

蜜雪冰城 MIXUE Group (2097 HK)

首次覆盖：雪王驾到——“饮”领全球，成本优势铸就核心竞争力

Snow King Has Arrived -- Unbeatable Cost Fuels the Global Sip: 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\$401.00
目标价	HK\$482.00
HTI ESG	4.8-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$60.50bn / US\$7.77bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$28.22mn
发行股票数目	150.88mn
自由流通股 (%)	28%
1 年股价最高最低值	HK\$615.50-HK\$289.60

注：现价 HK\$401.00 为 2025 年 12 月 10 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	4.0%	-1.7%	
绝对值 (美元)	4.0%	-1.6%	
相对 MSCI China	9.4%	1.3%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	24,829	33,048	38,406	42,167
Revenue (+/-)	22%	33%	16%	10%
Net profit	4,454	5,797	6,736	7,500
Net profit (+/-)	40%	30%	16%	11%
Diluted EPS (Rmb)	12.32	15.12	17.55	19.54
GPM	32.5%	31.7%	31.8%	31.8%
ROE	34.8%	32.3%	27.9%	24.1%
P/E	30	24	21	19

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

蜜雪集团：中国规模最大现制饮品连锁店企业。蜜雪集团是全球领先、中国规模最大的现制饮品连锁店企业。截至 1H25，蜜雪集团全球门店数已达 53014 间，其中国内 48281 间，海外 4733 间。根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，蜜雪集团是全球第四大现制饮品公司，市场份额 2.2%。

现制饮品：即饮饮料的升级需求，增速领跑中国饮料市场。现制饮品本质上是在经济增长、人均可支配收入提升背景下出现的消费升级需求，是对即饮饮料的部分替代，增速领跑饮料市场。其中，现制茶饮在下沉市场有更多增长机会，根据灼识咨询预测，未来中国现制茶饮店新增门店绝大部分位于三线及以下城市，有利于蜜雪冰城品牌获取更高份额。

蜜雪冰城：三位一体总成本领先。蜜雪冰城计划持续打造并强化以「供应链+品牌 IP+门店运营」为核心的竞争力，力争实现「三位一体的总成本领先」。（1）**数字化的端到端供应链：**作为中国现制饮品行业中最早设立中央工厂的企业，蜜雪集团目前已建成覆盖六大洲、38 个国家的上游原材料采购网络；并设有五大生产基地。（2）**行业内唯一超级 IP「雪王」：**「雪王」作为中国现制饮品行业中唯一的超级 IP，为蜜雪冰城品牌吸引了大量消费者和粉丝。（3）**与加盟商利益与共，推动门店持续扩张：**依托出色的单店模型，蜜雪集团得以自 2020 年起保持每年约 8000 间门店净增，截至 1H25 在国内已构建起超 48000 间门店的庞大门店网络。

未来增量：国内+海外+子品牌。国内将在持续进入空白点位的同时，抓住下沉市场高速发展机遇，依托强大供应链和门店管理能力继续下沉渗透；海外市场，东南亚发展稳中求进，持续优化业务能力，中亚、美洲等新市场将逐渐发力。子品牌方面，第二增长曲线已通过幸运咖品牌确立，新近收购的鲜啤福鹿家品牌则有望进一步完善公司在现制饮品领域的布局。

财务预测及估值。2025 年外卖平台补贴给公司同店带来一定增量，但由于产品价格带较低，公司并未过多主动参与补贴活动，在补贴力度逐渐退坡的情况下，2026 年同店增长压力在行业内相对更小，且近期开始试点的早餐产品有望为单店店销带来一定增量。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，头部品牌有望获取更高市场份额。基于以上分析与判断，我们预计公司 2025-27 年收入各 330/384/422 亿元，净利润各 58.0/67.4/75.0 亿元。考虑到公司在全球现制饮品行业的领先地位，给予蜜雪集团 2026 年 25 X PE 估值，对应目标价 482 港元（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. 蜜雪集团：中国规模最大现制饮品连锁店企业

蜜雪集团是全球领先、中国规模最大的现制饮品连锁店企业，其前身由张红超于 1997 年创立于河南郑州，多年来秉持着“让品牌更强大，让伙伴更富有，让全球每个人享受高质平价的美味”的使命，聚焦单价约 6 元的高质平价的各类现制饮品，以“真人真心真产品，不走捷径不骗人”为核心价值观，从郑州逐渐走向全球各地，向着“简单、专注、做受人尊敬的百年品牌”的愿景稳步迈进。截至 1H25，蜜雪集团全球门店数已达 53014 间，其中国内 48281 间，海外 4733 间。根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，蜜雪集团是全球第四大现制饮品公司，市场份额 2.2%；同时是中国最大现制饮品公司，市场份额 11.3%。

表 1 按 GMV 计的全球现制饮品企业排名（2023）

公司	GMV (亿元)	市场份额 (%)
星巴克	4069	18.3
Inspire Brands	1092	4.9
Restaurant Brands International	553	2.5
蜜雪集团	478	2.2
Dairy Queen	426	1.9

资料来源：灼识咨询，HTI

表 2 按 GMV 计的中国现制饮品企业排名（2023）

公司	GMV (亿元)	市场份额 (%)
蜜雪集团	447	11.3
瑞幸咖啡	330	8.3
星巴克	250	6.3
古茗	192	4.8
茶百道	169	4.3

资料来源：灼识咨询，HTI

目前，蜜雪集团旗下设有蜜雪冰城、幸运咖和鲜啤福鹿家三个子品牌。其中，蜜雪冰城品牌主要提供现制果饮、茶饮及冰淇淋，核心产品的价格通常为 2-8 元；根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，蜜雪冰城是中国最大的现制茶饮店品牌，市场份额 20.2%。幸运咖品牌推出于 2017 年，主要提供现磨咖啡产品，核心产品的价格通常为 5-10 元；根据灼识咨询数据，按 2023 年的 GMV 计，幸运咖是中国第五大的现磨咖啡店品牌，市场份额 1.3%。鲜啤福鹿家品牌为蜜雪集团于 2025 年 9 月收购，主要提供每 500mL 单价约 6-10 元的现打鲜啤产品。

表 3 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

资料来源：灼识咨询，HTI

表 4 按 GMV 计的中国现磨咖啡店品牌排名（2023）

品牌	GMV (亿元)	市场份额 (%)
瑞幸咖啡	330	21.8
星巴克	250	16.5
库迪咖啡	55	3.6
Manner	25	1.7
幸运咖	19	1.3

资料来源：灼识咨询，HTI

蜜雪冰城管理层经验丰富、任职较长，有益公司发展战略连贯统一，执行力强。截至 2024 年，蜜雪集团董事会共 7 人，其中包括 4 位执行董事，3 位非执行董事。执行董事包括负责集团发展战略和企业文化的公司创始人张红超；2007 年加入公司，负责集团整体经营管理并领导高管团队的联合创始人张红甫；2008 年加入公司的前端供应链负责人蔡卫淼，以及 2013 年加入公司的后端供应链负责人赵红果。公司除董事会成员外的高级管理层包括 2003 年加入公司的蜜雪冰城品牌全球 COO 时朋，和 2023 年加入公司的 CFO 张渊。

