研究报告 Research Report

14 Jul 2025

锦欣生殖 Jinxin Fertility (1951 HK)

更新报告：晚育、中美政策红利有望改善需求和支付端

Delayed Childbearing and China, U.S. Policy Benefits are Expected to Improve Demand and Payment Capacity

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	HK$3.03
目标价	HK$3.69
HTI ESG	3.9-3.2-3.0

E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)

市值	HK$8.36bn / US$1.06bn
日交易额 (3 个月均值)	US$25.79mn
发行股票数目	2,758mn
自由流通股 (%)	81%
1 年股价最高最低值	HK$4.42-HK$2.17

注：现价 HK$3.03 为 2025 年 07 月 11 日收盘价

资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-1.6%	-9.0%	13.5%
绝对值（美元）	-1.6%	-10.0%	12.9%
相对 MSCI China	-0.4%	-20.5%	-15.0%

Rmb mn	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E
Revenue	2,789	2,812	2,991	3,258
Revenue (+/-)	18%	1%	6%	9%
Net profit	471	416	420	465
Net profit (+/-)	193%	-21%	13%	14%
Diluted EPS (Rmb)	0.13	0.10	0.12	0.13
GPM	42.1%	39.1%	37.6%	38.0%
ROE	3.4%	2.6%	2.9%	3.2%
P/E	22	28	22	20

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

国内辅助生殖需求有望迎来拐点，政策红利逐步释放。中国平均生育年龄已接近 30 岁，高龄产妇占比持续提升，对辅助生殖技术需求显著增加。2023-2025 年辅助生殖纳入医保从区域试点扩展至全国，政策落地后需求释放可期。同时，我们认为行业供给侧格局趋稳，牌照发放收紧，公司作为民营辅助生殖龙头，有望通过三代试管婴儿牌照等技术优势和案例积累，优先承接增量需求。

海外业务增长强劲，政策利好加码。公司的美国业务为海外核心，2024 年取卵周期约 4,548 例，同比增长 18.2%。截至 2024 年底，公司美国医生团队已扩充至 23 人，计划 2027 年达 40 人，医生产能释放将推动业务放量。同时，2024 年美国加州出台"辅助生殖福利保障"新政，要求团体商保覆盖 IVF 等治疗，公司业务主要在西海岸，将直接受益于政策带来的需求增长。

盈利韧性凸显，成本控制成效显著。2024 年公司国内业务毛利率约 27.6%，在行业承压下保持韧性；经调整净利润 4.2 亿元，利润率 14.8%，较 2022 年疫情期逐步恢复。过去 2 年公司销售和管理费率持续优化至 22.5%，降本增效有效缓解海外业务利润端压力。随着国内政策红利释放及海外医生成熟度提升，我们预计公司 2025-2026 年净利润增速逐步回升。

盈利预测及估值

我们预计公司 2025-2026 年收入规模为 29.9 亿元/32.6 亿元，增速为 6.4%/9.0%（前值 2025 年为 34.8 亿元，下调主要系 2024 年辅助生殖医保政策落地迟于预期，居民就诊延迟）。我们预计公司经调整净利润分别为 4.2 亿元/4.7 亿元，增速为 0.9%/10.5%（前值 2025 年为 6.3 亿元，下调原因同前）。

根据可比公司，我们看好公司作为国内辅助生殖龙头的长期价值，以及在中、美辅助生殖积极的支付政策下，行业景气度有望回升。基于对政策持续发酵推动公司增长中枢回升的预期，我们维持公司目标价 HKD 3.69/股，对应 2025/2026 年 22x/20xPE, 维持"优于大市"评级。

风险

政策落地不及预期的风险、国内经营不及预期的风险、海外业绩不及预期的风险、医疗事故风险。

孟科含 Kehan Meng
kh.meng@htisec.com

孙旭东 Xudong Sun
xd.sun@htisec.com

目录

前言

锦欣生殖已上市整 6 年。除了因稳健的内生增长变动，公司股价还受到较多外部环境变化影响。其中，最显著的三个变化是收购增厚、海外业务、政策利好。每当上述三个变量出现变化时，股价就会出现较大变动。

①并购兑现。2020 年公司收购武汉锦欣拓展华中市场，以及老挝锦瑞医疗中心；2021 年收购香港生育康健中心和香港辅助生育中心加深大湾区布局；2022 年收购云南九洲及昆明和万家，并增持深圳中山医院完成 100%控股；2024 年战略投资印尼辅助生殖龙头 Morula 进军东南亚。

②美国国际业务受阻后，增强美国本地业务，拓展东南亚市场。2020 年，国际航班熔断导致赴美生子受阻，而随后美国收紧 B 签，国际需求逐渐向泰国、老挝、西班牙和希腊等费用低、水平优秀、签证便捷且辅助生殖政策宽松的国家转移。公司积极扩张本地业务、招聘医生，来应对国际病人变动的影响。

③生育政策在反复酝酿中升级。2021 年三胎政策全面放开；2023-2025 年辅助生殖纳入医保报销从试点到全覆盖；2025 年部分地区推出阶梯式生育补贴。

时至今日，中国生育环境、技术水平、政策背景发生很大变化，而市场缺乏对辅助生殖市场和公司的长期价值判断。辅助生殖内需的景气度何时回暖？海外业务如何演绎？本篇报告将从供需、技术、政策方面回答以下问题，解答为什么我们看好公司作为辅助生殖龙头的长期价值：

问题一：参考发达国家，未来中国辅助生殖需求趋势？

问题二：从收入和利润端看，国内和海外业务何时迎来拐点？

图 1 锦欣生殖股价复盘

资料来源：WIND，海通国际

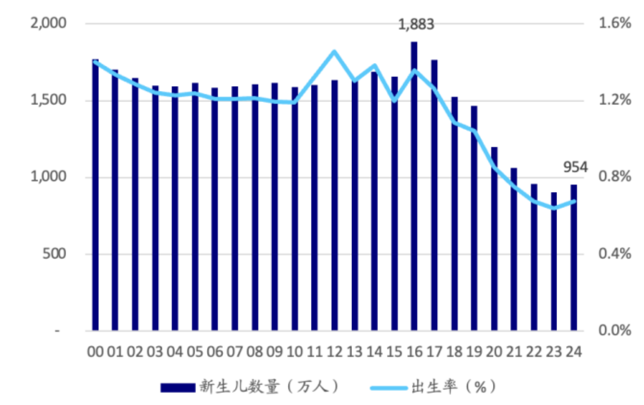
一、参考发达国家，未来中国辅助生殖需求趋势？

1.1 2024 年中国新生儿数量企稳回升，高龄产妇生育占比持续增长

2024 年新生儿数量下滑趋势首次企稳。中国新生儿数量在 2016 年达到 1,883 万人的高位后连续 7 年下滑，至 2024 年约为 954 万人呈现止跌趋势，主要受到近几年生育意愿累积、各地生育支持政策逐渐落实以及龙年生肖偏好等因素影响。

