

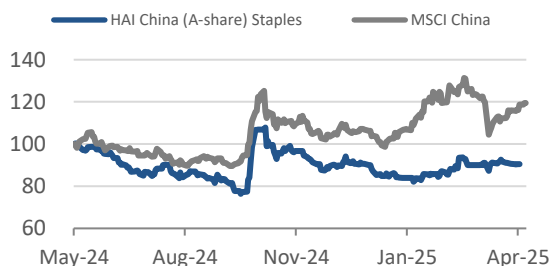
中国必需消费 China (A-share) Staples

中国消费行业 2025 年 5 月投资策略：热点增多弱化消费板块行情

The Increase in Hotspots Has Weakened Consumer Stocks

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	古井贡酒	Neutral
五粮液	Outperform	今世缘	Outperform
山西汾酒	Outperform	燕京啤酒	Outperform
海天味业	Outperform	迎驾贡酒	Outperform
伊利股份	Outperform	安琪酵母	Outperform
泸州老窖	Outperform	重庆啤酒	Outperform
东鹏饮料	Outperform	盐津铺子	Outperform
洋河股份	Outperform	珠江啤酒	Outperform
青岛啤酒	Outperform	水井坊	Outperform
双汇发展	Outperform	安井食品	Outperform
		口子窖	Outperform
		舍得酒业	Outperform
		百润股份	Outperform
		金龙鱼	Outperform



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

中国消费品 4 月需求报告：多数行业增速小幅改善

The Growth Rates of Most Industries Slightly Improved (6 May 2025)

中国消费品 3 月价格报告：散飞批价下跌，软饮料与调味品折扣减小

Wholesale Prices of Feitian Moutai Continued to Fall, Discounts on Soft Drinks and Condiments Decreased (24 Mar 2025)

中国消费品 2 月需求报告：基数原因和惯性因素拖累增速

Base Reasons and Inertia Factors Drag Down Growth Rate (3 Mar 2025)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：4 月重点跟踪的 8 个行业中 5 个保持正增长，2 个负增长，1 个持平。个位数增长的行业包括乳制品（+3.4%）、餐饮（+3.1%）、软饮料（+2.7%）、调味品（+2.3%）和速冻食品（+1.5%）；下降的行业包括大众及以下白酒（-10.7%）和次高端及以上白酒（-1.5%）；啤酒行业持平。与上月相比，6 个行业增速改善，2 个增速变差。4 月多数行业增速小幅改善。

价格：4 月飞天茅台价格继续下跌，整箱/散瓶批价较上月-70/-70 元。五粮液、国窖 1573 等高端价位多数持平；茅台 1935、梦之蓝 M6+、青花 20 等次高端价位同样跌多涨少。300 元及以下价格带白酒批价多数下跌。4 月仅婴配粉、啤酒代表产品较 3 月末折扣力度有所减小，液态奶、软饮料、方便食品与调味品的折扣力度均加大。

成本：4 月啤酒/速冻食品/乳制品/调味品/方便面/软饮料现货成本指数分别变动+2.69%/+1.67%/+1.09%/-0.12%/-0.18%/-1.58%，期货成本指数变动分别为-3.78%/+1.38%/+0.46%/-1.64%/-1.64%/-2.61%。包材现货方面，易拉罐价格同比上涨 8.37%，玻璃/塑料/纸浆价格同比下跌 23.17%/20.90%/4.59%。直接原材料方面，棕榈油现货价格环比/同比-2.40%/+13.55%，生鲜乳价格稳定在 3.08 元/公斤左右，大豆现货价格环比/同比+1.29%/-6.82%，豆粕价格环比/同比-2.17%/-3.73%，玉米价格环比/同比+1.28%/-7.03%，白糖价格环比/同比-1.73%/-7.64%，蔬菜价格环比/同比-4.78%/-3.98%。

