

乐舒适 Softcare (2698 HK)

首次覆盖：聚焦新兴市场卫生用品赛道，本土化布局构筑竞争护城河

Focusing on the Hygiene Products Sector in Emerging Markets, Localized Deployment Builds Competitive Moat: 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\$31.76
目标价	HK\$40.50
HTI ESG	4.6-4.5-4.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$19.68bn / US\$2.53bn
日交易额 (3个月均值)	US\$9.76mn
发行股票数目	619.52mn
自由流通股 (%)	31%
1年股价最高最低值	HK\$33.54-HK\$28.90

注：现价 HK\$31.76 为 2025 年 12 月 30 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	3.9%		
绝对值 (美元)	4.0%		
相对 MSCI China	5.2%		

US\$ mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	454	551	648	756
Revenue (+/-)	10%	21%	17%	17%
Net profit	98	112	130	153
Net profit (+/-)	51%	14%	17%	17%
Diluted EPS (US\$)	0.16	0.18	0.21	0.25
GPM	35.2%	34.2%	34.4%	34.6%
ROE	86.7%	57.2%	41.5%	33.7%
P/E	25.9	22.7	19.4	16.5

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

乐舒适：非洲卫生用品行业的领军企业。乐舒适是一家专注于非洲、拉美、中亚等新兴市场的跨国卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。根据弗若斯特沙利文数据，以 2024 年销量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为 20.3%及 15.6%；以 2024 年收入计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第二，市场份额分别为 17.2%及 11.9%。

人口红利与低渗透率驱动高增长，双品类领跑非洲市场。非洲人口增长与城市化进程加速叠加非洲婴儿及女性卫生用品低渗透率，构成行业高增长核心驱动，市场提升空间大。乐舒适凭借覆盖中高档、中端及大众市场的产品矩阵，在非洲婴儿纸尿裤与卫生巾市场中均展现出领先的增长势头。

核心竞争力。（1）差异化品牌策略，打造强大的品牌矩阵。公司 2009 年于加纳推出核心品牌 Softcare 婴儿纸尿裤后，逐步拓展至 Maya、Vesper、Cuettie 及 Clincler 品牌，构建覆盖四大核心品类的全面品牌矩阵。截至 2025 年 4 月末，四大核心品类 SKU 超 340 个。**（2）本土化产能深耕叠加全链条精细管控，构筑供应链核心竞争壁垒。**公司 2018 年于加纳启动本土化生产，截至 2025 年 4 月末已在非洲 8 国布局 8 家工厂、51 条生产线，是非洲本地工厂数量最多的卫生用品企业。“本地产、本地销”模式大幅缩短销售链路、降低成本，同时提升消费者触达效率与情感联结。**（3）深度下沉的多渠道销售网络，广泛触达的终端消费场景。**截至 2025 年 4 月末，公司销售网络已扩展至非洲、拉美和中亚的 30 多个国家，并在 12 个国家设立了 18 个销售分支机构，服务超过 2800 名客户。公司销售网络已覆盖核心经营国家各行政区，触达 80%以上本地人口。

未来增长战略：区域扩张+品类延伸+资产注入。（1）区域扩张：复制“非洲模式”，打造全球化第二增长曲线。依托非洲市场的深厚根基，乐舒适将已跑通的“非洲模式”向拉美等具有相似人口与消费属性的新兴市场延伸，打造可持续的第二增长曲线。**（2）品类拓展：渠道复用+并购驱动，拓展品牌矩阵布局。**我们认为，品类扩张与并购已成为乐舒适从“领先的卫生用品企业”迈向“领先的快速消费品集团”的战略必然。内生品类扩张方面，公司将依托成熟的渠道网络与精准的消费洞察，优先拓展健康护理与卫生相关领域的产品，复制现有核心产品的成功运营模式。外延并购方面，参考国际快消品牌的发展历史，我们认为公司未来亦会将战略性收购作为快速获取品牌资产与市场入口的重要手段。

盈利预测及估值。我们预计 2025-27 年公司营收各 5.5/6.5/7.6 亿美元，同比各增长 21%/17%/17%；经调净利各 1.1/1.3/1.5 亿美元，同比各增长 14%/17%/17%。参照可比公司，考虑到乐舒适在非洲卫生用品市场的绝对龙头地位，且受益于非洲人口红利与卫生用品渗透率提升的结构性机遇，给予 2026 年 25xPE，对应合理市值 251 亿港元，目标价 40.5 港元（对应汇率为 USD/HKD=7.8），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示。海外经营区域经济与政治变动风险、汇率波动风险、产能扩张不及预期、原材料价格波动风险、产品质量与安全风险。

刘坤钰 Kunyu Liu
ky.liu@htisec.com

李一腾 Yiteng Li
yt.li@htisec.com

1. 乐舒适：非洲卫生用品行业的领军企业

乐舒适是一家专注于非洲、拉美、中亚等新兴市场的跨国卫生用品公司，主要从事婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾和湿巾等婴儿及女性卫生用品的开发、制造和销售。凭借超过 15 年的跨国经营策略，公司已成为非洲多国的卫生用品行业的领军企业。根据弗若斯特沙利文数据，以 2024 年销量计算，公司在非洲婴儿纸尿裤和卫生巾市场均排名第一，市场份额分别为 20.3%及 15.6%；以 2024 年收入计算，公司在非洲婴儿纸尿裤市场和卫生巾市场均排名第二，市场份额分别为 17.2%及 11.9%。

1.1. 立足非洲筑根基，辐射新兴市场拓新局

乐舒适是森大集团成员公司。森大集团是国内最早深耕非洲、南美洲等海外市场的国际贸易企业之一，深耕海外二十余载，已发展为集海外工业制造、国际贸易、实业投资于一体的跨国综合性产业集团，其业务涵盖家装建材（陶瓷、洁具、玻璃等）、快速消费品（卫生用品、日化等）、五金百货三大核心板块。截至 2025 年 4 月末，森大集团已在非洲、美洲等 17 个国家设立子公司，32 座工厂实现投产，销售网络辐射全球超 60 个国家及地区。

图1 森大集团业务布局



资料来源：森大集团官网，HTI
注：数据截至 2025 年 4 月末，橙色标注为子公司/已设工厂国家，灰色标注为销售覆盖国家

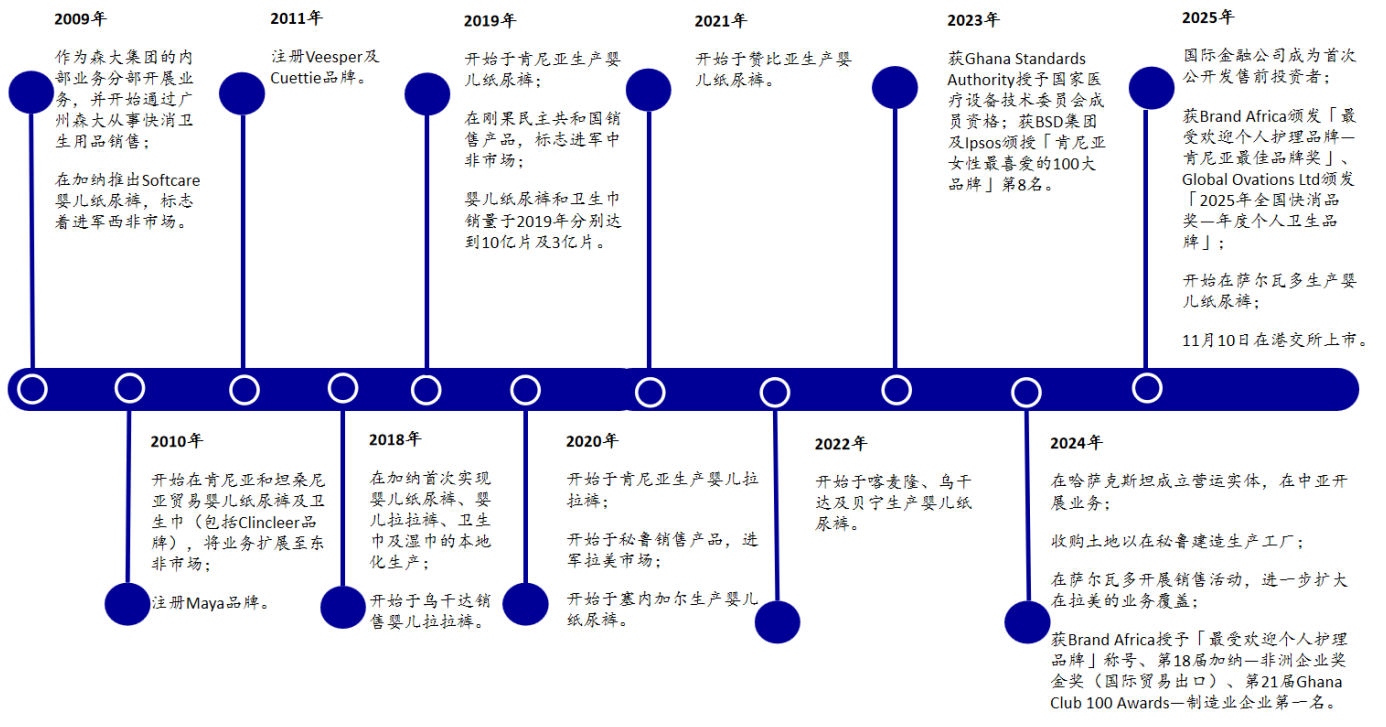
表 1 森大集团业务板块

业务板块	业务板块介绍
家装建材	森大集团建材营销中心是集团成立最早、销售额最大的营销线，负责建材产品管理、品牌及销售等核心业务。根据公司官网，该中心现有员工近 150 人，在 10 国 13 城设销售分公司，年销售额超 10 亿元人民币，年增长率超 40%；其建材产品在多国市占率超 50%，于东非、西非及南美部分国家占据强势市场地位。2015 年起，森大集团联合广东科达洁能在非洲肯尼亚、加纳等国建陶瓷厂，推动建材产品从贸易运营转向工贸一体化。
快速消费品	森大快消始创于 2008 年，总部位于广州，是发展中国家最大的日用消费品公司之一。公司秉持品质、服务、用心、深扎根、同发展理念，实现十余年持续增长，业务覆盖全球十几个国家和地区并设工厂或分公司，经营几十个品牌，涵盖婴儿、女性及家庭护理品类。根据公司官网，目前在非洲拥有上千名员工，本土员工占比超 98%。
五金百货	五金百货业务中心成立于 2013 年，总部下设销售管理部、产品管理部、项目管理部、各海外分公司业务执行部门及五金厂，核心经营钢材、日用百货、五金农具、电子电器四大类产品。

资料来源：森大集团官网，HTI

乐舒适发展历程可分为三个阶段：①**创业探索阶段（2009-2017年）**：依托多品牌矩阵与贸易模式完成非洲市场初步布局。2009年，乐舒适作为森大集团内部业务分部正式成立，在加纳推出 Softcare 婴儿纸尿裤品牌，标志着公司正式进入西非市场；2010-2011年期间，公司陆续注册 Maya、Veesper、Cuettie、Clincleer 等子品牌，形成覆盖中高端、中端到大众市场的品牌矩阵，通过贸易模式初步建立区域分销网络并将业务拓展至东非市场。②**本土化转型阶段（2018-2023年）**：以本土生产基地为核心构建供应链壁垒并拓展新区域。2018年成为关键转折点，公司在加纳建成首个本地化生产基地，实现婴儿纸尿裤、拉拉裤、卫生巾及湿巾的本地化生产。凭借供应链本土化带来的成本优势，公司先后将业务延伸至中非、拉美市场。2022年，乐舒适完成重组，公司从森大集团内部拆分独立，同年公司的总部由中国搬迁至阿联酋迪拜。③**多极增长与资本化阶段（2024年至今）**：开启全球化多极扩张。2024年，公司在秘鲁建造生产工厂，并于哈萨克斯坦设立营运实体，成功切入中亚市场，开启了更广泛的地理扩张。资本化进程中，公司获得国际金融公司（IFC）3000万美元 Pre-IPO 投资；IPO 引入包括黑蚁资本、博裕资本、南方基金、富国基金、易方达基金等 15 家境内外知名机构作为基石投资者，合计认购约 1.39 亿美元的发售股份。2025年 11 月 10 日，乐舒适在香港联合交易所主板成功挂牌上市，成为港股“非洲消费品制造第一股”。

