

中国必需消费 China Staples

消费行业 5 月投资策略：下一个做多机会是乳业

Consumer Industry Investment Monthly Report: The Next Long Opportunity is Dairy

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	燕京啤酒	Neutral
五粮液	Outperform	口子窖	Outperform
泸州老窖	Outperform	酒鬼酒	Outperform
海天味业	Outperform	安琪酵母	Outperform
山西汾酒	Outperform	水井坊	Outperform
洋河股份	Outperform	百润股份	Outperform
伊利股份	Outperform	中炬高新	Outperform
古井贡酒	Neutral	汤臣倍健	Outperform
青岛啤酒	Outperform	千禾味业	Outperform
双汇发展	Outperform	绝味食品	Outperform
今世缘	Outperform	金龙鱼	Outperform
东鹏饮料	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
舍得酒业	Outperform	洽洽食品	Outperform
重庆啤酒	Outperform	珠江啤酒	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	天味食品	Outperform
安井食品	Outperform	桃李面包	Outperform

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：4 月重点跟踪的 8 个行业中 7 个保持正增长。近日 A 股、港股 2022 年年报和 2023 年一季度披露完毕，公司管理层也与资本市场做了最新沟通。从我们对上市公司和消费渠道的调研反馈：多数消费品上市公司（以食品饮料为主）都认为今年收入和利润均大概率实现正增长；但是对增长幅度的指引与资本市场的预期相比，偏低或接近；同时也反映正月过后，消费热度较春节明显回落，背后既有淡季因素也有居民消费力不足原因。由于去年 3 月开始国内新冠疫情加重，部分行业在低基数下今年 4 月增速加快。

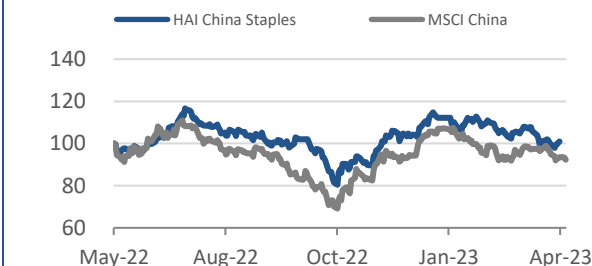
成本：4 月成本指数走势分化，白糖价格创五年新高。4 月啤酒和调味品成本期、现两端均有上行，乳制品、方便面和速冻食品成本呈下跌态势，软饮料成本现货涨而期货跌。具体来看，玻璃价格大幅拉升，现货、期货涨超 7%，而铝材现货和纸浆期货价格快速回落，跌幅均超 12%，塑料现货上涨 2.7%，其他包材窄幅下跌。直接原材多数下跌，现货端蔬菜、小麦、大麦、大包粉和大豆价格回落 7.3%/5.5%/4.9%/4.3%/4.2%，期货端大豆、棕榈油和大麦价格下行 10.4%/8.6%/5.9%，白糖现货、期货涨幅扩大至 10.4%/13.3%。

资金：年内首次外资净流出，啤酒的北上资金减持最多。截至 4 月底，陆股通资金当月净流出 45.5 亿元（上月净流入 354.4 亿元），其中沪股通净流入 16.1 亿元，深股通净流出 61.7 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月基本持平。港股通资金当月净流入 274.3 亿元（上月净流入 590.2 亿元），必需消费板块市值占比为 3.8%，较上月提升 0.04pct。

估值：A 股估值降幅最大，H 股次之，美股小升。A 股食品饮料行业 PE (TTM) 处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 80%分位（32.1x）；子行业分位较低的是肉制品（3%，17.9x）、保健品（17%，26.3x）和软饮料（24%，30.3x）。H 股必需性消费行业处于 87%（22.4x）；子行业分位较低的是超市及便利店（0%，10.4x）、包装食品（0%，14.1x）和乳制品（5%，14.8x）。美股日常消费品行业处于 100%分位（25.2x）；子行业分位较低的是烟草（17%，14.5x）和食品零售（33%，14.2x）。

建议：下一个做多机会是乳业。4 月 A 股食品饮料和 H 股必选消费指数分别下跌 5.79%和 3.54%。3、4 月股价和基本面走弱符合我们前期投资月报的谨慎观点。5 月开始进入业绩空窗期，部分子行业进入消费淡季，短期难有明显催化，投资者情绪也难以快速转变，维持行业整体谨慎观点。但是也要注意，个别子行业和公司的股价已经超调，特别是乳业板块值得坚定做多。主要行业排序为：乳制品=啤酒=高端白酒=酒店>区域性白酒=调味品=养殖业>次高端白酒=方便食品=饲料=餐饮。建议关注个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、贵州茅台、泸州老窖、五粮液、洋河股份、山西汾酒、迎驾贡酒、安琪酵母、欢乐家、牧原股份、温氏股份、圣农发展、龙大美食、锦江酒店、老凤祥、石头科技、爱玛科技、特步国际、安踏体育等。

风险提示：消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

消费行业 4 月投资策略：短期走弱符合预测，糖酒会不是催化剂（Short-term Weakness is in Line with Predictions, Sugar&Wines Exhibition will not be a Catalyst）(4 Apr 2023)

消费行业 4 月投资策略：短期走弱符合预测，糖酒会不是催化剂（Short-term weakness is in line with predictions, Sugar&Wines Exhibition will not be a catalyst）(3 Apr 2023)

HTI 消费品 3 月需求月报：消费热度如期降温，低基数效应开始显现（The Consumption Heat has Cooled as Scheduled, and the Low Base Effect is Beginning to Emerge）(31 Mar 2023)

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

胡世炜 Shiwei Hu
sw.hu@htisec.com

陈子叶 Susie Chen
susie.zy.chen@htisec.com

肖伟俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

1 2023 年 4 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测（亿元）

统计区间	HTI消费行业收入预测（亿元）							
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料	餐饮
2月营收	440	236	432	149	381	100	445	130
3月营收	275	306	392	145	324	70	426	115
4月营收	253	273	398	144	358	54	450	113
2月同比%	22.6%	-3.0%	2.5%	12.8%	6.6%	5.8%	5.0%	8.0%
3月同比%	14.8%	-1.9%	8.0%	21.3%	2.6%	4.3%	3.9%	18.0%
4月同比%	16.2%	-1.4%	6.7%	15.7%	2.6%	3.6%	3.3%	29.8%

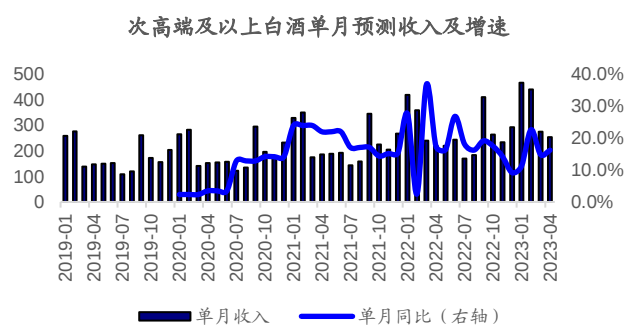
资料来源：HTI

海通国际预测，4月国内次高端及以上白酒行业收入为253亿元，同比增长16.2%。1-4月累计收入为1433亿元，同比增长16.1%。由于3月白酒行业动销低于预期，4月淡季延续，批价略有下跌。各公司打款发货进一步推进，但总体慢于往年同期。4月各白酒公司严查乱价和窜货，加大对窜货公司的惩罚，同时各公司也逐渐加大对文创酒的投放，对核心大单品形成补充。4月下旬行业对五一旺季有一定备货，尤其是婚宴和餐饮端。

大众及以下白酒行业收入为273亿元，同比下滑1.4%。1-4月累计收入为1116亿元，同比下1.4%。当前白酒消费处于淡季，宴席和自饮需求回归常态化。大众及以下白酒去年1-4月基数较高，收入有所回落，预计5月份后低基数效应逐步显现。

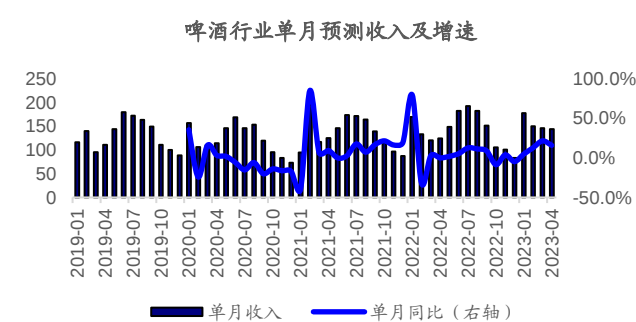
啤酒行业收入为144亿元，同比增长15.7%。1-4月累计收入为616亿元，同比增长12.8%。随着旺季的临近，啤酒需求持续向好，经销商备货积极性较强，叠加去年4月低基数原因，龙头酒企普遍实现双位数增长，预计二季度有望维持量价齐升。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图2 啤酒行业收入预测（亿元）

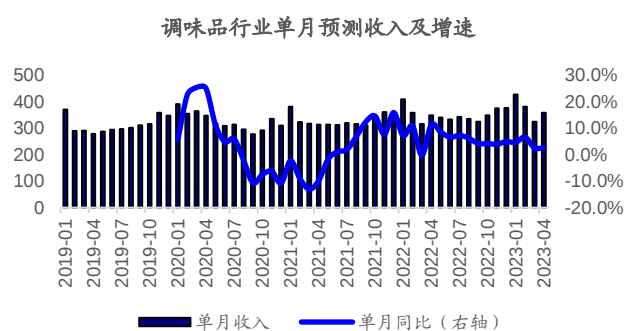


资料来源：HTI

调味品行业收入为 358 亿元，同比提升 2.6%。1-4 月累计收入为 1490 亿元，同比增长 4.2%。3-4 月餐饮环比 1-2 月走弱，调味品 B 端出货速度回落，预期全年出货平缓向上，渠道或维持较高库存。4Q22 酱油添加剂事件发酵，加速了行业向高端零添加概念的升级速度，企业之间出现分化，同时复合调味料份额持续提升，对基础调味料有一定挤压。

乳制品行业收入为 398 亿元，同比提升 6.7%。1-4 月累计收入为 1681 亿元，同比增长 4.5%。受益于五一节庆备货，4 月行业收入绝对值较 3 月有所提升，虽较 1-2 月高点有所回落，但 3 月开始即持续进入低基数期，增速持续抬头。考虑行业 Q2-Q4 低基数，我们看好未来增速上移可持续性，全年呈现前低后高趋势。

图3 调味品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图4 乳制品行业收入预测（亿元）

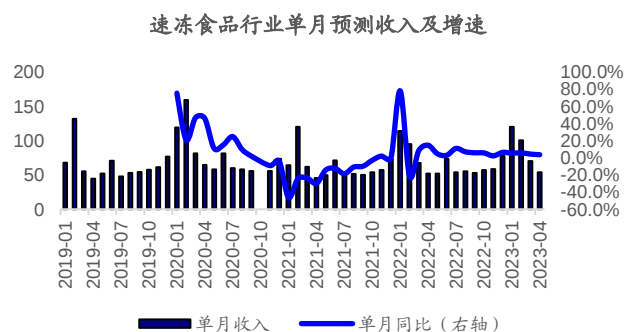


资料来源：HTI

速冻食品行业收入为 54 亿元，同比提升 3.6%。1-4 月累计收入为 344 亿元，同比增长 5.0%。3-4 月需求环比 1-2 月疫情后报复性增长值有明显回落，体现在面点、菜肴、火锅料等各种速冻产品。4 月进入淡季，速冻食品需求偏弱，但符合行业特性和预期。

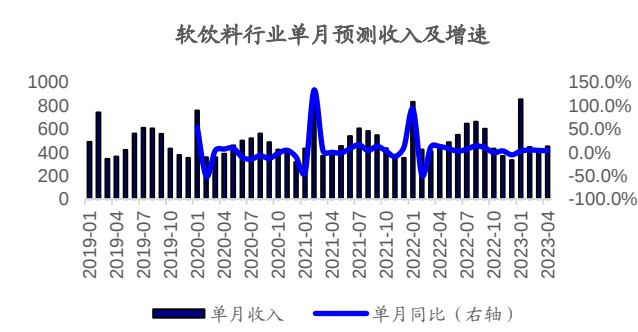
软饮料行业收入为 450 亿元，同比增长 3.3%。1-4 月累计收入为 2174 亿元，同比增长 3.5%。当前居民生活半径被重新打开，餐饮、出行链修复叠加气温回升，软饮料动销步入正轨。全年展望来看，量增仍为长期主旋律，需求恢复叠加成本压力放缓，行业基本面具备支撑。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

餐饮上市公司（包括A股与港股）收入总和预计为113亿元，同比增长30%。1-4月累计收入为476亿元，同比增长14.7%。自春节开始餐饮行业景气度出现明显回升，整体景气度在春节后有所回落，但每逢节假日均有明显反弹表现。展望2023年，餐饮消费场景伴随人员流动、聚集增加，宴席需求释放逐渐恢复；居民消费力尚在温和恢复过程中，较高端与较低端餐饮需求将领先恢复，预计中高端餐饮行业恢复较慢，整体餐饮恢复支撑力强。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）

