

华润饮料 China Resources Beverage (2460 HK)

首次覆盖: 产能与渠道驱动中期成长

Capacity Expansion and Channel Penetration Support the Performance: Initiation

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级 优于大市 OUTPERFORM
现价 HK\$13.10
目标价 HK\$18.10

HTI ESG 3.8-4.0-4.0

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

市值 HK\$31.42bn / US\$4.00bn
日交易额 (3 个月均值) US\$11.80mn
发行股票数目 2,398mn
自由流通股 (%) 15%
1 年股价最高最低值 HK\$16.68-HK\$10.42
注: 现价 HK\$13.10 为 2025 年 07 月 24 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	6.9%	-5.6%	
绝对值 (美元)	6.9%	-6.7%	
相对 MSCI China	-0.2%	-20.2%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	13521	14538	15518	16544
Revenue (+/-)	0.0%	7.5%	6.7%	6.6%
Net profit	1637	1988	2275	2523
Net profit (+/-)	23.1%	21.5%	14.5%	10.9%
Diluted EPS (Rmb)	0.68	0.83	0.95	1.05
GPM	47.3%	46.2%	46.9%	47.5%
ROE	13.8%	14.4%	14.1%	13.5%
P/E	18	14	13	11

资料来源: 公司信息 HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

包装水龙头地位稳固, 产品多元化驱动新增长。公司为国内包装饮用水行业的领军企业, 已成为中国第二大包装饮用水及第一大饮用纯净水企业。核心品牌“怡宝”连续多年保持纯净水市场销量前列, 占据约九成收入比重, 奠定了稳固的市场基础。同时, 公司正处于从大单品向多产品平台型公司转型的关键期, 未来业绩增长前景值得期待。

中大规格包装水推动增长, 饮料新产品蓄势待发。公司中大容量包装水产品增速显著领先行业, 2024 年公司包装水板块实现营业收入 121.2 亿元, 其中中大规格瓶装水收入占公司总营收的 34.1%。2021-2024 年公司中大规格瓶装水/小瓶装/桶装收入 CAGR 分别为 9.9%/0.5%/4.8%, 中大瓶装水规格品类已成为公司重要的增长引擎。同时公司积极丰富饮料产品矩阵, 饮料板块收入占比虽仅一成左右但前景可期。在至本清润品牌下拓展 1L、1.5L 大包装; 同时对“魔力”“火咖”等品类进行口味与品牌升级。多元新品有望逐步培育饮料增长曲线, 带动收入结构更加均衡。

产能布局持续完善, 自建比例提高促成本优化, 毛利率改善可期。公司大力扩张产能以支持全国化战略推进, 近年来在华南华东核心区域及华中、西北等地新建工厂并扩充生产线。2024 年新增广东万绿湖、福建武夷山、新疆、陕西等多地工厂生产线, 提升综合产能, 逐步消除区域供给瓶颈, 产能覆盖更趋均衡。通过产能扩张与生产升级, 公司加快提高自建产能比例, 降低对代工的依赖, 强化成本管控并保障产品品质的一致性。与此同时, 公司优化包装材料供应链, 基本完成瓶胚自制布局, 大幅提高瓶胚自给率, 并通过集中采购协议稳定原料价格, 从而进一步压降包材成本。原料端的回调有效降低了产品单位成本, 为毛利率改善提供了空间。随着规模效应和供应链整合逐步显现, 公司 2024 年毛利率已同比提高约 2.6 个百分点至 47.3%, 随着未来规模效应继续显现和供应链整合深化, 成本端仍有进一步优化空间, 为公司盈利能力提供支撑。

渠道能力突出, 终端深耕与下沉拓展并举提升市场渗透。公司拥有行业领先的渠道网络和销售团队, 截至 2024 年, 与全国超过千家经销商合作, 累积覆盖终端零售网点逾两百万家。公司继续秉持“精耕细作, 决战终端”的渠道策略, 注重终端网点布局与商用冷柜铺设宣传, 渠道掌控力进一步增强。零售终端覆盖率由 2021 年的 50.6% 显著提升至 2024 年的 77.2%。特别是在电商渠道和下沉市场取得高速增长: 2021-2024 年公司在国内三线及以下城市的终端网点覆盖率从 51.2% 提升至 57.2%, 并持续开展新终端零售网点和拓展渠道。

投资建议与盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 145.4/155.2/165.4 亿元, 同比增长 7.5%/6.7%/6.6%; 2025-2027 年归母净利润为 19.9/22.3/25.2 亿元, 对应 EPS 分别为 0.83/0.95/1.05 元, 同比增长 21.5%/14.5%/10.9%。参考可比公司估值及公司所在市场, 我们给予公司 2025 年 20xPE, 对应目标价为 18.1 港元 (上升空间 38%), 首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 原材料价格波动, 食品安全风险。

肖伟俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

1. 中国最大的饮用纯净水企业，股权结构集中稳定



包装水行业龙头，利润增速强劲。华润饮料（控股）有限公司成立于1995年，历经30余年发展，已成为中国第二大包装饮用水和第一大饮用纯净水企业，旗下产品“怡宝”是中国饮用纯净水第一品牌。同时，公司积极拓展多板块业务，目前已形成包括“怡宝”、“至本清润”、“蜜水系列”、“假日系列”与“佐味茶事”在内的13个多品牌矩阵和56个SKU。凭借强大的产品力和品牌影响力，华润饮料在包装水行业中占据了领先地位。

表1 公司发展历程

时间	时期	事件
1980-2001	成立初期，“怡宝”品牌诞生	<u>·成立：</u> 1984 年公司前身蛇口龙环成立；1991 年万科收购了中国龙环 51% 股权；1995 年华润饮料成立；1999 年华润饮料从万科处收购了怡宝中国全部股权
		<u>·怡宝诞生：</u> 1990 年公司推出了 600ml*15 规格包装的“怡宝”牌蒸馏水，标志着中国饮用包装水企业的诞生；1998 年怡宝成为了“瓶装饮用纯净水”国家标准的主要发起和起草单位之一；2001 年公司升级了“怡宝”纯净水产品的包装，其“小绿瓶”经典设计一直沿用至今
2001-2009	包装饮用水地区+规格扩张	<u>全国性推广：</u> 2007 年，华润饮料开始建立全国性销售和经销网络，同时积极开展公益营销并发起了“百所图书馆计划”
		<u>包装水规格升级：</u> 2009 年公司前瞻性地推出了 4.5 升包装饮用水
2009-2024	产品矩阵扩张&产能完善	<u>·板块扩张：</u> 公司开启了多品类发展战略，包括在 2011、2018、2019、2021 先后推出“午后奶茶”、“火咖”、“魔力”、“蜜水系列”、“至本清润”等软饮料产品。同时在此基础上丰富品类内部组合，2023 年推出“橙橙假日”“至本清润”柠檬茶、“本优”瓶装天然矿泉水及 520 毫升“怡宝”饮用天然水等新产品；
		<u>·推进体育营销：</u> 2013 年起一直与马拉松赛事合作，2019 年成为 TEAM China 的首个合作伙伴，2024 年与中国足球协会超级联赛建立冠名合作，从而触达更广泛的消费群体
		<u>·产能完善：</u> 2022 年开始建设宜兴与武夷山工厂，并就万绿湖工厂订立建设协议，希望以此增强产能
		<u>·布局跟进：</u> 2023 年成立华润怡宝（河源）有限公司，夯实华南包装水产能布局与经销网络，2024 年设立华润怡宝（武汉）有限公司，提升中部产能布局与市场覆盖。
		<u>·成功上市港交所：</u> 2024 年 10 月，华润饮料（02460.HK）正式在香港交易所主板挂牌上市；

资料来源：招股书，HTI

图 1 公司产品图其他

产品品类	规格	品牌（单瓶容量）	终端客户建议零售价	SKU 数量	包装示意图
包装饮用水产品	小规格瓶装水产品	怡宝（350 毫升、400 毫升、520 毫升、555 毫升）	人民币 1.5 元至人民币 2.0 元（若干怡宝瓶装水 SKU 不再线下零售）	5	
		怡宝露（350 毫升及 750 毫升）	人民币 15.0 元至人民币 30.0 元	2	
		本优（350 毫升及 555 毫升）	人民币 1.5 元至人民币 2.0 元	3	
		FEEL 气泡苏打水（330 毫升及 480 毫升）	人民币 3.0 元至人民币 4.0 元	4	
	中大规格瓶装水产品	怡宝（1.18 升、1.55 升、2.08 升、4.5 升、5 升、6 升、12.8 升）	人民币 3.0 元至人民币 19.0 元（若干怡宝瓶装水 SKU 不再线下零售）	7	
	桶装水产品	加林山桶装水（18.9 升）	人民币 18.0 元至人民币 22.0 元	2	
		怡宝（18.9 升）	人民币 23 元	1	
产品品类	规格	品牌（单瓶容量）	终端客户建议零售价	SKU 数量	包装示意图
茶饮料产品	至本清润	310 毫升、450 毫升、1 升及 1.5 升	人民币 3.0 元至人民币 8.5 元	8	
	佐味茶事	430 毫升	人民币 5.0 元	3	
	午后奶茶	430 毫升及 500 毫升	人民币 4.0 元至人民币 5.0 元	3	
果汁类饮料产品	蜜水系列	350 毫升及 480 毫升	人民币 4.0 元至人民币 5.0 元	7	
	假日系列	440 毫升及 1.5 升	人民币 4.0 元至人民币 8.5 元	5	
其他产品	魔力	500 毫升	人民币 5.0 元	3	
	火咖	180 毫升、260 毫升、280 毫升、及 440 毫升	人民币 3.5 元至人民币 6.0 元	5	