图2 乐舒适发展历程（2009-2025）



资料来源：公司招股书，HTI

1.2. 组织架构：股权结构集中，核心团队经验丰富

公司股权结构集中。2025年 12 月 5 日公司悉数行使涉及合共 1363 万股股份的超额配股权后，总股本增至 6.2 亿股。其中沈延昌、杨艳娟夫妇通过 Century BVI 持股约 53.5%；Lideal (BVI)、Gong Ying (BVI) 等 9 家自然人控制的 BVI 公司合计持股约 14.0%，持有人为乐舒适或森大集团的现任/前任高管；6 大员工持股平台 (Shufei Limited/Shufan Limited/Shumei Limited/Shuhao Limited/Shule Limited/Shushi Limited) 合计持股约 13.2%；首次公开发售前投资者 IFC 持股约 2.4%；首次公开发售和超额配售部分共占总股份约 16.9%。

表 2 乐舒适全球发售完成后股权结构 (2025 年 12 月 5 日超额配股权行使后)

股东	所有方	持股总数 (万股)	持股占比
Century BVI	沈廷昌先生、杨晓娟女士	33174	53.5%
Lideal (BVI)、Gong Ying (BVI) 等 9 家自然人 BVI 持股公司	罗继超、王大江等乐舒适或森大集团现任/前任高管	8647	14.0%
Shufei Limited、Shufan Limited 等 6 大平台	员工持股平台	8180	13.2%
IFC	-	1500	2.4%
其他公众股东	-	9088	14.7%
超额配售		1363	2.2%
总计		61952	100.0%

资料来源: 公司招股书, HTI

管理团队具备良好的专业素养、深刻的行业见解与丰富的实战经验。董事长沈廷昌先生在新兴市场贸易及企业管理领域拥有超过 28 年经验, 现负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略。执行董事兼首席执行官罗继超先生拥有超过 23 年快速消费品行业经验, 现负责集团的整体管理及业务营运与发展。执行董事兼首席运营官赵永强先生拥有超过 23 年的管理咨询与信息技术行业经验, 现负责协调及执行集团业务发展策略, 并监督营销及销售部门。首席财务官兼联席公司秘书龙瑞麒先生拥有超过 18 年资本市场、审计及财务管理经验, 现负责集团财务、会计及公司秘书事务的整体监督及管理。

表 3 乐舒适董事会及高管构成

姓名	年龄	职位	加入公司时间	履历
罗继超	46 岁	执行董事兼首席执行官	2011 年 6 月	罗先生拥有超过 23 年快速消费品行业经验, 曾任纳爱斯集团有限公司全国大客户高级经理等多个职位。现负责集团的整体管理及业务营运与发展。
赵永强	48 岁	执行董事兼首席运营官	2024 年 10 月	赵先生拥有超过 23 年的管理咨询与信息技术行业经验, 此前曾任 IBM 的总监及合伙人等多个职位。现负责协调及执行集团业务发展策略, 并监督营销及销售部门。
沈廷昌	52 岁	非执行董事兼董事会主席	2009 年 2 月	沈先生在新兴市场贸易及企业管理领域拥有超过 28 年经验, 2004 年创立广州森大。现负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略。
杨艳娟	51 岁	非执行董事	2012 年 1 月	杨女士为沈先生的配偶, 在工业与机械工程领域拥有超过 23 年经验, 曾在森大集团担任顾问。现负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略。
周仁伟	50 岁	非执行董事	2013 年 4 月	周先生拥有超过 28 年财务与会计经验。现负责为集团的整体管理及营运提供指引及制定业务策略。
龙瑞麒	40 岁	首席财务官兼联席公司秘书	2022 年 2 月	龙先生拥有超过 18 年资本市场、审计及财务管理经验。现负责集团财务、会计及公司秘书事务的整体监督及管理。

资料来源: 公司招股书, HTI

1.3. 财务分析: 营收稳步增长, 盈利能力持续优化

得益于销售网络的持续扩张及产品需求的显著增加, 公司收入稳步增长。2024 年/1-4M25, 公司总收入分别达到 4.5/1.6 亿美元, 同比各增长 10.5%/15.5%。销售端, 公司通过从首都到农村的全区域渗透深化非洲现有市场, 并逐步将业务从非洲拓展至拉美、中亚等新兴市场以扩大业务覆盖范围。需求端, 新兴市场人口增长、经济与城市化发展推动卫生用品行业需求持续释放, 公司亦通过品牌营销、产品结构优化进一步增强消费吸引力, 共同支撑业务规模的稳步提升。具体来看: (1) 按产品拆分, 婴儿纸尿裤为主要收入来源, 婴儿拉拉裤收入增速快。2024 年婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤/湿巾收入各为 3.4/0.8/0.2/0.1 亿美元, 同比各增长 5.5%/25.5%/57.3%/14.6%, 收入占比各 75.3%/17.0%/4.5%/3.2%; 1-4M25, 婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤/湿巾收入分别为 1.2/0.3/0.1/0.1 亿美元, 同比各增长 8.8%/24.3%/94.1%/45.1%, 收入占比

各 71.8%/18.6%/5.8%/3.9%。(2) 按销售区域拆分, 西非和东非为收入贡献最多地区, 拉美收入增速快。2024 年西非/东非/中非/拉美收入分别为 1.9/2.1/0.4/0.1/0.0 亿美元, 同比各变动-1.2%/20.3%/16.3%/82.1%, 收入占比各 42.9%/45.5%/9.5%/2.1%; 1-4M25, 西非/东非/中非/拉美收入各为 0.6/0.7/0.2/0.1 亿美元, 同比各变动-0.1%/21.3%/47.9%/121.1%, 收入占比各 39.5%/46.4%/10.7%/3.3%。(3) 按销售渠道拆分, 批发商为收入主要贡献者。2024 年批发商/经销商/商超和零售商收入分别为 2.9/1.5/0.2 亿美元, 同比各增长 9.3%/14.8%/31.2%, 收入占比各 64.1%/32.1%/3.3%。1-4M25, 批发商/经销商/商超和零售商收入分别为 1.0/0.5/0.1 亿美元, 同比各增长 11.5%/23.8%/33.2%, 收入占比各 62.1%/33.9%/3.7%。

表 4 乐舒适收入端拆分 (2022-4M25)

	2022	2023	2024	1-4M25
总收入 (百万美元)	320	411	454	161
yoy (%)		28.6	10.5	15.5
收入按产品拆分:				
婴儿纸尿裤 (百万美元)	251	324	342	116
		29.2	5.5	8.8
卫生巾 (百万美元)	43	62	77	30
		43.3	25.5	24.3
婴儿拉拉裤 (百万美元)	17	13	21	9
		-25.0	57.3	94.1
湿巾 (百万美元)	9	13	14	6
		44.0	14.6	45.1
婴儿纸尿裤收入占比 (%)	78.4	78.8	75.3	71.8
卫生巾收入占比 (%)	13.5	15.0	17.0	18.6
婴儿拉拉裤收入占比 (%)	5.4	3.2	4.5	5.8
湿巾收入占比 (%)	2.7	3.1	3.2	3.9
收入按销售区域分:				
西非 (百万美元)	165	197	195	64
		19.5	-1.2	-0.1
东非 (百万美元)	148	172	207	75
		15.8	20.3	21.3
中非 (百万美元)	6	37	43	17
		514.1	16.3	47.9
拉美 (百万美元)	0	5	9	5
		1323.7	82.1	121.1
中亚 (百万美元)	0	0	0	0
		-	-	-
西非收入占比 (%)	51.6	48.0	42.9	39.5
东非收入占比 (%)	46.4	41.8	45.5	46.4
中非收入占比 (%)	1.9	9.0	9.5	10.7
拉美收入占比 (%)	0.1	1.3	2.1	3.3
中亚收入占比 (%)	0.0	0.0	0.0	0.1
收入按销售渠道拆分:				
批发商 (百万美元)	191	266	291	100
		39.4	9.3	11.5
经销商 (百万美元)	106	127	146	55
		19.8	14.8	23.8
商超和零售商 (百万美元)	10	12	15	6
		20.3	31.2	33.2
其他 (百万美元)	13	6	2	0
		-52.4	-67.2	-63.0
批发商收入占比 (%)	59.8	64.8	64.1	62.1
经销商收入占比 (%)	33.2	30.9	32.1	33.9
商超和零售商收入占比 (%)	3.0	2.8	3.3	3.7
其他收入占比 (%)	4.1	1.5	0.4	0.3

资料来源: 公司招股书, HTI

毛利率主要受定价能力及绒毛浆、无纺布及 SAP 等主要原材料市场价格的影响。由于绒毛浆、无纺布及 SAP 的平均采购价格有所下降，2024 年公司毛利率同比增加 0.3pct 至 35.2%。1-4M25，由于婴儿纸尿裤毛利率产品组合变化、加纳货币贬值以及在贝宁及喀麦隆降价做推广，整体毛利率同比下降 1.3pct 至 33.6%。

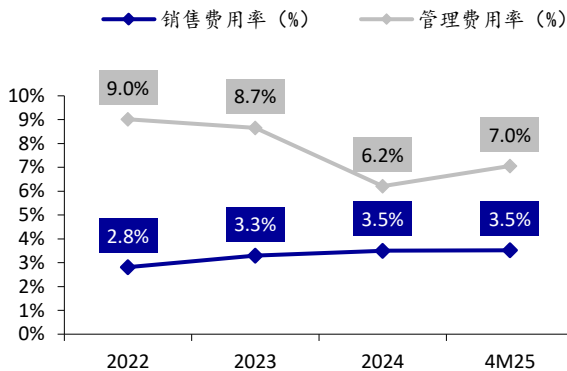
费用率相对稳定，盈利能力持续优化。费用率方面，1-4M25 公司销售费用率为 3.5%，同比增加 0.1pct，主因销售相关雇员的薪金增加，以及运输开支及综合支持服务费用因销量增加而增加；管理费用率为 7.0%，同比增加 0.6pct，主因员工成本因招聘若干高级管理人员而增加，以及筹备上市过程的法律及专业费用增加。盈利方面，2024/1-4M25，公司经调净利分别为 9767/3251 万美元，同比各增长 51.0%/13.3%，经调净利率分别为 21.5%/20.2%，维持在较高水平。

表 5 乐舒适毛利率拆分 (2022-4M25)

	2022	2023	2024	1-4M25
毛利率 (%)	23.0	34.9	35.2	33.6
yoy (pct)		12.0	0.3	-1.3
其中:				
婴儿纸尿裤	23.0	35.6	34.3	32.9
yoy (pct)		12.6	-1.3	-2.3
卫生巾	18.8	30.4	38.4	35.1
yoy (pct)		11.5	8.0	1.4
婴儿拉拉裤	24.9	27.2	28.3	30.6
yoy (pct)		2.3	1.0	4.4
湿巾	38.6	49.1	52.0	44.9
yoy (pct)		10.6	2.9	-0.3

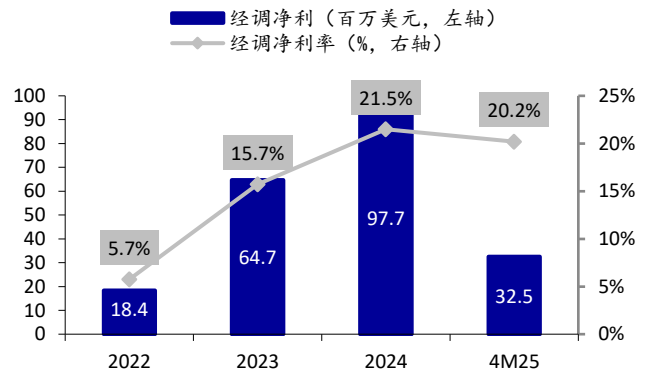
资料来源: 公司招股书, HTI

图3 乐舒适销售及管理费用率 (2022-4M25)



