

Presentation: 食品饮料2024年年度策略：成本下行在途&需求修复可期，关注盈利改善弹性(Annual Food & Beverage Strategy 2024: Anticipating Cost Reduction & Demand Recovery, Focusing on Elasticity of Profit Improvement)

颜慧菁 Huijing Yan hj.yan@htisec.com

6 Dec 2023

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)

概要

1. 核心观点
2. 外部环境分析
3. 主要子行业分析
4. 估值对比与投资建议
5. 风险提示

1. 核心观点

白酒：我们建议关注需求刚性稳健增长的高端白酒板块：贵州茅台、五粮液、泸州老窖，以及需求复苏后收入弹性较大的次高端白酒板块：山西汾酒、古井贡酒、迎驾贡酒、洋河股份、今世缘。

大众品：1) 中长期高端化逻辑坚实、短期成本红利有望兑现的啤酒板块：青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒；2) 渠道库存持续去化、盈利随着餐饮复苏与原料价格回落逐步修复的调味品行业：海天味业、中炬高新、天味食品；3) 长期空间广阔、旺季催化临近的休闲食品板块：洽洽食品、盐津铺子；4) 行业高景气的饮料板块：农夫山泉、东鹏饮料。

- **白酒板块：**我们认为高端白酒受益于强需求韧性、集中度提升和产品提价，有望延续量价齐升；次高端白酒消费场景持续修复，价格天花板有望打开，具备较强收入弹性。总体看，目前行业估值已回落至合理区间。
- **啤酒板块：**我们认为23年前三季度啤酒公司的表现印证行业高端化趋势与头部公司经营韧性。24年随着高端化的持续推进、消费环境逐步复苏尤其是即饮场景的回暖，叠加主要原料价格回落，龙头企业利润弹性有望加速释放。
- **乳业板块：**我们认为行业竞争趋缓态势将长期维持，龙头企业更加注重新业务增长和盈利改善。展望24年，随着消费的逐步回暖以及企业持续挺价控费，行业整体表现有望进一步改善。
- **调味品板块：**我们认为行业长期量价齐升的逻辑依旧坚实，行业成长性、确定性仍然很高。在消费弱复苏之下，调味品上市公司23Q3取得稳健增长，盈利能力开始修复，后续随着餐饮复苏、原材料价格回落、渠道库存去化，主流公司有望在未来重拾较快增长。
- **休闲食品板块：**我们认为坚果和辣卤赛道长期空间较大，随着四季度/明年一季度消费旺季到来，看好洽洽食品，盐津铺子，劲仔食品相关投资机会。
- **软饮料板块：**包装饮用水&功能饮料近年来景气度高，看好相关龙头公司农夫山泉，东鹏饮料持续受益。

风险提示：经济增速放缓，原材料成本上升，食品安全问题。

2. 外部环境分析

后疫情时代宏观经济环境逐步恢复

2023前三季度我国GDP增速分别为+4.5%/+6.3%/+4.9%，对应2年CAGR分别为+4.6%/+3.3%/+4.4%。

餐饮和批零数据缓慢复苏

整体消费趋势：23年社会消费品零售总额呈现弱复苏态势。3-5月受去年低基数影响同比增速阶段性攀高至+10%以上，此后有所回落。23年10月社零总额同比+7.6%，2年CAGR为+3.5%，较19年同期增长17.1%。

餐饮行业：低基数致同比增速亮眼，23年8月以来实际增长有所回落，复苏仍有空间。2023年8/9/10月餐饮收入同比+12.4%/+13.8%/+17.1%，2年CAGR分别为+10.4%/+5.8%/+3.7%，较2019年同期分别增长8.2%/12.0%/10.6%。

图1：2019年以来GDP当季同比（%）

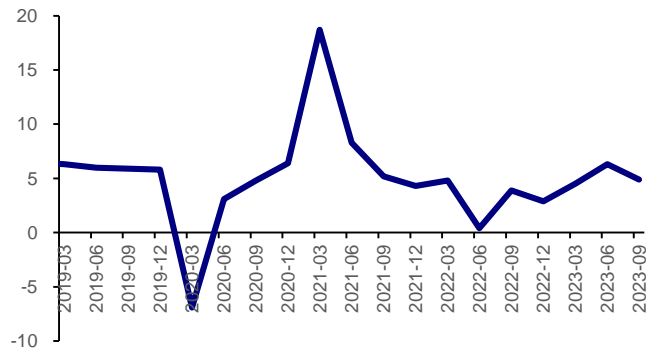
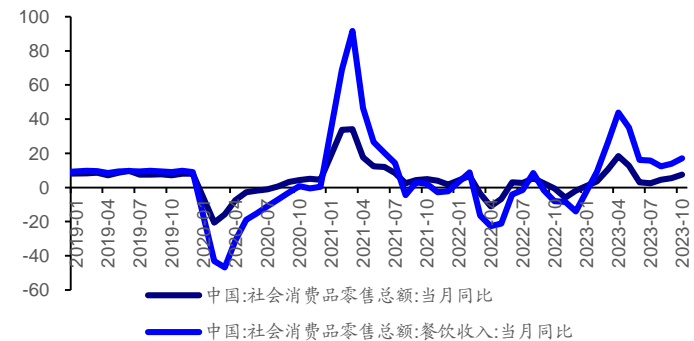


图2：2019年以来社会消费品零售总额及餐饮收入当月同比（%）



资料来源：Wind，HTI

3. 主要子行业分析

- 1) 白酒： 高端酒&区域酒稳健增长，次高端收入弹性可期
- 2) 啤酒： 高端化韧性空间广，短期关注成本红利释放
- 3) 乳制品： 格局稳定竞争理性，经营有望逐步改善
- 4) 调味品： 餐饮复苏叠加成本下行，行业盈利能力逐渐修复
- 5) 休闲食品： 坚果&辣卤长期空间广阔，零食量贩维持高增长
- 6) 软饮料： 包装水&功能饮料高景气，行业龙头有望强者恒强

3.1 白酒：量减价增或成为主旋律，行业集中度有望提升

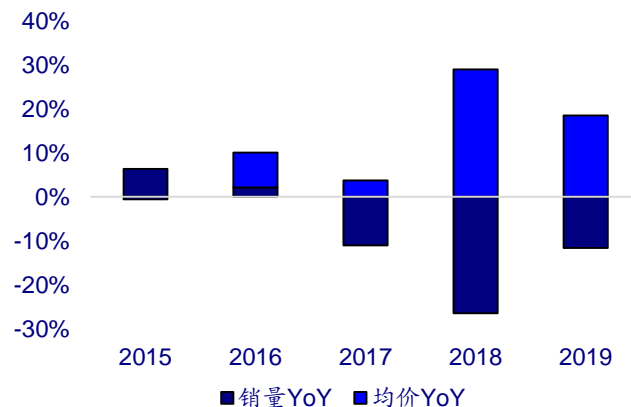
量减价增或成为行业主旋律。近年来白酒行业规模基本持平，2015-22年收入CAGR为2.5%，2015-19年均价CAGR为14.4%，2017-19年行业销量连续三年回落。随着“少喝酒，喝好酒”的理念深入人心，我们认为量减价增或成为行业常态。

白酒行业集中度有望提升，预计24年收入维持稳健增长。我们认为需求恢复、消费升级下名优白酒竞争优势较大，有望抢占中小白酒企业市场份额；目前经济逐步回暖，宴席场景快速恢复，商务场景逐步复苏，我们认为随着经济持续复苏，24年白酒企业规模有望稳健增长。

图3：2011年以来白酒行业产销量及收入



图4：近年来行业延续量减价增趋势



资料来源：前瞻产业研究院，Wind，糖酒网，凤凰网酒业，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 白酒：高端酒延续景气，看好盈利空间释放

千元价格带快速扩容，高端白酒有望延续量价齐升。我们预计随着消费升级和高净值人群持续增长，同时受益于龙头挺价，高端白酒有望量价齐升。

高端白酒寡头格局稳定。子行业品牌壁垒高企，我们测算22年CR3逾90%，茅台龙头地位稳固，市占率接近60%，五粮液、老窖份额分别约29.5%、8.8%。

看好龙头盈利空间释放：我们认为高端白酒需求较为刚性，经济复苏有望带动商务需求增长，未来盈利空间有望释放：

- 贵州茅台：直营渠道表现亮眼，茅台酒提价释放盈利空间，茅台1935等系列酒持续培育
- 五粮液：中秋旺季产品动销良好，系列酒有望贡献收入增量，渠道改革持续深化
- 泸州老窖：股权激励激发管理活力，费用管控增厚利润空间，全国化市场空间广阔

图5：高端白酒在行业中规模占比持续提升

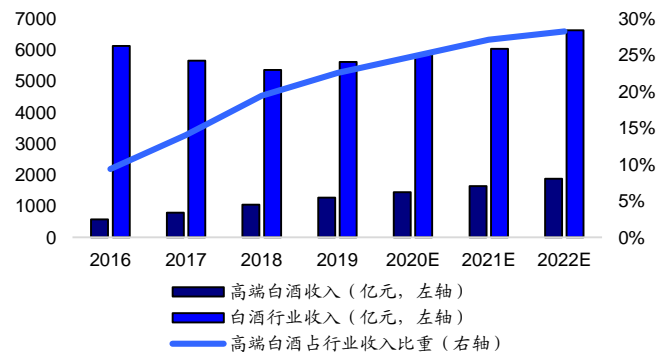
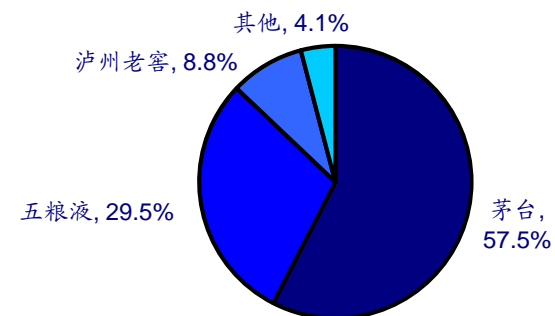


图6：高端酒行业市场格局（2022）



注：高端白酒收入口径为茅五泸高端酒、内参酒及青花郎收入

资料来源：Wind，前瞻产业研究院，凤凰网酒业，酒业家网易号，郎酒股份微信公众号，郎酒股份招股书，酒鬼酒17年年报，五粮液20-21年年报，HTI测算

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 白酒：龙头提价打开价格天花板，提振行业整体信心

茅台提价打开价格天花板，提振行业整体信心。2023年11月1日起公司上调53%vol贵州茅台酒（飞天、五星）出厂价格，平均上调幅度约为20%，本轮提价距离上一次贵州茅台酒价格调整已接近6年，我们预计本次普飞出厂价将由969元/瓶调整至约1169元/瓶（上涨约200元），提价对24年收入/利润增速贡献约+4.3%/+5.3%。

我们认为，对仍处于复苏阶段的白酒行业而言，茅台提价有望打开其他名优白酒品牌的价格空间与增长空间，重新凝聚行业信心。

表1：2000年以来茅台提价情况

序号	时间	出厂价（元/瓶）	调价幅度
1	2001年8月	218	-
2	2003年10月	268	22.9%
3	2006年2月	308	14.9%
4	2007年4月	358	16.2%
5	2008年1月	438	22.3%
6	2010年1月	499	13.9%
7	2011年1月	619	24.0%
8	2012年9月	819	32.3%
9	2018年1月	969	18.3%
10	2023年11月	1169	20.0%

资料来源：Wind，贵州茅台《重大事项公告》，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 白酒：次高端收入表现分化，24年增长弹性可期

23年次高端表现分化，24年业绩弹性可期。23年至今全国性次高端业绩表现分化，其中山西汾酒增长稳健，我们认为受益于青花系列表现良好、省内精耕细作与省外市场持续开拓；水井坊、舍得酒业、酒鬼酒报表端阶段性承压。23Q1-3水井坊/舍得酒业/酒鬼酒收入增速同比-4.8%/+13.6%/-38.5%。我们认为，随着经济环境的恢复与商务场景的回暖，24年次高端白酒公司或具备较强增长弹性。

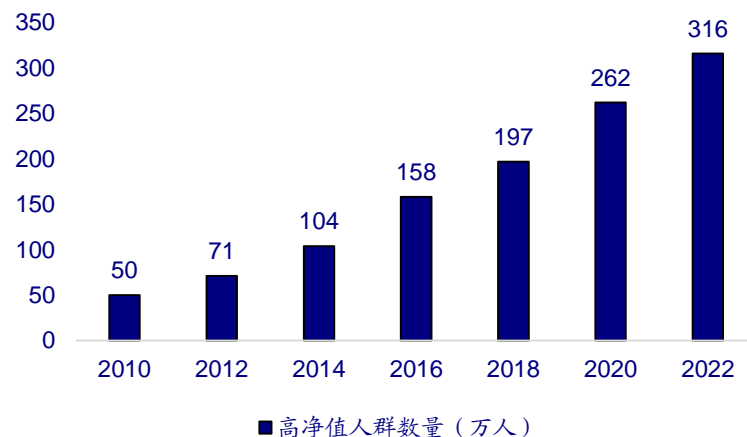
中期来看，我们认为次高端白酒行业规模未来三年有望维持15-20%的增速，受益于：

