

大包装+散称驱动，步入快速成长阶段

003000 CH
Jinzai Food Group
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb15.50

Huijing Yan
hj.yan@htisec.com

Jasmine Wu
jasmine.wu@htisec.com

投资要点:

- **风味鱼制品龙头，进入快速成长阶段。**公司总部位于湖南省长沙市，是我国具有较高知名度的传统风味休闲食品企业之一。公司聚焦深耕休闲食品，逐步形成“休闲鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类，“小鱼、豆干、肉干、鹌鹑蛋、魔芋、素肉”六大产品系列。上市后公司积极引入人才，制定股权激励机制深度绑定核心管理和技术人才，调动团队积极性。17-22 年公司营收 CAGR=13.78%，23Q1-Q3 营收同比增长 47.85%。
- **辣卤休食空间广阔，小鱼单品仍有较大提升空间。**辣味休闲食品的零售额由 2016 年的 1139 亿元增长至 2021 年的 1729 亿元 (CAGR=8.7%)。此外辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额从 2016 年的 18.6% 扩张至 2021 年的 21.0%，呈现较高景气度。公司的核心单品“劲仔小鱼”在休闲鱼制品行业占据领先地位，不过我们认为对比旺旺米果类产品 58.43 亿元，卫龙调味面制品 27.19 亿元、洽洽葵花子 45.12 亿元，“劲仔小鱼”依然有较大的进步空间。
- **大包装+散称驱动，“超十亿”单品小鱼持续夯实领先，鹌鹑蛋快速放量。**(1) “劲仔小鱼”以鳊鱼为主要原材料，将湖湘卤味与现代工艺创新融合开发出香辣、麻辣、糖醋等不同口味小鱼干。据公司 2022 年年报援引淘系和京东平台的数据，公司鱼制品销量连续多年均为即食鱼类零食行业第一（线上渠道），是公司“超十亿级”大单品。2020-2022 年鱼制品 CAGR 为 20.26%，2023H1 公司鱼制品销售收入增长 35.01% 至 6.03 亿元。
- (2) 公司禽类制品主要包括鹌鹑蛋和手撕肉干两个产品系列。公司选用优质鹌鹑蛋为原料，采用小火慢卤工艺，开发出具有浓郁卤制风味，营养健康的鹌鹑蛋制品——“小蛋圆圆”。鹌鹑蛋表现持续亮眼，23Q3 单月月销达 4400 万元，已成为公司第二大单品。此外劲仔“手撕肉干”产品自上市以来快速发展，2021 年进入公司亿元级单品行列，目前保持稳定增长趋势。
- (3) 豆制品属于公司的两亿级产品。近年来，公司在豆制品的产品升级上持续投入，深耕发展豆制品，2021 年陆续开发和储备了“短保鲜卤豆干”、“豆干+”等产品，未来将通过进一步提高产品力和品牌力，打造休闲豆制品的全国领导品牌。
- (4) 2021 年下半年以来，公司以“大包装”为战略抓手，推动整盒装、袋装“大包装”产品销售。大包装策略从 2021 年 Q3 开始陆续铺设，到 2022 年从鱼制品推广到其他品类，经过一年时间的验证，取得了较好的成效。同时，公司结合大包装战略布局，陆续开发专业散称经销商推动三大品类产品系列散称产品铺市，提高客单价，填补渠道空白。23H1 公司大包装产品的销售收入同比增长接近 70%，散称产品的销售收入增长超过 220%。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1111	1462	2068	2666	3263
(+/-)YoY(%)	22.2%	31.6%	41.4%	28.9%	22.4%
净利润(百万元)	85	125	207	281	369
(+/-)YoY(%)	-17.8%	46.8%	65.9%	36.1%	31.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.28	0.46	0.62	0.82
毛利率(%)	26.8%	25.6%	26.1%	26.7%	27.4%
净资产收益率(%)	9.6%	12.9%	17.6%	19.3%	20.2%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

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

“流通”、“现代”、“线上”全渠道齐发展。公司已形成了覆盖全国市场的高效、全面的营销网络体系，销售模式以经销模式为主、直营模式为辅。其中 2017-2022 年经销模式平均收入占比为 92.40%，收入 CAGR 为 8.69%，2017-2022 年直营模式收入占比从 17 年的 2.61% 提升至 22 年的 16.21%，保持较快提升，期间收入 CAGR 为 51.08%。目前公司销售渠道以流通为主，未来公司将进一步提高现代渠道、线上渠道销售的占比。此外公司经销商数目持续快速发展，2019-2022 年公司经销商数目为 1390 家、1734 家、1869 家、2267 家，2023 上半年公司经销商数量为 2559 家。

盈利预测与估值。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 20.68/26.66/32.63 亿元，归母净利润分别为 2.07/2.81/3.69 亿元，对应 EPS 分别为 0.46/0.62/0.82 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 25 倍的 2024 年 PE 估值，对应目标价 15.50 元 (+2%，原目标价基于 38x 2023 年 PE)，维持“优于大市”评级。

风险提示。(1) 食品安全风险，(2) 下游需求不及预期，(3) 市场竞争加剧，(4) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，(5) 上游原材料成本价格以及费用投放波动。

目 录

1. 风味鱼制品龙头，进入快速增长阶段.....	6
1.1 风味鱼制品龙头企业.....	6
1.2 历史业绩稳健，22年开始进入高成长阶段.....	8
2. 辣卤休食空间广阔，小鱼单品仍有较大提升空间.....	9
2.1 辣味休食景气度高，前景广阔.....	9
2.2 与其他赛道龙头相比，单品仍有较大进步空间.....	11
3. 大包装+散称驱动，“超十亿”单品小鱼持续夯实领先，鹤鹑蛋快速放量.....	12
3.1 超十亿级单品“劲仔小鱼”持续夯实龙头地位.....	12
3.2 禽类制品势头强劲，鹤鹑蛋产品快速成长.....	13
3.3 豆制品持续打造全国领先品牌.....	14
3.4 多元化产品持续丰富.....	15
3.5 大包装+散称齐发力，竞争力不断增加.....	16
4. “流通”、“现代”、“线上”全渠道齐发展.....	17
5. 持续扩产体现未来发展信心.....	20
6. 盈利预测与估值.....	21
7. 风险提示.....	22
财务报表分析和预测.....	23

图目录

图 1	公司发展历程	6
图 2	公司股权结构（2023 年半年报）	7
图 3	公司 2017 年以来营业总收入及增速	8
图 4	公司 2017 年以来归母净利润及增速	8
图 5	公司 2017 年以来毛利率变化情况	9
图 6	公司 2017 年以来归母净利润率变化情况	9
图 7	公司 2017 年以来的期间费用率	9
图 8	公司 2017 年以来的研发费用（百万）	9
图 9	中国休闲食品行业按口味划分的零售额	10
图 10	2018-2023 年中国卤制品行业市场规模占比变化	11
图 11	2022 年各单品营业收入（亿元）	11
图 12	公司主要产品图示	12
图 13	公司鱼制品 2017 年以来的营业收入及增速	13
图 14	公司鱼制品 2017 年以来的毛利率变化情况	13
图 15	公司鱼类零食产品图示	13
图 16	公司禽蛋零食产品图示	14
图 17	公司禽肉制品 2019 年以来的营业收入及增速	14
图 18	公司豆制品 2017 年以来的营业收入及增速	15
图 19	公司豆制品 2017 年以来的毛利率变化情况	15
图 20	公司都干零食产品图示	15
图 21	公司 2017 年以来其他产品营业收入	16
图 22	公司 2019 年以来产品收入占比	16
图 23	公司大包装产品图示	16
图 24	2017-2023H1 公司不同销售模式占比	17
图 25	2017-2023H1 公司经销模式营业收入及增速	17
图 26	2017-2023H1 公司直营模式营业收入及增速	17
图 27	2019-2023H1 公司经销商数量变化（单位：个）	18
图 28	2019-2022 公司单个经销商营业收入变化（单位：万元）	18
图 29	公司分渠道业绩增长情况（万元）	19
图 30	2017-2022 年公司鱼制品产能、产量、产能利用率变化	20
图 31	2017-2022 年公司豆制品产能、产量、产能利用率变化	20

表目录

表 1	公司股权激励对象名单及授予情况.....	7
表 2	募集资金用途	21
表 3	可比上市公司估值表 (2024 年预测 PE, 倍)	22
表 4	公司营业收入预测	22

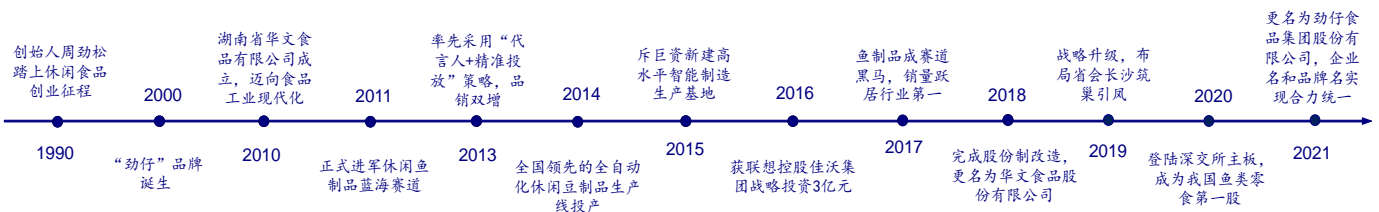
1. 风味鱼制品龙头，进入快速成长阶段

1.1 风味鱼制品龙头企业

公司总部位于湖南省长沙市，是我国具有较高知名度的传统风味休闲食品企业之一。公司主要从事风味休闲食品的研发、生产和销售，现有主要产品有鱼制品、豆制品、禽类制品等系列。公司以湖湘卤味工艺为基础，研发出香辣、麻辣、酱汁、糖醋等符合全国消费者口味的休闲卤味零食。随着营业收入稳步增长，公司已经跻身为风味鱼制品和风味豆制品的细分市场中行业龙头企业之一，目前产品覆盖全国，并远销法国、日本、韩国等全球约 30 个国家。