资料来源: 公司招股书, HTI

图4 乐舒适经调净利及经调净利率 (2022-4M25)



资料来源: 公司招股书, HTI

营运资金充足，为扩张提供现金流支持。2022-4M25，公司现金及现金等价物各 2173/3044/3111/8453 万美元；经营活动现金流各 1358/9598/10953/3233 万美元，经营活动现金流/营业收入各 4.2%/23.3%/24.1%/20.0%，充足的营运资金为后续产能扩张和升级生产线提供了充足的资金保障。

表 6 乐舒适现金流情况 (2022-4M25)

	2022	2023	2024	4M25
现金及现金等价物 (百万美元)	21.7	30.4	31.1	84.5
经营活动现金流净额 (百万美元)	13.6	96.0	109.5	32.3
yoy (%)		607.0	14.1	18.9
经营活动现金流/营业收入	4.2%	23.3%	24.1%	20.0%
yoy (pct)		19.1	0.8	0.6

资料来源: 公司招股书, HTI

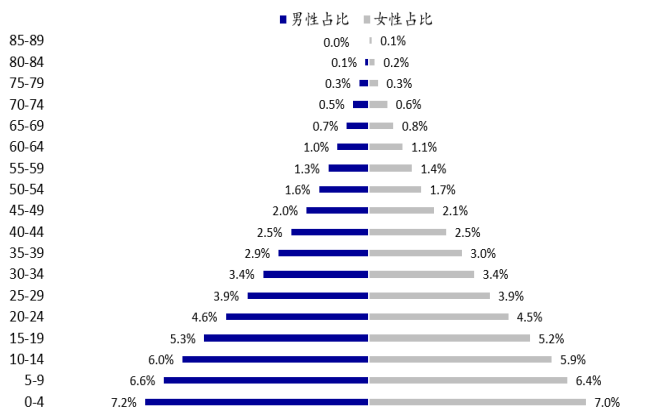
2. 人口红利与低渗透率驱动高增长, 双品类领跑非洲市场

2.1. 人口增长与城市化加速驱动非洲婴儿及女性卫生用品市场扩张

非洲人口增长与城市化进程加速推动了婴儿及女性卫生用品的市场的扩张。整体看, IMF 预计 2025 年非洲实际 GDP 增速将达到 4.2%, 并且预计 2030 年非洲实际 GDP 增速有望升至 4.5%, 超新兴市场和发展中经济体的平均增速 4.0%及全球的平均增速 3.1%。(1) 人口结构: 非洲国家人口呈现三角形的人口结构, 其特点为年轻人口比例高及出生率高。根据 Population Pyramid 数据, 2024 年非洲 4 岁以下人群占比达 14.2%, 30 岁以下人群占比达 66.5%。根据招股书援引弗若斯特沙利文, 2024 年, 非洲、拉美及中亚的出生人口分别为 4820/1010/200 万, 各占 2024 年全球出生人口的 36.5%/7.7%/1.4%。婴幼儿群体的持续扩大, 带动了对婴儿纸尿裤的稳定且不断增长的需求。(2) 城市化加速: 根据招股书援引弗若斯特沙利文, 非洲及拉美等新兴市场于 2024 年的城市化率分别为 45.5%和 85.5%, 并预计将于 2025 年后继续加速。城市生活方式的普及提高了女性对经期卫生的认知与重视程度, 同时增强了购买力与产品可及性。城市地区集中分布的零售渠道与电商平台, 为消费者提供更丰富、多元的卫生巾选择; 配套完善的废弃物管理体系也缓解了卫生用品使用后的处理难题, 进一步支撑女性卫生用品市场的发展。

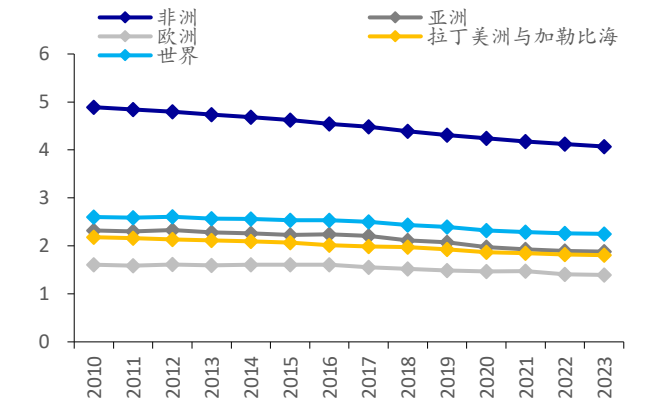
非洲婴儿及女性卫生用品市场渗透率显著低于欧美及中国, 市场提升空间大。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文, 2024 年非洲婴儿纸尿裤及拉拉裤的市场渗透率约为 20%, 显著低于欧洲、北美和中国 70%-86%的水平; 同期非洲卫生巾渗透率约为 30%, 亦大幅落后于欧洲、北美和中国市场 86%-92%的渗透率。渗透率的显著差距凸显了非洲市场在产品普及和消费习惯培育方面的广阔增长潜力。

图5 非洲人口结构 (2024)



资料来源: Population Pyramid, 弗若斯特沙利文, HTI

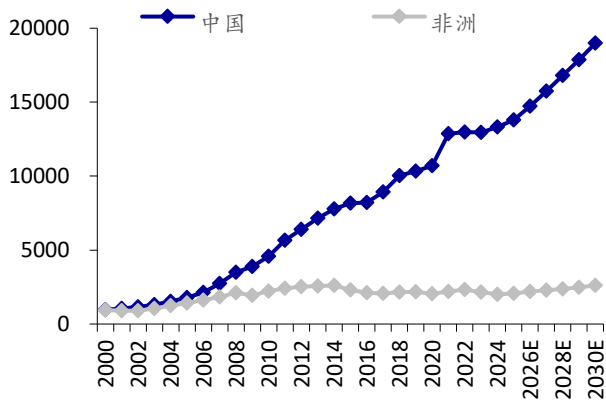
图6 主要地区出生率 (% , 2010-2023)



资料来源: United Nations, HTI

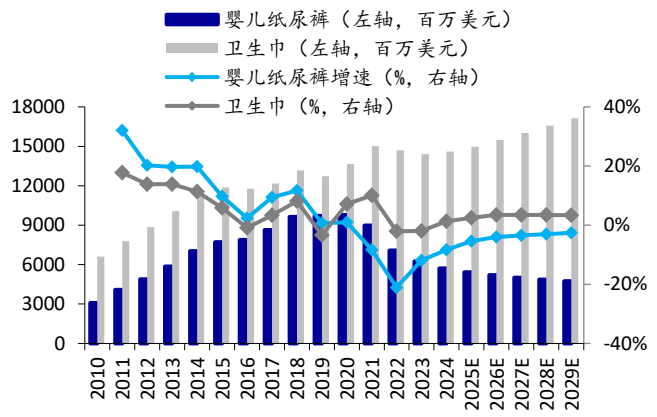
从中国婴儿纸尿裤及卫生巾市场的发展经验来看，品类成熟需由人均 GDP 提升、城镇化推进及消费习惯培育等多因素共同驱动；对比非洲当前经济发展水平，其两大卫生护理品类具备显著的增长潜力。（1）**婴儿纸尿裤**：得益于 2016 年全面二孩政策落地释放的人口红利，2016-2018 年，中国婴儿纸尿裤行业市场规模保持快速增长。根据艾瑞咨询数据，2018 年中国婴儿纸尿裤渗透率达到 64%，市场逐渐趋于成熟，对应彼时 IMF 统计的中国人均 GDP 为 10040 美元。（2）**卫生巾**：卫生巾市场的成熟进程则早于婴儿纸尿裤，其增长核心得益于女性健康意识的普遍觉醒、消费升级下产品可及性的大幅提升，以及品类本身的刚性需求属性。根据 2017 年《中国生活用纸年鉴》的数据，中国的卫生巾渗透率已经接近 100%，对应彼时 IMF 统计的中国人均 GDP 为 8930 美元。对比来看，中国市场在两品类渗透率接近成熟时，人均 GDP 水平大致处于 8900-10000 美元区间。而根据 IMF 预测，至 2030 年非洲人均 GDP 仅为 2599 美元，仍远低于中国市场成熟时的经济门槛。叠加非洲当前两大品类渗透率处于低基数水平，未来随经济发展与消费观念升级，市场增长空间极为广阔。

图7 中国、非洲人均 GDP (美元, 2020-2030E)



资料来源: IMF, HTI

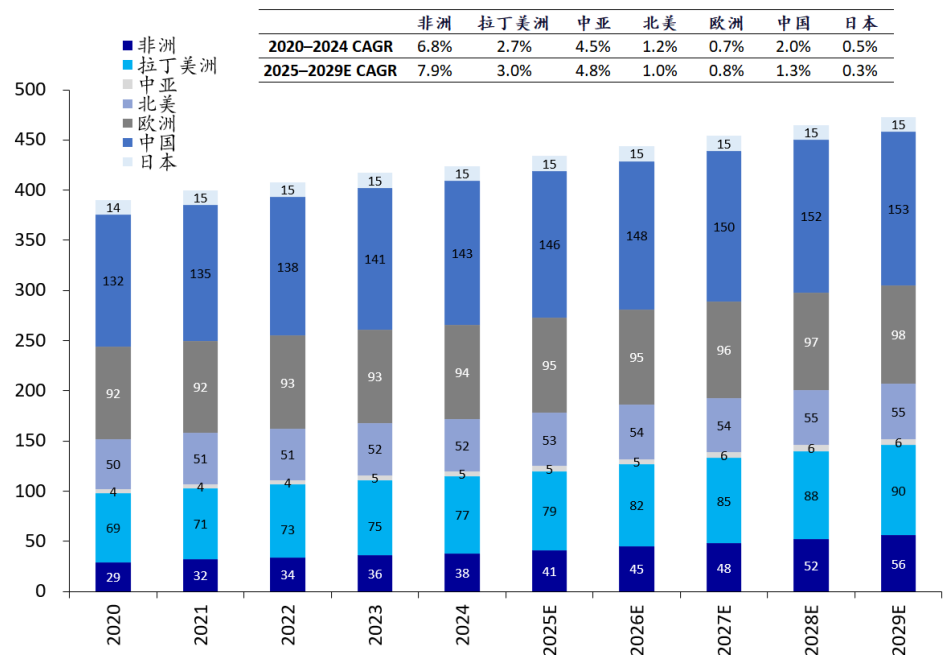
图8 中国婴儿纸尿裤和卫生巾规模及增速 (2010-2029E)



资料来源: Euromonitor, HTI

新兴市场的婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场增速持续领跑全球主要地区。根据招股书援引弗若斯特沙利文，非洲婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模从 2020 年的 29 亿美元增长至 2024 年的 38 亿美元，对应 2020-2024 年复合增长 6.8%，高于拉美/中亚/北美/欧洲/中国/日本同期 2.7%/4.5%/1.2%/0.7%/2.0%/0.5%的年复合增长。展望未来，该上升趋势有望持续，预计非洲市场规模在 2029 年将达到 56 亿美元，对应 2025-2029 年复合增长 7.9%，仍大幅领先于拉美/中亚/北美/欧洲/中国/日本同期 3.0%/4.8%/1.0%/0.8%/1.3%/0.3%的年复合增长。

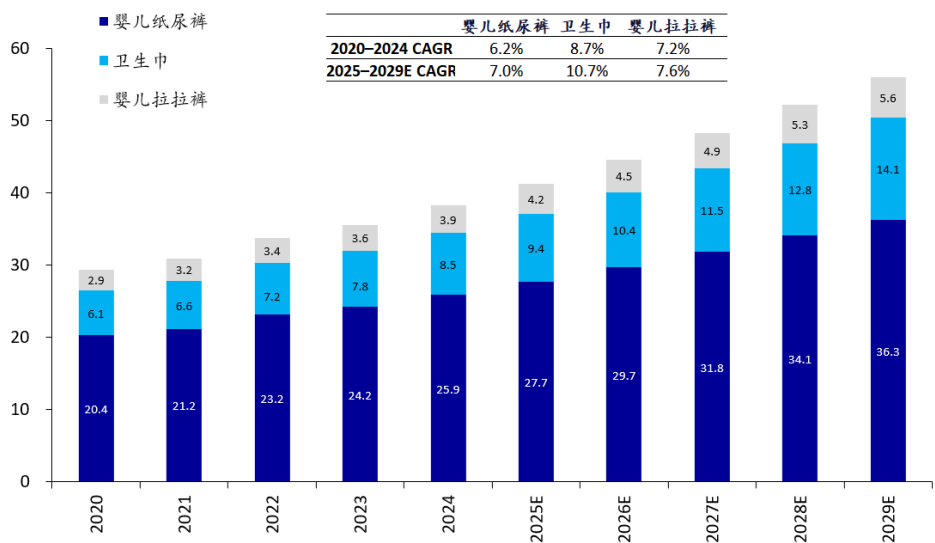
图9 全球主要地区婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模 (亿美元, 2020-2029E)



