

Liting Wang
liting.wang@htisec.com

Hongke Li
hongke.li@htisec.com

Yingzhi Xu
yingzhi.xu@htisec.com

增长趋势分化，把握结构性机遇

——社会服务行业 2023&1Q24 业绩总结

投资要点：

2023 年弹性复苏，1Q24 延续增长。2023 年：出境游、景区、酒店、餐饮、免税收入分别同比增长 381%、91%、40%、34%、24%，扣非归母净利分别同比增长 74%、166%、279%、205%、36%，各细分板块进入复苏轨道。**1Q24**：出境游、景区、餐饮、酒店、免税收入分别同比增长 452%、增 20%、增 16%、增 12%、降 9%，较 1Q19 恢复度分别为 32%、85%、147%、96%、137%；扣非归母净利分别同比增长 133%、51%、7%、15%、0%，较 1Q19 恢复度分别为 51%、87%、163%、126%、145%，多数子板块经营情况持续改善。

子板块分析：（1）免税：1Q24 离岛免税销售额短期承压，龙头持续拓展渠道资源。
①行业：2023 年，海口海关共监管离岛免税销售金额/购物人次/购买数量同比分别增长 25.4%/59.9%/3.8%。1Q24 海南离岛免税销售额、购物人次、客单价同比 1Q23 分别-24.5%、-4.6%、-20.7%。
②中免：23 年营业收入/归母净利/扣非归母净利分别为 675/67.1/66.5 亿元，同比增长 24.1%/33.5%/35.7%。23 年预计向全体股东每 10 股派发现金红利 16.50 元（含税），分红比例显著提升。
（2）景区演艺：出游需求释放强劲，自然景区表现亮眼。1Q24 部分景区利润持续修复，超越 19 年同期水平。峨眉山 A、三特索道、长白山 1Q24 归母净利润较 1Q19 分别增长 284%/187%/143%。宋城演艺受新景区开业刺激短期利润修复，归母净利润同比增长 317%。
（3）酒店：高质量拓店持续，1Q24 淡季经营略承压。4Q23 华住、锦江酒店、首旅酒店新开店 460、449、340 家，同比增速 20%、12%、20%，均环比提升。1Q24 锦江酒店、首旅酒店新开 222、205 家，同比增速 12%、20%，环比持平。2023 年末，华住集团、锦江酒店、首旅酒店中高端品牌酒店数占比分别为 46%、61%、28%，环比提升持续。
②4Q23 华住、锦江、首旅同店 RevPAR 分别同比增长 41%、45%、51%，锦江环比略提升，华住、首旅环比降速；1Q24 锦江、首旅同店 RevPAR 分别同比-3.4%、-1.9%。
（4）餐饮：1Q24 餐饮收入恢复度达 126%，限上餐饮高韧性&高弹性。从上市餐企角度看：①拓店分化：23 年奈雪、太二、必胜客、肯德基、特海国际、九毛九西北菜、海底捞、海伦司门店数分别同比增 47%、28%、14%、13%、4%、1%、0%、-38%。
②同店全面增长：23 年餐海底捞、太二、特海国际、九毛九、肯德基、必胜客、海伦司同店销售额各同比增 28%、18%、9%、7%、7%、6%、5%。
③客单呈下降趋势：除九毛九同比增 5%外，特海国际、太二、海底捞、奈雪的茶客单价各同比降 2%、3%、6%、14%。
（4）人力资源服务：招聘需求复苏，数字化建设赋能业务增长。24 年国民经济稳中向好，重点群体就业基本平稳，新就业增长点不断出现。①科锐国际：业务高速增长，1Q24 归母净利+22.1%，提质增效成果显现。②北京人力：1Q24 收入 106 亿元，公司扭亏为盈。公司推动外包业务专业化，整体服务效能提升，1Q24 业务外包服务实现收入 87.7 亿元，同比增长 20.5%，占总收入的 83.2%，**（5）教育：非学科类培训需求韧性强，公考培训增长未来可期。**政策红利背景下，教育板块市场发展态势向好，预测 2030 年普通高中在读人数为 3112.87 万人，2023-30 年 CAGR 为 1.87%，学科类高中培训需求更加刚性，各公司高中业务有望迎来快速发展期。24 年省考延续国考扩招趋势，招录人数同比增加 4.6%，行业景气度上行，公考培训需求旺盛。

投资建议：看好教育板块，关注“低估值+顺周期”赛道。我们建议围绕两条主线优选标的：①**教育板块，政策担忧减弱助推板块估值回升。**非学科类课外培训及学科类高中培训有望显著受益于行业供给出清，竞争格局优化。职业教育延续一贯政策鼓励方向，公考景气度上行。②**“低估值+顺周期”品种：**重点关注二季度起价格中枢逐步回升趋势，企业层面盈利、消费预期改善持续性；优选低估值，景气度边际改善标的。建议关注：宋城演艺、中国中免、同程旅行、海底捞、学大教育、华图山鼎、中公教育、百胜中国、特海国际、华住集团-S。

风险提示。宏观经济下滑、疫情反复风险、宏观经济与居民消费力恢复不及预期。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1.	行业 2023 年度及 2024 年一季度整体分析.....	5
2.	子板块分析	6
2.1	免税：1Q24 离岛免税销售额短期承压，龙头持续拓展渠道资源	6
2.2	景区演艺：出游需求释放强劲，自然景区表现亮眼.....	7
2.3	酒店：淡季经营承压，中高端化持续.....	8
2.3.1	维持高质量拓店，中高端占比提升持续	8
2.3.2	经营：淡季经营承压，增速环比走弱.....	9
2.4	餐饮：1Q 行业恢复度 126%，龙头增长分化	9
2.5	人力资源服务：招聘需求复苏，数字化建设赋能业务增长	11
2.6	教育：非学科类培训需求韧性强，公考培训增长未来可期.....	12
3.	风险提示	12

