

主业稳健，益生菌贡献新增长点

■ 倍加洁深度跟踪报告

倍加洁(603059)

耐用消费品/可洗消费品

603059 CH
Perfect Group
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb39.6
Meng Zi
m.zi@htisec.com

本报告导读：

倍加洁通过内生+外延搭建起“口腔护理+益生菌”的大健康业务平台，旗下益生菌子公司善恩康 2025H1 收入高增、利润大幅改善，看好旗下 AKK 菌后续增长潜力。

投资要点：

- 投资建议：**考虑益生菌业务放量有望贡献业绩增量，预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.99、1.32、1.73 元，参考可比公司，考虑公司增速快于行业平均，给予 2026 年 30xPE，目标价 39.6 元，维持优于大市评级。
- 内生+外延搭建起“口腔护理+益生菌”的大健康业务平台。**倍加洁是国内领先的口腔清洁护理用品与一次性卫生用品制造企业，产品覆盖牙刷、牙膏、牙线棒、湿巾等品类，2024 年收购善恩康切入益生菌业务。2025Q1-3 公司营收、归母净利润 11.19、0.77 亿元，同比 +19%、+85%，其中 25Q1-Q3 分别实现净利润 0.12、0.31、0.34 亿元逐季改善。25H1 公司牙刷、湿巾、其他产品、益生菌分别实现营收 2.38、1.78、2.52、0.50 亿元，同比 -5%、-11%、+62%、+82%，高增主要得益于牙膏等品类拓展，及益生菌业务贡献增量，同时期内益生菌业务实现盈利 838 亿元，有望成为新增长点。
- 益生菌市场双位数高增，下游食品饮料、膳食补充剂为主要应用场景。**我国益生菌市场规模从 2018 年的 648 亿攀升至 2023 年的 1189 亿，6 年 CAGR 约 12.4%，在“健康红利”推动下快速扩张，预计 2025 年有望突破 1400 亿元。益生菌按应用领域可以分为：食品与饮料、膳食补充剂、医疗保健、动物营养、日化与个护类五大类，分别约占 67%、19%、6%、5%、3% 的份额，随着下游高毛利的膳食补充剂市场快速发展，部分具备特殊功效的益生菌菌株有望放量。
- 善恩康主打的 AKK 菌为潜力明星菌株，有望成为增长拉动。**善恩康主打的 AKK 菌为“新一代益生菌”，2025 年 2 月公司自主研发的嗜黏蛋白阿克曼氏菌 AKK PROBIO 活性益生菌成为全球首个同时获得活菌及灭活菌美国 GRAS 认证的产品。近年来国内外膳食营养补充剂品牌如 WonderLab、茵澳斯等陆续推出主打 AKK 菌的产品，多强调 AKK 为“瘦子菌”，聚焦身材管理、提高代谢等卖点，与传统益生菌调理肠胃的功效具备显著差异化。我们预计随着越来越多下游品牌商的推动，AKK 菌有望进入爆发期，成为公司新增长极。
- 风险提示：**需求不及预期、行业竞争加剧、新业务整合不及预期。

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,067	1,299	1,511	1,729	1,966
(+/-)%	1.6%	21.8%	16.3%	14.5%	13.7%
净利润(归母)	93	-77	99	132	174
(+/-)%	-4.9%	-183.6%	228.4%	33.4%	31.3%
每股净收益(元)	0.92	-0.77	0.99	1.32	1.73
净资产收益率(%)	7.4%	-7.8%	9.2%	11.1%	12.8%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	34.43	—	32.09	24.06	18.32

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	70	73	48	212	425	营业总收入	1,067	1,299	1,511	1,729	1,966
交易性金融资产	17	62	62	62	62	营业成本	819	988	1,113	1,262	1,422
应收账款及票据	193	249	290	332	377	税金及附加	8	11	12	15	16
存货	160	175	197	223	252	销售费用	75	91	128	137	147
其他流动资产	29	41	44	48	52	管理费用	53	62	71	80	85
流动资产合计	469	599	640	877	1,168	研发费用	29	45	53	59	67
长期投资	934	826	826	826	826	EBIT	80	100	139	191	246
固定资产	456	498	477	446	406	其他收益	3	5	5	6	6
在建工程	2	34	38	27	19	公允价值变动收益	53	20	0	0	0
无形资产及商誉	29	93	87	82	76	投资收益	10	3	3	9	13
其他非流动资产	125	93	153	153	153	财务费用	7	10	15	16	13
非流动资产合计	1,546	1,544	1,582	1,534	1,481	减值损失	-56	-184	0	0	0
总资产	2,015	2,143	2,223	2,411	2,649	资产处置损益	0	0	-2	-2	-2
短期借款	347	396	396	396	396	营业利润	85	-65	124	175	232
应付账款及票据	228	258	291	330	372	营业外收支	0	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	86	27	27	27	所得税	-8	13	19	26	35
其他流动负债	65	75	85	97	109	净利润	93	-78	106	149	198
流动负债合计	640	815	799	850	904	少数股东损益	0	-1	6	16	24
长期借款	86	71	71	71	71	归属母公司净利润	93	-77	99	132	174
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
租赁债券	0	0	0	0	0	ROE(摊薄,%)	7.4%	-7.8%	9.2%	11.1%	12.8%
其他非流动负债	40	193	203	203	203	ROA(%)	5.1%	-3.8%	4.8%	6.4%	7.8%
非流动负债合计	126	264	274	274	274	ROIC(%)	5.2%	7.4%	7.2%	9.1%	10.6%
总负债	766	1,079	1,073	1,123	1,178	销售毛利率(%)	23.2%	23.9%	26.4%	27.0%	27.7%
实收资本(或股本)	100	100	100	100	100	EBIT Margin(%)	7.5%	7.7%	9.2%	11.0%	12.5%
其他归母股东权益	1,149	894	974	1,096	1,255	销售净利率(%)	8.7%	-6.0%	7.0%	8.6%	10.0%
归属母公司股东权益	1,249	995	1,074	1,196	1,356	资产负债率(%)	38.0%	50.4%	48.3%	46.6%	44.5%
少数股东权益	0	69	75	92	115	存货周转率(次)	5.4	5.9	6.0	6.0	6.0
股东权益合计	1,249	1,064	1,150	1,288	1,471	应收账款周转率(次)	6.2	5.9	5.6	5.6	5.6
总负债及总权益	2,015	2,143	2,223	2,411	2,649	总资产周转率(次)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	净利润现金含量	1.7	-1.8	1.9	1.7	1.6
经营活动现金流	155	139	184	230	279	资本支出/收入	3.1%	4.7%	4.8%	3.0%	2.7%
投资活动现金流	-495	-184	-124	-43	-40	EV/EBITDA	16.40	14.90	15.68	12.01	9.32
筹资活动现金流	274	52	-85	-23	-26	P/E(现价 & 最新股本摊薄)	34.43	—	32.09	24.06	18.32
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/B(现价)	2.55	3.20	2.96	2.66	2.35
现金净增加额	-67	7	-25	164	213	P/S(现价)	2.99	2.45	2.11	1.84	1.62
折旧与摊销	81	90	92	98	104	EPS-最新股本摊薄(元)	0.92	-0.77	0.99	1.32	1.73
营运资本变动	-8	-54	-24	-22	-24	DPS-最新股本摊薄(元)	0.20	0.00	0.08	0.11	0.14
资本性支出	-33	-62	-72	-52	-52	股息率(现价, %)	0.6%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%

