

新氧 (SY US)

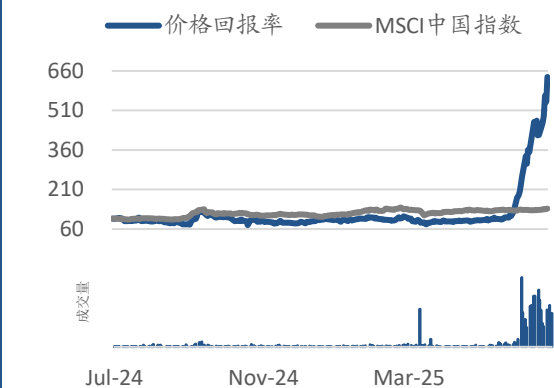
首次覆盖：乘轻医美东风，有望成为连锁龙头

投资要点 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市
当前价	5.87美元
目标价	10.10美元
市值	5.9亿美元
日成交金额 (3个月)	447万美元
已发行股份	85,090,000股
自由流通股 (%)	83%
1年最高-最低区间	5.87美元-0.71美元

注：当前价格5.87美元为2025年7月18日收盘价



资料来源：慧基

	1个月	3个月	12个月
绝对收益率	469.9%	615.9%	525.7%
绝对收益率 (美元)	469.9%	615.9%	525.7%
相较MSCI中国指数	465.0%	601.9%	490.7%

人民币百万元	2023年12月 (实际)	2024年12月 (实际)	2025年12月 (预测)	2026年12月 (预测)
营收	1,498	1,467	1,523	2,680
营收 (+/-)	19%	-2%	4%	76%
净利润	58	-5	-82	83
净利润 (+/-)	361%	-108%	不适用	201%
摊薄后每股收益 (元)	0.57	-0.05	-0.79	0.80
毛利率	63.7%	61.3%	51.6%	44.8%
净资产收益率	2.3%	-0.2%	-4.3%	4.1%
市盈率	74	不适用	不适用	52

资料来源：公司数据，海通国际

(本报告为2025年7月21日首次覆盖报告Riding the non-surgical med-aesthetics wave, capable of becoming a chain leader: Initiation的中文翻译)

首次覆盖我们给予新氧“优于大市”评级，对应目标价10.1美元。我们认为，新氧所专注的轻医美连锁行业是中国的朝阳行业，这一趋势得益于国民对“更美”与“抗衰”的追求，上游产品品类日益多元化，以及行业标准化与透明度不断提升。凭借新氧在医美领域数十年发展所积累的深厚资源与强劲实力（包括供应链优势、营销及数字化能力以及管理层敏锐洞察力），我们认为其有望乘势成为行业龙头。尽管其股价自6月中旬以来已上涨487%，但我们认为，随着未来业绩逐步兑现，公司快速的扩张速度与广阔的增长空间将继续支撑股价上涨。

行业仍处快速增长期。近年来，轻医美已成为医美行业主流，艾媒咨询预计，得益于上游产品供给丰富及消费者“更美”和“抗衰”意识增强，2023-2030年行业市场规模将以16.3%的增速增至3390亿元。尽管市场高度分散，但我们认为将来连锁机构的渗透率将持续提升。因为轻医美项目的标准化程度较高，且大型连锁机构在上游供应链与新客获客成本方面更具竞争力，将持续强化其市场地位。

新氧有望解决行业痛点，成为连锁龙头，设定“千店”目标。轻医美行业仍有不少痛点：包括信息不对称、真实性存疑、价格虚高、操作不规范以及获客成本居高不下等问题。我们认为，新氧凭借其**供应链优势**（包括上游议价能力和自研产品管线），能够提供具有**价格竞争力**的产品和服务，从而扩大触及人群。此外，依托平台长期积累的用户心智和强大的私域推广能力，新氧的**获客成本**低于同行。通过数字化、标准化运营和小店连锁的业态，新氧的**诊所扩张速度**远超同行。自2023年5月开设首家诊所以来，截至2025年二季度，新氧已拥有32家诊所。管理层表示，计划到2025年将自营诊所数量增至50家（另有十余家正在筹备中）。同时，基于经管理层已经验证成功的400平米单店模型，公司将推行**轻资产加盟托管模式**以实现未来快速扩张，朝着“千家诊所”的目标迈进。

传统业务将持续贡献正向现金流。虽然新氧的传统POP业务因企业客户与线下业务的冲突而面临短期阵痛，但我们预计未来将趋于稳定。值得注意的是，该业务经营利润率超过50%，堪称现金牛。且，其内容社区、用户流量和医生网络等资源能为其他业务板块提供重要协同效应。此外，医美设备和针剂下证将为供应链业务带来更多的增量营收。

估值与建议。考虑到新氧各业务板块处于不同发展阶段，我们采用分部估值法对公司进行估值。我们给予传统POP业务3倍2025财年市盈率，给予零售业务20倍2025财年市盈率（对应约30%的3年复合增长率），给予医美治疗服务业务30倍2026财年市盈率（对应约50%的5年复合增长率），按12%的WACC折价，加上1.43亿美元的净现金，以及30%集团折价，得到目标价10.1美元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：竞争加剧、行业监管。

陈奇藏 Daisy Chen, CFA
daisy.kw.chen@htisec.com

Xiaorui Hu
amber.xr.hu@htisec.com

孙小涵 Xiaohan Sun
xh.sun@htisec.com

Yuewei Han
yw.han@htisec.com

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

目录

1. 公司简介.....3

2. 市场概述.....6

2.1 市场规模：朝阳产业，公司发展空间广阔6

2.2 竞争格局：市场高度分散，尚未形成绝对龙头8

3. 新氧竞争优势：行业变革者9

3.1 公司通过提供高性价比产品和服务持续赢得消费者心智份额10

3.2 新氧诊所扩张速度远超同行，彰显强大执行力11

3.3 新氧诊所快速爬坡12

3.4 盈利水平高于同行，进一步增强竞争力15

3.5 强大的中台和数字化运营能力支撑新氧快速扩张16

3.6 依托严格的选拔和培训体系，新氧医生团队表现卓越且高效17

3.7 轻资产托管加盟模式助力快速扩张18

4. 财务分析和预测.....19

5. 估值与建议.....20

6. 风险提示.....22

7. 附录.....23

管理层简介.....23

股东结构.....24

股东回报活动.....24

1. 公司简介

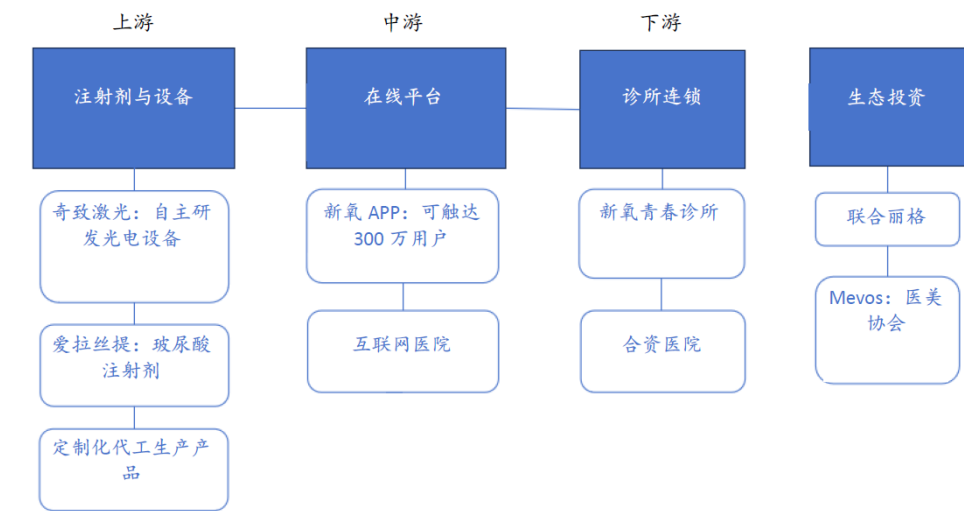
新氧 (SY US) 是中国领先的医美服务集团，也是首家上市的在线医美服务平台。公司成立于2013年，并于2019年在纳斯达克上市。公司最初起步于社交媒体平台，用户可分享医美体验并获取真实评价。该平台通过帮助用户选择线下医美服务吸引客流，曾是国内医美垂直领域用户规模和入驻机构数量最大的平台。因此，公司在医美垂直领域积累了丰富的内容资源和庞大的用户基础。截至2024年1月，新氧平台已累计入驻57,464家认证机构，43,771名医师，拥有超过630万篇美容日记及2.1亿次下载量。公司早期收入主要来源于平台产品（包括信息服务及预约服务费，主要来自医美服务提供商），该业务营收占2021年人民币17亿元营业总收入的93.4%。

2023年，为应对美团、阿里、抖音等超级流量平台及小红书等新兴内容社区的竞争，新氧探索出更高效的资源变现模式，其宣布从在线广告平台转型为产业互联网平台。2024年11月，新氧开始宣传作为其持续转型一部分的轻医美连锁品牌“新氧青春诊所”。2025年第一季度，其医美治疗营收同比激增551%至人民币9,880万元。这一成功使公司对医美连锁扩张战略的成长前景充满信心。目前，新氧已在全国9个城市拥有32家自营诊所，并计划在2025年将规模扩展至50家以上。若计入超400家加盟诊所，预计未来3-5年将突破500家，未来7-8年将实现突破千家诊所。

除医美连锁业务外，新氧在上游供应链产品运营方面同样成绩斐然。新氧收购了国内领先的光电医美设备制造商奇致激光，并独家代理韩国中高端玻尿酸填充剂品牌“爱拉丝提”，同时在丰富产品管线中拥有其他待商业化的注射类产品。2024年设备及注射产品销售收入达人民币3.68亿元（同比增长10.3%），贡献集团总营收的25%，成为新氧又一重要营收增长点。此外，公司持续扩充上游产品管线，包括：注射类产品（双交联透明质酸、含利多卡因塑形透明质酸、复合透明质酸钠水光、新一代童颜针等），以及光电设备类（曲提超声、皮秒等）。其中，双交联透明质酸和曲提超声已实现商业化，含利多卡因塑形透明质酸、复合透明质酸钠水光及皮秒将于2025年上市。