图目录

图 1	2021-2023 年社服主要子板块扣非归母净利率 (%)	5
图 2	2021-2023 年社服主要子板块扣非归母净利率变动 (pct)	5
图 3	1Q22-1Q24 社服主要子板块扣非归母净利率 (%)	6
图 4	1Q22-1Q24 社服主要子板块扣非归母净利率变动 (pct)	6
图 5	海南离岛免税购物金额及变动	7
图 6	海南离岛免税购物人次及变动	7
图 7	海南离岛免税购物客单价及变动	7
图 8	海南离岛免税购物转化率及变动	7
图 9	华住、锦江、首旅同店 RevPAR 变动 (%，1Q17-1Q24)	9
图 10	经济型同店 RevPAR 变动 (%，1Q20-1Q24)	9
图 11	中端同店 RevPAR 变动 (%，1Q20-1Q24)	9
图 12	餐饮业收入规模及增速 vs 商品零售增速 (2020 年 12 月-2024 年 03 月)	9
图 13	主要餐饮企业历年开店情况 (2016 年-2023 年)	10
图 14	2024 年 1-4 月均新增招聘帖数及较 19 年同期恢复度	11
图 15	2024 年 1-4 月均新增招聘公司数量及较 19 年同期恢复度	11

表目录

表 1	主要子板块收入同比增速.....	5
表 2	主要子板块扣非归母净利同比增速.....	5
表 3	景区公司收入和归母净利季度表现.....	8
表 4	2023 年华住、锦江、首旅新开店同比增速 20%、12%、16%.....	8
表 5	餐饮上市品牌经营与财务数据对比（2023 年）.....	10
表 6	主要餐饮品牌外卖收入比例（2019-2023 年）.....	11

1. 行业 2023 年度及 2024 年一季度整体分析

收入表现：2023 年弹性复苏，1Q24 延续增长。2023 年，出境游、景区、酒店、餐饮、免税收入分别同比增长 381%、91%、40%、34%、24%，各细分板块收入进入复苏轨道。1Q24，出境游、景区、餐饮、酒店、免税收入分别同比增 452%、增 20%、增 16%、增 12%、降 9%，较 1Q19 恢复度分别为 32%、85%、147%、96%、137%（免税主因期间海南政策放开、经营环境不同）。

表1 主要子板块收入同比增速

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q24VS1Q19	2022	2023
免税	24%	39%	28%	11%	-9%	37%	-20%	24%
景区	61%	154%	64%	108%	20%	-15%	-28%	91%
餐饮	28%	53%	19%	55%	16%	47%	1%	34%
酒店	30%	52%	42%	34%	12%	-4%	-7%	40%
出境游	19%	495%	522%	430%	452%	-68%	-50%	381%

资料来源：Wind, HTI

利润表现：多数子板块经营情况持续改善。2023 年，酒店、餐饮、景区、出境游、免税扣非归母净利分别同比增长 279%、205%、166%、74%、36%，实现高弹性增长。1Q24，出境游、景区、酒店、餐饮、免税扣非归母净利分别同比增长 133%、51%、15%、7%、0%，较 1Q19 恢复度分别为 51%、87%、126%、163%、145%。

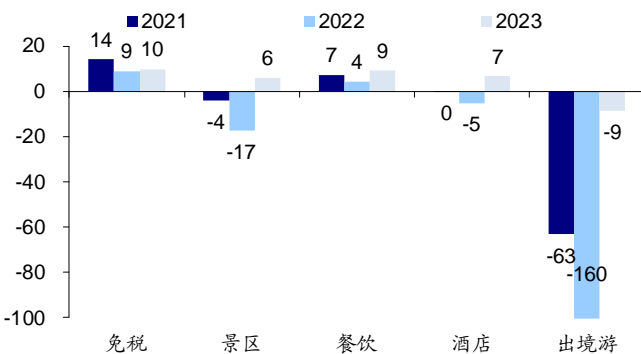
表2 主要子板块扣非归母净利润同比增速

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	1Q24VS1Q19	2022	2023
免税	-10%	14%	104%	359%	0%	45%	-49%	36%
景区	149%	224%	271%	-26%	51%	-13%	-199%	166%
餐饮	600%	160%	11%	223%	7%	63%	-43%	205%
酒店	130%	345%	366%	120%	15%	26%	-968%	279%
出境游	35%	59%	101%	77%	133%	-49%	-26%	74%

资料来源：Wind, HTI

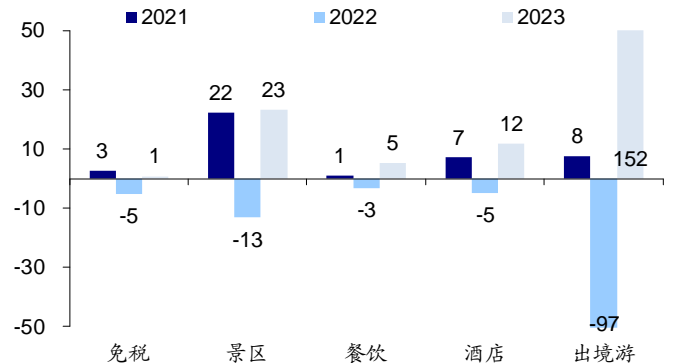
盈利能力方面，2023 年，出境游、景区、酒店、餐饮、免税扣非归母净利率分别同比增加 152pct、23pct、12pct、5pct、1pct，分别为-8.8%、6.0%、6.6%、9.2%和 9.8%；1Q24，出境游、景区、免税、酒店、餐饮扣非归母净利率分别同比增 40.6pct、增 2.0pct、增 1.2pct、增 0.1pct、减 0.5pct，分别为 2.3%、9.7%、12.2%、3.2%、7.0%，大部分细分板块均实现盈利能力的持续回升。

图1 2021-2023 年社服主要子板块扣非归母净利率 (%)



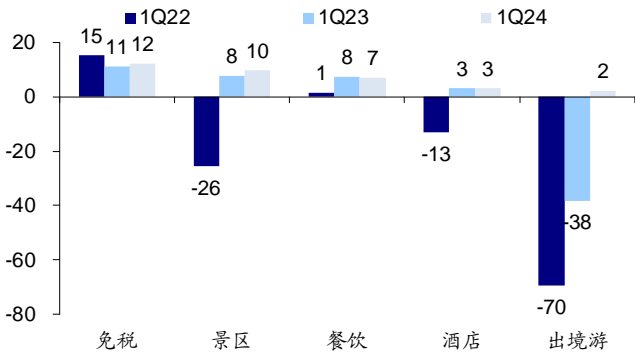
资料来源：Wind, HTI

图2 2021-2023 年社服主要子板块扣非归母净利率变动 (pct)