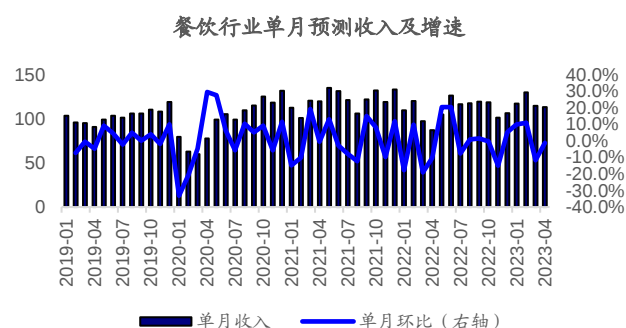


图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



1.2 消费行业成本跟踪

表2 HTI 消费品现货成本指数

日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2023/4/28	134.31	120.76	112.75	109.15	123.27	122.31
上周	2023/4/21	134.85	120.18	112.44	110.15	123.22	121.88
上月	2023/3/28	133.19	117.73	112.77	110.58	125.48	120.42
今年年初	2023/1/1	132.42	115.73	115.61	113.92	126.43	121.16
去年同期	2022/4/28	144.77	125.37	123.66	134.18	128.35	134.51
较上周		-0.40%	0.48%	0.28%	-0.91%	0.04%	0.35%
较上月		0.84%	2.57%	-0.01%	-1.29%	-1.76%	1.57%
较今年年初		1.42%	4.34%	-2.47%	-4.19%	-2.50%	0.95%
较去年同期		-7.23%	-3.68%	-8.82%	-18.65%	-3.96%	-9.07%

资料来源：Wind，HTI

截至 4 月 28 日，啤酒成本现货指数为 134.31，啤酒成本期货指数为 142.04。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 0.84%，啤酒成本期货指数提升 1.37%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数提升 1.42%，啤酒成本期货指数提升 0.03%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 7.23%，啤酒成本期货指数下降 9.13%。

调味品成本现货指数为 120.76，调味品成本期货指数为 129.8。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数提升 2.57%，调味品成本期货指数提升 0.57%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数提升 4.34%，调味品成本期货指数提升 0.91%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 3.68%，调味品成本期货指数下降 11.51%。

图9 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图10 调味品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

乳制品成本现货指数为 112.75，乳制品成本期货指数为 99.83。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.01%，乳制品成本期货指数下降 1.35%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 2.47%，乳制品成本期货指数下降 5.31%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 8.82%，乳制品成本期货指数下降 10.53%。

方便面成本现货指数为 109.15，方便面成本期货指数为 114.57。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 1.29%，方便面成本期货指数下降 3.49%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 4.19%，方便面成本期货指数下降 9.43%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 18.65%，方便面成本期货指数下降 20.69%。

图11 乳制品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图12 方便面行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

速冻食品成本现货指数为 123.27，速冻食品成本期货指数为 124.95。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 1.76%，速冻食品成本期货指数下降 0.98%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 2.5%，速冻食品成本期货指数下降 2.81%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 3.96%，速冻食品成本期货指数下降 3.79%。

软饮料成本现货指数为 122.31，软饮料成本期货指数为 131.87。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 1.57%，软饮料成本期货指数下降 3.14%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数提升 0.95%，软饮料成本期货指数下降 6.36%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 9.07%，软饮料成本期货指数下降 19.11%。

图13 速冻食品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图14 软饮料行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

1.3 消费行业重点新闻

表3 2023年4月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
4.1	酒类	全球低/无酒精饮料规模将达 2063 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/CWN94BaEI52DJOLzsRq2w
4.1	食饮	2023 秋糖落户深圳 https://mp.weixin.qq.com/s/GCzXf3BHI9YvS7GF41i4Sv
4.2	白酒	贵州白酒 2022 产量占全国 4.3%、利润占 43.9% https://mp.weixin.qq.com/s/Z_B5MH74_yehr8ko8kZblA
4.7	零食	辣味休闲食品份额扩 https://mp.weixin.qq.com/s/jywjZi3T0iieMPWRWCntQ
4.8	乳业	去年我国原料奶产量超四千万吨创新高 https://mp.weixin.qq.com/s/ZvMXaGMI3lhQ- GREvl-A
4.13	农业	中澳就进口大麦争端达成协议 https://mp.weixin.qq.com/s/V0x5mj7LLE0R18VJ4VSI5A
4.21	烟酒	一季度烟酒类零售总额 1527 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/Pt61fG8FN4YcLaKmQe1pcg
4.25	白酒	4 月中旬白酒价格指数上涨 https://mp.weixin.qq.com/s/zqQNGfteX0Mb9kC1Ewa2pQ
4.26	消费	消费者 4 月积极情绪水平与上季基本持平 https://mp.weixin.qq.com/s/6pnWgwKV7UjgqWUE7P5Tug
4.29	餐饮	供应链成烧烤行业扩张最大痛点 https://www.foodtalks.cn/news/43936

资料来源：wind，HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年4月消费公司公告

日期	公司	摘要
4.1	贵州茅台	2022 年度报告：2022 年的营业收入为 1241.00 亿元，同比增长 16.87%；归母净利润为 627.16 亿元，同比增长 19.55%；扣非归母净利润为 627.92 亿元，同比增长 19.42%。
4.2	周黑鸭	2022 年业绩：周黑鸭发布 2022 年业绩。期内总收益为人民币 23.43 亿元，同比减少 18.3%；净利润为 2528.3 万元，同比下降 92.6%。收入下降，主要由 2022 年新冠疫情持续多点散发，消费客流减少，特别是交通枢纽人流急剧下滑，大量门店存在暂时性停业的情况。期内，平均存货周转天数由 86.9 天增加至 104.4 天。2022 年底，门店总数达 3429 家，今年计划新开门店 1000 家左右、社区店总数突破 1300 家。
4.7	牧原股份	2023 年 3 月份生猪销售简报：2023 年 3 月份，公司销售生猪 500.1 万头（其中商品猪 474.5 万头，仔猪 23.9 万头，种猪 1.6 万头），销售收入 87.49 亿元。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪 85.0 万头。2023 年 3 月份，公司商品猪价格相比 2023 年 1-2 月略有上升，商品猪销售均价 15.00 元/公斤，比 2023 年 1-2 月份上升 3.52%。2023 年 1-3 月，公司共销售生猪 1,384.5 万头，其中商品猪 1,337.6 万头，仔猪 41.8 万头，种猪 5.1 万头。截至 2023 年 3 月底，公司能繁母猪存栏为 284.6 万头。
4.14	桃李面包	2023Q1 业绩快报：2023Q1 营业收入为 14.76 亿元，同比增长 1.66%；归母净利润为 1.39 亿元，同比下降 12.15%；扣非归母净利润为 1.31 亿元，同比下降 12.76%。
4.17	盐津铺子	2022 年业绩报告：盐津铺子 2022 年营业收入为 28.94 亿元，同比增长 26.83%；归母净利润为 3.01 亿元，同比增长 100.01%；扣非归母净利润为 2.76 亿元，同比增长 201.47%。
4.22	奈雪的茶	2022 年度业绩：2022 年公司实现营业收入约 42.92 亿元，同比增加 5.08%；净利润约-4.69 亿元，去年同期为-45.25 亿元；基本每股收益-0.27 元，去年同期为-3.28 元。
4.25	海大集团	2022 年年报：海大集团 2022 年营业收入为 1047.15 亿元，同比增长 21.63%；归母净利润为 29.54 亿元，同比增长 80.54%；扣非归母净利润为 28.80 亿元，同比增长 84.67%。
4.28	大北农	2022 年年报：2022 年营业收入为 323.97 亿元，同比增长 3.41%；归母净利润为 0.56 亿元，同比增长 112.63%；扣非归母净利润为 0.91 亿元，同比增长 110.66%。
4.28	水井坊	2022 年业绩公告：2022 营业收入为 46.73 亿元，同比+0.88%；归母净利润为 12.16 亿元，同比+1.40%；扣非归母净利润为 11.63 亿元，同比-4.32%。
4.28	五粮液	2022 年业绩公告：2022 营业收入为 739.69 亿元，同比+11.72%；归母净利润为 266.91 亿元，同比+14.17%；扣非归母净利润为 266.63 亿元，同比+14.30%。2023Q1 营业收入 311.39 亿元，同比+13.03%；归母净利润 125.42 亿元，同比+15.89%；扣非归母净利润 124.56 亿元，同比+14.89%。

资料来源：wind，HTI

表5 2023 年 4 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
4.3	海底捞	海底捞考核方式升级 https://mp.weixin.qq.com/s/IBGsZ7tnFpEWE7g4XZF38w
4.3	帝亚吉欧	全球知名烈酒集团帝亚吉欧正持续加码在中国的布局 https://mp.weixin.qq.com/s/Y81kvJsMKLA2MFVoor-I-Q
4.7	东鹏饮料	东鹏饮料将咖啡业务作为“第二曲线” https://mp.weixin.qq.com/s/delQigCyMdH-mQEELg9ow
4.8	锅圈	火锅食材供应商锅圈赴港主板上市 https://mp.weixin.qq.com/s/ZvvMXaGMI3lhQ-GREvI-A
4.9	郎酒	郎酒官宣 3 个阶段性百亿目标 https://mp.weixin.qq.com/s/WyMij-PbHPH8-CHIL8w0aA
4.20	舍得酒业	舍得酒业：未来将加强老酒储备 https://mp.weixin.qq.com/s/BXnCylI3KmO8PFsLFtnrtw
4.21	星座品牌	星座集团投资 83 亿新建啤酒厂 https://mp.weixin.qq.com/s/Pt61fG8FN4YcLaKmQe1pcg
4.25	中国红牛	中国红牛回应被禁止生产销售：系网络水军抹黑 https://mp.weixin.qq.com/s/3szzM3zbtKUlIj5l0kLhREA
4.27	农夫山泉	农夫山泉东方树叶推出新品黑乌龙茶 https://www.foodtalks.cn/flash/13488
4.29	妙可蓝多	妙可蓝多发布系列新品 https://mp.weixin.qq.com/s/clGAVwA0DOhZ0cKrl9OajA

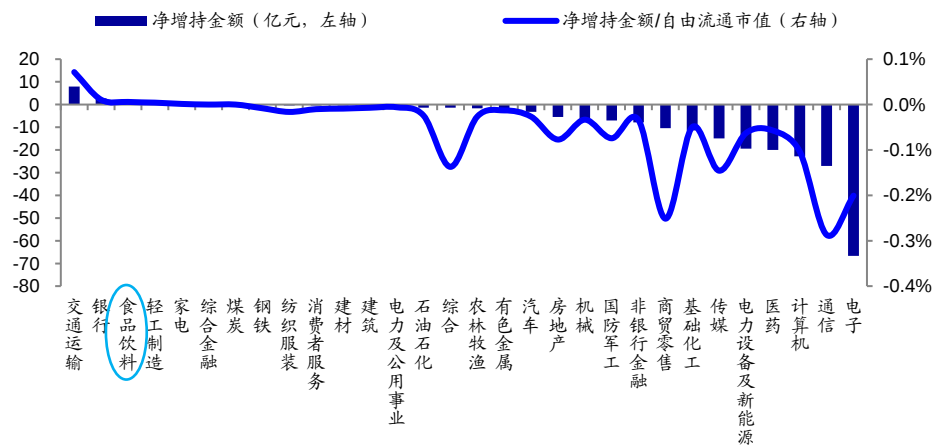
资料来源：wind，HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 A 股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，23 年 4 月交通运输和银行行业净增持额最大，分别为 7.94 和 2.67 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.07%和 0.01%；电子和通信行业净减持额最大，分别为 66.63 和 27.09 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.20%和-0.20%。

图15 2023 年 4 月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

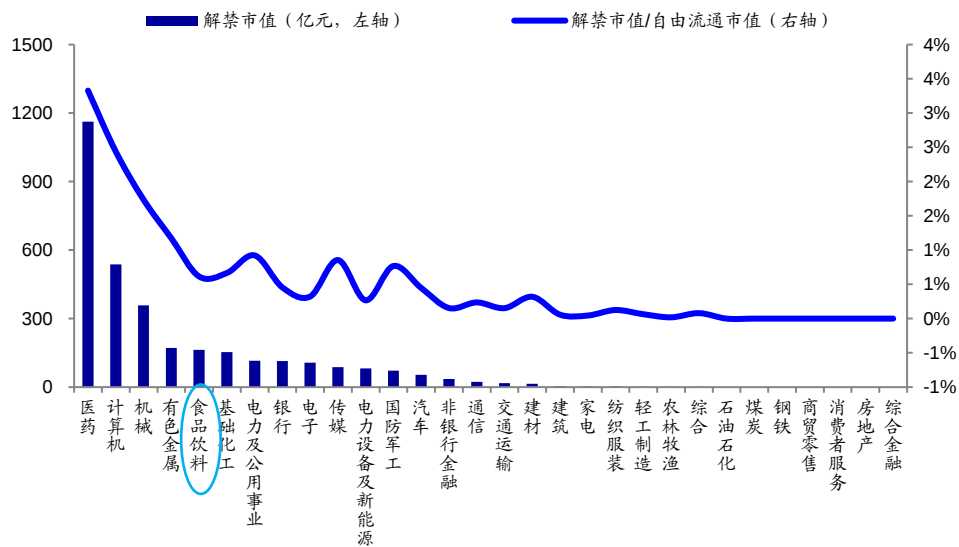
表6 2023 年 4 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
三只松鼠	-0.98	-3.23
天佑德酒	-0.30	-0.68
好想你	-0.25	-1.02
春雪食品	-0.20	-1.27
双塔食品	-0.06	-0.18
百合股份	-0.02	-0.11
海南椰岛	0.30	0.67
中葡股份	0.83	2.12
中炬高新	2.22	1.08

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照 23 年 4 月 28 日的股价估算：5 月医药、计算机、机械等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 1162、537、358 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 3.33%、2.44%、1.74%。

图16 2023年5月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

表7 2023年5月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
东鹏饮料	148.60	20.81
朱老六	7.58	74.12
山西汾酒	5.59	0.18
安琪酵母	1.06	0.31
阳光乳业	0.91	2.25