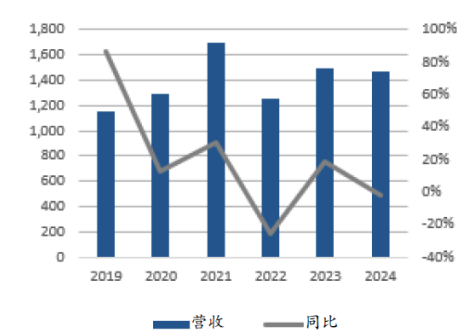
目前，新氧业务已覆盖医美全产业链，包括线上平台（APP、小程序、短视频平台官方账号）、上游设备与注射产品、医师资源，以及线下轻医美连锁品牌。新氧堪称业内唯一几乎实现医美行业全价值链布局的企业。截至2024年第三季度，新氧移动端平均月活用户达140万，并有1,322家医疗服务机构订阅其信息服务。截至2024年，新氧已为1,200家机构提供注射产品供应链解决方案，运营25个社交媒体账号，粉丝合计超1,200万。2024年公司营收规模达人民币14.67亿元，医美诊所业务正成为新的增长点。

新氧核心业务



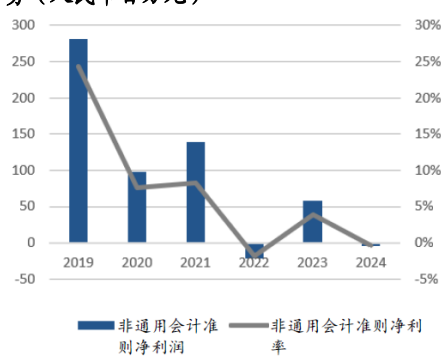
资料来源: 公司数据, 海通国际

2019-2024年营收趋势 (人民币百万元)



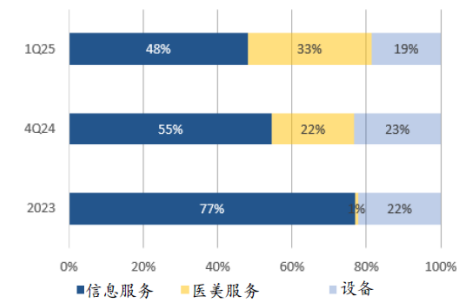
资料来源: 新氧年报, 海通国际

2019-2024年非通用会计准则净利润和净利率趋势 (人民币百万元)



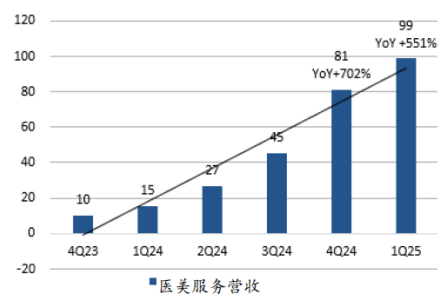
资料来源: 新氧年报, 海通国际

营收贡献分布变化



资料来源: 新氧季报, 海通国际

医美业务季度营收趋势 (人民币百万元)



新氧微信公众号公告, 海通国际

新氧品牌标准化诊所设计



资料来源：公司小程序，海通国际

新氧品牌标准化诊所设计



资料来源：公司小程序，海通国际

新氧诊所更衣室与洗手间



资料来源：公司小程序，海通国际

新氧诊所治疗室



资料来源：公司小程序，海通国际

产品方面，公司采用标准化产品与定制化方案的双轨模式，全面满足客户需求。除轻医美外，未来业务范围将拓展至内科诊疗（如营养输液疗法）及妇科医疗服务（如HPV疫苗接种）等板块。

新氧核心产品矩阵

系列	简介	目标客群	代表性产品	特点
青春原创系列	奇致激光专有研发产品及代工定制产品	注重性价比而非品牌溢价的理性消费者	超声线雕、美人鱼水光	定价优势：据市场调研，新氧超声线雕推出低于1000元的颠覆性定价，较超声炮等竞品（超3000元）低70%-80%
万支大师团	与认证医师长期合作	追求认证专家定制化服务的消费者	拥有超万例注射经验的认证医师轮诊	客单价较高：据管理层透露，通常客单价约人民币4-5万元
经典系列	市场认知度高的品牌产品	青睐市场成熟度高且需求旺盛的品牌产品的消费者	热玛吉、超声刀等	价格普遍低于市场价30%以上。

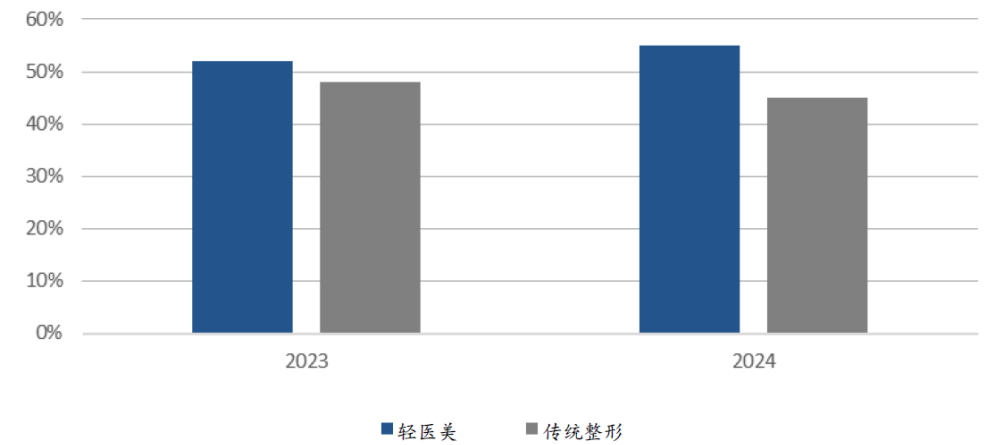
资料来源：公司数据，海通国际

2. 市场概述

2.1 市场规模：朝阳产业，公司发展空间广阔

新氧医美连锁主要聚焦轻医美赛道。致力于为中国消费者提供“品质稳定、价格亲民、轻松可达”的医美抗衰解决方案，助力实现“医美自由”。医美消费已成为现代形体美学的新兴消费趋势。近年来，随着经济发展和大众审美日趋自然化，消费者医美需求已逐步从力求“改头换面”的传统整形逐渐转向以抗衰和保养为主的轻医美。根据德勤报告数据，2024年轻医美消费金额占比达55%，同比提升3个百分点。

2023、2024年传统整形及轻医美消费金额占比



资料来源：中国整形美容协会、德勤、艾尔建美学

医美治疗项目的分类与差异

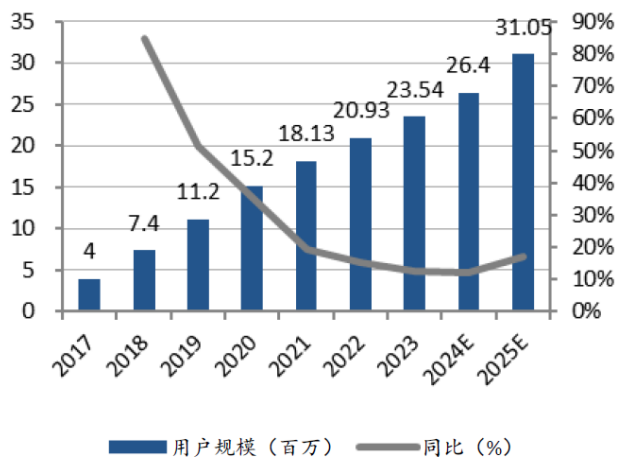
分类	特点	消费者心理压力与决策成本	类型	主要治疗项目
轻医美	手术简单、创伤小、恢复期短、风险低	相对较低	注射类	透明质酸/玻尿酸、肉毒素、再生注射剂、胶原蛋白
			光电类	1) 激光治疗：皮秒激光； 2) 射频治疗：热玛吉、热拉提； 3) IPL光子嫩肤； 4) 超声治疗
传统整形	手术复杂，创伤大、恢复期长、风险高	相对较高	面部整形	1) 眼部相关整形手术：开内/外眼角、眼睑整形； 2) 鼻部相关整形手术：缩鼻翼、创伤性鼻畸形矫正、鼻修复术； 3) 面部相关整形手术：下颌角截骨术、颧骨截骨术、面部脂肪重塑
			身体塑形	1) 胸部相关整形手术：假体隆胸、自体脂肪隆胸； 2) 塑身：吸脂术

资料来源：星秀传媒，海通国际

目前，中国医美渗透率显著低于韩国及其他国家，具体为：中国4.5%，而韩国22%、日本12%、美国18%。我们预计中国医美市场发展空间广阔，主要得益于：1) 上游产品进入爆发期，价格下降提升市场接受度。据管理层透露，目前透明质酸/玻尿酸、胶原蛋白、再生材料及肉毒素分别有32、21、19和9个产品处于研发及审批阶段；2) 居民生活水平与消费能力提升；3) 中国国民抗衰及皮肤管理需求日益增长；4) 行业透明度与合规性改善。

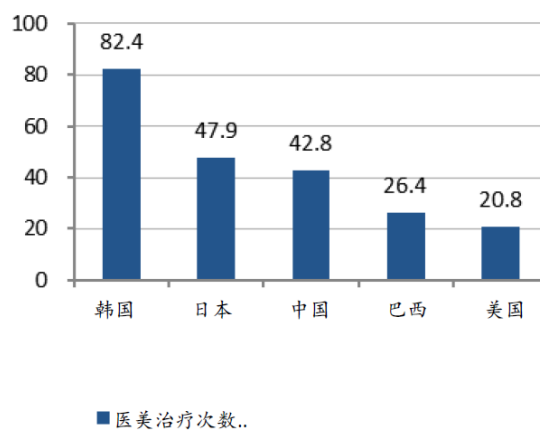
据艾媒咨询统计，2017-2023年中国轻医美市场用户规模年复合增长率保持在19.3%。2023年用户规模达2350万人，预计2025年将增至3105万人。据弗若斯特沙利文统计，2023年中国轻医美市场规模预测达人民币1190亿元，且预计未来将以同比16.3%的年复合增长率增长至人民币3390亿元，显著高于全球的10.1%。