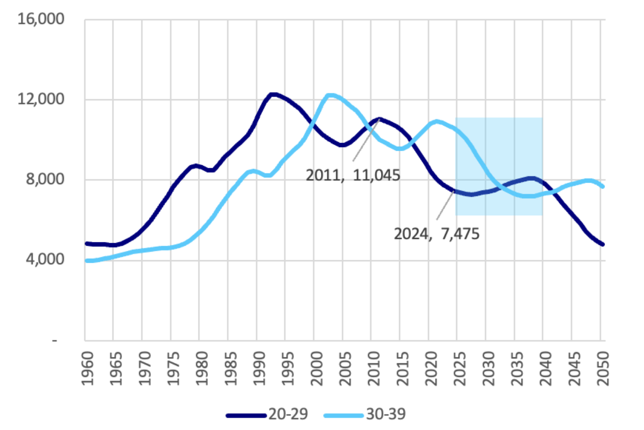
未来 15 年 20-29 岁女性人数回升，我们预计将稳定国内整体生育情况。过去一段时间新生儿数量的持续下滑也体现为，生育力较强的 20-29 岁女性数量持续下滑，而根据世界银行预测，2025-2040 年该部分女性数量将从 2024 年的 7475 万人表现为企稳回升的趋势。

图 2 2000-2024 年中国新生儿数量趋势



资料来源：国家统计局，海通国际

图 3 中国 20-29 岁和 30-39 岁女性数量变动趋势（万人）

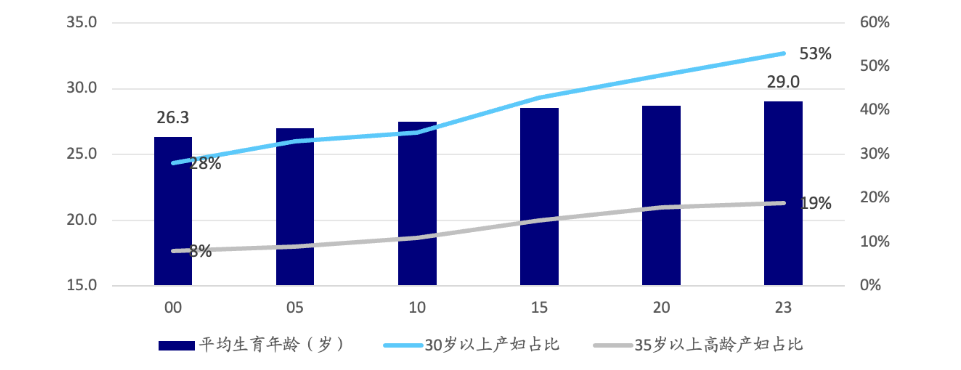


资料来源：World Bank，海通国际；注释：实际数据更新至 2020 年

中国辅助生殖（ART，下同）市场面临的现状是，育龄夫妇数量减少，生育潜在成本的提升等社会因素抑制生育意愿，表现为新生儿数量增长承压，长期体现为平均生育年龄推迟。各国通过政策手段，提高 ART 技术渗透、满足不孕夫妇生育意愿是对抗新生儿数量下滑的主要方式。

我们认为，平均生育年龄提升，将持续驱动中国 ART 市场增长。根据文献研究，中国平均生育年龄已经由 2000 年的 26.3 岁推迟 2.7 岁至 2023 年的 29.0 岁。2023 年，中国 30 岁和 35 岁以上产妇占比已经分别提升至 19%和 53%，居民尤其高龄产妇对 ART 的需求持续增加。

图 4 2000-2023 年中国平均生育年龄及高龄产妇生育占比

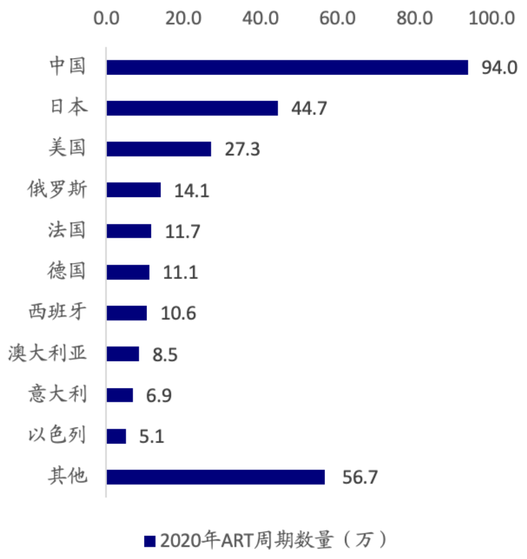


资料来源：Zhang Xianling, Sheng Yi'nan. Postponement of Marriage and Childbearing in China during 1990-2020: Trends and Characteristics[J]. Population Research, 2023, 47(5): 88-101.，联合国人口司，国家统计局人口抽样调查，海通国际。注意：使用多数据来源，部份年限可能不可比，仅代表趋势。

1.2 中国平均生育年龄将突破 30 岁，辅助生殖行业有望迎来加速渗透拐点

参考国际经验，ART 渗透率加速提升往往发生在平均生育年龄 30 岁左右。据 ICMART 统计，2020 年全球 ART 周期约 290 万次，中国（不孕患者多）、日本（政策补贴强力）、美国分列前三（经济水平高），分别占据总周期的 32%、16%和 9%。我们统计 ART 周期数量在各国家全部不孕不育夫妇的占比，代表 ART 技术的应用程度。中国、美国 2020 年和日本 2000 年近似，平均生育年龄均为接近 30 岁，ART 渗透率 2-3%，处于刚步入中度老龄化时期。在平均生育年龄后移、政策强力补贴的带动下，2020 年日本 ART 渗透率已经达到 11%的高水平。