数据来源: Wind, 公司财报, HTI

目录

1. 盈利预测与投资建议	4
2. 从口腔护理代工到多元化平台企业	4
3. 口腔护理业务积极拓品类，益生菌构筑第二曲线	7
3.1. 代工主业：牙刷、湿巾基本盘稳定，拓展牙膏等增量品类	7
3.2. 第二增长曲线：控股善恩康切入益生菌业务，AKK 菌种放量有望打开空间	9
4. 风险提示	12

1. 盈利预测与投资建议

考虑益生菌业务放量有望贡献业绩增量，我们预计公司 2025-2027 年有望实现归母净利润 0.99、1.32、1.74 亿元，分别同比扭亏、+33%、+31%，预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.99、1.32、1.73 元，参考可比公司，考虑公司增速快于行业平均，给予 2026 年 30xPE，目标价 39.6 元，维持优于大市评级。

表1：可比公司估值表（2026年1月6日）

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
001328.SZ	登康口腔	38.84	0.94	1.1	1.31	41	35	30
301108.SZ	洁雅股份	34.04	0.24	1.36	1.59	142	25	21
	平均值					92	30	26

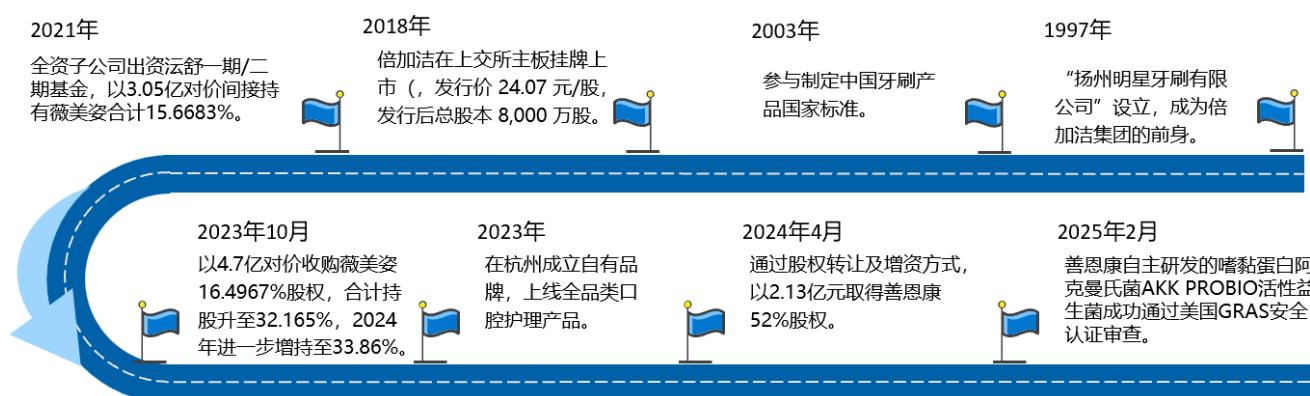
数据来源：Wind, HTI

2. 从口腔护理代工到多元化平台企业

公司从事牙刷代工起家，2024 年起通过对外投资并购搭建起“口腔护理+益生菌”大健康的多业务平台。倍加洁是国内领先的口腔清洁护理用品与一次性卫生用品制造平台，起家于牙刷 ODM 业务，产品覆盖牙刷、牙膏、牙线棒、湿巾等品类，并通过收购善恩康切入益生菌业务，逐步从单一品类制造向大健康多业务平台演进。公司发展主要分为三阶段：

- 1) 奠基期（1997-2003 年）：**1997 年扬州明星牙刷有限公司成立，为倍加洁的前身，以牙刷代工为核心业务；2003 年成立恒生精密模具公司，向上游延伸产业链，奠定生产端核心竞争力，同时参与制定中国牙刷产品国家标准。
- 2) 品类扩张期（2004-2017 年）：**2004 年进入湿巾产品领域，2006 年拓展齿间刷、牙线等口腔护理品类，形成口腔护理+湿巾等多品类生产制造能力。
- 3) 资本化转型期（2018 年至今）：**2018 年倍加洁登陆上交所主板，2021 年通过旗下基金间接投资持有薇美姿（旗下主品牌为舒克）15.67% 股权，2023 年继续收购薇美姿部分股权，合计持股比例升至 32.165%，2024 年进一步增持至 33.86%。2023 年公司推出自有口腔护理品牌。2024 收购善恩康 52% 股权收购（交易对价 2.1 亿元），正式切入益生菌赛道，拓展至大健康赛道。