资金：截至 4 月底，港股通资金当月净流入 1574.2 亿元（上月净流入 1497.8 亿元），必需消费板块市值占比为 5.68%，较上月上升 0.03pct。食品添加剂行业港股通占比为 13.0%，较月初减持 0.2pct；乳制品港股通市值占比为 11.4%，排名次之，较上月减持 0.12pct。按持股比例排名，青岛啤酒（41.4%）最高，华宝国际（20.0%）和颐海国际（18.5%）次之。截止 3 月底（北向数据按季度公布），食品饮料板块陆股通市值占比为 4.78%，25Q1 较 24Q4 上升 0.07pct。按持股比例排名，伊利股份（10.3%）陆股通占比最高，东鹏饮料（7.2%）次之。

估值：4 月底，A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 20%（21.6x），较上月末（18%，21.3x）上升 2pct，子行业分位数较低的是啤酒（6%，25.4x）等。龙头公司的估值中位数为 21x（较上月持平）。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 20%（18.0x），历史分位数较上月末（13%，17.3x）上升 8pct。子行业分位数较低的是包装食品（0%，9.9x）、酒精饮料（7%，17.4x）等。龙头公司的估值中位数为 19x（较上月上升 1x）。

建议：等待时机，再次加仓。近期资本市场热点纷呈：一是国内货币政策和财政政策进一步放松；二是中美贸易冲突由加码转向缓和；三是印度与巴基斯坦军事冲突爆发，中式武器表现亮眼催化军工板块。另一方面必需消费板块需求增长缓慢，短期缺少基本面催化剂，政策面强刺激预期减弱，资金面也有被吸出的风险。但是从长期看，中国资产重估逻辑依旧，经历贸易冲突和军备检验后更显价值。目前时点，我们的推荐顺序和组合不变，建议关注乳业（供给收缩先于需求改善）、软饮料（稳增长前提下的高股息）和白酒（大资金流入的必配行业），个股包括中国飞鹤、蒙牛乳业、伊利股份、康师傅控股、统一企业、贵州茅台、山西汾酒、迎驾贡酒等。

风险提示：消费恢复缓慢，新关税影响中国经济，人民币明显贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

肖雯 Raven Rui
raven.w.rui@htisec.com

1 25 年 4 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测 (亿元)

统计区间	HTI消费行业收入预测 (亿元)							
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料	餐饮
25年1月营收	546	232	455	183	453	139	925	162
25年2月营收	515	170	421	144	393	129	475	137
25年3月营收	345	200	348	139	345	97	456	138
25年4月营收	264	150	336	140	363	67	500	134
1月同比	-0.2%	-17.1%	-2.2%	-1.5%	1.2%	0.2%	2.4%	2.2%
2月同比	-0.4%	-8.1%	-2.5%	2.1%	0.5%	1.5%	1.5%	2.2%
3月同比	3.5%	-16.7%	0.3%	-0.7%	0.5%	2.5%	2.2%	2.5%
4月同比	-1.5%	-10.7%	3.4%	0.0%	2.3%	1.3%	2.7%	3.2%
年初至今同比	0.3%	-13.9%	-0.5%	-0.2%	1.2%	1.3%	2.3%	2.5%

资料来源: Wind, 板块上市公司年报, HTI

表2 主要消费品产量同比数据 (%)

