

中国必需消费 China Staples

消费行业 7 月投资策略：6 月指数止跌回升，需求增速有所放缓

The Index Stopped Falling and Rebounded, While the Growth Rate of Demand Slowed Down

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	安琪酵母	Outperform
泸州老窖	Outperform	酒鬼酒	Outperform
海天味业	Outperform	口子窖	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	百润股份	Outperform
古井贡酒	Neutral	汤臣倍健	Outperform
青岛啤酒	Outperform	绝味食品	Outperform
双汇发展	Outperform	金龙鱼	Outperform
东鹏饮料	Outperform	洽洽食品	Outperform
今世缘	Outperform	千禾味业	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
重庆啤酒	Outperform	珠江啤酒	Outperform
舍得酒业	Outperform	盐津铺子	Outperform
安井食品	Outperform	桃李面包	Outperform

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：6 月重点跟踪的 8 个行业多数保持正增长。 实现双位数增长的行业包括餐饮、次高端及以上白酒、速冻食品；个位数增长的行业包括啤酒、软饮料、调味品和乳制品；仅大众及以下白酒负增长。与上月相比，多数行业增速放缓，其中有去年疫情导致的基数原因，也有消费力恢复缓慢的原因。预计今年下半年，整体需求增速将抬升。

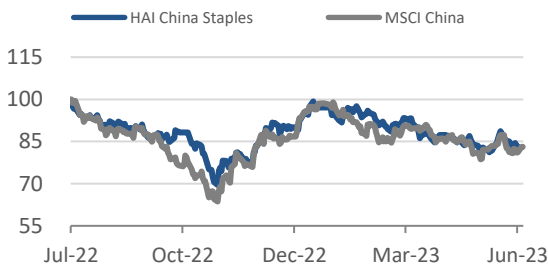
成本：棕榈油、小麦价格涨幅明显。 6 月啤酒期、现成本走势分化，现货下跌 3.1%而期货上涨 3.2%；方便面和调味品期货上行 4.5%/2.5%；其他消费品成本小幅波动。具体来看，玻璃期货大涨 7.7%，现货成本跌超 6%，纸浆期货上涨 1.1%，瓦楞纸现货下跌 2.8%。直接原材料部分，棕榈油期、现走强，拉升 16.4%/10.7%，小麦期货、现货涨幅达 8.9%/2.6%，大豆期货上行 3.5%，豆粕、原奶现货走弱 2.1%/1.0%，本月白糖现货企稳，期货微跌。

资金：外资重回净流入，调味发酵品的北上资金减持居前。 截至 6 月底，陆股通资金当月净流入 140.3 亿元（上月净流出 121.4 亿元），其中沪股通净流出 56.0 亿元，深股通净流入 196.3 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.7%，较上月降低 0.11pct。港股通资金当月净流出 53.0 亿元（上月净流入 200.4 亿元），必需消费板块市值占比为 3.5%，较上月上升 0.01pct。

估值：美股、H 股估值增幅靠前，A 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 59%分位（28.7x）；子行业分位较低的是肉制品（0%，16.9x）、乳品（10%，23.2x）和保健品（16%，25.6x）。H 股必需性消费行业处于 74%（21.3x）；子行业分位较低的是包装食品（0%，14.4x）、食品添加剂（2%，5.6x）和乳制品（4%，13.4x）。美股日常消费品行业处于 100%分位（25.0x）；子行业分位较低的是烟草（15%，13.8x）和食品零售（31%，13.4x）。

建议：关注必需消费和成本下行的机会。 6 月 A 股食品饮料和 H 股必需消费指数分别上涨 2.06%和 0.73%，结束此前连跌走势，与我们上月开始“不再悲观”的观点吻合。不过需要注意的是，近期的变化主要在于成本下行和估值回落，而消费需求渐进恢复，仍不稳固。从消费力恢复和去年低基数角度，下半年整体需求增速将抬升。因此展望下半年行情，我们依然不再悲观。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、飞鹤、新乳业、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、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、美的集团、海象新材等。

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

HTI 消费品 6 月需求月报：多数行业保持正增，增速有所放缓（Most Industries have Maintained Positive Growth, with a Slowdown in Growth Rate）(3 Jul 2023)

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）(3 Jun 2023)

HTI 消费品 5 月需求月报：必需消费展现韧性，8 个行业全部正增（Staples sector shows resilience, all 8 industries are increasing）(2 Jun 2023)

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

韦韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 2023年6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
4月营收	234	249	398	144	361	66	450	115
5月营收	244	255	410	145	357	61	521	138
6月营收	265	233	421	159	348	85	583	139
4月同比%	15.1%	-10.2%	6.7%	15.7%	5.1%	26.0%	3.3%	32.0%
5月同比%	16.8%	0.2%	7.1%	7.4%	5.1%	17.1%	7.0%	22.0%
6月同比%	15.9%	-5.3%	2.9%	6.4%	4.7%	15.5%	6.0%	18.0%

资料来源: HTI

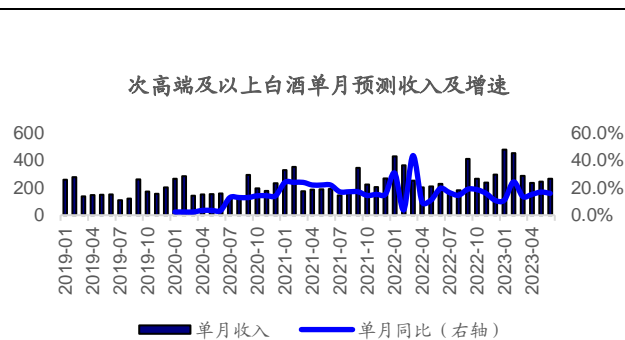
据海通国际预测, 6月重点跟踪的8个行业多数保持正增长。实现双位数增长的行业包括餐饮、次高端及以上白酒、速冻食品; 个位数增长的行业包括啤酒、软饮料、调味品和乳制品; 仅大众及以下白酒负增长。与上月相比, 多数行业增速放缓, 其中有去年疫情导致的基数原因, 也有消费力恢复缓慢的原因。预计下半年, 整体需求增速将抬升。

国内次高端及以上白酒行业收入为265亿元, 同比增长15.9%。1-6月累计收入为1957亿元, 同比增长16.2%。6月厂家打款发货继续推进, 淡季需求相对疲软, 端午节表现弱于预期, 酒企重点产品批价在6月明显下行, 以红包扫码等方式的终端竞争进一步加剧, 白酒企业短期将有进一步分化。

大众及以下白酒行业收入为233亿元, 同比下降5.3%。1-6月累计收入为1494亿元, 同比下降8.5%。端午期间, 白酒宴席需求表现平淡, 终端备货积极性普遍不高。全国多地高温来袭, 啤酒销量的提升对大众及以下白酒也产生了一定挤压和替代, 预计下半年在消费复苏及低基数效应下, 行业整体有望迎来修复。

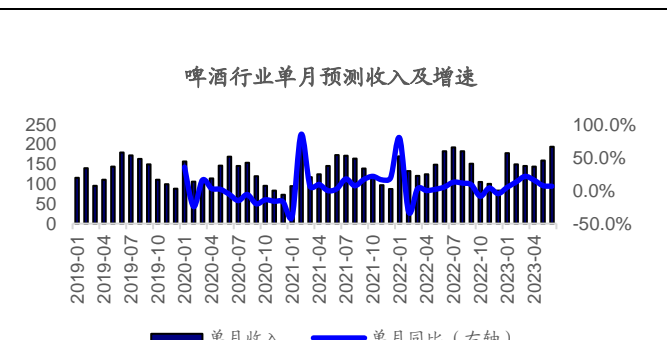
啤酒行业收入为194亿元, 同比增长6.4%。1-6月累计收入为968亿元, 同比增长10.6%。旺季到来, 高温天气作用下啤酒需求表现强劲, 但由于行业逐步进入高基数阶段, 导致啤酒收入绝对值表现较好的情况下, 增速有所放缓。我们预计行业销量实现中低个位数增长, 单价层面继续保持中个位数增长。

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)

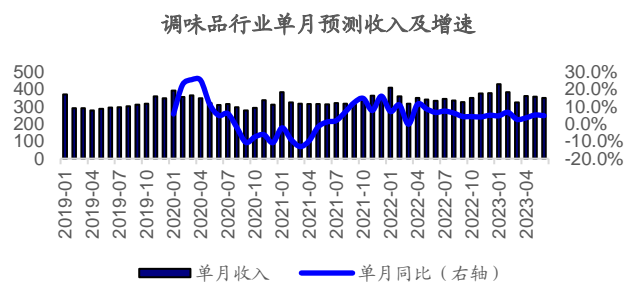


资料来源: HTI

调味品行业收入为 348 亿元，同比提升 4.7%。1-6 月累计收入为 2198 亿元，同比增长 4.5%。6 月调味品 2B 端恢复缓慢，没有亮眼表现。同时，去年 2Q 调味品行业高基数，主要因为渠道压货所致，今年头部调味品公司表示要做自上而下的改革，整理渠道，因此我们预期 6 月调味品行业同比增速弱于 5 月。

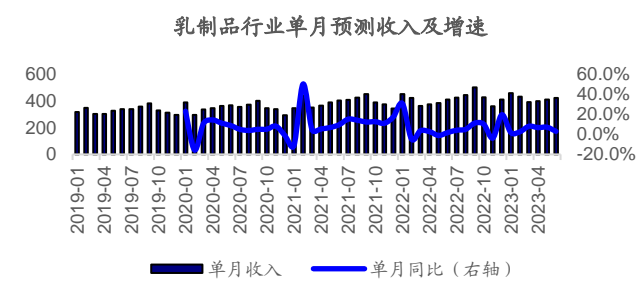
乳制品行业收入为 421 亿元，同比提升 2.9%。1-6 月累计收入为 2512 亿元，同比增长 4.6%。端午需求稳定恢复，6 月行业收入绝对值较 5 月稍有提升。但 6 月去年同期为华东疫情放开的高基数，导致今年 6 月表现增速较低。综合来看，Q2 增速高于 Q1，呈现前低后高，逐季改善。考虑行业下半年亦为低基数，我们看好增速提振的可持续性。

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 85 亿元，同比增长 15.5%，1-6 月累计收入为 541 亿元，同比增长 19.4%。速冻板块经营淡季，动销和发货表现环比有所放缓，社会餐饮恢复表现较为平缓，客户结构优质以及渠道渗透有所增加的企业表现较为亮眼。根据板块周期表现特点，二季度整体占比较低。展望下半年，随着餐饮消费景气度的进一步提升，速冻板块景气度有望环比改善。

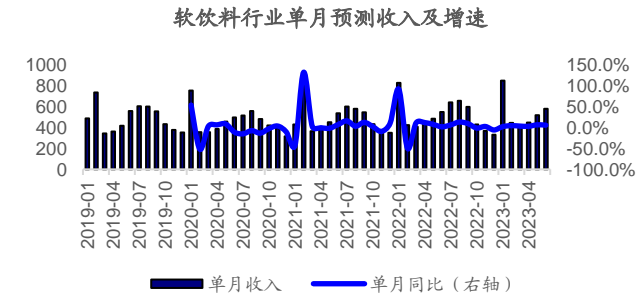
软饮料行业收入为 583 亿元，同比增长 6.0%。1-6 月累计收入为 3278 亿元，同比增长 4.5%。6 月全国多地迎来高温甚至突破极值，端午假期居民出行热情高涨，积极因素叠加出现，进一步催化软饮料动销表现。预计整体行业规模增长主要靠量增拉动，同时受糖价上涨影响，部分终端渠道反馈碳酸饮料价格也相应出现上浮，亦有一定的价增贡献。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

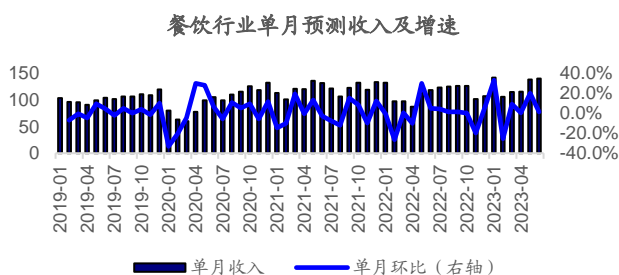
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

餐饮上市公司收入总和为 139 亿元，同比增长 18%。1-6 月累计收入为 753 亿元，累计同比增长 16.8%。根据观察 2023 年端午期间连锁餐饮品牌表现普遍优于此前“五一”表现情况，行业经营稳步向好。接下来暑期需求旺季到来，餐饮行业向好趋势有望持续。展望下半年，我们认为同店消费在客单价方面仍有提升空间，行业整体供给稳定恢复，开店成长性较高的企业具备更好的投资价值。

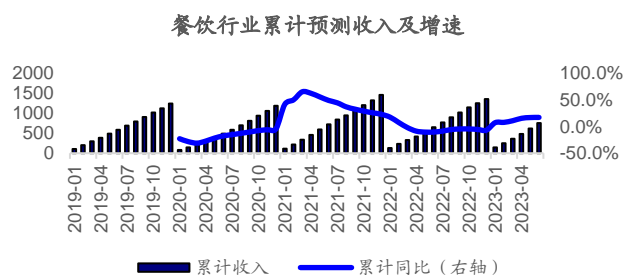
图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