图1：倍加洁以牙刷代工起步，通过改制上市、并购与扩产逐步成长为多品类个人护理平台



数据来源：倍加洁官网，公司招股说明书，公司收购公告，HTI

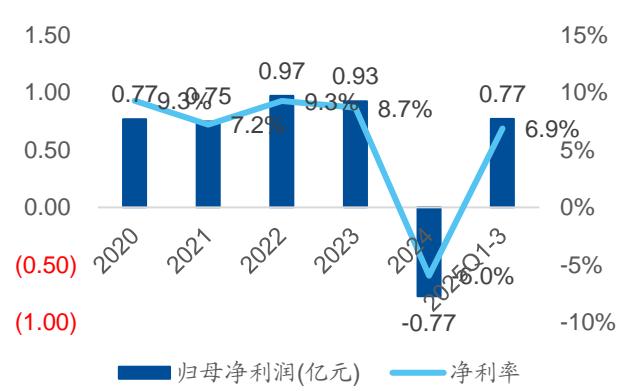
受益外延收购, 2024 年以来公司营收恢复双位数高增, 2025 年以来盈利改善。公司营收近年来波动向上, 2022-2023 年在宏观环境承压及疫后湿巾等部分业务调整下公司营收表现平缓, 稳定在 10 亿出头, 2024 年在主要客户采购恢复、新产品开发推进及善恩康并表贡献带动下, 营业收入增至 12.99 亿元, 同比+22%, 2025Q1-3 持续受益牙膏等新品类拓展及善恩康高增, 实现营收 11.19 亿元, 同比+19%。利润端, 2020-2023 年公司归母净利润稳定在 0.75-1.0 亿元。净利率在 7-9% 之间波动, 2024 年因受参股公司薇美姿经营业绩波动以及控股子公司善恩康经营业绩不达预期影响, 公司对长期股权投资及商誉分别计提减值-1.38、-0.40 亿元, 2024 年归母净利润转负。2025 年以来, 随着公司主业稳步发展、善恩康经营好转, 公司盈利能力与现金创造能力同步修复, 2025 年前三季度公司实现归母净利润 0.77 亿元, 净利率恢复至 6.9%, 其中 25Q1、Q2、Q3 分别实现净利润 0.12、0.31、0.34 亿元, 环比呈现改善趋势。

图2: 公司营收自 2024 年起恢复双位数增长

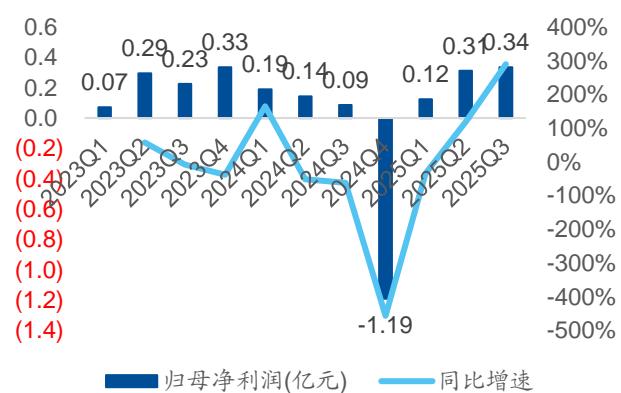

数据来源: Wind, HTI

图4: 2025 年以来公司收入逐季加速


数据来源: Wind, HTI

图3: 公司 2025 年前三季度盈利改善


数据来源: Wind, HTI

图5: 25Q2\Q3 公司盈利稳定向好


数据来源: Wind, HTI

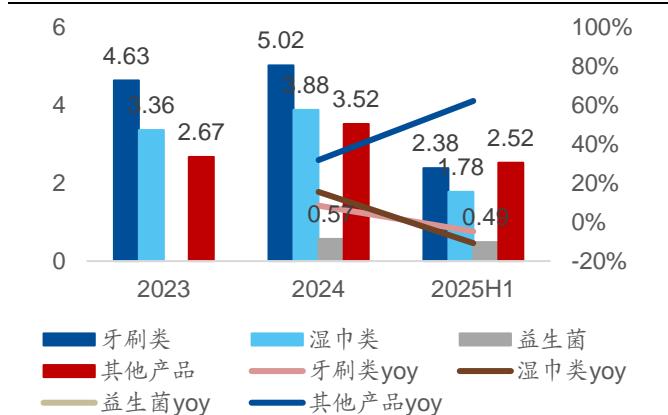
口腔护理、湿巾为业务大头, 发展稳健; 益生菌业务 25H1 增长迅速, 占比升至 7%。公司主营业务可分为口腔护理(牙刷、牙膏等)、湿巾、益生菌三大类, 其中口腔护理与湿巾以 ODM 为主, 益生菌主要由收购公司善恩康贡献, 2025 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 11.19 亿元, 同比+19%, 收入高增预计主要得益于牙膏、牙线等新品类拓展及收购的益生菌业务增量。根据 25H1 财报, 上半年公司牙刷、湿巾、其他产品(主要为牙刷、牙线、漱口水等其他口腔护理产品)分别实现营收 2.38、1.78、2.52 亿元, 分别同比-5%、-11%、+62%, 其他产品高速增长主要因公司重点发力牙膏品类, 同时牙线签、牙线等新兴品类增长迅速; 自有品牌业务同比增长 36%。25H1 公司益生菌业务收入 4976 万元, 同比增长约 82%, 实现净利润 838 万元(2024 年同期亏

