

海特真露 HiteJinro (000080 KS)

首次覆盖：韩流佐酒，海特真露的确定性与可能性

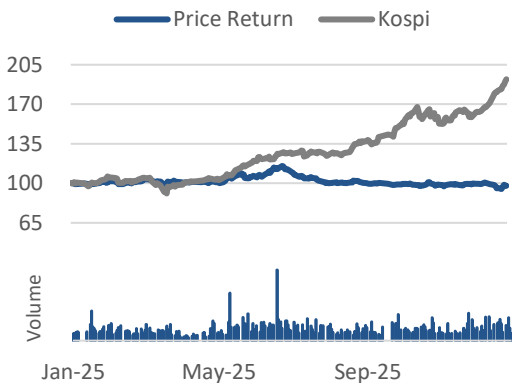
From K-Pop to Soju Pop, Hite Jinro's Defensive Value and Growth Potential: Initiation

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	₩17,970
目标价	₩22,000
市值	₩1,277bn / US\$0.87bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$1.97mn
发行股票数目	70.13mn
自由流通股 (%)	44%
1 年股价最高最低值	₩21,187-₩17,450

注：现价₩17,970为2026年01月16日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-1.6%	-1.1%	-1.2%
绝对值 (美元)	-1.4%	-4.8%	-2.3%
相对 Kospi	-22.6%	-30.2%	-92.7%

₩ bn	2024A	2025E	2026E	2027E
Revenue	2,599	2,596	2,658	2,734
Revenue (+/-)	3%	0%	2%	3%
Net profit	96	106	123	129
Net profit (+/-)	170%	11%	16%	5%
Diluted EPS (₩)	1345	1491	1728	1811
GPM	45.6%	43.0%	43.0%	43.0%
ROE	8.6%	9.3%	10.3%	10.4%
P/E	14.5	12.9	11.1	10.6

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

烧酒业务的垄断格局与提价弹性构成 26 年业绩核心安全垫。公司在韩国烧酒行业市占率近 70%，行业高税负与长期积累的品牌心智形成强壁垒，即便在 25Q3 行业需求疲软以及 5 年内品牌累计提价 20% 的背景下，烧酒业务仍保持销量平稳，OPM 稳定在 11% 以上，凸显业务韧性。结合行业原材料成本压力与新政府对食品通胀的管控节奏，我们认为 26Q2 烧酒有望再次落地 5% 提价，叠加规模效应，推动 OPM 向 13% 靠拢，烧酒业务将持续贡献稳定现金流与盈利增量，有效对冲啤酒业务短期波动风险。

未来 5 年，海外布局将突破本土市场增长天花板。全球健康消费趋势下，新兴市场成为酒类行业增长核心，公司越南工厂 2026 年投产可直接规避关税，精准切入东南亚增量市场；印度市场正式落地后渠道持续渗透，叠加韩流文化在全球的长尾效应，海外收入增速有望继续维持高单位数增长。参考其他酒类企业国际化后的估值溢价逻辑，公司海外业务从“出口为主”向“本土生产+渠道深耕”转型，将显著提升海外市场盈利水平，重构成长逻辑，打开长期估值提升空间，脱离本土市场增长瓶颈。

成本与费用管控具备明确优化潜力。啤酒业务短期面临需求疲软与低价产品冲击，25Q3 销量同比下滑 8%，OPM 承压至 2-3% 区间，但公司已启动策略调整，通过聚焦核心单品、收缩低效营销投入、优化渠道结构等举措，有望逐步改善该板块盈利水平。同时，烧酒业务规模效应持续释放，叠加越南工厂投产带来的供应链协同效应，预计 26 年公司整体费用率有 1-2 个百分点的下行空间，将支撑整体盈利韧性，部分抵消啤酒业务的短期拖累。

韩国股市走强背景下，必选消费板块有望迎来轮动机遇。2025 年韩国综指涨超 70%，创 1999 年以来最大涨幅，2026 年开年延续强势，但当前估值仍处于全球低位。前期行情主要由半导体、金融等板块主导，随着市场对估值均衡性的追求提升，兼具防御属性与估值修复空间的必选消费板块有望成为资金轮动方向。公司作为酒类必选消费龙头，叠加政府“价值提升计划”鼓励企业提升股东回报，高股息与低估值特征将进一步契合市场配置需求，吸引增量资金入场。

投资建议。海特真露具备“烧酒护城河深厚、啤酒拖累可控、出海打开空间”的业务特征，当前估值处于历史底部区间。核心优势在于：真露品牌连续 24 年全球蒸馏酒销量第一，韩国市占率 67-68%，提价能力强且消费者接受度高；出口业务持续快速增长，越南工厂和印度市场布局打开成长想象空间；当前 11 倍 P/E 为近五年低位，4% 左右股息率提供安全边际。我们预计 2025-2027 年营收为 25960/26580/27340 亿韩元，归母净利润为 1060/1230/1290 亿韩元，对应 EPS 分别为 1491/1728/1811 韩元，给予 2026 年 13 倍 PE，目标价 22000 韩元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示。宏观经济下行、原材料价格上涨、竞争加剧

芮雯 Raven Rui
raven.w.rui@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

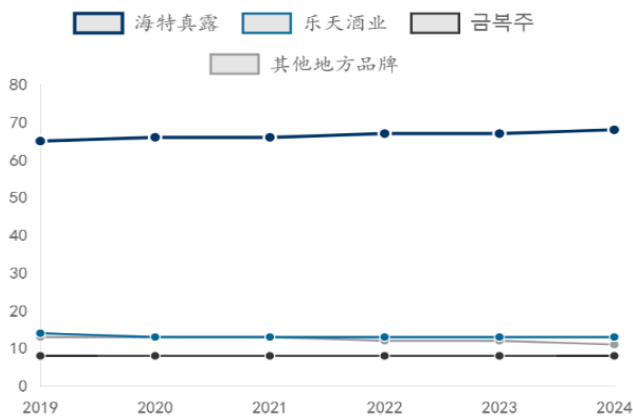
1. 韩国酒类行业：烧酒为王的独特市场

韩国酒类市场规模庞大但增长趋缓，结构上烧酒占据绝对主导地位。据韩国酒类产业协会数据，2023年韩国酒类市场零售规模约8.8万亿韩元（约66亿美元），过去五年CAGR仅1.2%，已进入成熟期。从品类结构看，烧酒贡献3.7万亿韩元（占比42%），啤酒3.1万亿韩元（占比35%），传统米酒及其他酒类2.0万亿韩元（占比23%）。这一结构与全球主流市场形成鲜明对比——在美国、中国等市场，啤酒占比通常超过50%，而韩国的烧酒主导地位在全球独树一帜。