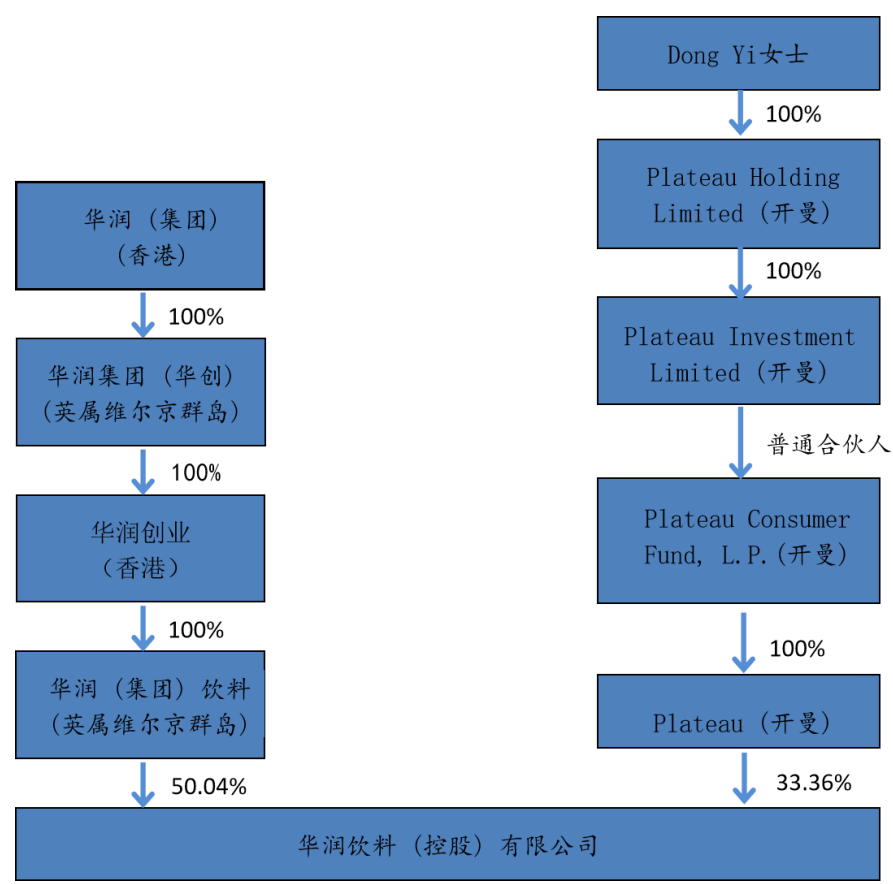
资料来源：招股书，HTI

公司股权结构稳定，高管行业经验丰富。截至目前为止，华润集团（饮料）与 Plateau 分别持有华润饮料 50.04%与 33.36%的股份。具体来看，华润集团（香港）是一家涉及大消费、综合能源、城市建设运营等业务的领先国有企业，而华润饮料在其大消费板块中占有重要地位。

同时，华润饮料的另一大股东 Plateau 由 Plateau Consumer Fund 100%控股，该基金的普通合伙人 Plateau Investment Limited 由 Dong Yi 女士全资拥有。除此之外，Dong Yi 女士还透过其独资的 Plateau Capital Limited 和 Plateau Group Limited（均为 Plateau Consumer Fund, L.P.的有限合伙人，无管理控制权）持有 Plateau Consumer Fund, L.P. 2.65%的权益，而该基金的最大合伙人銘宇有限公司（中国银行股份有限公司及上海证券交易所间接全资拥有的香港注册投资控股公司）持有约 36.8%的权益。

目前来看，华润饮料控股权结构稳定，与母公司华润集团联系密切，且多数高管履历背景丰富，这为其未来稳健发展提供了决定性保障。

表2 公司股权结构



资料来源：招股书，HTI

表3 公司董事会及高级管理人员构成

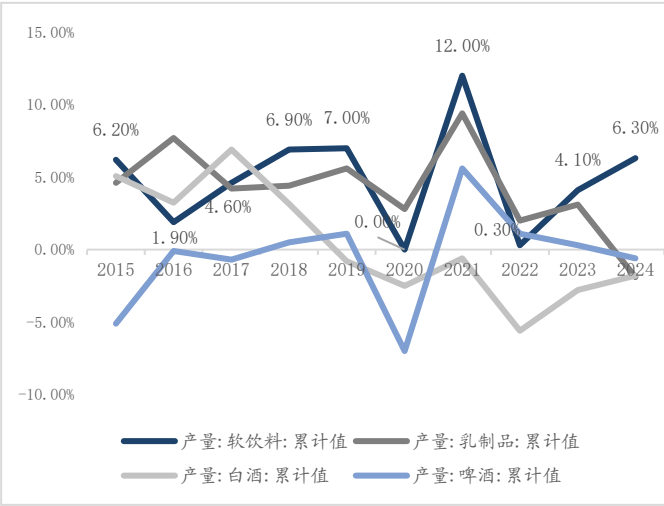
姓名	职务	年龄	加入时间	个人简介
张伟通	董事会主席、执行董事	56	2000	先后担任过集团地区销售经理、部门经理、总经理助理及高级副总裁。2018年担任公司总裁，2019年担任公司董事，2022年起担任董事会主席，于行业拥有超过30年经验
李树清	总裁、执行董事	52	2024	自2024年6月担任总裁，自2024年8月担任董事，自1994年入职华润，先后在石家庄分公司任业务员、人事部任职；2000-2010年在五丰公司历任人事行政部主任、高级经理及助理总经理；2011-2022年在华润集团办公室担任助理总经理等职；2022-2024年先后出任华润医药商业集团与五丰有限公司副总经理。
吴霞	执行董事、首席财务官	47	2024	曾在江中制药集团及其子公司负责会计相关工作，后于江中药业股份有限公司历任财务总监、董事会秘书及副总经理，直至2020年起开始担任江中制药集团副总
林国龙	非执行董事	58	2024	曾担任华润三九医药副董事长兼财务总监，华润集团财务部副经理，及华润集团业务单元专职外部董事
孙永强	非执行董事	54	2024	曾担任华润置地研究发展部经理、湖南分公司总经理及集团副总裁。2020年至2022年兼任海南发展控股有限公司副总，自2023年12月起担任华润医药集团非执行董事
肖宁	非执行董事	53	2024	曾任华润法律部副经理，华润石化投资发展部助理经理、经理及高级经理。同时在华润化学先后担任助理总经理及法务总监，之后出任副总经理
曹越	非执行董事	47	2023	曾在毕马威华振会计师事务所担任审计经理，后加入Plateau Consumer Fund, L.P.
赵典	非执行董事	38	2022	曾在中伦律师事务所担任律师和在中欧基金管理有限公司股权投资平台任副总裁，之后任职于Plateau Consumer Fund、L.P.
周永健	独立非执行董事	74	2024	香港及英格兰和威尔斯认可的执业律师，中国司法部委托的公证人。创立了韬律师事务所以，并长期担任资深顾问。曾担任香港铁路和顺丰控股独立非执行董事。目前，为多家上市公司董事
李引泉	独立非执行董事	70	2024	曾任招商局集团财务管理高层及招商银行、招商局港口在内的多家上市公司董事。目前为多家上市公司独立非执行董事，其中包括通用环球医疗集团和中国光大银行
姚洋	独立非执行董事	60	2024	北京大学博雅特聘教授、国家发展研究院经济学教授及博士生导师。曾任国家发展研究院院长、北京大学中国经济研究中心主任
郑宝川	独立非执行董事	53	2024	曾任安达信咨询顾问，后在星展、汇丰及麦格理投资银行部门担任要职。2010年加入瑞银，担任香港企业咨询主管，后在疯狂体育集团任职财务总监及执行董事
周剑波	副总裁	51	2024	在华润集团工作12余年，期间在人事部、法律部和企业发展部担任主任、经理和高级经理
杨楠	副总裁	54	2014	加入集团前，在中粮集团及其子公司担任多个要职，拥有超过20年的丰富经验
范雨峰	副总裁	43	2019	2010年起在华润电力担任人力资源部经理、高级经理，2013年至2019年在华润(集团)人力资源部担任高级经理、专业副总监及专业总监
欧谨豪	副总裁级高级管理人员	46	2024	加入集团前，于国家审计署任职多年，2017年10月加入华润集团，曾担任华润审计部专业总监、华润健康集团有限公司纪委办公室主任

资料来源：公司年报， HTI

2. 包装水行业：规模扩张趋于平稳，对标海外仍有空间

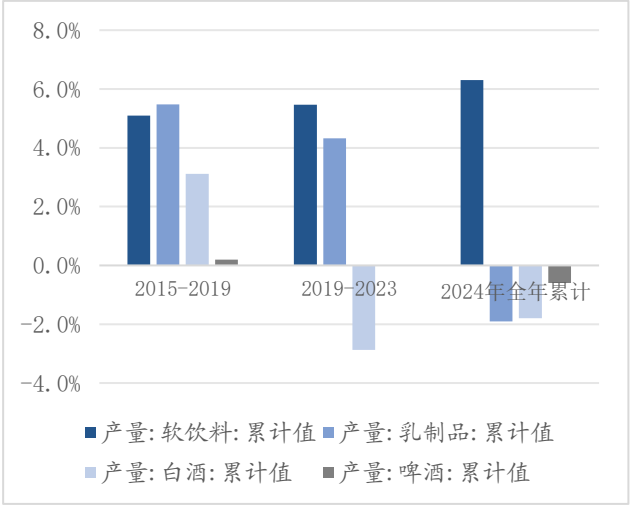
软饮料刚需属性明显，增速领跑食品饮料子行业。（1）2015年至2019年疫情前，软饮料行业增长势头强劲，需求提升显著，CAGR 高达 5.1%，超过同期啤酒和白酒的 0.2%/3.1%，仅略低于乳制品的 5.5%。（2）2020年至2022年疫情期间，尽管市场需求因疫情收到了一定冲击，软饮料受益于其刚需特性，产量稳定增长，三年CAGR 达 1.2%，仅次于乳制品的 4.7%；而同期啤酒产量复合增速微跌，白酒产量则出现明显降幅。（3）疫情后，随着户外消费场景的恢复，2024 年软饮料行业产量累计增速达 6.3%，领跑食品饮料子板块；与此同时，啤酒产量微降-0.6%，而白酒产量则同比下降了 1.8%，乳制品同比下降了 1.9%。根据国家统计局最新数据，2025 年 1-5 月，软饮料累计产量同比增速达到 3%，表现优于同期啤酒/白酒/乳制品 0.3%/7.6%/2.1%的降幅，从而进一步巩固了其在食品饮料子板块中的领跑地位。值得注意的是，软饮料行业的规模增长通常不依赖于价格上涨，在 CPI 低迷的情况下所受影响较小。