损 143 万元)在公司的收入占比升至 7%。预计后续牙膏等新拓品类,以及益生菌业务有望持续拉动增长。

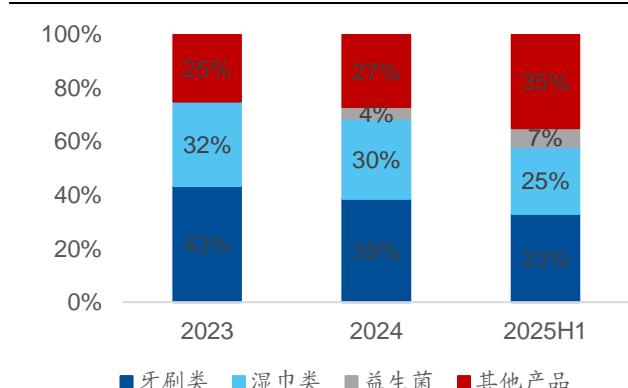
表2: 倍加洁旗下业务主要涵盖口腔护理、湿巾、益生菌等

品类	品牌/产品	定位	核心单品	产品图示	收入及占比
口腔护理	倍加洁牙刷 (自有+ODM)	国内牙刷/口腔护理 ODM 龙头, 自有品牌定位大众价位口腔护理品牌	宽头护龈软毛牙刷、纳米抗菌牙刷、正畸牙刷、情侣牙刷组合		2025H1: 牙刷类产品收入 2.38 亿元, 占比 33.2%
	其他口腔护理 (牙膏/牙线/漱口水等)	功能型牙膏与漱口水,围绕敏感修护、亮白、口气管理	热感牙膏、果冻漱口水、正畸牙膏、口气喷雾等		2025H1: 其他产品收入 2.52 亿元, 占比 35.1% (含其他口腔及新业务)
湿巾	倍加洁湿巾 / HEY PERFECT 湿巾	婴童+家庭清洁湿巾,覆盖手口护理、美妆卸妆、杀菌消毒等场景	婴儿手口湿巾、EDI 纯水湿巾、卸妆湿巾、杀菌卫生湿巾		2025H1: 湿巾类产品收入 1.78 亿元, 占比 24.8%
益生菌	AKK PROBIO 益生菌、益生菌 OEM/ODM/CDMO	新一代功能性、中高端益生菌, 聚焦肠道代谢、体重管理等大健康赛道	AKK PROBIO 活性益生菌、AKK PROBIO 灭活菌原料、复合益生菌制剂		2025H1: 益生菌产品收入 0.50 亿元, 占比 6.9%

数据来源: 公司官网、公司 2025 年第三季度报告/半年度报告、各电商平台旗舰店、HTI

图6: 公司传统牙刷、湿巾业务稳健


数据来源: Wind、公司财报、HTI

图7: 益生菌、其他新拓品类占比逐渐提升


数据来源: Wind、公司财报、HTI

公司创始人及核心管理层长期深耕口腔护理及日化制造领域, 兼具产业经验与客户运营能力。公司董事长兼总经理张文生先生自 1990 年代初便从事牙刷生产与销售, 先后在扬州多家轻工业企业任职, 1997 年创立扬州明星牙刷并带领企业发展为国内领先的牙刷制造商, 是公司口腔护理业务的核心推动者, 目前张文生也为公司实控人, 截至 25Q3 直接持有公司 62.72% 股权, 叠加持股平台合计持有公司 70.05% 股权。副总经理徐玲具备一线销售经验, 现为公司 ODM 营销中心总结、核心业务负责人之一。财务总监嵇玉芳女士长期在公司财务体系任职, 董事会秘书兼副总经理薛运普先生具备战略规划与资本市场经验, 负责公司运营管理与信息披露。

表3：公司高管人员履历背景

姓名	职位	履历背景
张文生	董事长、总经理	1968年生，大专学历。早年在扬州塑料包装厂、新生塑革针织厂任技术/财务岗位，1990年代开始从事牙刷生产个体经营，之后担任明星牙刷总经理。现任 倍加洁集团董事长、总经理 ，同时在江苏明星牙刷、倍加洁日化、美星口腔等多家子公司及行业协会担任要职，深耕牙刷及口腔护理行业逾30年。
嵇玉芳	董事、财务总监	1976年生，大专学历。曾在扬州市邗江区商业贸易局工作，自1997年起历任明星牙刷财务部职员、财务部经理等职务，长期负责集团 财务管理与内控工作 ，现任 倍加洁董事、财务总监 。
徐玲	副总经理、ODM 营销中心总监	1979年生，本科学历。1998-2016年在明星牙刷销售部门任职，由一线销售逐步升任经理；2017年起负责 倍加洁ODM营销中心 ，曾任 监事会主席 ，现为公司 ODM营销中心总监、核心业务负责人之一 。
薛运普	董事、副总经理、董事会秘书	1987年生，管理学硕士，毕业于华南理工大学。先后就职于中国移动广东公司、新飞电器、兰博运载装备、金轮蓝海等企业，从事战略规划、行政及总裁助理等工作；2020年加入倍加洁，历任总经理助理等职，现为公司 非独立董事、副总经理兼董事会秘书 ，负责公司运营管理与信息披露。

数据来源：Wind, HTI

3. 口腔护理业务积极拓品类，益生菌构筑第二曲线

3.1. 代工主业：牙刷、湿巾基本盘稳定，拓展牙膏等增量品类

公司传统代工业务中牙刷、湿巾贡献基本盘，近年来拓展牙膏、牙线等其他品类，整体保持稳健增长。早期公司依托模具开发、注塑及自动化生产等能力，形成较为稳健的牙刷、湿巾等品类制造基础，25H1牙刷、湿巾业务收入分别占比33%、25%贡献基本盘。近年来公司围绕口腔护理行业横向拓展牙膏、牙线、牙线签、齿间刷、漱口水、口喷等品类，带动传统代工业务保持稳定增长。

产能端：截止2025H1，公司具备年产6.72亿支牙刷、180亿片湿巾的生产能力，在口腔清洁护理用品和一次性卫生用品行业中均占有重要地位，覆盖牙膏、牙刷、牙线/牙线签、齿间刷、漱口水、口喷、电动牙刷等口腔护理全系列，以及婴儿/妇女/老年/通用/医用等多场景湿巾产品矩阵。产能利用与开工情况方面，2024年年报披露牙刷/湿巾的产能利用率分别为57.68%/28.98%，在既有产能框架下仍具备一定弹性与结构优化空间。

