

宝立食品 Shanghai Bolex Food Technology (603170 CH)

首次覆盖：西式复调领先经营，轻烹方案快速增长

Western Compound Condiment Operates Outstanding, Light Cooking Expands Fast

观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb22.15
目标价	Rmb28.17
市值	Rmb8.86bn / US\$1.27bn
日交易额(3个月均值)	US\$7.59mn
发行股票数目	400.01mn
自由流通股(%)	100%
1年股价最高最低值	Rmb34.12-Rmb14.47

注：现价 Rmb22.15 为 2023 年 5 月 16 日收盘价



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-10.8%	-25.8%	
绝对值(美元)	-12.1%	-27.0%	
相对 MSCI China	-7.3%	-18.4%	

(Rmb mn)	Dec-22A	Dec-23E	Dec-24E	Dec-25E
营业收入	2,037	2,568	3,140	3,716
(+/-)	29%	26%	22%	18%
净利润	215	282	359	434
(+/-)	16%	31%	27%	21%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.54	0.70	0.90	1.09
毛利率	34.6%	35.7%	36.1%	36.2%
净资产收益率	18.8%	19.7%	20.0%	19.3%
市盈率	41	31	25	20

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

深耕复合调味品定制业务，研发优势与客户先发优势明显。宝立食品深耕西式餐饮复合调味料领域，主要以定制产品为主。2022 年公司复合调味品业务营收占比为 43%，其中直销收入占复调业务比例约 67%。公司经过多年发展，受到核心大客户认可，与客户深度绑定，具备较强先发优势。目前正不断开拓新客户以及中小 B 客户，凭借公司多年产品优势，未来标品将主要服务中小 B 客户，为复调业务带来增量。公司管理层均具备多年食品研发工作经验，公司研发投入高，研发能力强。公司凭借贴近市场的研发实力、及时响应能力和优质服务能力，与餐饮端及工业端客户建立了长期稳定合作关系。

轻烹解决方案高速增长，产品及营销精准运营寻求增量。2022 年公司轻烹解决方案营收占比达到 50%，营收占比持续提升，已成为公司营收增长的主要支撑。公司轻烹产品卡位西式速食赛道，是基于原本优势业务的延伸。此外，空刻意面诞生于图文向视频营销转换的窗口期，充分享受了营销变革而带来的红利。空刻意面作为新消费品牌，精准定位目标消费群，营销高举高打，通过饱和式营销，快速抢占消费者心智。接下来线下渠道销售将逐步受到中式，多层次营销手段结合将进一步强化消费者品牌认知。未来空刻意面凭借产品与营销的精准运营，持续支撑公司营收增长，此外，借助销售模式带来的高毛利，轻烹业务将持续拉动公司毛利率提升。

复合调味品行业高速增长，B 端 C 端共同发力促扩容。复合调味品目前渗透率约 26%，相较于与国内生活习惯相似的日本与韩国仍有至少一倍的差距，长期来看存在较大增长空间。2021 年我国复调行业市场规模达 1588 亿元，同比增长 12.3%，复调增速超过调味品行业整体增速。目前来看 B 端 C 端正共同发力，行业加速扩容、渗透率稳步提升拉动复调市场的持续增长。西式餐饮渗透持续叠加餐饮连锁化率的提升将助推 B 端复调产品规模增长，生活节奏加快以及外卖等餐饮方式的发展，将带动 C 端产品需求的提升。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2023/2024/2025 年营收为 25.7/31.4/37.2 亿元，归母净利润为 2.8/3.6/4.3 亿元，对应 PE 分别为 31.5X/24.7X/20.4X。结合行业可比公司估值情况，我们给予公司 2023 年 40 倍 PE，对应目标价为 28.17 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：餐饮复苏不及预期带来的需求增长放缓，新客户开展不及预期，空刻系列产品营销推广不及预期。

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

1. 复调定制起家，探索多元化布局

1.1 西式复调龙头企业，顺势破圈一站式解决方案

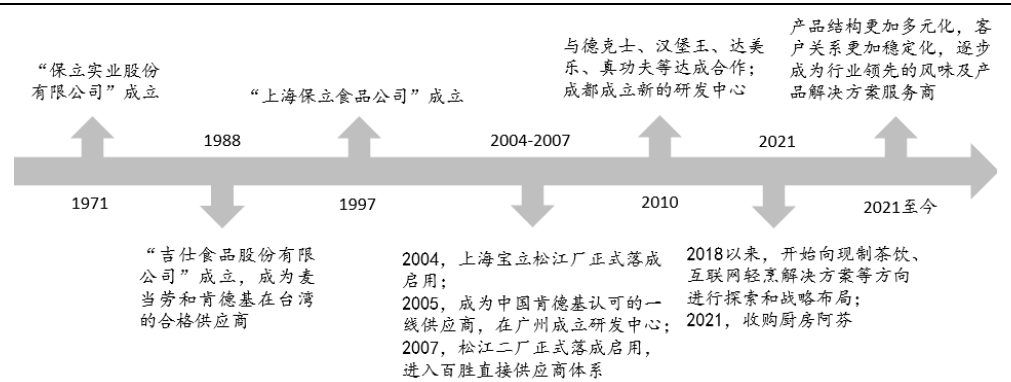
宝立食品主营业务为食品调味料的研发、生产和技术服务，在复合调味品领域多年深耕发展。公司始于百胜供应链，在长期稳定的合作中逐渐积累技术实力并进行品牌建设，目前已成功拓展与麦当劳、德克士、汉堡王、达美乐、星巴克等大型连锁餐饮品牌的合作关系。公司的主要发展历程可划分为初创阶段、成长阶段以及快速发展阶段共三个阶段：

初创阶段（2001年-2007年）：公司于2001年在上海成立，成立初期公司仅在松江具有生产基地，初始年产能为1500吨/年，收入规模低于1亿元。当时产品类型较为单一，全部为裹粉、面包糠、腌料、撒粉和调味粉等粉体类复合调味料，代表产品为黄金鸡块裹粉等。初始阶段公司的客户主要为肯德基上游鸡肉加工厂商，如泰森食品、正大食品和元盛食品等。在本阶段公司通过与百胜上游供应商的合作，逐步了解百胜体系的技术需求、工艺要求等，并逐步实现了与百胜研发体系的熟悉和对接。此后，公司于2007年开始进入百胜直接供应商体系，为百胜研发复合调味料产品。随着公司产品类别的增加和产销规模的增大，公司开始在上海松江生产基地基础上扩建，产能逐步提升。

成长阶段（2008年至2017年）：自2008年开始，肯德基等西式餐饮连锁企业逐步推出适合国人口味的本土化产品，各式风味的酱汁类复合调味料展现潜力。宝立食品在原有粉体类复合调味料基础上，开启酱汁类复合调味料的产品布局，新增调味酱、沙拉酱和果酱等酱汁类复合调味料等产品种类。同时公司营收提升至5亿元左右。此外，公司在与肯德基的多年合作中树立了良好的市场口碑，从而快速打开局面，进入其他餐饮连锁企业合格供应商体系并开展全面合作，如德克士、汉堡王、达美乐和真功夫等，客户结构进一步多元化。产能方面，随着公司产品种类的丰富和产销量的增加，松江生产基地固态调味料产线扩建至1.2万吨/年，同时新增1.5万吨/年半固态调味料产线，并在上海金山新建固态和半固态调味料的生产基地，生产规模快速扩大。

快速发展阶段（2018年至今）：2018年以来，公司开始向国内新兴热门市场如现制茶饮、互联网轻烹解决方案进行探索并战略布局，产品结构更加多元化，逐步成为行业领先的风味及产品解决方案服务商。

