

首次覆盖：低端白酒行业龙头， 产品升级行稳致远

000860 CH
Beijing Shunxin Agriculture
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb23.39

Huijing Yan
hj.yan@htisec.com

Jasmine Wu
jasmine.wu@htisec.com

投资要点：

- **千亿光瓶酒市场，发展空间广阔。**根据华经产业研究百家号，2021年光瓶酒行业规模同比+9.3%至988亿元，2016-21年CAGR为14.3%。中国酒业协会预计行业未来增速将保持在15%-30%之间，24年市场规模将超1500亿元，我们认为行业有望量价齐升：量：高性价比优势凸显，消费场景持续拓展。价：人均可支配收入持续提升，消费群体年轻化带动品质消费。**行业竞争格局分散，牛栏山为绝对龙头。**20年牛栏山市场份额为14%，玻汾/小郎酒/泸州老窖二曲/小村庄/老村长/红星二锅头市占率分别为6%/5%/3%/2%/2%/2%。22年6月新国标正式实施，有望加速行业集中度提升。
- **低端白酒行业龙头，产品升级行稳致远。**白牛二为核心大单品，23年销量达24.64万千升（占比为67.2%），终端毛利率高于竞品，目前为15元价格带领领军品牌。24年公司上调4款牛栏山陈酿价格，提价幅度为6元/箱，有望进一步增厚公司利润空间。**新国标下推出纯粮固态新品金标陈酿**，通过“三位一体两原则”营销打法持续推广，强大终端网络奠定良好渠道基础。公司拟将金标陈酿打造为30-40元价格带纯粮光瓶酒第一大单品，目标25年销量达1500万箱。公司持续发力产品结构升级，推出精制陈酿、珍品陈酿、牛栏山一号等新品，进一步丰富光瓶酒产品矩阵。
- **省内市场精耕细作，持续推进省外扩张。**公司采用大商制模式，北京区域与创意堂、朝批双龙、京糖、京柳、首森等进行合作，经销商掌控力较强。外埠区域在重点市场设立办事处，以区域大商为主体进行市场拓展，有助于公司快速填补空白市场。公司持续拓展省外市场，通过“深分销”实现从全国化扩张向市场纵深发展转变；推进样板市场群建设，连点成片形成区域辐射力。近年来省外收入占比呈上升趋势，从15年的32.4%提升至23年的59.2%。
- **肉食全产业链布局，非主营业务持续剥离。**公司猪肉业务形成了全产业链布局，有助于降低猪肉市场价格波动影响，销售区域以北京为主。24年公司将发力种猪繁育销售以及精深加工、熟食等业务，进一步提升猪肉业务经营效应。其中种猪业务以小店品牌开展，年出栏量约20余万头。屠宰业务以生肉制品为主，公司着力产品结构升级，20年实际屠宰量为102.31万头。公司聚焦酒肉主业，逐步剥离其他业务，15-17年分别剥离种业、苗木、农批市场、水利建筑施工等业务。20年以来加大房地产去化力度，23年顺鑫佳宇子公司公开挂牌转让成功，我们认为随着房地产业务剥离，公司持续聚焦主业，未来有望减负再出发。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2024-26年顺鑫农业营业收入分别为108.34、119.20、129.99亿元，分别同比+2.3%、+10.0%、+9.0%；归母净利润分别为5.21、7.39、9.25亿元；EPS分别为0.70、1.00、1.25元/股。公司为低端白酒行业龙头，白酒业务为核心盈利来源，我们给予24年公司白酒业务22倍PE，对应目标价23.39元。首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧，新品动销不及预期，猪价波动风险，食品安全问题。

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
营业收入(百万元)	11678	10593	10834	11920	12999
(+/-)YoY(%)	-21.5%	-9.3%	2.3%	10.0%	9.0%
净利润(百万元)	-673	-296	521	739	925
(+/-)YoY(%)	-758.1%	56.1%	276.2%	41.9%	25.2%
全面摊薄EPS(元)	-0.91	-0.40	0.70	1.00	1.25
毛利率(%)	31.7%	31.8%	36.8%	37.8%	38.4%
净资产收益率(%)	-9.5%	-4.4%	7.1%	9.2%	10.3%

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

目 录

1. 千亿光瓶酒市场，发展空间广阔.....	6
2. 低端白酒行业龙头，产品升级行稳致远.....	9
3. 省内市场精耕细作，持续推进省外扩张.....	15
4. 肉食全产业链布局，非主业业务持续剥离.....	15
5. 盈利预测与投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19
附表 前十大股东：.....	20
财务报表分析和预测.....	21

图目录

图 1	光瓶酒行业市场规模及同比增速.....	6
图 2	居民人均可支配收入	6
图 3	19 年光瓶酒消费人群结构	6
图 4	20 年光瓶酒市场竞争格局.....	7
图 5	分价格带主要产品（电商零售到手价）	8
图 6	公司历史沿革	9
图 7	公司股权结构（截至 2024/3/31）	9
图 8	2017 年以来公司收入及同比增速.....	10
图 9	2017 年以来公司归母净利润及同比增速.....	10
图 10	2017 年以来公司毛利率、净利率、ROE.....	10
图 11	2017 年以来公司销售、管理、研发、财务费用率.....	10
图 12	2023 年公司分业务收入结构.....	10
图 13	2023 年公司分地区收入结构.....	10
图 14	白酒业务收入分价格带占比.....	11
图 15	23 年白酒销量分产品占比	11
图 16	高档酒收入及同比增速.....	11
图 17	中档酒收入及同比增速.....	11
图 18	低档酒收入及同比增速.....	11
图 19	白牛二旧包装	12
图 20	白牛二新包装	12
图 21	金标陈酿采用纯粮固态酿造.....	13
图 22	采用“三位一体两原则”营销打法	13
图 23	公司经销商数量分地区情况（家）	15
图 24	牛栏山三级发展圈	15
图 25	省外收入占比呈上升趋势.....	15
图 26	2010 年以来猪肉价格走势	16
图 27	屠宰业务收入及同比增速.....	16
图 28	种畜养殖业务收入及同比增速.....	16
图 29	肉制品销量情况（万吨）	17
图 30	肉制品均价情况（元/公斤）	17

图 31	种猪销售情况（套）	17
图 32	猪肉业务毛利率情况	17
图 33	近年来佳宇房地产开发子公司持续亏损.....	18

表目录

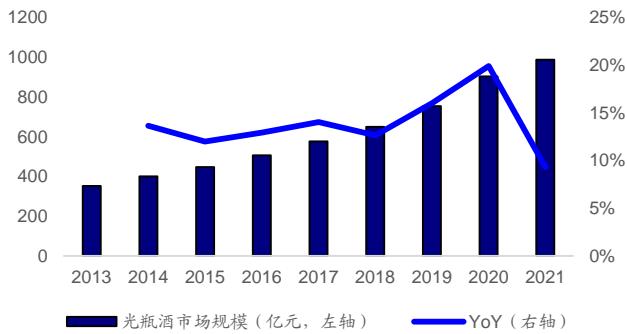
表 1	光瓶酒行业主要品牌	7
表 2	白酒行业新旧国标对比.....	8
表 3	主要产品提价梳理	12
表 4	牛栏山品牌主要产品(电商零售到手价)	14
表 5	非主营业务剥离进度	17
表 6	分产品收入预测表(百万元)	19
表 7	白酒业务可比公司估值表.....	19

1. 千亿光瓶酒市场，发展空间广阔

光瓶酒行业快速增长，未来发展空间广阔。根据华经产业研究百家号，2021 年光瓶酒行业规模同比+9.3%至 988 亿元，2016-21 年 CAGR 为 14.3%，中国酒业协会预计行业未来增速将保持在 15%-30%之间，24 年市场规模将超 1500 亿元（消费一讯百家号援引）。我们认为行业有望受益于量价齐升：