资料来源: 公司招股书, 弗若斯特沙利文, HTI

卫生巾是非洲婴儿及女性卫生用品中增速最快的细分品类。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文报告, 2024 年, 非洲婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤市场规模分别为 25.9/8.5/3.9 亿美元, 占整体市场的 68%/22%/10%, 2020-2024 年复合增长分别为 6.2%/8.7%/7.2%。预计 2029 年, 非洲婴儿纸尿裤/卫生巾/婴儿拉拉裤市场规模将达 36.3/14.1/5.6 亿美元, 占整体市场的 65%/25%/10%, 2025-2029 年复合增长分别为 7.0%/10.7%/7.6%。

图10 非洲婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤及卫生巾市场规模 (亿美元, 2020-2029E)



资料来源: 公司招股书, 世界银行, 弗若斯特沙利文, HTI

2.2. 非洲零售渠道：线下渠道仍为主流

非洲主要国家零售额增速不及世界平均水平。将阿尔及利亚、安哥拉、喀麦隆、科特迪瓦、埃及、埃塞俄比亚、加纳、肯尼亚、摩洛哥、尼日利亚、南非、坦桑尼亚、突尼斯、乌干达这 14 个非洲国家视为整体来看，根据 Euromonitor 数据，2024 年其零售规模达到 3135 亿美元，占世界总体的 2%，2020-2024 年复合增长 0.0%，低于世界平均水平的 4.3%；预计 2025-2029 复合年增长率 4.0%，虽仍低于世界平均水平的 5.4%，但涨幅明显。

表 7 非洲主要国家零售规模（2024）

	零售规模（亿美元）	零售规模 2020-24 CAGR	零售规模 2025-29E CAGR
非洲主要国家	3135	0.0%	4.0%
世界	185824	4.3%	5.4%

资料来源：Euromonitor，HTI

注：非洲主要国家包括阿尔及利亚、安哥拉、喀麦隆、科特迪瓦、埃及、埃塞俄比亚、加纳、肯尼亚、摩洛哥、尼日利亚、南非、坦桑尼亚、突尼斯、乌干达。

非洲主要市场中，线下渠道仍为主流。以乐舒适已布局生产工厂的加纳、肯尼亚、坦桑尼亚、喀麦隆、乌干达为例，根据 Euromonitor 数据，2024 年，加纳/肯尼亚/坦桑尼亚/喀麦隆/乌干达的零售规模各 28.5/116.0/25.5/51.6/61.8 亿美元，2020-2024 年复合增长各-6%/0%/2%/3%/7%，预计 2025-2029 年复合增长各为 4%/0%/4%/5%/6%。渠道方面，加纳以传统渠道（本地小杂货店、农贸集市、批发市场等）为主，占比达到 64%；喀麦隆以现代渠道（包括专卖店、便利店、超市、百货和大卖场等）为主，占比达到 61%；肯尼亚、坦桑尼亚和乌干达传统和现代渠道占比相对均衡；五国电商渠道占比均不超 3%。

表 8 非洲主要国家零售渠道占比（2024）

	加纳	肯尼亚	坦桑尼亚	喀麦隆	乌干达
零售规模（百万美元）	2845	11599	2552	5155	6175
2020-24 CAGR	-6%	0%	2%	3%	7%
2025-29E CAGR	4%	0%	4%	5%	6%
传统渠道	64%	46%	43%	39%	40%
现代渠道	33%	51%	55%	61%	57%
电商渠道	3%	2%	1%	0%	2%
其他渠道	0%	0%	0%	0%	1%

资料来源：Euromonitor，HTI

2.3. 乐舒适在高度集中的非洲婴儿纸尿裤与卫生巾市场双线领跑

非洲婴儿纸尿裤与卫生巾市场呈高度品牌集中格局，乐舒适凭借覆盖中高档、中端及大众市场的产品矩阵，在两大品类中均展现出领先的增长势头。（1）**婴儿纸尿裤领域**：高端国际品牌占据强势地位，而较早进入市场的参与者通过本地化生产、产品适配及针对性品牌建设，获得消费者广泛认可。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文，按 2024 年销量计，行业 CR5 达 61.2%，其中乐舒适以 20.3% 的市场份额位居第一；2024 年销量同比增长 10.2%，在前五大公司中最高。按收入计，2024 年 CR5 为 61.0%，乐舒适以 17.2% 的份额位列第二，2024 年收入同比增长 4.4%，居行业首位。（2）**卫生巾领域**：市场集中度略低于婴儿纸尿裤，但竞争格局相似，由国际品牌与本地深耕先行者共同主导。根据公司招股书援引弗若斯特沙利文，2024 年按销量计，CR5 为 39.8%，乐舒适以 15.6% 的份额排名第一，2023-2024 年销量同比增长 22.0%，在前五大公司中最高；按收入计，CR5 为 41.3%，乐舒适以 11.9% 的份额位居第二，2023-2024 年收入同比增长 25.0%，同样为行业最高。

表 9 非洲市场婴儿纸尿裤及卫生巾竞争格局

	2024 年销量 (亿片)	2024 年销量增长 率	2024 年市场份额 (按销量计)	2024 年销售收入 (亿美元)	2024 年销售收入 增长率	2024 年市场份额 (按销售收入计)	主要产品市场 定位	主要产品零售价 范围 (美分/片)
婴儿纸尿裤								
Softcare	40.6	10.2%	20.3%	3.3	4.4%	17.2%	中高档、中端 及大众市场	9.0-20.0
公司 A	34.8	-0.5%	17.4%	4.0	-0.7%	20.7%	高端及中高档	18.0-25.0
公司 B	18.0	3.0%	9.0%	1.8	3.1%	9.1%	中高档及中端	12.0-18.0
公司 C	17.5	3.5%	8.7%	1.9	3.7%	9.8%	高端	20.0-28.0
公司 D	11.5	5.3%	5.8%	0.8	-18.8%	4.2%	中端及大众市 场	7.0-13.0
CR5			61.2%			61.0%		
卫生巾								
Softcare	16.1	22.0%	15.6%	0.8	25.0%	11.9%	中高档、中端 及大众市场	4.5-8.5
公司 A	11.1	10.4%	10.8%	1.1	0.2%	16.5%	高端及中高档	7.5-13.0
公司 C	7.0	13.7%	6.8%	0.5	13.7%	8.1%	高端及中高档	8.0-13.5
公司 E	4.0	7.2%	3.8%	0.2	7.2%	2.8%	中高档	7.5-8.5
公司 F	2.9	9.4%	2.8%	0.1	9.4%	2.0%	中高档及中端	5.5-8.0
CR5			39.8%			41.3%		

资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，HTI

注：婴儿纸尿裤中，高端/中高档/中端/大众市场平均零售价格范围分别为超过 20.0/15.0-20.0/10.0-15.0/少于 10.0 美分/片；卫生巾中，高端/中高档/中端/大众市场平均零售价格范围分别为超过 9.0/7.0-9.0/5.0-7.0/少于 5.0 美分/片

3. 品牌+供应链+渠道，三管齐下构建新兴市场核心壁垒

3.1. 差异化品牌策略，打造强大的品牌矩阵

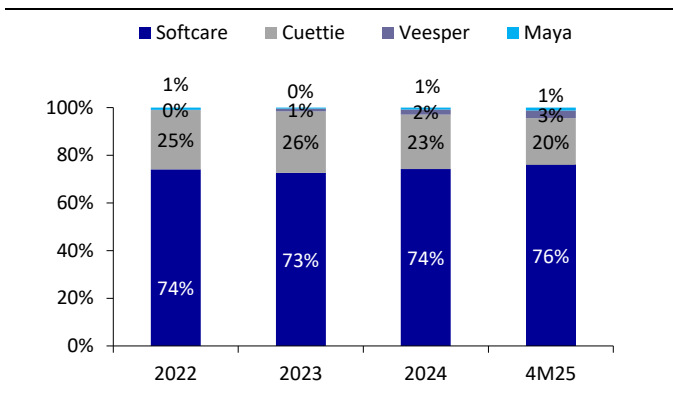
乐舒适通过差异化多品牌矩阵布局与核心品牌长期深耕，成功在非洲市场建立起深入人心的品牌形象与显著竞争壁垒。公司 2009 年于加纳推出核心品牌 Softcare 婴儿纸尿裤，2010 年将品牌覆盖拓展至 Maya，2011 年进一步扩大至 Veesper、Cuettie 及 Clincler，形成覆盖不同消费群体的婴儿及女性卫生用品品牌矩阵。同时，公司通过明星代言、品牌建设、零售端销售点建设、社交媒体推广等营销策略，提升了品牌形象和品牌认同。其中，核心品牌 Softcare 定位为中高档品牌，主要面向消费力较强、追求高品质产品的中高端群体，最初聚焦婴儿纸尿裤及卫生巾品类，2018 年延伸至婴儿拉拉裤及湿巾品类。1-4M25，Softcare 在婴儿纸尿裤品类中收入达 0.9 亿美元，占该品类总收入的 76%，在卫生巾品类中收入达 0.3 亿美元，占该品类总收入的 97%，为核心品类收入提供绝对支撑。目前 Softcare 已在多个非洲国家家喻户晓，2022-2024 年连续三年入围肯尼亚女性最喜爱的 100 大品牌前 15 名，稳居市场龙头地位，享有较高品牌溢价与市场声誉，凭借先发优势构筑起较高的消费者心智进入门槛。除核心品牌外，Veesper、Maya、Cuettie 及 Clincler 等品牌分别迎合不同消费群体需求，差异化的多品牌策略有效帮助公司覆盖更广泛的消费者基础，全面满足不同层级的产品需求，进一步巩固市场份额。

表 10 公司不同产品类别市场定位

市场定位	婴儿纸尿裤	婴儿拉拉裤	卫生巾	湿巾
中高档	Softcare Veesper	Softcare	Softcare Veesper	Softcare Veesper
中端	Maya	—	—	—
大众市场	Cuettie	Cuettie	ClinClear	—

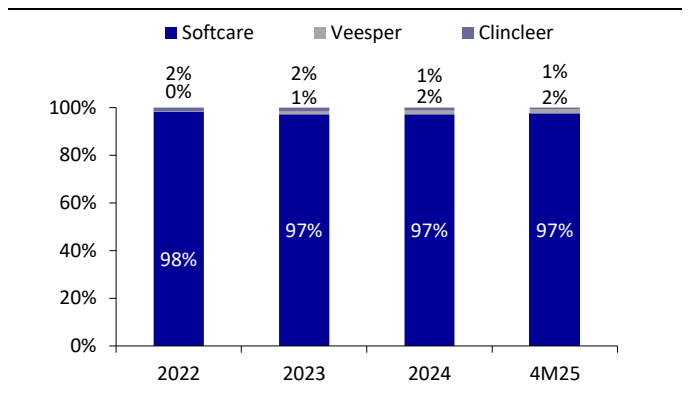
资料来源：公司招股书，HTI

图11 婴儿纸尿裤分品牌收入占比 (2022-4M25)



资料来源：公司招股书，HTI

图12 卫生巾分品牌收入占比 (2022-4M25)