公司创始人周劲松于 1990 年涉足食品行业，专注于休闲食品领域已经超过 30 年。2010 年，周劲松成立公司，选择切入小鱼零食行业。2016 年公司引进联想控股旗下佳沃集团为第二大控股股东，建设自动化生产基地。2017 年至 2022 年，公司休闲鱼制品品类的销售规模稳居休闲鱼制品领域行业第一。2020 年 9 月 14 日在深交所主板挂牌上市，成为“鱼类零食第一股”。2021 年为提高品牌知名度与市场影响力，公司更名为劲仔食品，同时推行“大包装”产品战略，线上线下齐发力，全渠道综合发展。2022 年推出鹌鹑蛋产品，成为最快晋升为“亿元级单品”的劲仔产品。2023 年，公司完成第一期股权激励计划，经过多年积累与发展，公司现已成为行业内较为知名的休闲食品企业。

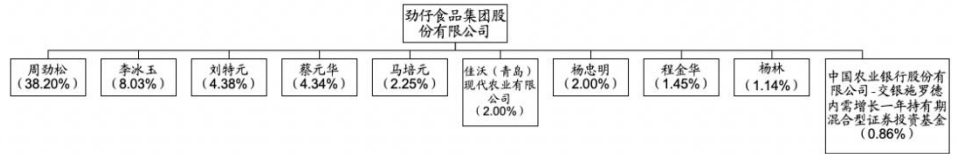
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司微信公众号，中国经济网，HTI

2021 年公司控制人周劲松夫妇合计直接持有公司 39.84% 的股份，2022 年 5 月周劲松先生以现金认购公司非公开发行股票 4789.9 万股，完成此次定增后周劲松夫妇持有股份提升至 46.23%。我们认为，这表明了实际控制人对公司未来的信心，进一步稳定了公司控制权，更有效地推动公司战略目标的实现，确保公司长远发展。

图2 公司股权结构 (2023 年半年报)



资料来源：2023 年半年报，HTI

上市后公司积极引入人才，制定股权激励机制深度绑定核心管理和技术人员，调动团队积极性。2021 年公司制定股权激励方案，向 23 名公司管理及核心人员授予限制性股票 319 万股。2023 年再次制定股权激励方案，向 27 名公司董事、高级管理人员、核心人员授予 333 万股限制性股票。

表 1 公司股权激励对象名单及授予情况

2021					2023				
姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占本计划公告日股本总额的比例
康厚峰	副总经理、财务总监	35	8.93%	0.0875%	康厚峰	副总经理、财务总监	35	9.43%	0.0776%
丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	8.93%	0.0875%	丰文姬	董事、副总经理、董事会秘书	35	9.43%	0.0776%
苏彻辉	副总经理	35	8.93%	0.0875%					
核心人员 (20 人)		214	54.59%	0.5350%	核心人员 (25 人)		263	70.89%	0.5830%
预留股份		73	18.62%	0.1825%	预留股份		38	10.24%	0.0842%
合计		392	100.00%	0.9800%	合计		371	100.00%	0.8224%

资料来源：劲仔食品集团股份有限公司关于向激励对象首次授予 2021 年限制性股票的公告，劲仔食品集团股份有限公司关于向激励对象首次授予 2023 年限制性股票的公告，HTI

产品方面，公司聚焦深耕休闲食品，逐步形成“休闲鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类，“小鱼、豆干、肉干、鹌鹑蛋、魔芋、素肉”六大产品系列。公司的拳头产品劲仔深海小鱼销量稳居休闲鱼制品行业第一，成为全球销量领先的卤味零食，休闲豆制品、休闲肉制品均跻身行业前列。此外公司还针对不同渠道开发适配的 SKU 产品，积极研发年节礼盒、线上专售品类、品牌联名产品等创新产品，不断丰富产品矩阵，满足消费者多样化的需求。

渠道方面，公司构建了线上和线下立体式渠道结构，已形成了覆盖全国市场的高效、全面的营销网络体系。在线下渠道方面，公司专注于批发市场、社区便利店、校园超市、BC 超市等流通渠道和大型 KA 卖场、CVS 连锁便利等现代渠道，逐渐扩展零食很忙、糖巢、老婆大人等零食专营渠道；在线上渠道方面，公司主要通过第三方电商平台打造电商渠道，利用 B2B 或 B2C 的模式向天猫、京东或阿里零售通、1688 等实现销售，并且引入了抖音、快手、小红书等新媒体平台逐步扩展电商渠道的模式，此外公司还入驻了兴盛优选、美团优选、多多买菜等团购平台，打造社区团购的新兴渠道。

产能方面，公司目前拥有湖南岳阳平江和康王工业园两大生产基地。此外公司 2022 年 5 月通过向周劲松先生非公开发行股票实现募集资金 2.85 亿元，用于“湘卤风味休闲食品智能生产项目”、“营销网络及品牌建设推广项目”、“新一代风味休闲食品研发中心

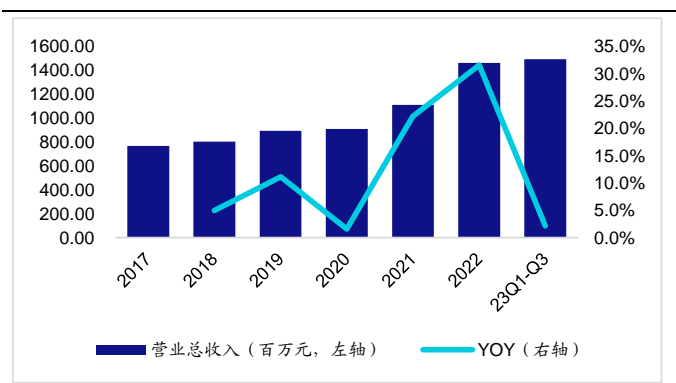
项目”三大产能项目建设，这将进一步提升公司营销能力和研发能力。2023年6月公司募集资金对子公司湖南咚咚食品有限公司增资至10000万元，并由其引进禽肉蛋制品休闲食品深加工项目，推进公司继续深耕湘卤风味休闲食品主营业务。

1.2 历史业绩稳健，22年开始进入高成长阶段

公司营收从2017年的7.67亿元增长至2022年的14.62亿元 (CAGR=13.78%)，公司归母净利润由2017年的0.76亿元增长至2022年的1.25亿元 (CAGR=10.50%)。此外受益于21年下半年公司推出的大包装策略带来新增长动力，公司连续8个季度营业收入和归母净利润呈现持续较快增长：2021年Q4-2023年Q3营业收入增长率为67.80%/15.53%/45.60%/40.11%/25.39%/68.39%/35.17%/45.92%，归母净利润增长率为12.34%/-5.79%/84.72%/47.15%/63.88%/95.41%/20.24%/48.36%。

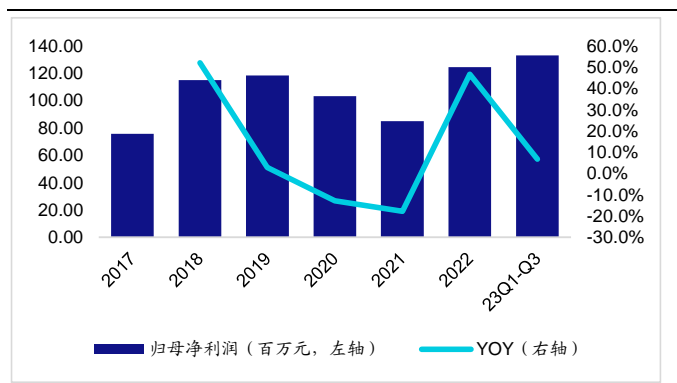
2023年Q1-Q3受益于持续开发及优化经销商、落实终端市场建设、新产品推广以及新媒体平台收入增长，营业收入达14.93亿元，同比增长47.85%。

图3 公司2017年以来营业总收入及增速



资料来源：Wind, HTI

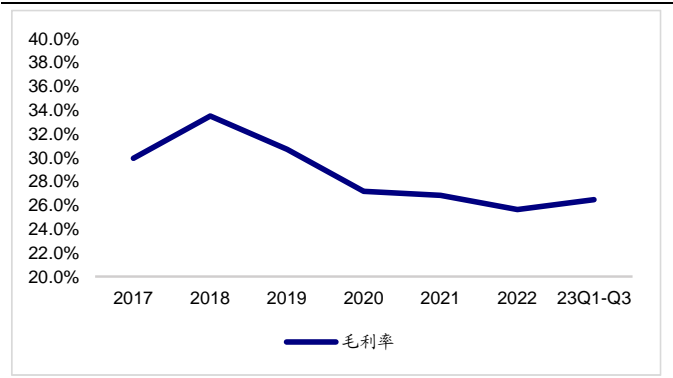
图4 公司2017年以来归母净利润及增速



资料来源：Wind, HTI

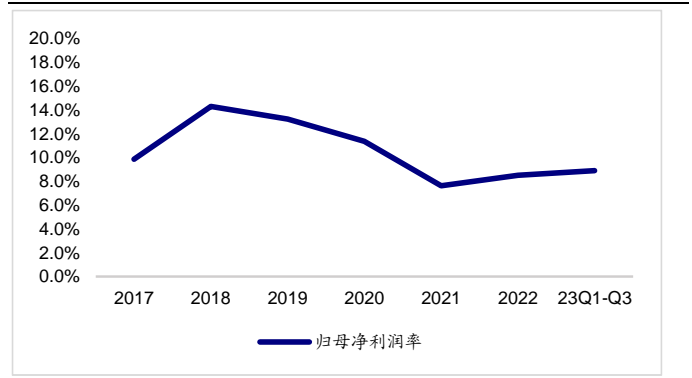
公司毛利率从2017年的29.95%下降至2022年的25.62%，平均毛利率为28.96%。其中2021与2022年毛利率下降主要是由于原材料价格的上涨以及新产品推广初期毛利率较低所导致。2023年Q1-Q3，公司实现毛利率26.47%，同比增长0.43pct，受益于营收高增长，毛利率有所改善。我们认为，随着原材料成本的控制、渠道的优化以及新产品的持续推广，看好公司毛利率提升。

