

# 霸王茶姬 Chagee Holdings (CHA US)

东方茶姬--杯杯皆是茶，杯杯是好茶

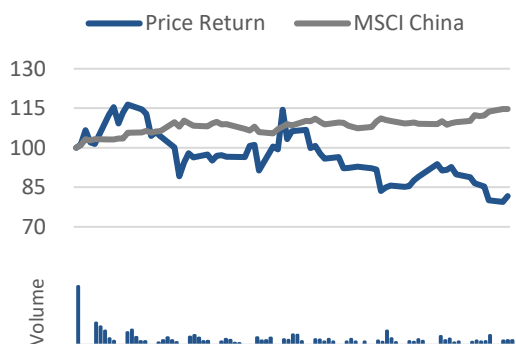
Oriental CHAGEE Tea—Every Cup is Tea, Every Cup a Treasure: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

## 首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	US\$25.02
目标价	US\$31.60
市值	US\$4.59bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$40.33mn
发行股票数目	118.28mn
自由流通股 (%)	-
1 年股价最高最低值	US\$35.69-US\$24.36

注：现价 US\$25.02 为 2025 年 07 月 22 日收盘价



Apr-25

资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-12.1%	-19.4%	
绝对值 (美元)	-12.1%	-19.4%	
相对 MSCI China	-19.0%	-32.9%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	12,406	15,114	19,391	24,417
Revenue (+/-)	167%	22%	28%	26%
Net profit	2,515	2,814	3,572	4,341
Net profit (+/-)	174%	12%	27%	22%
Diluted EPS (Rmb)		15.15	19.23	23.37
GPM	49.6%	53.4%	54.9%	56.6%
ROE	103.0%	42.9%	31.6%	28.4%
P/E		12	9	8

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**风起云南，吹向全球。**霸王茶姬于 2017 年创立于茶马古道的发源地云南，秉持着「以东方茶，会世界友」的理念，致力于以东方茶文化链接世界，传播以茶为核心的生活方式。霸王茶姬要做“三杯茶”，“第一杯茶”是轻乳茶，“第二杯茶”是茶拿铁和纯茶，“第三杯茶”是预制茶饮料。“第一杯茶”方面，截至 2025 年 3 月末，霸王茶姬在全球门店总数已达 6681 间，是中国门店规模最大的高端现制茶饮品牌。回顾历史，霸王茶姬之所以能实现迅速扩张，主要原因包括：（1）现制茶饮行业容量大、增速快，新品类和品牌发展互相成就；（2）管理层和投资方理念一致，双向奔赴；（3）聚焦原叶鲜奶茶，采用大爆品战略，提升竞争力；（4）将东方传统审美与时尚潮流融合，打造独具特色的产品符号；（5）「1+1+9+N」模式确保加盟开店成功率。

**行业竞争加剧，但“第一杯茶”仍有明显优势。**霸王茶姬大中华区域单店 GMV 自 2022 年起开始快速增长，到 4Q23 最高峰达 57.4 万元，超过 1Q22 的 4 倍，随后开始逐渐回落，到 4Q24 同比转入下滑。上行阶段，驱动因素除品牌升级、知名度提升、门店面积扩大、高线门店增加等原因外，健康属性是另一关键因素。下行阶段，主要受门店网络的快速扩张的稀释效应以及行业竞争整体加剧影响，但霸王茶姬在轻乳茶赛道仍具有更强的规模优势和品牌力，且通过聚焦和深耕轻乳茶在单品类上获得更强的优势。

**海外布局加速，做全球性品牌任重道远。**自 2019 年 8 月海外首店在马来西亚开业以来，霸王茶姬的全球化之路虽有坎坷，但仍发展迅速。截止 1Q25，霸王茶姬在海外已开设 169 间门店，其中马来西亚/新加坡/泰国各 157/10/2 间，并在 2025 年 4 月、5 月和 7 月先后开出印尼、美国和越南首店。

**“第二杯茶”：星辰大海已启航。**2025 年 3 月，霸王茶姬在上海首推“第二杯茶”的全新店型「茶姬现萃 CHAGEE NOW」，主要开设在办公区域，产品主打现萃「茶中式」和「茶拿铁」，并在菜单中加入烘焙产品，以更好贴合办公人群提神和简餐需求。目前，茶姬现萃已在上海开出 11 家门店，并推出了独立微信小程序。“第三杯茶”方面，虽目前暂未有产品推出，但依托现有品牌和渠道能力，未来发展空间可观。

**财务预测及估值。**我们预计公司 2025-27 年收入各 151.1/193.9/244.2 亿元，经调净利各 28.1/35.7/43.4 亿元。参考可比公司，综合考虑公司业务及行业发展情况，给予霸王茶姬 2025 年 15 X PE，对应目标价 31.6 美元（对应汇率为 USD/CNY=7.2）。首次覆盖给予优于大市评级。