图 2 2015 至 2024 年食品饮料细分板块产量增速(%)



资料来源: 国家统计局, HTI

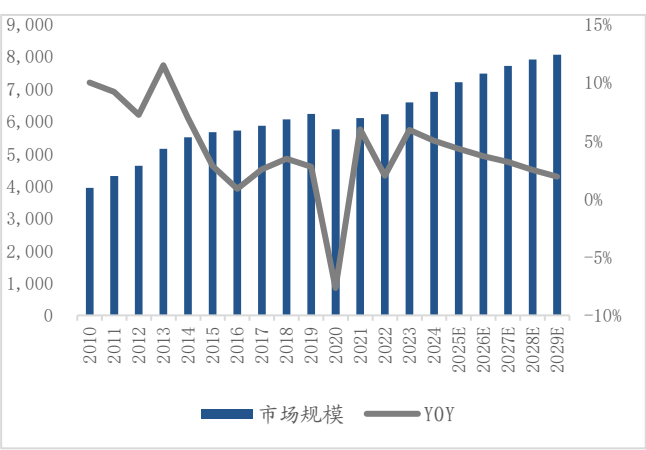
图 3 分时期食品饮料细分板块产量复合增速



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

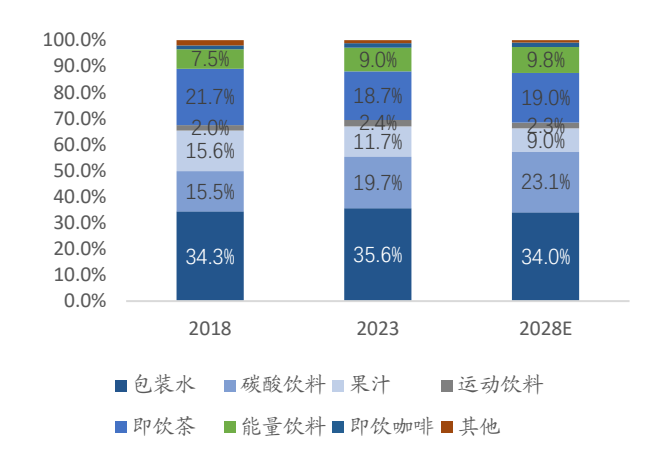
场景恢复助力行业复苏, 未来进入稳定增长。根据 wind 数据, 截至 2024 年, 中国软饮料行业的市场规模和销量分别达到了 6914 亿元和 1040 亿升。2018 年至 2024 年零售额和销量 CAGR 分别为 3.77 %和 3.53 %, 主要由销量增长带动规模扩张。随着疫情后消费场景的改善, 软饮料行业有望全面回暖。根据 wind 最新预测, 2024 年到 2029 年期间, 该行业的规模与销量有望以 3.1%/3.9%的年均复合增速稳定提至 8057 亿元和 1258 亿升。

图4 2010 年至 2029 年软饮料市场规模



资料来源: wind, HTI

图5 2018 年至 2028 年软饮料市场结构占比

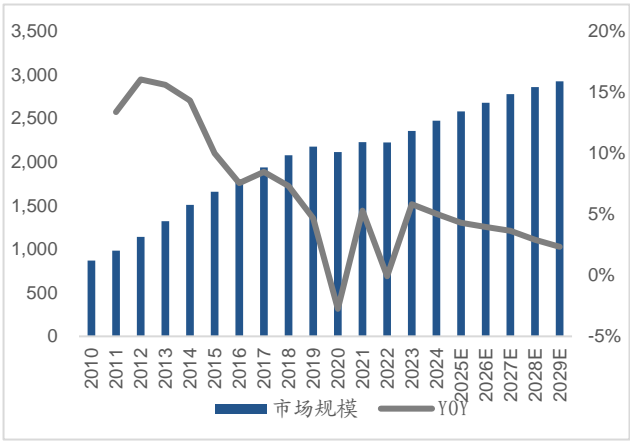


资料来源: wind, HTI

怡宝成长领先于行业, 包装水市场份额持续扩大。根据 wind 数据, 2024 年包装水市场份额较为集中, 农夫山泉、怡宝和景田稳居行业前三, 合计份额达 31.4%。相较于 2020 年, 以上三者的市占率分别提升了 8.4pct/6.6 pct/4.9pct, 而康师傅和娃哈哈的市占率分别减少了 2.4pct 和增加了 2.6pct。

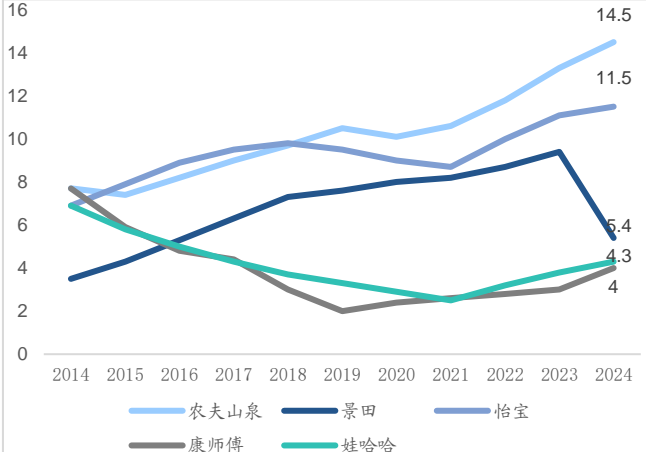
包装水市场步入中低速增长期，未来增速中枢稳定在 3-4% 区间。根据 wind 数据，回顾历史，包装水行业曾在 2012 至 2019 年经历行业快速成长期，期间 CAGR 达 11.9%，而 2020 至 2024 年受疫情影响，CAGR 降低至 5.1%。截止 2024 年，包装水规模达到 2470 亿元，wind 预计未来五年该行业将低增速稳健扩容，增长中枢维持在 3%-4% 之间。

图6 2010 至 2029 年包装水市场规模及预测



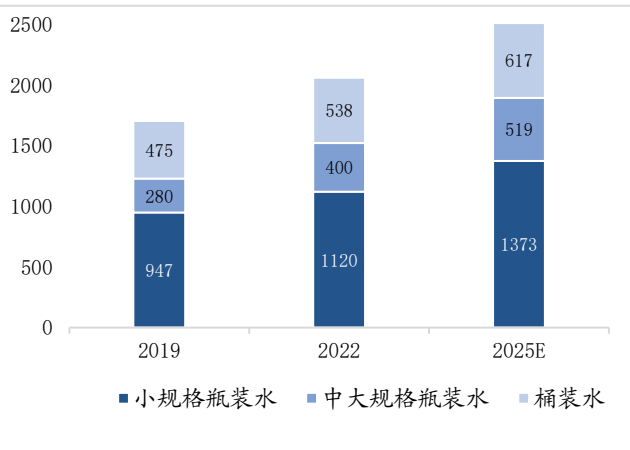
资料来源：wind，HTI

图7 零售额口径：包装水龙头企业市场份额 (%)



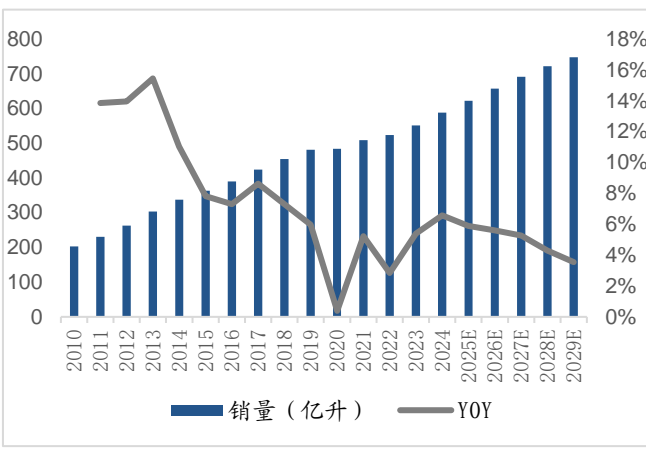
资料来源：wind，HTI
不同口径市占率存在较大差异，wind 数据或有较大低估，仅做趋势参考

图8 包装水在不同包装规格下的消费规模 (亿元)



资料来源：国家统计局，中国饮料工业协会，灼识咨询，HTI

图9 2010 至 2029 年包装水销量及预测



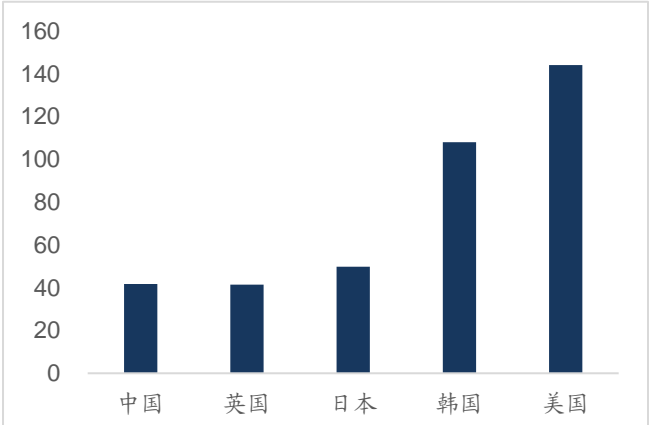
资料来源：wind，HTI

对标国外市场，中国包装水行业仍有量增和价增空间。根据 wind 数据，从人均消费量来看，2024 年中国/英国/日本/韩国/美国的数据分别为 41.7/41.5/49.8/108.0/144.4 公升，我国人均消费量处于一个较低的状态。相较于日本、英国等自来水可直饮的国家，中国因自来水水质不可直饮，对包装水的依赖偏高，而美国的自来水虽然可直饮，但民众对其缺乏信任，因此与中国情况类似。

回顾历史，美国 1975 年瓶装水人均消费量仅为 3.8 公升，之后由于人们对公共供水系统的担忧，于 1992 年达到了 37.1 公升（与中国目前人均消费量类似），并在 2005 年进一步增长至 98.4 公升。步入二十一世纪后，随着消费者健康意识增强，瓶装水被视为含糖饮料的替代品，从而导致 2007-2017 年瓶装水人均消费从 109.8 公升上升至 152.9 公升，CAGR3.4%。