中国轻医美市场用户规模及预测



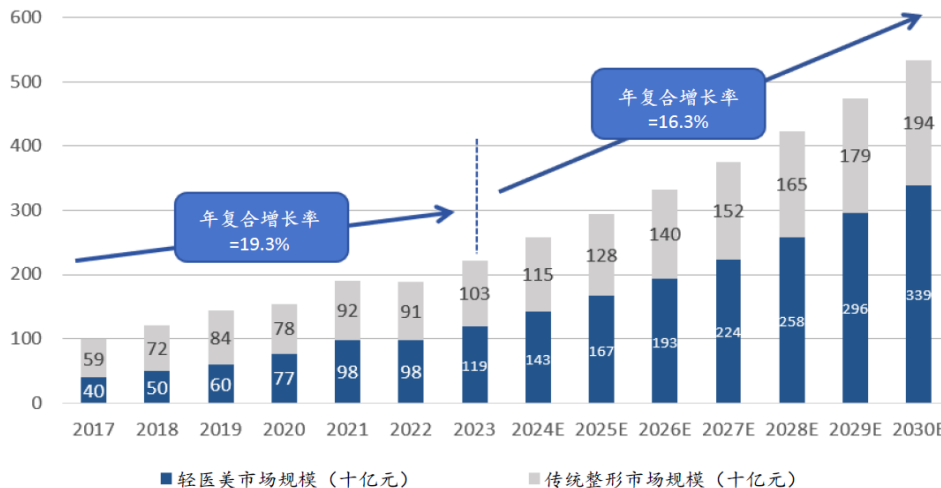
资料来源：艾媒咨询，海通国际

每千人医美治疗次数 (2020年)



资料来源：弗若斯特沙利文，海通国际

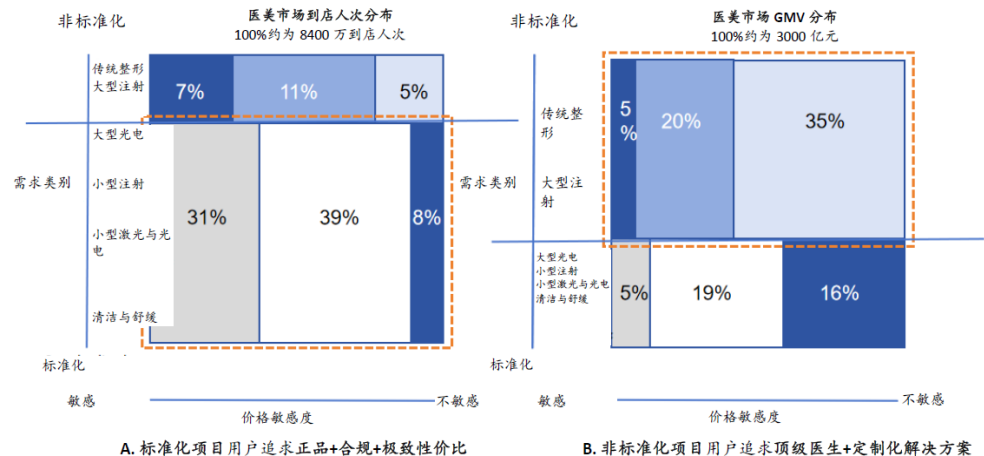
中国轻医美服务市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，艾媒咨询，海通国际

新冠疫情之后，中国医美消费者呈现出显著的两极分化。就标准化项目（如清洁舒缓类、小型光电类、小型注射类等）而言，从就诊者角度看，31%的就诊者价格敏感度极高；39%处于价格敏感与不敏感之间；这类客群追求正品、合规与极致性价比。而非标准化项目（如传统整形类、大型注射类）则恰恰相反；从GMV角度看，35%的消费者价格不敏感，20%介于敏感与不敏感之间。这类客群更看重顶尖医师的审美与技术，以及定制化解决方案。这两类美容客群正是新氧的重点服务客群。

中国医美消费者画像与需求分析



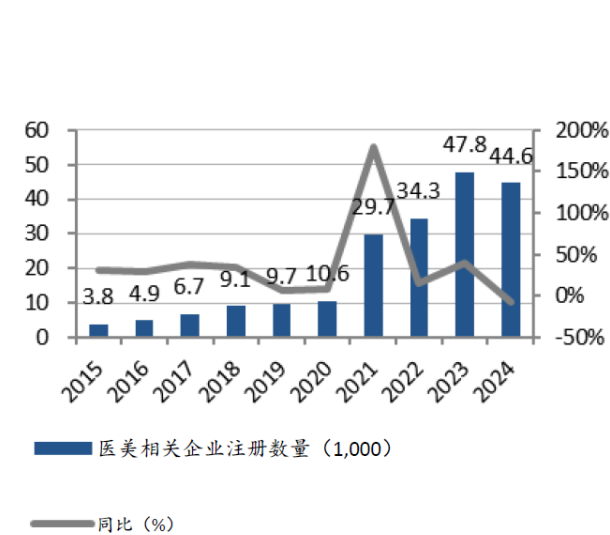
资料来源：公司数据，海通国际

当前中国医美市场存在夸大宣传、诱导消费、消费者维权困难、信息不对称、正品问题及违规操作等乱象。德勤《中国医美行业2022年度洞察报告》指出，中国医美市场存在诸多乱象。非法从事医美服务的机构数量是正规机构的6倍以上，市面注射类针剂正品率仅约33.3%。非法医美机构大量存在的重要原因在于医美产品定价虚高、医师准入门槛低及信息不对称等因素。新氧期望通过标准化运营、高性价比及透明化推动行业发展，如新氧支持正品验真。此外，“新氧严选”对全平台优质机构进行筛选，并创新推出“新氧快享”和“新氧专享”两大业务板块。针对不同用户类型、项目类型及治疗类型，新氧开展精细化运营，在流量、项目、供应链等方面为全行业提供全方位赋能。

2.2 竞争格局：市场高度分散，尚未形成绝对龙头

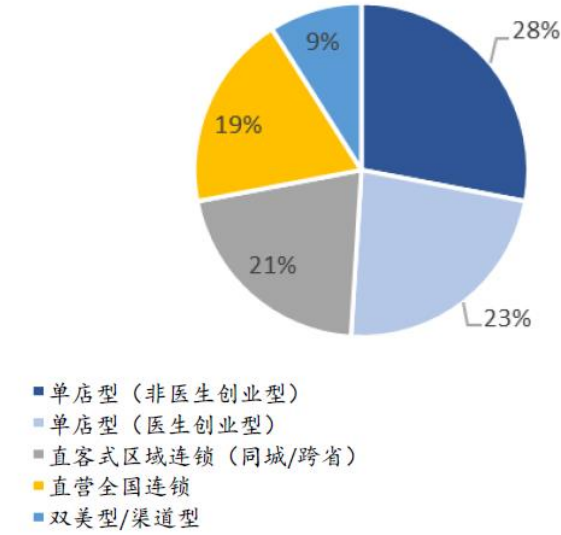
根据企查查数据，过去十年我国医美相关企业注册量总体呈快速增长趋势。2021年全年新注册企业2.97万家，同比增长179.7%；2023年全年新注册医美相关企业达4.78万家，同比增长39.3%，创近十年来注册量新高。当前中国医美机构仍以单一诊所为主，数量占比达51%。据前瞻产业研究院统计，2022年美莱、华韩、鹏爱、艺星等头部连锁机构的市场份额合计仅为6%。这反映出市场高度分散的格局，也预示着企业存在巨大扩张空间。

医美相关企业注册数量（单位：千家）



资料来源：企查查，海通国际

中国医美机构类型分布



资料来源：中商情报网，海通国际

中国轻医美行业竞争阵营分类

机构类型	分类	所占比例 (%)	特点	主要分布区域	代表机构
正规机构	公立医院皮肤科	8%	技术先进、运营规范、基本不做营销推广、整形方案相对保守	主要分布在一线城市	复旦大学附属华山医院、空军军医大学西京医院、北京大学第一医院等
	大型连锁医美集团	6%	技术水平较高、设备齐全、营销推广力度大、利润微薄	经济发达的东部沿海城市	美莱、华韩、丽都、鹏爱、艺星、朗姿等
	中小型私立医美机构	15%	服务灵活性强、产品正品难保障、注重营销、获客困难	分布广	北京叶子、深圳富华等。
非正规机构	私立诊所/美容院	71%	质量参差不齐、违规操作多发、营销能力弱、事故频发	分布广	部分不合规私立医院及美容院

资料来源：前瞻网，海通国际

3. 新氧竞争优势：行业变革者

中国轻医美市场仍处于高度分散状态，尚未形成明确的行业龙头。但我们认为，凭借标准化运营模式和可扩展的商业模式，新氧有望成为行业变革者并快速抢占头部市场份额。这一优势源于其在医美行业长期积累的丰富资源（包括设备、产品及医师），以及强大的数字化能力和高效的团队执行力。

传统轻医美机构与新氧连锁对比分析

比较维度	传统轻医美机构	新氧连锁
门店规模	较大，通常超过1000平方米	较小，标准诊所为300-400平方米
坪效	单位面积营收较低	单位面积营收较高
成本	获客成本及诊所整体运营成本高	获客成本及诊所整体运营成本低
定价	定价不透明	定价透明且性价比高
服务执行标准	服务执行标准不统一，"连而不锁"	可实现标准化服务执行
名医资源	名医资源稀缺且成本高	全国名医集约化运营，分摊成本低

资料来源：公司数据，海通国际

3.1 公司通过提供高性价比产品和服务持续赢得消费者心智份额

中国医美渗透率远低于韩国的一个重要原因在于产品和服务价格。以相同玻尿酸注射项目为例，中国价格超过4000元，而韩国仅需1000元-2000元。同时，价格虚高也是中国非法医美市场普遍存在的一个原因。新氧能够提供低于同行的价格。根据我们的渠道调研（如下表所示），新氧产品价格普遍比同类竞品低20%-30%。