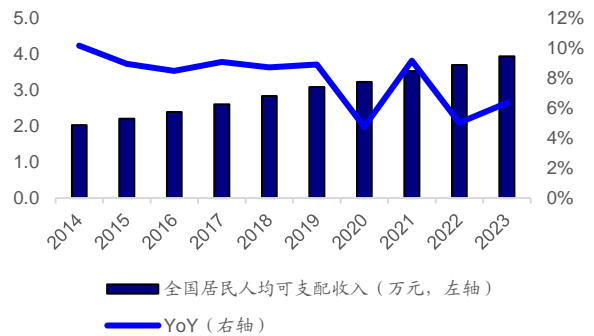
- **量：高性价比优势凸显，消费场景持续拓展，有望抢占盒装酒份额。** 1) **性价比高：**居家自饮、好友聚饮场景白酒面子属性减弱，酒质口感等因素更为重要，与低档盒装酒相比，光瓶酒更具性价比优势，低端产品去包装化成为未来趋势。此外光瓶酒包装成本较低，有助于降低酒企采购成本。2) **消费场景拓展：**从居家、餐馆自饮逐步拓展至聚饮、送礼等场景。
- **价：人均可支配收入持续提升，消费群体年轻化带动品质消费。** 随着我国经济不断发展，居民人均可支配收入持续增长（2013-23 年 CAGR 达 7.9%），23 年同比+6.3%至 3.92 万元（vs CPI 增速 0.2%），伴随着消费者实际购买力上行，光瓶酒主流价格带逐步提升，从过往的 10 元价格带升级至 15-20 元（以牛栏山为代表），再到 30-50 元（玻汾等）。根据华经情报网，光瓶酒消费群体中年轻群体占比较多，19 年 80 后/90 后占比分别为 42%/23%，年轻消费者注重品质、价格敏感度偏低，我们预计随着年轻饮酒群体壮大，未来光瓶酒消费价格带有望进一步提升。

图1 光瓶酒行业市场规模及同比增速



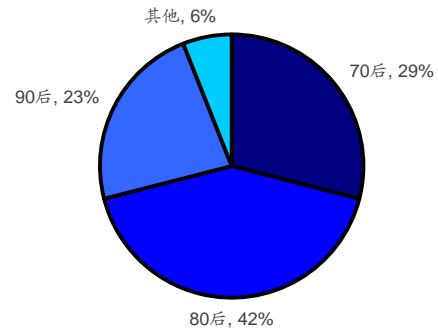
资料来源：华经产业研究百家号，HTI

图2 居民人均可支配收入



资料来源：Wind，HTI

图3 19 年光瓶酒消费人群结构

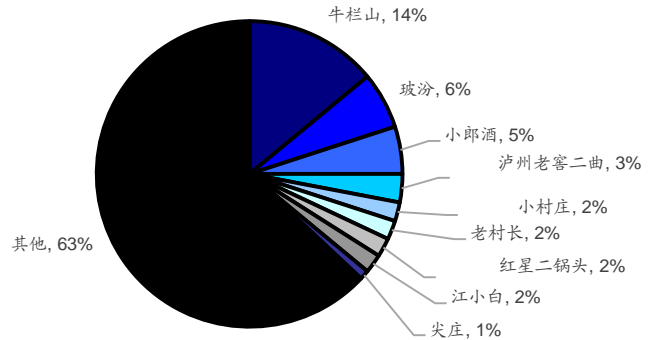


资料来源：华经产业研究百家号，HTI

行业竞争格局分散，牛栏山为绝对龙头。光瓶酒主要玩家包括京派二锅头、东北系，名酒等，20年牛栏山市场份额为14%，玻汾/小郎酒/泸州老窖二曲/小村庄/老村长/红星二锅头市占率分别为6%/5%/3%/2%/2%/2%（根据华经产业研究百家号）。80年代至千禧年初，市场以区域国营酒厂为主导，采取以产定销模式。伴随着市场经济转型，老村长酒等东北光瓶酒品牌兴起，联袂范伟以“别拿村长不当干部”打造品牌记忆，利用低廉的价格、亲民的包装吸引消费者，同时首开盖内投奖模式先河，逐步开启全国化进程。历史上盒装酒兴起曾挤占光瓶酒份额，12年行业面临深度调整期，中低端大众酒迎来发展机会，老村长、牛栏山等主流光瓶酒抓住机遇，增速均超20%。

品质为先高线光瓶兴起，新国标加速行业集中度提升。15年起行业迎来升级与新品潮，高线光瓶酒概念兴起，“品质为先”理念促进高端、超高端光瓶酒发展。目前30-50元逐步成为新的主流价格段、50-100元价格带新品频出，名酒纷纷布局高线光瓶，如泸州老窖黑盖二曲、沱牌六粮及T68等，纯粮酿造新品频出。21年国家标准《白酒工业术语》（GB/T 15109-2021）颁布，白酒不得添加薯类食用酒精与食用香精，否则称之为配制酒。22年6月新国标正式实施，进一步规范白酒行业，部分假冒产品退出市场，行业集中度进一步提升。

图4 20年光瓶酒市场竞争格局



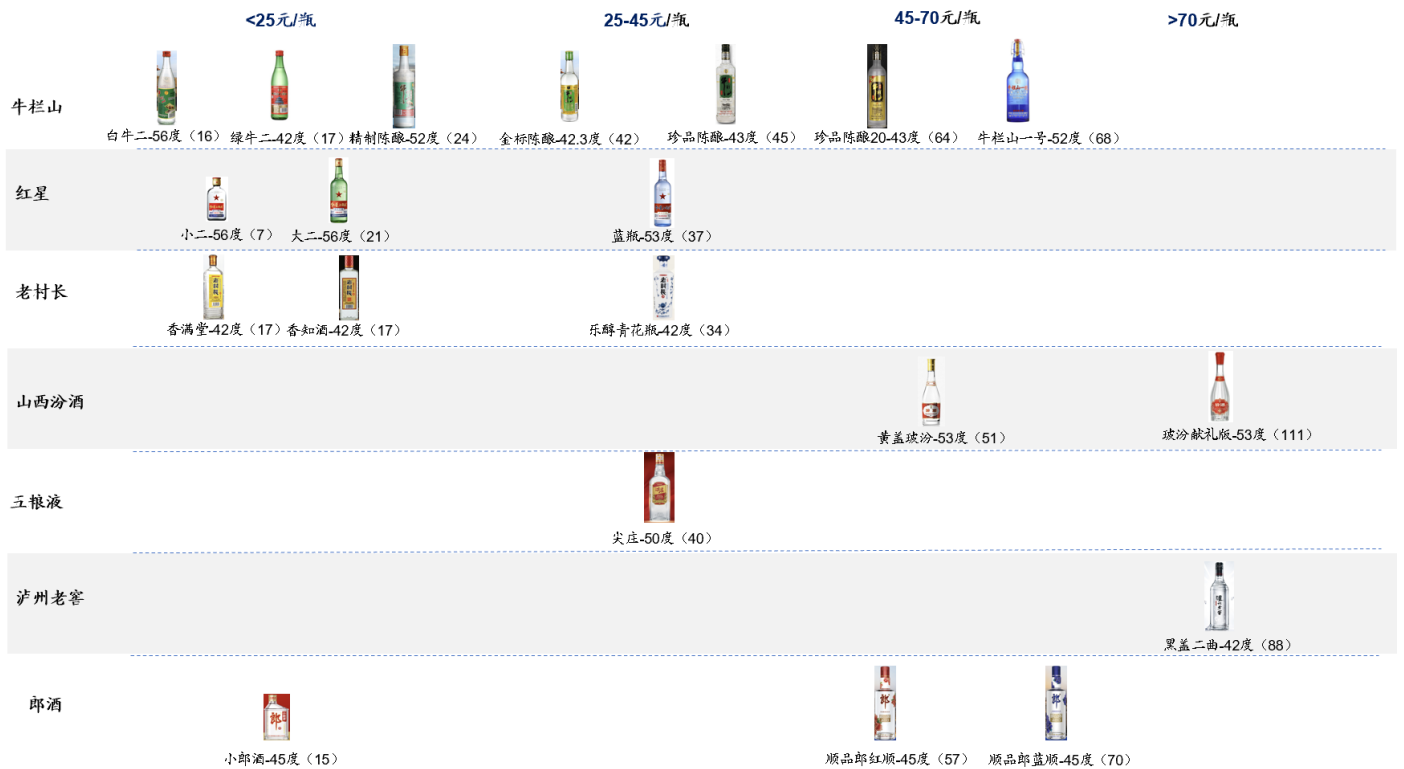
资料来源：华经产业研究百家号，HTI

表1 光瓶酒行业主要品牌

品牌	地区	成立时间	实控人	主要香型	收入	销量	20年市场份额	低端大单品
牛栏山	北京	1952年	北京市顺义区国资委	清香型、浓香型	68.23亿元（23年）	36.65万千升（23年）	14%	白牛二、金标陈酿等
红星	北京	1949年	北京市国资委	清香型、兼香型和浓香型	23.39亿元（20年）	9.44万吨（20年）	2%	大小二，蓝瓶等
老村长	黑龙江	2001年	梅景灿、梅景龙	浓香型	10.10亿元（20年）	-	2%	香满堂、家家旺等
汾酒	山西	1949年	山西省国资委	清香型	玻汾规模超过30亿元（21年）	-	6%	玻汾
泸州老窖	四川	1952年	泸州市国资委	浓香型	其他酒收入32.36亿元（23年）	其他酒销量5.87万吨（23年）	3%	头曲、二曲
郎酒	四川	1957年	汪俊林	酱香型、浓香型和浓酱兼香型	中低端收入为32.17亿元（20年）	中低端销量4.08万吨（20年）	5%+	小郎酒、顺品郎