资料来源：公司招股书，HTI

公司已建立起覆盖广泛、层次分明的品牌与产品矩阵。截至 4M25 末，公司在婴儿及女性卫生用品领域已形成覆盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾、湿巾四大品类的丰富产品线，SKU 总数超 340 个，其中婴儿纸尿裤/婴儿拉拉裤/卫生巾/湿巾 SKU 分别达到 263/20/44/14 个。同时，公司构建了层次分明、覆盖全面的品牌矩阵，矩阵内各品牌精准匹配不同消费群体。核心品牌与护城河品牌保持合理价格落差，子品牌则借力母品牌的知名度与影响力塑造独立品牌形象，既有效扩大了市场占有率，也进一步增强了品牌抗风险能力。

表 11 公司多品牌布局

品牌	产品	推出年份	定位及特点	截至 4M25 末平均售价 (美分/片)	产品尺寸	SKU
婴儿纸尿裤						
		2009	Softcare 核心产品线，针对中高端消费者；在吸水性、柔软度及弹性腰带方面具备高端性能，满足多种需要；品质优良，价格实惠，是市面上最具性价比的选择之一	8.7	小码、中码、大码及加大码	87
		2023	Softcare 的高端产品线延伸；高比例 SAP，增强吸收能力；超柔软透气外层，具有多重微孔设计；配有智能尿湿指示器	9.5	小码、中码、大码及加大码	23
		2017	Softcare 的高端产品线延伸；棉质柔软亲肤，适合敏感肌肤；使用较大的腰围尺寸更合身	8.6	小码、中码、大码、加大码及加大码	79
		2020	拉美市场品牌；设计及材料方面与 Softcare Premium Soft 产品线相似	12.2	中码、大码、加大码及加大码	14
		2019	中端产品线；物有所值	6.2	小码、中码、大码及加大码	11
		2013	大众市场产品线；专为满足婴儿纸尿裤的基本功能而设；品质合理，价格实惠	6.8	小码、中码、大码及加大码	49
婴儿拉拉裤						
		2018	Softcare 的核心产品线，针对中高端消费者；采用柔软底层，触感更为柔软	9.4	中码、大码及加大码	18
		2020	大众市场产品线；品质合理，价格实惠	7.5	中码及大码	2
卫生巾						
		2013	针对中高端消费者的核心产品线；提供不同版本满足不同需求：日用、夜用、正常流量及量多使用；吸收性强，棉柔质感	4.9	8 片、10 片、12 片、14 片及 15 片	34
		2024	针对年轻职业女性的 Softcare 产品线延伸；超薄；面层由细旦纤维制成，触感柔软顺滑；使用多孔材料，更好引导及吸收液体	5.7	8 片	1
		2022	针对少女的 Softcare 产品线延伸，传递青春活力的形象；设计符合少女体型；尺寸更小，适合少量需求	2.2	12 片及 18 片	3
		2020	拉美市场品牌；设计及材料方面与 Softcare 卫生巾相似	4.6	10 片	4
		2010	大众市场产品线；品质合理，价格实惠	3.4	10 片	2
湿巾						
		2019	适合婴儿肌肤；添加芦荟精华和维生素 E，更好呵护肌肤；不含酒精；使用 100% 纯水；提供家庭装和小袋装	1	10 片、40 片、64 片及 80 片	11
		2020	拉美市场品牌；设计及材料方面与 Softcare 湿巾相似	0.6	120 片	3

资料来源：公司招股书，HTI

3.2. 本土化产能深耕叠加全链条精细管控，构筑供应链核心竞争壁垒

乐舒适以跨国制造为核心构建了稳健的全球供应链体系，本土化生产布局优势显著。公司 2018 年在加纳率先启动婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾的本土化生产，此后持续拓展布局。截至 2025 年 4 月末，公司在非洲 8 个国家（包括加纳、肯尼亚、塞内加尔、坦桑尼亚、赞比亚、喀麦隆、乌干达及贝宁）共设有 8 家生产工厂、51 条生产线，年设计产能分别达到婴儿纸尿裤 63.0 亿片、婴儿拉拉裤 3.5 亿片、卫生巾 28.5 亿片和湿巾 93.0 亿片。2025 年 8 月，公司位于萨尔瓦多的新工厂正式投产，该工厂配备一条婴儿纸尿裤生产线。产品供应方面，核心产能集中于非洲本土工厂，少量产品由刚投产的萨尔瓦多新厂及中国 OEM 供应商代工生产。根据弗若斯特沙利文数据，公司是非洲本地工厂布局数量最多的卫生用品公司，以 2024 年产量计，公司在非洲婴儿纸尿裤市场及卫生巾市场均排名第一。通过“本地生产、本地销”模式，公司大幅缩短销售链路，有效降低成本，还能让产品更快触达消费者、与消费者建立更深联系。

表 12 按地理位置划分的生产工厂（截至 4M25 末）

地区	投产年度	生产线数量
加纳	2018 年	15
肯尼亚	2019 年	13
塞内加尔	2020 年	6
坦桑尼亚	2018 年	4
赞比亚	2021 年	5
喀麦隆	2022 年	5
乌干达	2022 年	2
贝宁	2022 年	1
总计		51

资料来源：公司招股书，HTI

在新兴市场同行数字化能力普遍有限的背景下，公司率先使用先进的数字化管理工具，实现了对采购、运输、生产、销售等环节的高效管控。公司多年来与多个国际大型咨询公司持续合作，学习先进管理理念，结合自身在新兴市场积累的跨国管理、本地化精益管理、业务拓展等经验，集成出多套系统化管理工具，克服了全球供应链管理、销售网络管理、生产质量管理等环节的诸多难点。例如，通过 CRM 系统统一销售管理平台，完善销售渠道管理、提升销售人员效率，强化产品市场渗透与消费者触达；借助 SRM 系统统一采购管理平台，规范采购流程、实现采购全流程线上化可视化，优化与供应商的协同管理，助力经营决策更加精准高效。

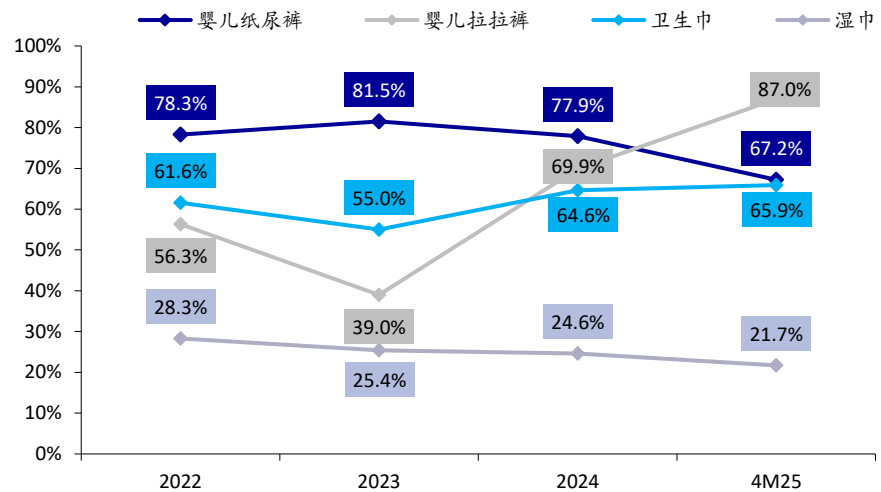
表 13 公司供应链管理措施

核心举措	具体内容
强化全球供应链合作	深化与全球头部供应商的战略合作。通过长期合同和集中采购，在产品标准化的基础上，通过竞价模式确保原材料的稳定供应、品质保障和成本优势。通过加强供应链风险管理，降低供应中断、价格波动风险。
产业链上游布局	以投资/合作方式布局上游关键原材料供应，保障原材料质量与供应安全，降低生产成本。
生产设施自动化及管理流程优化	通过技改升级、柔性切换实现多规格多品类生产，提升整体产能利用率；引入自动化/智能生产线，提高生产效率、灵活性，稳定产品品质；引入精益生产，提升工厂运作效率。
加大数字化投资	基于现有 CRM、SRM 系统，计划进一步加大数字化、智能化技术的投资，购买先进的软件或硬件设施，并辅以相应的技术人才；提升仓储、物流等环节管理效率；通过智能预测算法，公司将提高生产计划精准度，降低库存成本，提升供应链整体效率。

资料来源：公司招股书，HTI

公司各产品线产能利用率整体与产能扩张节奏、市场需求相适配。截至 4M25 末，婴儿纸尿裤生产线利用率为 67.2%，较此前稳定水平有所下降，主要受 2025 年肯尼亚新增生产线所致；婴儿拉拉裤生产线利用率升至 87.0%，主因产量提升以匹配市场需求；卫生巾生产线利用率保持平稳，为 65.9%；湿巾生产线利用率维持 21.7% 的较低水平，主因公司持续新增生产线推高设计产能。尽管短期拉低了湿巾线利用率，但从长期来看，本地化制造模式更具成本效益，且湿巾销量持续快速增长，为新增产能提供了坚实的市场需求支撑。

图13 按产品类型划分的产能利用率情况（2022-4M25）

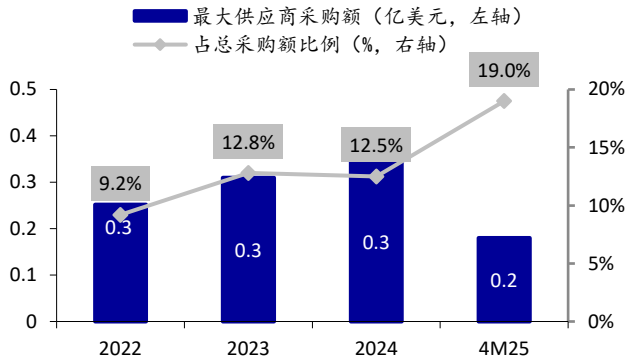


资料来源：公司招股书，HTI

公司计划通过升级现有产线、新增生产线及建设新工厂持续扩大产能，以匹配不断增长的市场需求。截至 2025 年 10 月 21 日，公司已以内部资源购入秘鲁一块土地用于建设新生产工厂，其中一期工程预计 2025 年前竣工，二期工程预计 2027 年竣工。资金规划方面，公司拟将募集资金的 71.4% 用于整体产能扩张及生产线升级，具体分配为：约 32.1% 用于在加纳、科特迪瓦、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥等 10 个国家建设新生产工厂或扩建现有工厂，生产范围覆盖婴儿纸尿裤、婴儿拉拉裤、卫生巾及湿巾；约 34.5% 用于在加纳、塞内加尔、肯尼亚、秘鲁、哈萨克斯坦、墨西哥等 12 个国家的工厂新增生产线，该计划完成后预计每年新增设计产能 62.8 亿片婴儿纸尿裤、18.8 亿片婴儿拉拉裤、34.1 亿片卫生巾及 36.4 亿片湿巾。其中，公司计划在萨尔瓦多、哈萨克斯坦及墨西哥各新建一条湿巾生产线，尽管现有湿巾产线均位于非洲且利用率偏低，但上述三国市场尚无公司湿巾产能布局，加之单条新线建造成本仅约 110 万港元，既能规避跨境运输成本高企的劣势，又能适配本地消费需求，获得当地湿巾品类的快速增长（2022-2024 年复合增长 33.4%）的红利，为当地市场拓展筑牢基础。此外约 4.8% 的募集资金拟于 2026-2029 年期间，用于在加纳、肯尼亚、塞内加尔、赞比亚、秘鲁、哈萨克斯坦及墨西哥购置 12 套生产设备，专项用于制造超薄婴儿纸尿裤及卫生巾。