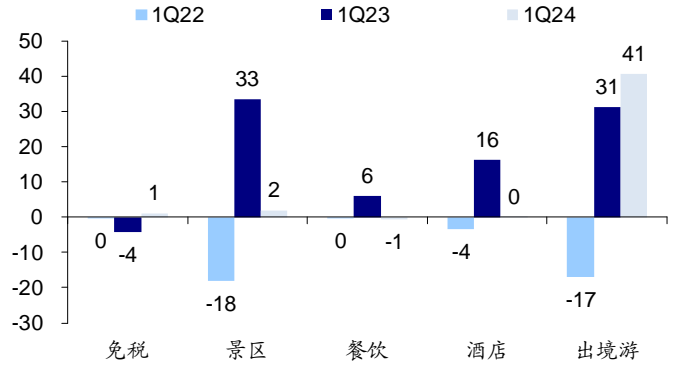
资料来源：Wind, HTI

图3 1Q22-1Q24 社服主要子板块扣非归母净利率 (%)



资料来源: Wind, HTI

图4 1Q22-1Q24 社服主要子板块扣非归母净利率变动 (pct)



资料来源: Wind, HTI

2. 子板块分析

2.1 免税: 1Q24 离岛免税销售额短期承压, 龙头持续拓展渠道资源

2023 海南离岛免税销售额同比+25.4%。据海口海关统计, 2023 年, 海口海关共监管离岛免税销售金额 437.6 亿元, 同比增长 25.4%。免税购物 675.6 万人次, 同比增长 59.9%。免税购物 5130 万件, 同比增长 3.8%。据此计算 2023 年海南离岛免税客单价 6477.2 元。截至 2024 年 1 月, 海南离岛免税经营主体共 6 家, 离岛免税店已增至 12 家。

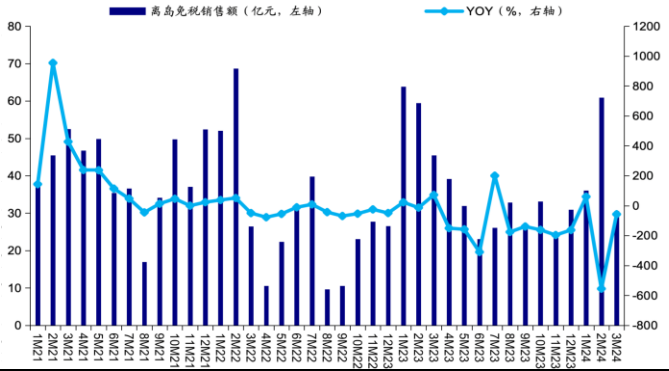
1Q24 海南离岛免税销售额同比-24.5%。据海口海关, 1Q24 海南离岛免税销售额 127.6 亿元、购物人次 213.3 万, 据此计算 1Q23 海南离岛免税客单价 5983.4 元。1Q24 海南离岛免税销售额、购物人次、客单价同比 1Q23 分别-24.5%、-4.6%、-20.7%。

我们认为, 1Q24 离岛免税销售额短期承压主要受以下因素影响: ①打击代购: 2023 年 5 月 6 日, 海南省打击走私工作会议在海口召开, 贯彻落实习近平总书记关于防控“套代购”走私的重要指示批示精神。彼时会议指出, 海南省委、省政府决定用 3 年时间, 开展离岛免税“套代购”走私专项治理, 提出一年“治标”、两年“治本”、三年“承压”的阶段性目标任务。我们判断, 1Q23 海南离岛免税销售额中仍有一定代购“水分”, 基数较高, 导致 1Q24 销售增速短期承压, 后续影响有望减弱。②居民财富效应影响。③出境游分流影响。

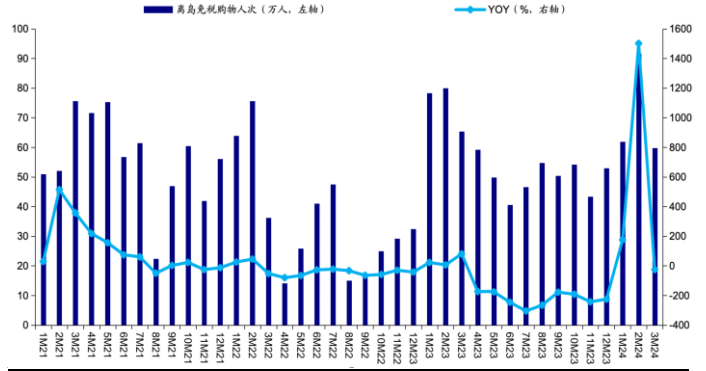
中国中免:

2023 年收入增长 24.1%, 毛利率增加 3.4pct。2023 年营业收入 675 亿元, 同比增长 24.1%; 归母净利润 67.1 亿元, 同比增长 33.5%; 扣非归母净利润 66.5 亿元, 同比增长 35.71%。分业务看, 2023 年免税商品销售、有税商品销售分别同比增长 69.9%/-20.1%, 毛利率分别为 39.5%/15.3%, 较去年同期增长 0.1/-2.2pct。2023 年预计向全体股东每 10 股派发现金红利 16.50 元 (含税), 分红比例显著提升。

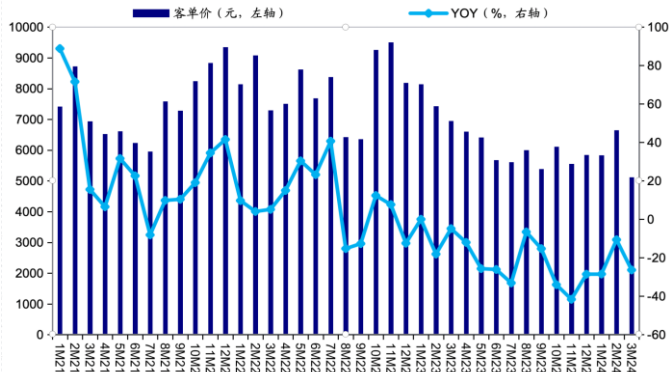
持续拓展渠道资源。①海南: 三亚国际免税城 C 区于 2023 年 12 月 28 日开业运营, 截止 2023 年末累计产生收益 0.62 亿元, 酒店部分正按既定计划有序推进中。②口岸: 成功中标天津滨海国际机场进出境免税店项目以及大连周水子国际机场、云南天保口岸、云南瑞丽口岸、云南南畹町口岸等出境免税店项目经营权, 获得成都双流国际机场、上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、哈尔滨太平国际机场、广州南站等有税项目经营权, 夯实在国内中大型机场及口岸的渠道既有优势。③境外: 获得柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权、新加坡樟宜机场麒麟精品店经营权均实现开业。