资料来源：郎酒股份首次公开发行股票招股说明书(申报稿)，酒说微信公众号，山西杏花村汾酒厂股份有限公司招股说明书概要，汾酒21年年报，泸州老窖23年年报，泸州老窖股份有限公司招股说明书(概要)，大豪科技:发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿)，爱企查，新浪财经，老村长官网，京东，微酒微信公众号，华经产业研究百家号，顺鑫农业23年年报，牛栏山酒厂微信公众号，HTI

图5 分价格带主要产品 (电商零售到手价)



注: 价格统计时间为 2024 年 5 月
资料来源: 京东, HTI

表 2 白酒行业新旧国标对比

		白酒工业术语	
标准号	GB/T 15109-2008	GB/T 15109-2021	
发布日期	2008-10-19	2021-05-21	
白酒定义	以粮谷为主要原料, 用大曲、小曲或麸曲及酒母等为糖化发酵剂, 经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏而制成的饮料酒	以粮谷为主要原料, 用大曲、小曲、麸曲、酶制剂及酵母等为糖化发酵剂, 经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿、勾调而成的蒸馏酒	
固态法白酒定义	以粮食为原料, 采用固态 (或半固态) 糖化、发酵、蒸馏, 经陈酿、勾兑而成, 未添加食用酒精及非白酒发酵产生的呈香呈味物质, 具有本品固有风格特征的白酒。	以粮谷为原料, 以大曲、小曲、麸曲等为糖化发酵剂, 采用固态发酵法或半固态发酵法工艺所得的基酒, 经陈酿、勾调而成的, 不直接或间接添加食用酒精及非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质, 具有本品固有风格特征的白酒。	
固液法白酒定义	以固态法白酒 (不低于 30%)、液态法白酒勾调而成的白酒。	以液态法白酒或以谷物食用酿造酒精为基酒, 利用固态发酵酒醅或特制香醅串蒸或浸蒸, 或直接与固态法白酒按一定比例调配而成, 不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质, 具有本品固有风格的白酒。	
液态法白酒定义	以含淀粉、糖类的物质为原料, 采用液态糖化、发酵、蒸馏所得的基酒 (或食用酒精), 可用香醅串香或用食品添加剂调味调香, 勾调而成的白酒。	以粮谷为原料, 采用液态发酵法工艺所得的基酒, 可添加谷物食用酿造酒精, 不直接或间接添加非自身发酵产生的呈色呈香呈味物质, 精制加工而成的白酒。	
调香白酒定义	-	以固态法白酒、液态法白酒、固液法白酒或食用酒精为酒基, 添加食品添加剂调配而成, 具有白酒风格的配制酒。	
粮谷定义	-	谷物和豆类的原粮和成品粮	

资料来源: GB/T 15109-2008、GB/T 15109-2021, 道客巴巴, 国家标准全文公开系统, HTI

2. 低端白酒行业龙头，产品升级行稳致远

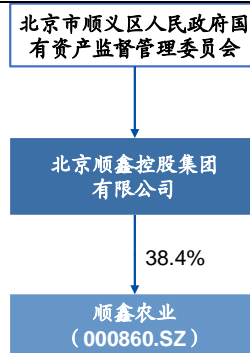
1952年，牛栏山酒厂在原“公利号”、“富顺成”、“魁盛號”、“义信号”四家烧锅基础上成立，延用老烧锅的传统酿造工艺。2002年公司提出“321”战略思想，明确了“正宗二锅头，地道北京味”品牌定位，同年白牛二大单品上市。2007年签约王刚为代言人，2011年起试水央视，着力提升品牌知名度，2012年公司提出“1+4+5”战略，落实“三级发展圈”工程。2019年公司加速“深分销、调结构、树样板”转变，推动市场纵深发展、明星产品多头并进。2022年新国标下公司推出金标陈酿新品，拟打造为30-40元价格带纯粮光瓶酒第一大单品，目标2025年销量达1500万箱。公司实控人为北京顺义区国资委。

图6 公司历史沿革



资料来源：牛栏山酒厂微信公众号，中央广电总台总经理室微信公众号，微信搜狐号，公司12-19年年报、19年半年报，HTI

图7 公司股权结构（截至2024/3/31）

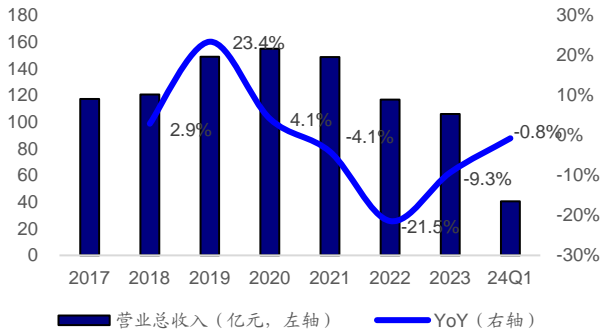


资料来源：公司24年一季报、23年年报，HTI

23年业绩表现承压，房地产业务剥离顺利。23年公司营业总收入同比-9.3%至105.93亿元，其中白酒收入同比-15.9%至68.23亿元，主要受累于消费需求较弱，高档/中档/低档酒收入分别同比+45.3%/-18.1%/-22.1%，其中百年牛栏山等高档酒表现亮眼，实现逆势增长。公司强化终端建设管理，提升营销队伍素质。猪肉行业供大于求下23年屠宰收入同比-6.1%至24.01亿元。23年11月公司签订《产权交易协议》，将顺鑫佳宇子公司股权转让给控股股东指定关联方，我们认为随着房地产业务剥离，公司利润空间有望进一步提升。分地区来看，公司推动直控终端团队建设，加强市场价格管控，23年北京市场收入同比+8.6%；外阜市场收入同比-18.5%。

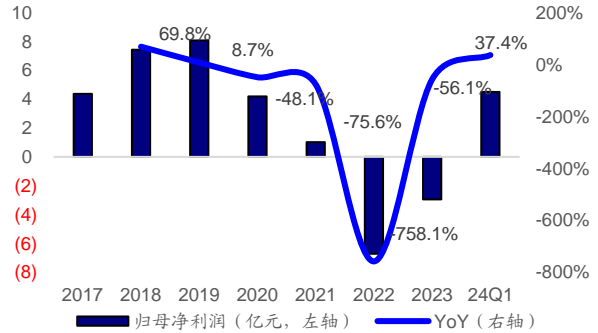
利润端同比减亏，24Q1净利率上升。23年公司毛利率同比+0.07pct至31.8%，其中低档酒毛利率同比+6.34pct至44.8%，我们认为或受益于产品结构升级与提价，24年2月起牛栏山陈酿每箱上涨6元（42度125ml、265ml、500ml、52度500ml），进一步增厚利润空间；销售费用率同比+2.61pct至11.4%，主因广告促销及服务费用率同比+2.72pct至9.8%。23年公司归母净利润为-2.96亿元（上年同期为-6.73亿元），实现同比减亏，主要受益于：1）资产减值损失减少，2）顺鑫佳宇剥离实现投资收益2.89亿元。受益于期间费用率同比下行，24Q1公司归母净利率同比+3.09pct至11.1%。