表 5 蜜雪集团执行董事及高级管理层（2024）

姓名	年龄	加入公司时间	职位	履历及职责
张红超	48	1997 年	董事长兼执行董事	公司创始人，负责集团发展战略和企业文化
张红甫	40	2007 年	执行董事兼 CEO	联合创始人，负责集团整体经营管理并领导高管团队
蔡卫淼	36	2008 年	执行董事兼前端供应链负责人	由店员做起，2012 年开始负责前端供应链工作，曾任集团物流负责人等职位
赵红果	36	2013 年	执行董事兼后端供应链负责人	由店员做起，2015 年开始负责后端供应链工作
时朋	37	2003 年	蜜雪冰城全球 COO	2013-2018 年负责门店及加盟商运营管理，2018 年至今先后任多个重要管理职位
张渊	34	2023 年	CFO	曾在美银证券、高瓴投资等多家金融机构任职

资料来源：公司财报，HTI

在 2025 年 3 月完成香港上市后（含超额配售部分），公司创始人张红超和联合创始人张红甫（双方为兄弟关系，于 2022 年 9 月订立一致行动协议）共直接持有 81.2% 公司股份，并持有 0.8% 青春无畏和始于足下两家员工持股平台股份，为公司控股股东。公司管理层（包括 2023 年 12 月辞任公司执行董事的罗静）共持有约 84.5% 股份（其中创始人及其亲属共持股约 81.5%），上市前投资人美团龙珠资本、高瓴资本、CPE 源峰和中信产业基金共持有约 9.5% 股份，和君咨询顾问激励平台万店投资共持有约 0.9% 股份，H 股首次公开发售和超额配售部分共占总股份约 5.2%。合计共约 3.8 亿股总股份中，约 1.5 亿股为 H 股股份，约占总股份数的 40%。

表 6 蜜雪集团全球发售完成且悉数行使超额配股权后的股权结构

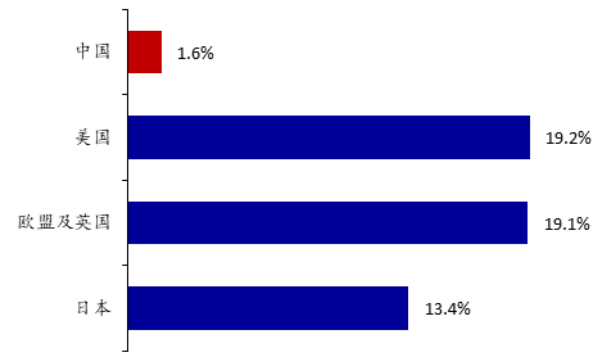
股东	已发行非上市股份（万股）	H 股股份（万股）	总股份数（万股）	占比	备注
张红超	10010	5390	15400	40.6%	公司创始人，董事长兼执行董事
张红甫	10010	5390	15400	40.6%	公司联合创始人，执行董事兼 CEO
青春无畏	97	65	162	0.4%	员工持股平台，张红超为普通合伙人
始于足下	97	65	162	0.4%	员工持股平台，张红甫为普通合伙人
时朋	191	127	318	0.8%	公司蜜雪冰城品牌全球 COO
孙建涛	191	127	318	0.8%	公司监事，蜜雪冰城品牌美洲大区负责人
罗静	152	102	254	0.7%	2023 年 12 月辞任公司执行董事
蔡卫淼	38	25	64	0.2%	公司执行董事兼前端供应链负责人
龙珠美城	864	576	1440	3.8%	美团龙珠资本控股公司
深圳蕴祺	864	576	1440	3.8%	高瓴资本控股公司
天津盘雪	360	360	720	1.9%	CPE 源峰和中信产业基金控股公司
万店投资		324	324	0.9%	和君咨询顾问
其他公众股东		1706	1706	4.5%	H 股首次公开发售
超额配售		256	256	0.7%	H 股首次公开发售的超额配售部分
总计	22874	15088	37962	100.0%	

资料来源：公司招股书，公司公告，HTI

2. 现制饮品：即饮饮料的升级需求，增速领跑中国饮料市场

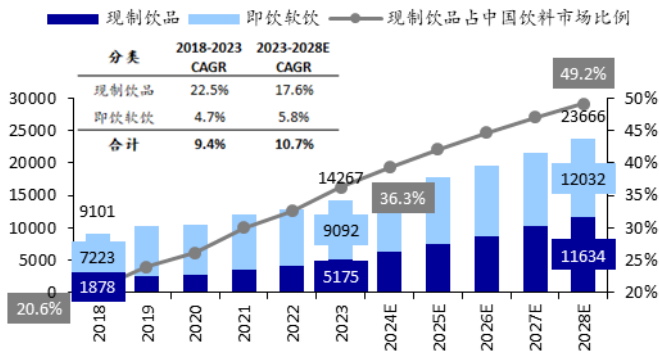
现制饮品本质上是在经济增长、人均可支配收入提升背景下出现的消费升级需求，是对即饮饮料（瓶装饮料）的部分替代，有望不断获取市场份额。根据国家统计局数据，2024 年中国人均可支配收入 4.13 万元，2018-2024 年复合增速为 6.6%。受益于居民收入增长以及消费者对更新鲜、更多元且更高品质饮品的需求提升，现制饮品有望在居民饮用水分摄入总量中占据更多份额。根据灼识咨询数据，2023 年中国现制饮品消费量占饮用水分摄入总量比例仅 1.6%，远低于欧美的约 19%和日本的约 13%。根据灼识咨询预测，现制饮品行业市场规模预计从 2023 年的 5175 亿元增至 2028 年的 11634 亿元，期间年复合增速 17.6%，高于同期即饮软饮的 5.8%和中国饮料市场的 10.7% 平均水平，市场份额将由 36.3%提升至 49.2%。

