

# 茶百道 Sichuan Baicha Baidao Industrial (2555 HK)

首次覆盖：产品创新驱动业务优化，改革成效已然显现

Product Innovation Driving Business Optimization, Reformation Results Witnessed: 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\$6.72                |
| 目标价                                                         | HK\$9.30                |
| HTI ESG                                                     | 4.6-4.6-5.0             |
| E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments) |                         |
| 市值                                                          | HK\$9.93bn / US\$1.28bn |
| 日交易额 (3 个月均值)                                               | US\$2.29mn              |
| 发行股票数目                                                      | 1,478mn                 |
| 自由流通股 (%)                                                   | 15%                     |
| 1 年股价最高最低值                                                  | HK\$11.60-HK\$6.72      |
| 注：现价 HK\$6.72 为 2025 年 11 月 21 日收盘价                         |                         |



资料来源：Factset

|               |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|
|               | 1mth   | 3mth   | 12mth  |
| 绝对值           | -15.0% | -25.7% | -19.7% |
| 绝对值 (美元)      | -15.2% | -25.5% | -19.7% |
| 相对 MSCI China | -12.0% | -29.5% | -51.0% |

|                   |         |         |         |         |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Rmb mn            | Dec-24A | Dec-25E | Dec-26E | Dec-27E |
| Revenue           | 4,918   | 5,588   | 6,005   | 6,548   |
| Revenue (+/-)     | -14%    | 14%     | 7%      | 9%      |
| Net profit        | 645     | 836     | 953     | 1,080   |
| Net profit (+/-)  | -49%    | 30%     | 14%     | 13%     |
| Diluted EPS (Rmb) | 0.46    | 0.57    | 0.65    | 0.73    |
| GPM               | 31.2%   | 32.9%   | 33.0%   | 33.1%   |
| ROE               | 12.0%   | 19.2%   | 20.7%   | 21.9%   |
| P/E               | 13      | 11      | 10      | 9       |

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**茶百道：源起天府之国，融入百家日常。**茶百道是中国领先的现制茶饮品牌，由王霄锐 2008 年创立于四川成都。截至 1H25，茶百道全球门店数已达 8465 间，其中国内 8444 间，遍布各省份各线城市；海外 21 间，已进入多个国家和地区。根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，茶百道是中国第三大现制茶饮店品牌，市场份额 8%；若按价格带划分，茶百道是中国第二大大众现制茶饮店品牌，市场份额 15.6%。

**产品创新主导，业务逻辑重塑。**（1）内外因素推动下转入调整周期：中国现制饮品行业头部企业在进入 2024 年后整体进入调整阶段，尽管头部企业整体市占率仍在提升，但增速已有所放缓。其中，茶百道在内外因素推动下，业绩于 2024 年短暂下行，随后通过业务端全面优化调整，在 1H25 实现重归正轨。（2）围绕产品能力重构业务体系：①**研发**：研发团队增设为双团队赛马，不断提升推新速度，1H25 实现上新 55 款，远超 2024 年同期的 21 款；将研发模式由供给驱动转向需求驱动，整合三方平台+私域会员+咨询机构数据，挖掘消费者偏好并落地对应产品。②**营销**：从被动传播转向主动发力，2024 年开始逐渐增强广宣费用投放；在增加整体投入的同时，通过持续提升精准营销能力，加强沉睡用户唤醒以提升复购频率。③**运营**：优化存量加盟商，发放针对性补贴鼓励老加盟商加密或在县域开新店、好店，实现门店网络加密并下沉，通过优化投资门槛和门店运营在 1H25 实现门店模型显著改善，回本周期较 2024 年缩短约 1-2 个月。④**供应链**：物流方面，绝大部分门店实现次日达，80%门店实现水果统配；生产方面，原材料自产范围已从包材拓展到茶叶。茶百道在各业务环节不断优化改善，且相关工作在 2025 年已初见成效，推动公司基本面见底回升，未来仍有持续改善空间。

**财务预测及估值。**2025 年外卖补贴导致同店有高基数效应，随补贴力度逐渐退坡，预计 2026 年同店增长有一定压力，但茶百道可通过扩展渠道（如部分特价外卖渠道）、拓展品类（如咖啡品类）、扩大价格带（如更低价格带给特价渠道，更高品质品类到堂食），增加上新频次和营销等方式提升同店和单店。此外，近期落地的社保和税费相关政策预计将推动行业发展更规范化、可持续化，合规性更强的头部品牌有望受益行业出清，获取更高市场份额。基于以上分析与判断，我们预计公司 2025-27 年收入各 55.9/60.0/65.5 亿元，经调净利各 8.4/9.5/10.8 亿元。参考公司 2026 年预期增速，以及行业平均估值水平，给予茶百道 2025 年 15XPE 估值，对应目标价 9.3 港元（对应汇率为 HKD/CNY=0.91）。首次覆盖给予优于大市评级。

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

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

李一腾 Yiteng Li  
yt.li@htisec.com

刘坤钰 Kunyu Liu  
ky.liu@htisec.com

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)

1. 茶百道：源起天府之国，融入百家日常

茶百道是中国领先的现制茶饮品牌，由王霄锬 2008 年创立于被誉为“天府之国”的四川成都，多年来秉持着“好茶为底，制造新鲜”的品牌理念，以“做人人都喜爱的日常饮品”为品牌使命，从成都逐渐走向全国各地。截至 1H25，茶百道全球门店数已达 8465 间，其中国内 8444 间，遍布各省份各线城市；海外 21 间，已进入韩国、马来西亚、泰国、澳大利亚、西班牙和中国香港。根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，茶百道是中国第三大现制茶饮店品牌，市场份额 8%；若按价格带划分，茶百道是中国第二大大众现制茶饮店品牌，市场份额 15.6%。

表 1 按 GMV 计的中国现制茶饮店品牌排名（2023）

| 品牌   | GMV（亿元） | 市场份额（%） |
|------|---------|---------|
| 蜜雪冰城 | 427     | 20.2    |
| 古茗   | 192     | 9.1     |
| 茶百道  | 169     | 8.0     |
| 霸王茶姬 | 105     | 5.0     |
| 沪上阿姨 | 97      | 4.6     |
| 小计   | 990     | 46.8    |
| 总计   | 2115    | 100     |

资料来源：灼识咨询，HTI

表 2 按 GMV 计的中国大众现制茶饮店品牌排名（2023）

| 品牌      | GMV（亿元） | 市场份额（%） |
|---------|---------|---------|
| 古茗      | 192     | 17.7    |
| 茶百道     | 169     | 15.6    |
| 霸王茶姬    | 105     | 9.7     |
| 沪上阿姨    | 97      | 8.9     |
| CoCo 都可 | 87      | 8.0     |
| 小计      | 650     | 59.9    |
| 总计      | 1086    | 100     |

资料来源：灼识咨询，HTI

截至 1H25 末，茶百道董事会共 8 人，其中包括 4 位执行董事，1 位非执行董事，3 位独立非执行董事。执行董事包括公司创始人王霄锬；2016 年加入公司，分管各级营运中心的总经理汪红学；2013 年加入公司，分管综合中心的副总经理戴利，以及 2018 年加入公司的法律及内控中心总监陈克远。非执行董事陈达为公司上市前融资方——兰馨亚洲投资集团（ORCHID ASIA）董事总经理。