图1 公司发展历程



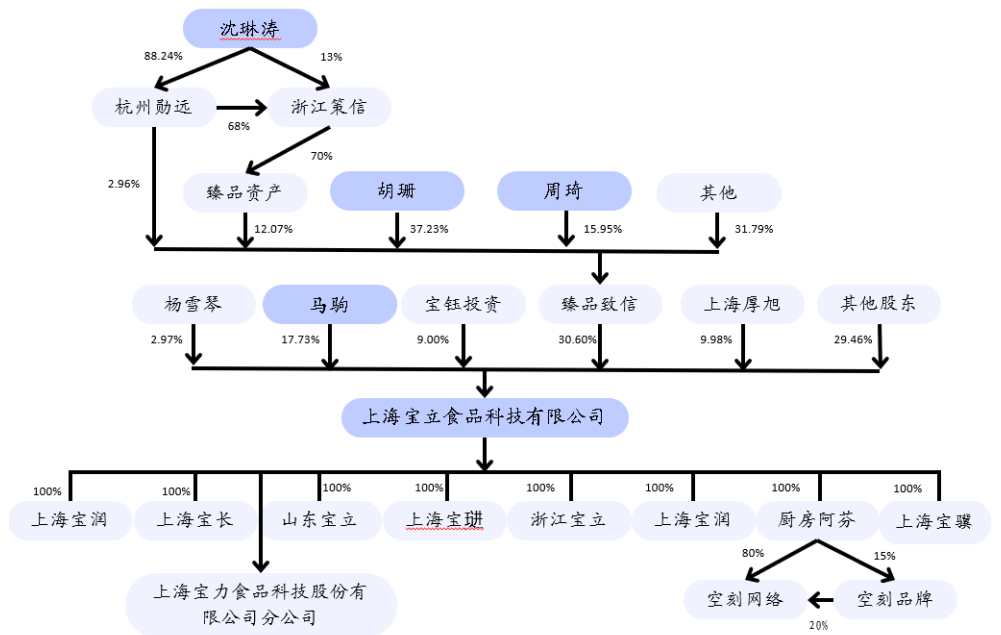
资料来源：公司招股说明书，HTI

1.2 股权集中，管理稳定

公司股权结构稳定且较为集中，实控人拥有 60.3%表决权。公司第一大股东为臻品致信，直接持有公司 30.6%股份，马驹先生作为第二大股东，总持股比例占 19.96%，其

配偶杨雪琴女士直接持有 2.99% 股权。马驹、胡珊、周琦、沈琳涛四人为公司的共同实际控制人，四人合计控制公司 60.3% 的表决权，其中马驹系公司董事长，沈琳涛系公司副董事长和宝立收购公司厨房阿芬的实控人。

图2 公司持股超过 1% 的股东情况（数据截至 4Q22）



资料来源：公司公告，企查查，HTI

公司管理层功底扎实，具有丰富的行业经验。公司管理层对食品行业见解深厚，核心团队成员具有十年以上的食品行业从业经验，熟悉上下游产业链的运作方式与底层逻辑。公司董事长马驹先生自公司成立以来，全面负责公司经营管理，总经理何宏武先生、副总经理梁冬允女生和杨哲先生均曾供职于肯德基、麦当劳等大型连锁餐饮企业的上游供应商企业，对行业拥有深刻的理解，并具备丰富的专业知识和管理经验，可以为公司的持续创新发展奠定基础。

表 1 公司主要管理层情况简介

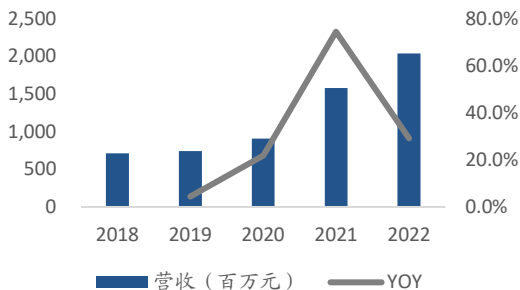
姓名	职务	学历	主要经历
何宏武	总经理	本科	曾任农业部安徽泾县示范场技术员，铭基食品有限公司主管，百胜(中国)投资有限公司研发部副总监，福建圣农发展股份有限公司副总裁，中慧食品有限公司总经理。
梁冬允	副总经理	硕士	曾任味可美(广州)食品有限公司高级研发员,联合利华(中国)食品有限公司研发经理,亨氏(中国)调味食品有限公司技术经理,公司研发总监。
杨哲	副总经理	硕士	曾任北京纳贝斯克食品有限公司质量管理部质量专员,希杰(青岛)食品有限公司研发和新事业开发总监。
任铭	财务总监&董事会秘书	本科	曾任浙江中瑞江南会计师事务所有限公司审计员,部门经理,浙江策信投资管理有限公司投资经理

资料来源：公司公告，HTI

1.3 C端业务带动增长，净利润增长表现波动

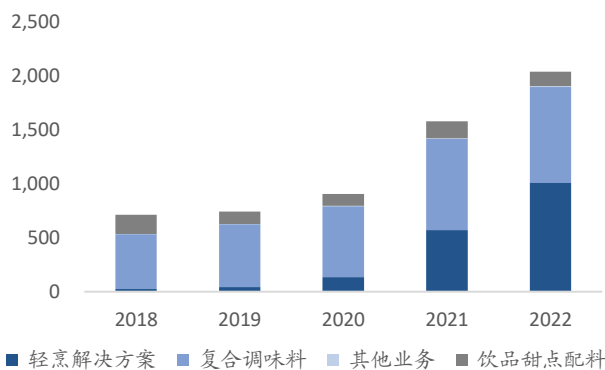
公司营收稳定提升，轻烹解决方案成为占比最大业务板块。公司自 2018 至 2022 年，营收从 7.11 亿元增长至 20.4 亿元，复合增速为 30%。其中 2021 年公司营收同比高增 74.4%，主要是公司于 2021 年 3 月收购厨房阿芬，厨房阿芬并表带来轻烹解决方案同比高增 323%。截至 2022 年，轻烹解决方案营收占比已达到 50%，成为公司营收占比最大的业务板块。轻烹解决方案的高增长目前是支撑公司业务增长的主要支撑。

图3 2018-2022 年公司营收及增速情况



资料来源：公司公告，HTI

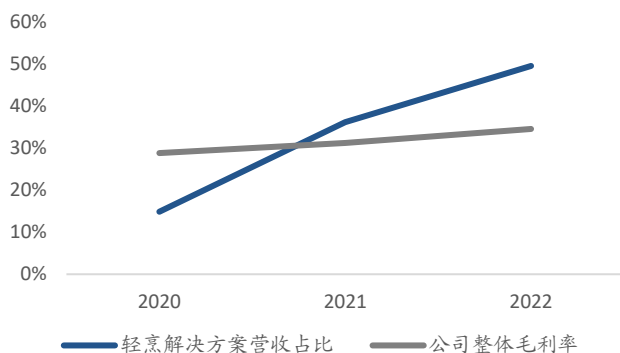
图4 2018-2022 年公司营收结构



资料来源：公司公告，HTI

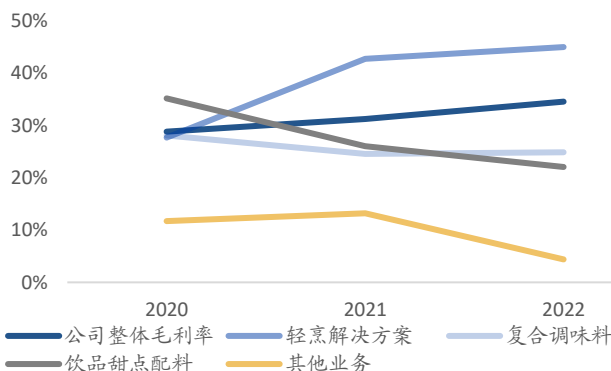
厨房阿芬并表，带动公司整体毛利率提升。2020 年公司主要为厨房阿芬旗下的“空刻意面”提供料理酱包等产品，2021 年 3 月公司收购了厨房阿芬，由于厨房阿芬通过零售渠道实现的收入占比较高，且零售渠道的毛利率水平要高于向企业客户销售产品的毛利率水平，因而公司整体毛利率有所上升。2021 年厨房阿芬并表，轻烹解决方案营收占比从 15% 提升至 36%，公司整体毛利率从 28.8% 提升至 31.2%。此后在 2022 年，轻烹解决方案营收占比进一步达到 50%，公司毛利率随之提升至 34.6%。