图5 公司 2017 年以来毛利率变化情况



资料来源: Wind, HTI

图6 公司 2017 年以来归母净利润率变化情况

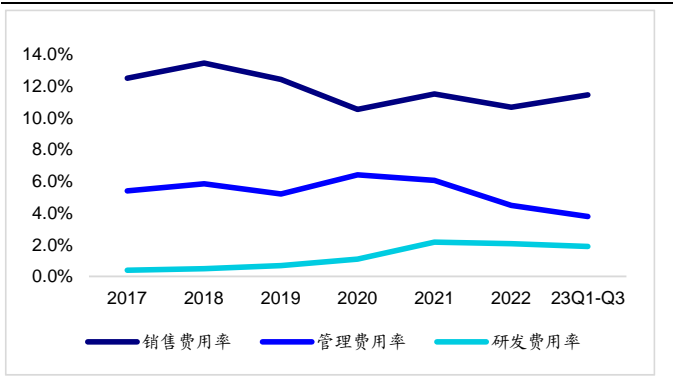


资料来源: Wind, HTI

公司期间费用率比较稳定, 17-22 年平均期间费用率为 17.66%。其中销售费用率从 2017 年的 12.5% 下降至 2022 年的 10.67%, 整体呈现下降的趋势; 管理费用率较为平稳; 受公司产品研发持续投入的影响, 公司研发费用不断增加, 研发费用率逐步提升。

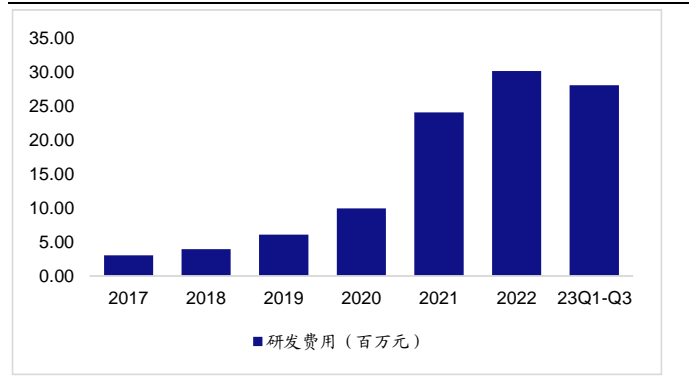
公司 2017-2022 年平均归母净利润率为 10.82%。2023 年 Q1-Q3, 公司实现归母净利润率 8.92%, 基本维持稳定。

图7 公司 2017 年以来的期间费用率



资料来源: Wind, HTI

图8 公司 2017 年以来的研发费用 (百万)



资料来源: Wind, HTI

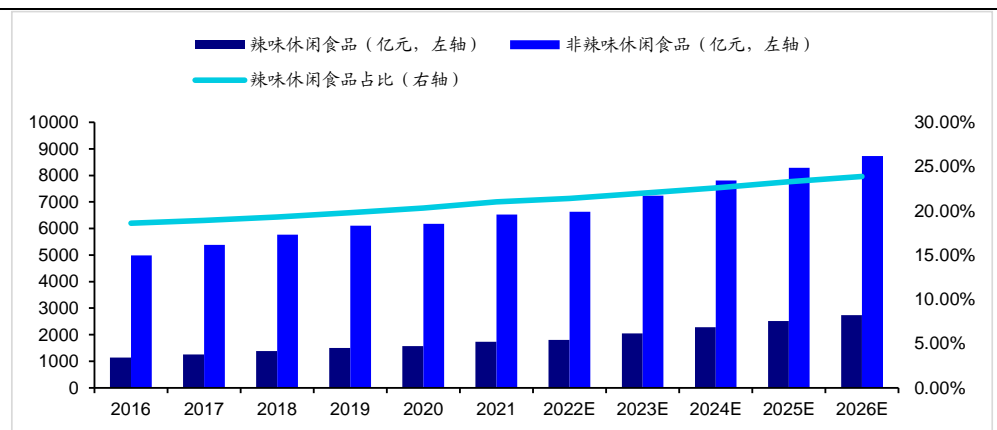
2. 辣卤休食空间广阔, 小鱼单品仍有较大提升空间

2.1 辣味休食景气度高, 前景广阔

据卫龙美味招股说明书 2022 年 11 月 23 日申请版本, 中国是全球最大的休闲食品市场之一, 2021 年市场规模达到 8251 亿元, 2016-2021 年 CAGR 为 6.1%。受可支配收入增长、城镇化进程加快、现有产品持续升级及新产品推出等影响, 预计 2021 至 2026 年中国休闲食品行业市场规模 CAGR 为 6.8%, 到 2026 年将达到人民币 11472 亿元。

休闲食品按口味可分为辣味休闲食品和非辣味休闲食品两大类。辣味休闲食品的零售额由 2016 年的 1139 亿元增长至 2021 年的 1729 亿元, CAGR 为 8.7%, 高于中国整体休闲食品行业年复合增长率。另据弗若斯特沙利文报告。辣味休闲食品预计 2021 至 2026 年 CAGR 为 9.6%。此外辣味休闲食品在整体休闲食品行业中的份额从 2016 年的 18.6% 扩张至 2021 年的 21.0%, 呈现较高景气度。

图9 中国休闲食品行业按口味划分的零售额

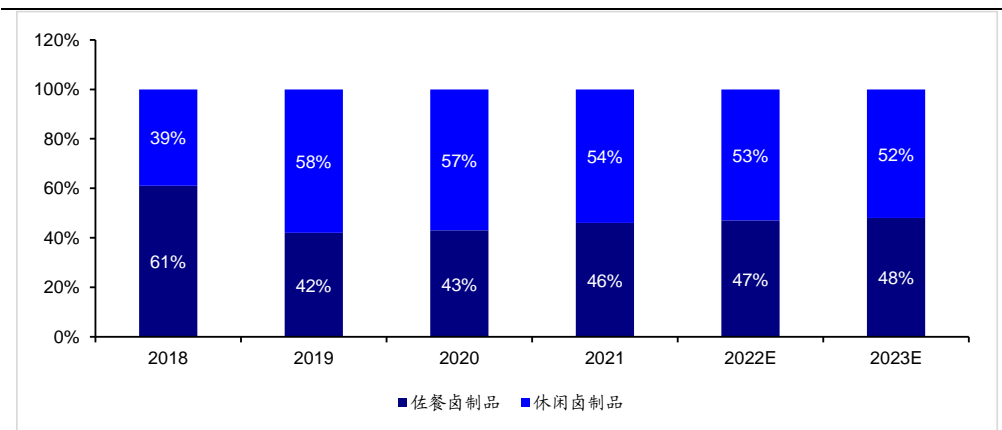


资料来源：卫龙美味招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，HTI

(1) 休闲卤制品市场稳定增长，卤味零食受欢迎。在消费升级的背景下，卤制食品维持稳定增长趋势。根据中商产业研究院相关统计数据，卤制品行业规模从2016年的1982亿元增长至2020年的2540亿元，年均复合增长率为6.3%。预计2023年的卤制品市场规模将达到4051亿元。休闲卤制品增速大于卤制品整体水平，预计2023年休闲卤制食品市场规模有望达1924亿元，其中包装休闲卤制品的市场规模增速明显快于散装卤制品。

(2) 休闲鱼制品增速可观，未来前景巨大。休闲鱼制品行业具有高增长性，增长空间大，目前休闲鱼制品还处于行业分散、快速发展的阶段。据公司2022年年报援引行业协会资料显示，休闲鱼制品作为加工水产品的重要品类，具备美味、便捷、便于运输、品质稳定等优势，其增长速度较为可观，未来前景巨大。据公司2023年半年报，休闲鱼制品2020年的零售总额约为200亿元，预计2030年市场规模可达600亿元。

图10 2018-2023年中国卤制品行业市场规模占比变化



资料来源：观研报告网，中国卤制品行业发展态势分析与投资战略评估报告（2023-2030年），HTI

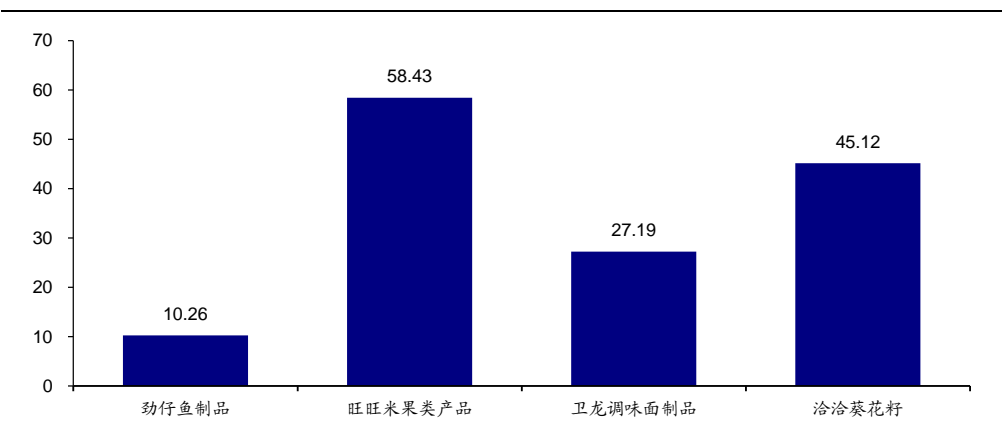
(3) 休闲豆制品行业分散，且全国各地消费习惯差异较大。根据公司2023年半年报援引弗若斯特沙利文报告，休闲豆干制品2022年行业规模已达到168亿元，预计到2025年，休闲豆干制品行业规模将达到246亿元。