表 3 茶百道董事及高级管理层（1H25）

| 姓名  | 年龄 | 加入公司时间      | 职位           | 履历及职责                                 |
|-----|----|-------------|--------------|---------------------------------------|
| 王霄锬 | 42 | 2007 年 12 月 | 董事长兼执行董事     | 公司创始人，负责公司发展战略和业务计划                   |
| 汪红学 | 33 | 2016 年 6 月  | 执行董事兼总经理     | 先后担任公司运营总监、副总经理（营运中心）、总经理，现分管营运中心     |
| 戴利  | 38 | 2013 年 4 月  | 执行董事兼副总经理    | 先后担任公司门店经理、供应链负责人、数字化负责人，现分管综合中心      |
| 陈克远 | 48 | 2018 年 7 月  | 执行董事兼法律及内控总监 | 曾任多家公司财务方面职位，负责公司法律及内部控制事宜            |
| 陈达  | 42 | 2023 年 5 月  | 非执行董事        | 公司上市前融资方——兰馨亚洲投资集团（ORCHID ASIA）董事总经理  |
| 杨志达 | 55 | 2023 年 8 月  | 独立非执行董事      | 在审计、融资及会计行业拥有超 30 年经验，曾任香港独立非执行董事协会会长 |
| 唐勇  | 48 | 2023 年 8 月  | 独立非执行董事      | 西华大学食品产业融合创新中心主任，食品与生物工程学院教授          |
| 程丽  | 64 | 2023 年 8 月  | 独立非执行董事      | 通商律師事務所高級合夥人                          |
| 张睿  | 46 | 2022 年 3 月  | 副总经理         | 曾任上海连尚网络科技有限公司合伙人，现分管公司数字化中心          |
| 蒋能  | 42 | 2024 年 8 月  | 财务负责人        | 曾在多家公司担任财务相关职务                        |
| 易瑞  | 34 | 2022 年 10 月 | 副总经理         | 曾在滴滴、联合利华等公司任品牌方面职务，现分管公司品牌市场中心       |
| 王峰  | 45 | 2023 年 5 月  | 副总经理         | 曾在蒙牛、可口可乐等公司任供应链方面职务，现分管公司供应链中心       |
| 薛曾辉 | 35 | 2021 年 11 月 | 董事会秘书        | 曾在多家上市公司担任证券事务方面职务                    |

资料来源：公司财报，HTI

在 2024 年 4 月完成香港上市后，公司创始人王霄锟和刘洧宏（双方为配偶关系）直接持有 21.4%股份，并间接控制持有 60.9%股份的恒盛合瑞（双方持有约 84.9%权益）和持有 0.4%股份的同创共进（员工激励平台，王霄锟作为唯一普通合伙人控制），实现控制约 82.7%的投票权。全球发售完成后，公司管理层（包括 2023 年 8 月辞任公司执行董事，但目前仍在公司内担任其他职务的古计林；以及员工激励平台同创共进）共持有约 85%股份，上市前融资投资人兰馨亚洲、正心谷、草根知本、番茄资本和中金资本共持有约 5%股份，公众股东（持有上市新发行股份）共持有约 10%股份。

表 4 茶百道全球发售完成后股权结构（2024/4/23）

| 股东            | 股数（万股） | 占比    | 备注                                                                    |
|---------------|--------|-------|-----------------------------------------------------------------------|
| 恒盛合瑞          | 90000  | 60.9% | 王霄锟及刘洧宏共持有 84.9%权益，戴利持有 7.8%权益，汪红学持有 3.8%权益，古计林持有 2.2%权益，陈克远持有 1.3%权益 |
| 王霄锟           | 23960  | 16.2% | 公司创始人，董事长兼执行董事，刘洧宏的配偶                                                 |
| 刘洧宏           | 7640   | 5.2%  | 公司创始人，监事，王霄锟的配偶                                                       |
| 同创共进          | 639    | 0.4%  | 员工激励平台，王霄锟作为唯一普通合伙人控制                                                 |
| 戴利            | 1751   | 1.2%  | 公司执行董事兼副总经理                                                           |
| 汪红学           | 851    | 0.6%  | 公司执行董事兼总经理                                                            |
| 古计林           | 500    | 0.3%  | 2023 年 8 月辞任公司执行董事，目前仍担任其他职务                                          |
| 陈克远           | 299    | 0.2%  | 公司执行董事兼法律及内控总监                                                        |
| Tower Quality | 6061   | 4.1%  | 兰馨亚洲控股公司                                                              |
| 正心谷檀英         | 227    | 0.2%  | 正心谷控股公司                                                               |
| 苏州悦享          | 303    | 0.2%  | 正心谷控股公司                                                               |
| 新津升望          | 379    | 0.3%  | 草根知本控股公司                                                              |
| 黄西红柿有限合伙      | 227    | 0.2%  | 番茄资本控股公司                                                              |
| 中金同富          | 152    | 0.1%  | 中金资本控股公司                                                              |
| 公众股东          | 14776  | 10.0% | 上市新发行股份                                                               |
| 总计            | 147763 | 100%  |                                                                       |

资料来源：公司招股书，HTI

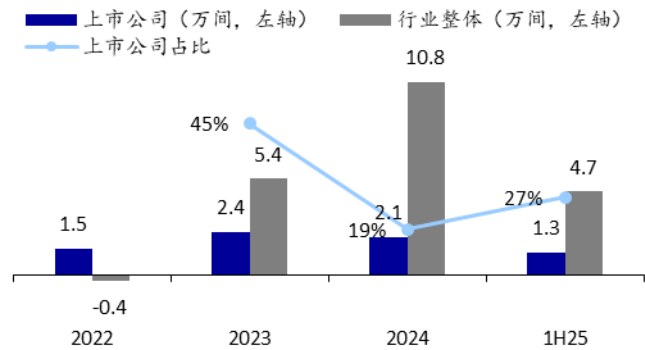
2. 产品创新主导，业务逻辑重塑

在近期行业头部普遍经历业务优化调整的大背景下，茶百道通过以产品创新为主导，（1）在研发上从供给为导向转向需求为导向，接连推出多款爆品；（2）在营销上从被动传播到主动发力，并持续提升精准营销能力；（3）在运营上主动优化加盟体系，改善门店表现；（4）在供应链上提升水果统配和原材料自主生产能力；实现各业务环节不断优化改善，且相关工作在 2025 年已初见成效，推动公司基本面见底回升。

2.1 内外因素推动下转入调整周期

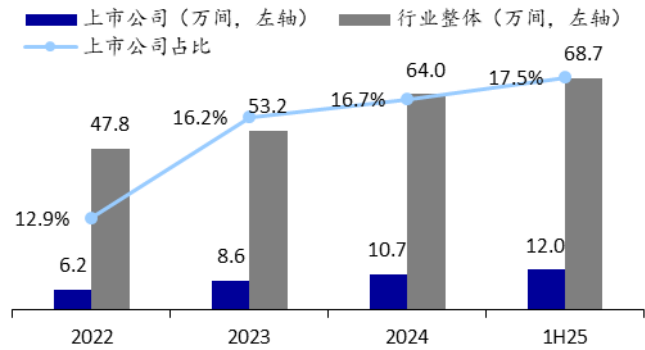
中国头部现制饮品企业在 2024 年普遍进入高速增长后的调整周期。中国现制饮品行业头部企业在 2024 年前通过加盟模式快速扩张门店抢占市场份额，进入 2024 年后，尽管头部市占率仍在提升，但增速有所放缓，整体进入调整阶段。根据各公司招股书、财报和久谦数据，2023 年，中国现制饮品行业主要上市公司（包括瑞幸咖啡、星巴克、蜜雪集团、古茗、沪上阿姨、茶百道、霸王茶姬和奈雪的茶）净开门店数占当年行业整体的 45%，以门店数计的市场份额同比提升 3.3pct 至 16.2%，高于 2024 年 /1H25 同比提升的各 0.5/0.8pct。调整阶段期间，各公司普遍加强“内功”修炼，持续提升门店运营及供应链能力；并积极探索轻乳茶、果蔬汁等新兴品类，推动市场产品丰富度不断增强。