图1 现制饮品消费量占饮用水分摄入总量比例（2023）



资料来源：灼识咨询，HTI

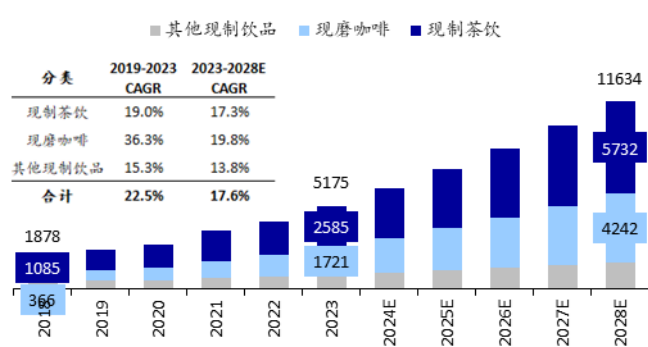
图2 中国饮料市场规模按品类划分（亿元，2018-2028E）



资料来源：灼识咨询，HTI

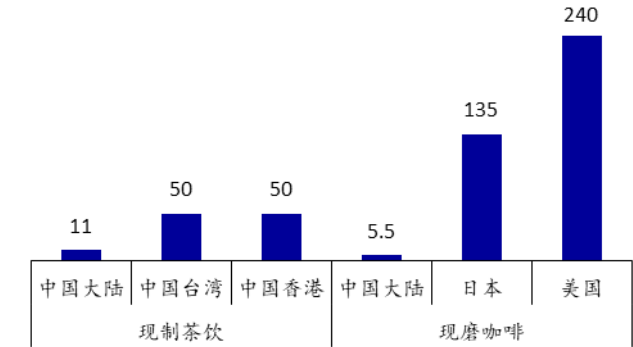
现制茶饮规模更大，现磨咖啡增速更快。根据灼识咨询预测，2023 年现制茶饮/现磨咖啡市场规模各 2585/ 1721 亿元，占中国现制饮品市场规模各 50%和 33%，预计到 2028 年两者规模各 5732/4242 亿元，2023-2028 年复合增速各 17.3%/19.8%。其中，现磨咖啡预计比现制茶饮增速更快，主要得益于更高的渗透率提升速度和更大的人均杯数提升空间。渗透率方面，根据灼识咨询预测，现制茶饮渗透率预计从 2023 年的约 22%提升至 2028 年的约 34%，提升幅度 52%；同期现磨咖啡渗透率预计由约 9%提升至约 18%，提升幅度 95%。人均杯数方面，根据灼识咨询数据，2023 年中国大陆现制茶饮人均年饮用量为 11 杯，低于同期中国台湾、中国香港的超 50 杯；现磨咖啡人均年饮用量为 5.5 杯，远低于日本的 135 杯和美国的 240 杯。

图3 中国现制饮品市场规模按品类划分（亿元，2018-2028E）



资料来源：灼识咨询，HTI

图4 现制茶饮及现磨咖啡人均年饮用量（杯，2023）



资料来源：灼识咨询，HTI

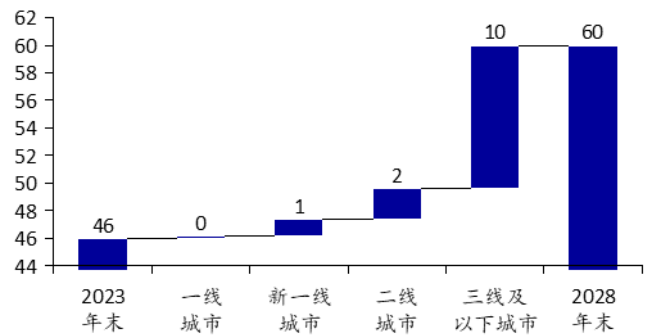
现制茶饮在下沉市场有更多增长机会。根据灼识咨询数据，2023 年三线及以下城市每百万人口拥有 273 间现制茶饮店，远低于二线及以上城市普遍约 400-500 间的水平。根据灼识咨询预测，2023-2028 年期间，中国现制茶饮店预计净新增约 14 万家，其中三线及以下城市约 10 万家，推动三线及以下城市在 2023-2028 年期间年复合增速达 23%，领跑中国现制茶饮店市场。

表 7 现制茶饮店市场分线级情况（2023）

	一线城市	新一线城市	二线城市	三线及以下城市
城市数量（个）	4	15	30	>300
常住人口（亿人）	0.8	2.0	2.2	9.0
市场规模占比	16%	19%	19%	45%
门店数量占比	8%	18%	21%	53%
每百万人门店数（间）	474	410	425	273