图8 2017年以来公司收入及同比增速



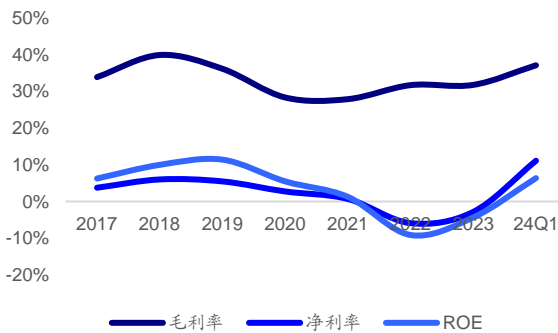
资料来源: Wind, HTI

图9 2017年以来公司归母净利润及同比增速



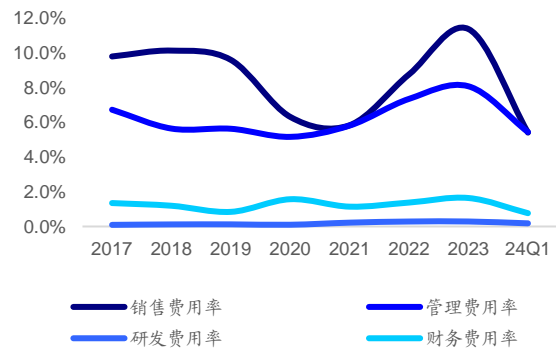
资料来源: Wind, HTI

图10 2017年以来公司毛利率、净利率、ROE



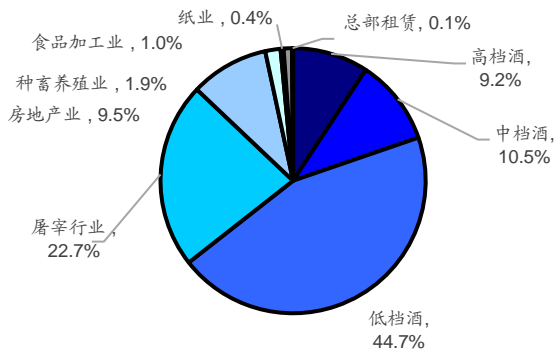
资料来源: Wind, HTI

图11 2017年以来公司销售、管理、研发、财务费用率



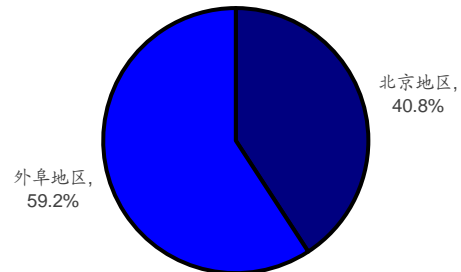
资料来源: Wind, HTI

图12 2023年公司分业务收入结构



资料来源: 公司23年年报, HTI

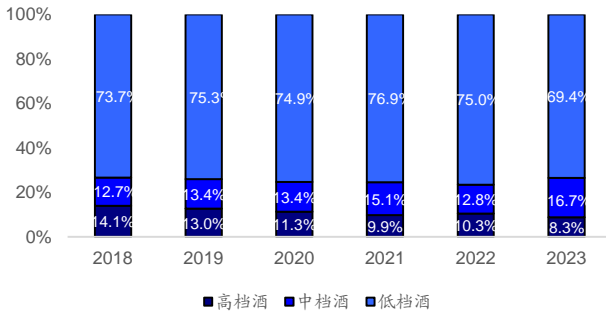
图13 2023年公司分地区收入结构



资料来源: 公司23年年报, HTI

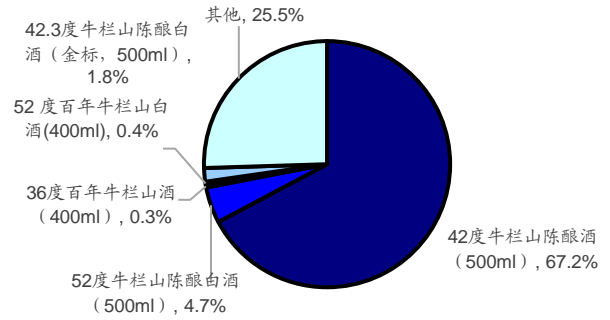
低端白酒龙头，产品矩阵全面。公司为低端白酒龙头，20年牛栏山光瓶酒市占率为14%，主要产品系列包括经典二锅头、百年牛栏山、牛栏山陈酿、传统二锅头等。23年高档/中档/低档酒收入分别同比+45.3%/-18.1%/-22.1%，营收占比为9.2%/10.5%/44.7%。其中光瓶产品线依托老陈酿与金标陈酿实现“新工艺白酒”与“纯粮固态”的双轮驱动；次高端方面聚焦经典二锅头升级，提升品牌高度，带动腰部关联产品整体销售；超高端产品线聚焦魁盛号樽玺，树立二锅头品类形象标杆。

图14 白酒业务收入分价格带占比



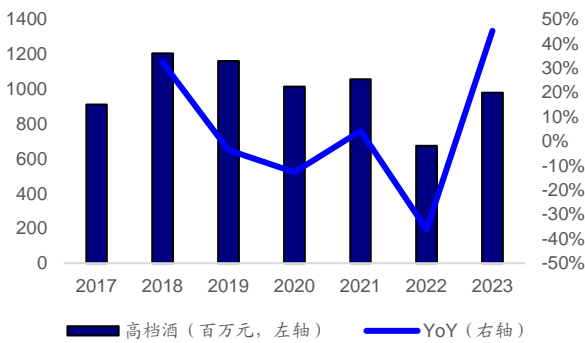
资料来源：公司 20-23 年年报、21 年度第一期中期票据募集说明书(更正)、20 年度第一期超短期融资券(疫情防控债)募集说明书，HTI

图15 23 年白酒销量分产品占比



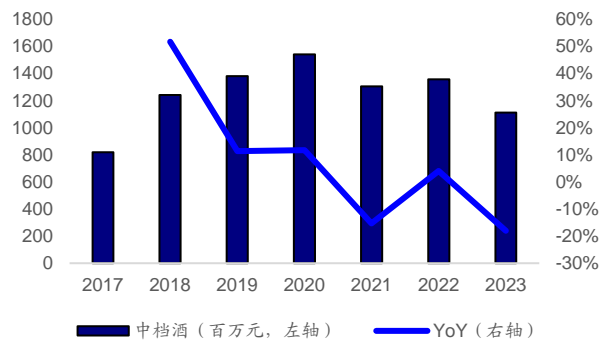
资料来源：23 年年报，HTI

图16 高档酒收入及同比增速



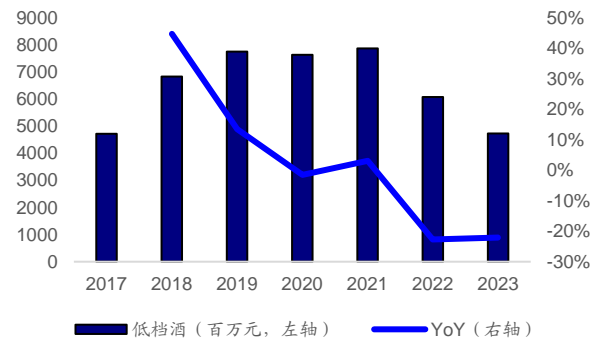
资料来源：公司 20-23 年年报、21 年度第一期中期票据募集说明书(更正)、20 年度第一期超短期融资券(疫情防控债)募集说明书，HTI

图17 中档酒收入及同比增速



资料来源：公司 20-23 年年报、21 年度第一期中期票据募集说明书(更正)、20 年度第一期超短期融资券(疫情防控债)募集说明书，HTI

图18 低档酒收入及同比增速



资料来源：公司 20-23 年年报、21 年度第一期中期票据募集说明书(更正)、20 年度第一期超短期融资券(疫情防控债)募集说明书，HTI

白牛二为核心单品，渠道利润率高于竞品。白牛二（42 度牛栏山陈酿）为公司核心大单品，23 年销量达 24.64 万千升（占比为 67.2%）。2002 年公司推出白牛二新品，打破过往二锅头清香型传统，初始以自然动销为主，覆盖北京及周边市场，我们认为低度产品有助于迎合当地口味。2007 年邀请王刚作为代言人进行宣传推广，受益于大商制与深度分销模式，2008 年后白牛二迎来销售高峰，成为北京市场该价格带领导品牌。2011 年公司试水央视广告，“正宗二锅头，地道北京味”宣传语朗朗上口，带牛栏山走出北京、走进千家万户，同时品牌力提升助力外阜市场拓展。白牛二终端毛利率达 30%，远高于竞品，保障渠道推力（根据酒说网易号）。

白牛二价格带不断上行，目前为 15 元价格带领军品牌。根据微酒微信公众号，2008-11 年牛栏山陈酿北京市场终端零售价从 8 元涨到了 12 元，15 年后升级至 15 元，目前白牛二为该价格带领军品牌。24 年 2 月起进一步上调牛栏山陈酿价格(42 度 125ml、265ml、500ml，52 度 500ml)，提价幅度为 6 元/箱，我们认为提价有助于进一步提升公司利润水平。

新国标落地实施，白牛二换标正常运营。白牛二传承古法地道口感，原料包括浓香型白酒、固液法白酒原酒与食用香料，新国标下将归类于调香白酒，22 年 6 月新国标落地实施，白牛二换标后正常运营，打破此前下架退市谣言、提振终端信心，我们认为随着行业中小企业出清，白牛二凭借渠道优势与品牌优势，未来有望稳健发展。