- 价：高端白酒价格带上移，打开次高端白酒价格天花板。
- 量：中产阶级、高净值人群增长推动次高端扩容。

图7：次高端酒收入、归母净利润增速对比

代码	简称	收入增速		归母净利润增速	
		23Q1-3	23Q3	23Q1-3	23Q3
600809	山西汾酒	20.8%	13.6%	32.7%	27.1%
600779	水井坊	-4.8%	21.5%	-3.1%	19.6%
600702	舍得酒业	13.6%	7.9%	7.9%	3.0%
000799	酒鬼酒	-38.5%	-36.7%	-50.7%	-77.7%
002304	洋河股份	14.4%	11.0%	12.5%	7.5%
603369	今世缘	28.3%	28.0%	26.6%	26.4%
000596	古井贡酒	25.0%	23.4%	45.4%	46.8%
603198	迎驾贡酒	23.4%	21.9%	37.6%	39.5%
603589	口子窖	18.2%	4.7%	12.2%	8.4%

图8：高净值人群持续增长



资料来源：Wind，金羊网百家号援引《2023中国私人财富报告》，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 白酒：区域龙头收入表现亮眼，省内结构升级延续

江苏白酒龙头：双寡头格局稳固，23Q1-3洋河/今世缘收入分别同比+14.4%/+28.3%；中秋旺季宴席表现良好，整体促销力度加大，300-500元价格带商务需求量增长。

- 洋河股份：水晶梦、天之蓝受益于宴席场景恢复，梦6+管控下表现稳健；省内延续升维、错位竞争策略，省外发力结构优化与高地市场建设。
- 今世缘：产品结构优化，省内持续精耕细作，省外市场改革推进。

安徽白酒龙头：23Q1-3古井/迎驾/口子窖收入分别同比+25.0%/+23.4%/+18.2%；中秋国庆旺季主流大单品古20、古16、兼20、洞16等表现良好，宴席市场增长亮眼，省内价格带持续升级。

- 古井贡酒：宴席场景恢复下古16、古8等表现良好，产品结构持续优化；公司深耕大本营市场，省外市场发展加速推进。
- 迎驾贡酒：洞藏系列势能强劲，产品结构持续升级，渠道推力较强。
- 口子窖：渠道转型持续推进，发力结构升级与品牌高端化，改革红利有望逐步释放。

表2：区域龙头酒企情况

代码	简称	主产地	营业总收入（亿元）				归母净利润（亿元）			
			23Q1-3	YoY	23Q3	YoY	23Q1-3	YoY	23Q3	YoY
600809	山西汾酒	山西	26744	20.8%	7733	13.6%	9431	32.7%	2664	27.1%
002304	洋河股份	江苏宿迁	30283	14.4%	8410	11.0%	10203	12.5%	2341	7.5%
603369	今世缘	江苏高沟	8365	28.3%	2395	28.0%	2636	26.6%	586	26.4%
000596	古井贡酒	安徽亳州	15953	25.0%	4643	23.4%	3813	45.4%	1033	46.8%
603198	迎驾贡酒	安徽六安	4804	23.4%	1661	21.9%	1655	37.6%	591	39.5%
603589	口子窖	安徽淮北	4446	18.2%	1533	4.7%	1348	12.2%	501	8.4%
600559	老白干酒	河北	3846	11.3%	1614	12.9%	418	-21.6%	201	17.9%
603919	金徽酒	甘肃	2019	29.3%	496	47.8%	273	27.6%	18	884.8%
600197	伊力特	新疆	1643	25.8%	423	143.9%	229	63.9%	53	363.8%

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 白酒：估值与机构持仓

近五年市盈率位置：白酒分位值为**19.7%**

近五年市净率位置：白酒分位值为**17.2%**

图9: 2018年以来白酒行业PE (TTM)



图10: 2018年以来白酒行业PB (LF)

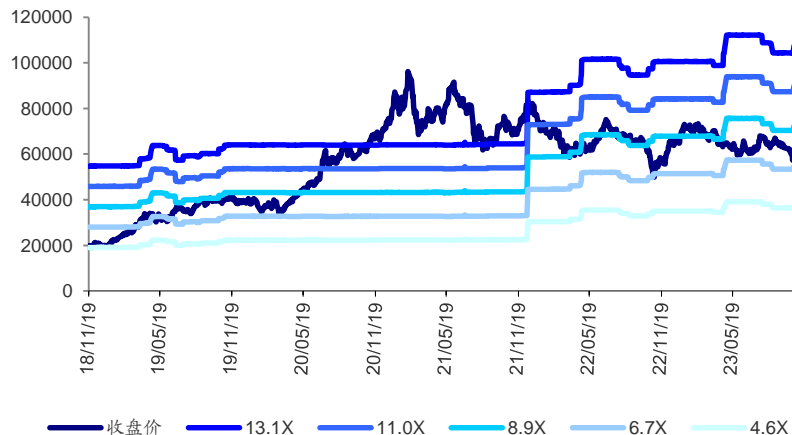
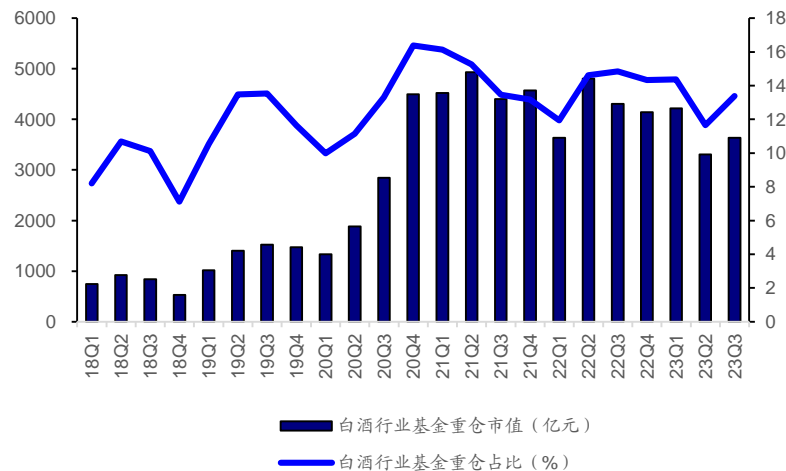


图11: 2018年以来白酒行业基金重仓市值及占比



资料来源: Wind, HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.1 白酒：可比公司估值表

表3：可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
高端白酒												
600519	贵州茅台	1772.93	22271.51	49.93	59.11	70.01	35.51	29.99	25.32	11.28	9.36	7.74
000858	五粮液	157.25	6103.83	6.88	7.79	8.87	22.87	20.18	17.74	5.35	4.65	4.01
000568	泸州老窖	211.90	3119.14	7.06	8.98	11.06	30.09	23.59	19.16	9.12	7.45	6.05
	均值			21.29	25.30	29.98	29.49	24.58	20.74	8.58	7.15	5.93
次高端白酒												
600809	山西汾酒	242.51	2958.54	6.64	8.60	10.71	36.54	28.19	22.64	13.88	10.34	7.81
600702	舍得酒业	111.10	370.16	5.09	5.49	6.73	21.96	20.22	16.52	5.85	4.80	3.89
600779	水井坊	59.45	290.33	2.50	2.58	3.12	23.88	23.07	19.08	8.39	6.66	5.35
000799	酒鬼酒	76.86	249.74	3.23	2.28	2.96	23.81	33.70	25.95	6.01	5.39	4.67
002304	洋河股份	118.77	1789.20	6.23	7.13	8.30	19.08	16.65	14.30	3.77	3.37	2.98
603369	今世缘	55.06	690.73	2.01	2.51	3.13	27.60	21.90	17.59	6.24	5.14	4.22
000596	古井贡酒	263.83	1394.61	5.95	8.40	10.81	44.37	31.41	24.41	7.53	6.46	5.45
603198	迎驾贡酒	72.18	577.44	2.13	2.82	3.53	33.86	25.58	20.45	8.33	6.93	5.71
603589	口子窖	48.49	290.94	2.58	3.01	3.54	18.77	16.13	13.70	3.27	2.95	2.64
	均值			4.04	4.76	5.87	27.76	24.10	19.41	7.03	5.78	4.75

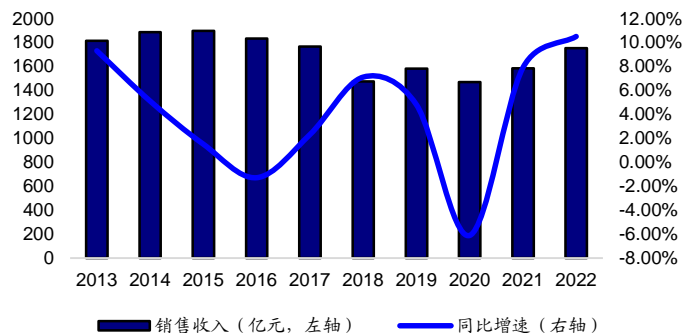
注：收盘价为2023年11月15日价格，估值为Wind一致预期。

资料来源：Wind，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 啤酒：行业产量企稳，市场份额向龙头集中

图12：全国啤酒行业销售收入变化



- 产量逐渐企稳，产能优化进入新阶段。经历8年的去产能后啤酒产量逐步企稳，21、22年产量连续两年正增长。与此同时，大型企业产能优化整合步伐加快，22年华润啤酒停止运营2家工厂。
- 行业集中度或进一步提升。2022年国产啤酒行业CR4接近60%，我们认为高端化趋势下，行业份额或进一步向头部集中。

图13：国产啤酒产量及增速

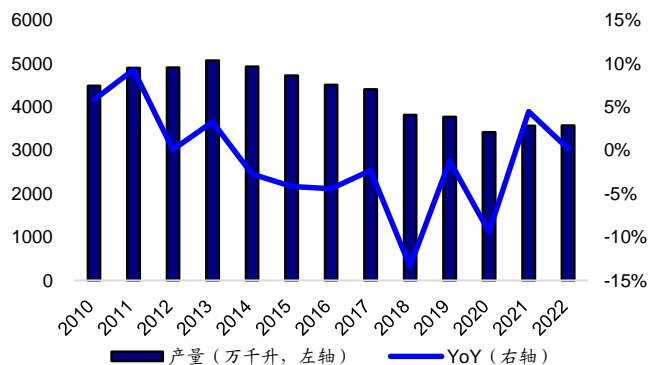
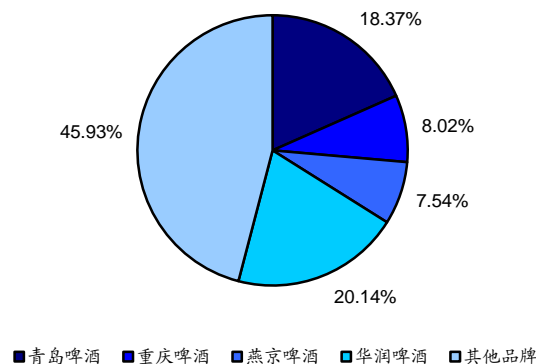


图14：2022年国产啤酒行业竞争格局（营收口径）



资料来源：Wind，前瞻产业研究院官网，酒说微信公众号，央广网百家号，中国酒业杂志微信公众号，中国酒业协会啤酒分会，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 啤酒：啤酒高端化趋势延续、韧性凸显

高端化成为行业主要增长逻辑。我们认为，行业增长逻辑已经从量增向价涨转化，企业竞争从低价抢份额向产品品牌、品质竞争。存量博弈下行业头部企业选择高端化抢占市场。根据欧睿，2015-2022年我国中高档啤酒销量占比由22.4%提升至34.8%。

提价与产品结构优化推动吨酒价格提升。2019-2022年青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒的吨价分别同比提升14.66%、9.16%、12.91%、24.32%、9.12%。

23年啤酒高端化韧性凸显。2023年前三季度，外部环境相对逆风（消费疲弱、气候不利叠加22年旺季高基数），但啤酒高端化趋势延续。**青岛啤酒：**23Q1-3主品牌/高端以上产品销量分别同比+3.5%/+11%。**百威亚太：**23Q3百威品牌收入实现双位数增长，其中百威金尊和黑金等增长强劲，超高端品类亦实现双位数增长。**珠江啤酒：**23Q1-3纯生啤酒销量同比+15.0%，明显高于公司整体啤酒销量（+5.0%）。

