

沪上阿姨 Auntea Jenny (Shanghai) Industrial (2589 HK)

首次覆盖：平凡中孕育不凡，集众志能书新章

Greatness Arises From The Ordinary, Collective Will Writes New Chapters: 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\$86.10
目标价	HK\$105.00
HTI ESG	4.6-4.6-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	HK\$5.12bn / US\$0.66bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$4.45mn
发行股票数目	59.43mn
自由流通股 (%)	19%
1 年股价最高最低值	HK\$158.40-HK\$82.70
注：现价 HK\$86.10 为 2026 年 01 月 08 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-9.1%	-28.1%	
绝对值 (美元)	-9.1%	-28.2%	
相对 MSCI China	-10.8%	-23.8%	

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	3,285	4,215	4,918	5,632
Revenue (+/-)	-2%	28%	17%	15%
Net profit	418	535	620	707
Net profit (+/-)	0%	28%	16%	14%
Diluted EPS (Rmb)	4.09	5.09	5.89	6.72
GPM	31.3%	31.6%	31.6%	31.7%
ROE	41.3%	36.1%	31.6%	30.0%
P/E	19	15	13	12

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

沪上阿姨：万店新章，沪绘未来。沪上阿姨是中国领先的现制饮品公司，主品牌沪上阿姨 2025 年末已突破万店，是国内第三个破万店的现制茶饮品牌。我们认为现制茶饮行业再有新品牌凭借新品类进行快速规模化的时间窗口已经消失，头部品牌凭借规模化渠道优势快速品类突围的能力较强，未来行业将是强者恒强，头部品牌和区域性品牌并存的格局。

以沪上阿姨品牌中国区为主体，茶瀑布品牌和海外区为助推，打造“一体两翼”业务版图。（1）**沪上阿姨中国区——聚沙成塔，集腋成裘：**沪上阿姨品牌虽成立时间较晚，但门店拓展却不落后，且在北方市场表现强势，我们认为背后的原因除抓住当时北方尚为蓝海的时机外，还有**①管理理念互利共赢，共享资源取长补短：**公司通过加盟模式实现早期迅速扩张，引入外部人才助力发展，不吝股权激励，并与供应商利益共享。**②她力量+健康饮，精准锁定目标客群：**品牌形象上，从 Logo 到包材，再到门店设计，公司不断融入“她力量”属性；产品上，围绕特色谷物茶饮，以健康养生理念驱动产品矩阵打造；实现双管齐下精准获客。**③低门槛的门店模型和包容的加盟商体系：**在已积累的加盟商规模基础上，随 2025 年外卖平台补贴带来增量客群，以及通过渠道定向创新实现不同价格带客群的区隔，单店模型亦实现显著改善，回本周周期缩数月；若新加盟商逐渐将盈利投入开设多店，门店网络将实现更可持续地扩张。（2）**茶瀑布和海外区——集团化+全球化打造增长新引擎：**作为“一体两翼”中率先发力的一翼，茶瀑布品牌专为下沉市场设计，和主品牌形成区隔，同时也能借用其资源，实现协同。海外区则“高举高打”，优先拓展相对发达区域市场，多国首店先后火爆开业。我们认为，渠道下沉和海外拓展都是品牌发展到一定规模后的正确方向，且目前仍相对初期，潜力较大。

财务预测及估值。开店方面，我们预计市场份额将向头部聚拢，2026 年预计沪上阿姨品牌拓店将相对稳定，新开门店超 2000 间；茶瀑布品牌扩张提速，新开门店超 1000 间。单店方面，2025 年外卖补贴导致同店基数较高，2026 年公司有望通过强化咖啡及衍生场景和加大营销力度维持同店相对稳定，预计 2026 年同店基本持平；但单店仍将受茶瀑布加速扩张产生的摊薄效应影响，预计 2026 年同比下降约 HSD。综上，我们预计公司 2025-27 年收入各 42.2/49.2/56.3 亿元，经调净利各 5.4/6.2/7.1 亿元。参考公司 2026 年预期增速，及行业平均估值水平，给予公司 2026 年 16 X PE 估值，对应目标价 105 港元（HKD/CNY=0.9）。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

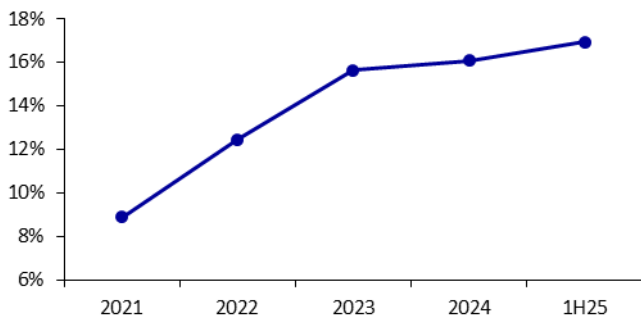
刘坤钰 Kunyu Liu
ky.liu@htisec.com

1. 沪上阿姨：万店新章，沪绘未来

沪上阿姨是中国领先的现制饮品公司，由单卫钧和周蓉蓉夫妇于 2013 年创立于上海。公司秉持“让全球消费者享受现制饮品的美好生活，携手全球合作伙伴透过共同奋斗赢得美好生活的”的使命，以“成为全球领先的多品牌现制饮品集团”为愿景，采用轻资产模式快速扩张。截至 1H25，全球门店数已达 9436 间，注册会员超 1.3 亿人。 2025 年末，沪上阿姨品牌进一步突破万店，成为国内现制茶饮店行业中第三个加入“万店俱乐部”的品牌。

