研究报告 Research Report
27 May 2024

康师傅控股 Tingyi Holdings Corp. (322 HK)

首次覆盖：双行业龙头领先优势凸显，高股息标的业绩稳定增长

The leader in two industries, and the dividend ratio is attractive: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK$9.55
目标价	HK$12.10
市值	HK$53.81bn / US$6.89bn
日交易额 (3 个月均值)	US$9.26mn
发行股票数目	5,634mn
自由流通股 (%)	33%
1 年股价最高最低值	HK$12.58-HK$7.15

注：现价 HK$9.55 为 2024 年 5 月 24 日收盘价

资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	11.8%	14.4%	-20.0%
绝对值（美元）	12.2%	14.6%	-19.7%
相对 MSCI China	4.1%	2.6%	-20.1%

(Rmb mn)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
营业收入	80418	84271	88060	91797
(+/-)	2.2%	4.8%	4.5%	4.2%
净利润	3,117	3,335	3,552	3,737
(+/-)	18.4%	7.0%	6.5%	5.2%
全面摊薄 EPS	0.55	0.59	0.63	0.66
毛利率	30.4%	31.0%	31.4%	31.7%
净资产收益率	22.4%	24.0%	25.3%	26.2%
市盈率	16.0	15.0	14.1	13.4

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

方便面与软饮料双行业龙头，渠道力居行业首位。康师傅历经三十年发展，目前为中国方便面与软饮料双行业龙头。公司股权结构集中且稳定，管理团队经验丰富，并持续多年进行股权激励，深度绑定公司核心团队。公司渠道覆盖广泛且控制力强，兼具深度与广度，既已下沉覆盖至小城市和乡镇市场，有高铺货率，单销售点也有高动销速度，是中国快消品渠道建设的典型案例。

饮料需求持续较好，公司产品矩阵贴合消费趋势。根据海通国际需求月报，受益于出行、旅游等场景表现较好，今年以来饮料行业销量持续增长；同时饮料行业的增长历来基本不依赖于价格提升，在 CPI 不振的背景下受到影响较小。我们预计年初至今行业收入累计实现中高单位数同比增长，康师傅饮料业务增速亦与行业大盘保持同步。公司饮料业务中有糖即饮茶、有糖碳酸饮料为传统强项，且产品价格便宜、性价比优秀，受益于今年以来追求性价比的宏观消费倾向。虽然近年来无糖产品崛起对市场格局产生变化，但公司及时推出"茶的传人"等无糖产品，有望享受细分赛道高增长的行业红利。

2024 年盈利能力稳中有升，提价有正面影响，同时原材料成本、费用投入可控。根据渠道调研，2023 年 11 月起康师傅于各终端陆续实现 1L 茶饮/果汁零售价的双位数提升，且今年 4 月出厂价格随之上浮单位数，预计提价品类占饮料业务约 20%，有利于饮料板块毛利率提振。同时集团整体 2024 年成本仍将可控，主要是白糖、PET 价格可控，饮料业务毛利率将有所提振。但今年方便面业务预计毛利率较去年将有下行，主因去年基数较高，棕榈油价格或有所上行。公司今年加大对广告等费用投入，销售费用率或有上浮。综合提价幅度和原材料走势，我们预计今年公司毛利率上行 0.6pct，净利率微幅提高。

高股息标的，分红保障性强。公司多年来坚持百分百分红，2020-2023 年年度现金分红比率分别为 100%/166%/198%/100%。基于公司 2023 年 100%派息，公司最新年度股息率为 6.2%，在港股市场消费股属于第一梯队。康师傅未来仍有维持高分红率的潜力。我们预计公司 24 年净利润为 33.4 亿元（同比增长 7.0%），假设公司继续保持历史 100%以上的分红率，则以目前市值计算，对应股息率将达 6.6%，其分红价值十分可观。

投资建议与盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 842.7/880.6/918.0 亿元，同比增长 4.8%/4.5%/4.2%；预计 2024-2026 年归母净利润为 33.4/35.5/37.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.59/0.63/0.66，同比增长 7.0%/6.5%/5.2%。参考可比公司估值，同时我们认为公司股息率在 5%以上水平是具有较高吸引力的，因此我们给予公司 2024 年 19xPE，对应目标价为 12.1 港元，有 27%上行空间，首次覆盖给予"优于大市"评级。

风险提示：行业竞争加剧，原材料价格波动，食品安全风险。

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

1. 股权集中治理稳定，激励计划绑定利益

康师傅为国内方便面+软饮料龙头企业，战略合作护航稳定增长。康师傅历经二十余年发展，目前为中国快消品行业龙头公司。康师傅以方便面业务为起点，陆续布局软饮料和糕饼零食等，在方便面与软饮料市场份额占据领先优势。在热门单品康师傅牛肉面火遍大江南北后，公司坚持多元化、差异化战略，针对不同用户群体陆续推出如汤大师等满足消费者健康与口味需求的新品。公司自身业务涵盖即饮茶、包装水、果汁等品类，同时与百事可乐、星巴克、阿华田等一系列的战略合作使其进一步覆盖碳酸饮料、咖啡饮料，实现品类矩阵升级。

表1 公司发展历程

时间	时期	事件
1992-2003	初创期，从方便面扩张至软饮料	1992 年魏氏家族成立**顶益食品**有限公司，开始生产康师傅方便面。 1996 年拓展业务至生产方便食品和软饮料。同年在香港交易所上市。公司开始将产品分为方便面、饮品、糕点三个事业群。 2002 年公司更名为**康师傅控股**有限公司。
2003-至今	战略合作&持续发展	2012 年公司建立与**百事中国**饮料的战略联盟，成为百事公司在华特许经营装瓶商。 2015 年与星巴克订立协议，生产**星巴克**即饮饮品并拓展本地市场分销渠道。 2017 年与英联食品达成合作协议，获得旗下**阿华田**麦芽营养即饮乳品的独家生产与销售权。

资料来源：公司年报，HTI

图1 公司产品矩阵

资料来源：公司年报，HTI

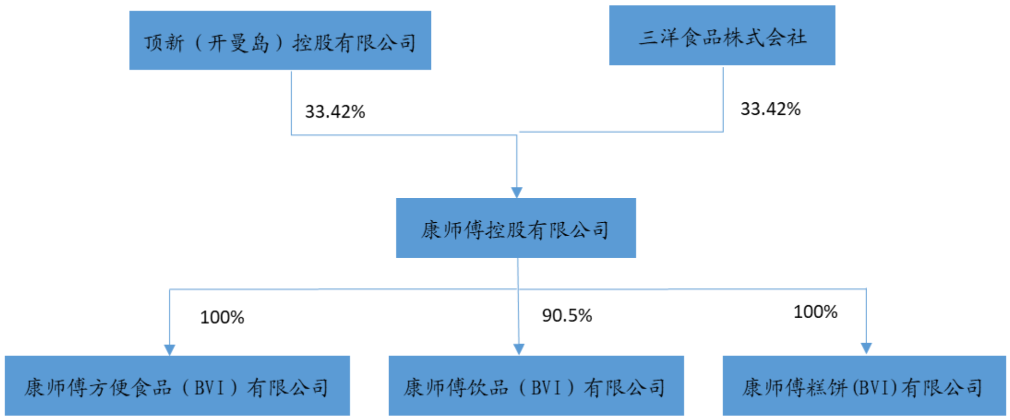
家族企业顺利交接，公司股权结构稳定，高管行业经验丰富。顶新集团为魏氏四兄弟共同创立的家族企业，而日本三洋食品在 1999 年注资入股顶益（康师傅前身）以帮助顶新集团解决财务危机。根据 2023 年年报，顶新（开曼）控股有限公司和三洋食品株式会社为主要大股东，持股占比均为 33.42%。魏氏兄弟分工管理顶新集团，魏应州为康师傅控股的实际控制人。魏应州于 2019 年将康师傅董事长委任于长子魏宏名，三子魏宏丞亦进入董事会担任执行董事。公司高管多数在行业内沉浸数十年，拥有丰富的管理经验和亮眼的履历背景。

表2 顶新集团事业版图

顶新集团	魏应州		魏应交		魏应充	魏应行	
事业体	康师傅食品	康师傅饮品	地产	文创	味全	餐饮	零售
企业	康师傅方便面	康师傅饮品，百事饮品	顶禾开发，台北101	成美文化园区	味全	德克士、康师傅私房牛肉面	松青超市，全家便利店
业务	方便面	软饮料	房地产	旅游	乳制品、果汁、调味品、保健食品等	内地连锁餐饮	零售
上市公司	康师傅控股				味全（台湾）		

资料来源：顶新集团官网，港交所， HTI

图2 公司股权结构



资料来源：公司年报，HTI

表3 公司董事会及高级管理人员构成

姓名	职务	年龄	加入时间	履历
魏宏名	董事长，执行董事	46	2006	魏应州长子，2015年进入董事会担任执行董事，2019年获委任董事长
井田纯一郎	副董事长，执行董事	61	2002	三洋食品株式会社现任社长，2002年出任执行董事，2013年获委任副董事长
魏宏丞	执行董事	41	2007	魏应州三子，2019年出任执行董事
筱原幸治	执行董事	56	2015	于2014年8月加入三洋食品株式会社，出任执行董事暨市场行销本部长
高桥勇幸	执行董事	61	2019	2015年加入三洋食品株式会社，出任董事暨海外事业本部本部长及三洋食品美国有限公司总经理
曾倩	执行董事	64	1996	1996年8月加入集团，历任集团总部会计部主管、方便面事业财会本部主管、饮品事业财会本部主管及集团饮品事业财务长
徐信群	非执行董事	66	1999	服务于中国台湾之金融界逾17年
李长福	非执行董事	83	2004	商业及投资银行工作逾28年
深田宏	非执行董事	94	2012	现任上野制药株式会社监查役
陈应让	行政总裁	60	2013	宝洁公司有二十五年的跨国研发管理经验，2021年委任CEO
刘国维	财务长	52	2006	历任财会部经理、协理、资深协理
叶沛森	公司秘书	64	1995	会计业务与公司秘书实务方面拥有逾20年经验
吴之炜	人资长	63	2005	27年人力资源管理经验
柳力仁	百事饮品事业总裁	63	2000	历任重庆顶益、重庆顶津、武汉顶津、杭州顶津总经理、区总经理
蔡慈源	饮品事业总裁	63	1994	1998年11月调任沈阳顶津食品有限公司总经理，2016年3月调任康师傅饮品事业南区副总裁，2018年11月升任康师傅饮品事业总裁
黄自强	方便面事业总裁	59	2010	历任方便面事业营业本部主管、西北区总经理、华东区区总经理、方便面事业北区区域副总裁、方便面事业副总裁
王世琦	执行长室副总裁	52	2008	历任方便面事业经营本部主管，康师傅饮品事业经营本部主管，百事饮品事业经营本部主管、董事长室主管与企业发展室主管