韩国人均酒精消费量位居全球前列，烧酒是最核心的消费品类。据世界卫生组织数据，韩国成年人年均纯酒精消费量达8.7升，位居亚洲前列，显著高于全球平均水平（约5.5升）。其中，烈酒（主要为烧酒）贡献的纯酒精消费量约为1.7升，烧酒的高渗透率和高饮用频次是韩国酒精消费的显著特征。零售价仅约1700韩元（约9元人民币）/瓶的低廉定价、遍布街头巷尾的便利店渠道、以及深入骨髓的饮酒文化，共同造就了烧酒的超高渗透率。韩国统计厅调查显示，约60%的韩国成年人将烧酒列为首选酒类。

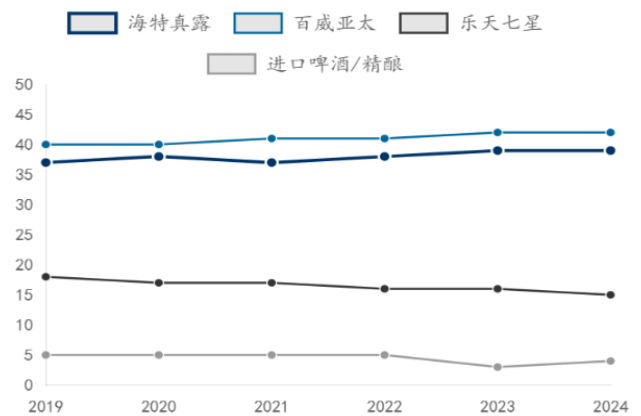
韩国烧酒与中国白酒虽同属烈酒，但工艺本质和消费定位已截然不同。中国白酒采用固态发酵、固态蒸馏工艺，依托酒曲微生物产生丰富风味，生产周期从数月数年不等，形成多种香型，主流酒精度52%。现代韩国烧酒则是“稀释调配酒”——将高纯度食用酒精（95%以上）稀释至16-25%，再添加甜味剂调整口感，几乎不涉及传统酿造过程。白酒以商务宴请、政务接待、婚宴寿宴为核心场景，承载“面子文化”与“礼品经济”，消费者对品牌档次高度敏感；韩国烧酒则“去仪式化”——便利店是最大渠道，烤肉店、炸鸡店、路边摊都是主力场景，下班独酌或深夜畅饮都是常态。

图 1 韩国烧酒市场份额趋势 (%)



资料来源：韩国酒类产业协会（KLI A），HTI

图 2 韩国啤酒市场份额趋势 (%)



资料来源：韩国酒类产业协会（KLI A），HTI

1.1 烧酒市场：海特真露一家独大

烧酒的起源可追溯至13世纪蒙古帝国的西征，但现代韩国烧酒的形态源于1965年的一纸禁令。高丽时代（918-1392年），蒙古军队将阿拉伯蒸馏技术传入朝鲜半岛，早期烧酒以大米为原料、酒精度高达40-50%，与中国白酒、日本烧酎同源。然而1965年，朴正熙政府为缓解粮食短缺颁布《粮食管理法》，禁止以大米酿酒，这一禁令直到1999年才解除。在长达34年的禁令期间，酒企被迫转向以木薯淀粉稀释食用酒精的工艺，奠定了现代“稀释式烧酒”的基本形态。

稀释式烧酒的诞生意外开创了大众化消费时代，低度化趋势持续至今。禁令期间形成的稀释工艺大幅降低了生产成本，使烧酒从精英饮品转变为平民消费品。更关键的转折发生在1998年，真露推出酒精度仅23%，以竹炭过滤的烧酒“露珠”（참이슬，Chamisul），以“柔和清爽”的口感定位彻底颠覆市场。此后行业掀起持续的低度化竞争：2006年主流产品酒精度降至20%，2015年进一步降至17-18%，2023年部分产品已低至16%。低度化不仅扩大了消费人群（尤其是女性和年轻群体），也使人均饮用量持续攀升。

烧酒已超越饮品范畴，成为韩国社会文化的重要载体。韩语中“会食”（Hoesik）一词专指公司同事间的聚餐饮酒，是韩国职场文化的核心组成部分。在会食场合，拒绝上司敬酒被视为不礼貌，而烧酒因其低度、低价、易获取的特性，成为会食的标配饮品。此外，“炸弹酒”（Somaek，烧酒+啤酒混合）的流行进一步巩固了烧酒消费场景。据韩国文化体育观光部2023年《国民饮酒文化实态调查》，超过80%的韩国成年人在过去一年内有过饮用烧酒的经历，这一渗透率远超啤酒（约65%）、米酒（约30%）等其他酒类。

韩国烧酒市场呈现高度集中的寡头格局，海特真露占据压倒性优势。2024年数据显示，海特真露旗下“真露”和“露珠”品牌合计市占率达67-68%，较2019年的62%进一步提升。乐天七星饮料的“初饮初乐”（처음처럼，Chum Churum）以约20%份额位居第二，舞鹤株式会社的“好天好饮”（좋은데이，Good Day）占据约10%。CR3超过97%，小型区域品牌几乎被完全边缘化。这一格局自2011年海特收购真露以来基本稳定，头部企业的规模优势和品牌壁垒已难以撼动。

区域化特征是韩国烧酒市场的独特现象，但全国性品牌正在逐步蚕食地方份额。历史上，韩国各道（省）均有本土烧酒品牌，如庆尚南道的舞鹤、全罗道的宝海等，形成“诸侯割据”的局面。然而随着便利店渠道的扩张和年轻消费者品牌忠诚度下降，真露、初饮初乐等全国性品牌在非大本营地区的渗透率持续提升。2015-2024年间，真露在非首都圈地区的市占率从45%提升至58%，地方品牌的生存空间被持续压缩。

1.2 啤酒市场：双寡头困局与消费降级

韩国啤酒市场长期维持双寡头格局，但2023年以来需求持续萎缩。海特真露与东洋麦酒OB（Oriental Brewery，百威英博旗下）合计占据约85%市场份额，其中海特系（Hite、Terra、Filite）和OB系（Cass、Kloud）各占40-45%，进口啤酒及精酿占15%。然而2023-2025年间，韩国啤酒市场遭遇持续下滑：2023年销量同比-3%，2024年-4%，2025年预计-5%。累计三年销量萎缩约12%，创下1997年亚洲金融危机以来最差表现。

消费降级是当前啤酒市场的核心矛盾，低价产品蚕食主流品牌份额。2024年韩国CPI同比上涨3.6%，食品价格涨幅更高达5.2%，消费者对价格敏感度显著上升。在此背景下，海特真露旗下定价较低的“Filite”品牌销量逆势增长18%，而定位中高端的“Terra”销量下滑6%。消费者转向低价产品的趋势使行业平均售价增速放缓，严重削弱了企业提价带来的收益弹性。

