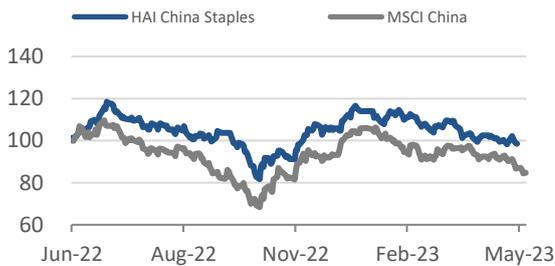


中国必需消费 China Staples

消费行业 6 月投资策略：关注必需消费和成本下行的机会 Staples Monthly: Focus on Opportunities for Staples Sector and Cost Decline

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	安琪酵母	Outperform
海天味业	Outperform	酒鬼酒	Outperform
山西汾酒	Outperform	水井坊	Outperform
洋河股份	Outperform	中炬高新	Outperform
伊利股份	Outperform	绝味食品	Outperform
古井贡酒	Neutral	汤臣倍健	Outperform
青岛啤酒	Outperform	百润股份	Outperform
双汇发展	Outperform	金龙鱼	Outperform
今世缘	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
东鹏饮料	Outperform	洽洽食品	Outperform
舍得酒业	Outperform	千禾味业	Outperform
重庆啤酒	Outperform	珠江啤酒	Outperform
安井食品	Outperform	桃李面包	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	张裕 A	Outperform



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

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）（4 May 2023）

HTI 消费品 4 月需求月报：低基数效应开始，餐饮最为显著（Low Base Effect Starts to Show, Catering is the Most Significant）（4 May 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）（4 Apr 2023）

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：5 月重点跟踪的 8 个行业均保持正增长。其中次高端及以上白酒和餐饮行业达到双位数增长，乳制品、啤酒和软饮料实现高单位数增长。近期资本市场走势疲弱，部分宏观经济数据也不乐观，引发了投资者对未来消费数据的悲观预期。我们认为消费行业，特别是必需消费仍处于稳步恢复状态，有的甚至开始加速增长，展现出较好的消费韧性。而且回顾过去三年特殊时期的必需消费数据，多数行业年化也都实现了正增长。我们认为广大居民已经表现出积极的消费意愿，预计消费力未来也将逐步恢复。

成本：大麦价格跌幅走扩，白糖强势再创新高。5 月除现货端啤酒、调味品和乳制品成本小幅上涨，其他消费品成本均有下行，啤酒期货成本领涨，幅度达 9.7%，调味品期货、方便面现货和期货跌超 3%。具体来看，玻璃期货暴跌 21.4%，塑料现货、期货下跌 5.8%/7.7%，玻璃和铝材现货反弹 7.3%/14.6%。直接原材料部分，白糖现货继续走高 4.5%，大包粉现货和大豆期货上行 5.0%/3.0%，但大麦现货跌超 9%，棕榈油现货、期货下跌 5.3%/7.5%，小麦现货、期货跌超 4%。

资金：外资净流出规模扩大，调味发酵品的北上资金增持最多。截至 5 月底，陆股通资金当月净流出 121.4 亿元（上月净流出 45.5 亿元），其中沪股通净流入 26.0 亿元，深股通净流出 147.4 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月降低 0.05pct。港股通资金当月净流入 200.4 亿元（上月净流入 274.3 亿元），必需消费板块市值占比为 3.5%，较上月下降 0.34pct。

估值：A 股估值降幅最大，H 股、美股次之。A 股食品饮料行业 PE（TTM）处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 58%分位（28.6x）；子行业分位较低的是肉制品（0%，16.9x）、保健品（12%，25.0x）和软饮料（15%，28.7x）。H 股必需性消费行业处于 65%（20.6x）；子行业分位较低的是包装食品（0%，13.3x）、食品添加剂（4%，5.9x）和乳制品（5%，13.8x）。美股日常消费品行业处于 100%分位（24.0x）；子行业分位较低的是烟草（13%，13.0x）和食品零售（31%，13.5x）。

建议：关注必需消费和成本下行的机会。5 月 A 股食品饮料和 H 股必需消费指数分别下跌 7.80%和 9.89%。3-5 月股价和基本面走弱，符合我们前期投资月报的谨慎观点。但是目前时点，我们不再悲观。近期的变化主要在于期货成本指数和股票估值持续下行，而消费需求渐进恢复，并没有像投资者预期大起大落。主要行业排序为：乳制品=啤酒=高端白酒=方便食品=调味品>区域性白酒=养殖业=饲料>次高端白酒=餐饮。建议关注个股为伊利股份、蒙牛乳业、新乳业、飞鹤、双汇发展、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、康师傅、安琪酵母、欢乐家、龙大美食、牧原股份、温氏股份、圣农发展、锦江酒店、老凤祥、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。

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

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

1 2023 年 5 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
3月营收	285	295	392	145	324	70	426	115
4月营收	234	264	398	144	361	54	450	113
5月营收	244	265	410	159	357	55	521	124
3月同比%	13.6%	-5.5%	8.0%	21.3%	2.6%	4.3%	3.9%	18.0%
4月同比%	15.1%	-4.8%	6.7%	15.7%	3.4%	4.6%	3.3%	29.8%
5月同比%	16.8%	4.1%	7.1%	7.4%	5.1%	5.0%	7.0%	18.0%

资料来源：HTI

海通国际预测，5月重点跟踪的8个行业均保持正增长。近期资本市场走势疲弱，部分宏观经济数据也不乐观，引发了投资者对未来消费数据的悲观预期。我们认为消费行业，特别是必需消费仍处于稳步恢复状态，有的甚至开始加速增长，展现出较好的消费韧性。而且回顾过去三年特殊时期的必需消费数据，年化大都也实现了正增长。因此目前时点我们并不悲观，随着投资者预期下调和股票估值回落，年内最好的投资机会也将出现。

国内次高端及以上白酒行业收入为244亿元，同比增长16.8%。1-5月累计收入为1692亿元，同比增长16.2%。五一小长假期间婚宴喜宴有小爆发，终端动销较好，帮助行业库存压力略有缓解。五一后需求和动销有所回落，商务宴请和大众聚饮总体疲软，批价在低位徘徊。4-5月为了应对业绩压力，酒企开展多元化活动，加大终端消费者互动活动力度，如开瓶扫码拿红包，在基地市场进一步下沉和提升单点卖力，或者加大对空白市场的抢占等。各公司打款发货进一步推进，高端白酒、优质次高端和地产酒的打款进度符合预期。在行业周期向下时，优质酒企会提前抢占经销商资源，剩余的次高端和地产酒将面临更大的打款和业绩完成压力。

大众及以下白酒行业收入为265亿元，同比增长4.1%。1-5月累计收入为1353亿元，同比下1.4%。白酒消费进入淡季，大众及以下白酒终端备货的积极性普遍不高，大多临时要货，且啤酒等酒种也产生了一定挤压和替代。但五一节宴席市场明显复苏，餐饮和自饮需求依旧刚性，结合前期基数较低，整体小幅增长。

啤酒行业收入为159亿元，同比增长7.4%。1-5月累计收入为775亿元，同比增长11.7%。旺季到来，啤酒需求整体向好，但由于去年同期各家酒企受到疫情影响，导致部分酒企3、4月的备货推迟到5月进行。因此，今年5月行业收入增速环比有所放缓，但我们预计行业整体仍然实现了中低个位数的量增。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)

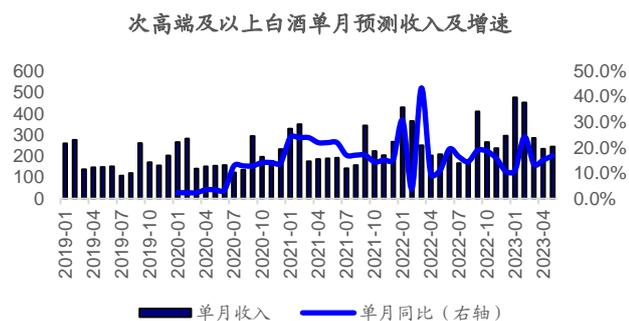


图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

资料来源: HTI

调味品行业收入为 354 亿元，同比提升 4.2%。1-5 月累计收入为 1844 亿元，同比增长 4.2%。5 月餐饮环比 4 月略有好转，但整体恢复度在 2019 年同期的 80%+ 水平，调味品 B 端出货跟随餐饮缓慢恢复，调味品工业端需求旺盛，表现在复合调味品企业需求维持快速增长。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。海天味业动销偏慢且库存较大，公司开启新一轮改革周期，在 1-2 年时间内，做从上到下的变革，以市场为导向研发产品推动销售并进行精细化管理，解决 B/C 端的结构性问题、产品固化问题、和经销商库存压力大等问题。其他基础调味品动销顺利，库存压力不大，并持续获取行业份额。

乳制品行业收入为 410 亿元，同比提升 7%。1-5 月累计收入为 2091 亿元，同比增长 5.0%。五一需求稳定恢复，经销商库存良性，5 月行业收入绝对值较 4 月稍有提升。去年同期为低基数，表观增速较高，考虑行业 Q2-Q4 均为低基数，我们看好增速提振的可持续性。

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 55 亿元，同比提升 5.0%。1-5 月累计收入为 399 亿元，同比增长 5.1%。五一受益于促销力度加大，动销表现良好。五一订单部分前置到 4 月也带动了 4 月后半月表现优于 4 月前半月。餐饮消费缓慢恢复，性价比连锁餐饮恢复速度优于其他餐饮企业。速冻龙头企业进入大 B 端供应链体系，带动订单维持高增。小 B 端五一后进入缓慢恢复期，体系在面点、菜肴、火锅料等速冻产品。5 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 521 亿元，同比增长 7.0%。1-5 月累计收入为 2695 亿元，同比增长 4.1%。五一期间居民出行意愿集中释放，受益于餐饮、旅游需求全面复苏以及气温逐步回升等因素，软饮料消费拉开旺季序幕。我们预计行业规模增长主要靠量增拉动，同时受白糖上涨影响，多个终端反馈碳酸饮料价格也相应出现上浮，亦有一定的价增贡献。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）

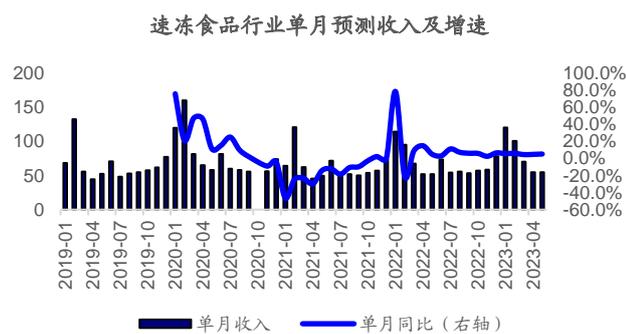


图6 软饮料行业收入预测（亿元）



餐饮上市公司收入总和为 124 亿元，同比增长 18.0%。1-5 月累计收入为 598 亿元，同比增长 15.3%。疫情对于消费场景的约束影响几乎完全消散，餐饮消费场景复苏表现较为乐观，每逢节假日需求集中释放明显。但 2023 年以来，多家餐饮企业新开店表现较为谨慎，尤其是中高端层级品牌。展望下半年，我们预计餐饮企业新开店投资将保持谨慎态度，供给缓慢增长，中秋及国庆有望再度出现“供不应求”现象；而同店消费在客单价方面仍有提升空间。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）