图1 中国现制饮品行业门店增长（万间，2022-1H25）



资料来源：各公司招股书，各公司财报，久谦，HTI  
注：上市公司包括瑞幸咖啡、星巴克、蜜雪集团、古茗、沪上阿姨、茶百道、霸王茶姬、奈雪的茶。

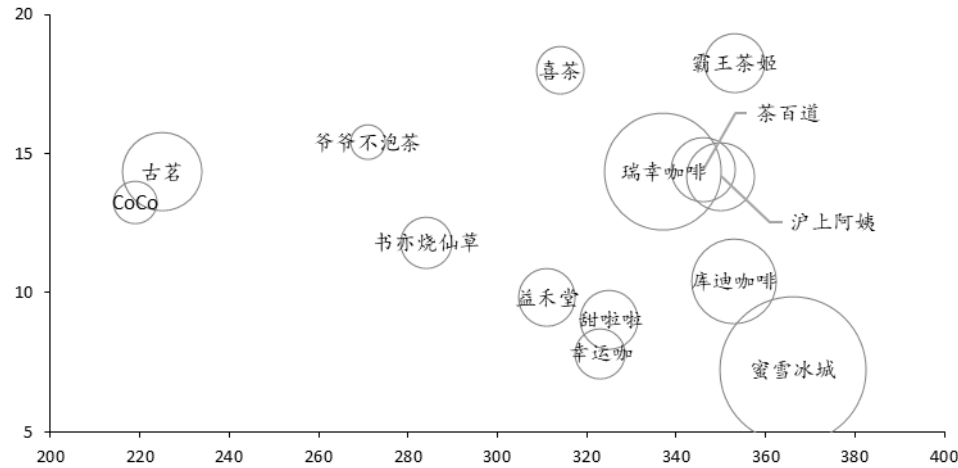
图2 中国现制饮品行业门店总数（万间，2022-1H25）



资料来源：各公司招股书，各公司财报，久谦，HTI  
注：上市公司包括瑞幸咖啡、星巴克、蜜雪集团、古茗、沪上阿姨、茶百道、霸王茶姬、奈雪的茶。

**中价赛道竞争尤为激烈。**对比高价现制饮品，中价饮品普遍采用加盟模式，门店模型更灵活，具备强大的扩张能力，能够在短期内更快实现规模效应，占领市场。对比低价饮品，中价饮品有更高的客单价，从而确保了相对稳定的盈利水平，覆盖更广大市场以及更多消费者。根据灼识咨询的数据，2023年中价现制饮品零售额规模占比为46.2%，为三个梯队中最大。相比于高、低价市场，中价现制饮品品牌百花齐放，不时出现黑马品牌携带新品类高调崛起，连锁化率不断提升，但至今行业绝对龙头尚未形成。在门店数量端，头部品牌如瑞幸咖啡、库迪咖啡、古茗门店数破万间，沪上阿姨、茶百道、星巴克等门店数近万间。

图3 中国部分现制饮品品牌概况

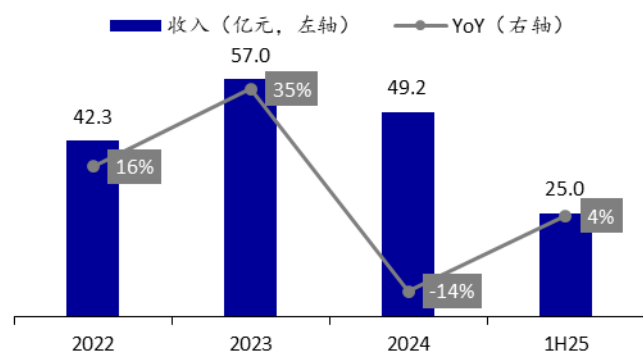


资料来源：窄门餐眼，HTI  
注：窄门餐眼数据截至2025年9月20日；气泡大小为门店数量（间），横轴为覆盖城市数量（个），纵轴为人均消费（元）。

**经营表现企稳回升，公司调整初见成效。**在经历连续多年的高速增长后，茶百道2024年收入利润均出现下滑，期内收入49.2亿元，同比下降14%，经调净利6.4亿元，同比下降49%。其中，既有外部行业竞争加剧的外因影响，也有内部加盟商监督不够严格导致出现食安舆情原因。2024年至今，公司就业务做了诸多调整，在1H25已经初见成效，期内收入25亿元，同比增长4%，经调净利3.4亿元，因为1Q24高基数原因同比仍有14%下降，但整体趋势已呈见底回升之势。

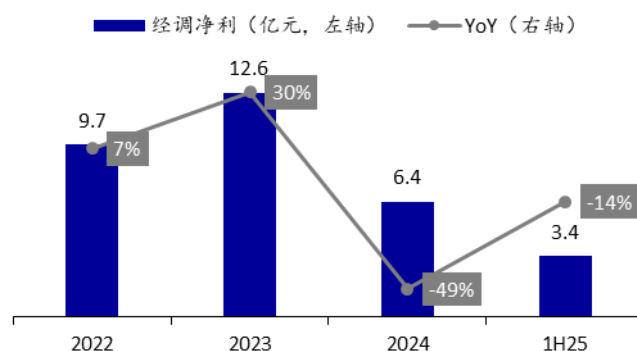


图4 茶百道收入及增速（2022-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图5 茶百道经调净利及增速（2022-1H25）

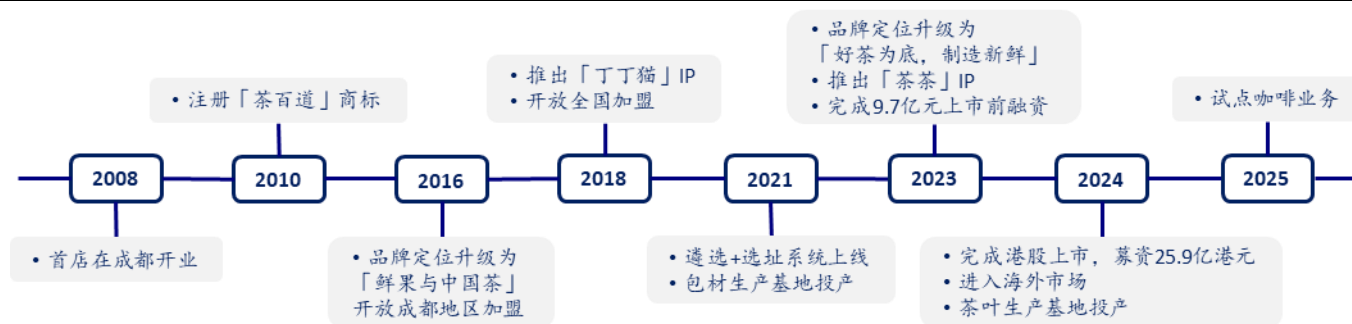


资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

## 2.2 围绕产品能力重构业务体系

历经行业早期时代，抓住历史机遇迅速扩张。茶百道首店 2008 年开设于四川成都，在行业主流产品尚以粉末茶为主的早期时代，就凭借「牛奶烧仙草」和「提拉米苏冰沙」等产品在成都地区火爆。2015 年前后，随鲜果茶品类崛起，茶百道顺应行业发展趋势，于 2016 年将品牌定位升级为「鲜果与中国茶」。2020 年新冠疫情爆发后，现制饮品消费渠道加速向线上切换，茶百道凭借着此前积累的成熟经验，和低门槛的小店模型，通过加盟模式迅速扩大门店规模，由 2019 年的 500 余间，迅速增长至 2020 年的 2000 余间，到 2021 年已突破 5000 间。2023 年，随着轻乳茶品类崛起，公司再次将品牌定位升级为「好茶为底，制造新鲜」，并于同年完成 9.7 亿元融资。2024 年，茶百道完成港股上市，募资 25.9 亿港元，门店数到年末已突破 8000 间。