进口啤酒和精酿的崛起对本土品牌形成结构性冲击。2015年前，进口啤酒在韩国市占率不足5%；2024年这一比例已升至12%，其中日本朝日、荷兰喜力、比利时Hoegaarden最受欢迎。精酿啤酒虽然体量仍小（约3%份额），但增速惊人，2020-2024年CAGR达25%。年轻消费者对差异化口感的追求，正在瓦解本土大众啤酒品牌的护城河。海特真露在啤酒领域的困境，折射出韩国快消品市场日益加剧的分化趋势。

1.3 监管环境：提价受限与政策压力

韩国政府对酒类价格上涨高度敏感，企业提价空间受到明显压制。2022-2023年全球通胀周期中，韩国政府多次公开反对食品饮料企业涨价，时任总统尹锡悦更在2023年4月的内阁会议上点名批评“不合理的酒类提价”。受此影响，海特真露原计划于2023年二季度实施的5%提价被迫推迟至四季度，且幅度压缩至3%。然而随着原材料和物流成本持续上涨，2025年4月韩国啤酒行业迎来新一轮提价潮：海特真露宣布对旗下Hite、Terra等啤酒产品提价约4.9%，OB啤酒同期对Cass等主力产品提价约5.3%，这是自2023年以来韩国啤酒行业首次集体提价。

高税负是韩国酒企盈利能力的结构性制约因素。韩国对酒类征收从价税，烧酒税率72%、啤酒税率80%，均为全球最高水平之一。以一瓶零售价1700韩元的烧酒为例，其中约680韩元为税金，酒企出厂价仅约700韩元，毛利空间极为有限。高税负意味着：（1）成本波动难以完全转嫁；（2）规模效应成为盈利关键；（3）小企业几乎没有生存空间。这也是韩国烧酒市场高度集中的重要原因。

2 公司概况：两大百年品牌的合并与重生

2.1 真露：从平壤小作坊到全球烈酒之王

真露的历史始于1924年平安南道的一家小酿酒坊，历经战火迁徙、破产重组，最终成为全球销量最大的烈酒品牌。1924年，张学焯在平壤附近的龙冈郡创立“镇川酿造商会”，以传统蒸馏工艺生产烧酒。1950年朝鲜战争爆发后，公司被迫南迁，1953年在首尔永登浦区重建生产基地。1966年正式更名为“真露株式会社”。1970年，“真露”首次成为韩国最畅销的烧酒品牌，此后三十年间凭借对渠道和营销的精耕细作，逐步击败三鹤、宝海等竞争对手，确立韩国烧酒霸主地位。

1997年亚洲金融危机成为真露命运的转折点，激进扩张导致巨额债务缠身。1990年代初，真露在张氏家族第二代掌门人张进浩带领下大举多元化，涉足房地产、建筑、金融等领域。1997年危机爆发时，真露负债规模高达3.2万亿韩元，资产负债率超过400%。1998年公司被迫进入法院主导的“整顿程序”（相当于破产保护），张氏家族丧失控制权。此后数年间，真露经历了漫长的债务重组，直到2005年才最终走出困境。

危机中诞生的“露珠”品牌却成为真露最重要的遗产，奠定了公司重生的基础。1998年，正处于破产边缘的真露孤注一掷，推出了革命性产品“露珠”（意为“真正的露水”）。露珠采用独创的竹炭过滤工艺，将酒精度从传统的25%降至23%，口感更加柔和清爽。这款产品精准击中了消费者对低度、易饮烧酒的潜在需求，上市首年销量即突破10亿瓶。露珠的成功不仅拯救了濒死的真露，更重塑了整个韩国烧酒行业的产品标准和竞争规则。

2000年，真露烧酒登顶全球蒸馏酒销量榜首，此后连续24年蝉联冠军至今。据国际酒类研究机构IWSR数据，2000年真露全球销量达7090万箱（9升/箱），首次超越Bacardi朗姆酒成为世界第一。此后这一纪录不断刷新：2010年销量破亿箱，2019年达1.02亿箱的历史峰值，2023年虽回落至9500万箱，但仍稳居榜首。作为对比，全球销量第二的帝亚吉欧Smirnoff伏特加仅约2500万箱。真露的统治地位之稳固，在全球酒业中几乎没有先例。

2.2 海特：啤酒新秀的逆袭之路

海特啤酒的前身可追溯至1933年日据时期的“朝鲜麦酒”，但真正的崛起始于1993年“Hite”品牌的横空出世。朝鲜麦酒成立于1933年，是大日本麦酒（即朝日啤酒和札幌啤酒的前身）在殖民地的子公司。1945年日本投降后，公司几经易手，先后更名为皇冠啤酒、朝鲜麦酒。彼时韩国啤酒市场由OB啤酒（东洋麦酒）垄断，市占率长期超过70%。朝鲜麦酒作为万年老二，始终难以突破。

1993年“Hite”品牌的推出是韩国啤酒史上最成功的品牌重塑案例。新任CEO朴文德大胆抛弃旧品牌，以全新的“Hite”（取自“High Technology”谐音）重新定位。营销上，Hite打破OB长期垄断电视广告的格局，以大规模投放和明星代言迅速建立知名度；产品上，强调“地下150米岩层水酿造”的差异化卖点。这套组合拳效果惊人：Hite市占率从1993年的28%飙升至1998年的50%，首次超越OB成为韩国啤酒龙头。1998年公司正式更名为“海特啤酒株式会社”。

千禧年后海特持续巩固领先地位，但增长动能逐渐耗尽。2002年，Hite单一品牌累计销量突破100亿瓶，市场份额一度高达60%。然而2010年后，啤酒市场整体增速放缓，海特与OB陷入持久的消耗战，双方市占率此消彼长、互有胜负。2019年海特推出新品牌“Terra”，上市100天销量破亿瓶，一度重燃市场热情；但疫情后啤酒消费持续低迷，Terra的增长势头也逐渐回落。当前海特在啤酒领域的定位更多是“守成”而非“进攻”。