资料来源：HTI

注：考虑到数据来源口径问题，我们采用环比增速作图来反映行业经营增长情况

图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



资料来源：HTI

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	2023/6/30	138.32	121.68	112.88	108.46	124.66	120.19
上周	2023/6/23	137.64	121.94	112.98	107.58	125.16	120.65
上月	2023/5/31	142.70	123.23	114.09	107.20	125.23	121.42
今年年初	2023/1/1	132.42	115.73	115.61	113.92	126.43	121.16
去年同期	2022/6/30	137.33	126.08	122.16	126.14	125.08	137.11
较上周		0.49%	-0.22%	-0.09%	0.82%	-0.40%	-0.38%
较上月		-3.07%	-1.26%	-1.06%	1.17%	-0.46%	-1.01%
较今年年初		4.45%	5.14%	-2.36%	-4.80%	-1.40%	-0.80%
较去年同期		0.72%	-3.49%	-7.59%	-14.02%	-0.34%	-12.34%

资料来源：Wind, HTI

截至 6 月 30 日，啤酒成本现货指数为 138.32，啤酒成本期货指数为 132.78。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降 3.07%，啤酒成本期货指数提升 3.2%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数提升 4.45%，啤酒成本期货指数下降 6.49%，较去年同期，啤酒成本现货指数提升 0.72%，啤酒成本期货指数下降 9.41%。

调味品成本现货指数为 121.68，调味品成本期货指数为 125.62。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 1.26%，调味品成本期货指数提升 2.45%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数提升 5.14%，调味品成本期货指数下降 2.35%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 3.49%，调味品成本期货指数下降 9.64%。

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 112.88，乳制品成本期货指数为 100.48。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 1.06%，乳制品成本期货指数下降 0.28%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 2.36%，乳制品成本期货指数下降 4.7%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 7.59%，乳制品成本期货指数下降 8.83%。

方便面成本现货指数为 108.46，方便面成本期货指数为 114.09。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 1.17%，方便面成本期货指数提升 4.48%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 4.8%，方便面成本期货指数下降 9.87%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 14.02%，方便面成本期货指数下降 17.91%。

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 124.66，速冻食品成本期货指数为 125.05。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.46%，速冻食品成本期货指数提升 0.47%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 1.4%，速冻食品成本期货指数下降 2.79%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 0.34%，速冻食品成本期货指数下降 4.99%。

软饮料成本现货指数为 120.19，软饮料成本期货指数为 131.51。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 1.01%，软饮料成本期货指数提升 1.14%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 0.8%，软饮料成本期货指数下降 6.61%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 12.34%，软饮料成本期货指数下降 12.09%。

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6月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
6.8	乳业	中国乳品的消费目前处于阶段性饱和状态 https://mp.weixin.qq.com/s/GrMbHvBXYW1UZQm9KRSB6Q
6.14	白酒	白酒价格大面积出现倒挂 https://static.cdsb.com/micropub/Articles/202306/806cc37c105fc66c510463ace1a08425.html
6.14	啤酒	新西兰啤酒税上调 6.65% https://mp.weixin.qq.com/s/jmsrFBITxHWo6rKcl2TeAA
6.16	白酒	贵州新增 10 亿酱酒园区建设项目 https://mp.weixin.qq.com/s/scz68GPsR7DqiEy_AtksaQ
6.17	餐饮	5 月全国餐饮收入增长 35.1% http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202306/t20230615_1940628.html
6.19	白酒	白酒 CR5 市占比已超 42% http://www.199it.com/archives/1466715.html
6.19	啤酒	1-5 月中国啤酒产量增长 8.4% http://www.beerw.com/list.asp?id=96564
6.20	酒业	前 5 月烟酒类零售总额 2179 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/Ejk9IUFM3-XSjz669k3oA
6.22	白酒	中酒协中期研报: 近 5 成酒商称库存压力在增长 https://mp.weixin.qq.com/s/SsXKZh5FuQk_kFNcFpWGTQ
6.24	白酒	6 月中旬全国白酒价格指数上涨 https://mp.weixin.qq.com/s/5510d8RrOKpRTskcOwD2xg
6.25	啤酒	1-5 月新增啤酒企业 3876 家 https://mp.weixin.qq.com/s/DtUUs7xJUZR3JhOAoKWgEQ

资料来源: wind, HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年6月消费公司公告

日期	公司	摘要
6.1	妙可蓝多	拟6.01亿元收购控股股东内蒙蒙牛所持有的吉林省广泽乳品科技有限公司42.88%股权。交易完成后，公司将持有吉林广泽乳品100%股权，吉林广泽乳品将成为妙可蓝多全资子公司。蒙牛拟延期12个月履行奶酪业务注入上市公司的承诺，至明年7月9日前履行完成。据悉，蒙牛部分奶酪资产之前存在境外股东，股权刚刚完成境外交割，目前其内部重组及团队整合仍未完成。
6.5	金徽酒	2023年，金徽酒将围绕“科创引领、精益管理、挖潜降耗、提质增效”的基本思路，不断提升管理水平，力争实现营业收入25亿元、净利润4亿元。
6.9	澳优	澳优乳业宣布，其新西兰全资附属公司 Ausnutria NZ 同意向伊利旗下金港商贸全资附属公司 Westland 出售 Pure Nutrition 公司 60% 股权，交易价格最高不超过 3110 万新西兰元（约 1.477 亿港元）。出售完成后，澳优方面将不再拥有该公司股权。
6.14	欢乐家	欢乐家发布公告称，其控股股东豪兴投资计划自本公告披露之日起6个月内，以自有或自筹资金通过集中竞价方式增持该公司股份，本次增持股份金额区间为900万元~1200万元。增持是“基于对公司长期投资价值的认可及对公司未来发展前景的信心，同时为了提升投资者信心，切实维护中小股东利益，结合对公司股票价值的合理和独立判断”。
6.14	劲仔食品	子公司湖南咚咚食品有限公司已于6月8日与湖南省平江县人民政府签署《项目引进合同》，拟投资3亿元建设禽肉蛋制品休闲食品深加工项目，提高鹌鹑蛋品类产能。
6.17	李子园	浙江李子园食品股份有限公司向不特定对象发行A股可转换公司债券已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2023]1166号文同意注册。本次发行的可转换公司债券简称为“李子转债”，债券代码为“111014”。本次拟发行可转债募集资金总额为人民币6亿元，发行数量为60万手。
6.17	安井食品	截至2023年6月15日收盘，公司控股股东福建国力民生科技发展有限公司因自身资金需求已通过集中竞价方式或者大宗交易方式减持14,664,700股（占公司总股本的5.00%）。本次减持计划实施前，国力民生持有公司股票87,985,919股，占公司总股本的30.00%。
6.20	盐津铺子	股权激励：本次授予的限制性股票数量为328.50万股，占授予前公司股本总额1.93亿股的1.70%；授予的激励对象为81名；授予的限制性股票上市日期为2023年6月20日。
6.27	温氏股份	温氏投资拟增资于与公司关联方广东新州投资合伙企业（有限合伙）共同投资的同茂定增2号私募证券投资基金，本次温氏投资以自有资金出资3.5亿元。
6.30	达利食品	获控股股东许世辉提出以溢价37.78%进行私有化，因股价表现不理想、股权集资能力有限。目前，许世辉及其一致行动人士已经合共持有达利食品88.89%的股份，本次私有化交易涉及最多约57.07亿港元。如果私有化获得批准，许世辉将持有96.11%股权，达利食品也将会撤销上市地位。
6.30	贵州茅台	截至2023年6月26日，公司股东新一轮增持已完毕。其中茅台集团公司增持91.96万股公司股票，占公司总股本的0.0732%，增持金额为16.76亿元；茅台技术开发公司增持了3.76万股公司股票，占公司总股本的0.0030%，增持金额为0.69亿元。据此计算，两家股东合计增持17.45亿元。公告显示，本次增持计划实施后，茅台集团公司持有6.79亿股公司股票，占公司总股本的54.0688%；茅台技术开发公司持有2784.97万股公司股票，占公司总股本的2.2170%。

资料来源：wind，HTI

表5 2023年6月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
6.1	贵州茅台	茅台基金管理公司增资5.92亿 https://mp.weixin.qq.com/s/adQA7gx7V6La8LF1cILD4Q
6.2	西凤股份	西凤股份拟增资1亿元 https://mp.weixin.qq.com/s/0qAGKiLMO8WSxQlvimidOg
6.5	口子窖	口子窖推进40万吨储能规划 https://finance.sina.com.cn/jjxw/2023-06-02/doc-imyvanz1568151.shtml
6.9	三只松鼠	三只松鼠进军社区零食店 https://mp.weixin.qq.com/s/nBPYvm2oPi7HWiQGZ60Egg
6.12	贵州茅台	茅台将在巧克力及饮料领域进行跨界布 https://new.qq.com/rain/a/20230530A05WMMR00#
6.16	贵州茅台	茅台拟分红325亿刷新纪录 https://mp.weixin.qq.com/s/mCVVCKQNLx_69iNwgDkpcw
6.18	华润啤酒	雪花10.2亿辽宁项目8月开工 http://www.beerw.com/list.asp?id=96555
6.23	水井坊	臻酿八号零售价上调30元/瓶 https://mp.weixin.qq.com/s/FirH6agouzG0ry4vRh0Bjg
6.28	蜜雪冰城	蜜雪冰城亚洲总部项目正式开园 https://mp.weixin.qq.com/s/3bEBWoNcZDCYV44TCrRclg

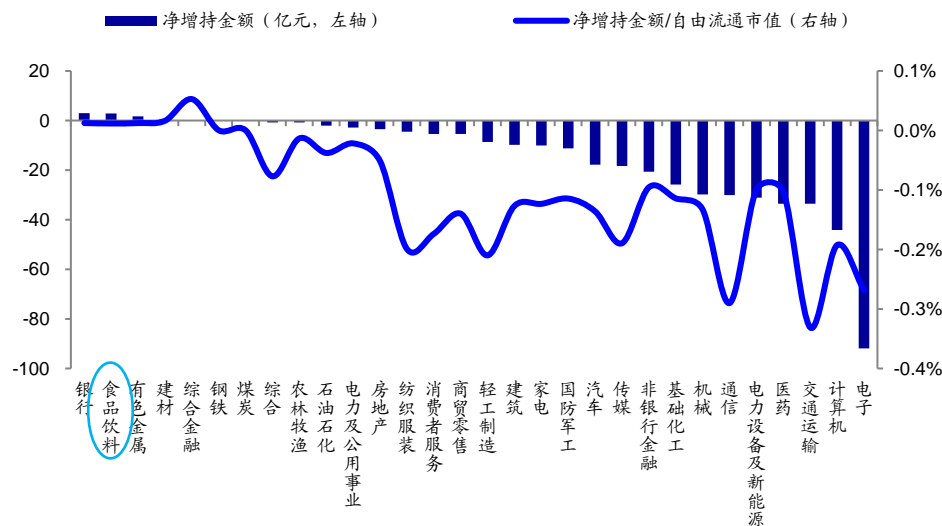
资料来源：wind，HTI

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，2023年6月银行和食品饮料行业净增持额最大，分别为3和2.9亿元，净增减持额/自由流通市值分别为0.01%和0.01%；电子和计算机行业净减持额最大，分别为91.84和44.15亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.27%和-0.27%。

图15 2023年6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6月30日

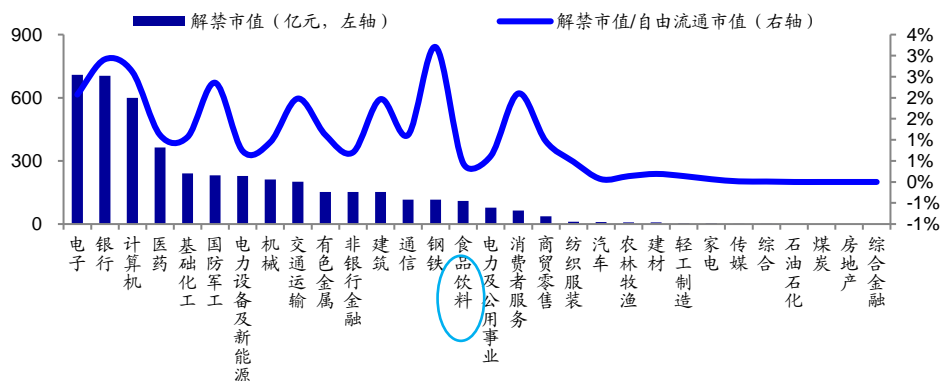
表6 2023年6月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
安井食品	-4.59	-1.33
威龙股份	-1.43	-7.21
良品铺子	-1.32	-4.53
立高食品	-1.25	-2.53
三只松鼠	-0.99	-2.82
皇氏集团	-0.96	-2.72
香飘飘	-0.89	-5.61
*ST西发	-0.04	-0.52
双塔食品	-0.04	-0.13
春雪食品	-0.03	-0.23
青岛啤酒	-0.01	0.00
桃李面包	-0.01	0.00
金种子酒	0.01	0.01
洽洽食品	0.05	0.04
古越龙山	0.16	0.28
岩石股份	0.18	0.63
贵州茅台	14.06	0.15