**风险提示。**经济及消费增长不及预期，现制饮品市场增长放缓，行业竞争加剧，食品安全风险，扩张速度不及预期。

胡佳璐 Rebecca Hu  
rebecca.jl.hu@htisec.com

李一腾 Yiteng Li  
yt.li@htisec.com

刘坤钰 Kunyu Liu  
ky.liu@htisec.com

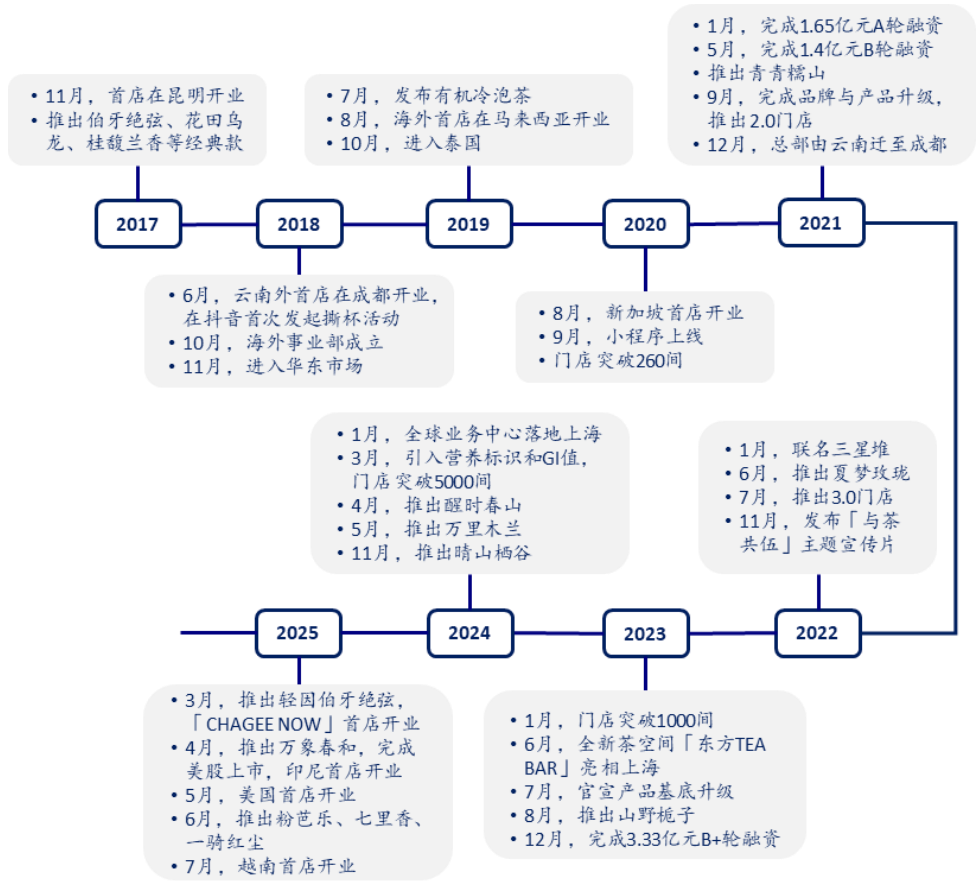
1. 东方茶姬，杯杯是好茶

霸王茶姬创立于茶马古道的发源地云南，秉持着「以东方茶，会世界友」的理念，致力于以东方茶文化链接世界，传播以茶为核心的生活方式。目前，品牌门店已入驻东南亚和北美多国，全球化版图正在徐徐展开。为拓展饮茶人群和场景，持续传播中国茶文化，霸王茶姬要做“三杯茶”。“第一杯茶”是轻乳茶，现制奶茶行业新品类，满足年轻消费者更健康、更高品质的茶饮需求和社交需求；“第二杯茶”是茶拿铁和纯茶，对标传统咖啡市场，满足更成熟消费者醒神、社交、口感需求，并可通过萃茶机、冻干茶等方式延展家庭、办公楼、餐饮等渠道；“第三杯茶”则对标可口可乐和东方树叶，做预制茶饮料零售，让茶饮消费不再有物理限制。根据公司财报，截至2025年3月末，霸王茶姬在全球门店总数已达6681间，是中国门店规模最大的高端现制茶饮品牌；代表“第二杯茶”的「茶姬现萃 CHAGEE NOW」门店已于2025年3月落地上海，进入正式的探索和初步拓展阶段。

1.1 风起云南，吹向全球

霸王茶姬品牌创立于2017年，首店于同年11月开设于昆明。在创立之初，霸王茶姬以国风+原叶茶为特色，推出伯牙绝弦、花田乌龙、桂馥兰香等经典款产品，通过适合拍照打卡的装修和包装设计，以及撕杯等创意营销活动，在行业其他头部品牌较少涉足的云贵地区迅速打响了品牌声量，并在华人较多的马来西亚和新加坡等海外市场做了初步探索，成为中国大陆最早出海的现制茶饮品牌之一。截至2021年末，霸王茶姬门店共462间，其中约89%位于西南地区，约8%开设在海外市场。

图1 霸王茶姬发展历程（2017-2025）



资料来源：公司招股书，公司微信公众号，公司官网，上海长宁，澎湃新闻，36氪，HTI

**2021-2022 年是霸王茶姬发展的首个里程碑阶段，是公司在国内开启大规模扩张的转折点。**期间，公司于 1H21 陆续完成两轮共约 3 亿元融资，引入 XVC、琮碧秋实等投资方，随后于同年 9 月完成品牌与产品升级，推出形象全面焕新的 2.0 门店，并于 12 月将总部由云南迁至成都，奠定了走向全国的基础。2022 年，霸王茶姬走出西南地区，开始在国内高速扩张，并于同年 7 月在 2.0 门店的基础上推出面积更大、装修更现代时尚的 3.0 门店。**2024-2025 年是霸王茶姬发展的第二个里程碑阶段，也是公司开始在全球加速扩张的起始点。**2024 年 1 月，公司新总部暨全球业务中心落地上海。2025 年 4 月，霸王茶姬在纳斯达克完成美股上市，并于同月进入印尼，随后于 5 月开出美国首店，7 月开出越南首店。

1.2 好行业、好团队、好模式

我们认为，霸王茶姬之所以能实现迅速扩张，主要原因包括：

(1) 现制茶饮行业容量大、增速快，新品类和品牌发展互相成就

受益于消费者对更新鲜、口感更佳的茶饮需求提升，现制茶饮行业增速显著高于整体茶行业发展速度。根据 iResearch 数据，2019-2024 年，现制茶饮市场规模由 1022 亿元增长至 2727 亿元，年复合增速 21.7%，高于同期茶行业的 11.5%。预计 2028 年现制茶饮市场规模将增至 4260 亿元，2024-2028 年复合增速 11.8%。现制茶饮行业具有一定的潮流趋势属性，新品牌在品类创新中获得发展机会，行业在发展中沉淀经典。霸王茶姬避开竞争激烈的水果茶赛道，缩减 SKU，聚焦鲜奶茶品类（当时赛道相对空白，国内同类头部品牌主要为茶颜悦色，但并未做全国化布局）。鲜奶茶品类和霸王茶姬互相成就，在品类发展趋势中，2021-2024 年期间公司实现门店数量翻倍。

(2) 管理层和投资方理念一致，双向奔赴

管理层方面，创始人张俊杰在现制茶饮行业从店员做到区域代理，2017 年抓住现制茶饮行业蓬勃发展的机遇创立了霸王茶姬。COO 尹登峰和陆冕、胡维仁、徐驰三位 VP 都是在公司创业早期（2021 年及以前）加入的公司元老，理念一致，各司其职。

表 1 霸王茶姬董事及高级管理层（2025/4/16）

姓名	年龄	职位	履历
张俊杰	30	董事长、执行董事兼 CEO	公司创始人，从现制茶饮行业基层店员做到区域代理，曾任云南大维饮品区域副经理、特许经营合伙人，2024 年 8 月起任海底捞董事
尹登峰	49	董事兼 COO	2019 年 3 月加入霸王茶姬，担任广西子公司总经理，2020 年 10 月起担任公司董事兼 COO，曾在多家公司任高管
陆冕	30	董事兼 VP	2021 年 7 月起负责霸王茶姬东南亚业务、总体运营、人力和行政，曾在其他现制茶饮公司任合伙人
黄鸿飞	51	CFO	2024 年 10 月加入霸王茶姬，曾任麦当劳大中华区 CFO
胡维仁	46	VP	2021 年 2 月起负责霸王茶姬产品开发，曾在多家餐饮公司任产品开发总监
徐驰	35	VP	2021 年 6 月起负责霸王茶姬品牌和营销，曾在其他餐饮公司任市场总监
张勇	54	董事	2025 年 4 月起任霸王茶姬董事，海底捞创始人之一

资料来源：公司招股书，HTI；注：年龄、职位及履历以招股书时间为准。

投资方方面，XVC 在消费领域的投资除霸王茶姬外，还包括白酒品牌肆拾玖坊和光良酒业、彩瞳品牌 moody 和彩妆品牌菲鹿儿等。XVC 合伙人胡博予曾表示，早期霸王茶姬管理层曾就发展战略产生分歧，除张俊杰之外的合伙人不认同快速扩张，最终 XVC 决定押注张俊杰，收购了其他合伙人股份并重组管理团队。除 XVC 外，B 轮入场的琮碧秋实也是消费领域的知名投资公司。霸王茶姬完成美股上市后（无发售量调整及超额配售情况下），创始人、董事会主席兼 CEO 张俊杰持有公司约 54%的股份和 89%的投票权，XVC 和琮碧秋实各持有约 18.7%/9.7%的股份。



