关指标的健康有序。

图5 公司销售合伙人激励机制



资料来源：招股说明书，HTI

2019 年公司推出合伙人裂变制，完善人才培养并提高经营效率。 2019 年，公司在销售体系原有合伙人机制的基础上引入了合伙人裂变制度。在此制度下，合伙人能够培养助理，助理将逐渐裂变为徒弟合伙人，并一同分享师傅合伙人的业务单元利润，这一制度给予了师傅合伙人发展超出旧有区域业务，开拓下沉新渠道的时间和动力，提升了销售团队中优秀人才持续供应的能力，并激发了销售团队的活力与创造力。公司还明确了销售体系的淘汰竞争机制，即 PK 制度，并以家族制的方式绑定合伙人团队的内部利益，淘汰业务能力差的合伙人，激励业务发展突出的合伙人，从而提升合伙人的自律性并达成绩效指标。该制度解决了公司在渠道管理过程中遇到的人才瓶颈和管理架构的问题。

2020 年公司推行区域长制，将过程考核与业绩评价相结合。 2020 年公司在原有合伙人机制的基础上，开始推行区域长制，由各区域长统一协调管理区域内研发、销售、推广等相关事务。此外，公司还将该机制从销售体系推行到供应体系，工厂长及其核心团队对工厂的整体产品质量、客诉及产量等直接负责，且其工作的创新、优化及指标达成度等与薪酬挂钩。区域长制度进一步重组了公司的销售及产品研发团队，将公司业务条线最重要的产品营销划分为超过 30 个小区域团队，区域长则负责带领团队全面从供应补充、新品研发、产品营销等方向挖掘业务潜力，激发具备区域特色的产品机会，提升营销活动的针对性和有效性，补充优化区域供应效率，进而深化各区域渠道发展。

2021 年至今，公司分渠道管理，销售与研发分开，权责更加明晰。 公司发现前期的产品项目制的激励过于注重短期利益，导致研发架构及考核政策并没有催生出令市场满意的新品。此外过于频繁的组织变革使得很多员工疲于应对，同时渠道细分工作周期较长，给经销商伙伴也造成影响，因此并没有带来销售业绩的快速增长。2021 年至今，公司取消区域长制度，统一由一名销售总监带领四名渠道经理对合伙人开展培训、指导工作。公司将销售渠道统一划分为流通渠道、线上渠道、商超渠道等，其中流通渠道又划分南区、北区、中区三个大区，由不同的销售负责。与此前不同的是，研发方面由总部 CEO 统一管理，取代此前区域长制度下的研发销售一手抓的局面。区域销售主管专心负责所在区域范围内的销售及对销售合伙人的监督，不再对其业绩进行鞭策。销售与研发分开，销售渠道内部细化，权责更加明晰。

1.3 产能规划支撑长期业务发展，供应链体系持续搭建完善

为支撑公司业务长期发展，公司目前在国内及海外均已规划相应的产能布局。国内方面：公司布局搭建辐射全国大部分地区的生产基地，目前河北霸州、河南漯河、安徽马鞍山等生产基地产能陆续投产或处于建设中。

表格 1 颐海国际主要产能分布情况

工厂	产能
河北省霸州二期	规划年产能为方便速食食品 2.8 万吨，于 1Q24 投产
河北省霸州一期北车间	合计产能 7 万吨
马鞍山工厂	年设计产能 20 万吨，其中二期工厂年规划产能 1.5 万吨，于 1Q23 投产。新增牛油生产基地，一期年规划产能 5.7 万吨，公司预计于 2Q24 投产。
漯河生产基地	年设计产能 30 万吨，其中一期规划产能 15 万吨，蘸料产线于 3Q22 投产，香辛料产线于 1Q23 投产
简阳生产基地	年设计产能 2.5 万吨，2023 年底投产
肇庆生产基地	年设计产能 4.4 万吨
泰国工厂	一期于 2Q23 投产，年规划产能 1.5 万吨。二期设计产能 2 万吨，公司预计将于 2025 年投产。

资料来源：公司官网，公司公告，HTI

国外方面：公司于 2020 年 5 月购买了位于泰国大城府洛加纳工业园区的土地用于建设泰国工厂，一期设计产能 1.5 万吨，于 2Q23 投产，二期设计产能 2 万吨，公司预计将于 2025 年投产，所有项目建设完成后公司的国外产能预计将有 3.5 万吨。目前，公司已完成东南亚供应链的建设，通过开拓东南亚市场来触达海外其他区域。

五大产业中心实现本地化生产保障供应，十一大物流中心提升产品配送效率。公司提出“产业中心”的概念，通过与当地政府进行沟通协作，给予供货商资金和技术支持，鼓励各供货商就近建设生产线，使生产本地化，既能更好保障产品的供应，也能更好地对原料和产品进行质量把控和全程追溯。目前，公司共有华北、华中、华东、华南和西南五大产业中心，其中华东产业中心的馥海马鞍山工厂已成功引导供货商完成本地化生产。此外，为了缩短发货周期并降低经销商起订数量，公司在杭州、福州、佛山等地建立了 11 个区域物流分仓，使得经销商订货频次更灵活，保证了渠道拓展的健康和可控，而且有效保证了终端产品的生产日期新鲜，使得产品陈列更有竞争力。受益公司有效的生产及存货管理，制成品仓储时间就零售产品而言约为 7 日，就售予关联方的定制产品而言约为 30 日。