产量	白酒		啤酒		葡萄酒		乳制品		软饮料		食用植物油	
	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比
2019-12	1.10	-0.80	17.10	1.10	1.30	-10.20	13.30	5.60	16.80	7.00	-0.10	1.00
2020-12	9.10	-2.50	-12.10	-7.00	-26.90	-6.10	-1.90	2.80	-9.60	-7.70	-1.00	2.50
2021-12	-12.30	-0.60	10.90	5.60	-14.90	-29.10	11.80	9.40	8.30	12.00	-8.50	-5.00
2022-12	-8.60	-5.60	8.50	1.10	-23.80	-21.90	-6.10	2.00	4.60	0.30	-0.20	-4.60
2023-02		-8.50		-1.20		-38.20		5.50		0.50		12.60
2023-03	-29.20	-19.00	20.40	4.50	-5.90	-26.50	7.40	4.60	5.00	1.00	3.40	9.90
2023-04	-28.10	-29.60	21.10	8.80	-18.20	-26.80	8.10	5.30	9.50	5.00	4.80	9.10
2023-05	-14.70	-13.60	7.00	8.40	0.00	-22.70	3.50	7.00	8.90	6.00	7.50	7.40
2023-06	-4.50	-14.80	1.60	7.00	0.00	-16.50	-0.10	4.60	4.80	6.00	10.90	5.90
2023-07	-3.70	-13.30	-3.40	4.90	-9.10	-17.80	3.10	4.50	-0.30	6.10	7.80	5.70
2023-08	-5.30	-13.20	-5.80	3.10	-16.70	-16.70	3.40	3.60	-0.10	4.00	10.30	6.40
2023-09	12.60	-9.00	-8.00	2.10	7.10	-14.50	2.10	3.80	-0.50	3.50	2.90	6.30
2023-10	2.50	-7.70	0.40	2.20	-8.30	-14.00	0.90	3.70	-3.80	3.60	3.80	6.30
2023-11	7.10	-6.00	-8.90	1.60	0.00	3.40	-1.90	3.30	4.30	4.00	1.10	6.30
2023-12	4.00	-2.80	-15.30	0.30	-12.00	2.90	1.60	3.10	4.00	4.10	0.70	5.90
2024-02		2.60		12.10		17.60		1.30		8.00		0.70
2024-03	6.70	6.00	-6.50	6.10	-7.70	3.20	-4.80	1.00	3.30	7.00	7.20	3.10
2024-04	2.60	5.90	-9.10	2.10	-11.10	0.00	-6.50	-0.70	9.70	7.80	3.00	3.00
2024-05	4.90	6.50	-4.50	0.70	-11.10	0.00	-8.90	-2.40	7.90	8.00	0.20	4.10
2024-06	2.20	3.00	-1.70	0.10	-26.70	-6.30	-4.90	-3.00	6.50	7.90	3.20	4.70
2024-07	-5.10	1.40	-10.00	-1.60	0.00	-4.20	-5.70	-3.40	-7.10	3.40	-0.20	4.50
2024-08	-10.20	-2.10	-3.30	-1.20	-11.10	-6.30	1.10	-2.60	3.10	5.70	-1.10	4.10
2024-09	-9.90	2.30	1.40	-1.50	-21.40	-8.60	2.10	-1.90	10.40	6.00	7.40	4.90
2024-10	-12.10	0.90	-2.30	-1.80	-11.10	-9.80	-3.00	-2.30	14.00	6.50	2.00	4.50
2024-11	-15.20	-0.60	5.70	-1.50	-33.30	-14.20	-4.10	-2.40	5.00	6.10	4.80	4.50
2024-12	-7.60	-1.80	12.20	-0.60	-28.60	-14.50	4.40	-1.90	7.50	6.30	5.20	4.70
2025-02		-11.20		-4.90		-25.00		-6.30		3.80		6.30
2025-03	-0.80	-7.30	1.90	-2.20	-25.00	-25.00	2.30	-2.40	1.70	3.00	-0.30	5.40