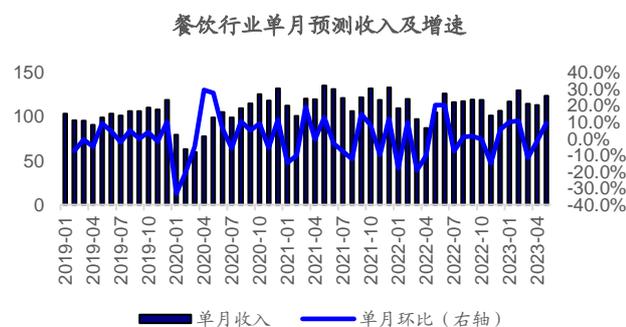


图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



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	2023/5/31	145.80	124.65	114.58	107.68	125.18	122.11
上周	2023/5/24	144.36	124.62	114.53	108.38	124.42	122.28
上月	2023/4/30	142.11	123.42	114.32	111.02	125.86	124.18
今年年初	2023/1/1	132.42	115.73	115.61	113.92	126.43	121.16
去年同期	2022/5/31	143.41	129.35	123.97	138.21	127.48	138.55
较上周		1.00%	0.02%	0.04%	-0.65%	0.61%	-0.14%
较上月		2.59%	0.99%	0.23%	-3.01%	-0.54%	-1.67%
较今年年初		10.10%	7.70%	-0.90%	-5.48%	-0.99%	0.78%
较去年同期		1.67%	-3.63%	-7.58%	-22.09%	-1.80%	-11.87%

资料来源: Wind, HTI

截至5月31日,啤酒成本现货指数为145.8,啤酒成本期货指数为129.65。月度来看,较上月同期啤酒成本现货指数提升2.59%,啤酒成本期货指数下降9.68%。中长期看,今年年初以来啤酒成本现货指数提升10.1%,啤酒成本期货指数下降8.7%,较去年同期,啤酒成本现货指数提升1.67%,啤酒成本期货指数下降16.9%。

调味品成本现货指数为124.65,调味品成本期货指数为122.7。月度来看,较上月同期调味品成本现货指数提升0.99%,调味品成本期货指数下降5.8%。中长期看,今年年初以来调味品成本现货指数提升7.7%,调味品成本期货指数下降4.62%,较去年同期,调味品成本现货指数下降3.63%,调味品成本期货指数下降18.19%。

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114.58,乳制品成本期货指数为101.1。月度来看,较上月同期乳制品成本现货指数提升0.23%,乳制品成本期货指数下降0.37%。中长期看,今年年初以来乳制品成本现货指数下降0.9%,乳制品成本期货指数下降4.1%,较去年同期,乳制品成本现货指数下降7.58%,乳制品成本期货指数下降10.65%。

方便面成本现货指数为107.68,方便面成本期货指数为109.4。月度来看,较上月同期方便面成本现货指数下降3.01%,方便面成本期货指数下降3.76%。中长期看,今年年初以来方便面成本现货指数下降5.48%,方便面成本期货指数下降13.58%,较去年同期,方便面成本现货指数下降22.09%,方便面成本期货指数下降30.53%。

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 125.18，速冻食品成本期货指数为 124.38。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.54%，速冻食品成本期货指数下降 0.96%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.99%，速冻食品成本期货指数下降 3.31%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 1.8%，速冻食品成本期货指数下降 10.88%。

软饮料成本现货指数为 122.11，软饮料成本期货指数为 130.24。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 1.67%，软饮料成本期货指数下降 2.37%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数提升 0.78%，软饮料成本期货指数下降 7.52%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 11.87%，软饮料成本期货指数下降 19.55%。

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5月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
5.1	白酒	宜宾：实施白酒产业“五大战略” https://mp.weixin.qq.com/s/HW0n5_-1YuTGhnriZbX7hQ
5.2	餐饮	“五一”堂食较疫前增长205% https://mp.weixin.qq.com/s/X9ypcWlYx1-GalKE-Xob7A
5.5	消费	五一假期消费快速恢复 https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/index.html?item_id=9045426493024292613&toc_style_id=feeds_default&share_to=wechat&track_id=6fa7dbbd-f463-4aea-96a5-7cce8b3dc6b9
5.6	啤酒	第一季度中国啤酒进口增加9.9%，出口增加14.5% http://www.beerw.com/list.asp?id=96015
5.7	白酒	4月全国白酒价格指数上涨 https://mp.weixin.qq.com/s/GfWCqlyJC5vAW_o3ujhLgQ
5.8	预制菜	2022年预制菜市场规模达到4196亿元，同比增长18.2% https://mp.weixin.qq.com/s/4KyWug5TiaCE0VdXgvOsOQ
5.9	乳业	2023Q1全国牛奶产量834万吨 https://mp.weixin.qq.com/s/-Qrlj4CGI-94mJTDtR2tpmA
5.20	酒业	1-4月酒类产量数据出炉 https://finance.sina.com.cn/chanjing/jync/zxxx/2023-05-19/doc-imyuhra7559183.shtml
5.24	农业	糖价创5年新高 https://mp.weixin.qq.com/s/3v3Cbdice9POStkeoWMMYQ
5.29	乳业	一季度新西兰乳制品对华出口占比三成 https://mp.weixin.qq.com/s/od5PS9J9iHYIEE8KRM_dyQ

资料来源：wind，HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年5月消费公司公告

日期	公司	摘要
5.3	百威亚太	2023年一季度业绩：报告期内公司实现收入17.02亿美元（约合人民币117.38亿元）同比增长12.9%；净利润3亿美元（约合人民币20.69亿元），同比下滑1.3%；销量220.75万千升，同比增长9.1%。百威亚太方面表示，报告期内中国业务加速回归，推动收入实现双位数扩张，公司在中国的销量、收入和除息税折旧摊销前盈利均增长至超越疫情前的水平。
5.7	欢乐家	将设立合资控股子公司：欢乐家于2023年5月5日召开第二届董事会第九次会议，审议通过了《关于对外投资设立控股子公司的议案》，同意公司以自有资金出资人民币510万元，与山东越海食品有限公司（以下简称“越海食品公司”）设立合资控股子公司“山东欢乐家进出口有限公司”（暂定名，最终以工商登记为准），该标的公司注册资本1,000万元，本公司持股比例为51%。
5.8	洽洽食品	加快布局零食量贩新渠道：5月6日，洽洽食品发布业绩说明会投资者关系活动记录表，针对新渠道情况，洽洽食品表示，公司全力拥抱，加速新渠道新场景的布局和突破，部分餐饮渠道和茶饮渠道已有成功的经验和模式，公司将加快布局零食量贩渠道、会员店等新渠道，针对不同的渠道定制不同的产品。
5.10	仙坛股份	产销经营快报：2023年4月实现鸡肉产品销售收入4.96亿元，销售数量4.67万吨，同比变动幅度分别为47.26%、26.10%，环比变动幅度分别为0.17%、-1.60%。其中，家禽饲养加工行业实现鸡肉产品销售收入4.78亿元，销售数量4.54万吨，同比变动47.14%、25.63%，环比变动-0.22%、-1.89%；食品加工行业实现鸡肉产品销售收入0.19亿元，销售数量0.14万吨，同比变动50.45%、44.11%，环比变动11.44%、9.28%。
5.10	荃银高科	收购兼并：为进一步提升玉米种子市场份额，推动玉米种子业务持续发展，做强种业主业，公司拟使用募集资金22,407万元收购河北新纪元种业有限公司（以下简称“新纪元”）67.90%股权，交易完成后，新纪元将成为公司的控股子公司。
5.13	海大集团	增发发行：本次向特定对象发行股票的发行对象为薛华先生。薛华先生为公司实际控制人、董事长、总经理。薛华先生将以现金方式认购本次发行的股票，其认购的数量将不超过0.33亿股（含本数），认购金额将不超过15.00亿元（含本数）。
5.19	金徽酒	渠道库存保持在合理水平：近日金徽酒举行投资者现场调研活动，并就库存管理、品牌建设、市场及产品布局等多个方面予以回应。在库存管理方面，公司通过数字化技术跟踪物流、经销商和门店入库、出库数据，实时掌握渠道库存情况；市场督察部和各区域的业务人员定期对经销商、门店库存进行盘点、核查。公司通过消费者运营持续抓终端动销，渠道库存保持在合理水平。
5.21	天味食品	1-4月实现营收约9.46亿元：5月21日，四川天味食品发布产销经营快报。经公司初步核算，2023年1-4月公司实现营业收入94,618.89万元左右，同比增长23.12%左右；实现归属于上市公司股东的净利润16,612.60万元左右，同比增长23.09%左右。
5.26	牧原股份	股权回购：公司本次回购股份的时间区间为2023年2月20日至2023年5月24日，通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份0.42亿股，占公司目前总股本的0.77%，最高成交价为51元/股，最低成交价为42.39元/股，成交总额为20.00亿元（不含交易费用）。
5.30	温氏股份	拟转让温氏乳业35%股权：近日，温氏股份发布公告称，为了聚焦公司核心业务，集中优势资源提升核心业务实力，优化整体业务结构，公司拟将控股子公司广东温氏乳业股份有限公司35%的股权以人民币4.375亿元转让给公司关联方广东筠城投资控股股份有限公司。

资料来源：wind，HTI

表5 2023年5月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
5.1	卫龙	卫龙加速“营养健康产品”研发 https://mp.weixin.qq.com/s/lbNmBK-J78bBeOX2FPxE4w
5.8	贵州茅台	茅台酒二十四节气夏系列六个节气酒亮相 https://mp.weixin.qq.com/s/RiemZkp2ISrLxUeK_kiSA
5.10	中国飞鹤	飞鹤“新鲜战略”承诺从出厂到奶瓶最长不超过 28 天 http://food.china.com.cn/2023-04/27/content_85257904.htm
5.16	国台酒业	国台新签亿元大商 https://mp.weixin.qq.com/s/AeUahP_N-yaDN3ta9hKJ-g
5.18	青岛啤酒	青啤 120 万千升啤酒扩建竣工 http://www.qingdao.gov.cn/ywdt/zwyw/202305/t20230517_7189794.shtml
5.22	泰山啤酒	泰山原浆完成新一轮融资 https://mp.weixin.qq.com/s/jS-vcygdnWfQD3a4BkhUg
5.24	金沙酒业	金沙首款小瓶酱酒产品初步打样完成 https://mp.weixin.qq.com/s/vyGxz6XCrdGEsSrqAQmk_g
5.26	卫龙	卫龙将发力零食量贩店渠道 https://mp.weixin.qq.com/s/LseAN7TH_rQApA9f-2ZRcg
5.27	珠江啤酒	珠江啤酒 2023 计划布局门店 500+ https://mp.weixin.qq.com/s/ahxhxKnWSGSPQiI91hOrMQ
5.31	古越龙山	古越龙山设立产业基金 http://stock.10jqka.com.cn/20230529/c647595488.shtml

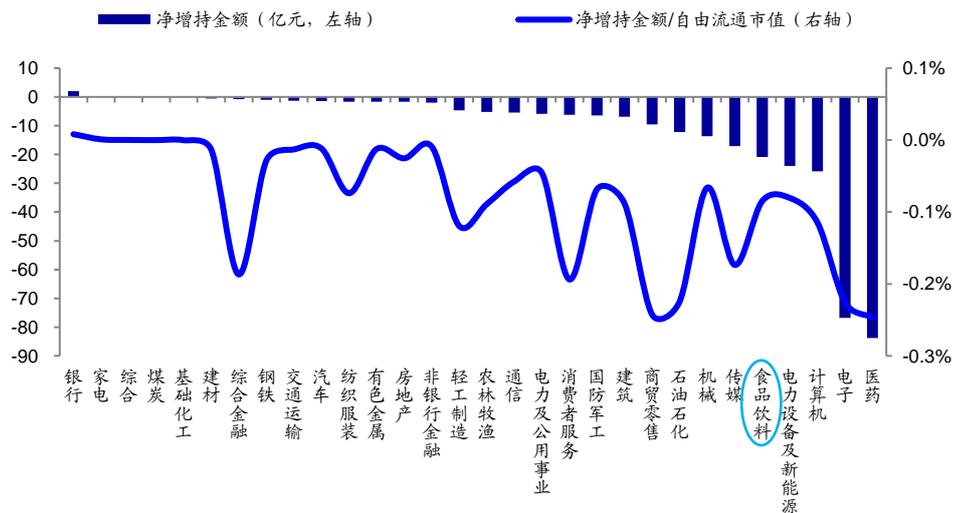
资料来源：wind，HTI

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 5 月银行和家电行业净增持额最大，分别为 2.01 和 0.08 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.01%和 0.00%；医药和电子行业净减持额最大，分别为 83.83 和 76.81 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.25%和-0.25%。