图6 公司五大产业中心分布



资料来源：公司官网，HTI

图7 公司十一大物流中心分布

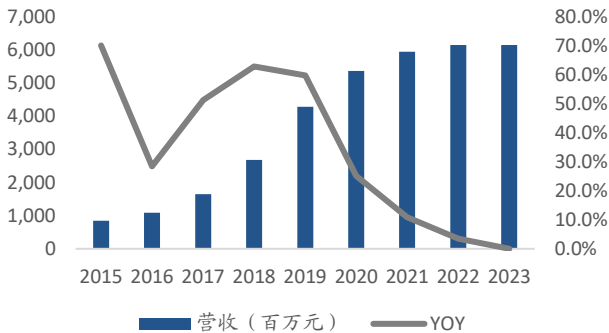


资料来源：公司官网，HTI

1.4 收入短期承压，毛利率随原材料价格波动

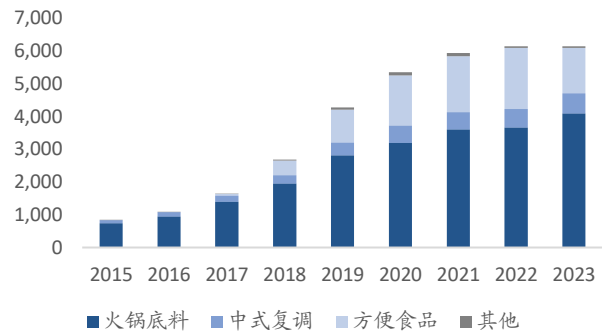
疫情及疫后时期收入增长承压，关联方及第三方节奏差异。2020年至2022年，受疫情冲击公司业绩增速放缓。2020年，疫情对餐饮行业带来较大冲击，关联方业务调整，公司整体业绩增速放缓。2020-2022年公司营收CAGR为7.1%。2023年年公司实现营业收入61.5亿元，同比增长0.01%。其中关联方收入伴随海底捞消费场景复苏明显改善，第三方业务由于自热火锅需求下降以及方便速食新品上市缓慢增长承压。

图8 2015-2023年公司营收及增长情况



资料来源：公司公告，HTI

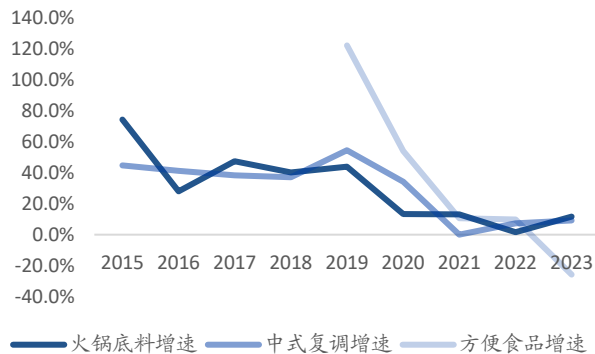
图9 2015-2023年公司分业务营收情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，HTI

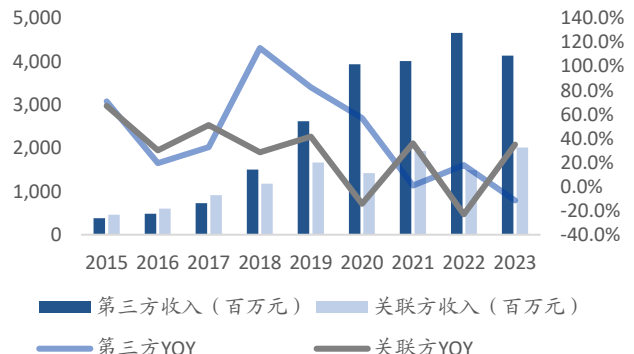
火锅底料收入占比降低，中式复调及方便食品占比提升。公司火锅底料业务收入占比自2017年峰值84.8%逐渐降低至2023年的66.6%，中式复调/方便食品于2023年收入分别达到6.2/13.9亿元，收入占比分别为10.1%/22.6%。

图10 2015-2023年公司分产品营收增长情况



资料来源：公司公告，HTI

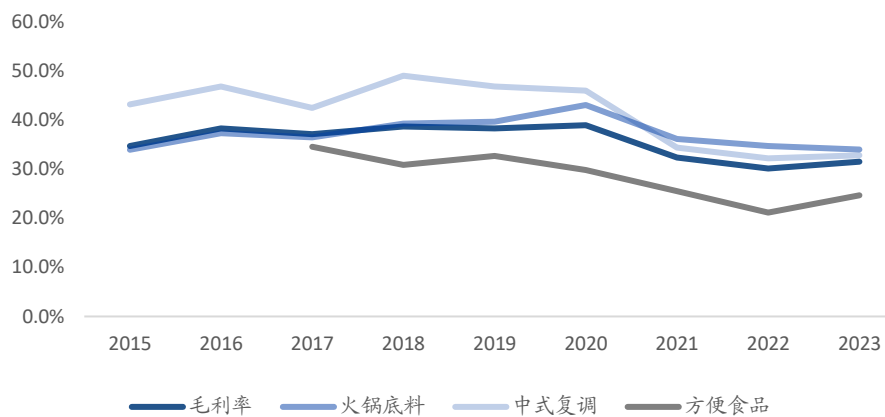
图11 2015-2023年公司分渠道营收及增长情况



资料来源：公司公告，HTI

原材料价格波动及公司产品结构调整造成公司毛利率波动。2022年公司毛利率为30.2%为近年来最低水平，相较2019年（疫情前）下滑8.2pct，主要系原材料成本上升，以及内部产品结构调整所致。此后原材料成本下降，公司毛利率得到改善，2023年公司毛利率为31.6%，同比增长1.4pct。未来随着公司供应链持续优化，我们预计公司毛利率存在优化空间。

图12 2-15-2023 年公司毛利率表现情况



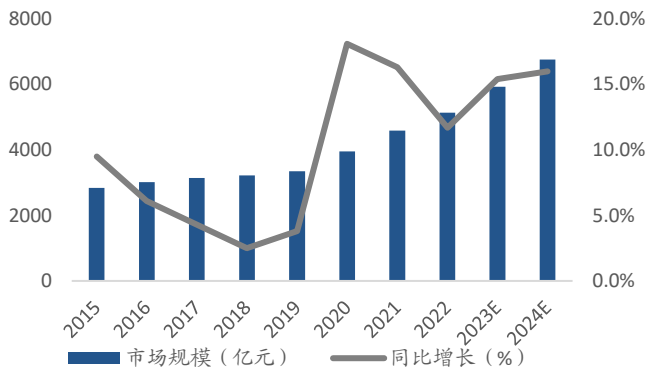
资料来源: 招股说明书, HTI

2. 多因素带来复合调味品行业产品较大增长空间

2.1 复合调味品仍有渗透空间

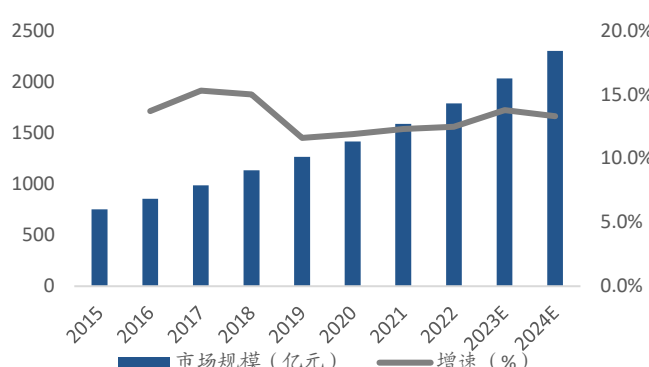
复合调味品市场发展快于调味品整体市场。复合调味品凭借其便捷化、口味稳定、种类丰富等特点，行业规模快速增长，发展速度快于调味品整体市场，成为调味品市场的主要增长动力。据艾媒咨询数据显示，2022年我国复合调味品行业市场规模达1786亿元，同比增长12.5%。根据艾媒咨询，2015-2022年我国调味品/复调市场规模CAGR分别为8.8%/13.2%。

