

首次覆盖:中国辣味休闲食品龙头, 盈利能力优异,第二曲线快速成长

9985 HK
WEILONG Delicious Global Holdings
Rating: OUTPERFORM
Target Price: HK\$8.36

Huijing Yan
hj.yan@htisec.com

Yuxuan Zhang
yx.zhang@htisec.com

Jasmine Wu
jasmine.wu@htisec.com

投资要点:

- **中国领先辣味休闲食品企业, 盈利能力优异。** 公司是中国领先的辣味休闲食品企业, 根据招股说明书援引弗若斯特沙利文的资料, 按 2021 年零售额计, 公司在中国所有辣味休闲食品企业中排名第一, 市场份额达到 6.2%, 且在调味面制品及辣味休闲蔬菜制品细分品类的市场份额均排名第一。此外公司是中国倍受年轻消费者喜爱的休闲食品品牌。公司营收从 2018 年的 27.52 亿元增长至 2023 年的 48.72 亿元 (CAGR=12.10%), 保持稳健成长。
- **辣卤休闲食品行业前景广阔, 公司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%), 高于中国整体休闲食品行业年复合增长率。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。公司是中国休闲食品行业内增长最快、盈利能力最强的企业之一。对比三只松鼠坚果 41.07 亿元、洽洽葵花子 45.12 亿元、旺旺米果类产品 58.43 亿元, 我们认为公司的调味面制品和蔬菜制品仍有较大的进步空间。
- **调味面制品经典单品盈利能力持续提升, 蔬菜制品第二曲线快速成长。** 公司坚持“多品类大单品”的产品策略, 涵盖了调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品品类。(1) 调味面制品: 调味面制品是公司最经典的产品类别。2018-2023 年公司调味面制品营业收入由 21.62 亿元增长至 26.49 亿元 (CAGR=3.35%); 平均销售价格 (ASP) 由 13.90 元/kg 提升至 20.49 元/kg, 盈利能力持续提升。
- (2) 蔬菜制品: 公司的蔬菜制品主要包括魔芋爽、风吃海带及小魔女。2018-2023 年公司的蔬菜制品营业收入由 2.98 亿元增长至 21.19 亿元 (CAGR=48.05%), 保持快速成长势能。
- (3) 78° 卤蛋是公司在 2021 年推出的新产品, 通过独特的精准控温, 低温慢卤技术, 竭力保留了鸡蛋的丰富营养、鲜嫩口感、原始形状, 香醇卤味中带有丝丝辣感, 其新颖的蛋型独立包装设计为消费者带来有趣体验。
- **线下渠道基本盘稳健, 零食量贩渠道积极布局。** 2018-2023 年公司线下渠道平均营业收入占比为 90.40%, 期间营业收入 CAGR 为 11.60%; 线上渠道平均营业收入占比为 9.60%, 期间营业收入 CAGR 为 17.09%。2018-2023 年, 公司的线下经销商数量整体保持稳定。截至 2023 年 12 月 31 日, 公司与 1708 家线下经销商合作。此外公司于 2023H1 积极推出针对零食量贩新渠道的定制化产品。2023 年 9 月, 公司通过零食量贩渠道共销售 433716 箱产品, 涵盖调味面制品、蔬菜制品及豆制品全品类产品。

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)

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收(百万元)	4851	4887	5599	6367	7136
(+/-)YoY(%)	-3.5%	5.1%	14.6%	13.7%	12.1%
净利润(百万元)	151	880	1030	1209	1393
(+/-)YoY(%)	-82%	482%	17%	17%	15%
全面摊薄 EPS(元)	0.06	0.37	0.44	0.51	0.59
毛利率(%)	42.3%	47.7%	48.6%	49.9%	51.1%
净资产收益率(%)	2.7%	15.4%	15.3%	15.2%	14.9%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), HTI

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利预测与估值。我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 55.99/63.67/71.36 亿元，主营业务收入为 55.84/63.51/71.21 亿元，归母净利润分别为 10.30/12.09/13.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.44/0.51/0.59 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 19 倍的 PE (2024E) 估值，对应目标价 8.36 元，按照港元兑人民币约 0.93 汇率计算（截至 2024/6/24 时间点计算），对应目标价 8.99 港元/股，首次覆盖并给予“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. 中国领先辣味休闲食品企业，盈利能力优异.....	7
1.1 辣味休闲食品企业龙头，备受年轻消费者喜爱.....	7
1.2 历史收入稳健增长，盈利水平优异.....	9
2. 辣味休闲食品行业前景广阔，公司单品仍有较大提升空间.....	10
2.1 辣味休闲食品景气度较好，前景广阔.....	10
2.2 公司辣味休闲食品行业份额第一，单品仍有较大提升空间.....	10
3. 调味面制品经典单品盈利水平持续提升，蔬菜制品第二曲线快速成长.....	12
3.1 调味面制品：经典单品，平均售价&毛利率持续提升.....	12
3.2 蔬菜制品：第二曲线保持高速增长.....	13
3.3 豆制品及其他产品：期待卤蛋产品发展.....	14
4. 线下渠道基本盘稳健，零食量贩渠道积极布局.....	16
5. 五大工厂布局，整体产能利用率较高.....	18
6. 盈利预测与估值.....	19
7. 风险提示.....	20
财务报表分析和预测.....	22

图目录

图 1	2021 年辣味休闲食品市场集中度.....	7
图 2	公司 2021 年市场份额	7
图 3	公司发展历程	7
图 4	公司股权结构	8
图 5	公司主要产品图示	8
图 6	公司 2018 年以来营业总收入及增速.....	9
图 7	公司 2018 年以来毛利率变化情况.....	9
图 8	公司 2018 年以来销售净利润及增速.....	9
图 9	公司 2018 年以来净利润率变化情况.....	9
图 10	中国休闲食品行业按口味划分的零售额	10
图 11	公司斩获第十一届 TopDigital 创新营销奖三项大奖	11
图 12	休闲食品各单品营业收入 (亿元)	11
图 13	调味面制品经典包装款与精装款销售收入变化.....	12
图 14	公司调味面制品 2018 年以来的营业收入及增速	13
图 15	公司调味面制品 2018 年以来的毛利率变化情况	13
图 16	公司调味面制品 2018 年以来的销量及增速	13
图 17	公司调味面制品 2018 年以来的 ASP 变化情况	13
图 18	公司蔬菜制品 2018 年以来的营业收入及增速	14
图 19	公司蔬菜制品 2018 年以来的毛利率变化情况	14
图 20	公司蔬菜制品 2018 年以来的销量及增速	14
图 21	公司蔬菜制品 2018 年以来的 ASP 变化情况	14
图 22	公司豆制品及其他产品 2018 年以来的营业收入及增速.....	15
图 23	公司豆制品及其他产品 2018 年以来的毛利率变化情况.....	15
图 24	公司豆制品及其他产品 2018 年以来的销量及增速	15
图 25	公司豆制品及其他产品 2018 年以来的 ASP 变化情况	15
图 26	2018-2023 公司不同销售渠道营业收入占比	16
图 27	2018-2023 公司线下渠道营业收入及增速	16
图 28	2018-2023 公司经销商数量变化 (单位: 个)	16
图 29	2018-2023 公司经销商平均销售收入	17
图 30	2018-2023 公司线上经销渠道营业收入及增速	17

图 31	2018-2023 公司线上直营渠道营业收入及增速	17
图 32	2018-2023 总设计产能、实际产量、产能利用率变化.....	18
图 33	2018-2023 调味面制品设计产能、实际产量、产能利用率变化.....	18
图 34	2018-2023 蔬菜制品设计产能、实际产量、产能利用率变化.....	18
图 35	2018-2023 豆制品及其他产品设计产能、实际产量、产能利用率变化.....	18

表目录

表 1	可比上市公司估值表 (2023 年预测 PE, 倍)	19
表 2	公司营业收入预测	20

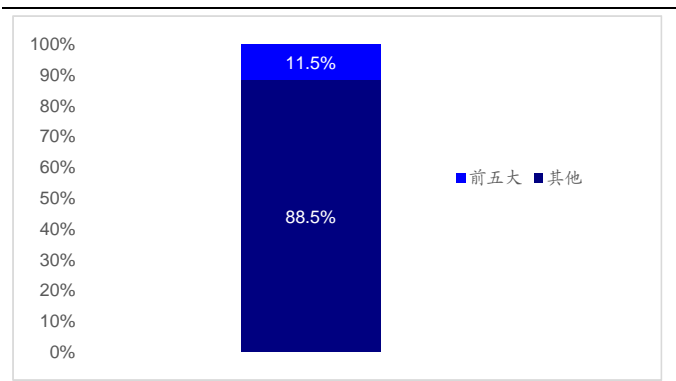
1. 中国领先辣味休闲食品企业，盈利能力优异

1.1 辣味休闲食品企业龙头，备受年轻消费者喜爱

公司是中国领先的辣味休闲食品企业，根据招股说明书援引弗若斯特沙利文的资料，按 2021 年零售额计，公司在中国所有辣味休闲食品企业中排名第一，市场份额达到 6.2%，且在调味面制品及辣味休闲蔬菜制品细分品类的市场份额均排名第一。