表 2 霸王茶姬全球发售完成后股权结构（无发售量调整及超额配售情况）

	A 类普通股（万股）	B 类普通股（万股）	总股份数（万股）	股份占比	投票权占比
张俊杰	3,360	6,527	9,887	53.9%	89.0%
尹登峰	1,212		1,212	6.6%	1.6%
XVC	3,427		3,427	18.7%	4.4%
琮碧秋实	1,784		1,784	9.7%	2.3%
其他上市前股东	577		577	3.1%	0.7%
公众持股	1,468		1,468	8.0%	1.9%
合计	11,828	6,527	18,355	100.0%	100.0%

资料来源：公司招股书， HTI

注：1. 公众持股为 IPO 发售股份；2. 每股 A 类普通股拥有 1 票投票权，每股 B 类普通股拥有 10 票投票权。

(3) 聚焦原叶鲜奶茶，采用大爆品战略，提升竞争力

采用大爆品战略快速建立品牌心智，同时提升门店效率，助力快速扩张。根据招股书数据，截止 2024 年末，霸王茶姬的大爆品“伯牙绝弦”累计销售 6+亿杯。2024 年，在中国 GMV 中 91%来自鲜奶茶产品，其中 61%来自包括伯牙绝弦在内的 TOP3 单品。大爆品除了能快速引发品牌高关注度，确立品牌定位外，还能拥有高销售额，借助数字化和自动化实现高标准，降低拓展难度。

运营实现「五个在线」，以数字化驱动标准化。①产品在线：围绕制茶环节与供应链合作开发自动制茶机，通过预设茶饮配方参数，保证每杯产品品质一致性的同时，将制茶时间缩短到 8 秒，出杯时间仅需约 40 秒。②人在线：通过小程序会员系统了解消费者偏好，利用相关洞察来改进或创新产品，并定制社媒营销策略，提高消费者复购率和 LTV。门店端，根据实时客流量和产品销售数据，为门店配备人力，提高店内员工的工作效率。③货在线：进行供应链端到端的数字化管理，门店运营系统会根据销售额实时计算原材料需求，并追踪食品保质期，自动触发订单下单。④店在线：从选址规划、合同签订、门店设计装修、营销策划，到后续运营维护均通过线上管理，并能实时了解门店运营状况。⑤支付在线：为加盟商提供各类服务费的线上管理支持，从而提升支付处理与资金流转效率。

简化供应链，深耕茶叶全链条。鲜奶茶产品配方相对简单，霸王茶姬只需专注于茶叶、奶、糖和包材等少量供应链，在为门店高效配送的同时，最大程度降低仓储物流成本。凭借覆盖全国的 37 个中央和区域仓库，公司在中国门店网络内提供冷链运输和次日达服务。根据招股书数据，2024 年物流成本占总 GMV 不到 1%，低于行业平均水平；同期库存周转天数约 5.3 天，为中国门店数破千的现制茶饮品牌中最低。此外，公司依托云南作为中国主要茶叶产地的区位优势，自建 2700 亩茶园，并在潮汕、江门设立茶叶加工厂，实现原叶茶采购成本比市场价低 20%。

图2 霸王茶姬“五个在线”



资料来源：公司招股书， HTI

图3 霸王茶姬有机茶园



资料来源：视觉中国， HTI

#### (4) 将东方传统审美与时尚潮流融合，打造独具特色的产品符号

**重塑 LOGO 和门店视觉，用时尚语言讲传统文化。**LOGO 升级方面，霸王茶姬新版 LOGO 突出品牌符号，设计化繁为简，图案融合佛像眉眼与东方脸型，并融入传统戏曲剪影元素，文字选择了更为方正的字体，并将音译名 BAWANGCHAJI 调整为英文译名 CHAGEE，为全球布局做了铺垫。**门店视觉方面**，门店版本不断升级，2.0 新店型更重视“第三空间”感觉的打造，将店内面积扩大到约 60-80 平米。2022 年 7 月，公司进一步推出 3.0 门店，门店面积更大的同时，在装修中加入更多石质和金属风格，更加年轻化、现代化。**时尚语言方面**，2022 年 11 月，联手中国知名新锐摄影艺术家张家诚，以品牌回归“茶的原点”的方式，从云南的茶马古道到传统茶文化再到新式的以茶会友，结合皮影、剪影等传统元素，打造了以“东方茶”为骨骼，结合现代国际审美的新国风大片「与茶共伍」，登上法国时尚杂志《时装 L'OFFICIEL》，引发全网关注和热议。2023 年 8 月山野栀子上市时，其杯身以霸王茶姬 CHAGEE 首字母 C 与栀子花为标志，融入唐代紫檀木琵琶纹元素，形成的繁复而又有规则的东方线条设计火爆出圈。无论是将东方传统审美与时尚潮流融合、还是打造独具特色的产品符号，霸王茶姬都在以自己的方式努力贴近年轻人的消费理念。

图4 霸王茶姬 LOGO 变化



资料来源：百度，HTI

图5 霸王茶姬门店 3.0 版本



资料来源：视觉中国，HTI

#### (5) 「1+1+9+N」模式确保加盟开店成功率

根据公司的品牌定位，霸王茶姬的门店相对较大，Capex 较高，且扩张前尚未有类似星巴克的品牌力，多借助有实力的加盟商在高势能点位开店。根据公司招股书，截至 2024 年末，公司高线城市门店占比约 60%，三线及以下城市门店占比约 40%。加盟商数量 3195 名，平均门店数为 2 间。

品牌升级后，霸王茶姬改变此前松散的加盟商管理体系——从传统茶饮品牌采用的“先开分店再建分公司”模式调整成了“先建分公司再开分店”模式。这种模式在内部被称为「1+1+9+N」，第一个 1 是指在开店前先在当地成立全资子公司，制定扩张战略；第二个 1 是指开直营店验证产品接受度和单店 UE 模型等等，且通常会开在当地最好的商业中心；第三步 9 是指开出多家联营店，由投资者出资但交由霸王茶姬运营（内部称托管特许经营模式 managed franchise model）；最后的 N 是指如果以上门店开出后可行性得到充分验证，再吸纳更多加盟商入场。在「1+1+9+N」模式的助力下，霸王茶姬能够最大程度确保加盟开店成功率。2024 年，霸王茶姬特许经营门店闭店率约 1.5%的，且其中大部分是因为特许经营合作伙伴未能达到评估标准而由公司强制关闭。

2. 行业竞争加剧，但“第一杯茶”仍有明显优势

收入利润随“第一杯茶”在全国的铺开快速增长。收入方面，2024年霸王茶姬收入124.1亿元，同比增长167%，其中加盟/直营业务收入占比各94%/6%。加盟业务收入中，原材料销售/设备销售/加盟和相关服务占比各约85%/8%/7%。1Q25，公司收入33.9亿元，同比增长35%。利润方面，2024年霸王茶姬毛利率49.6%，同比提升4.8pct，经调净利25.2亿元，经调净利率20.3%，同比提升0.5pct。1Q25，公司毛利率53.1%，同比提升5.6pct（规模化采购成本下降），经调净利6.8亿元，经调净利率20%，同比下降5.7pct（直营占比提升及营销投入增加）。