图13 2015-2024E 调味品行业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，HTI

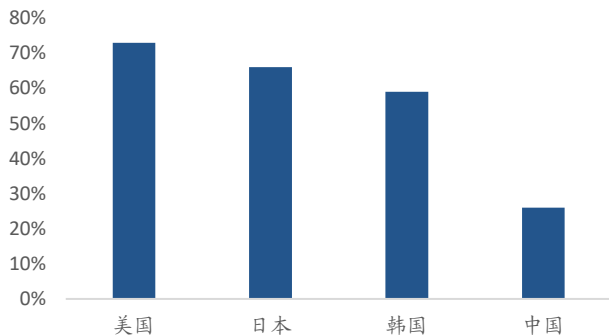
图14 2015-2024E 年我国复合调味品市场规模



资料来源：艾媒咨询，HTI

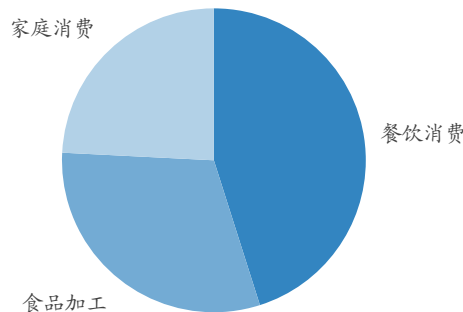
我国复合调味品的渗透目前处于较早期阶段，渗透率提升存在较大空间。近些年因为产业升级与外卖等产业快速发展驱动，复合调味品市场已进入快速增长阶段，整体渗透率仍存在巨大提升空间。日、韩、美等国经济发展起步较早，调味品市场发展较为成熟，目前已经进入以使用复合调味品为主的阶段，而中国复合调味品渗透率仅为26%。而复合调味品在饮食习惯与中国类似日、韩渗透率分别为66%和59%，因此我们预计中国复合调味品市场存在较大发展空间。

图15 2020 年中美日韩复合调味品渗透率对比情况



资料来源：华经产业研究院，HTI

图16 复合调味品销售渠道分布情况



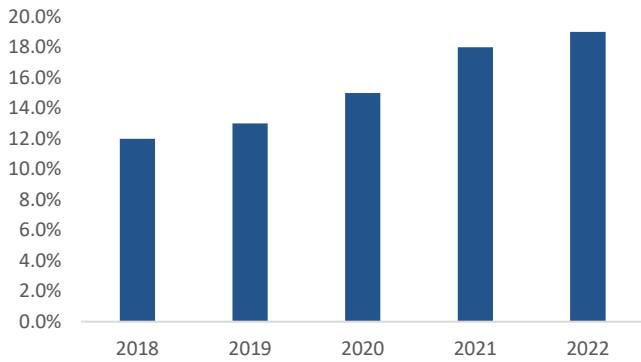
资料来源：华经产业研究院，HTI

我国复合调味品销售主要集中在餐饮消费和食品加工领域，占比分别为45.1%和30.7%，家庭消费占比仅为24.2%。相较于普通家庭消费，餐饮及食品加工等领域会更多使用滋味丰富、独特的复合调味品来吸引消费者，而随着近年来外卖餐饮及预制菜等行业的兴起，复合调味品的需求规模也逐渐扩大。

2.2 餐饮连锁化率提升助推 B 端复合调味品行业规模增长

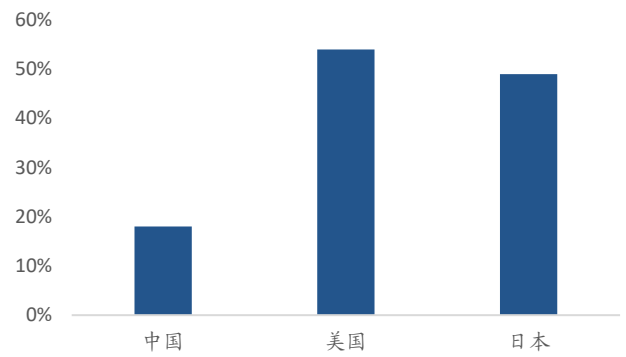
我国餐饮连锁化率逐步提升，对标成熟市场有较大成长空间。根据华经产业研究院数据，2018 年到 2022 年，中国餐饮市场连锁化率从 12% 提高到 19%，连锁餐厅发展势头良好。参照海外，在 2021 年日本餐饮连锁化率已达到 49%，美国达到 54%。伴随着连锁餐厅具有采购成本优势，风险抵抗能力强，服务品质良好，菜品稳定性高等优点，我国餐饮连锁化率仍有较大发展空间。

图 17 2018-2022 年我国连锁餐饮连锁化率情况



资料来源：美团，HTI

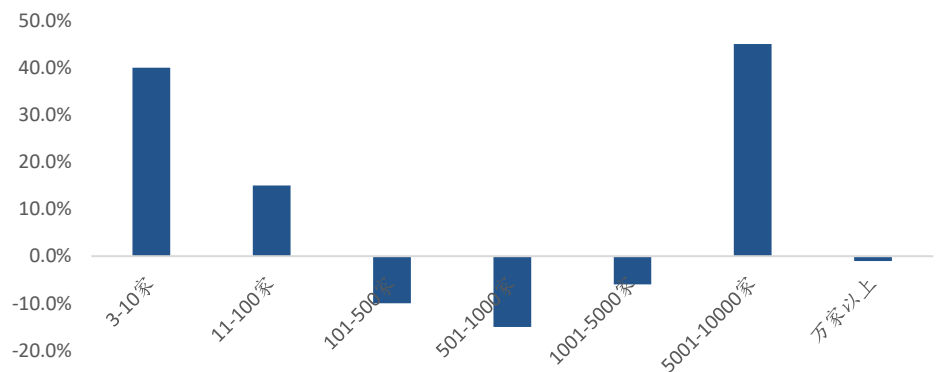
图 18 2021 年我国餐饮连锁化率与成熟国家对比



资料来源：中国连锁经营协会，HTI

连锁餐饮企业对于产品质量与稳定性以及出餐服务都有着更高的要求，因此“中央厨房+门店”的经营模式有助于在保障产品与服务质量的同时，更能助力优化烹饪流程，以保证众多门店消费者体验一致。定制餐调的配方模式能够显著地降低人工因素在产品质量和稳定性方面的影响，同时也能有效地提高出餐速度，提升消费者的总体效用水平。定制餐调除较高的品质保障和稳定性保障之外，同样具有较高的创新性，富有经验和业务技术能力的定制餐调企业往往拥有成熟的研发和生产系统，从客户需求出发，提供新品解决方案，同时规模较大的成熟企业拥有柔性化生产能力，往往也能使采购成本相对较低。在餐饮连锁化率的提升的背景下，复合调味品行业具有十分广阔的发展空间。