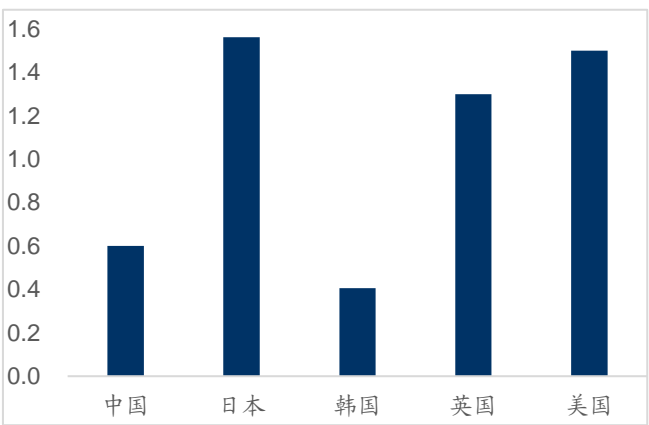
而同期碳酸饮料、牛奶、果汁饮料消费量却在下降。与美国情况相仿，中国包装水同样可被视为自来水和其它饮料的替代品，我们预计随着制水工艺的发展和人们健康饮水意识及收入的提升，我国包装水市场渗透率有望进一步提升。

图10 2024 各国包装水人均消费量（公升/人）



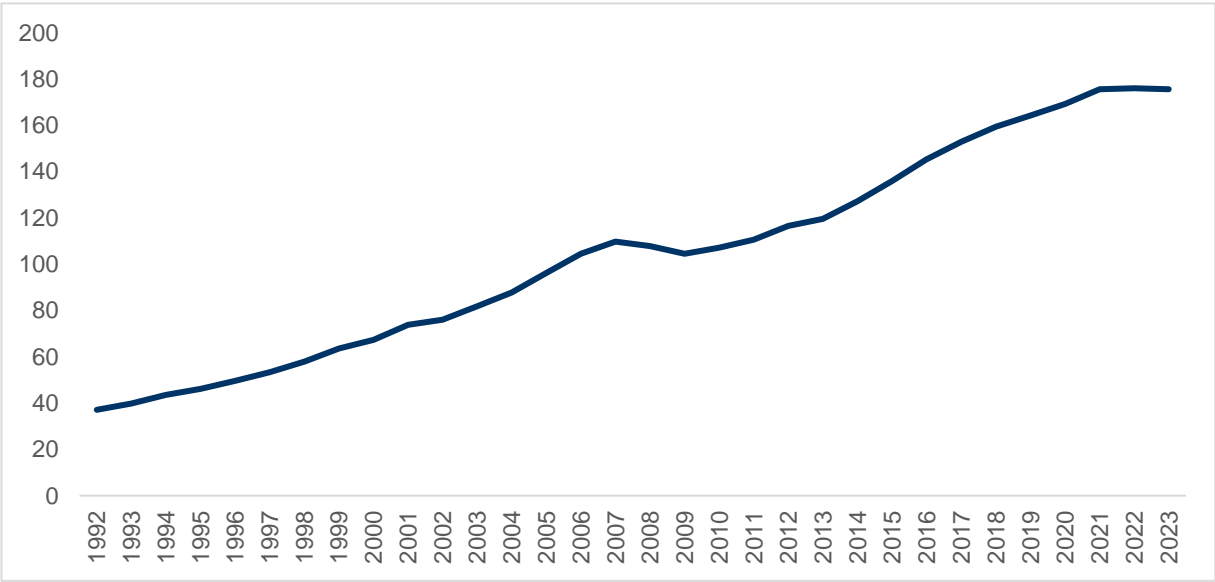
资料来源：wind，HTI

图11 2024 各国包装水人均消费价格（美元/升）



资料来源：wind，HTI

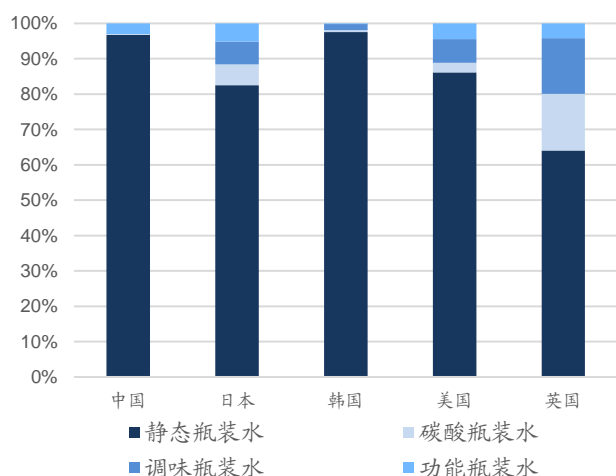
图 16 美国包装水市场人均消费量（公升/人）



资料来源：International Bottled Water Association，HTI
注：单位换算 1 加仑=3.7854 公升

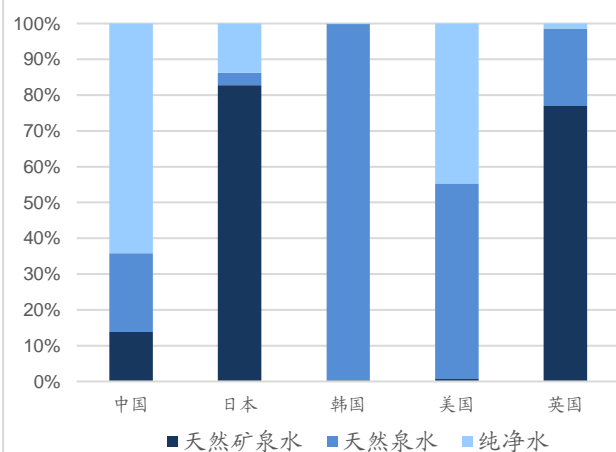
从价格角度来看，中国包装水人均消费价格仅为 0.6 美元/升，对比其他国家处于一个较低的水平。这一方面是由于日本/美国/英国推出了更多类似风味水、气泡水等多样化产品，从而提升了包装水的附加价值。同时，在一些日本和欧洲国家，天然泉水的市场份额较大，而中国和美国市场则以天然水和纯净水为主。一些消费者认为天然矿泉水含有更多对人体有益的微量元素和矿物质，因此愿意为其支付更高的价格，进而导致了日本和欧洲国家的包装水价格普遍高于中国和美国。作为发展中国家，中国包装水市场商业化程度相对较低，随着市场上出现更多口感层次丰富的创新产品，其价格增长空间广阔。

图12 2024 各国不同种类包装水销量占比 (%)



资料来源: wind, HTI

图13 2024 各国不同水源包装水销量占比 (%)



资料来源: wind, HTI

3. 华润饮料是包装水行业领军者，未来业绩成长可期

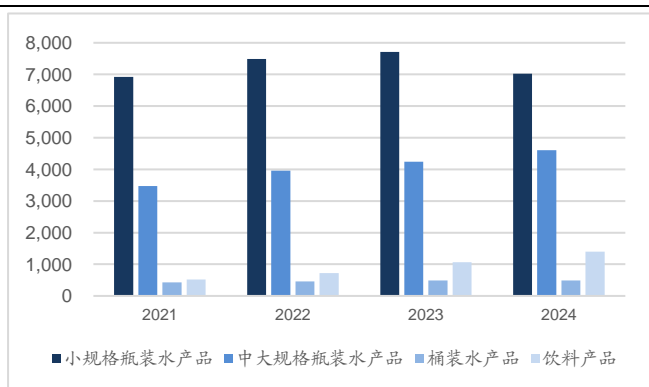
3.1 包装水为公司主要收入来源，大规格+多元化布局双擎驱动板块成长

包装水收入占比超过九成，饮料增速快于大盘。2021-2024 年，华润饮料的营收分别为 113.4/126.2/135.1/135.2 亿元，同比增长 11.3%/7.1%/0.05%，CAGR 为 6.0%。公司目前收入结构以包装饮用水为主，2021-2024 年包装饮用水占整体营收比达 92.8%，CAGR 为 3.9%，板块增长稳健。公司饮料业务基数虽小，占整体营收的 7.3%，但近年展现出显著增长动力，CAGR 达 37.5%（按 2023-2024 均值），营收增速快于大盘。作为包装水领域的领先企业，随着在饮料市场的渠道铺设和专项陈列投入，该板块有望成为未来收入结构优化和增长的重要引擎。

小规格瓶装水稳定贡献公司收益，中大规格水产品增长潜力强劲。2024 年华润饮料在包装水板块实现了 121.24 亿元的营业收入，其中小规格/中大规格/桶装水产品营收分别为 70.2/46.1/4.9 亿元，占公司整体营收的 52.0%/34.1%/3.6%，2021-2024 CAGR 分别达到了 0.46%/9.9%/4.8%。在公司的水产品中，小规格瓶装水占比最大，而中大规格包装水增长势头最为强劲。

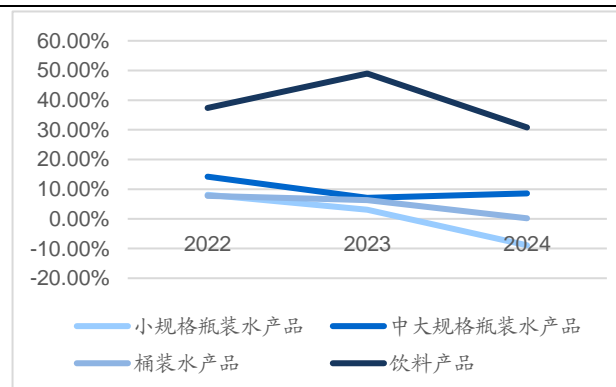
小规格瓶装水作为公司最具品牌力的主力板块，尽管 2024 年销量面临阶段性波动，但凭借怡宝小绿瓶等明星产品的长期积累，依旧保持着良好的市场认知度和稳定贡献。与此同时，中大规格包装水表现亮眼，受益于其在居家、餐饮等消费场景的更多普及，销量提升最为显著，成为公司未来增长的重要动力来源。