新氧能够提供高性价比产品的原因如下：

- 1) **供应链优势**，包括收购、集采和自主研发。2021年新氧收购国内领先的光电医美设备制造商奇致激光。新氧具备强大的产品运营能力。在担任韩国中高端玻尿酸填充剂品牌"爱拉丝提"的独家经销商期间，新氧在激烈竞争中一年内将其市占率提升至前十。截至2024年底，新氧已与1200余家上游注射产品机构建立合作关系。
- 2) **自主研发产品**：新氧推出青春系列自研产品，涵盖设备、注射剂及治疗方案，掌握定价权。例如市场同类超声炮产品价格约3300元，而新氧的同类产品超声线雕定价不超1000元。值得注意的是，新氧还储备了包括复合透明质酸钠水光、新一代童颜针等产品管线。管理层表示，获得注册证书后，新氧产品成本有望降低数倍。我们注意到，目前有7款产品计划在未来三年内上市。
- 3) **行业专有技术**，确保产品正品溯源。作为垂直医美信息平台，十年来新氧平台已汇聚5.7万家认证机构和630万篇美容日记。2019年2月，新氧率先推出医美产品扫码验真功能。用户可通过APP扫描产品验证其真伪，这使新氧在提升行业透明度方面获得先发优势。

据管理层透露，2025年第一季度新氧诊所客户满意度评分保持在4.98分（满分5分），复购率超过60%，成功培育了"日常抗衰消费"理念。2025年第一季度验证付费到店人次超45,500（而2024年同期仅约为4,600）。已完成的验证付费医美治疗数突破92,900例（而2024年同期仅约为8,500例）。活跃用户（指截至2025年3月31日的12个月内，至少到店一次的用户）数超75,700人（而2024年同期仅约为8,000人）。

因此，我们认为公司有能力不断提供优于同行的“高性价比”产品，以获得用户心智份额。

中韩热门轻医美项目价格对比

项目/名称	中国医美机构			韩国医美机构		
	小诊所医院	中端连锁机构	头部连锁机构	So-Young	平均价格	和国内价格比较
光电类	热玛吉（面部900发）	RMB12,800	RMB13,800	RMB12,800（600发）	RMB10,999（五代）	RMB13,000 - 15,000 更贵
	飞顿黑金DPL超光子	RMB363	RMB680	RMB599	/	/ 很少做
	二代半岛超声炮（不限发数）	RMB2,999	RMB3,990	RMB3,380	RMB999（一代）	RMB2,200 - 2,500 便宜
	Fotona4D pro面部	RMB1,280	RMB2,980	RMB3,000	RMB1,999三次	/ 钛提升和 Onda
	以色列黄金微针（伊诺德）	RMB1,280	RMB1,980	RMB1,880	RMB1,499	RMB1,300左右 便宜
注射类	水光针-瑞蓝唯瑅	RMB2,980	RMB1,744	RMB3,980	/	丽珠兰为主，RMB1,300左右 丽珠兰比国内便宜
	肉毒素-保妥适100U	RMB2,680	RMB3,990	RMB3,880	RMB3,000左右	RMB2,200 - 2,500 便宜
	玻尿酸-爱拉丝提	RMB4,280	RMB4,980	/（没合作）	RMB2499（中端玻尿酸）	国内玻尿酸 RMB1,000 - 2,000 便宜
	童颜针（艾维岚）	RMB8,800	RMB16,800（艾维岚）	RMB19,800（艾塑菲）	Rmb5999-7999（艾维岚）	RMB4,000 - 4,500（艾塑菲） 便宜
	胶原蛋白类针剂-弗曼（0.5ml）	RMB4,980	RMB2,980	RMB4,400	RMB3,000左右	韩国胶原蛋白材料 RMB2000 便宜

资料来源：海通国际
注：1）中小型/总部机构分别为深圳氧颜寇、深圳米兰柏羽、深圳艺星；2）除新氧外，热玛吉的价格均为第四代。

上游光电布局：控股子公司奇致激光是市占率最高的国产光电医美设备企业

新氧对奇致激光的收购
(国家级“小巨人”企业)

奇致激光成立于 2001 年。公司是国内领先的光电医美解决方案提供商，集研发、生产、代理、销售及服务于一体。

2015 年 7 月 24 日，奇致激光在新三板挂牌上市，成为中国首家医疗激光上市企业。股票代码：832861。

2021 年新氧完成对奇致激光的收购并成为其控股股东。2024 年全年，奇致激光为新氧贡献营收 2.68 亿元。

7 家国际顶级光电
合作伙伴

5 条产品线

逾 100 位专家学者

20 余年行业深耕

100 余项技术专利

超 10 项关键研究
项目

70 余项医疗注册认
证

超 10,000 家用户单
位

资料来源：公司数据，海通国际

新氧产品商业化进程时间线

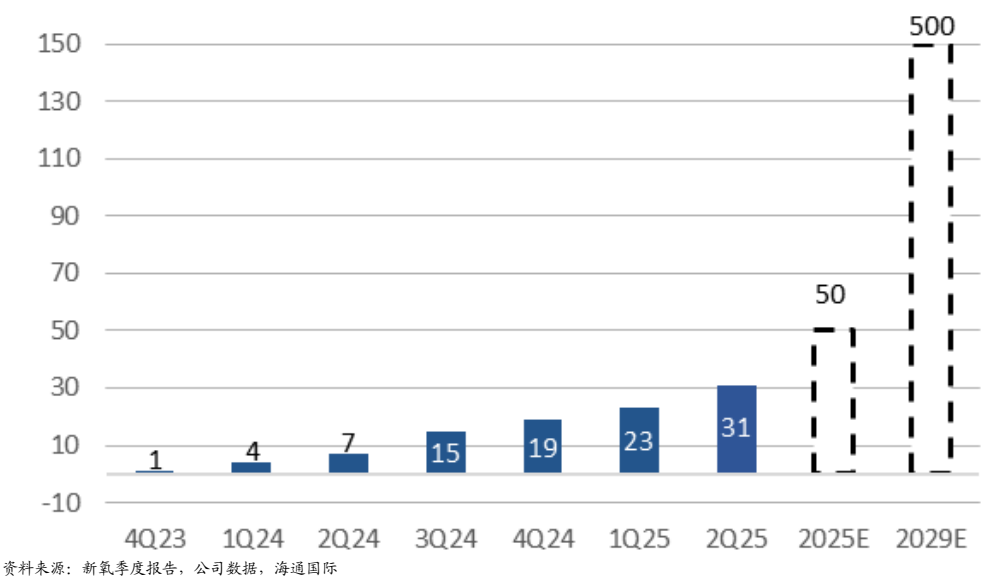
				商业化时间线				
类型	产品名	阶段	中高端定价	2023	2024	2025	2026	2027
注射类	双重交联透明质酸	已上市	√					
	含利多卡因塑形透明质酸	已签署独家经销协议	√					
	复合透明质酸钠水光							
	新一代童颜针		√					
	丝素蛋白		√					
	细胞外基质注射凝胶		√					
	重组胶原酶溶脂针		√					
光电类	曲提超声	已上市	√					
	皮秒	待上市	√					

资料来源：公司数据，海通国际

3.2 新氧诊所扩张速度远超同行，彰显强大执行力

新氧于2023年5月开设首家诊所，2024年3月开设第二家，后在不到一年的时间里扩张至19家诊所，而行业同行花了7年时间才达到这一规模。截至2025年一季度，这19家诊所中已有4家进入成熟阶段，15家处于成长阶段。截至目前，公司运营着32家诊所，主要位于黄金位置的购物中心。管理层目标为2025年底诊所数量超50家，2029年自有+加盟诊所总数超500家（其中自有100家+加盟400家）。这种快速扩张得益于标准化模式、小型的诊所规模以及强大的中台运营体系。

新氧诊所数量



3.3 新氧诊所快速爬坡

新氧直营诊所模式 0-3个月实现收支平衡, 4-12个月进入成长阶段, 12个月后进入成熟阶段。根据管理层介绍, 其标准400平方米诊所模式首年虽不盈利, 但第二年营业利润率约为11%。值得注意的是, **北京保利广场店** (600余平方米) 在第5个月达到满负荷, 实现经营性现金流和盈利转正, 第16个月收回初始投资, 目前净利率维持在10%以上, 月收入人民币500万-600万元。该诊所月接诊量2000人次, 其中复购客户占比超67%, 复购率达76%。**上海正大广场店** (400余平方米) 首月即实现盈利和现金流转正。截至第4个月, 月收入达人民币470万元, 利润超人民币90万元。

截至2025年3月31日, 新氧在北上广深、杭州、成都、武汉、重庆、长沙等9个重点城市拥有23家医美中心, 均已全面运营。其中, 18家中心实现月度经营活动现金流为正。

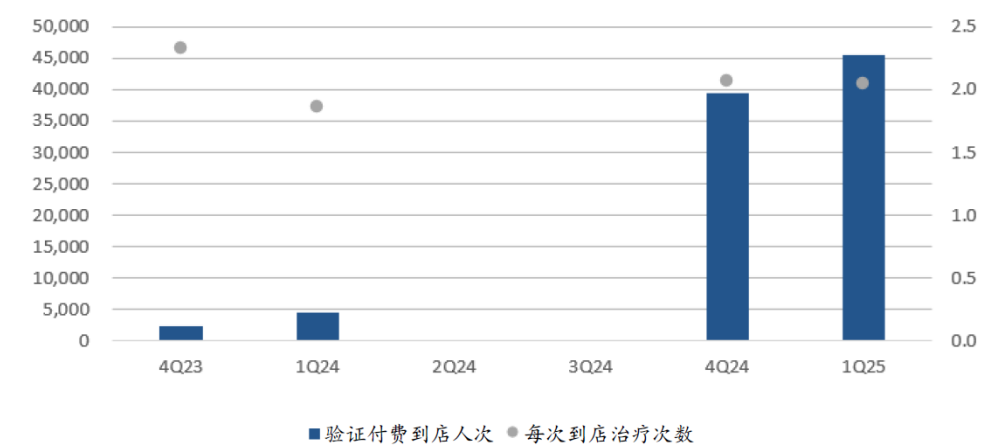
2025年一季度新氧诊所产能 (元)

阶段	中心数量	营收	单中心营收	营收占比
爬坡期 (0-3个月)	4	1,414,000	353,500	1%
成长期 (4-12个月)	15	75,860,000	5,057,333	77%
成熟期 (12个月以上)	4	21,553,000	5,388,250	22%