图 5 2020 年全球 ART 周期数量排序，按国家



资料来源：ICMART（国际辅助生殖技术监测委员会），海通国际

图 6 中国、日本、美国的生育年龄和 ART 渗透趋势

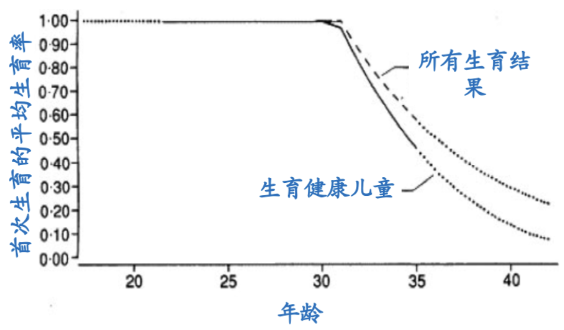
日本	2000	2010	2020
平均生育年龄	29.7	30.5	31.9
ART渗透率（国际标准口径）	0-2%	7%	11%
ART周期数（周期，含失败案例）	1-6万	25万	45万
不孕不育夫妇对数（对，所有）	约340万	约340万	约400万
美国	**2000**	**2010**	**2020**
平均生育年龄	27.5	28.8	29.6
ART渗透率（国际标准口径）	2%	2%	3%
ART周期数（周期，含失败案例）	12万	15万	27万
不孕不育夫妇对数（对，所有）	约720万	约720万	约800万
中国	**2000**	**2010**	**2020**
平均生育年龄	26.3	27.9	29.0
ART渗透率（国际标准口径）	0-1%	1%	2%
ART周期数（周期，含失败案例）	约1万	约30-40万	94万
不孕不育夫妇对数（对，所有）	约1-3000万	约4-5000万	约5050万

注释：上述指标均采用国际标准算法。部分范围数据主要因统计学方法差异还原至国际标准算法。平均生育年龄指15-49岁按年龄组划分的中值与年龄组生育率相乘得到的加权平均。各国家平均生育年龄不完全可比。其中，美国数据含同性伴侣生育，日本包含非婚生育，中国主要统计婚内生育，且中国农村地区早期数据可能存在漏报，因此2010年后数据更具参考意义。此外，在各国家对比中，均采用不包含跨境生育的净口径进行统计，以反映本土需求在本土得到满足的情况。辅助生殖渗透率=辅助生殖周期数（包括失败周期、重复治疗周期）/不孕不育夫妇对数。

资料来源：ICMART，JSOG（日本产科妇人科学会），SART（美国辅助生殖技术协会），国家卫健委，海通国际

女性年龄达到 30 岁后，对 ART 的需求攀升。据文献研究，女性在 30-40 岁期间生育力加速下滑，主要因卵巢储备功能减弱、卵泡数量减少、卵子质量下降。对于 40 岁以上的高龄产妇，还面临更高的新生儿染色体畸变风险。从需求角度，30 岁后，女性对于冻卵或 ART 的需求开始显著增加。对于 35-40 岁女性则需要尽早评估生育率，或进行 ART，并且建议使用三代技术进行遗传检测，来提高活产率和生育健康新生儿的概率。40 岁以上女性的 IVF 单周期活产率不足 15%（WHO），因此非常依赖捐卵或冻卵，而国内目前相关政策严格，捐卵资源稀缺。

图 7 每周期生育力（以 20-30 岁女性平均生育率为基准）



资料来源：Broekmans FJ, Soules MR, Fauser BC. Ovarian aging: mechanisms and clinical consequences. Endocr Rev. 2009 Aug;30(5):465-93. doi: 10.1210/er.2009-0006. Epub 2009 Jul 9. PMID: 19589949.，海通国际

图 8 中国不同年龄女性的生育特征和需求

	20-30	30-35	35-40	40-50
女性比例（2020年）	32%	28%	25%	15%
不孕率	8-12%	15-20%	25-35%	50-70%
IVF单周期活产率	55-65%	40-55%	15-40%	<15%
生育特征	自然妊娠率高	生育力开始下降	卵巢储备显著减少	卵巢储备几乎枯竭
需求	孕检	冻卵，部分需要ART	尽早ART，建议胚胎植入前遗传检测（PGT）	捐卵IVF（国内监管严格，捐卵资源稀缺）

资料来源：ICMART，国家统计局《中国人口普查年鉴 2020》，WHO《不孕症患病率估计（1990-2021）》，海通国际

1.3 支付政策是影响辅助生殖渗透率的核心因素，中国医保等政策提升空间较大

我们比较研究发现，政策力度是影响 ART 渗透率的核心因素。年龄越大，单次成功率越低，经济压力越大，越需要补贴。日本 ART 渗透率高的原因是，通过医保+补助降低不孕女性多次尝试 ART 的成本，中国和美国正处于加大补贴、开放政策的阶段。2004 年起，日本推出 10 万日元/年的不孕治疗补助，随后补贴力度持续扩大，并推行免费分娩、免费产检、免费儿童就医、开放单身女性冻卵、单身女性进行 ART 等系列政策，大大降低了不孕女性多次尝试 ART 的成本。美国东海岸一些州 2017 年之后陆续通过强制提供商保方式要求大企业进行补贴，目前美国近半数左右的州出台了类似政策，且政策开放程度较大。

图 9 日本、美国、中国的辅助生殖鼓励政策对比

	医保/补贴政策	其他政策
日本	• **2004年，不孕治疗补助，上限10万日元/年，补助2年**；补助金额和补助范围持续扩大。 • **2022年，ART纳入国民健康计划，报销比例70%。**40岁以下报销6次，40-43岁3次。 • 2025年，不孕治疗补助，年收入不超过730万日元的夫妇，首次补贴30万日元，随后每次15万日元，最多10次（与医保叠加使用）。 • **2026年，拟将标准分娩服务纳入医保，零自负。**目前通过“生育一次性补助金”补贴分娩，标准50万日元，14次免费产检，儿童0-15岁免费就医。	• 2013年，开放健康单身女性冻卵； • 2025年，单身女性ART合法化； • 2026年，将根据居民年收入征收“儿童与育儿支援金，26-28年递增，范围2400日元-19800日元。 • （禁止代孕）
美国	• **2017年，纽约州，商保必须覆盖IVF治疗，3次/保险周期，限42岁以下，报销比例50-70%**，取决于保险计划。（马萨诸塞州、伊利诺伊州、新泽西州等均根据州情况通过商保覆盖了IVF。） • **2025-2026年，加州，SB 729法案通过，强制员工超过100人的雇主提供覆盖IVF的保险**，覆盖单身人士，打破此前仅限已婚夫妇的限制。 • 2025年，纽约州，IVF报销比例从50%提升至70%，最多6个周期，州政府额外拨款1.2亿美元补贴低收入家庭的自付部分。	• 允许冻卵 • 2025年，特朗普政府提议向每名新生儿发放5000美元现金补贴。 • 2025年，“One big beautiful Bill Act”提议，永久提高儿童税收抵免额至2200美元。 • （代孕根据州法规）
中国	• **2023年，北京将16项辅助生殖项目纳入医保**，广西医保覆盖13项。 • 2025年1月7日，国家医保局宣布全国**31个省份全部完成辅助生殖纳入医保。** • **2025年，部分地区推出大额生育补贴政策**，如内蒙古呼和浩特市，一孩补贴1万元，二孩每年1万元，至5周岁（累计5万元），三孩每年1万元，至10周岁（累计10万元）。	• 2013年，开放“单独二孩”。 • 2016年，全面开放“二孩”。 • 2021年，开放“三孩”。 • （禁止冻卵、单身ART、代孕。）