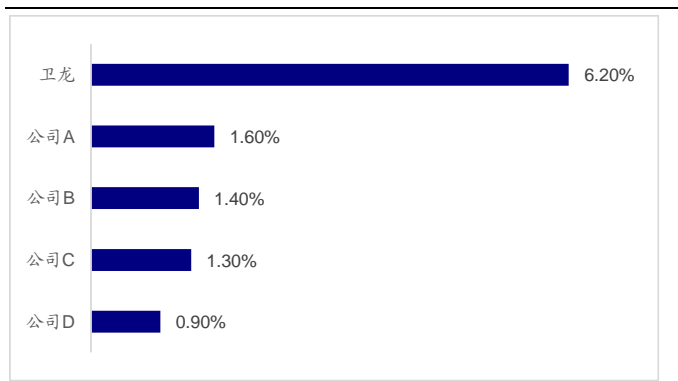
此外公司是中国倍受年轻消费者喜爱的休闲食品品牌。根据招股说明书援引弗若斯特沙利文的资料，公司 95.0% 的消费者年龄在 35 岁及以下，55.0% 的消费者年龄在 25 岁及以下。同时，公司是中国知名度最高、最受消费者喜爱的辣味休闲食品品牌，而且就品牌知名度而言，公司是 25 岁及以下年轻人心目中休闲食品的第一品牌。

图1 2021 年辣味休闲食品市场集中度



资料来源：公司招股说明书、招股说明书援引弗若斯特沙利文报告、HTI

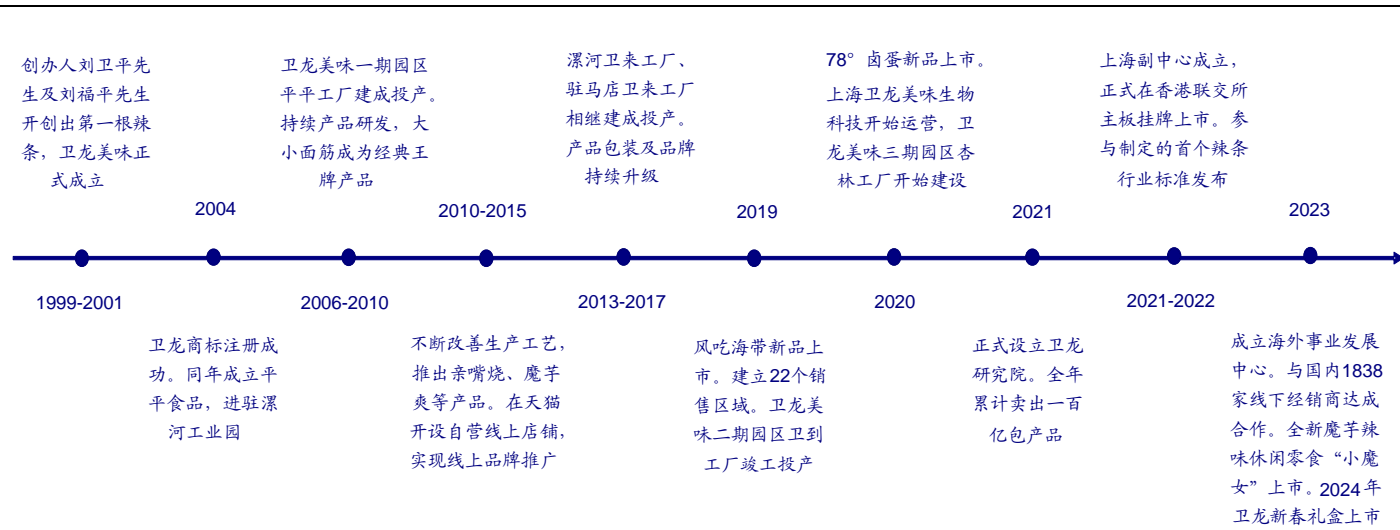
图2 公司 2021 年市场份额



资料来源：公司招股说明书、招股说明书援引弗若斯特沙利文报告、HTI

二十年前，受中国传统美食的启发，公司从调味面制品（亦称为辣条）起步，在发展初期，公司使用自主研发的配方及从信誉良好的供货商采购的原材料生产若干受欢迎的美味的辣味调味面制品，并通过广泛的经销渠道以亲民化的价格提供予年轻消费者。公司的产品陪伴了中国千禧一代人的成长。多年来，公司不断改进配方，改善生产工艺技术，以保持其在调味面制品细分品类中的领先地位。

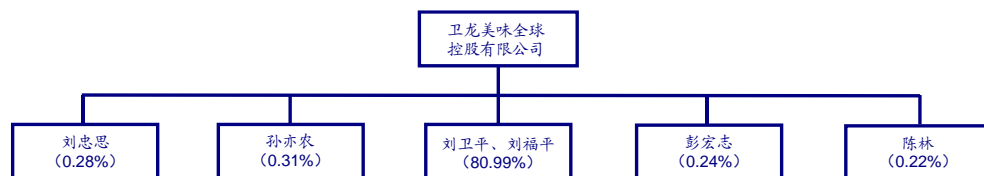
图3 公司发展历程



资料来源：公司官网、HTI

截至 2023 年 6 月 30 日，公司控制人刘卫平先生和刘福平先生共同持有约 80.99% 的已发行股本的权益，共计 1904243183 股。我们认为，公司大股东持股比例较高，股权结构稳定。

图4 公司股权结构



资料来源：2023 年半年报，HTI

产品方面，公司通过扎实深入的基础研究和领先的生产工艺技术，经过多年的研发创新，不断延展产品组合以迅速应对不断变化的市场状况和消费者偏好。此外公司坚持“多品类大单品”的产品策略，涵盖了调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品品类。于 2021 年，公司有两个品类（即调味面制品及蔬菜制品）的年零售额超过人民币 10 亿元；其中四个单品（即大面筋、魔芋爽、亲嘴烧及小面筋）的年零售额均超过人民币 5 亿元。2023 年，公司推出新品麻辣辣条“霸道熊猫”，魔芋素毛肚“小魔女”及辣脆片“脆火火”，进一步丰富公司的产品矩阵，提升品类竞争力。

图5 公司主要产品图示



资料来源：公司官网，HTI

渠道方面，公司同时布局各大电商平台，积极拓展线上业务，与线下渠道形成有力互补。为配合快速发展的线上销售业务，公司拥有专责的电商团队，通过对线上用户及销售数据分析，创造更契合消费者消费习惯的产品组合，并不断提升线上用户参与度以及后端服务能力。此外，公司认为零食量贩店凭借购买方便，价格实惠等特点能够满足部分消费者较强的即时性消费需求。为此，公司于 2023 上半年积极推出针对零食量贩新渠道的定制化产品，期望能更有效地抓住零食量贩新渠道带来的发展机遇。

产能方面，公司在河南省拥有五个工厂，分别为漯河平平工厂、漯河卫来工厂、驻马店卫来工厂、漯河卫到工厂及漯河杏林工厂，其中漯河杏林工厂正在建设中，该工厂的部分产线已投产。公司的多数生产线均已实现自动化，并且在整个生产过程中对关键参数实施严格地监控。

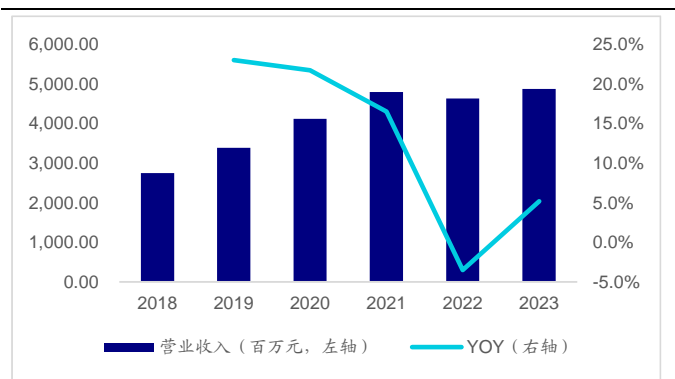
1.2 历史收入稳健增长，盈利水平优异

公司营收从 2018 年的 27.52 亿元增长至 2023 年的 48.72 亿元 (CAGR=12.10%)，较 2022 年的 46.32 亿元增加 5.17%。主要由于 O2O、零食量贩店、内容电商等新兴渠道带来的收入增长被由于流量下滑的线下传统渠道的收入下降所部分抵消。