表4：主要代工品类设计产能、产能利用率、客户情况

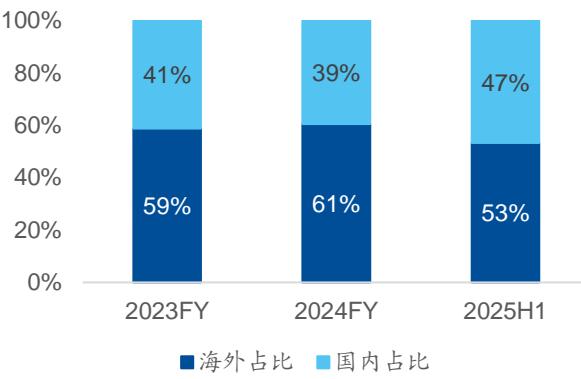
品类	25H1设计产能	2024产能利用率	主要客户
牙刷	6.72亿支	57.68%	口腔护理：重庆登康、薇美姿、云南白药、屈臣氏
湿巾	180亿片	28.98%	Medline、CARDINAL HEALTH

数据来源：倍加洁2024、2025年上半年财报，HTI

客户端：长期合作国内外头部客户，有望依托现有客户拓展更多品类。截止2025H1，公司口腔护理产品已与重庆登康、薇美姿、云南白药、屈臣氏等客户建立合作，湿巾业务与Medline、CARDINAL HEALTH等客户建立合作，为美国医疗市场湿巾主流供应商之一。从收入地域结构看，2024年公司主营业务中海外收入约7.84亿元、国内约5.03亿元，海外收入占比超60%，25H1公司海外、国内分别营收3.82、3.35亿元，国内业务同比高增41%，占比提升至47%，地域分布均衡，有助于对冲单一市场波动并强化订单韧性。同时，2024年公司前五大客户销售额占年度销售总额31.98%，客户集中度整体可控。

图8: 公司主要业务国内、海外分布情况


数据来源: Wind、公司财报、HTI

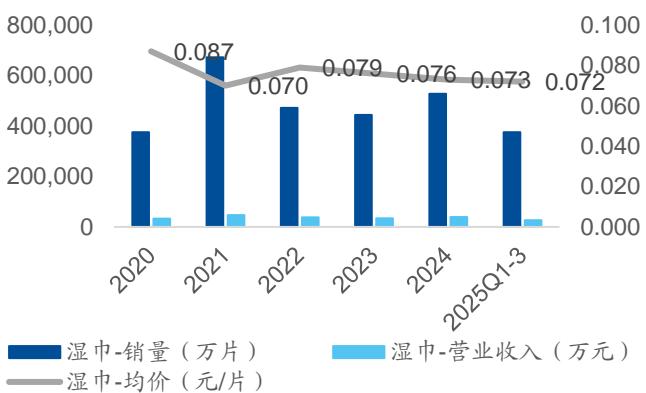
图9: 公司海外、国内业务占比


数据来源: Wind、公司财报、HTI

产品端看，公司在保持规模交付的同时，持续推进成本优化。2025 年前三季度公司生产的牙刷均价 1.16 元/支（同比-2.78%），湿巾均价 0.072 元/片（同比-4.00%），均有优化；原材料端，刷丝采购均价同比下降 7.69%、无纺布采购均价同比下降 3.9%，塑料粒子采购均价同比小幅上升 0.38%。在主要产品均价小幅波动的背景下，关键原材料成本回落对盈利能力形成支撑，有利于公司在存量单品上实现“稳规模+提效率”。

图10: 公司牙刷销量与均价变化


数据来源: 倍加洁经营数据公告, HTI

图11: 公司湿巾销量与均价变化


数据来源: 倍加洁经营数据公告, HTI

表5: 2025H1 营业收入/成本/毛利拆分 (万元)

分类	收入	成本	毛利	毛利率	收入占比
牙刷类产品	23,833.32	17,649.30	6,184.02	25.95%	33.23%
湿巾类产品	17,790.66	13,613.61	4,177.04	23.48%	24.81%
益生菌产品	4,898.14	2,600.38	2,297.76	46.91%	6.83%
其他产品	25,191.47	18,829.29	6,362.18	25.26%	35.13%
合计	71,713.59	52,692.58	19,021.01	26.52%	100.00%
按经营地区分类					
国内销售	33,517.56	25,194.47	8,323.09	24.83%	46.74%
海外销售	38,196.03	27,498.12	10,697.91	28.01%	53.26%
合计	71,713.59	52,692.58	19,021.01	26.52%	100.00%

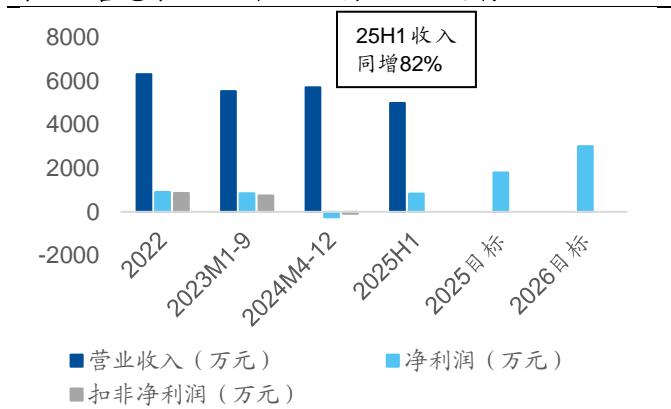
数据来源: 倍加洁 2025 半年度财报, HTI

3.2. 第二增长曲线：控股善恩康切入益生菌业务，AKK 菌种放量有望打开空间

收购善恩康切入益生菌赛道，2025 年善恩康收入利润表现向好，有望贡献新增长极。2024 年 4 月公司完成对善恩康 52% 股权的收购，切入益生菌赛道。善恩康成立于 2016 年，专注于微生物益生菌全产业链研发、生产和销售，业务形态覆盖益生菌原料菌粉、益生菌制剂及 OEM/ODM 等，客户覆盖大健康、医药、乳制品、食品饮料、日化等多类企业。产品包括益生菌原料菌粉、AKK 菌、即食型益生菌、固体饮料、特色发酵剂、功能性食品及衍生品，且可提供益生菌 CDMO 服务，为客户提供专利菌株转让、菌株筛选、功能评价、临床实施、工艺优化、产业化生产等一条龙服务。公司在江苏苏州拥有 1 个研发中心，在江苏苏州及安徽宿州拥有 2 个生产基地；规划产能为年产益生菌原料菌粉 200 吨、益生菌制剂及相关产品 2000 吨，目前已落地产能为年产益生菌原料菌粉 40 吨、益生菌制剂及相关产品 400 吨。