资料来源：厚生劳动省，CDC，国家医保局，海通国际

中国目前全国各省份根据自身情况出台的 ART 纳入医保或进行补贴的政策已经落地，但从整体市场感知，转暖迹象不明显，我们认为有以下三方面因素：

1）政策补贴后的 ART 开支对正常家庭压力仍然较大。以北京和上海为例，北京和上海已经分别纳入 16 项和 12 项辅助生殖技术，覆盖主要的流程。按照目前一代技术在公立医院平均花费 3-5 万元与 ART 相关的费用，平均医保报销 0.7-1.5 万元的大致范围测算，报销比例约为 20-30%。同时，一对夫妇平均要尝试 2-3 个周期，高龄产妇需要多次促排和尝试，仍面临至少 5-10 万元以上的自付成本。

2）优质医疗资源挤兑，等待时间长。政策出台后不会立刻转化为治疗周期。对于国内活产率较高的顶尖医疗机构，门诊预约排队需要数月，若为需要助孕等待卵子的高龄产妇，等待时长可达数年。高龄产妇低成功率、对医疗机构水平要求高的特征进一步加剧了医疗资源挤兑。

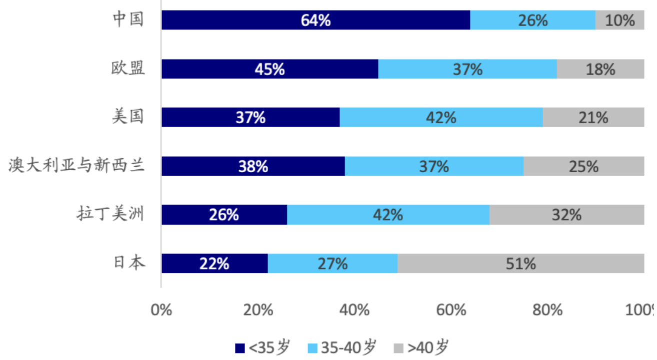
3）国内政策限制相对严格。美国、日本允许使用捐赠卵子，提高高龄产妇的成功率，间接促进了 ART 在高龄女性的渗透程度。例如，由于日本对高龄产妇相对友好的政策，其 40 岁以上接受 ART 治疗的女性占比已经超过 50%，而中国目前约 10%，较日、欧、美、澳等国家或地区差距较大。中国严格禁止商业化卵子买卖，仅允许符合特定条件的无偿捐赠，限制较大。这也导致国内合法卵源极度短缺，往往排队等待数年。

图 10 中国和日本辅助生殖医保政策对比

医保	北京/上海	日本
IVF平均花费/周期	3-5万元（一代/公立）	约12万元（200万日元，一代/公立）
报销项目	北京16项/上海12项	/
平均医保报销	约0.7-1.5万元	8.4万元
报销比例	20-30%	70%
可报销次数	实际执行中，有门诊起付线，北京有累计报销额度限制，对应约3-4次/年；上海夫妇单项目不超过3次，终身2次完整周期	医保允许最多2次完整周期，可叠加补助降低自负压力，政府对年收入低于35万元（730万日元）的夫妻提供5年最多10次治疗周期的补助，每次补助约7000元（15万日元），东京、大阪等地区提供追加补助，低收入家庭可申请二次报销
成功率	约40%（30-40岁），40岁以上较低	30-50%（20-40岁），40岁以上低于20%

资料来源：国家医保局，北京医保局，北京大学第三医院乔杰采访，上海医保局，National Center for Child Health and Development（日本国立成育医疗中心），海通国际；参考国家医保局统计数据，截至 2025 年 5 月 5 日，北京市 5.38 万参保人享受报销待遇，报销 4.06 亿元。

图 11 不同国家或地区接受 ART 治疗的女性年龄分布



资料来源：郑永杰，董杰.不同国家与地区辅助生殖临床数据特征的比较分析[J].生殖医学杂志，2024,33(2):187-193.，海通国际

综上，2020 年中国平均生育年龄已经接近 30 岁，2023-2025 年医保、补贴等支付政策陆续落地，我们认为国内辅助生殖需求有望迎来拐点。我们预计 2025-2026 年，中国辅助生殖市场将逐渐企稳回暖，门诊量的复苏优先于周期数的复苏，建议关注门诊量复苏信号。我们测算当前中国辅助生殖渗透率仅约 2%，不孕不育夫妇数量约 5050 万对，渗透率每提升 2%，可带来约 100 万的治疗周期增加，使得中国整体辅助生殖周期量翻倍，中国辅助生殖市场仍有极大潜力。

1.4 中国辅助生殖行业供给侧竞争格局趋于稳定，头部机构技术优势凸显

过去 5 年辅助生殖市场需求不足，供给侧牌照发放较多，对需求有一定分流。目前国内牌照发放数量达到规划标准，行业竞争格局将趋于稳定。我国目前对辅助生殖医疗机构牌照限制基于 2021 年国家卫健委出台的《人类辅助生殖技术应用规划指导原则（2021 版）》。政策规定，2021-2025 年，各省新增机构数量不超过截至 2020 年底机构总数的 15%，且原则上每 230 万—300 万人口 设置 1 个辅助生殖机构。依照此原则，2020 年我国辅助生殖机构数 536 家，2025 年理论上不超过 616 家，而 2024 年我国辅助生殖机构数已达到 633 家，行业供给可能有所溢出。

我们预计，辅助生殖牌照发放将逐步收紧，头部机构受益于供给侧边际改善，以及稀缺三代牌照的技术优势。根据 2022 年 7 月 11 日《对十三届全国人大五次会议第 8569 号建议的答复》，国家卫健委回复，“从供需情况看，现有辅助生殖机构已基本能够满足群众服务需求。下一步将通过严格准入、规范实施、强化监管，努力建设供给和需求更加匹配，服务质量更有保障的辅助生殖技术服务网络。”根据妇幼健康司统计，2024 名国内约有 129 张三代试管婴儿牌照，占医疗机构数量的比例仅 20%。随着供给趋于稳定，头部医疗机构技术优势更加凸显。

图 12 2012-2024 年中国辅助生殖机构牌照数量变动情况

牌照数量	2012	2020	CAGR（12-20）	2024	CAGR（20-24）
辅助生殖机构数（家）	356	536	5%	633	4%
夫精人工授精（AIH）	342	536	6%	633	4%
供精人工授精（AID）	42	90	10%	116	7%
一代试管婴儿（IVF-ET）	217	411	8%	473	4%
二代试管婴儿（ICSI）	216	411	8%	473	4%
三代试管婴儿（PGT）	16	78	22%	129	13%
三代技术占比	4%	15%	/	20%	/