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照 2023 年 6 月 30 日的股价估算：7 月电子、银行、计算机等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 709、705、599 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 2.08%、2.91%、2.61%。

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 6 月 30 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 (%)
甘源食品	40.21	56.2%
科拓生物	27.53	64.6%
宝立食品	25.26	29.7%
绝味食品	8.40	3.6%
朱老六	3.06	29.7%
天润乳业	2.60	5.0%
百合股份	2.37	8.6%
ST 通葡	0.33	2.4%

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、煤炭、房地产、综合、非银行金融。

表 8 一级行业大额买入与资金流向（20230626-20230630）

	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	82.1%	94.3%	14.9%	96.7%
煤炭	80.3%	29.5%	9.8%	0.4%
房地产	80.0%	95.1%	5.4%	41.4%
综合	79.7%	90.2%	8.1%	32.8%
非银行金融	79.6%	24.6%	12.1%	19.7%
石油石化	79.3%	55.7%	10.8%	16.0%
钢铁	79.2%	50.4%	13.2%	2.5%
综合金融	78.6%	79.1%	11.0%	9.4%
建筑	77.9%	7.8%	3.4%	7.0%
交通运输	77.7%	27.9%	2.7%	3.3%
纺织服装	77.4%	45.5%	12.5%	13.9%
商贸零售	77.2%	14.8%	1.9%	11.9%
有色金属	77.1%	44.7%	8.1%	0.8%
通信	77.0%	100.0%	2.7%	57.8%
传媒	76.8%	16.4%	-4.6%	11.9%
农林牧渔	76.8%	72.1%	10.2%	5.7%
轻工制造	76.2%	50.0%	3.2%	13.1%
建材	75.7%	24.2%	-1.2%	6.1%
电力及公用事业	75.6%	0.4%	-7.2%	0.8%
消费者服务	75.6%	27.9%	-0.5%	45.1%
基础化工	75.5%	54.9%	10.2%	1.2%
汽车	75.5%	52.5%	2.5%	0.8%
家电	75.3%	88.5%	2.0%	47.1%
计算机	74.7%	35.7%	-0.5%	24.6%
国防军工	74.5%	79.1%	4.4%	11.1%
机械	74.3%	92.2%	-0.3%	2.5%
电力设备及新能源	74.2%	20.9%	5.0%	0.8%
医药	73.8%	74.2%	5.0%	7.0%
电子	73.3%	86.5%	4.6%	14.3%
食品饮料	68.3%	34.8%	-2.2%	5.7%

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

截至 2023 年 6 月 30 日，传媒、计算机、通信、石油石化和电子的行业拥挤度相对较高，轻工制造和纺织服装的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

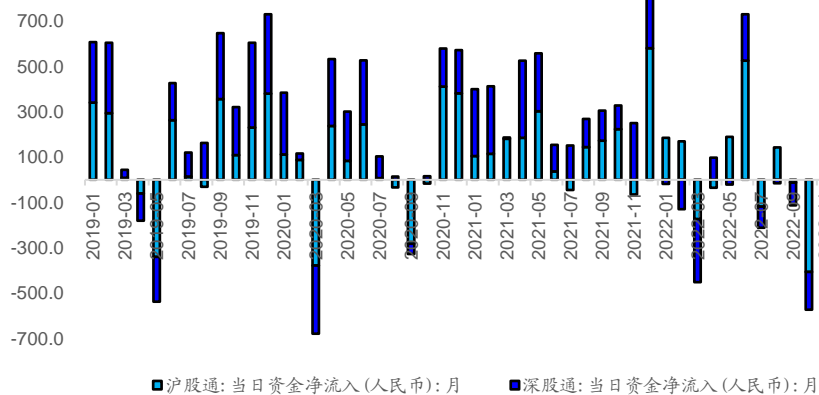
行业名称	20230630 拥挤度	20230621 拥挤度	拥挤度变化
传媒	2.89	3.1	-0.21
计算机	2.16	2.27	-0.12
通信	1.09	1.19	-0.1
石油石化	0.83	1.03	-0.2
电子	0.71	0.9	-0.18
建筑	0.59	0.63	-0.04
银行	0.36	0.49	-0.13
电力设备及新能源	0.34	0.31	0.03
消费者服务	0.21	0.22	-0.01
非银行金融	-0.01	0.12	-0.13
家电	-0.03	0.11	-0.14
食品饮料	-0.05	-0.07	0.01
汽车	-0.07	0	-0.06
国防军工	-0.15	-0.16	0.01
纺织服装	-0.18	-0.45	0.26
轻工制造	-0.2	-0.64	0.44
煤炭	-0.24	-0.14	-0.09
电力及公用事业	-0.25	0.04	-0.29
机械	-0.29	-0.42	0.13
交通运输	-0.31	-0.33	0.02
有色金属	-0.31	-0.25	-0.06
基础化工	-0.44	-0.63	0.2
钢铁	-0.47	-0.48	0.01
房地产	-0.68	-0.91	0.23
商贸零售	-0.72	-0.83	0.11
医药	-0.72	-0.72	0
综合	-0.77	-0.88	0.11
建材	-0.87	-0.92	0.05
农林牧渔	-0.99	-0.95	-0.03

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

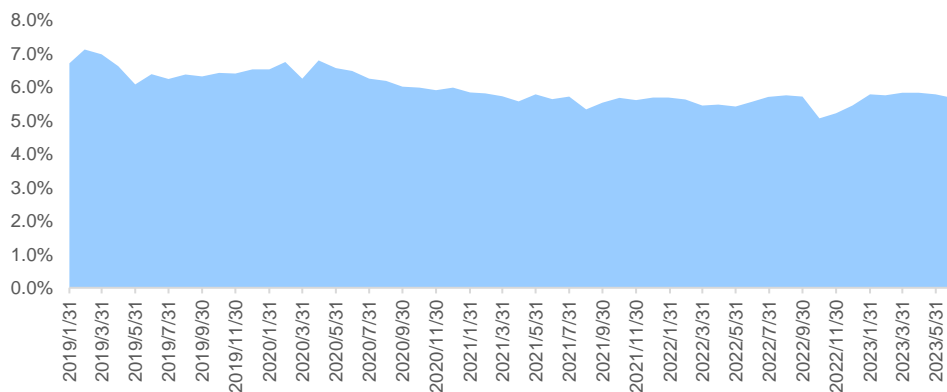
截至2023年6月30日，陆股通资金当月净流入140.3亿元（上月净流出121.4亿元），其中沪股通净流出56.0亿元，深股通净流入196.3亿元；食品饮料板块市值占比为5.7%，较上月降低0.11pct。

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6月30日

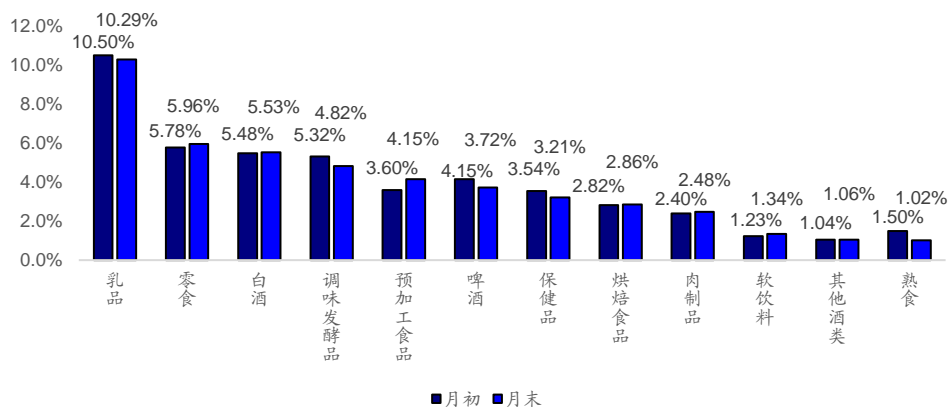
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年6月30日

乳品行业陆股通占比为 10.29%，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熟食（1.02%）和其他酒类（1.06%）。调味发酵品月末较月初减持最多（-0.50pct），月末陆股通市值占比为 4.82%；预加工食品月末较月初增持最多（0.55pct），月末陆股通市值占比为 4.15%。

图19 食品饮料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 6 月 30 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（6.3%）、泸州老窖（3.8%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（20.4%）陆股通占比最高，伊利股份（16.1%）和安井食品（8.0%）次之。其中，海天味业陆股通月末较月初减持最多（-1.88pct），安井食品陆股通增持最多（1.16pct）。

表10 食品饮料板块陆股通持股情况

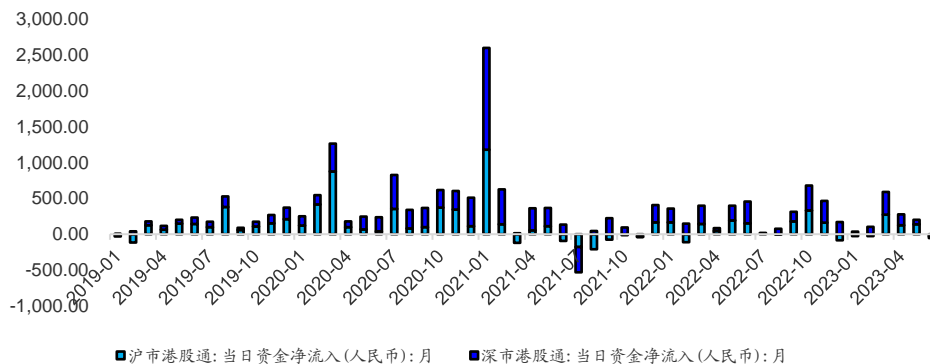
总市值排名				陆股通持股占比排名					
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.0	7.0	0.04	1	洽洽食品	20.4	20.2	0.18
2	五粮液	6.3	6.5	-0.2	2	伊利股份	16.1	16.4	-0.38
3	泸州老窖	3.8	4.0	-0.21	3	安井食品	8.0	6.8	1.16
4	海天味业	6.0	7.8	-1.88	4	桃李面包	7.9	8.1	-0.15
5	山西汾酒	3.3	3.0	0.3	5	千禾味业	7.6	8.5	-0.85
6	洋河股份	2.7	2.8	-0.17	6	贵州茅台	7.0	7.0	0.04
7	伊利股份	16.1	16.4	-0.38	7	涪陵榨菜	6.6	6.6	0.03
8	青岛啤酒	3.3	3.7	-0.4	8	重庆啤酒	6.5	7.2	-0.71
9	古井贡酒	2.4	2.3	0.13	9	五粮液	6.3	6.5	-0.20
10	双汇发展	3.3	3.2	0.1	10	海天味业	6.0	7.8	-1.88

资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 日

2.3 港股通跟踪

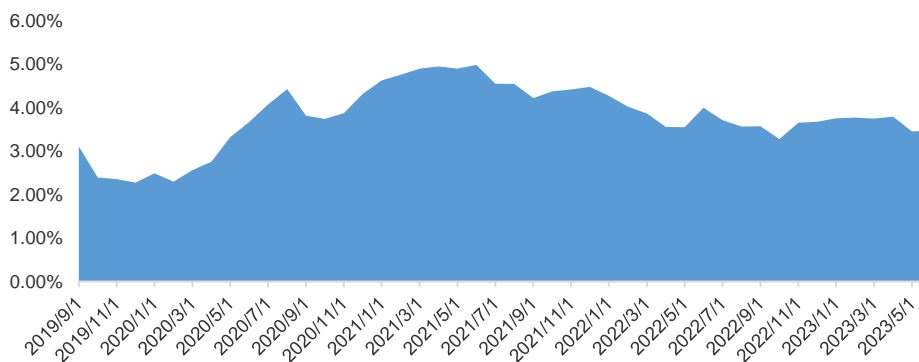
截至 2023 年 6 月 30 日，港股通资金当月净流出 53.0 亿元（上月净流入 200.4 亿元），必需消费板块市值占比为 3.5%，较上月上升 0.01pct。