图15 2023年5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 5 月 31 日

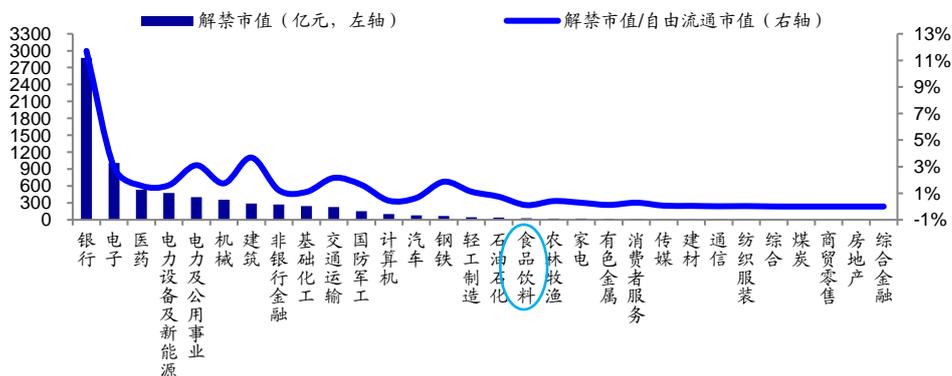
表6 2023年5月产业资本增减持股

个股	增减持市值(亿元)	占流通市值比(%)
中炬高新	-7.46	-3.32
安井食品	-4.73	-1.35
立高食品	-1.52	-2.53
三只松鼠	-1.46	-4.22
莲花健康	-1.05	-2.47
来伊份	-1.04	-4.81
东鹏饮料	-0.92	-0.56
香飘飘	-0.88	-5.62
西麦食品	-0.37	-2.29
良品铺子	-0.37	-1.18
威龙股份	-0.31	-2.53
百合股份	-0.27	-1.96
元祖股份	-0.18	-0.77
天佑德酒	-0.11	-0.29
好想你	-0.11	-0.45
庄园牧场	-0.07	-0.64
李子园	-0.04	-0.09
新乳业	-0.01	-0.04
张裕A	0.01	0.03
金种子酒	0.01	0.01
洽洽食品	0.04	0.04

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

按照2023年5月31日的股价估算:6月银行、电子、医药等行业解禁金额最大,解禁金额分别为2874、1010、531亿元,解禁市值/自由流通市值分别为11.71%、2.97%、1.56%。

图16 2023年6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5月31日

表7 2023年6月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值(亿元)	占总市值比(%)
嘉必优	15.66	45.55
光明乳业	8.84	5.78
天味食品	0.66	0.41
康比特	0.29	3.29
惠发食品	0.27	1.72

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、房地产、综合、钢铁、综合金融。

表8 一级行业大额买入与资金流向(20230522-20230526)

	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	82.60%	95.10%	4.20%	97.60%
房地产	79.90%	60.00%	3.40%	35.10%
综合	79.60%	100.00%	-1.20%	78.80%
钢铁	79.40%	58.80%	2.20%	98.40%
综合金融	78.80%	33.10%	-6.70%	53.50%
建筑	78.70%	15.50%	-5.40%	7.80%
电力及公用事业	78.10%	25.70%	-3.10%	61.20%
传媒	78.10%	76.30%	4.90%	80.40%
非银行金融	78.00%	46.90%	-2.10%	36.30%
交通运输	78.00%	86.50%	-5.00%	75.90%
商贸零售	77.80%	52.20%	0.80%	90.20%
石油石化	77.70%	80.00%	-0.40%	78.40%
通信	76.30%	55.90%	3.80%	62.40%
煤炭	76.20%	51.80%	-11.80%	86.10%
消费者服务	76.10%	92.20%	5.10%	95.90%
农林牧渔	76.00%	77.60%	-8.30%	35.90%
轻工制造	75.80%	76.70%	1.70%	95.50%
计算机	75.80%	93.50%	6.00%	42.90%
纺织服装	75.30%	25.70%	-5.40%	81.60%
建材	75.00%	73.10%	-6.50%	42.00%
家电	73.90%	88.20%	-3.00%	48.20%
有色金属	73.80%	65.70%	-4.00%	79.60%
汽车	73.80%	32.20%	4.40%	8.60%
电子	73.50%	100.00%	3.50%	90.20%
基础化工	73.30%	95.50%	-5.30%	95.90%
国防军工	73.20%	83.30%	-2.50%	74.30%
机械	73.00%	89.00%	-3.80%	83.30%
医药	72.90%	95.50%	3.80%	71.80%
电力设备及新能源	71.40%	73.10%	-8.90%	98.00%
食品饮料	66.20%	22.00%	-7.30%	72.70%

资料来源: Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2023 年 5 月 26 日，传媒、计算机、通信、石油石化和建筑的行业拥挤度相对较高，电力及公用事业和交通运输的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

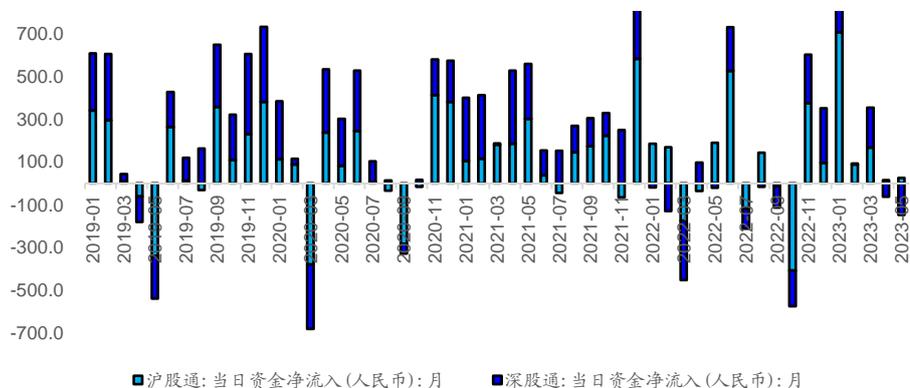
行业名称	20230526 拥挤度	20230519 拥挤度	拥挤度变化
传媒	2.64	2.76	-0.12
计算机	2.02	2.07	-0.05
通信	1.76	1.82	-0.06
石油石化	1.24	1.24	0
建筑	0.77	0.8	-0.03
电子	0.54	0.54	0
银行	0.33	0.18	0.16
国防军工	0.15	0.28	-0.13
非银行金融	0.14	0.13	0.01
汽车	0.02	0.2	-0.18
消费者服务	0	-0.05	0.04
电力及公用事业	-0.01	-0.31	0.3
电力设备及新能源	-0.04	0.11	-0.15
家电	-0.05	-0.12	0.07
交通运输	-0.07	-0.25	0.18
煤炭	-0.11	0	-0.11
钢铁	-0.33	-0.24	-0.1
食品饮料	-0.37	-0.49	0.12
机械	-0.38	-0.26	-0.13
有色金属	-0.39	-0.24	-0.15
纺织服装	-0.51	-0.45	-0.06
轻工制造	-0.57	-0.54	-0.02
医药	-0.67	-0.66	-0.01
基础化工	-0.83	-0.66	-0.18
商贸零售	-0.91	-0.88	-0.03
综合	-0.95	-0.88	-0.07
建材	-1.01	-0.85	-0.16
农林牧渔	-1.15	-1.12	-0.03
房地产	-1.31	-1.29	-0.03

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

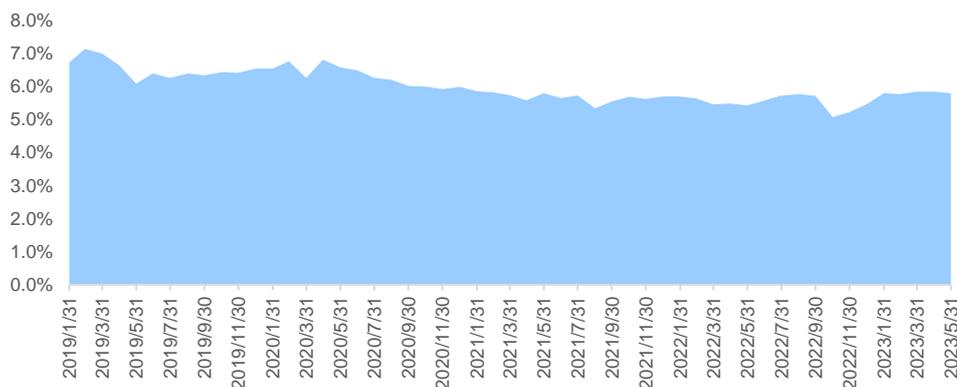
截至 2023 年 5 月 31 日，陆股通资金当月净流出 121.4 亿元（上月净流出 45.5 亿元），其中沪股通净流入 26.0 亿元，深股通净流出 147.4 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月降低 0.05pct。

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 5 月 31 日

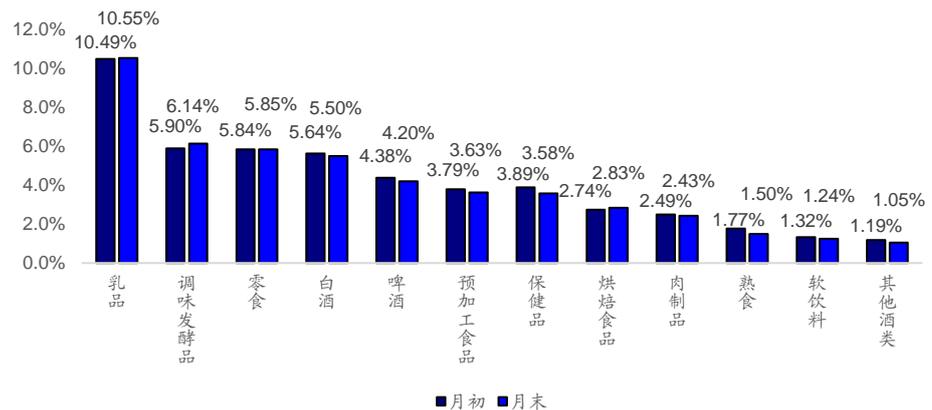
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 日

乳品行业陆股通占比为 10.55%，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（1.05%）和软饮料（1.24%）。保健品月末较月初减持最多（-0.31pct），月末陆股通市值占比为 3.58%；调味发酵品月末较月初增持最多（0.24pct），月末陆股通市值占比为 6.14%。

图19 食饮子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 5 月 31 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(7.0%)、五粮液(6.5%)、泸州老窖(4.0%);按陆股通持股比例排名,洽洽食品(20.2%)陆股通占比最高,伊利股份(16.5%)和重庆啤酒(8.5%)次之。其中,涪陵榨菜陆股通月末较月初减持最多(-1.44pct),海天味业陆股通增持最多(0.79pct)。

表10 食饮板块陆股通持股情况

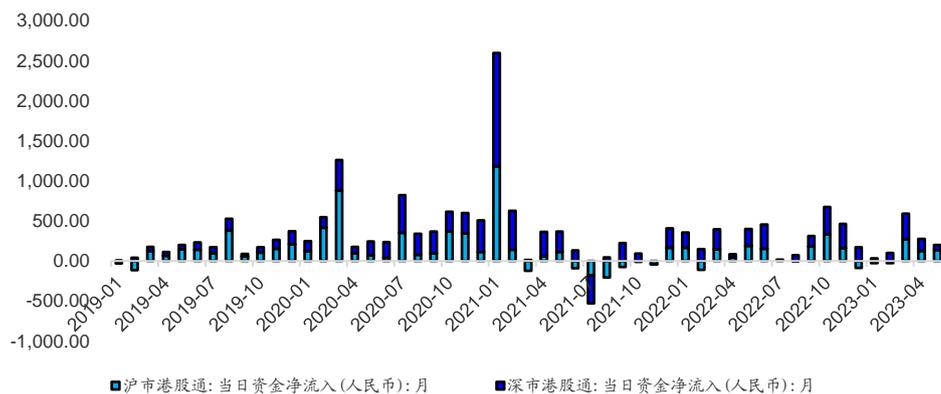
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.0	7.2	-0.19	1	洽洽食品	20.2	20.7	-0.41
2	五粮液	6.5	6.9	-0.47	2	伊利股份	16.5	16.4	0.03
3	泸州老窖	4.0	4.0	-0.02	3	千禾味业	8.5	8.5	0.00
4	海天味业	7.9	7.1	0.79	4	桃李面包	8.1	8.2	-0.11
5	山西汾酒	3.0	3.1	-0.07	5	海天味业	7.9	7.1	0.79
6	洋河股份	2.9	3.0	-0.08	6	重庆啤酒	7.3	8.2	-0.82
7	伊利股份	16.5	16.4	0.03	7	贵州茅台	7.0	7.2	-0.19
8	古井贡酒	2.3	2.0	0.3	8	安井食品	6.9	7.0	-0.10
9	青岛啤酒	3.7	3.5	0.21	9	涪陵榨菜	6.6	8.1	-1.44
10	双汇发展	3.2	3.3	-0.1	10	五粮液	6.5	6.9	-0.47