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

行业大额买入跟踪：近 5 个交易日排名前 5 的中信一级行业为：银行、传媒、建筑、煤炭、非银行金融。

表 8 一级行业大额买入与资金流向（20230424-20230428）

	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
银行	81.5%	88.6%	5.6%	9.4%
传媒	81.2%	94.7%	10.9%	0.8%
建筑	81.1%	100.0%	11.9%	20.8%
煤炭	80.8%	72.7%	8.7%	62.0%
非银行金融	80.6%	35.9%	7.5%	16.7%
房地产	80.3%	66.5%	1.7%	1.6%
综合金融	79.5%	94.7%	15.0%	25.3%
电力及公用事业	79.4%	97.6%	3.7%	4.1%
石油石化	79.4%	96.3%	8.0%	91.0%
交通运输	79.0%	85.3%	6.4%	79.6%
商贸零售	78.8%	87.8%	11.6%	3.7%
综合	78.3%	94.3%	10.7%	59.6%
通信	77.1%	92.2%	6.0%	15.9%
纺织服装	76.8%	92.7%	10.0%	8.2%
建材	76.7%	64.1%	2.3%	36.3%
钢铁	76.5%	47.3%	5.3%	16.3%
农林牧渔	76.3%	64.9%	2.7%	22.9%
计算机	76.3%	86.5%	7.2%	2.9%
轻工制造	76.1%	20.4%	4.5%	0.4%
有色金属	75.8%	80.4%	-1.7%	95.9%
消费者服务	74.4%	76.3%	5.4%	54.3%
家电	74.2%	77.6%	-0.3%	0.4%
机械	73.9%	63.3%	1.6%	2.9%
基础化工	73.8%	16.7%	-2.0%	1.2%
汽车	73.3%	0.8%	-2.8%	0.8%
国防军工	73.2%	15.9%	-1.4%	78.8%
电子	73.1%	50.6%	2.2%	47.3%
医药	72.3%	64.1%	-1.7%	20.0%
电力设备及新能源	71.2%	0.4%	-5.0%	3.7%
食品饮料	68.8%	42.4%	2.4%	38.0%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2023 年 4 月 21 日，计算机、传媒、通信、电子和石油石化的行业拥挤度相对较高，传媒和石油石化的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

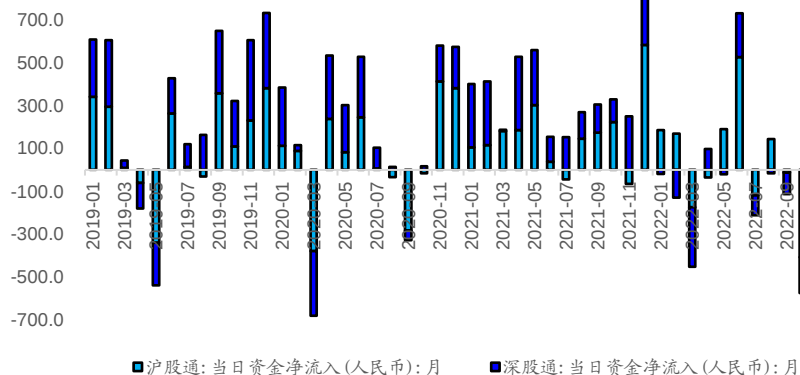
行业名称	20230421 拥挤度	20230414 拥挤度	拥挤度变化
计算机	2.12	2.02	0.1
传媒	2.1	1.8	0.31
通信	1.83	2.11	-0.28
电子	0.96	0.73	0.23
石油石化	0.85	0.55	0.3
建筑	0.67	0.46	0.21
家电	0.63	0.83	-0.2
汽车	0.22	0.25	-0.03
消费者服务	0.05	0.13	-0.08
轻工制造	0.04	0.4	-0.35
食品饮料	0	0.23	-0.23
钢铁	-0.11	-0.06	-0.06
煤炭	-0.12	-0.26	0.14
有色金属	-0.12	-0.05	-0.07
电力设备及新能源	-0.22	-0.14	-0.08
建材	-0.23	0	-0.23
非银行金融	-0.25	-0.42	0.17
国防军工	-0.27	0.03	-0.3
电力及公用事业	-0.42	-0.48	0.06
机械	-0.45	-0.24	-0.21
交通运输	-0.47	-0.68	0.21
综合	-0.58	-0.28	-0.3
纺织服装	-0.59	-0.25	-0.35
银行	-0.62	-0.79	0.17
基础化工	-0.71	-0.72	0.01
医药	-0.81	-0.32	-0.49
农林牧渔	-0.97	-0.64	-0.33
商贸零售	-1.02	-0.68	-0.35
房地产	-1.07	-0.91	-0.15

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

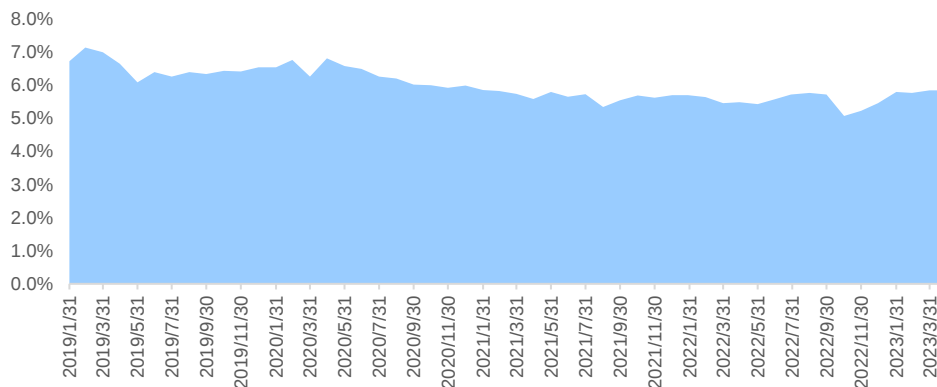
截至 2023 年 4 月 28 日，陆股通资金当月净流出 45.5 亿元（上月净流入 354.4 亿元），其中沪股通净流入 16.1 亿元，深股通净流出 61.7 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月基本持平。

图17 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

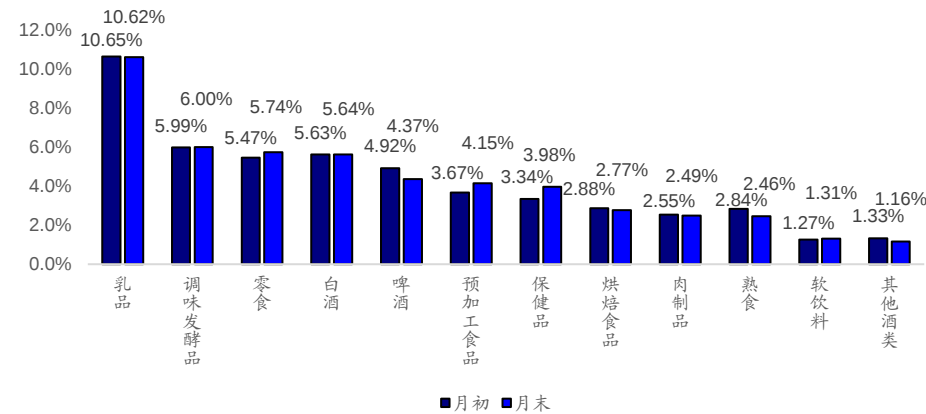
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

乳品行业陆股通占比为 10.62%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，陆股通持股占比靠后的子行业分别为其他酒类（1.16%）和软饮料（1.31%）。啤酒月末较月初减持最多（-0.55pct），月末陆股通市值占比为 4.37%；保健品月末较月初增持最多（0.63pct），月末陆股通市值占比为 3.98%。

图19 食品饮料板块陆股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

从陆股通持股标的来看，按市值排名的十大个股中，持股比例居前的分别为贵州茅台（7.1%）、五粮液（7.0%）、泸州老窖（4.0%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（20.5%）陆股通占比最高，伊利股份（16.3%）和重庆啤酒（8.3%）次之。其中，重庆啤酒陆股通月末较月初减持最多（-1.05pct），涪陵榨菜陆股通增持最多（0.57pct）。

表10 食品饮料板块陆股通持股情况

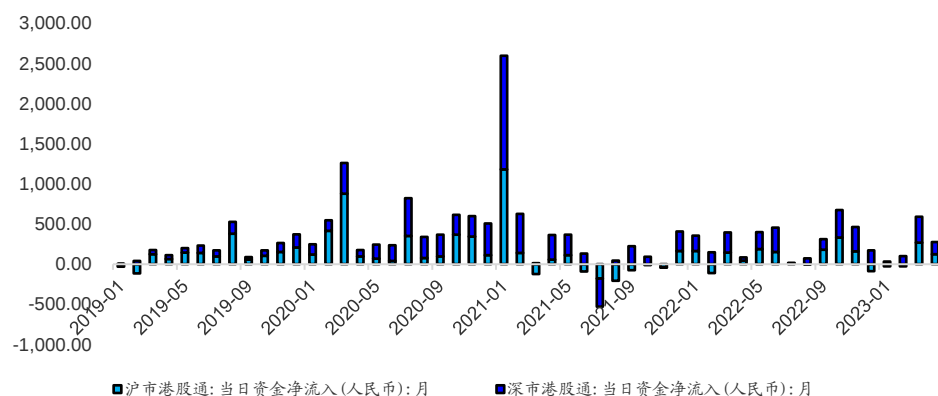
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.1	7.2	-0.12	1	洽洽食品	20.5	20.1	0.38
2	五粮液	7.0	6.8	0.17	2	伊利股份	16.3	16.6	-0.3
3	泸州老窖	4.0	4.0	0.08	3	重庆啤酒	8.3	9.4	-1.05
4	海天味业	7.1	7.2	-0.07	4	桃李面包	8.3	8.3	-0.08
5	山西汾酒	3.1	3.2	-0.1	5	东鹏饮料	8.3	8.2	0.05
6	洋河股份	3.0	3.1	-0.08	6	涪陵榨菜	8.3	7.7	0.57
7	伊利股份	16.3	16.6	-0.3	7	贵州茅台	7.1	7.2	-0.12
8	古井贡酒	1.9	2.1	-0.12	8	海天味业	7.1	7.2	-0.07
9	青岛啤酒	3.5	3.6	-0.15	9	五粮液	7.0	6.8	0.17
10	双汇发展	3.3	3.4	-0.1	10	水井坊	5.5	6.4	-0.89

资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

2.3 港股通跟踪

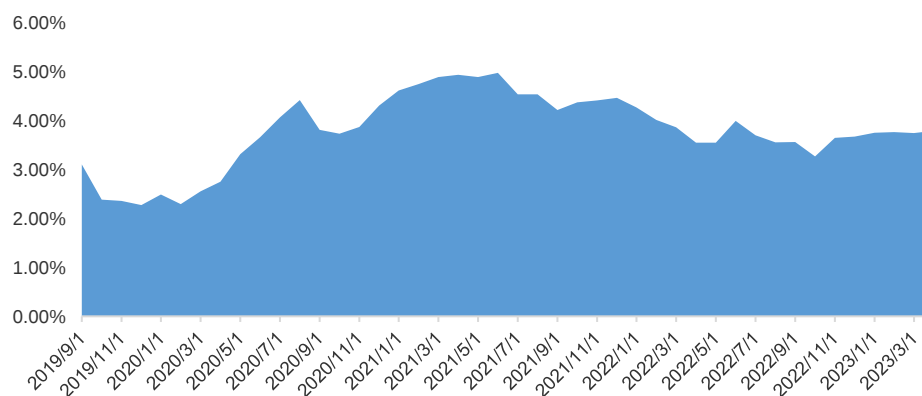
截至 2023 年 4 月 28 日，港股通资金当月净流入 274.3 亿元（上月净流入 590.2 亿元），必需消费板块市值占比为 3.8%，较上月提升 0.04pct。

图20 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

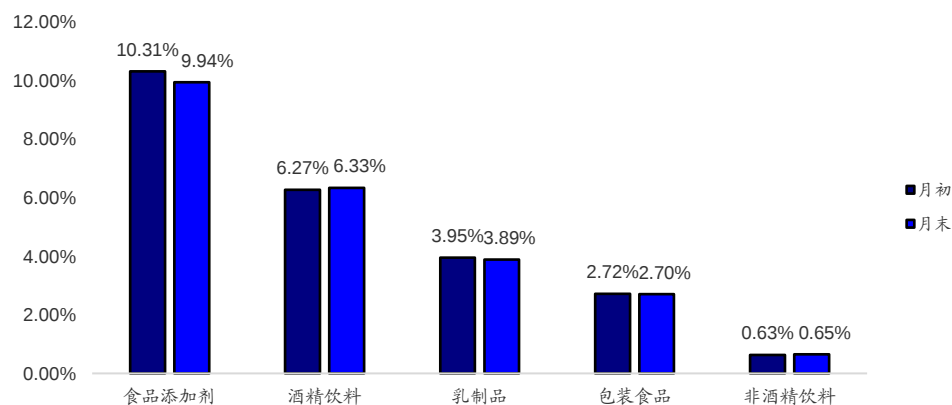
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

食品添加剂行业港股通占比为 9.9%，较月初减持 0.37pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.3%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（0.6%）、包装食品（2.7%）和乳制品（3.9%）。

图22 食饮子板块港股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（1.3%）、百威亚太（0.2%）、华润啤酒（13.5%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（25.4%）港股通比例最高，华宝国际（19.6%）次之。