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 6 月 30 日

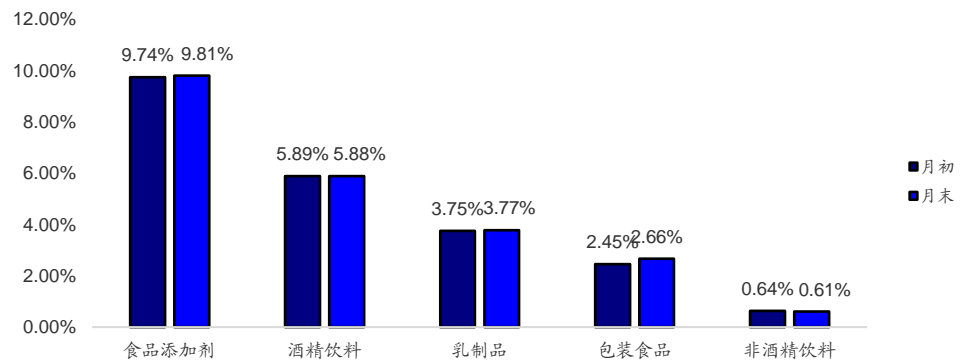
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 9.8%，较月初增持 0.07pct；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 6 月 30 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（1.2%）、百威亚太（0.2%）、华润啤酒（12.6%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（24.7%）港股通比例最高，周黑鸭（20.1%）和华宝国际（19.9%）次之。

表11 食饮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	1.2	1.3	-0.09	1	青岛啤酒	24.7	24.6	0.11
2	百威亚太	0.2	0.2	-0.01	2	周黑鸭	20.1	19.5	0.57
3	华润啤酒	12.6	12.8	-0.20	3	华宝国际	19.9	19.7	0.16
4	青岛啤酒	24.7	24.6	0.11	4	华润啤酒	12.6	12.8	-0.20
5	蒙牛乳业	2.8	2.8	0.00	5	颐海国际	10.6	10.6	0.06
6	康师傅	1.0	1.0	0.00	6	优然牧业	7.9	7.7	0.22
7	中国旺旺	0.1	0.1	-0.01	7	中烟香港	7.4	7.4	-0.02
8	达利食品	3.7	3.6	0.16	8	现代牧业	7.1	7.1	0.06
9	中国飞鹤	6.5	6.3	0.16	9	中国飞鹤	6.5	6.3	0.16
10	统一	0.3	0.3	0.01	10	阜丰集团	5.5	5.5	0.08

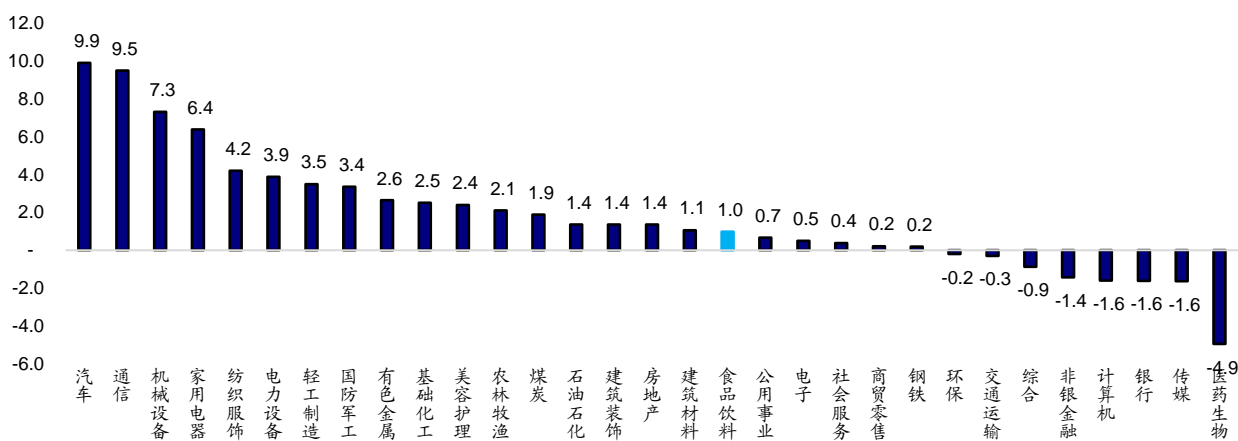
资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

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，6 月份汽车、通信和机械设备涨幅居前，分别收涨 9.9%、9.5%、7.3%，医药生物领跌，跌幅达 4.9%。食品饮料月底收涨 1.0%，在 31 个行业分类中位居第 18 名，较上月（-5.9%）前进 11 名。

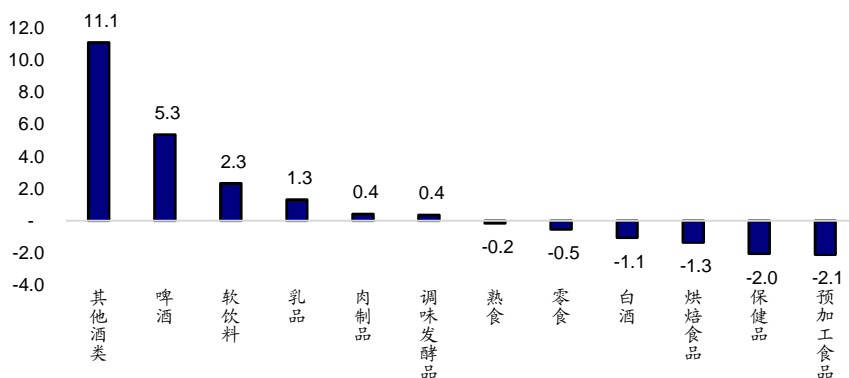
图23 2023 年 6 月 A 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

6 月份食品饮料行业其他酒类涨幅领先，收涨 11.1%；预加工食品和保健品跌幅靠前，收跌 2.1%和 2.0%。

图24 2023 年 6 月 A 股食品饮料行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

表12 A 股食品饮料板块 6 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	21242	1691	5.4	1	迎驾贡酒	510	64	15.3
2	五粮液	6349	164	3.8	2	东鹏饮料	692	173	10.4
3	泸州老窖	3085	210	2.7	3	青岛啤酒	1165	104	8.8
4	海天味业	2605	47	-6.0	4	燕京啤酒	351	12	7.9
5	山西汾酒	2258	185	-10.3	5	百润股份	382	36	6.8
6	洋河股份	1979	131	0.5	6	重庆啤酒	446	92	6.0
7	伊利股份	1803	28	1.8	7	汤臣倍健	408	24	5.5
8	青岛啤酒	1165	104	8.8	8	贵州茅台	21242	1691	5.4
9	古井贡酒	1160	247	-1.8	9	盐津铺子	167	85	4.3
10	双汇发展	848	24	-0.4	10	五粮液	6349	164	3.8

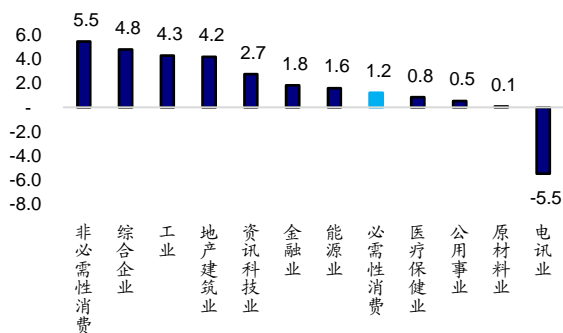
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

6 月份 H 股除电讯业 (-5.5%) 以外, 其他行业均收涨, 非必需性消费 (5.5%)、综合企业 (4.8%) 和工业 (4.3%) 涨幅居前。必需性消费 (1.2%) 在 12 个一级行业中排名第 8 名, 较上个月 (-3.8%) 后退 5 名。

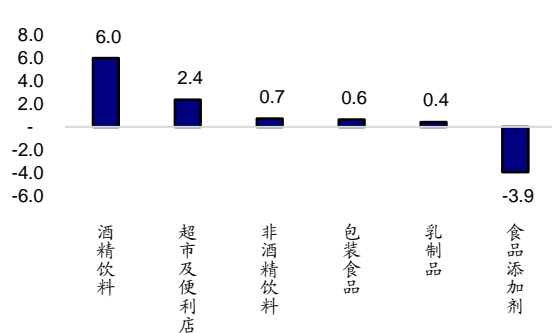
必需性消费子行业中, 除了食品添加剂收跌 3.9%, 其他子行业均有反弹, 酒精饮料 (6.0%)、超市及便利店 (2.4%) 涨幅居前。

图25 2023 年 6 月 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

图26 2023 年 6 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 6 月 30 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6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	4864	43	3.0	1	达利食品	479	4	34.1
2	百威亚太	2675	20	2.6	2	珍酒李渡	257	8	9.9
3	华润啤酒	1674	52	4.5	3	青岛啤酒	1264	71	8.6
4	青岛啤酒	1264	71	8.6	4	康师傅	686	12	8.3
5	蒙牛乳业	1164	30	-1.5	5	高鑫零售	193	2	5.2
6	康师傅	686	12	8.3	6	华润啤酒	1674	52	4.5
7	中国旺旺	618	5	-0.8	7	农夫山泉	4864	43	3.0
8	达利食品	479	4	34.1	8	百威亚太	2675	20	2.6
9	中国飞鹤	395	4	-0.4	9	统一企业	285	7	2.5
10	统一企业	285	7	2.5	10	阜丰集团	100	4	0.3

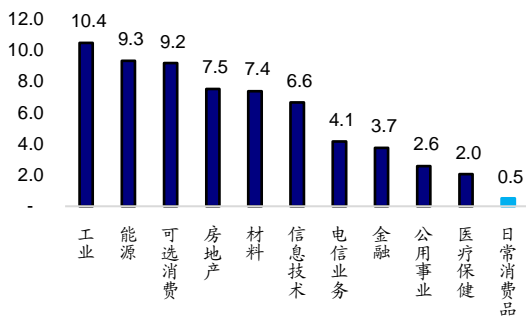
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

6月美股一级行业全线收涨，工业（10.4%）、能源（9.3%）和可选消费（9.2%）涨幅领先。日常消费品行业微涨 0.5%，在 11 个美股一级行业中排 11 名，较上个月（-4.8%）后退 4 名。

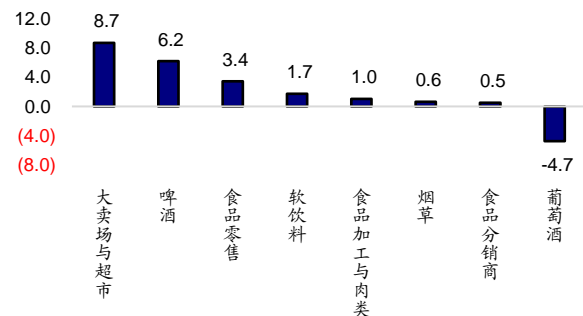
日常消费品子行业中，大卖场与超市（8.7%）和啤酒（6.2%）涨幅居前，葡萄酒下跌 4.7%。

图27 2023年6月美股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

图28 2023年6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 6 月 30 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6月涨跌幅情况

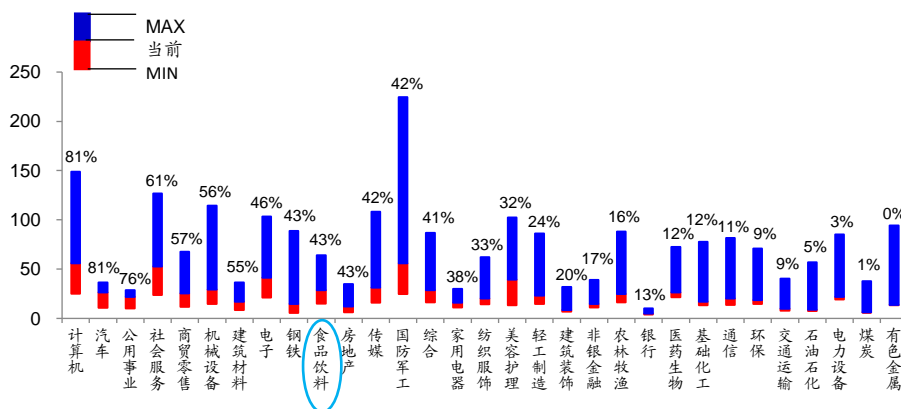
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅(%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅(%)
1	帝亚吉欧	4858	173	3.2	1	安贝夫	501	3	14.0
2	沃尔玛	4233	157	7.0	2	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB	397	111	10.2
3	可口可乐	2604	60	1.7	3	菲利普莫里斯 国际	1515	98	9.9
4	百事	2552	185	2.3	4	PERFORMANCE FOOD	94	60	9.0
5	开市客	2386	538	5.2	5	百富门-A	322	68	8.7
6	菲利普莫 里斯国际	1515	98	9.9	6	百富门-B	322	67	8.5
7	可口可乐 凡萨瓶装	1400	83	0.6	7	CASEYS GENERAL STORES	91	244	8.1
8	亿滋国际	993	73	-0.1	8	ALBERTSONS COMPANIES	125	22	7.2
9	百威英博	985	57	6.2	9	沃尔玛	4233	157	7.0
10	奥驰亚	809	45	4.1	10	百威英博	985	57	6.2