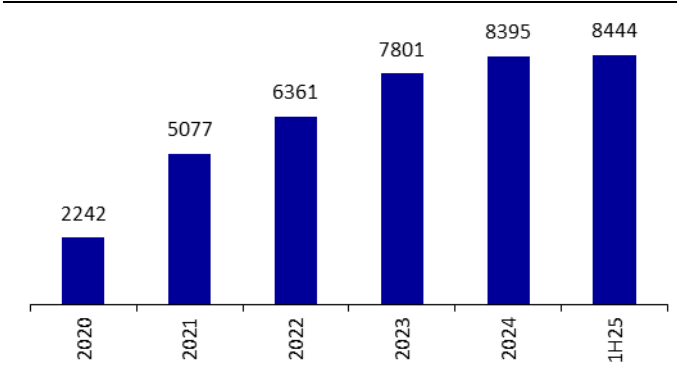
图6 茶百道发展历程（2008-2025）



资料来源：公司招股书，公司财报，餐饮新连锁，野马财经，HTI

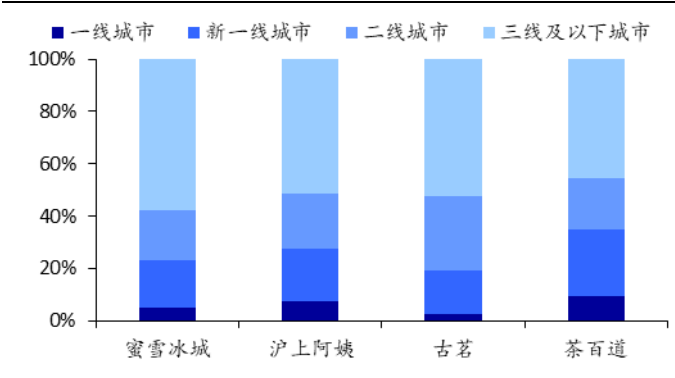
**业务能力提升以创新产品为主导。**截至 1H25，茶百道一线/新一线/二线/三线及以下城市门店占比各 9%/25%/20%/45%，二线及以上城市门店占比超过一半，且高于其他主要现制茶饮品牌。由于中高线城市中价格带消费者需要在确保高质价比的同时，满足一定的尝鲜需求，对品牌产品创新能力的要求更高，因此茶百道在面对本轮行业调整周期时，更注重以产品创新为主导推动各项业务能力提升。

图7 茶百道国内门店数量（间，2020-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图8 现制茶饮品牌国内门店按城市线级分布（1H25）



资料来源：各公司财报，HTI

**持续调整研发、营销、运营、供应链策略。**2024 年至今，除对产品创新影响最为直接的研发策略外，茶百道在营销、运营和供应链策略上都做做出了一定调整。具体看，研发策略由此前的供给为导向，根据供应链能提供的原材料开发产品；调整为以需求为导向，通过内外部数据支持发掘消费者偏好，并开发针对性产品。营销策略由被动转向主动，强化新品曝光和精准营销能力。运营策略由全国化扩张转向主动优化加盟体系，让加盟商和公司将更多精力投入在面向消费者的环节，强化新品落地效果，提升门店回报水平。供应链方面，由此前以仓储物流网络建设为主，转为开始同步迅速提升水果统配和原材料自主生产能力，以更好满足产品创新及推广需求。

表 5 茶百道业务调整

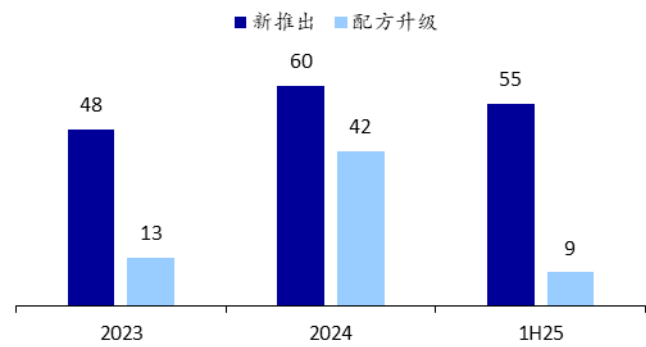
|     | 调整前                                                  | 调整后                                            |
|-----|------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 研发  | 以供给为导向<br>供应链决定产品研发方向                                | 以需求为导向<br>整合内外部数据发掘消费者偏好                       |
| 营销  | 重视品牌形象建设<br>主要通过门店和产品触达消费者<br>全国统一的营销策略<br>依赖消费者自发传播 | 重视激活非活跃会员<br>通过全渠道触达消费者<br>分渠道精准营销<br>加大主动营销投入 |
| 运营  | 全国化扩张                                                | 主动优化加盟体系，鼓励老加盟商开多店<br>业务体系将更多精力投入在面向消费者的环节     |
| 供应链 | 主要围绕仓储物流                                             | 迅速提升水果统配能力<br>持续扩展原材料自产范围                      |

资料来源：HTI

（1）研发：从供给为导向转向需求为导向，不断推出爆款产品

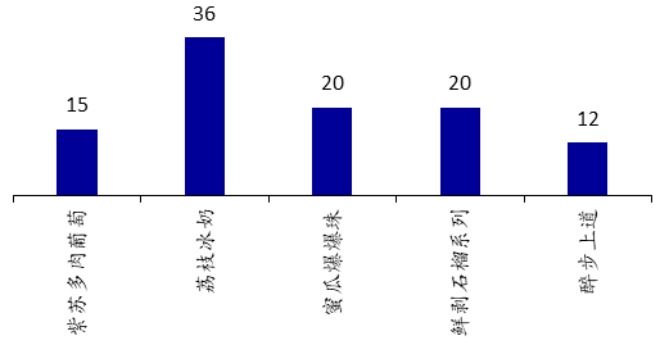
通过研发策略调整，茶百道实现推新速度、质量双增。推新速度方面，茶百道通过将此前的一个研发团队增设为两个团队赛马，推动国内市场新推产品和配方升级速度不断提升，在 2023 年实现产品上新 48 款，配方升级 13 款的基础上；2024 年提升至上新 60 款，配方升级 42 款；并在 1H25 再次增至上新 55 款，配方升级 9 款（1H24 上新 21 款，配方升级 9 款）。推新质量方面，茶百道通过将研发模式由以往的供给驱动，供应链决定产品研发方向，转向需求驱动，整合三方平台+私域会员+咨询机构数据，挖掘消费者偏好并落地对应产品，2025 年至今实现推出荔枝冰奶等多款爆款产品，1H 新品杯量占比约 28%，远超此前约 10%的水平。

图9 茶百道新推出及配方升级产品数量（款，2023-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图10 茶百道部分新品首日销量（万杯）



资料来源：南方都市报，红餐网，青瞳视角，HTI

(2) 营销：从被动传播到主动发力，精准度持续提升

2016 年确立「鲜果与中国茶」定位后，茶百道已在逐步推进品牌建设，对产品组合、门店设计、品牌形象进行升级改造。2018 年起，公司开始在门店做减法，装修风格转向简约，同时以“闭着眼睛点，杯杯不踩雷”为目标，围绕茉莉奶绿、杨枝甘露、豆乳玉麒麟等爆款将门店 SKU 精简为 25 个，并推出「丁丁猫」形象，强化茶百道的品牌形象。2023 年，茶百道再次提出「好茶为底，制造新鲜」的全新品牌定位，推出全新 IP 形象「茶茶」，升级茶底品质并启动旗舰店建设，持续增强消费者对茶百道的品牌认知。