表 3 主要产品提价梳理

提价执行日期	产品范围	提价幅度
2021.1.16	三牛系列	400ml、500ml、1.5L: 上调 10 元/瓶; 255ml: 上调 6 元/瓶
2021.2.10	部分低价位的二锅头系列光瓶产品、桶装产品及含精品系列在内的盒装酒产品	提价幅度在 10%左右
2022.1.1	百年系列福牛、禧牛、国牛	福牛: 上调 20 元/瓶, 禧牛: 上调 30 元/瓶, 国牛: 上调 50 元/瓶
2022.5.1	清香型白酒: 上调 3 元至 15 元, 浓香型白酒: 上调 10 元至 15 元 (以净含量 500ml 为核算单位)	
2023.1.1	5 款牛栏山陈酿 (42°125ml、265ml、500ml、750ml, 52°500ml)	每箱上涨 6 元
2024.2.1	4 款牛栏山陈酿 (42°125ml、265ml、500ml, 52°500ml)	每箱上涨 6 元

资料来源: 关于公司部分白酒产品提价的公告 (20201212)、关于公司部分白酒产品提价的公告 (20210210)、关于公司部分白酒产品价格调整的公告 (20211225)、关于公司部分白酒产品价格调整的公告 (20220319)、关于公司部分产品提价的公告 (20221112)、关于公司部分产品提价的公告 (20240112), HTI

图19 白牛二旧包装


资料来源: 天猫, HTI

图20 白牛二新包装


资料来源: 天猫, HTI

推出金标陈酿纯粮固态新品，强大终端网络奠定坚实基础。新国标下公司推出纯粮升级大单品金标陈酿，采用固态法进行酿造，提出“纯粮酿造更地道”口号，顺应消费升级趋势，目前处于产品导入期。公司强大终端网络奠定良好渠道基础，通过“三位一体两原则”营销打法持续推广，恪守金标陈酿价格红线，采取渠道联动和重投餐饮原则。此外，公司强化过程控制管理，对终端到达率、终端生动化、控盘分利和餐饮拉动执行情况等加以考核，利用央视引领、百城精准投放和内容高频输出的传播网络加强推广。公司举办“金标牛烟火气餐厅榜”活动，持续发力餐饮渠道推广，跨界合作进一步增强市场影响力。23 年金标陈酿实现销量 0.65 万千升 (占比为 1.8%)。

金标陈酿目标 25 年销量达 1500 万箱。公司拟将金标陈酿打造为 30-40 元价格带纯粮光瓶酒第一大单品，目标 25 年销量达 1500 万箱，若以区间中值 35 元进行测算，则目标达成后金标陈酿 25 年零售额将达到 63 亿元。金标陈酿将率先发力核心市场，进而形成全国化点状布局，目前市场反馈良好，经销商推广积极性较强。

图21 金标陈酿采用纯粮固态酿造



资料来源: 京东, HTI





















图22 采用“三位一体两原则”营销打法



资料来源: 牛栏山酒厂微信公众号, HTI

持续推进产品结构升级，魁盛號新品定位千元价格带。公司持续推进新品研发，推出精制陈酿、珍品陈酿等系列升级产品，价格带覆盖 20-50 元区间。21 年推出牛栏山一号新品（60-70 元价格带），丰富光瓶酒产品矩阵。百年陈酿以独特工艺打造淡浓香风格产品，36 度迎合低度消费者偏好；百年红系列以喜庆红色为主色调，聚焦“宴”“聚”“礼”“藏”场景。经典二锅头系列包括黄龙、青龙、三十年窖藏等，包装采用皇家纹饰等元素，展现特色北京地域文化，深受广大消费者青睐（产品价格带为 200-600 元）。高端产品线方面，18 年公司推出魁盛號系列（798 元/瓶），取自自牛栏山前身四大烧锅之一，着力开拓高端市场，21 年推出魁盛號樽玺新品（1598 元/瓶），定位千元价格带，打造京味好酒新高度。

表 4 牛栏山品牌主要产品 (电商零售到手价)

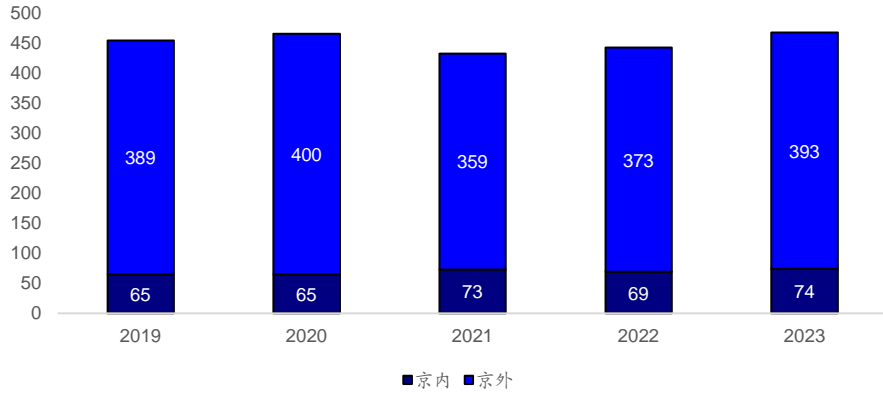
系列	产品	图片	度数	香型	单价 (元/瓶)
魁盛號	魁盛號 樽壑		55	清香	1598
	魁盛號		53		798
经典二锅头	经典二锅头 (黄龙)		52	清香	475
	珍品三十年 (青龙)		53		255
	三十年窖藏		53		210
青花瓷	-		52	清香	215
百年牛栏山	三牛		36	浓香	140
	12 年		53		190
	10 年		52		100
	8 年		52		70
	6 年		50		58
牛栏山一号	-		52	清香	68
牛栏山珍品	珍品陈酿 20		43	浓香	64
	珍品陈酿		43		45
金标陈酿	-		42.3	浓香	42
牛栏山陈酿	白牛二		42	浓香	16
	新一代陈酿		43		22
	精制陈酿		52		24
传统二锅头	绿牛二		56	清香	17
	净爽		53		21

注：价格统计时间为 2024 年 5 月
资料来源：京东，HTI

3. 省内市场精耕细作，持续推进省外扩张

大商制助力空白区域市场拓展。公司采用大商制模式，北京区域与创意堂、朝批双龙、京糖、京柳、首森等进行合作，经销商掌控力较强，21年终端餐饮店达4000家左右；外埠区域在重点市场设立办事处，提供销售政策和费用支持，以区域大商为主体进行市场拓展（负责商超、餐饮和流通全渠道销售），有助于公司快速填补空白市场。截至23年12月31日，公司经销商数目合计为467家，其中北京/外阜市场分别为74/393家。

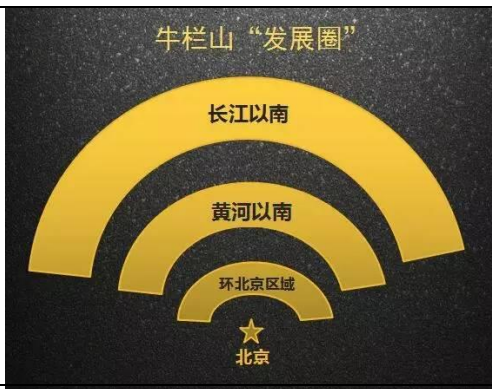
图23 公司经销商数量分地区情况（家）



资料来源：公司20-23年年报、HTI

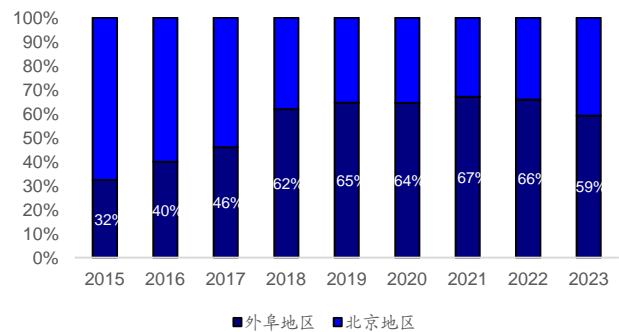
公司持续拓展外阜市场，省外收入占比呈上升趋势。12年公司提出“1+4+5”战略，以北京市场为核心，将天津、保定、呼市、唐山打造成4个亿元市场，将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成5个省级亿元市场；落实“三级发展圈”工程，以北京市场为核心，环北京区域、黄河以南、长江以南分别为三级发展圈。15年升级为“2+6+2”战略，强化全国化布局。18年公司已拥有22个亿元以上省级/直辖市销售市场，长三角、珠三角发展迅猛。19年“1+4+N”样板市场培育成果显现，南京、长春、东莞、苏州样板市场已初具形成，同时加速深分销进程，实现从全国化扩张向市场纵深发展转变。21年公司通过产品结构升级、营销组织优化、终端建设优化、营销管理细化等举措深耕京津冀、长三角、珠三角三大战略发展区；整体推进样板市场群建设，连点成片形成区域辐射力。公司省外收入占比从15年的32.4%提升至23年的59.2%，2015-23年收入CAGR为9.1%。