表11 食品饮料板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	1.3	1.3	0.03	1	青岛啤酒	25.4	25.6	-0.24
2	百威亚太	0.2	0.2	-0.03	2	华宝国际	19.6	19.2	0.40
3	华润啤酒	13.5	13.4	0.10	3	周黑鸭	19.3	19.4	-0.07
4	青岛啤酒	25.4	25.6	-0.24	4	华润啤酒	13.5	13.4	0.10
5	蒙牛乳业	3.0	3.0	-0.06	5	颐海国际	10.9	12.3	-1.38
6	康师傅	1.1	1.0	0.04	6	优然牧业	7.5	7.1	0.32
7	中国旺旺	0.2	0.2	0.01	7	现代牧业	7.2	7.2	0.06
8	中国飞鹤	6.2	6.1	0.04	8	中烟香港	7.1	6.9	0.20
9	达利食品	3.5	3.4	0.02	9	中国飞鹤	6.2	6.1	0.04
10	统一	0.3	0.3	0.03	10	阜丰集团	5.2	4.3	0.88

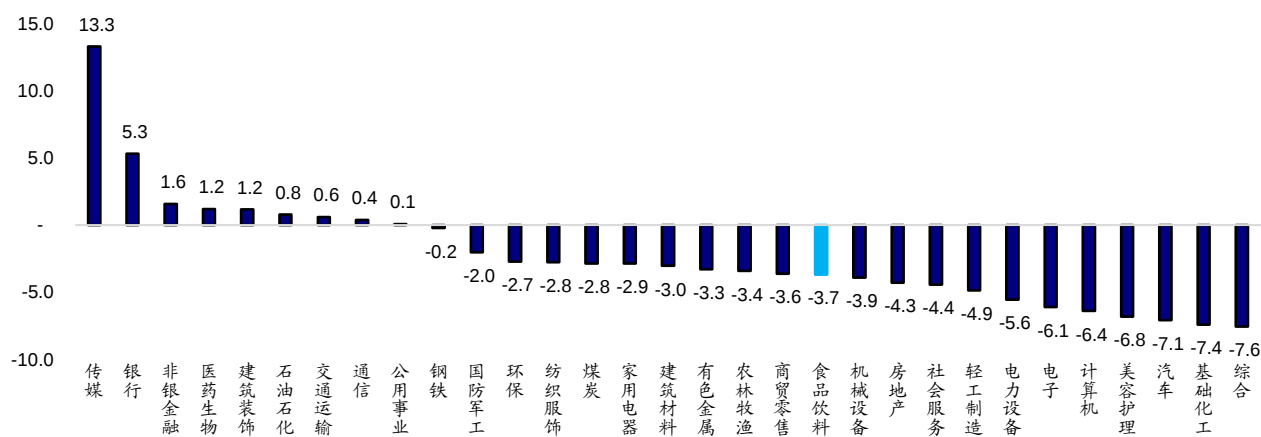
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

3 历史行情

3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，4 月份传媒、银行涨幅居前，分别上涨 13.3%、5.3%；综合、基础化工和汽车跌幅居前，分别下跌 7.6%、7.4%、7.1%。食品饮料板块下跌 3.7%，在 31 个行业分类中位居第 20 名，较上月（-3.8%）落后 4 名。

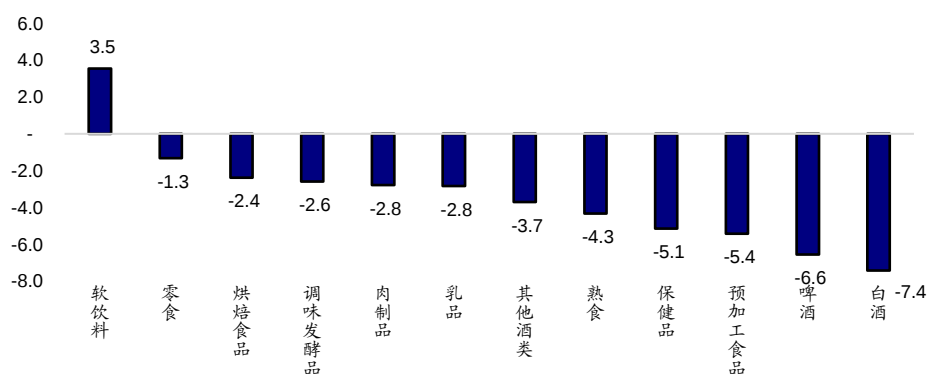
图23 2023 年 4 月 A 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

4 月份除了软饮料上涨 3.5%，其他食品饮料子行业全线收跌，白酒和啤酒下跌最多，跌幅达 7.4%和 6.6%。

图24 2023 年 4 月 A 股食品饮料子行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

表12 A 股食品饮料板块 4 月涨跌幅情况

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	贵州茅台	22116	1761	-3.3	1	汤臣倍健	406	24	12.8
2	五粮液	6560	169	-14.2	2	养元饮品	328	26	12.3
3	泸州老窖	3330	226	-11.2	3	安井食品	498	170	3.8
4	海天味业	3271	71	-7.8	4	广州酒家	175	31	3.5
5	山西汾酒	3031	248	-8.8	5	洽洽食品	220	43	2.3
6	洋河股份	2256	150	-9.5	6	三全食品	148	17	2.1
7	伊利股份	1892	30	1.5	7	新乳业	143	17	1.8
8	青岛啤酒	1312	117	-3.2	8	涪陵榨菜	229	26	1.8
9	古井贡酒	1266	274	-7.5	9	伊利股份	1,892	30	1.5
10	双汇发展	864	25	0.1	10	光明乳业	149	11	1.0

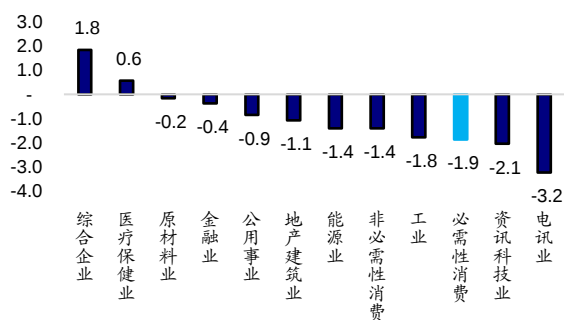
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

从 H 股行业涨跌幅来看, 4 月份除综合企业、医疗保健业小幅上涨外, 其他行业均有下跌。其中电讯业 (-3.2%) 和资讯科技业 (-1.9%) 跌幅居前。必需性消费 (-2.1%) 在 12 个一级行业中排名第 10 名, 较上个月 (-1.5%) 后退 6 名。

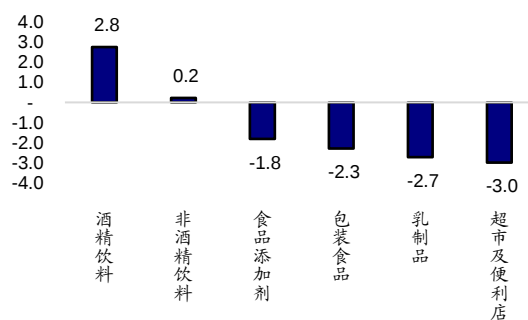
必需性消费子行业中, 酒精饮料 (2.8%)、非酒精饮料 (0.2%) 小幅上涨, 超市及便利店下跌最多 (-3.0%)。

图25 2023 年 4 月 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日

图26 2023 年 4 月 H 股必需消费二级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日 (上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品)

表13 恒生食品饮料板块 4 月涨跌幅情况

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	4769	42	-6.1	1	阜丰集团	120	5	4.9
2	百威亚太	2993	23	-5.6	2	康师傅	771	14	4.6
3	华润啤酒	1958	60	-4.2	3	第一太平	111	3	4.0
4	青岛啤酒	1487	84	-2.3	4	珍酒李渡	301	9	3.6
5	蒙牛乳业	1247	32	-2.0	5	达利食品	446	3	-0.6
6	康师傅	771	14	4.6	6	中国旺旺	594	5	-1.0
7	中国旺旺	594	5	-1.0	7	统一企业	338	8	-1.1
8	中国飞鹤	479	5	-10.4	8	蒙牛乳业	1247	32	-2.0
9	达利食品	446	3	-0.6	9	青岛啤酒	1487	84	-2.3
10	统一企业	338	8	-1.1	10	华润啤酒	1958	60	-4.2

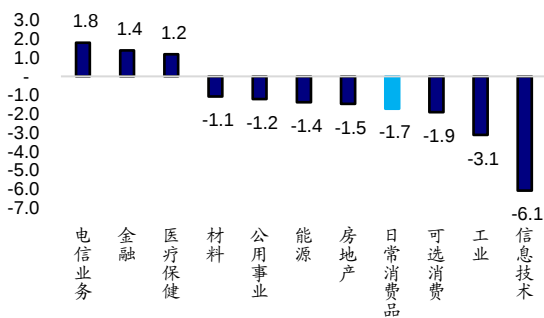
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

从美股一级行业涨跌幅来看, 4 月电信业务 (1.8%)、金融 (1.4%)、医疗保健 (1.2%) 小幅收涨, 其他行业均有下跌, 其中信息技术 (-6.1%) 跌幅领先, 日常消费品行业下跌 1.7%, 在 11 个美股一级行业中排第 8 名, 较上个月 (-2.1%) 后退 5 名。

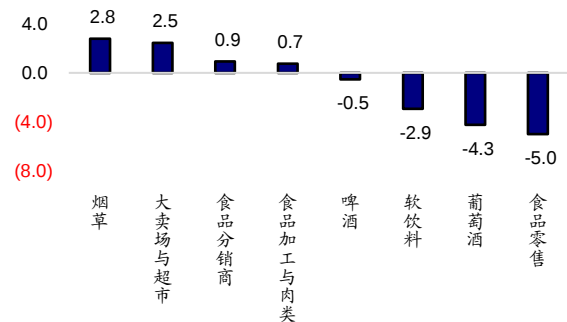
日常消费品子行业中, 烟草 (2.8%)、大卖场与超市 (2.5%) 涨幅居前。

图27 2023 年 4 月美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日

图28 2023 年 4 月美股日常消费品行业子板块涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日 (上图剔除了日常消费品子行业中的家庭用品、个人用品、药品零售、农产品)

本月美股消费板块中小市值公司普遍受到追捧，大部分公司涨幅居前。

表14 美股日常消费板块4月涨跌幅情况

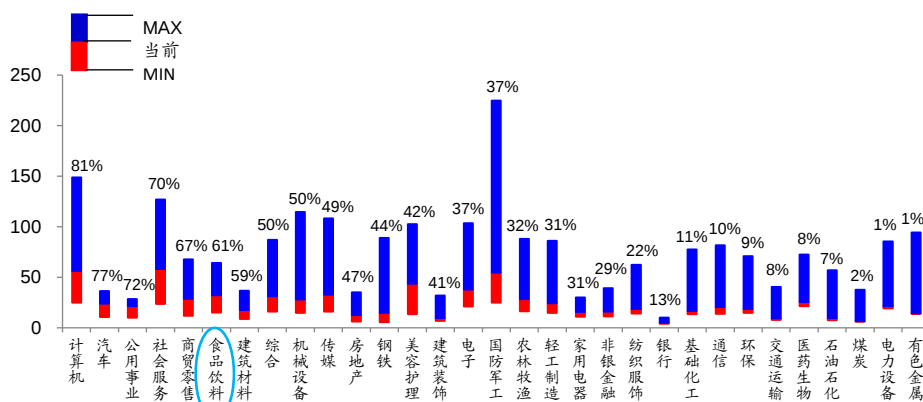
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4070	151	2.4	1	COCA- COLACONSOLIDA TED	55	589	10.3
2	可口可乐	2774	64	3.4	2	亿滋国际	1045	77	10.0
3	百事	2630	191	4.7	3	可口可乐欧洲合 伙	295	64	8.9
4	开市客	2232	503	1.3	4	好时	558	273	7.3
5	菲利普莫 里斯国际	1552	100	2.8	5	蓝威斯顿	163	112	7.0
6	可口可乐 凡萨瓶装	1419	84	4.9	6	奥驰亚	848	48	6.5
7	百威英博	1129	65	-2.6	7	味好美	235	88	6.1
8	亿滋国际	1045	77	10.0	8	CASEYSGENERALS TORES	85	229	5.9
9	帝亚吉欧	1021	186	2.4	9	英美烟草	818	37	5.5
10	奥驰亚	848	48	6.5	10	泰森食品	222	62	5.3

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 4 月 28 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

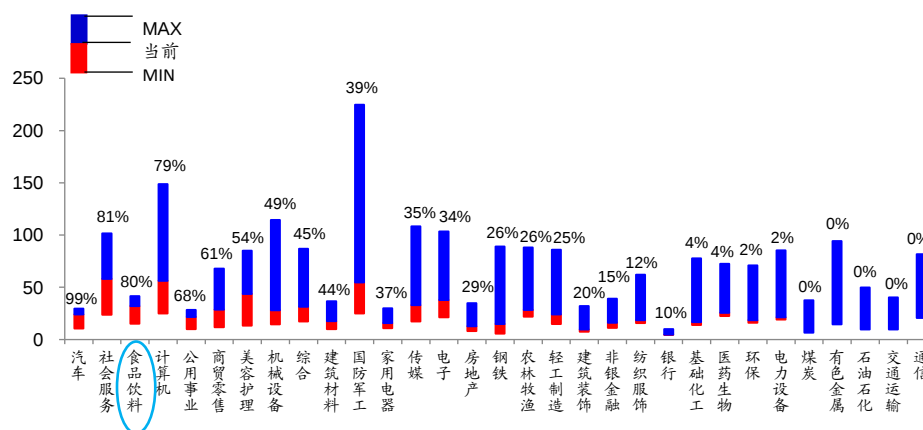
图29 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2023 年 4 月 28 日

截至 2023 年 4 月 28 日，A 股一级行业中，PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有 7 个，包括有色金属、电力设备和煤炭等；食品饮料的 PE 历史分位数为 61%（32.1x），较上月末（76%，35.7x）下降 15pct，在 31 个行业中排名第 6 名。