资料来源：公司年报， HTI

股权激励计划有效执行，绑定核心团队。公司于 2008 年开始执行为期十年的股权激励计划，并从 2018 年开始执行新一轮 10 年的股权激励计划。公司向符合资格的员工、董事等授予购股权，即满足一定业绩标准后可在行权期内行权（行权期一般为授出日期后 5-7 年）。公司共授予购股权 1.52 亿股，总计占公司已发行股份 2.69%（但部分逐年注销，因行使价高于市价未获行使）。截至 2023 年底，已有 0.49 亿股购股权被行使，占公司已发行股份 0.87%，采用加权平均行使价计算，实际行权对价总额为 4.72 亿。股权激励计划深度捆绑公司利益与核心团队成员，稳固长期发展。

表4 公司股权激励计划（2008-2023）

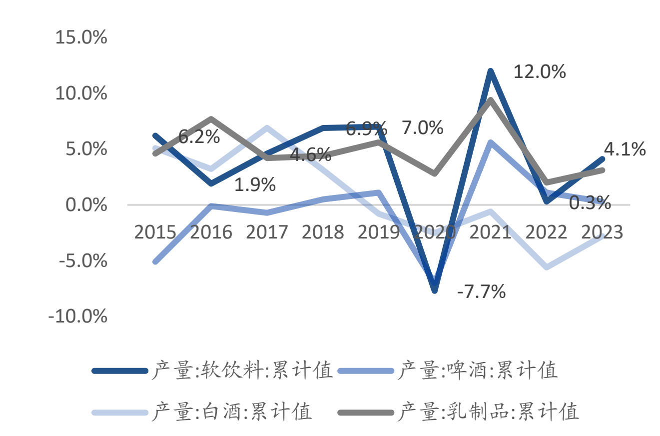
项目	内容
授予购股权数	1.52 亿股
占已发行 H 股比例	2.69%
已行使购股权数	0.49 亿股
占已发行 H 股比例	0.87%
实际行权对价总额（加权平均行使价）	4.72 亿

资料来源：公司年报，HTI

2. 软饮料细分赛道迎来高增，方便面阶段性承压

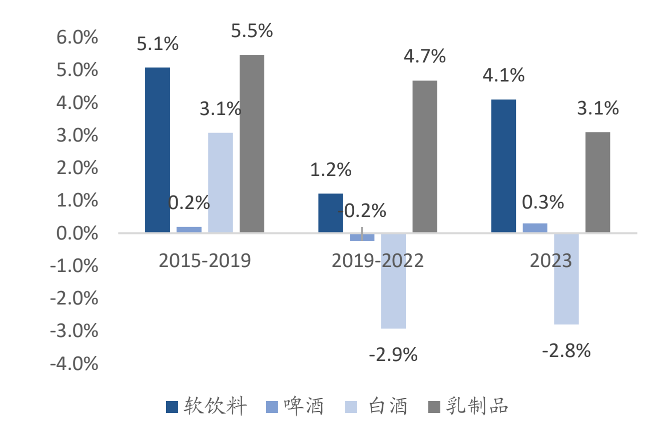
行业需求较刚性，持续多年保持量增。行业产量在 2015 年至 2019 年疫情前期间维持 5.1%的复合增长速率，需求增长显著，优于同期的啤酒和白酒行业，仅次于乳制品的 5.5%。疫情两年期间虽整体需求受到影响，但软饮料行业仍然能维持正增长，在食品饮料行业中表现仅次于乳制品，而同期啤酒的产量增速微跌，白酒产量则出现了更为明显的下滑。2023 年随着疫情放开和消费需求的回暖，软饮料行业增速恢复至 4.1%，领先于食品饮料行业子版块。根据国家统计局最新数据，软饮料 2024 年 1-4 月累计产量同比增速再创新高，达到 7.8%。高于同期啤酒/白酒/乳制品 2.1%/5.9%/-0.7%的增速，成功延续了其在食品饮料子板块中的领跑地位。同时软饮料行业规模增长历来基本不依赖于价格提升，在 CPI 不振的背景下受到影响较小。

图3 图 32015 至 2023 年食品饮料细分板块产量增速(%)



资料来源：国家统计局，HTI

图4 分时期食品饮料细分板块产量复合增速

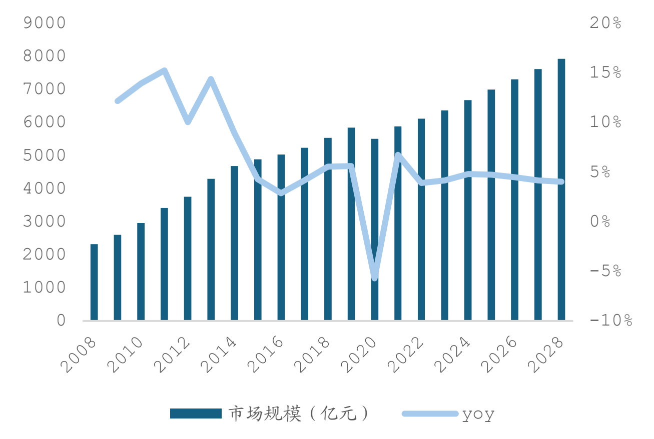


资料来源：国家统计局，HTI
注：复合增速为使用国家统计局年度累计增速复合计算

市场规模仍有稳定上升空间，未来量增向价增迁移。根据 wind 数据，2023 年中国软饮料行业规模已达 6372 亿元，销量达 938 亿升。2018 年至 2023 年零售额和销售量 CAGR 分别为 2.9%/2.2%，量增驱动规模增长。根据 wind 数据，预计 2023 至 2028 年，行业规模与销量将继续以 4.5%/1.8%的年均复合增速稳定增长至 7927 亿元/1025 亿升，量增驱动向价增驱动迁移。

品类格局持续重塑，细分赛道迎来高增。从软饮料市场结构来看，2023 年包装水市场规模占比最大，达 35.6%，其次是碳酸饮料和即饮茶，占比为 19.7%和 18.7%，前五大品类占据软饮料市场 94.7%的份额。2018 至 2023 年销售额 CAGR 位居前三的是碳酸饮料、能量饮料和运动饮料，分别为 7.9%/6.9%/6.7%。在消费者健康意识提升下，品牌商响应市场需求，推出各种无糖或低糖饮料，即饮茶、即饮咖啡和泛功能性饮料等品类销售额大幅增长。根据 wind 数据，预计未来五年规模的复合增速位居前列的是碳酸饮料/能量饮料/即饮咖啡，CAGR 为 7.8%/6.3%/5.1%。

图5　2008 年至 2028 年软饮料市场规模及增速



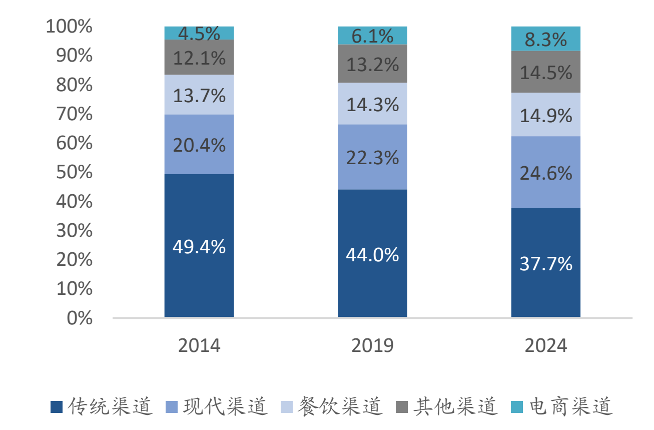
资料来源：Wind，HTI

图6　2018 年至 2028 年软饮料细分品类规模复合增速

资料来源：Wind，HTI

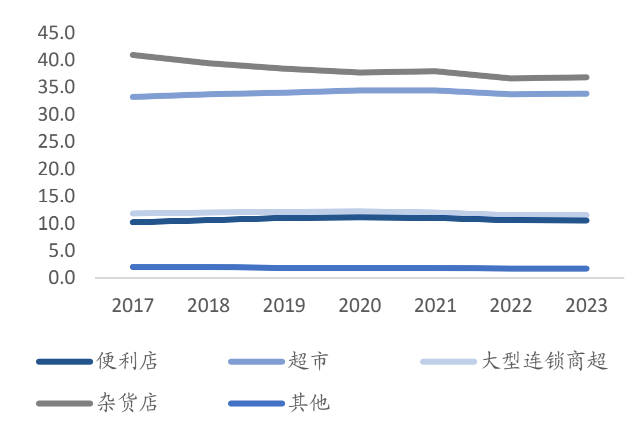
传统渠道受到一定挤占，渠道分散化与多元化趋势明显。从消费场景来看，随着城市化发展的推进和社媒营销的兴起，近几年来软饮料渠道扩张较快的分别是电商渠道和以购物商超、超市、连锁便利店为主的现代渠道，其中餐饮渠道的销量占比维持在 15%附近，由小型杂货店、非连锁便利店构成的传统渠道规模份额受到一定挤占。以非现饮渠道总规模为样本总体，2023 年杂货店、超市、大型连锁商超、便利店、电商的占比分别为 37%/34%/12%/11%/6%。

图7　软饮料销售渠道结构



资料来源：wind，HTI

图8　2017-2023 年软饮料在非现饮渠道零售额占比（%）



资料来源：wind，HTI

2.1 茶饮料：市场格局高度集中，产品升级引领新风潮

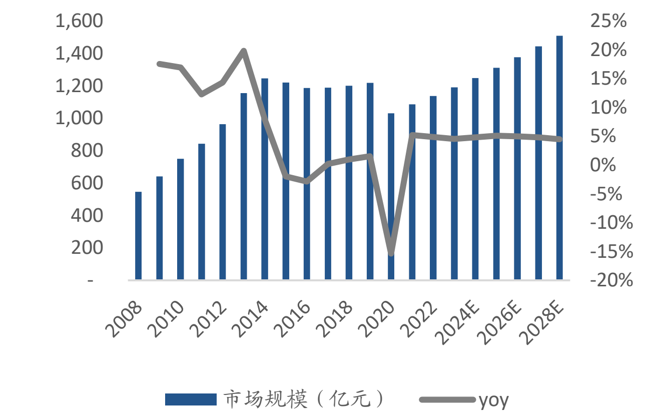
茶饮料更为依赖人流恢复，在低基数下未来增长有望达到 5%左右。

（1）2014 年之前：行业为快速成长期。以康师傅、统一为代表两大饮料巨头将冰红茶、绿茶和柠檬茶等大单品实现了全国覆盖，2008 年至 2014 年行业销量、规模 CAGR 达 11.0%/14.7%。