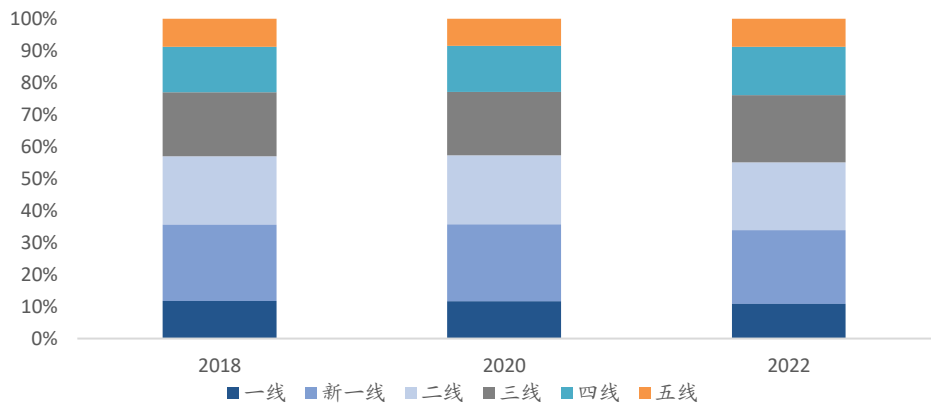
图 19 2022 年不同规模区间的品牌门店数量同比增速



资料来源：前瞻产业研究院，HTI

我国中小规模连锁餐饮扩张速度领先，中小 B 端业务已具备发展契机。根据前瞻产业研究院数据，2022 年我国餐饮门店数量涨幅最大的是规模在 5001-10000 家店以及 3-10 家店的连锁品牌门店数，同比增速分别为 45%与 40%；其次是规模在 11-100 家店的品牌门店数，同比增速为 15%。而规模在 101-500、501-1000 以及 1001-5000 家店的品牌门店数量则出现了负增长。

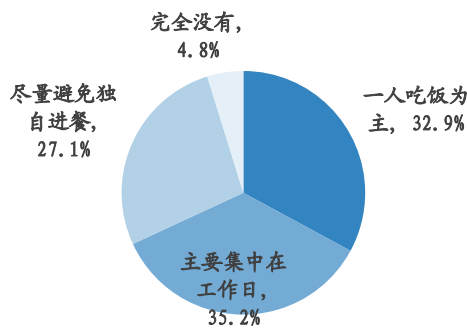
图 20 2018-2022 年不同层级城市连锁化率表现情况



资料来源：前瞻产业研究院，HTI

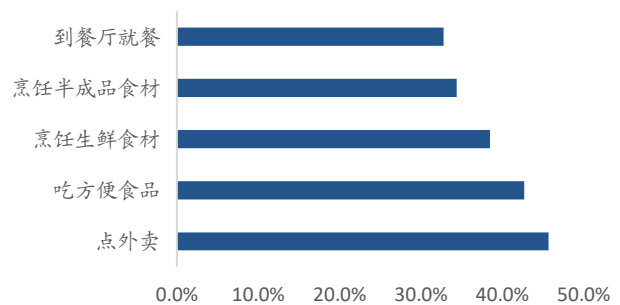
连锁化由高线城市向低线城市传导，下沉市场将成为未来趋势。根据前瞻产业研究院数据，从 2018-2022 年各等级城市的连锁化率整体保持上涨趋势。其中城市连锁化率增速最快的为新一线城市，五年来城市连锁化率提升了 8.5%。其次是三线及以下城市，五年城市连锁化率提升约 8%。不过，即使如此，三线及以下城市的餐饮连锁化率仍不足 20%。

图 21 2021 中国单身群体饮食消费场景调查



资料来源：美团，HTI

图 22 2021 年中国单人就餐饮食习惯表现



资料来源：中国连锁经营协会，HTI

外卖的兴起同样为复合调味品规模增长带来发展空间。随着国内独居人数的不断壮大，以及生活节奏加快，外卖逐渐成为就餐的主流方式之一。艾媒咨询的调研显示，68.1%单身人士表示一个人吃饭为常见的情况，一人食的情况下，选择点外卖的单身群体占比最高，占 45.7%，其次是吃方便食品，占比 42.7%。对外卖行业而言，配送时长及菜品口味为消费者关注的两个重点，复合调味品的使用是保证菜品口味标准化和出餐效率的关键因素，因此我们认为外卖行业对定制化、标准化复合调味品需求也将持续提升。

2.3 生活节奏加快以及生活方式改变推动 to C 类复合调味品规模增长

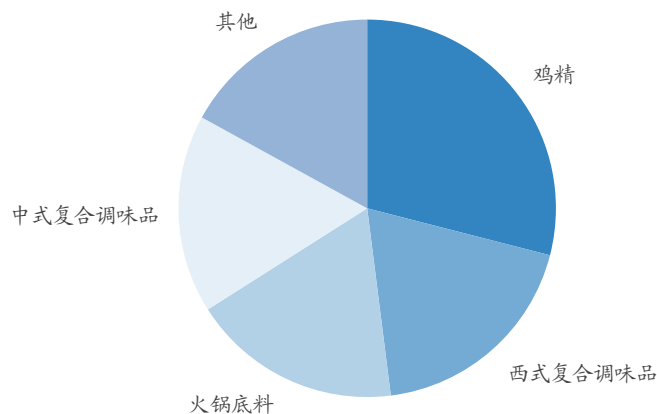
随着城市化进程的推进，我国生活节奏越发加快。我国主力消费人群为 20-40 岁群体，该部分群体消费能力较强，尝试新鲜事物的意愿较强，且普遍广泛浏览互联网信息，追求时尚，而随着生活节奏不断加快，时间趋向碎片化，家庭趋向小型化，家庭烹饪的经济效益逐渐降低，轻烹食品因其新鲜多样的食物品类、便捷健康的烹饪方法、烹饪的参与感和满足感以及烹饪社交需求而广受欢迎。