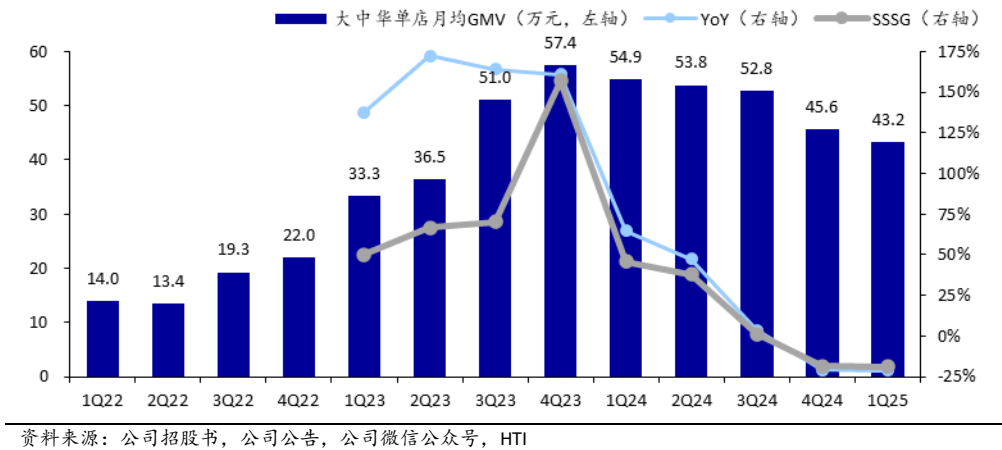
表 3 霸王茶姬收入及利润情况（2022-1Q25）

	2022	2023	2024	1Q25
总收入（亿元）	4.9	46.4	124.1	33.9
YoY		844%	167%	35%
加盟业务（亿元）	4.1	44.0	116.3	31.5
YoY		971%	165%	32%
直营业务（亿元）	0.8	2.4	7.7	2.4
YoY		200%	217%	108%
加盟业务收入占比	83%	95%	94%	93%
直营业务收入占比	17%	5%	6%	7%
其中，加盟业务收入：				
原材料销售（亿元）	3.5	35.9	98.9	
YoY		926%	176%	
设备销售（亿元）	0.4	5.6	9.0	
YoY		1300%	59%	
加盟和相关服务（亿元）	0.2	2.5	8.4	
YoY		1102%	240%	
原材料销售占比	85%	82%	85%	
设备销售占比	10%	13%	8%	
加盟和相关服务占比	5%	6%	7%	
费用&利润：				
毛利率	38.2%	44.8%	49.6%	53.1%
YoY (pct)		6.5	4.8	5.6
自营门店运营成本率	11.2%	2.3%	3.8%	4.6%
其他运营成本率	15.4%	5.9%	4.6%	5.1%
销售和营销费用率	15.0%	5.6%	8.9%	8.8%
一般和管理费用率	20.2%	7.8%	9.0%	10.4%
经调净利（亿元）	-0.9	9.2	25.2	6.8
经调净利率	-17.6%	19.8%	20.3%	20.0%
YoY (pct)		37.4	0.5	-5.7

资料来源：公司招股书，公司公告，HTI

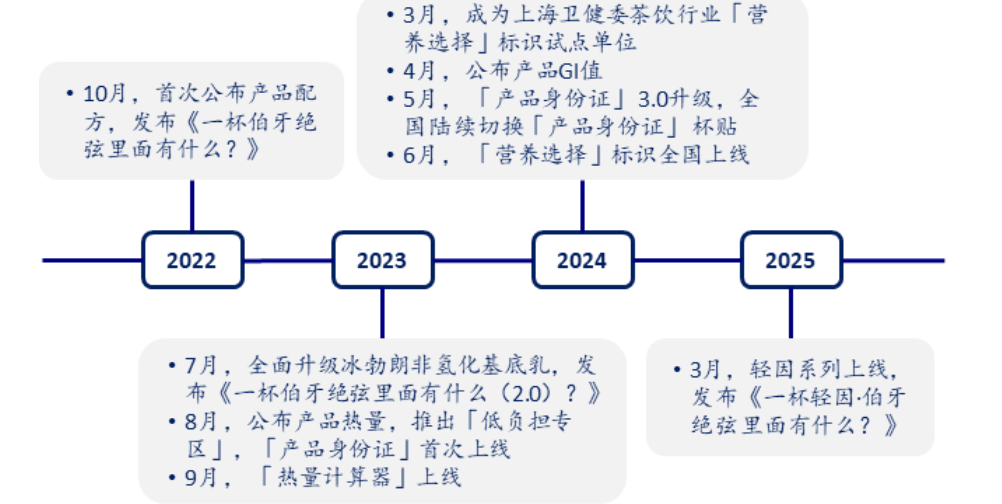
霸王茶姬大中华区域单店 GMV 自 2022 年起开始快速增长，到 4Q23 最高峰达 57.4 万元，超过 1Q22 的 4 倍。我们认为其之所以能实现惊人的高速增长，除 2021 年随品牌升级完成，开启全国扩张后，品牌知名度快速增长，以及门店面积变大，高线城市门店增加等原因外；另一关键因素是通过强调产品健康属性以吸引大量疫后更关注健康、口感更偏清淡以及追逐茶饮潮流的消费者。

图6 霸王茶姬门店数（2017-1Q25）



2022年10月，霸王茶姬发布《一杯伯牙绝弦里面有什么？》公布伯牙绝弦产品配方（茉莉雪芽茶汤≥300ml，鲜牛奶100ml，咖奶30-40ml，复合糖），解决消费者对反式脂肪酸的担忧。2023年7月，霸王茶姬全面升级冰勃朗非氢化基底乳（66%茉莉雪芽茶汤，19%牛乳，8%冰勃朗非氢化基底乳，7%风味糖浆），替换此前采用的咖奶（反式脂肪酸含量极低，按国标可标0），真正做到「0奶精、0植脂末、0氢化植物油」。此后，霸王茶姬还通过「产品身份证」、「热量计算器」、「营养选择」标识等方式持续强化产品健康概念，并以此吸引和其他主要现制茶饮品牌相对差异化的客群（相对高线城市，平均年龄更高）。2025年3月，霸王茶姬推出咖啡因含量更低的轻因系列产品，拓展下午时段产品选择。

图7 霸王茶姬健康属性相关大事件



2024年霸王茶姬单店GMV自高峰逐渐回落，到4Q24同比转入下滑，主因门店网络的快速扩张的稀释效应以及行业竞争整体加剧。行业竞争既包括其他头部品牌在鲜奶茶赛道投入更多资源，比如瑞幸咖啡于2024年8月推出「轻轻茉莉」，古茗推出「云岭茉莉白」、「云雾栀子青」等轻乳茶产品；也包括后发品牌的迅速崛起，比如2018年创立的爷爷不泡茶（2023年初门店破百，目前已达近2000店）。但总体来说，霸王茶姬在轻乳茶赛道仍具有更强的规模优势和品牌力，且对大多数规模化品牌而言，轻乳茶只是产品组合中的一个品类，但确是霸王茶姬聚焦和深耕的品类。