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

2.3 港股通跟踪

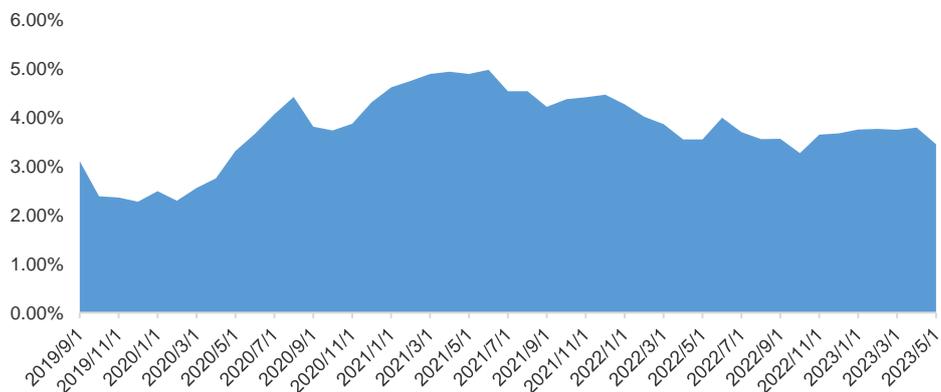
截至 2023 年 5 月 31 日,港股通资金当月净流入 200.4 亿元(上月净流入 274.3 亿元),必需消费板块市值占比为 3.5%,较上月下降 0.34pct。

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 5 月 31 日

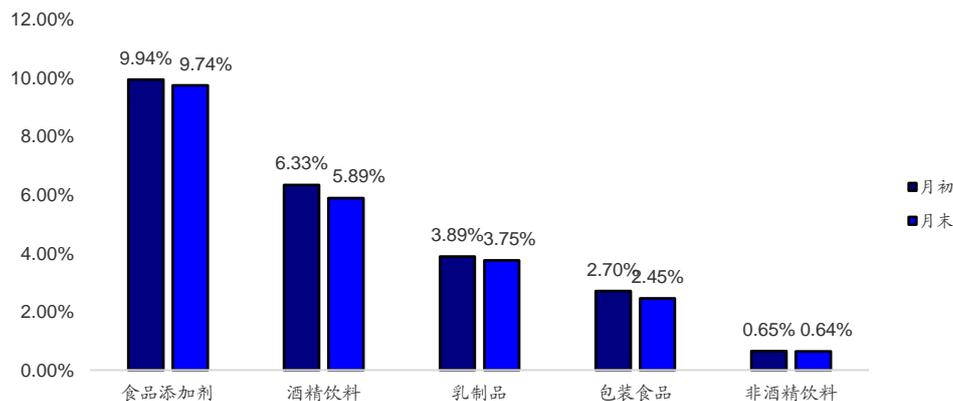
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

食品添加剂行业港股通占比为 9.7%，较月初减持 0.20pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.9%，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（2.5%）和乳制品（3.8%）。

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 5 月 31 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（12.8%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（24.6%）港股通比例最高，华宝国际（19.7%）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	-0.01	1	青岛啤酒	24.6	25.4	-0.77
2	百威亚太	0.2	0.2	0.01	2	华宝国际	19.7	19.6	0.12
3	华润啤酒	12.8	13.5	-0.69	3	周黑鸭	19.5	19.3	0.20
4	蒙牛乳业	2.8	3.0	-0.15	4	华润啤酒	12.8	13.5	-0.69
5	青岛啤酒	24.6	25.4	-0.77	5	颐海国际	10.6	10.9	-0.31
6	康师傅	1.0	1.1	-0.05	6	优然牧业	7.7	7.5	0.22
7	中国旺旺	0.1	0.2	-0.02	7	中烟香港	7.4	7.1	0.26
8	中国飞鹤	6.3	6.2	0.15	8	现代牧业	7.1	7.2	-0.16
9	达利食品	3.6	3.5	0.12	9	中国飞鹤	6.3	6.2	0.15
10	统一	0.3	0.3	0.04	10	阜丰集团	5.5	5.2	0.24

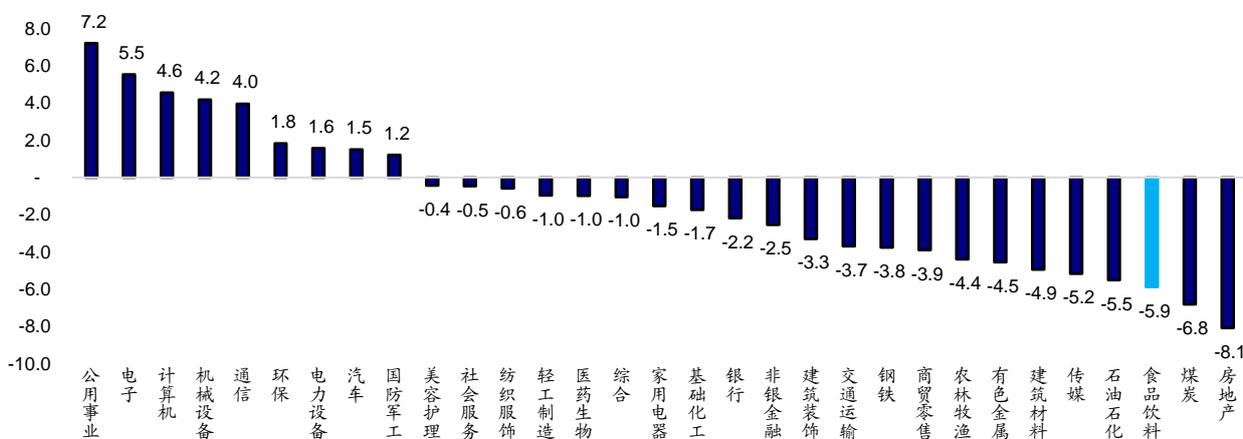
资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

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，5 月份公共事业、电子和计算机涨幅居前，分别收涨 7.2%、5.5%、4.6%；房地产、煤炭和食品饮料跌幅居前，分别下跌 8.1%、6.8%、5.9%。食品饮料板块在 31 个行业分类中位居第 29 名，较上月（-3.7%）落后 9 名。

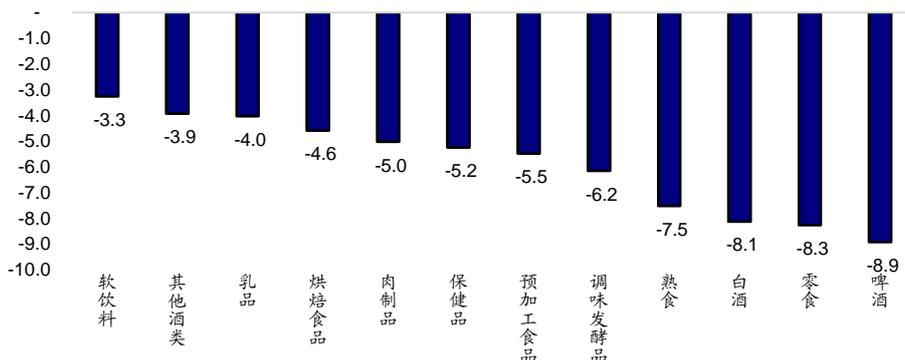
图23 2023 年 5 月 A 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

5 月份食品饮料行业全线收跌，啤酒、零食和白酒跌幅达 8.9%、8.3%和 8.1%。

图24 2023年5月A股食品饮料行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

表12 A股食品饮料板块5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	20462	1629	-7.5	1	养元饮品	341	27	11.5
2	五粮液	6256	161	-4.6	2	伊力特	129	27	6.5
3	泸州老窖	3003	204	-9.8	3	光明乳业	153	11	3.3
4	海天味业	2803	61	-14.3	4	双汇发展	852	25	-1.5
5	山西汾酒	2560	210	-15.5	5	盐津铺子	157	82	-2.1
6	洋河股份	2023	134	-10.3	6	张裕A	161	30	-2.3
7	伊利股份	1834	29	-2.5	7	伊利股份	1,834	29	-2.5
8	古井贡酒	1168	252	-8.0	8	张裕B	179	11	-3.1
9	青岛啤酒	1074	95	-18.5	9	绝味食品	242	38	-3.7
10	双汇发展	852	25	-1.5	10	洽洽食品	211	42	-4.0

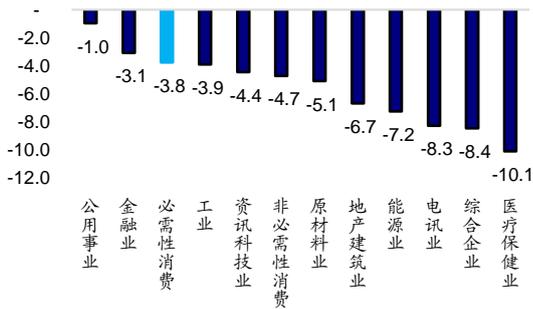
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

3.2 H股行业涨跌幅表现

5月份H股全行业收跌, 医疗保健业(-10.1%)、综合企业(-8.4%)、电讯业(-8.3%)跌幅居前。必需性消费(-3.8%)在12个一级行业中排名第3名, 较上个月(-2.1%)前进7名。

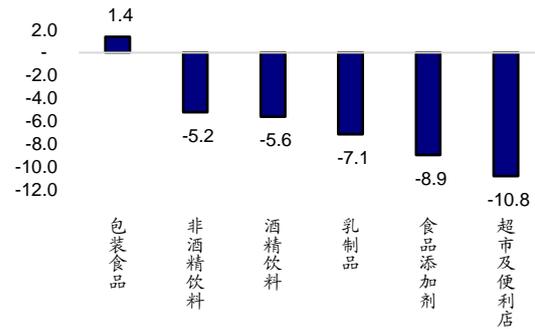
必需性消费子行业中, 除了包装食品收涨1.4%, 其他子行业均有下跌, 超市及便利店(-10.8%)、食品添加剂(-8.9%)下跌最多。

图25 2023年5月H股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

图26 2023年5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 5 月 31 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5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	4724	42	0.9	1	第一太平	124	3	11.8
2	百威亚太	2606	20	-11.7	2	中国旺旺	622	5	4.8
3	华润啤酒	1603	49	-17.6	3	农夫山泉	4724	42	0.9
4	蒙牛乳业	1201	30	-3.6	4	蒙牛乳业	1201	30	-3.6
5	青岛啤酒	1189	67	-19.5	5	阜丰集团	108	4	-10.1
6	康师傅	661	12	-14.2	6	百威亚太	2606	20	-11.7
7	中国旺旺	622	5	4.8	7	统一	294	7	-13.2
8	中国飞鹤	413	5	-13.8	8	中国飞鹤	413	5	-13.8
9	达利食品	357	3	-17.2	9	康师傅	661	12	-14.2
10	统一	294	7	-13.2	10	颐海国际	182	17	-15.2