图11 茶百道门店设计



资料来源：公司招股书，HTI

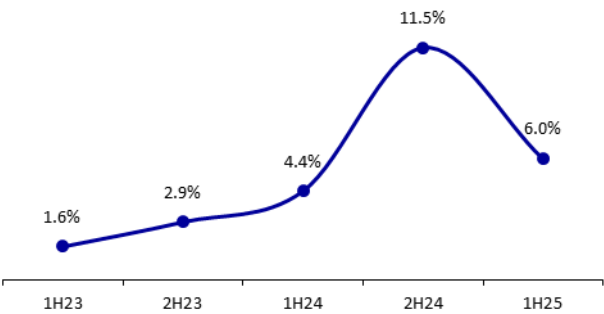
图12 茶百道品牌 IP「茶茶」



资料来源：公司招股书，HTI

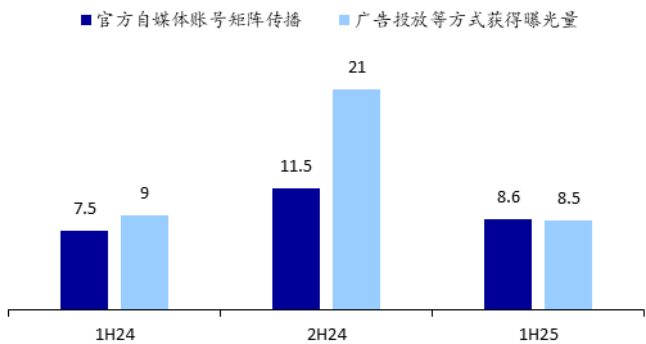
2024 年以前，茶百道营销主要围绕品牌视觉建设，更多依赖门店和产品的自然触达以及消费者自发传播，广宣费用投放较少，销售费用率长期维持在约 1%-2%。2024 年开始，公司逐渐增强广宣力度，加强费用投放，1H24 营销费用率提升至 4.4%，2H24 进一步提升至 11.5%，1H25 回落至 6%，但从历史看仍处于相对高位。相关费用投放的增加拉动茶百道品牌主动曝光能力显著增强，1H24/2H24/1H25 官方自媒体账号矩阵传播各约 7.5/11.5/8.6 亿次，广告投放等方式获得曝光量各 9/21/8.5 亿次。

图13 茶百道销售费用率（1H23-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图14 茶百道主动营销曝光量（亿次，1H24-1H25）

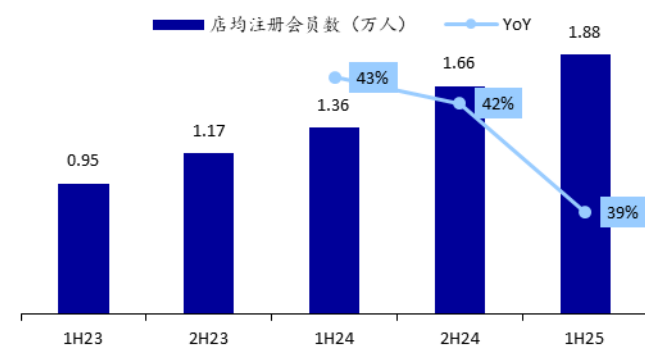


资料来源：公司财报，HTI

通过增加主动营销投放，茶百道既提升了品牌触达能力，也加快了品牌话题的被动传播速度。自 2021 年 2 月推出会员计划以来，公司会员体系迅速扩张，截至 1H25 末茶百道累计注册会员数已达 1.6 亿人，同比增长 40%；店均注册会员数达 1.88 万人，同比增长 39%。茶百道品牌相关主要话题于主流社交公众信息平台（如微博、抖音、小红书、快手等）阅读/播放量累计达 204 亿次，环比增长 55 亿次。

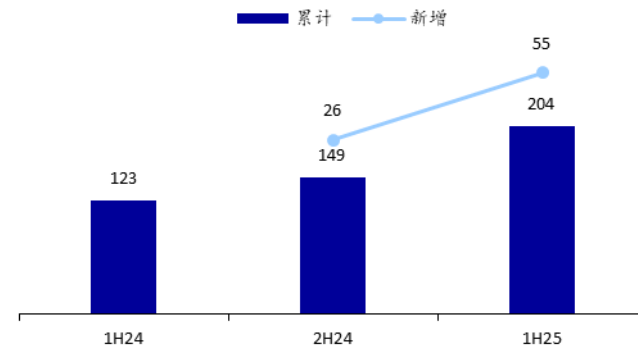


图15 茶百道店均注册会员数及增速（1H23-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图16 茶百道品牌话题社媒传播量（亿次，2022-1H25）



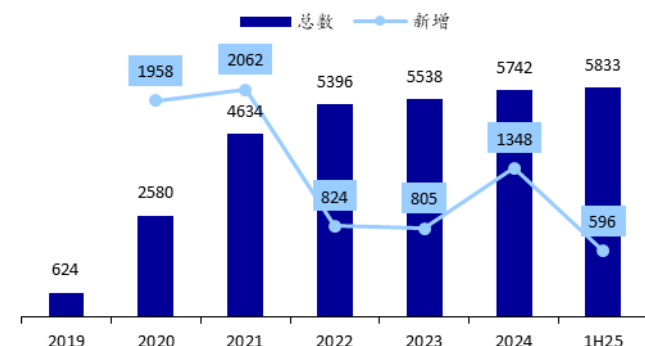
资料来源：公司财报，HTI

茶百道依托庞大的会员体系持续增强消费者洞察，包括于2024年6月末上线微信及支付宝小程序外卖业务，推动消费者画像不断丰富，为公司实现精准营销体系奠定了基础。4Q24开始，茶百道资源更多向渠道营销倾斜，营销策略由以往的全国统一转向分区域制定，并在2025年根据人群、地域等差异推出更具针对性的营销活动，比如根据消费者过往偏好在私域或小程序发放指定产品的优惠券，以唤醒沉睡用户，提升复购频率。未来，茶百道将通过搭建区域营销工作台和店铺营销工具系统，为区域及门店赋予更多自主营销能力，持续提升营销精准度。

### （3）门店运营：优化加盟体系，推升开店回报

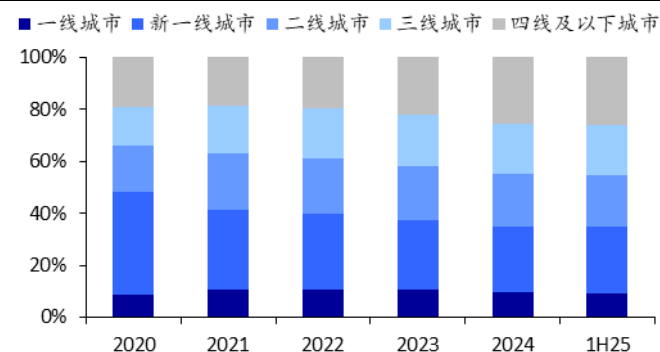
茶百道对门店的调整主要围绕优化加盟体系和提升门店回报展开。加盟体系方面，茶百道在创立初期就已开始运营加盟业务，截至1H25末在国内拥有加盟门店8430间，加盟商5833个，拥有丰富的加盟商管理经验。在经历加盟商数量连续数年的快速增长后，公司自2023年开始对存量加盟商做优化，主动淘汰部分能力不足的加盟商，并通过针对性补贴政策鼓励有能力的老加盟商在现有点位周边加密或在县域开多店、好店，实现门店网络加密并下沉。

图17 茶百道加盟商总数及净增（个，2019-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图18 茶百道门店在不同线级城市分布（2020-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