图5 2020-2022 轻烹解决方案营收占比及公司毛利率情况



资料来源：公司公告，HTI

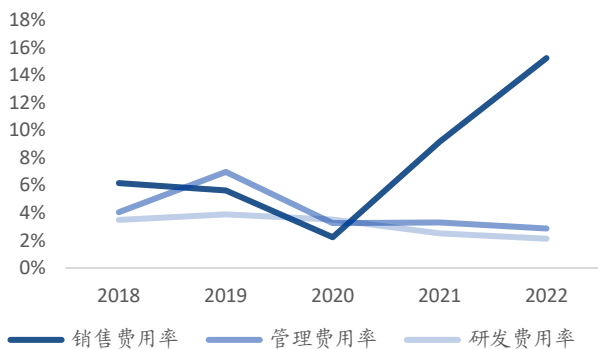
图6 2020-2022 年公司各项业务毛利率情况



资料来源：公司公告，HTI

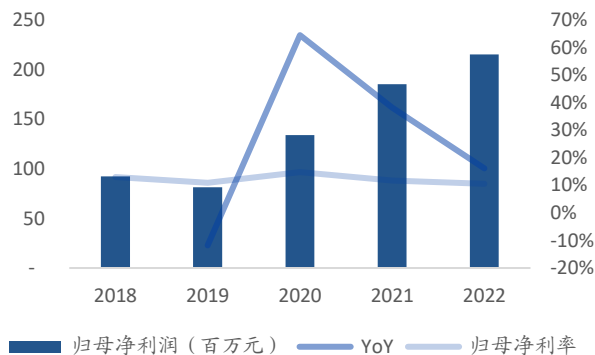
销售费用率同比大幅提升。主要由于公司收购了厨房阿芬导致销售推广费大幅增长。厨房阿芬从事电商业务，电商业态特有的引流模式和促销模式导致销售推广费较高。此外，为开拓中小 B 客户以及 C 端产品线下进行推广而进行的经销商建设，同样导致公司销售费用率的上升。公司管理费用率和研发费用率均环比下滑，主要因为公司整体规模扩大所致。

图7 2018-2022 年公司费用率情况



资料来源：公司公告，HTI

图8 2018-2022 年公司归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告，HTI

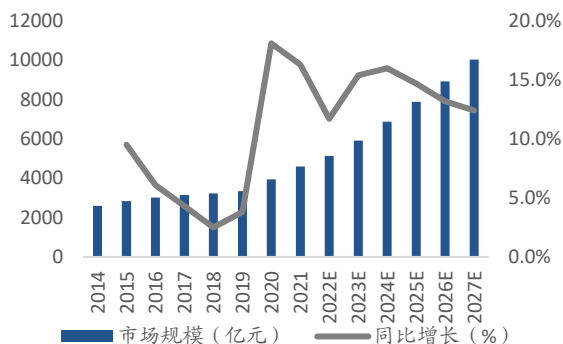
公司归母净利润增速放缓，归母净利率有所波动。公司自 2021 年起归母净利润增速显著放缓，2022 年公司归母净利润同比增长 16.2%。此外，公司归母净利率自 2020 年之后呈下降趋势，2022 年公司归母净利率为 10.6%。归母净利润增速及净利率，一方面受到营收增速放缓影响，另一方面主要受到原材料成本上行及互联网营销模式下前期销售费用投入较大影响。

2. 复合调味行业：行业发展阶段较早，B/C 端均有较大增长空间

2.1 复合调味品发展处于导入期，渗透率存在提升空间

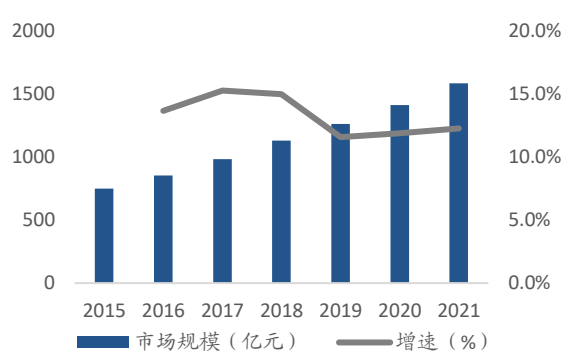
复合调味品市场发展快于调味品整体市场。复合调味品凭借其便捷化、口味稳定、种类丰富等特点，行业规模快速增长，发展速度快于整体市场，成为调味品市场的主要增长动力。据华经产业研究院数据显示，2021 年我国复合调味品行业市场规模达 1588 亿元，同比增长 12.3%。

图9 2014-2027E 调味品行业市场规模及预测



资料来源：艾媒咨询，HTI

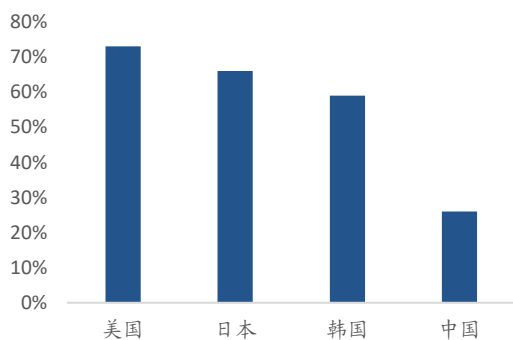
图10 2015-2021 年我国复合调味品市场规模



资料来源：华经产业研究院，HTI

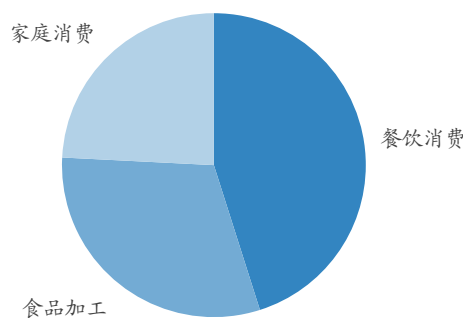
我国复合调味品的渗透目前正处于较早期阶段，渗透率提升存在较大空间。近些年因为产业升级与外卖等产业快速发展驱动，复合调味品市场已进入快速增长阶段，整体渗透率仍存在巨大提升空间。日、韩、美等国经济发展起步较早，调味品市场发展较为成熟，目前已经进入以使用复合调味品为主的阶段，而中国复合调味品渗透率仅为 26%。而复合调味品在饮食习惯与中国类似日、韩渗透率分别为 66%和 59%，因此我们预计中国复合调味品市场存在较大发展空间。

图11 2020 年中美日韩复合调味品渗透率对比情况



资料来源：华经产业研究院，HTI

图12 复合调味品销售渠道分布情况



资料来源：华经产业研究院，HTI

我国复合调味品销售主要集中在餐饮消费和食品加工领域，占比分别为 45%和 31%，家庭消费占比仅为 24%。相较于普通家庭消费，餐饮及食品加工等领域会更多使用滋味丰富、独特的复合调味品来吸引消费者，而随着近年来外卖餐饮及预制菜等行业的兴起，复合调味品的需求规模也逐渐扩大。