(4) 休闲肉制品市场规模大，禽类制品势头强劲。近年来国内休闲肉制品发展迅速，具有口味独特、产品多样、食用方便等特点。根据公司2022年年报援引中商产业研究院相关数据，禽类卤制品在休闲卤制品中占比50%左右，是休闲卤制品的主要品类。

2.2 与其他赛道龙头相比，单品仍有较大进步空间

我们认为，作为即食鱼类零食行业龙头，2022年，劲仔鱼制品实现营业收入10.26亿元。对比旺旺米果类产品58.43亿元，卫龙调味面制品27.19亿元、洽洽葵花子45.12亿元，因此我们认为“劲仔小鱼”有较大的进步空间。未来公司将继续专注深耕鱼类零食，发挥公司优势，聚焦强势领域推出新品，不断提升市占率，巩固领导地位，引领休闲鱼制品行业进一步发展。

图11 2022年各单品营业收入（亿元）



资料来源：公司2022年年报，中国旺旺2022年年报，卫龙2022年年报，洽洽食品2022年年报，HTI

3. 大包装+散称驱动，“超十亿”单品小鱼持续夯实领先，鹌鹑蛋快速放量

公司目前逐步形成“休闲鱼制品、豆制品、禽类制品”三大品类，打造了“小鱼、豆干、肉干、鹌鹑蛋、魔芋、素肉”六大产品系列，同时还积极研发年节礼盒、线上专售品类、品牌联名产品等创新产品，满足消费者多样化的需求。

图12 公司主要产品图示



资料来源：公司 2023 年半年报，HTI

3.1 超十亿级单品“劲仔小鱼”持续夯实龙头地位

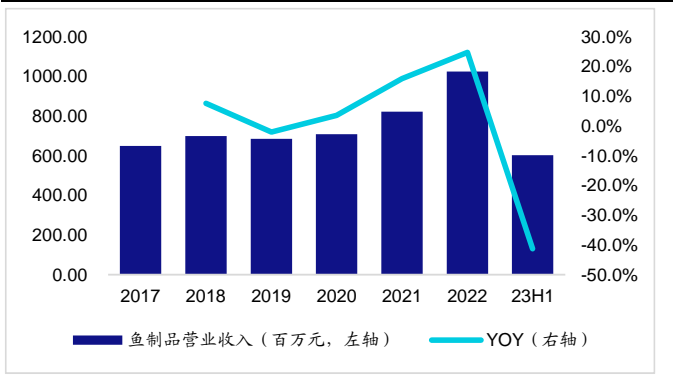
公司鱼制品销量连续多年均为即食鱼类零食行业第一，是公司“超十亿级”大单品。

“劲仔小鱼”以鳀鱼为主要原材料，将湖湘卤味与现代工艺创新融合开发出香辣、麻辣、糖醋等不同口味小鱼干，同时利用减脂减盐加工技术和健康加工零防腐技术，以完成健康化的产品开发，满足消费者对健康产品的需求。

整体来看，2017 年至 2022 年，公司休闲鱼制品品类的销售规模稳居休闲鱼制品领域行业第一。线上渠道来看，根据淘系（天猫、淘宝等）、京东平台数据统计显示，劲仔鱼制品销量连续多年均为即食鱼类零食行业第一，并晋升海味零食第一。2021 年公司重点推出了三大品类大包装（整袋销售、整盒销售）系列，同时开发了“湖湘劲辣”“热辣火锅”劲仔小鱼等创新升级口味产品，进一步加强有竞争力的品牌优势。

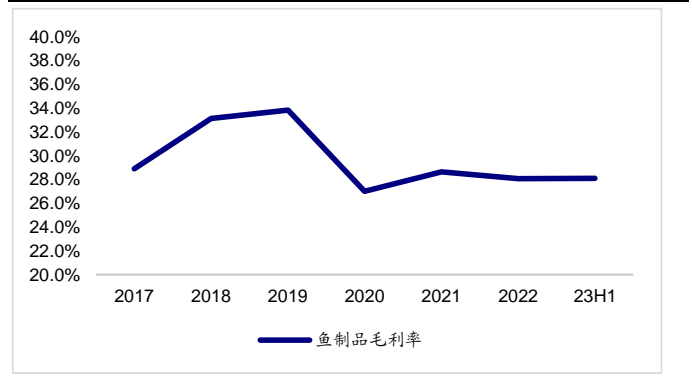
2022 年，公司鱼制品整体取得营收 10.26 亿元 (YOY=+24.74%)，占整体营业收入 70.15%，2020 年至 2022 年鱼制品 CAGR 为 20.26%。2023H1 公司鱼制品销售收入增长 35.01%至 6.03 亿元。

图13 公司鱼制品 2017 年以来的营业收入及增速



资料来源: Wind, HTI

图14 公司鱼制品 2017 年以来的毛利率变化情况



资料来源: Wind, HTI

图15 公司鱼类零食产品图示



资料来源: 公司官网, HTI

3.2 禽类制品势头强劲，鹌鹑蛋产品快速成长

公司禽类制品主要包括鹌鹑蛋和手撕肉干两个产品系列。公司选用优质鹌鹑蛋为原料，采用小火慢卤工艺，开发出具有浓郁卤制风味，营养健康的鹌鹑蛋制品——“小蛋圆圆”。蛋制品拥有广泛的消费基础，鹌鹑蛋作为优质蛋白质原料，延续了劲仔产品系列的特色，既能满足消费者对口味的需求，又能满足消费者对零食健康营养的要求。截至 2023 年 6 月，“小蛋圆圆”月度销售收入已突破 2700 万元，23H1 销售收入突破亿元大关，成为公司黑马产品。同时，公司加大研发投入，23H1 开发了“蜂蜜味鹌鹑蛋”新品，为产品升级、丰富产品矩阵提供了有力保障。23Q3 鹌鹑蛋表现持续亮眼，据公司“2023 年 10 月 24 日投资者调研接待记录表”显示，鹌鹑蛋三季度已突破 1 亿元大关，单月销售达到 4400 万元，目前是公司第二大单品。

图16 公司禽蛋零食产品图示

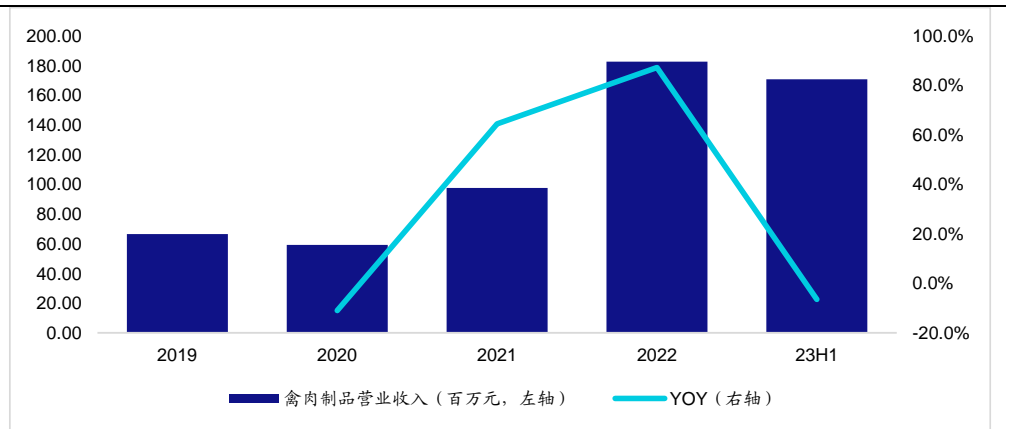


资料来源：公司官网，HTI

公司手撕肉干选用优质鸭胸肉，以独特的烘烤卤制工艺制作而成，属于风味独特、营养健康的肉干类零食。劲仔“手撕肉干”产品自上市以来快速发展，2021年进入公司亿元级单品行列，目前保持稳定增长趋势。

2021年/2022年公司禽类制品营业收入同比增长64.49%/87.24%，23H1，禽类制品营业收入保持强劲增长势头，实现同比增长155.05%，已成长为公司的第二大品类。

图17 公司禽肉制品 2019 年以来的营业收入及增速



资料来源：公司官网，HTI

3.3 豆制品持续打造全国领先品牌

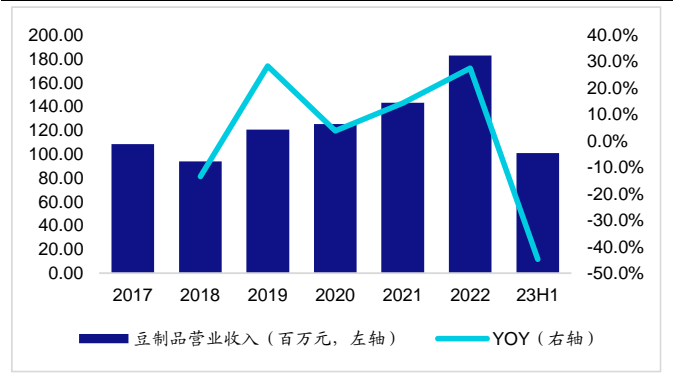
豆制品属于公司的两亿级产品。公司风味豆干以优质黑土地大豆为原材料，精选甘肃陇南海拔 1200 米以上的大红袍花椒、具有地理标志证明商标的金乡辣椒等天然香料，经卤制、烘烤等多道工艺制成，其中代表产品为传统的“劲仔厚豆干”。目前，风味豆干已开发出香辣、麻辣、泡椒和酱香四种口味，针对不同渠道的需求，公司推出了盒装、袋装、散称装不同包装厚豆干。