图15：2007-2022年中国啤酒行业销量结构变化

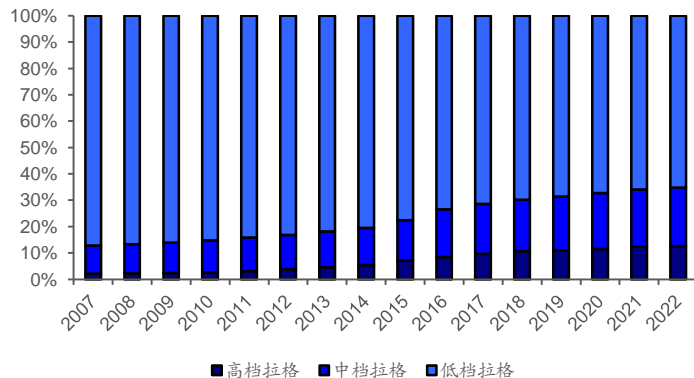
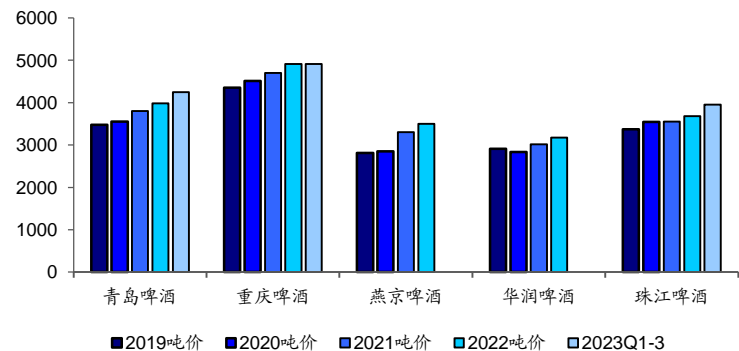


图16：2019年至今头部啤酒公司出厂吨价变化（元/万千升）



资料来源：Wind，Euromonitor，华润、重庆、燕京、青岛、珠江啤酒2019-2022年年报及三季报，百威啤酒2023年三季报，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.2 啤酒： 高端化短期有望加速， 中长期空间广阔

短期视角看，餐饮、夜场等即饮场景的恢复有望加速高端化进程。考虑到即饮场景中啤酒消费档次和售价往往高于流通渠道，我们认为2024年餐饮等即饮场景的复苏或将加速啤酒高端化的进程，吨价提升有一定支撑。

中长期视角，我国啤酒高端化仍有较大空间。根据欧睿，2022年美国/日本/澳大利亚/中国中高档啤酒销量占比分别为79%/46%/98%/35%，与发达国家相比，我国啤酒产品结构仍不高。

图17： 社零-餐饮数据回暖

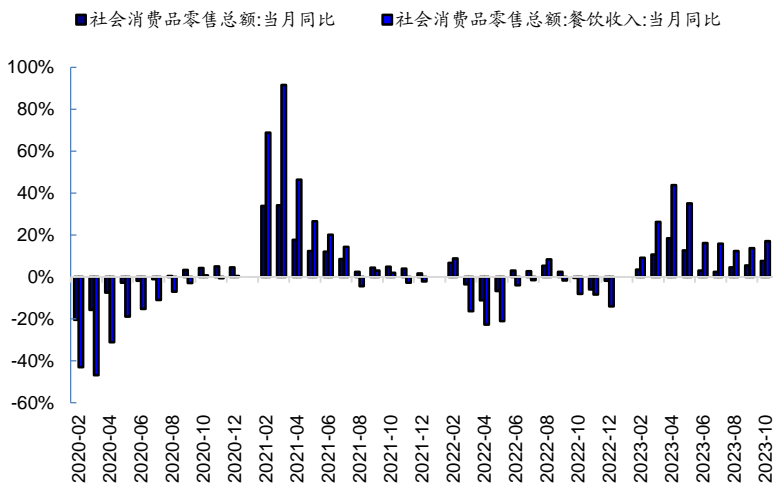
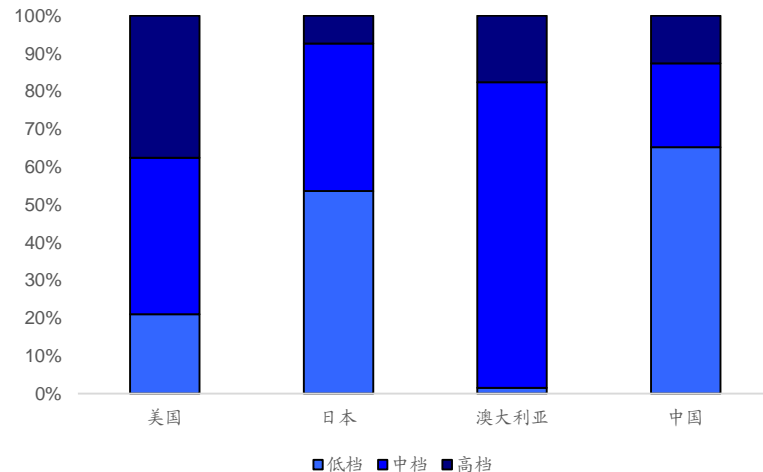


图18： 我国啤酒产品结构相对发达国家仍偏低（啤酒销量占比）



资料来源： Wind， 国家统计局， Euromonitor， HTI

3.2 啤酒：大麦价格回落，预计24年成本压力趋缓

21-22年原料价格高企压制行业毛利率。啤酒生产主要原料为玻璃瓶、铝罐为代表的包材和小麦、大米为代表的农产品。21-22年，主料价格上行推高啤酒生产成本，也导致行业毛利率阶段性承压。23Q1-3，行业成本压力有所缓解，高端化延续，毛利率重回上升区间。

大麦价格有望回落&包材同比平稳，24年原料成本有望下行。大麦进口吨价已于23年初触顶，23年9月我国进口大麦均价同比-18.1%，考虑到23年8月澳麦“双反”的取消，大麦成本下行趋势较为明确；主要包材方面，玻璃、瓦楞纸、铝材价格同比变动有所分化但总体平稳。我们预计，2024年啤酒成本压力将趋缓，龙头毛利率有望随着吨价的提升稳步上升。

图19：我国啤酒上市公司毛利率变化（%）

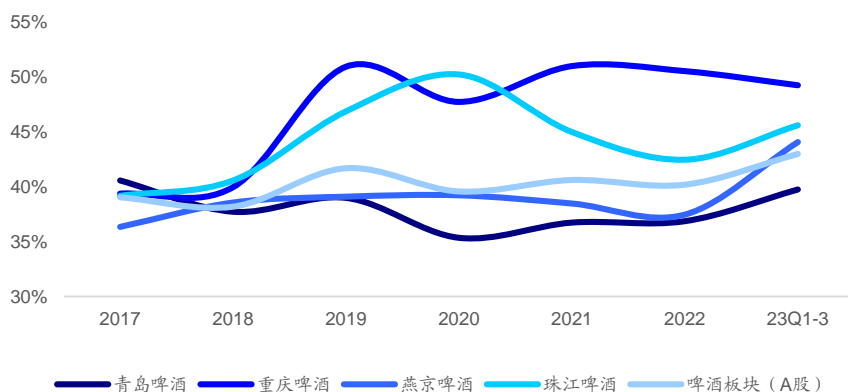
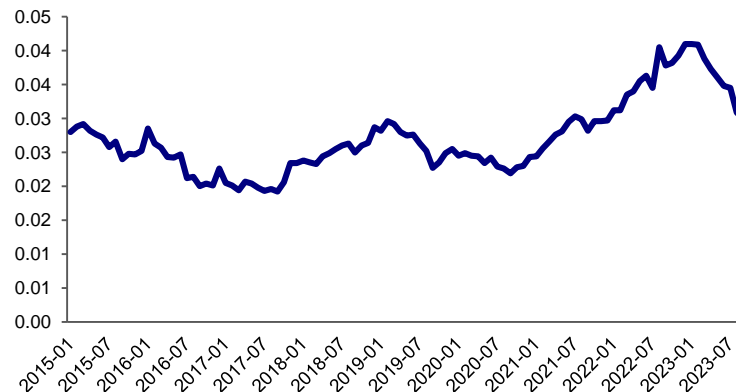


图20：大麦进口吨价（万美元/吨）



资料来源：Wind，HTI

3.2 啤酒：23年行业经营稳健，24年有望景气向好

23年啤酒增长韧性强。如前所述，2023年外部环境对于啤酒行业并不友好，但啤酒上市公司经营稳健、增长韧性强。2023Q1-3，青岛、重庆、燕京、珠江啤酒收入同比分别增加6.4%、6.9%、9.7%以及10.7%，归母净利润同比分别增加15.0%、13.7%、42.2%以及12.8%。

24年行业有望景气向上。我们认为随着高端化的持续推进、消费环境的回暖尤其是即饮场景的复苏，叠加主要原料成本压力趋缓，啤酒公司业绩弹性有望加速释放。

图21：我国啤酒上市公司收入同比增速

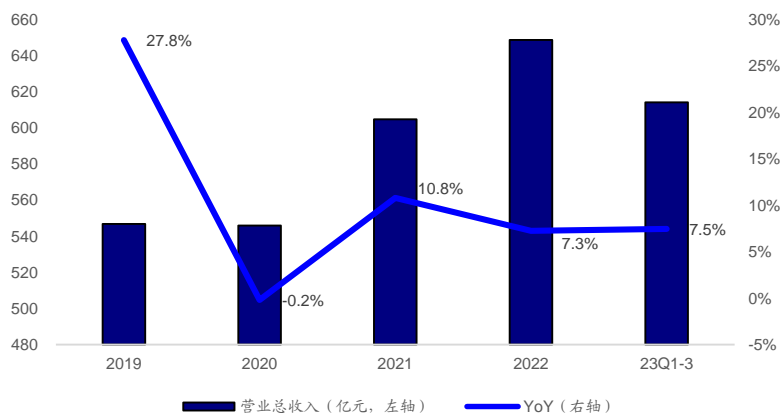
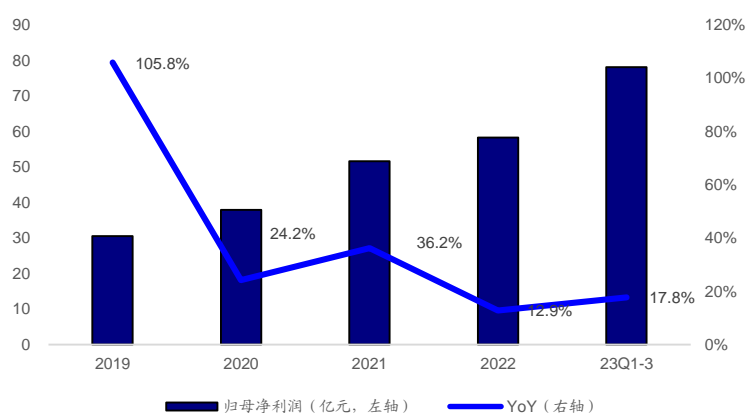


图22：我国啤酒上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind，HTI

3.2 啤酒：推荐青岛啤酒、华润啤酒、燕京啤酒

青岛啤酒：销量短期承压&结构升级提速，关注高端化及成本回落带来的利润弹性。3Q23公司销量承压，吨价环比提速，23Q1-3中高端以上产品销量同比+11.0%，产品结构升级持续。展望四季度及明年，我们认为随着经济持续复苏及消费环境的改善，啤酒高端化动力充足，叠加主要原料价格逐步下行有望兑现于报表中，后续公司利润弹性有望释放。

华润啤酒：啤酒产品势能强劲、升级空间广阔，白酒有望深度受益于经济回暖。1H23公司啤酒收入平稳增长，次高以上啤酒销量同比+26.4%，其中喜力销量同比增长接近60%；白酒业务则更多着力于去库存与梳理价格。我们认为，公司啤酒业务高端化势能强劲，空间广阔；白酒业务方面，随着经济环境的恢复和商务场景的回暖，金沙作为年产能2万吨+的优质酱酒标的，有望深度受益于华润营销网络与管理经验，贡献不俗业绩弹性。

燕京啤酒：国企改革激发老牌酒企经营活力，大单品战略&内部减亏提效方兴未艾。3Q23公司销量同比+4.2%，吨价同比+4%，高端化趋势不减，大单品战略下，燕京U8、白啤V10等重点单品势能依旧。内部改革方面，子公司减亏成效显著，1H23除广西漓泉外其他经营主体净利润同比+64.2%，净利率提升1.8pct至5.3%。公司是行业较稀缺的高成长预期弹性标的，我们认为，随着国企改革的推进与大单品战略的引领，公司业绩表现有望延续：1) 整体吨价不高而大单品势能强劲，在量、价两端均有望持续增长；2) 参考可比公司，净利率仍有较大提升空间。