公司毛利率从 2018 年的 34.72% 上升至 2023 年的 47.68%，平均毛利率为 39.52%。其中 2023 年毛利率由上年度的 42.30% 增至 47.68%，主要由于公司在上年度对主要产品结构进行调整带来了平均售价的提升、原材料价格下降及公司通过持续优化生产工艺流程，优化了成本管理。

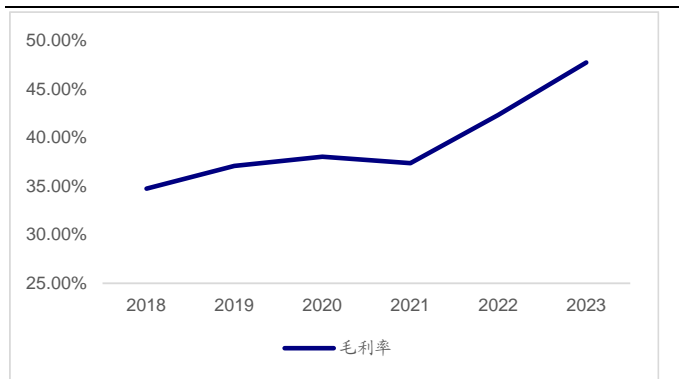
公司的净利润从 2018 年的 4.76 亿元增长至 2023 年的 8.80 亿元 (CAGR=13.07%)，较 2022 年的 1.51 亿元增加 481.9%。主要是由于毛利的增加以及 2022 年有与首次公开发售前投资有关的以股份为基础的付款，金额为人民币 628.8 百万元。公司净利润率从 2018 年的 17.26% 上升至 2023 年的 18.01%，其中 2023 年净利润率由上年度的 3.25% 增至 18.01%。

图6 公司 2018 年以来营业总收入及增速



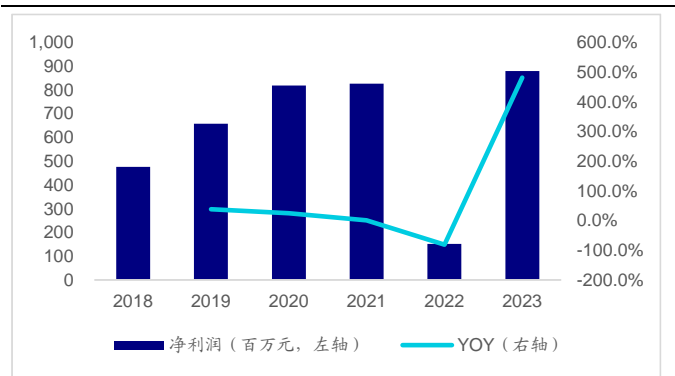
资料来源：Wind, HTI

图7 公司 2018 年以来毛利率变化情况



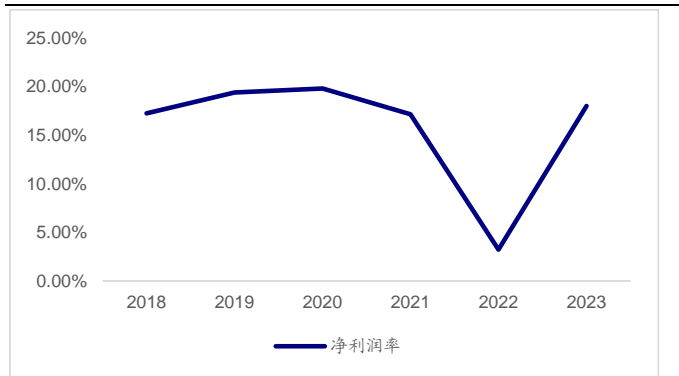
资料来源：Wind, HTI

图8 公司 2018 年以来销售净利润及增速



资料来源：Wind, HTI

图9 公司 2018 年以来净利润率变化情况



资料来源：Wind, HTI

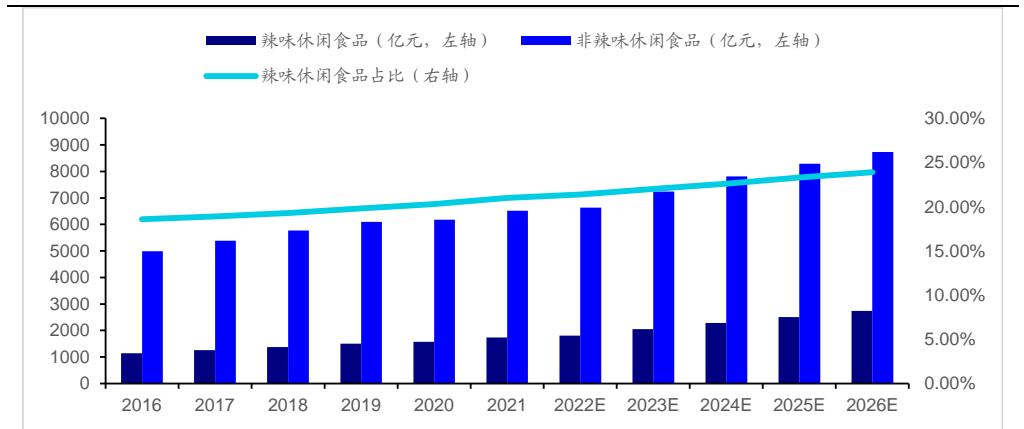
2. 辣味休闲食品行业前景广阔，公司单品仍有较大提升空间

2.1 辣味休闲食品景气度较好，前景广阔

据公司招股说明书 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。另据招股说明书援引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10 中国休闲食品行业按口味划分的零售额



资料来源：招股说明书援引弗若斯特沙利文报告，HTI

2.2 公司辣味休闲食品行业份额第一，单品仍有较大提升空间

公司是中国最大的辣味休闲食品企业。根据招股说明书援引弗若斯特沙利文的资料，按 2021 年零售额计，公司在中国辣味休闲食品行业排名第一，市场份额达到 6.2%，是第二大公司的 3.9 倍，同时，公司在调味面制品及辣味休闲蔬菜制品细分品类的市场份额均排名第一。

公司是中国休闲食品行业内增长最快、盈利能力最强的企业之一。自 2019 年至 2021 年，公司收入的年复合增长率达到 19.1%，根据招股说明书援引弗若斯特沙利文的资料，该年复合增长率远超休闲食品行业同期 4.2% 的年复合增长率。公司的净利润率于 2021 年达到 17.2%，根据招股说明书援引弗若斯特沙利文的资料，该净利润率高于 2021 年休闲食品行业约 10% 的平均净利润率。

公司是中国知名度最高、最受消费者喜爱的辣味休闲食品品牌，而且就品牌知名度而言，公司是 25 岁及以下年轻人心目中休闲食品的第一品牌。2021 年，啱哩啱哩推出 2021 啱哩啱哩百大年轻人喜爱的中国产品活动，公司的卫龙大礼包荣获“百大最受年轻人喜爱的中国产品”大奖。2023 年 6 月 29 日，公司斩获第十一届 TopDigital 创新营销奖三项大奖。

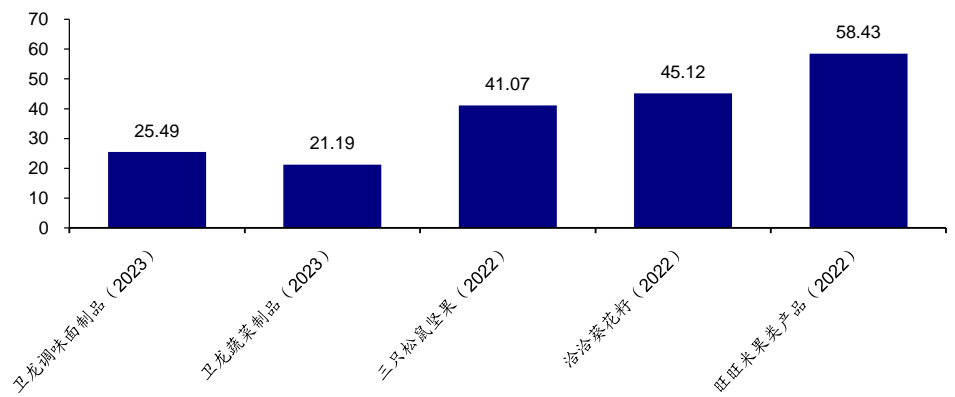
图11 公司斩获第十一届 TopDigital 创新营销奖三项大奖



资料来源：公司官网，HTI

我们认为，作为辣味休闲食品行业龙头，2023年，卫龙调味面制品实现营业收入25.49亿元，蔬菜制品实现营业收入21.19亿元。对比2022年三只松鼠坚果41.07亿元、洽洽葵花子45.12亿元、旺旺米果类产品58.43亿元，我们认为公司的调味面制品和蔬菜制品仍有较大的进步空间。公司将在产品建设和品质建设上持续投入，以增强产品在市场上的核心竞争力，将持续梳理和完善公司的产品矩阵，并在适当时候推出新品。