数据来源: 国家统计局 注: 第一列为当月同比, 第二列为累计同比。

资料来源: wind, HTI

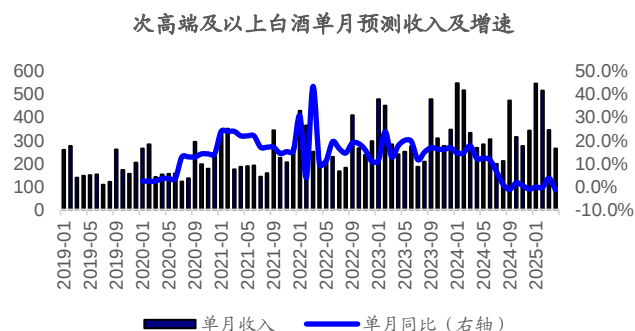
海通国际预测, 25 年 4 月重点跟踪的 8 个行业中 5 个保持正增长, 2 个负增长, 1 个持平。个位数增长的行业包括乳制品、餐饮、软饮料、调味品和速冻食品; 下降的行业包括大众及以下白酒和次高端及以上白酒; 啤酒行业持平。与上月相比, 6 个行业增速改善, 2 个增速变差。尽管整体需求未见明显增长, 但是也未出现明显下降。结合 2024 年年报和 2025 年一季报, 我们对部分数据进行了修正, 各子行业 2024 年最大偏差不到 3%。

4月国内次高端及以上白酒行业收入为264亿元，同比下滑1.5%；1-4月累计收入为1670亿元，同比增长0.3%。价格方面，4月飞天茅台等超高端价位（2000元以上）多数下跌；五粮液、国窖1573等高端价位（700-2000元）多数持平；茅台1935、梦之蓝M6+、青花20等次高端价位（300-700元）同样跌多涨少。库存方面，随着一季度末厂家发货到位，而需求进入淡季，多数名酒库存较上月底继续上升但低于去年同期，预计二季度报表增长压力加大。

4月国内大众及以下白酒行业收入为150亿元，同比下滑10.7%；1-4月累计收入为752亿元，同比下滑13.9%。从24年2月开始，连续15个月负增长。另据国家统计局数据，3月白酒产量37.8万吨，同比下滑0.8%；1-3月白酒累计产量103.2万吨，累计同比下滑7.3%。价格方面，泸州老窖窖龄60、天之蓝、海之蓝、古16等名酒产品（300元以下）跌多涨少。库存方面，分化明显：名酒核心产品动销相对较快，目前库存多数健康；名酒开发产品和非名酒产品动销较慢，尽管经过较长时间去化，目前库存依然较大。

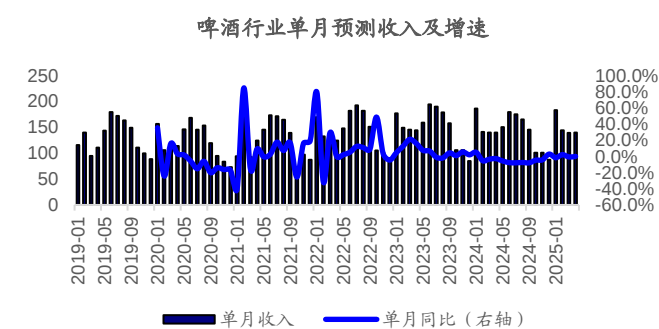
4月国内啤酒行业收入为140亿元，与去年同期持平。1-4月累计收入为606亿元，同比微降0.2%。今年1-3月，全国规模以上啤酒企业累计产量854.1万千升，同比下滑2.2%；3月产量312.8万千升，同比增长1.9%。当前行业库存处于低位，渠道轻装上阵，为即将到来的销售旺季做好准备。4月天气逐渐转暖，全国平均气温达12.7℃，较常年同期偏高1.7℃，为1961年以来历史同期第二高，全国平均降水量32.7毫米，较常年偏少13.3%。尽管月中寒潮带来极端天气，但随着气温回升，叠加二季度低基数效应，预计销量增速将逐步改善，但吨价提升仍面临压力，各酒企经营分化或更加显著。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）