（2）2015 年至 2019 年：行业进入调整期。行业销量出现下滑，市场份额的稳固主要靠价格支撑，期间吨价 CAGR 为 2.5%，主因行业在消费者健康意识觉醒的同时，出现结构性调整，消费需求逐步由果茶、调味茶向无糖茶、乳茶、纯茶转变，推动茶饮行业产品向健康化、品质化升级。期间，统一推出了市场上首个冷泡茶小茗同学，农夫山泉推出果味即饮茶茶 π，东方树叶的销量也顺势走高，元气森林也推出保留甜味但不增加热量负担的燃茶。

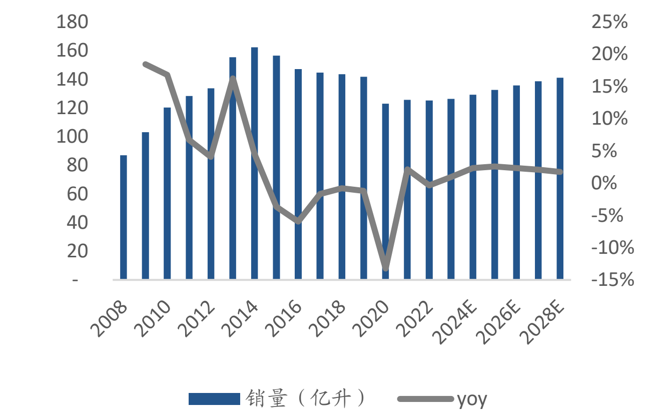
（3）疫情后恢复性增长：2020 年因疫情影响，户外场景受限，茶饮料市场规模同比迅速下降 15.4%。但 2021-2023 年均呈现恢复性增长，均有 4-5%的增长。2023 年销量增速实现转负为正，市场规模已达到 1190 亿元，恢复到 2019 年的 97.6%。根据 wind 数据，预计未来五年随着人流恢复、无糖茶兴起，茶饮消费量将迎来反弹，行业增长将继续由量价共同驱动，销量、吨价和市场规模 CAGR 分别为 2.2%/2.6%/4.9%。

图9 2008 年至 2028 年茶饮料市场规模及预测



资料来源：wind，HTI

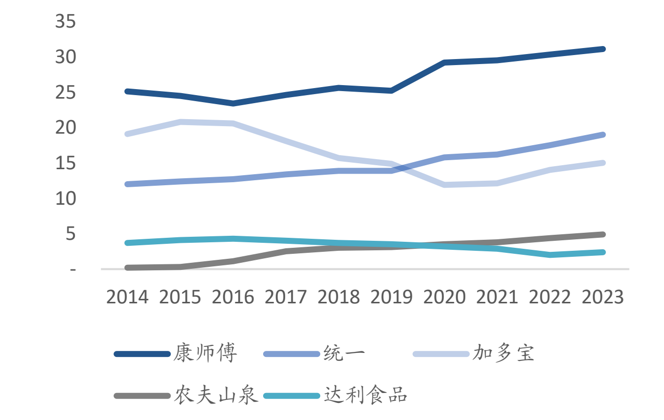
图10 2008 年至 2028 年茶饮料销售量及预测



资料来源：wind，HTI

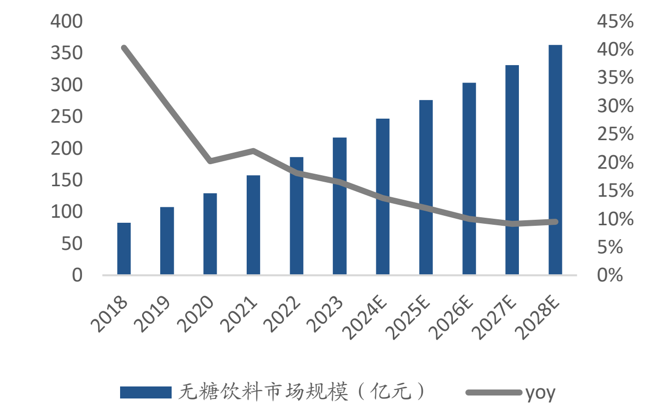
茶饮料市场高度集中，无糖茶带来格局变化。2023 年茶饮料行业 CR5 为 72.4%，市场格局高度集中，其中康师傅领先优势凸显，康师傅及统一两者市占率合计占比为 50.1%，较 2014 年提升 13pct，双寡头格局日益稳定。近年来，随着消费者健康意识的逐步普及和渗透，无糖浪潮引导茶饮料在含糖量、原料和生产工艺等方面不断升级，需求也逐渐向低糖、低脂、健康等方向转变。2018 年至 2023 年无糖饮料市场规模实现高增，期间 CAGR 为 21.7%，预计未来五年的增长中枢将维持在 10%至 12%之间。2022 年 12 月至 2023 年 11 月，农夫山泉、三得利和元气森林竞夺无糖茶市场 86.0%份额，CR3 近九成。

图11 2014 年至 2023 年茶饮料龙头企业市场份额（%）



资料来源：wind，HTI I

图12 2017 年至 2027 年无糖饮料市场规模及增速

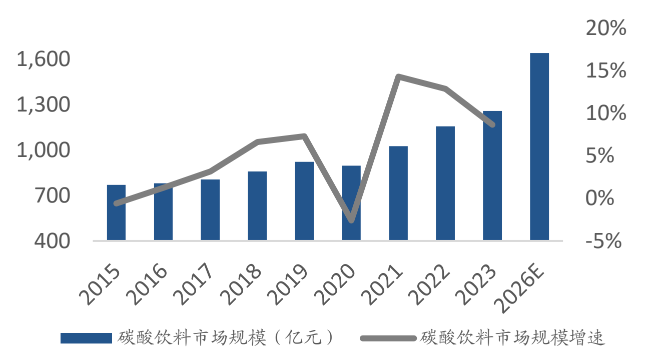


资料来源：wind，HTI

2.2 碳酸饮料：双龙头引领行业发展，无糖品类增长迅速

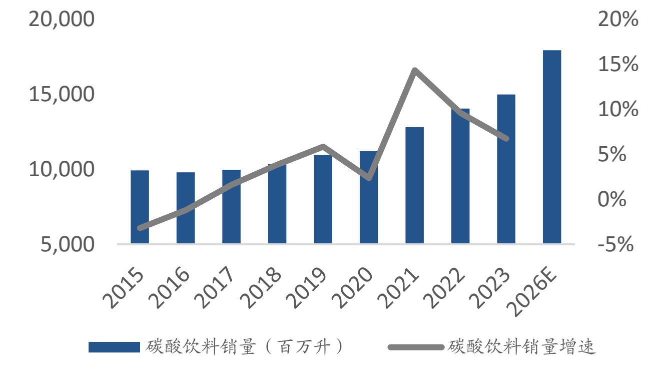
量增拉动规模增长，无糖化成新增长点。中国碳酸饮料 2023 年市场规模为 1256.6 亿，同比增长 8.6%；销量为 149.8 亿升，同比增长 6.7%。过去八年碳酸饮料市场规模增长主要由销量增长拉动，单价提升不显著。2018 年后由于可口可乐、百事等传统巨头在中国大力推广无糖碳酸饮品，以及元气森林等新兴品牌的快速成长，中国碳酸饮料品类获得新增长点，2018-2023 年 CAGR 为 7.9%，预计未来三年 CAGR 为 9.3%，2026 年市场规模将达到 1639.5 亿。

图13 2015-2026 年碳酸饮料市场规模及增速



资料来源：Wind，HTI

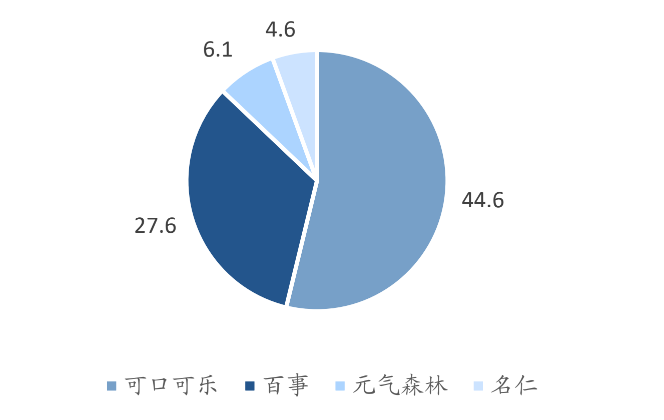
图14 2015-2026 年碳酸饮料销量及增速



资料来源：Wind，HTI

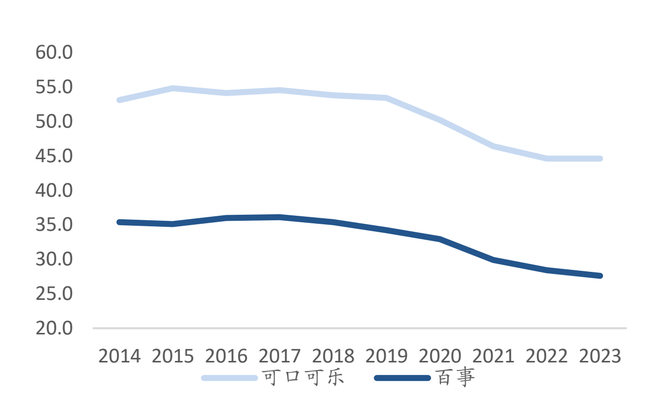
双寡头高度集中，无糖化引领潮流。碳酸饮料作为传统软饮料品类，市场高度集中，2023 年 CR2 为 72.2%，其中可口可乐市场份额为 44.6%，百事（康师傅为其在华装瓶商）为 27.6%。可口可乐为碳酸市场绝对龙头，前十大品牌中有四个为可口可乐公司所有（可口可乐 20.2%、雪碧 19.4%、怡泉 2.2%、芬达 2.0%），三个为百事公司所有（百事可乐 19.2%、美年达 4.3%、七喜 3.8%）。但随着 2018 年后以无糖/代糖气泡水为主打的元气森林等发力，国际巨头在碳酸饮料行业的地位受到挑战，市场份额有所下滑。