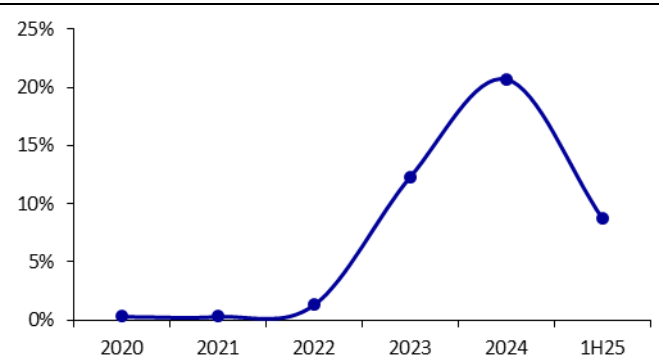
表 6 茶百道补贴政策（2H25）

| 老加盟商补贴                                                                                                        |                    |                        |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------|------------------------|
| ①已有门店 1 千米内复店免 9 万元加盟费。<br>②签约前持店数 2 至 9 家，补贴 2 万元物料，签约前持店数 10 家及以上，补贴 4 万元物料。<br>③老加盟商推荐新加盟商开店成功，补贴 5000 元物料 |                    |                        |
| 县城开店补贴                                                                                                        |                    |                        |
| 签约门店                                                                                                          | 硬装补贴               | 租金补贴                   |
| 第一间门店                                                                                                         | 硬装费用补贴 30%，最高 3 万元 |                        |
| 第二间及以上门店                                                                                                      | 硬装费用补贴 30%，最高 3 万元 | 首年租金补贴 30%，最高 3000 元/月 |
| 县城优质店                                                                                                         | 硬装费用补贴 50%，最高 5 万元 | 首年租金补贴 50%，最高 5000 元/月 |
| 指定省份装修补贴                                                                                                      |                    |                        |
| 四川、重庆、贵州、云南、北京、天津、河北、山东、陕西新店签约硬装费用补贴 30%，最高 3 万元                                                              |                    |                        |
| 势能门店补贴                                                                                                        |                    |                        |
| 免 9 万元加盟费，装修补贴最高 5 万元，租金补贴最高 6 万元，原物料补贴最高 4 万元等                                                               |                    |                        |

资料来源：HTI  
注：1、县城优质店指符合茶百道选址及规范要求的区域商圈 A 类点位；2、补贴以原物料点券形式发放。3.指定省份装修补贴与县城开店补贴不可重复申请。

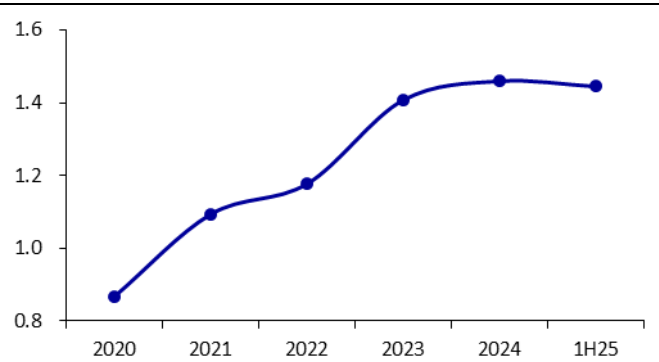
2023 年至 1H25 期间，尽管公司加盟商流失率持续维持高位，但 1H25 同比已有所改善，且加盟商总数仍维持净增长；同期，加盟商平均运营门店数呈逐渐提升趋势，1H25 平均每位加盟商运营约 1.4 间门店。

图19 茶百道加盟商流失率（2020-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图20 茶百道加盟商平均运营门店数（间，2020-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

除国内调整外，茶百道在海外持续开拓新市场，打开公司门店增长天花板。截至 1H25，公司在海外共设有 27 间门店，已进入韩国、马来西亚、泰国、澳大利亚、西班牙和中国香港区域。公司将在海外稳扎稳打，保障单店运营质量和品牌长期价值的同时，在重点市场加速扩张门店网络。

**门店回报方面**，茶百道通过分期付款降低加盟投资门槛，实现风险共担；并通过多种手段改善门店运营，并优化回报模型。2025 年以来，茶百道推出了多项全新加盟政策，通过扩大分期付款范围降低加盟商开店的启动资金。其中加盟费 9 万元可全部分期，经营满 12 个月收取 2 万元，满 24 个月收取 4 万元，满 36 个月收取 3 万元；设备费 12 万元需一次性支付 7.5 万元，分期支付 4.5 万元。综合考虑各项费用，加盟商 32 万元建店费用中（不含租金、装让费等），仅需一次性支付给公司 18.5 万元，可分期支付 13.5 万元。

表 7 茶百道加盟投资政策（2H25）

| 项目  | 启动资金   | 分期付款   | 合计付款 | 优惠政策                                                     |
|-----|--------|--------|------|----------------------------------------------------------|
| 加盟费 |        | 9 万    | 9 万  | 分期三年支付，经营满 12 个月收取 2 万元<br>满 24 个月收取 4 万元，满 36 个月收取 3 万元 |
| 设备费 | 7.5 万  | 4.5 万  | 12 万 | 5 万元不可分期，2.5 万元首付<br>4.5 万元分期，2 年免息，前 6 个月免供，余款分 18 期    |
| 装修费 | 10 万   |        | 10 万 | 部分区域可享受最高 5 万元补贴<br>以原物料点券形式发放                           |
| 保证金 | 1 万    |        | 1 万  | 运营管理保证金 1 万可退还<br>综合运营服务费 1 万（首年 7 折）                    |
| 合计  | 18.5 万 | 13.5 万 | 32 万 |                                                          |

资料来源：公司官网，HTI

目前，茶百道设有智能选址、门店管理、饮品制作、自动补货、巡检巡查等多个数字化系统，其中很多是近期推出或优化，以帮助公司业务体系将更多精力投入在面向客户的环节。比如智能补货系统根据门店销售情况为加盟商提供采购建议，优化订货时间；巡检巡查系统通过 AI 自动识图优化巡店环节，让督导有更多精力投入在门店帮扶上；智能奶茶机结合新品更优化的 SOP 提升出杯速度和稳定性等。

通过优化投资门槛和门店运营，茶百道单店在 2025 年 3 月已实现由降转增，且增长幅度在外卖平台自 4 月开始加大补贴力度后持续扩大，虽然被实收率降低部分抵消，但 1H25 门店模型仍实现显著改善，回本周期较 2024 年缩短约 1-2 个月。

表 8 茶百道门店 UE

| 茶百道门店     |      |        |        | 备注                              |
|-----------|------|--------|--------|---------------------------------|
| CapEx（万元） | 32   |        |        | 加盟费 9 万，设备 12 万，装修 10 万，保证金 1 万 |
| 面积（平米）    | 50   |        |        |                                 |
| 店员数（人）    | 5    |        |        |                                 |
| 线下日杯量（杯）  | 130  |        |        | +1 元包装费，+1 元配送费                 |
| 线下杯单价（元）  | 16   |        |        |                                 |
| 线上日杯量（杯）  | 200  |        |        |                                 |
| 线上杯单价（元）  | 18   |        |        |                                 |
| 月报表       |      | 门店实收占比 | GMV 占比 |                                 |
| GMV（万元）   | 17.0 |        |        |                                 |
| 三方费用（万元）  | 3.6  |        | 21%    | 外卖平台服务费和配送费等                    |
| 门店实收（万元）  | 13.5 |        | 79%    | 线上实收率约 70%，线下实收率约 98%           |
| 货品成本（万元）  | 6.0  | 44%    | 35%    |                                 |
| 毛利（万元）    | 7.5  | 56%    | 44%    |                                 |
| 人工成本（万元）  | 2.0  | 15%    | 12%    | 1%综合运营服务费，3000/年其他费用            |
| 租金成本（万元）  | 2.2  | 16%    | 13%    |                                 |
| 水电杂费（万元）  | 0.7  | 5%     | 4%     |                                 |
| 公司分成（万元）  | 0.2  | 1%     | 1%     |                                 |
| 费用合计（万元）  | 5.1  | 38%    | 30%    |                                 |
| 利润总额（万元）  | 2.4  | 18%    | 14%    |                                 |