2.2 西餐规模扩张及餐饮连锁化提升带动 to B 类复合调味品规模增长

2.2.1 西餐渗透提升助推复合调味品行业规模增长

复合调味粉与酱汁在西餐中的使用相当广泛。从餐前开胃菜、鸡尾酒会中的小点，再到主菜、甜点都可以看到酱汁的身影。酱汁为西餐菜肴起到画龙点睛的作用。西餐酱汁常用的香味调料就包括十多种植物性的香料，此外还需用奶制品和酒类增加香度。而且西餐中用作调味的奶制品品类更是丰富，比如奶酪分为软质、半硬质、烟熏、蓝纹等，不同的奶酪都能调制出不同风味的菜肴。基于复合调味品往往是由丰富品类原料构成的情况，标准化/定制化的复合调味品能显著提升西餐的制作效率。

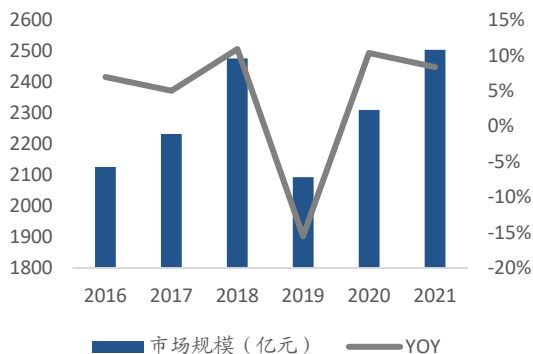
表 2 西餐常用符合调味品用途及成分构成情况

分类	用途	材料
白汁	白汁属于香醇系列的酱汁,除为食材增加口味,还可以起到增稠作用,可勾芡菜肴。白汁通常适用于意面、海鲜炖饭之类的菜肴。	清汤 1 升、纯牛奶 1000 毫升、淡忌廉 250 毫升、牛油 150 克、面粉 500 克、白胡椒粒 2 克、香叶 3 片、西芹丝、洋葱丝共 150 克。
牛骨汁	通常在西餐的汤类和煮制的菜肴中使用。	洋葱 200 克、牛骨 500 克、清水 5000 克、牛筋 500 克、大番茄 200 克、红酒 200 克、西芹 200 克、番茄膏 50 克、胡萝卜 200 克、黑胡椒 3 克、香叶 5 片。
黑椒汁	属于麻辣系列的酱汁,适用于肉质菜肴,像牛排、羊排这类菜肴都可使用黑椒汁作为调味料。	黑胡椒碎 20 克、洋葱碎 20 克、干葱 20 克、蒜蓉 10 克、白兰地 10 克、生骨汁 50 克、烧汁 100 克、淡忌廉 10 克、牛油 10 克。
红酒汁	主要用于牛排、羊排等扒菜类菜肴。	红酒 150 克、牛骨汁 200 克、洋葱 20 克、百里香 1 克、盐适量、黄油 3 克。
红酒黑醋汁	呈现出酸甜的口感,适合于肉质食材。	红酒 200 克、意大利黑醋 400 克、白糖 50 克、黄油 10 克。
凯撒酱	一般用于水果沙拉和蔬菜沙拉。	蛋黄酱 200 克、荷兰芹 10 克、洋葱 10 克、柠檬 10 克、大蒜 10 克、李派林隐汁 1 克、白糖 10 克、芥末 10 克、水瓜柳 10 克、盐 1 克、酸黄瓜 10 克、白胡椒粉 1 克、白兰地 1 克、银鱼柳 10 克。
迷迭香汁	适合煎制肉质食材时放入使用,或直接淋在制作好的肉质食材上。	牛骨汁 200 克、黄油 5 克、迷迭香 3 克、盐适量、大蒜 10 克、黑胡椒碎 1 克。

资料来源：欧米西点学院官网，HTI

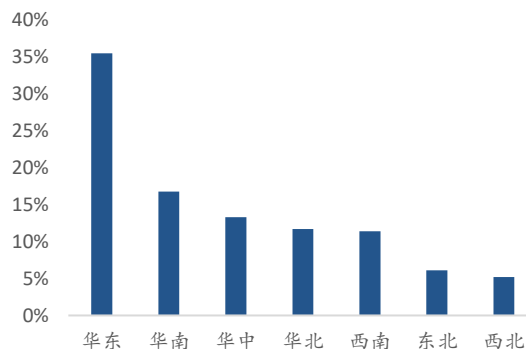
内陆城市西式快餐仍有发展空间。据红餐大数据，2021 年，西式快餐市场逐步回温，市场规模为 2310 亿元，同比增长 10.4%，此前在 2020 年由于疫情，行业出现负增长，疫情之前，西餐行业市场规模均维持 5%及以上增速。从区域分布来看，目前华东地区的西式快餐门店数最多，约占西式快餐总门店数的 35.5%。华东地区外资企业数量庞大，对于西式餐饮接受度高，同时白领上班族数量众多，生活节奏快，从而对西式快餐的需求相对较大。其次是华南地区，门店数占比为 16.8%。此外，华中、华北、西南地区的门店数占比集中在 11%到 14%之间；而东北和西北地区的门店数较少，占比分别为 6.1%、5.2%。随着城镇化率提升，西式快餐未来渗透空间较大，渗透率有望得到明显提升，从而持续带动西式复合调味品的增长。

图13 2016-2022E 我国西式快餐市场规模



资料来源：红餐大数据，HTI

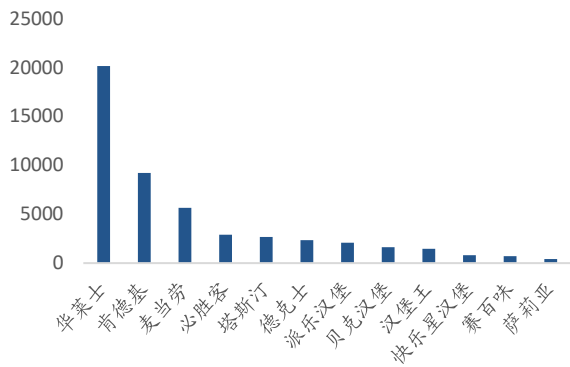
图14 2023年1月我国西式快餐区域分布情况



资料来源：红餐大数据，HTI

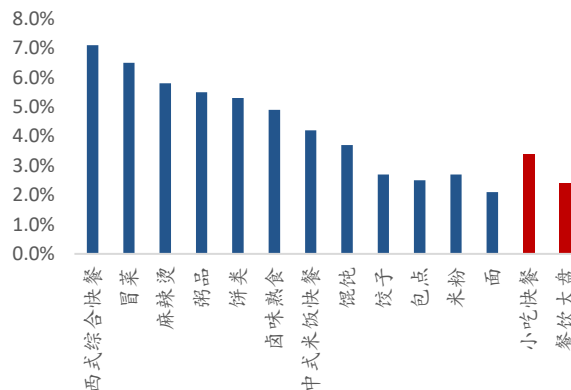
西式快餐连锁率高，助推复合调味品企业规模化发展。西式快餐连锁化率高，头部品牌占据了较大市场份额，根据华经产业研究院数据，西式快餐 CR5 已达到 53%，而中式快餐 CR5 仅有 2.9%。此外，据红餐大数据，截至 2023 年 1 月 5 日，华莱士门店总数已达到了 20118 家；肯德基、麦当劳则分别以 9205 家、5634 家门店跟随其后；必胜客、塔斯汀、德克士、派乐汉堡等品牌均已超过 2000 家门店。同时，从品牌的城市入驻情况来看，在小吃快餐的各个细分品类中，西式快餐的平均城市入驻率最高，达到了 7.1%，远超餐饮大盘（2.4%）和小吃快餐整体（3.4%）。高连锁化率的西式快餐对于产品的安全性与标准性、服务的一致性都提出了较高的要求，定制餐调在满足西式快餐客户需求的同时，也会受益于客户的高连锁化率，快速提升生产与销售规模，从而打开市场。