资料来源：妇幼健康司，海通国际

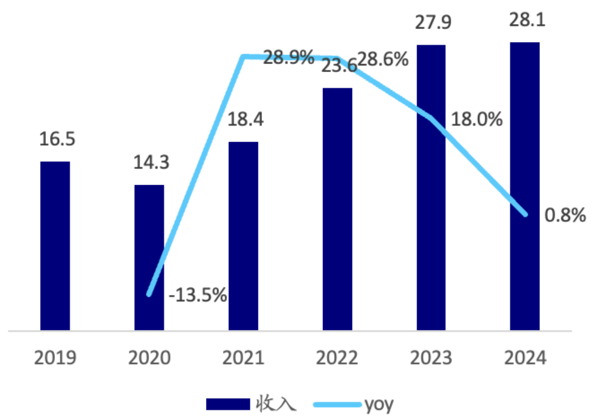
二、从收入和利润端看，国内和海外业务何时迎来拐点？

2.1 收入端：政策利好渐进释放，国内业务逐步企稳

因患者观望政策落地致就诊延迟，叠加 2023 年基数因素，2024 年公司业绩承压。2024 年公司实现收入 28.1 亿元（+0.8%），收入增速放缓，主要受到患者等待政策落地的影响，叠加 2023 年下半年“生龙子”需求多，有一定业务基数。2024 年 ARS 相关业务收入占比 49%，收入结构基本保持稳定。

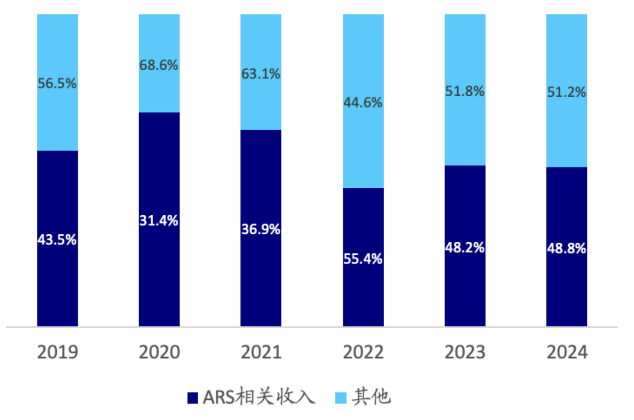
成都西囡医院获得第三代试管婴儿牌照，技术+牌照壁垒提升。根据公司年报，2024 年公司开展辅助生殖第三代试管以来，截至 2025 年 3 月 28 日已经服务超过 1000 例患者。第三代试管婴儿牌照技术门槛高、审批难度大。一方面，获得该牌照有助于承接高龄患者；另一方面，第三代试管婴儿客单价高，未来几年有望持续对公司收入产生积极贡献。

图 13 2019-2024 年锦欣生殖收入及增速（亿元）



资料来源：公司年报，海通国际

图 14 2019-2024 年公司 ARS 相关收入及其他收入占比



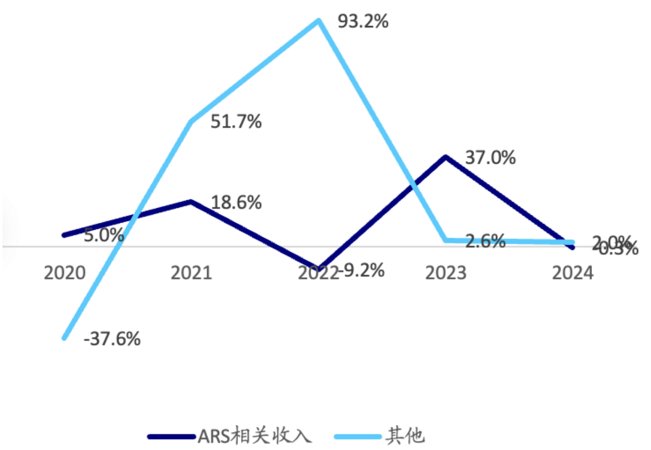
资料来源：公司年报，海通国际；注释：ARS 相关收入包括辅助生殖业务，2024 年将 ARS 延伸业务与 ARS 业务合并，包括如生殖免疫治疗、生殖外科手术、遗传咨询等，突出主业。

2024 年成都、深圳业务有所放缓，政策利好渐进释放有望带动业绩改善。2024 年公司完成 28,443 个取卵周期，同比 2023 年下滑 6.3 个百分点，主要受到成都及大湾区取卵周期量下滑的影响，两地区取卵周期数分别下降 13.0%和 8.4%，主要与患者观望政策落地、延后就诊有关。2024 年 9 月 30 日和 10 月 10 日，深圳市和四川省医疗保障局陆续出台政策，将辅助生殖纳入医保。我们认为患者因等待医保支付落地，延后治疗计划，影响短期业绩表现。**医保政策落地将带来辅助生殖需求释放，我们认为有助于促进公司门诊量和治疗周期的边际改善。**

医生招募稳步推进，海外业务表现亮眼。2024 年海外取卵周期数量约 4548 例，绝大部分来自美国贡献。根据年报，2023 年公司招募 6 名美国新医生，2024 年底公司美国医生人数达到 23 名，并计划 2027 年将医生团队扩充至 40 人。在医生招募稳步推进、国际病人和飞美航班数量有所恢复的背景下，我们预计公司海外业务增长势头稳健。

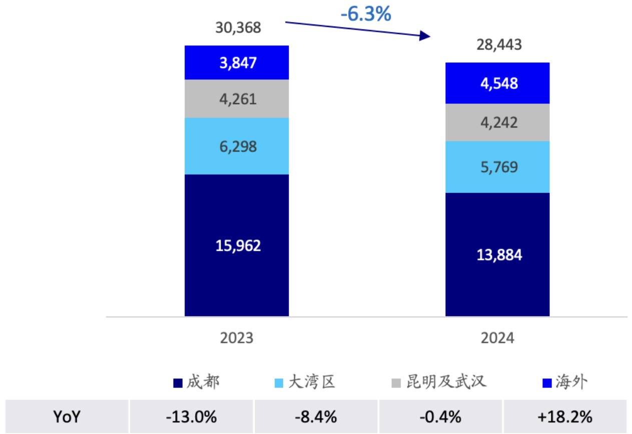
2026 年美国加州"辅助生殖福利保障"新政有望刺激海外业务提速。根据加利福尼亚州参议院，2024 年 8 月，美国加利福尼亚州通过了参议院第 729 号法案（SB 729），该法案规定，自 2026 年 1 月 1 日起，加州大多数大型团体医疗保险计划必须涵盖不孕症诊断和治疗，包括 IVF，涵盖三个取卵周期，包括单身、同性恋等广泛的人群都受到支持。公司业务主要覆盖西海岸。此前美国东海岸的一些州已经实施了类似法案，但加州政策一直相对滞后，我们认为该政策的出台对公司美国业务有积极的提振作用。