图27 2021 至 2024 公司分产品收入拆分 (百万)



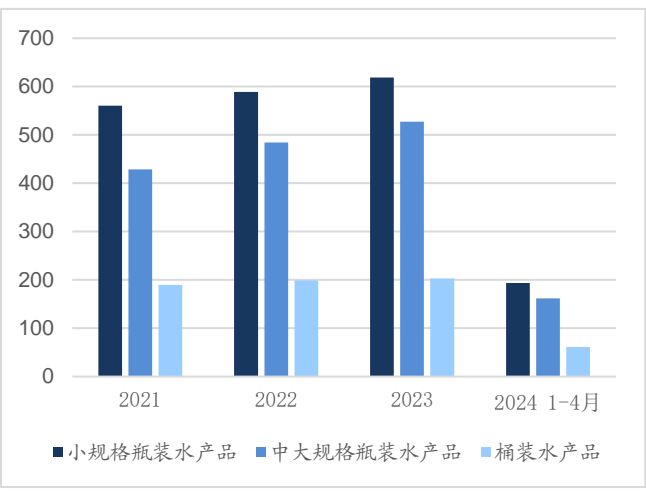
资料来源: 公司招股书, HTI

图28 2021 至 2024 公司分产品收入增速



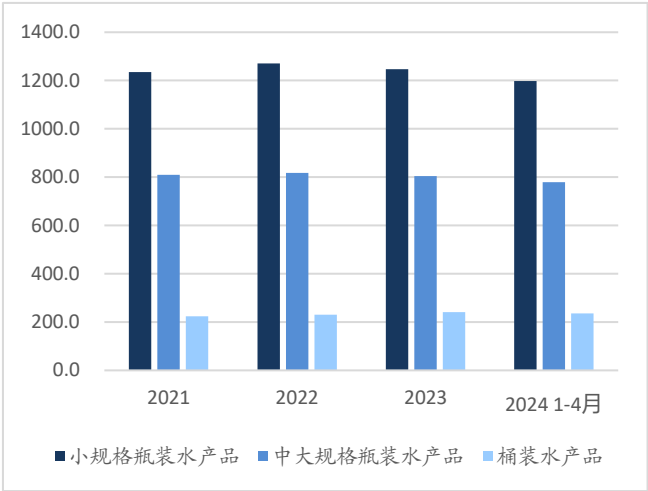
资料来源: 公司招股书, HTI

图29 2021 至 2024 1-4 月公司分产品销量拆分 (万吨)



资料来源：公司招股书，HTI

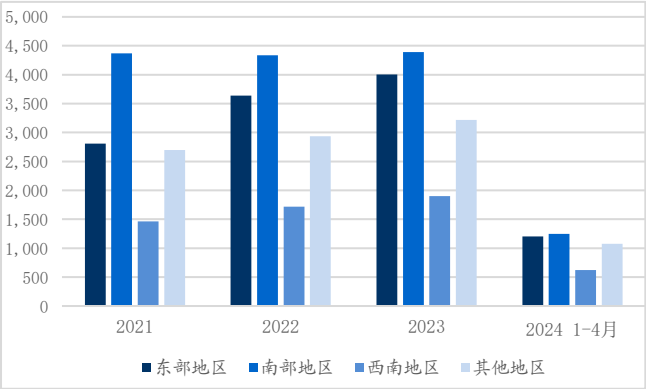
图30 2021 至 2024 1-4 月公司分产品售价拆分 (元/吨)



资料来源：公司招股书，HTI

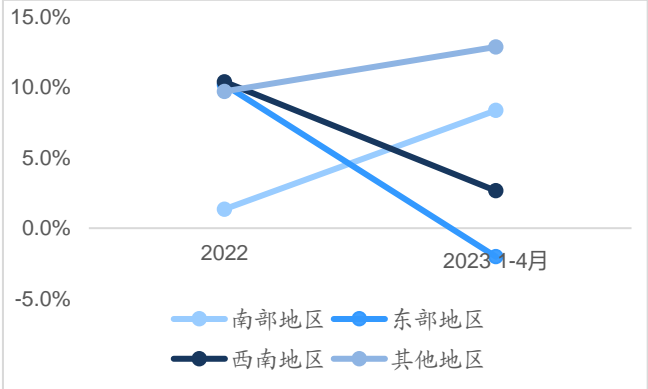
横向布局多地区，包装水份额增长可期。区域来看，华润饮料 2024 年前四个月在中国南部/东部/西南/其它地区的收入为 12.5/12.3/6.1/10.8 亿元，公司主要收入来源于南部地区，而东部则显现出最大的增幅。另外，华润饮料在广东、湖南、四川、海南、广西和湖北等 6 个占中国包装饮用水市场规模 30% 的省份中享有最高份额，且目前正在积极拓展上海、江苏、安徽、湖北、重庆、四川、西藏等长江沿岸城市。根据最新数据，该 7 大城市占中国 2024 年 GDP 的 29.75%，我们预计华润的市场份额及影响力将伴随其对于以上市场的渗透进一步扩大。

图31 2021 至 2024 1-4 月公司分地区收入拆分 (百万)



资料来源：公司招股书，HTI

图32 2021 至 2024 1-4 月公司分地区收入增速 (%)



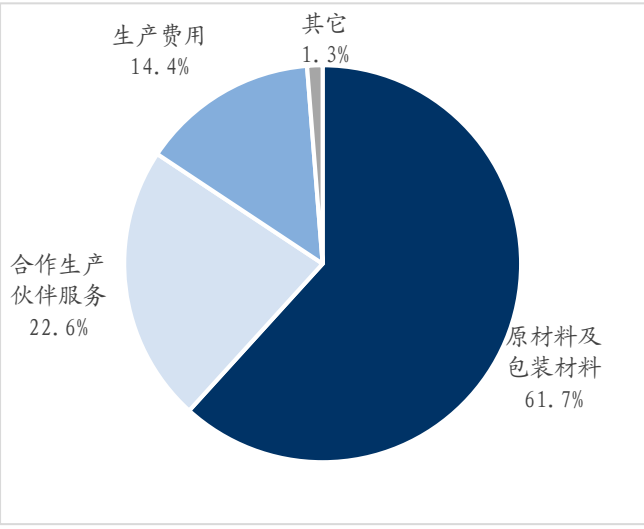
资料来源：公司招股书，HTI

3.2 原材料价格可控，毛利率稳中有升

原材料成本下跌增厚毛利率，PET 贡献较大。华润饮料 2021-2024 毛利率为 43.8%/41.7%/44.7%/47.3%，主要受原材料价格波动影响。具体来看，PET 为包装饮用水产品的主要原材料之一，在 2021-2023 及 2024 年 1-4 月期间占原材料总采购额的 21.8%/25.2%/23.6%/22.0%。受 2021 年疫情减弱后的需求反弹及 2022 年地缘政治导致的原油价格上涨（PET 价格与原油价格高度相关）影响，PET 价格持续走高，并在 2022 年中见顶 9680 元/吨。然而，该数据在 2022 年下半年明显回落，之后 2024 全年震荡微跌，目前达到 6077 元/吨，我们预计未来 PET 价格将保持在稳定的范围之内。

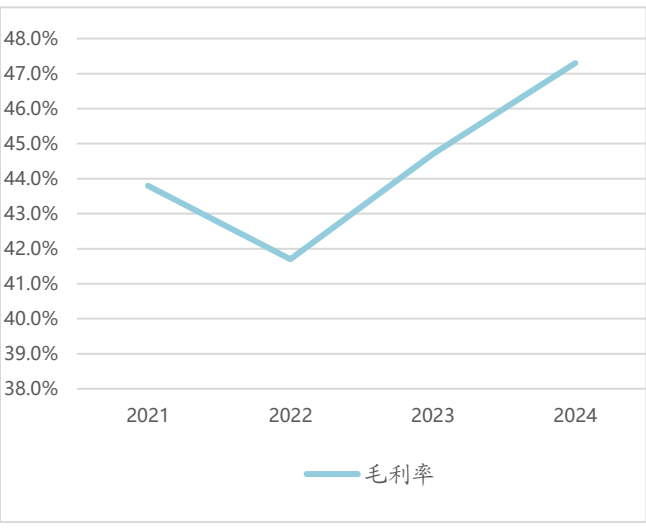
公司成本管理能力显著，未来毛利率稳中有升。针对原材料价格波动所带来的不确定性，华润饮料采取了有效的锁价措施，包括在 PET、白糖、奶粉低价时提前采购和对纸箱、瓶盖、标签等包装材料采取采购定价调价机制。同时，得益于规模效应和先进的数字化成本检测系统，华润已较竞争对手形成了明显的价格优势，我们预计未来公司毛利率将随着物流配送及产品设计的进一步改善稳中有升。