图15 销量口径-碳酸饮料品牌市场份额（%）



资料来源：Wind，HTI

图16 碳酸饮料龙头企业市场份额（%）



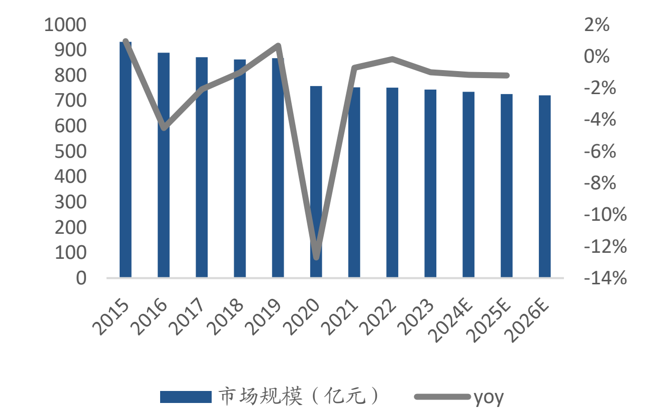
资料来源：Wind，HTI

2.3 果汁及包装水：果汁品类经历阵痛期，包装水进入稳健增长阶段

果汁品类持续下滑，产品亟待创新。中国的果汁行业在近十年呈现下滑趋势，从 2015 年至 2023 年市场规模累计下滑 20%，主要由于果汁饮料中低浓度果汁饮品因产品老化、不符合健康趋势出现下滑，而高浓度果汁及纯果汁饮品由于单价高、保质期短、运输要求高等因素难以向低线城市渗透。

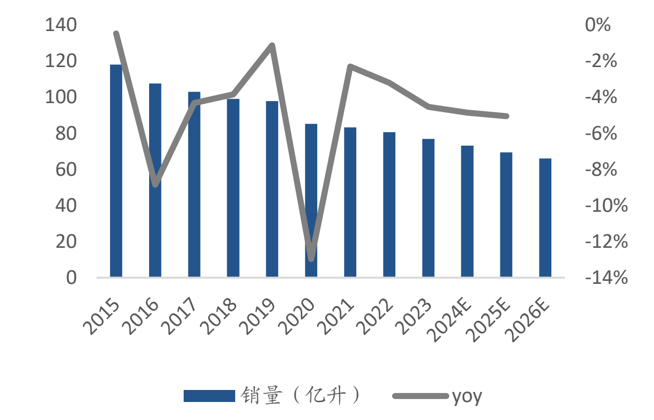
果汁品类疫情后未见恢复，销量持续下降。疫情期间果汁饮料行业亦受到严重打击，2020 年市场规模下降 12.7%，而疫情后果汁饮料同样仍为负增长，主因品类较为老化，消费者逐渐倾向饮用无糖饮品以及其他饮料品类。2023 年果汁饮料市场规模为 743.7 亿元，较 2019 年下降 13.8%。2023 年果汁销量为 77 亿升，较 2019 年下降 21.4%。预计 2026 年市场规模为 721 亿，未来三年 CAGR 为-1.0%；2026 年销量为 66 亿升，未来三年 CAGR 为-5.0%，市场由高单价的纯果汁拉动。

图17 2015 年至 2026 年果汁市场规模及预测



资料来源：wind, HTI

图18 2015 年至 2026 年果汁销售量及预测

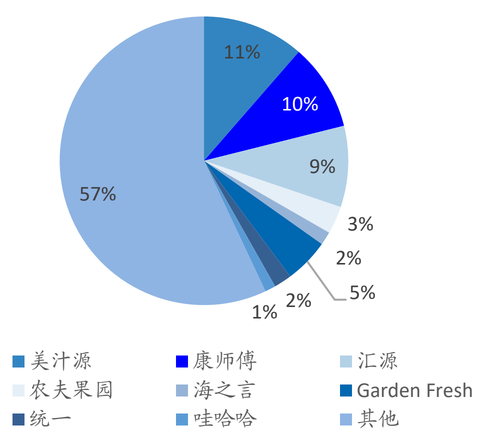


资料来源：wind, HTI

果汁市场集中度低，龙头份额持续增长。从市场格局来看，果汁饮料市场集中度低，2023 年 CR3 为 30.2%，CR10 为 37%。康师傅、可口可乐及汇源作为头部企业近年市场份额有所提升，其中康师傅在 2023 年的市场占有率为 9.7%。

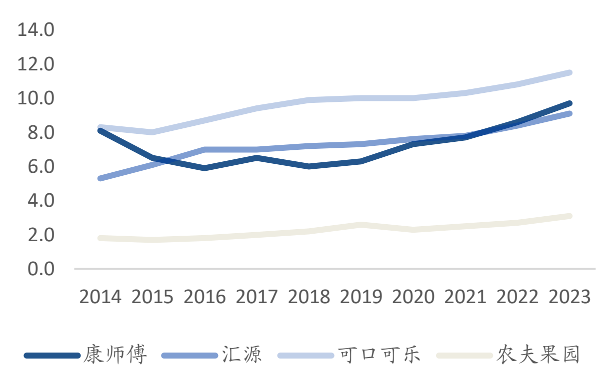
健康化产品仍有细分品类机会，品类进行高端化转型。传统的低浓度果汁因含糖量高、配方添加剂较多不再受到消费者喜爱，而高浓度果汁因健康、天然受到消费者追捧。

图19 果汁企业市场份额



资料来源：wind，HTI

图20 果汁龙头企业市场份额（%）

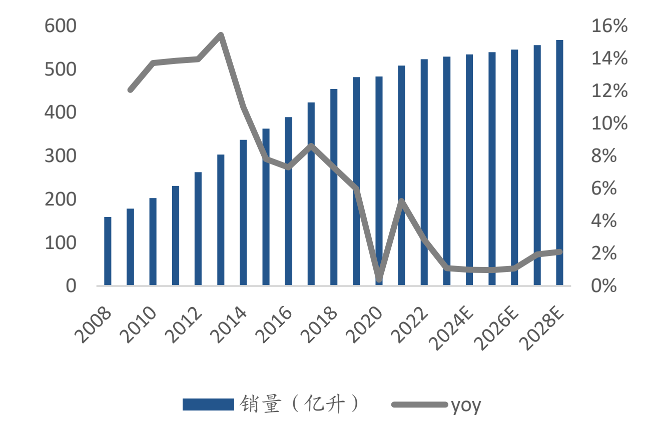


资料来源：wind，HTI

包装水已进入中低速稳健增长阶段，未来增长中枢维持在 3%-4%之间。包装水曾经历行业快速增长期，2012 至 2019 年 CAGR 达 11.9%，2020 至 2023 年受疫情影响 CAGR 降低至 2.6%。2023 年包装水市场规模为 2266 亿元，预计未来五年，行业进入低速增长，增长中枢维持在 3%-4%之间，处于稳健扩容阶段。

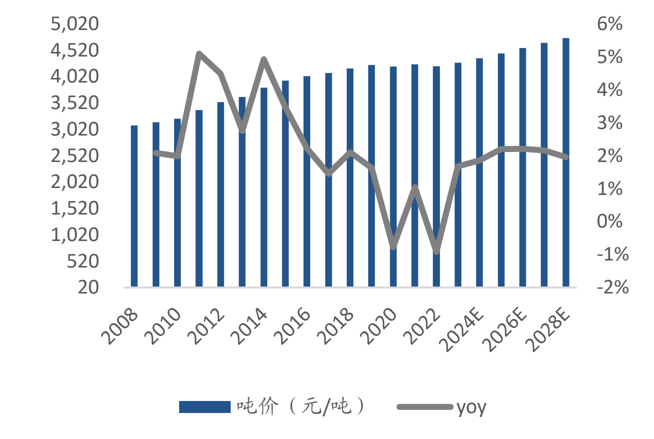
包装水未来五年量增中枢将在 1%-2%，价增中枢将在 2%左右。2023 年包装水零售量为 529 亿升，基于出行/户外景气度持续，叠加家庭、办公等用水场景的包装化率提升，我们预计未来五年仍有年化 1%-2%的量增中枢。2023 年包装水零售吨价为 4285 元/吨，基于细分水源地、细分场景（如泡茶、冲奶等）的宣传，包装水仍有高端化空间，我们预计包装水价格未来五年有 2%的增长中枢。

图21 2008 年至 2028 年包装水销售量及预测



资料来源：wind，HTI

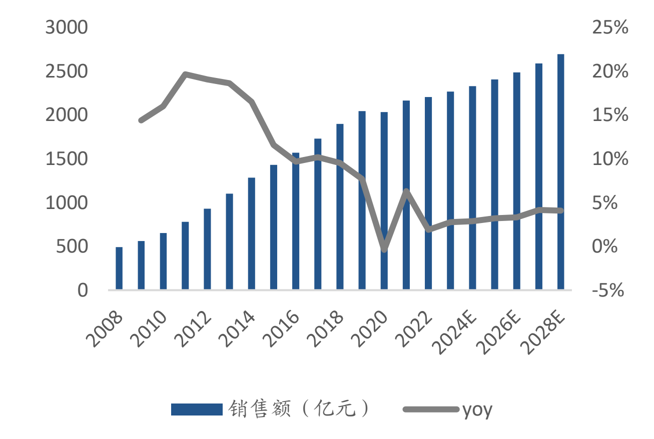
图22 2008 年至 2028 年包装水吨价及预测



资料来源：wind，HTI

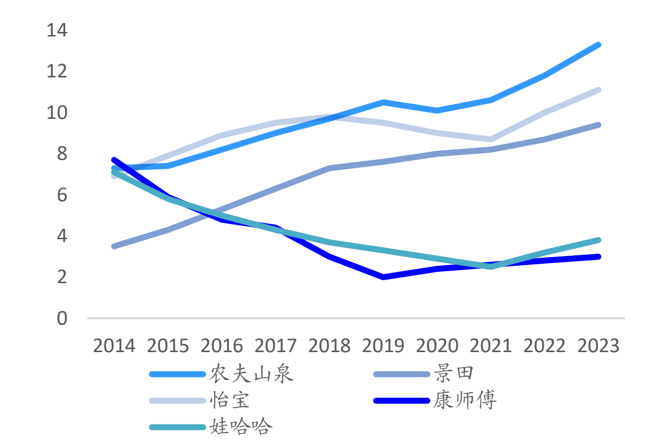
包装水集中度仍在上行期间，竞争仍较为胶着。目前包装水 CR3 为 33.8%，市场整体集中度仍在提升中，农夫山泉、怡宝和景田的行业座次稳居前三，2023 年三者的市占率较 2014 年分别提升 6.0pct/4.2pct/5.9pct，康师傅和娃哈哈的市场份额受到大幅侵蚀，分别减少 4.7pct/3.3pct。