图12 休闲食品各单品营业收入（亿元）



资料来源：公司2023年业绩公告，三只松鼠2022年年报、洽洽食品2022年年报、中国旺旺2022年年报、HTI

3. 调味面制品经典单品盈利水平持续提升，蔬菜制品第二曲线快速成长

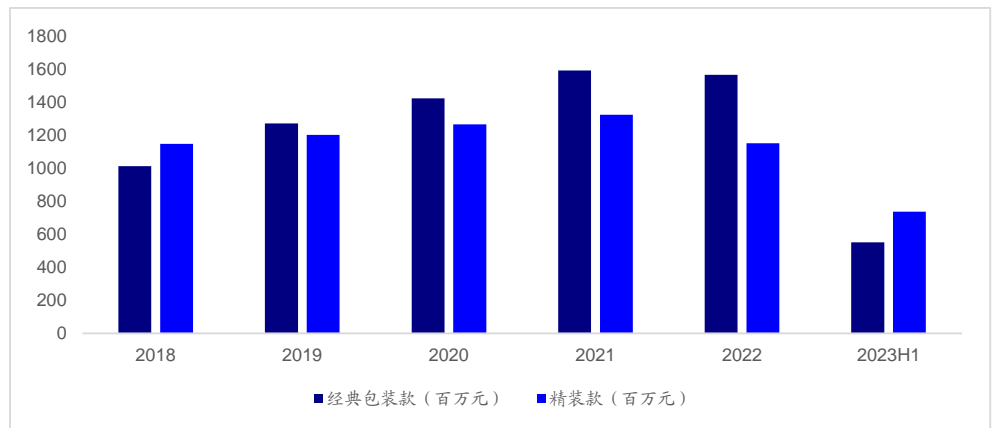
公司坚持“多品类大单品”的产品策略，涵盖了调味面制品、蔬菜制品、豆制品及其他产品品类。调味面制品（俗称辣条）主要包括大面筋、小面筋、麻辣棒、小辣棒、亲嘴烧及麻辣麻辣。蔬菜制品主要包括魔芋爽及风吃海带。豆制品及其他产品主要包括软豆皮、78°卤蛋等。

3.1 调味面制品：经典单品，平均售价&毛利率持续提升

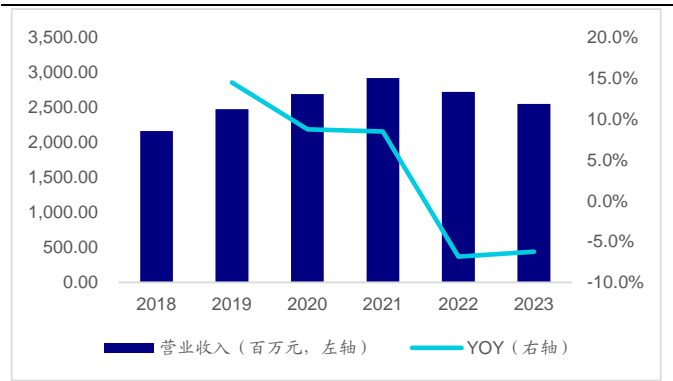
调味面制品是公司最经典的产品类别，其中（1）大面筋及小面筋源自华北传统食品牛筋面，是以小麦粉为主要原料，经过挤压及膨化工艺制作而成，用辣椒油调味，口味麻辣中带有鲜甜，口感柔韧筋道，弹牙耐嚼，为卫龙品牌最经典的产品；（2）麻辣棒及小辣棒是大面筋的延伸，口感柔韧筋道，相较其他调味面制品辣味更足；（3）亲嘴烧为软糯多汁的厚切面筋，口感筋道；（4）麻辣麻辣甄选武都花椒，优选新疆孜然，辣而不燥，软糯劲道；（5）“霸道熊猫”麻辣辣条源自正宗川菜风味提炼，在外观和命名上，蕴含了卫龙美味年轻化的品牌思考和对助力传统文化传承的希冀；（6）“脆火火”辣脆片选用优质小麦，精选优质辣椒、花椒，采用非油炸挤压膨化工艺，黄金比例胚体脆而不碎、醇香可口。

为迎合中国不同市场和消费者的需求，自 2015 年起，公司的调味面制品分为经典包装款与精装款两种包装规格进行销售。经典包装产品通常采用透明包装，最初从传统渠道（其中主要包括小型杂货店、非连锁便利店、批发市场及零售小店）打入市场，逐渐扩展到更广的销售渠道；精装产品通常采用非透明包装，最初从商超、连锁便利店等现代渠道打入市场，逐渐扩展到更多销售渠道。

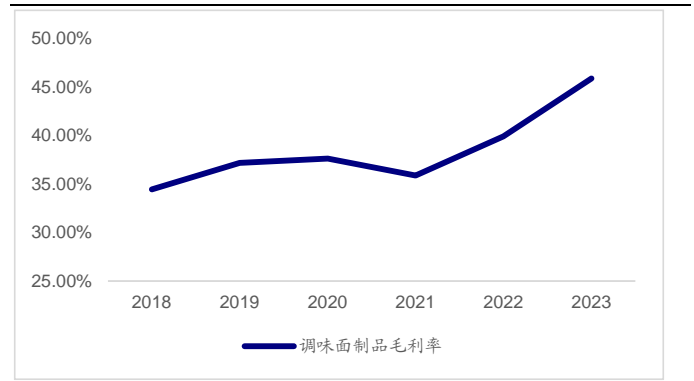
图13 调味面制品经典包装款与精装款销售收入变化



资料来源：Wind, HTI

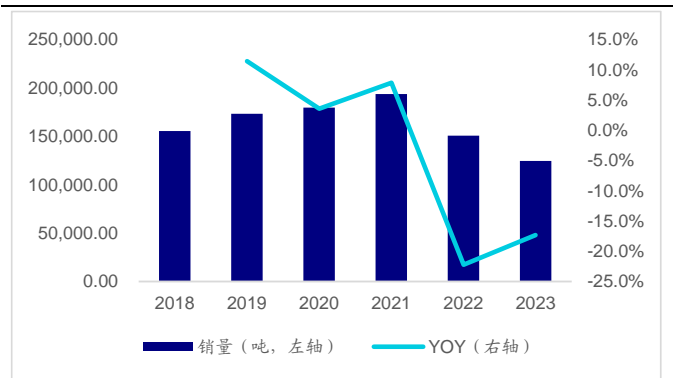
图14 公司调味面制品 2018 年以来的营业收入及增速


资料来源: Wind, HTI

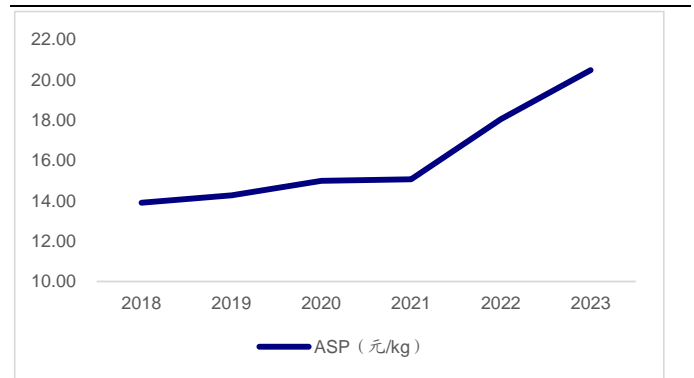
图15 公司调味面制品 2018 年以来的毛利率变化情况


资料来源: Wind, HTI

2018-2023 年, 公司的调味面制品营业收入由 21.62 亿元增长至 25.49 亿元 (CAGR=3.35%); 毛利率由 34.44% 增长至 45.89%; 平均销售价格 (ASP) 由 13.90 元/kg 提升至 20.49 元/kg。2023 年调味面制品营业收入波动 (YOY=-6.23%), 实现销量 12.44 万吨 (YOY=-17.36%), 主要由于线下传统渠道流量下滑带来的影响。