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

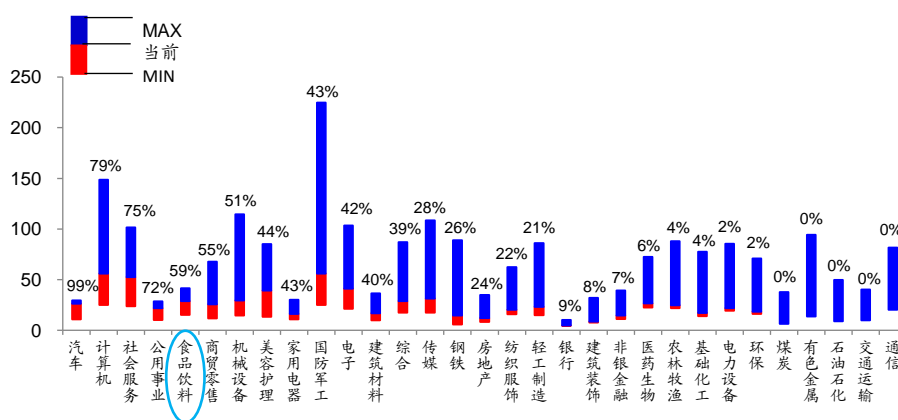
图29 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2023 年 6 月 30 日

截至 2023 年 6 月 30 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 6 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%（28.7x），较上月末（43%，28.6x）持平，在 31 个行业中排名第 10 名。

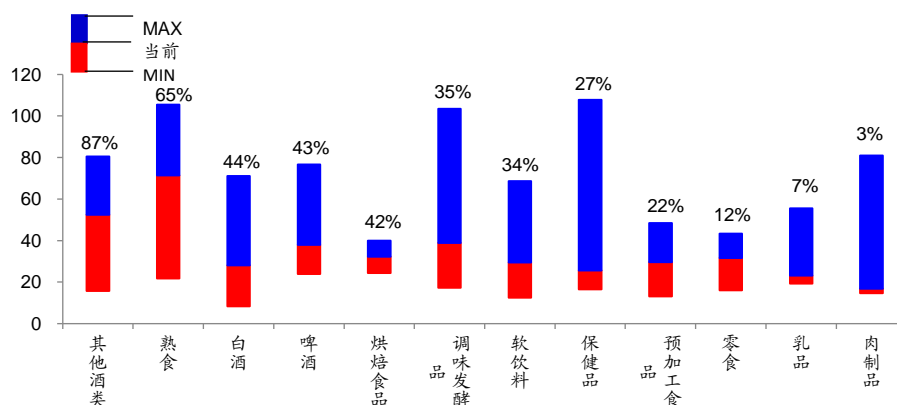
图30 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 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 13 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 59%，较上月上涨 1pct，在 31 个行业中排名第 5 名。

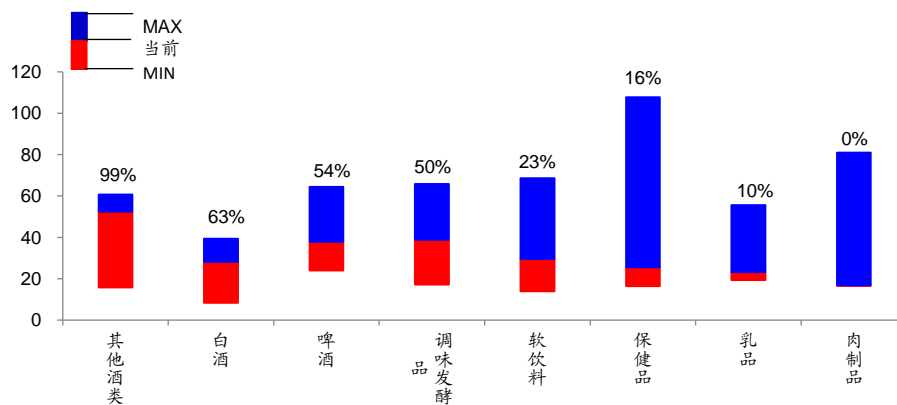
图31 A股食品饮料行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年6月30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（3%）、乳品（7%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（16.9x）、乳品（23.2x）、保健品（25.6x）。

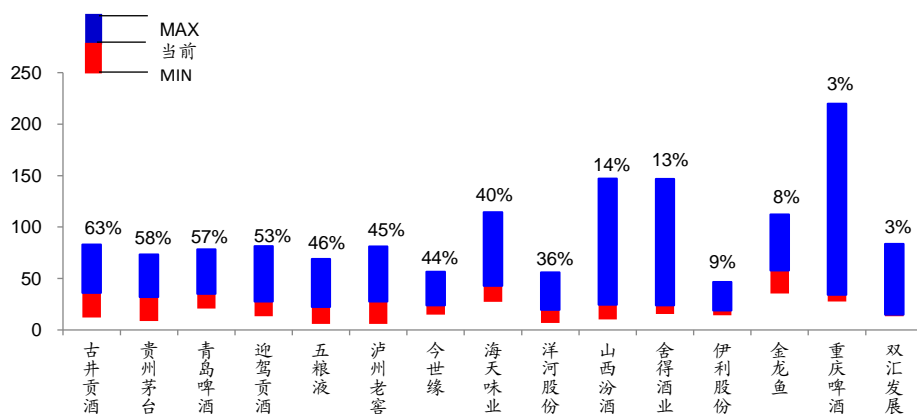
图32 A股食品饮料行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年6月30日

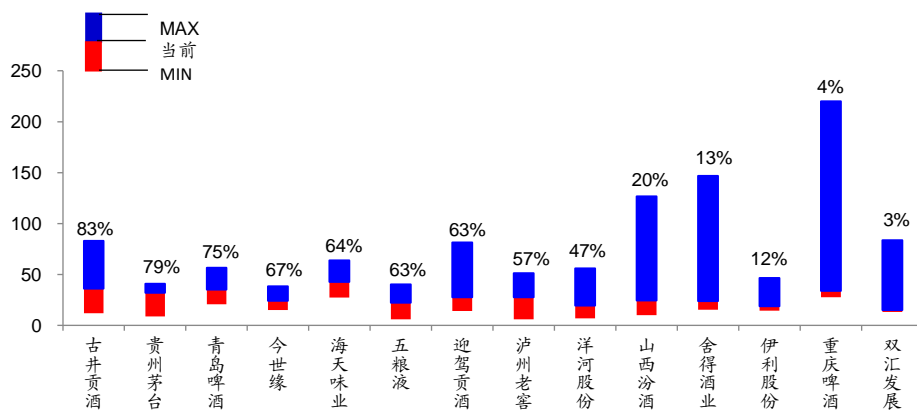
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年较低的行业有肉制品（0%）、乳品（10%）和保健品（16%）。

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6月30日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

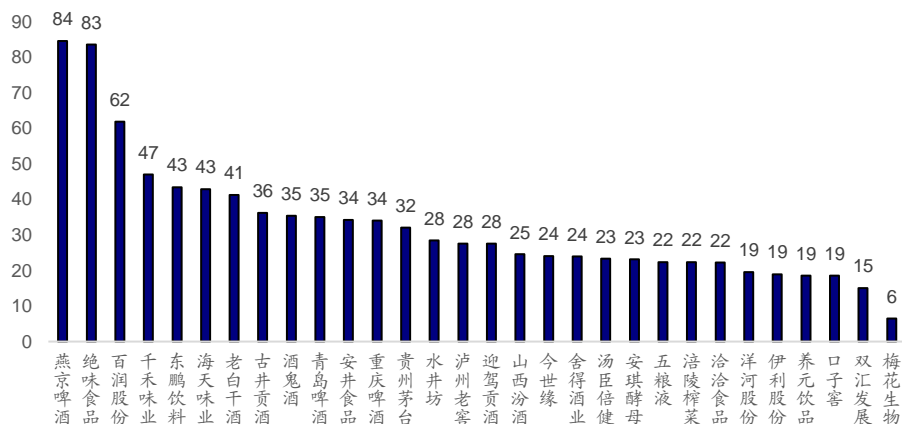
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年6月30日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

截至 2023 年 6 月 30 日，A 股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平保持稳定，A 股龙头的估值中位数为 28x（相较 5 月持平）。

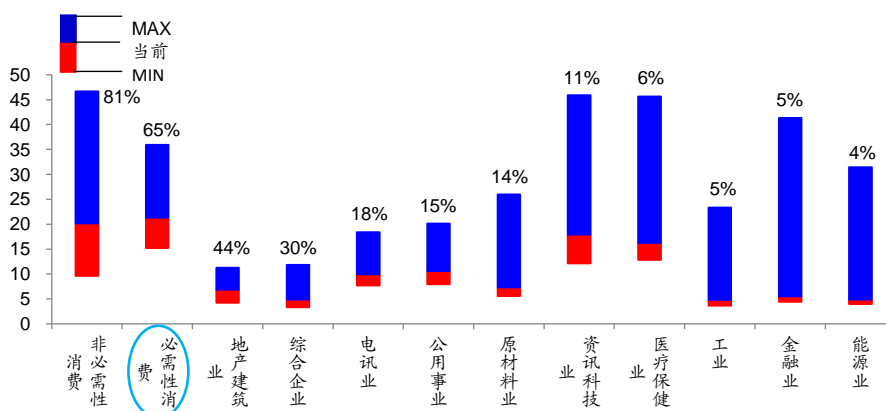
图35 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 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

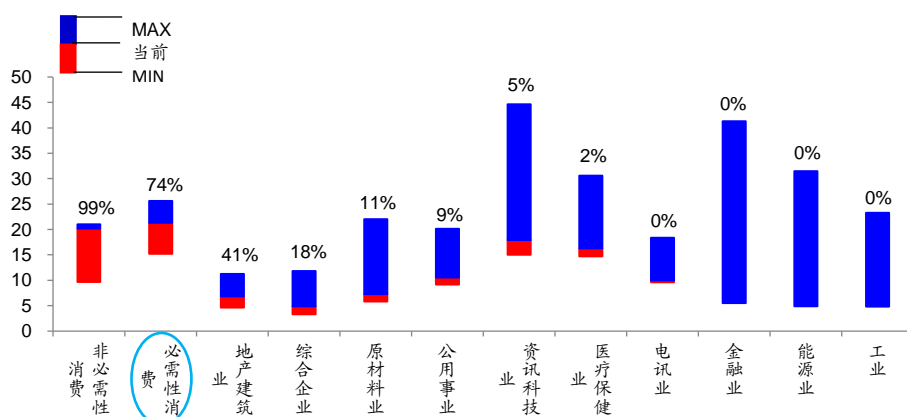
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 日

截至 2023 年 6 月 30 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有能源业、金融业、工业和医疗保健业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 65%（21.3x），历史分位数与上月末（57%，20.6x）提升 8pct，在 12 个一级行业中排名第 2 名。

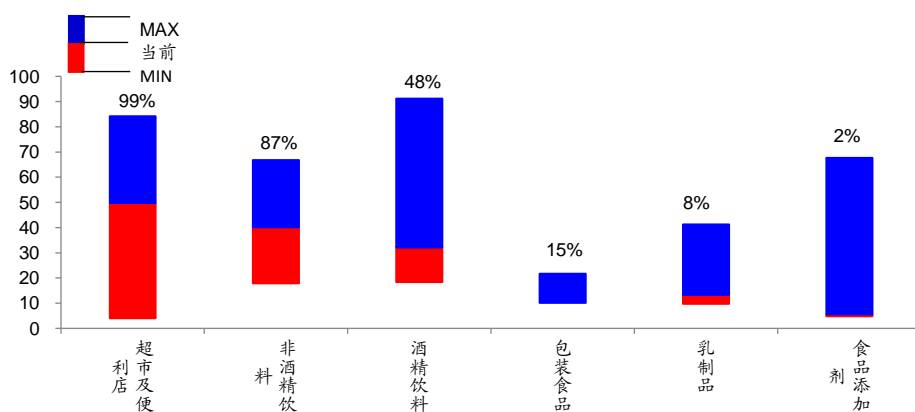
图37 H股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2023年6月30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74%，较上个月提升9pct，在12个行业中排名第2名。

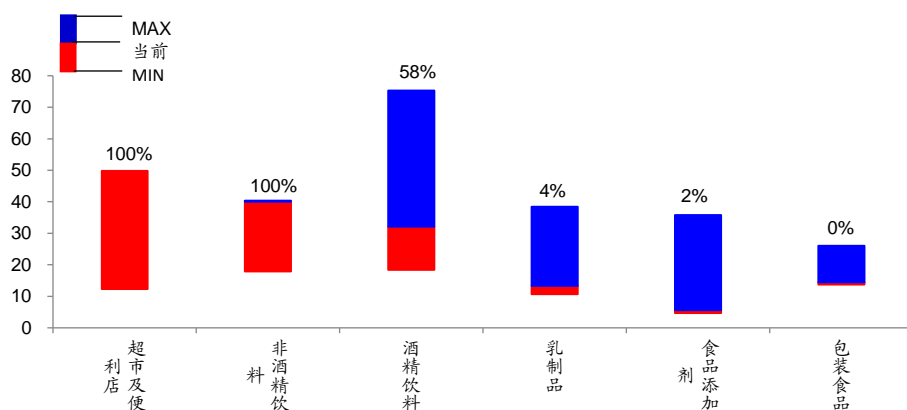
图38 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2023年6月30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（2%）、乳制品（8%）、包装食品（15%）。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（5.6x）和乳制品（13.4x）。