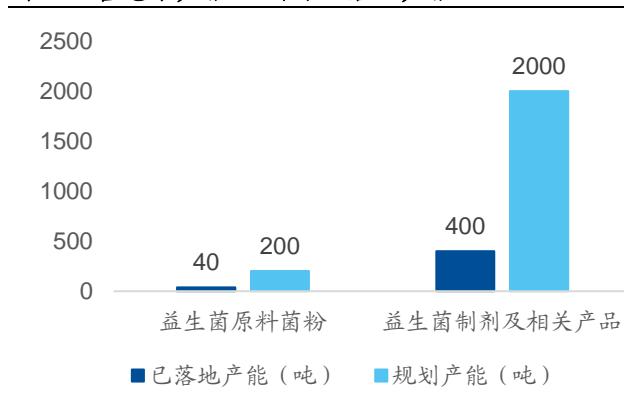
2024 年善恩康经营接阶段性承压，2025 年在大单品 AKK 带动下显著改善。公司收购善恩康控股权时，善恩康原实际控制人（郁雪平、喻扬、李国良）承诺善恩康 2024-2026 年实现扣非净利润分别不低于 1200 万元、1800 万元、3000 万元，三年累计不低于 6000 万元，2024 年善恩康扣非净利润为-90.26 万元，不达预期，造成 3962 万元的商誉减值。2025 年以来善恩康利用 AKK 菌产品先发优势，加速市场突破，带动公司 25H1 实现收入、利润 4976、838 万元，收入恢复 82% 高增，同时净利率大幅提升，未来随着新一代益生菌 AKK 的突破，善恩康有望持续高增。

图12：善恩康 25H1 收入、利润呈现好转



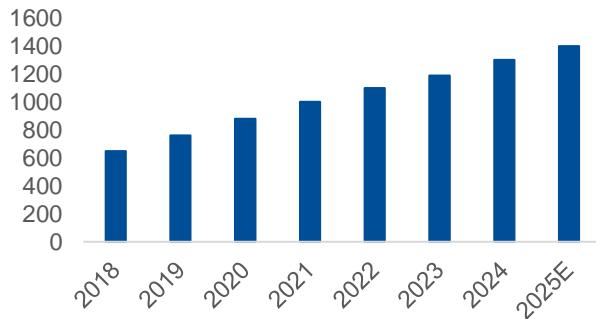
数据来源：倍加洁财报与善恩康收购公告，HTI

图13：善恩康产能规划与已落地产能

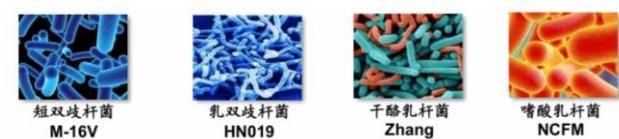


数据来源：倍加洁财报与善恩康收购公告，HTI

中国益生菌终端市场规模 2025 年有望突破 1400 亿，食品饮料、膳食营养补充剂为主要应用领域。益生菌(Probiotics)定义为“当摄入足够数量时，对宿主健康产生有益作用的活性微生物”，在摄入后能在肠道中存活与定殖，且有明确的健康功效验证，常见的益生菌通常包括乳酸菌、双歧杆菌、酵母菌等。益生菌通过多重途径与机理，不仅在维持和重建肠道微生态平衡上发挥核心作用，还能调节免疫，改善代谢，促进营养吸收并对心理健康提供潜在支持。根据嘉世咨询，我国益生菌市场规模从 2018 年的 648 亿攀升至 2023 年的 1189 亿，6 年 CAGR 约 12.4%，在“健康红利”推动下快速扩张，预计 2025 年有望突破 1400 亿元。益生菌按其应用领域可以分为：食品与饮料类、膳食补充剂类、医疗保健类、动物营养类、日化与个护类五大类，根据嘉世咨询的统计，食品饮料类产品约占 67% 市场份额；膳食补充剂约占 19% 的份额，并呈现出强劲增长势头；医疗保健、动物营养各占约 5% 的份额，剩余为日化、个护等新兴细分品类。

图14: 中国益生菌市场 2025 年规模有望突破 1400 亿


数据来源: 嘉世咨询, HTI

图15: 益生菌菌种举例


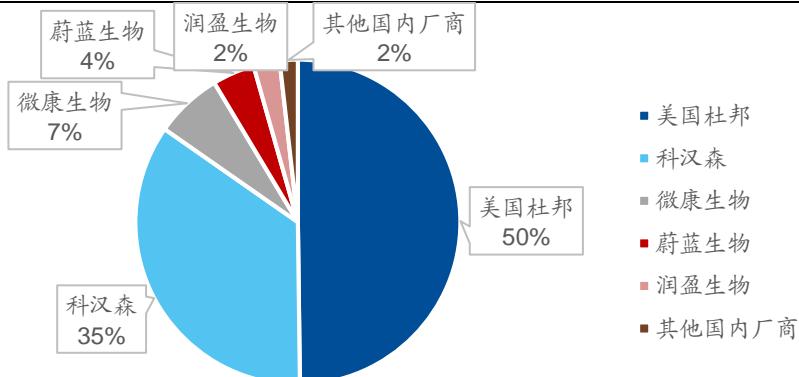
数据来源: 沙利文《中国益生菌市场白皮书》

表6: 益生菌分类及市场应用占比

应用领域	示例产品	市场特征	2024 年产品类型占比
食品饮料	酸奶、乳基饮品、功能性饮料等	市场份额最大, 消费者接受度高	67%
膳食补充剂类	胶囊、片剂、口服液、粉剂、咀嚼片	增长迅速, 针对性强、功效导向明显	19%
医疗保健	医用益生菌制剂、处方辅助产品	进入门槛高, 监管严格, 常与药品并用	6%
动物营养	宠物食品、反刍动物饲料、禽类饲料	替代抗生素使用, 增长潜力大	5%
日化与个护	护肤品、口腔护理 (牙膏、漱口水)	新兴市场, 研发投入高, 市场壁垒明确	3%