2.3 世纪并购：酒业巨头的诞生

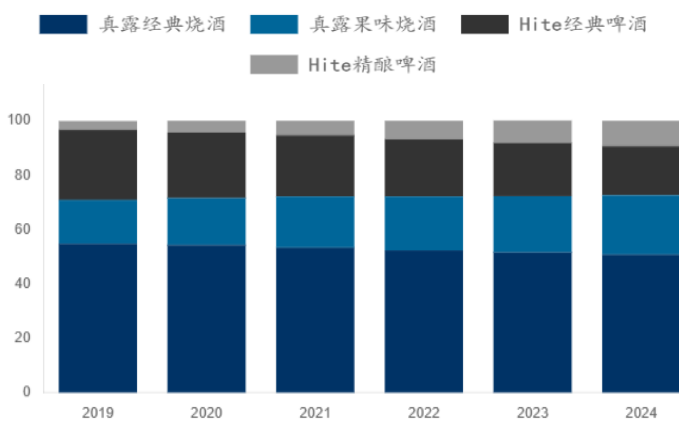
2005-2006 年海特对真露的收购，是韩国消费品行业历史上规模最大的并购案之一。2005 年，真露债务重组接近尾声，债权人开始寻求出售。海特啤酒以 3.4 万亿韩元（约 34 亿美元）的报价击败乐天、斗山等竞争者，成功收购真露。这一价格对应约 12 倍 EV/EBITDA，在当时看来并不便宜，但考虑到真露在烧酒市场的绝对统治地位，市场普遍认为物有所值。收购完成后，海特持有真露约 70% 股权。

并购的战略逻辑清晰：啤酒与烧酒的互补性可产生显著协同效应。从产品组合看，啤酒和烧酒覆盖了韩国酒类消费的两大主要场景——烧酒主打餐饮佐餐，啤酒主打家庭和社交场合；两者在“炸弹酒”文化中更是天然搭配。从渠道看，合并后公司对便利店、餐饮等核心渠道的谈判能力显著增强，物流和配送效率也得到优化。从成本看，采购、生产、管理等环节的规模效应预计每年可节省约 1000 亿韩元。

2011 年两公司正式完成合并，“海特真露株式会社”成为韩国最大的综合酒类企业。合并采用存续公司吸收合并方式，真露并入海特体系。合并后公司总收入超过 2 万亿韩元，占据韩国酒类市场约 50% 份额，员工总数约 4500 人，生产基地遍布首尔、利川、清州、马山等地。公司采用典型的韩国财阀式控股架构：上市主体“海特真露株式会社”（000080.KS）为运营公司，负责烧酒、啤酒等核心业务；“海特真露控股”（000140.KS）为控股公司，通过约 24.8% 股份实现控制。控股公司旗下还持有真露烧酒有限公司、海特酒精等子公司 100% 股权，形成金字塔式股权结构。

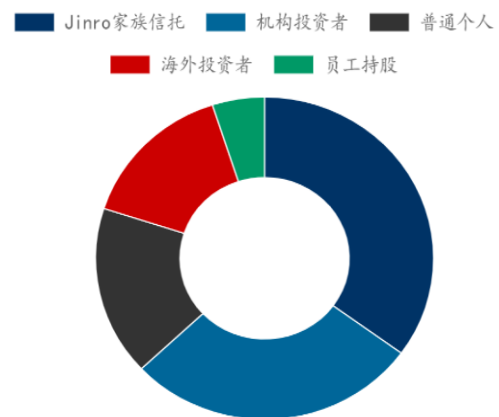
股权与治理权高度集中于朴氏家族，治理透明度相对较低。朴氏家族通过控股公司持股、个人直接持股及关联基金会（海特文化财团）合计控制超过 30% 股权。第二大股东为韩国国民年金公团（NPS），持股约 8.2%；外资机构（含 State Street 等）合计持股约 15%。现任董事长朴文德（Park Mun-deok）为家族第二代，1991 年主导 Hite 品牌崛起，其子朴泰英（Park Tae-young）已进入管理层，继承路径清晰但尚未完成交接。金字塔式持股使家族以较少资本撬动集团控制权，但也带来治理隐忧：关联交易披露有限，独立董事话语权较弱。国际投资者需注意韩国财阀企业治理透明度普遍低于欧美成熟市场。

图 3 核心品牌销量贡献 (%)



资料来源：公司公告，HTI

图 4 2024 年股东结构分布 (%)



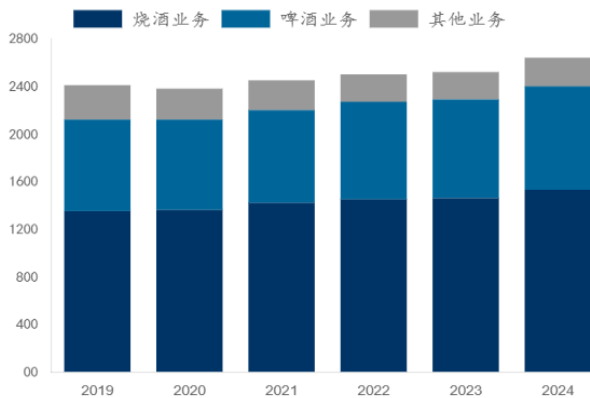
资料来源：公司公告，HTI

2.4 业务版图：烧酒为盾，啤酒为矛

当前海特真露的收入结构以烧酒为主、啤酒为辅，但利润贡献高度依赖烧酒业务。2024年公司总收入约2.6万亿韩元，其中烧酒业务贡献约1.5万亿韩元（占比58%），啤酒业务约8300亿韩元（占比32%），矿泉水、进口酒代理及其他业务约2300亿韩元（占比9%）。然而从利润看，烧酒业务贡献了约85%的营业利润，啤酒业务仅贡献约10%，其他业务贡献约5%。烧酒业务是公司当之无愧的“现金牛”。

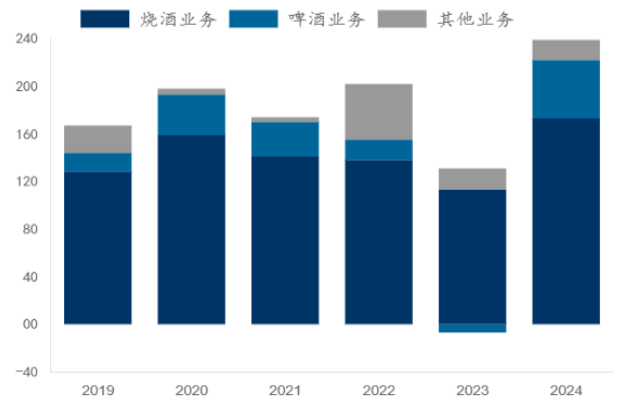
烧酒与啤酒业务的盈利能力差异悬殊，根源在于竞争格局和成本结构的本质不同。烧酒业务 OPM（营业利润率）约 12-13%，啤酒业务仅 2.5-5%，差距高达 7-10 个百分点。造成这一差异的原因包括：（1）烧酒市场 CR1 高达 67%，啤酒市场 CR1 仅 45%，定价权强弱悬殊；（2）烧酒生产工艺相对简单（主要是酒精稀释和调配），啤酒酿造涉及发酵等复杂环节，成本更高；（3）啤酒行业营销战激烈，广告促销费用占收入比例高达 8-10%，烧酒仅需 5-6%。