根据公司 2023 年半年报援引中国食品工业协会豆制品专业委员会相关文件，公司在我国休闲食品行业具有较高的知名度，2021 年公司入选中国豆制品行业品牌企业 50 强，休闲豆制品企业排名前 10。

近年来，公司在豆制品的产品升级上持续投入，深耕发展豆制品，2021 年陆续开发和储备了“短保鲜卤豆干”、“豆干+”等产品，未来将通过进一步提高产品力和品牌力，打造休闲豆制品的全国领导品牌。

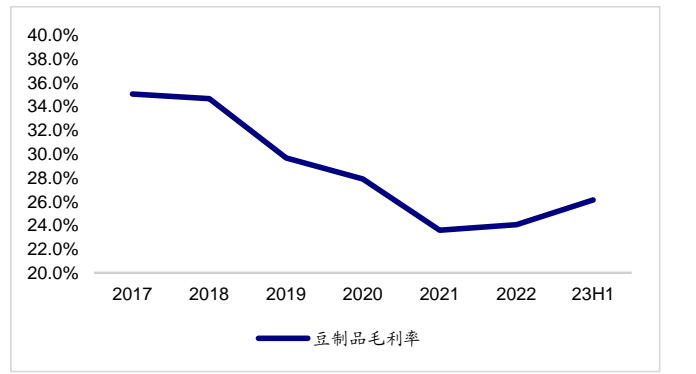
2019-2022 年公司风味豆干系列产品营收从 1.21 亿元提升至 1.83 亿元，此外 2023 年上半年，豆制品销售收入突破亿元 (YOY=29.23%)，占整体营业收入的 10.93%。

图18 公司豆制品 2017 年以来的营业收入及增速



资料来源: Wind, HTI

图19 公司豆制品 2017 年以来的毛利率变化情况



资料来源: Wind, HTI

图20 公司都干零食产品图示

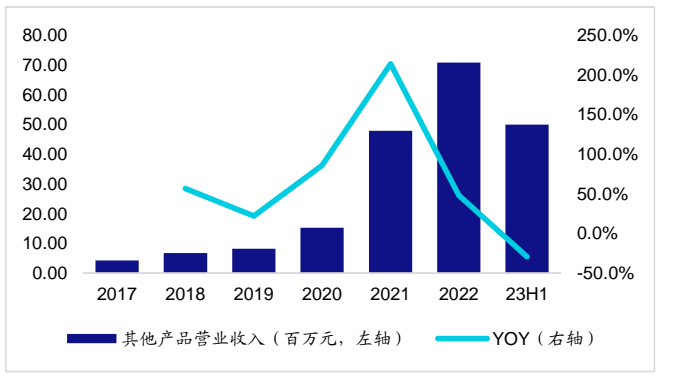


资料来源: 公司官网, HTI

3.4 多元化产品持续丰富

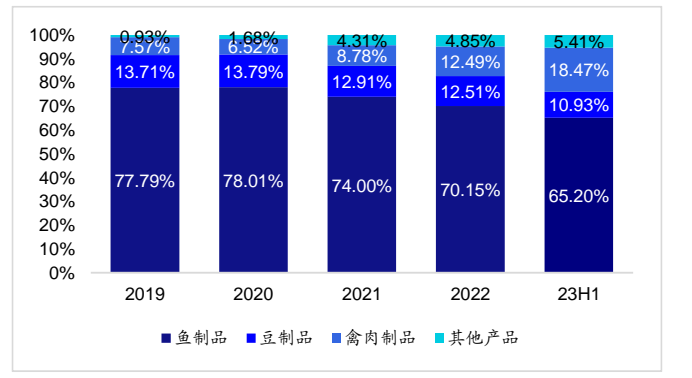
为满足消费者的多样化需求，公司陆续推出素毛肚、鱿鱼、无骨风爪等新产品，同时积极研发年节礼盒、线上专售品类、品牌联名等创新产品，不断丰富产品矩阵。2019-2022 年公司其他产品营收从 0.08 亿元提升至 0.71 亿元，占整体营收比重从 0.92% 提升至 4.85%。

图21 公司 2017 年以来其他产品营业收入



资料来源：Wind, HTI

图22 公司 2019 年以来产品收入占比



资料来源：Wind, HTI

3.5 大包装+散称齐发力，竞争力不断增加

2022 年以来，公司继续以“大包装”为战略抓手，推动整盒装、袋装“大包装”产品销售，重点完善网络布局、开发有终端服务能力经销商，开拓了空白网点和弱势渠道，提升了终端品牌形象。过去鱼制品在主流货架区陈列不多，在传统渠道多是放在货架底端拆开售卖。大包装新品提高了每次的客单价，另外也可以适配更多的销售的渠道，以及覆盖更多的人群，同时公司陆续推出全品类的大包装产品，促进产品整盒与整袋销售。

2022 年，公司“大包装升级”战略取得阶段性成果，产品矩阵得到优化，渠道竞争力不断加强，品牌力进一步提升。

2023 年上半年，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，推动产品进入高势能渠道，公司大包装产品的销售收入同比增长接近 70%。同时，公司结合大包装战略布局，陆续开发专业散称经销商推动三大品类产品系列散称产品铺市，提高客单价，填补渠道空白，2023H1 公司散称产品的销售收入增长超过 220%。

图23 公司大包装产品图示

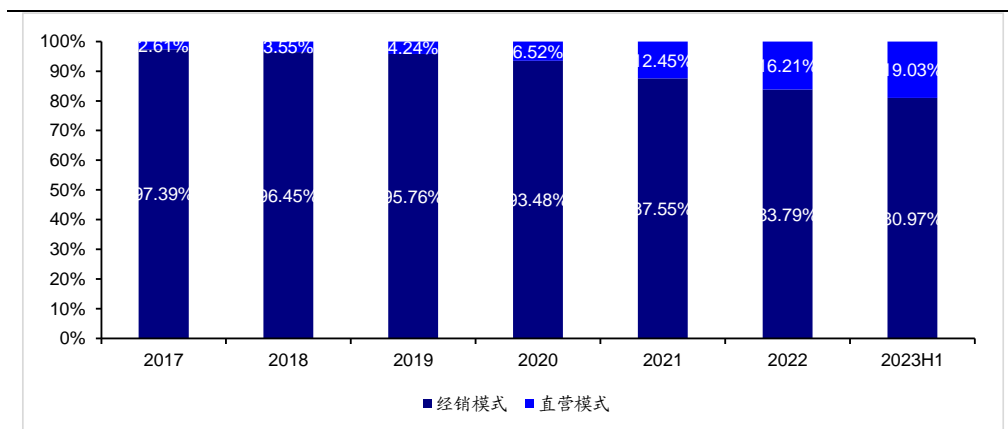


资料来源：公司官网, HTI

4. “流通”、“现代”、“线上”全渠道齐发展

公司已形成了覆盖全国市场的高效、全面的营销网络体系，销售模式以经销模式为主、直营模式为辅。其中 2017-2022 年经销模式平均收入占比为 92.40%，收入 CAGR 为 8.69%，2023 年上半年经销模式营收进一步提升至 7.49 亿元(YOY=40.38%)。2017-2022 年直营模式收入占比从 17 年的 2.61%提升至 22 年的 16.21%，保持较快提升，期间收入 CAGR 为 51.08%。2023 年上半年直营模式实现营收 1.76 亿元 (YOY=102.37%)。

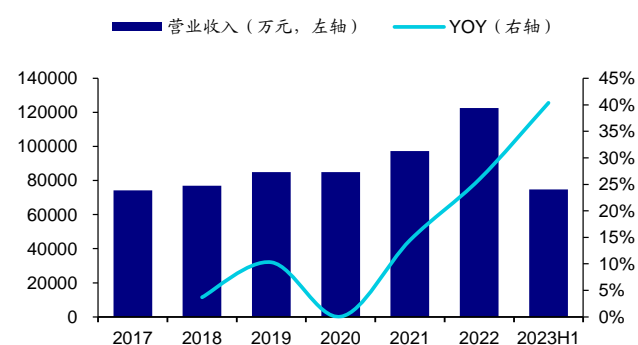
图24 2017-2023H1 公司不同销售模式占比



资料来源：公司 2023 年半年报，2022 年年报，2021 年年报，2020 年年报，招股说明书，HTI

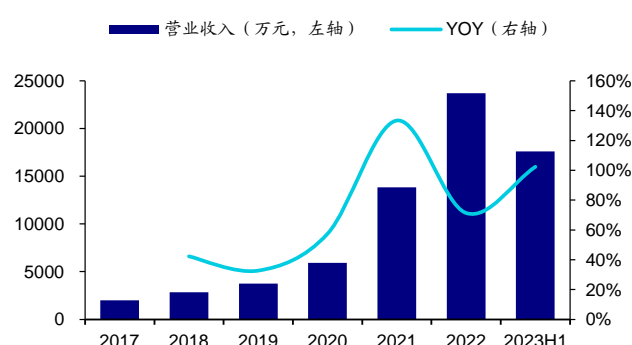
经销模式是公司最主要的销售模式，公司经销商的层级为扁平化一级经销商管理模式，经销商呈现规模小、数量多的特点。2022 年公司经销模式营收达 12.25 亿元 (YOY=25.93%)，主要是公司推行大包装产品策略、开发及优化经销商所致。公司加强经销商网络的管理和建设，不断发展壮大经销商队伍，2019-2022 年公司经销商数目为 1390 家、1734 家、1869 家、2267 家，2023 年上半年公司经销商数量为 2559 家。同时公司开发有终端配送能力的经销商，提升经销商所覆盖渠道铺货率，提高单店产出，2019-2022 年平均每家经销商销售收入分别为 61.12 万元、49.01 万元、52.05 万元、54.04 万元。