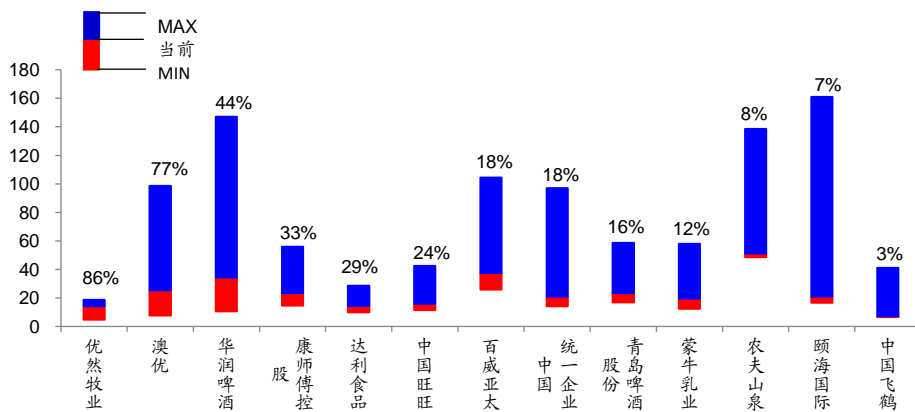
图39 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至2023年6月30日

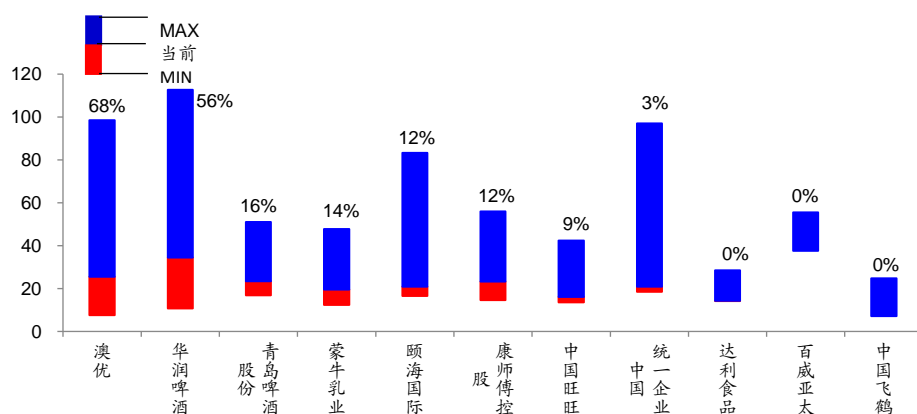
H股必需消费行业PE历史分位数处于2011年至2019年10%以下的行业有包装食品（0%）、食品添加剂（2%）和乳制品（4%）。

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6月30日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

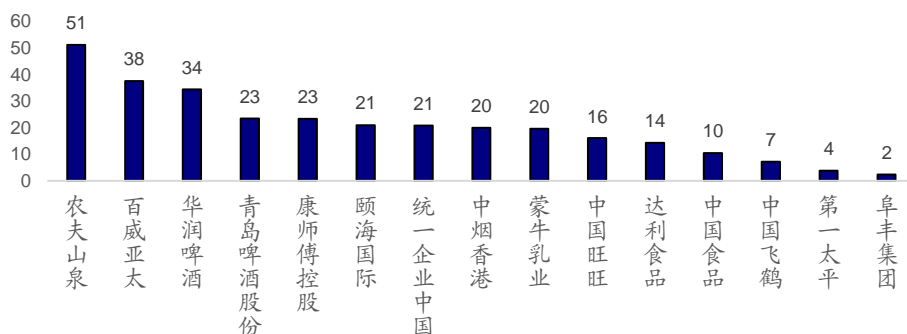
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2023年6月30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6月30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20x（相较5月下降1x）。

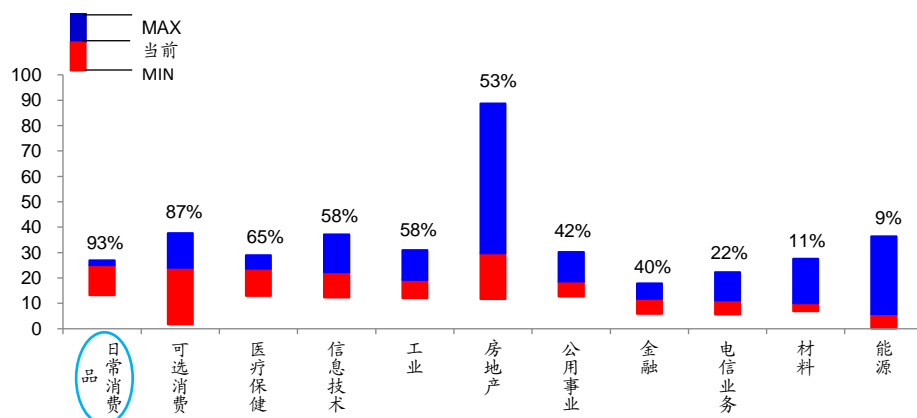
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2023年6月30日

4.3 美股行业估值表现

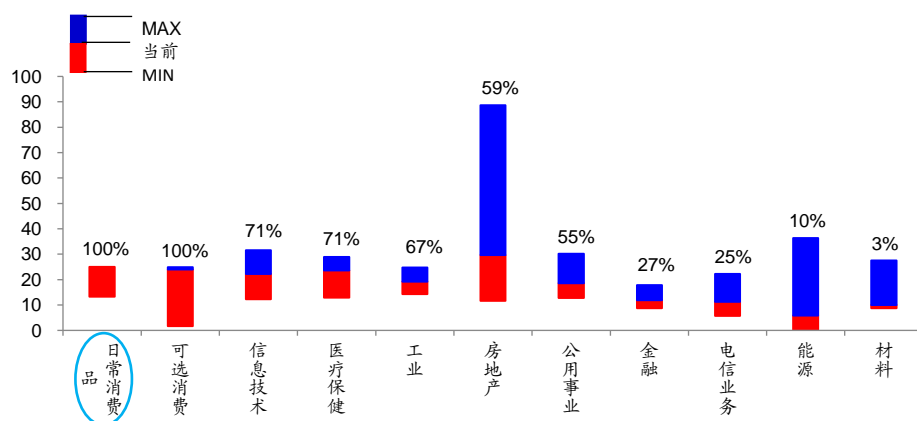
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 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 6 月 30 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是能源（9%）和材料（11%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 93%（25.0x），历史分位数与上月末（87%，24.0x）提升 6pct，在 11 个行业中排名第 1 名。

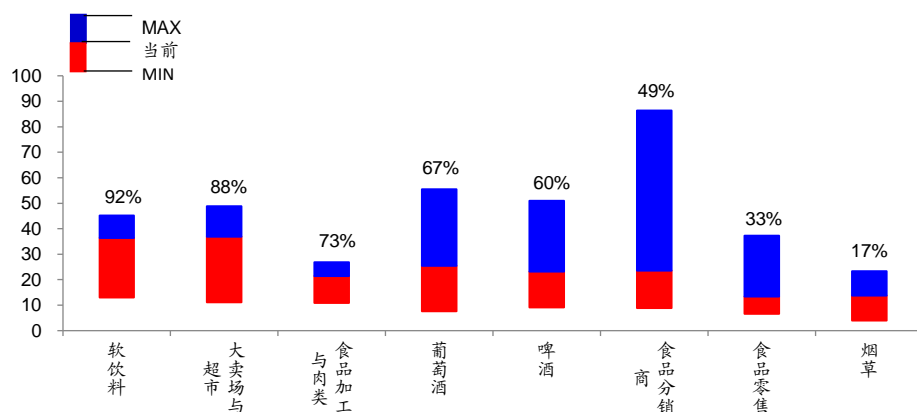
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 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（3%）、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。

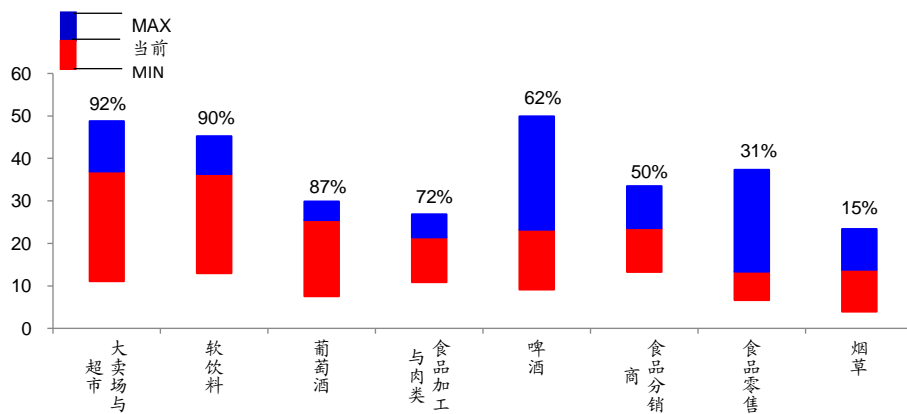
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 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（17%）、食品零售（33%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（13.8x）、食品零售（13.4x）。

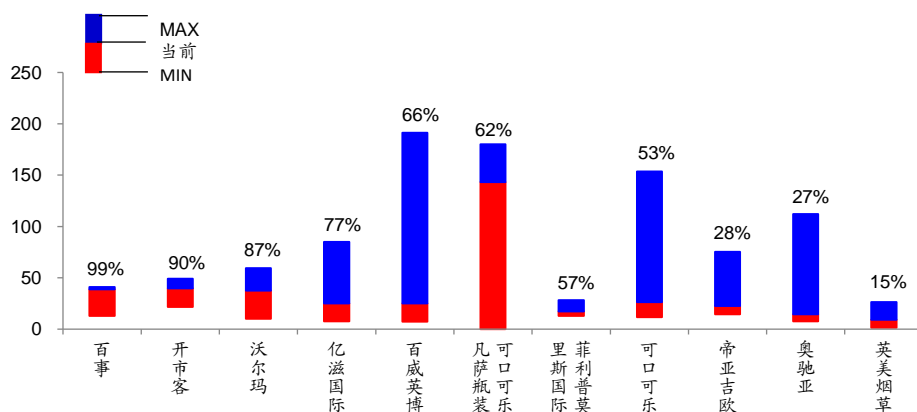
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 6 月 30 日

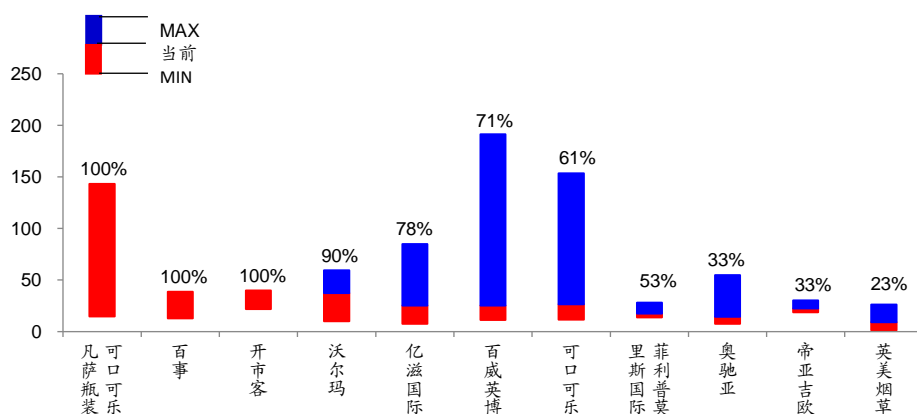
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（15%）和食品零售（31%）。

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 6 月 30 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）