资料来源：Wind, 板块上市公司年报, HTI

图2 啤酒行业收入预测（亿元）

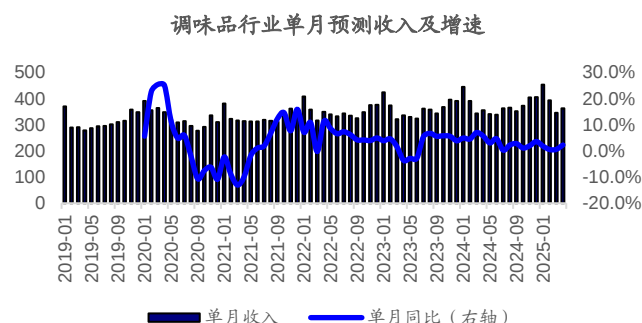


资料来源：Wind, 板块上市公司年报, HTI

4月国内调味品行业收入为363亿元，同比增长2.3%。1-4月累计收入为1554亿元，增长1.3%。餐饮端需求受外部消费环境影响，虽呈现一定的复苏态势，但节奏趋缓，餐饮端仍面临成本压力的传导，因此调味品动销偏弱。行业整体处于存量竞争阶段，龙头厂商节奏各异，海天通过自身经营改革获得了更多市场份额，优势明显。复调产品逐渐打开B端市场以及线上渠道从而带动行业整体增长。基础调味品中高端产品与低端产品表现优于中端产品，C端产品呈现消费升级趋势。基础调味品头部厂商纷纷加大餐饮渠道投入，海天加大餐饮定制业务投入；厨邦加大餐饮渠道人力物力投入，厨师节等增加投放。

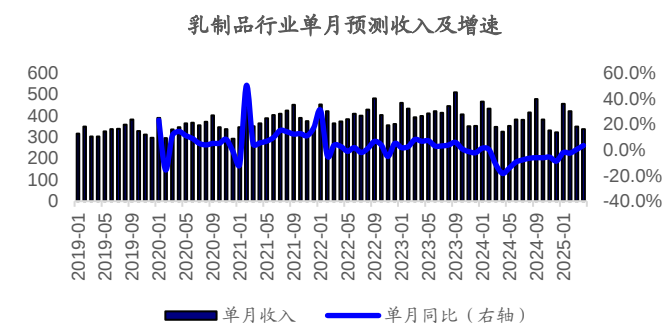
4月国内乳制品行业收入为336亿元，同比增长3.4%。1-4月累计收入为1560亿元，同比下滑0.6%。去年Q2行业去库存导致下滑双位数，因此今年4月行业在低基数下实现转正，今年各厂商合理调降出货目标，出货情况较为平稳，渠道库存良性。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)



资料来源：Wind, 板块上市公司年报, HTI

图4 乳制品行业收入预测 (亿元)

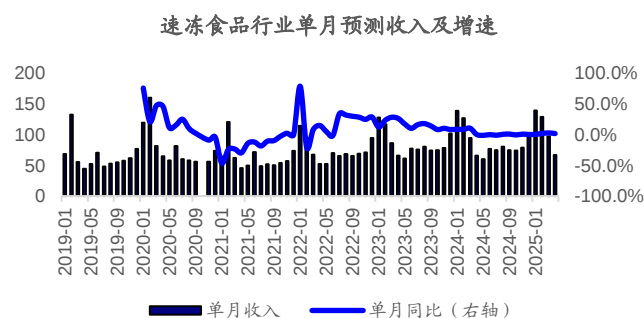


资料来源：Wind, 板块上市公司年报, HTI

4月国内速冻行业收入为67亿元，同比增长1.5%。1-4月累计收入为431亿元，同比增长1.3%。2024年以来C端消费频次与客单价均有所降低从而需求回落，消费者对餐饮产业链相关产品更加理性与谨慎，性价比竞争加剧。厂商纷纷主动在销售与产品方面进行调整，不断推出新品，并拓展多元化渠道。从品类来看，传统米面与火锅料类产品动销承压，冷冻烘焙品类恢复增长。接下来进入传统淡季，行业整体需求或低位维持，并消化1H24期间的高基数影响。