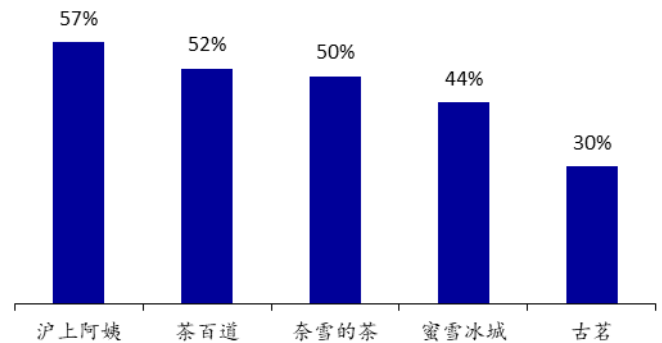
根据久谦数据，以门店数计，中国现制茶饮店行业头部上市公司（蜜雪集团、古茗、沪上阿姨、茶百道、霸王茶姬、奈雪的茶）市场份额在 2024 年前迅速提升，其中沪上阿姨门店增速相对领先；其中 2022 及 2023 年涨幅均超 3pct；各公司中，沪上阿姨门店数增速相对较高，2020-2023 年间年复合增速达 57%，领先其他公司约 30%-50%的水平。 尽管进入 2024 年后，沪上阿姨门店拓展亦随行业整体有所放缓，但收入利润仍维持相对稳健，且在进入 2025 年后重回稳健增长，1H25 收入 18.2 亿元，同比增长 10%，经调净利 2.4 亿元，同比增长 14%。

图1 中国现制茶饮行业上市公司门店占比（2021-1H25）



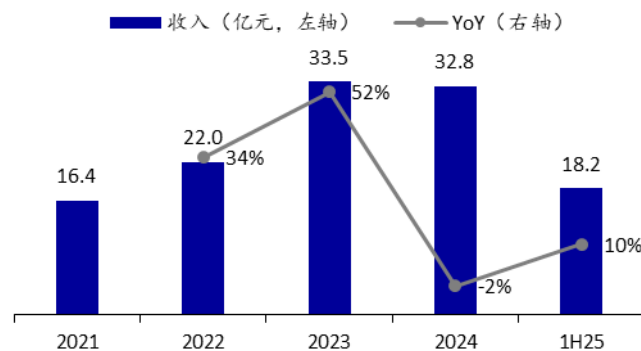
资料来源：各公司招股书，各公司财报，久谦，HTI
注：上市公司包括蜜雪集团、古茗、沪上阿姨、茶百道、霸王茶姬、奈雪的茶。

图2 主要现制茶饮公司门店 CAGR（2020-2023）



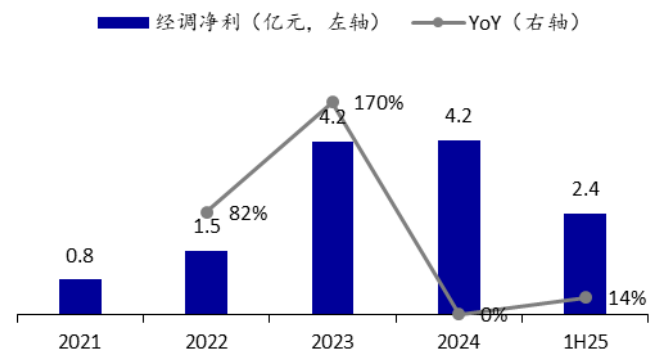
资料来源：各公司招股书，各公司财报，HTI

图3 沪上阿姨收入及增速（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

图4 沪上阿姨经调净利及增速（2021-1H25）



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

2. 一体两翼：从夫妻小店到全球化的多品牌现制饮品集团

目前，公司旗下设有两个子品牌，其中主品牌沪上阿姨和创立于 2023 年的茶瀑布（早期 1.0 门店为沪上阿姨轻享版，未设为独立子品牌，2024 年 3 月起升级为轻享版 2.0 后调整为独立品牌茶瀑布）。从业务上，公司形成以沪上阿姨品牌中国区业务为主体，茶瀑布品牌业务和（沪上阿姨）海外区业务为助推的“一体两翼”业务版图。

图5 沪上阿姨“一体两翼”业务版图



资料来源：HTI

2.1 沪上阿姨中国区——聚沙成塔，集腋成裘

沪上阿姨品牌于 2013 年创立于上海，相较现制茶饮行业中其他中价品牌，虽然成立时间较晚，但门店拓展却不见落后，且在 2025 年末突破万店，成为国内第三个万店现制茶饮品牌。在中国北方市场，沪上阿姨品牌表现尤为强势。根据灼识咨询数据，2023 年末沪上阿姨门店（含 93 间茶瀑布门店）超半数位于中国北方，比例为以门店数计算的五大中价现制茶饮店品牌中最高。相较其他品牌强势区域多围绕品牌成立省份，或位于广东等人口密集、消费习惯更好的区域，沪上阿姨创立于上海，却在山东、河北等北方省份表现较强。

表 1 部分中价现制茶饮品牌概况

	古茗	沪上阿姨	茶百道	书义烧仙草	CoCo 都可
创立时间	2010 年	2013 年	2008 年	2007 年	2007 年
创立地点	浙江杭州	上海	四川成都	四川成都	江苏苏州
门店数 TOP3 省份	浙江 广东 福建	广东 山东 河北	江苏 四川 浙江	四川 湖南 贵州	江苏 上海 浙江
门店总数（间）	约 9000	约 7800	约 7800	约 7000	约 4300
中国北方门店数（间）	约 570	约 4000	约 2100	约 1600	约 1000