图16 公司调味面制品 2018 年以来的销量及增速


资料来源: Wind, HTI

图17 公司调味面制品 2018 年以来的 ASP 变化情况


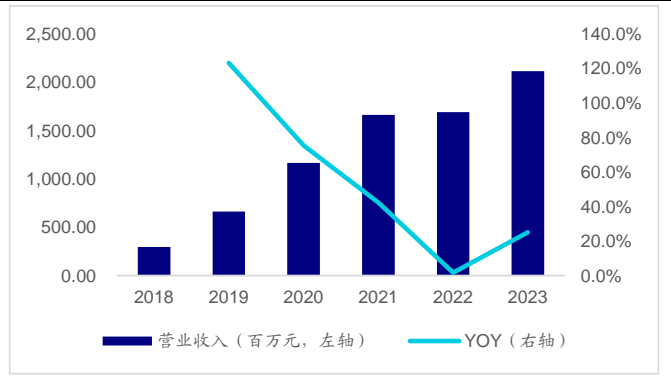
资料来源: Wind, HTI

3.2 蔬菜制品：第二曲线保持高速增长

公司的蔬菜制品主要包括魔芋爽、风吃海带及小魔女。魔芋爽以高海拔种植的魔芋为主要原料, 沿用传统火锅红油熬制方法调制风味, 有香辣味、酸辣味等多种口味, 采用先进的工艺技术, 将魔芋爽打造为一款有弹性、口感多汁、脆嫩、柔软及饱满口味的高膳食纤维休闲产品; 风吃海带源自未加工海带, 选用品质最优且口感最佳的部位为原料, 以保留嫩、脆、鲜、爽, 最大程度保留原有的营养及风味, 兼具美味与营养; “小魔女”魔芋素毛肚最大程度的还原火锅毛肚的脆感和形态, 升级了产品切割“35x35mm”的素毛肚更大片, 为消费者创造更加满足的口感体验。

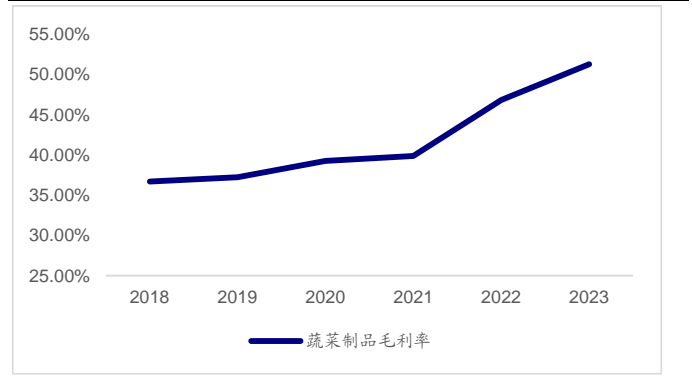
2018-2023 年, 公司的蔬菜制品营业收入由 2.98 亿元增长至 21.19 亿元 (CAGR=48.05%); 毛利率由 36.68% 增长至 51.26%; 平均销售价格 (ASP) 由 28.91 元/kg 提升至 29.65 元/kg。2023 年, 蔬菜制品取得营收 21.19 亿元 (YOY=25.11%), 占总收入百分比由 2022 年的 36.6% 增至 43.5%, 主要由于公司积极挖掘消费者对蔬菜制品的需求, 不断迭代升级此类产品, 并且于 2023 年持续扩大蔬菜制品的产能。

图18 公司蔬菜制品 2018 年以来的营业收入及增速



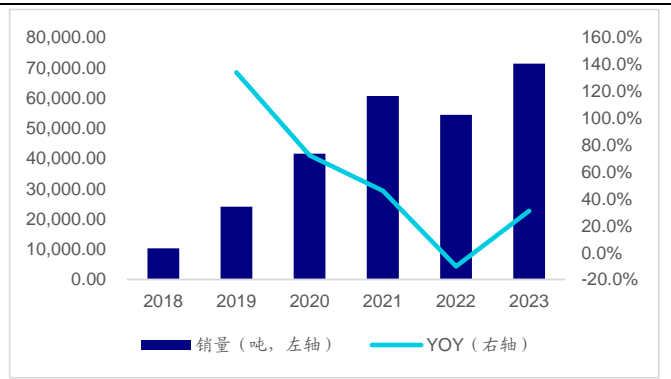
资料来源: Wind, HTI

图19 公司蔬菜制品 2018 年以来的毛利率变化情况



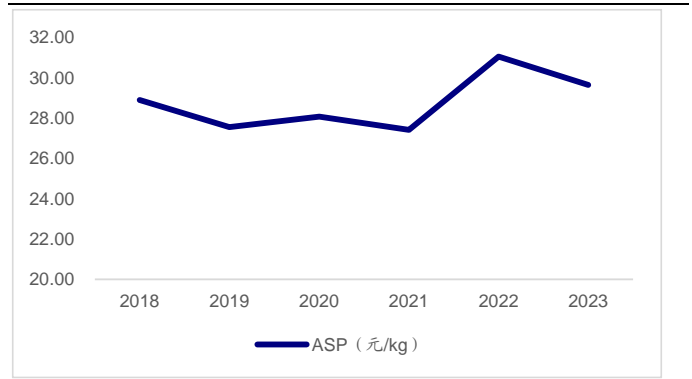
资料来源: Wind, HTI

图20 公司蔬菜制品 2018 年以来的销量及增速



资料来源: Wind, HTI

图21 公司蔬菜制品 2018 年以来的 ASP 变化情况



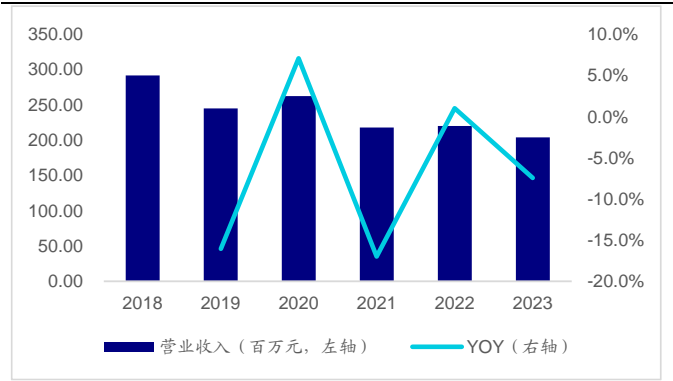
资料来源: Wind, HTI

3.3 豆制品及其他产品：期待卤蛋产品发展

软豆皮选用优质大豆蛋白，凭借挤压膨化之工艺，保留大豆蛋白原有的豆香、营养，质地超薄，口感浓郁，该产品保留了大豆蛋白的优质特性，成为特色的软豆皮；78°卤蛋是公司在2021年推出的新产品，通过独特的精准控温，低温慢卤技术，竭力保留了鸡蛋的丰富营养、鲜嫩口感、原始形状，香醇卤味中带有一丝辣感，其新颖的蛋型独立包装设计为消费者带来有趣体验。

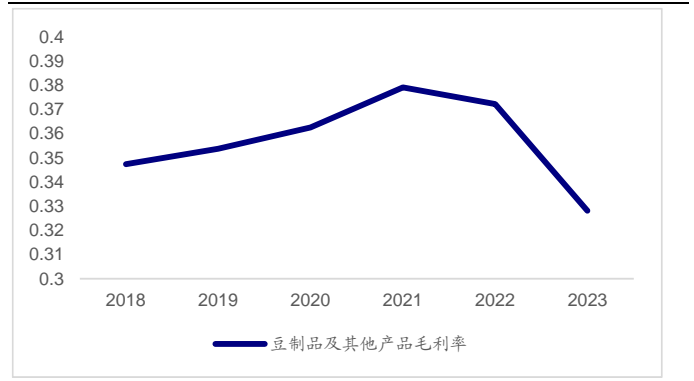
2018-2023年，公司的豆制品及其他产品营业收入由2.92亿元波动下降至2.04亿元（CAGR=-6.93%）；平均销售价格（ASP）由22.41元/kg提升至38.36元/kg。2023年，豆制品及其他产品取得营收2.04亿元（YOY=-7.43%），销量5315.4吨（YOY=-12.68%），主要由于公司豆制品销售下滑。