图 15 2020-2024 年公司细分业务增速，按 ARS 或非 ARS 相关



资料来源：公司年报，海通国际

图 16 2023-2024 年公司取卵周期数量及增速（周期）

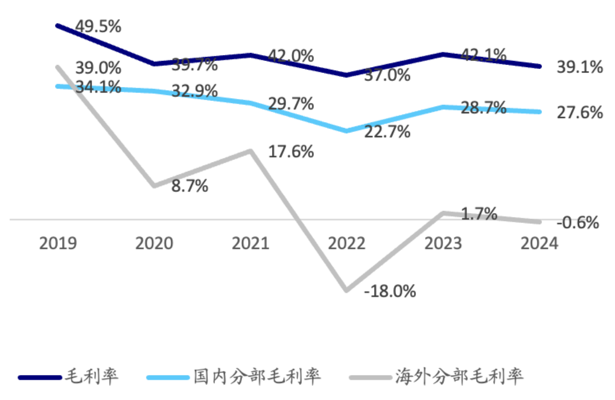


资料来源：公司年报，海通国际

2.2 利润端：国内业务利润稳定，医生产能释放有望改善海外利润率

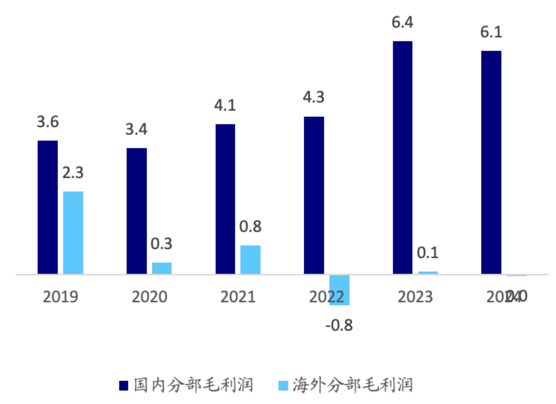
公司整体利润率相对稳定，海外业务利润率有望逐渐改善。2024 年公司毛利率为 39.1%，同比下滑 3.0 个百分点，主要因国内业务承压，海外新招募医生仍处于培养早期。从国内和海外的毛利率分别来看，2024 年国内分部毛利率约为 27.6%，在主业承压的背景下保持了相当韧性。海外分部毛利率约为-0.6%，主要受到国际病人业务复苏慢，以及新招募医生业务起量需要时间的影响。

图 17 2019-2024 年公司毛利率及国内和海外分部情况



资料来源：公司年报，海通国际

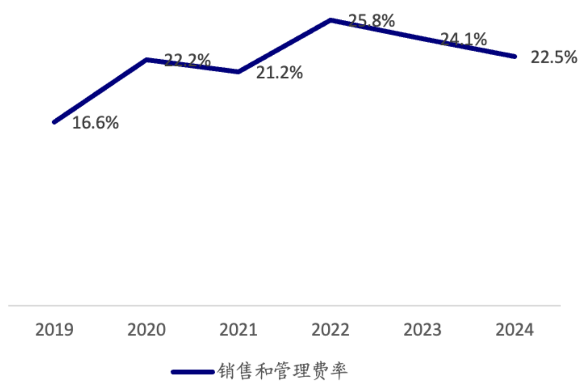
图 18 2019-2024 年公司国内和海外分部毛利润（亿元）



资料来源：公司年报，海通国际

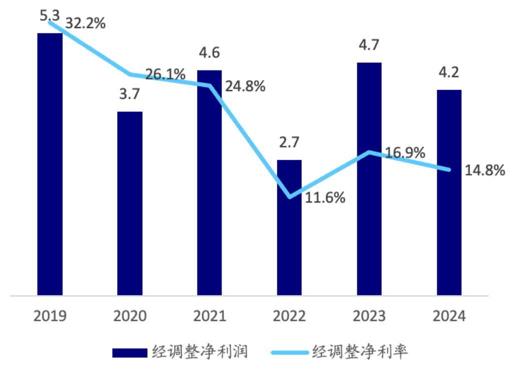
公司降本增效卓有成果，缓和了毛利率下行和海外利润端压力。2024 年公司销售和管理费率约为 22.5%，2022-2024 年持续改善。2024 年公司实现净调整净利润 4.2 亿元，对应利润率 14.8%，相较 2022 年疫情时的 11.6%逐渐恢复。

图 19 2019-2024 年公司销售和管理费率



资料来源：公司年报，海通国际

图 20 2019-2024 年公司经调整净利润和利润率



资料来源：公司年报，海通国际

三、盈利预测及估值

3.1 盈利预测

我们预计公司 2025-2026 年收入规模为 29.9 亿元/32.6 亿元，增速为 6.4%/9.0%（前值 2025 年为 34.8 亿元，下调主要系 2024 年辅助生殖医保政策落地节奏较晚，经济压力较大下居民生育意愿持续有压力）。我们预计公司经调整净利润分别为 4.2 亿元/4.7 亿元，增速为 0.9%/10.5%（前值 2025 年为 6.3 亿元，下调原因同前）。