来源：公司官网，公司财报，HTI 测算





**原材料自产范围从包材拓展到茶叶。**目前，茶百道拥有两处生产设施，分别是位于四川成都的森冕工厂和福建福州的原叶茶生产基地。其中，森冕工厂为茶百道与宜宾森干通过合资设立，茶百道持有 67% 股权，2021 年投产后，同年 9 月起向内部供应杯袋吸管等包材，2022 年也开始供应外部客户。目前，森冕工厂在满足茶百道所有门店所需包材供应的同时，还有约 30% 产能供给外部客户。原叶茶生产基地 2024 年 5 月投产，预计 2025 年在实现满足公司内部茶叶需求的同时，剩余约 20% 产能可对外供应。

3. 盈利预测与估值

2025 年外卖补贴导致同店有高基数效应，随补贴力度逐渐退坡，预计 2026 年同店增长有一定压力，但中价品牌可通过扩展渠道（如部分特价外卖渠道）、拓展品类（如咖啡品类）、扩大价格带（如更低价格带给特价渠道，更高品质品类到堂食），增加上新频次和营销等方式提升同店和单店。此外，近期落地的社保和税费相关政策预计将推动行业发展更规范化、可持续化，合规性更强的头部品牌有望获取更高市场份额。基于以上分析与判断，我们进一步作如下假设：（1）**门店拓展**：预计公司 2025-2027 年国内开店各 1300/1300/1350 间，关店各 780/300/350 间。（2）**运营费用**：长期看，随公司门店网络不断扩大，规模效应凸显，各项费用将在一定程度上摊薄，预计 2025-2027 年公司销售费用率各 6.0%/5.6%/5.3%；行政费用率各 8.3%/7.8%/7.4%；研发费用率各 0.6%/0.6%/0.6%。

综上，我们预计公司 2025-27 年收入各 55.9/60.0/65.5 亿元，同比增长 14%/7%/9%，经调净利各 8.4/9.5/10.8 亿元，同比增长各 30%/14%/13%，经调净利率各 15.0%/15.9%/16.5%。

| 表 9 茶百道收入预测的主要假设（2023-2027E） |       |       |       |       |       |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                              | 2023  | 2024  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 国内期初门店数                      | 6352  | 7795  | 8382  | 8902  | 9902  |
| 新开                           | 1663  | 1477  | 1300  | 1300  | 1350  |
| 关闭                           | (220) | (890) | (780) | (300) | (350) |
| 国内期末门店数                      | 7795  | 8382  | 8902  | 9902  | 10902 |
| 销售货品及设备（亿元）                  | 54.2  | 46.5  | 52.7  | 56.7  | 61.9  |
| 特许权使用费及加盟费（亿元）               | 2.3   | 2.1   | 2.4   | 2.4   | 2.6   |
| 其他（亿元）                       | 0.5   | 0.5   | 0.8   | 0.9   | 0.9   |
| 总收入（亿元）                      | 57.0  | 49.2  | 55.9  | 60.0  | 65.5  |
| YoY（%）                       | 35%   | -14%  | 14%   | 7%    | 9%    |
| 毛利（亿元）                       | 19.6  | 15.3  | 18.4  | 19.8  | 21.7  |
| 毛利率（%）                       | 34.4% | 31.2% | 32.9% | 33.0% | 33.1% |
| 销售费用率（%）                     | 2.3%  | 8.0%  | 6.0%  | 5.6%  | 5.3%  |
| 行政费用率（%）                     | 7.4%  | 10.4% | 8.3%  | 7.8%  | 7.4%  |
| 研发费用率（%）                     | 0.3%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.6%  | 0.6%  |
| 经调净利润（亿元）                    | 12.6  | 6.4   | 8.4   | 9.5   | 10.8  |
| YoY（%）                       | 30%   | -49%  | 30%   | 14%   | 13%   |
| 经调净利率(%)                     | 22.0% | 13.1% | 15.0% | 15.9% | 16.5% |

资料来源：HTI

参考公司 2026 年预期增速，以及行业平均估值水平，给予茶百道 2025 年 15 X PE 估值，对应合理目标市值 138 亿港元，合理目标价为 9.3 港元（对应汇率为 HKD/CNY=0.91）。首次覆盖给予优于大市评级。

表 10 可比公司估值情况（倍，20251119）

| 公司名称 | 股票代码    | 收盘价   | 市值      | EPS(LC) |       |       | PE    |       |       | PEG    | PS    |       |       |
|------|---------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|      |         | LC    | US\$ mn | FY25E   | FY26E | FY27E | FY25E | FY26E | FY27E | 25-27E | FY25E | FY26E | FY27E |
| 古茗   | 1364 HK | 22.8  | 6,970   | 1.2     | 1.2   | 1.5   | 19.8  | 18.4  | 15.3  | 1.3    | 4.1   | 3.5   | 2.9   |
| 蜜雪集团 | 2097 HK | 412.4 | 20,106  | 16.8    | 19.2  | 22.2  | 24.6  | 21.5  | 18.6  | 1.4    | 4.4   | 3.8   | 3.4   |
| 霸王茶姬 | CHA US  | 14.5  | 2,664   | 1.9     | 2.0   | 2.3   | 7.8   | 7.3   | 6.2   | 0.6    | 1.4   | 1.1   | 0.9   |
| 行业平均 |         |       |         |         |       |       | 16.2  | 14.4  | 12.4  | 1.0    | 2.9   | 2.5   | 2.2   |
| 茶百道  | 2555 HK | 7.0   | 1,328   | 0.6     | 0.7   | 0.8   | 11.3  | 9.9   | 8.7   | 0.7    | 1.7   | 1.6   | 1.4   |