表 4 国内主要轻乳茶品牌概况

品牌	门店数	覆盖省份数	重点省份
霸王茶姬	6,681	32	广东、浙江、江苏
爷爷不泡茶	1,893	31	湖北、江苏、湖南
茉莉奶白	1,325	29	广东、浙江、江苏
茶颜悦色	785	5	湖南、湖北、江苏

资料来源：公司招股书，窄门餐眼，HTI  
注：霸王茶姬截至 1Q25 末，其他品牌截至 2025 年 6 月 11 日。

**加盟模型仍具吸引力。**从加盟商视角看，以面积 100 平米左右的 3.0 门店为例，CapEx 约 101 万元（含装修、设备、加盟相关一次性费用、首批物料和 4 个月租金），回本周期约 13 个月，在行业内仍具有较强吸引力。

表 5 霸王茶姬成熟门店 UE

霸王茶姬门店			备注
CapEx (万元)	101		装修 4500/m²，设备 20 万，加盟费 1.98 万，综合服务费 5 万，保证金 2 万，设计费 5k，培训费 500/人，首批物料 10 万，租金押一付三
面积 (平米)	100		8 店员（一般员工、茶导师、店助）+1 店长
店员数 (人)	9		
线下日杯量 (杯)	300		
线下杯单价 (元)	18		同杯型较线下+2 元，+1 元包装费，+1 元配送费
线上日杯量 (杯)	380		
线上杯单价 (元)	22		
线上实收率	80%		
月报表		门店实收占比	
GMV (万元)	41.3		外卖平台服务费和配送费等
三方收入 (万元)	5.0		
门店实收 (万元)	36.3		公司原材料销售收入约占 GMV 的 34.6%，增值税率 13%，损耗率 1%
货品成本 (万元)	16.5	46%	
毛利 (万元)	19.8	54%	店员约 6k，店长约 9k
人工成本 (万元)	5.7	16%	
租金成本 (万元)	4.0	11%	运营管理费+市场推广费抽取门店实收的 3% 品牌使用费+信息系统服务费+在线学习账号费共 2.25 万元/年
水电杂费 (万元)	1.2	3%	
公司分成 (万元)	1.3	4%	
费用合计 (万元)	12.2	34%	
利润总额 (万元)	7.6	21%	
单店回收期 (月)	13.3		

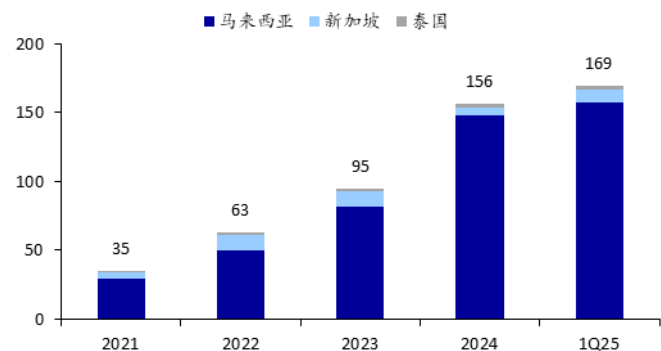
来源：HTI 测算

**海外扩张进入加速阶段。**霸王茶姬是国内较早出海的现制茶饮公司，早在 2018 年 10 月就成立了海外事业部，并于 2019 年 8 月在新加坡开出海外首店，随后又陆续进入泰国和马来西亚。2024 年 1 月，霸王茶姬新总部暨全球业务中心落地上海，也标志着公司在海外加速扩张的开始。截止 1Q25，霸王茶姬在海外已开设 169 间门店，其中马来西亚/新加坡/泰国各 157/10/2 间，1Q25，霸王茶姬海外 GMV 达 1.78 亿元，同比增长 85%，占总 GMV 的 2.2%；同店销售额下滑 8.4%，优于公司整体 18.9%的降幅。近期，霸王茶姬仍在持续完善海外市场布局，先后于 2025 年 4 月、5 月和 7 月开出印尼、美国和越南首店。此外，公司以 1.42 亿泰铢对价完成泰国子公司 51%股权转让，



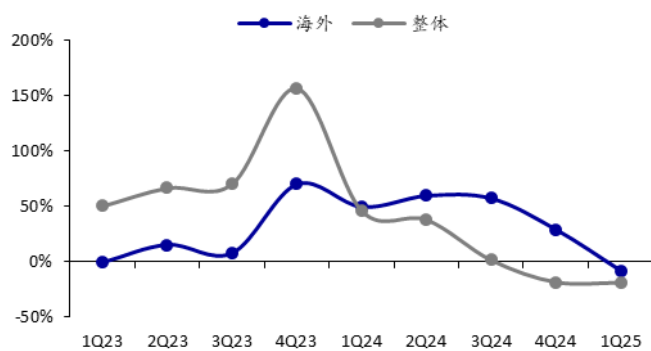
投资方为泰国总统饮料有限公司（股东包括泰国总统食品有限公司、物流公司 Flash Express 创始人和房地产企业 Ananda Development 创始人）。目前，霸王茶姬在新加坡和美国为自营模式（设立全资子公司），在马来西亚（占股 51%）、泰国（占股 49%）、印尼（占股 60%）、越南（占股 51%）则以 JV 形式撬动本地资源。

图8 霸王茶姬海外门店数量（间，2021-1Q25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图9 霸王茶姬同店增速（1Q23-1Q25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

### 3. “第二杯茶”：星辰大海已启航

“第二杯茶”上海首发，打开办公区域拓展空间。2025 年 3 月，霸王茶姬在上海首推“第二杯茶”的全新店型「茶姬现萃 CHAGEE NOW」。相较传统店型，新店型主要开设在办公区域，面积相对更小（约 30-50 平米），产品主打现萃「茶中式」（纯茶，420ml，堂食定价 13-16 元）和「茶拿铁」（奶茶，320ml，堂食定价 19-22 元，燕麦奶+2 元），口感各分「浓萃」和「轻萃」两类，并在菜单中加入可颂、瑞士卷、麻薯、蛋挞等烘焙产品，以更好贴合办公人群提神和简餐需求。相较传统鲜奶茶产品，「茶中式」和「茶拿铁」使用霸王茶姬自研设备，用咖啡萃取工艺萃取茶叶，茶香更浓郁的同时，保留茶叶完整营养成分，类似产品「极萃·茶拿铁 Teaspreso TEA LATTE」首发于 2023 年 6 月推出的「东方 TEA BAR」旗舰店型（另有首发瓶装现萃纯茶产品「东方冰茶 Iced Oriental Tea」）。目前，茶姬现萃已在上海开出 11 家门店，并推出了独立微信小程序。