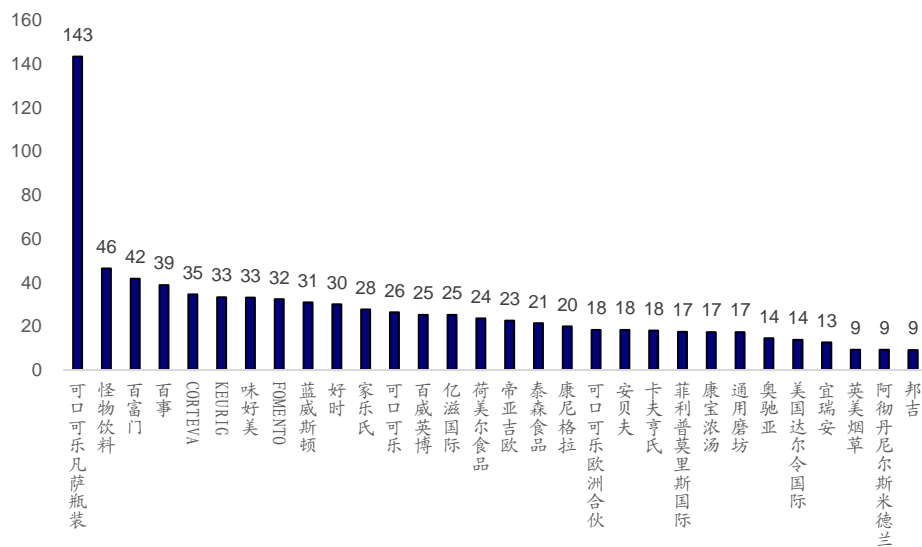
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 6 月 30 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 6 月 30 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 23x（相较 5 月提高 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 6 月 30 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：寇媛媛认为6月厂家打款发货继续推进，高端白酒企业和有强基地市场的酒企打款和发货均符合预期，部分次高端白酒打款和发货的压力较大。由于6月淡季需求相对疲软，端午节表现弱于预期，酒企重点产品批价在6月有所下行，红包扫码等方式的终端竞争进一步加剧。7月暑假来临，夏天天气炎热气温偏高，是白酒消费淡季，7月以消化2Q的库存为主。回顾上半年，商务宴请较弱，喜宴需求旺盛属于刚需，但1H23将前期压制的喜宴需求基本释放，进入3Q23白酒当期的实际需求将主导行业增速。贵州茅台公布2023年经营目标为营业总收入同比增长15%左右，符合市场预期。我们预期2Q23高端酒企和有强基地市场的酒企业绩确定性高，次高端酒企业绩压力较大。我们预期贵州茅台2Q23收入增长15%，利润增速快于收入增速；五粮液2Q23收入增长14%，利润增速快于收入增速；泸州老窖2Q23收入增长20%，利润增速快于收入增速；珍酒李渡1H23收入增长为单位数正增长，利润增速或慢于收入增速；酒鬼酒2Q23收入同比下降约20%，利润下降幅度和收入一致。

全年投资标的及排序：高端酒和优质次高端白酒在存量市场积极获取份额，有强基地市场的酒企受益于当地大众需求恢复，全年业绩目标完成确定性高，而次高端白酒或继续面临经销商打款和动销压力，7-8月天气炎热，是白酒消费淡季，9月将迎来中秋国庆小旺季，4Q有去年低基数和24年春节开门红的加持，预期3Q-4Q白酒行业将逐渐走出低迷。我们看好珍酒李渡优秀的白酒平台管理能力，珍酒和李渡在行业下行周期中有机会取得竞品份额。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。酒鬼酒短期面临批价下行和库存去化的问题，消费回暖和终端动销慢于预期带来恢复性增长延后，此外公司自2022年起进行的渠道改革使经销商信心缺失和打款延后，也影响短期业绩表现。不过我们预期酒鬼在6月的打款和动销已经回正，3Q23将逐渐走出低估。根据最新股价，贵州茅台/五粮液/泸州老窖/珍酒李渡/酒鬼对应2023年PE估值为28.8X/20.6X/23.4X/14.8X/28.1X。7月我们判断白酒行业将呈震荡行情，看多珍酒李渡、五粮液、泸州老窖、贵州茅台，看空次高端白酒。

大众白酒：陈子叶认为春节期间白酒消费以较高斜率开局，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。端午前后市场反馈商务消费恢复相对滞后，婚喜宴需求表现平淡，行业基数效应褪去后，动销相对平稳。当前各大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。6月份经渠道反馈的部分产品批价仍旧略有松动，其中窖藏1988批价下滑5元，汾酒青20下滑5元，内参下滑10元，品味舍得、水晶舍得下滑10元，井台下滑5元，洋河M3水晶版下滑10元，今世缘四开下滑20元，口子20下滑15元，上涨产品中，古20/古16批价上行10元，青花郎20/红花郎15/上行10元/35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20%/83%/47%/63%/67%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：陈子叶认为从基本面角度来看，当前现饮场所全面开放，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的影响，酒企销量保持较快增长并有望维持。近期异常气候导致高温天气到来早于往年，我们预计虽然去年旺季为高基数季度，但今年旺季仍有望实现较好的动销表现。

进入 2023 年以来，啤酒包材价格较去年同期有 10-20% 左右的下滑，因此在成本端我们预计今年将出现压力缓解，甚至吨成本同比微降的情况，为业绩提供弹性。根据我们的成本周报跟踪，大麦现货、期货价格近期均有较大幅度下行，这也为各家酒企在今年年末在较低价位锁定 2024 年全年大麦成本提供可能，明年大麦成本有望出现同比下降。

目前时点，我们建议关注啤酒行业配置机会，推荐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：肖韦俐认为乳业稳定恢复，逐季改善，估值较低，建议关注。

(1) 液态奶：需求在稳定恢复的过程中，Q2 在低基数基础上录得中个位数增长，略低于我们预期，但考虑行业下半年亦为低基数，消费力逐渐恢复，我们看好逐季改善。利润端来看，近期原奶仍在走低，跌幅自年初以来达到 7.7%，同时产品结构也在优化，高毛利产品（如高端常温奶、低温系列）销售情况环比向上，成本下行与结构优化对乳企毛利率有正贡献；但受限于上游产能过剩，中游乳企上半年喷粉较多，喷粉 1 吨损失在 1 万余元，拖累盈利水平；费用率仍在下行通道，即使在原奶下行的背景下亦未见价格战，高端常温奶 49.9 元的终端价格保持稳定，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，近期出现长尾厂商甩货现象，竞争激烈，价盘松动，某头部厂商市场份额亦环比有所下行；且需求端 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双位数下降。但受益于疫后压制的生育需求释放以及生肖年效应，2024 年或可看到拐点。目前受限于需求较弱，飞鹤、伊利等厂商老产品批价变化不大，通过新品放量实现价格上移。飞鹤、伊利进行主动控货，坚定实施去库存战略。飞鹤同时进行渠道全面改革，将线下母婴店的交易结算转至线上，杜绝终端乱价现象；并以首次入会、终身绑定的方式，促进经销商及门店拓新。

投资标的：关注个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤。我们预计伊利 2Q23 收入增长 5%，利润增速快于收入增速；预计蒙牛 2Q23 内生收入增长 5%，利润增速快于收入增速；预计飞鹤 1H23 收入保持平稳。目前乳业估值仍低，根据 Wind 一致预期和最新股价，伊利/蒙牛/飞鹤对应 2023 年 PE 估值为 16.29X/17.40X/6.47X。

调味品行业：寇媛媛预期 7 月餐饮或受益于暑假的来临，环比 6 月将有所恢复，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提升，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，进入门槛较低，大厂商和小企业都在加码布局，行业虽然增速较快，但竞争也在加剧。因为餐饮需求恢复较弱，整体渠道库存较高。海天味业表示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。同时，将不固守传统大单品，向多元化产品进军。中炬高新增速稳健，渠道库存整体健康，我们高度关注股权和董事会改组。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。天味食品收入符合预期，增速在 20% 以上，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、辣椒价格和油脂价格仍在高位震荡，白砂糖价格近期持续走高，包装材料如玻璃瓶价格有所上升，人民币汇率走弱对于由美金结算的原材料有进一步的压力，瓦楞纸价格则进一步回落。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 37.9X/39.8X/59.1X/40.3X/35.5X，对于调味品板块呈中性评级，其中海天味业 2Q23 和 2023 年收入利润端均承压，估值较高，估值有进一步向下的压力。

养殖&屠宰行业：1) 生猪养殖：宋琦对于生猪养殖板块表示谨慎乐观。目前行业产能较为充裕，产能去化表现波动，需求尚未出现大幅增长，病疫表现稳定。目前行业供给充裕，主要参与者为普遍为规模厂，去产能并不迫切，因此产能去化预计将持续至 3Q23 中末期出现较为明显的效果，生猪价格同样预期将在低位运行至 3Q23 中末期，此外，若生猪价格低位运行时间超预期，则有望迎来较大幅度产能去化，从而带来周期上行。建议持续跟踪生猪产能变化情况，关注养殖成本优化的弹性标的。

2) 白羽鸡养殖：宋琦对于白羽鸡养殖板块持中性态度。目前鸡肉消费需求为全年较低水平，且夏季炎热，肉鸡养殖难度较大，肉鸡、父母代及商品代鸡苗价格均在较低位置。未来随着下游需求转好及父母代种鸡存栏量下降，白羽肉鸡、商品代鸡苗价格有望转强。

3) 饲料：宋琦对于饲料板块持中性态度。由于养殖规模目前处于较高水平维持，且行业去产能预期明确，预计饲料需求不具备增长动力，饲料价格预计将维持低迷态势。考虑到原材料价格下行幅度较大，饲料厂加工利润表现有望好转。

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 月因为低基数增速较强，5-6 月由于基数逐渐上行和需求疲软，增速收窄，尤其 6 月因为 618 的虹吸效应，线下增速较弱，我们预期 6 月线下或呈负增长。2Q22 受疫情风控影响，有一定库存积压，部分库存会在 2Q23 销售，但我们观察到 2Q23 和 618 折扣可控，对利润压力不大。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。

7 月我们的推荐组合是买入特步国际，李宁和安踏体育中性，看空申洲国际。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。李宁在终端仍有较好的动销表现，同时库存水平领先行业，基于渠道库存把控，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的收入增速。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。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 的低迷期过后，随着海外去库存周期结束，我们预期 3Q23 开始公司订单有一定回暖，但短期股价反弹较多估值偏贵。根据 Wind 一致预期和最新股价，特步国际/李宁/安踏体育/申洲国际对应 2023 年 PE 估值为 16.8X/22.8X/22.1X/24.7X。

表15 消费行业重点公司 23 年一季报预测

股票代码	公司名称	收入增速					归母净利润增速				
		1Q23	2Q23	1H23	2H23	2023	1Q23	2Q23	1H23	2H23	2023
600519.SH	贵州茅台	19%	15%	17%	16%	17%	21%	16%	19%	21%	18%
000858.SZ	五粮液	13%	14%	13%	16%	14%	13%	14%	13%	16%	16%
000568.SZ	泸州老窖	21%	20%	20%	26%	23%	29%	24%	27%	28%	27%
000799.SZ	酒鬼酒	-43%	-20%	-35%	72%	5%	-42%	-15%	-35%	72%	-1%
6979.HK	珍酒李渡			7%	36%	22%					
600809.SH	山西汾酒	20%	22%	21%	28%	24%	30%	26%	29%	23%	27%
002304.SZ	洋河股份	16%	20%	17%	20%	18%	16%	18%	16%	29%	20%
000596.SZ	古井贡酒	25%	21%	23%	17%	20%	43%	25%	35%	24%	31%
603369.SH	今世缘	27%	27%	27%	27%	27%	25%	24%	25%	25%	25%
603198.SH	迎驾贡酒	21%	26%	23%	20%	21%	27%	29%	28%	25%	26%
600600.SH	青岛啤酒	16%	7%	12%	3%	8%	29%	15%	24%	10%	20%
600132.SH	重庆啤酒	5%	6%	6%	10%	8%	14%	10%	12%	15%	13%
0291.HK	华润啤酒			10%	6%	9%			22%	15%	21%
600887.SH	伊利股份	8%	5%	6%	10%	8%	3%	9%	5%	33%	15%
2319.HK	蒙牛乳业			10%	12%	11%			12%	17%	15%
6186.HK	中国飞鹤			1%	6%	4%			4%	9%	7%
605499.SH	东鹏饮料	24%	21%	23%	25%	24%	44%	28%	36%	23%	30%
603170.SH	宝立食品	0.27	15%	21%	22%	21%	82%	20%	48%	16%	30%
300498.SZ	温氏股份	0.37	6%	21%	9%	13%	27%	-1174%	-51%	17%	-5%
002299.SZ	圣农发展	0.34	8%	20%	27%	24%	237%	216%	271%	173%	269%

资料来源：wind，HTI，蒙牛乳业收入增速为合并妙可蓝多口径，利润增速为调整后净利润口径（扣除一次性损益项）

纺织服装行业：盛开、梁希的中期策略报告认为年初至今，品牌服饰企业市场表现突出，主要依托于较强的业绩修复。

23H1 回顾：

A 股品牌：23Q1 盈利水平明显修复，带动 PE 估值和市场表现均显著回暖。

A 股制造：海外品牌库存清理持续，阶段性业绩承压使得 23PE 相较 19 年明显折价。

港股+海外：具有底部修复和持续高速增长逻辑的企业市场表现更优，头部奢侈品和中高端正装突出，国产运动零售增速仍优于国际品牌。

23H2 展望：

持续看好线下直营占比居前、疫情期间逆势开店、库存周转率先改善的优质品牌服饰企业：比音勒芬、海澜之家、歌力思、波司登。

海外品牌库存持续清理，我们判断 23Q3 订单增速将迎来拐点，但考虑到海外品牌经销端增速恢复慢于零售端，短期订单能见度仍待修复。建议关注具有所处行业供给出清、下游客户结构升级、拓宽成长性客户逻辑的优质制造企业：华利集团、新澳股份、伟星股份。

批零社服行业：汪立亭、李宏科认为二季度社服板块整体回调，分子板块来看：教育>专业服务>旅游及景区>酒店餐饮，细分板块中仅教育板块取得正收益。结合我们对中报的预期，建议关注业绩兑现具备确定性的优质龙头。展望下半年，低斜率修复+存量资金背景下，①在暑期、中报、亚运会等存在催化剂的时间点关注复苏斜率变化、业绩兑现程度带给市场的预期方向的影响；②重视风险与业绩确定性，谨慎考虑潜在负面扰动因素。