3.2 啤酒：可比公司估值表

表4：可比公司估值表

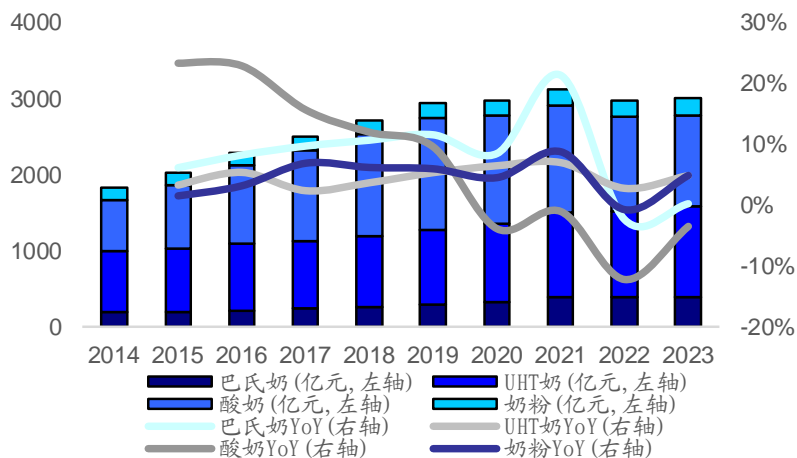
代码	简称	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600600.SH	青岛啤酒	78.46	1070.38	2.73	3.25	3.89	28.85	24.14	20.17	4.20	3.80	3.37
600132.SH	重庆啤酒	75.15	363.70	2.61	3.04	3.57	28.78	24.72	21.06	17.69	14.52	10.94
000729.SZ	燕京啤酒	9.87	278.19	0.13	0.22	0.31	78.97	44.16	31.39	2.07	2.02	1.94
002461.SZ	珠江啤酒	8.17	180.83	0.27	0.32	0.38	30.23	25.80	21.65	1.88	1.81	1.73
600573.SH	惠泉啤酒	10.63	26.58	0.16	0.21	0.28	66.69	50.14	37.43	2.19	2.12	2.03
000929.SZ	兰州黄河	9.92	18.43	-0.16	-	-	-63.01	-	-	2.87	-	-
000752.SZ	*ST西发	6.96	18.36	-0.25	-	-	-27.83	-	-	-59.64	-	-
均值				0.78	1.41	1.69	20.38	33.79	26.34	-4.10	4.85	4.00
1876.HK	百威亚太	15.22	2015.65	0.48	0.56	0.66	28.32	24.61	20.79	2.40	1.93	1.80
0291.HK	华润啤酒	38.80	1258.74	1.34	1.66	2.04	25.88	21.45	17.50	4.16	3.72	3.48
均值				0.91	1.11	1.35	27.10	23.03	19.14	3.28	2.82	2.64

注：收盘价为2023年11月17日价格，估值为Wind一致预期。

资料来源：Wind，HTI

3.3 乳制品：巴氏奶高速增长后增速放缓， 酸奶增速下滑，UHT奶处于成熟期

图23: 乳制品细分行业规模及同比增速



我国乳制品消费以白奶和酸奶为主，2023年乳品行业零售额为3875.9亿元，2018-2023年CAGR1.25%。

类别	18-23CAGR	增长趋势	规模(2023E)	增速(2023E)
巴氏奶	7.52%	高速增长后 增速放缓	392.2 亿元	0.2%
UHT奶	5.30%	成熟期 中低个位数增长	1197.9 亿元	4.9%
酸奶	-2.31%	增速下滑	1191.5 亿元	-3.3%

图24: 乳制品细分行业零售量（万吨）

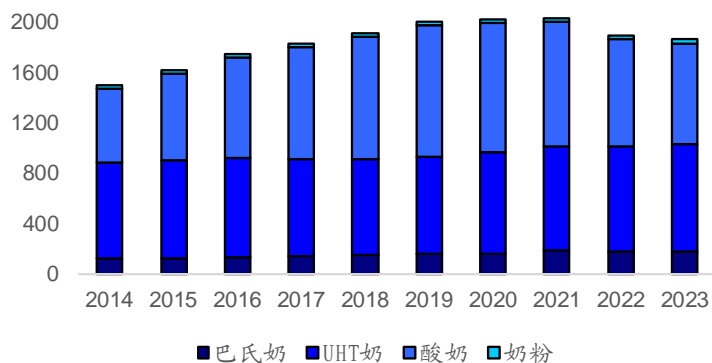
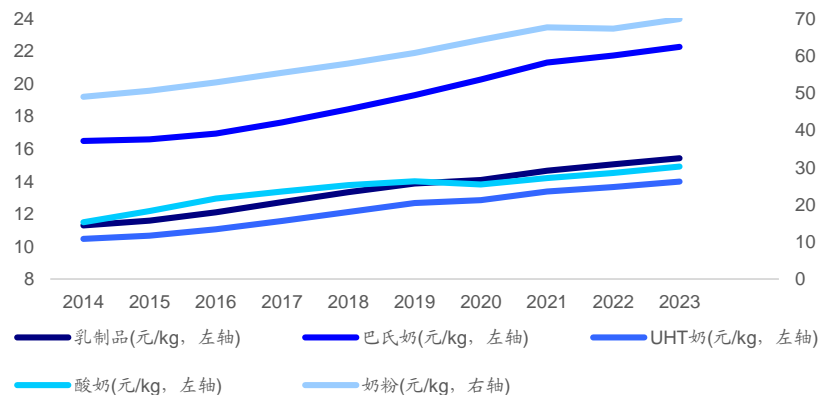


图25: 乳制品细分行业零售价



注：2023年为预测值

资料来源：Euromonitor，HTI；

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.3 乳制品：双寡头格局稳健

双寡头格局。2023年乳制品行业中伊利蒙牛合计份额占比近56.1%，分别为30.2%和25.9%。

巴氏奶市占率前五中四家为地方乳企。其中CR3合计占比46.1%；UHT奶行业处于成熟期，双寡头占据超86.7%份额。酸奶：双寡头合计占比55.4%。

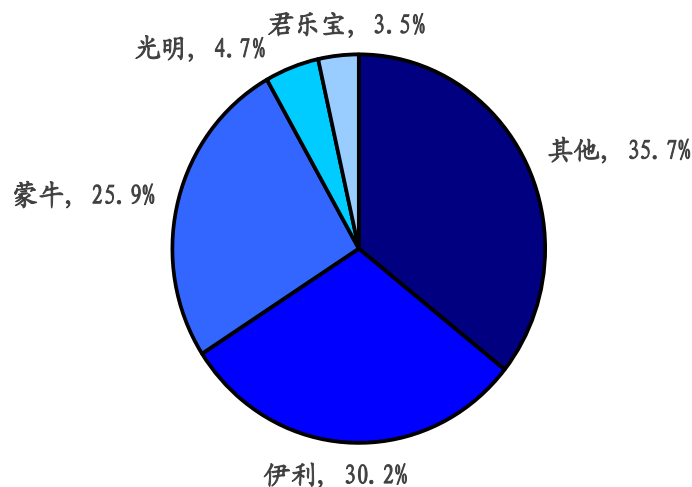
表5：细分行业竞争格局

类别	CR5 (2023E)	竞争格局	TOP1	TOP2	TOP3
巴氏奶	60.6%	市占率前五中四家为地方乳企	光明乳业 22.4%	蒙牛 13.4%	新希望 10.3%
UHT奶	90.7%	双寡头合计市占率86.7%	伊利 44.1%	蒙牛 42.6%	皇氏乳业 1.7%
酸奶	75.0%	双寡头合计市占率55.4%	伊利 31.3%	蒙牛 24.1%	君乐宝 7.8%

注：2023年为预测值

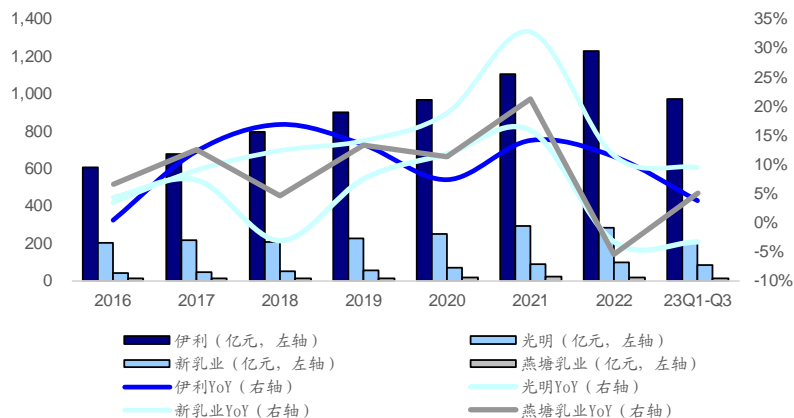
资料来源：Euromonitor，HTI

图26：2023年乳制品行业市场份额



3.3 乳制品：Q1-3收入小幅提升，伊利ROE居首

图27：乳制品公司营业总收入



- 23Q1-Q3乳制品行业受终端消费复苏较为缓慢，及上游牧场端经营短期承压因素影响，整体板块营收实现小幅提升，展望24年，我们认为随着消费复苏情况逐步回暖，以及企业持续贯彻挺价控费的经营策略，预计行业整体表现将有望进一步改善。
- 伊利ROE居首，1-3Q23达18%。新乳业为14.7%，燕塘乳业为10.5%。

图28：乳制品公司归母净利润

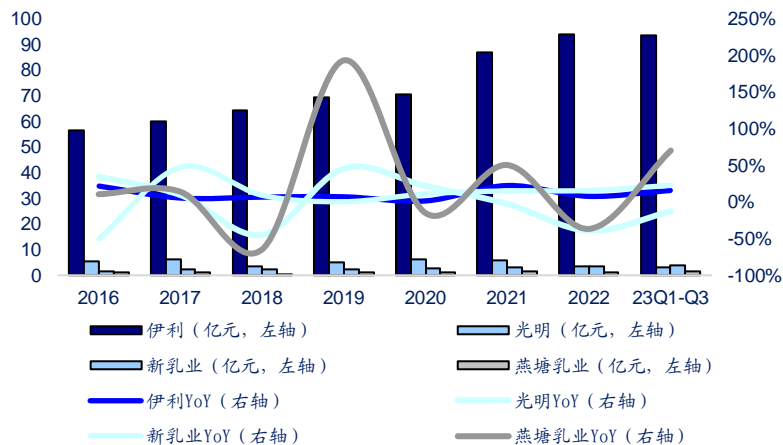
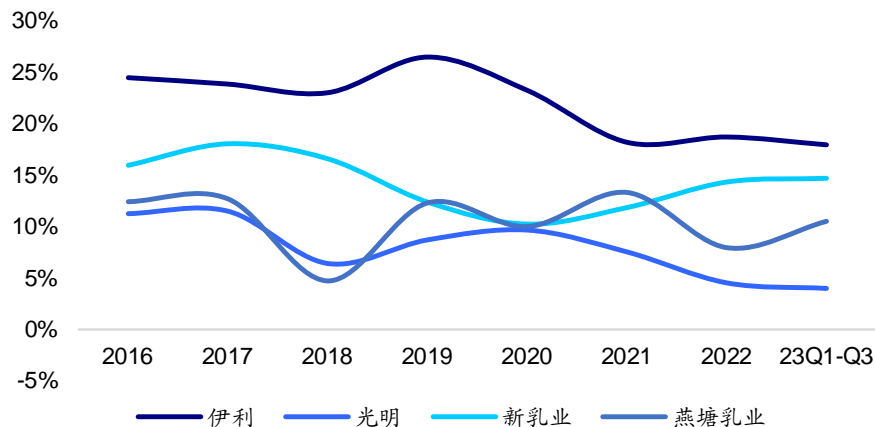


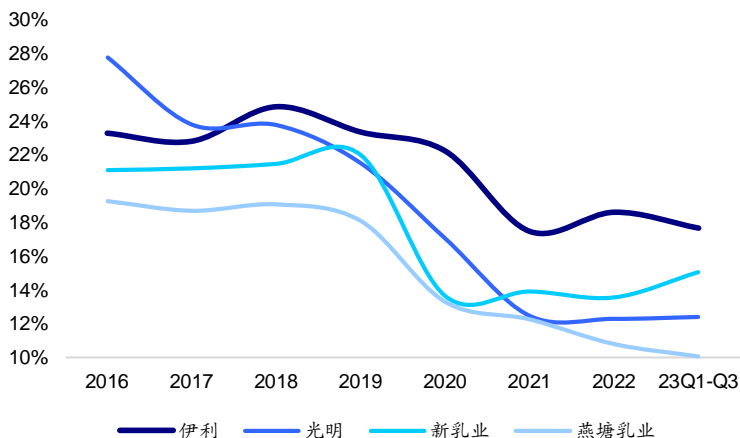
图29：乳制品公司ROE对比



资料来源：Wind, HTI

3.3 乳制品：市场竞争保持理性，销售费用率略有分化

图30：乳制品公司销售费用率对比



- 销售费用率表现分化。受全年消费弱复苏环境影响，23年龙头乳企销售费用率略有下降，然而部分区域乳企费用率有所提升，整体板块仍维持理性竞争状态。
- 管理费用率稳中有降。
- 研发费用率维持稳定。