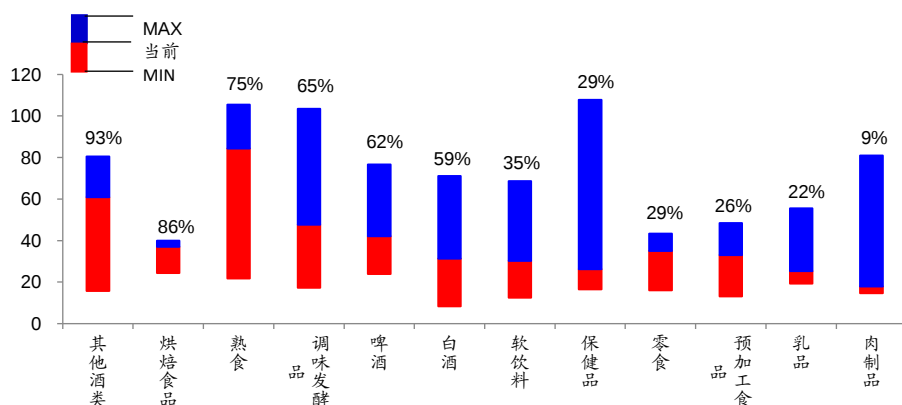
图30 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

近期伴随疫情影响的减退，市场经济活动逐步修复，但仍未回归至 2019 年疫情前水平，为排除疫情因素对行业的影响，我们选取了当前 PE 与 2011 年至 2019 年的历史数据进行比较。A 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有 10 个，其中通信、交通运输、石油石化等行业历史估值最低；食品饮料的 PE 历史分位数为 80%，较上月回落 13pct，在 31 个行业中排名第 3 名。

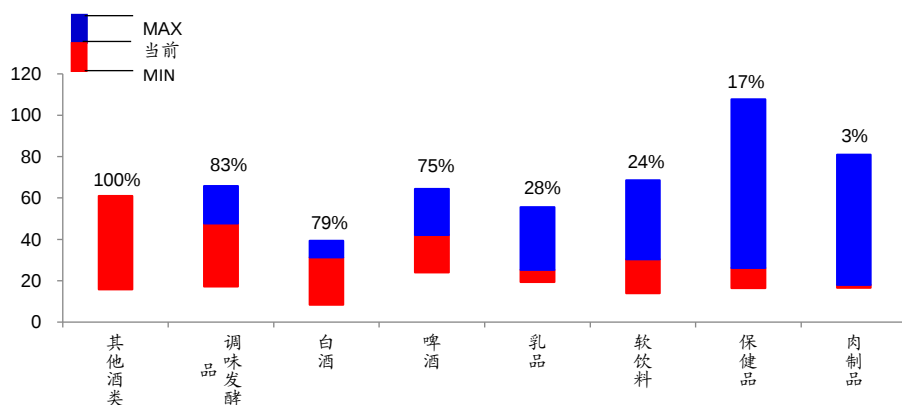
图31 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

A 股食品饮料子行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的分别为肉制品（9%）、乳品（22%）。PE 绝对值最低的行业分别是肉制品（17.9x）、乳品（25.3x）、保健品（26.3x）。

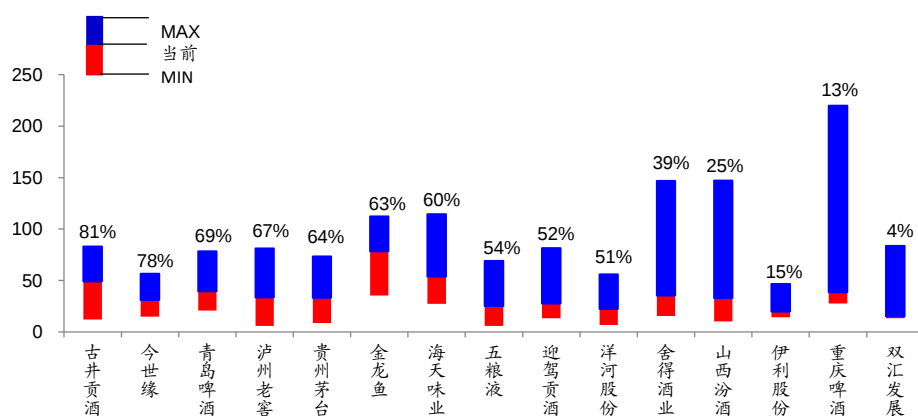
图32 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

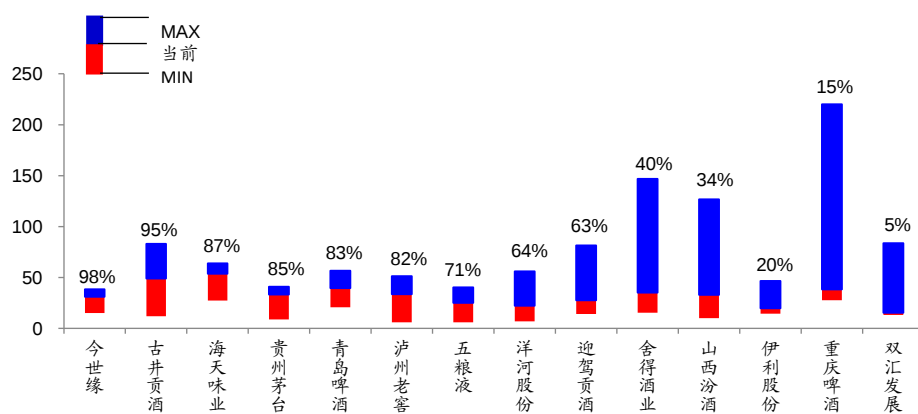
A 股食品饮料子行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业有肉制品（3%）、保健品（17%）和软饮料（24%）。

图33 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年4月28日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

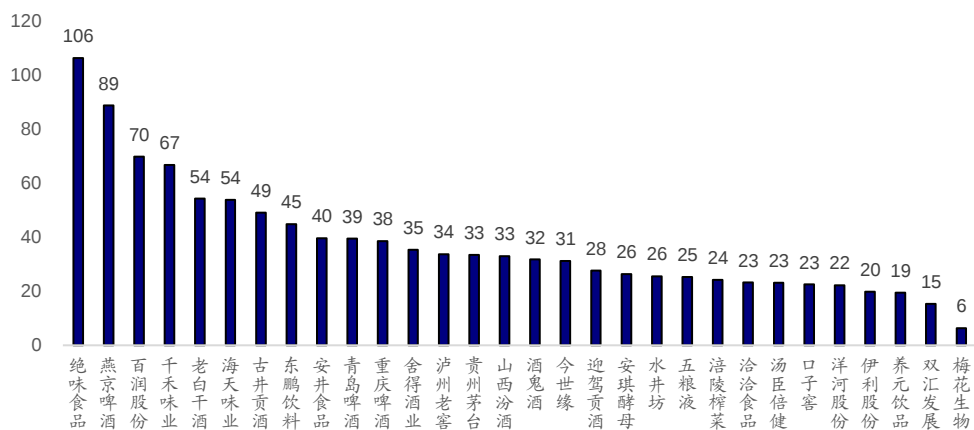
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年4月28日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

截至 2023 年 4 月 28 日，A 股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平有所下降，A 股龙头的估值中位数为 32x（相较 3 月下降 5x）。

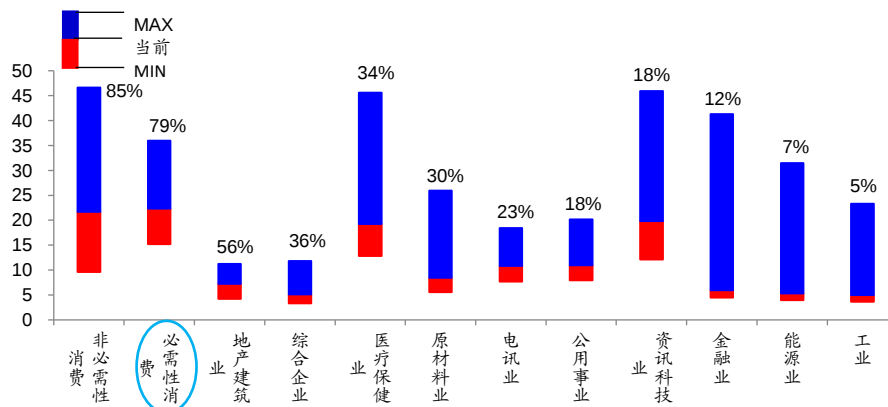
图35 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日，剔除估值为负的顺鑫农业和中炬高新

4.2 H 股行业估值表现

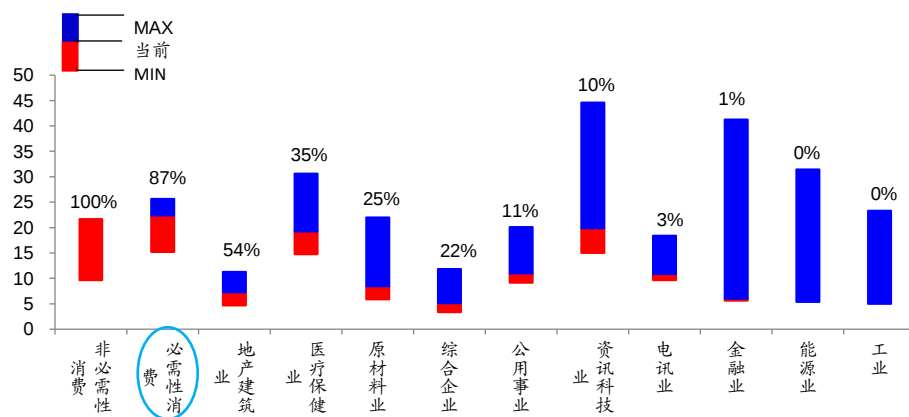
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

截至 2023 年 4 月 28 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有工业和能源业；必需性消费行业 PE 历史分位数为 79% (22.4x)，历史分位数与上月末 (91%，23.5x) 降低 12pct，在 12 个一级行业中排名第 2 名。

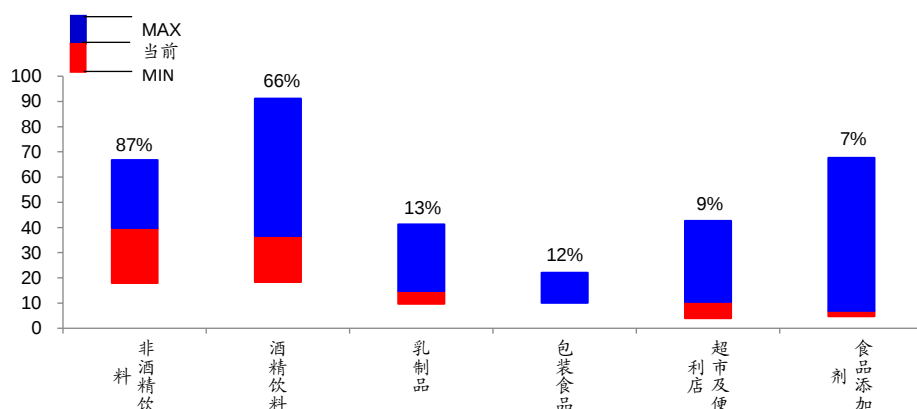
图37 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有工业、能源业、金融业和电讯业。必需性消费的 PE 历史分位数为 87%，较上个月降低 9pct，在 12 个行业中排名第 2 名。

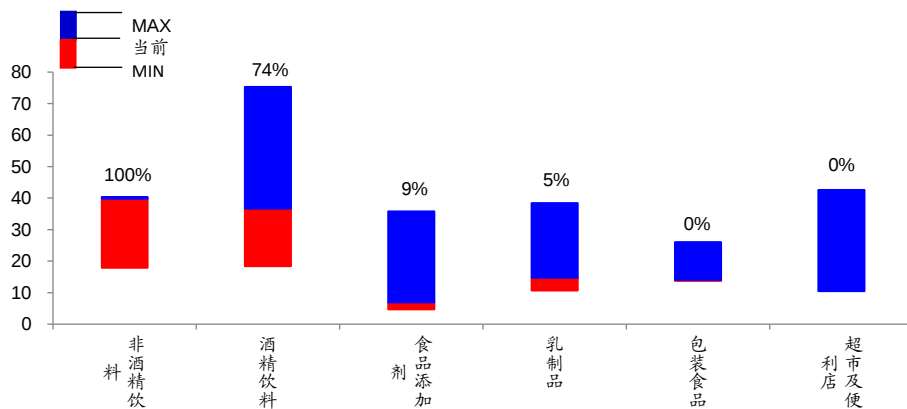
图38 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来相对靠后的行业有食品添加剂（7%）、超市及便利店（9%）、包装食品（12%）。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂（6.9x）和超市及便利店（10.4x）。

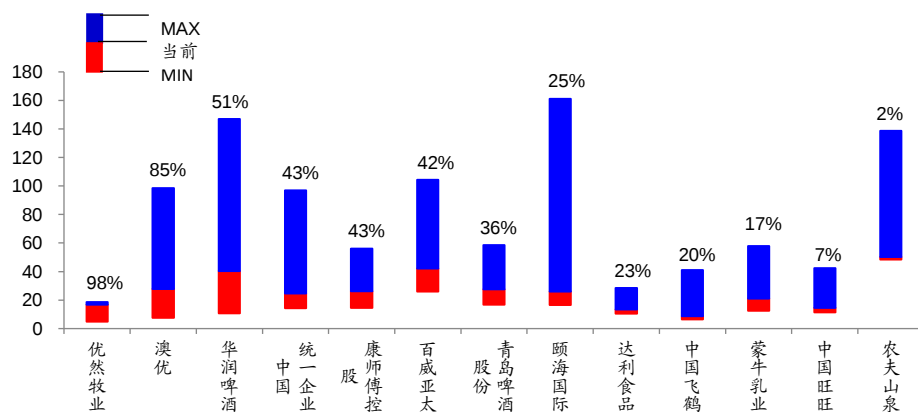
图39 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