图22 公司豆制品及其他产品 2018 年以来的营业收入及增速



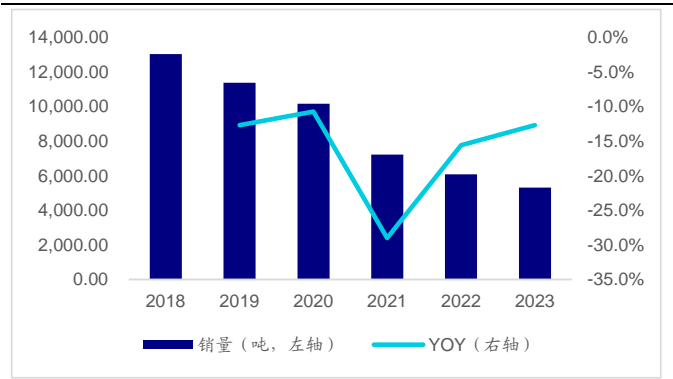
资料来源: Wind, HTI

图23 公司豆制品及其他产品 2018 年以来的毛利率变化情况



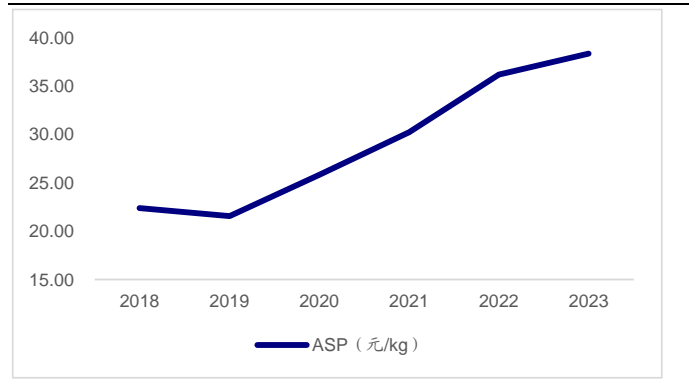
资料来源: Wind, HTI

图24 公司豆制品及其他产品 2018 年以来的销量及增速



资料来源: Wind, HTI

图25 公司豆制品及其他产品 2018 年以来的 ASP 变化情况

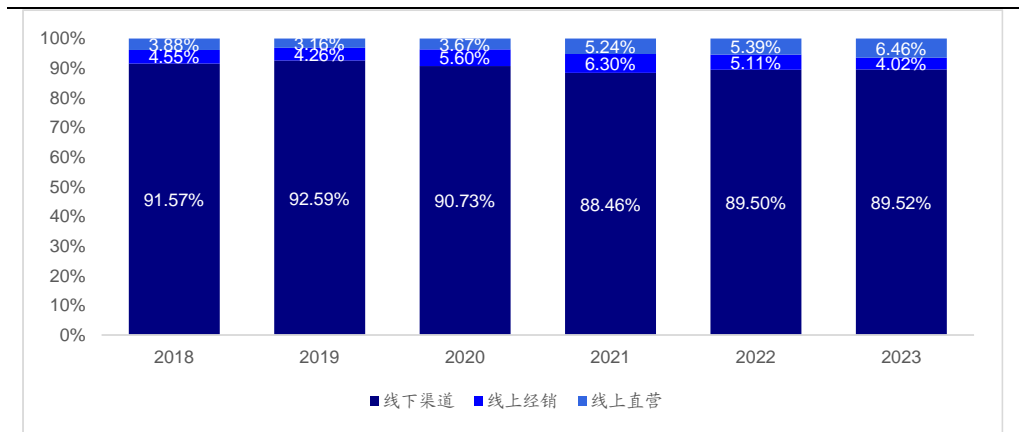


资料来源: Wind, HTI

4. 线下渠道基本盘稳健，零食量贩渠道积极布局

公司的客户主要为线下及线上经销商，其次为从公司的线上自营店购物的个人消费者以及部分零食量贩系统客户。其中 2018-2023 年线下渠道平均营业收入占比为 90.40%，期间营业收入 CAGR 为 11.60%，2023 年实现线下渠道营业收入 43.61 亿元 (YOY=5.19%)；2018-2023 年线上渠道平均营业收入占比为 9.60%，期间营业收入 CAGR 为 17.09%，2023 年实现线上渠道营业收入 5.10 亿元 (YOY=4.97%)。

图26 2018-2023 公司不同销售渠道营业收入占比

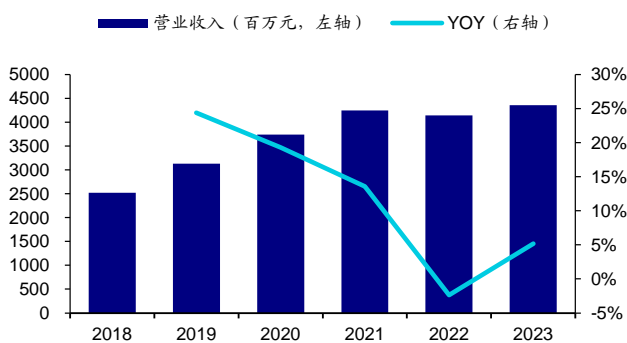


资料来源：公司 2020 年年报，2022 年年报，2023 年业绩公告，HTI

2018-2023 年，公司的线下经销商数量整体保持稳定。截至 2023 年 12 月 31 日，公司与 1708 家线下经销商合作。2019 年，公司与新增的 1297 家经销商建立业务关系，主要是为了进一步推进渠道下沉并加强零售业务，同年公司终止了与 554 家经销商的业务关系，主要因为公司采用更为严格的经销商管理制度；公司于 2020 年更换了相当大部分的经销商，以进一步扩大和升级线下经销网络，经销商的数量较 2019 年有所减少。

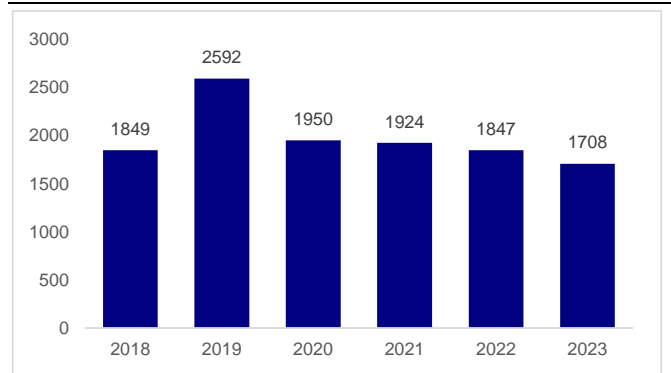
截至 2023 年 12 月 31 日，公司的产品通过经销商出售给不同国家或地区的 147 个购物商场、商超及连锁便利店运营商。2018-2023 年，公司的经销商平均销售收入由 1.36 百万元增长至 2.55 百万元 (CAGR=13.38%)。

图27 2018-2023 公司线下渠道营业收入及增速



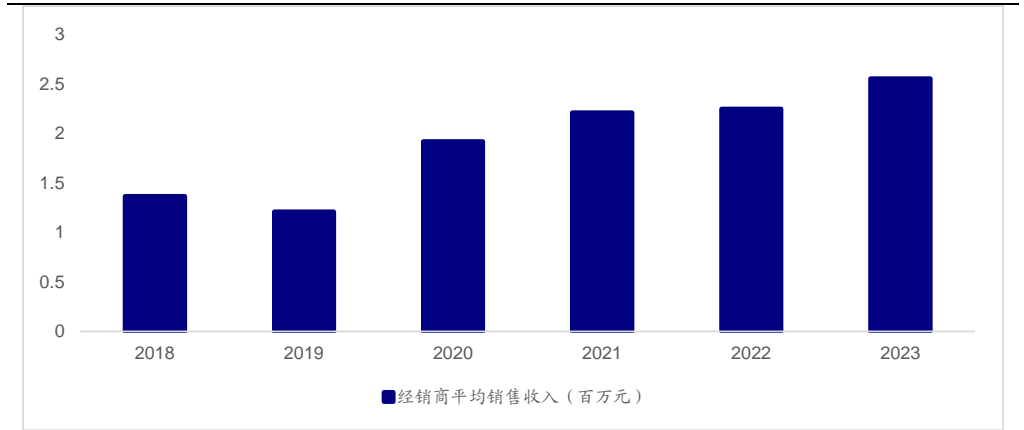
资料来源：公司 2020 年年报，2022 年年报，2023 年业绩公告，HTI

图28 2018-2023 公司经销商数量变化 (单位：个)



资料来源：Wind, HTI

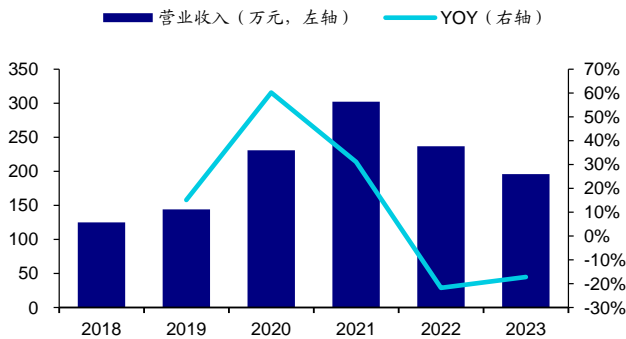
图29 2018-2023 公司经销商平均销售收入



资料来源：公司 2020 年年报，2022 年年报，2023 年业绩公告，HTI

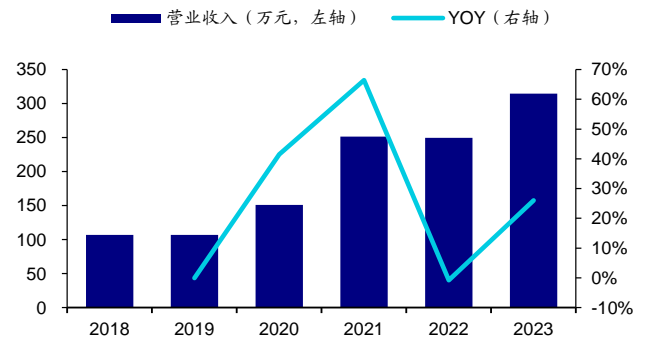
公司线上渠道销售模式包括线上直销和线上经销。2018-2023 年线上经销渠道平均营业收入占比为 4.97%，期间营业收入 CAGR 为 9.38%，2023 年线上经销渠道实现营业收入 1.96 亿元 (YOY=-17.23%)；2018-2023 年线上直营渠道营业收入占比从 2018 年的 3.88% 提升至 2023 年的 6.46%，保持较快增速，期间营业收入 CAGR 为 24.10%，2023 年线上直营渠道实现营业收入 3.15 亿元 (YOY=26.02%)。