图31：乳制品公司管理费用率对比

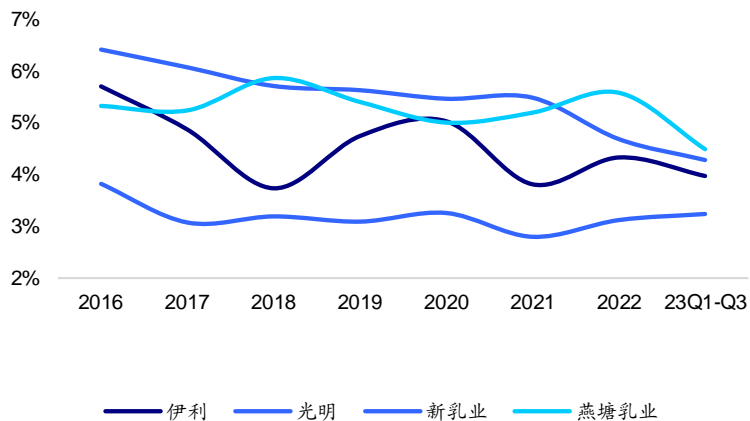
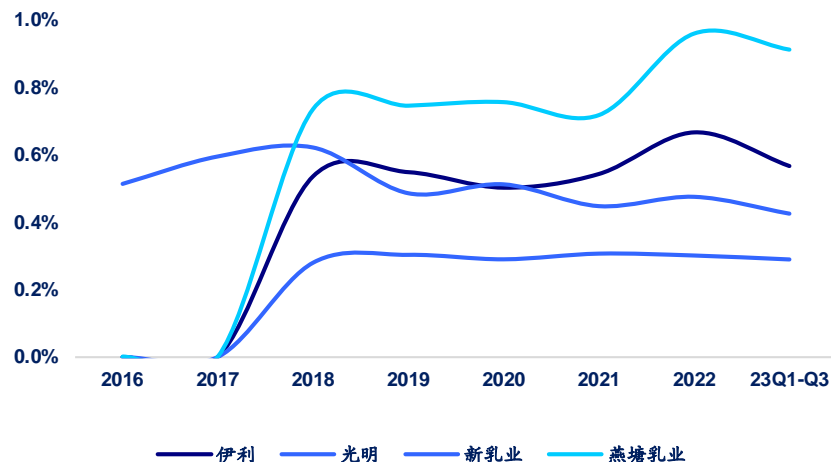


图32：乳制品公司研发费用率对比



资料来源：Wind, HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.3 乳制品：可比公司估值

表6：可比公司估值表

代码	简称	收盘价（元）	总市值 （亿元）	EPS（元）			PE（倍）		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600887	伊利股份	27.02	1720.18	1.47	1.67	1.91	21.03	16.12	14.15
2319.HK	蒙牛乳业	24.95	981.17	1.34	1.51	1.76	23.58		
600597	光明乳业	9.28	127.92	0.26	0.46	0.54	41.13	20.30	17.30
002946	新乳业	12.67	109.70	0.42	0.55	0.73	31.71	22.99	17.30
002732	燕塘乳业	20.29	31.93	0.63	1.09	1.29	37.63	18.63	15.68
	均值			0.82	1.06	1.25	31.02	19.51	16.11

注：收盘价为2023年11月16日价格，估值为Wind一致预期。

资料来源：Wind，HTI

3.4 调味品：行业稳健增长，量价齐升逻辑不变

- 根据艾媒咨询数据，近几年我国调味品行业市场规模保持稳健增长，2014-2022年CAGR为8.9%，预计2023年同增15.39%，达到5923亿元。
- 我国调味料人均消费具备提升空间。我们认为，对比日本、英国、美国等海外市场，国内人均消费量仍然较低，行业量上依然有较大增长空间。
- 提价、产品升级带动规模增长。我们认为原材料涨价、消费升级大趋势下，提价、产品升级等都会带来行业均价的上移，量价齐升依旧是行业发展主旋律，收入端依然能够保持一定增速。

图33：我国调味品行业收入及增速

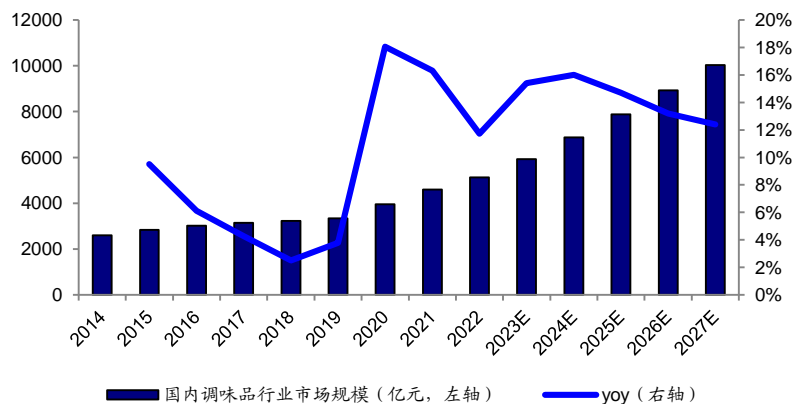
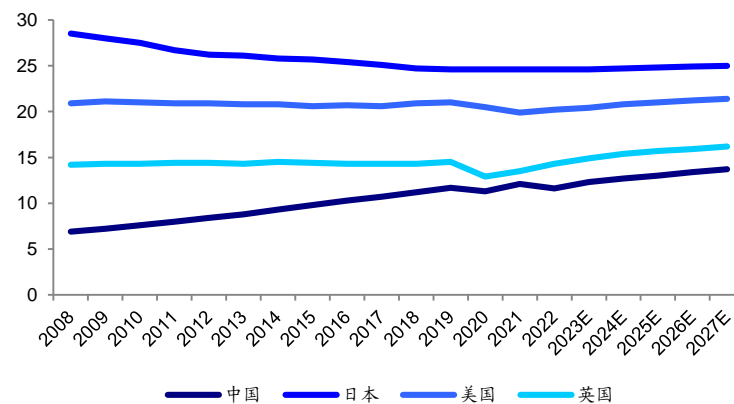


图34：中日英美调味品人均消费量 (kg/人)



资料来源：艾媒咨询，Euromonitor，HTI

3.4 调味品：格局稳定，集中度持续提升

- 从行业集中度角度看，据欧睿数据统计，2022年中国、日本、美国、英国调味品行业零售端CR10分别为25.8%、36%、45.7%、48.7%。2022年国内零售端前十大品牌分别为海天、雀巢、李锦记、老干妈、美味鲜、涪陵榨菜、海底捞、欣和、卡夫卡亨氏、味好美。我们认为，在消费升级、环保趋严等趋势下，盈利微薄的中小厂商将逐渐被淘汰，行业集中度有望持续提升。

图35：中日英美调味品行业CR10

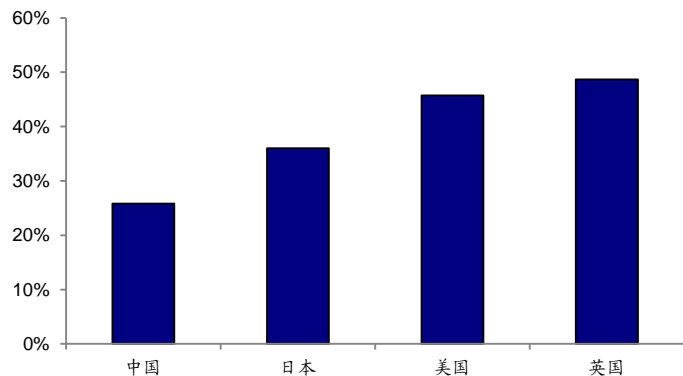
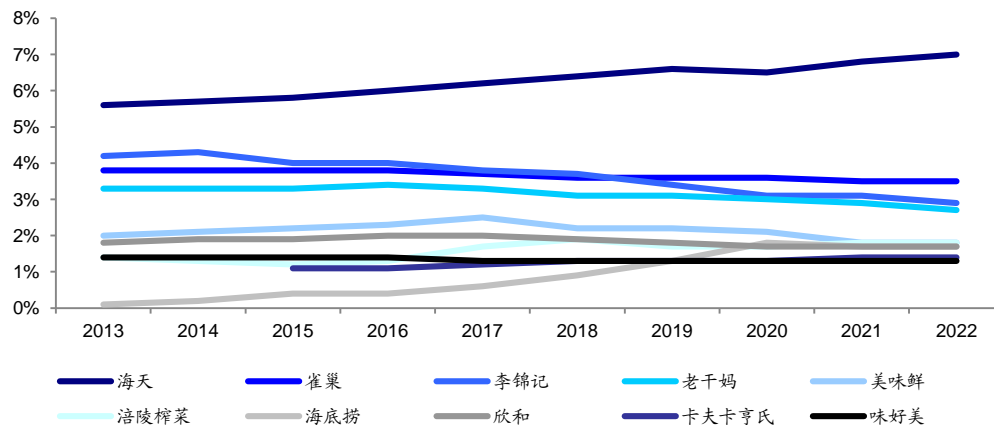


图36：我国调味品行业主要厂商市占率



资料来源：Euromonitor，HTI

3.4 调味品：关注行业升级趋势—— 高端化、复合化

- 最近几年调味品行业零售单价持续提升，高端化趋势明显。我们认为升级方向主要是精品化、功能化、健康化。以酱油为例，呈现出从“老抽---一般生抽---高档生抽（如鲜味酱油）、功能酱油（如蒸鱼、拌面、煲仔饭）---零添加、有机酱油”的升级趋势。
- 复合化成为调味品行业发展新趋势。我们认为复合化可以让年轻的家庭消费者方便快捷的烹饪美味，解决其不会做、没时间做的消费痛点；另一方面，餐饮行业需求日益增大，规范化和连锁化经营带来了对标准化复合调味料需求的快速增长。

图37：我国调味品行业零售单价及增速

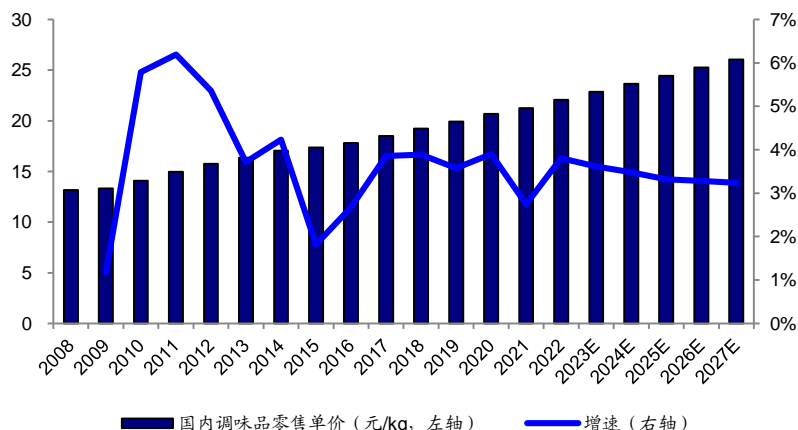
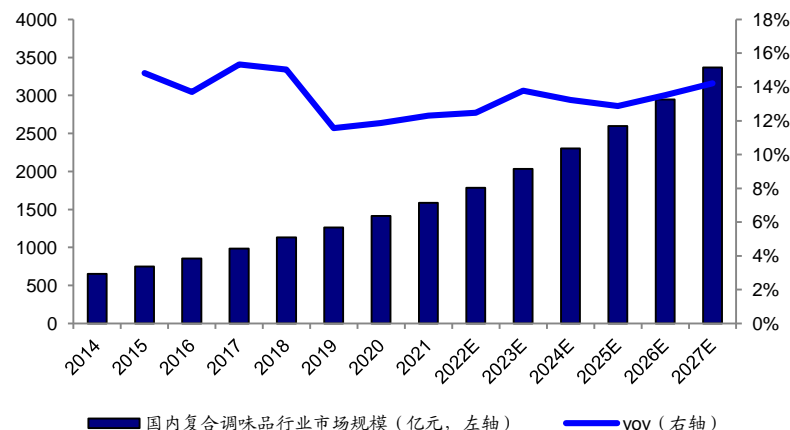


图38：我国复合调味品行业市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，Euromonitor，HTI

3.4 调味品：成本下行，盈利能力逐渐修复

- **龙头定价能力强。**我们认为调味品具有必需消费品属性+低值低耗的特点，消费者对价格敏感度低，龙头企业提价能力强，管理效率提升与产品升级等方式也可有效缓解成本压力。
- **行业盈利能力逐渐修复。**我们认为2021年大豆、玻璃等价格上涨明显，海天、恒顺、加加等众多调味品企业虽均有提价，但在下游需求疲软的背景下，成本压力未能完全转移，行业利润承压。2022年至今，部分原材料价格已经开始逐渐下降，我们认为随着餐饮复苏、原材料成本下降，调味品企业有望迎来盈利修复，其中23Q3调味品板块上市公司整体毛利率、归母净利率分别同比+0.39pct、+0.37pct。