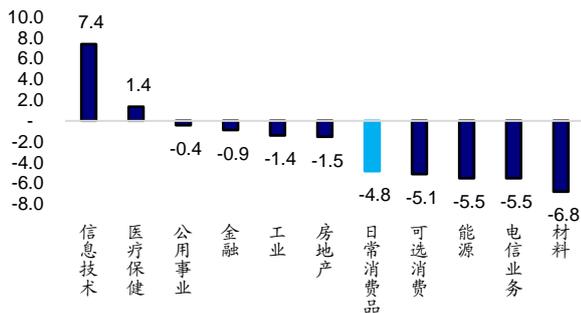
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

从美股一级行业涨跌幅来看, 5月除信息技术(7.4%)、医疗保健(1.4%)收涨, 其他行业均有下跌, 其中材料(-6.8%)跌幅领先。日常消费品行业下跌4.8%, 在11个美股一级行业中排第7名, 较上个月(-1.7%)前进1名。

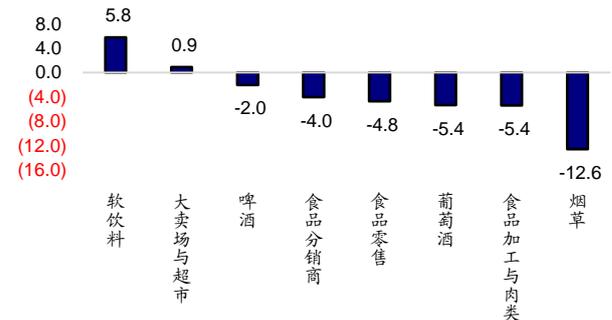
日常消费品子行业中, 软饮料涨幅居前(5.8%), 烟草大跌12.6%。

图27 2023年5月美股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

图28 2023年5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 5 月 31 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5月涨跌幅情况

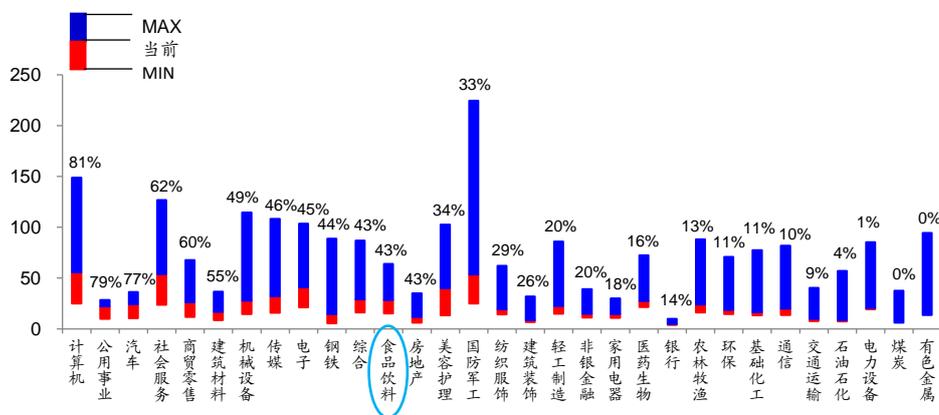
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅(%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅(%)
1	沃尔玛	3959	147	-2.3	1	COCA-COLA CONSOLIDATE D	62	662	12.3
2	可口可乐	2580	60	-7.0	2	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB	360	101	4.8
3	百事	2512	182	-4.5	3	怪物饮料	614	59	4.7
4	开市客	2269	512	1.9	4	开市客	2269	512	1.9
5	菲利普莫 里斯国际	1397	90	-10.0	5	可口可乐凡萨 瓶装	1392	83	0.0
6	可口可乐 凡萨瓶装	1392	83	0.0	6	味好美	230	87	-
7	亿滋国际	1000	73	-4.3	7	蓝威斯顿	162	111	-0.3
8	帝亚吉欧	936	168	-9.4	8	安贝夫	439	3	-0.4
9	百威英博	928	53	-16.7	9	CASEYS GENERAL STORES	84	226	-1.4
10	奥驰亚	793	44	-6.5	10	可口可乐欧洲 合伙	285	62	-2.1

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

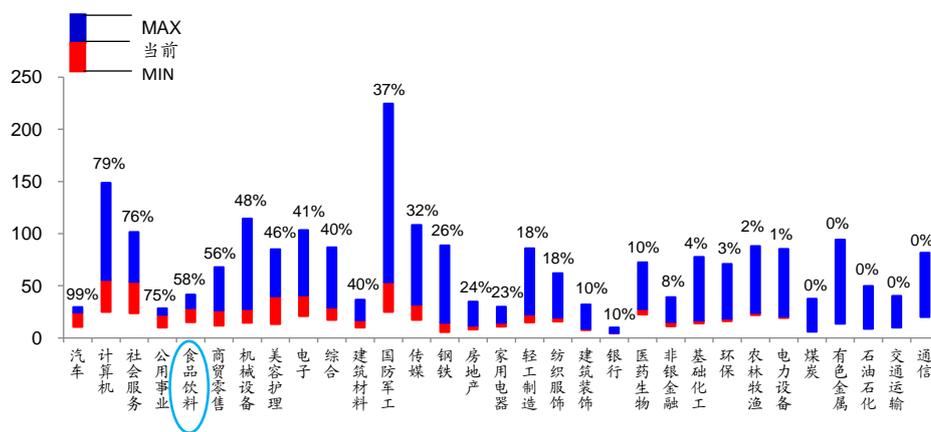
图29 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2023 年 5 月 31 日

截至 2023 年 5 月 31 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 5 个，包括有色金属、煤炭和电力设备等。食品饮料的 PE 历史分位数为 43%（28.6x），较上月末（61%，32.1x）下降 18pct，在 31 个行业中排名第 12 名。

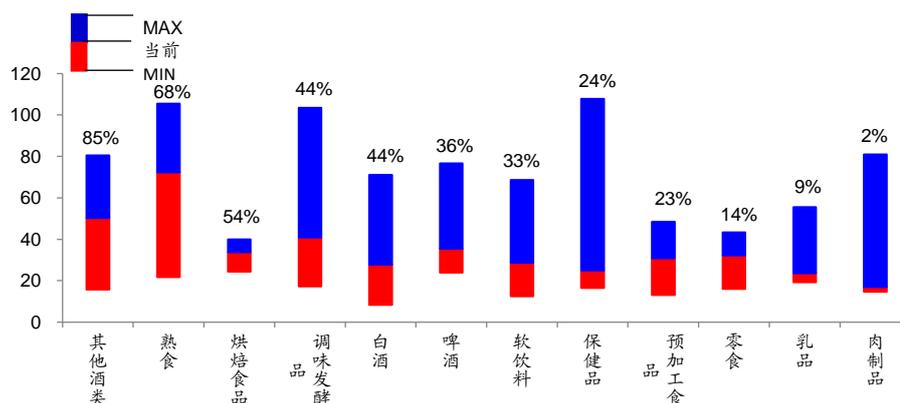
图30 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 日

近期伴随疫情影响的结束，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 58%，较上月回落 22pct，在 31 个行业中排名第 5 名。

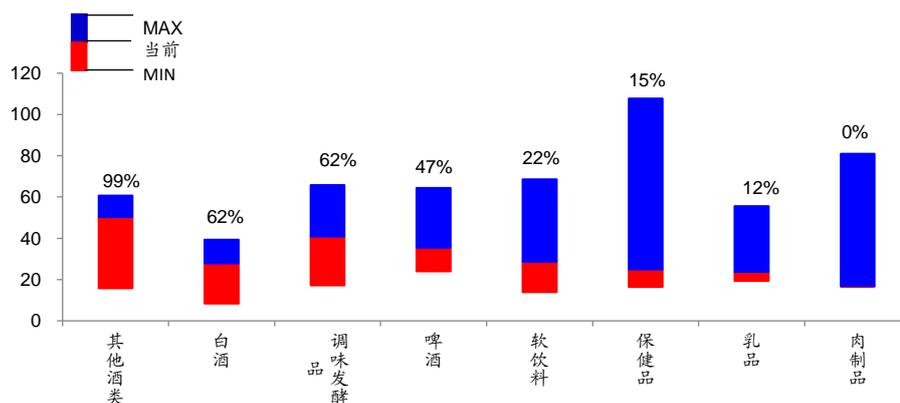
图31 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年5月31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（2%）、乳品（9%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（16.9x）、乳品（23.6x）、保健品（25.0x）。

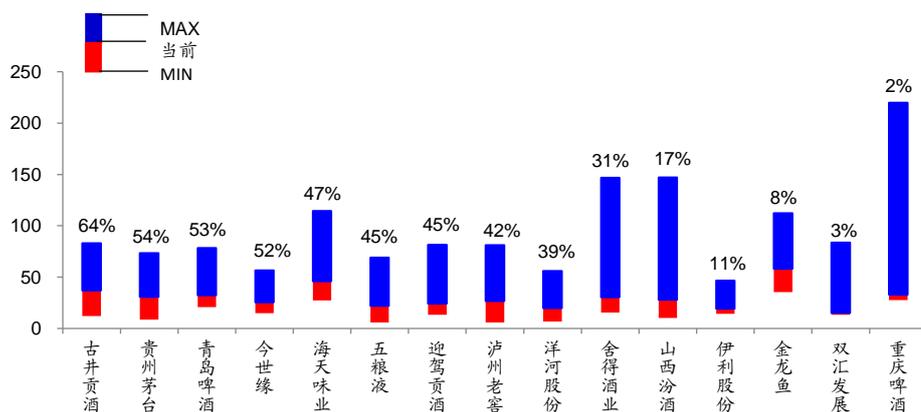
图32 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年5月31日

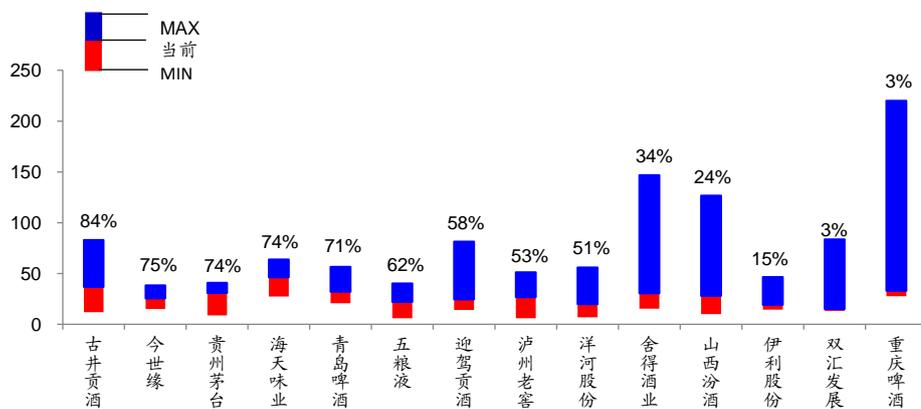
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年较低的行业有肉制品（0%）、保健品（12%）和软饮料（15%）。

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5月31日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

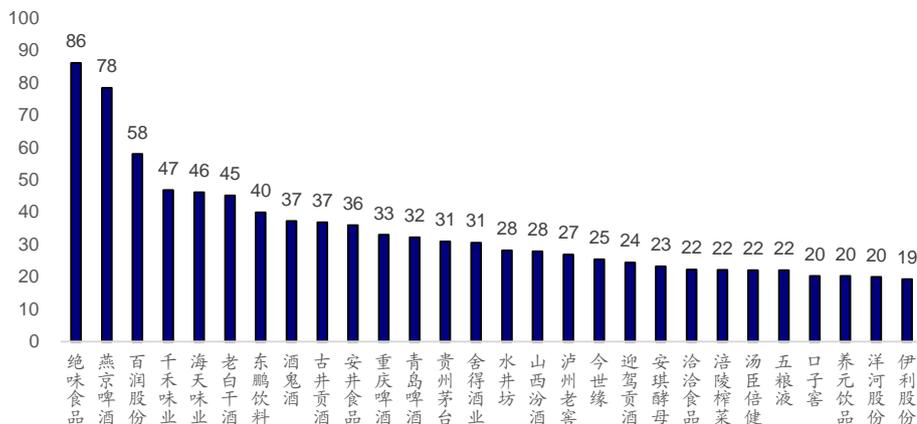
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年5月31日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