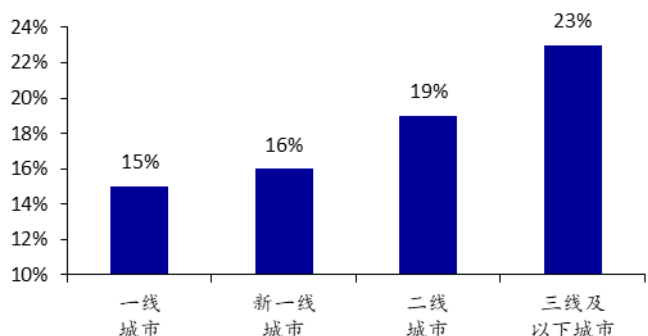
资料来源：灼识咨询，HTI

图5 现制茶饮门店数增量（万家，2023-2028E）



资料来源：灼识咨询，HTI

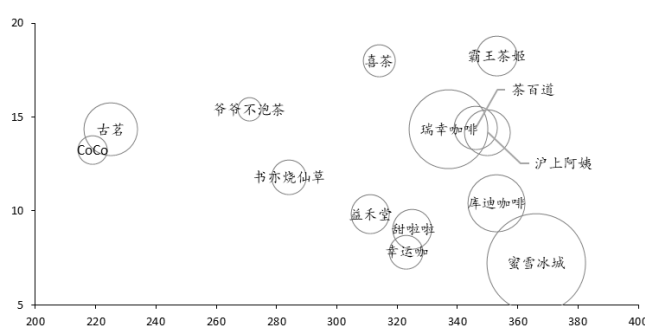
图6 现制茶饮 GMV CAGR（2023-2028E）



资料来源：灼识咨询，HTI

对比竞争相对激烈的中价市场，公司旗下蜜雪冰城品牌在低价市场拥有较高的份额，且三线及以下城市门店占比也相比其他现制饮品品牌更高，规模壁垒和下沉市场优势明显。

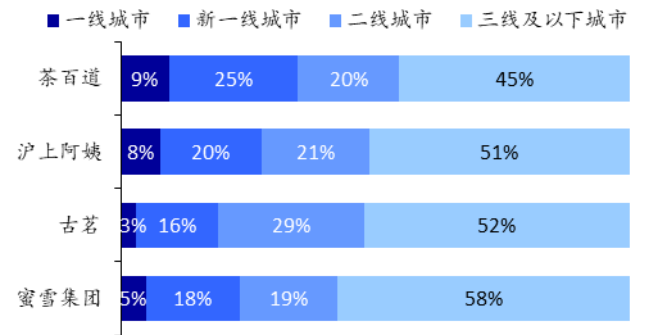
图7 中国部分现制饮品品牌概况



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）。

图8 部分现制饮品品牌国内门店按城市线级分布（1H25）



资料来源：各公司财报，HTI

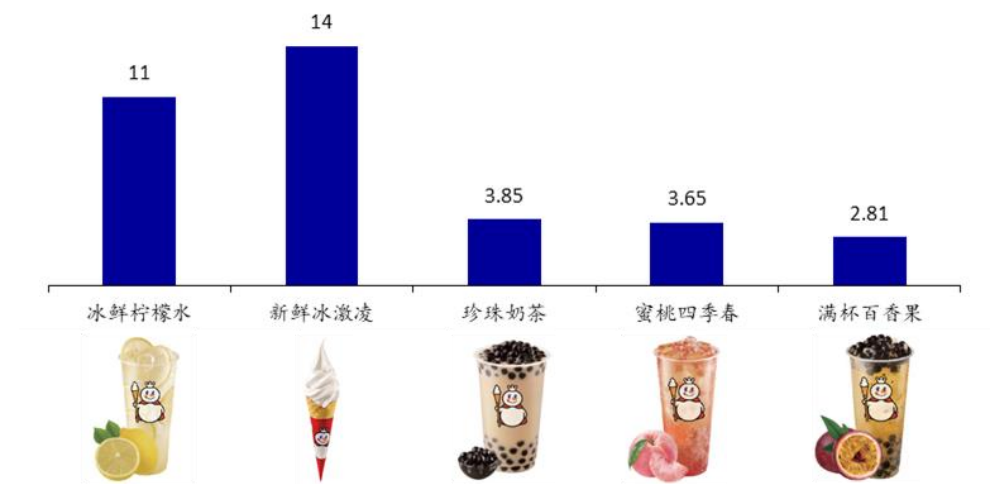
3. 蜜雪冰城：三位一体总成本领先

蜜雪冰城计划持续打造并强化以「供应链+品牌 IP+门店运营」为核心的竞争力，力争实现「三位一体的总成本领先」。积极建设行业领先的端到端供应链体系，全面覆盖采购、生产、物流、研发等环节，同步实施严格的质量管控与效率优化举措。着力打造家喻户晓的全民品牌和深受消费者喜爱的 IP，形成独特的消费者心智占位。与此同时，建立标准化的运营管理体系，通过健康、可持续发展的加盟模式实现规模化运营。

3.1 数字化的端到端供应链体系

常青爆款销量集中度高，自建供应链更容易形成规模优势。公司蜜雪冰城品牌的产品矩阵中，常青款产品在全球广受欢迎，销量集中度高。2024 年 1-9 月，公司前五大畅销常青款产品占中国总饮品出杯量的约 41.2%。头部产品较高的销量占比让公司在单一原材料上有更高的用量，更有利于通过自建供应链形成规模优势。

图9 蜜雪冰城部分畅销长青款产品及销量（亿杯/支，2024 年 1-9 月）



资料来源：公司招股书，HTI

作为在中国现制饮品行业中最早设立中央工厂的企业，蜜雪集团目前已构建起覆盖上游原材料采购、中游加工生产到下游仓储物流的高度数字化端到端供应链体系。

（1）原材料采购：与种植基地直接合作是蜜雪集团确保农产品大规模稳定供应的关键，截至 2024 年 9 月末，公司合作种植基地超 120 家。此外，公司和诸多优质供应商长期合作，建立起覆盖六大洲、38 个国家的原材料采购网络。

凭借全球源头直采和规模化采购优势，蜜雪集团能够以低于行业平均水平的价格采购众多核心原材料，实现更高性价比的产品定价。以 2023 年采购量最大柠檬（中国最大的柠檬采购商，采购量达 11.5 万吨，其中大部分来自位于四川安岳县的合作种植基地）和奶粉（5.1 万吨）为例，采购成本较同行业平均分别低逾 20%和约 10%。

图10 蜜雪集团采购网络（2024 年 9 月末）



资料来源：公司招股书，HTI

（2）加工生产：截至 2024 年 9 月，蜜雪集团已在河南、海南、广西、重庆、安徽建成五大生产基地，总占地面积约 79 万平方米，提供涵盖糖、奶、茶、咖、果、粮、料的全品类饮品食材解决方案，年综合产能达约 165 万吨，实现提供给加盟商的饮品食材自产比例超 60%，其中核心饮品食材 100%自产。其中**①河南生产基地：**年产能约 121 万吨，是公司最大的生产基地，产品覆盖全类食材的同时，还生产包材及设备。**②海南生产基地：**主要生产奶、咖产品，年产能 4.5 万吨（2025 年产品已拓展至糖、奶、茶、咖、料五个品类，产能提升至仅次于河南生产基地），且其受益于海南自由贸易港政策优势和临近东南亚地区的地理优势，能以更低成本向海外供应原材料。**③广西生产基地：**地处华南，便于获得芒果及百香果等多种热带水果，产品涵盖糖、奶、果、料，年产能 18.5 万吨。**④重庆生产基地：**在毗邻原材料产地的多个地点设有工厂，包括安岳和潼南，产品以柠檬、橙子为主，涵盖果、粮两类，年产能 15.5 万吨。**⑤安徽生产基地：**在滁州及七里塘设有工厂，其中七里塘工厂设立于草莓农场附近，专注于处理冷冻草莓产品，年产能约 5.4 万吨。

表 8 蜜雪集团生产基地情况（2024.9）

	河南	海南	广西	重庆	安徽
食材	糖	√	-	√	-
	奶	√	√	√	-
	茶	√	-	-	-
	咖	√	√	-	-
	果	√	-	√	√
	粮	√	-	√	-
	料	√	-	√	-
包材及设备	√	-	-	-	-
占地面积（万平米）	34.2	20.4	10.0	12.2	1.9
年产能（万吨）	121.0	4.5	18.5	15.5	5.4
产能利用率	48.1%	49.2%	61.1%	45.9%	65.8%

资料来源：公司招股书，HTI

通过前瞻性、持续性地推动相关设施建设和完善，蜜雪集团得以在门店高速扩张的同时，于生产端始终保持相对充足的产能供应，2024 年截至 9 月，七大类食材产品产能利用率普遍在约 40%-70%，海南基地于 2025 年扩产完成后，预计可满足集团未来 3-5 年发展需求，为未来门店扩张所需产能提供了坚实保障。

表 9 蜜雪集团七大类食材产能利用率（2021-2024.9）

	2021	2022	2023	2024M9
糖	58.7%	61.2%	42.2%	46.5%
奶	83.1%	62.9%	55.2%	52.3%
茶	—	—	23.5%	66.8%
咖	23.3%	71.4%	58.5%	63.3%
果	85.5%	69.9%	58.9%	49.7%
粮	23.2%	33.3%	48.3%	44.7%
料	17.6%	43.0%	54.5%	59.2%

资料来源：公司招股书，HTI

生产端未来仍有横向和纵向发展空间。横向看，公司于 2024 年取得液体乳产品食品生产许可证，为自主生产鲜牛乳等乳制品铺平了道路，也为扩大和提升产品结构提供了新的可能。2024 年 12 月，蜜雪集团与君乐宝订立战略合作关系，合资建设「雪王牧场」，加强鲜奶供应稳定性的同时，提高供应链能力和产品质量。纵向看，由于国内农产品普遍存在标准化程度较低的问题，公司未来在国内会重点强化对农业原材料的源头布局，目前在云南玉溪市推进的冷冻百香果项目投产后预计年产能可达 1.5 万吨。

（3）仓储物流。蜜雪集团目前已建成覆盖国内外的自营仓储体系和专属配送网络，且能通过数字化手段精准控制末端货物送达，是行业里极少数能做到商流、信息流、资金流、物流四流合一的企业。截至 2025 年 6 月末，蜜雪集团在中国构建了由 29 个仓库组成的仓储体系，结合与数十家本地化配送服务机构的合作，实现配送网络覆盖 33 个省级行政区、超 300 个地级市。截至 2024 年 9 月末，公司在中国内地超 90% 的县实现 12 小时达，在超 97% 的门店实现冷链物流覆盖。此外，公司还在东南亚 4 个国家建立了本地化的仓储体系和配送网络。