数据来源: 嘉世咨询, HTI

益生菌上游集中度高, 国际巨头杜邦、科汉森合计占 85% 份额, 国内企业正通过自主研发/合作推进本土化替代。从上游原料端看, 我国益生菌原料供给端主要被美国杜邦、科汉森两家海外企业主导, 2024 年二者合计占据 85% 的市场份额, 主要因外资企业布局益生菌领域已超百年, 积累了海量菌株资源(如科汉森的 BB-12 菌株), 并掌握了高活性菌株筛选、规模化发酵、稳定性包埋等核心技术, 形成了专利壁垒(仅科汉森就有超 2000 项益生菌相关专利), 且有较长时间周期的安全性、功效性等临床数据与市场验证, 同时与国际食品、医药巨头形成长期合作绑定, 占据了全球原料供应的核心渠道。国内企业起步相对较晚, 目前国内企业(如江苏微康、善恩康等)通过自主研发/合作, 实现部分核心菌株或以 AKK 为代表的新兴菌种的产业化, 逐步推进推进本土替代。

图16: 中国益生菌原料市场份额中杜邦、科汉森占大头


数据来源: 嘉世咨询, HTI

表7: 益生菌分类及市场应用占比

企业名称	年产能(吨)	产能梯队	说明
微康生物	≥600	第一梯队 (>500 吨)	三期新基地投产后产能达 6000 吨 / 年, 是国内唯一 500 吨级以上厂商
蔚蓝生物	100-500	第二梯队	专注高活菌型, 覆盖全剂型和功能性食品菌粉
科拓生物	100-500	第二梯队	国内上市龙头, 拥有青稞和菌种库等多个生产基地
润盈生物	100-500	第二梯队	增长依靠包裹与冻干技术, 产品覆盖婴幼儿与成人市场
善恩康	100-500	第二梯队	聚焦功能性益生菌原料研发, 主打高活性菌株, 业务覆盖食品、膳食补充剂领域
瑞普生物	<100	第三梯队	小批量多样化生产, 聚焦特色菌株
交大昂立	<100	第三梯队	原料生产为主, 重点在终端营销及技术服务

数据来源: 嘉世咨询, HTI

善恩康主打的 AKK 菌为“下一代益生菌”, 获 GRAS 认证, 有望成为明星菌株。善恩康建设了自有知识产权的菌库, 包含乳酸菌、双歧杆菌及下一代益生菌 12,000 余株菌, 是国内首家产业化耐温型孢子益生菌 BC01 和新一代 AKK 益生菌的企业。2025 年 2 月, 善恩康自主研发的嗜黏蛋白阿克曼氏菌 AKK PROBIO 活性益生菌成为全球首个同时获得活菌及灭活菌美国 GRAS (Generally Recognized as Safe, 一般公认安全) 认证的产品, 通过美国 FDA 最高安全标准, 打通全球市场准入通道。

AKK 菌, 即嗜黏蛋白阿克曼氏菌 (Akkermansia muciniphila), 因其独特的代谢途径, 尤其是对肠道黏液蛋白的降解途径, 能够调节黏膜屏障功能, 影响肠道微环境, 近年来已成为微生物学和肠道健康研究领域的明星菌种。AKK 菌天然存在于人体肠壁中, 会随年龄和疾病而减少, 但在长寿老人和苗条人群中占比更高, 因此在提高代谢、免疫健康等领域有较大应用前景。善恩康的 AKK PROBIO 菌株耐胃酸耐胆盐能力突出, 胃肠液中 6 小时存活率超 80%。

表8: 下一代益生菌多为人体肠道/黏膜共生菌, AKK 为代表菌种

对比维度	普通益生菌	下一代益生菌
分离来源	源于肠道、母乳、发酵食品	源于宿主共生菌
物种范围	范围窄, 集中于乳杆菌属、双歧杆菌属等有限类群	范围广, 通过健康 / 患病宿主菌群对比筛选候选菌
使用历史	应用历史悠久	随基因组学、高通量测序技术发展起步, 仍处于研究初期
目标效果	不包含转基因微生物, 针对亚健康状态宿主	包含转基因菌株, 可靶向特定代谢障碍
安全性	已验证“绝对安全”	不同候选菌群的安全性尚未充分研究
开发途径	以食品、保健品为主, 部分作为饲料添加剂	期望以微生态制剂形式开发应用

数据来源: AKK 君 (善恩康公众号)《肠菌进化: 传统益生菌 VS 下一代益生菌 NGPs》, HTI

膳食营养补充剂品牌陆续推出主打 AKK 菌的产品, 有望打开下游应用空间。近年来国内外膳食营养补充剂品牌陆续推出主打 AKK 菌的产品, 如国内头部益生菌品牌 WonderLab、澳洲专业益生菌品牌菌澳斯等, 产品多强调 AKK 为“瘦子菌”, 聚焦身材管理、提高代谢等卖点, 与传统益生菌调理肠胃的功效具备显著差异化。我们预计随着越来越多下游品牌商的推动, AKK 菌有望进入爆发期。

图17：部分膳食营养补充剂品牌陆续推出主打AKK菌的产品



图17展示了部分膳食营养补充剂品牌陆续推出主打AKK菌的产品。左侧为天猫国际茵澳斯官方进口AKK益生菌提高代谢瘦子菌成人体重身材管理商品页面，中间为iHerb精选缓释益生菌长效胃活力商品页面，右侧为iHerb精选Vitamatic Akk阿克曼菌商品页面。