图23 2008 年至 2028 年包装水市场规模及预测



资料来源：wind，HTI

图24 包装水龙头企业市场份额（%）



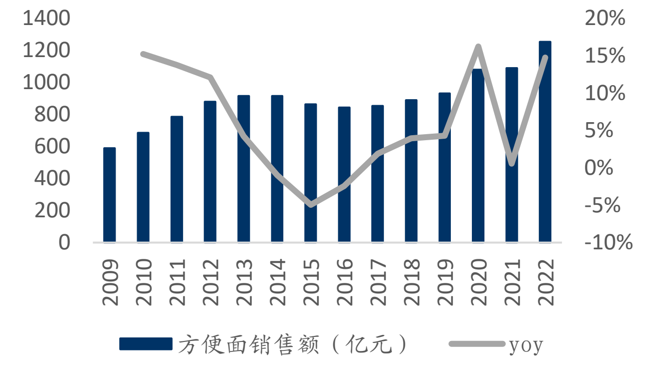
资料来源：wind，HTI
不同口径市占率存在较大差异，数据仅做趋势参考

2.4 方便面：市场阶段性承压，近期表现相对疲软

（1）2015 年之前：行业由快速成长期转为调整期。2010 年左右，方便面因价格便宜，食用方便，种类丰富，深受我国消费者的喜爱，2009 至 2013 期间行业销量与规模快速增长，CAGR 分别达到 3.2%和 11.6%。然而，随着 2013 年"台湾黑心油"事件的发酵，加之外卖服务的兴起，消费者对方便面的兴趣有所消退。相较于被冠上"垃圾食品"的方便面，外卖更加健康，且很多头部企业为了抢占市场份额开启大幅补贴，方便面行业因此承压，其规模和销量在 2013 至 2015CAGR 分别为-2.9%和-6.6%。

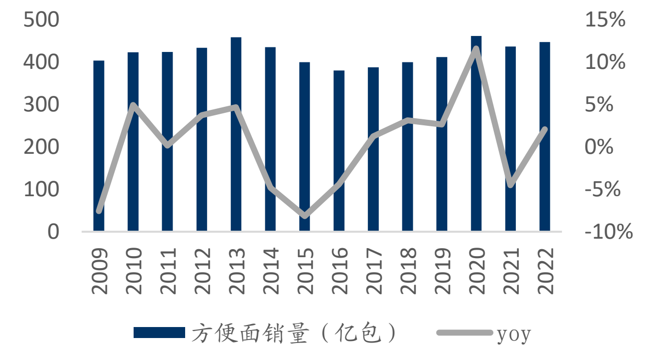
（2）2015-2022: 行业回归低速增长。随着外卖性价比和替代效应有所减弱，方便面需求迎来回暖。行业自低基数实现量价齐升，2015-2022 销量 CAGR 1.6%，价格 CAGR 3.7%，规模 CAGR 5.5%。这一方面来自外卖竞争格局稳定后的补贴减少；同时，疫情期间的居家隔离政策和餐厅的暂时性关闭促使消费者寻找更为便利快捷的食品，方便面因此受到青睐，如 2020 年行业规模同比增长 16.2%，2022 年同比增长 14.8%。可以印证的是，康师傅与统一的方便面业务营收总和于 2020 年增长约 15%，于 2022 年增长约 7%。许多方便面制造商也在此期间推出了更为健康高端的产品线，如统一的"汤达人极味馆子"和康师傅的"御品盛宴"，以满足消费者对品质的追求。

图25 中国方便面销售额



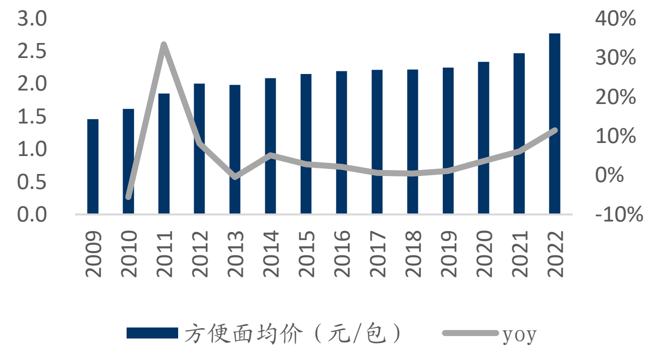
资料来源：彭博，HTI

图26 中国方便面销量



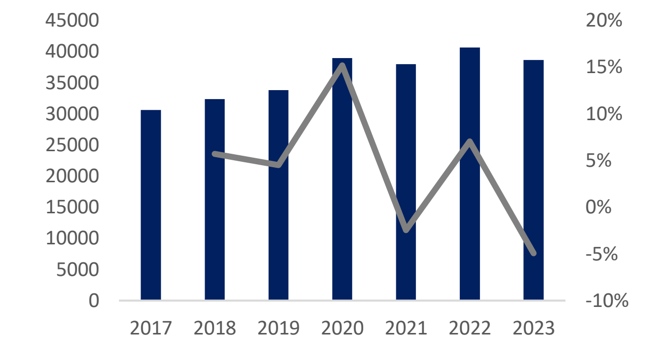
资料来源：wind，HTI

图27 中国方便面均价



资料来源：wind，HTI

图28 康师傅与统一方便面营收和增长率（百万元，%）



资料来源：国家统计局，HTI

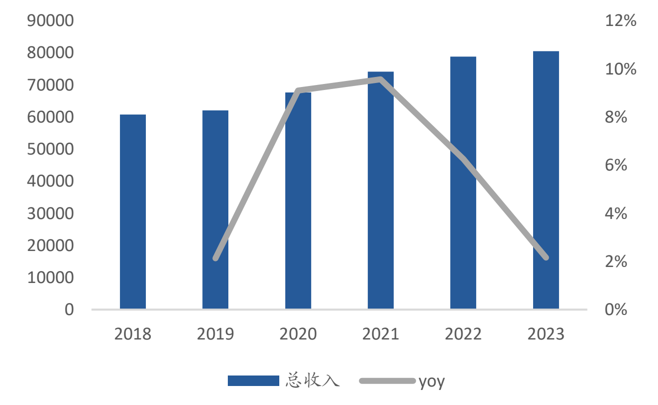
疫情后方便面规模同比下滑，未来增长仍有压力。2023 年，随着疫情限制的放宽，消费者对方便面的刚性需求有所减弱，而疫情期间基数较高，导致统一和康师傅方便面营收之和同比下降 4-5%。然而，对比疫情前的数据，统一和康师傅 2019-2023 方便面销售总额 CAGR 达 3.7%，从而体现该行业在除去疫情影响后市场规模的扩张。展望未来，方便面行业的增长前景需要进一步观察。与餐饮外卖相比，该行业在产品多样性、口味选择、健康属性等方面可能存在局限。过去，方便面生产商可利用提价后的高端产品增加市场份额，但这一策略或在未来日益激烈的市场竞争下受到挑战。

3. 方便面+软饮料双引擎发展，业绩稳健成长

3.1 方便面行业引领者，软饮料多品类布局

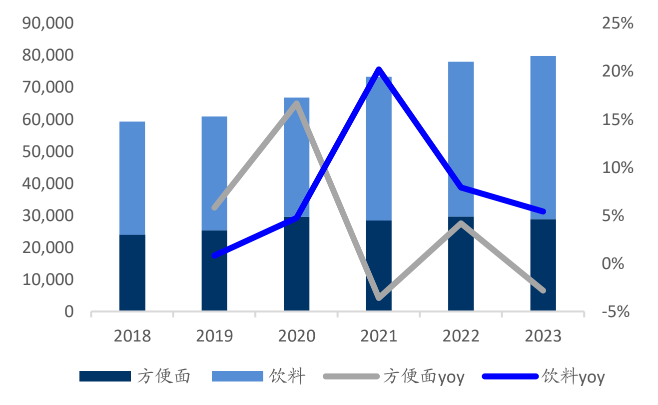
2023 年公司实现营收 804.2 亿元，同比增速 2.2%， 2018 年至 2023 年公司营收 CAGR 为 5.8%。从收入进一步拆分两大主要业务来看，软饮料与方便面 2018-2023 营收 CAGR 为 9.6%/4.7%，其收入占比比例为 63%/36%，饮料业务占比逐渐扩大。

图29 2018 至 2023 公司收入及增速（百万元）



资料来源：公司年报，HTI

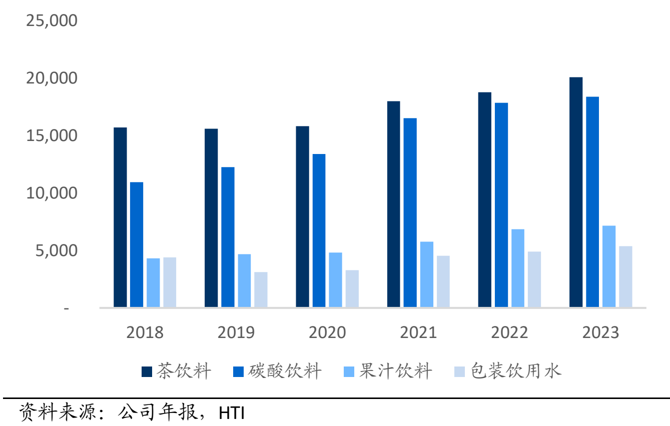
图30 2018 至 2023 公司主要收入拆分（百万元）



资料来源：公司年报，HTI

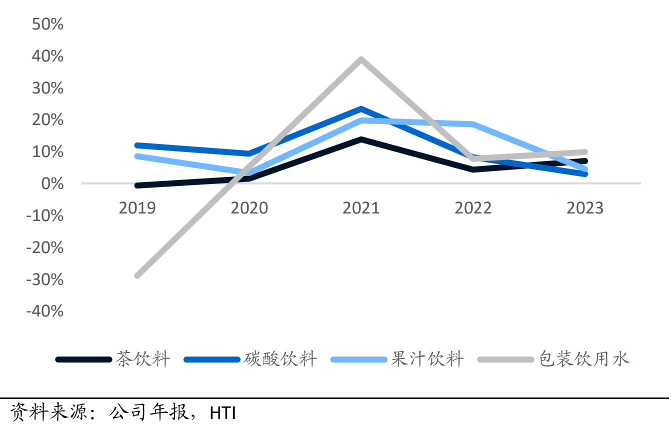
从软饮料收入分析，2023 年饮料业务同比增速为 5.4%，实现快于集团整体的增长。茶饮料/碳酸饮料/果汁饮料/包装饮用水收入占比分别为 39%/36%/14%/11%。2018 年至 2023 年，茶饮料/碳酸饮料/果汁饮料/包装饮用水营收 5 年 CAGR 分别为 5.0%/10.9%/10.7%/4.2%。分品类来看，茶饮料 2023 年实现高单位数增长，公司在 2024 年 5 月推出高端无糖化茶饮料“茶的传人”，定价约 6 元；与 3 元的经典无糖茶饮（如冰红茶、茉莉绿茶等）、4 元的纯萃零糖形成矩阵化布局。随着出行场景的恢复，预计茶饮料、包装水 2024 全年增速仍能维持高增速。碳酸饮料业务承压，主要受消费者健康意识提升影响，同时疫情期间居家消费场景基数较高。