图 5 2019-2024 年营收趋势（单位：十亿韩元）



资料来源：公司公告，HTI

图 6 2019-2024 年营业利润趋势（单位：十亿韩元）



资料来源：公司公告，HTI

2.5 品牌矩阵：经典与创新并行

烧酒品牌线以“真露”和“露珠”双核驱动，近年调味烧酒成为新增长极。“真露”品牌定位大众市场，主打性价比；“露珠”定位品质升级，强调竹炭过滤工艺。两者合计贡献烧酒收入的 90% 以上。值得关注的是，2015 年后公司大力发展调味烧酒（添加水果风味），推出青葡萄、草莓、桃子、李子等多种口味，精准捕获年轻女性消费者。调味烧酒目前占烧酒收入约 15%，且增速显著高于传统产品。

啤酒品牌布局呈现“高中低”全覆盖格局，但各档位均面临激烈竞争。高端线“Terra”（2019 年推出）主打澳洲麦芽和天然发酵碳酸，定价较 Hite 高约 15%；中端线“Hite”是传统主力，覆盖最广泛的消费群体；低端线“Filite”（2020 年推出）定价较 Hite 低约 20%，主攻价格敏感型消费者。2025 年消费降级趋势下，Filite 销量逆势增长 18%，但其低毛利特性也拉低了啤酒业务整体盈利能力。

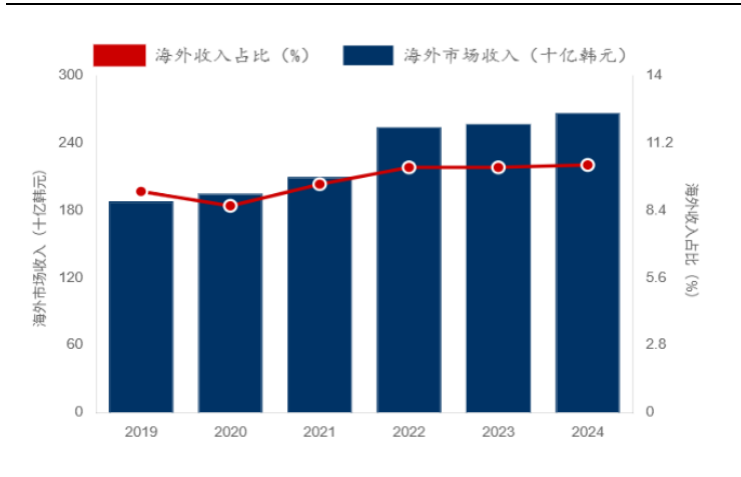
3. 出海战略：借力韩流，走向世界

3.1 出口业绩：韩流东风下的高速增长

海特真露出口业务连续五年保持快速增长，韩流文化是核心驱动力。2024 年公司海外市场收入达 1.8 亿美元，2019-2024 年 CAGR 达 7%。海外收入占比虽仅约 10%，但增速远超国内业务。从区域分布看，日本贡献约 35% 出口额（受益于在日韩侨和居酒屋渠道），中国约 25%（主要通过跨境电商和韩餐厅），美国约 20%（亚裔社区和韩流粉丝群体），东南亚及其他约 20%。

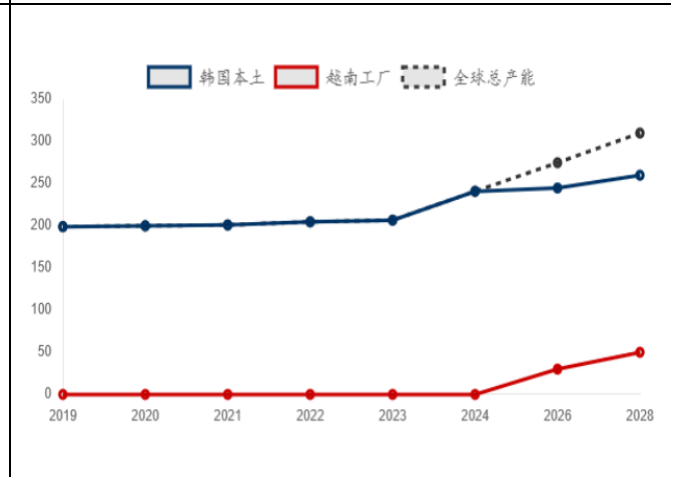
K-pop 和韩剧的全球传播为烧酒出口创造了独特的文化红利。以《鱿鱼游戏》为例，该剧 2021 年在 Netflix 全球热播后，剧中频繁出现的烧酒饮用场景引发海外观众好奇，美国市场烧酒销量当季同比飙升 30%。类似效应在 BTS、BLACKPINK 等顶流团体的影响下持续发酵。谷歌趋势数据显示，“Soju”一词的全球搜索热度从 2015 年的基准值 100 上升至 2024 年的 320，增长超过两倍。

图 7 海外市场收入与收入占比 (2019-2024)



资料来源：公司公告，HTI

图 8 全球产能分布趋势 (2019-2028E, 万千升)



资料来源：公司公告，HTI

3.2 越南工厂：东南亚市场的战略支点

公司正在越南建设首座海外生产基地，预计 2026 年投产，年产能约 5000 万瓶。该项目位于越南北部的海防市，总投资约 500 亿韩元（约 3,800 万美元）。选址越南的逻辑在于：（1）越南人均酒精消费量位居东南亚首位，且烈酒偏好与韩国相似；（2）越南是韩国企业海外投资的传统目的地，供应链和人才储备成熟；（3）东盟自贸区框架下，越南产品可低关税进入东南亚 10 国市场。

越南工厂将显著降低东南亚市场的供应成本，提升价格竞争力。目前海特真露向东南亚出口均从韩国本土发货，海运成本约占到岸价的 15-20%。越南工厂投产后，这部分成本可大幅压缩。更重要的是，本地化生产可规避进口关税（越南烈酒进口税率高达 45%），使产品零售价降低 20-30%，从而打开更广阔的大众消费市场。预计越南工厂满产后可贡献约 300-400 亿韩元收入，OPM 有望达到 15% 以上。

3.3 印度市场：下一个十亿人口的机遇

2024年12月，海特真露与印度本土经销商 Monika Alcobev 达成战略合作，正式进军印度市场。根据协议，Monika Alcobev 将在德里、孟买、班加罗尔等印度主要城市独家分销真露烧酒，初期以韩餐厅和高端酒吧渠道为切入点。印度是全球第三大酒精饮料市场（仅次于中国和美国），但烈酒消费以威士忌和朗姆酒为主，烧酒几乎是空白品类，市场教育空间巨大。