图5 海南离岛免税购物金额及变动


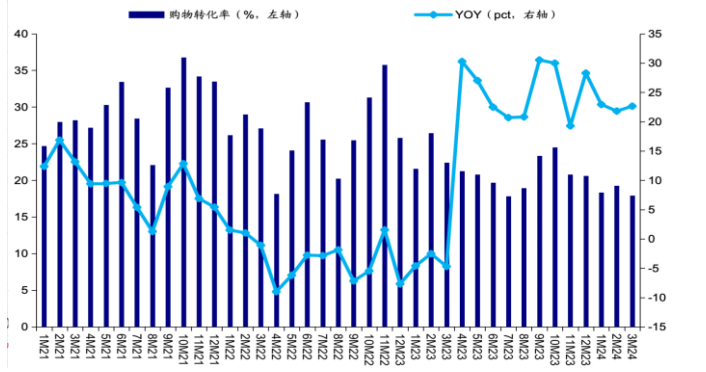
资料来源：Wind, HTI

图6 海南离岛免税购物人次及变动


资料来源：Wind, HTI

图7 海南离岛免税购物客单价及变动


资料来源：Wind, HTI

图8 海南离岛免税购物转化率及变动


资料来源：Wind, 海南省统计局, HTI

2.2 景区演艺：出游需求释放强劲，自然景区表现亮眼

23 全年出行需求强劲释放，收入、利润持续修复。据文化和旅游部，2023 年国内出游总人次 48.91 亿，比上年同期增加 23.61 亿，同比增长 93.3%。分季度看，1Q、2Q、3Q、4Q 国内旅游总人次分别为 12.16 亿 (+46.5%)、11.68 亿 (+86.9%)、12.90 亿 (+101.9%)、12.17 亿 (+179.1%)。

收入端：自然景区恢复能力强于人文景区。大部分重点景区 2023 年收入表现已恢复甚至反超 2019 年同期水平。其中，长白山在春节期间抓住冰雪旅游的热度实现了收入的快速增长，1Q24 较 1Q19 增长 160%达到了 1.28 亿元。相比之下人文景区增长能力较强，宋城演艺作为行业龙头，持续受益国内旅游市场复苏，虽然离疫情前营业水平还有一定距离，但 1Q24 较 1Q23 增长 139%，增速较快。自然景区根据季节性与景区特色推出适配性消费项目，收入渠道进一步拓展。加之四季度全国冰雪游人气度提升，长白山等自然景区依靠自身冰雪资源优势促进短期收入持续提升。

利润端：利润修复能力有所分化，人文景区有中长期成长空间。1Q24 部分景区利润持续修复，超越 19 年同期水平。自然景区板块下，峨眉山 A、三特索道、长白山 1Q24 归母净利润较 1Q19 分别增长 284%/187%/143%，利润恢复能力强。人文景区中宋城演艺受新景区开业刺激短期利润修复，归母净利润同比增长 317%。人文景区疫后内部改造升级计划较多，短期利润承压，在旅游消费强劲增长的背景下，中长期成长空间较大。

表3 景区公司收入和归母净利季度表现

公司名称	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	4Q23 VS 4Q19	1Q24 VS 1Q23	1Q24 VS 1Q19
营业收入 (百万元)												
三特索道	109	175	239	154	160	180	239	140	142	-9%	-11%	30%
长白山	49	80	257	82	70	98	330	123	128	51%	84%	160%
九华旅游	134	156	127	120	192	188	181	162	180	35%	-6%	35%
峨眉山A	255	274	344	235	238	254	330	223	254	-5%	7%	-1%
黄山旅游	264	464	511	368	338	499	597	495	336	35%	0%	27%
丽江股份	128	190	240	164	180	212	249	157	180	-4%	0%	40%
桂林旅游	116	184	175	131	86	110	171	101	89	-23%	3%	-24%
张家界	54	116	154	101	64	115	148	93	59	-8%	-8%	8%
宋城演艺	825	593	789	406	234	506	877	309	560	-24%	139%	-32%
天目湖	89	131	167	116	120	163	192	155	107	33%	-11%	20%
中青旅	2543	3310	3692	4509	1658	2521	2556	2900	1922	-36%	16%	-24%
归母净利润 (百万元)												
三特索道	-39	2	55	-7	29	22	83	-6	34	4%	18%	187%
长白山	-25	2	106	-7	-4	16	139	-14	11	-98%	358%	143%
九华旅游	39	42	27	10	62	50	40	23	52	133%	-16%	34%
峨眉山A	19	58	109	40	70	75	116	-34	74	-184%	6%	284%
黄山旅游	24	145	168	4	65	135	208	15	26	259%	-61%	8%
丽江股份	35	63	87	19	55	66	91	16	56	-17%	1%	58%
桂林旅游	-2	12	45	0	-13	13	36	-20	-12	-40180%	0%	-540%
张家界	-8	17	32	-29	-30	-11	-1	-197	-46	-585%	-55%	-461%
宋城演艺	370	415	485	70	60	243	484	-897	252	-1387%	317%	-32%
天目湖	15	39	61	9	19	43	58	27	11	207%	-43%	-27%
中青旅	64	318	163	23	-5	111	100	-12	-29	-152%	-504%	-145%

资料来源: Wind, HTI

2.3 酒店: 淡季经营承压, 中高端化持续

2.3.1 维持高质量拓店, 中高端占比提升持续

4Q23-1Q24 维持高质量拓店, 三大酒店集团中高端占比均环比提升。4Q23 华住、锦江酒店、首旅酒店新开店 460、449、340 家, 同比增速 20%、12%、20%, 均环比提升。1Q24 锦江酒店、首旅酒店新开 222、205 家, 同比增速 12%、20%, 环比持平。截至 2023 年末, 华住集团、锦江酒店、首旅酒店中高端品牌酒店数占比分别为 46%、61%、28%, 环比提升持续。