资料来源：彭博一致预期，HTI 测算

4. 风险提示

宏观层面：经济及消费增长不及预期。

行业层面：

- （1）现制饮品市场增长放缓。
- （2）行业竞争加剧。现制茶饮产品同质化严重，进入门槛较低，竞争激烈。

公司层面：

- （1）食品安全风险。随着门店的扩张，卫生管控难度加大。若由于经营管控不当导致发生重大食品安全问题，对于现制饮品企业的品牌力将会是严重的打击。产品创新不及预期。
- （2）扩张速度不及预期。新开门店需要资金、人才、物业等多方面的支持，伴随行业竞争加剧和门店数量级提高，茶饮企业新开门店速度和质量可能不及预期。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标     | 2024   | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表（百万元）    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 摊薄每股指标（元）  |        |       |       |       | 收入          | 4,918   | 5,588   | 6,005   | 6,548   |
| 摊薄每股收益     | 0.46   | 0.57  | 0.65  | 0.73  | 销售成本        | (3,383) | (3,751) | (4,025) | (4,381) |
| 摊薄每股净资产    | 2.79   | 2.84  | 3.03  | 3.26  | 毛利          | 1,535   | 1,837   | 1,980   | 2,167   |
| 摊薄每股经营现金流  | 0.24   | 0.70  | 0.69  | 0.91  | 毛利率%        | 31.2%   | 32.9%   | 33.0%   | 33.1%   |
| 摊薄每股股利     | 0.38   | 0.38  | 0.44  | 0.50  | 分销及销售费用     | (395)   | (335)   | (336)   | (347)   |
| 价值评估（倍）    |        |       |       |       | 分销及销售费用率%   | 8.0%    | 6.0%    | 5.6%    | 5.3%    |
| P/E        | 13.9   | 11.3  | 9.9   | 8.7   | 行政费用        | (510)   | (464)   | (468)   | (485)   |
| P/B        | 2.3    | 2.2   | 2.1   | 2.0   | 行政费用率%      | 10.4%   | 8.3%    | 7.8%    | 7.4%    |
| P/S        | 1.8    | 1.7   | 1.6   | 1.4   | 税前利润        | 622     | 1,046   | 1,203   | 1,366   |
| EV/EBITDA  | 7.2    | 5.0   | 4.2   | 3.4   | 经调 EBIT     | 748     | 1,027   | 1,182   | 1,343   |
| 盈利能力指标（%）  |        |       |       |       | 经调 EBITDA   | 837     | 1,141   | 1,329   | 1,524   |
| 毛利率        | 31.2%  | 32.9% | 33.0% | 33.1% | 所得税         | (142)   | (225)   | (265)   | (300)   |
| 经调净利润率     | 13.1%  | 15.0% | 15.9% | 16.5% | 有效所得税率%     | 22.9%   | 21.5%   | 22.0%   | 22.0%   |
| 净资产收益率     | 12.0%  | 19.2% | 20.7% | 21.9% | 少数股东损益      | (8)     | (16)    | (9)     | (11)    |
| 资产回报率      | 8.7%   | 13.7% | 15.0% | 15.7% | 经调净利润       | 645     | 836     | 953     | 1,080   |
| 投资回报率      | 14.3%  | 18.5% | 19.7% | 20.8% | 经调净利率       | 13.1%   | 15.0%   | 15.9%   | 16.5%   |
| 盈利增长（%）    |        |       |       |       | 资产负债表（百万元）  |         |         |         |         |
| 营业收入增长率    | -13.8% | 13.6% | 7.5%  | 9.1%  | 银行结余及现金     | 3,560   | 3,913   | 4,138   | 4,563   |
| 税前利润增长率    | -54.5% | 68.2% | 15.0% | 13.5% | 应收款、按金及预付款项 | 199     | 199     | 200     | 201     |
| 经调净利润增长率   | -48.7% | 29.6% | 14.1% | 13.3% | 存货          | 207     | 246     | 240     | 289     |
| 偿债能力指标     |        |       |       |       | 其它流动资产      | 172     | 172     | 172     | 172     |
| 资产负债率      | 28.4%  | 29.8% | 28.5% | 29.1% | 流动资产合计      | 4,138   | 4,530   | 4,750   | 5,224   |
| 流动比率       | 2.9    | 2.9   | 3.1   | 3.0   | 物业、厂房及设备    | 216     | 264     | 312     | 358     |
| 速动比率       | 2.8    | 2.7   | 2.9   | 2.8   | 使用权资产       | 140     | 178     | 202     | 202     |
| 现金比率       | 2.5    | 2.5   | 2.7   | 2.6   | 无形资产        | 99      | 100     | 99      | 96      |
| 经营效率指标     |        |       |       |       | 其他非流动资产     | 901     | 901     | 901     | 901     |
| 应收账款周转天数   | 1      | 1     | 1     | 1     | 非流动资产合计     | 1,356   | 1,444   | 1,514   | 1,557   |
| 应付账款周转天数   | 35     | 35    | 35    | 35    | 资产合计        | 5,494   | 5,974   | 6,264   | 6,781   |
| 存货周转天数     | 22     | 22    | 22    | 22    | 短期负债        | 41      | 67      | 90      | 114     |
| 现金流量表（百万元） |        |       |       |       | 贸易及其他应付款项   | 675     | 819     | 751     | 910     |
| 税前利润       | 622    | 1,046 | 1,203 | 1,366 | 其它流动负债      | 696     | 699     | 715     | 721     |
| 非现金支出      | 90     | 117   | 151   | 186   | 流动负债合计      | 1,411   | 1,585   | 1,556   | 1,745   |
| 非经营收益      | 92     | (33)  | (35)  | (38)  | 长期负债        | 65      | 102     | 123     | 120     |
| 营运资金变动     | (300)  | 124   | (33)  | 125   | 其他长期负债      | 84      | 95      | 106     | 110     |
| 已付所得税      | (160)  | (225) | (265) | (300) | 非流动负债合计     | 149     | 197     | 229     | 230     |
| 经营活动现金流    | 344    | 1,029 | 1,021 | 1,338 | 负债合计        | 1,560   | 1,782   | 1,785   | 1,975   |
| 投资活动现金流    | 287    | (64)  | (69)  | (74)  | 股本          | 148     | 148     | 148     | 148     |
| 融资活动现金流    | 2,213  | (612) | (727) | (840) | 储备          | 3,761   | 4,019   | 4,307   | 4,634   |
| 现金净流量      | 2,844  | 353   | 225   | 425   | 非控股权益       | 25      | 25      | 25      | 25      |
| 期初现金       | 716    | 3,560 | 3,913 | 4,138 | 权益合计        | 3,934   | 4,191   | 4,480   | 4,807   |
| 期末现金       | 3,560  | 3,913 | 4,138 | 4,563 | 负债和所有者权益合计  | 5,494   | 5,974   | 6,264   | 6,781   |

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 19 日；（2）以上各表均为简表  
资料来源：公司财报，HTI

**APPENDIX 1****Summary**

ChaPanda was founded in 2008 in Chengdu, Sichuan, known as the "Land of Abundance." As of 1H25, the company had 8,465 stores globally, including 8,444 in China and 21 overseas. According to CIC, by GMV in 2023, ChaPanda was the third-largest freshly-made tea drink chain in China, with a market share of 8%.

Against the backdrop of widespread business optimization and adjustments among leading players in the sector, ChaPanda has prioritized product innovation to drive continuous improvements across all business segments. Key initiatives include: (1) Shifting R&D from a supply-driven to a demand-driven approach, leading to the successful launch of multiple hit products; (2) Transitioning from passive marketing to proactive efforts, while continuously enhancing precision marketing capabilities; (3) Optimizing the franchise system to improve store performance; and (4) Strengthening the centralized distribution of fruits and increasing in-house production capabilities for raw materials. These efforts have begun to yield positive results in 2025, contributing to a recovery in the company's fundamentals.

We project the revenue from 2025–27 to be RMB 5.6/6.0/6.5bn, and adjusted NP to be RMB 0.84/0.95/1.08bn, respectively. We value the company by 15x25 PE, with a TP of HKD 9.3 (HKD/CNY = 0.91) and Initiating coverage with an OUTPERFORM rating.

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

## **APPENDIX 2**

### **ESG Comments**

#### **Environmental:**

The company actively participates in cup recycling and promotes the use of biodegradable straws.

#### **Social:**

The company has demonstrated its social commitment by contributing to charitable funds.

#### **Governance:**

The company has established a dedicated ESG committee.



## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

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

### IMPORTANT DISCLOSURES

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

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，胡佳璐，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Rebecca Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，李一腾，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yiteng Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我，刘坤钰，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的30个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kunyu Liu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar 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 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布 |            |      | 截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布 |            |      |
|-------------|--------------------------------|------------|------|--------------------------------|------------|------|
|             | 优于大市                           | 中性<br>(持有) | 弱于大市 | 优于大市                           | 中性<br>(持有) | 弱于大市 |
| 海通国际股票研究覆盖率 | 92.3%                          | 7.5%       | 0.2% | 92.6%                          | 7.2%       | 0.2% |
| 投资银行客户*     | 3.3%                           | 3.9%       | 0.0% | 2.9%                           | 4.1%       | 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,<br>as of September 30, 2025 |                   |              | Haitong International Equity Research Ratings Distribution,<br>as of June 30, 2025 |                   |              |
|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|--------------|
|                              | Outperform                                                                              | Neutral<br>(hold) | Underperform | Outperform                                                                         | Neutral<br>(hold) | Underperform |
| HTI Equity Research Coverage | 92.3%                                                                                   | 7.5%              | 0.2%         | 92.6%                                                                              | 7.2%              | 0.2%         |
| IB clients*                  | 3.3%                                                                                    | 3.9%              | 0.0%         | 2.9%                                                                               | 4.1%              | 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：**海通国际可能会对沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：**海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：**在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司

述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

**第二条** 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

### 第三条

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

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

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

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

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

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

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

### 重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

### IMPORTANT DISCLAIMER

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



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

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

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

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

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

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

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

#### 分发和地区通知:

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

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

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

130 West 42nd Street, FL 18

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 130 West 42nd Street, FL 18, 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.

130 West 42nd Street, FL 18

New York, NY 10036

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

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

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor")，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India



---

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---