3.2 行业内唯一超级 IP「雪王」

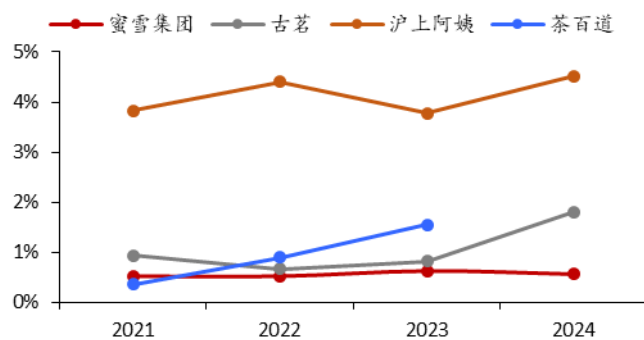
蜜雪集团于 2018 年推出蜜雪冰城品牌的终身代言人—「雪王」，并围绕其形象不断创作和发布各种优质、充满趣味且多样化的视听内容，例如在蜜雪冰城主题音乐短片（“你爱我，我爱你，蜜雪冰城甜蜜蜜”）中担任主角，于 2023 年 8 月推出的动画《雪王驾到》，于 2024 年 12 月推出的动画《雪王之奇幻沙州》，以及 2025 年 5 月推出《雪王驾到》的多种外语版本。此外，「雪王」会出现在各类蜜雪冰城品牌活动中，比如「雪王」巡游和音乐节等，此外门店内也会有周边产品销售。2025 年初，公司首家旗舰店在河南郑州东站开业，通过特色饮品与「雪王」IP 文创消费场景的创新融合，打造集品牌展示、消费体验与文化传播于一体的综合性空间，有效提升蜜雪冰城品牌及「雪王」IP 形象。通过多年的内容创作和 IP 运营，「雪王」已经成为了中国现制饮品行业中唯一的超级 IP，为蜜雪冰城品牌带来了更强的差异度和认知度，将其打造为家喻户晓的全民品牌，吸引了大量消费者和粉丝。2025 年 8 月，蜜雪冰城中国区会员量突破 4 亿大关，而此时距离其突破 3 亿的里程碑时刻仅过去一年。此外，受益于「雪王」强大的传播力，蜜雪集团广宣费用率长期稳定在约 0.5%，低于行业内其他公司。

图11 蜜雪集团「雪王」IP 及其相关内容创作



资料来源：公司招股书，HTI

图12 现制饮品公司广宣费用率（2021-2024）



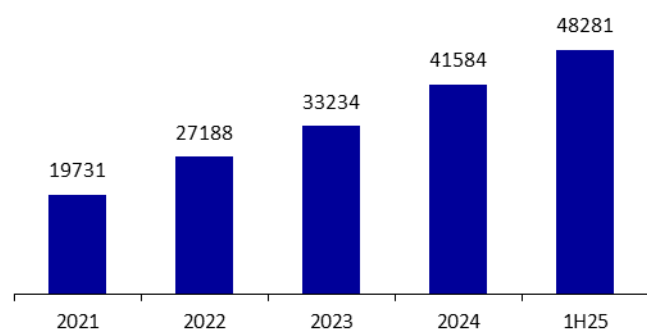
资料来源：各公司招股书，各公司财报，HTI

注：蜜雪冰城、古茗 2024 年为 1-9 月数据。

3.3 与加盟商利益与共，推动门店规模持续扩张

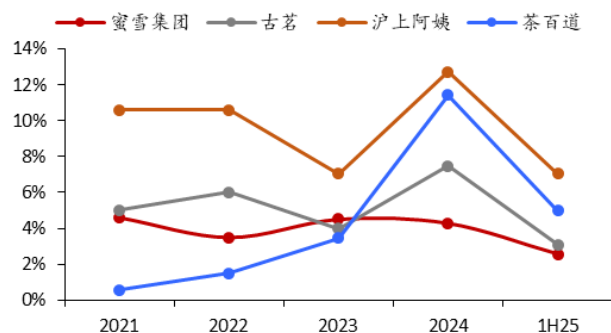
蜜雪集团自 2020 年起保持每年约 8000 间门店净增，截至 1H25 在国内已构建起超 48000 间门店的庞大门店网络，规模稳居行业首位。与此同时，公司连续多年保持约 4% 的闭店率，处于行业较低水平。

图13 蜜雪集团中国国内门店数量（间，2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图14 现制饮品公司闭店率（2021-1H25）



资料来源：各公司招股书，各公司财报，HTI

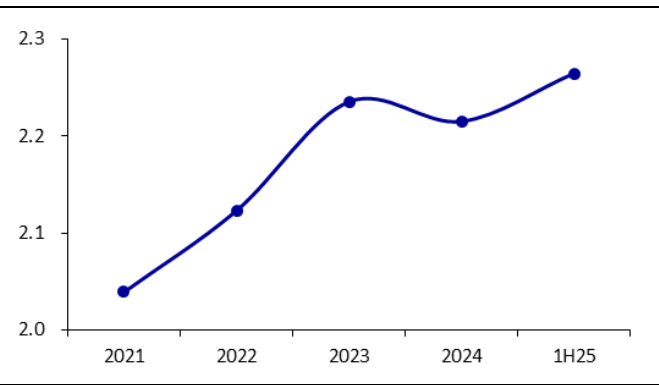
门店高速扩张+低闭店率的背后是蜜雪冰城品牌出色的单店模型。按现有政策，蜜雪冰城门店每月能为加盟商提供 2 万元以上的利润，投资回收期在 1.5 年以内。同时，公司还在不断采取举措，以推动加盟商回报提升。2024 年 10 月，公司开始有序推进智能出液机在全国门店的测试及推广，截至 2025 年 6 月末，智能出液机已覆盖超 5600 家蜜雪冰城门店。此外，公司于近期在部分门店开始试点早餐产品，门店全时段营业能力有望增强。加盟商通过门店持续获利的同时，往往会将利润投入用于新设门店，推动公司加盟商平均经营门店数持续提升。2025 年截至 6 月，平均每个加盟商运营约 2.3 间门店。未来蜜雪冰城品牌在国内将在持续进入旅游景区、高速服务区、产业园区等空白点位的同时，抓住现制饮品行业在下沉市场高速发展的机遇，依托强大的供应链和门店管理能力，在现有约 3 万间乡镇门店的基础上继续下沉，持续渗透。

表 10 蜜雪冰城门店 UE

月报表			门店收入占比	
门店收入 (万元)		13.6		
货品成本 (万元)		6.8	50%	
毛利 (万元)		6.8	50%	
人工成本 (万元)		1.6	12%	
租金成本 (万元)		1.5	11%	
其他费用 (万元)		1.4	10%	
费用合计 (万元)		4.5	33%	
利润总额 (万元)		2.3	17%	

资料来源: HTI 测算

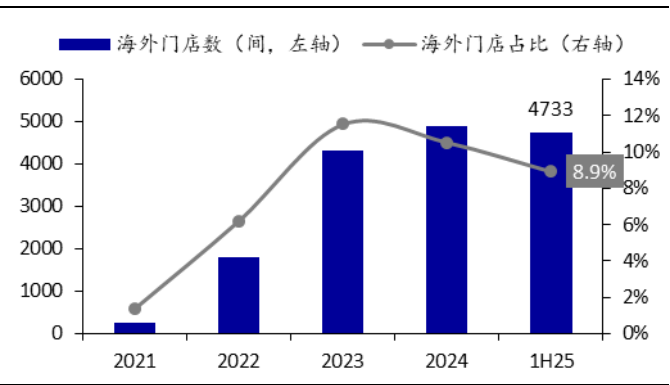
图 15 蜜雪集团加盟商平均经营门店数 (2021-1H25)