图10 CHAGEE NOW 门店



资料来源：钱江晚报，HTI

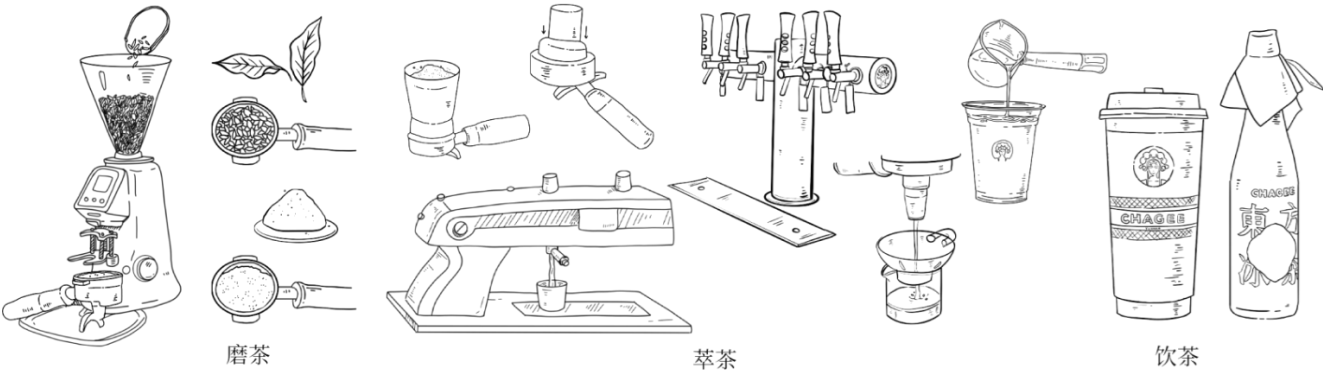
图11 CHAGEE NOW 茶姬现萃设备



资料来源：晚点 LatePost，HTI

霸王茶姬现萃产品采用和意式浓缩咖啡类似的制作流程，通过高温高压萃取茶叶粉末，提升茶汤浓度和风味，解决了以常规方式冲泡的茶汤制作饮品容易口感寡淡的问题，同时通过自动化机器提升了制茶过程的速度和标准化能力，并为现制饮品消费者提供了传统咖啡（如美式、拿铁等）的一种替代选择。

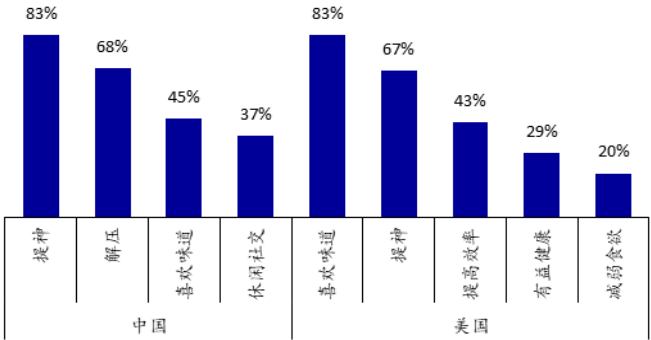
图12 霸王茶姬现萃产品制作流程



资料来源：公司官网，HTI

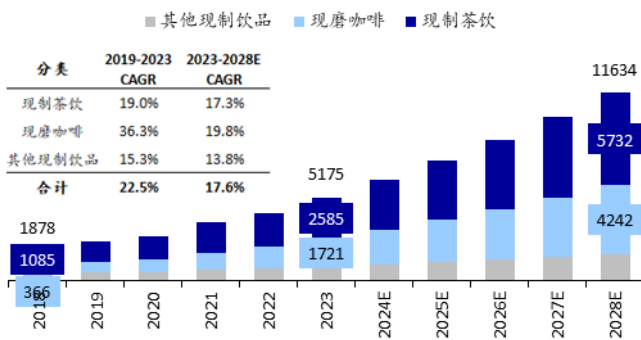
在现萃门店，霸王茶姬打出「要么咖啡，要么浓萃茶」（「COFFEE OR TEAPRESSO？」）的标语，既是宣告其对传统饮茶方式的革新，也是宣告茶与咖啡的比较由风格迥异、各有胜场，到风味融合、同台竞争的转变。根据 DATA100 数据，国内咖啡消费主要出于功能性需求，其中提神/解压/喜欢味道/休闲社交动机各 83%/68%/45%/37%。以霸王茶姬大红袍茶拿铁为例（中杯，标准冰），其咖啡因含量约 100mg，超过拿铁（假设含 60ml 意式浓缩咖啡液）的约 80mg，提神效果更强。根据 driveresearch 数据，作为霸王茶姬未来在海外重要市场的美国，当地消费者喝咖啡更多出于喜欢咖啡味道的原因（83%），但提神（67%）和提高效率（43%）的功能性因素也不逞多让。在品类和口感上，咖啡豆主要阿拉比卡、罗布斯塔和利比瑞卡，年份、产地、处理工艺、拼配和冲泡方式不同口感不一，但主味苦重、微甘微酸、浓香醇厚。茶叶主流品类六种，绿、黄、红、白、乌龙（青）和黑茶，各品类各产地还有更细分品类，风味不一，但主味也是苦、涩、甘、鲜、活。在口感上两者主味类似，但茶叶种类和原产地优势能提供更多风味创新空间。从现萃产品部分替代现磨咖啡的视角，霸王茶姬仍有广袤增长空间。根据灼识咨询数据，2023 年现磨咖啡市场规模 1721 亿元，预计到 2028 年达 4242 亿元，2023-2028 年复合增速预计为 19.8%。

图13 中美咖啡消费原因



资料来源：DATA100，driveresearch，HTI

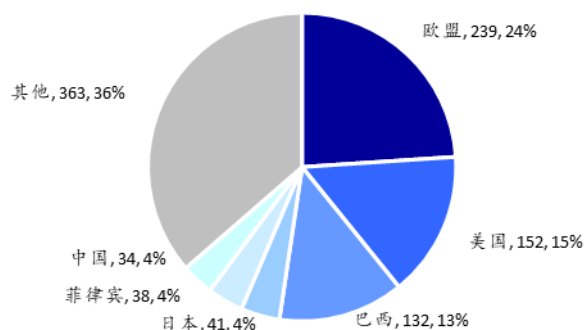
图14 中国现制饮品市场规模按品类划分（亿元，2018-2028E）



资料来源：灼识咨询，HTI

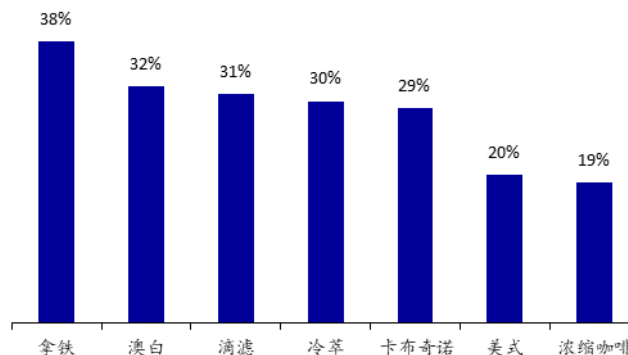
根据 USDA 数据，2024/25 年度全球咖啡消费量近 1000 万吨，其中欧盟/美国/巴西/日本/菲律宾居前 5 位，占比各 24%/15%/13%/4%/4%。中国消费量 34 万吨，居世界第六位，占比约 3.4%。作为现磨咖啡的一种替代方案，霸王茶姬“第二杯茶”在海外尚有广阔的发展空间。此外，由于海外现磨咖啡多以拿铁等传统产品为主，和“第二杯茶”之间的差异度较国内更小。以美国为例，根据 Drive Research 数据，美国人在咖啡馆偏好的产品，拿铁居首位占比 38%。