图39：海天味业、中炬高新单季度毛销差

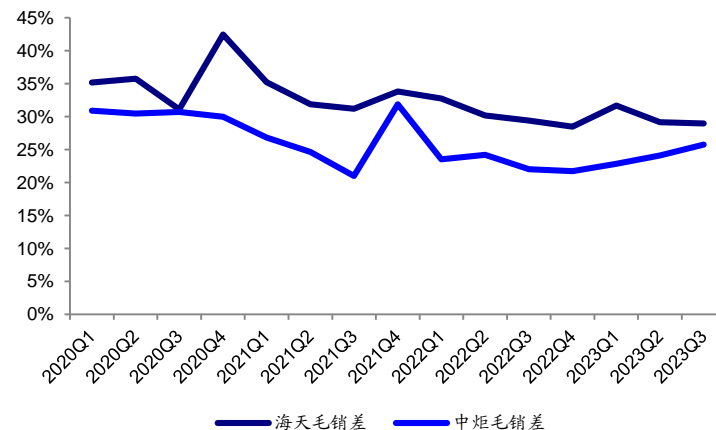
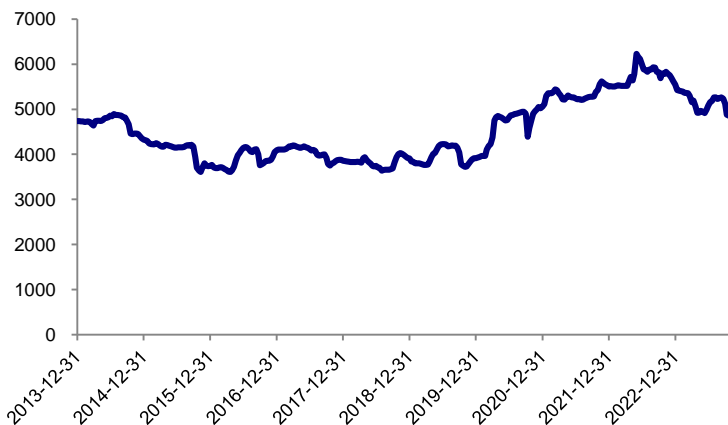


图40：黄豆市场价格（元/吨）



资料来源：Wind，HTI

图41：玻璃期货结算价（元/吨）



3.4 调味品：基本面逐渐好转，推荐确定性较高的龙头

- **海天味业**：近年来由于消费较弱、成本高企，公司基本面面临较大压力，估值都有较大回落。我们认为随着餐饮逐渐复苏、渠道库存逐渐去化，公司收入端有望逐渐重回较快增长；盈利端，目前大豆、包材等原材料成本也已经有明显下降，利润率正逐渐修复。公司作为调味品行业绝对龙头，品牌、渠道、产品力优势明显，短期基本面拐点已经出现，长期强者恒强、市占率持续提升的逻辑依然坚实。
- **中炬高新**：我们认为公司过去几年基本面承压，除了行业整体需求疲弱、成本高企等因素之外，也有自身管理因素。随着华润系背景的新任管理层到位，公司有望在产品、渠道、内控等多方面进行全方位改革，后续改革进展、效果值得期待。
- **天味食品**：公司作为复合调味料行业龙头，有望受益于渗透率与集中度提升。公司持续发力渠道营销改革，对经销商进行精细化管理，23年收购食萃食品，进一步拓张小B赛道。我们认为公司核心产品势头良好，食萃并购打开新增长极，费效提升与原材料成本回落有望增厚利润空间。

图42：海天味业营收及归母净利润

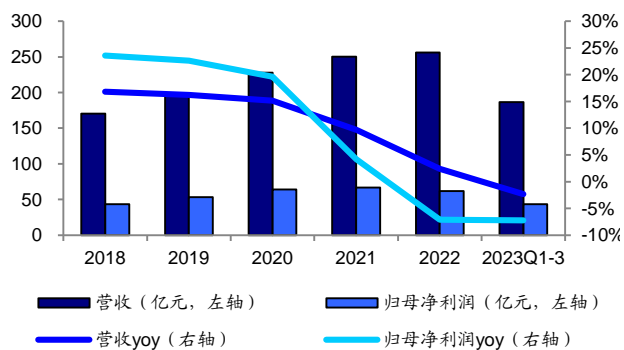


图43：中炬高新营收及归母净利润

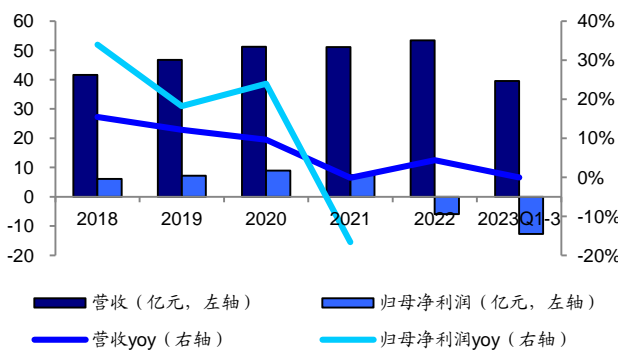
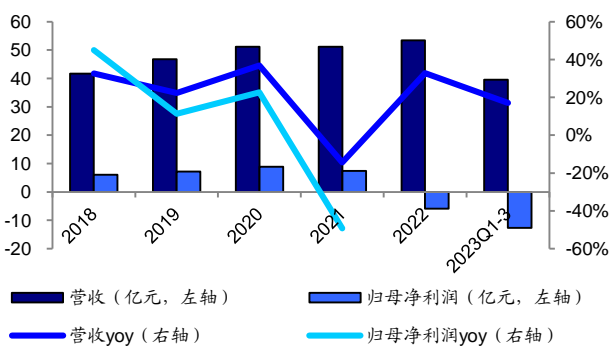


图44：天味食品营收及归母净利润



资料来源：Wind, HTI

3.5 休闲食品：小零食，大赛道

- 在消费升级大背景下，休闲零食市场规模持续增长。据卫龙招股书援引弗若斯特沙利文报告，我国休闲食品行业市场规模由2016年6128亿元增长至2021年8251亿元，CAGR为6.1%，预计2026年达11472亿元。2021-2026CAGR为6.8%。（按零售额计算）
- 虽然我国休闲零食销量较高，但人均消费仍远低于主流发达国家，仍有较大成长空间。据智研咨询援引Euromonitor，2022年我国休闲食品人均消费额为500元，美国和日本为4908元与2821元，全球人均休闲食品消费额为942元。

图45：2016-2026年中国休闲食品零售额及增长率

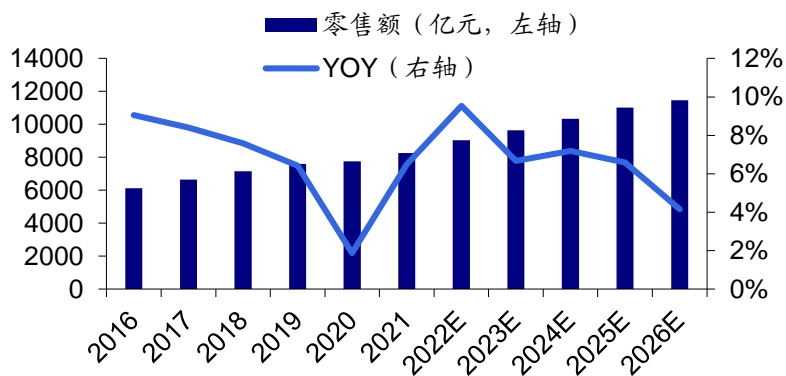
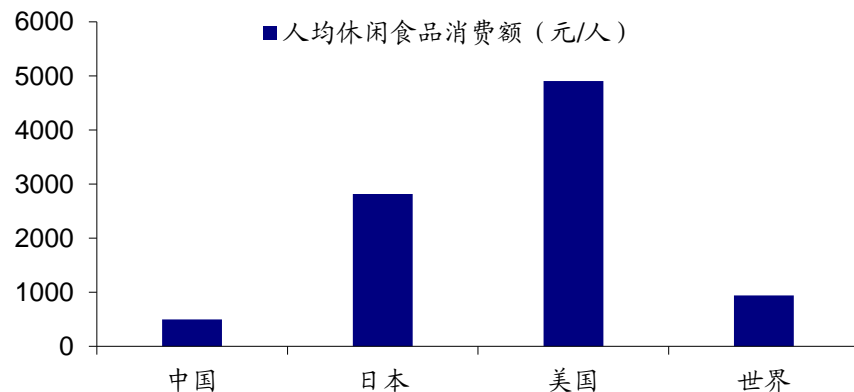


图46：2022年中国及主要经济体休闲食品人均消费额



资料来源：卫龙招股书援引Frost&Sullivan，智研咨询，Euromonitor，HTI

3.5 休闲食品：产品端，坚果炒货包装化率将持续提升

- 据三只松鼠2022年报援引 Frost & Sullivan 数据，坚果炒货休闲零食（含包装和非包装散装）市场 2021 年零售额达1512 亿元，预测 2026 年我国坚果炒货有望达到 2220 亿元的零售规模，对应 2021-2026 年 CAGR 约8%。另据三只松鼠2022年年报援引欧睿数据，2022 年我国坚果炒货的包装化率预计在 30.7%左右，相较于 2017 年的 26.7%提升4pct 左右，后续伴随消费者消费水平的提升，行业包装化率预计仍有提升空间。
- 我们认为，随着坚果包装化率持续提升，看好洽洽食品作为坚果炒货龙头，业绩有望持续受益。

图47：坚果炒货行业市场规模及预测（亿元）



资料来源：三只松鼠2022年年报援引欧睿数据，HTI

3.5 休闲食品：产品端，辣味零食市场较大

- 据盐津铺子2022年年报，休闲食品国货品牌主要集中于休闲辣味、卤味等新兴赛道发力，以更符合国人口味的咸味、辣味、卤味品类赢得消费者喜爱而逐步形成品类替代。与以美国为代表的西方市场中消费者对糖果、甜饼干等高糖零食相比，受传统饮食习惯下的国内消费者更偏向于咸味，加之国人在烹调中对辣味和卤味的偏好，焕发了咸味零食更多的可能性。
- 据卫龙招股书援引Frost&Sullivan，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%。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。
- 随着辣味零食行业蓬勃发展，我们看好主营小鱼干/肉干/鹌鹑蛋等的辣卤零食龙头劲仔食品的发展前景。

图48：2016-2026非辣味休闲食品零售额及占比

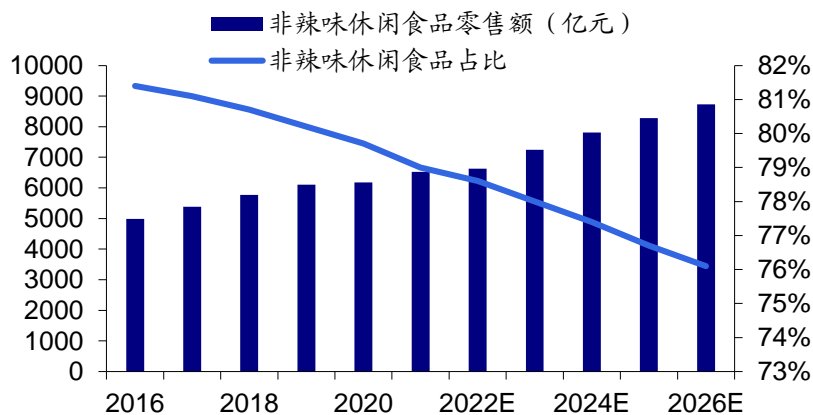
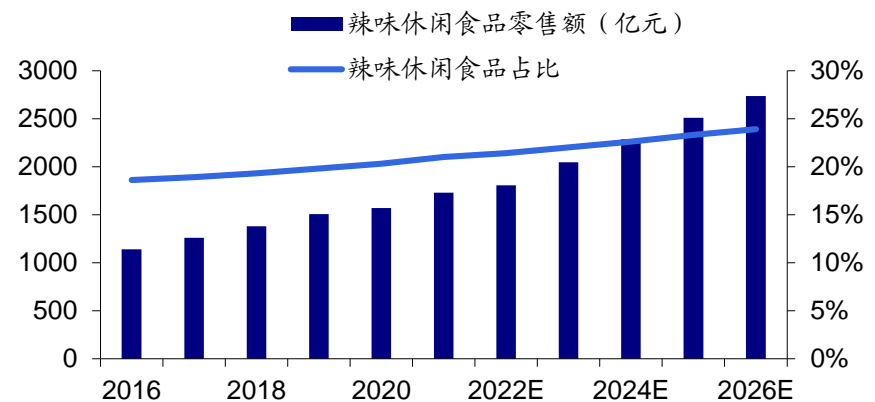