图30 2018-2023 公司线上经销渠道营业收入及增速



资料来源：公司 2020 年年报，2022 年年报，2023 年业绩公告，HTI

图31 2018-2023 公司线上直营渠道营业收入及增速



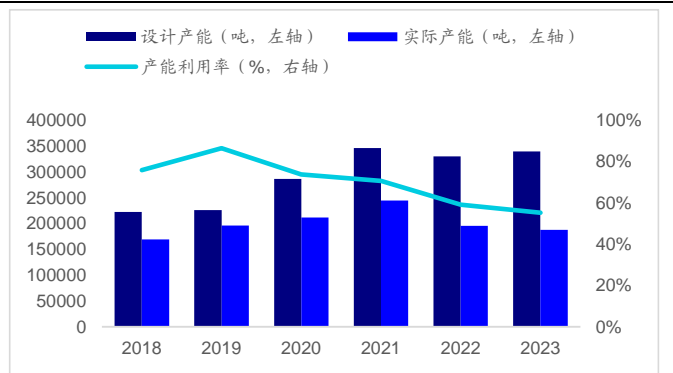
资料来源：公司 2020 年年报，2022 年年报，2023 年业绩公告，HTI

近年来，零食量贩店越来越受到部分消费者热捧，其凭借购买方便，价格实惠等特点能够满足部分消费者较强的即时性消费需求。为此，公司于 2023H1 积极推出针对零食量贩新渠道的定制化产品。2023 年 9 月，公司通过零食量贩渠道共销售 433716 箱产品，涵盖调味面制品、蔬菜制品及豆制品全品类产品，环比 2023 年 8 月增长 16.7%。零食量贩渠道销售持续稳健增长。

5. 五大工厂布局, 整体产能利用率较高

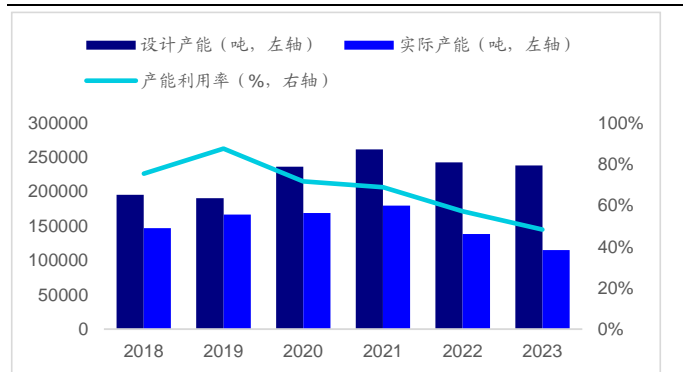
截至 2023 年 12 月 31 日, 公司在河南省拥有五个工厂, 分别为漯河平平工厂、漯河卫来工厂、驻马店卫来工厂、漯河卫到工厂及漯河杏林工厂, 其中漯河杏林工厂正在建设中, 该工厂的部分产线已投产。公司的多数生产线均已实现自动化, 并且在整个生产过程中对关键参数实施严格地监控。

图32 2018-2023 总设计产能、实际产量、产能利用率变化



资料来源: Wind, HTI

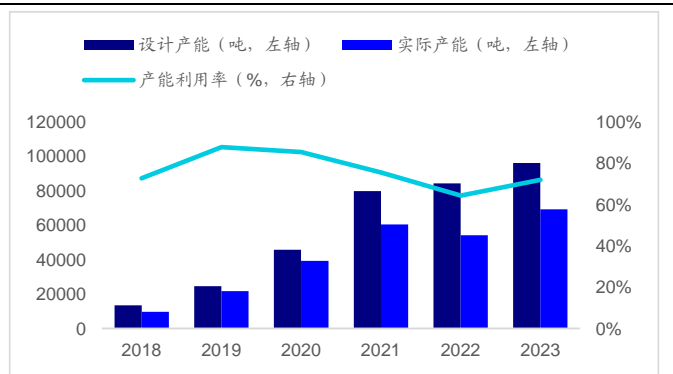
图33 2018-2023 调味面制品设计产能、实际产量、产能利用率变化



资料来源: Wind, HTI

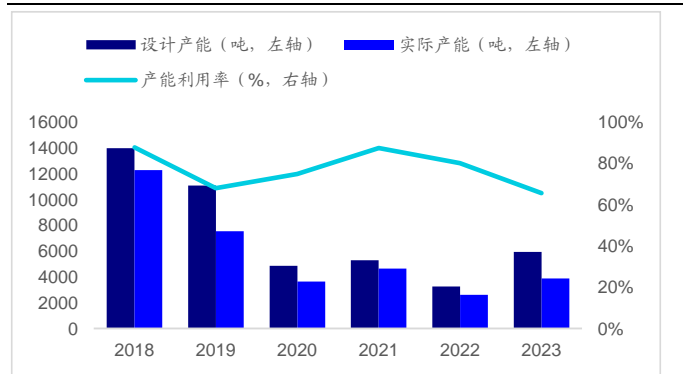
2018-2023 年公司整体平均实际产能为 200857 吨, 整体平均产能利用率为 70.26%。其中调味面制品的平均产能利用率为 68.08%, 蔬菜制品的平均产能利用率为 76.42%, 豆制品及其他产品的平均产能利用率为 77.34%。2023 年公司实现整体产能利用率 55.31% (-3.89pct), 主要是由于调味面制品的产能利用率下降。

图34 2018-2023 蔬菜制品设计产能、实际产量、产能利用率变化



资料来源: Wind, HTI

图35 2018-2023 豆制品及其他产品设计产能、实际产量、产能利用率变化



资料来源: Wind, HTI

2023 年, 公司调味面制品的设计产能由 2022 年的 242422 吨下降至 237722 吨, 主要是由于部分产品产线的规划调整; 蔬菜制品的设计产能由 2022 年的 84392 吨上升至 96228 吨, 主要是因为漯河杏林工厂增加了新产线; 豆制品及其它产品的设计产能由 2022 年的 3257 吨上升至 5934.5 吨, 主要是由于漯河杏林工厂增加了卤蛋产线。

6. 盈利预测与估值

(1) 调味面制品。公司本块业务 2018-2023 年收入复合增速为 3.35%，综合过去增长情况，以及公司的市场地位和竞争力，我们给予本块业务 2024-2026 年 3.00%/3.00%/3.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2018-2023 年毛利率从 34.44%提升至 45.89%，毛利率持续提升。综合参照于此，考虑规模效应，我们给予本块业务 2024-2026 年 46.00%/47.00%/48.00%的毛利率预测。

(2) 蔬菜制品。公司本块业务 2018-2023 年收入复合增速为 48.05%，保持高速增长。参照于此，我们给予本块业务 2024-2026 年 30.00%/25.00%/20.00%的营收增长预测。

此外毛利率端，2018-2023 年毛利率从 36.68%提升至 51.26%，毛利率持续提升。综合参照于此，考虑规模效应，我们给予本块业务 2024-2026 年 52.00%/53.00%/54.00%的毛利率预测。

(3) 其他主营业务。本块业务占比较小，因此给予 2024-2026 年 0.00%/0.00%/0.00%的营收增长预测。此外毛利率端，2018-2023 年平均毛利率为 35.72%，因此参照于此，我们给予本块业务 2024-2026 年 35.00%/35.00%/35.00%的毛利率预测。

(4) 其他营业收入。本部分占比较低，因此给予 2024-2026 年 0.00%/0.00%/0.00%的营收增长预测。

我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 55.99/63.67/71.36 亿元，主营业务收入为 55.84/63.51/71.21 亿元，归母净利润分别为 10.30/12.09/13.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.44/0.51/0.59 元/股。结合可比公司估值情况，给予公司 19 倍的 PE(2024E) 估值，对应目标价 8.36 元，按照港元兑人民币约 0.93 汇率计算（截至 2024/6/24 时间点计算），对应目标价为 8.99 港元/股，首次覆盖并给予“优于大市”评级。

表 1 可比上市公司估值表 (2023 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	28.99	13.85
三只松鼠	300783	22.75	25.23
良品铺子	603719	12.01	23.08
盐津铺子	002847	46.48	18.80
甘源食品	002991	64.45	14.69
劲仔食品	003000	12.19	18.48
平均 PE (倍, 2024E)			19.02