表4 2023 年华住、锦江、首旅新开店同比增速 20%、12%、16%

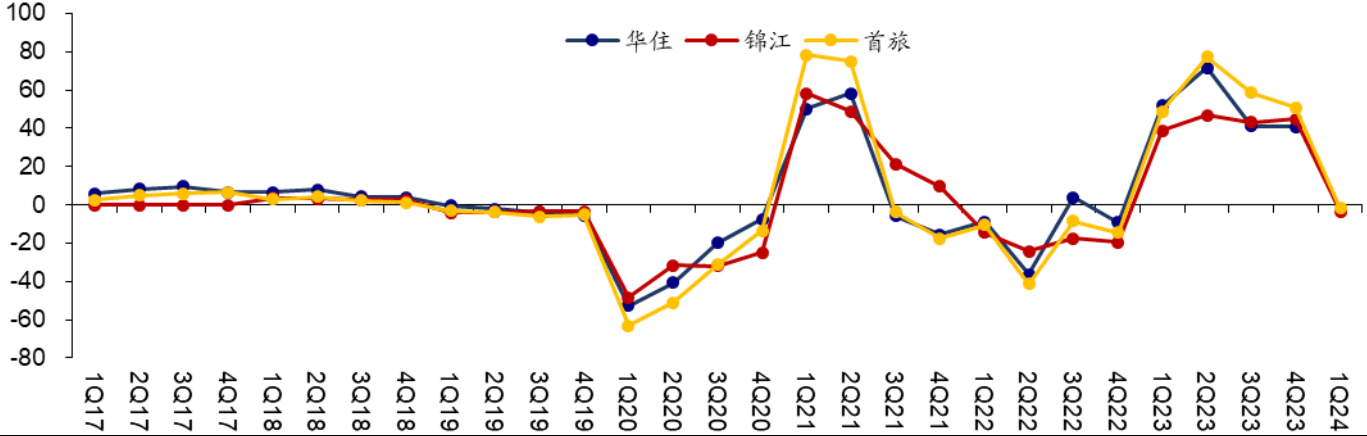
	2020	2021	2022	2023	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
华住													
新开店 (家)	1785	1532	1232	1641	299	264	425	244	262	374	545	460	
同比增长	32%	23%	16%	20%	24%	21%	19%	16%	15%	16%	17%	20%	
净增店 (家)	1051	103	705	53	171	190	240	135	53	158	406	235	
同比增长	19%	16%	9%	1%	17%	15%	13%	10%	8%	7%	9%	10%	
锦江													
新开店 (家)	1842	1763	1328	1433	232	352	361	383	195	390	313	449	222
同比增长	22%	19%	13%	12%	17%	16%	14%	13%	12%	12%	8%	12%	12%
净增店 (家)	892	1207	947	111	144	218	276	309	111	270	197	0	0
同比增长	10%	13%	9%	1%	12.5%	11.7%	10.4%	8.9%	8.5%	8.8%	5.0%	3.0%	2.0%
渠道店 (家)	5052	4760	487	4267	4870	4803	4526	4395	4240	4200	4146	4267	4106
渠道店/存量店	54%	45%	4%	37%	45.3%	43.8%	40.2%	38.0%	36.3%	35.2%	34.2%	36%	34%
首旅													
新开店 (家)	909	1418	879	1892	190	152	279	258	210	316	337	340	205
同比增长	20%	15%	8%	16%	29%	24%	22%	15%	15%	18%	19%	20%	20%
净增店 (家)	445	1021	67	280	77	-51	-54	95	18	160	81	0	0
同比增长	10%	11%	1%	2%	20%	14%	8%	1%	0%	4%	6%	3%	3%
渠道店 (家)	1219	1418	2085	2035	1827	1889	2046	2085	1907	2000	2051	2035	1940
渠道店/存量店	25%	4%	35%	32%	30%	32%	35%	35%	32%	32%	33%	33%	31%

资料来源: 华住、锦江、首旅年报及季度报告 (2020-1Q24), HTI

2.3.2 经营：淡季经营承压，增速环比走弱

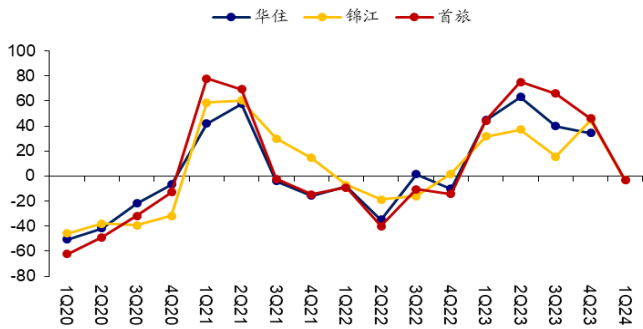
1Q24 锦江、首旅 RevPAR 同比下降，淡季经营略承压。4Q23 华住、锦江、首旅同店 RevPAR 分别同比增长 41%、45%、51%，锦江环比略提升，华住、首旅环比降速；1Q24 锦江、首旅同店 RevPAR 分别同比-3.4%、-1.9%。