资料来源：灼识咨询，各公司官网，窄门餐眼，HTI

注：1. CoCo 都可创立时间指其中国大陆地区业务开始时间，创立地点指其中国大陆首间门店地点；2. 门店数 TOP3 省份为窄门餐眼 2025 年 12 月 15 日数据；3. 门店总数及中国北方门店数为 2023 年数据。

我们认为，沪上阿姨品牌在国内之所以能弥补后发劣势，并在北方地区取得相对强势地位的原因，除了抓住当时北方市场相对空白的机遇外，管理层坚持和各方合作伙伴互利共赢的理念，品牌不断向上迭代的孜孜不倦之心，和门槛低、包容性强的出色商业模式都是品牌取得成功不可或缺的条件。

(1) 管理理念互利共赢，共享资源取长补短

谋事在人，成事在天，沪上阿姨的成功，除了行业快速发展的机遇，创始人坚持互利共赢的管理理念，能团结和借助业务团队、投资方、供应商等各方资源才是公司成功的基石。

乘众之智，则无不任。截至 2025 年 4 月 18 日（公司招股书最后实际可行日期），沪上阿姨董事会共 7 人，其中包括 4 位执行董事，3 位独立非执行董事。执行董事中，单卫钧和周蓉蓉（二者为夫妻关系）作为联合创始人，曾分别任安利（中国）和雅芳（中国）高管，在 2013 年敏锐观察到现制茶饮市场广阔的发展前景，毅然决然辞去外企的高薪工作创立沪上阿姨。在创业初期，两人坚持亲历亲为，单卫钧负责运营管理，周蓉蓉主导产品研发，在竞争激烈的上海市场突围而出后，又借助在外企积累的管理经验，通过开放加盟，推动沪上阿姨品牌在成立后的次年就迅速开启了规模化扩张，为品牌的长期迅速增长奠定了基石。目前担任公司副行政总裁，负责整体业务及营运的周天牧曾在宝洁、维他奶国际、阿里巴巴等公司任高管，在加入沪上阿姨前是阿里集团超市生态事业部总经理，加入公司后推动沪上阿姨门店实现从数千到万间的里程碑式突破。

表 2 沪上阿姨执行董事及高级管理层 (2025/4/18)

姓名	年龄	加入公司时间	职位	履历及职责
单卫钧	48	2013 年 11 月	董事长、执行董事兼行政总裁	联合创始人，负责战略规划等，曾任安利（中国）高级销售经理
周蓉蓉	48	2013 年 11 月	执行董事、副行政总裁兼首席产品官	联合创始人，负责产品供应链管理等，曾任雅芳（中国）大区销售经理
周天牧	45	2022 年 5 月	执行董事兼副行政总裁	负责整体业务及营运，曾任宝洁、维他奶国际、阿里巴巴等公司高管
汪加兴	49	2014 年 12 月	执行董事兼线上运营高级总监	主要负责线上及华东地区营运，曾在其他餐饮公司任职
李勋增	42	2022 年 12 月	财务总监	主要负责财务管理，曾在多家上市或非上市公司任相关职务
王娟	41	2022 年 11 月	董事会秘书兼联席公司秘书	主要负责合规、信披及投关，曾在多家上市公司任相关职务

资料来源：公司财报，HTI

集众之力，则无不胜。在 2025 年 5 月完成香港上市后，公司两位联合创始人单卫钧和周蓉蓉通过双方完全控股或作为唯一普通合伙人控制的持股公司共持有约 78.5% 股份，且双方订立以单卫钧为主导的一致行动协议，共同构成公司的控股股东。参与 A 轮、A+ 轮、B 轮融资的嘉御资本持股约占 2.7%；参与 B 轮融资的金镒资本、熠美投资和知壹投资分别持有约 1.4%，1.4% 和 0.8% 股份；参与 C 轮融资的金鼎资本持有约 0.9% 股份（A/A+/B/C 轮融资每股对价各约 12.0/28.3/34.3/50.0 元）。此外，创始人以外的公司员工通过三个员工激励平台共持有公司约 13.5% 股份，公司供应商佳禾食品、海融科技和华宝股份共持有公司约 1.6% 股份。就完成首次公开发售后股份分配情况而言，相较其他上市现制饮品公司，沪上阿姨员工（不含创始人）及供应商持股比例属较高水平。

表 3 沪上阿姨全球发售完成且悉数行使超额配股权后的股权结构

股东	非上市内资股 (万股)	H 股股份 (万股)	总股份数 (万股)	占比	备注
上海璞海	2239	2470	4709	44.8%	周蓉蓉持有 80%权益, 单卫钧持有 20%权益
上海森芮	870	959	1829	17.4%	单卫钧作为唯一普通合伙人持有约 45%权益
上海禹超	818	903	1721	16.4%	员工激励平台, 单卫钧作为唯一普通合伙人持有约 39%权益
上海禹翊	378	417	795	7.6%	员工激励平台, 王泓作为唯一普通合伙人持有约 14%权益
上海禹望	136	149	285	2.7%	员工激励平台, 陈琴作为唯一普通合伙人持有约 18%权益
苏州宜仲	69	76	145	1.4%	嘉御资本控股公司
金镒资本	-	145	145	1.4%	金镒资本控股公司
苏州祥仲	54	60	114	1.1%	嘉御资本控股公司
知壹投资	-	86	86	0.8%	知壹投资控股公司
德赛创新	-	86	86	0.8%	熠美投资控股公司
金鸚投资	-	77	77	0.7%	金鼎资本控股公司
市北高新	-	53	53	0.5%	熠美投资控股公司
南京祥仲	14	15	29	0.3%	嘉御资本控股公司
银麟投资	-	16	16	0.2%	金鼎资本控股公司
颐玉咨询	-	4	4	0.0%	熠美投资控股公司
瀚率投资	-	100	100	1.0%	供应商佳禾食品 (605300.SH) 控股股东控股公司
上海一仆	-	50	50	0.5%	供应商海融科技 (300915.SZ) 控股公司
其他公众股东	-	277	277	2.6%	含超额配售, 基石投资者为盈峰控股和供应商华宝股份 (300741.SZ)
总计	4578	5943	10520	100.0%	