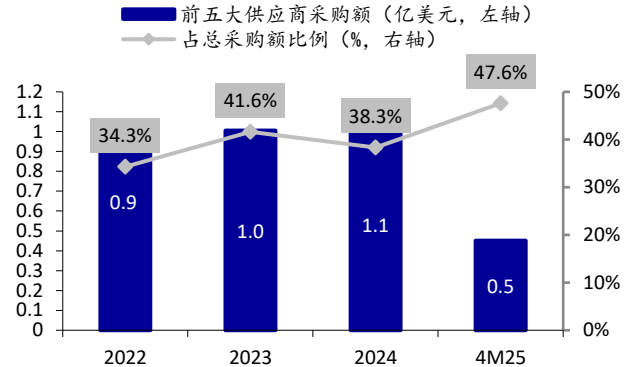
供应商管理方面，公司建立了严格的供应商管理体系，通过完善的内部标准确保原材料品质。该体系要求主要供应商需通过样品检测、生产设施现场验证及背景资质调查等环节方可进入，并接受持续定期评估。公司对供应商实施垂直管理，由全球采购总部统一采购并直接配送至工厂，以提升管理效率与议价能力。在采购结构方面，2022-2024 年及截至 2025 年 4 月末，最大供应商的采购额分别为 0.3/0.3/0.3/0.2 亿美元，占同期总采购额比例各 9.2%/12.8%/12.5%/19.0%；前五大供应商合计采购额分别为 0.9/1.0/1.1/0.5 亿美元，占比分别为 34.3%/41.6%/38.3%/47.6%。

图14 最大供应商的采购额及占比 (2022-4M25)



资料来源：公司招股书，HTI

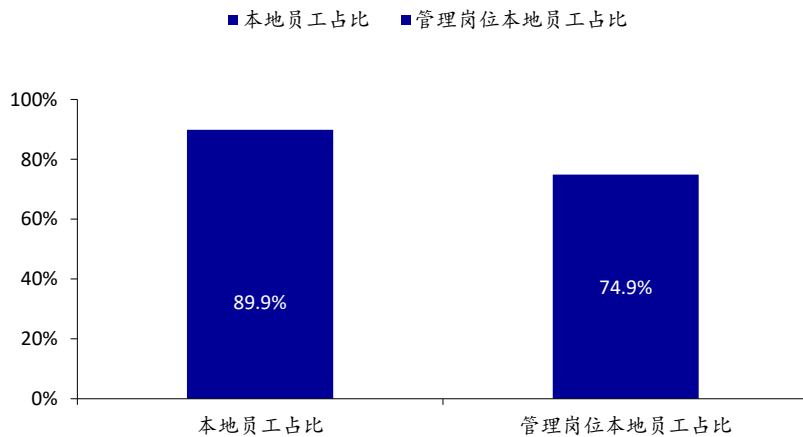
图15 前五大供应商的采购额及占比 (2022-4M25)



资料来源：公司招股书，HTI

公司高度重视人才建设，坚持全球化招聘与本地化培养相结合的策略。全球化公司的跨国运营对公司的组织管理和人才梯队建设要求甚高，是各区域业务是否能顺利实行的核心。在组织管理方面，公司采用了总部统筹各区域各司其职灵活运营的方式。总部主要负责内功的打造和长期标准的制定，如企业文化、品牌定位、原材料统采以及数字化系统的搭建等，而各区域的国家经理则可根据当地差异化的市场情况，自主决定运营细节，如渠道拓展、本地化组织搭建、区域销售及定价等。在人才引入和激励方面，公司采用一线人员本地化，中层力量自主培养，高层精英外部引入的搭建人才池，通过“传帮带教”机制和线上线下并行学习体系，构建结构动态的人才梯队，并通过统一管理语言、提供岗位锻炼机会、增强薪酬竞争力等方式提升本地员工忠诚度。截至2025年4月30日，公司员工总数2417人，其中本地招聘员工占比达89.9%，管理岗位中本地员工占比约74.9%，有效增强了团队凝聚力与本地融合度。

图16 公司本地员工占比 (截至2025年4月末)



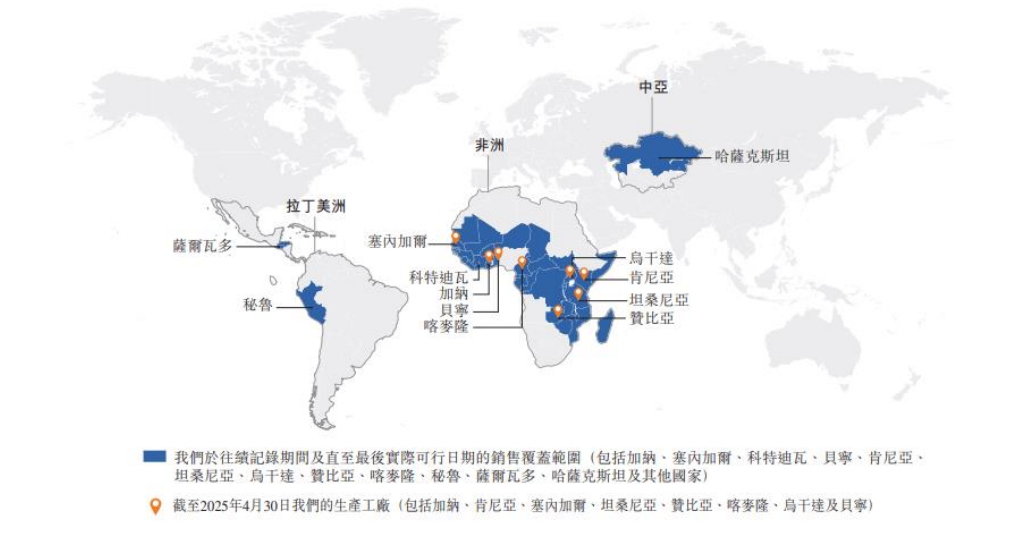
资料来源：公司招股书，HTI

3.3. 深度下沉的多渠道销售网络，广泛触达的终端消费场景

公司通过超15年的非洲市场深耕，构建了覆盖广泛、渠道下沉的销售网络，形成了显著的市场进入壁垒。截至2025年4月末，公司销售网络已扩展至非洲、拉美和中亚的30多个国家，并在12个国家设立了18个销售分支机构，服务超过2800名客户。根据弗若斯特沙利文数据，在新兴市场，销售网络是婴儿及女性卫生用品行业成功的关键，公司销售网络已覆盖核心经营国家各行政区，可触达这些国家80%以上

的本地人口。非洲市场高度分散、单体规模较小难以形成规模效应，公司在渠道开发上的先发优势更显突出。此外，公司熟悉当地经济、政治、文化环境，拥有稳定的业务合作伙伴，凭借资深销售团队助力，能够以较低成本发展和维护销售网络，为在其他新兴市场复制成功经验奠定了坚实基础。

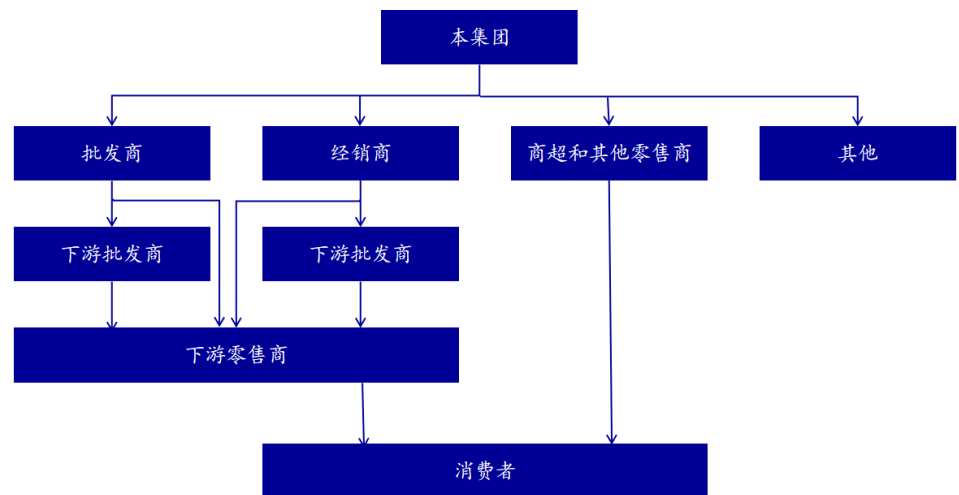
图17 公司生产工厂的位置及销售覆盖区域（截至 2025 年 4 月末）



资料来源：公司招股书，HTI

公司采用多渠道协同布局策略，通过多元化销售网络实现广泛市场渗透与消费者触达。公司通过批发商、经销商、商超及其他零售商等多元销售渠道销售产品，借助多渠道协同效应触达更广泛消费群体，提升当地市场渗透率。截至 2025 年 4 月末，与公司合作满一年及以上的批发商超 1260 家，合作满三年及以上的批发商超 780 家；同期合作满三年及以上的经销商超 170 家，稳定的渠道合作关系为销售网络的持续通畅提供了坚实保障。

图18 产品通过多个销售渠道售予消费者的典型流程



资料来源：公司招股书，HTI

批发渠道为公司在新兴市场的主要销售渠道。批发商主要集中分布于城市批发市场，承担产品的再分销职能；经销渠道则通过其专业的销售团队和配送网络，帮助公司积极开拓市场（尤其是在较偏远地区），从而提高产品分销效率；零售渠道包括商超和其他零售商（包括加油站、婴儿护理店及药房），有助于品牌曝光和市场渗透。截至 4M25 末，公司批发商/经销商/商超和其他零售商数目分别为 2132/418/285 家。从收入结构看，1-4M25，批发商/经销商/商超和零售商收入分别为 1.0/0.5/0.1 亿美元，同比增速分别为 11.5%/23.8%/33.2%，收入占比各为 62.1%/33.9%/3.7%。

表 14 批发商数目及变动情况 (2022-4M25)

	2022	2023	2024	4M25
期初批发商数	1911	2003	2162	2225
新增	667	698	747	479
扣除不活跃批发商数	(575)	(539)	(684)	(572)
期末批发商数	2003	2162	2225	2132

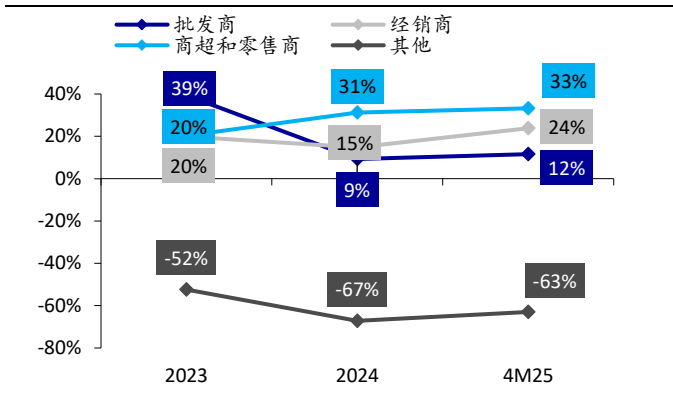
资料来源：公司招股书，HTI

表 15 经销商数目及变动情况 (2022-4M25)

	2022	2023	2024	4M25
期初经销商数	257	293	410	461
新增	86	131	127	56
扣除不活跃经销商数	(50)	(14)	(76)	(99)
期末经销商数	293	410	461	418

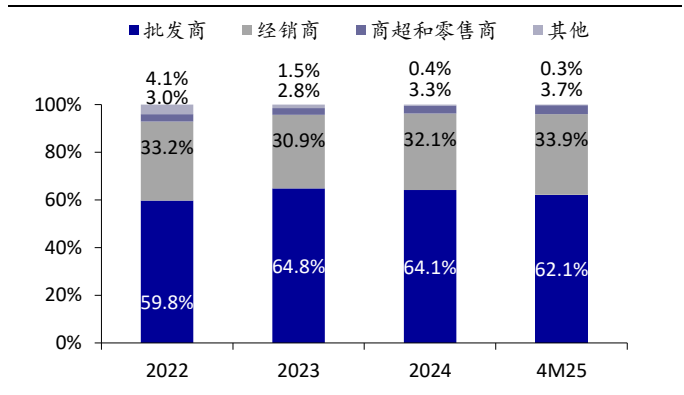
资料来源：公司招股书，HTI

图 19 各销售渠道收入同比增速 (%，2023-4M25)



资料来源：公司招股书，HTI

图 20 各销售渠道占收入比 (%，2022-4M25)