天猫国际茵澳斯官方进口AKK益生菌提高代谢瘦子菌成人体重身材管理商品页面显示：

- 活动时间：12/26 00:00:00 - 12/31 23:59
- 品牌购物金：1660 (96元)
- 品牌购物金：1030 (97元)
- 优惠券：749 (优惠前¥1099)
- 全场立减：券后¥749 (优惠前¥1268)
- 超级立减：127元 (送赠品 立减392元)
- 可再享：满900减70 (凑单)
- 店铺评分：超过91%同行
- 店铺新客减80元 立减300元

iHerb精选缓释益生菌长效胃活力商品页面显示：

- 产品名称：缓释益生菌长效胃活力
- 品牌：Vitamatic Akk阿克曼菌
- 特点：10亿AFU, 390 mg菊粉, 呵护肠胃健康功能
- 价格：2件每件价 212.12 (拍2件享85折)
- 优惠券：入会领券满400-20
- 全场立减：券后¥202.34 (优惠前¥255.43)
- 超级立减：11%省29元 (淘金币已抵12.77元)
- 可再享：满900减70 (凑单)
- 已售：62

iHerb精选Vitamatic Akk阿克曼菌商品页面显示：

- 产品名称：缓释益生菌长效胃活力
- 品牌：Vitamatic Akk阿克曼菌
- 特点：10亿AFU, 390 mg菊粉, 呵护肠胃健康功能
- 价格：2件每件价 212.12 (拍2件享85折)
- 优惠券：入会领券满400-20
- 全场立减：券后¥202.34 (优惠前¥255.43)
- 超级立减：11%省29元 (淘金币已抵12.77元)
- 可再享：满900减70 (凑单)
- 已售：300+

数据来源：各品牌天猫旗舰店，HTI

4. 风险提示

1. **日化及湿巾产品需求不及预期：**公司牙刷、湿巾等高频品类销售分部国内与海外，若个别地区渠道动销走弱或补库节奏延后，可能导致收入增速阶段性波动，并影响盈利改善的兑现节奏。
2. **竞争加剧导致价格与结构升级承压：**口腔护理及一次性卫生用品行业竞争充分，若品牌端加大促销、价格战延续或渠道规则变化带来投放效率下降，可能使核心单品均价与毛利修复承压；同时配方类口腔护理等新品矩阵若起量慢于预期，结构升级对利润弹性的贡献可能后移。
3. **第二增长曲线推进与整合不及预期：**公司通过控股善恩康等完善益生菌/膳食营养补充剂布局，若产品研发与功效证据积累、消费者教育爬坡较慢，或供应链规模化放量等环节进展不及预期，可能影响第二曲线对业绩的贡献节奏。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Investment advice: Considering the potential volume increase in the probiotics business contributing to performance growth, the company's EPS for 2025-2027 is expected to be RMB 0.99, 1.32, and 1.73. Given the company's growth rate surpasses the industry average, a 30x PE for 2026 is applied, with a target price of RMB 39.6, maintaining an Outperform rating.

The company builds a health platform with 'oral care + probiotics'. It is a leading manufacturer of oral and disposable hygiene products in China, covering toothbrushes, toothpaste, dental floss, and wipes. In 2024, it acquired Shan Enkang to enter the probiotics business. For 2025 Q1-3, revenue and net profit attributable to shareholders were RMB 1.12 billion and RMB 77 million, up 19% and 85% YoY. Net profit improved quarterly to RMB 12 million, 31 million, and 34 million. In 25H1, revenue from toothbrushes, wipes, others, and probiotics was RMB 238 million, 178 million, 252 million, and 50 million, with YoY changes of -5%, -11%, +62%, and +82%. The increase was driven by toothpaste expansion and probiotics, with the latter achieving a profit of RMB 83.8 billion, becoming a new growth driver.

The probiotics market sees double-digit growth, with food, beverages, and supplements as main applications. China's probiotics market grew from RMB 64.8 billion in 2018 to RMB 118.9 billion in 2023, with a CAGR of 12.4%. Expected to exceed RMB 140 billion by 2025, driven by 'health dividends'. Probiotics are categorized into food and beverages, supplements, healthcare, animal nutrition, and personal care, with shares of 67%, 19%, 6%, 5%, and 3%. As the high-margin supplement market grows, certain probiotics strains with special effects are expected to increase in volume.

Shan Enkang's AKK strain is a potential growth driver. The AKK strain, a 'new generation probiotic', became the first globally to receive USA GRAS certification for both live and inactive forms in February 2025. Brands like WonderLab and Inos have launched AKK-focused products, emphasizing its 'slim bacteria' benefits for body management and metabolism, differing from traditional probiotics. With more downstream brands promoting it, AKK is expected to enter a growth phase, becoming a new growth pole for the company.

Risk Warning: Demand weaker than expected, intensified industry competition, and new business integration weaker than expected.

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， 言， 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, Meng Zi, 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 000538.CH 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 000538.CH 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 000538.CH 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.

000538.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

000538.CH is/was an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

000538.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000538.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 000538.CH 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 000538.CH.

国泰海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 000538.CH 获得投资银行服务报酬。

Guotai Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 000538.CH.

国泰海通在过去的 12 个月中从 000538.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Guotai Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 000538.CH.

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.

Rating 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 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 9 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	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%
投资银行客户*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%

*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 December 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2025		
Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	93.9%	6.0%	0.1%	92.3%	7.5%
IB clients*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%

*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 disclaim 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、HTISCL 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, 均可不时作为主人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.hTISEC.com](http://www.equities.hТИSEC.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”。

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.hitisec.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: INH00002590

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@hitisec.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.hitisec.com/x/legal.html>

Perfect Group - 603059 CH



1. 22 Dec 2024 OUTPERFORM at 24.66 target 28.48.