图25 2017-2023H1 公司经销模式营业收入及增速

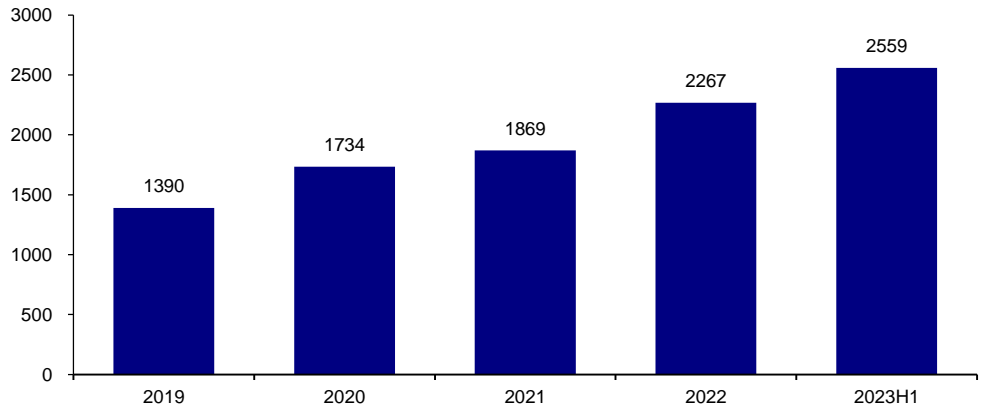


资料来源：公司招股说明书，2020 年年报，2021 年年报，2022 年年报，2023 年半年报，HTI

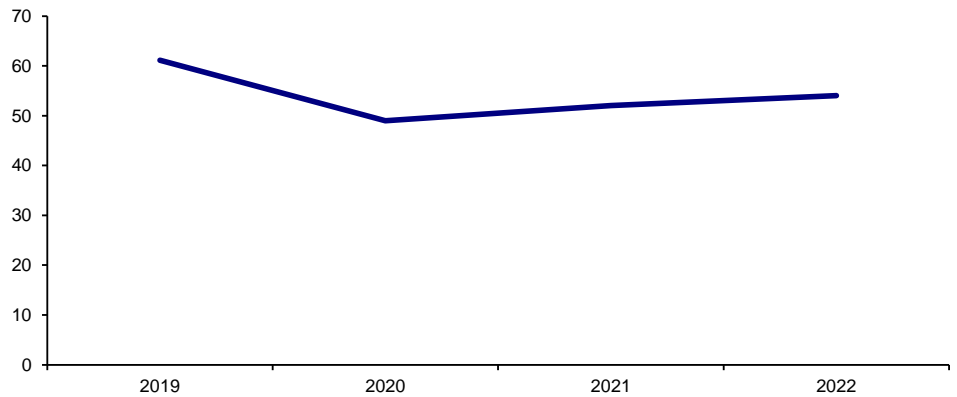
图26 2017-2023H1 公司直营模式营业收入及增速



资料来源：公司招股说明书，2020 年年报，2021 年年报，2022 年年报，2023 年半年报，HTI

图27 2019-2023H1 公司经销商数量变化（单位：个）


资料来源：公司 2023 年半年报，2022 年年报，2021 年年报，2020 年年报，招股说明书，HTI

图28 2019-2022 公司单个经销商营业收入变化（单位：万元）


资料来源：公司 2022 年年报，2021 年年报，2020 年年报，HTI

公司对经销商进行分渠道管理，将经销商划分为不同的销售渠道，主要包括流通渠道经销商（下游客户主要为下级批发商、小卖部或小型便利店等）、商超渠道经销商（下游客户主要是大卖场、连锁超市等商超类客户）及电商渠道经销商（下游客户为第三方电商平台或终端消费者）。同时公司营销部下设流通客户部、商超客户部和电商客户部。

公司直营模式包括电商直营及其他直营模式。其中电商直营是指通过天猫旗舰店等电商平台直接对终端消费者销售产品；其他直营模式是与京东“新通路”等平台合作开展的新型快速消费品零售业务，以及其他直接向终端客户销售的模式。

“流通”、“现代”、“线上”渠道三驾马车齐发展。目前公司销售渠道以流通为主，未来公司将进一步提高现代渠道、线上渠道销售的占比。

流通渠道是公司核心渠道，公司一方面通过增加有终端配送能力的经销商，提高渠道竞争力，另一方面进行跑马圈地，开发空白市场和新兴的零售渠道、特殊渠道，继续巩固流通渠道的优势。

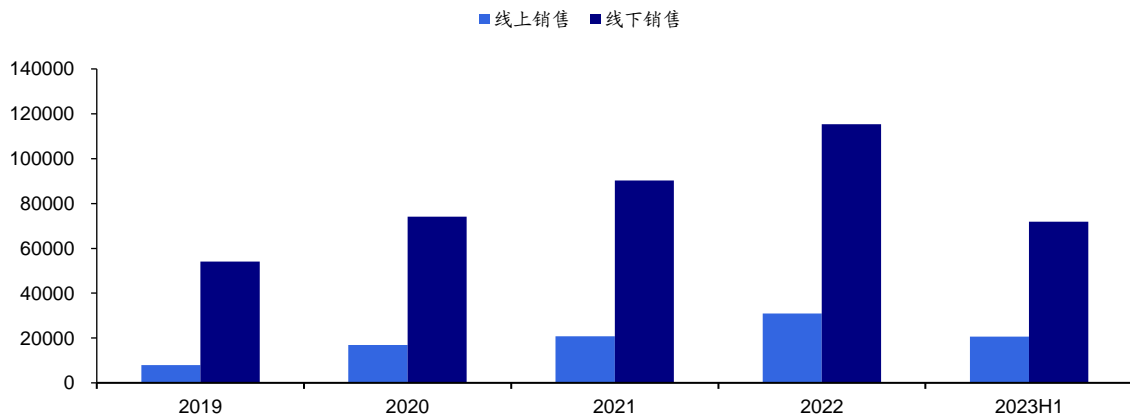
在夯实传统流通渠道优势的基础上，公司也进一步提速现代渠道和线上渠道发展。现代渠道方面，公司正加快布局增速更快的现代渠道，尤其是KA卖场、B类连锁超市、C类便利店，同时逐步推出新品，优化产品定位，提升产品利差，在终端

市场上加大产品陈列露出,以提高单店产出。2020年,公司产品已实现入驻KA、BC等现代渠道18000家门店。2021年公司通过推行大包装产品持续开发与拓展全国连锁KA、CVS连锁便利系统等以提升现代渠道覆盖率,2023年H1实现线下营业收入71892.51万元,同比增长44.06%。

电商方面,公司现已覆盖天猫、京东、拼多多等主流B2C平台,京东新通路、阿里零售通、1688等主要B2B平台。此外,还入驻了兴盛优选、美团、菜多多、十荟团等热门社区团购平台。淘系(天猫、淘宝等)、拼多多平台数据统计显示劲仔深海小鱼销量均为即食鱼类零食行业第一。

此外直播方面。公司抓住机遇,组建直播团队,利用公域流量和私域流量配合,促使消费者在品牌认知度和消费黏性实现更好贴合,从而开拓新增长点。2022年公司完善产品结构,布局短视频、社交平台、达人直播等新兴渠道,建立从头部流量到自播带货的传播矩阵,2023年H1线上直营销售收入增长69.71%。

图29 公司分渠道业绩增长情况(万元)



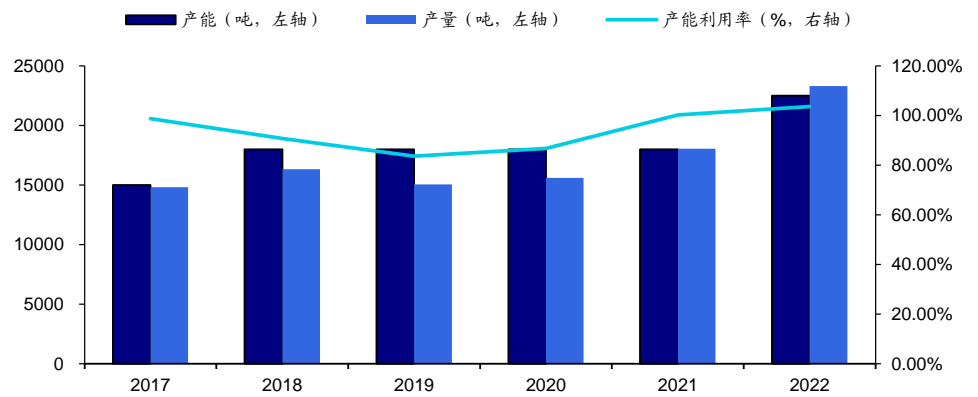
资料来源:公司2020年年报,2021年年报,2022年年报。2023年半年报,招股说明书,HTI