图 21 盈利预测

Jinxin		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS
RMB mn		2019	2020	2021	2022	2023	2024	25E	26E
Consolidated P&L Statement									
sales		1,648	1,426	1,839	2,364	2,789	2,812	2,991	3,258
	yoy	78.8%	-13.5%	28.9%	28.6%	18.0%	0.8%	6.4%	9.0%
COGS		832	860	1,067	1,490	1,613	1,712	1,866	2,021
Gross profit		817	566	771	874	1,175	1,099	1,124	1,237
GPM		49.5%	39.7%	42.0%	37.0%	42.1%	39.1%	37.6%	38.0%
SG&A		274	317	389	610	673	633	606	654
	%	16.6%	22.2%	21.2%	25.8%	24.1%	22.5%	**20.3%**	**20.1%**
R&D		13	11	11	17	22	25	26	28
	%	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	**0.9%**	**0.9%**
Operationg profit		529	237	372	247	480	442	492	555
OPM		32.1%	16.6%	20.2%	10.4%	17.2%	15.7%	16.5%	17.0%
Other income		63	74	56	50	77	35	***35***	***35***
Interest earned		44	49	32	28	21	7	9	9
Interest rate		2.0%	1.7%	1.6%	1.9%	2.0%	1.1%	*1.6%*	*1.4%*
Other expense		-2	-6	-1	-8	-31	-5	***-5***	***-5***
Other G/L		-34	57	62	-58	13	-28	***-28***	***-28***
Share of P/L of associates/ Joint ventures		0	0	-10	-4	5	5	***5***	***5***
Financial expense		-9	-13	-21	-72	-80	-57	***-57***	***-57***
Interest paid			-2	-6	-45	-60	-41	-42	-42
Loan rare			2.8%	3.4%	4.0%	2.8%	1.9%	*1.9%*	*1.9%*
Pretax profit		547	349	458	155	464	392	442	506
Income tax		-127	-89	-104	-36	-117	-118	-134	-153
Effective tax rate		-23.2%	-25.4%	-22.7%	-23.5%	-25.3%	-30.2%	***-30.2%***	***-30.2%***
Net profit		**420**	**260**	**354**	**118**	**347**	**273**	**309**	**353**
	yoy	97.7%	-38.1%	36.2%	-66.6%	193.5%	-21.2%	12.9%	14.3%
NPM		25.5%	18.2%	19.3%	5.0%	12.4%	9.7%	10.3%	10.8%
Attribute to shareholder's		409	251	340	121	345	283	318	363
Minorities		11	9	14	-3	2	-10	***-10***	***-10***
Adj. Items		110	112	101	156	124	143	112	112
'+Amortisation of ESOP		27	84	76	33	53	47	***47***	***47***
'+D&A & delayed tax caused by M&A		18	22	28	44	49	64	***64***	***64***
'+Litigation (Y19)		-	-	-	-	22	-		
+FX L/G		-	-	-	-	-	24		
Others		65	6	-3	79	-0	7		
Adj. Net profit		**530**	**372**	**455**	**274**	**471**	**416**	**420**	**465**
	yoy	111.9%	-29.8%	22.3%	-39.8%	72.0%	-11.7%	0.9%	10.5%
Normalized NPM		32.2%	26.1%	24.8%	11.6%	16.9%	14.8%	14.1%	14.3%

资料来源：公司年报，海通国际预测

3.2 估值

根据可比公司，我们看好公司作为国内辅助生殖龙头的长期价值，以及在中、美辅助生殖积极的支付政策下，行业景气度有望回升。基于对政策持续发酵推动公司增长中枢回升的预期，我们维持公司目标价 HKD 3.7/股，对应 2025/2026 年 22x/20xPE。

图 22 相对估值

Ticker	2025/7/8	市值	归母净利润			PE（x）			PEG（x）	
	Company	亿元	2024	25E	26E	2024	25E	26E	25E	Growth
6078.HK	海吉亚	85.0	6.0	7.0	8.0	14	12	11	0.7	16.2%
2273.HK	固生堂	73.0	3.1	4.2	5.4	25	18	14	0.4	36.2%
600763.SH	通策医疗	186.0	5.0	5.4	6.0	40	34	31	4.0	7.8%
Average						26	21	19	1.7	

资料来源：WIND，HTI；截至 2025 年 7 月 8 日

四、风险提示

政策落地不及预期的风险、国内经营不及预期的风险、海外业绩不及预期的风险、医疗事故风险。

财务报表分析和预测

Profit & Loss (Rmb'm)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Total turnover	2,789	2,812	2,991	3,258
Cost of sales	1,613	1,712	1,866	2,021
Gross profit	1,175	1,099	1,124	1,237
Total operating costs	695	658	632	682
Operating profit	480	442	492	555
Other income	77	35	35	35
Interest income (expense)	21	7	9	9
Share of loss from others	5	5	5	5
Pre-tax profit	464	392	442	506
Taxation	117	118	134	153
Net Income	347	273	309	353
Minorities	2	(10)	(10)	(10)
Net Income to ord equity	345	283	318	363
One-off expense	124	143	112	112
Normalized net income	471	416	420	465

Balance Sheet (Rmb'm)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Total cash and equivalents	711	571	649	710
Inventories	62.4	51.0	61.0	66.0
Account and other receivables	-	-	-	-
Trade receivables	383	409	421	459
Other current assets	186	59	59	59
Total current assets	1,342	1,090	1,190	1,294
Property, plant and equipment	2,595	2,812	2,720	2,599
Other non-current assets	424	(304)	(1,446)	(1,325)
Total non-current assets	3,020	2,508	1,274	1,274
Total assets	4,362	3,598	2,464	2,568
Contract liabilities	72	54	54	54
Trade and other payable	805	738	787	767
Bank borrowing	748	1,278	1,278	1,278
Other current liabilities	65	51	51	51
Total current liabilities	1,690	2,119	2,169	2,149
Bank borrowing	1,380	993	993	993
Contract liabilities	350	281	281	281
Other liabilities	1,290	1,234	-	-
Total non-current liabilities	3,020	2,508	1,274	1,274
Total liabilities	4,709	4,628	3,443	3,423
Shareholder's equity	10,091	10,274	10,593	10,955
Minority interests	95	80	70	61
Total equity	10,187	10,354	10,663	11,016
Total liabilities & shareholders' equity	14,896	14,982	14,106	14,438

Cash flow (Rmb'm)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Operating profit	480	442	492	555
Deprecation and amortisation	286	278	423	409
Changes in working capital	(95)	(82)	27	(63)
Other operating cash flow	13	(8)	(94)	(113)
Cash generated from operations	684	629	848	789
Capex	(164)	(262)	(210)	(168)
Other investing cash flow	(211)	(31)	9	9
Net cash flow from investing activities	(375)	(293)	(201)	(159)
Change in borrowings	(3)	111	-	-
Proceeds from changes in capital	-	-	-	-
Other financing cash flow	(948)	(569)	(569)	(569)
Net cash flow from financing	(950)	(458)	(569)	(569)
Cash at beginning of period	1,330	711	571	649
Net change in cash	(641)	(122)	78	61
Forex effects	2	2	-	-
Implied cash at end of period	711	571	649	710
Free cash flow	520	367	638	621

Key Ratios	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Growth				
Revenue growth	18.0%	0.8%	6.4%	9.0%
Net profit growth	193.5%	-21.2%	12.9%	14.3%
Margins				
Gross margin	42.1%	39.1%	37.6%	38.0%
Operating profit margin	17.2%	15.7%	16.5%	17.0%
Pretax profit margin	16.6%	13.9%	14.8%	15.5%
Tax rate	25.3%	30.2%	30.2%	30.2%
Net profit margin	12.4%	9.7%	10.3%	10.8%
Key Ratios				
ROE	3.4%	2.6%	2.9%	3.2%
ROA	8.0%	7.6%	12.5%	13.7%
Capex/revenue	5.9%	9.3%	7.0%	5.2%
Current ratio (x)	0.8	0.5	0.5	0.6
Creditor days	187	171	154	139
Debtor days	51	51	51	51
Inventory days	12	12	12	12
Sales/assets	0.6	0.8	1.2	1.3
Credit analysis				
Debt/EBITDA (x)	9.8	10.5	7.0	6.2
Debt/equity	0.3	0.3	0.2	0.2
Net debt to equity	14%	16%	15%	14%

资料来源：公司年报，海通国际；截至 2025 年 7 月 8 日

APPENDIX 1

Summary

Domestic Assisted Reproductive Demand Expected to Reach an Inflection Point as Policy Dividends Gradually Unfold. The average childbearing age in China has approached 30, with the proportion of advanced maternal age continuing to rise, significantly increasing demand for assisted reproductive technologies. From 2023 to 2025, the inclusion of assisted reproduction in medical insurance expanded from regional pilots to nationwide coverage, and demand is expected to be unleashed following policy implementation. Meanwhile, we believe the industry's supply-side landscape is stabilizing, with tighter licensing approvals. As a leading private assisted reproduction provider, the company is well-positioned to capture incremental demand through technological advantages such as third-generation IVF licenses and accumulated case experience.