以下我们是对重点公司的中报前瞻：

(1) 教育：①中公教育：我们判断 2Q 公司收入主要受省考面试、事业单位招聘带动，利润端降本增效持续，预计 2Q23 公司收入 8.1-8.6 亿，下降 15%-20%，归母净利润 0.4-0.6 亿。②传智教育：我们判断疫情后公司经营逐步恢复，公司预售学费主要以合同负债形式确认，结合 1Q23 期末公司合同负债 2.1 亿元，我们预计 2Q23 公司实现收入 2.0-2.2 亿，下降 5%-15%，归母净利润 0.6-0.7 亿。③佳发教育：2Q 为公司传统旺季，2Q19 公司收入 2.1 亿约占全年的 37.0%，我们判断疫后经营活动恢复正常叠加传统旺季带动公司收入增长，预计 2Q23 收入 2.2 亿-2.3 亿，增长 40%-50%（考虑到订单交付需一定时间，部分收入也有可能于三季度确认），归母净利润 0.6-0.7 亿，增长 15%-30%。

(2) 人服：科锐国际：人服行业具有较强顺周期属性，我们预计 2Q 公司业务恢复向好，但订单下达至交付之间需一定时间，我们判断公司 2Q 增速仍收到确收节奏一定影响，预计 2Q 收入 25.5-27.7 亿，增长 15%-25%，归母净利润 0.8-0.9 亿，增长 5%-15%。

(3) 景区：①宋城演艺：23 年五一假期全国各大千古情演出合计 241 场，按可比口径恢复至 2019 年同期的 160.0%，接待游客量和收入则分别恢复 127.0%和 121.4%，全面超越 2019 年。我们判断 2Q23 公司经营持续恢复，预计收入 4.6-5.4 亿，归母净利润 1.8-2.0 亿；②中青旅：23 年五一假期中青旅大部分业态指标均超过 2019 年同期数据。乌镇接待游客超过 36 万人次，较 2019 年略有增长，收入增幅超 20%，古北水镇单日最高接待 5 万人次，收入较 19 年基本持平；端午首日古水北镇房间预订率创造历史新高。我们预计 2Q23 公司收入 25.2-27.4 亿，增长 70%-85%，归母净利润 1.5-1.7 亿（政府补贴或有季节性波动影响）；③天目湖：23 年五一假期天目湖旅游度假区（包括上市公司及周边业态）接待游客 51.8 万人次，同比 2019 年增长 74.7%；端午假期首日接待人次较“五一”同期增长 130.0%。我们预计 2Q23 公司实现收入 1.7-1.9 亿元，归母净利润 0.6-0.7 亿。

(4) 酒店：二季度酒店 RevPAR 修复先升后降，五一期间达到高点，后回落震荡，我们预计，①锦江酒店：预计二季度收入增 17.6-28.6%，归母净利润 2.5-3.5 亿；②首旅酒店：预计二季度收入增 47.5-69.9%，归母净利润 1-1.5 亿。

(5) 餐饮：①九毛九：公司核心品牌太二拓店稳健，1H23 新开店 45 家；怂火锅在 23 年正式进入拓店轨道，截至 6 月底门店数 43 家，较 2022 年底净增 16 家。我们预计 1H23 收入增长 75%-85%，归母净利润 2.5-3.0 亿。②海底捞：根据窄门餐眼，1-5 月新开店仅为个位数，我们认为 23 年以来公司在兼顾外部环境与内部管理两方面的基础上，并行推进“啄木鸟”、“硬骨头”两项计划。我们预计 1H23 收入增长 30%-35%，归母净利润 15.0-20.0 亿。③特海国际：我们看好公司品牌优势、管理理念及国际运营能力，短期继续优化模型、加密复制，提升盈利性；长期有望在平衡标准化和本地化基础上进入重点空白市场。我们预计 1H23 收入增长 35%-40%，归母净利润 0.1-0.2 亿美元。④百胜中国：截至 6 月 16 日，必胜客门店数达到 3000 家，已进驻全国 600 多个城镇。我们判断，未来肯德基有望维持同店增长韧性；必胜客运营效率进一步提升，将成为另一增长引擎。我们预计 2Q23 收入增长 25%-30%，归母净利润 1.5-2.0 亿。⑤广州酒家：2023 年 1-4 月，公司实现营业收入 11.5 亿元，同比增长 24.2%，

归母净利润 7108.5 万元，同比增长 63.4%；广州酒家上海首店于 4 月开业，有望加速广东省外布局。2Q 为传统淡季，我们预计 2Q23 收入增长 20%-25%，归母净利润 0.0-0.2 亿。

(6) 免税：中国中免：据海南广播电视台，2023 年 1-5 月海南离岛免税店总销售额为 289.3 亿元，同比增长 39.9%，据新华社，1Q23 海南离岛免税店总销售额为 203.0 亿元，据此推算 4-5 月份销售额为 86.3 亿元，同比增长 74.6%。据中新网，23 年端午节海口海关共监管离岛免税销售金额 2.6 亿元，日均销售额 0.9 亿元，考虑到 2Q 为海南旅游淡季及打击代购的影响，我们预计 2Q23 公司收入 157.6-163.0 亿元，增长 45%-50%，归母净利润 13.7-14.4 亿元，增长 0%-5%。

家电行业：陈子仪团队的中期策略报告认为：

白电：盛夏在即，空调年初以来出货、排产及终端销售均实现了较好增长，为白电收入端提供弹性，估值低位提供充分安全垫，重点推荐估值底部的白电龙头：美的集团、格力电器、海尔智家。

小家电：行业出口有望回暖，内销表现平稳，新品类新渠道贡献增长点，品牌表现分化，推荐受益于品牌代际变化的差异化品牌小熊电器、新宝股份。

清洁电器：我们预计 2023 年产品层面的降本将给终端价格带来渐进下行空间，从而刺激用户购买需求，带动行业销量回升。两家龙头公司利润率基数前高后低，利润率有望触底回升。推荐石头科技，科沃斯。

厨电：厨电作为家电行业中地产后周期关联性最强板块，疫情叠加地产影响冲击下 22H2 业绩成长性及盈利能力筑底，23Q2 起基本面有望呈现复苏态势。地产政策边际改善持续下，后周期产业链成长信心亦有望回升。重点推荐厨电龙头老板电器，关注华帝股份等。集成灶板块长期看渗透率仍有提升空间，关注板块细分龙头火星人、亿田智能、浙江美大等。

黑电：我们认为黑电行业格局正在改善，价格层面受到品牌竞争的影响压力将减弱。成本端预计在面板厂控产策略+终端需求小幅复苏带动下，面板价格会有短暂上涨，但基于需求端的稳定与总产能的供给过剩，我们预计面板涨幅有限。我们判断行业龙头在格局改善的情况下继续深化变革，有望取得优于行业的增长。

制冷产业链：制冷产业链方向继续关注新能源汽车热管理及热泵赛道。我们判断新能源热管理有望开启新赛道，热泵顺应节能减碳趋势中长期成长性明确，重点推荐以热泵变频控制技术及管理产品为核心，新能源战略布局清晰，并且扩延机器人及储能领域业务的部件龙头三花智控；关注布局新能源热管理以及热泵赛道的海信家电、海立股份等。

造纸轻工行业：郭庆龙团队认为海外需求分化，重视出口链修复。

出口仍有支撑，新兴市场需求萌动。根据海关总署统计，2023 年 1-4 月我国出口金额累计值为 11169.57 亿美元，累计同比增长 2.5%。其中，1-4 月分别实现出口金额 2921.75/2138.21/3155.43/2954.1 亿美元，同比变化-10.40%/-1.30%/+14.80%/+8.50%。

从主要贸易对象来看，向不同目的地的出口表现呈现明显的分化趋势，东盟、俄罗斯及非洲对出口拉动显著。22 年下半年开始，美国和欧洲对应的出口增速回落，到 23 年 1-4 月的同比增速分别为 -14.30% 和 1.90%。相比之下，1-4 月我国对东盟和俄罗斯的出口金额累计同比增速分别为 15% 和 67.2%，成为我国出口增长的重要支撑力量。截至 23 年 4 月，东盟出口金额占比上升至 15.64%，欧洲占比 21.23% 排名第一，美国占比 14.56% 排名第三。

美国就业仍热，东盟韧性凸显。美国劳工部数据显示，23年5月非农就业人数新增33.9万人远超预期，失业率为3.7%，劳动力参与率为62.6%。23年5月消费者信心指数达59.2，同比增长1.37%。从1-2月出口东盟七大经济体的品类数据来看，东盟对传统的劳动密集型产品需求显著高增，同时光学、医疗等仪器大类的出口同比也在20%的高位。

原材料和海运价格回落，利好国内出口。23年1-5月铜、铝、不锈钢、ABS、PC价格均呈下滑态势。截至6月2日，中国出口集装箱运价综合指数（CCFI）相较于21年以来的最高点减少74.1%。原材料价格整体下行，叠加海运费大幅回落，利好出口企业降本。

在出口仍有支撑、新兴市场需求增长，原材料价格下降、和海运费大幅回落的大背景下，出口业务占比相对较高的企业，收入端仍有一定支撑，利润端有望修复。关注：海象新材、恒林股份、乐歌股份、共创草坪、麒盛科技、匠心家居、梦百合、久祺股份等。

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**

Focus on opportunities for consumer staples and downside costs. The A-share consumer staples and H-share consumer staples index rose 2.06% and 0.73% respectively in June, ending the previous losing streak and in line with our view that we began to "no longer be pessimistic" last month. However, it should be noted that the recent changes are mainly due to falling costs and falling valuations, while the gradual recovery of consumer demand is still unstable. From the perspective of the recovery of consumption power and last year's low base, the overall demand growth rate will rise in the second half of the year.

Therefore, looking forward to the second half of the year, we are still no longer pessimistic. The main industries are: dairy products = beer = high-end Baijiu = convenient food = condiments> regional Baijiu = aquaculture = feed> sub-high-end Baijiu = catering. We suggest to pay attention to the individual stocks as Yili, Mengniu Dairy, Feihe, New Hope Dairy, Shuanghui, China Resources Beer, Tsingtao Beer, Chongqing Brewery, Kweichow Moutai, Luzhou Laojiao, Wuliangye, Yingjia Gongjiu, Master Kong, Angel Yeast, Huanleji, Longda Meishi, Muyuan, Wenshi, Shengnong, Jin Jiang Hotel, Lao Fengxiang, Xtep International, Midea Group, Walrus New Materials, 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，肖伟俐，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.

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.

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, 内蒙古蒙牛乳业 (集团) 股份有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 603170.CH, 600305.CH, 600059.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 北京中公教育科技有限公司, 北京科锐北方科技发展有限公司, 锦江国际(集团)有限公司, 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, 002705.CH 及江西伟星实业发展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, 内蒙古蒙牛乳业 (集团) 股份有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 603170.CH, 600305.CH, 600059.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 北京

中公教育科技有限公司, 北京科锐北方科技发展有限公司, 锦江国际(集团)有限公司, 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, 002705.CH and 江西伟星实业发展有限公司 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, 603170.CH 及 603313.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, 603170.CH and 603313.CH 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, 603170.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R 及 603313.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 603170.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R and 603313.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

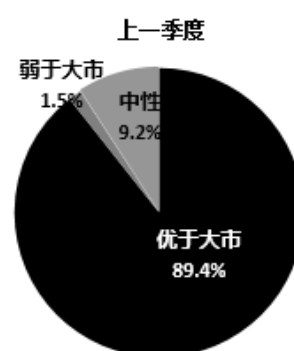
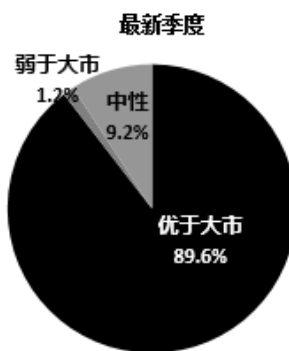
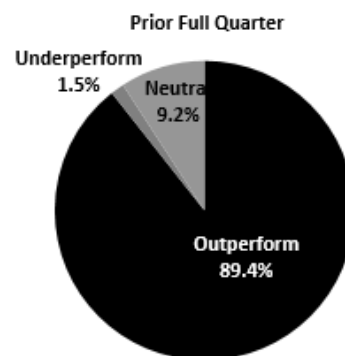
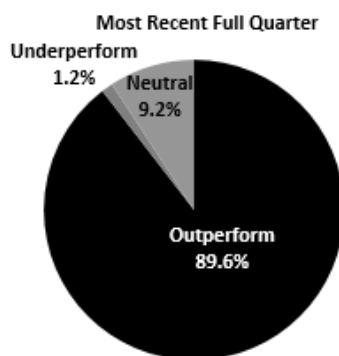
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

评级分布 Rating Distribution



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 弱于大市

(持有)

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
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开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

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

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>