随着互联网发展和近年来疫情的影响，互联网轻烹迎来了巨大发展。新式轻烹速食因符合时代发展，拥有巨大的需求与市场。新式轻烹速食是对传统方便食品的继承和升级，轻烹速食是对标正餐美食而产生的传统方便升级食品，满足烹饪简单便捷的优点外，轻烹食品更加讲究饮食营养和质量，重视菜肴的口味和鲜美，种类更为多样。复合调味品既相较于单一调味品，拥有简便快捷、丰富多样的优势，又作为轻烹速食的组成部分，伴随轻烹速食的兴起快速获得新的市场空间。

2.4 复合调味品市场品类丰富，市场格局分散

从品类来看，复合调味品主要有鸡精、火锅调味料、中式复合料和西式复合料几大类，其中鸡精占比最大，占比约为 29%，其次为西式复合调味品和火锅底料，占比分别为 19%和 18%。

图23 中国复合调味品市场结构分布情况



资料来源：华经产业研究院，HTI

柔性生产成为行业规模化提升的关键。 To B 端的复合调味品具有产品定制化、需求分散化的特点，因此对生产柔性及敏捷度要求较高。因此，对于复合调味品服务商来讲，解构味道并建立标准化模块可构成相应的生产壁垒。成熟的服务商基于数字化系统和智能工厂，对客户需求进行分析与研发，最终量产。

3. 研发机制持续完善，多品类产品齐头并进

3.1 研发机制持续完善，产品矩阵不断丰富

公司上市以来，持续完善产品研发机制，产品矩阵不断丰富。2022 年公司对产品研发组织进行优化，国内由 7 个创新委员带领 21 个产品小组开展产品研发工作，同时为了产研结合更加紧密有效，创新委员也同步管理产品研发方向对应的生产工厂。同时针对海外业务方面，公司于亚洲（中国大陆外）设立了 7 个产品小组，于欧美设立了 1 个产品小组，由市场总监直接领导，希望研发的产品更能适应海外消费者的需求。

经过产品研发改革，2023 年公司新增 24 款火锅调味料产品，37 款中式复合调味料产品以及 40 款方便速食产品。目前公司火锅调味料/中式复合调味料/方便速食产品分别在售 62/68/72 款。

在火锅底料方面，颐海成为行业龙头企业由来已久，“清油+非辣”战略下品牌势能发挥了明显优势，市场地位巩固。近年来产品 SKU 总量增速相对平缓，新品研发战略以稳增长为核心。在中式复调领域，公司自 2018 年以来加大投入，SKU 加速丰富，公司通过快速推新不断尝试打造大单品。方便食品产品在疫情前 SKU 增长较缓，在疫情期间公司抓住机遇大力研发方便食品新品，疫情期间 SKU 数量增长 3 倍。疫情之后公司根据消费特点，及时调整方便食品产品策略，推出了性价比产品，丰富产品价格带。

表格 2 近年来公司新品推出进展

截止时间	新增产品情况
23A	24 款火锅调味料产品，37 款中式复合调味料产品，40 款方便速食产品。
22A	11 款火锅调味料产品，16 款中式复合调味料产品，18 款方便速食产品。
21A	8 款火锅调味料产品、18 款中式复合调味料产品，13 款方便快餐产品。
20A	23 款火锅调味料产品，15 款中式复合调味料产品，13 款方便快餐产品，4 款休闲食品。
19A	7 款火锅调味料产品，8 款中式复合调味料产品，2 款自加热小火锅产品，3 款自加热米饭，4 款即食酱产品，4 款休闲食品以及 14 款标准化餐饮装产品。
18A	3 款火锅底料产品，5 款中式复合调味料产品，5 款自加热小火锅产品，3 款即食酱产品及 12 款标准化餐饮装产品。
17A	3 款火锅底料产品，5 款中式复合调味料产品，5 款自加热小火锅产品。
16A	11 款火锅底料产品，11 款中式复合调味料产品。

资料来源：公司公告，HTI

3.2 火锅底料专注非辣口味，差异化竞争获得优势

目前市场上火锅底料主要分为辣和非辣两类。众多川渝火锅企业更加专注牛油、辣锅底等相关产品，公司另辟蹊径选择清油（植物油）和非辣锅底切入市场，于 2008-2011 年针对非辣锅底消费者陆续推出三鲜、清汤锅底、番茄、菌菇锅底。

颐海国际在火锅底料行业定位于中高端产品，在非辣锅底上具备优势。2007 年通过推出优质植物油火锅底料，开拓中高端火锅底料市场。随着消费升级，中高端火锅底料市场占比逐年上升是必然趋势。

随着公司在非辣、清油锅底方面的品牌势力不断增强，公司在对已有核心产品进行配方改良、包装升级，巩固其市场地位的基础上，也逐步向辣味、牛油底料拓展来丰富和健全产品结构。

图24 颐海国际火锅料产品示例



资料来源：公司官网，HTI

3.3 中式复调大单品塑造成功，B 端渠道有望放量

小龙虾、麻辣香锅、酸菜鱼调味料已成为较成功单品，并形成相关产品矩阵。2017 年公司整合旗下复合调味品业务，打造“筷手小厨”品牌，从小龙虾调味料入手进军中式复合调味料市场。目前公司已经形成川味调料、小龙虾调味料、小海鲜调味料、酸菜鱼调味等系列产品。其中小龙虾调味料上市时间较早，渠道布局完善，在复合调味料板块中小龙虾调味料为主要贡献产品，酸菜鱼后来者居上，低基数下实现较高增速。公司在小龙虾调料及酸菜鱼调料基础上，推出升级产品金汤酸菜鱼及油辣酸菜鱼产品，形成产品矩阵。

图25 颐海国际中式复调产品示例



资料来源：公司官网，HTI

第三方渠道为中式复合调味料的主要销售渠道，小 B 客户有望发力。从收入结构来看，第三方为中式复合调味料主要销售渠道，2018 至 2023 年中式复调产品营收 CAGR 为 19.5%，其中第三方渠道收入 CAGR 为 21.0%，关联方收入从 2018 年的 2678.4 万元增长至 2023 年的 2880.6 万元。2023 年第三方实现营收 5.9 亿元，同比增 6.1%，收入占比 95.4%，关联方实现营收 2880.6 万元，收入占比 4.6%。