图33 2024 年 1-4 月销售成本构成



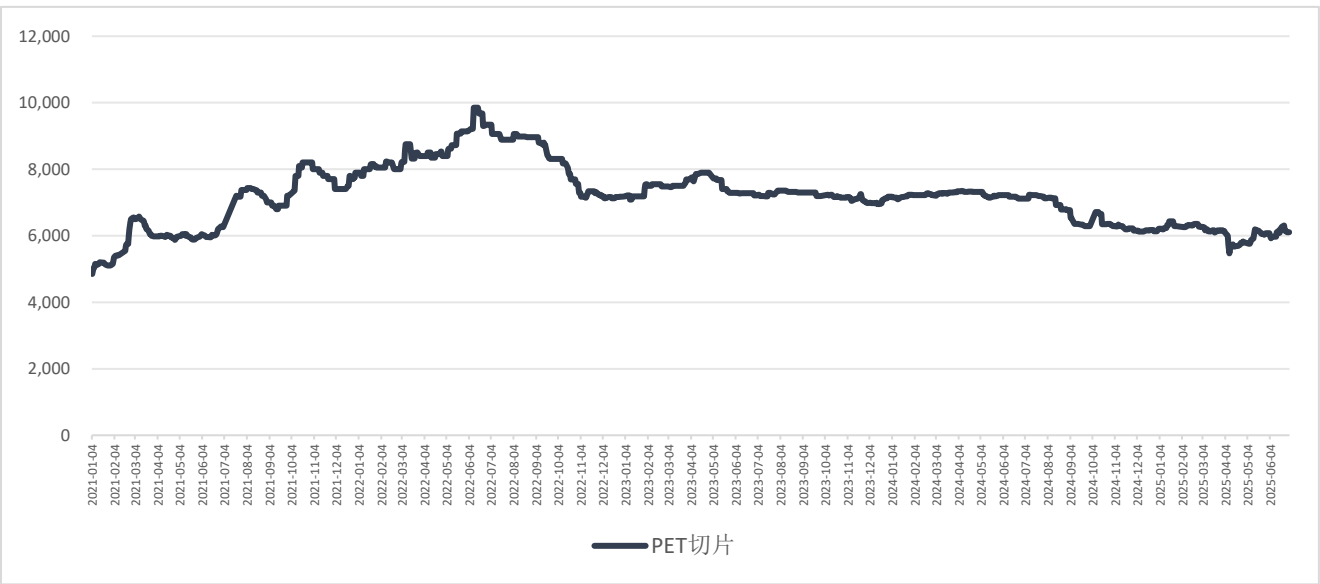
资料来源：公司招股书，HTI

图34 公司产品毛利率变化



资料来源：公司招股书，HTI

图35 PET 市场价走势（元/吨）

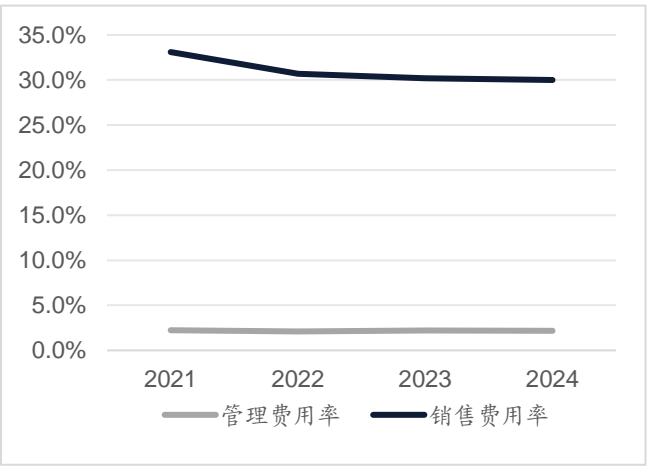


资料来源：wind，HTI

3.3 渠道力持续优化，体育营销促进品牌长青

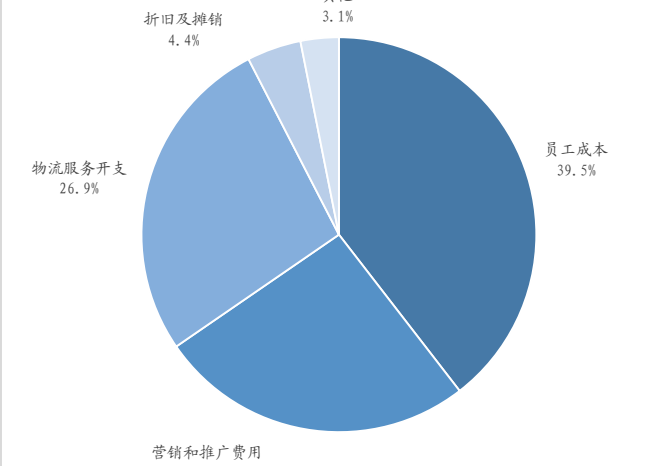
近几年销售费用率处下行通道，员工为公司主要成本。公司 2021-2024 经销及销售费用占年度总收入的 33.1%/30.7%/30.2%/30.0%，整体呈现出下行趋势。拆分经销及销售费用来看，员工成本为主要开支，占经销及销售费用的 39.5%；而销售和推广费用以及物流服务开支分别占比 25.9%、26.9%。相较于其它行业，软饮料体积大、重量高，因此物流服务开支较高。然而，得益于品牌建设和经销商网络方面的持续优化，公司成功实现了营销和推广费用以及员工成本占比的降低。

图36 公司期间费用变化



资料来源：公司招股书，HTI

图37 经销及销售费用结构拆分



资料来源：公司招股书，HTI
取 2021-2024 年 1-4 月均值

公司销售网络广泛，电商及下沉市场收入增长显著。2024 年，华润饮料与超过 1000 家经销商合作并覆盖了两百万个零售网点，其产品在传统、现代、餐饮、特通以及电商等多元化渠道广泛推广。根据最新数据，公司包装饮用水及饮料产品的零售网点数量占比从 2021 年的 50.6%显著提升至 2024 年的 77.2%。

此外，华润饮料在过去两年积极拓展下沉市场和主流电商平台，公司 2021-2024 年 4 月在国内三线及以下城市的零售网点覆盖率分别达到了 51.2%/54.6%/55.9%/57.2%，呈现明显的增长趋势。持续开拓新终端零售网点和拓展新兴销售渠道，2021-2023 在电商平台的年复合增长率也达到了 34%，截至 2024 年 4 月底公司产品销往 150 多名 KA 客户及 12 家电商平台，有效渗透至地方性市场。为提升消费者的体验，华润饮料在坚持连续 6 年公交车长期投放策略的同时，增加商用冷藏展示柜的投放力度，其中 2024 年的整体投放量较 2023 年增长超过 20%，这不仅有助于扩大公司终端 SKU 销售数量，也为品牌形象展示提供了载体。

相较于同行，华润饮料销售渠道尚存优化潜力。相较于农夫、东鹏等公司，华润饮料在经销商数量及网点覆盖上仍有较大提升空间。数据显示农夫/东鹏 2024 年经销商数量为 5000+/3193 家，显著高于华润饮料的 1198 名经销商和 200+万个网点覆盖。华润饮料未来将重点提升对下城市场和电商渠道的渗透，同时积极探索终端零售设备、餐饮、航空、酒店等多样化渠道，从而提升收入。（数据来源：华润饮料公司年报，农夫山泉公司年报，东鹏饮料公司年报）

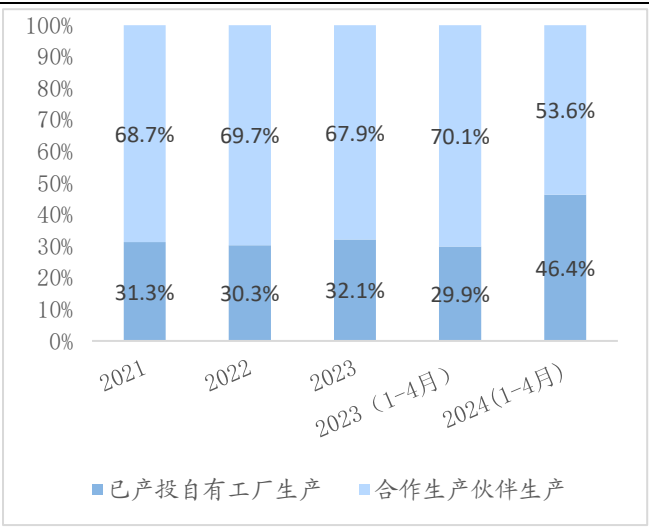
借助体育营销提升品牌影响力。体育营销一直是华润饮料品牌成长重要驱动力，通过与国家级赛事和运动员的深度合作，公司不仅提升了品牌形象，还增强了产品的市场竞争力。具体来看，华润饮料 2013 年开始与马拉松等体育赛事合作，2019 年成为了 Team China 中国国家队合作伙伴，2020 在东京夏季奥运会及 2022 年北京冬奥会的训练和比赛中为 70 支国家队提供饮用水保障，2023 年旗下品牌“怡宝”成为

了中国足球协会超级联赛的官方饮用水。2024 年 2 月，冠名中国足球超级联赛，同年巴黎奥运会期间，为中国国家队训练提供饮用水保障。2025 年与中国馆国家队续签长期合作协议。未来，公司计划通过建立一个强大的“怡宝”体育营销矩阵来增强与大型赛事的合作机会，通过赞助马拉松赛事，校园跑，戈壁挑战赛，中国家庭帆船赛等赛事，打入不同消费人群，最大化展示产品形象，扩大品牌的国际影响力。

3.4 战略布局优质水源地，积极推进产能最大化

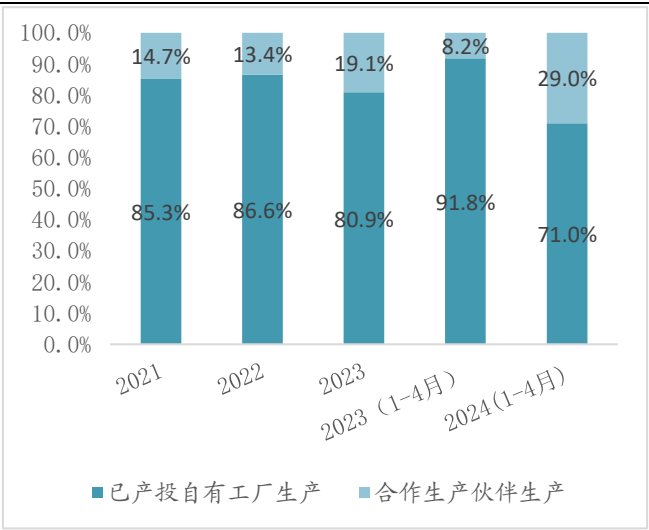
公司自有工厂占比逐渐提升。截至 2024 年 4 月 30 日，公司拥有 13 家已投产的自有工厂、31 合作生产伙伴、61 条自有生产线和 70 条由公司生产伙伴拥有的生产线。2024 年 1-4 月自有工厂贡献迅速提升至 46.4%，合作伙伴比例下降至 53.6%，公司自建产能比重正加速提高，为降低成本和保障品质提供更直接的支撑。