资料来源: Wind, HTI

备注: 按 2024 年 06 月 21 日收盘价计算 (以上均来自 Wind 一致预测)

表 2 公司营业收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4871.67	5583.69	6350.98	7120.64
调味面制品	2549.24	2625.72	2704.49	2785.62
蔬菜制品	182.93	182.93	182.93	182.93
豆制品及其他产品	236.70	236.70	236.70	236.70
其他营业收入	16.73	16.73	16.73	16.73
营业总收入 (百万元)	4887.29	5599.31	6366.60	7136.26
营业收入同比增长	5.2%	14.6%	13.7%	12.1%
调味面制品	-6.2%	3.0%	3.0%	3.0%
蔬菜制品	25.1%	30.0%	25.0%	20.0%
豆制品及其他产品	-7.4%	0.0%	0.0%	0.0%
其他营业收入	-17.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业总收入同比增长	5.1%	14.6%	13.7%	12.1%
毛利率 (%)	47.68	48.56	49.87	51.11
调味面制品	45.89	46.00	47.00	48.00
蔬菜制品	51.26	52.00	53.00	54.00
豆制品及其他产品	32.81	35.00	35.00	35.00
毛利 (百万元)	2322.68	2711.31	3167.05	3639.27
调味面制品	1169.77	1207.83	1271.11	1337.10
蔬菜制品	1086.02	1432.12	1824.58	2230.80
豆制品及其他产品	66.90	71.37	71.37	71.37

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。

公司是中国领先的辣味休闲食品企业，拥有强劲的增长势头。根据弗若斯特沙利文的数据，按 2020 年零售额计，公司在中国所有辣味休闲食品企业中排名第一，市场份额达到 5.7%，且在调味面制品及辣味休闲蔬菜制品细分品类的市场份额均排名第一。卫龙是中国倍受年轻消费者喜爱的休闲食品品牌。根据弗若斯特沙利文的数据，公司 95.0%的消费者是 35 岁及以下，55.0%的消费者是 25 岁及以下的年轻人。同时，公司是中国知名度最高，最受消费者喜爱的辣味休闲食品品牌，在品牌知名度方面，公司是 25 岁及以下年轻人心目中休闲食品第一品牌。

附表：前十大股东

股东名称	占总股本比例(%)
和和全球资本有限公司	80.9900
合 计	80.9900

财务报表分析和预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	2875	4224	5735	7421	营业总收入	4887	5599	6367	7136
现金	526	1802	3230	4836	营业成本	2549	2872	3184	3481
应收账款	52	59	67	75	销售费用	807	782	921	1068
存货	420	479	531	580	管理费用	459	503	603	712
其他	1877	1884	1907	1931	财务费用	(176)	(35)	(75)	(121)
非流动资产	4179	4010	3849	3694	营业利润	1072	1443	1658	1875
固定资产	1101	1051	1008	971	利润总额	1279	1471	1728	1989
无形资产	481	462	443	426	所得税	399	441	518	597
租金按金					净利润	880	1030	1209	1393
使用权资产					少数股东损益	0	0	0	0
其他	2597	2497	2397	2297	归属母公司净利润	880	1030	1209	1393
资产总计	7054	8234	9583	11115	EBITDA	1301	1645	1894	2149
流动负债	908	1059	1199	1338	EPS (元)	0.37	0.44	0.51	0.59
短期借款	2	2	2	2	主要财务比率				
应付账款	165	191	212	232	成长能力				
其他	741	865	984	1104	营业收入	5.17%	14.62%	13.74%	12.12%
非流动负债	440	440	440	440	营业利润	24.20%	34.52%	14.95%	13.04%
长期借款	179	179	179	179	归属母公司净利润	481.87%	16.99%	17.42%	15.15%
租赁负债					获利能力				
其他	261	261	261	261	毛利率	47.68%	48.56%	49.87%	51.11%
负债合计	1348	1499	1638	1777	净利率	18.07%	18.45%	19.04%	19.56%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE	15.43%	15.29%	15.22%	14.91%
股本	0	0	0	0	ROIC	0.15	0.15	0.15	0.15
留存收益和资本公积	5706	6736	7945	9337	偿债能力				
归属母公司股东权益	5706	6736	7945	9338	资产负债率	19.11%	18.20%	17.10%	15.99%
负债和股东权益	7054	8234	9583	11115	净负债比率	-0.06	-0.24	-0.38	-0.50
现金流量表 (百万元)					流动比率	3.17	3.99	4.78	5.55
经营活动现金流					速动比率	2.70	3.54	4.34	5.11
净利润	880	1030	1209	1393	营运能力				
折旧摊销	0	174	166	160	总资产周转率	0.69	0.68	0.66	0.64
少数股东权益	0	0	0	0	应收账款周转率	94.38	95.00	95.00	95.00
营运资金变动及其他	(880)	84	63	65	应付账款周转率	15.47	15.00	15.00	15.00
投资活动现金流	0	(11)	(11)	(11)	每股指标 (元)				
资本支出	0	(105)	(105)	(105)	每股收益	0.37	0.44	0.51	0.59
其他投资	0	94	94	94	每股经营现金	0.00	0.55	0.61	0.69
筹资活动现金流	0	(0)	(0)	(0)	每股净资产	2.43	2.86	3.38	3.97
借款增加	20	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	15.05	12.86	10.95	9.51
已付股利	0	(0)	(0)	(0)	P/B	2.32	1.97	1.67	1.42
其他	(20)	0	0	0	EV/EBITDA	9.92	7.07	6.16	4.68
现金净增加额	0	1276	1427	1606					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 21 日; (2) 以上各表均为简表;

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1**Summary****Investment Highlights:**

Leading spicy snack company in China with strong profitability. According to Sullivan, the company ranked first in retail sales among all spicy snack companies in China in 2021, with a market share of 6.2%. Revenue grew from RMB 2.75 billion in 2018 to RMB 4.87 billion in 2023 (CAGR=12.10%). The spicy snack industry has a promising outlook, with retail sales growing from RMB 113.90 billion in 2016 to RMB 172.90 billion in 2021 (CAGR=8.7%). The company's revenue from seasoned noodle products grew from RMB 2.16 billion in 2018 to RMB 2.65 billion in 2023 (CAGR=3.35%), and vegetable products revenue grew from RMB 0.30 billion to RMB 2.12 billion (CAGR=48.05%). The company launched a new product, 78° marinated eggs, in 2021. Offline channels accounted for 90.40% of revenue from 2018-2023, with a CAGR of 11.60%, while online channels accounted for 9.60%, with a CAGR of 17.09%. As of December 31, 2023, the company had 1708 offline distributors. In September 2023, the company sold 433716 boxes of products through the snack wholesale channel. We forecast total revenue of RMB 5.60/6.37/7.14 billion for 2024-2026, with net profit attributable to shareholders of RMB 1.03/1.21/1.39 billion, and EPS of RMB 0.44/0.51/0.59 per share. We give a 19x PE (2024E) valuation, with a target price of RMB 8.36, or HKD 8.99 per share, and an Outperform rating.

Risk Warning: (1) Food safety risk, (2) Weaker than expected downstream demand, (3) Increased market competition, (4) Weaker than expected new product, channel, and market expansion, (5) 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，张宇轩，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, Yuxuan Zhang, 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@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).

002557.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 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.

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):

评级分布 Rating Distribution

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

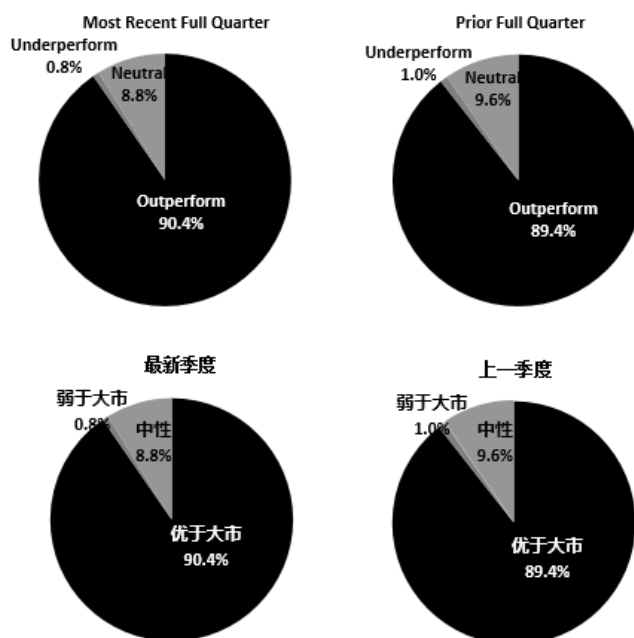
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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



截至 2024 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	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

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. (“HTIJK”) 的协助下发行, HTIJK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

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开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。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>

WEILONG Delicious Global Holdings - 9985 HK