资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI

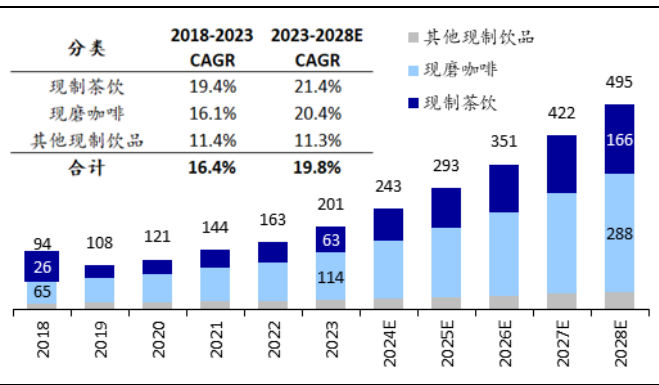
蜜雪冰城品牌东南亚龙头地位稳固, 新进市场逐渐发力。越南是蜜雪集团进军海外的首战, 蜜雪冰城品牌于 2018 年 9 月在河内开出首店, 随后通过免加盟费、管理费打折, 和转开新店、转介绍奖励等多项定向优惠招商政策吸引加盟商快速开店。印度尼西亚作为蜜雪冰城品牌出海第二站, 除了借鉴越南市场经验外, 还借助当地 OV 系 (Oppo 和 Vivo) 资源支持, 门店数量实现后来居上。此后, 蜜雪冰城门店陆续入驻东南亚其他国家, 以及日韩澳等地, 但印尼和越南仍是公司目前在海外最主要的市场。截至 2025 年 6 月末, 蜜雪集团在海外共开设 4733 间门店, 占门店总数的 8.9%。根据灼识咨询数据, 2023 年以出杯量计, 蜜雪冰城品牌在东南亚市场份额达 19.5%, 已坐稳绝对龙头, 1H25 为对印度尼西亚和越南存量门店做阶段性调整优化, 海外门店总数环比有所下降, 但门店经营质量有所提升, 且团队建设更加完善, 为下一阶段持续增长奠定了基础。根据灼识咨询预测, 2023 年东南亚现制茶饮/现磨咖啡市场规模各 63/114 亿美元, 预计到 2028 年各达 166/288 亿美元, 2023-2028 年复合增速各 21.4%/20.4%, 增速均高于国内市场。此外, 蜜雪冰城品牌在 2025 年 4 月开出哈萨克斯坦首店, 正式进军中亚; 美洲方面随前东南亚负责人孙建涛调任美洲负责人, 公司于 2025 年 5 月与巴西出口投资促进局签署未来 3-5 年投入规模不低于 40 亿元的合作备忘录, 巴西、墨西哥、美国等多国门店也在筹备中。

图 16 蜜雪集团海外门店数 (间) 及占比 (% , 2021-1H25)



资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI

图 17 东南亚现制饮品市场规模 (亿美元, 2023-2028E)



资料来源: 灼识咨询, HTI

表 11 东南亚 TOP3 现制茶饮品牌（2023）

	门店数（千间）	出杯量（亿杯）	市场份额
蜜雪冰城	4.3	5.13	19.5%
Chatime	1.3	1.65	6.3%
Esteh Indonesia	1.0	1.60	6.1%

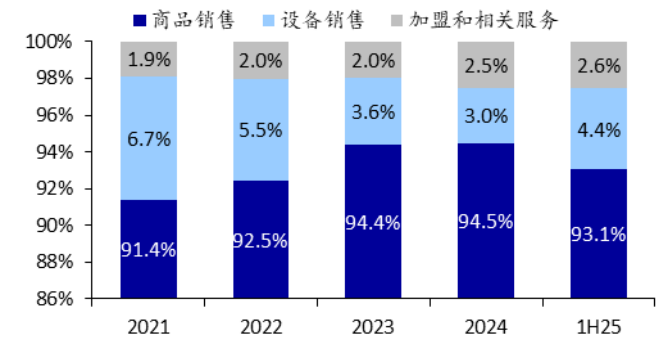
资料来源：灼识咨询，HTI
注：市场份额以出杯量计。

蜜雪集团一手进行全球市场扩张，一手通过子品牌打造第二增长曲线。（1）**幸运咖**：创立于 2017 年，专注于提供现磨咖啡饮品，和蜜雪冰城品牌以咖啡粉萃取的方式做出区隔，形成互补的品牌矩阵，实现 1+1>2 的协同增长。幸运咖核心产品价格通常在 5-10 元，高质平价的定位与蜜雪冰城一脉相承，且天然背靠蜜雪集团背后的强大的供应链体系。以咖啡豆为例，在幸运咖只有 100 家门店时，就已在巴西、哥伦比亚等核心产地建立了直采渠道。近期，通过发挥蜜雪水果供应链优势，幸运咖接连推出多款广受欢迎的果咖类产品，同时通过吧台前移等方式持续提升消费者体验，推动门店业绩和拓展速度持续提升。此外，2025 年 8 月，幸运咖海外首店在马来西亚开业，在东南亚现磨咖啡更加盛行的大背景下，幸运咖品牌的入驻将成为蜜雪集团完善东南亚现制饮品行业全面布局的关键一步。（2）**鲜啤福鹿家**：2025 年 9 月，蜜雪集团与鲜啤福鹿家达成投资及股权转让协议——以约 2.97 亿元人民币的价格获得鲜啤福鹿家 53% 的股权。鲜啤福鹿家主要为消费者提供每 500mL 单价约人民币 6 至 10 元的现打鲜啤产品，门店采用加盟模式扩张，收入主要来自向加盟商出售门店物料和设备。截至 2025 年 8 月末，鲜啤福鹿家加盟门店约 1200 间，覆盖中国 28 个省、自治区和直辖市。2024 年公司净利润约 107 万元。2025 年 12 月，鲜啤福鹿家宣布取消原有“老荐新”加盟流程，面向所有意向投资者开放加盟，并推出鼓励签约，品牌推出新加盟商免三年加盟费 etc 优惠政策，开始在国内加速扩张。我们预计未来新品牌的拓展将加速，且有望借助蜜雪冰城体系实现品牌出海。