截至 2023 年 5 月 31 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 28x（相较 4 月下降 4x）。

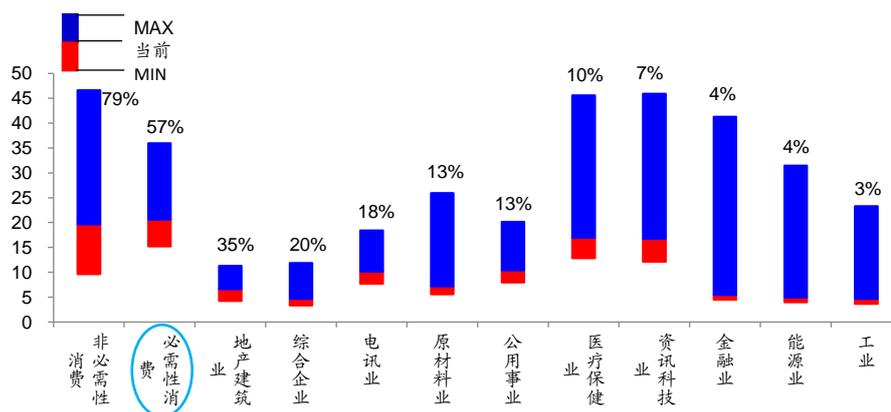
图35 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 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

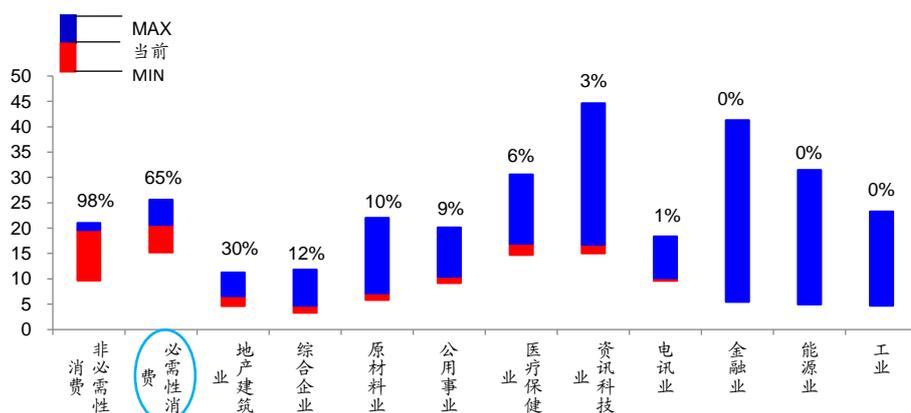
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 日

截至 2023 年 5 月 31 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、能源业、金融业和资讯科技业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 57%（20.6x），历史分位数与上月末（79%，22.4x）降低 22pct，在 12 个一级行业中排名第 2 名。

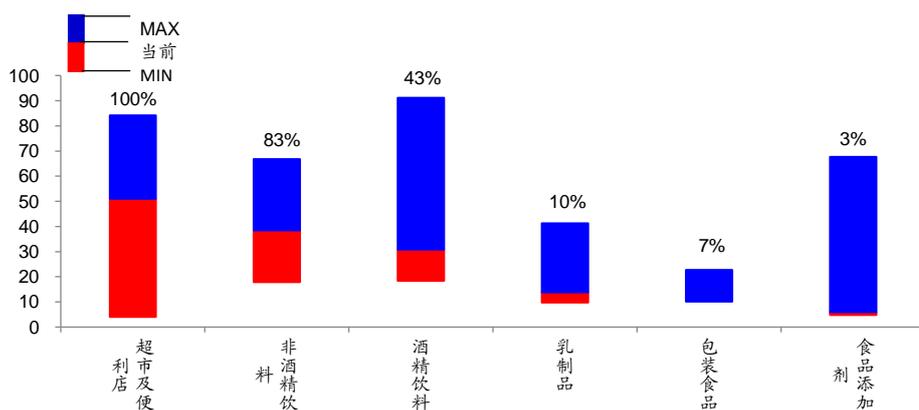
图37 H股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年5月31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、金融业等。必需性消费的PE历史分位数为65%，较上个月降低22pct，在12个行业中排名第2名。

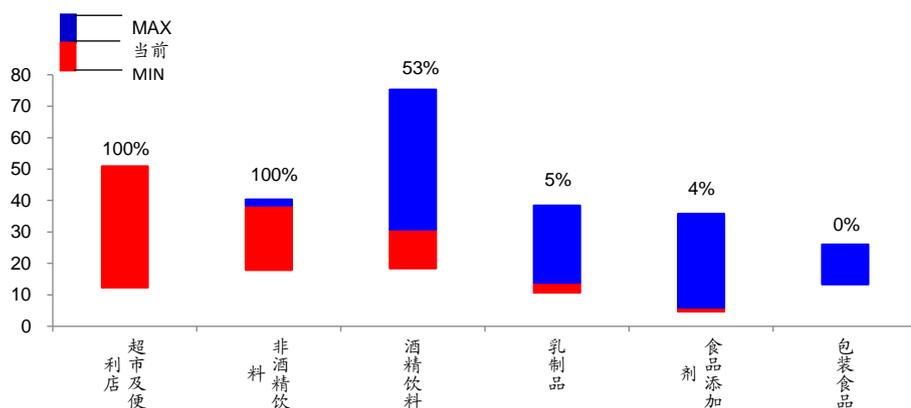
图38 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年5月31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（3%）、包装食品（7%）、乳制品（10%）。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（5.9x）和包装食品（13.3x）。

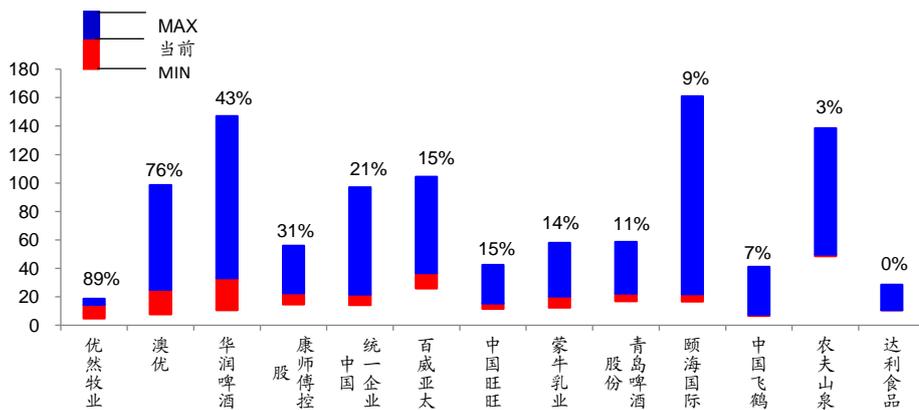
图39 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

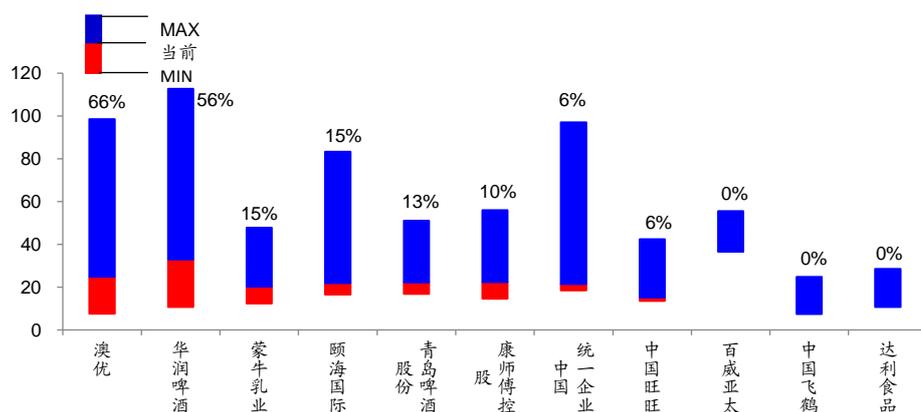
H股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有包装食品（0%）、食品添加剂（4%）和乳制品（5%）。

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 5 月 31 日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

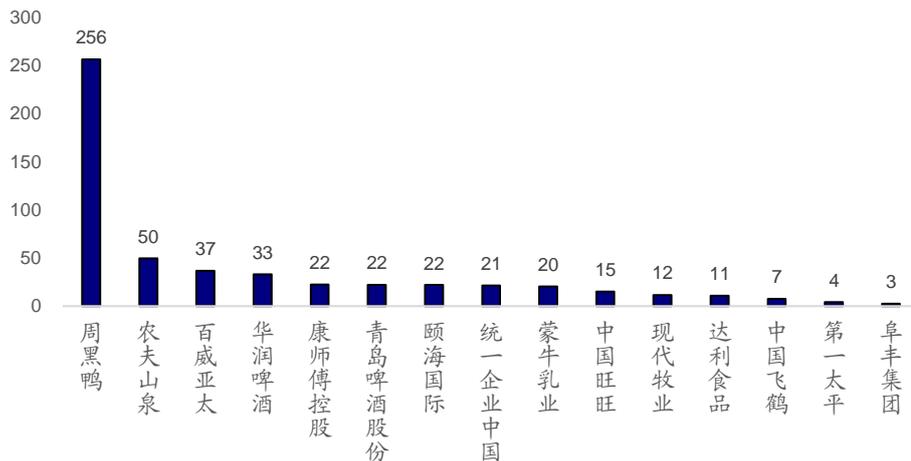
图41 H股重点公司市盈率(TTM)处于2011年至2019年以来绝对位置(从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 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 5 月 31 日, 港股估值中枢与上月相比有所下降, H 股食品饮料龙头(市值前 15)的估值中位数为 21x (相较 4 月下降 4x)。

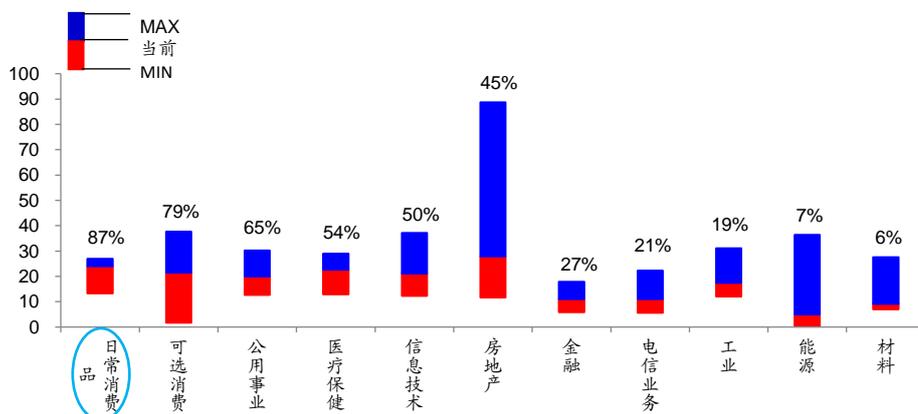
图42 恒生食品饮料板块重点个股(市值前 15)最新估值水平(TTM)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 日

4.3 美股行业估值表现

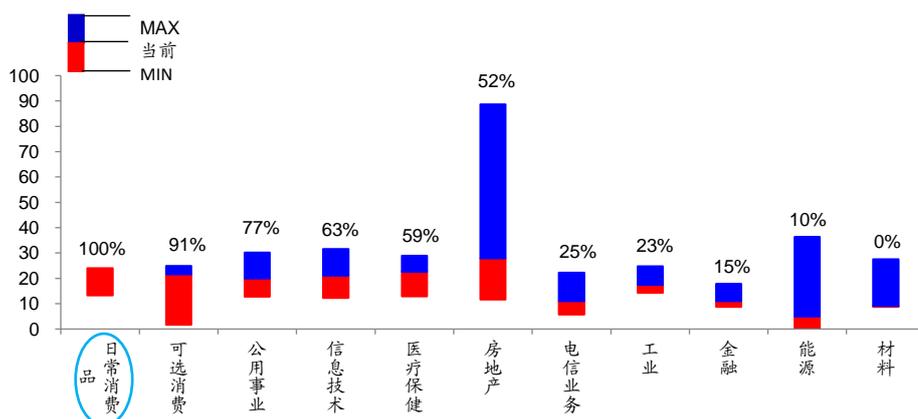
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 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 5 月 31 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（6%）和能源（7%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 87%（24.0x），历史分位数与上月末（94%，25.2x）降低 7pct，在 11 个行业中排名第 1 名。