从渠道结构来看，中式复合调味料销售渠道主要分大 B 端、小 B 端和 C 端。在 C 端，公司拥有天然的品牌优势，叠加过硬的产品力，C 端渠道基础较为牢固，覆盖面广，整体增长比较稳定，未来老品升级以及大单品塑造将持续推动中式复调 C 端增长。在小 B 端，2023 年公司专门成立小 B 端的销售部门招聘经销商，小 B 端主要做流通性标品，向非连锁品牌门店提供标准化口味的调料汁。公司供应链及规模化生产方面优势显著，因此在产品及成本方面均具有一定优势，有助于小 B 端招商。参考公司此前做 C 端的经验，公司会系统性的筛选经销商，不同类的经销商招商标准不同。例如一级经销商招商以区域为单位，二级经销商则偏好找一些餐料店。截至目前，公司小 B 端招商工作基本完成，已有经销商主要集中在优势区域。大 B 端客户主要是指全国连锁餐饮企业。大 B 端利润较低且客户往往有合作多年的供应商伙伴，市场竞争格局比较固定。公司当前大 B 端主要还是为海底捞提供产品，虽然关联方业务毛利较低，但是公司可依托关联方加深对餐饮需求的理解，根据消费者口味变化及时进行产品研发。随着公司供应链效率的持续提升，以及产能扩充，叠加公司产品力优势，与非关联方大 B 端的合作有望为公司贡献新的增量。

3.4 方便食品打造下一增长曲线，价格带完善布局覆盖多方市场

颐海国际自 2017 年 2 月跨品类推出自热小火锅，切入方便速食赛道，并在 2018 年迅速占据主要电商销售平台子品类榜首。此后，公司不断针对自热产品进行创新升级，同时推动渠道下沉，大力布局便利店、旅游景点、火车站等场景。目前公司的方便食品主要分为三大类，分别是自煮系列、冲泡系列和米饭系列。2023 年方便速食实现营收 13.9 亿元（人民币），占公司总收入 22.6%。

自热火锅遭遇增长瓶颈，公司积极改革，完善不同价格带产品矩阵。方便食品此前主要应用于户外、居家、旅途、加班等场景，从竞争格局来看，自热火锅市场参与者众多，除了自嗨锅、莫小仙等新兴品牌以外，还有统一方便火锅、今麦郎等传统品牌。此外，三只松鼠、良品铺子等休闲食品品牌也均有布局。2023 年消费场景放开后，自热火锅在疫情期间的“囤货属性”逐渐消失，叠加此前较高的价格定位，使得公司产品不具备竞争优势，遭遇增长瓶颈。

图26 颐海国际方便速食产品及价格示例

图26展示了四个海底捞方便速食产品的促销示例，每个示例都包含产品包装、品牌标识、宣传语和价格信息。

- 示例 1 (左上):** 宣传语为“随时随地吃火锅 无火自热 够麻够辣才过瘾”，到手价为 29.5 元。
- 示例 2 (右上):** 宣传语为“3盒装到手价 海底捞自热米饭组合套餐”，到手价为 32.7 元。
- 示例 3 (左下):** 宣传语为“海底捞冲泡拌饭”，到手价为 22.5 元。
- 示例 4 (右下):** 宣传语为“真的有牛肚在里面 劲道Q弹 酸辣过瘾”，到手价为 29.9 元。

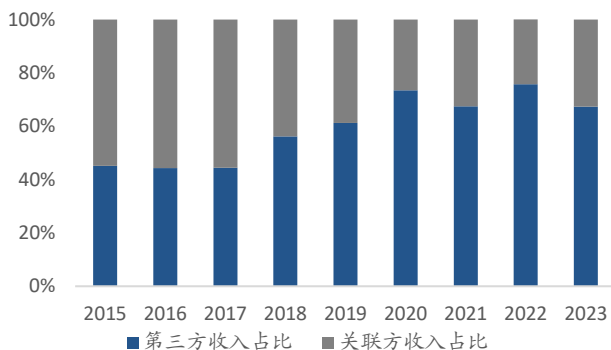
资料来源：公司官网，HTI

维持工艺及口味优势基础上，公司推出性价比路线方便食品产品布局下沉市场。2023年，为了应对外部环境变化，颐海内部积极改革，将产品定位从疫中特定产品向常规产品转变。在定价方面，方便食品刚上市时，小火锅、自热米饭及冲泡系列价格定位40元、16元、11元左右价格带。2021年，公司把自热火锅价格下调至30元左右。疫情三年导致外部宏观环境疲软，越来越多的消费者追求高性价比产品。2022年，公司开始改变策略，研发并试销一些高性价比的新品，2023年3月开始向市场正式推广。目前，公司已向市场推出了19.9元的鸡杂、肉丸类的小火锅，自热米饭推出了价格9.9元的鱼香肉丝、辣子鸡等种类的自热米饭，冲泡系列推出了6.9元的冲泡粉丝产品，对标竞品麻六记酸辣粉丝（5-7元）。新品价格与此前老品相比性价比突出，新品价格带对标二线品牌，更加平民化，但是品质、品牌及生产工艺等方面仍保持显著优势。随着公司不断丰富产品价格带，公司产品销售渠道进一步打开，下沉市场渠道覆盖提升，产品受众群体扩大，年龄结构及应用场景更广。未来性价比产品在下沉市场的销售增长将有望成为方便食品业务的增长助力。

3.5 细化渠道管理，优化C端拓展B端

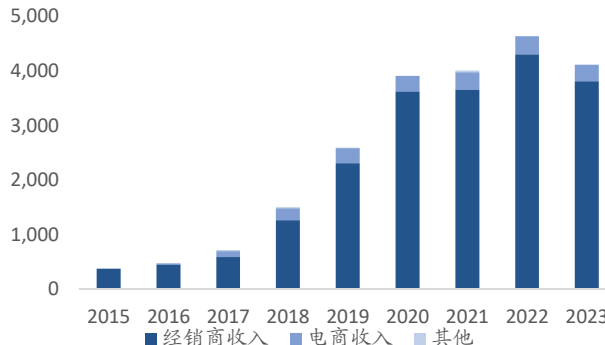
渠道结构持续调整，公司对关联方依赖程度降低。公司主要渠道为经销商、电商、餐饮客户等第三方销售渠道以及关联方渠道（海底捞集团、特海国际集团、蜀海供应链集团）。近年来公司不断调整渠道结构，关联方收入占比逐年降低。2022年，第三方及关联方营收占比分别为75.8%、24.2%，其中关联方营收占比同比降8.4pct。2023年关联方业务受益消费场景恢复，收入占比提升至32.7%，但仍低于2019年以前的水平。从第三方渠道结构来看，2023年第三方销售渠道收入41.4亿元，收入占比为67.3%，高于疫情前（2019年）61.2%的占比水平。其中电商渠道实现营收3.05亿元，来自于公司在天猫、京东、拼多多等电商平台拥有的9家旗舰店。