图15 全球分地区咖啡消费量（万吨，2024/25）



资料来源：USDA，HTI

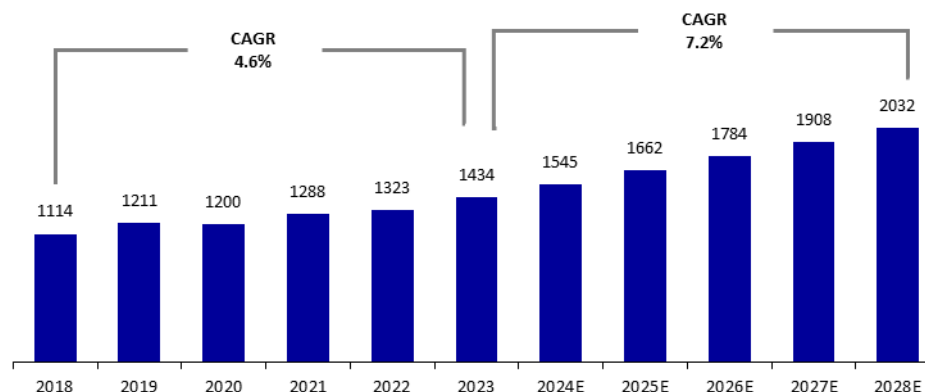
图16 美国人在咖啡馆偏好的产品



资料来源：Drive Research，HTI

“第三杯茶”依托霸王茶姬门店网络，发展潜力可观。霸王茶姬的“第三杯茶”是 RTD 茶饮料，虽然目前暂未有产品推出，但依托“第一杯茶”和“第二杯茶”建立起的品牌形象和庞大门店网络，“第三杯茶”未来将拥有可观发展空间。根据国家统计局，中国饮料工业协会和灼识咨询数据，2023 年中国 RTD 茶饮料市场规模达 1434 亿元，预计 2028 年达 2032 亿元，在即饮软饮市场中规模仅次于包装饮用水；2023-2028 年 CAGR 预计为 7.2%，超过即饮软饮市场平均的 5.8%。

图17 中国 RTD 茶饮料市场规模（亿元，2018-2028E）



资料来源：国家统计局，中国饮料工业协会，灼识咨询，HTI

#### 4. 盈利预测与估值

基于以上对所处行业，公司业务、财务状况的分析与判断，我们进一步作如下假设：（1）**门店拓展**：预计公司 2025-2027 年净开店各 1200/1400/1550 间。（2）**单店 GMV**：2025 年受外卖平台补贴及行业竞争加剧影响，预计大中华区单店 GMV 同比下

滑 15%。(3) 运营费用：长期看，随公司门店网络不断扩大，规模效应凸显，总部费用将在一定程度上摊薄，但随公司持续推动加盟门店收回直营，以及海外直营门店扩张，直营门店运营相关费用率将有所上升。

综上，我们预计公司 2025-27 年收入各 151.1/193.9/244.2 亿元，同比增长各 22%/28%/26%，经调净利各 28.1/35.7/43.4 亿元，同比增长各 12%/27%/22%，经调净利率各 18.6%/18.4%/17.8%。

表 6 霸王茶姬收入及利润预测的主要假设 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
直营门店数 (间)	39	169	319	619	1069
加盟门店数 (间)	3472	6271	7321	8421	9521
期末门店数 (间)	3511	6440	7640	9040	10590
产品销售 (亿元)	41.5	107.9	126.0	152.1	176.4
加盟和相关服务 (亿元)	2.5	8.4	11.2	13.4	15.4
直营业务收入 (亿元)	2.4	7.7	13.9	28.4	52.4
总收入 (亿元)	46.4	124.1	151.1	193.9	244.2
YoY	844%	167%	22%	28%	26%
毛利 (亿元)	20.8	61.5	80.7	106.4	138.2
毛利率	44.8%	49.6%	53.4%	54.9%	56.6%
自营门店运营成本率	2.3%	3.8%	5.6%	8.7%	12.5%
其他运营成本率	5.9%	4.6%	5.2%	5.2%	5.2%
销售和营销费用率	5.6%	8.9%	9.4%	8.8%	8.2%
一般和管理费用率	7.8%	9.0%	11.1%	10.1%	9.3%
经调净利润 (亿元)	9.2	25.2	28.1	35.7	43.4
YoY		174%	12%	27%	22%
经调净利率	19.8%	20.3%	18.6%	18.4%	17.8%

资料来源：HTI

参考可比公司，同时考虑到霸王茶姬①“第一杯茶”国内业务在过去几年的高速增长后，受门店摊薄效应、行业竞争加剧等因素影响，同店增长面临压力，国内开店速度放缓；②外卖平台补贴导致行业未来需求被提前兑现，未来补贴力度减弱可能导致更激烈的存量竞争，公司将在品牌建设上投入更多资源以强化其在鲜奶茶品类的领导地位；③“第一杯茶”海外和“第二杯茶”业务尚处发展初期，公司在短期内仍将以“练内功”为主要方向；给予霸王茶姬 2025 年 15 X PE，对应目标市值 58.6 亿美元，目标价 31.6 美元（对应汇率为 USD/CNY=7.2）。首次覆盖给予优于大市评级。

表 7 可比公司估值情况 (倍, 20250722)

公司名称	股票代码	收盘价	市值	EPS(LC)			PE			PEG		PS	
		LC	US\$ mn	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	25-27E	FY25E	FY26E	FY27E
古茗	1364 HK	25.5	7,710	1.0	1.2	1.4	25.4	21.0	17.9	1.1	5.0	4.2	3.6
蜜雪冰城	2097 HK	508.0	24,566	16.8	19.9	23.2	30.2	25.5	21.9	1.5	5.9	5.0	4.4
茶百道	2555 HK	9.7	1,816	0.7	0.8	0.9	14.6	12.7	11.2	0.9	2.3	2.2	2.0
海底捞	6862 HK	14.4	10,197	1.1	1.2	1.3	13.2	12.0	11.0	1.3	1.6	1.5	1.4
百胜中国	9987 HK	375.4	17,701	21.7	24.7	27.9	17.3	15.2	13.5	1.1	1.5	1.4	1.3
行业平均							20.1	17.3	15.1	1.2	3.3	2.9	2.5
霸王茶姬	CHA US	25.0	4,592	2.1	2.7	3.2	11.9	9.4	7.7	0.4	2.2	1.7	1.4

资料来源：彭博一致预期，HTI 测算



## 5. 风险提示

宏观层面：经济及消费增长不及预期。

行业层面：

(1) 现制饮品市场增长放缓。

(2) 行业竞争加剧。现制茶饮产品同质化严重，进入门槛较低，竞争激烈。

公司层面：

(1) **食品安全风险。**随着门店的扩张，卫生管控难度加大。若由于经营管控不当导致发生重大食品安全问题，对于现制饮品企业的品牌力将会是严重的打击。产品创新不及预期。