资料来源: 公司数据, 海通国际

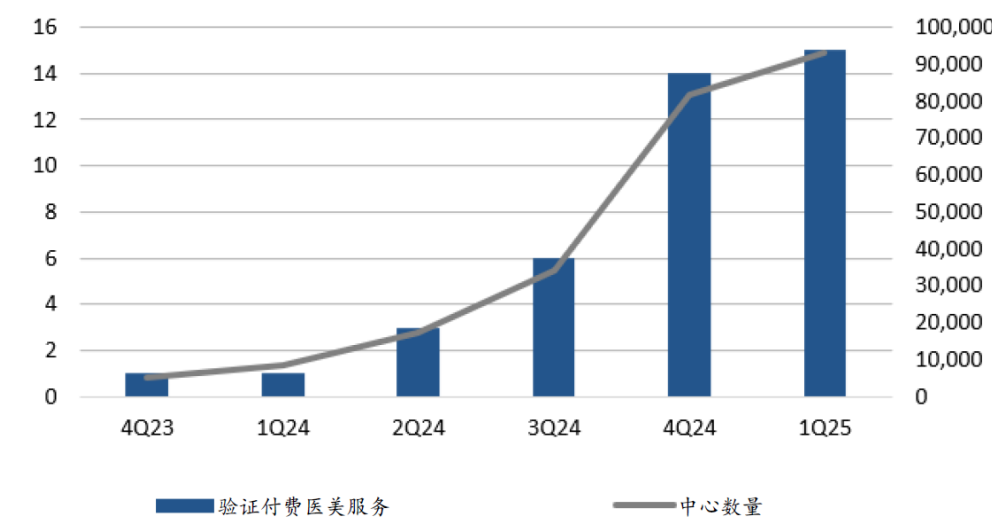
2025年一季度, 新氧验证付费接诊量4.55万人次, 验证付费治疗量9.29万次, 同比分别增长889%和989%。自诊所业务开展以来, 人均治疗次数稳定在2次左右。

验证付费接诊量及人均治疗次数



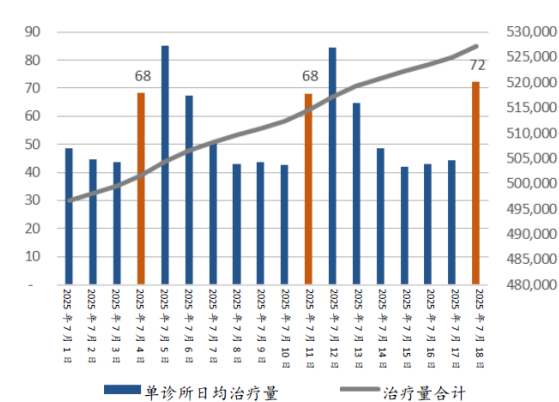
资料来源：新氧季度报告，海通国际

新氧门店数量与验证付费医美治疗量



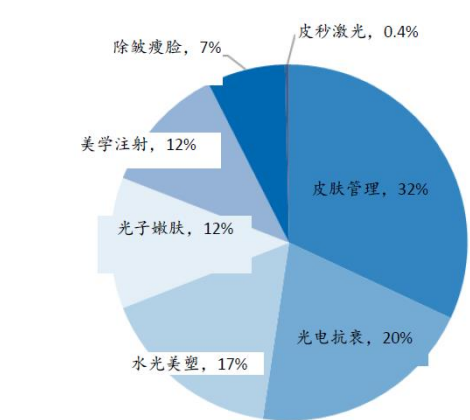
资料来源：新氧微信公众号，海通国际

新氧治疗量每日趋势



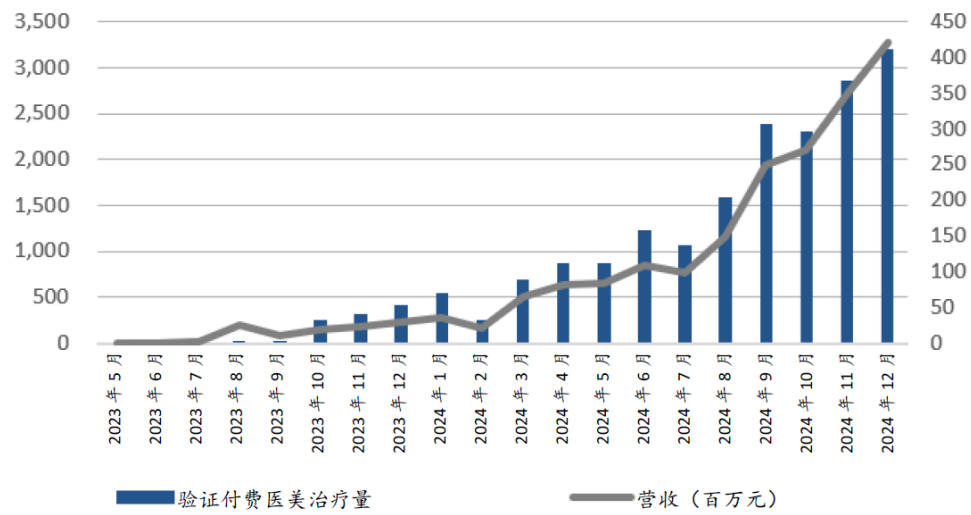
资料来源：公司数据，海通国际

治疗类型及占比（2025年7月18日）



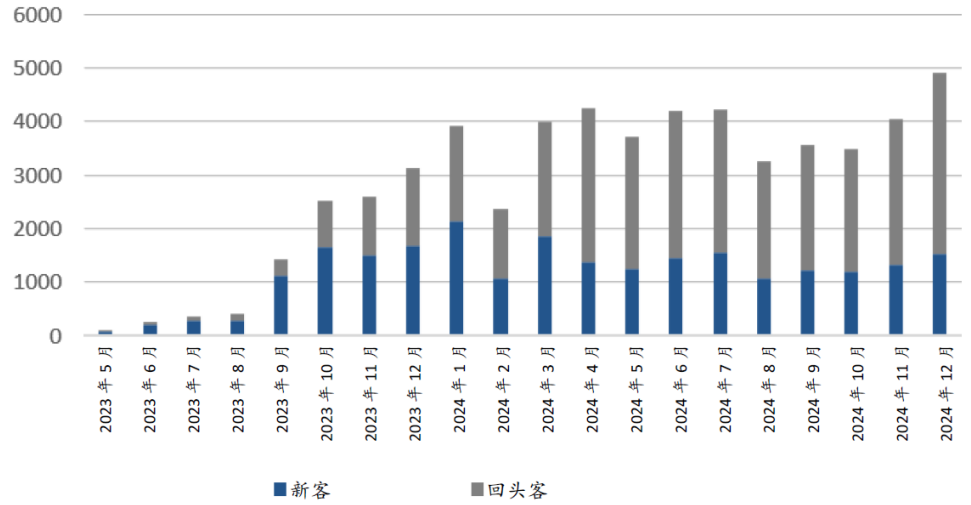
资料来源：公司数据，海通国际

新氧诊所验证治疗量及营收



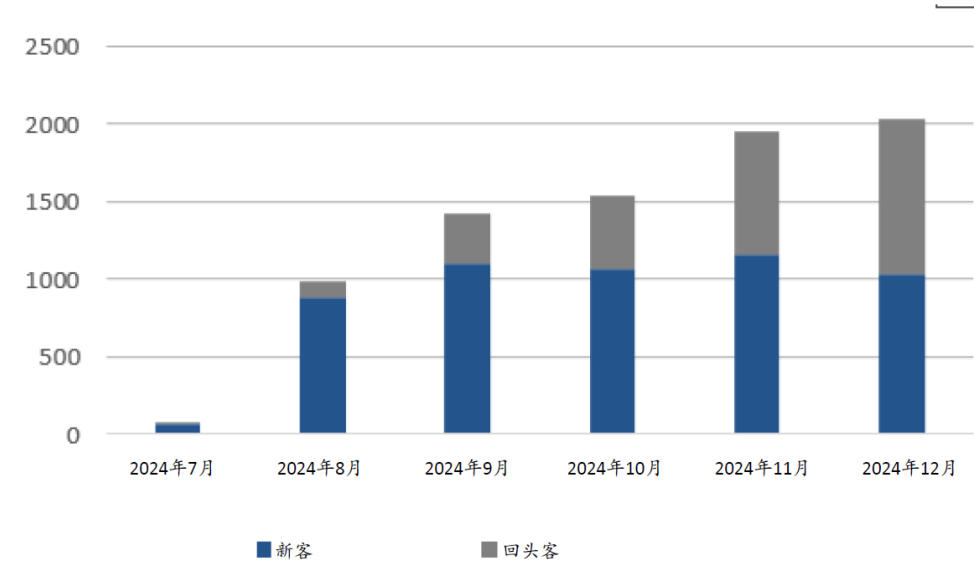
资料来源：公司数据，海通国际

北京保利店治疗人次



资料来源：公司数据，海通国际

上海正大广场店验证付费接诊量



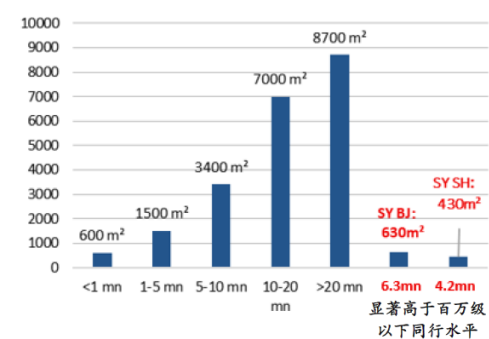
资料来源：公司数据，海通国际

3.4 盈利水平高于同行，进一步增强竞争力

传统医美机构净利率大多在5%左右，而新氧成熟中心净利率可达15%，这得益于新氧在医美领域长期积累的用户心智以及强大的私域和内容运营能力。据管理层介绍，新氧APP及其自媒体账号矩阵覆盖用户超3亿，私域用户100万，通过裂变式方法获客。同时，作为互联网平台，新氧积累了海量用户数据，可实现精准获客。管理层表示，新氧的新客留存数据也表现良好。因此，据管理层介绍，新氧的获客成本为同行的三分之一。