资料来源：公司招股书，HTI

4. 未来增长战略：区域扩张+品类延伸+资产注入

4.1. 区域扩张：复制“非洲模式”，打造全球化第二增长曲线

依托非洲市场的深厚根基，乐舒适将已跑通的“非洲模式”向拉美等具有相似人口与消费属性的新兴市场延伸，打造可持续的第二增长曲线，推动公司全球化布局向更深层次、更广范围拓展。2020 年，公司率先切入拉美市场，在秘鲁启动产品销售；2024 年加速全球化布局，一方面在中亚的哈萨克斯坦成立营运实体，正式开展业务，另一方面深化拉美区域覆盖，在萨尔瓦多落地销售活动的同时在秘鲁收购土地。截至 2025 年 4 月末，公司已在拉美、中亚市场取得初步成效；2025 年 1-4 月，拉美的秘鲁和萨尔瓦多收入分别为 471.7/56.8 万美元，其中秘鲁收入同比增速达 121%；在中亚的哈萨克斯坦收入为 11.0 万美元，新市场增长潜力初步释放。

拉美市场是乐舒适下一阶段核心布局方向，其与非洲市场在人口结构、经济增长及城市化特征上的契合，是公司经验复用、核心产品落地与渠道拓展的基础。从人口红利看，非洲和拉美均拥有庞大的年轻人口群体，据 Population Pyramid 及公司招股书援引的弗若斯特沙利文数据，2024 年非洲 4 岁以下人群占比 14.2%，拉美为 7.1%；2024 年非洲和拉美出生人口占全球比重分别达 36.5% 和 7.7%，均存在旺盛的母婴消费需求，与乐舒适的婴儿纸尿裤、拉拉裤等核心产品形成精准适配，消费潜力持续释放。从经济与消费层级看，据 IMF 数据，2024 年非洲和拉美市场 GDP 实际增速分别为 3.4%、2.4%，均保持稳健增长态势。从城市化率看，根据招股书援引的弗若斯特沙利文数据，2024 年非洲和拉美市场城市化率分别为 45.5%、85.5%，城市人口集聚效应显著，均有利于集中开展产品推广与渠道铺设，尤其为卫生巾等女性护理产品的普及和女性消费增长创造了有利条件。

拉美市场渠道特征兼具非洲市场与中国市场的双重属性。据 Euromonitor 数据，在乐舒适已进入的秘鲁和萨尔瓦多，2024 年零售渠道中传统/现代/电商/其他渠道占比分别为 30%/55%/11%/4% 和 20%/70%/7%/3%。基于这一结构，公司在拉美采取差异化策略：一方面，优先通过传统渠道实现市场突破，充分复用在非洲市场积累的相关经验；另一方面，在现代渠道上，公司目前仍处于模式探索与验证阶段，推进较为审慎。但公司判断，一旦完成商业模型的适配与验证，其在现代渠道的复制和扩张速度有望超越传统渠道。在此过程中，公司既借鉴非洲市场积累的渠道经验，同时也积极输出在中国市场积累的大客户管理、KA 合作等成熟经验，形成跨区域、跨市场的渠道协同效应。

表 16 非洲、拉美主要指标对比 (2024)

	非洲	拉美
总人口 (亿人)	15.2	6.6
总人口占全球比重 (%)	18.6%	8.1%
4 岁以下人群占比 (%)	14.2%	7.1%
30 岁以下人群占比 (%)	66.5%	46.5%
出生人口 (亿人)	0.5	0.1
出生人口占全球比重 (%)	36.5%	7.7%
GDP 实际增速 (%)	3.4%	2.4%
人均 GDP (美元)	1999	10460
GDP (万亿美元)	2.9	6.8
GDP 占全球比重 (%)	2.6%	6.1%
城市化率 (%)	45.5%	85.5%

资料来源：IMF, Population Pyramid, 弗若斯特沙利文, HTI

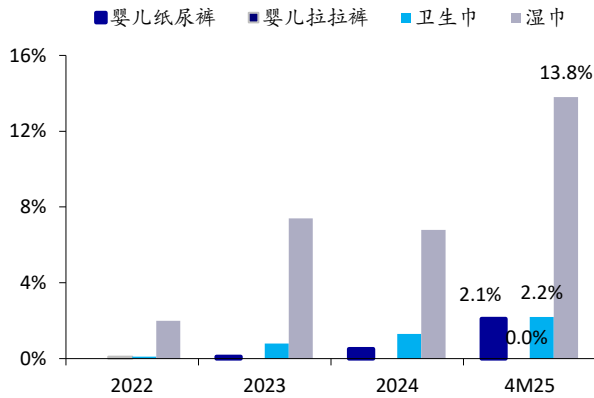
表 17 中国、拉美以及非洲主要国家零售渠道占比 (2024)

	中国	拉美		非洲				
		秘鲁	萨尔瓦多	加纳	肯尼亚	坦桑尼亚	喀麦隆	乌干达
零售规模 (百万美元)	3695601	41812	7610	2845	11599	2552	5155	6175
2020-24 CAGR	4%	5%	8%	-6%	0%	2%	3%	7%
2025-29E CAGR	7%	5%	5%	4%	0%	4%	5%	6%
传统渠道	23%	30%	20%	64%	46%	43%	39%	40%
现代渠道	42%	55%	70%	33%	51%	55%	61%	57%
电商渠道	35%	11%	7%	3%	2%	1%	0%	2%
其他渠道	0%	4%	3%	0%	0%	0%	0%	1%

资料来源：Euromonitor, HTI

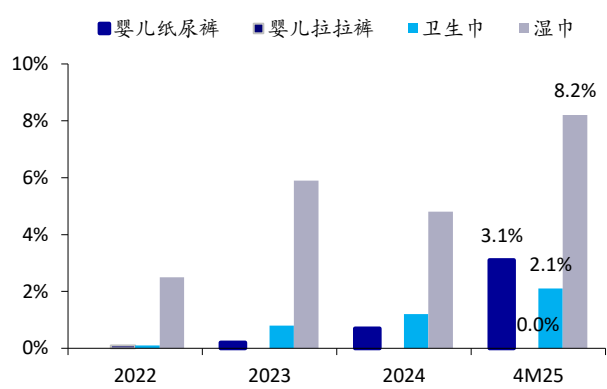
在拓展新市场过程中，公司采取具备显著灵活性与高效性的“先贸后工”模式。在目标国家建立本地生产工厂前，通过委托中国 OEM 供应商代工的外包安排测试市场可行性，并可根据当地消费需求灵活调整产品组合与规格。公司选择外包或自有生产时，会综合考量产品要求、产能适配性、成本对比、供应商品质保障等多维度因素，且市场上存在充足的替代 OEM 资源，公司不会对单一供应商形成重大依赖。公司通过外包安排生产的 OEM 产品，主要销往拉美的秘鲁、萨尔瓦多以及中亚的哈萨克斯坦市场。截至 4M25 末，婴儿纸尿裤/婴儿拉拉裤/卫生巾/湿巾产品外包生产占比（按销量计）分别为 2.1%/0.0%/2.2%/13.8%；产品外包生产占比（按收入计）分别为 3.1%/0.0%/2.1%/8.2%。

图21 公司外包生产占比（按销量计，2022-4M25）



资料来源：公司招股书，HTI

图22 公司外包生产占比（按收入计，2022-4M25）



资料来源：公司招股书，HTI

4.2. 品类拓展：渠道复用+并购驱动，拓展品牌矩阵布局

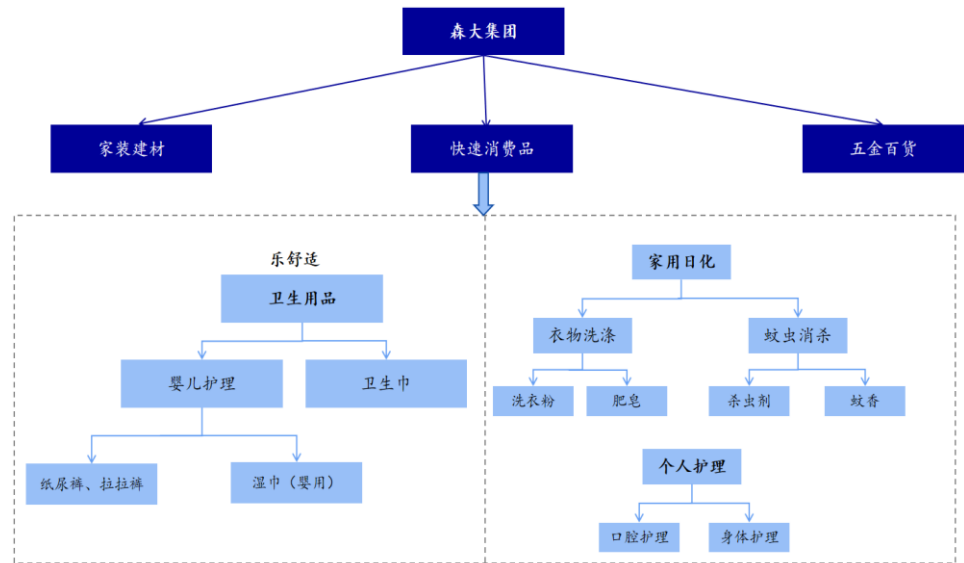
我们认为，品类扩张与并购已成为乐舒适从“领先的卫生用品企业”迈向“领先的快速消费品集团”的战略必然，通过内生品类扩张与外延并购相结合，持续挖掘增长空间。乐舒适母公司森大集团通过于 2015 年在加纳投产洗衣粉厂，正式进入工贸一体化的快消赛道，并逐步构建起覆盖非洲及拉美等高增长市场的制造与渠道体系。经过多年发展，集团快消业务已形成家居日化、卫生用品（即乐舒适主体）与个人护理三大板块。尽管洗衣粉等家居日化产品同属快消范畴，目前尚未注入乐舒适，但随着平台规模扩大和协同效应凸显，我们认为未来存在整合可能。

内生品类扩张方面，乐舒适将依托成熟的渠道网络与精准的消费洞察，优先拓展健康护理与卫生相关领域的产品，复制现有核心产品的成功运营模式。在区域选择上，公司将聚焦非洲、拉美等人口结构年轻、经济快速增长的市场，推进品类扩张。渠道复用层面，集团深耕非洲多年，已建立高效、下沉的分销体系，可低成本承载多品类铺货。产线与原材料延伸层面，家居日化与卫生用品在原材料和自动化产线技术上高度协同，具备较强的延伸基础。此外，集团已在食品领域试水，例如布局水饮料业务，该业务现阶段未纳入乐舒适体系，未来若达成一定规模并验证与卫品消费场景的协同性，亦存在注入可能性。

外延并购方面，参考国际快消品牌的发展历史，我们认为，公司在未来发展过程中也会将战略性收购作为快速获取品牌资产与市场入口的重要手段。我们认为公司将重点瞄准具备较强品牌影响力、成熟销售渠道且与现有业务形成互补的标的。通过并购，乐舒适不仅能迅速切入新品类或新市场，还可整合对方渠道资源、优化产能布局，实现规模与效率的双重提升。

整体而言，乐舒适的定位已超越单一的卫生用品企业，未来有望通过“内生+外延”双轮驱动，逐步实现其成为领先快速消费品集团的战略目标。

图23 森大集团快速消费品业务



资料来源：HTI 整理

5. 盈利预测及估值

我们预计 2025-27 年公司营收分别为 5.5/6.5/7.6 亿美元，同比各增长 21%/17%/17%。公司的主要产品可划分为婴儿纸尿裤、卫生巾、婴儿拉拉裤以及湿巾四大品类，各品类收入及增长预测如下：

(1) 婴儿纸尿裤：婴儿纸尿裤为公司核心产品，我们认为 2025-27 年将保持稳定增长，同比各增长 17%/13%/12%至 4.0/4.5/5.1 亿美元。

(2) 卫生巾：受益于非洲人口红利释放、女性消费能力提升与卫生观念升级，卫生巾市场提升空间大。我们认为公司市占率将持续提升，预计其 2025-27 年收入增速将快于婴儿纸尿裤，同比各增长 23%/23%/23%至 0.9/1.2/1.4 亿美元。