资料来源: 公司招股书, 公司公告, HTI

在供应链方面, 截至 1H25 末, 公司在全国设有 13 个大仓储物流基地, 4 个设备仓库, 7 个新鲜农产品仓库和 14 个前置冷链仓库, 其中部分大仓储物流基地及所有前置冷链仓库为三方营运, 可在全国所有门店实现每周配送 2-3 次。此外, 公司在浙江海盐县设有工厂, 其投产于 2022 年, 经此后陆续扩建, 产品已覆盖珍珠、芋圆、芋泥及茶叶, 截至 2024 年末理论年产能超 8000 吨。对自有工厂尚未覆盖的原材料品类, 公司通过和供应商利益共享, 亦能保障原材料稳定供应。

(2) 她力量+健康饮, 精准锁定目标客群

以“沪上阿姨”为名, 以谷物茶饮为始, 造就了沪上阿姨的品牌基因。但在不断前行的道路上, 沪上阿姨从未落于窠臼, 而是在保留品牌核心元素的基础上, 坚持自我革新, 走出了一条不断破圈向上的成长之路。

从亲切阿姨到摩登女郎, 强化消费者情感认同。沪上阿姨品牌 Logo 的演变历程亦是其品牌定位演变的历程, 从成立之初的印章形式, 到经典阿姨形象, 再到 2019 年品牌 4.0 年轻俏皮的旗袍丸子头女性形象, 最后演变为 2024 年品牌 5.0, 带有“波波头”和“钟形帽”元素, 东方与海派文化融合的“摩登橙”女性肖像, 沪上阿姨在品牌 Logo 中逐渐融入更多的年轻化、时尚化的女性特征, 以更贴近当下以年轻女性为主的现制茶饮消费群体。

图6 沪上阿姨品牌 LOGO 演变



资料来源: HTI

除品牌 Logo 外, 在包材、门店设计上, 沪上阿姨都使用了类似的设计理念, 包括产品包装上的“猎豹女士”形象, 以及美拉德色系为主的店内装修风格, 都在向消费者传递沪上阿姨自由、自信、自如的品牌形象, 和“爱世界, 做自己”的品牌理念。

图7 沪上阿姨“猎豹女士”形象



资料来源: 公司微信公众号, HTI

图8 沪上阿姨品牌 5.0 门店形象



资料来源: 公司招股书, HTI

东方茶+西方咖，打造全时段全饮品解决方案。茶饮方面，2013 年沪上阿姨品牌创立时，以「血糯米奶茶」为招牌，其口感浓郁扎实，且冷热饮均可，符合北方消费者口味，广受欢迎的同时也成为沪上阿姨品牌一直以来的标志性产品。此后，在 2019 年、2023 年和 2025 年，沪上阿姨品牌紧跟行业趋势先后引入鲜果茶、轻乳茶、果蔬茶品类，在保留品牌特色的同时，不断丰富产品矩阵，同时也顺应行业产品健康化趋势，这也包括 2025 年 5 月推出超级果蔬茶系列产品，其中「芭乐树西红柿发光瓶」一款产品首周销量即达 200 万杯；以及同年 9 月提出的“五色慢养”计划，将自身在谷物茶领域的优势与当下健康生活理念相结合，推出「五黑焕发慢养瓶」等产品，后又 将招牌血糯米产品升级为「五黑血糯米」，持续强化消费者对沪上阿姨品牌与传统健康食养理念关联的心理认知。

图9 沪上阿姨“五色慢养”计划系列产品

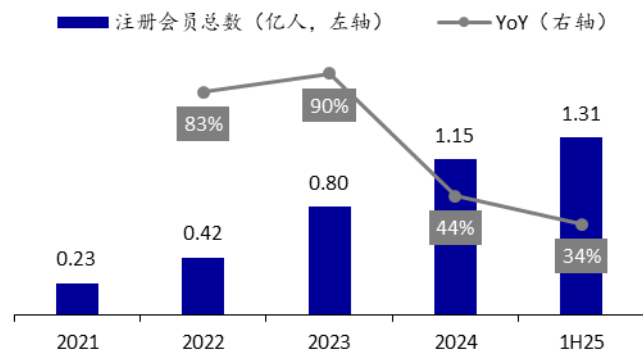


资料来源：公司微信公众号，HTI

咖啡方面，沪上阿姨在 2022 年推出店中店形式的沪咖品牌，又在 2024 年尝试了以沪咖品牌设立独立门店，直到 2025 年确立以沪上阿姨主品牌直接在店内运营咖啡产品的方针，引入了更高品质的咖啡设备和原材料以改善出品品质，并逐步试点推广，部分测试店咖啡产品杯量占比超 15%。未来，发展咖啡及其关联场景将是公司的战略重心之一，依托其主要消费时段与茶饮类产品错峰的特点，有助于沪上阿姨品牌更充分利用门店运营的全时段。