印度市场的开拓难度不容低估，但长期潜力值得耐心培育。挑战在于：（1）印度各邦酒类法规差异巨大，部分邦甚至全面禁酒；（2）印度消费者对烧酒品类认知薄弱，需要大量营销投入；（3）物流和渠道建设成本高昂。然而从长期看，印度 14 亿人口、快速壮大的中产阶级、以及年轻消费者对新鲜事物的开放态度，均预示着可观的市场潜力。此次试水更多是战略布局，短期内难以贡献显著业绩。

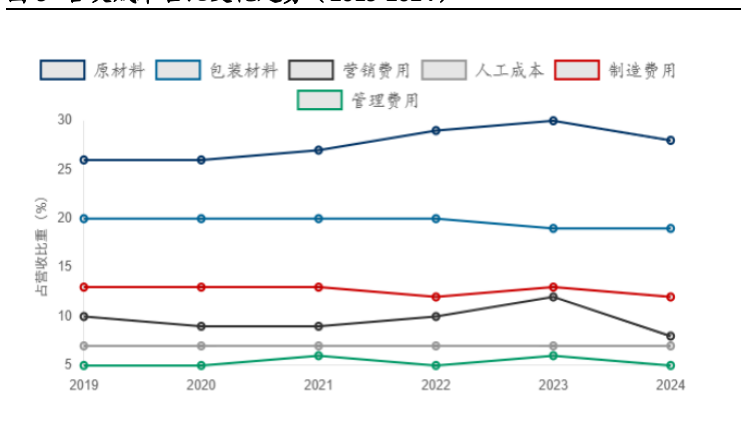
4 财务分析：2024 年业绩高峰，2025 年回归常态

4.1 盈利回顾：2024 年营业利润创历史新高

2024 年是海特真露盈利能力集中释放的一年，营业利润同比大增 68% 至约 2080 亿韩元。收入端，全年实现营收约 2.6 万亿韩元，同比增长 3.1%，略超市场预期。利润端的超预期表现源于两方面：（1）公司于 2023 年四季度和 2024 年分别实施了 3% 和 2% 的烧酒提价，ASP 上升带动毛利率改善约 1.5 个百分点；（2）2022-2023 年为应对乐天等竞争对手的营销攻势而大幅增加的广告促销费用，在 2024 年回归正常水平，销售费用率下降约 2 个百分点。

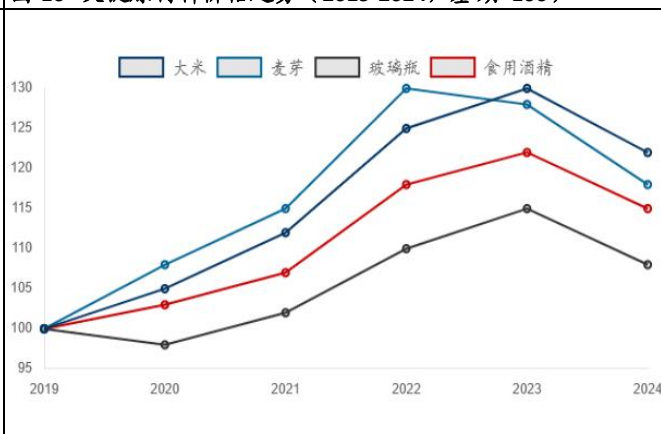
分季度看，一至三季度表现强劲，四季度因高基数和外部扰动略有回落。2024 年四季度营业利润约 340 亿韩元，同比增长 14.4%，低于前三季度平均 90% 以上的增速。原因在于：（1）2023 年四季度基数较高（因提价效应集中体现）；（2）2024 年末韩国政局动荡（弹劾风波）影响消费信心，餐饮渠道表现疲软。但整体而言，2024 年全年业绩仍是公司历史最佳水平。

图 9 各类成本占比变化趋势（2019-2024）



资料来源：公司公告，HTI

图 10 关键原材料价格趋势（2019-2024，基期=100）



资料来源：Bloomberg，HTI

4.2 分部展望：2025 年烧酒稳健，啤酒承压

烧酒业务将延续稳定增长态势，持续提价是核心驱动力。尽管韩国烧酒市场整体销量趋于饱和（2020-2024 年 CAGR 仅 0.3%），海特真露凭借强势市占率仍可维持个位数收入增长。更重要的是，烧酒产品展现出远超啤酒的提价能力和消费者接受度。过去五年间，公司对旗下烧酒产品实施了多轮连续提价：2021 年 6 月提价约 6.9%（时隔 10 年首次大幅调价），2022 年 4 月提价约 7%，2023 年 10 月提价约 3%，2024 年初再度提价约 2%，累计涨幅近 20%。

频繁提价并未削弱真露的市场地位，反而印证了烧酒作为“国民饮品”的定价权优势。2019-2024 年间，真露市占率从 62% 提升至 67-68%，体现消费者对价格敏感度较低、品牌忠诚度较高。展望未来，公司有望于 2026 年二季度再度实施约 5% 的烧酒提价，若顺利落地，烧酒业务 OPM 有望从当前的 12% 向 13% 靠拢，进一步释放盈利弹性。此外，青葡萄、草莓、桃子等调味烧酒近年增长迅猛，目前占烧酒收入约 15%，其高毛利特性也将持续改善整体产品结构。

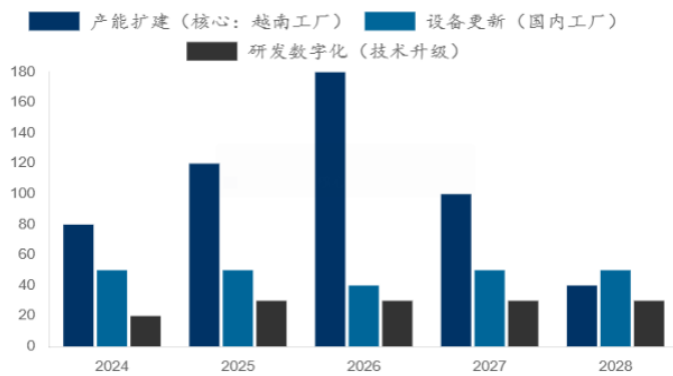
啤酒业务仍是拖累整体业绩的“软肋”，短期难以看到反转迹象。2025 年前三季度数据显示，公司啤酒销量同比下滑 8%，显著弱于行业平均的-5%，市场份额流失约 1 个百分点。原因在于：（1）公司主动推广低价 Filite 侵蚀了 Hite 份额；（2）Terra 定位尴尬——价格高于 Hite 但品牌力不及进口啤酒。预计 2025 年啤酒业务 OPM 将从 2024 年的约 4% 压缩至 2.5-3%，2026-2027 年随消费回暖或可缓慢修复至 3.5%，但重回 5% 以上难度较大。