(3) 婴儿拉拉裤：我们预计 2025-27 年婴儿拉拉裤收入同比各增长 82%/36%/31%至 0.4/0.5/0.7 亿美元。

(4) 湿巾：我们预计 2025-27 年湿巾收入同比各增长 41%/41%/36%至 0.2/0.3/0.4 亿美元。

表 18 乐舒适收入及预测 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万美元)	411.4	454.4	551.5	647.9	756.5
yoy (%)	29%	10%	21%	17%	17%
婴儿纸尿裤 (百万美元)	324.0	341.9	398.8	451.1	506.8
yoy (%)	29%	6%	17%	13%	12%
卫生巾 (百万美元)	61.7	77.5	95.0	117.1	143.4
yoy (%)	43%	25%	23%	23%	23%
婴儿拉拉裤 (百万美元)	13.0	20.5	37.3	50.9	66.8
yoy (%)	-25%	57%	82%	36%	31%
湿巾 (百万美元)	12.6	14.5	20.5	28.9	39.5
yoy (%)	44%	15%	41%	41%	36%

资料来源: 公司招股书, HTI

盈利层面, 我们预计公司 2025-27 年毛利率保持稳定, 各 34.2%/34.4%/34.6%。考虑到公司处于开拓新市场阶段, 我们预计其相关的营销、渠道建设投入及人员投入会小幅增加, 预计 2025-27 年销售费用率各 3.7%/3.9%/4.1%, 行政费用率各 6.5%/6.8%/6.8%。经调净利各 1.1/1.3/1.5 亿美元, 同比各增长 14%/17%/17%, 经调净利率各 20.2%/20.1%/20.3%。

表 19 乐舒适利润及预测 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售成本 (百万美元)	267.6	294.2	362.9	425.0	494.7
yoy (%)	9%	10%	23%	17%	16%
占收入比重 (%)	65.1%	64.8%	65.8%	65.6%	65.4%
销售及分销开支 (百万美元)	13.5	15.9	20.4	25.3	31.0
yoy (%)	50%	18%	28%	24%	23%
占收入比重 (%)	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
行政开支 (百万美元)	35.6	28.2	35.9	44.1	51.4
yoy (%)	23%	-21%	27%	23%	17%
占收入比重 (%)	8.7%	6.2%	6.5%	6.8%	6.8%
经调净利 (百万美元)	64.7	97.7	111.6	130.4	153.2
yoy (%)	252%	51%	14%	17%	17%
经调净利率 (%)	15.7%	21.5%	20.2%	20.1%	20.3%

资料来源: 公司招股书, HTI

参照可比公司，考虑到乐舒适在非洲卫品市场的绝对龙头地位，且受益于非洲人口红利与卫品渗透率提升的结构性机遇，给予 2026 年 25xPE，对应合理市值 251 亿港元，目标价 40.5 港元（对应汇率为 USD/HKD=7.8），首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 20 可比公司估值情况（倍，20251230）

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
百亚股份	003006 CH	21.9	1349	0.8	1.0	1.3	28.2	21.4	16.5	0.7	2.5	2.0	1.7
豪悦护理	605009 CH	30.9	951	1.5	1.9	2.2	20.5	16.5	13.7	0.7	1.7	1.6	1.4
恒安国际	1044 HK	28.1	4188	2.3	2.4	2.5	12.2	11.8	11.2	2.5	1.3	1.3	1.2
宝洁公司	PG US	144.1	336606	6.7	7.0	7.3	21.4	20.6	19.6	4.7	4.0	3.9	3.8
金佰利	KMB US	101.6	33707	7.5	7.7	7.8	13.6	13.2	13.1	6.3	2.0	1.9	1.8
行业平均							16.9	15.5	14.4	3.6	2.3	2.2	2.0
乐舒适	2698 HK	31.8	2473	1.4	1.6	1.9	22.7	19.4	16.5	1.1	4.6	3.9	3.3

资料来源：彭博一致预期，HTI 测算

6. 风险提示

宏观层面：

（1）海外经营区域经济与政治变动风险：若公司经营相关地区出现地缘政治局势紧张、关税政策调整等，可能对公司的生产运营、成本控制及市场拓展造成不利影响，干扰正常经营节奏。

（2）汇率波动风险：公司在多国市场开展业务，其采购、销售等环节可能涉及多种货币结算。若相关国家汇率出现异常波动，可能对公司的业绩表现产生不利影响。

公司层面：

（1）产能扩张不及预期：新工厂建设、生产线新增进度不及预期，或新增产能消化不及预期，可能影响公司增长目标的实现。

（2）原材料价格波动风险：主要原材料价格大幅上涨，若公司无法通过成本管控或产品价格有效传导，将压缩盈利空间。

（3）产品质量与安全风险：在原材料采购、生产制造、产品运输等环节出现管理疏漏，可能引发产品质量问题或安全事故，影响品牌声誉。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
摊薄每股指标 (美元)					资产负债表 (百万美元)				
每股收益	0.16	0.18	0.21	0.25	营业总收入	454	551	648	756
每股净资产	0.23	0.40	0.61	0.86	营业成本	(294)	(363)	(425)	(495)
每股经营现金流	0.18	0.09	0.26	0.16	毛利润	160	189	223	262
每股股利	0.06	0.07	0.08	0.10	毛利率%	35.2%	34.2%	34.4%	34.6%
价值评估 (倍)					销售费用	(16)	(20)	(25)	(31)
P/E	25.9	22.7	19.4	16.5	销售费用率%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
P/B	18.1	10.1	6.7	4.8	管理费用	(28)	(36)	(44)	(51)
P/S	5.6	4.6	3.9	3.3	管理费用率%	6.2%	6.5%	6.8%	6.8%
EV/EBITDA	20.5	17.5	14.0	11.5	营业利润	114	132	154	181
盈利能力指标 (%)					营业利润率	25.0%	23.9%	23.8%	24.0%
毛利率	35.2%	34.2%	34.4%	34.6%	EBITDA	122	141	165	194
经调净利率	21.5%	20.2%	20.1%	20.3%	所得税	(18)	(21)	(25)	(29)
净资产收益率	86.7%	57.2%	41.5%	33.7%	有效所得税率%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
资产回报率	39.2%	33.2%	27.0%	24.1%	少数股东损益	-	-	-	-
投资回报率	67.2%	39.0%	31.4%	27.0%	经调净利	98	112	130	153
盈利增长 (%)					经调净利率	21.5%	20.2%	20.1%	20.3%
营业收入增长率	10.5%	21.4%	17.5%	16.7%	资产负债表 (百万美元)				
营业利润增长率	24.1%	15.7%	17.1%	17.6%	现金及银行结余	31	106	251	331
经调净利增长率	51.0%	14.3%	16.9%	17.5%	应收款项	5	6	7	8
偿债能力指标					存货	119	161	167	215
资产负债率	44.9%	40.3%	30.7%	26.9%	其它流动资产	21	65	34	80
流动比率	1.6	2.5	3.4	4.0	流动资产合计	176	338	460	634
速动比率	0.5	1.3	2.2	2.6	固定资产	55	58	65	68
现金比率	0.3	0.8	1.9	2.1	使用权资产	11	11	11	11
经营效率指标					其他非流动资产	12	12	12	12
应收账款周转天数	4	4	4	4	非流动资产合计	78	81	88	91
应付账款周转天数	54	54	54	54	资产总计	254	419	547	726
存货周转天数	141	141	141	141	应付账款	43	64	62	85
现金流量表 (百万美元)					其它流动负债	67	70	72	75
税前利润	113	131	154	181	流动负债合计	110	134	133	160
非现金支出	8	9	11	12	租赁负债	1	1	1	1
非经营收益	(0)	-	-	-	其它长期负债	3	34	34	34
营运资金变动	(1)	(63)	22	(68)	非流动负债合计	4	35	35	35
经营活动现金流	110	57	162	97	负债总计	114	169	168	195
投资活动现金流	(6)	(13)	(17)	(16)	股本	0	0	0	0
融资活动现金流	(103)	31	-	-	储备	140	250	379	531
现金净流量	1	75	145	81	普通股股东权益	140	250	379	531
期初现金	30	31	106	251	少数股东权益	-	-	-	-
期末现金	31	106	251	331	负债和所有者权益合计	254	419	547	726

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025/12/30; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司财报, HTI

APPENDIX 1

Summary

Softcare: a leading player in Africa's hygiene products industry. Softcare is a multinational hygiene products company focused on fast-growing emerging markets such as Africa, Latin America, and Central Asia, primarily engaged in the development, manufacturing, and sale of baby diapers, baby training pants, sanitary pads, and wet wipes for infants and women. According to Frost & Sullivan data, based on 2024 sales volume, Softcare ranked first in both Africa's baby diaper and sanitary pad markets, with market shares of 20.3% and 15.6%, respectively; based on 2024 revenue, the company ranked second in both Africa's baby diaper and sanitary pad markets, with market shares of 17.2% and 11.9%, respectively.

Demographic dividend and low penetration drive high growth, with baby diapers and sanitary pads leading the African market. Africa's accelerating population growth and urbanization, combined with the low penetration of infant and feminine hygiene products, constitute the core drivers of high industry growth, offering substantial market upside potential. Softcare has demonstrated leading growth momentum in Africa's baby diaper and sanitary pad markets through its product portfolio covering premium, mid-tier, and mass-market segments.

Core competitiveness. (1) Differentiated brand strategy, building a strong brand portfolio. After launching its core brand Softcare baby diapers in Ghana in 2009, the company gradually expanded to include the Maya, Veesper, Cuettie, and Clincleer brands, establishing a comprehensive brand portfolio covering four core product categories. As of the end of April 2025, the company offered over 340 SKUs across these four core categories. **(2) Deep localization of production capacity combined with end-to-end operational control, creating a core competitive barrier in the supply chain.** The company commenced localized manufacturing in Ghana in 2018. As of the end of April 2025, the company operated 8 factories and 51 production lines across 8 African countries, making it the hygiene products company with the largest number of local factories in Africa. The "local production and local sales" model significantly shortens the sales chain, reduces costs, and enhances both consumer reach efficiency and emotional connection. **(3) A deeply penetrated multi-channel sales network, enabling broad access to end-consumer touchpoints.** As of the end of April 2025, the company's sales network spanned over 30 countries across Africa, Latin America, and Central Asia, with 18 sales branches established in 12 countries, serving more than 2800 customers. Its distribution network covers all administrative regions in its core operating countries, reaching over 80% of the local population.

Future growth strategy: regional expansion + category expansion + asset injection. (1) Regional expansion: replicating the "Africa model" to build a second growth curve. Based on its solid foundation in the African market, Softcare will extend the proven "Africa model" to emerging markets with similar demographic and consumption attributes such as Latin America, creating a sustainable second growth curve. **(2) Category expansion: channel reutilization + M&A driven to expand brand matrix layout.** We believe that category expansion and mergers and acquisitions have become a strategic necessity for Softcare to move from a "leading hygiene products enterprise" to a "leading fast-moving consumer goods group". In terms of internal category expansion, relying on its mature channel network and accurate consumer insights, the company will prioritize expanding products in the health care and hygiene-related fields, replicating the successful operation model of existing core products. In terms of external mergers and acquisitions, referring to the development history of international fast-moving consumer goods companies, we believe the company will also take strategic acquisitions as an important means to quickly acquire brand assets and market access in the future.

We project the company's revenue for 2025-27 to be USD 550/650/760 million, representing yoy growth of 21%/17%/17%, respectively; we also project its adjusted net profit to be USD 110/130/150 million, representing yoy growth of 14%/17%/17%. Referring to comparable companies and considering Softcare's dominant leadership position in Africa's hygiene products market, as well as its exposure to structural tailwinds from Africa's demographic dividend and rising penetration of hygiene products, we assign a 25x PE multiple for 2026, corresponding to a reasonable market capitalization of HKD 25.1 billion and a target price of HKD 40.5 (based on the exchange rate of USD/HKD=7.8). We initiate the coverage with an OUTPERFORM rating.

Risk factors: economic and political instability in overseas operating regions, foreign exchange volatility, slower-than-expected capacity expansion, fluctuations in raw material prices, and product quality and safety risks.

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company integrates green concepts into hygiene product design.

Social:

The company creates abundant local jobs in emerging markets.

Governance:

The company implements sound corporate governance.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，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.

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.

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：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

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

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

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

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

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

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

第三条

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“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 (“HTSIPL”), 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”). HTSIPL 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制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

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、广告或公开发行。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”。

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>