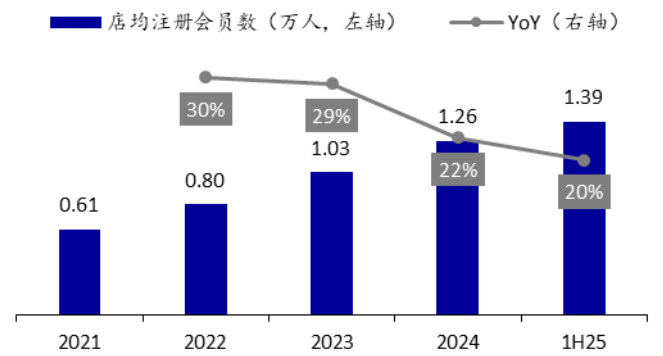
通过强调“她力量”的品牌形象打造，和以健康养生驱动的产品矩阵设计，沪上阿姨精准锁定目标客群，受众渗透快速提升，截至 1H25，公司微信公众号注册会员数达 1.31 亿人，同比增长 34%；店均注册会员数 1.39 万人，同比增长 20%。

图10 沪上阿姨微信公众号注册会员数及增速 (2021-1H25)



资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI

图11 沪上阿姨店均注册会员数及增速 (2021-1H25)



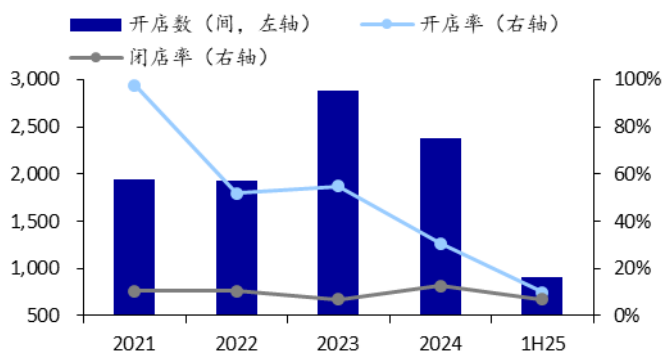
资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI

(3) 低门槛的门店模型和包容的加盟商体系

较低的开店门槛和对小型单店加盟商的包容理念, 是沪上阿姨品牌此前高速扩张的关键。随着 2025 年外卖平台补贴带来的增量客群, 和通过渠道定向创新实现不同价格带客群的区隔, 品牌单店模型实现显著改善, 补全了加盟体系的最后短板, 若新加盟商逐渐将盈利投入开设多店, 沪上阿姨品牌门店有望迎来滚雪球式增长。

高速扩张积累的加盟商资源是未来再起跳的基础。近几年来, 通过维持相对稳定的闭店率和较高的开店速度, 沪上阿姨品牌实现了门店数量较快增长。2024 年后随门店基数增长, 虽然开店绝对数量仍维持较高水平, 但开店率 (期内新开门店数/期初门店数) 逐渐下行。同时, 在餐饮行业加盟火热的机遇下, 沪上阿姨也在高速扩张期间吸纳了不少新进单店加盟商, 公司加盟商平均持有门店数在 2023 年达到高点的 1.69 间后逐渐下行, 至 1H25 已降至 1.65 间。

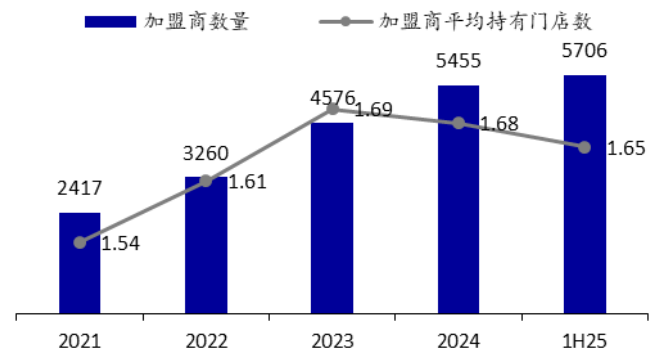
图12 沪上阿姨开店及闭店情况 (2021-1H25)



资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI

注: 开店率=期内新开门店数/期初门店数, 闭店率=期内关闭门店数/期初门店数。

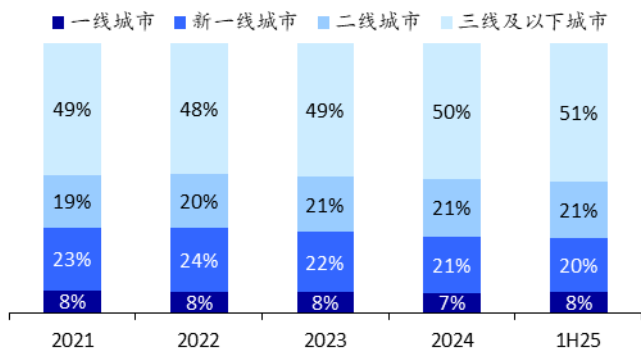
图13 沪上阿姨加盟商数量及平均持有门店数 (2021-1H25)



资料来源: 公司招股书, 公司财报, HTI

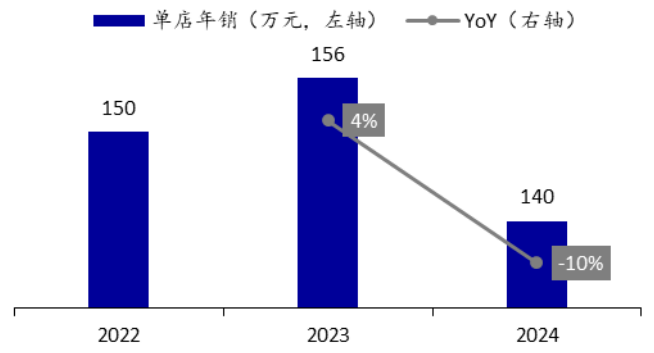
规模扩张的同时, 沪上阿姨在国内的门店网络不断下沉, 截至 1H25, 沪上阿姨 (含茶瀑布门店) 一线/新一线/二线/三线及以下城市门店占比各 8%/20%/21%/51%。同时, 由于行业迅速扩容导致的竞争加剧, 沪上阿姨品牌单店销售面临一定压力, 2024 年沪上阿姨品牌单店年销 140 万元, 同比下降 10%。