图15 2023年1月主要西餐品牌门店数量情况（单位：家）



资料来源：红餐大数据，HTI

图16 2022年部分小吃快餐品类的平均城市入驻率

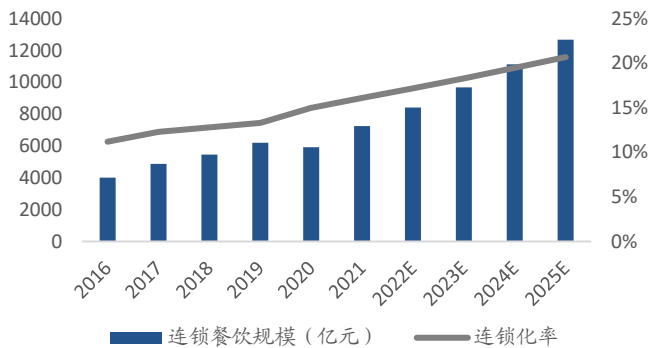


资料来源：红餐大数据，HTI

2.2.2 餐饮连锁化率提升助推复合调味品行业规模增长

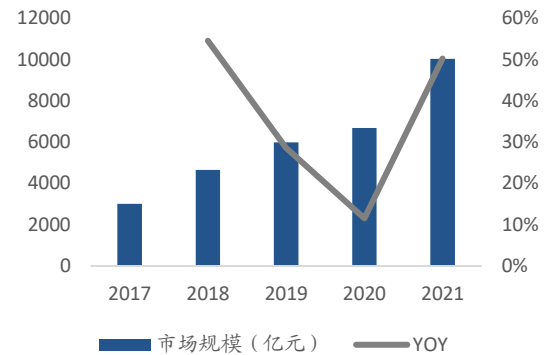
根据华经产业研究院数据，2019 年到 2021 年，中国餐饮市场连锁化率从 13.3% 提高到 16.1%，连锁餐厅发展势头良好。参照海外，在 2020 年日本餐饮连锁化率已达到 49%，美国达到 54%。伴随着连锁餐厅具有采购成本优势，风险抵抗能力强，服务品质良好，菜品稳定性高等优点，我国餐饮连锁化率仍有较大发展空间。

图17 2016-2025E 我国连锁餐饮规模及连锁化率情况



资料来源：华经产业研究院，HTI

图18 我国外卖行业市场规模



资料来源：未来智库，HTI

连锁餐饮企业往往对于产品质量与稳定性以及出餐服务都有着更高的要求，因此“中央厨房+门店”的经营模式有助于在保障产品与服务质量的同时，更能助力优化烹饪流程，以保证众多门店消费者体验一致。定制餐调的配方模式能够显著地降低人工因素在产品质量和稳定性方面的影响，同时也能有效地提高出餐速度，提升消费者的总体效用水平。定制餐调除较高的品质保障和稳定性保障之外，同样具有较高的创新性，富有经验和业务技术能力的定制餐调企业往往拥有成熟的研发和生产系统，从客户需求出发，提供新品解决方案，同时规模较大的成熟企业拥有柔性化生产能力，往往也能使采购成本相对较低。在餐饮连锁化率的提升的背景下，复合调味品行业具有十分广阔的发展空间。

外卖的兴起同样为复合调味品规模增长带来发展空间。随着国内独居人数的不断壮大，以及生活节奏加快，外卖逐渐成为就餐的主流方式之一。艾媒咨询的调研显示，68.1%单身人士表示一个人吃饭为常见的情况，一人食的情况下，选择点外卖的单身群体占比最高，占 45.7%，其次是吃方便食品，占比 42.7%。对外卖行业而言，配送时长及菜品口味为消费者关注的两个重点，复合调味品的使用是保证菜品口味标准化和出餐效率的关键因素，因此我们认为外卖行业对定制化、标准化复合调味品需求也将持续提升。

2.3 生活节奏加快以及生活方式改变推动 to C 类复合调味品规模增长

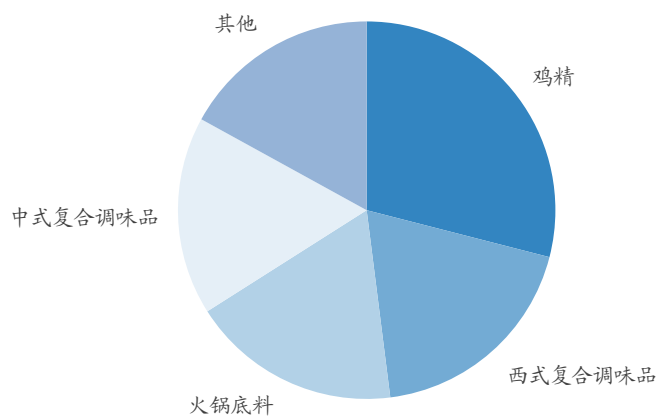
随着城市化进程的推进，我国生活节奏越发加快。我国主力消费人群为 20-40 岁群体，该部分群体消费能力较强，尝试新鲜事物的意愿较强，且普遍广泛浏览互联网信息，追求时尚，而随着生活节奏不断加快，时间趋向碎片化，家庭趋向小型化，家庭烹饪的经济效益逐渐降低，轻烹食品因其新鲜多样的食品品类、便捷健康的烹饪方法、烹饪的参与感和满足感以及烹饪社交需求而广受欢迎。

随着互联网发展和近年来疫情的影响，互联网轻烹迎来了巨大发展。新式轻烹速食因符合时代发展，拥有巨大的需求与市场。新式轻烹速食是对传统方便食品的继承和升级，轻烹速食是对标正餐美食而产生的传统方便升级食品，满足烹饪简单便捷的优点外，轻烹食品更加讲究饮食营养和质量，重视菜肴的口味和鲜美，种类更为多样。复合调味品既相较于单一调味品，拥有简便快捷、丰富多样的优势，又作为轻烹速食的组成部分，伴随轻烹速食的兴起快速获得新的市场空间。

2.4 复合调味品市场品类丰富，市场格局分散

从品类来看，复合调味品主要有鸡精、火锅调味料、中式复合料和西式复合料几大类，其中鸡精占比最大，占比约为 29%，其次为西式复合调味品和火锅底料，占比分别为 19%和 18%。

图19 中国复合调味品市场结构分布情况



资料来源：华经产业研究院，HTI

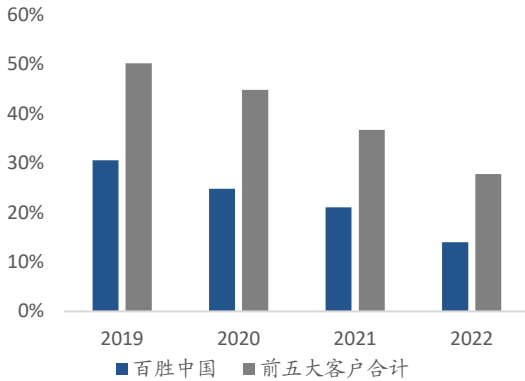
柔性生产成为行业规模化提升的关键。 To B 端的复合调味品具有产品定制化、需求分散化的特点，因此对生产柔性及敏捷度要求较高。因此，对于复合调味品服务商来讲，解构味道并建立标准化模块可构成相应的生产壁垒。成熟的服务商基于数字化系统和智能工厂，对客户需求进行分析与研发，最终量产。