(2) **扩张速度不及预期。**新开门店需要资金、人才、物业等多方面的支持，伴随行业竞争加剧和门店数量级提高，茶饮企业新开门店速度和质量可能不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2024	2025E	2026E	2027E
摊薄每股指标（元）					营业总收入	12,406	15,114	19,391	24,417
经调摊薄每股收益		15.15	19.23	23.37	销售成本	(304)	(2,562)	(6,257)	(7,045)
每股净资产		46.76	65.99	89.36	毛利润	6,149	8,069	10,642	13,815
每股经营现金流		15.21	20.62	24.36	毛利率%	49.6%	53.4%	54.9%	56.6%
每股股利					自营门店运营成本率%	3.8%	5.6%	8.7%	12.5%
价值评估（倍）					其他运营成本率%	4.6%	5.2%	5.2%	5.2%
P/E		11.9	9.4	7.7	销售和营销费用率%	8.9%	9.4%	8.8%	8.2%
P/B		3.9	2.7	2.0	一般和管理费用率%	9.0%	11.1%	10.1%	9.3%
P/S		2.2	1.7	1.4	税前利润	3,042	3,457	4,465	5,426
EV/EBITDA	9.3	6.7	4.4	2.8	税前利润率%	24.5%	22.9%	23.0%	22.2%
股息率（%）	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	经调 EBIT	3,005	3,333	4,290	5,228
盈利能力指标（%）					经调 EBIT 利润率%	24.2%	22.1%	22.1%	21.4%
毛利率	49.6%	53.4%	54.9%	56.6%	经调 EBITDA	3,066	3,462	4,466	5,483
经调归母净利率	20.3%	18.6%	18.4%	17.8%	经调 EBITDA 利润率%	24.7%	22.9%	23.0%	22.5%
净资产收益率	103.0%	42.9%	31.6%	28.4%	所得税	(528)	(691)	(893)	(1,085)
资产回报率	52.7%	29.3%	24.4%	23.0%	有效所得税率%	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
投资回报率	58.6%	26.0%	24.5%	22.6%	经调净利润	2,515	2,814	3,572	4,341
盈利增长（%）					经调净利率%	20.3%	18.6%	18.4%	17.8%
营业收入增长率	167.4%	21.8%	28.3%	25.9%	资产负债表（百万元）				
营业利润增长率	168.7%	15.5%	28.7%	21.9%	现金	4,769	10,671	14,321	18,576
经调净利增长率	173.8%	11.9%	26.9%	21.5%	应收账款	122	126	192	209
偿债能力指标					存货	132	138	173	175
资产负债率	44.1%	23.6%	20.7%	17.2%	其他流动资产	417	442	576	615
流动比率	2.4	4.9	5.7	7.2	流动资产合计	5,440	11,378	15,262	19,575
速动比率	2.3	4.9	5.6	7.1	固定资产	249	211	215	231
现金比率	2.1	4.6	5.3	6.8	使用权资产	542	642	792	992
经营效率指标					其他非流动资产	365	365	365	365
应收账款周转天数	3	3	3	3	非流动资产合计	1,156	1,218	1,372	1,588
存货周转天数	5	7	7	6	资产总计	6,596	12,596	16,635	21,163
应付账款周转天数	30	30	30	30	应付账款	597	561	877	866
现金流量表（百万元）					其它流动负债	1,701	1,755	1,805	1,855
税前利润	2,515	2,765	3,572	4,341	流动负债合计	2,298	2,316	2,683	2,721
非现金支出	61	128	176	254	非流动负债合计	610	660	760	910
非经营收益	(120)	-	-	-	负债总计	2,908	2,976	3,443	3,631
营运资金变动	382	(68)	82	(69)	夹层权益	934	934	934	934
经营活动现金流	2,838	2,826	3,830	4,525	股本	0	0	0	0
投资活动现金流	(229)	(90)	(180)	(270)	留存收益	2,752	5,517	9,090	13,430
融资活动现金流	(174)	3,166	-	-	普通股股东权益	2,654	8,585	12,158	16,498
现金净流量	2,434	5,902	3,650	4,255	少数股东权益	101	101	101	101
期初现金	2,323	4,769	10,671	14,321	股东权益	2,754	8,686	12,258	16,599
期末现金	4,769	10,671	14,321	18,576	总负债，夹层权益和股东权益	6,596	12,596	16,635	21,163

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 22 日；（2）以上各表均为简表  
资料来源：公司财报，HTI

## APPENDIX 1

### Summary

CHAGEE adheres to the philosophy of "CHAGEE TOGETHER" and is committed to linking the world through Oriental tea culture and spreading a tea-centered lifestyle. CHAGEE aims to offer *three cups of tea*: the *first cup of tea* refers to light milk tea, the *second cup of tea* refers to Teaspresso, and the *third cup of tea* refers to RTD tea. Regarding the *first cup of tea*, as of the end of Mar 2025, CHAGEE had a total of 6,681 stores worldwide, making it the largest high-end freshly brewed tea brand in China in terms of store scale. The main reasons for CHAGEE's rapid expansion are as follows: (1) Industry has a large capacity and rapid growth, with new categories and brand development mutually reinforcing each other; (2) The management and investors share consistent philosophies; (3) Focusing on Tea Latte; (4) Integrating traditional Oriental aesthetics with fashion trends to create unique product symbols; (5) 1+1+9+N model ensuring the success of franchise stores.

The average store GMV of CHAGEE in the Greater China region started to grow rapidly from 2022. After reaching a peak in 4Q23, it began to gradually decline, and in 4Q24, it turned to a yoy decrease. During the upward phase, in addition to factors such as brand upgrading, increased popularity, expanded store area, and more stores in higher-tier cities, the health attribute was another key driver. During the downward phase, it was mainly affected by the dilution effect and industry competition intensification. However, CHAGEE still has stronger scale advantages and brand power in the light milk tea.

As of 1Q25, CHAGEE has opened 169 overseas stores, including 157/10/2 in Malaysia/Singapore/Thailand. It also launched its first stores in Indonesia, the US and Vietnam in Apr, May and Jul 2025 respectively.

In Mar 2025, CHAGEE launched a new store type for *the second cup of tea* - CHAGEE NOW - in Shanghai, mainly located in office areas. The products focus on Teaspresso, and baked goods are added to the menu to better meet the needs of office workers for refreshment and light meals. Currently, 11 CHAGEE NOW stores have been opened in Shanghai. As for *the third cup of tea*, although no products have been launched yet, relying on the existing brand and channel capabilities, there is considerable room for future development.

We project the company's revenue from 2025-27 to be RMB 15.1/19.4/24.4bn, and adjusted NP to be RMB 2.81/3.57/4.34bn, respectively. Referring to comparable companies and considering the company's business and industry development, we value 他 the company by 15 x 25PE, with a TP of USD 31.6 (USD/CNY=7.2), and initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risk factors: Economy and consumption growth under expectations, Freshly-made beverage industry growth slows down, Industry competition intensifies, Food safety risks, Store expansion under expectations.

## 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，胡佳璐，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, Rebecca Hu, 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，李一腾，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, Yiteng 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，刘坤钰，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, Kunyu Liu, 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

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 disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

### IMPORTANT DISCLAIMER

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

assistance of Haitong International (Japan) K.K. ("HTIJKK"), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

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

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

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

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

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

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

#### 分发和地区通知:

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

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

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA")将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 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。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、广告或公开发售。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](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

（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”。

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"). 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](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

(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".

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>

---