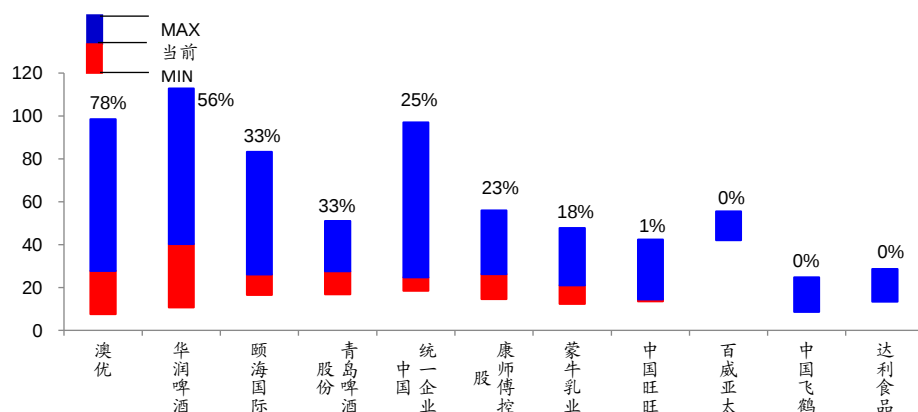
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有超市及便利店（0%）、包装食品（0%）和乳制品（5%）。

图40 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年4月28日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

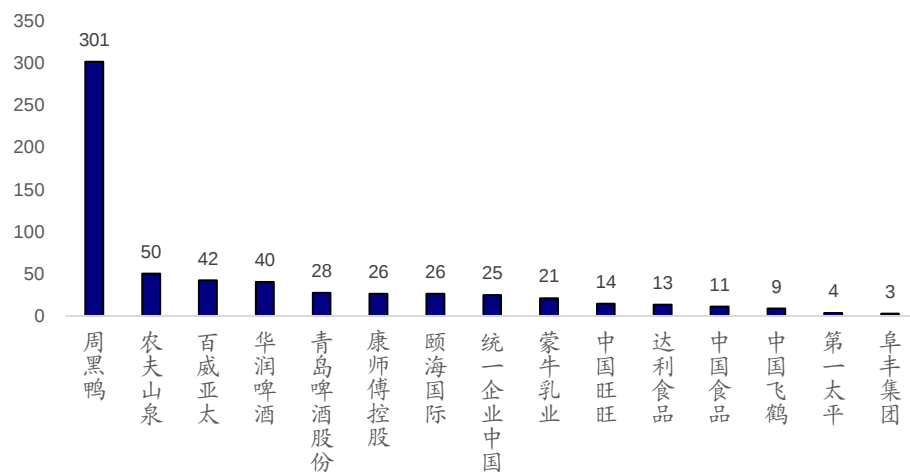
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年4月28日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

截至 2023 年 4 月 28 日，港股估值中枢与上月持平，H 股食品饮料（市值前 15）的估值中位数为 25x（相较 3 月不变）。

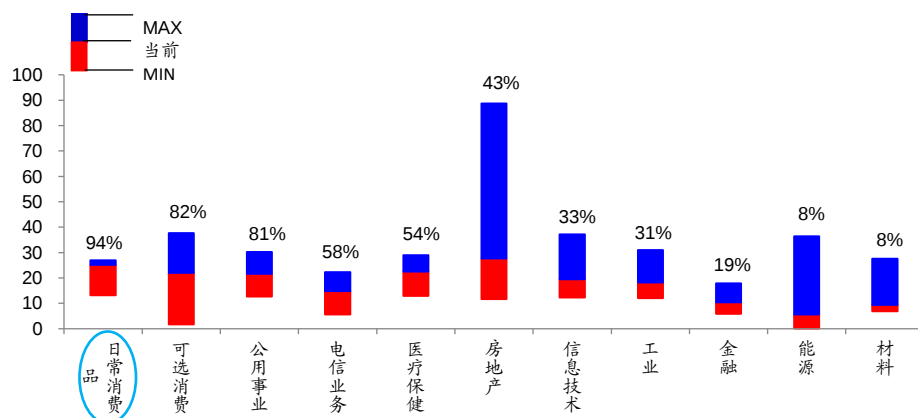
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

4.3 美股行业估值表现

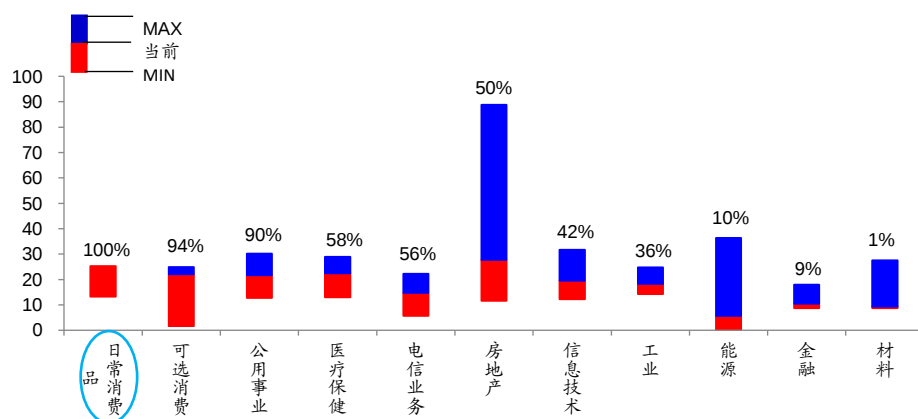
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

截至 2023 年 4 月 28 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是材料（8%）和能源（8%）；日常消费品的 PE 历史分位数为 94%（25.2x），历史分位数与上月末（90%，24.5x）提升 4pct，在 11 个行业中排名第 1 名。

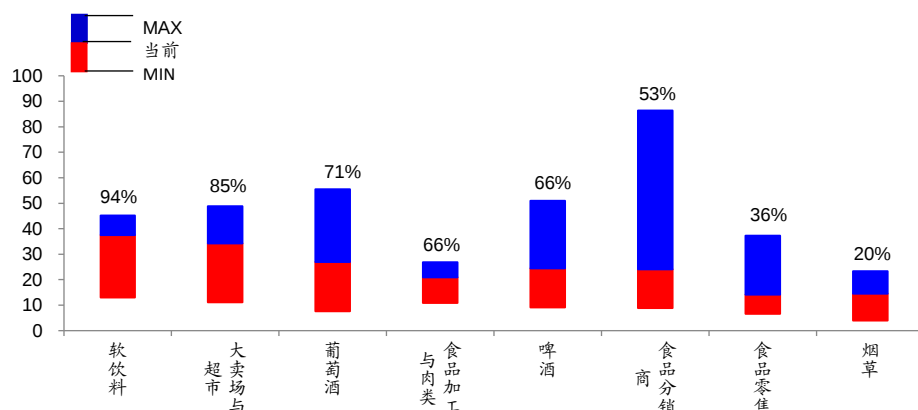
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低行业有材料（1%）、金融（9%）；日常消费品的 PE 历史分位数为 100%，在 11 个行业中排名第 1 名。

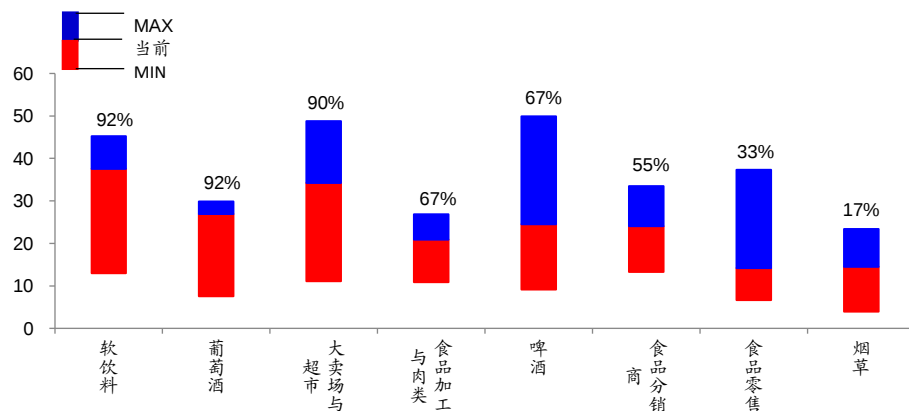
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的行业为烟草（20%）、食品零售（36%）。PE 绝对值最低的行业分别是食品零售（14.2x）、烟草（14.5x）。

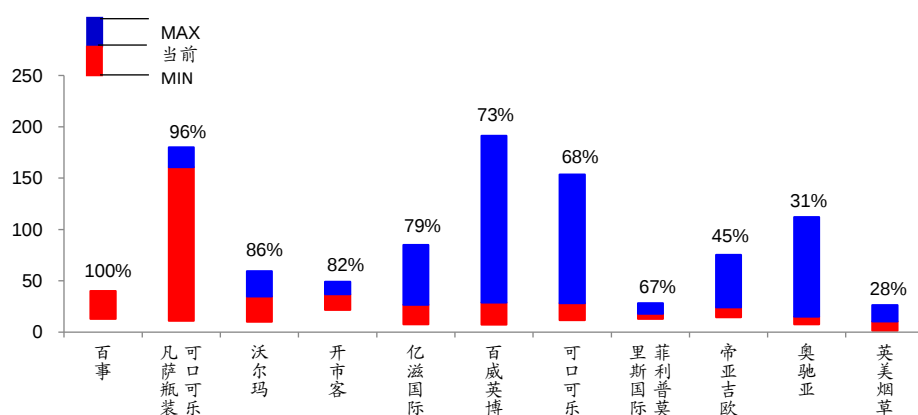
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日

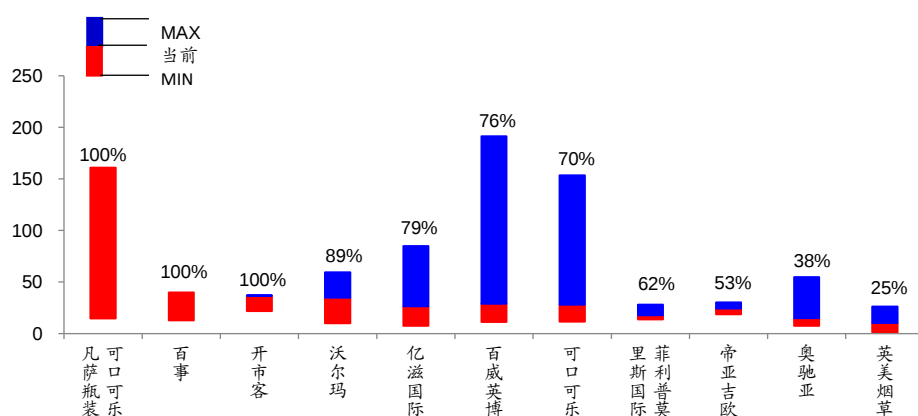
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（17%）和食品零售（33%）。

图47 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

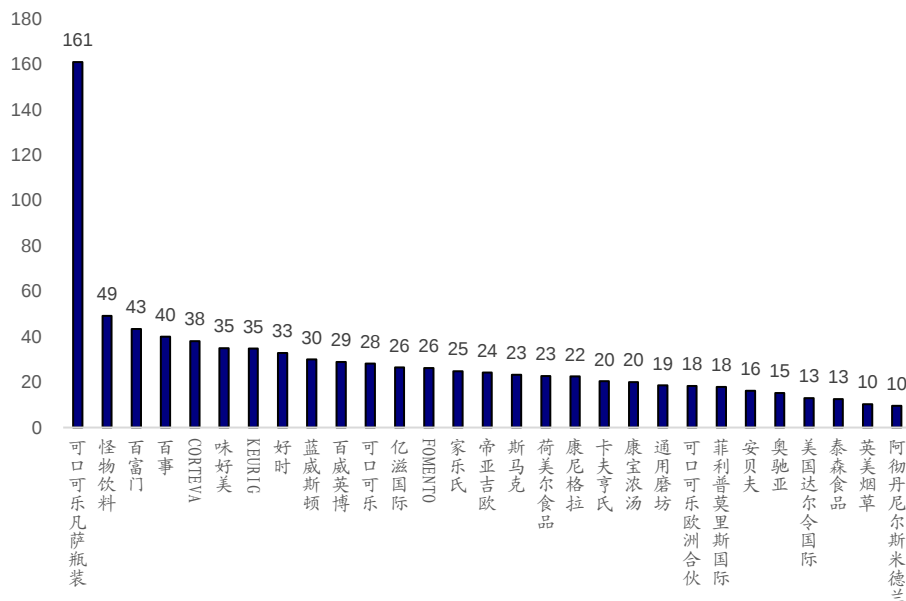
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2023 年 4 月 28 日，美股食品饮料板块估值中枢有所下降，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 24x（相较 3 月下降 1x）。

图49 美股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 4 月 28 日，剔除估值为负的星座品牌和莫尔森库尔斯饮料

5 投资建议

高端/次高端白酒：白酒企业已披露完 1Q23 业绩，高端酒表现均较好，1Q23 贵州茅台收入增长 18.7%，利润增长 20.6%均超预期；五粮液收入增长 13%，利润增长 15.9%符合预期；泸州老窖收入增长 20.6%，利润增长 29%利润超预期。1Q23 次高端酒中汾酒和舍得收入、利润超预期，水井坊和酒鬼酒利空出尽。舍得酒业收入/利润增长 7.3%/6.4%超预期；水井坊收入下跌 39.7%，利润下跌 56%；酒鬼酒收入下跌 42.9%，利润下跌 42.4%。由于 3 月白酒行业动销低于预期，4 月淡季延续，批价略有下跌。各公司打款发货进一步推进，但总体慢于往年同期。4 月各白酒公司严查乱价和窜货，加大对窜货公司的惩罚，比如相对应的罚款和减少返利等，保护核心产品价格带。同时各公司也逐渐加大对文创酒的投放，对大单品形成补充。5 月是宴席和大众聚饮的旺季，由于行业内整体库存仍偏高，经销商以去库存为主，市场对厂家出货端预期合理。