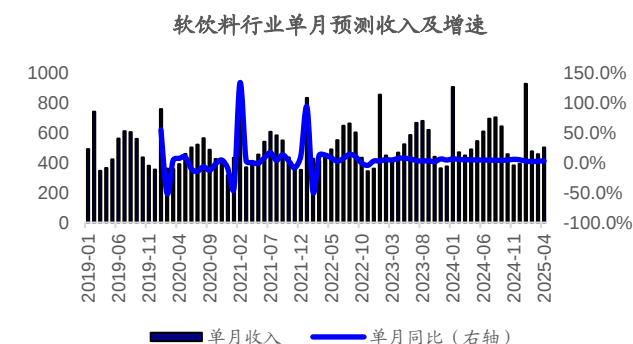
4月国内软饮料行业收入为500亿元，同比增长2.7%。1-4月累计收入为2356亿元，同比增长2.3%。天气转热后进入软饮料行业旺季，同时旅游出行热度维持高位，4月饮料行业增速环比3月提振。今年多家企业纷纷推出大包装新品，主打高性价比，同时亦于小包装产品推出“1元乐享”活动，即开盖扫码中奖一元加赠一瓶，竞争较为激烈。

图5 速冻食品行业收入预测 (亿元)



资料来源：Wind, 板块上市公司年报, HTI

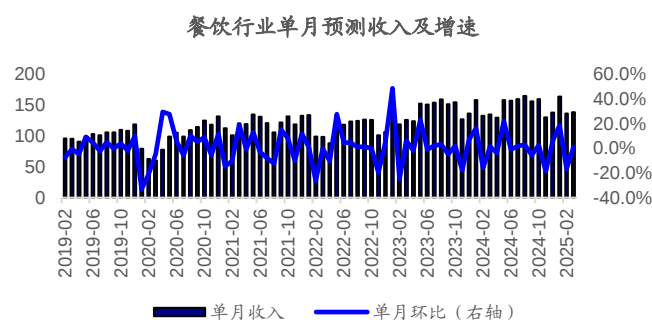
图6 软饮料行业收入预测 (亿元)



资料来源：Wind, 板块上市公司年报, HTI

4月国内餐饮上市公司总收入为134亿元，同比增长3.1%。1-4月累计收入为571亿元，同比增长2.6%。1Q25餐饮数据回暖，其中茶饮与西式快餐表现优于行业整体。龙头企业经营韧性较强但价格战趋缓尚未体现在营业额中。此外，外卖平台格局变化或对餐饮商家带来正面影响。京东美团外卖竞争升级、关注对商家端正面影响。25年初以来，京东进军外卖业务，采用商家0佣金入驻、骑手买社保等差异化策略，推出外卖百亿补贴，星巴克、霸王茶姬、蜜雪、古茗、麦当劳等品牌已陆续入驻。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



资料来源：Wind, 板块上市公司年报，HTI

图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



资料来源：Wind, 板块上市公司年报，HTI

1.2 消费行业价格跟踪

1.2.1 白酒批发价格追踪

据多家酒业媒体和互联网平台，近日白酒批发价格如下：

贵州茅台：本月飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2140/2110/700 元，较上月 -70/-70/-5 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-100/-120/+10 元，较去年同期-670/-440/-180 元。

五粮液：本月八代普五批价为 950 元，较上月+5 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价+30 元，较去年同期+20 元。

泸州老窖：本月国窖 1573 批价为 865 元，较上月持平。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价+5 元，较去年同期+15 元。

山西汾酒：本月复兴版、青花 20 批价为 755/355 元，较上月持平/+5 元。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价+5/+5 元，较去年同期-105/-5 元。

洋河股份：本月 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 540/335/270 元，较上月-10/-5/-15 元。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价-5/-10/-5 元，较去年同期+25/-40/-10 元。

古井贡酒：本月古 20、古 16、古 8 批价为 450/280/200 元，较上月持平/-5 元/持平。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价-10/-10 元/持平，较去年同期-15/-40/-5 元。