4.3 资本配置：分红优先，投资克制

公司现金流充沛，股东回报政策稳健，分红稳步提升。2024 年经营性现金流约 2950 亿韩元，能够覆盖大部分资本开支需求。全年资本开支约 2980 亿韩元，其中越南工厂相关投入约 800 亿韩元。受阶段性资本支出增加影响，2024 年自由现金流约为-30 亿韩元，但核心经营现金流仍保持正向。股息方面，2024 年 DPS 为 700 韩元，对应约 50% 的分红率和 3.7% 的股息率。管理层表示将在盈利增长基础上逐步提高分红比例，未来分红水平有望随业绩变化稳步调整。

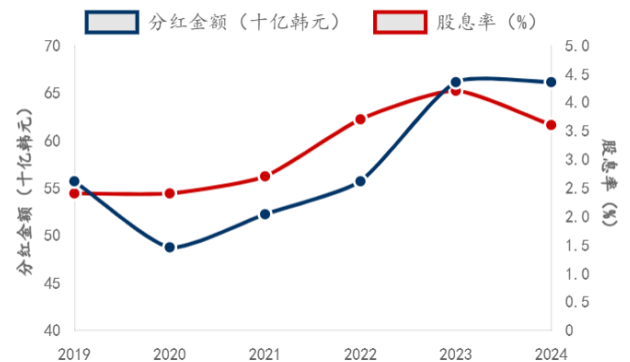
资产负债率处于合理水平，财务风险可控。截至 2024 年末，公司有息负债约 8100 亿韩元，现金及现金等价物约 2590 亿韩元，净负债约 5510 亿韩元，净负债率约 49%。越南工厂建设预计在 2025-2026 年带来约 300-400 亿韩元的增量资本开支，可能导致净负债率出现小幅波动，但预计不会显著偏离当前水平。随着项目逐步进入运营阶段，现金流贡献有望逐步改善，财务结构预计保持稳健。

图 11 资本开支计划（2024-2028E，十亿韩元）



资料来源：公司公告，HTI

图 12 分红和股息率（2019-2024）



资料来源：公司公告，HTI

5. 投资建议

核心业务支撑稳健增长，盈利预测明确可期。 烧酒业务作为海特真露的核心增长引擎，凭借深厚的品牌护城河构筑了稳固的盈利基础。真露品牌连续 24 年蝉联全球蒸馏酒销量冠军，在韩国本土市场占据 67-68% 的绝对领先份额，12-13% 的稳定营业利润率（OPM）以及强劲的提价能力，成为公司业绩的压舱石。尽管啤酒业务受 2025 年韩国啤酒市场承压、消费降级导致 OPM 压缩至 2.5-3.5% 的影响，但该业务仅占总收入的 32%，对整体盈利的拖累有限且可控。

海外扩张打开成长天花板，估值具备修复空间。 2024 年 12 月印度市场正式启动，2026 年越南工厂即将投产，叠加韩流文化的全球影响力，公司出口额保持高增速，全球化布局成效逐步显现。从估值角度看，当前公司 11 倍 P/E 处于近五年历史底部区间，显著低于 14 倍的历史中枢水平，而 3.7% 的股息率为投资提供了坚实的安全边际，下行风险相对有限。参考国际酒类可比公司市盈率水平，公司估值修复潜力充足，且随着海外产能释放与市场渗透加深，成长确定性将进一步提升。

考虑到啤酒业务的行业性压力尚未缓解，未来仍存在一定不确定性，且 2026 年公司资本开支将达到阶段性高峰，可能对短期现金流产生一定影响。我们预计 2025-2027 年营收为 25960/26580/27340 亿韩元，归母净利润为 1060/1230/1290 亿韩元，对应 EPS 分别为 1491/1728/1811 韩元，给予 2026 年 13 倍 PE，目标价 22000 韩元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 1 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	市值 (十亿美元)	EPS (美元)			PE (倍)		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
百威英博	BUD US	139.1	2.65	3.85	4.40	16.4	15.5	13.5
喜力	HEIA NA	45.5	4.42	6.17	6.80	20.9	15.5	14.1
朝日集团	2502 JP	15.9	2.31	2.74	2.98	14.3	13.3	12.2
莫尔森库尔斯	TAP US	9.9	4.39	5.95	6.25	5.1	11.3	10.8
华润啤酒	291 HK	1.1	0.22	0.30	0.34	13.1	15.1	13.3
平均值							14.1	12.8