全年投资标的及排序：1Q23 业绩后，高端白酒全年业绩完成度确定性强，地产酒受益于当地大众需求恢复表现超预期，在其强势区域有望持续获得份额并引领区域内消费升级。次高端白酒在 1Q23 业绩落地利空出尽，之后逐季恢复，但短期需求相对疲软且次高端酒总体库存较高，2Q 仍在渠道恢复阶段，3Q 和 4Q 业绩有望明显好转。我们看好泸州老窖双品牌全价格带产品抓手众多，国窖全年目标较高，低度国窖增速高于高度国窖，腰部产品增速高于高端产品，拉动整体收入利润增长。我们认为五粮液是宴请和餐饮场景恢复后弹性较大的高端白酒标的，大商贡献今年主要增量，收入利润确定性较高。我们看好茅台酒和系列酒双轮驱动，茅台酒受益于直营占比和非标产品占比提升，拉动收入利润稳健增长。茅台 1935 主打千元价格带，茅台系列酒新品占位 500-1000 元价格带，带动收入利润双升。根据最新股价，贵州茅台/五粮液/泸州老窖对应 2023 年 PE 估值为 30X/21.5X/25.8X。5 月月度推荐顺序为，泸州老窖，五粮液，贵州茅台。

大众白酒：陈子叶认为在场景放开后，居民生活半径被重新打开，白酒消费春节期间以较高斜率开局，但节后整体呈现弱复苏态势。4 月份春糖交流反馈库存高、动销难是行业普遍面临的难题，企业追赶任务与渠道信心谨慎、终端购买力疲软构成了当前供需矛盾的主要原因，也逐步验证了我们去年九月份以来提出的白酒行业进入了中期调整的观点。随着年报、季报的相继落地，需求的弱复苏呈现结构性分化，经营阶段性压力再次传递至全国性次高端报表。受益于成熟的基地市场，区域名酒稳健增长，基本符合预期。五一过后，宴席市场需求相对刚性，有望逐步恢复。但我们依旧认为，未来消费将整体呈现长期温和而非短期报复式恢复，消费场景回归是复苏的基础，而消费力的实质性回暖决定了复苏的高度和持久力。二季度需要继续关注白酒批价走势，以及商务/宴席需求的边际改善情况。

从估值来看，山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒和今世缘估值处于 2011 至 2019 年疫情前的 34%/95%/64%/63%/98%分位，处于 2011 至今的 25%/81%/51%/52%/78%分位，看多个股为洞藏系列产品起势、后阶段延续放量的迎驾贡酒；全年目标明确、股权激励彰显信心的今世缘；基酒储备充足、具备估值性价比的洋河股份；业绩确定性强、估值分位处于低位的山西汾酒。

啤酒行业：胡世炜认为从基本面角度来看，随着现饮场所的全面开放，根据部分酒企公布的一季度经营情况，行业龙头公司一季度销量普遍实现中单位数到双位数的增长。我们预计二季度受到自身动销以及去年同期低基数影响，行业销量仍将保持较快增长；但我们也观察到行业整体吨价增速放缓，中低端产品占比再次提升的情况，因此旺季中高端产品的动销压力预计将有所加大。进入 2023 年以来，啤酒包材价格相较于去年同期有 10-20%左右的下滑，因此在成本端我们预计仍将出现压力缓解，甚至吨成本同比微降的情况，为业绩提供弹性。在资金配置层面，历史上二季度普遍为机构提前布局啤酒的时段，同时考虑到行业上月回调较为充分，因此目前时点，我

们建议关注啤酒行业配置机会：推荐一季度动销大幅度优于同行的 A 股青岛啤酒；完成内部管理措施改革，理顺乌苏渠道价格、经销商销售积极性复苏，目前估值水平具有性价比的重庆啤酒；次高及以上产品销量增长目标明确，吨价增长空间大的华润啤酒。

乳制品行业：肖伟俐认为乳制品增速上移，估值较低，建议重点关注。乳制品已披露完 1Q23 业绩，整体超预期或符合预期。1Q23 伊利股份收入增长 7.7%，利润增长 2.7%符合预期；但伊利 2022 年业绩超预期，同时管理层对 2023 年指引积极，收入利润均双位数增长，且利润快于收入。1Q23 天润乳业收入增长 16.2%，利润增长 55.6%大超预期，受益于疆外拓展与原奶下行。1Q23 新乳业收入增长 8.8%，利润增长 40.6%符合预期。

(1) 液态奶：从基本面来看，需求在稳定恢复的过程中，受益于五一节庆备货，4 月行业收入绝对值较 3 月有所提升，虽较 1-2 月高点有所回落，但 3 月开始即持续进入低基数期，增速持续抬头。考虑行业 Q2-Q4 低基数，我们看好未来增速上移可持续性，全年呈现前低后高趋势。利润端表现亦有保障，毛利率仍在上行通道，近期原奶仍在走低，部分乳企 1Q 业绩也有反应，同时液态奶产品结构环比去年上移；费用率仍在下行通道，伊利 1Q 费率缩减超预期，即使在原奶下行的背景下亦未见价格战，乳业竞争格局改善的长逻辑在持续验证。

(2) 婴配粉：供给端来看，新国标实施后，份额仍在持续向龙头公司集中，飞鹤、伊利市场份额均持续增长，虽然目前增长速度较慢，但考虑到长尾厂商未通过新国标的产品可销售至保质期结束，该催化反应或较有滞后性，我们认为下半年份额集中速度将加速，退出厂商最终可腾挪出厂口径 100 亿元左右，伊利对供给端变化的指引亦较为积极。需求端 2023 年仍在磨底，2024 年最早看到拐点，近期老产品批价变化不大，但部分企业通过新品放量实现价格上移。

投资标的：看多个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤。我们看好伊利与蒙牛受益于液态奶产品结构持续上移、高毛利品类开拓、成本稳中有降，毛利率持续上行。同时我们重申需要以新视角看乳业，再次强调乳业的竞争拐点已现，中长期乳企费用将在持续下行通道。2023 年乳企业绩将呈现明显复苏趋势。我们认为中国飞鹤经过坚定去库存，今年有望自低点实现反转，达成双位数增长。4 月业绩后股价有所上行，但目前估值仍低，伊利/蒙牛/飞鹤对应 2023 年 PE 估值为 17X/18X/7X，相较其他食品饮料板块性价比凸显。

调味品行业：调味品企业已披露完 1Q23 业绩，出现明显分化，1Q23 海天味业收入下跌 3.2%，利润下跌 6.2%低于预期；中炬高新收入增长 1.5%，利润下跌 5.3%低于预期；恒顺醋业收入超预期增长 7.15%，利润低于预期下跌 5.7%；千禾味业收入增长 69.8%，利润增长 162.9%大超预期；天味食品收入符合预期增长 21.8%，利润超预期增长 27.7%。

2023 年调味品行业已随疫情后餐饮场景恢复进入微笑曲线右侧，受益于 B 端出货带动，行业整体波动向上。3-4 月餐饮环比 1-2 月走弱，调味品 B 端出货速度回落，预期全年出货平缓向上，渠道或维持较高库存。4Q22 酱油添加剂事件发酵，加速了行业向高端零添加概念的升级速度，企业之间出现分化，同时复合调味料份额持续提升，对基础调味料有一定挤压。我们看好能够依托于健康概念将进一步获取份额的基础调味料企业，看好持续做品类扩展和区域扩展的复合调味料企业。调味品行业成本端仍有压力，主要原材料大豆价格和油脂价格回落仍在高位震荡，白砂糖价格和辣椒价格近期持续走高。包装材料玻璃瓶价格有所上升，瓦楞纸价格加速回落。

根据 Wind 一致预期和最新股价，海天味业/中炬高新/恒顺醋业/千禾味业/天味食品对应 2023 年 PE 估值为 47X/38.9X/55.2X/48X/41.9X，考虑 2Q22 调味品企业高基数，业绩有一定压力，其中海天味业收入利润端均承压，股价有进一步下行压力。

养殖行业：宋琦、胡世炜 5 月对养殖行业持中性态度。生猪养殖行业产能仍较为充裕，产能去化持续进行，未来有望出现由于资金流紧张而带来的产能去化，维持 2023 年猪价“前低后高”预判；白羽鸡养殖方面，目前国内白羽鸡祖代及父母代产能均处于相对高位，但祖代鸡在产存栏呈持续下行趋势，预计后期父母代存栏有望走低，从而带来鸡价上升。

建议关注出栏量增长确定性强以及成本控制优势明显的养殖企业投资机会，推荐关注牧原股份、温氏股份、圣农发展。

饲料行业：胡世炜、宋琦认为需求端下游生猪库存的快速出清，补产能情绪持续低迷，叠加疫病趋势再次抬头，短期预计猪饲料需求增量动力不足；成本端近期豆粕、玉米行情均出现冲高回落，玉米、豆粕整体下行的趋势有望助力饲料企业缓解成本端压力。我们建议关注饲料品类布局较为完善，有望受益水产料需求增长的龙头企业海大集团；再次计提减值后，2023 年有望轻装上阵的行业龙头新希望；持续推荐主攻高端料，同时有望受益生物育种产业化的大北农。

运动鞋服行业：2023 年寇媛媛看好运动鞋服产业链表现，行业整体或呈现前低后高逐季恢复状态。3 月行业增速环比 1-2 月明显改善，4 月低基数作用下增速较 3 月环比进一步加强。我们预期李宁 4 月报表端全渠道 20%+，环比 3 月 20%+进一步加速；特步 4 月流水 35%+，延续 3 月强劲增速；安踏 4 月流水 20%+，FILA50%+。随着进入二季度低基数，疫后户外运动和旅游场景恢复利好运动服饰行业。考虑到 2Q22 受疫情封控影响，有一定库存积压，部分库存会在 2Q23 销售，同时天气转暖速度慢于往年，也对服饰行业表现有一定负面影响。中长期我们仍建议超配运动鞋服产业链标的，预期行业未来 5 年增速为双位数，量价齐升，其中专业运动、户外、女性运动、儿童运动是增速更快的子赛道。

5 月我们的推荐组合是买入特步和安踏，卖出李宁和申洲。我们看好特步国际的跑步品类的专业定位，且占据了高性价比的价格带，2023 年大众运动品牌特步大货和儿童品牌稳健增长，专业运动品牌收入高增且有望盈亏平衡，时尚运动预期减亏。安踏体育作为平台型公司拥有优秀运营能力，在 DTC 基本结束后，安踏品牌店铺运营能力和总体利润率将有望进一步提升。此外，1/2 线城市因低基数，FILA 收入表现可能好于安踏品牌，直营模式将较大带动利润率的恢复。李宁给予 2023 年较为谨慎的收入和利润率预期，尤其是对于批发渠道和线上渠道的收入较为谨慎，利润方面主要对非运营收入的预期较低。申洲国际受制于下游客户在国内持续去库存和在海外需求疲软，1H23 依旧处于产能利用率较低状态，将较大影响其利润率水平。根据 Wind 一致预期和最新股价，特步国际/安踏体育/李宁/申洲国际对应 2023 年 PE 估值为 18.3X/25.6X/28.8X/20X。

纺织服装行业：盛开、梁希发布 2022 海内外运动服饰企业财报简评。

国产运动企业 22H2 业绩端承压，全年市占率提升趋势显著。国产运动企业安踏/李宁特步国际/361 度国产运动企业均披露 2022 财报，我们认为①除安踏 2022H2 净利润同比增速较 2022H1 转正外，各家企业 2022H2 收入和净利润增速表现均较 2022H1 承压，主要受零售环境扰动，②2022 净利率同比均有所下滑，主要来自产品折扣带来的毛利率减少以及 2021 年国潮趋势催化下的高基数影响。值得注意的是，零售环境影响下，国产运动品牌市占率仍呈明显上升趋势。欧睿数据显示，2022 安踏/李宁/特步/361 度品牌市占率同比增 1.2/1.1/1.3/0.4pct 至 11%/10.4%/6.3%/3.1%，位列第

3/4/6/9, Nike/Adidas 品牌市占率同比降 1.1/3.8pct 至 17%/11.2%, 位列第 1/2, 国产品牌与头部品牌市占差距持续缩小。

营运指标基本保持稳定。2022 年安踏/李宁/特步国际/361 度存货周转天数分别为 136.1/56.8/89.2/90.1 天, 分别同比增加 11.2/3.8/12.9/4.2 天, 在零售环境挑战下基本保持稳定。上述各家企业 2022 年应付账款天数分别同比变动-2.8/-5.0/+2.6/-0.4 天, 我们判断部分企业加快向供应商的回款速度, 应收账款天数分别同比变动-4.6/+1.0/-13.8/-1.9 天。

海外运动品牌 22H2 收入端保持稳定, 利润端承压明显。我们梳理了 Nike/Adidas/Puma/Deckers/VF/Skechers 合计 6 家头部海外运动企业的最新财报, 并发现除 Adidas (Yeezy 解约事件影响) 和 VF (Vans 增长短期乏力) 外, 各家企业 22H2 收入端保持双位数增长, 但利润端承压明显, 除 Deckers 外, 上述企业 22Q4 净利润增速在 21 年高基数影响多数逐步减弱的情况下, 仍呈同比下滑。我们认为主要来自存货压力带来的促销以及运输成本的明显提升。Nike/Adidas/Puma/Deckers/VF/Skechers 最新季报毛利率分别同比变动-3.3/-9.9/-4.2/+0.7/-1.2/-0.4pct。