3. 复合调味业务：深度绑定大客户，研发创新促增长

3.1 深度绑定大 B 类客户，中小 B 类客户开展可期

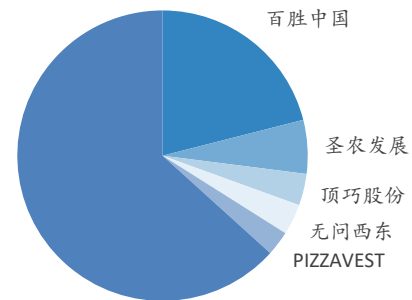
宝立食品在 2013 年成为百胜中国的 T1 供应商，并且 2016 年以来全方位参与百胜中国新品研发、菜单设计，目前已成为为百胜中国复调采购体系中占比最高的供应商。而百胜中国作为宝立食品第一大客户，2021/2022 年宝立食品对百胜中国的销售收入约占营收的 21%/14%。

图20 2019-2022 年公司对百胜的营收占比情况



资料来源：公司公告，HTI

图21 2021 年公司客户分布及占比情况

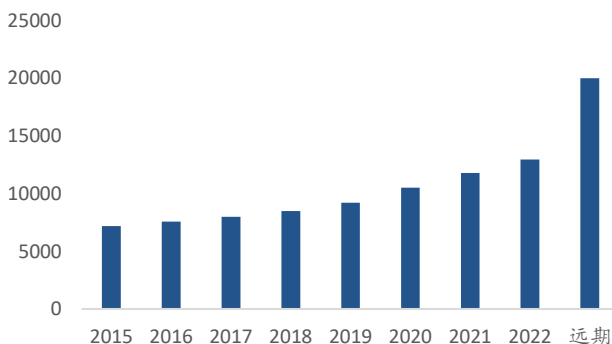


资料来源：公司公告，HTI

复合调味品供应商与大客户的合作稳定性强。复调供应商与大 B 客户达成合作的前期投入较高，出于产品的定制化需求，双方需经历较长的产品研发、测试以及议价过程。在达成合作之后，供应商为客户带来产品设计、研发、生产为一体的综合解决方案，因此供应商的更换调整会给客户带来高额的交易成本，同时客户还会面临口味、品质波动带来的不稳定性。因而复调业务的大 B 客户合作较为紧密，并且伴随头部餐饮企业的较高供应商标准，合作容易产生较高的进入壁垒。多年来，宝立食品在与多家大 B 合作过程中，伴随客户不断提升供应商门槛持续完善经营体系，宝立食品也在逐步提升研发、生产能力和质量保障水平，稳固公司的领先供应优势。

现有大客户的门店扩张以及品类裂变将带来公司业绩的稳定增长。根据公告，截至 2022 年末百胜中国共有门店近 13000 家，近 5 年门店数量复合增速为 10%。根据百胜中国发布的战略规划，未来门店数量将达到 2 万家。一方面，百胜中国将通过下沉扩张推动门店增长；另一方面，百胜中国将不断推出新产品，从而带动原材料需求增加。从数量与品类两方面，百胜中国将为宝立食品带来业绩的稳定增长。

图22 百胜中国门店数量及目标情况（单位：家）



资料来源：百胜中国公告，HTI

图23 客户产品品类推新示例



资料来源：肯德基自在厨房旗舰店，HTI

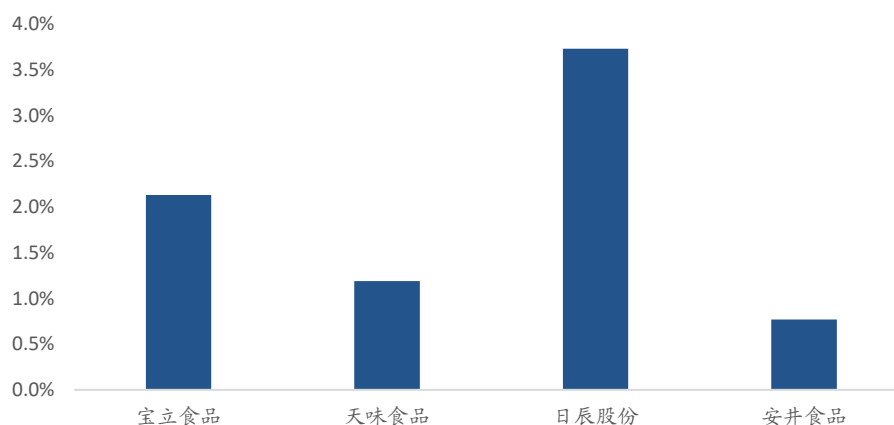
新客户的开拓不断为公司带来新的业绩增量。随着公司产品品类的丰富以及新客户的不断开拓，公司也与德克士、达美乐和汉堡王等知名餐饮连锁企业建立了良好且具有黏性的合作关系，以及与圣农、泰森等食品工业企业开展了稳定合作，2019-2021年圣农和泰森均跻身公司复调业务前五大客户，2021年分别实现营收0.94亿元和0.32亿元，占公司复调业务总营收11.2%和3.9%。

积极推进经销网络搭建，未来将触及更多的中小B客户。目前公司销售模式以直销为主，经销体系仍在稳步推进建设中。2022年公司非直销收入规模超3.3亿元，已经成为了重要的销售渠道。面对中小B客户，公司将推行大单品战略，依靠20多年来公司在大B端客户的产品积累以及研发优势，遴选出适合服务中小B客户的产品，甚至针对性开发服务于中小B市场的产品。与中小B客户的合作一方面可以支撑公司经销商拓展下沉市场，另一方面也能够通过中小B客户的反馈，加深公司对于消费者偏好的理解，从而进一步去探索C端产品应用的可能性。根据公告，公司销售额在1000万元以下的中小客户数从2018年的1109家增至2021年的1419家，中小客户销售额由2018年的2.48亿元提升至2021年的4.59亿元，复合增速为22.74%。

3.2 研发持续加码，品类丰富形成一站式解决方案

研发创新能力是公司增长的核心竞争力。在与百胜中国长期的合作背景下，宝立食品紧跟百胜供应链体系技术工艺要求，持续加大研发投入，公司的研发费用、研发人数及研发人员的平均薪资皆处于行业前列。目前公司研发团队规模达到百余人，能够以客户需求为导向，围绕调味品的口味、生产工艺和流程等，开展信息、数据的收集与分析，全程不断更新客户需求并快速反馈，建立了提供一站式解决方案的柔性定制机制。2022年公司销售近2400种产品，其中当年研发新品占比近30%，近3年开发的产品数量占比接近60%，公司凭借优秀的研发实现了以创新驱动的业绩成长，丰富的产品品类为公司完善业务版图，提供一站式解决方案奠定了基础。