图14 沪上阿姨微信公众号注册会员数及增速 (2021-1H25)



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI
注：含茶瀑布门店。

图15 沪上阿姨品牌单店年销售额及增速 (2022-2024)



资料来源：公司招股书，公司财报，HTI

补齐短板，未来可期。2025年随外卖平台自4月开始逐渐加大补贴力度，显著提升了行业整体，尤其是中价品牌的流量，沪上阿姨亦受益匪浅，实现单店销售表现的大幅提升。此外，通过在拼好饭等渠道投放特供产品实现低价渠道和常规渠道产品线、客群的基本分隔，在获取增量的同时稳定存量，且在补贴逐渐退坡后仍保持了较好的复购表现，回本周期较2024年缩短数月，若不计设备分期部分成本，单店仅需数月利润即可支持再设新店，有助于此前吸纳的大量新加盟商迅速开设二店乃至多店，实现门店网络更可持续地扩张。

表4 沪上阿姨门店 UE (2025)

月报表		门店实收占比	GMV 占比
GMV (万元)	13.0		
三方费用 (万元)	3.0		23%
门店实收 (万元)	10.0		77%
货品成本 (万元)	4.8	48%	37%
毛利 (万元)	5.2	52%	40%
人工成本 (万元)	1.6	16%	12%
租金成本 (万元)	1.2	12%	9%
水电杂费 (万元)	0.4	4%	3%
费用合计 (万元)	3.2	32%	25%
利润总额 (万元)	2.0	20%	15%

来源：公司官网，公司财报，沪上阿姨合伙人微信公众号，HTI 测算

在2025年出色表现的基础上，门店规模的扩张已经有所保障，继2025年末沪上阿姨品牌门店破万间后，公司于同年投资者日宣布2026年沪上阿姨品牌将新设2000-3000间门店，维持稳健拓展速度的同时，将更多资源用于提升增长质量。根据沪上阿姨合伙人微信公众号发布的2026年1月加盟政策，将对现制饮品经验人群提供更多的补贴支持力度，以吸引更多有经验、能力强的（非财务型）加盟商，提升开店成功率，持续优化加盟商体系。

表 5 沪上阿姨开店政策 (2026.1)

主要加盟费用及优惠政策			
项目	费用	非经验人群政策	经验人群政策
加盟费	4.98 万元	优惠 1.5 万元	优惠 2.98 万元
设备费	11 万元起	以下二选一: ①30%首付+免息分期 12 个月 ②补贴 1 万元	以下二选一: ①品牌二手设备 ②补贴 1 万元
装修费	视门店面积而定	最高补贴 1 万元	
首批原物料费用	3-5 万元	参与线下招商会补贴 0.5-1 万元	
保证金	0.5 万元	合同终止时如无违约全额退还	

其他额外政策

- ①免除食宿外培训费用、首次设计费用和外卖运营费用
- ②30 天内连续授权 2 间门店, 分店补贴 2 万元物料
- ③广西免加盟费, 大店装修补贴最高 2 万元

资料来源: 沪上阿姨合伙人微信公众号, HTI

2.2 茶瀑布和海外区——集团化+全球化打造增长新引擎

作为“一体两翼”中率先发力的一翼，茶瀑布品牌从产品、店型、加盟模式都是专为下沉市场设计，和沪上阿姨品牌形成区隔，同时也能借用其积累的供应链等资源。作为另一翼的海外区则采取“高举高打”的策略，优先拓展相对发达区域市场，多国首店先后火爆开业。茶瀑布+海外区两翼结合，为公司在“一体”之外再造增长新引擎的同时，亦是实现“成为全球领先的多品牌现制饮品集团”愿景的关键。

(1) 茶瀑布

茶瀑布品牌由 2023 年推出的沪上阿姨轻享版发展而来，2024 年 3 月更名为茶瀑布（轻享版 2.0 升级品牌概念，截至 2024 年末 492 间轻享版门店中轻享版 1.0 及茶瀑布门店各 188 间和 304 间），主要面向三线及以下城市的消费者，配方较主品牌沪上阿姨更为简单，能以不到 10 元的均价，提供鲜奶茶等品质升级（相较植脂末饮品）的高性价比饮品。

图16 茶瀑布主要产品线



资料来源: 茶瀑布合伙人微信公众号, HTI

设计方面，由于主要布局下沉市场，茶瀑布品牌门店面积通常较沪上阿姨品牌更大，店面主要使用暖色系装饰，以浅色橡木和中国古典诗词主题灯箱营造出温馨、简约、充满文化气息的时尚饮茶空间。

图17 茶瀑布门店形象



资料来源：公司招股书，HTI

茶瀑布选址以下沉市场区域，以及高校商圈等点位为主，和沪上阿姨在选址上形成相对互补的关系。相应的，茶瀑布品牌也有比沪上阿姨品牌更低的加盟门槛，和针对特定区域和点位的补贴，以助力其门店快速扩张。目前，茶瀑布品牌门店已突破千间，较 2024 年末实现翻倍以上增长。

表 6 茶瀑布开店政策 (2026.1)