Strong Growth in Overseas Operations Bolstered by Policy Support. The company's U.S. operations serve as its overseas core, with approximately 4,548 egg retrieval cycles in 2024, up 18.2% YoY. By the end of 2024, its U.S. medical team had expanded to 23 doctors, with plans to reach 40 by 2027. The ramp-up in physician capacity is expected to drive business growth. Additionally, California introduced a new "Assisted Reproductive Benefits Guarantee" policy in 2024, requiring group commercial insurance to cover IVF and related treatments. Since the company's operations are concentrated on the West Coast, it stands to benefit directly from the resulting demand surge.

Resilient Profitability and Effective Cost Control. In 2024, the company's domestic business maintained a gross margin of approximately 27.6%, demonstrating resilience amid industry pressures. Adjusted net profit reached RMB 420 million, with a profit margin of 14.8%, gradually recovering from pandemic-affected 2022 levels. Over the past two years, the company optimized its sales and administrative expense ratio to 22.5%, with cost-cutting measures effectively alleviating profit pressure in overseas operations. As domestic policy dividends materialize and overseas doctors gain experience, we expect the company's net profit growth to gradually rebound in 2025–2026.

Earnings Forecast and Valuation
We project the company's 2025–2026 revenue at RMB 2.99 billion/RMB 3.26 billion, with growth rates of 6.4%/9.0% (previous 2025 estimate: RMB 3.48 billion, revised downward due to delayed implementation of assisted reproduction insurance policies in 2024 and deferred patient visits). Adjusted net profit is forecasted at RMB 420 million/RMB 470 million, with growth rates of 0.9%/10.5% (previous 2025 estimate: RMB 630 million, adjusted for the same reasons).

Based on peer comparisons, we remain optimistic about the company's long-term value as a domestic assisted reproduction leader, with industry prospects expected to improve amid favorable reimbursement policies in China and the U.S. Anticipating sustained policy tailwinds to drive a recovery in growth momentum, we maintain our target price of HKD 3.69/share, corresponding to 22x/20x 2025/2026 PE, maintain "Outperform" rating.

Risks
Policy implementation falling short of expectations, underperformance in domestic operations, weaker-than-expected overseas performance, and medical malpractice risks.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company has devoted to improve the environment.

Social:

The company has devoted to improve the society and employee environment.

Governance:

The company has devoted to improve the corporate governance structure.

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， 孟科含，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, Kehan Meng, 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， 孙旭东，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, Xudong Sun, 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).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

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

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

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

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

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	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, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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 支由国泰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，并结合对国泰海通证券 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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS 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

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-351-6052。 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.
1460 Broadway, Suite 11017
New York, NY 10036
联系人电话：+1 212-351-6052

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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. 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.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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"）于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001（"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》2001 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

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

电话: (65) 6713 0473

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。

（条款链接：https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf）

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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

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").

(Link to the Terms and Conditions document: https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf)

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

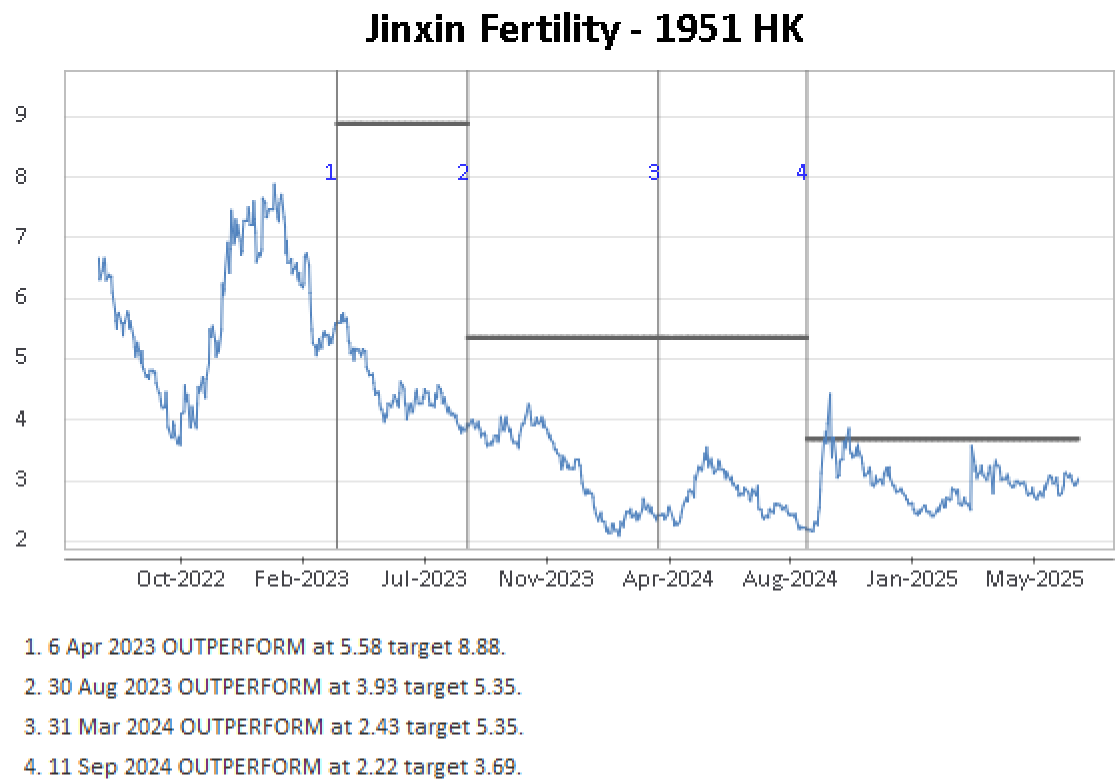
CIN U74140MH2011FTC224070

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".

Recommendation Chart



Source: Company data Bloomberg, HTI estimates