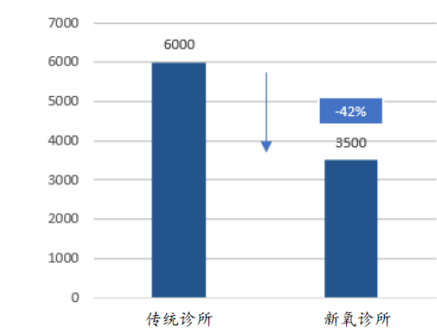
其次，新氧自主研发上游设备和产品，成本更低。新氧医生效率也优于其他机构，主要得益于高客流量。通过部署标准化操作流程（SOP）和标准化工具，单位面积装修成本较行业平均水平降低40%。新氧认为，随着未来诊所扩张和产品价格下降，净利率有望达到20%（韩国医美机构净利率普遍在20%以上，主要得益于上游产品成本较低）。

新氧月收入远高于同规模同行



资料来源：德勤，公司数据，海通国际

单位面积装修成本降低约40%



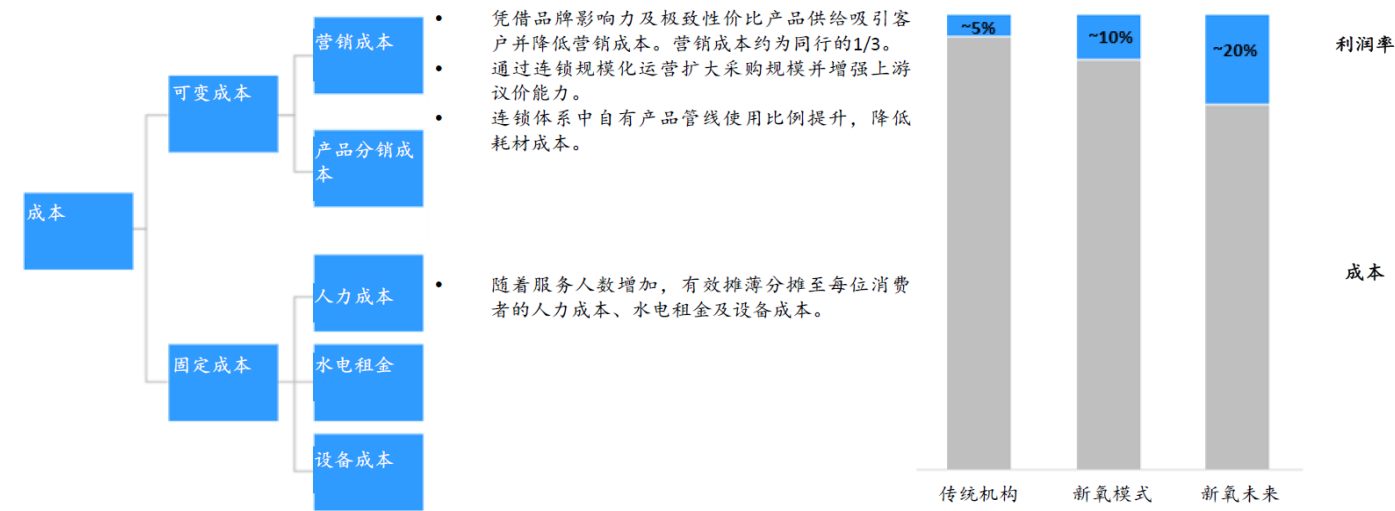
资料来源：公司数据，海通国际

利用现有用户资产，获客支出低于行业水平。2024年三季度，新氧平均月活跃用户约140万，其中大部分已接受或有意接受医美治疗。据新氧微信公众号，通过媒体矩阵获客，新氧营销成本占比低于10%，远低于传统同行30-50%的水平。

新氧可触达超3亿受众



新氧成本效率优于同行



3.5 强大的中台和数字化运营能力支撑新氧快速扩张

得益于其互联网基因, 新氧在数字化和标准化方面领先多数同行。公司已建立强大的中台, 涵盖医疗管理、诊所运营、开诊支持、供应链平台、诊所管理、营销及数字化系统等功能。各模块均配备标准化工具, 包括: 1) 开诊工具: 选址模型、工程标准、开诊准备清单、日常运营诊所管理系统及员工小程序。2) 运营工具: 绩效标准手册、开诊培训计划、营销活动、用户运营框架及质量控制系统。

借助新氧AI数字生态和物联网基础设施, 诊所可动态优化资源配置, 将平均等待时间缩短至12分钟, 大幅提高翻台率。

3.6 依托严格的选拔和培训体系，新氧医生团队表现卓越且高效

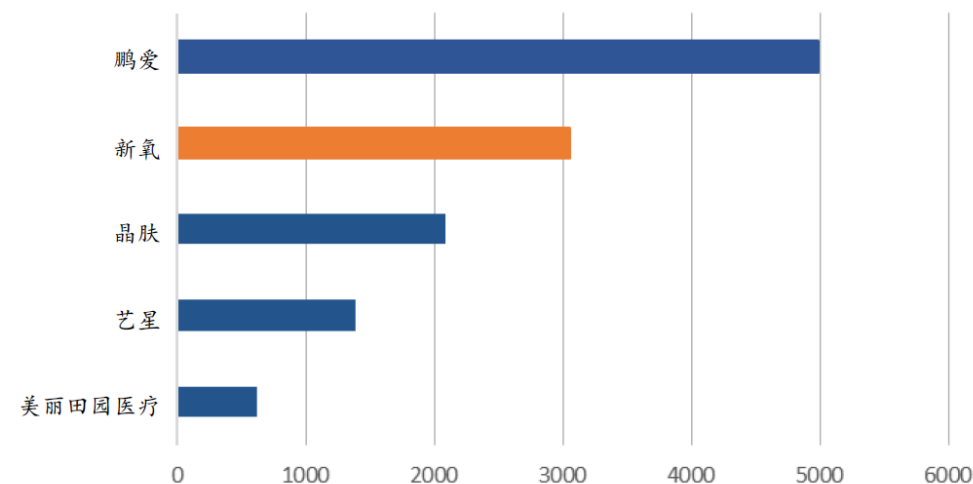
据管理层介绍，新氧诊所服务采用“快餐式”模式，提供服务产品选择但不指定医生，将医生成本控制在收入的5-8%，低于行业平均12%的水平，在保证服务质量的同时降低人力成本。在服务方面，新氧诊所已建立超过129人的全职医生团队（面试通过率约10%）。通过实施严格的全职培训体系（新医生需通过系统考核后方可执业），构建了覆盖“选、用、留、育”的全周期医生发展体系。诊所将医生分级，匹配相应治疗项目，确保医生高效利用。每位医生年均操作量达3048例，大幅高于行业标准。新氧129名全职医生中：100%在公立医院完成实习或规范化培训，47%拥有公立医院全职工作经验，88%为皮肤科医生且平均执业经验5年以上，79%毕业于知名医学院校。新氧医生团队包括7名副主任医师、40名主治医师，其余均为持证医师，无助理医师。

医疗发展：完善的医生“选、用、育、留”体系，以及新产品推出前专业严谨的医美研发。



资料来源：公司数据，海通国际

每位医生年操作治疗次数



资料来源：海通国际

注：美丽田园数据基于2022年上半年报告预测全年数据；艺星数据为2017-2018年；晶肤数据为当前数据；鹏爱数据基于2022年三季度预测全年数据。

轻医美板块主要参与者

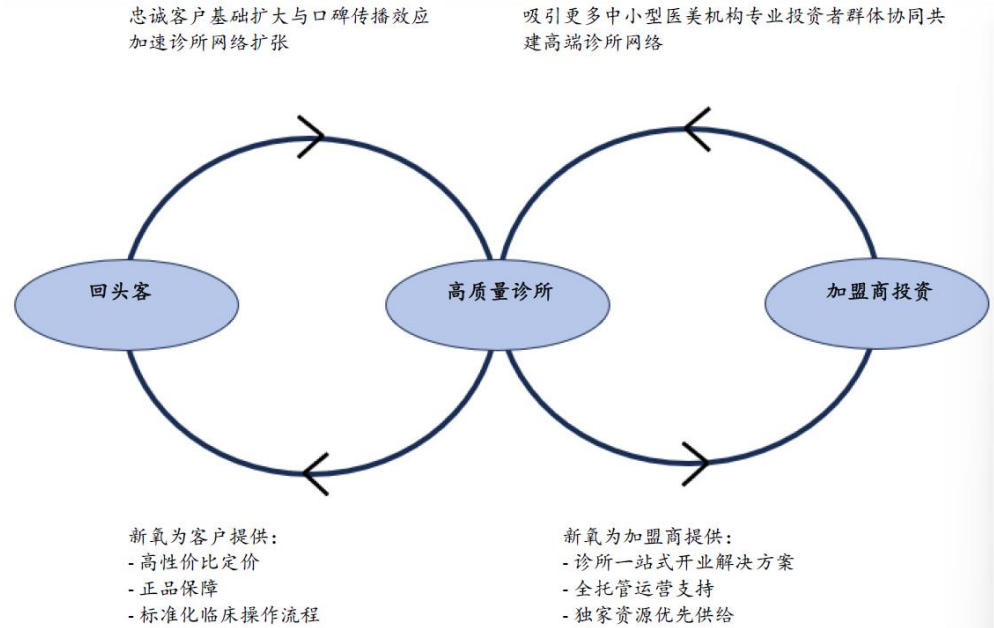
	营收 (百万元)	营收占比	2024年门店 数量	2019-2024年门店 数量年复合增长率	会员	到店人次	毛利率	营销	管理	研发
美丽田园	2,572	美容55%，医美36%，亚健康8%	554	29%	130,961 (美容)	1,400,010 (美容)	46%	18%	15%	1%
- 美丽田园医美	928		28	15%	33,630	90,612	52%			
朗姿	5,691	女装34%，童装16%，医美49%	41				59%	40%	9%	2%
- 朗姿医美	2,784	米兰柏羽5%，晶肤17%，韩辰13%，传统整形14%，轻医美86%	41	26%			54%			
- 轻医美连锁：晶肤	471	轻医美约100%	30	30%			51%			
艺星	1,037	传统整形45%，注射37%，皮肤管理13%	30	10%		328,273	53%	29%	9%	
伊美尔	271	轻医美77%，传统整形20%，其他3%	16	21%		111,478	54%	2496	20%	
鹏爱国际医美	670	轻医美72%，传统整形20%，健康管理及其他8%	10 (2022)	-8%	168,138	544,533	53%	34%	22%	
瑞丽医疗	199	医美服务71%，医美产品29%	4	0%	48,000	274,000	36%	24%	21%	0.4%
- 瑞丽医美	142	传统整形2%，轻医美34%，皮肤管理34%	4				24%			
联合丽格			60+							
美莱			40							
华韩股份	1,059	传统整形64%，美容及轻医美35%，牙科护理1%	30	38%			42%			
新氧青春诊所	169 (2025预测：约700)		32 (2025年第二季度)	每季度77%	75,700(1025)	45,500 (2025年第一季度)	2025年第一季度为21%，2025财年预测约为35%	34.8% (2025年第一季度集团)，诊所约8%	18.1% (2025年第一季度集团)	10.8% (2025年第一季度集团)