图27 公司分渠道收入占比



资料来源：公司公告，HTI

图28 公司第三方客户收入结构情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，HTI

复调和底料全国化布局，方便食品着力布局下沉市场。2021年公司进行渠道调整，将复调及方便速食经销商分开运营，对渠道进行精细化运作。从零售终端网点来看，公司业务全国化布局，其零售终端网点约有50余万家，但每个SKU的分销店铺数据略有差异。其中复调渠道在不同类型市场基本完成覆盖，方便速食此前主要集中在一、二线城市的便利店及KA商超，终端网点覆盖约10万家以上。从网点覆盖率来看，方便速食仍有较大渗透空间，叠加公司积极调整产品策略，推出高性价比产品来打通下沉市场。考虑长远发展，公司在开拓下沉市场、提升终端数量的同时，注重提高单个售点的SKU数量，例如有些县级城市只有1-2个SKU，而商超可能就有20个以上的SKU，因此在渠道管理上，注重提升终端大单品的SKU数量。

依托产品体系及供应链体系的不断完善，优化 C 端，拓展 B 端。公司持续积累在渠道建设方面的经验，针对 C 端，细分渠道和标准化流程，拓展下沉市场覆盖，增加售点上架产品数量。针对 B 端，受益于供应链效率的持续提升，公司规划通过闲置产能拓展 B 端渠道，为类似盒马等渠道提供预制菜。例如，根据客户需求，在基础加工环节将调味品和食材做成小包装在 B 端渠道售卖。此外，公司可通过与定制化客户合作，探索将定制化产品向流通产品转变。公司产品组织及供应链体系的不断完善为渠道拓展提供了强有力的支持，不论是 C 端还是 B 端拓展，在消费环境日趋向好的背景下，均有望带来增量。

海底捞宣布开放加盟特许经营模式，公司有望长期受益。海底捞品牌成立 30 年以来，首次大规模宣布开放加盟许可，现已成立加盟事业部。海底捞官网显示，加盟审核通过后，公司将为加盟商提供管理运营体系、完整供应链体系、产品开发和食品安全、市场宣传策划，以及信息系统等完整门店运营支持。颐海国际为海底捞门店提供火锅底料及蘸料，现有产品的需求有望伴随海底捞门店增加而增加，此外，公司作为海底捞品牌长期稳定地供应商，在产品及研发方面具有长期竞争优势，因此颐海国际有望中长期受益于海底捞品牌门店扩张。

4. 盈利预测与投资建议

收入端的核心假设:

(1) 火锅底料业务: 考虑到关联方已逐渐恢复开新店节奏以及对产品结构调整, 我们预计关联方 2024/2025/2026 年火锅底料业务在需求量方面将实现较快增长, 收入增速分别为 10.5%/7.3%/7.3%。火锅底料第三方收入在 2023 年基数较低, 我们同样预估需求量将实现较快增长, 收入增速为 12.7%/9.5%/7.2%。综上所述, 火锅底料业务增速分别为 11.7%/8.5%/7.2%。

(2) 中式复调业务: 2023 年公司开始拓展中式复调产品的小 B 渠道, 我们预计未来两年小 B 端开拓效果将会逐渐显现。目前公司复调产品中, 小龙虾、麻辣香锅、酸菜鱼产品销量排名靠前, 其中 2023 年上半年小龙虾供应上市时间较晚, 对中式复调业务带来一定影响。未来随着新品类的不断推出以及在小 B 端的放量, 中式复调业务可恢复较快增速。预计 2024/2025/2026 年公司中式复调营收增速分别为 21.6%/14.6%/12.7%。

(3) 方便速食业务: 受 2022 年消费者囤货影响, 2023 年上半年方便速食业务收入出现下滑。2023 年, 公司推出高性价比新品, 由高价格带向低价格带转移, 同时布局下沉市场。对标二线品牌, 公司的产品更加平民化, 但品质、品牌及生产工艺相比二线品牌优势显著。公司努力将方便速食从疫情期间“特定产品”向“常规产品”的定位转变。我们判断, 随着老品库存消化, 新品在销售端的表现将陆续显现。我们预计 2024/2025/2026 年方便速食业务的收入增速分别为 12.3%/7.6%/6.2%。

利润端核心假设:

(1) 毛利率: 假设未来关联方对颐海国际的采购比例稳定, 我们预计火锅底料业务关联方 2024/2025/2026 年毛利率分别为 33.9%/34.1%/34.1%。近年来公司不断扩充产能, 方便速食部分料包为外包产品现转为自产, 有助于推升公司整体毛利率回升。我们预计 2024/2025/2026 年公司整体毛利率分别为 31.6%/31.8%/31.9%。

(2) 费用率: 我们预计 2024/2025/2026 年公司费用率将整体保持稳定, 其中考虑到新品宣传及下沉市场铺货补贴, 2024 年销售费率略有提升, 此后伴随销售规模成长, 销售费用率逐渐回落。我们预计 2024/2025/2026 年销售费用率分别为 9.7%/9.5%/9.3%, 管理费用率均为 3.6%/3.3%/3.0%。

(3) 净利率: 我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利率分别为 14.2%、14.8%、15.3%。

盈利预测与投资建议:

我们预计 2024/2025/2026 年收入分别为 68.8/75.0/80.7 亿元, 归母净利润分别为 9.8/11.1/12.3 亿元, 对应调整后 EPS 为 1.0/1.1/1.3 元, 对应 PE 分别为 15X/13X/12X。

表格 3 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS (单位: 元)		PE	
		2024E	2025E	2024E	2025E
603317.sh	天味食品	0.52	0.63	26.71	22.31
603755.sh	日辰股份	0.76	0.96	29.45	23.32
603288.sh	海天味业	1.24	1.40	31.40	27.82
600872.sh	中炬高新	0.99	1.24	29.82	23.81
603027.sh	千禾味业	0.66	0.80	25.02	20.61
	平均			28.69	23.80
1579.hk	颐海国际	1.00	1.14	14.04	12.37