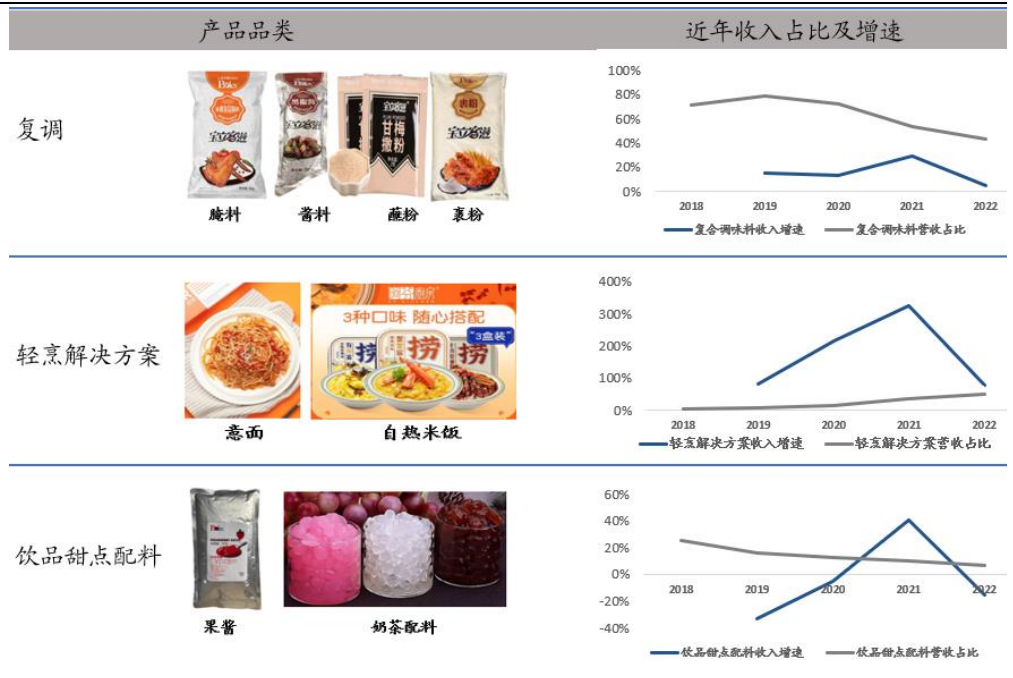
图24 2022年同行业研发费用率对比情况



资料来源：公司公告，wind，HTI

品类逐渐破圈，完善一站式解决方案布局。公司早年为肯德基肉制品加工商提供炸鸡裹粉，随后产业链合作不断加深，开始直接为百胜中国提供复合调料；此后公司横向进行品类扩张，业务延伸至甜点饮品配料、轻烹解决方案产品以及在 2022 年推出了冷冻烘焙产品。公司凭借领先的研发创新能力，产品不断破圈，助推一站式解决方案的完善布局。

图25 公司主要产品示例及营收情况



资料来源：公司公告，淘宝 app，wind，HTI

4. 方便速食业务：线上线下营销齐发力，研发与品牌合力铸就增长

空刻意面成立于 2019 年，产品上线仅几个月便在 2019 年天猫“双十一”期间成为速食意面品类销量 TOP1。2020 年，空刻意面的销量突破 1 亿元规模，销量达 1200 余万盒。2021 年“双十一”期间，空刻意面连续三年蝉联速食意面品类销量 TOP1，并创下“11.11 当天方便速食第一”的成绩，2021 年空刻意面全年销售额达到 4.6 亿元。此后，2022 年 5 月，空刻单月销售额破亿，“618”期间全渠道销售额破亿。空刻销售额高速增长，发展势头迅猛，已经成为速食意面行业的龙头企业。

线上线下组合营销，多层次营销助推增长。空刻线上营销策略已相对成熟。初期空刻与超头部主播合作，抓住直播带货的风口，实现第一次出圈；随后借助精准投放，在 B 站、小红书、抖音等社交平台上开展数字营销，催生大量 UGC，在目标受众中广泛“种草”。空刻在实现突破后，并不滥用流量，而是进一步精细化规划，在营销投放中，对不同直播间有不同的定位，在宣传上各有侧重。例如在李佳琦和吉杰的直播间，“好吃又方便”是经常被提起的话术，而在已为人母的明星主播小李琳、胡可、烈儿宝贝的直播间内，则强调意面产品的家庭属性，“原料健康，可以给孩子换换口味”。线下销售也已成为空刻接下来重点发力领域。空刻利用电梯媒体已在 20 多个城市进行铺点，同时陆续跟宝马 mini、黄龙饭店、绿城地产、雀巢、剧集《江照黎明》合作展现品牌力，从底层逻辑去渗透进受众的衣食住行中，通过情感关系、共创的文化进行连接。此外，线下样板店与快闪店的打造，以及更多提升消费者触及的营销活动即将推出，将为全方位展开空刻的线下推广，在空刻整体快速增长的同时，线下销售占比也将持续提升。

图26 空刻意面杭州快闪店宣传海报



资料来源：小红书，HTI

精准选品，品类扩张塑造产品优势。在选品方面，空刻采用跟随战略，创始人王义超表示以必胜客、萨莉亚为代表的餐饮公司，已经完成了对中国消费者食用意面的初期市场教育，因此空刻无需耗费过多心力。在产品力的塑造方面，空刻采用“让产品自己说话，让产品自己推荐自己。”的策略，通过重视生产流程与研发，打造出具有竞争力的产品。空刻意面联合米其林三星总厨联合研发，与跨国连锁餐厅的优质供应商达成战略合作，不断精进锁鲜技术，每款产品面市前都将进行至少 20 次的全方位测评。同时空刻拥有超过 50 人的研发团队，意大利星级主厨的顾问支持，超过 40000 m² 的标准化自建厂房，为产品研发提供技术和供应支持。

5. 盈利预测和投资建议

1) 轻烹解决方案: 已空刻为主的 C 端产品线上线下持续促销发力, 我们预计 2023/24/25 年轻烹解决方案营收增速分别为 40.0%/32.0%/25.0%; 伴随线下营收占比稳定提升, 预计 2023/24/25 年轻烹解决方案毛利率为 44.0%/43.5%/42.5%。

2) 复合调味料: 公司与核心大 B 客户深度绑定, 未来存量客户的需求增长以及新客户的拓展将为复合调味料的营收带来增长。我们预计复合调味料业务 2023/24/25 年营收增速分别为 12.0%/10.0%/8.0%

3) 饮品甜点配料: 伴随消费场景恢复以及对茶饮未来需求的预估, 我们预计饮品甜点配料业务 2023/24/25 年营收增速分别为 15.0%/12.0%/12.0%。

基于以上预测, 我们预计公司 2023/24/25 年营收分别为 25.7/31.4/37.2 亿元, 归母净利润分别为 2.8/3.6/4.3 亿元, 对应 PE 分别为 31.5X/24.7X/20.4X。

表 3 可比公司利润与估值情况

股票代码	公司名称	净利润 (亿元)					EPS			PE		
		2021	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603317.SH	天味食品	1.85	3.42	4.37	5.56	6.82	0.41	0.52	0.64	39.29	30.92	25.18
603345.SH	安井食品	6.82	11.01	14.58	18.30	22.80	4.97	6.24	7.77	31.49	25.09	20.14
603288.SH	海天味业	66.71	61.98	68.70	80.01	91.83	1.48	1.73	1.98	44.85	38.51	33.55
300973.SZ	立高食品	2.83	1.44	3.11	4.42	6.08	1.84	2.61	3.59	45.87	32.28	23.45
	平均									40.4x	31.7x	25.6x
603170.SH	宝立食品	1.85	2.15	2.82	3.59	4.34	0.70	0.90	1.09	31.46	24.70	20.40

资料来源: wind, HTI

通过对比可比公司估值, 并考虑到公司业务规模以及业务结构情况, 我们给予公司 2023 年 40 倍 PE, 对应目标价为 28.17 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。