资料来源：公司官网，公司招股说明书和年报，海通国际
注：除鹏爱外，所有门店计数数据均为当前数据；艺星年复合增长率为2017-2024年，其他均为2017年数据；伊美尔年复合增长率为2021-2024年，其他数据均为2021年；所有标注为集团的新氧费用均为全公司数据

3.7 轻资产托管加盟模式助力快速扩张

新氧聚焦300-400平方米的小规模诊所。除自有诊所外，公司计划未来开展托管加盟：加盟商提供资金，新氧负责运营管理，诊所达到一定盈利后收取加盟费和利润分成。不过，具体佣金率和利润分配机制仍在测试中。据管理层介绍，初始资本支出预计约450-500万元，含半年营运资金，远低于酒店业超2000万元的投资，且轻医美市场仍在蓬勃发展。管理层预计2029年底加盟诊所数量超400家。

新氧计划通过托管运营模式拓展低线城市诊所网络



资料来源：公司数据，海通国际

4. 财务分析和预测

目前，最大收入贡献仍来自传统 POP 业务（占比68%），但医美服务业务在短短一年内快速增长并已做出重要贡献。2024年，医美服务收入同比增长超10倍至1.69亿元，2025年一季度进一步同比增长551%至 0.99亿元，收入占比从2023年的 0.9%提升至2024年的11.5%，再到2025年一季度的33%。我们认为，随着门店快速扩张和持续成熟，医美服务业务未来几年将保持高增长势头，预计2025年、2026年收入分别为6.34亿元、17.91亿元，同比分别增长274%、182%，2030年达45.49亿元，5年复合增长率54%。其中，自有诊所收入预计2025年、2026年、2027年分别同比增长274%、182%、57%，达6.34亿元、17.84亿元、27.97亿元，门店数量分别增至50家、80家、95家。而加盟诊所，鉴于盈利模式仍在测试中，我们采用保守的开店节奏和佣金率（8%，低于管理层初始15%的目标）预测未来三年收入增长。我们预测2025年、2026年、2027年加盟诊所数量分别为3家、8家、43家，收入分别为0.001亿元、0.06亿元、0.36亿元。值得注意的是，加盟业务8%的佣金率为保守估计，未包含未来可能的利润分成。新氧实际综合抽成率（含佣金和利润分成）有望超过8%。

传统 POP 业务（信息服务和预约服务）短期内可能因流量平台竞争及与现有机构客户的利益冲突而持续流失企业客户，导致收入继续下滑。然而，管理层认为，凭借新氧在医美垂直领域已建立的内容生态和用户基础，能够为机构客户提供精准触达，有望恢复增长态势。该平台仍是医美服务提供商的重要营销渠道。2021-2024年，POP 业务收入年复合增长率下降12%至11.645亿元，截至2024年三季度，企业订阅数复合增长率下降14%至3656家，预约量复合增长率下降10%至38.52万单。我们预测2025年、2026年收入分别为人民币5.93亿元、5.34亿元，同比分别下降36%、10%，2030年达2.05亿元，5年复合增长率3%。

短期内，因奇致激光整合调整，设备和针剂销售势头承压；长期来看，随着新产品推出和调整完成，有望恢复增长。随着许可证逐步发放，针剂销售有望实现30%以上增长。因此，我们预测该板块2025年、2026年收入分别为人民币2.97亿元、3.56亿元，同比分别下降19%、增长20%，2030年达10.10亿元，5年复合增长率28%。

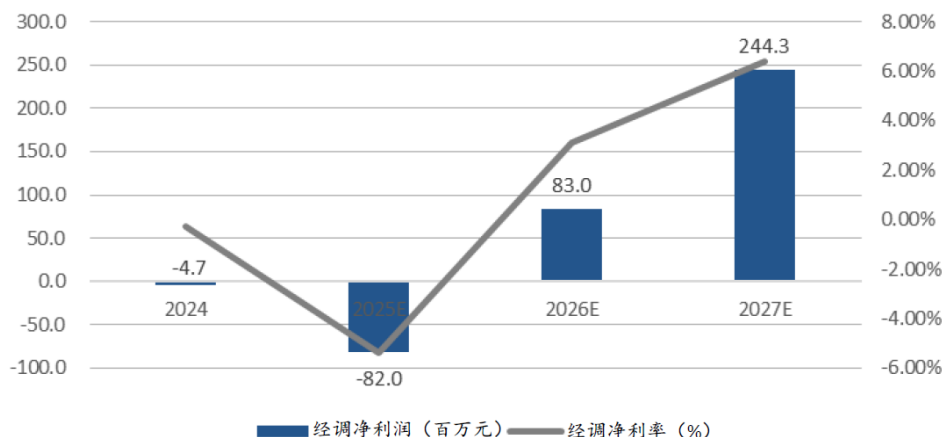
收入预测

人民币百万元	2024财年	2025财年	2026财年	2027财年	2028财年	2029财年	2030财年
医美服务							
自营诊所:							
营收	169	634	1,784	2,797	3,519	4,134	4,516
同比	1206%	274%	182%	57%	26%	18%	9%
中心数量	19	50	80	95	110	120	128
加盟诊所:							
营收		0.1	6	36	152	466	996
同比			7246%	474%	324%	207%	114%
中心数量		3	8	43	163	383	543
营业总收入	169	634	1,791	2,833	3,670	4,600	5,511
同比		274%	182%	58.2%	29.6%	25.3%	19.8%
信息服务、预约服务及其他							
营收	929	593	534	550	605	653	686
同比	-19.3%	-36.2%	-10.0%	3.0%	10.0%	5.0%	5.0%
医疗产品销售与维护服务							
营收	368	297	356	463	648	842	1,010
同比	10.3%	-19.4%	20.0%	30.0%	40.0%	30.0%	20.0%
营业总收入	1,467	1,523	2,680	3,845	4,923	6,095	7,207
同比		3.9%	75.9%	43.5%	28.0%	23.8%	18.2%

资料来源: 公司数据, 海通国际
注: 因佣金率仍在商议中, 我们采用保守估计, 取8%的抽成率, 未包含潜在利润分成。实际综合抽成率可能超过8%。

盈利能力方面，由于医美服务业务毛利率较低且高毛利 POP 业务收入收缩，新氧毛利率近年持续下降，2024年降至61%。不过，研发费用率和销售费用率均在下降，研发费用率从2022年的19%降至2024年的11%，销售费用率从2022年的38%降至2024年的34%。未来，我们认为随着上游产品品类增加和自产产品规模扩大，公司有望持续降低产品成本，但大幅下降需等到2026年后更多上游产品推出。此外，2025年、2026年自有诊所扩张也将对公司利润构成压力。根据公司模型，这些诊所运营首年基本不盈利。随着诊所成熟（如据管理层介绍，北京保利广场店月税前利润率已达15%以上）、自有产品推出及各业务板块经营杠杆提升，盈利能力有望呈上升趋势。因此，我们预测2025年、2026年、2030年非通用会计准则净利润分别为人民币 - 0.82亿元、0.83亿元、12.90亿元，利润率分别为 -5.4%、3.1%、17.9%。

盈利能力预测



资料来源：公司数据，海通国际

5. 估值与建议

由于公司各业务板块处于不同发展阶段，我们采用分部估值法对各板块分别估值后汇总，得出目标价10.1美元。

1) POP 业务板块：2025财年市盈率3倍

我们对该板块采用2025财年市盈率3倍估值，仅为微博当前2025年市盈率6倍的一半，尽管微博也处于成熟阶段，收入趋势稳定且盈利能力强劲，但考虑到新氧进入线下医美服务领域后，该板块2025年仍处于下滑趋势，故给予较低估值。管理层希望通过激活机构客户预约服务促进 POP 业务复苏，并认为凭借新氧在医美领域的内容生态和用户心智，该板块今年有望触底反弹。精准流量对机构客户至关重要。我们认为，若该业务企稳回升，其估值可能存在进一步上行空间。不过，出于谨慎考虑，我们对其经调整净利润2.16亿元给予3倍市盈率估值。对应市值为8900万美元。

2) 零售业务板块：2025年市盈率20倍，相较3年复合增长率约30%

该业务目前主要包括奇致激光及新氧自主研发的产品。未来随着新产品许可证的获批，凭借出色的新产品运营能力，新氧有望实现40%及以上的高增长率。我们预测该板块2025年至2028年复合增长率为30%。这是一项盈利的业务，特别是在自有产品比例增加的情况下。但考虑到下证的不确定性上游产品竞争，我们对该业务2025年经调整净利润4700万元给予20倍市盈率（低于其复合增长率）估值。对应市值为1.3亿美元。

3) 医美服务业务板块：2026年市盈率30倍，相较5年复合增长率约50%，并以12%的加权平均资本成本（WACC）折现至2025年末

该业务处于早期阶段，增长较快，2026年开30家直营能见度较高，未来进一步扩展至100家，目前尚未被市场充分定价。因此，我们采用2026年标准化净利润进行预测，再进行折现计算。