图24 牛栏山三级发展圈



资料来源：白酒经销商学院微信公众号，HTI

图25 省外收入占比呈上升趋势



资料来源：公司15-23年年报，HTI

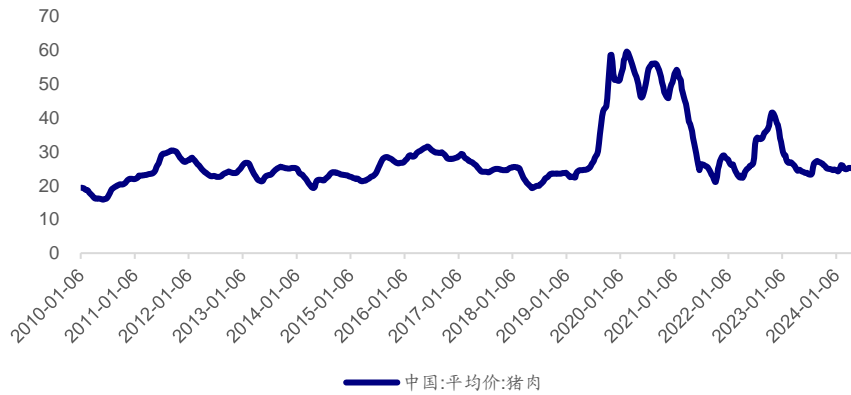
4. 肉食全产业链布局，非主业业务持续剥离

肉食业务全产业链布局，销售市场以北京为主。公司猪肉业务形成了集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰加工-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链布局，有助于降低猪肉市场价格波动影响。公司销售区域以北京为主（占比超过80%），市占率达40%；外埠市场集中于河北、山西、内蒙等地区。23年猪肉业务收入同比-4.6%至25.98亿元，占总营收比重为24.5%，其中屠宰/种畜养殖业务占比分别为22.7%/1.9%。

发力种猪产能增长，持续推进降本增效。公司种猪业务以小店品牌开展，下属小店畜禽良种场为“国家生猪核心育种场”、“国家级重点种畜禽场”，20年祖代/父母代销量分别为2033/10214套。公司采用自繁自养与基地农户养殖结合的模式，每年出栏量约为20余万头。公司推进种猪质量提升与产能增长，强化精细化管理降低生产经营成本，持续推进开源节流工作。24年公司将强化产业链前后端建设，发力种猪繁育销售以及精深加工、熟食等业务，进一步提升猪肉业务经营效应。

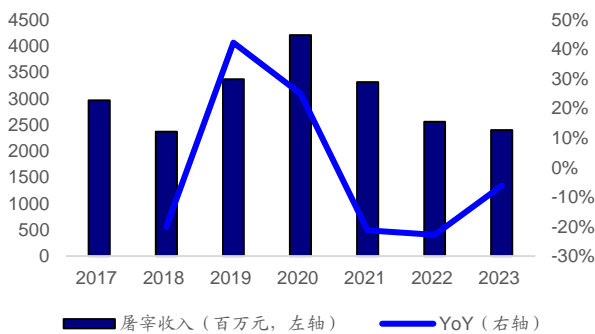
屠宰业务以生肉制品为主，公司着力产品结构升级。公司年屠宰能力达400万头，20年实际屠宰量为102.31万头，分公司鹏程食品为北京市最大安全猪肉生产基地。公司拥有4万吨储藏能力的单体冷库和专业冷藏车辆，能够实现0-4℃全程冷链，日配送能力达600吨。产品以生猪肉制品为主，21H1生猪肉制品/猪肉熟食销量分别为7.58/0.36万吨。受累于猪肉行业供过于求，23年公司屠宰业务收入同比-6.1%至24.01亿元。公司开展“点对点”定点调运保障生猪供应，缓解生产压力，同时深耕销售渠道建设，积极开展品牌宣传，助力“鹏程”品牌市占率提升。22年进一步推进产品结构升级，发力精加工、小包装产品推广；加强社区终端建设，开拓线上、新媒体销售市场。

图26 2010年以来猪肉价格走势



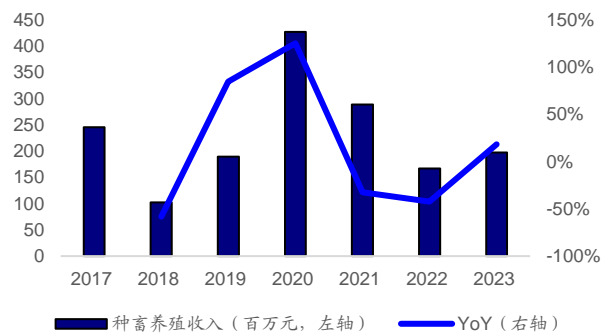
资料来源: Wind, HTI

图27 屠宰业务收入及同比增速



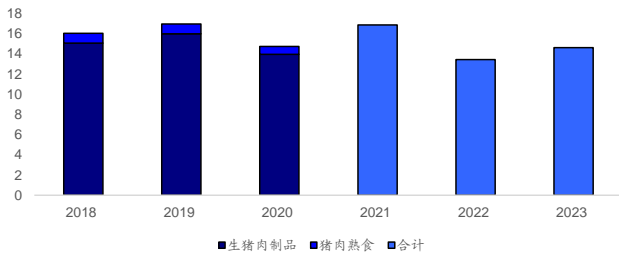
资料来源: Wind, 公司23年年报, HTI

图28 种畜养殖业务收入及同比增速



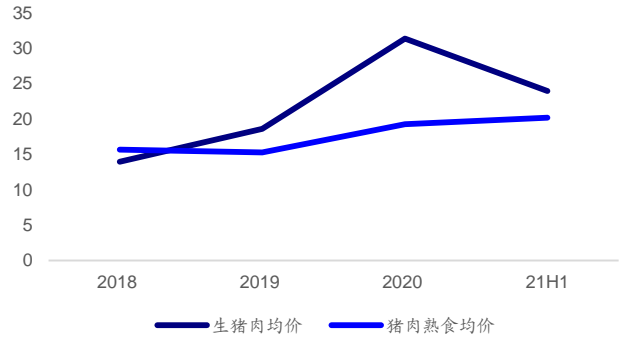
资料来源: Wind, 公司23年年报, HTI

图29 肉制品销量情况 (万吨)



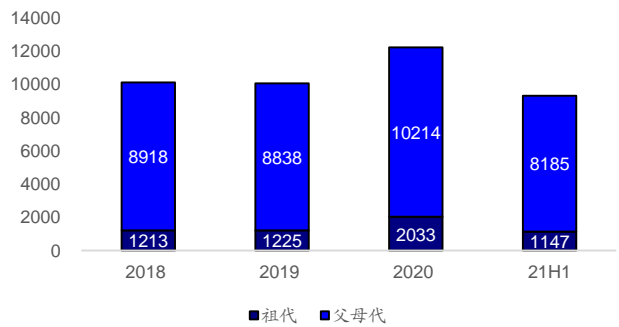
资料来源:公司 2021 年度第一期中期票据募集说明书(更正)、21-23 年年报, HTI

图30 肉制品均价情况 (元/公斤)



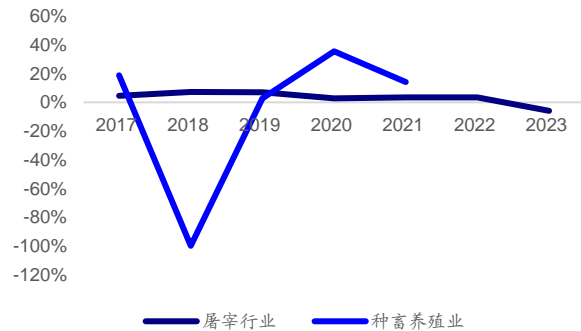
资料来源:公司 2021 年度第一期中期票据募集说明书(更正), HTI

图31 种猪销售情况 (套)