地区增速表现分化, 库存均呈回落趋势。除 VF 集团, 各家企业 22H2 在北美/美洲和 EMEA 地区的收入增速均保持双位数增长, 亚洲地区相对疲弱, 我们判断主要来自大中华的影响。欧睿数据显示, 2022 中国运动服饰市场市占率前 10 大品牌中, 仅 NewBalance 市占率同比呈上升, 增加 0.2pct 至 1.7%, 其他国际品牌, 包括 Nike/Adidas/Skechers 市占率同比降 1.1/3.8/0.6pct 至 17%/11.2%/6%。库存方面, 各家企业最新财报显示, 库存增速均已从峰值回落, 但库存额仍相对处近 5 年高位, 我们判断短期库存消化对折扣率的影响仍存。

投资建议。品牌服饰: 国产运动品牌业绩强韧, 流水增速优于国际品牌, 服饰品牌线下业务占比高, 疫后客流复苏利好业绩修复, 看好国产运动品牌市占率提升及服饰品牌边际变化, A 股建议关注比音勒芬、歌力思、海澜之家。

批零社服行业: 汪立亭、李宏科提出, 珠宝板块 2Q 关注低基数+高经营杠杆, 优选开店确定性高的个股, 重点关注老凤祥、迪阿股份。

短期看, 黄金珠宝消费复苏兼具斜率与高度。2023 年 1-2 月社零总额 7.7 万亿增 3.5%, 除汽车外的消费品零售额 7 万亿增 5.0%, 其中限额以上消费品零售 2.8 万亿增 2.1%。其中, 限额以上金银珠宝品类 1-2M23 同比增 5.9%, 增速环比 12M22 提升 24.3pct, 增速恢复至 2018 年以来当月同比增速的 50%分位数以上。限额以上品类看, 商品消费中, 复苏斜率较高 (环比 12M22 增速提升 15pct 以有服装鞋帽针纺织品、金银珠宝。考虑到 1-2M22 的高基数, 我们认为, 黄金珠宝消费复苏兼具斜率与高度。

长期看, 疫情期间行业供给出行, 疫后龙头有望加速成长。根据 Euromonitor, 黄金珠宝板块 CM5/CR10 由 2019 年的 19%/23%提升至 2021 年的 25%/30%, 疫情期间龙头借助加盟模式快速扩张, 推动集中度提升, 未来随着客流量好转, 头部品牌抢占更多优质点位, 将优先受益单店提效。

投资建议: ①老凤祥: 2025 年实现十四五千亿目标, 对应 22-25 年收入 CAGR16.7%; 国改&中特估值下或有估值催化。②迪阿股份: 高经营杠杆+“520”催化。关注: 潮宏基 (直营占比高于同业带来高杠杆+快速开店周期)、周大生 (新店型+黄金模型优化)、中国黄金 (培育钻+主业稳健)。黄金珠宝板块涨跌幅均与金价有较为显著的正相关关系。金价上行期间, 板块估值有一定提升, 当前黄金珠宝板块 PE (2023E) 17.7x, 低于 2019 年以来板块均值 19.1x。

家电行业：陈子仪团队发布家用电器与器具行业跟踪报告：基金持仓跟踪，23Q1重仓家电股持仓比例环比提升。

23Q1 重仓家电股持仓比例环比提升。据 wind 披露的基金 23Q1 季报，股票及偏股型基金 23Q1 重仓家电股持仓比例环比提升，行业低配 0.2pct；板块整体重仓配置比例提升至 1.7%，板块配置比例仍处 5 年低位。从主要重仓股的配置变化来看，海尔智家、苏泊尔及盾安环境持股总量环比降低；三花智控、美的集团、格力电器、海信视像、石头科技及海信家电等持股总量上升较多。

从前十大重仓看，基金在家电板块的重仓持股仍主要集中在白电龙头：美的集团、格力电器、海尔智家。从前十大持股的持股总量变动看，三花智控、格力电器、海信视像、石头科技、及海信家电持股总量快速增加，其中三花智控从持股市值第三提升至第二，格力电器从持股市值第六提升至第四，海信家电从第十提升至第八。

投资建议。（1）白电：低估值提供保护垫，估值及盈利有待进一步修复。我们认为白电作为必选消费品，需求平稳有韧性，低估值提供充分安全垫，大宗原材料跌价带来的成本端基数利好将至少延续至 23H1。短期看，地产政策的边际放松有望为行业带来估值修复，后续疫情边际好转有望带来消费需求的整体修复，推荐关注海尔智家，美的集团，格力电器。（2）厨电：疫情冲击叠加地产后周期影响，22Q2-22Q3 期间板块成长承压，但我们认为当前环境下，地产政策边际改善趋势持续，继续关注地产周期厨电龙头老板电器、集成灶龙头火星人及浙江美大。（3）制冷产业链：我们认为新能源汽车热管理有望开启新赛道，为制冷产业链上下游龙头开创新机遇。当前环境下制冷龙头已开始往新能源汽车热管理方向积极切入，有望凭借自身制冷产业的技术协同切入车企供应链。重点推荐新能源汽车业务规模快速扩张的三花智控，新能源汽车热管理业务方向明确的美的集团；关注立足新能源汽车电动压缩机及空调系统的海信家电、海立股份以及奥特佳。（4）小家电：行业内外销 2020 年高增长，2021-22 年承压，展望 2023 年，我们认为需重点关注小家电行业的消费升级及消费复苏主线，重点推荐新宝股份、小熊电器，持续关注苏泊尔、九阳股份、北鼎股份等。（5）新消费电器：扫地机及投影仪龙头经历了较长时间的回调，我们认为可选消费短期均受到经济周期及消费意愿影响，需求出现一定程度回落，同时带来行业竞争的加剧及费用投入产出比的下降。长期我们依然看好渗透率提升逻辑下大单品新消费电器公司的长期成长性，可关注龙头公司的底部修复机会，推荐石头科技，科沃斯，极米科技，光峰科技。

造纸轻工行业：郭庆龙团队认为家居消费复苏在望。

软体品牌：套床销售、客餐卧一体化趋势显现，产品升级主要体现为材质、功能的提升。1）卧室类产品中，床+床垫配套销售成为主流。如慕思在 315 活动期间推出的 19800 元的双卧套餐中包含主卧的心动旋律床垫、悠然床架和排骨架，客卧的祥云床垫、月牙湾床垫和排骨架。顾家家居推出“买套餐、省一半”活动，套餐中产品包括床架 B1007、床垫 M1809 和枕头 P121*2。多家家居企业在 315 活动期间推出床+床垫套餐，套床销售成为销售端新趋势。2）客餐卧一体化搭售套餐成为营销重点。在 315 活动期间，顾家家居推出 39800 元一体化整家套餐，芝华仕推出“客卧一起购”活动，整家套餐的增多进一步说明营销重点向一体化套餐倾斜。3）产品升级趋势仍在演绎。芝华仕推出多款电动床引流套餐，梦百合 315 活动期间推出 0 压智能床 M3Pro+ 与智能枕 12999 元套餐。慕思目前共推出 6 款电动床垫，已实现无线遥控、app 和语音三大控制模式和头部、背部、腰部和腿部升降调节的智能化功能。喜临门推出了一款“会按摩的”舒压智能床架，实现了分段式拉伸、0 重力躺平和一键按摩等功能，运行状态最大音量为 45 分贝。

定制品牌：全屋套餐逐步多样化，多档定价引流套餐可供选择。1) 可选套餐多样化。根据欧派京东旗舰店数据，欧派 315 活动期间共有三档定制家居套餐，根据索菲亚京东旗舰店数据，索菲亚 315 活动期间共推出三档定制套餐，志邦家居推出四档套餐，除此以外，志邦推出了多款预交送家具活动与消费满额送家具活动。金牌厨柜在淘宝旗舰店推出 10888 元橱柜套餐和 18000 元全屋套餐共两档套餐。各家公司可选套餐丰富化为消费者提供更多选择。2) 产品内容向成品家居丰富。如欧派 315 活动期间推出的 9999 元林海小户型橱柜套餐包含 3m 地柜、3m 台面与 1m 吊柜，同时 39800 元整家套餐中包含 20 m²定制柜、11 件家具、7m 橱柜、烟灶、水槽和 3 m²背景墙，同时消费者若额外支付 3980 元可购卫浴 4 件套，成品家居丰富。索菲亚推出的 7999 元橱柜套餐产品包括 3m 台面、3m 地柜、1m 吊柜和水槽龙头，39800 元整家套餐包括 20 定制柜、11 件家具、7m 橱柜、马桶/木门一樘、水盆龙头和升级 4 m²超大门。315 期间各家家居公司推出的套餐产品呈现多品类协同效应，向成品家居逐渐丰富。

我们认为，家居行业强者恒强，看好龙头企业发挥较强的品牌力、渠道力进军新品类市场，大家居布局有望带动相关龙头企业客单价持续提升，同时满足部门消费者一站式购物需求，有望在一定程度上提升终端成交率。近年来，多家龙头企业进行多品类布局，呈现出整合软硬装与配套品，全屋定制迈向整装大家居的趋势，整装大家居相比全屋定制，进一步囊括了主辅材、家配、电器百货等其他家装品类，构建覆盖装修全过程的产品与服务矩阵，提供“设计一体化、材质一体化、一站式供应和一揽子服务”。近年来各定制龙头纷纷试水大家居，如欧派家居 15 年开始试行大家居战略规划，金牌厨柜 21 年成立“玛尼欧”电器子公司。

6 风险提示

消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

APPENDIX1

Summary

In April, the A-share food and beverage and H-share mandatory consumer index fell by 5.79% and 3.54%, respectively. 3. The weakening of stock prices and fundamentals in April is in line with our cautious view in our previous investment monthly report. Since May, it has entered the performance window period, and parton industries have entered the low consumption season. It is difficult to have a clear catalyst in the short term, and it is also difficult for investors to quickly change their sentiment, maintaining the industry's overall cautious view. However, it should also be noted that the stock prices of individual sub industries and companies have overshoot, especially in the dairy sector, which deserves to be firmly bullish.

The main industries are listed as follows: dairy products=beer=high-end Baijiu=hotels>regional Baijiu=condiments=aquaculture>secondary high-end Baijiu=convenient food=feed=catering. It is suggested to focus on Yili Shares, Mengniu Dairy, China Feihe, China Resources Beer, Qingdao Beer, Chongqing Beer, Kweichow Moutai, Luzhou Laojiao, Wuliangye, Yanghe Shares, Shanxi Fenjiu, Yingjia Gongjiu, Angel Yeast, Joyful Home, Muyuan Shares, Wen's Shares, Shengnong Development, Longda Food, Jinjiang Hotel, Laofengxiang, Stone Technology, Emma Technology, Tebu International, Anta Sports, etc

Risks: The recovery of residents' consumption was slow, the price of raw materials rebounded, the RMB devalued significantly.

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

我，胡世伟，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Shiwei Hu, 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，陈子叶，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, Susie Chen, 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，肖韦俐，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, Weili Xiao, 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 603517.CH, 002714.CH, 002385.CH, 600597.CH, 600690.CH and 002050.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 603517.CH, 002714.CH, 002385.CH, 600597.CH, 600690.CH and 002050.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 603517.CH, 002714.CH, 002385.CH, 600597.CH, 600690.CH and 002050.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.

作为回报，海通拥有 603517.CH, 603589.CH 及 002050.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 603517.CH, 603589.CH and 002050.CH.

603517.CH, 002714.CH, 002385.CH, 600597.CH, 600690.CH 及 002050.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

603517.CH, 002714.CH, 002385.CH, 600597.CH, 600690.CH and 002050.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 603517.CH, 603589.CH, 002557.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 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, 锦江国际(集团)有限公司, 002311.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, 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, 西安光明乳业销售有限公司 及 002705.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, 603517.CH, 603589.CH, 002557.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 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, 锦江国际(集团)有限公司, 002311.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, 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, 西安光明乳业销售有限公司 and 002705.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.

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

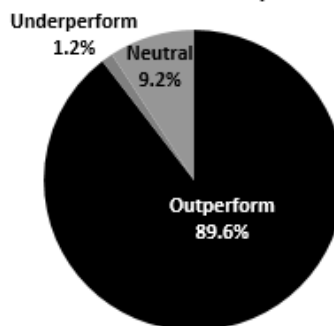
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

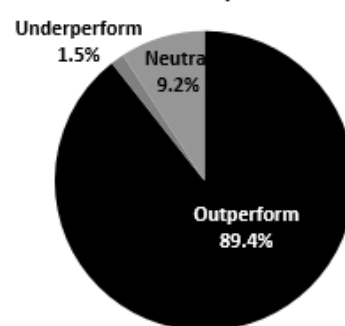
Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is

评级分布 Rating Distribution

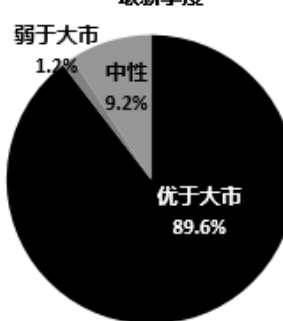
Most Recent Full Quarter



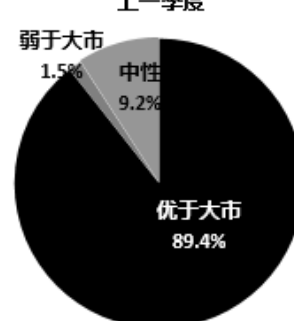
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 2023 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.6%	9.2%	1.2%
投资银行客户*	5.2%	6.4%	9.5%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Mar 31, 2023

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

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

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

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

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

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

MSCI ESG 评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不承担或保证此处任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可

能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿(包括利润损失)承担任何责任。

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称"SFO"）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) ("FAA") 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net

long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

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

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>