4. 财务分析

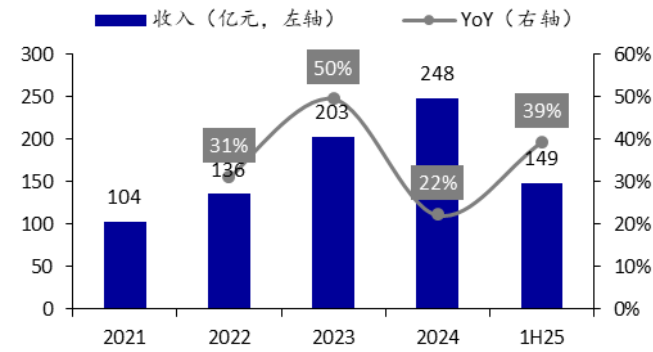
蜜雪集团收入绝大部分来自向加盟商销售商品，2024 年/1H25 占比各 94.5%/93.1%。2024 年/1H25，公司收入各 248/149 亿元，同比各增长 22%/39%，主因加盟门店网络快速扩张。

图18 蜜雪集团收入按服务性质划分的占比（2021-1H25）



资料来源：灼识咨询，HTI

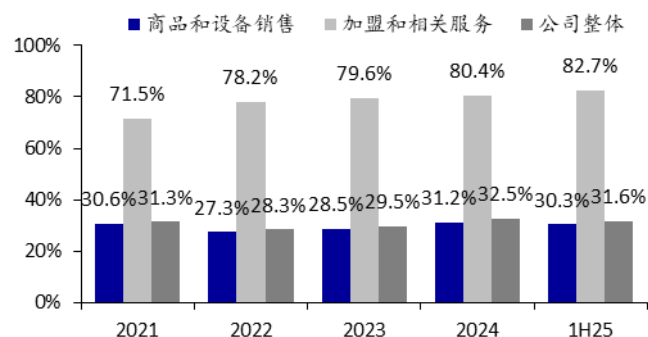
图19 蜜雪集团收入及增速（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

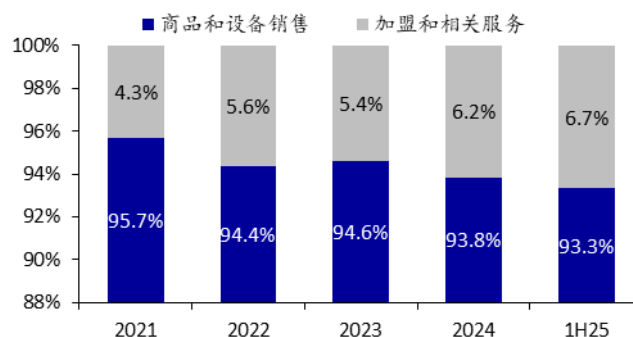
蜜雪集团 2024 年/1H25 毛利率各 32.5%/31.6%，1H25 下滑主因柠檬和咖啡豆等原材料价格上涨，影响被糖和奶类原材料价格下降，以及加盟和相关服务毛利率及毛利占比上涨部分抵消。长期来看，公司向门店销售的产品覆盖了糖、奶、茶、咖、果、粮、料 7 大品类，单一原料的价格波动对整体成本压力有限，商品销售毛利率有望维持相对稳定。

图20 蜜雪集团毛利率按服务性质划分（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

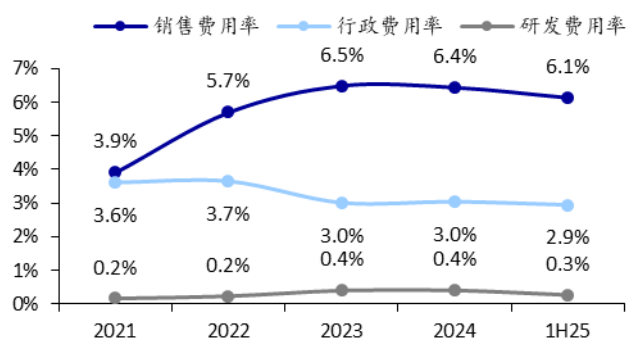
图21 蜜雪集团毛利按服务性质划分的占比（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

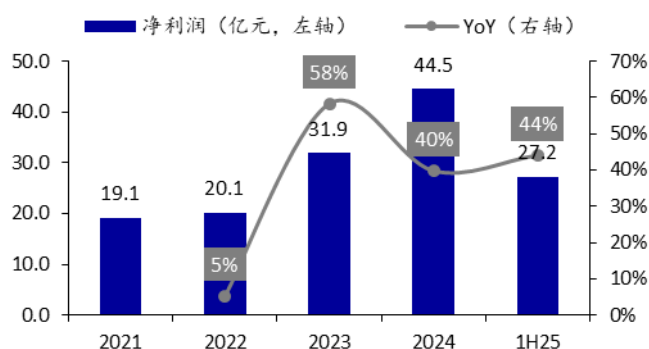
蜜雪集团 2024 年/1H25 销售费用率各 6.4%/6.1%，维持基本稳定，2021-2023 年上升主因 2H22 销售人员工资水平提升，导致相关员工薪酬支出上涨；管理费用率呈下降趋势，主因收入增长带来的规模效应；研发费用率维持相对稳健；整体费用率 2023 年达到阶段高点，2024 年/1H25 均有所下降。受收入高速增长，及整体费用率优化推动，蜜雪集团 2024 年/1H25 净利润各 44.5/27.2 亿元，同比各增长 40%/44%。

图22 蜜雪集团费用率（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图23 蜜雪集团净利润及增速（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

5. 盈利预测与估值

2025 年外卖平台补贴给公司同店带来一定增量，但由于产品价格带较低，公司并未过多主动参与补贴活动，在补贴力度逐渐退坡的情况下，2026 年同店增长压力在行业内相对更小，且近期开始试点的早餐产品有望为单店店销带来一定增量。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 年国内加盟店开店各 12500/10000/8000 间，关店各 2000/2500/2800 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 6.4%/6.3%/6.2%；行政费用率各 3.2%/3.2%/3.1%；研发费用率各 0.3%/0.3%/0.3%。

综上，我们预计公司 2025-27 年收入各 330/384/422 亿元，同比各增长 33%/16%/10%，净利润各 58.0/67.4/75.0 亿元，同比增长各 30%/16%/11%，净利率各 17.5%/17.5%/17.8%。

表 12 蜜雪集团收入预测的主要假设（2023-2027E）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
期初加盟门店数	28929	37516	46462	56962	64462
新开	9894	10555	12500	10000	8000
关闭	(1,307)	(1,609)	(2,000)	(2,500)	(2,800)
期末加盟门店数	37516	46462	56962	64462	69662
商品销售（亿元）	191.6	234.5	311.9	366.2	404.5
设备销售（亿元）	7.4	7.6	10.5	8.4	6.7
加盟和相关服务（亿元）	4.1	6.2	8.0	9.4	10.4
总收入（亿元）	203.0	248.3	330.5	384.1	421.7
YoY（%）	50%	22%	33%	16%	10%
毛利（亿元）	60.0	80.6	104.7	122.1	134.3
毛利率（%）	29.5%	32.5%	31.7%	31.8%	31.8%
销售费用率（%）	6.5%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
行政费用率（%）	3.0%	3.0%	3.2%	3.2%	3.1%
研发费用率（%）	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
净利润（亿元）	31.9	44.5	58.0	67.4	75.0
YoY（%）	58%	40%	30%	16%	11%
净利率（%）	15.7%	17.9%	17.5%	17.5%	17.8%