图38 2021-2023 年全年度与 2023/2024 年 1-4 月包装饮用水产量分工



资料来源：公司招股书，HTI

图39 2021-2023 年全年度与 2023/2024 年 1-4 月饮料产品产量分工

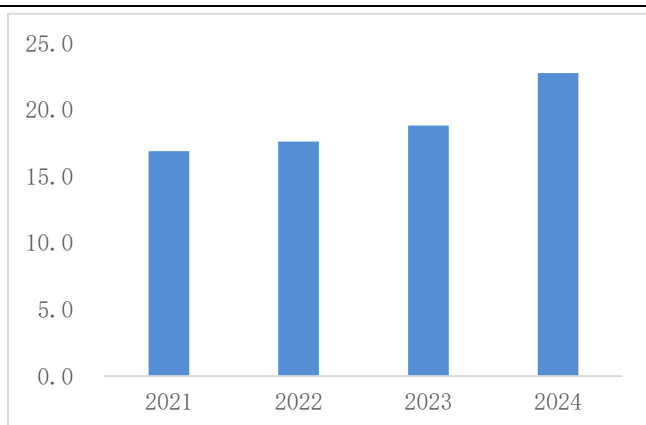


资料来源：公司招股书，HTI

存货周转优于同行，产地扩张助力公司产能增长。华润饮料 2021-2024 年的产能分别为 16.9/17.6/18.8/22.7 百万吨，增长明显。公司过去通过积极探索地理位置优越、紧邻成熟市场和水源区域生产基地，成功覆盖了中国 19 个人口密集的省和直辖市，并实现了 300 至 500 公里半径内对一线城市和新一线城市的全面触及。同时，华润饮料在每个地区的大型工厂附近设置卫星工厂，基地的建立有助于缩短产品运输半径和降低运输成本，从而令产能持续高效释放。c

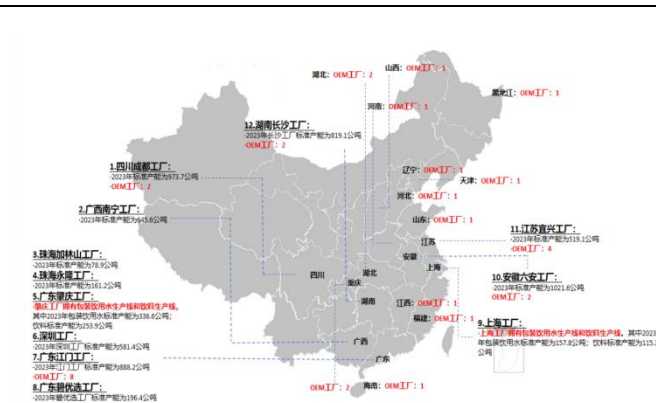
除此之外，公司还采用了严格的库存管理机制，2021/2022/2023/2024 库存周转天数分别为 19.1/24.8/23.6/22.27 天，对比竞争对手处于一个较优的水平，而为提高大规格瓶装水的运输效率，华润饮料于 2022 年设计了上表面具有多个底槽托，下表面配有锥形凹槽的托盘，这不仅增加了大规格桶装水的手持面积，还减少了在运输及堆放过程中桶装或瓶颈受压变形的风险，从而优化了物流效率。

图40 华润饮料 2021-2024 产能 (百万公吨)



资料来源：公司招股书，HTI

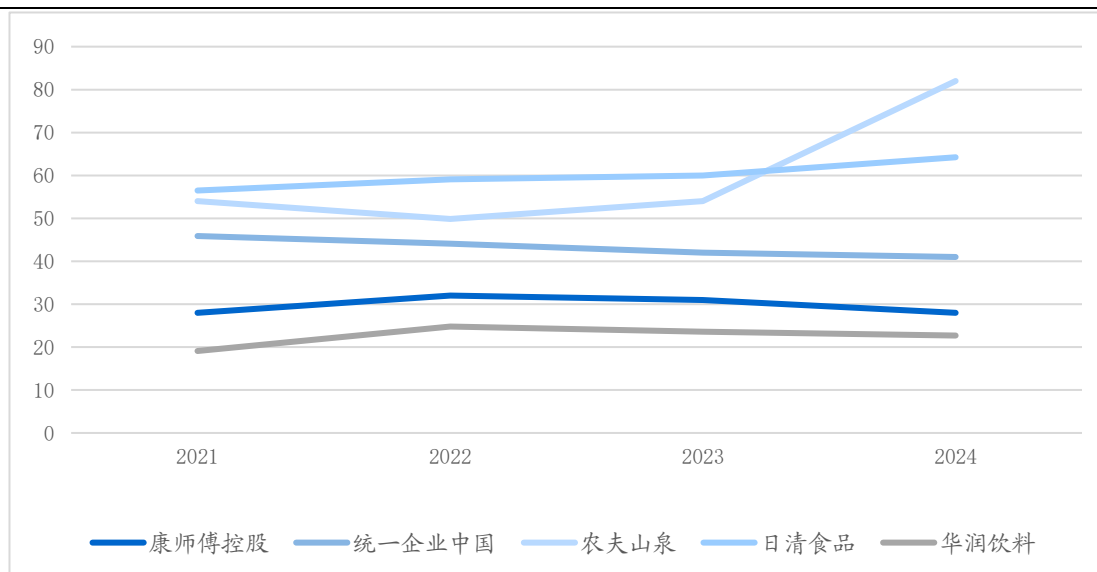
图41 华润饮料自建工厂、OEM 工厂布局



资料来源：公司招股书，华润饮料官网，HTI

注：OEM 工厂数量来自华润怡宝 2020 社会责任报告

图42 公司 2021-2024 存货周转天数（天）



资料来源：公司年报、公司招股书、wind、HTI

公司计划通过扩建自有工厂及打造综合性物流网络来提升产能。展望未来，公司希望通过扩建自有工厂，扩大及改善现有工厂，衍生自有产线和打造综合性物流网络来提升运营效率和利润率。根据 2024 年年报，公司综合产能较 2023 年提升了 21%，并坚持“1+N”战略，在优质水源地及物流枢纽新建 4 家工厂，包括广东万绿湖和福建武夷山两家自有工厂，以及新疆和陕西两家合作工厂。不仅增强了业务发展的区域支撑，还带动了全国产能网络优化。2024 年新增 22 条产线，淘汰 9 条旧线，显著提高了生产自主性与稳定性，降低了整体生产成本。展望未来，公司将继续推进瓶坯等高附加值环节的自有化建设，全面实施全国统一的瓶坯调配与物流方案，打造集水路铁路运输为一体的综合性物流网络，提升公司未来自有仓储库容能力和运营效率。

图43 华润饮料已产投自有工厂的标准产能、产量及利用率

生产工厂	2021年			2022年			2023年			2023年1-4月			2024年1-4月		
	标准产能(千公吨)	实际产量(千公吨)	利用率(%)	标准产能(千公吨)	实际产量(千公吨)	利用率(%)	标准产能(千公吨)	实际产量(千公吨)	利用率(%)	标准产能(千公吨)	实际产量(千公吨)	利用率(%)	标准产能(千公吨)	实际产量(千公吨)	利用率(%)
肇庆工厂															
-包装饮用水	399.2	372.4	93.3	399.2	373.0	93.4	336.6	325.3	96.6	107.2	69.5	64.8	107.2	94.6(2)	88.2(2)
-饮料	114.8	58.2	50.7	164.0	93.7	57.2	253.9	144.1	56.7	79.8	48.1	60.3	68.1(3)	56.0(3)	82.2(3)
上海工厂															
-包装饮用水	157.8	93.5	59.2	157.8	73.4	46.5	157.8	93.7	59.4	50.3	30.4	60.4	50.3	31.9	63.4
-饮料	115.3	64.2	55.7	115.3	74.5	64.6	115.3	72.1	62.5	36.2	29.6	81.8	36.2	31.6	87.3
加林山工厂	78.9	47.5	60.2	78.9	42.7	54.1	78.9	16.6	21.0	25.1	7	27.9	22.1(5)	4.8(5)	21.7(5)
永隆工厂	161.2	88.1	54.6	161.2	82.7	51.3	161.2	77.4	48.0	53.7	23.7	44.1	53.7	21.8	40.6
深圳工厂	552.4	424.4	76.8	590.1	366.5	62.1	581.4	388.5	66.8	197.5	86.8	43.9	184.7(9)	120.8	65.4
江门工厂	882.5	556.6	63.1	882.5	579.3	65.6	888.2	519.7	58.5	282.9	121	42.8	282.9	138	48.8
长沙工厂	819.1	632.3	77.2	819.1	724.6	88.5	819.1	655.5	80.0	260.8	213.5	81.9	373.1(9)	231.4(9)	62
六安工厂	625.2	379.5	60.7	781.6	494.7	63.3	1021.6	640.8	62.7	325.3	192.3	59.1	321.3	214.2	66.7
南宁工厂	563.1	429.9	76.3	563.1	429.3	76.2	645.6	436.0	67.5	184.4	112.8	61.2	298.7(9)	161.3	54
成都工厂	973.7	696.6	71.5	973.7	728.2	74.8	973.7	809.2	83.1	314.1	256.9	81.8	393.3(9)	329.5	83.8
宜兴工厂	-	-	-	-	-	-	519.1	252.3	48.6	32.6	25.8	79.1	478.1	384.4	80.4
河源工厂	-	-	-	-	-	-	196.4	47.6	24.2	-	-	-	220.4	35.3	16
武汉工厂	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	319.6	178.9	56
万绿湖工厂	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
武夷山工厂	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	5443.4	3843.4	70.6	5686.7	4062.7	71.4	6749.0	4478.9	66.4	1949.9	1217.4	62.4	3209.7	2034.5	63.4

资料来源：公司招股书、HTI

图44 华润饮料 2027 年前的工厂扩张计划

工厂名称	产品品类	（预计）投产时间	预计总投资额（人民币百万元）
新建工厂			
重庆工厂	包装饮用水、饮料	2026年	全球发售所得款项的7%^
上海工厂	包装饮用水、饮料	2026年	全球发售所得款项的8%
湖北工厂	包装饮用水、饮料	2026年	全球发售所得款项的8%
浙江工厂	包装饮用水、饮料	2025年	全球发售所得款项的4%
扩建工厂			
宜兴工厂	包装饮用水、饮料	2025年	--
^:于未来三至五年（2024-2027）内，所得款项净额的约30%，即1,417.9百万港元,用于战略性扩张和优化产能，以提高整体供应链效率，包括(i)建设新的自有工厂；及(ii)扩大和改善现有工厂。			