图31 2018 至 2023 公司软饮料分产品收入拆分（百万元）



资料来源：公司年报，HTI

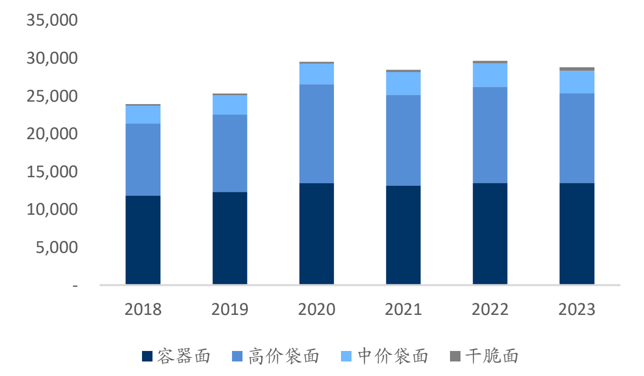
图32 2018 至 2023 公司分产品收入增速（%）



资料来源：公司年报，HTI

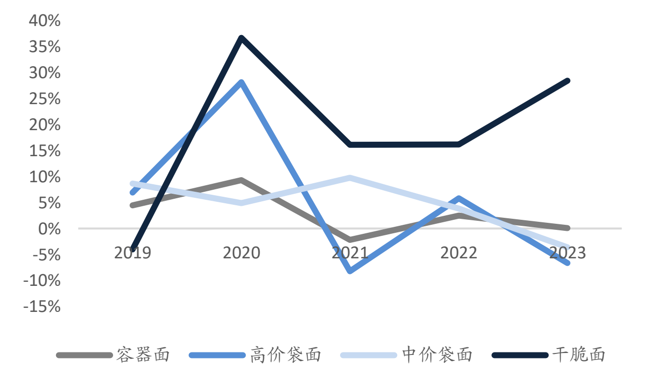
从 2023 年方便面业务收入分析，容器面/高价袋面/中价袋面/干脆面收入占比分别为 47%/41%/10%/2%。2018 年至 2023 年，容器面/高价袋面/中价袋面/干脆面 5 年营收 CAGR 分别为 2.7%/4.4%/4.6%/17.8%。2023 年容器面/高价袋面/中价袋面/干脆面收入同比增长为+0.1%/-6.6%/-3.6%/+28.4%。整体来看，方便面业务增速呈下降趋势，主要系房地产行业低迷、开工人数减少等因素影响，业务未来增长突破点需依赖打开其他消费场景。干脆面在低基数下维持高增速，主要受学生消费者喜爱，市占达到新高，未来有望维持高增速，营收占比不断扩大。

图33 2018 至 2023 公司方便面分产品收入拆分（百万元）



资料来源：公司年报，HTI

图34 2019 至 2023 公司分产品收入增速（%）



资料来源：公司年报，HTI

3.2 盈利能力稳中有升，提价有所贡献

23 年成本下行增厚毛利，棕榈油价格下跌贡献较大。2017 年至 2020 年公司整体毛利率稳步上行，由 29.4%提升至 33.2%，一方面来自于营销推广下产品高端化，另一方面来自于规模效应下原材料采购及供应效率的优化。2022 年产品毛利率由于部分原材料价格飙升而大幅下挫至 29.1%。从 2023 年年报来看，销售毛利率已回升至 30.4%（与 2021 年同一水平），其中方便面毛利率的提升贡献较大，同比提升 3pct，主要因棕榈油价格持续下滑。根据我们预计，饮料原材料主要包括 PET、白糖及包装材料，三项占比为 21%/23%/17%左右。方便面业务原材料主要包括棕榈油、面粉与纸浆，其占比为 13%/18%/20%。

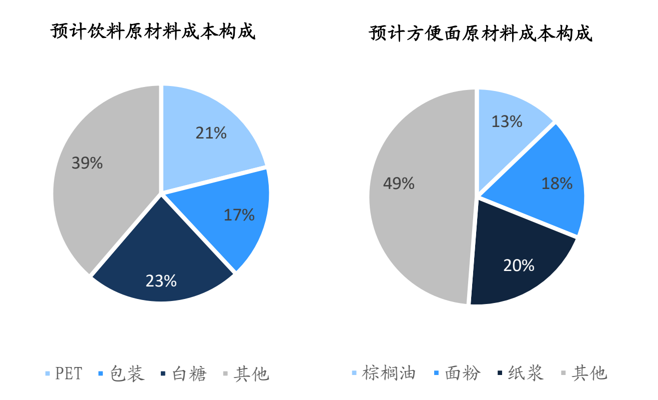
24 年我们预计公司毛利率有所回升，受益于部分产品提价。公司在 2023 年底对茶饮产品终端建议零售价格进行调整，具体为中包装茶/果汁系列从 3 元/瓶起调整为 3.5 元/瓶，1L 装茶/果汁系列从 4 元/瓶起调整为 5 元/瓶。根据渠道调研显示，2024 年上半年各地区各终端陆续实现提价，且 1L 规格出厂价格亦随之上浮个位数。预计提价品类占饮料业务约 20%，有利于饮料板块毛利率提振。

24 年方便面和饮料业务原材料走势分化，但原材料成本整体可控。根据海通国际最新成本跟踪报告[1]，软饮料行业今年年初以来现货、期货指数分别累计变动-0.2%/+2.97%，较去年同期现货、期货指数分别累计变动-3.59%/-1.2%。方便面行业今年年初以来现货、期货指数分别累计变动+1.22%/+2.78%，较去年同期现货、期货指数分别累计变动-2.87%/-1.41%。软饮料行业成本指数较去年底基本稳定，方便面行业成本指数较去年底抬升。

具体到康师傅而言，24 年饮料业务毛利率将有所提振，主要是白糖、PET 价格可控。PET 切片价格从 2022 年高点大幅回落后维持震荡走势，今年年初至今均价较去年全年均价保持稳定。白砂糖价格 2023 年价格有高单位数上行，尤其是 2023 年下半年上涨明显，而今年年初至今均价较去年全年均价有小幅下行。但我们预计方便面业务今年毛利率环比去年将有下行，年初至今棕榈油价格涨幅达 9%，3 月因马来西亚供给较为紧张，棕榈油快速上涨，虽然 4-5 月明显回落，但仍高于 2023 年下半年水平，我们判断今年公司棕榈油原材料单位成本有所上浮。但综合整体集团来看，2024 年原材料成本仍将可控。

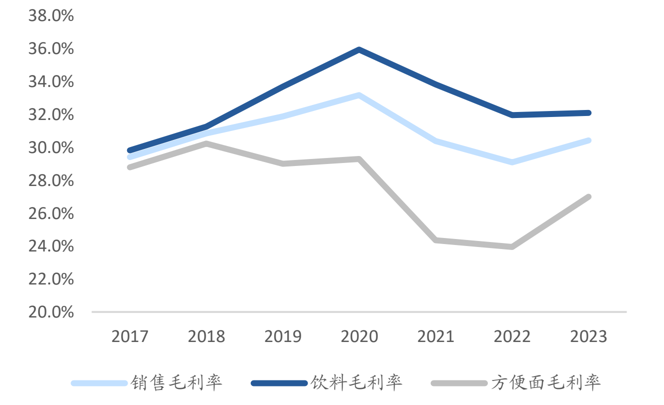
[1]《消费品成本指数跟踪：棕榈油价格止涨转跌，玉米、豆粕持续探底》，海通国际 2024 年 4 月 24 日发布