图49：2016-2026辣味休闲食品零售额及占比



资料来源：卫龙招股书援引Frost&Sullivan，HTI

For full disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation on all HTI rated stocks, please refer to the latest full report on our website at equities.htisec.com

3.5 休闲食品：渠道端，零食量贩正快速发展

- 据万辰生物定增报告书，近年来在高房租、高人力成本的发展压力下，大型商超及批发零售业渠道的效益降低，以量贩专营店为代表的现代渠道增速逐渐提升。量贩业态的特点是品类丰富和主打性价比。（1）少了中间流通环节费用，产品能够达到极致低价；（2）量贩零售店以售卖散装产品为主，产品种类丰富且数量较多，能够满足不同消费群体的需求。
- 我国零食量贩店行业处于发展初期，门店密度提升空间较大，品牌大多处于快速跑马圈地当中——零食很忙2017年成立，2018年门店数量突破100家，2022年净开门店超1000家，5年时间开出门店近2000家。此外赵一鸣零食也已达到千店级别。
- 我们认为，伴随着零食量贩店数目快速提升，与零食量贩系统有着密切合作的盐津铺子未来成长有望持续向上。

图50: 2017-2023年（更新至6月）零食很忙门店数量

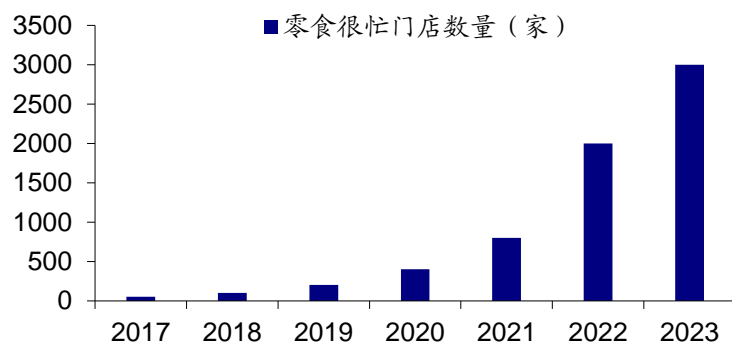
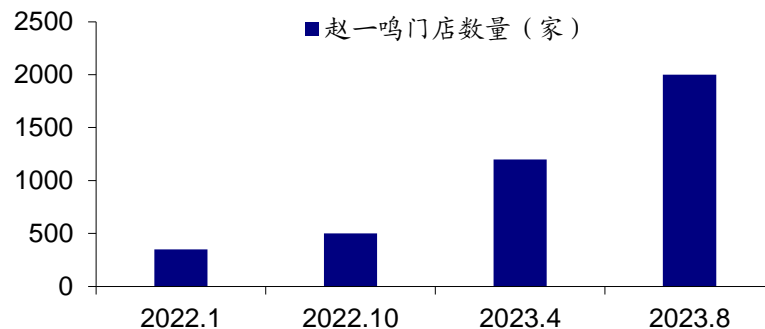


图51: 2022-2023年赵一鸣门店数量



资料来源：万辰生物定增报告书，零食很忙官方公众号，赵一鸣零食官网，赵一鸣零食公众号，创业最前线网易号，HTI

3.5 休闲食品：看好坚果炒货&辣卤行业相关龙头表现

洽洽食品——盈利修复拐点已至，看好消费力复苏+四季度旺季背景下坚果良好成长性。

- 23Q2受原材料压力影响，洽洽整体盈利承压，单Q2销售净利率同比减少4.94pct，Q3成本压力趋缓，公司盈利能力出现拐点，23Q3销售净利率环比提升6.67pct。我们认为随着后续成本压力持续趋缓，公司净利率水平有望继续恢复。
- 公司持续聚焦坚果品类，17-22年坚果业务营收CAGR达到45.68%，表明公司第二曲线坚果业务依然保持较好景气度。我们认为，随着后疫情时代消费场景和消费力的复苏，以及四季度进入到休闲零食消费旺季，看好坚果业务继续保持较好成长性，驱动公司营收端提速。

盐津铺子——转型升级效果持续兑现，看好业绩受益辣卤&零食量贩系统等的较好景气度

- 公司2021年转型升级，22Q2-23Q3已连续6个季度实现营收同比高增长。
- 目前公司聚焦辣卤零食等七大核心品类，其中辣卤零食营收23H1同比增长95.6%，整体营收占比超过35%。我们认为公司在辣卤零食赛道快速发力，卡位精准，当前辣卤零食赛道较好景气度将有望继续驱动公司产品端业务继续维持较快成长性。
- 23H1公司电商业务实现营收3.9亿，已接近22年全年4.2亿的收入水平；含休闲零食专营连锁系统在内的经销商渠道同比增长58%，合作方包括零食很忙、零食有鸣、赵一鸣等热门零食量贩品牌。我们认为抖音渠道和零食量贩系统的快速发展红利将有望继续助力公司渠道铺货增长。

3.6 软饮料：水/功能饮料/乳饮料/咖啡等 细分赛道景气度高

- 根据农夫山泉招股说明书（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文报告，按零售额计算，2019年中国软饮料市场规模为9914亿元，预计2024年将达到13230亿元，对应期间复合年增长率5.9%。
- 从规模（天花板高，能容纳大市值企业）和景气度（企业能享受行业成长红利）两个维度进行细分子行业的筛选。
- 优质细分赛道一：包装饮用水（2019年2017亿市场规模，预计2019-2024年复合年增长率10.8%）。
- 优质细分赛道二：功能饮料（2019年1119亿市场规模，预计2019-2024年复合年增长率9.4%）。

表7：中国软饮料市场子行业复合年增长率&市场规模情况

	包装饮用水	蛋白饮料	果汁饮料	功能饮料	固体饮料	碳酸饮料	茶饮料	植物饮料	风味饮料	咖啡饮料	其他饮料
2014-2019年市场规模CAGR	11.00%	3.50%	2.40%	14.00%	2.10%	2.30%	3.80%	6.30%	6.90%	29.00%	9.10%
2019-2024年预计市场规模CAGR	10.80%	3.40%	2.20%	9.40%	0.90%	2.10%	3.50%	6.20%	5.70%	20.80%	4.30%

资料来源：农夫山泉招股说明书（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文，HTI

3.6 软饮料：看好相关细分领域龙头的未来表现

- 农夫山泉——包装饮用水龙头望强者恒强
- 据农夫山泉招股说明书（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文报告，以2019年零售额计算，中国包装饮用水市场前五名参与者市场份额合计为56.2%，其中农夫山泉排名第一，2019年零售额领先排名第二参与者达1.5倍多。我们看好农夫山泉有望强者恒强，未来市场份额持续提升。
- 东鹏饮料——能量饮料先行者之一，业绩正处快速成长
- 据东鹏饮料2022年年报，2022年东鹏特饮市场销售量占比为36.70%，市场销售量保持第一；此外在销售额方面2022年东鹏特饮的市场销售额占比26.62%，市场销售额维持第二。我们认为，东鹏饮料作为能量饮料龙头企业之一，看好业绩持续快速增长。

图52：农夫山泉2018-2022年营收及同比增长

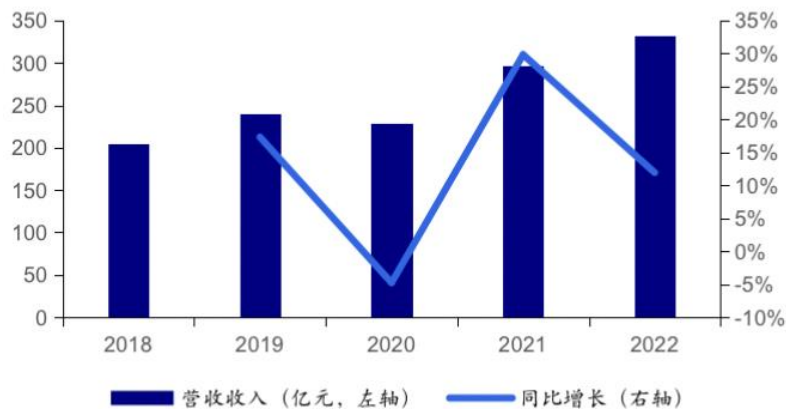
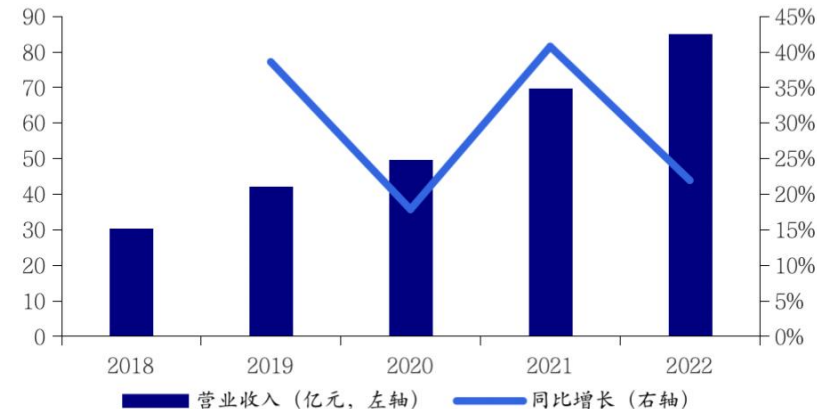