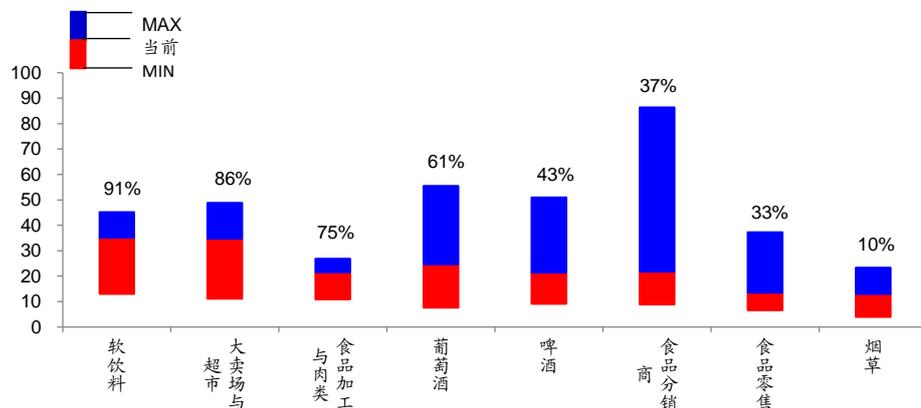
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 5 月 31 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（0%）、能源（10%）。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。

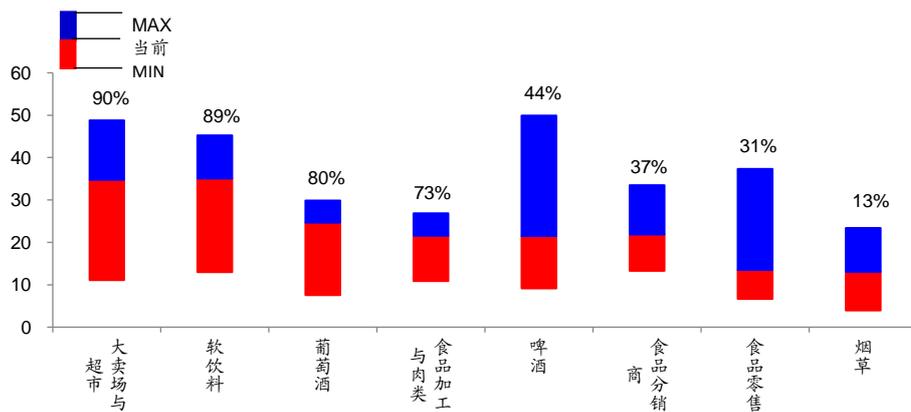
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 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（10%）、食品零售（33%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（13.0x）、食品零售（13.5x）。

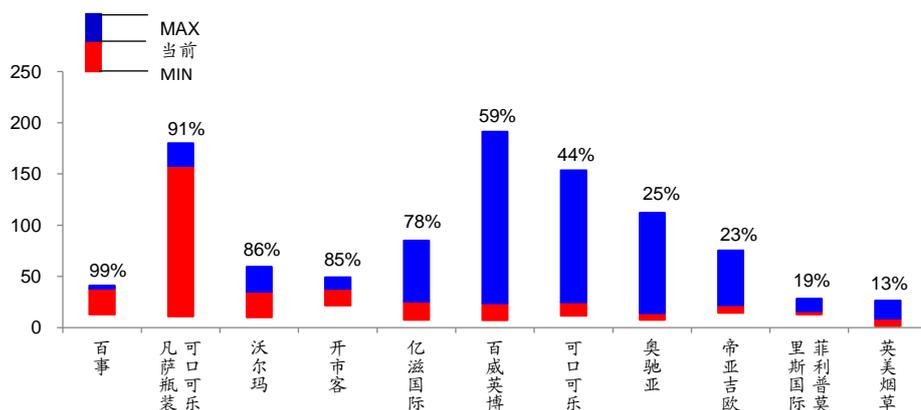
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 日

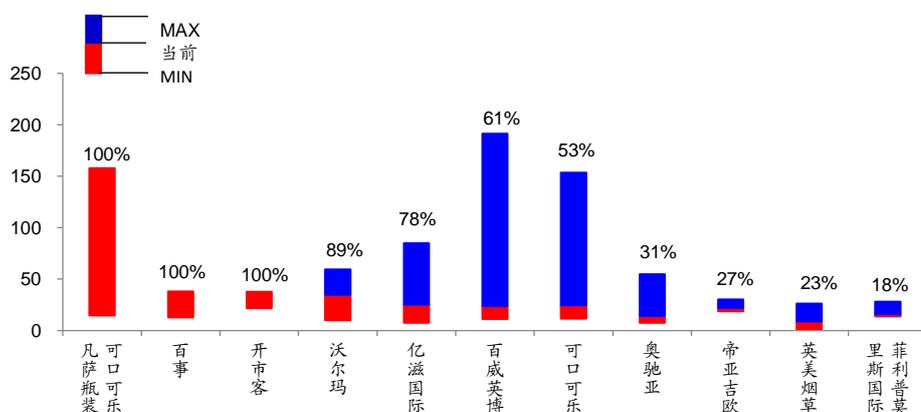
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（13%）和食品零售（31%）。

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 5 月 31 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）

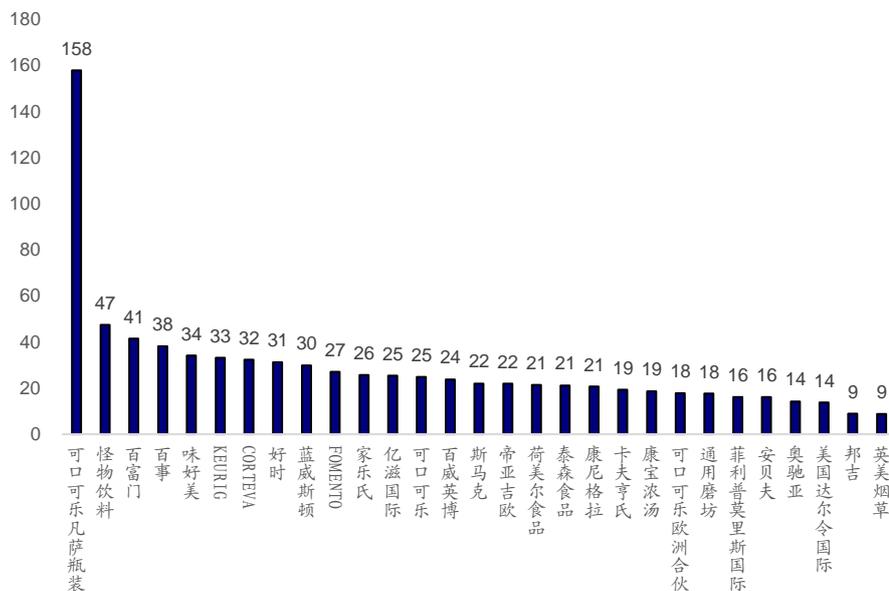
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 5 月 31 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 5 月 31 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 22x（相较 3 月下降 2x）。

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 5 月 31 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：五一后白酒进入淡季，商宴、喜宴和大众聚饮等白酒消费场景跟随经济恢复缓慢复苏，体现在库存去化缓慢和批价相对疲软。6 月前半月将延续该趋势，6 月后半月的端午节小长假，利好喜宴和聚饮的场景开展。白酒企业积极应对消费疲软环境，开展多元化活动，加大终端消费者互动活动力度，如开瓶扫码拿红包或更多圈层营销活动。在基地市场进一步下沉和提升单点卖力，或者加大对空白市场的抢占等。各公司打款发货进一步推进，高端白酒和优质次高端酒企将积极占据经销商资金资源和渠道资源，预期 6 月底打款将完成全年大半任务，发货速度慢于打款速度。部分次高端酒企将面临较大打款、发货和库存压力，进而影响 2Q 业绩水平。我们预期 2Q23 高端酒企和优质次高端酒企业绩确定性高，其他次高端酒企 2Q23 业绩压力较大。

全年投资标的及排序：2Q23 至今高端酒和优质次高端白酒表示动销积极，全年业绩目标完成确定性高，地产酒受益于当地大众需求恢复，在其强势区域有望持续获得份额并引领区域内消费升级。次高端白酒或继续面临经销商打款、动销和库存的压力，2Q 至今有所缓解但消费总体恢复较慢，延后了这些企业走出困境的时间。3Q 进入业绩披露期和中秋国庆小旺季，4Q 有去年低基数和 24 年春节开门红的加持，预期 3Q-4Q 白酒行业将走出低迷。

我们看好泸州老窖双品牌全价格带产品抓手众多，高度国窖表现或超预期，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，茅台系列酒新品占比千元以下价格带，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 27.9X/20.5X/23.4X。我们看多高端白酒，看空次高端白酒，6 月月度关注顺序为泸州老窖、五粮液、贵州茅台。

大众白酒：陈子叶认为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态度谨慎、终端购买力疲软构成了当前供需矛盾的主要原因，逐步验证了我们从去年 9 月份以来提出的白酒行业进入了中期调整的观点。

五一小长假以来陆续出现新冠疫情复阳病例，但感染率较低且影响程度远小于去年。市场整体反馈商务消费恢复节奏相对滞后，婚喜宴需求回补相对明显，为此酒企重点发力宴席市场，通过现金红包、反向激励、宴席配赠等方式加入动销大战，提升开瓶率，推动库存去化。5 月份经渠道反馈的多数产品批价仍在下行，其中汾酒复兴版批价下滑 7 元，洋河 M6+/M3 水晶版和今世缘四开/对开批价企稳，古井古 20/古 8 批价上行 10 元/5 元，口子窖口子 30/口子 20 批价下滑 50 元/5 元，习酒窖藏 1988 批价下滑 10 元，郎酒青花郎 20/红花郎 15/红花郎 10 批价下行 10 元/55 元/20 元。我们认为，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。后期需继续关注白酒批价走势，渠道优化梳理情况以及商务/宴席需求的改善程度。

当前山西汾酒、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 24%/84%/51%/58%/75%分位。建议关注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；二季度至今，受益于自身动销以及去年同期低基数影响，酒企销量保持较快增长并有望维持；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。目前时点，我们建议关注啤酒行业配置机会，尤其是今年以来动销大幅度优于同行的青岛啤酒；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：肖伟俐认为乳业稳定恢复，估值较低，建议重点关注。

(1) 液态奶：从基本面来看，需求在稳定恢复的过程中，Q2 可录得中高个位数增长，考虑行业 Q2-Q4 均为低基数，我们看好增速上移的可持续性。利润端表现亦有保障，受益于成本下行与结构优化，毛利率仍在上行通道。近期原奶仍在走低，跌幅自年初以来达到 6%左右，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 Q1 费率缩减 1.1pct 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，份额仍在持续向飞鹤、伊利等龙头公司集中，虽然目前份额增长速度较慢，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。需求端 2023 年仍在磨底，0-3 岁人群持续缩减，今年婴配粉消费量仍将高个位数下降。但受益于疫后压制的生育需求释放，2024 年或可看到拐点，届时将有提振。目前受限于需求较弱，近期库存情况变化不大，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：关注个股为伊利股份、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。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。目前估值仍低，伊利/蒙牛/飞鹤对应 2023 年 PE 估值为 16.57X/17.51X/6.4X，股息率分别为 3.31%/1.47%/6.16%，相较于其他板块性价比凸显。