项目	费用	其他额外政策
加盟费	1.98 万元	① 免培训费、首次设计费、营销费、选址费、开业务付费、外卖运营费；
设备费	6 万元起	② 招商会合作赠 1 万元开业补贴+0.5 万元外卖推广；
装修费	视门店面积而定	③ 带店加盟补贴 2 万元；
首批原物料费用	2 万元	④ 有茶饮经验补贴 1 万元；
保证金	0.5 万元	⑤ 6 米大门头补贴 0.5 万元；
		⑥ 乡镇/高校店补贴 0.5 万元；
		⑦ 东莞/湛江/南宁/玉林/成都/重庆补贴 0.5 万元；
		⑧ 广东、广西、四川、重庆免加盟费

资料来源：茶瀑布合伙人微信公众号，HTI

(2) 海外区

沪上阿姨在海外的拓展策略偏向“高举高打”，重点拓展相对发达国家及地区的市场。2024 年 2 月，沪上阿姨品牌于马来西亚吉隆坡开设海外首店，迈出了公司出海的第一步；随后相继于 2025 年 5 月进入美国市场，纽约首店开业三天销量达 7016 杯；2025 年 11 月进入韩国市场，首尔首店开业前三天销量达 4160 杯，均有火爆表现。虽然目前海外区规模相对较小，但未来仍拥有广阔的增长空间。

3. 盈利预测与估值

(1) 门店拓展: 公司于 2025 年末的投资者日宣布沪上阿姨品牌 2026 年将新开 2000-3000 间门店。此外, 我们预计茶瀑布品牌扩张将加快; 加盟商体系质量提升, 闭店率将稳步收窄; 近期落地的社保和税费相关政策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。综上, 我们预计公司 2025-2027 年加盟店开设各 3200/3500/3500 间, 关闭各 1100/1100/1300 间。**(2) 单店日销:** 2025 年外卖平台补贴导致单店销售大幅增长, 但 2026 年在高基数效应下, 随补贴力度逐渐退坡, 预计同店增长有一定压力, 但可被咖啡及衍生场景的强化和加大营销力度对冲。此外, 由于茶瀑布品牌扩张加速, 且其单店销售额低于沪上阿姨品牌, 将对单店有摊薄效应。综上, 我们预计 2025-2027 年单店日销变化各 25%/-7%/-3%。**(3) 运营费用:** 长期看, 随公司门店网络不断扩大, 规模效应凸显, 总部各项费用将摊薄, 但由于外卖平台补贴持续退坡, 公司可能需要增加营销投入以对冲其影响。综上, 我们预计 2025-2027 年公司销售费用率各 10.4%/10.2%/10.3%; 行政费用率各 5.2%/4.6%/4.4%; 研发费用率各 1.4%/1.4%/1.4%。

综上, 我们预计公司 2025-27 年收入各 42.2/49.2/56.3 亿元, 同比各增长 28%/17%/15%, 经调净利各 5.4/6.2/7.1 亿元, 同比增长各 28%/16%/14%, 经调净利率各 12.7%/12.6%/12.6%。

表 7 沪上阿姨收入及利润预测的主要假设 (2023-2027E)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
直营店数 (间)	33	24	29	39	49
加盟店数 (间)	7,756	9,152	11,252	13,652	15,852
总门店数 (间)	7,789	9,176	11,281	13,691	15,901
总收入 (亿元)	33.5	32.8	42.2	49.2	56.3
YoY (%)	52%	-2%	28%	17%	15%
毛利 (亿元)	10.2	10.3	13.3	15.6	17.8
毛利率 (%)	30.4%	31.3%	31.6%	31.6%	31.7%
销售费用率 (%)	10.8%	12.0%	10.4%	10.2%	10.3%
行政费用率 (%)	4.8%	5.3%	5.2%	4.6%	4.4%
研发费用率 (%)	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%
经调净利润 (亿元)	4.2	4.2	5.4	6.2	7.1
YoY (%)	170%	0%	28%	16%	14%
经调净利率 (%)	12.4%	12.7%	12.7%	12.6%	12.6%

资料来源: HTI

参考公司 2026 年预期增速, 以及行业平均估值水平, 给予沪上阿姨 2026 年 16X PE 估值, 对应合理目标市值 107 亿港元, 目标价为 105 港元 (对应汇率为 HKD/CNY=0.9)。首次覆盖给予优于大市评级。

表 8 可比公司估值情况 (倍, 20260108)

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	26.8	8,179	1.2	1.3	1.5	22.7	21.1	17.5	1.5	4.7	4.0	3.3
蜜雪集团	2097 HK	439.6	21,417	17.1	19.6	22.6	25.7	22.4	19.5	1.5	4.6	4.0	3.5
茶百道	2555 HK	6.4	1,216	0.6	0.7	0.7	10.2	9.2	8.6	1.0	1.5	1.4	1.3
霸王茶姬	CHA US	12.9	2,366	1.5	1.6	1.9	8.4	8.1	6.9	0.8	0.6	0.6	0.5
行业平均							16.7	15.2	13.1	1.2	2.9	2.5	2.2
沪上阿姨	2589 HK	86.1	1,162	5.7	6.5	7.5	15.2	13.2	11.5	0.9	1.9	1.7	1.4

资料来源: 彭博一致预期, HTI 测算

4. 风险提示

宏观层面: 经济及消费增长不及预期。

行业层面:

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

公司层面:

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

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
摊薄每股指标 (元)					收入	3,285	4,215	4,918	5,632
摊薄每股收益	4.09	5.09	5.89	6.72	销售成本	(2,257)	(2,885)	(3,362)	(3,850)
摊薄每股净资产	11.59	16.89	20.39	24.44	毛利	1,027	1,331	1,555	1,783
摊薄每股经营现金流	4.12	5.72	6.19	7.71	毛利率%	31.3%	31.6%	31.6%	31.7%
摊薄每股股利	1.55	1.55	1.89	2.18	销售费用	(394)	(438)	(502)	(579)
价值评估 (倍)					销售费用率%	12.0%	10.4%	10.2%	10.3%
P/E	18.9	15.2	13.2	11.5	行政费用	(175)	(220)	(227)	(248)
P/B	6.7	4.6	3.8	3.2	行政费用率%	5.3%	5.2%	4.6%	4.4%
P/S	2.4	1.9	1.7	1.4	税前利润	449	637	777	897
EV/EBITDA	11.2	8.3	6.8	5.6	经调 EBIT	621	788	920	1,050
盈利能力指标 (%)					经调 EBIT 利润率	18.9%	18.7%	18.7%	18.6%
毛利率	31.3%	31.6%	31.6%	31.7%	经调 EBITDA	704	869	1,011	1,151
经调净利润率	12.7%	12.7%	12.6%	12.6%	经调 EBITDA 利润率	21.4%	20.6%	20.6%	20.4%
经调净资产收益率	41.3%	36.1%	31.6%	30.0%	所得税	(120)	(172)	(210)	(242)
经调资产回报率	24.6%	24.1%	22.2%	21.5%	有效所得税率%	26.8%	27.0%	27.0%	27.0%
投资回报率	11.2%	13.2%	14.3%	15.1%	经调净利润	418	535	620	707
盈利增长 (%)					经调净利率	12.7%	12.7%	12.6%	12.6%
营业收入增长率	-1.9%	28.3%	16.7%	14.5%	资产负债表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润增长率	-12.0%	41.8%	22.0%	15.4%	现金及现金等价物	343	1,071	1,446	1,951
经调净利润增长率	0.4%	28.0%	15.8%	14.1%	预付款项及其他	97	118	110	132
偿债能力指标					存货	168	217	232	282
资产负债率	36.2%	31.4%	28.4%	28.3%	其它流动资产	1,050	884	884	884
流动比率	2.7	3.2	3.8	4.0	流动资产合计	1,658	2,290	2,672	3,248
速动比率	2.4	2.9	3.4	3.6	物业、厂房及设备	43	41	40	40
现金比率	0.6	1.5	2.0	2.4	使用权资产	94	104	126	139
经营效率指标					无形资产	11	16	19	19
应付账款周转天数	36	35	35	35	其他非流动资产	50	139	139	139
存货周转天数	26	24	24	24	非流动资产合计	198	301	324	338
预付款项周转天数	4	5	5	5	资产合计	1,856	2,590	2,997	3,586
现金流量表 (百万元)	2024	2025E	2026E	2027E	短期负债	72	72	72	72
税前利润	449	637	777	897	贸易应付款项	226	335	319	429
非现金支出	141	81	91	101	其它流动负债	318	318	318	318
非经营收益	(21)	16	16	16	流动负债合计	616	725	709	819
营运资金变动	(55)	39	(23)	39	长期负债	54	88	141	195
已付所得税	(94)	(172)	(210)	(242)	其他长期负债	1	1	1	1
经营活动现金流	421	601	651	811	非流动负债合计	56	89	142	196
投资活动现金流	(584)	41	(36)	(36)	负债合计	672	813	851	1,015
融资活动现金流	(125)	86	(240)	(271)	股本	102	105	105	105
现金净流量	(289)	728	375	505	储备	1,082	1,672	2,040	2,466
期初现金	631	343	1,071	1,446	权益合计	1,184	1,777	2,146	2,571
期末现金	343	1,071	1,446	1,951	负债和所有者权益合计	1,856	2,590	2,997	3,586

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 8 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司财报, HTI

APPENDIX 1**Summary**

Auntea Jenny is a leading freshly-made beverage company in China, with its sub-brand Auntea Jenny surpassing 10,000 stores by the end of 2025.

The company has established a special business structure, with the Auntea Jenny brand in China as the core, supported by the Fallstea brand and overseas operations. (1) Auntea Jenny in China: Despite being established relatively late, its store expansion has kept pace. This success is attributed not only to seizing opportunities in the then-untapped northern market but also to: (a) a mutually beneficial management philosophy and resource sharing to complement strengths; (b) a focus on "her power" and healthy beverages, precisely targeting its customer base; and (c) a low-threshold store model and an inclusive franchisee system. (2) Fallstea and Overseas Operations: The Fallstea brand is specifically designed for lower-tier markets, distinguishing itself from the main brand while leveraging its resources. Overseas operations prioritize relatively developed regional markets, with stores in multiple countries opening successfully one after another.

We project the revenue from 2025–27 to be RMB 4.22/4.92/5.63bn, and adjusted NP to be RMB 535/620/707mn, respectively. We value the company by 16 x 26 PE, with a TP of HKD 105 (HKD/CNY = 0.9) and Initiating coverage with an OUTPERFORM rating.

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

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

The company have good enviroment protection practice.

Social:

The company have good social responsiblity practice.

Governance:

The company have good inner goverance practice.

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).

国泰海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“国泰海通”）在过去 12 个月内参与了 2589.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、国泰海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、国泰海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、国泰海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Guotai Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Guotai Haitong") have a role in investment banking projects of 2589.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Guotai Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 2589.HK for which Guotai Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Guotai Haitong acted as lead-brokerage firm.

2589.HK 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

2589.HK is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 2589.HK 提供投资银行服务的报酬。

Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 2589.HK.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 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) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 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外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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