图9 华住、锦江、首旅同店 RevPAR 变动（%，1Q17-1Q24）



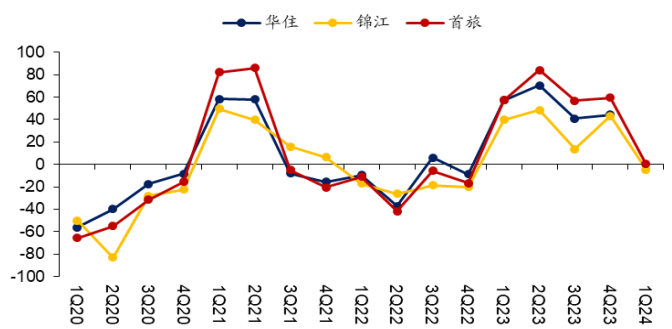
资料来源：公司历年财报（华住、锦江、首旅），HTI

图10 经济型同店 RevPAR 变动（%，1Q20-1Q24）



资料来源：公司历年财报（华住、锦江、首旅），HTI

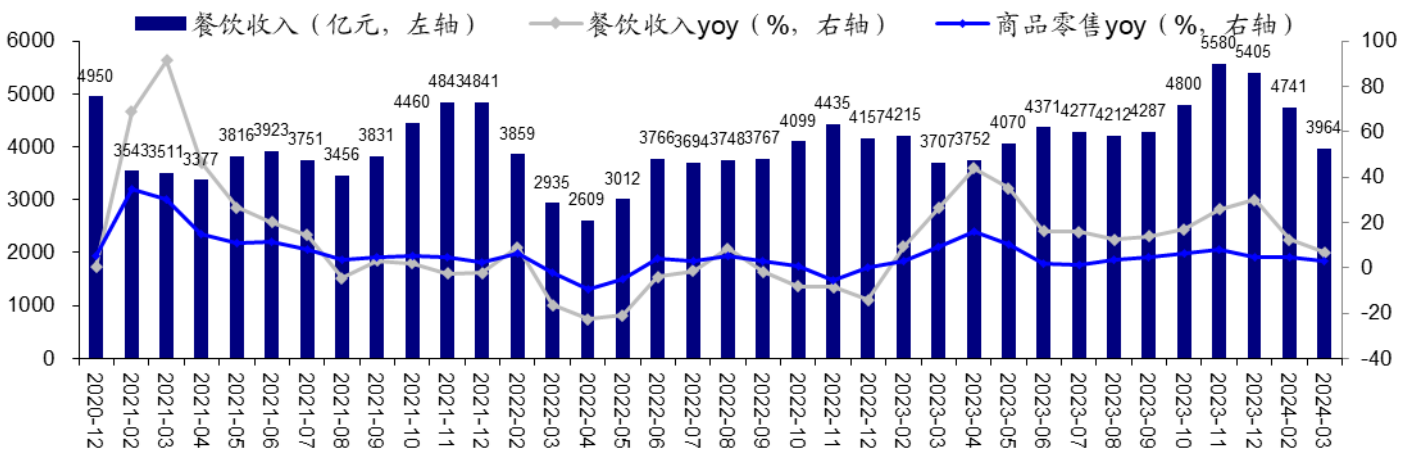
图11 中端同店 RevPAR 变动（%，1Q20-1Q24）



资料来源：公司历年财报（华住、锦江、首旅），HTI

2.4 餐饮：1Q 行业恢复度 126%，龙头增长分化

图12 餐饮业收入规模及增速 vs 商品零售增速（2020年12月-2024年03月）



资料来源：国家统计局，HTI

1Q24 餐饮收入恢复至 2019 年 126%水平，限上餐饮高韧性&高弹性。2023 年，餐饮收入 5.3 万亿元，同比上升 20.4%，恢复至 2019 年 113%水平；限额以上企业餐饮收入 1.3 万亿元，同比上升 20.9%，恢复至 2019 年 141.4%，整体韧性较强。1Q24，餐饮收入 1.3 万亿元，同比增长 10.8%，恢复至 2019 年同期 126.3%水平；限额以上企业餐饮收入 3551 亿元，同比增长 9.2%，恢复至 2019 年同期 159.5%水平，弹性高出大盘较多。复盘 2023 年的餐饮企业，我们发现：

(1) 餐厅数量增长趋势分化：①维持稳步拓店节奏：奈雪、太二维持稳定的拓店节奏，2023 年末门店数分别同比增长 47.4%、28.4%。**②低速稳健增长：**特海国际、必胜客和肯德基开店速度稳健，2023 年末门店数分别同比增长 3.6%、14.1%、13.2%。**③进入调整期：**海伦司持续推进平台化转型，2023 年末门店数同比减少 37.5%；海底捞、九毛九西北菜 2023 年末门店数同比增长 0.2%、1.3%，同样处于调整期。

图13 主要餐饮企业历年开店情况（2016年-2023年）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	yoy	2016-20 CAGR	2020-23 CAGR
奈雪的茶(家)	-	44	155	327	491	817	1068	1574	47.4%	-	47.4%
太二酸菜鱼(家)	13	28	65	126	233	350	450	578	28.4%	105.8%	35.4%
必胜客(家)	2081	2195	2240	2281	2355	2590	2903	3312	14.1%	3.1%	12.0%
肯德基(家)	5224	5488	5910	6534	7166	8168	9094	10296	13.2%	8.2%	12.8%
特海国际(家)	8	13	24	38	74	94	111	115	3.6%	74.4%	15.8%
九毛九西北菜(家)	128	139	147	143	98	83	76	77	1.3%	-6.5%	-7.7%
海底捞(家)	168	260	442	730	1224	1349	1371	1374	0.2%	64.3%	3.9%
海伦司(家)	-	101	162	252	351	782	767	479	-37.5%	-	10.9%

资料来源：各公司招股书、历年财报，HTI 测算

(2) 经营普遍回暖：①同店销售全面增长：2023 年餐饮上市品牌如海底捞、太二、特海国际、九毛九、肯德基、必胜客、海伦司同店销售额分别同比上升 28%、18%、9%、7%、7%、6%、5%。**②盈利状况向好：**海底捞、百胜中国净利同比增长 227%、192%，九毛九经调净利 623%，均实现大幅增长，特海国际、海伦司、奈雪的茶均实现扭亏。**③客单价呈现下降趋势：**除九毛九客单价同比增长 5%以外，海底捞、特海国际、太二、奈雪的茶客单价分别同比下降 6%、2%、3%、14%。

表5 餐饮上市品牌经营与财务数据对比（2023年）

	海底捞	特海国际	九毛九	太二	肯德基	必胜客	海伦司	奈雪的茶
经营规模与经营指标								
收入(百万元)	41453	4861	630	4477	58361	15908	1209	5164
同比增长(%)	34	23	4	44	14	15	-23	20
净利润(百万元)	4495	179		501		6382	280	21
同比增长(%)	227	-		623		192	-	-
翻台率	3.8	3.5	2.9	4.1	-	-	-	-
同比增长(%)	27	6	21	17	-	-	-	-
客单价(元)	99.1	175.7	58	75	-	-	-	29.6
同比增长(%)	-6	-2	5	-3	-	-	-	-14
同店销售增长率(%)	28	9	7	18	7	6	5	-
费用结构								
原材料成本占收入比例(%)	41	34		42	30	31	30	33
人工成本占收入比例(%)	31	33		30	25	29	25	27
租金和使用权成本折旧占收入比例(%)	8	14		12	-	-	22	20
水电开支占收入比例(%)	3	4		4	-	-	3	6
净利润率(%)	11	4		8		8	23	0

备注：百胜中国、特海国际根据 2023 年汇率换算为人民币；海伦司的“租金和使用权成本折旧占收入比例”为“租金折摊占收入比例”；海伦司、奈雪的茶、九毛九净利润为经调净利润，净利率为经调净利率；奈雪的茶同店数据取自深圳、上海、广州、武汉、西安、北京 6 座城市。

资料来源：各公司 2023 年年度报告，HTI

(3) 多家餐饮品牌外卖收入比重有所回落。2023年，由于疫情后堂食逐步恢复，除特海国际外卖收入占比为1.4%，小幅提升0.2pct以外，其他品牌均有一定幅度的下降，其中奈雪的茶、必胜客、肯德基、九毛九、海底捞外卖占比分别为41.9%、37%、36%、15.1%、2.5%，同比减少4.4pct、6pct、2pct、4.6pct、1.6pct。