资料来源: 公司官网, HTI

参照行业平均估值水平以及考虑到 A/H 市场差异, 给予公司 2024 年 18X 的 PE 水平, 对应目标价人民币 18.04 元, 对应港币 19.66 元(1RMB=1.09HKD), 首次覆盖给予“优于大市”评级。

5. 风险提示

关联方扩张不及预期，新品推广不及预期，新渠道扩展不及预期，原材料价格波动

APPENDIX 1**Summary**

YIHAI is a leading polyphony enterprise with brand advantages, making efforts to Chinese polyphony and convenience food to support new growth. Originating and rooted in Haidilao, Yihai International is not only the largest supplier of Haidilao hot pot bottom material products, but also has the permanent right to use the Haidilao brand. In recent years, the company has accelerated the pace of development, in terms of sales, actively expand third-party channels, reduce the dependence on related parties, in terms of products, make efforts to Chinese polyphony and convenient instant food products, and enrich the product matrix. In order to support the long-term development of the company's business, the company has planned corresponding capacity layout at home and abroad, five industrial centers to achieve localized production to ensure supply, and eleven logistics centers to improve product distribution efficiency.

The product iteration is rapid, and the product matrix is gradually improved to provide the basis for growth. The company focuses on long-term planning of products and strengthens product listing standards in order to improve the success rate of new products. By the end of 2023, the company had sold/added 62/24 hot pot seasoning products, 68/37 Chinese composite seasoning products, 72/40 convenient instant food products, of which the hot pot bottom material non-spicy taste successfully achieved differentiated breakthrough, the composite seasoning product matrix has been continuously improved, and the convenient instant food channel has achieved initial results.

The proportion of third-party revenue continues to steadily increase, and the opening of related parties to join drives demand growth. The proportion of the company's third-party channels has gradually increased and exceeded the proportion of related party business in 2018. Since then, the growth rate of the company's third-party business has outperformed the overall growth rate of the company, and the third-party/affiliated party revenue CAGR from 2018 to 2023 is 22.4%/11.3%, respectively. In 2024, the company will further implement refined channel management and digital management, which is expected to make targeted adjustments in marketing for different types of consumers. In addition, the company will actively embrace online channels and accelerate the exploration of marketing strategies and service systems for B-side business to enhance supply capacity. In 2024, related parties will open to join, and the demand for existing products is expected to increase with the increase of Haidilao stores. In addition, the company has long-term competitive advantages in product and research and development, and is expected to benefit from the expansion of Haidilao brand stores in the medium and long term.

Profit forecast and Investment advice: We estimate that the revenue of 2024-2025/2026 will be 68.8/75.0/8.07 billion yuan respectively, and the net profit attributable to the parent will be 9.8/11.1/1.23 billion yuan, corresponding to the adjusted EPS of 1.0/1.1/1.3 yuan, corresponding to the PE of 15X/13X/12X. With reference to the industry average valuation level and taking into account the A/H market differences, the company is given a PE level of 16X in 2024, corresponding to the target price of RMB 16.04 and corresponding to HK \$19.66. We initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risk warning: related party expansion is less than expected, new product promotion is less than expected, new channel expansion is less than expected, and raw material prices fluctuate

Rmb mn	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
P&L				
Revenue	6,148	6,883	7,501	8,074
(+/-)	0%	12%	9%	8%
Net profit	853	976	1,108	1,233
(+/-)	15%	14%	13%	11%
Diluted EPS (Rmb)	0.88	1.00	1.14	1.27
GPM	31.6%	31.6%	31.8%	31.9%
ROE	18.7%	19.7%	21.2%	22.1%
EBITDA	1,265	1,512	1,704	1,878
EBIT	1,229	1,476	1,668	1,842
Interest Revenue	74	75	84	95
Interest Expense	-4	-5	-5	-5
Operating Profit	1,076	1,261	1,431	1,587
Gross Profit	1,941	2,175	2,389	2,577
Depreciation	189	251	273	292
Pre-Tax Profit	1,264	1,444	1,636	1,818
Net income attributable to owners	976	1,108	1,233	976
Balance Sheet				
Total Assets	6,054	6,460	6,913	7,390
Total Liabilities	965	1,052	1,109	1,164
Shareholder Equity	0	0	0	0
Total Equity	5,089	5,408	5,804	6,226
Cash Flow				
Profit before tax	1,264	1,444	1,636	1,818
Net Cash from operations	886	1,276	1,380	1,511
Net Cash from investment activity	-345	-207	-159	-147
Net Cash from financing activity	-199	-721	-781	-886
Net change in Cash	342	348	440	477
Implied cash at end of period	583	1,023	1,176	1,308
Free Cash Flow	583	1,023	1,176	1,308

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

Scientific production process

Social:

Reasonable management process

Governance:

Experienced management

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

嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R 及嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R 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。

嘉谟证券有限公司 - 海底捞国际金融私人有限公司 R and 嘉谟证券有限公司 - 海底捞控股私人有限公司 R 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.

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

评级分布 Rating Distribution

Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

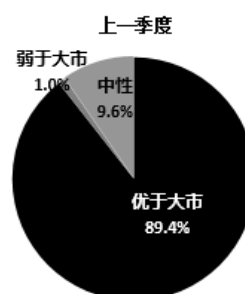
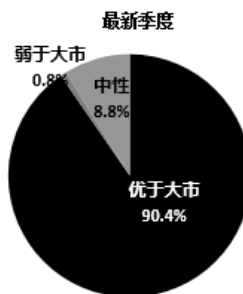
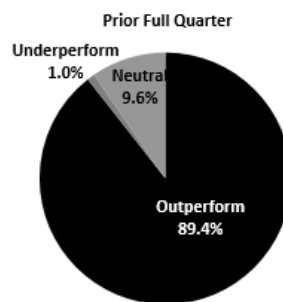
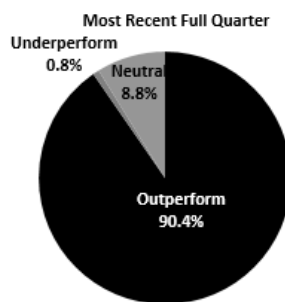
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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



截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

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

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、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

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面

和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。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。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People’s Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [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").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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