6. 风险提示

餐饮复苏不及预期带来的需求增长放缓, 新客户开展不及预期, 空刻系列产品营销推广不及预期。

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	100	404	433	495	624	营业收入	1578	2037	2568	3140	3716
应收款项	213	261	141	172	204	营业成本	1085	1333	1652	2008	2373
存货净额	184	220	321	390	461	营业税金及附加	10	16	20	25	29
其他流动资产	39	50	79	96	114	销售费用	144	311	385	446	520
流动资产合计	536	935	973	1153	1402	管理费用	52	58	72	94	111
固定资产及 在建工程	314	350	306	267	234	财务费用	4	0	-5	-5	-6
长期股权投资	0	0	10	20	31	其他费用/ (-收入)	42	54	77	100	110
无形资产	79	76	73	70	67	营业利润	252	295	367	472	578
其他非流动资产	186	171	484	773	1076	营业外净收支	-3	1	0	1	1
非流动资产合计	580	597	873	1130	1408	利润总额	248	295	368	473	579
资产总计	1116	1531	1846	2283	2810	所得税费用	54	65	77	99	122
短期借款	90	35	35	35	36	净利润	195	230	290	374	457
应付款项	133	153	252	306	362	少数股东损益	9	15	9	15	23
其他流动负债	118	156	85	103	121	归母净利润	185	215	282	359	434
流动负债合计	341	344	372	444	519						
长期借款及 应付债券	53	1	1	1	2	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他长期负债	45	42	42	42	42	盈利能力					
长期负债合计	98	43	43	43	44	ROE	27%	19%	20%	20%	19%
负债合计	438	387	415	487	563	毛利率	31%	35%	36%	36%	36%
股本	360	400	400	400	400	营业利润率	16%	14%	14%	15%	16%
股东权益	678	1144	1431	1796	2247	销售净利率	12%	11%	11%	11%	12%
负债和股东权益 总计	1116	1531	1846	2283	2810	成长能力					
						营业收入增长率	74%	29%	26%	22%	18%
现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营业利润增长率	-47%	-17%	25%	29%	22%
净利润	195	230	290	374	457	净利润增长率	38%	16%	31%	27%	21%
折旧摊销	25	42	49	44	37	偿债能力					
营运资金变动	-25	-39	18	-46	-46	资产负债率	39%	25%	22%	21%	20%
其他	-16	19	9	15	23	流动比	157%	272%	262%	260%	270%
经营活动现金流	179	252	366	386	472	速动比	103%	208%	175%	172%	181%
资本支出	-142	-14	-310	-310	-311						
其他	32	-6	-13	10	-3	每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
投资活动现金流	-110	-71	-323	-300	-314	每股指标					
债务融资	0	-107	0	0	2	EPS	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1
权益融资	0	0	0	0	0	BVPS	1.8	2.8	3.5	4.3	5.3
其他	-24	-4	-14	-25	-30	估值					
筹资活动现金流	-34	123	-14	-25	-28	P/E	43.0	41.1	31.5	24.7	20.4
汇率变动	-1	0	1	2	3	P/B	12.2	7.9	6.3	5.1	4.2
现金净增加额	34	304	29	62	129	P/S	5.1	4.4	3.5	2.8	2.4

备注：(1)表中计算估值指标的收盘价日期为5月16日；(2)以上各表均为简表
资料来源：公司年报(2022)，海通国际

APPENDIX 1

Summary

Bolex is deeply engaged in the customized business of composite seasonings, with obvious R&D advantages and customer first mover advantages. Bolex is deeply involved in the field of Western style catering compound seasoning, mainly focusing on customized products. In 2022, the revenue of the company's compound seasoning business accounted for 43%, with direct sales revenue accounting for approximately 67% of the compound seasoning business. After years of development, Bolex has been recognized by core key customers and deeply bound to them, with a strong first mover advantage. At present, we are continuously exploring new customers and small and medium-sized B customers. With our product advantages, standardized products will mainly serve small and medium-sized B customers in the future, bringing incremental value to the re adjustment business. The management team has years of experience in food research and development, and the company has high research and development investment and strong research and development capabilities. The company has established long-term stable cooperative relationships with catering and industrial customers with its research and development capabilities close to the market, timely response capabilities, and high-quality service capabilities.

Light cooking solutions are growing rapidly, and precise product and marketing operations are seeking incremental growth. In 2022, the revenue share of the company's light cooking solution reached 50%, and the revenue share continued to increase, becoming the main support for the company's revenue growth. The company's light cooking products stand on the Western style fast food track, which is an extension of its original advantageous business. In addition, air carved pasta was born during the window period of transitioning from graphic to video marketing, fully enjoying the dividends brought by marketing transformation. As a new consumer brand, Kongke pasta accurately targets the target consumer group, with high marketing success. Through saturated marketing, it quickly seizes the minds of consumers. Next, offline channel sales will gradually be influenced by Chinese style, and the combination of multi-level marketing methods will further strengthen consumer brand awareness. In the future, Kongke pasta will continue to support the company's revenue growth through precise product and marketing operations. In addition, with the high gross profit brought by the sales model, the light cooking business will continue to drive the company's gross profit margin up.

The compound seasoning industry is experiencing rapid growth, and the B-end and C-end are working together to promote expansion. The current penetration rate of compound seasonings is about 26%, which is at least twice the gap compared to Japan and South Korea, which have similar living habits in China. In the long run, there is significant room for growth. In 2021, the market size of China's seasoning industry reached 158.8 billion yuan, a year-on-year increase of 12.3%, and the growth rate of seasoning industry exceeded the overall growth rate. At present, the B-end and C-end are working together to accelerate industry expansion and steadily increase penetration rate, driving the sustained growth of the polyphonic market. The continuous penetration of Western style catering and the increase in the chain rate of catering will boost the growth of B-end polyphonic products, accelerate the pace of life, and promote the development of food and beverage methods such as takeout, which will drive the increase in demand for C-end products.

Investment suggestion: Profit forecast and investment suggestions: We estimate that Bolex's revenue for 2023/2024/2025 will be 2.57/3.14/3.72 billion yuan, with a net profit attributable to the parent company of 280/360/430 million yuan, corresponding to PE of 31.5X/24.7X/20.4X, respectively. Based on the valuation situation of comparable companies in the industry, we give the company a PE ratio of 40 times in 2023, with a corresponding target price of 28.17 yuan, with the corresponding target price of 15.07 yuan, and initiate with "OUTPERFORM" rating.

Risk reminder: The food and beverage recovery may be less than expected, resulting in a slowdown in Bolex's product demand growth, and the development of new customers was less than expected. The marketing and promotion of the Kongke series products did not meet expectations.

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，宋琦，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 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qi Song, 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 3 business 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 3 个工作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 3 business 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).

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 及杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 阿里巴巴（北京）软件服务有限公司, 阿里巴巴（成都）软件技术有限公司, 阿里巴巴（中国）网络技术有限公司, 杭州阿里巴巴创业投资管理有限公司 and 杭州阿里巴巴泽泰信息技术有限公司.

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.

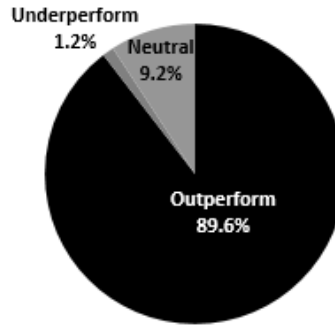
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

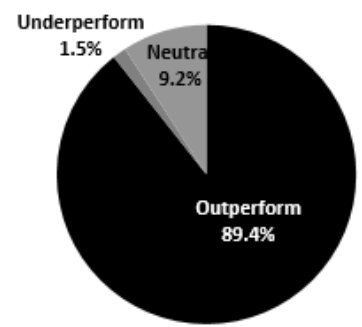
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

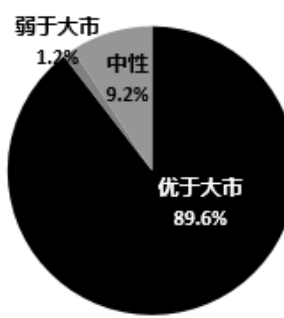
Most Recent Full Quarter



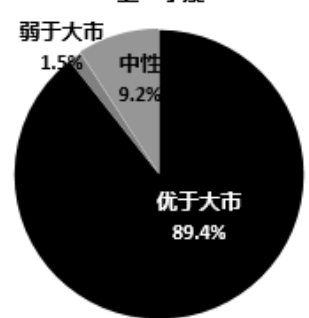
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至 2023 年 3 月 31 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
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

*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 Mar 31, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.6%	9.2%	1.2%
IB clients*	5.2%	6.4%	9.5%

*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。海通证券 (600837.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，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 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. Haitong Securities (HS; 600837 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 HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS 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 HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」), ESG 方均不担保或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

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

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

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

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

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他

协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HTSIPL, 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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。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.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. 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.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“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》(第 289 章) 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
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

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。

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") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("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 (Cap. 289). 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) 6536 1920

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").

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>