图35 预计 2023 年公司原材料成本构成



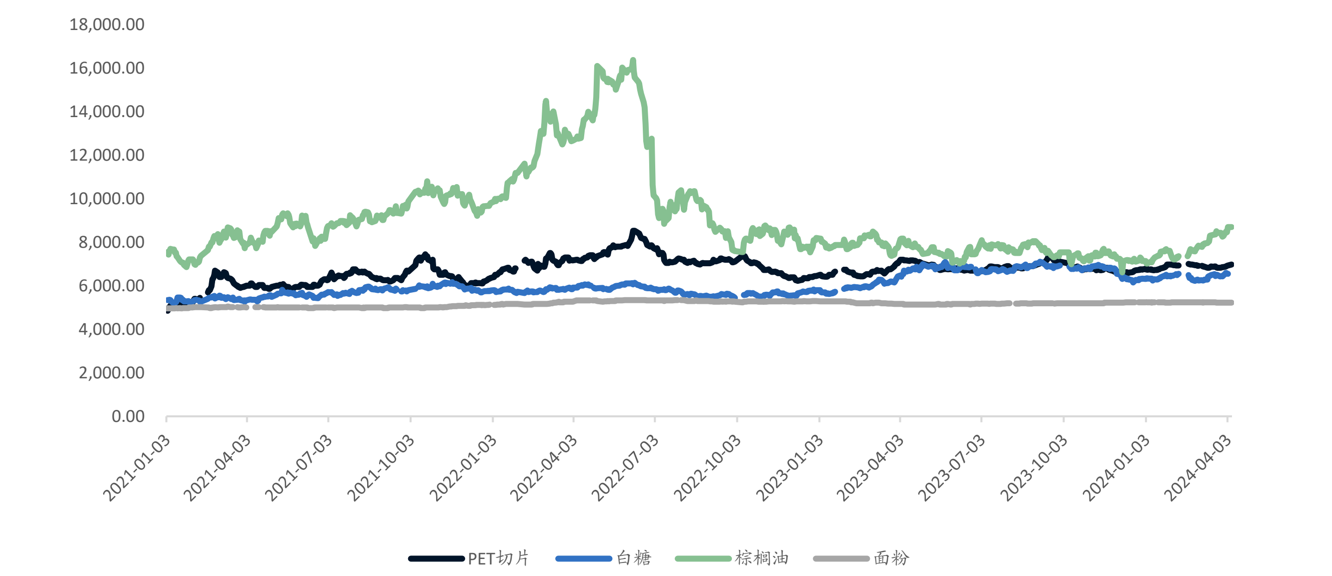
资料来源： HTI 预测

图36 公司产品毛利率拆分变化



资料来源：公司年报，HTI

图37 主要原材料市场价走势（元/吨）



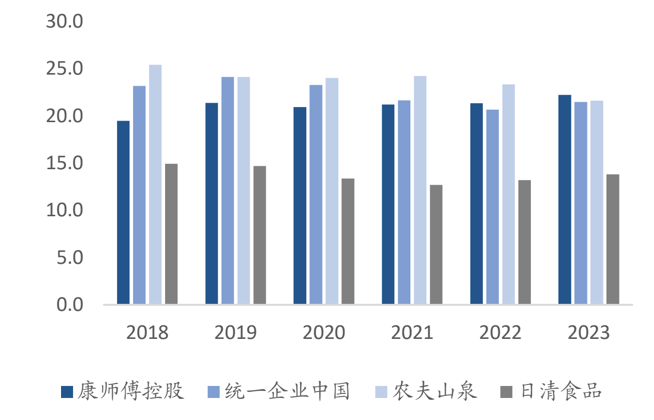
资料来源：Wind，HTI

3.3 渠道力居行业首位，年轻化营销驱使品牌长青

经销模式高度扁平，渠道覆盖广泛且控制力强。公司分销网络为中国快消行业最广泛之一，其销售额有 80%来自于经销商，20%来自现代通路包括线上销售。公司的销售网络覆盖全国，包括 300 多个城市的核心区域，以及对郊区、小城市和乡镇市场的深入渗透。截至 2023 年，康师傅设有 348 个营业所，303 个仓库和 571 条生产线，服务了超过 76,875 家经销商和 217,087 家直营零售商。

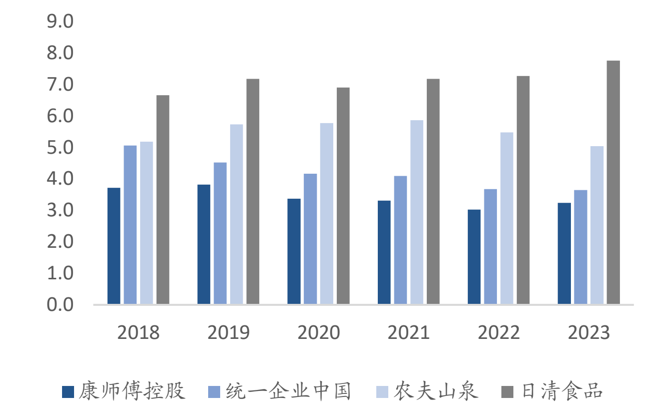
规模效应持续体现，费率与存货周转领先于同行。公司通过优化仓库和直营零售商布局以及营业所效率提升，进一步强化了对渠道的控制。我们预计公司将继续发挥渠道优势提高下沉市场渗透率，同时将持续拓展线上渠道做到线上线下多元化覆盖。公司的渠道优势使其销售费用率与管理费用率长期领先于行业竞争对手，而在新产品推广方面动作迅速，市场响应及时，在行业内保持着领先的存货周转效率。公司未来将聚焦降低促销投入，转为加大广告投入和建设数字化渠道，我们预计在未来几年净利润率会逐步改善。

图38 公司 2018-2023 期间销售费用率变化（%）



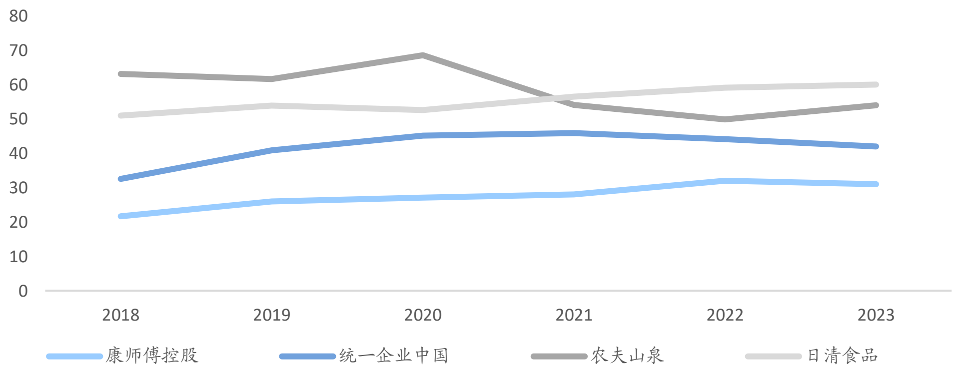
资料来源：公司年报，Wind，HTI

图39 公司 2018-2023 期间管理费用率变化（%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI

图40 公司 2018-2023 期间存货周转天数（天）



资料来源：公司年报，Wind，HTI

公司善于打造品牌形象，持续提高知名度。康师傅早期通过明星代言与广告营销打造品牌，通过与航天事业合作，赞助体育赛事提高品牌形象，使公司成为快消行业的领导品牌。如今随着 90 后与 00 后成为主力消费群体，公司开始转向"品牌年轻化"营销策略。公司选用新生代当红明星如蔡徐坤、易烊千玺、张艺兴作为代言人，通过持续互动和长线运营将流量沉淀至品牌私域。公司与热门 IP 奇葩说、斗罗大陆、和平精英等深度绑定，打入年轻消费族群，持续提升品牌在 Z 世代的渗透率。

3.4 高股息标的，分红保障性强

公司 ROE 较高（近三年 ROE 在 20%左右），虽然净利率仅中低个位数，但主要受益于较高的资产周转率（历史超过 1）和较高的权益乘数（历史在 3-4）。公司多年来坚持百分百分红，2020-2023 年度现金分红比率分别为 100%/166%/198%/100%。

基于公司 2023 年 100%派息，公司最新年度股息率为 6.2%，在港股市场消费股属于第一梯队。

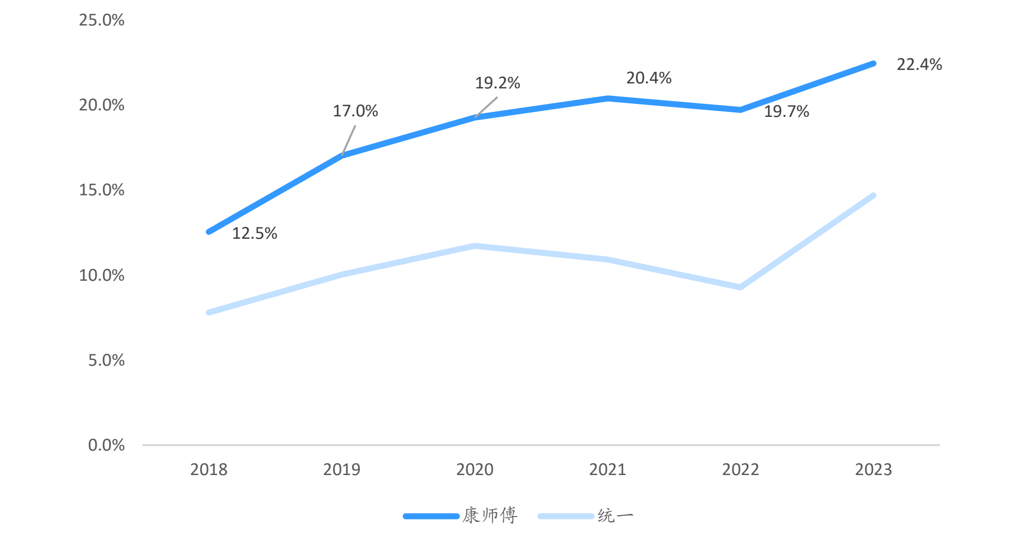
康师傅未来仍有维持高分红率的潜力。我们预计公司 24 年净利润为 33.4 亿元（同比增长 7.0%），假设公司继续保持历史 100%以上的分红率，则以目前市值计算，对应股息率将达 6.6%，其分红价值十分可观。

图41 H股食品饮料2023股息率、年度现金分红比例2020-2023年（%）及回购情况（亿港元）

证券简称	股息率2023，%	年度现金分红比例2023，%	年度现金分红比例2022，%	年度现金分红比例2021，%	年度现金分红比例2020，%	回购金额2023，亿港元	回购金额2024，亿港元
H股							
农夫山泉	1.7	70	91	72	36		
百威亚太	0.5	82	55	42	73		
华润啤酒	2.7	59	40	40	40		
青岛啤酒股份	3.4	64	66	48	46		
蒙牛乳业	3.1	40	30	30	30	8	
康师傅控股	5.8	100	203	171	98		
中国旺旺	5.3	81	113	40	98	2	1
中国飞鹤	6.2	69	47	53	30		
统一企业中国	6.3	110	120	120	100		
颐海国际	4.4	90	26	31	30	2	
第一太平	0.9	25	30	31	21		
阜丰集团	9.1	43	41	36	34	0.5	0.2
中烟香港	2.5	37	37	17	29		
中国食品	5.3	50	51	52	49		
周黑鸭	8.4	321		71	104		

资料来源：上市公司公告，HTI，2024年5月20日
股息率2023=2023年宣告分红金额/最新收盘市值

图42 2018-2023年康师傅和统一企业中国净资产收益率(摊薄)



资料来源：Wind，HTI

4. 投资建议与盈利预测

我们预计公司2024-2026年营收分别为842.7/880.6/918.0亿元，同比增长4.8%/4.5%/4.2%；预计2024-2026年归母净利润为33.4/35.5/37.4亿元，对应EPS分别为0.59/0.63/0.66，同比增长7.0%/6.5%/5.2%。参考可比公司估值，同时我们认为公司股息率在5%以上水平是具有较高吸引力的，因此我们给予公司2024年19xPE，对应目标价为12.1港元，有27%上行空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表5 分项收入分析（百万）

分业务分析（百万元）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
软饮料	35311	35600	37280	44802	48336	50939	53915	56951	60071
增速	2%	1%	5%	20%	8%	5%	6%	6%	5%
茶饮料	15689	15579	15811	17989	18755	20059	22097	23657	25327
增速	3%	-1%	1%	14%	4%	7%	10%	7%	7%
碳酸饮料	10935	12237	13373	16493	17841	18355	18355	19095	19768
增速	21%	12%	9%	23%	8%	3%	0%	4%	4%
果汁饮料	4303	4670	4821	5772	6843	7150	7655	8042	8449
增速	-10%	9%	3%	20%	19%	4%	7%	5%	5%
包装饮用水	4385	3114	3275	4548	4897	5375	5809	6157	6527
增速	-24%	-29%	5%	39%	8%	10%	8%	6%	6%
方便面	23916	25300	29510	28448	29634	28793	29662	30408	31019
增速	6%	6%	17%	-4%	4%	-3%	3%	3%	2%
其他	1459	1078	828	833	748	687	694	701	708
增速	8%	-26%	-23%	1%	-10%	-8%	1%	1%	1%