5. 持续扩产体现未来发展信心

公司生产模式主要为自主生产，实行“以销定产”的生产模式，根据销售订单和市场需求情况合理制定生产计划，并组织各生产基地有序生产。公司产品90%以上为公司自主生产，目前主要设有两大生产基地：湖南省平江高新技术产业园区生产基地和湖南省岳阳市经开区康王工业园生产基地。湖南省平江高新技术产业园区生产基地主要生产鱼制品、禽类制品，岳阳市经开区生产基地主要生产豆制品。

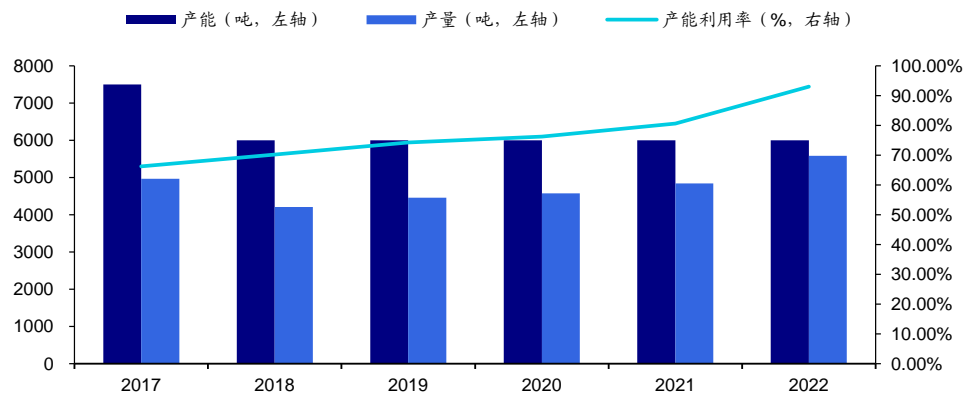
2017-2022年公司鱼制品和豆制品整体平均产能利用率为85.36%，其中鱼制品产量从2017年的1.48万吨增长至2022年的2.33万吨，平均产能利用率为93.94%，此外豆制品平均产能利用率为76.78%。

图30 2017-2022年公司鱼制品产能、产量、产能利用率变化



资料来源：公司招股说明书，2020年年报，2021年年报，2022年年报，HTI

图31 2017-2022年公司豆制品产能、产量、产能利用率变化



资料来源：公司招股说明书，2020年年报，2021年年报，2022年年报，HTI

2022年5月通过向周劲松先生非公开发行股票实现募集资金2.85亿元，用于“湘卤风味休闲食品智能生产项目”、“营销网络及品牌建设推广项目”、“新一代风味休闲食品研发中心项目”三大产能项目建设，这将进一步提升公司营销能力和研发能力。

表 2 募集资金用途

2020				2022			
序号	项目名称	项目投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	序号	项目名称	募集资金项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金投资额 (万元)
1	风味小鱼生产线技术改造项目	9923.01	9923.01	1	湘卤风味休闲食品智能生产项目	22000.00	15400.00
2	品牌推广及营销中心建设项目	6147.16	6147.16	2	营销网络品牌建设推广项目	10000.00	7500.00
				3	新一代风味休闲食品研发中心项目	8000.00	5600.00
	合计	16070.17	16070.17		合计	40000.00	28500.00

资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年度非公开发行 A 股股票发行情况报告书，HTI

2023 年 6 月公司募集资金对子公司湖南咚咚食品有限公司增资至 10000 万元，并由其引进禽肉蛋制品休闲食品深加工项目，推进公司继续深耕湘卤风味休闲食品主营业务，进一步推动“湘卤风味休闲食品智能生产项目”与“新一代风味休闲食品研发中心项目”项目建设。

6. 盈利预测与估值

(1) 风味小鱼业务。公司本块业务 2019-2022 年收入复合增速为 14.42%，此外 2023 年上半年该业务营收同比增长 35.01%。综合过去增长情况以及 2023 年上半年表现情况，我们给予本块业务 2023-2025 年 25.00%/14.00%/13.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2019-2022 年平均毛利率 29.39%，且 2023 年上半年本块业务毛利率为 28.10%，同比降低 1.89pct，综合参照于此，考虑规模效应，我们给予本块业务 2023-2025 年 28.50%/29.00%/29.50%的毛利率预测。

(2) 豆腐干业务。公司本块业务 2019-2022 年收入复合增速为 14.87%，此外 2023 年上半年该业务营收同比增长 29.24%，综合过去 3 年增长情况以及 2023 年上半年表现情况，我们给予本块业务 2023-2025 年 20.00%/15.00%/13.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2019-2022 年毛利率分别为 26.30%，此外 2023 年上半年本块业务毛利率为 26.12，同比提升 2.39pct，综合参照于此，考虑规模效应，我们给予本块业务 2023-2025 年 26.50%/27.00%/27.50%的毛利率预测。

(3) 其他主营业务。本块业务包括肉干、鹌鹑蛋等产品。公司本块业务 2019-2022 年收入复合增速为 42.47%，保持高增长。此外 2023 年上半年该业务营收同比增长 132.79%。综合过去 3 年增长情况以及 2023 年上半年增长情况，我们给予本块业务 2023-2025 年 130.00%/70.00%/40.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，本块业务毛利率波动较大，2023 年上半年本块业务毛利率为 18.77%，同比增长 3.98pct，综合参照于此，考虑规模效应，我们给予本块业务 2023-2025 年 19.00%/22.00%/24.00%的毛利率预测。

(4) 其他业务。公司本块业务体量较小，2019-2022 年收入复合增速为 30.03%综合过去 3 年增长情况，我们给予本块业务 2023-2025 年 30.00%/20.00%/15.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2023 年上半年本块业务毛利率为 61.34%，同比增长 11.04pct，综合参照于此，我们给予本块业务 2023-2025 年 60.00%/60.00%/60.00%的毛利率预测。

我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 20.68/26.66/32.63 亿元, 归母净利润分别为 2.07/2.81/3.69 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46/0.62/0.82 元/股。结合可比公司估值和公司增长情况, 给予公司 25 倍的 PE (2024E) 估值, 对应目标价 15.50 元, 维持“优于大市”评级。

表 3 可比上市公司估值表 (2024 年预测 PE, 倍)

上市公司	证券代码	收盘价 (元)	PE (倍, 2024E)
洽洽食品	002557	35.12	15.97
三只松鼠	300783	16.93	24.17
良品铺子	603719	14.71	13.99
盐津铺子	002847	70.94	20.65
甘源食品	002991	72.05	17.20
平均 PE (倍, 2024E)			18.40

资料来源: Wind, HTI

备注: 按 2024 年 02 月 07 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

表 4 公司营业收入预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1462.03	2067.76	2665.62	3262.56
风味小鱼	1025.67	1282.09	1461.58	1651.59
豆腐干	182.93	219.52	252.44	285.26
其他主营业务	236.70	544.41	925.50	1295.70
其他业务	16.73	21.75	26.10	30.01
营业收入同比增长	31.59%	41.43%	28.91%	22.39%
风味小鱼	24.74%	25.00%	14.00%	13.00%
豆腐干	27.53%	20.00%	15.00%	13.00%
其他主营业务	77.34%	130.00%	70.00%	40.00%
其他业务	40.59%	30.00%	20.00%	15.00%
毛利率 (%)	25.62	26.12	26.68	27.42
风味小鱼	28.08	28.50	29.00	29.50
豆腐干	24.05	26.50	27.00	27.50
其他主营业务	13.94	19.00	22.00	24.00
其他业务	57.64	60.00	60.00	60.00
毛利 (百万元)	374.57	540.05	711.29	894.64
风味小鱼	288.01	365.39	423.86	487.22
豆腐干	43.99	58.17	68.16	78.45
其他主营业务	33.00	103.44	203.61	310.97
其他业务	9.64	13.05	15.66	18.01

资料来源: Wind, HTI

7. 风险提示

(1) 食品安全风险, (2) 下游需求不及预期, (3) 市场竞争加剧, (4) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期, (5) 上游原材料成本价格以及费用投放波动。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1462	2068	2666	3263
每股收益	0.28	0.46	0.62	0.82	营业成本	1087	1528	1954	2368
每股净资产	2.15	2.60	3.23	4.05	毛利率%	25.6%	26.1%	26.7%	27.4%
每股经营现金流	0.21	0.50	0.63	0.82	营业税金及附加	8	12	16	20
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	156	225	291	356
P/E	49.06	29.57	21.73	16.57	营业费用率%	10.7%	10.9%	10.9%	10.9%
P/B	6.32	5.21	4.20	3.35	管理费用	65	77	99	121
P/S	3.74	2.96	2.29	1.87	管理费用率%	4.5%	3.7%	3.7%	3.7%
EV/EBITDA	29.32	22.41	15.73	11.16	EBIT	115	191	261	343
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-15	-14	-21	-30
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.0%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
毛利率	25.6%	26.1%	26.7%	27.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	8.5%	10.0%	10.6%	11.3%	投资收益	3	4	5	7
净资产收益率	12.9%	17.6%	19.3%	20.2%	营业利润	148	236	321	422
资产回报率	9.6%	13.0%	14.2%	15.1%	营业外收支	-6	1	1	1
投资回报率	10.0%	13.7%	15.3%	16.1%	利润总额	142	237	322	423
盈利增长 (%)					EBITDA	149	209	281	366
营业收入增长率	31.6%	41.4%	28.9%	22.4%	所得税	20	33	45	59
EBIT 增长率	59.2%	65.9%	36.8%	31.6%	有效所得税率%	14.2%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	46.8%	65.9%	36.1%	31.2%	少数股东损益	-3	-3	-4	-5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	125	207	281	369
资产负债率	24.3%	25.7%	26.1%	25.3%					
流动比率	2.78	2.73	2.91	3.17	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.71	1.72	1.89	2.15	货币资金	396	559	817	1159
现金比率	1.36	1.45	1.66	1.95	应收账款及应收票据	10	14	18	22
经营效率指标					存货	301	377	482	584
应收帐款周转天数	2.49	2.50	2.50	2.50	其它流动资产	101	107	112	117
存货周转天数	100.92	90.00	90.00	90.00	流动资产合计	808	1056	1429	1882
总资产周转率	1.13	1.30	1.35	1.34	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	4.18	5.35	6.62	7.84	固定资产	350	387	402	416
					在建工程	27	37	27	22
					无形资产	35	40	44	47
					非流动资产合计	488	540	549	561
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	1296	1596	1978	2444
净利润	125	207	281	369	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-3	-3	-4	-5	应付票据及应付账款	100	126	161	195
非现金支出	34	18	21	23	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	1	-5	-6	-8	其它流动负债	190	261	331	399
营运资金变动	-64	10	-9	-9	流动负债合计	291	387	492	594
经营活动现金流	93	227	282	370	长期借款	0	0	0	0
资产	-166	-69	-29	-34	其它长期负债	24	24	24	24
投资	15	0	0	0	非流动负债合计	24	24	24	24
其他	3	4	5	7	负债总计	315	411	516	618
投资活动现金流	-148	-65	-24	-27	实收资本	403	451	451	451
债权募资	70	0	0	0	归属于母公司所有者权益	968	1174	1456	1825
股权募资	9	48	0	0	少数股东权益	14	11	6	1
其他	-134	-48	0	0	负债和所有者权益合计	1296	1596	1978	2444
融资活动现金流	-55	0	0	0					
现金净流量	-109	163	258	342					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 08 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights: Leading in flavored fish products, entering rapid growth. Headquartered in Changsha, Hunan, the company is a well-known traditional snack food enterprise in China. Focusing on snack foods, it has developed three main categories and six product series. Post-IPO, the company has introduced talent and established equity incentives, boosting team motivation. From 2017 to 2022, revenue CAGR was 13.78%, with a 47.85% YoY increase in Q1-Q3 2023.