资料来源：公司招股书、HTI

4.2 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 145.4/155.2/165.4 亿元，同比增长 7.5%/6.7%/6.6%；2025-2027 年归母净利润为 19.9/22.3/25.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.83/0.95/1.05 元，同比增长 21.5%/14.5%/10.9%。参考可比公司估值及公司所在市场，我们给予公司 2025 年 20xPE，对应目标价为 18.1 港元（上升空间 37%），首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 4 分项收入分析

分业务收入（百万元）	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
包装饮用水	10818	11906	12447	12124	12351	12510	12562
增速		10.1%	4.5%	-2.6%	1.9%	1.3%	0.4%
小规格瓶装水	6923	7484	7716	7028	7204	7312	7312
增速		8.1%	3.1%	-8.9%	2.5%	1.5%	0.0%
中大规格瓶装水	3469	3962	4243	4607	4653	4699	4746
增速		14.2%	7.1%	8.6%	1.0%	1.0%	1.0%
桶装水	426	459	488	489	494	499	504
增速		7.8%	6.3%	0.2%	1.0%	1.0%	1.0%
饮料	522	717	1068	1397	2188	3008	3982
增速		37.3%	49.0%	30.8%	56.6%	37.5%	32.4%

资料来源：wind， HTI

表 5 可比上市公司估值预测

证券代码	证券简称	收盘价 (原始币种)	PE (倍)		
			2024	2025E	2026E
0322.HK	康师傅控股	12.1	14.14	14.72	13.24
0220.HK	统一企业中国	9.9	16.89	18.07	16.21
9633.HK	农夫山泉	44.9	29.17	32.43	28.51
605499.SH	东鹏饮料	291.2	38.85	33.77	26.48
平均值				24.75	21.11

资料来源：Wind， HTI

注：收盘价为 2025 年 7 月 24 日数据，盈利预测来源于 Wind 一致预期

4. 风险提示

行业竞争加剧，原材料价格波动，食品安全风险。

财务报表分析和预测

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,521	14,538	15,518	16,544
营业成本	(7,124)	(7,822)	(8,245)	(8,690)
毛利	6,397	6,716	7,273	7,854
销售费用	(4,058)	(4,260)	(4,454)	(4,715)
管理费用	(296)	(305)	(326)	(347)
研发费用	(53)	(80)	(93)	(99)
营业利润	1,990	2,071	2,400	2,692
利息收入	168	639	716	774
利息费用	(2)	(16)	(17)	(18)
税前利润	2,224	2,800	3,205	3,554
所得税	(563)	(812)	(929)	(1,031)
归母净利润	1,637	1,988	2,275	2,523

财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力				
ROE	13.8%	14.4%	14.1%	13.5%
毛利率	47.3%	46.2%	46.9%	47.5%
营业利润率	14.7%	14.2%	15.5%	16.3%
销售净利率	12.1%	13.7%	14.7%	15.3%
成长能力				
营业收入增长率	0.0%	7.5%	6.7%	6.6%
营业利润增长率	25.4%	4.1%	15.9%	12.2%
净利润增长率	23.1%	21.5%	14.5%	10.9%
偿债能力				
资产负债率	36.6%	36.5%	33.7%	31.3%
流动比	1.89	1.59	1.67	1.78
速动比	1.01	0.83	0.94	1.07

每股指标与估值	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	0.68	0.83	0.95	1.05
P/E	17.55	14.45	12.62	11.38

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5,701	5,403	6,378	7,617
应收账款	668	677	723	771
存货	504	471	474	500
定期存款	4,947	4,947	4,948	4,948
其他流动资产	141	126	126	126
流动资产合计	11,961	11,625	12,649	13,961
固定资产	5,924	7,442	8,912	10,347
使用权资产	579	614	653	694
其他非流动资产	232	2,123	2,123	2,127
非流动资产合计	6,734	10,180	11,688	13,168
资产总计	18,694	21,804	24,336	27,129
应付账款及票据	3,719	4,732	4,988	5,257
其他应付款	25	20	20	20
合同负债	193	193	194	194
租赁负债	14	16	16	16
流动负债合计	6,322	7,331	7,588	7,857
递延所得税负债	201	350	350	350
租赁负债	25	20	20	20
递延收入	142	111	111	111
长期负债合计	511	624	624	624
负债合计	6,833	7,955	8,212	8,481
股东权益	11,861	13,849	16,125	18,648
负债和股东权益总计	18,694	21,804	24,336	27,129

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
除税前溢利	2224	2800	3205	3554
折旧摊销	559	1,004	1,223	1,436
营运资金变动	(679)	1,037	207	196
其他	(710)	(1,441)	(1,627)	(1,787)
经营活动现金流	1,393	3,400	3,008	3,399
资本支出	(1,985)	(2,559)	(2,731)	(2,912)
其他	(989)	(1,238)	715	770
投资活动现金流	(2,974)	(3,797)	(2,017)	(2,142)
已付利息	(2)	(20)	(17)	(18)
借款变动	(3)	-	-	-
新发股份筹资	5,298	-	-	-
其他	(133)	118	-	-
筹资活动现金流	5,160	98	(17)	(18)
现金净增加额	3,580	(298)	974	1,239
期末现金及等价物	5,701	5,403	6,378	7,617

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 24 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报，HTI

APPENDIX 1

Summary

The position of packaged water taps is stable, and product diversification drives new growth. The company is a leading enterprise in China's packaged drinking water industry and has become the second-largest packaged drinking water and the largest purified drinking water enterprise in China. Its core brand "C'estbon" has maintained the forefront in the purified water market sales for many years, accounting for about 90% of the revenue, laying a solid market foundation. At the same time, the company is in a critical period of transformation from a large single product to a multi-product platform company, and the future performance growth prospect is worth looking forward to.

Medium and large-sized packaged water drives growth, and new beverage products are ready to be launched. The growth rate of the company's medium and large-capacity packaged water products significantly leads the industry. In 2024, the company's packaged water sector achieved operating income of 12.12 billion yuan, of which the revenue from medium and large-sized bottled water accounted for 34.1% of the company's total revenue. From 2021 to 2024, the CAGR of the company's medium and large-sized bottled water / small bottled water / barreled water revenue was 9.9% / 0.5% / 4.8% respectively, and the medium and large-sized bottled water category has become an important growth engine of the company. At the same time, the company is actively enriching the beverage product matrix. Although the revenue proportion of the beverage sector is only about 10%, its prospect is promising. It expands 1L and 1.5L large packages under the Zhiben Qingrun brand; at the same time, it upgrades the taste and brand of categories such as "Moli" and "Fire Coffee". Diversified new products are expected to gradually cultivate the beverage growth curve and drive a more balanced revenue structure.

The production capacity layout continues to improve, and the increase in the proportion of self-built capacity promotes cost optimization, and the gross profit margin is expected to improve. The company has vigorously expanded its production capacity to support the advancement of the nationalization strategy. In recent years, it has built new factories and expanded production lines in core areas such as South China and East China, as well as in Central China, Northwest China and other regions. In 2024, the company added production lines in factories in many places such as Guangdong Wanluhu, Fujian Wuyi Mountain, Xinjiang, Shaanxi, etc., improving the comprehensive production capacity, gradually eliminating regional supply bottlenecks, and making the production capacity coverage more balanced. Through production capacity expansion and production upgrading, the company has accelerated the increase in the proportion of self-built production capacity, reduced dependence on OEM, strengthened cost control, and ensured the consistency of product quality. At the same time, the company optimized the packaging material supply chain, basically completed the layout of self-made bottle blanks, significantly increased the self-sufficiency rate of bottle blanks, and stabilized the raw material price through centralized procurement agreements, thereby further reducing packaging material costs. The callback on the raw material side has effectively reduced the unit cost of products, providing room for the improvement of gross profit margin. With the gradual emergence of economies of scale and supply chain integration, the company's gross profit margin in 2024 increased by about 2.6 percentage points year-on-year to 47.3%. As the economies of scale continue to emerge and supply chain integration deepens in the future, there is still room for further optimization on the cost side, providing support for the company's profitability.

The channel capability is prominent, and both terminal deep cultivation and sinking expansion enhance market penetration. The company has an industry-leading channel network and sales team. As of 2024, it has cooperated with more than 1,000 dealers nationwide, covering more than 2 million terminal retail outlets. The company continues to adhere to the channel strategy of "intensive cultivation and decisive battle at the terminal", focusing on the layout of terminal outlets and the promotion of commercial refrigerators, and the channel control has been further enhanced. The retail terminal coverage rate has significantly increased from 50.6% in 2021 to 77.2% in 2024. In particular, rapid growth has been achieved in e-commerce channels and sinking markets: from 2021 to 2024, the company's terminal outlet coverage rate in domestic third-tier and below cities increased from 51.2% to 57.2%, and it continues to develop new terminal retail outlets and expand channels.

Investment suggestions and profit forecasts. We expect the company's revenue from 2025 to 2027 to be 14.54 billion yuan, 15.52 billion yuan and 16.54 billion yuan respectively, with a year-on-year growth of 7.5%, 6.7% and 6.6%; the expected net profit attributable to shareholders from 2025 to 2027 is 1.99 billion yuan, 2.23 billion yuan and 2.52 billion yuan, corresponding to EPS of 0.83 yuan, 0.95 yuan and 1.05 yuan respectively, with a year-on-year growth of 21.5%, 14.5% and 10.9%. Referring to the valuation of comparable companies and the market where the company is located, we give the company a 20x PE in 2025, corresponding to a target price of HK\$18.1 (with an upside potential of 38%), and give a "Outperform" rating for the first coverage.

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

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

Although the packaging material is plastic, company is continuously exploring degradable materials.

Social:

Some factories are located in underdeveloped areas, bringing employment opportunities to the localities.

Governance:

The company has good governance.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，肖韦俐，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Weili Xiao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，闻宏伟，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

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

	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%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	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.

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
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,
as of March 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%

Haitong International Equity Research Ratings Distribution,
as of December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	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

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（“HSIPL”）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。HSIPL 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 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA)

Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

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

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

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。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”。

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>