资料来源:公司 2021 年度第一期中期票据募集说明书(更正), HTI

图32 猪肉业务毛利率情况



资料来源:Wind, 公司 23 年年报, HTI

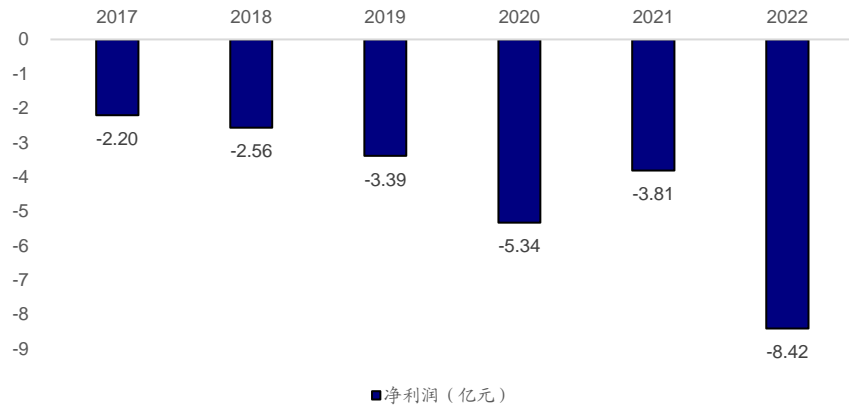
聚焦酒肉主业, 非主业持续剥离。公司聚焦酒业、肉食两大主业, 逐步剥离其他业务, 15-17 年分别剥离种业、苗木、农批市场、水利建筑施工等业务, 20 年以来加大房地产去化力度, 22 年外埠项目基本完成住宅去化。**23 年顺鑫佳宇子公司成功剥离, 进一步增厚利润空间。**23 年公司以 19.86 亿元购买顺鑫佳宇子公司两栋楼宇资产, 优化其资产负债结构, 并以债权对其增资 49.74 亿元, 推进顺鑫佳宇子公司于北京产权交易所公开挂牌转让, 11 月与控股股东指定关联方签订《产权交易合同》, 拟转让顺鑫佳宇子公司, 其成交价格为 22.59 亿元, 12 月正式完成股权转让。近年来佳宇房地产子公司持续亏损, 23 年公开挂牌转让顺利, 我们认为随着房地产业务剥离, 公司持续聚焦主业, 未来有望减负再出发。

表 5 非主业业务剥离进度

年份	剥离内容
2015	耘丰种业分公司、北京顺鑫国际种业有限公司、顺科农业技术开发分公司、北京顺鑫国际电子商务有限公司及杨镇供热中心资产或股权
2016	北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司股权
2017	北京鑫大禹水利建筑工程有限公司股权
2023	北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司股权

资料来源:公司 15-23 年年报, HTI

图33 近年来佳宇房地产开发子公司持续亏损



资料来源：公司 17-22 年年报，HTI

5. 盈利预测与投资建议

结合公司各项业务的历史数据，我们作出如下假设：

- 公司发力产品结构升级，持续推进省外市场扩张，金标陈酿新品反馈良好，假设白酒业务 2024-2026 年收入增速分别为 15.6%、11.2%、10.1%，毛利率分别为 51.6%、51.8%、52.0%。
- 假设屠宰业务 2024-2026 年收入增速分别为 7.0%、7.1%、6.1%，毛利率分别为 -3.0%、-1.5%、-1.0%。
- 假设其他业务 2024-2026 年收入增速均为 6.1%，毛利率均为 0.0%。

我们预计 2024-26 年顺鑫农业营业收入分别为 108.34、119.20、129.99 亿元，分别同比+2.3%、+10.0%、+9.0%；归母净利润分别为 5.21、7.39、9.25 亿元；EPS 分别为 0.70 元/股、1.00 元/股和 1.25 元/股。公司为低端白酒行业龙头，白酒业务为核心盈利来源，猪肉业务 23 年屠宰养殖两端承压，24 年减亏恢复中暂不给予估值，参考行业内可比公司，假设 24 年白酒业务净利率为 10%，我们给予 24 年公司白酒业务 22 倍 PE，对应目标价 23.39 元。首次覆盖给予“优于大市”评级。

表 6 分产品收入预测表 (百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入						
白酒行业	10225.48	8108.86	6822.99	7886.01	8765.94	9653.68
YoY	0.4%	-20.7%	-15.9%	15.6%	11.2%	10.1%
占比	68.8%	69.4%	64.4%	72.8%	73.5%	74.3%
屠宰行业	3313.17	2556.54	2401.23	2569.31	2751.73	2918.21
YoY	-21.3%	-22.8%	-6.1%	7.0%	7.1%	6.1%
占比	22.3%	21.9%	22.7%	23.7%	23.1%	22.5%
房地产业	863.94	676.07	1010.96	-	-	-
YoY	64.0%	-21.7%	49.5%	-	-	-
占比	5.8%	5.8%	9.5%	-	-	-
其他	466.79	336.87	357.38	379.15	402.24	426.74
YoY	-20.9%	-27.8%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
占比	3.1%	2.9%	3.4%	3.5%	3.4%	3.3%
营业总收入	14869.38	11678.34	10592.56	10834.47	11919.91	12998.63
YoY	-4.1%	-21.5%	-9.3%	2.3%	10.0%	9.0%

资料来源: Wind, HTI

表 7 白酒业务可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	1476.55	18548.39	59.49	69.78	81.01	24.82	21.16	18.23	8.60	7.08	5.89
000858.SZ	五粮液	131.03	5086.07	7.78	8.74	9.79	16.84	14.99	13.38	3.93	3.35	2.90
000568.SZ	泸州老窖	149.50	2200.62	9.02	10.98	13.22	16.61	13.62	11.31	5.32	4.28	3.53
600809.SH	山西汾酒	219.14	2673.43	8.56	10.78	13.21	25.61	20.32	16.59	9.60	7.11	5.53
002304.SZ	洋河股份	86.43	1302.02	6.65	7.16	7.89	13.00	12.07	10.95	2.51	2.26	2.04
603369.SH	今世缘	48.27	605.55	2.52	3.05	3.72	19.31	15.80	12.97	4.56	3.74	3.09
000596.SZ	古井贡酒	227.92	1204.79	8.68	11.17	13.96	26.25	20.41	16.33	5.60	4.67	3.89
	均值			14.67	17.38	20.40	20.35	16.91	14.25	5.73	4.64	3.84

注: 收盘价为 2024 年 6 月 24 日价格, 估值为 Wind 一致预期

资料来源: Wind, HTI

6. 风险提示

行业竞争加剧, 新品动销不及预期, 猪价波动风险, 食品安全问题。

公司是北京市第一家农业类上市公司，公司从事的主要业务包括：白酒酿造与销售；种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工；房地产开发。公司现已形成了以白酒、猪肉为主的两大产业。白酒产业的主要产品以“牛栏山”和“宁诚”为代表，“牛栏山”现已形成清香型“二锅头”和浓香型“百年”两大系列白酒；“宁诚”现主要为绵香型宁城老窖白酒。公司种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工业务产品，主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品。牛栏山酒厂是北京地区保持自主酿造规模最大的白酒企业，是北京地区白酒行业中最早拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”(首届)的企业。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
北京顺鑫控股集团有限公司	37.5100
上海高毅资产管理合伙企业(有限合伙)-高毅邻山1号远望基金	4.2500
中国农业银行股份有限公司-易方达消费行业股票型证券投资基金	4.1800
中国银行股份有限公司-招商中证白酒指数分级证券投资基金	3.6400
香港中央结算有限公司(陆股通)	2.1800
中国建设银行股份有限公司-鹏华中证酒交易型开放式指数证券投资基金	0.7700
平安银行股份有限公司-银华心享一年持有期混合型证券投资基金	0.6000
宁波银行股份有限公司-银华盛世精选灵活配置混合型发起式证券投资基金	0.5700
中国建设银行股份有限公司-嘉实农业产业股票型证券投资基金	0.5300
中国工商银行股份有限公司企业年金计划-中国建设银行股份有限公司	0.5300
合 计	54.7600