表6 主要餐饮品牌外卖收入比例（2019-2023年）

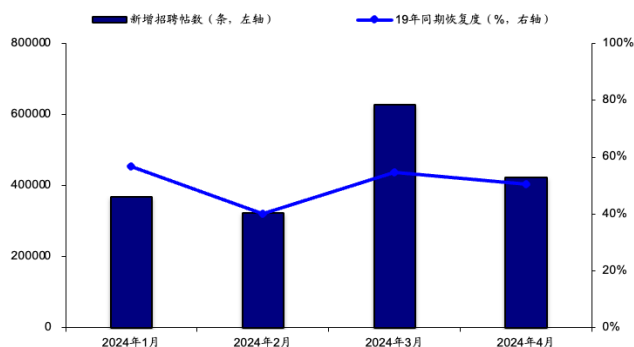
	海底捞	特海国际	九毛九	百胜中国	奈雪的茶
2019年	1.7%	0.1%	8.0%	20%	17.3%
2020年	2.5%	4.6%	21.4%	30%	31.9%
2021年	1.7%	3.8%	17.6%	32%	36.8%
2022年	4.1%	1.2%	19.7%	39%	46.3%
2023年	2.5%	1.4%	15.1%	-	41.9%

资料来源：海底捞、九毛九、百胜中国 2020-2023 年年度报告，特海国际招股说明书和 2023 年报，HTI

2.5 人力资源服务：招聘需求复苏，数字化建设赋能业务增长

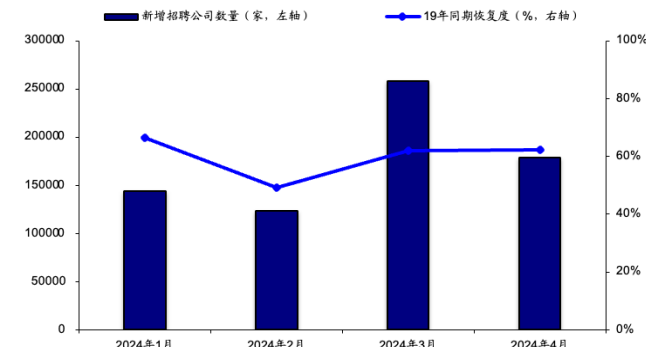
2024年国民经济稳中向好，重点群体就业基本平稳，新就业增长点不断出现。2021年中国人力资源市场收入6608亿元，预计2026年将达14112亿元，年复合增速为16.4%。人力资源服务行业发展水平与宏观经济、GDP增速有一定相关性，呈顺周期的特点，为此国家高度重视。2022年，人力资源和社会保障部启动实施《人力资源服务业创新发展行动计划（2023—2025年）》，提出“培育壮大人力资源服务市场主体，到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业和100家左右‘专精特新’企业”的整体目标。随着政策的颁布与推进，人力资源服务市场日渐统一与规范，服务范围扩大，服务体系完善，服务质量提高。

图14 2024年1-4月均新增招聘帖数及较19年同期恢复度



资料来源：Datayes, HTI

图15 2024年1-4月均新增招聘公司数量及较19年同期恢复度



资料来源：Datayes, HTI

(1) 科锐国际：①1Q24 归母净利+22.1%，提质提效成果显现。公司2023年实现收入97.8亿元，同比增长7.6%；毛利率7.3%，同比下降2.4pct；归母净利润2.0亿元，同比下降31.1%。1Q24公司收入26.4亿元，同比增长10.3%，国内业务较于海外业务恢复速度更快，国内业务收入同比增长15.7%，归母净利润0.4亿元，同比增长22.1%，毛利率6.3%，同比下降0.9pct。**②灵活用工战略布局，外包业务收入增长。**2023年，公司灵活用工业务增长12.1%，成功为国内外客户推荐1.46万中高端管理与专业技术人员，累计派出38.34万人次。在册灵活用工员工3.55万人，覆盖白领、技术研发及通用岗位，其中技术研发岗位为重点，同比提升6.9pct，占比净增人数141.3%。1Q24，技术研发岗时点在职人数占比稳步攀升，达62.9%新高，同比增长7.6%，占比1Q净增人数132%。灵活用工业务战略布局促进了岗位外包业务的持续收入增长，推动招聘服务向高端化发展。**③坚守技术赋能，强调精益运营。**自2023年下半年起，公司训练招聘专用语言模型CRE，新版CRE0.2在评价集上表现卓越。通过垂直招聘、产业互联及SaaS平台触达各类客户36800余家，同比增长43.4%，运营招聘岗位222900余个，同比增长56.9%，链接生态合作伙伴12900余家，同比增长34.8%。垂直招聘平台“同道”系列触达客户数超19000个，同比增长67.5%，企业用户数超81000个，同比增长126%，平台与私域活跃候选人超216万人，同比增长88%，运营招聘岗位超87000个，同比增长191.1%。公司技术服务营业收入0.44亿元，同比增长9.2%。

(2) 北京人力: ①1Q24 收入 106 亿元, 公司扭亏为盈。北京人力 1Q24 实现收入 106 亿元, 同比增长 12.9%, 归母净利润 2.1 亿元, 同比减 18.9%。2023 年公司实现收入 383 亿元, 同比增长 18.5%, 毛利率 6.2%, 同比减少 0.6pct, 归母净利润 5.5 亿元, 同比增长 32.2%, 业绩扭亏为盈。②推动外包业务专业化, 整体服务效能提升。1Q24 业务外包服务实现收入 87.7 亿元, 同比增长 20.5%, 占总收入的 83.2%, 外包服务毛利 3 亿元, 占毛利总额的 45%, 毛利率为 3.43%; 2023 年全年业务外包服务实现收入 316 亿元, 同比增长 23.4%, 占总收入的 82.6%; 公司专注发展外包业务专业化, 在信息技术、能源、快消品零售等领域不断寻求创新突破, 深度挖掘客户需求, 增长显著。③资产重组, 转型初见成效。2023 年, 公司完成资产重组, 转型为“综合人力资源服务”, 资产和盈利大增。面对挑战, 坚守“市场化、专业化、数字化、国际化”战略, 利用经济向好趋势, 专注人力服务, 顺应市场与客户需求, 提升客户关系, 业务稳健, 业绩坚韧。公司 4 月完成资产重组, 5 月成功 A 股上市。目前, 公司构建基础人事、薪酬福利、业务外包、灵活用工到医疗健康、出海业务等共计 11 大类、370+ 产品矩阵, 不断创新服务能力, 提供个性化定制化的一站式人力解决方案。