资料来源：Bloomberg，HTI

注：收盘价为 2026 年 1 月 15 日数据，盈利预测来源于 Bloomberg 一致预期

6. 风险提示

- 1) 宏观经济下行，消费复苏不及预期
- 2) 原材料成本上涨
- 3) 食品安全事件
- 4) 市场竞争加剧
- 5) 政策风险

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(十亿韩元)	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标 (韩元)					营业收入	2,599	2,596	2,658	2,734
每股收益	1,345	1,491	1,728	1,811	营业成本	1,414	1,480	1,516	1,559
每股净资产	14,306	15,009	15,797	16,518	营业毛利	1,185	1,116	1,142	1,175
每股股利	700	900	1,050	1,200	销售及管理费用	977	896	905	929
价值评估 (倍)					营业利润	208	219	237	246
P/E	14.5	12.9	11.1	10.6	营业外收入 (支出)	112	113	114	117
P/B	1.4	1.3	1.2	1.2	利息收入	9	9	10	11
P/S	0.5	0.5	0.5	0.5	利息支出	54	55	55	55
EV/EBITDA	5.8	5.7	5.4	5.1	净汇兑损益	-4	0	0	0
股息率%	3.6%	4.7%	5.5%	6.3%	关联方交易损益	0	0	0	0
盈利能力指标 (%)					其他非经营性收入	49	49	49	50
毛利率	45.6%	43.0%	43.0%	43.0%	税前利润	127	141	163	171
EBITDA利润率	10.5%	13.8%	13.3%	13.6%	所得税	31	35	40	42
净利润率	3.7%	4.1%	4.6%	4.7%	净利润	96	106	123	129
ROE	8.6%	9.3%	10.3%	10.4%	归属于母公司股东的净利润	96	106	123	129
盈利增长 (%)									
营业收入增长率	3.1%	-0.1%	2.4%	2.9%	资产负债表(十亿韩元)	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA增长率	30.5%	-1.0%	4.8%	1.5%	流动资产	1,023	1,058	1,114	1,208
净利润增长率	169.6%	10.8%	15.9%	4.8%	现金及现金等价物	259	268	305	376
偿债能力指标					存货	283	275	282	290
资产负债率	66.6%	66.0%	65.5%	65.2%	应收账款及票据	310	344	352	362
流动比率	0.62	0.63	0.66	0.70	交易性金融资产	80	80	82	84
速动比率	0.45	0.47	0.49	0.53	其他	92	92	94	97
现金比率	0.16	0.16	0.18	0.22	非流动资产	2,418	2,434	2,452	2,432
经营效率指标					长期股权投资	70	70	71	72
应收账款周转率	7.6	7.9	7.6	7.7	固定资产	2,079	2,101	2,123	2,109
存货周转率	9.4	9.3	9.6	9.6	无形资产	107	101	95	89
总资产周转率	0.76	0.74	0.75	0.75	总资产	3,442	3,492	3,566	3,640
固定资产周转率	1.25	1.24	1.25	1.30	流动负债	1,653	1,667	1,691	1,721
					应付账款	147	162	166	170
					短期借款	473	473	473	473
现金流量表(十亿韩元)	2024A	2025E	2026E	2027E	一年内到期的非流动负债	176	176	176	176
经营活动产生的现金流量	295	220	264	269	其他	857	856	876	901
折旧	139	128	128	125	非流动负债	639	639	644	651
摊销	10	6	6	6	债券	285	285	285	285
营运资金变动	-75	-26	2	4	长期借款	52	52	52	52
其他	221	111	128	134	其他	301	301	307	313
投资活动产生的现金流量	-254	-155	-158	-119	股本	369	369	369	369
资本支出	-298	-150	-150	-110	资本盈余	509	509	509	509
其他	43	-5	-8	-9	留存收益	341	384	434	480
筹资活动产生的现金流量	-61	-49	-62	-72	归属于母公司股东权益	1,127	1,170	1,221	1,267
分配股利支付的现金	-66	-49	-63	-73	少数股东权益	23	23	22	22
其他	5	-0	0	1	负债及所有者权益	3,442	3,499	3,579	3,661
现金及现金等价物净增加额	-13	16	43	78					
期末现金及等价物	259	275	318	396					

备注：(1)表中计算估值指标的收盘价日期为2026年1月16日；(2)以上各表均为简表，币种为韩元
资料来源：公司公告，Bloomberg，HTI

APPENDIX 1**Summary**

The monopoly structure and pricing power of the soju business form the core safety cushion for 2026 performance. The company commands nearly 70% market share in Korea's soju industry. High industry taxation and long-established brand recognition create formidable barriers. Even amid weak industry demand in 25Q3 and cumulative 20% brand price hikes over five years, soju sales volume remained stable while OPM held above 11%, highlighting business resilience. Considering industry-wide raw material cost pressures and the new administration's food inflation control measures, we anticipate another 5% soju price hike in 26Q2. Combined with economies of scale, this will drive OPM toward 13%. The soju business will continue generating stable cash flow and profit growth, effectively hedging against short-term volatility in the beer segment.

Over the next five years, overseas expansion will break through the growth ceiling of the domestic market. Amid global health consumption trends, emerging markets have become the core growth driver for the alcoholic beverage industry. The company's Vietnam plant, scheduled to commence operations in 2026, will directly circumvent tariffs and precisely target the growing Southeast Asian market. Following the formal entry into the Indian market, ongoing channel penetration combined with the long-tail effect of Korean Wave culture globally is expected to sustain overseas revenue growth at a high single-digit pace. Drawing parallels with valuation premiums achieved by other internationalized beverage companies, the shift from “export-focused” to “local production + channel deepening” in overseas operations will significantly enhance profitability abroad. This transformation will reshape the growth narrative, unlock long-term valuation upside, and break free from domestic market growth constraints.

Cost and expense management holds clear optimization potential. The beer business faces short-term challenges from weak demand and low-priced product competition, with Q3 2025 sales volume declining 8% year-on-year and OPM pressured to the 2-3% range. However, the company has initiated strategic adjustments—focusing on core products, reducing inefficient marketing expenditures, and optimizing channel structures—which should gradually improve profitability in this segment. Concurrently, the soju business continues to benefit from economies of scale, coupled with supply chain synergies from the Vietnam plant's operation. This is expected to reduce the company's overall expense ratio by 1-2 percentage points in 2026, supporting overall profit resilience and partially offsetting the short-term drag from the beer business.

Against the backdrop of a strengthening Korean stock market, the consumer staples sector is poised for rotation opportunities. The KOSPI surged over 70% in 2025—its largest annual gain since 1999—and maintained its momentum into 2026, yet valuations remain globally undervalued. While semiconductors and financials drove earlier rallies, the market's growing emphasis on valuation equilibrium positions consumer staples—offering defensive attributes and valuation recovery potential—as a prime rotation target. As a leading player in the alcoholic beverages segment of essential consumer goods, the company benefits from the government's “Value Enhancement Plan” encouraging improved shareholder returns. Its high dividend yield and low valuation profile align well with market allocation needs, likely attracting incremental capital inflows.

Investment Recommendation. Hite Jinro possesses the business characteristics of ‘deep soju moat, controllable beer drag, and overseas expansion opportunities,’ with its current valuation at historical lows. Core strengths include: The Soju brand has maintained its position as the world's top-selling distilled spirit for 24 consecutive years, holding a 67-68% market share in South Korea with strong pricing power and high consumer acceptance; export business continues to grow at double-digit rates, with the Vietnam plant and Indian market expansion unlocking growth potential; the current 11x P/E ratio represents a five-year low, while the approximately 4% dividend yield provides a margin of safety. We forecast 2025-2027 revenues of KRW 25.96 trillion/KRW 26.58 trillion/KRW 27.34 trillion, with net profit attributable to shareholders reaching KRW 106 billion/KRW 123 billion/KRW 129 billion. This translates to EPS of KRW 1,491/KRW 1,728/KRW 1,811. Applying a 13x PE multiple for 2026, with a target price of KRW 22,000. We initiate coverage with an Outperform rating.

Risks: Macroeconomic downturn, rising raw material costs, intensified competition.

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，芮雯，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, Raven Rui, 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，闻宏伟，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, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）:

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

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

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

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

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

截至 2025 年 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%	0.2%
投资银行客户*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	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 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%	0.2%
IB clients*	3.0%	4.0%	0.0%	3.3%	3.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

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

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

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

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

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

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

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

第三条

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“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”。

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>