我们预计2026年收入为18亿元，经调整净利润为2.15亿元，该数据基于15%的稳态OPM及20%的税率计算得出。至于市盈率，我们给予30倍（相较2025-2030年50%的年复合增长率），以反映2026年后开店节奏及加盟模式的不确定性。折现至2025财年后，对应市值为7.88亿美元。此外，我们对加盟店的预测采用了相对保守的佣金率，且未包含加盟店潜在的利润分成收入；若公司开店节奏符合预期或采用更高综合抽成率，估值可能进一步上行。

综上所述，我们预计公司的总市值约为10.42亿美元，对应目标价10.1美元，考虑30%的综合折扣。我们的目标价对应2025年、2026年、2027年预期市盈率分别为92倍、31倍、15倍。我们首次覆盖给予“优于大市”评级。

新氧分部加总估值表

目标价 (美元)	10.1	备注
平台产品		
2025财年营收 (百万元)	593	
2025财年净利润	216	
市值 (百万美元)	89	3倍2025财年市盈率
零售额		
2025财年营收 (百万元)	297	
2025财年净利润	47	
市值 (百万美元)	130	20倍2025财年市盈率，对比2025-2028财年复合增长率约30%
医美服务		
2026财年营收 (百万元)	1791	
2026财年净利润	215	标准化营业利润率为15%，税率20%
市值 (百万美元)	788	30倍2026财年市盈率，对比2025-2030财年复合增长率约50%；加权平均资本成本12%
净现金 (百万美元)		
	143	
企业集团折价	30%	
总市值 (百万美元)	1,042	
稀释后美国存托股份	103.2	

资料来源：公司数据，海通国际
人民币：美元=7.3

同行估值

股票代码		市值	市销率				市盈率				2024-2027年预测年复合增长率	
		百万美元	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测	2024年实际	2025年预测	2026年预测	2027年预测	营收	非通用会计准则净利润
医美机构												
朗姿股份	002612.SZ	1,108	1.4	1.3	1.2	1.1	30.8	27.1	24.2	19.4	8%	17%
美丽田园	2373. HK	864	2.4	2.0	1.9	1.7	27.0	20.5	17.7	15.4	12%	21%
医疗产品与器械												
AbbVie Inc	ABBV.N	329,240	5.8	5.5	5.1	4.7	18.3	15.6	13.5	12.2	7%	14%
高德美	GALD.SIX	37,515	8.5	7.5	6.5	5.6	75.6	55.9	38.6	29.1	15%	37%
复锐医疗科技	1696. HK	7,708	5.2	4.3	3.7	3.4	72.3	48.2	39.2	32.3	16%	31%
华熙生物	688363.SH	7,313	4.5	4.2	3.7	3.2	139.1	49.0	36.8	29.7	12%	67%
华东医药	000963.SZ	5,633	1.7	1.6	1.5	1.4	20.3	17.8	15.4	14.0	8%	13%
昊海生科	688366.SH	3,389	4.4	3.8	3.4	3.0	28.3	24.8	21.8	19.3	14%	14%
锦波生物	832982.BJ	1,667	27.9	18.5	13.6	10.5	55.0	36.1	26.5	20.8	39%	38%
巨子生物	2367. HK	431	9.9	7.8	6.2	5.0	25.6	21.8	17.7	14.7	25%	20%
爱美客	300896.SZ	254	17.3	15.8	13.9	12.5	26.7	24.5	21.5	19.5	11%	11%
Collplant	CLGN.O	22	42.5	2.1	1.2	2.6	-1.5	-3.7	40.9	-2.6	155%	-17%

资料来源：彭博社，海通国际

6. 风险提示

- 医疗美容事故纠纷风险提示：医美服务可能因操作失误或效果不符引发纠纷，影响品牌声誉和用户信任。
- 传统业务持续萎缩的风险提示：公司开展下游医美连锁业务，与原有 POP 企业用户存在利益冲突。
- 竞争加剧风险提示：医美广告市场竞争激烈，可能导致推广成本上升，盈利能力下降。
- 行业监管风险提示：医美行业监管政策收紧可能增加合规成本，影响业务扩张。

7. 附录

管理层简介

新氧管理层是一群具有远见卓识、深厚行业经验和强大执行力的领导者。金星先生是新氧联合创始人、董事长兼首席执行官，他拥有24年以上互联网服务经验，拥有管理信息系统学士学位。Hui Zhao先生是新氧首席财务官兼董事，拥有约10年金融领域经验，加入新氧前，他曾任贝壳控股有限公司财务总监。Gefei Li女士是新氧首席运营官。她于2024年加入新氧；此前，她任职于麦肯锡（上海），并拥有康奈尔大学经济学与统计学学士学位。Bei Wang女士是新氧首席营销官，她于2013年加入新氧，是联合创始人之一。

Xiaodong Ying先生是新氧首席技术官，他于2021年加入新氧。加入公司前，他在百度拥有约10年工作经验，曾任商业产品团队总监、技术商业团队总监及医美事业部总经理。

管理层简介

姓名	年龄	职务	入职时间	简介
金星	45	联合创始人、董事长、首席执行官	2013	2001年获得天津大学管理信息系统学士学位。 2001年至2004年，任 Tom.com 产品开发经理。 2004年至2007年，任千橡互动高级产品运营经理。 2007-2009年，联合创办一家社交网络社区。 2009-2011，任财付通产品运营总监。 2011-2013年，任 IM2.0互动集团副总裁兼社交运营总经理。 2013年至今，任新氧联合创始人、董事长兼首席执行官
Hui Zhao	43	董事、首席财务官	2022	2003年获南开大学财务管理学士学位，2004年获约克大学经济与金融硕士学位。 2005-2015年，任安永华明会计师事务所高级审计经理。 2015-2016年，任波士顿电池技术有限公司财务分析与报告总监。 2017年，任宇信科技有限公司财务总监。 2017-2022年，任贝壳控股有限公司财务总监。 2022年至今，任新氧首席财务官
Gefei Li	30	首席运营官	2024	2017年获康奈尔大学经济学与统计学学士学位。 2017-2024年，任职于麦肯锡（上海）咨询有限公司，担任多个职位。 2025年1月至今，任新氧首席运营官
Bei Wang	39	首席营销官	2013	2009年，获中国人民大学新闻学学士学位。 2012-2013年，任职于Beijing Benyi Century Technology Development公司 2023年至今，任新氧联合创始人、首席营销官
Xiaodong Ying	45	首席技术官	2021	浙江大学学士学位； 2002-2010年，在媒体公司从事销售相关工作，如中国软件资讯网、亿邦动力网、21 世纪经济报道。 2010-2021年，任百度技术商业团队总监、医美事业部总经理。 2021年至今，任新氧供应链副总裁、首席增长官、首席技术官

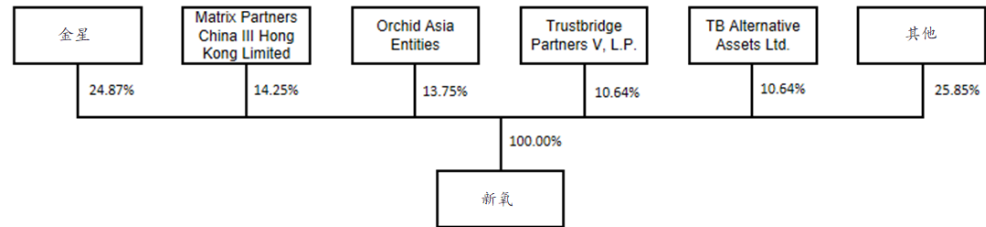
资料来源：公司数据，海通国际

股东结构

截至2025年一季度，据万得数据，金星先生持股24.9%，拥有85.5%的投票权。

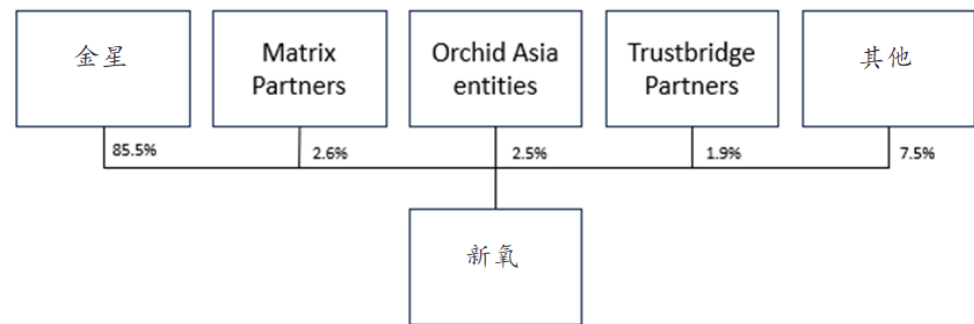
Matrix Partners China III Hong Kong Limited持股14.2%，拥有2.6%的投票权。Orchid Asia Entities持股13.75%，Trustbridge Partners持股10.64%，TB Alternative Assets Ltd. 持股10.64%。

新氧股东结构（2025年一季度）



资料来源：万得，海通国际

新氧投票权结构



资料来源：公司数据，海通国际

股东回报活动

2025年3月，公司董事会批准延长其现有股份回购计划，该计划最初于2024年3月18日获批（“股份回购计划”）。根据股份回购计划，公司获准在2024年3月22日至2025年3月21日的12个月内回购至多2.5万美元的美国存托凭证或普通股。2024年，公司累计回购约260万股美国存托凭证。该股份回购计划现已延长12个月至2026年3月31日，其他条款和条件保持不变。截至本年报日期，公司已根据该计划回购约390万股美国存托凭证（相当于300万股普通股），耗资约380万美元。

2025年3月，公司董事会宣布向普通股持有人派发特别现金股息，每股普通股0.03445美元，或每股美国存托凭证0.0265美元。此次股息分配的现金总额约为270万美元，资金将来源于公司资产负债表中的盈余现金。

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，陈奇藏，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, Daisy Chen, 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，Xiaorui Hu，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, Xiaorui 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，孙小涵，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, Xiaohan 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.

我，Yuewei Han，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, Yuewei Han, 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).

3690.HK 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

3690.HK is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 3690.HK 提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 3690.HK.

国泰海通担任 9988.HK 及 3690.HK 有关证券的做市商或流通量提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 9988.HK and 3690.HK.

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到

本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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