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	10593	10834	11920	12999
每股收益	-0.40	0.70	1.00	1.25	营业成本	7224	6845	7417	8006
每股净资产	9.14	9.85	10.84	12.09	毛利率%	31.8%	36.8%	37.8%	38.4%
每股经营现金流	-1.00	1.31	1.74	1.97	营业税金及附加	1145	1171	1289	1405
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
价值评估 (倍)					营业费用	1205	1124	1189	1245
P/E	-41.98	23.83	16.79	13.41	营业费用率%	11.4%	10.4%	10.0%	9.6%
P/B	1.83	1.70	1.54	1.38	管理费用	856	854	916	973
P/S	1.17	1.15	1.04	0.95	管理费用率%	8.1%	7.9%	7.7%	7.5%
EV/EBITDA	34.44	8.05	5.75	4.08	EBIT	27	804	1067	1323
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	173	78	38	35
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.6%	0.7%	0.3%	0.3%
毛利率	31.8%	36.8%	37.8%	38.4%	资产减值损失	-173	0	0	0
净利润率	-2.8%	4.8%	6.2%	7.1%	投资收益	289	0	0	0
净资产收益率	-4.4%	7.1%	9.2%	10.3%	营业利润	75	731	1037	1298
资产回报率	-1.9%	3.5%	4.9%	5.6%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	-0.9%	5.1%	6.8%	7.7%	利润总额	73	731	1037	1298
盈利增长 (%)					EBITDA	389	1149	1416	1676
营业收入增长率	-9.3%	2.3%	10.0%	9.0%	所得税	371	204	290	363
EBIT 增长率	112.8%	2911.2%	32.8%	24.0%	有效所得税率%	511.4%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润增长率	56.1%	276.2%	41.9%	25.2%	少数股东损益	-3	5	8	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-296	521	739	925
资产负债率	55.7%	51.0%	46.8%	45.1%					
流动比率	1.39	1.57	1.79	1.96	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	1.08	1.24	1.40	1.55	货币资金	7271	7255	7564	8866
现金比率	1.00	1.14	1.30	1.45	应收账款及应收票据	142	145	160	174
经营效率指标					存货	2194	2079	2253	2432
应收账款周转天数	1.31	1.31	1.31	1.31	其它流动资产	501	499	502	506
存货周转天数	110.86	110.86	110.86	110.86	流动资产合计	10107	9978	10478	11978
总资产周转率	0.69	0.72	0.79	0.79	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	3.23	3.57	4.28	5.14	固定资产	3275	3039	2787	2529
					在建工程	50	34	29	28
					无形资产	787	764	741	718
					非流动资产合计	5260	4985	4705	4422
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	15367	14962	15184	16400
净利润	-296	521	739	925	短期借款	2564	1800	1000	1000
少数股东损益	-3	5	8	10	应付票据及应付账款	907	860	932	1006
非现金支出	535	345	349	353	预收账款	11	11	13	14
非经营收益	34	151	112	92	其它流动负债	3812	3692	3894	4101
营运资金变动	-1009	-53	83	85	流动负债合计	7295	6364	5838	6120
经营活动现金流	-738	969	1291	1465	长期借款	1235	1235	1235	1235
资产	-153	-70	-70	-70	其它长期负债	35	35	35	35
投资	1850	0	0	0	非流动负债合计	1270	1270	1270	1270
其他	12	0	0	0	负债总计	8565	7634	7109	7391
投资活动现金流	1709	-70	-70	-70	实收资本	742	742	742	742
债权募资	-1905	-764	-800	0	归属于母公司所有者权益	6783	7304	8043	8968
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	19	25	32	42
其他	-227	-151	-112	-92	负债和所有者权益合计	15367	14962	15184	16400
融资活动现金流	-2132	-915	-912	-92					
现金净流量	-1161	-16	309	1303					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 24 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:**

The trillion RMB light bottle liquor market has vast growth potential. According to Huaon Industry Research Institute, the market size of the light bottle liquor industry grew by 9.3% YoY to 98.80 billion RMB in 2021, with a CAGR of 14.3% from 2016 to 2021. The China Alcoholic Drinks Association expects future growth to remain between 15%-30%, with the market size exceeding 150 billion RMB by 2024. We believe the industry will see both volume and price increases: Volume: High cost-performance advantage and expanding consumption scenarios. Price: Rising disposable income and younger consumer demographics driving quality consumption. The industry is fragmented, with Niulanshan as the absolute leader, holding a 14% market share in 2020. Other brands like Gujinggong, Xiaolangjiu, Luzhou Laojiao Erqu, Xiaocunzhuang, Laocunzhang, and Hongxing Erguotou have market shares of 6%, 5%, 3%, 2%, 2%, and 2%, respectively. The new national standard implemented in June 2022 is expected to accelerate industry concentration. As a leader in the low-end Chinese baijiu industry, Niulanshan's core product, Niulanshan Erguotou, sold 0.25 million kiloliters in 2023, accounting for 67.2% of total sales, with a higher terminal gross profit margin than competitors, currently leading the 15 RMB price range. In 2024, the company raised prices for four Niulanshan aged products by 6 RMB per box, potentially increasing profit margins. Under the new national standard, the company launched a new pure grain solid-state product, Jinbiao aged liquor, promoted through a 'three-in-one, two-principle' marketing strategy, supported by a strong terminal network. The company aims to make Jinbiao aged liquor the top product in the 30-40 RMB price range, targeting sales of 15 million boxes by 2025. The company continues to upgrade its product structure, introducing refined aged liquor, premium aged liquor, and Niulanshan No.1, further enriching its light bottle liquor product matrix. The company meticulously cultivates the domestic market while expanding outside the province. Using a major distributor model, it collaborates with Chuangyitang, Chaopi Shuanglong, Jingtang, Jingliu, and Shousen in Beijing, with strong distributor control. In other regions, it establishes offices in key markets, expanding through major regional distributors, quickly filling market gaps. The company continues to expand outside the province, transitioning from national expansion to in-depth market development through 'deep distribution,' building model market clusters to create regional influence. The proportion of revenue from outside the province has increased from 32.4% in 2015 to 59.2% in 2023. The company has a full industrial chain layout in the meat business, reducing the impact of pork price fluctuations, with sales mainly in Beijing. In 2024, the company will focus on breeding and selling breeding pigs, deep processing, and cooked food, further enhancing the pork business's operational efficiency. The breeding pig business, under the Xiaodian brand, has an annual output of about 200,000 heads. The slaughtering business focuses on fresh meat products, with an actual slaughter volume of 1.02 million heads in 2020. The company focuses on its core liquor and meat businesses, gradually divesting other businesses, including seed, sapling, agricultural wholesale markets, and water conservancy construction from 2015 to 2017. Since 2020, it has increased efforts to reduce real estate, successfully listing and transferring its subsidiary Shunxin Jiayu in 2023. We believe that as the real estate business is divested, the company will continue to focus on its core businesses, reducing burdens and moving forward. Profit Forecast and Investment Advice: We expect Beijing Shunxin Agriculture's revenue to be 10.83 billion RMB, 11.92 billion RMB, and 12.99 billion RMB in 2024-2026, with YoY growth of 2.3%, 10.0%, and 9.0%, respectively. Net profit attributable to shareholders is expected to be 521 million RMB, 739 million RMB, and 925 million RMB, with EPS of 0.70 RMB, 1.00 RMB, and 1.25 RMB per share. As a leader in the low-end Chinese baijiu industry, with baijiu as the core profit source, we give the company a 22x PE for its baijiu business in 2024, corresponding to a target price of 23.39 RMB. We initiate coverage with an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Intensified industry competition, weaker than expected new product sales, pork price fluctuation risk, and food safety issues.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，顾慧菁，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Huijing Yan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，吴岱禹，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jasmine Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了601288.CH, 601988.CH, 601939.CH and 601398.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH and 601398.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH and 601398.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601288.CH, 601988.CH, 601939.CH 及 601398.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

601288.CH, 601988.CH, 601939.CH and 601398.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

000596.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 000001.CH, 002142.CH 及 601398.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。

000596.CH, 601288.CH, 601988.CH, 601939.CH, 000001.CH, 002142.CH and 601398.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的12个月中从601939.CH, 002142.CH 及 601398.CH 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 601939.CH, 002142.CH and 601398.CH.

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

评级分布 Rating Distribution

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

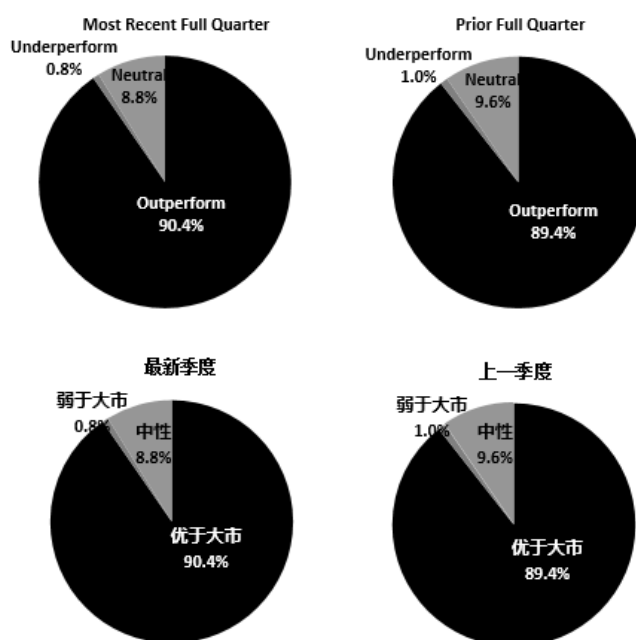
Analyst Stock Ratings

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

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

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

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



截至 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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 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 (“HTISGL”) 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, HTISGL 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISGL 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。HTISGL 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISGL 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。HTISGL 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

HTISGL 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 HTISGL may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISGL that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISGL 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。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话：(212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI’s research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to “Professional Investors” as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” and “U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to “U.S. institutional investors,” HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the “SEC”) and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」（“International Dealer Exemption”）的交易商，位于艾伯塔

省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)）第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

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”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided

to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report: Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd. 10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315 Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

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>

Beijing Shunxin Agriculture - 000860 CH