图53：东鹏饮料2018-2022年营收及同比增长

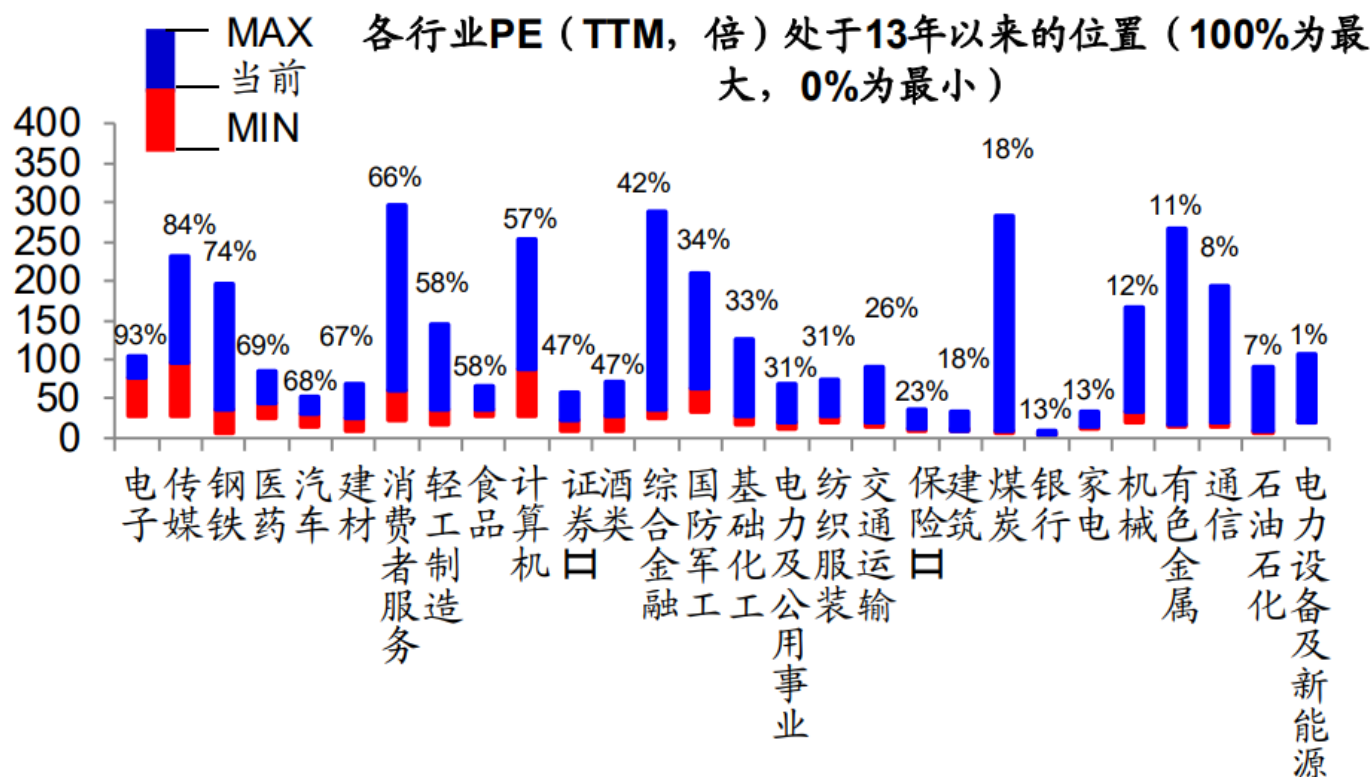


资料来源：农夫山泉招股说明书（第一次呈交）援引弗若斯特沙利文，农夫山泉2018-2022年历年年报，东鹏饮料2018-2022年历年年报，HTI

4.1 估值对比与投资建议——市盈率分位水平

2013年以来市盈率位置，酒类、食品分列第9、12位（共29个行业）

图54：2013年以来各板块市盈率分位数位置



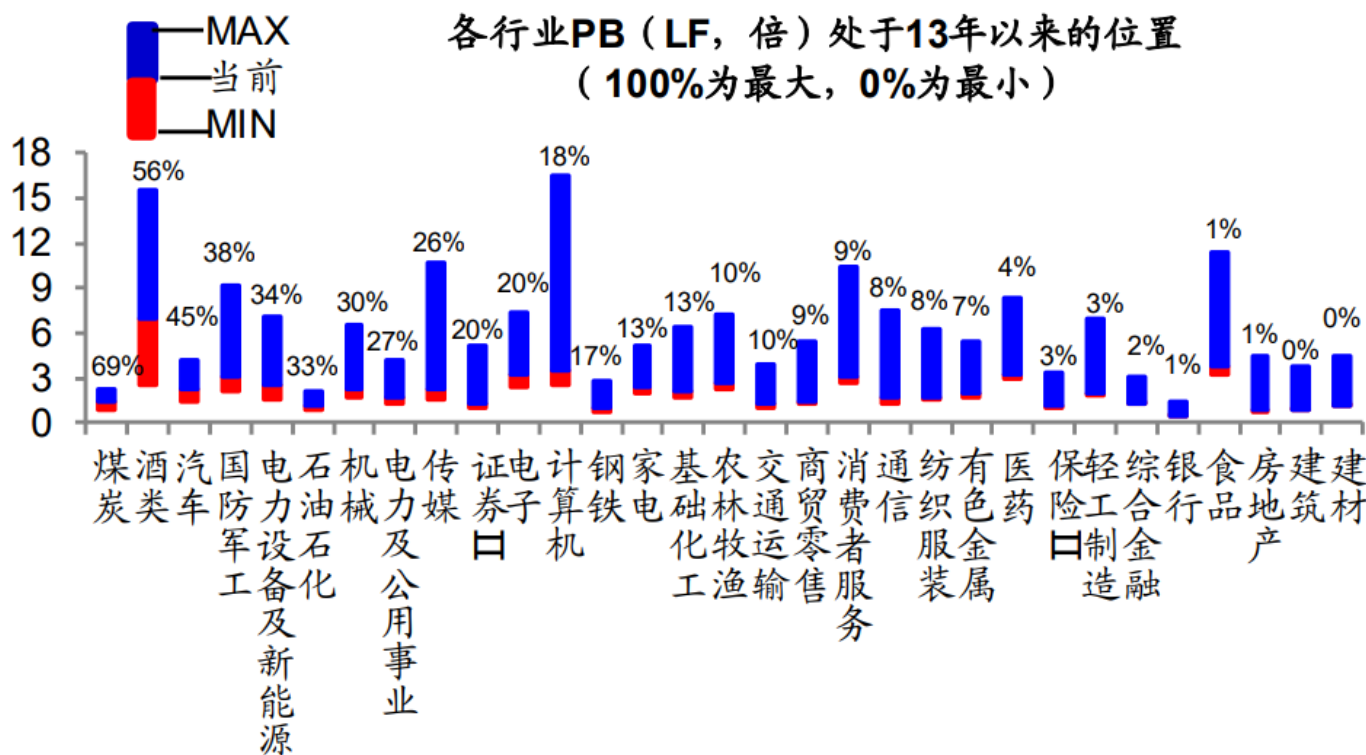
资料来源：Wind, HTI

注：数据截止日期为2023年11月11日

4.2 估值对比与投资建议——市净率分位水平

2013年以来市净率位置，酒类、食品分列第2、26位（共29个行业）

图55：2013年以来各板块市净率分位数位置



资料来源：Wind, HTI

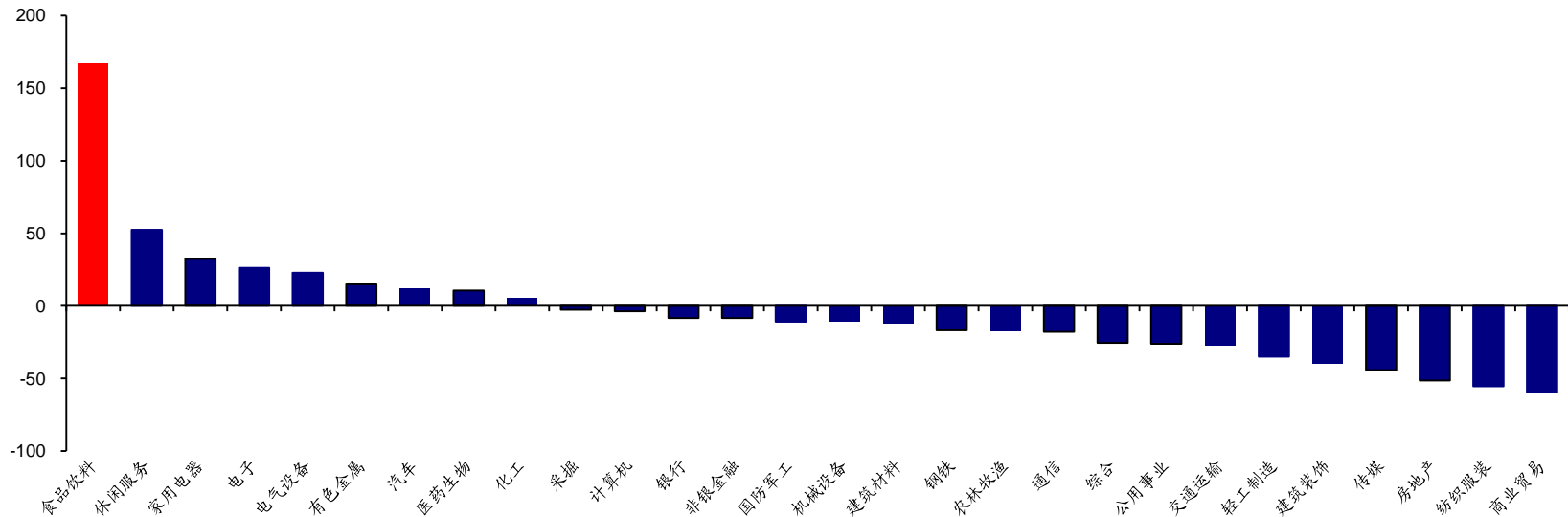
注：数据截止日期为2023年11月11日

4.3 估值对比与投资建议——涨跌幅

2017年以来涨跌幅：食品饮料处于第1位（共28个行业）

2017年以来，上证综指涨跌幅为-3.17%，仅有食品饮料、休闲服务、家用电器、电子、电气设备、有色金属、汽车、医药生物、化工等9个板块上涨，平均涨幅为38.23%，其中食品饮料涨幅166.77%，在28个行业中涨幅第一。

图56：2017年以来各板块涨跌幅（%）



资料来源：Wind，HTI

4.4 估值对比与投资建议——机构持仓分布

分行业看，2023年三季度机构投资者仓位中，食品饮料处于第3位，同比22年三季度下降0.97pct，环比23年二季度下降2.31pct。

图57: 2023年三季度机构持仓分行业

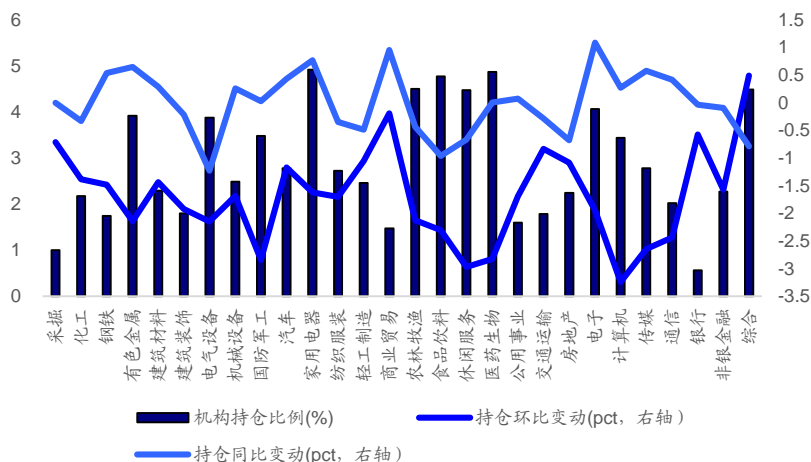
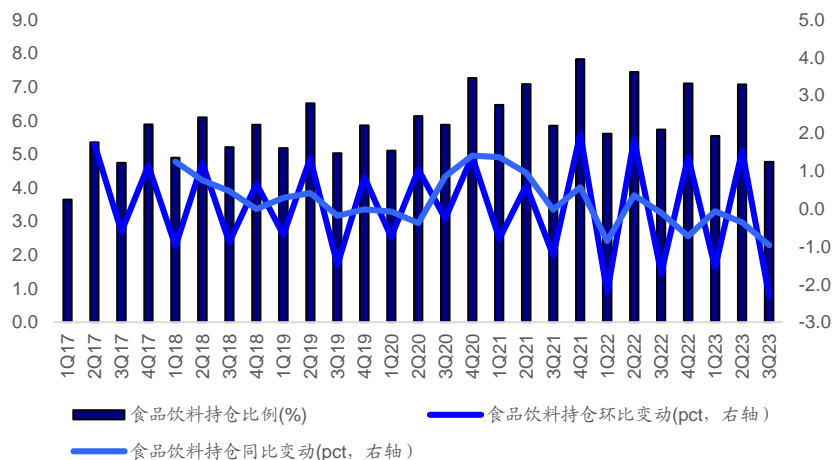


图58: 历史食品饮料机构持仓比例及环比同比变动



资料来源: Wind, HTI

5. 风险提示

- 经济增速放缓。
- 原材料成本上升。
- 食品安全问题。

APPENDIX 2

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. (HTUJKK)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. (“HTUJKK”), 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.

APPENDIX 2

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).

作为回报，海通拥有603589.CH一类普通股证券的1%或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 603589.CH.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 002557.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 603589.CH, 西安光明乳业销售有限公司, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 新希望(天津)商业保理有限公司, 002507.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司R及 600305.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。

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 002557.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 603589.CH, 西安光明乳业销售有限公司, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 新希望(天津)商业保理有限公司, 002507.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司R and 600305.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.

603589.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

603589.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从603589.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司R及嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司R获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司R and 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司R.

APPENDIX 2

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.

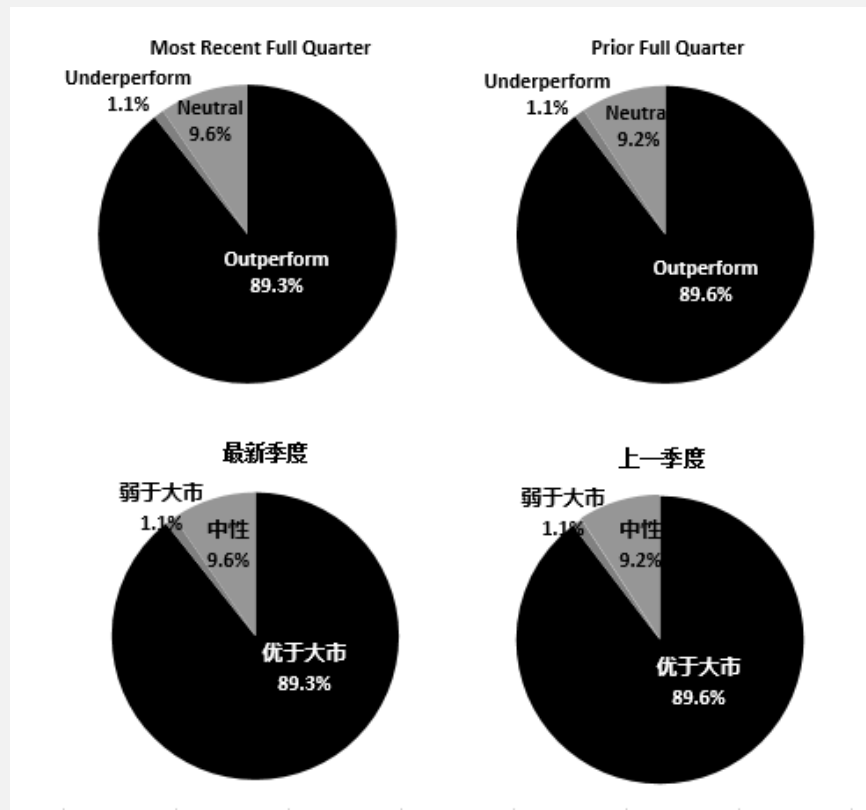
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

APPENDIX 2

评级分布 Rating Distribution



APPENDIX 2

截至2023年9月30日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*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 Sep 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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.

APPENDIX 2

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

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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

APPENDIX 2

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”）第03/1102、03/1103或03/1099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。

APPENDIX 2

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:

APPENDIX 2

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 Class Order 03/1102, 03/1103 or 03/1099, respectively, 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

APPENDIX 2

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>