调味品行业：寇媛媛预期 6 月餐饮端将延续 5 月的缓慢恢复趋势，整体恢复程度在 2019 年同期的 80%+ 水平，调味品 B 端出货跟随餐饮缓慢恢复，调味品 C 端受健康意识觉醒继续向无添加、减盐等产品倾斜。调味品工业端需求旺盛，表现在复合调味品企业需求维持快速增长。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。海天味业动销偏慢且前期库存较大，公司开启新一轮改革周期，在 1-2 年时间内，做从上到下的变革，以市场为导向研发产品推动销售并进行精细化管理，解决 B/C 端的结构性问题、产品固化问题、和经销商库存压力大等问题。中炬高新增速稳健，渠道库存整体健康。千禾味业维持高增，不仅在 C 端持续获取份额，在 B 端也开始有所突破。天味食品 1-4 月收入符合预期，增速在 20% 以上，我们预期 2Q 天味食品将维持稳健增长，全年业绩确定性强。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后仍在高位震荡，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 40.8X/39.0X/59.8X/40.7X/36.8X，总体看空调味品板块，其中海天味业 2Q23 和 2023 年收入利润端均承压，估值较高，有进一步向下的压力。

养殖&屠宰行业：宋琦、胡世炜认为生猪养殖行业产能仍较为充裕，且产能去化或慢于预期，猪价持续低位运行，未来随着养殖企业资金压力增加，产能或迎来拐点。下半年需求端有望进入旺季，对生猪价格形成一定的支撑。估值层面，目前各公司头均市值均处于历史低位，建议投资者持续关注产能变化情况以及养殖成本优化情况，对于出栏量增长确定性高以及养殖成本具有优势或持续优化的养殖企业进行合理布局。

生猪养殖产能充裕，猪价维持低位运行，利于屠宰量增长，屠宰业务以及猪肉制品的成本优化。我们认为屠宰及肉制品业务通过合理的库存调节，有望释放利润弹性。建议关注分红率与股息率持续表现亮眼的双汇发展，公司近 12 个月股息率为 6.51%，优于同行业公司水平。此外根据海通国际的盈利预测，公司目前 PE 水平为 13.89X，明显低于近 10 年公司 PE 中枢水平（18.02X）。

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，预计本季度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；建议持续关注主攻高端料，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。运动行业线下 3 月下旬进入低基数区间，4-5 月低基数作用下增速较 3 月环比进一步加强。五一期间终端动销表现较好，我们预期五一期间李宁线下增长约 35%；五一期间特步线下流水 35%+，线上持平，儿童增速更快；五一期间安踏品牌线下大货增长约 30% 左右。根据渠道反馈，节后运动行业的增速有明显回落，我们

预期5月运动品牌线下整体表现或低于市场预期，主要受到五一节消费疲软和618虹吸效应的影响，因为第一波预付和尾款分别在5月26号和31号开始。我们预期5月李宁报表端全渠道20%左右，特步流水增速在20%左右，安踏流水增速在双位数。

考虑到2Q22受疫情风控影响，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。

6月我们的组合是买入特步，安踏中性，卖出李宁和申洲。我们看好特步国际的较低的价格带和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的优秀运营能力，安踏品牌在DTC基本结束后，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16.2X/21.6X/23.2X/20.1X。

批零社服行业：汪立亭、李宏科对社会服务行业2022&1Q23业绩总结：冬去春来，复苏起航。

2022年疫情压制子板块表现，1Q23复苏起航。2022年，免税、餐饮、酒店、景区、出境游收入同比各降20%、增1%、降7%、降28%、降49%；细分赛道普遍受到疫情较大影响。2022年扣非归母净利润：免税、餐饮扣非归母净利润同比各降49%、降43%，酒店、景区、出境游板块亏损同比扩大。1Q23：除出境游因国际游恢复较慢出现亏损，免税、餐饮、酒店、景区板块均实现盈利。酒店、景区板块实现扭亏，免税、餐饮、酒店、景区板块扣非归母净利润各较1Q19增44%、49%、10%、2385%。

子板块分析：1Q23各子板块景气上行。（1）免税：①行业：1Q23海南离岛免税销售额、购物人次、客单价同比1Q22分别+15%、+27%、-10%。23年五一，海南接待游客320.4万人次，较19年同期增55.1%，海南离岛免税销售额8.8亿元。②中免：22年收入、归母净利润有所下降，我们判断主因疫情反复、线下客流减少，公司有税销售占比提升，叠加海口国际免税城开办支出，公司盈利能力受到一定影响。1Q23收入同比增加24%，归母净利润同比减少10%，我们判断主因人民币汇率下降短期压制毛利率。（2）酒店：1Q23开店质重于量，RevPAR同比高增、景气兑现。①1Q23华住、锦江酒店、首旅酒店新开店262、195、210家，同比增速15%、12%、15%，相较22Q4未见显著提速。主要原因是疫情政策放松后，加盟商意愿仍在恢复过程中。截至2023一季度末，华住、锦江酒店、首旅酒店中高端品牌酒店数占比分别为42%、56%、26%，环比提升持续，拓店质量提升、酒店结构改善。②1Q23华住、锦江、首旅RevPAR各恢复至2019年的118%、103%、92%，其中，ADR分别较2019年同期增长25%、17%、20%，同店OCC分别恢复到2019年同期的94%、87%、79%。价恢复至疫情前、量较疫情前仍有缺口。（3）餐饮：22年同店承压，1Q弹性释放。①拓店分化：22年奈雪、太二、肯德基、必胜客、特海门店各同比增31%、29%、18%、12%、11%，海底捞、海伦司、九毛九西北菜处于调整阶段。②同店承压：22年必胜客、肯德基、九毛九、海底捞、太二、奈雪、海伦司同店销售各同比降6%、7%、11%、14%、22%、26%、34%。③限上餐饮高弹性修复：1Q23餐饮、限上餐饮收入各恢复至19年的114%、138%。（4）人力资源服务：招聘需求复苏，数字化建设赋能业务增长。2023年疫情影响减弱，招聘需求逐渐恢复。随着经济逐步修复及招聘旺季到来，我们认为人服市场有望加速复苏。①科锐国际：业务高速增长期，22年技

术总投入 1.8 亿元同比增 52.4%，数字化建设赋能业务增长。②北京城乡：合并北京外企落地。标的公司（北京外企）的业绩承诺为：若交易于 2023 年实施完毕，2023-25 年归母净利润不少于 5.2、5.9、6.6 亿元。（5）景区演艺：修复性反弹有望持续。1Q23 景区类上市公司业务出现修复性反弹。宋城演艺、中青旅、天目湖游客量基本恢复或超过疫情前水平，1Q23 收入各增 175%、20%、114%，宋城演艺、天目湖实现盈利，中青旅亏损收窄。

1Q23 基金持仓分析。社服行业持仓比例 0.33%，环比下降 0.05pct，同比持平，高于股票市场标准行业配置比例 0.17pct。持仓总市值：A 股方面，中国中免 150.88 亿元居首，锦江酒店、宋城演艺分别以 69.70、29.71 亿元分居第二、第三。持仓市值/流通市值：锦江酒店、科锐国际、首旅酒店占比各 12.12%、9.77%、9.19%。

投资建议：把握景气度上行趋势。①免税：中免毛利率受汇率扰动影响短期承压，全年看毛利率仍有提升空间；4Q 门店扩容+新品牌入驻有望带动销售提升。②酒店：2Q 商务活动频繁，叠加五一效应，景气度预计拐点向上；3Q 传统旺季以及 4Q 低基数，行业修复有望实现高确定性。③餐饮：2Q 气温转暖叠加多个节假日，外出意愿上行，餐饮作为伴生需求将有二次复苏机会。④人服：随着经济逐步修复及招聘热季到来，2-3Q 有望迎来复苏加速拐点。⑤景区演艺：景区演艺项目具有稀缺性，压抑的旅游需求有望带动行业修复。建议关注：中国中免、王府井、华住集团-S、锦江酒店、九毛九、宋城演艺、天目湖、中青旅，关注首旅酒店、瑞幸咖啡，奈雪的茶、海伦司、众信旅游等。

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 May, the A-share food and beverage and H-share essential consumption indices fell by 7.80% and 9.89%, respectively. The weakening of stock prices and fundamentals from March to May is in line with our cautious view in our previous investment monthly report. But at this point, we are no longer pessimistic. The recent changes are mainly due to the continuous downward trend of futures cost index and stock valuation, while consumer demand has gradually recovered and has not fluctuated as expected by investors.

The main industries are listed as follows: dairy products=beer=high-end Baijiu=convenient food=condiments>regional Baijiu=aquaculture=feed>secondary high-end Baijiu=catering. It is suggested to focus on Yili Shares, Mengniu Dairy, New Dairy, Feihe, Shuanghui Development, China Resources Beer, Qingdao Beer, Chongqing Beer, Kweichow Moutai, Luzhou Laojiao, Wuliangye, Yanghe Shares, Shanxi Fenjiu, Yingjia Gongjiu, Master Kang, Angel Yeast, Happy Home, Longda Food, Muyuan Shares, Wenshi Shares, Shengnong Development, Jinjiang Hotel, Laofengxiang, Special Step 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，胡世炜，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 and 601888.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 and 601888.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 and 601888.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 603589.CH 一类普通股证券的 1%或以上。

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

603517.CH 及 601888.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

603517.CH and 601888.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, 000596.CH, 000895.CH, 603517.CH, 603589.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里(上海)国际贸易有限公司, 安徽省安粮集团有限公司, 002557.CH, 002311.CH, 600059.CH, 嘉必优生物技术(武汉)股份有限公司, 西安光明乳业销售有限公司, 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, 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, 600305.CH, 锦江国际(集团)有限公司, 北京首都旅游集团有限责任公司, 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, 北京科锐北方科技发展有限公司及深圳市旅游(集团)股份有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 000895.CH, 603517.CH, 603589.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里(上海)国际贸易有限公司, 安徽省安粮集团有限公司, 002557.CH, 002311.CH, 600059.CH, 嘉必优生物技术(武汉)股份有限公司, 西安光明乳业销售有限公司, 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, 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, 600305.CH, 锦江国际(集团)有限公司, 北京首都旅游集团有限责任公司, 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, 北京科锐北方科技发展有限公司 and 深圳市旅游(集团)股份有限公司 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 及 伊犁南岗化工有限责任公司 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 and 伊犁南岗化工有限责任公司 are/were 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, 伊犁南岗化工有限责任公司, 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, 伊犁南岗化工有限责任公司, 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.

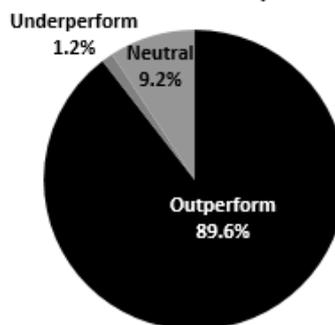
Analyst Stock Ratings

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.

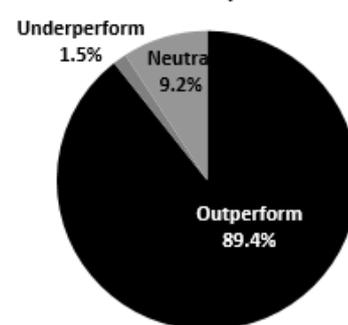
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

评级分布 Rating Distribution

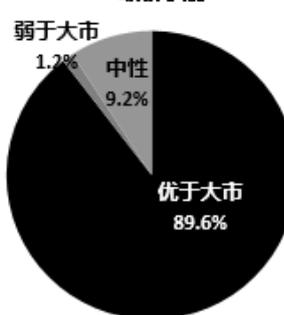
Most Recent Full Quarter



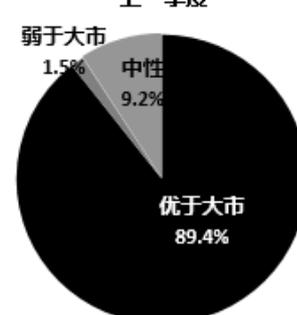
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 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 / 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 and 行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知：

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

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

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

证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

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