资料来源：公司财报；HTI 测算

考虑到公司在全球现制饮品行业的领先地位，给予蜜雪集团 2026 年 25 X PE 估值，对应合理目标市值 1832 亿港元，合理目标价为 482 港元（对应汇率为 HKD/CNY=0.91）。首次覆盖给予优于大市评级。

表 13 可比公司估值情况（倍，20251210）

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	24.3	7,426	1.2	1.2	1.5	21.1	19.6	16.2	1.4	4.3	3.7	3.1
茶百道	2555 HK	6.8	1,293	0.6	0.7	0.7	10.8	9.8	9.1	1.1	1.6	1.5	1.4
霸王茶姬	CHA US	13.5	2,480	1.6	1.6	1.9	8.6	8.5	7.1	0.9	10.4	8.9	7.6
行业平均							13.5	12.6	10.8	1.1	5.4	4.7	4.0
蜜雪集团	2097 HK	401.0	19,562	16.6	19.3	21.5	24.1	20.8	18.7	1.5	4.2	3.6	3.3

资料来源：彭博一致预期，HTI 测算

6. 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	24,829	33,048	38,406	42,167
摊薄每股收益	12.32	15.12	17.55	19.54	销售成本	(16,769)	(22,579)	(26,201)	(28,741)
摊薄每股净资产	41.84	54.63	72.09	91.56	毛利	8,060	10,470	12,205	13,425
摊薄每股经营现金流	16.69	15.99	19.03	22.07	毛利率%	32.5%	31.7%	31.8%	31.8%
摊薄每股股利	0.00	0.26	0.26	0.26	分销及销售费用	(1,599)	(2,115)	(2,420)	(2,614)
价值评估（倍）					分销及销售费用率%	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
P/E	29.6	24.1	20.8	18.7	行政费用	(755)	(1,058)	(1,210)	(1,307)
P/B	8.7	6.7	5.1	4.0	行政费用率%	3.0%	3.2%	3.2%	3.1%
P/S	5.3	4.2	3.6	3.3	税前利润	5,811	7,529	8,863	9,868
EV/EBITDA	22.9	17.7	14.5	12.3	EBIT	5,697	7,209	8,468	9,381
盈利能力指标（%）					EBITDA	5,839	7,305	8,574	9,492
毛利率	32.5%	31.7%	31.8%	31.8%	EBITDA 利润率	23.5%	22.1%	22.3%	22.5%
净利率	17.9%	17.5%	17.5%	17.8%	所得税	(1,356)	(1,732)	(2,127)	(2,368)
净资产收益率	34.8%	32.3%	27.9%	24.1%	有效所得税率%	23.3%	23.0%	24.0%	24.0%
资产回报率	25.9%	25.2%	22.8%	20.4%	少数股东损益	18	52	67	75
投资回报率	28.8%	26.6%	23.3%	20.4%	净利润	4,454	5,797	6,736	7,500
盈利增长（%）					净利率%	17.9%	17.5%	17.5%	17.8%
营业收入增长率	22.3%	33.1%	16.2%	9.8%	资产负债表（百万元）				
税前利润增长率	39.9%	29.6%	17.7%	11.3%	现金及现金等价物	4,335	8,814	14,448	21,238
净利润增长率	39.8%	30.2%	16.2%	11.3%	存货	2,215	3,105	3,356	3,731
偿债能力指标					其它流动资产	5,346	5,346	5,346	5,346
资产负债率	23.9%	20.6%	16.7%	14.6%	流动资产合计	11,896	17,264	23,150	30,315
流动比率	2.6	3.4	4.5	5.4	物业、厂房及设备	5,318	6,305	7,152	7,859
速动比率	2.1	2.8	3.8	4.7	使用权资产	382	393	394	391
现金比率	1.0	1.7	2.8	3.8	其他非流动资产	2,187	2,185	2,183	2,180
经营效率指标					非流动资产合计	7,887	8,883	9,729	10,430
应付账款周转天数	34	34	34	34	资产合计	19,783	26,147	32,878	40,745
存货周转天数	48	43	45	45	短期负债	52	52	52	52
现金流量表（百万元）					贸易帐款	1,767	2,385	2,434	2,853
税前利润	5,811	7,529	8,863	9,868	其它流动负债	2,698	2,698	2,698	2,698
非现金支出	467	549	699	843	流动负债合计	4,517	5,135	5,183	5,602
非经营收益	(140)	-	-	-	长期负债	41	89	137	185
营运资金变动	1,077	(271)	(203)	44	其他长期负债	165	165	165	165
已付所得税	(1,280)	(1,732)	(2,127)	(2,368)	非流动负债合计	206	254	302	350
经营活动现金流	6,009	6,076	7,231	8,387	负债合计	4,723	5,389	5,485	5,952
投资活动现金流	(7,019)	(1,445)	(1,445)	(1,445)	股本	360	360	360	360
融资活动现金流	(277)	(152)	(152)	(152)	储备	14,596	20,241	26,809	34,134
现金净流量	(1,288)	4,479	5,634	6,790	非控股权益	105	157	225	300
期初现金	5,622	4,335	8,814	14,448	权益合计	15,061	20,758	27,394	34,794
期末现金	4,335	8,814	14,448	21,238	负债和所有者权益合计	19,783	26,147	32,878	40,745

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 10 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司财报, HTI 测算

APPENDIX 1**Summary**

Mixue Group is a global leading and China ranking first freshly-made beverage chain. As of 1H25, the group's had 53014 global stores, comprising 48281 domestic and 4733 overseas. In terms of GMV for 2023, Mixue Group ranked as the world's fourth-largest freshly-made beverage company, holding a 2.2% market share.

Mixue Ice Cream & Tea continuously build and strengthen its core competitiveness, which centers on supply chain + brand IP + store operations, aiming to achieve trinity-based cost advantages. (1) Supply Chain: Having a raw material procurement network covering 38 countries across 6 continents, and 5 major production bases. (2) IP: Snow King, recognized as the only super IP in China's freshly-made beverage industry, has attracted a vast consumer base and fan following for the brand. (3) Store Operations: The company shares interests with its franchisees, fostering mutual benefit and driving sustained store network expansion.

Looking ahead, in the domestic market, Mixue Ice Cream & Tea will continue to penetrate untapped locations while capitalizing on the rapid growth opportunities in lower-tier cities. It aims to deepen its presence there by leveraging its robust supply chain and store management capabilities. In overseas markets, the company will pursue steady progress in Southeast Asia while continuously optimizing operational capabilities. It will also gradually increase efforts in new markets such as Central Asia and the Americas. Regarding sub-brands, a second growth curve has been established through the Lucky Cup. Furthermore, the recently acquired FULU Fresh Beer is expected to further enhance the company's portfolio in the fresh-made beverage sector.

We project the revenue for 25-27 to be RMB 33.0/38.4/42.2 billion, and NP to be RMB 5.80/6.74/7.50 billion, respectively. We value the company by 25 x 26PE, with a TP of HKD 482 (HKD/CNY = 0.91). We initiate 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 has a strong enviromental protection.

Social:

The company has a strong social responsibility performance.

Governance:

The company has a strong goverance structure.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，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 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	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, as of September 30, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (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.（“HTIUJK”）的协助下发行，HTIUJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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