2.6 教育: 非学科类培训需求韧性较强, 省考培训增长未来可期

教育行业基本盘稳定, 未来一段时间内仍有增长空间。2023 年招生人数为 9755.66 万人, 受学前教育人数影响, 2018-2023 年 CAGR 为 -0.47%。①学前教育: 在园儿童人数有所下滑, 达 4092.98 万人 (-11.55%); ②小学: 招生人数增速波动较大, 2023 年达 1877.88 万人 (+10.37%); ③初中: 招生人数自 2016 年来保持上升趋势, 2020 年略有减少, 2023 年达 1754.63 万人 (+1.34%); ④高中: 招生人数增速波动较大, 2023 达到 1421.84 万人 (-0.73%); ⑤高等教育: 普通本科招生 478.16 万人 (+2.19%), 研究生招收 130.17 万人 (+4.76%)。

政策红利背景下, 教育板块市场发展态势向好。2024 年 2 月 8 日, 教育部发布《校外培训管理条例(征求意见稿)》(以下简称“《征求意见稿》”)公开征求意见的公告。本次《征求意见稿》①未提及“高中阶段参照执行”, 对高中阶段学科培训释放积极的政策信号。②明确对象、培训时间、审批部门等校外培训办学的规范。③加强资金监管, 将预收费用纳入监管。④鼓励满足合理培训需求, 支持少年宫等校外场所丰富课程设置、扩大招生规模, 着力发展非学科类培训。我们预测 2030 年普通高中在读人数为 3112.87 万人, 2023-2030 年 CAGR 为 1.87%, 学科类高中培训需求更加刚性, 各公司高中业务有望迎来快速发展期。同时强调非学科培训为学校教育的有益补充, 对非学科培训释放积极政策信号, 教育板块估值有望修复。

省考竞争激烈程度加剧, 省考培训需求旺盛。2024 年省考延续国考扩招趋势, 招录人数同比增加 4.6%, 行业景气度上行。截至 2024 年 3 月 7 日, 已有 30 个省份(含直辖市)公布省考招录计划, 合计招录人数达 20.0 万人, 同比增长 4.6%, 延续国考扩招趋势(24 年国考招录名额 4.0 万人, 同比增加 6.7%)。多地报录比超过 60:1, 热门岗位报录比超过 500:1, 竞争压力险峻。在市场竞争激烈的大环境下, 考生的参培率或将持续上升, 有望进一步提供业绩增量。

3. 风险提示

宏观经济下滑、疫情反复风险、宏观经济与居民消费力恢复不及预期。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

In 2023, sectors such as outbound travel, scenic spots, hotels, catering, and duty-free shops grew by 381%, 91%, 40%, 34%, and 24% YoY, respectively. NPATs increased by 74%, 166%, 279%, 205%, and 36% YoY. In Q1 2024, these sectors continued to grow, with outbound travel increasing by 452% YoY. Most sub-sectors show sustained improvement. Duty-free: In Q1 2024, Hainan Island's duty-free sales faced short-term pressure, but leaders like China Tourism Group Duty Free Corporation continued to expand channels, with a 24.1% increase in revenue and a 35.7% increase in recurring NPATs for 2023. Scenic Performances: Strong travel demand led to profit recovery in Q1 2024, with Emei Shan Tourism and others surpassing 2019 levels. Hotels: High-quality expansion continued, with Huazhu Group and others opening new hotels and improving high-end brand ratios. Catering: In Q1 2024, catering revenue recovery reached 126%. Companies like Haidilao International Holding saw comprehensive growth in same-store sales. HR Services: Recruitment demand recovered, with Career International showing a 22.1% increase in NPATs in Q1 2024. Education: Non-academic training demand remained strong, with public exam training growth expected. Investment advice: Favor the education sector and 'low valuation + pro-cyclical' tracks. Recommend Songcheng Performance Development, China Tourism Group Duty Free Corporation, Tongcheng Travel Holdings Limited, and Haidilao International Holding. Pay attention to Xueda Education, Huatu Cendes, Offcn Education Technology, Yum China Holdings, and H World Group Limited.

Risk Warning: Risks include economic downturn, epidemic resurgence, and weaker-than-expected economic and consumer recovery.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

锦江国际(集团)有限公司, 嘉谟证券有限公司—海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司—海底捞控股私人有限公司 R, 北京科锐北方科技发展有限公司 及 北京中公教育科技有限公司 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。

锦江国际(集团)有限公司, 嘉谟证券有限公司—海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司—海底捞控股私人有限公司 R, 北京科锐北方科技发展有限公司 and 北京中公教育科技有限公司 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) :

评级分布 Rating Distribution

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

分析师股票评级

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

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

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

各地股票基准指数：日本—TOPIX, 韩国—KOSPI, 台湾—TAIEX, 印度—Nifty100, 美

国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

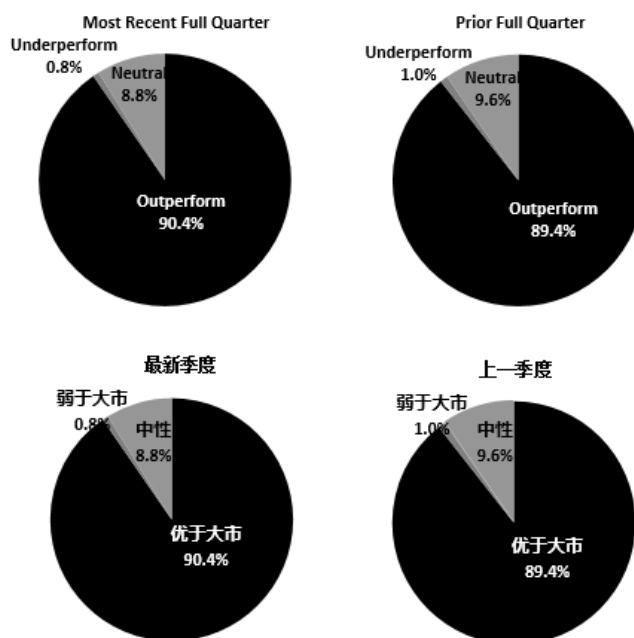
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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



截至 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、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

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”。

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>