Spicy leisure food has a broad market, with potential for growth in fish snacks. Retail sales of spicy snacks grew from RMB 113.9 billion in 2016 to RMB 172.9 billion in 2021 (CAGR=8.7%). The company's flagship 'Jinzi Xiaoyu' leads the leisure fish product market but has room to grow compared to similar products.

Big packaging and bulk sales drive the 'over one billion' fish snack, with quail eggs rapidly increasing in volume. 'Jinzi Xiaoyu' has been the top-selling instant fish snack for years (online channels), with a 20.26% CAGR from 2020 to 2022 and a 35.01% sales revenue increase to RMB 603 million in H1 2023. Quail eggs have become the second major product, with sales reaching RMB 44 million in a single month in Q3 2023.

The company's bean products are a two hundred million level product. Continuous investment in product upgrades and development aims to create a leading national brand in leisure bean products.

Since H2 2021, the company has focused on 'big packaging' to drive sales. This strategy has shown good results over a year. The company also developed bulk distribution to fill market gaps, with big packaging sales up nearly 70% and bulk sales up over 220% in H1 2023.

The company has a comprehensive marketing network covering the national market, with a focus on distribution and supplementary direct sales. From 2017 to 2022, the distribution model accounted for an average of 92.40% of revenue, with a CAGR of 8.69%, while direct sales increased from 2.61% to 16.21%, with a CAGR of 51.08%. The company plans to increase the proportion of modern and online channel sales.

Earnings Forecast and Valuation: We project revenues of RMB 2.068/2.666/3.263 billion and net profits attributable to shareholders of RMB 0.207/0.281/0.369 billion for 2023-2025, with EPS of RMB 0.46/0.62/0.82. Given a PE of 25 times (2024E), the target price is RMB 15.50, maintaining an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Food safety, weaker than expected downstream demand, increased market competition, new product/channel/market expansion falling short, and fluctuations in raw material costs and expenses.

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，顾慧菁，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, Huijing Yan, 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，吴岱禹，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, Jasmine Wu, 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@htsec.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@htsec.com if timely and comprehensive information is needed).

002557.CH, 北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司—引擎资本基金长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管—北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划—富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛复合策略一号基金及 601288.CH 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。

002557.CH, 北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司—引擎资本基金长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管—北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划—富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司,上海京东工贸商行,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛复合策略一号基金 and 601288.CH are/were 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 个月中从北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛复合策略一号基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司—引擎资本基金长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管—北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划—富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司 及上海京东工贸商行获得除投资银行服务以外的产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 北京东方星辰国际投资有限公司,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十号君博澄明多策略私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格二十一号华宇顺为均衡配置私募证券投资基金,北京东方贝格资产管理有限公司—东方贝格泓海 1 号私募证券投资基金,北京东方华晟投资管理有限公司,北京东方顺泰金属制品有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司,北京东方蜗牛投资管理有限公司—东方蜗牛复合策略一号基

金,北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛积极进取二号私募基金,北京东方蜗牛投资管理有限公司-东方蜗牛稳健回报三号私募基金,北京东方引擎投资管理有限公司-引擎资本基金,长青混合私募证券投资基金,北京东方雨虹防水技术股份有限公司,北京东方雨虹防水技术股份有限公司回购专用证券账户,北京东海长基投资基金管理有限公司,北京东世佳商贸有限公司,北京东泰阳光纺织品有限公司,北京东绿谷农业科技有限公司,富诚海富资管-北京东方雨虹防水技术股份有限公司 2021 年员工持股计划-富诚海富通东方雨虹员工持股单一资产管理计划,南京东宇汽车集团有限公司 and 上海京东工贸商行。

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

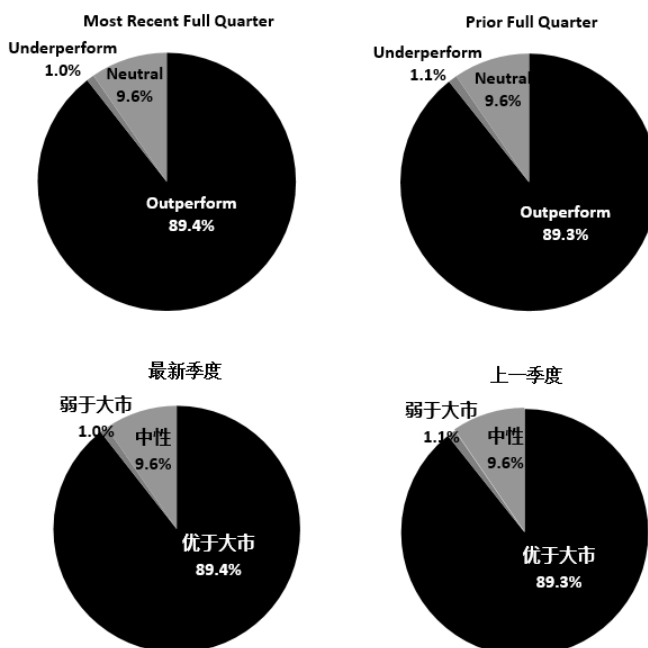
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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



截至 2023 年 12 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	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*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, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.6%	1.0%
IB clients*	3.9%	5.1%	5.6%

*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.

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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 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 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

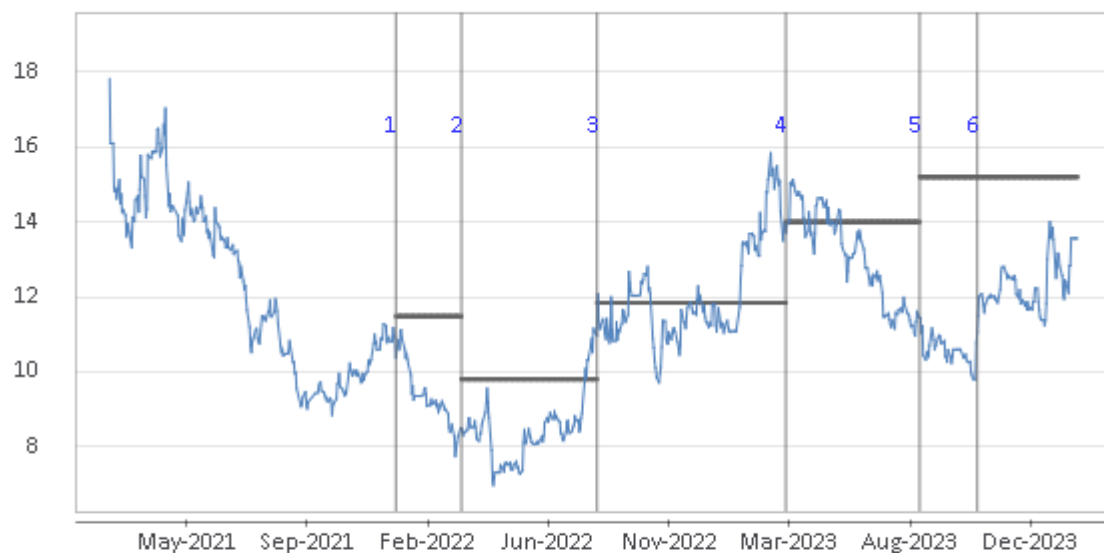
“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

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>

Jinzai Food Group - 003000 CH



1. 9 Jan 2022 OUTPERFORM at 10.81 target 11.48.
2. 22 Mar 2022 OUTPERFORM at 8.26 target 9.8.
3. 22 Aug 2022 OUTPERFORM at 11.15 target 11.84.
4. 23 Mar 2023 OUTPERFORM at 13.97 target 14.0.
5. 21 Aug 2023 OUTPERFORM at 11.44 target 15.2.
6. 25 Oct 2023 OUTPERFORM at 11.05 target 15.2.