资料来源：wind， HTI

表6 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	收盘价（原始币种）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
0220.HK	统一企业中国	6.9	0.39	0.41	0.44	13.0	15.6	14.3
9633.HK	农夫山泉	43.4	1.07	1.22	1.42	38.1	32.4	27.9
605499.SH	东鹏饮料	222.0	5.10	6.64	8.33	35.8	33.4	26.7
平均值							27.1	22.9

资料来源：Wind， HTI
注：收盘价为 2024 年 5 月 22 日数据，盈利预测来源于 Wind 一致预期

5. 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格波动，食品安全风险。

财务报表分析和预测

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	80,418	84,271	88,060	91,797
营业成本	(55,951)	(58,168)	(60,412)	(62,688)
毛利	24,467	26,103	27,647	29,109
S&D 费用	(17,883)	(19,298)	(20,430)	(21,435)
G&A 费用	(2,616)	(2,612)	(2,730)	(2,846)
其他费用/收入	663	757	763	676
营业利润	4,631	4,949	5,251	5,505
利息收入	541	400	420	450
利息费用	(519)	(343)	(343)	(343)
联营公司的损益	127	127	127	127
税前利润	4,779	5,133	5,454	5,739
所得税	(1,263)	(1,356)	(1,441)	(1,516)
少数股东损益	(399)	(442)	(461)	(485)
归母净利润	3,117	3,335	3,552	3,737

财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力				
ROE	22.4%	24.0%	25.3%	26.2%
毛利率	30.4%	31.0%	31.4%	31.7%
营业利润率	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%
销售净利率	3.9%	4.0%	4.0%	4.1%
成长能力				
营业收入增长率	2.2%	4.8%	4.5%	4.2%
营业利润增长率	20.7%	6.6%	6.0%	4.8%
净利润增长率	18.4%	7.0%	6.5%	5.2%
偿债能力				
资产负债率	67.6%	67.1%	66.5%	66.1%
流动比	0.70	0.74	0.78	0.82
速动比	0.23	0.27	0.31	0.35
每股指标与估值				
EPS	0.55	0.59	0.63	0.66
P/E	16.01	14.97	14.05	13.35
P/B	3.59	3.54	3.48	3.44
P/S	0.62	0.59	0.57	0.54

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,754	8,106	9,399	10,595
应收账款	1,580	1,656	1,730	1,804
存货	4,385	4,559	4,735	4,913
预付费用	3,037	3,037	3,037	3,037
其他流动资产	4,716	4,716	4,716	4,716
流动资产合计	20,474	22,074	23,618	25,065
固定资产	21,455	20,943	20,473	20,059
无形资产	3,710	3,778	3,879	4,015
递延所得税	339	339	339	339
其他非流动资产	7,172	7,172	7,172	7,172
非流动资产合计	32,676	32,232	31,864	31,585
资产总计	53,150	54,306	55,482	56,650
应付账款及票据	8,573	8,912	9,256	9,605
其他应付款	11,838	11,973	12,106	12,237
短期借款	8,482	8,482	8,482	8,482
应交所得税	301	323	344	362
流动负债合计	29,193	29,690	30,187	30,685
长期债务	5,247	5,247	5,247	5,247
租赁负债	180	180	180	180
其他长期债务	1,307	1,307	1,307	1,307
长期负债合计	6,734	6,734	6,734	6,734
负债合计	35,927	36,425	36,922	37,419
留存收益	12,911	13,128	13,345	13,530
母公司股东权益	13,895	14,112	14,329	14,514
少数股东权益	3,328	3,770	4,231	4,717
负债和股东权益总计	53,150	54,306	55,482	56,650

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,117	3,335	3,552	3,737
折旧摊销	3,449	3,346	3,310	3,265
少数股东损益	399	442	461	485
营运资金变动	(874)	90	94	97
其他	(597)	157	153	149
经营活动现金流	5,495	7,371	7,570	7,734
资本支出	(3,672)	(2,902)	(2,942)	(2,986)
其他	(52)	-	-	-
投资活动现金流	(3,724)	(2,902)	(2,942)	(2,986)
支付股息	(2,632)	(3,117)	(3,335)	(3,552)
借款变动	(3,890)	-	-	-
其他	(830)	-	-	-
筹资活动现金流	(7,353)	(3,117)	(3,335)	(3,552)
汇率变动	-	-	-	-
现金净增加额	(5,582)	1,351	1,293	1,196
期末现金及等价物	6,754	8,106	9,399	10,595

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 24 日；（2）以上各表均为简表

资料来源：公司年报（2023），HTI

APPENDIX 1

Summary

Both instant noodles and soft drinks are industry leaders, with channel strength ranking first in the industry. After thirty years of development, Kangshifu is currently a leading player in the Chinese instant noodle and soft beverage industries. The company's equity structure is concentrated and stable, with an experienced management team. Because of continuous years of equity incentives, core team is deeply tied to the company. The company has a wide range of channels and strong control, with both depth and breadth. It has already penetrated into small cities and rural markets, with high stocking rates and single sales points with high sales speed. It is a typical case of channel construction for fast-moving consumer goods in China.

The demand for beverages continues to be good, and the company's product matrix is in line with consumer trends. According to the monthly demand report of Haitong International, benefiting from good performance in travel and tourism scenarios, the sales of the beverage industry have continued to grow since the beginning of this year; At the same time, the growth of the beverage industry has always been largely independent of price increases, and has been less affected in the context of weak CPI. It is expected that the industry's revenue has accumulated a year-on-year increase in the number of medium to high digits since the beginning of the year, and the growth rate of Master Kong Beverage business has also kept pace with the industry's overall situation. In the company's beverage business, sugar ready to drink tea and sugar carbonated drinks are traditional strengths, and the products are cheap and cost-effective, benefiting from the macro consumption trend of pursuing cost-effectiveness since the beginning of this year. Although the rise of sugar free products in recent years has brought changes to the market landscape, the company has timely launched sugar free products such as "The Inheritance of Tea", which is expected to enjoy the industry dividend of high growth in segmented tracks.

In 2024, the profitability will steadily increase, and price increases will have a positive impact. At the same time, raw material costs and expenses can be controlled. According to channel research, starting from November 2023, Master Kong gradually achieved a double-digit increase in the retail price of 1L tea drinks/juice at various terminals, and the factory price in April this year also increased. It is expected that the price increased categories account for about 20% of the beverage business, which is conducive to boosting the gross profit margin of the beverage sector. At the same time, the overall cost of the group in 2024 will still be controllable, mainly including white sugar PET prices are controllable, and the gross profit margin of the beverage business will be boosted. But this year, the gross profit margin of the instant noodle business is expected to decline compared to last year, mainly due to a higher base last year, and palm oil prices may rise. The company has increased investment in advertising and other expenses this year, and the sales expense ratio may increase. Based on the overall price increase and the trend of raw materials, we expect the company's gross profit margin to increase by 0.6pct and net profit margin to slightly increase this year.

High dividend target with strong dividend protection. The company has been adhering to a 100% dividend policy for many years, with cash dividend ratios of 100%/166%/198%/100% for the years 2020 to 2023. Based on the company's 100% dividend payout in 2023, the latest annual dividend yield is 6.2%, and consumer stocks in the Hong Kong stock market belong to the first tier. Master Kong still has the potential to maintain a high dividend rate in the future. We expect the company's net profit to be 3.34 billion yuan in 24 years (a year-on-year increase of 7.0%). Assuming the company continues to maintain a historical dividend rate of over 100%, based on the current market value, the corresponding dividend rate will reach 6.6%, indicating a significant dividend value. Investment advice and profit forecast. We expect the company's revenue to be 84.27 billion yuan, 88.06 billion yuan, and 91.8 billion yuan respectively from 2024 to 2026, a year-on-year increase of 4.8%/4.5%/4.2%; It is expected that the net profit attributable to the parent company from 2024 to 2026 will be 3.34/3.55/3.74 billion yuan, corresponding to EPS of 0.59/0.63/0.66, a year-on-year increase of 7.0%/6.5%/5.2%. Based on the valuation of comparable companies, we believe that a dividend yield above 5% is highly attractive. Therefore, we give the company a 19xPE for 2024, corresponding to a target price of HKD 12.1, with 27% upward potential. We initiate the coverage with an "OUTPERFORM" rating.

Risk warning: intensified industry competition, fluctuations in raw material prices, and food safety risks.

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，肖韦俐，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, Weili Xiao, 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，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.

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).

农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司,农夫山泉浙江千岛湖有限公司,香港华润(集团)有限公司上海代表处 及 内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司,农夫山泉浙江千岛湖有限公司,香港华润(集团)有限公司上海代表处 and 内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

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.

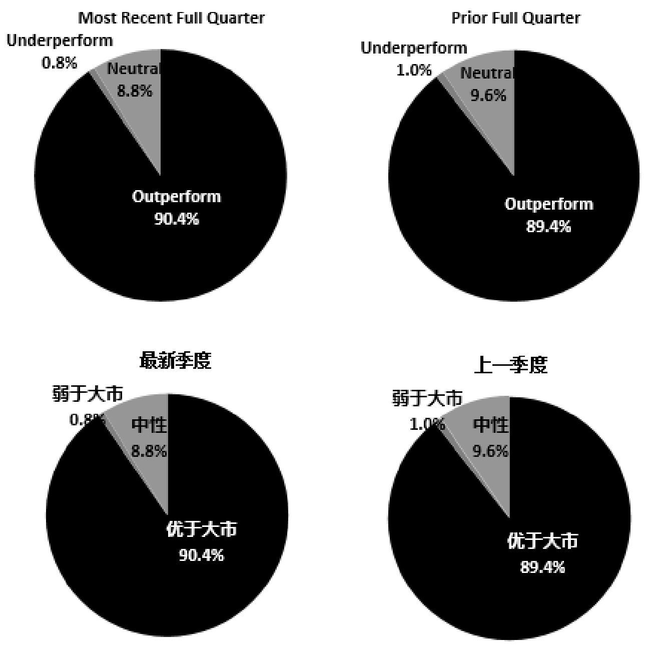
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（"HTISG"）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

/

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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”。

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".

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