表3 重点白酒公司批价一览

2025/04/28	产品	批价（元）	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
2000元以上	飞天53°（整）	2140	-70	-100	-670
	飞天53°（散）	2110	-70	-120	-440
	茅台精品53°	2745	15	-65	-485
700-2000元	青花郎20 53°	785	0	-15	-45
	交杯 52°	1430	80	105	170
	第八代普五52°	950	5	30	20
	1618 52°	895	-15	-15	-20
	国窖1573 52°	865	0	5	15
	青花30复兴版	755	0	5	-105
500-700元	茅台1935	700	-5	10	-180
	国台15年 53°	555	-20	-40	-55
	梦之蓝M6+ 52°	540	-10	-5	25
	内参 52°	670	0	0	-60
300-500元	摘要 53°	450	0	5	-70
	红花郎15 53°	405	-25	-5	-45
	窖藏1988 53°	365	-5	-25	-95
	珍十五53°	300	0	-5	-30
	古20 52°	450	0	-10	-15
	井台 52°	410	5	0	0
	国缘四开 42°	385	-5	-5	10
	水晶剑 52°	370	0	-5	-20
	梦之蓝水晶版52°	335	-5	-10	-40
	品味舍得 52°	320	5	5	10
	臻酿八号 52°	300	0	0	5
	青花20 53°	355	5	5	-5
	口20 41°	305	-5	-5	5
300元以下	国台国标15 53°	290	-5	-5	-10
	王子普王53°	245	0	0	0
	古16 50°	280	-5	-10	-40
	天之蓝52°	270	-15	-5	-10
	国缘对开 42°	205	-5	0	0
	窖龄60 52°	190	-20	-55	-60
	古8 45°	200	0	0	-5
	海之蓝52°	115	-5	-5	-15
	古5 50°	95	0	0	0
	红坛 52°	290	0	-15	-10
	口10 41°	195	0	-5	-5
	口6 41°	80	0	-5	-10

资料来源：多家互联网平台，wind，HTI，按照酱香型、浓香型、清香型和其他香型排序

图9 本月飞天散瓶、整箱、茅台精品批价-70/-70/+15 元

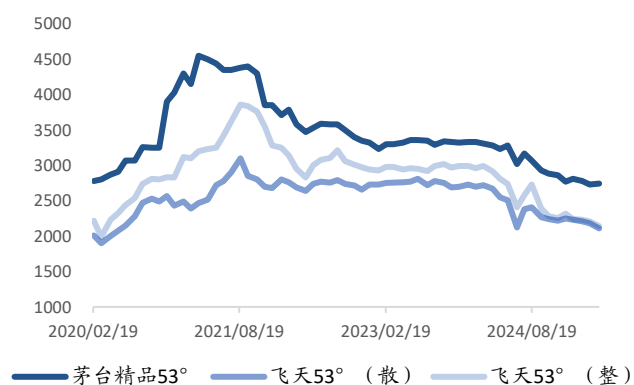


图10 本月八代普五批价+5 元

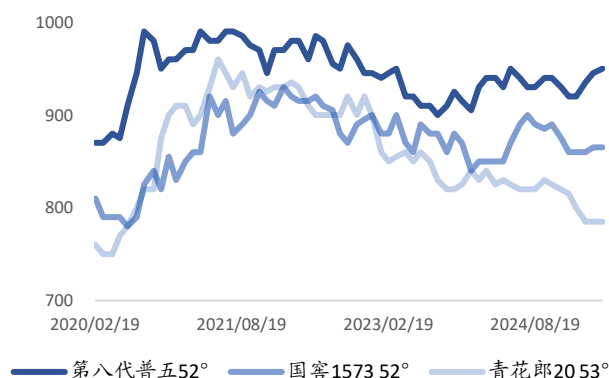


图11 本月交杯、1618 批价+80/-15 元

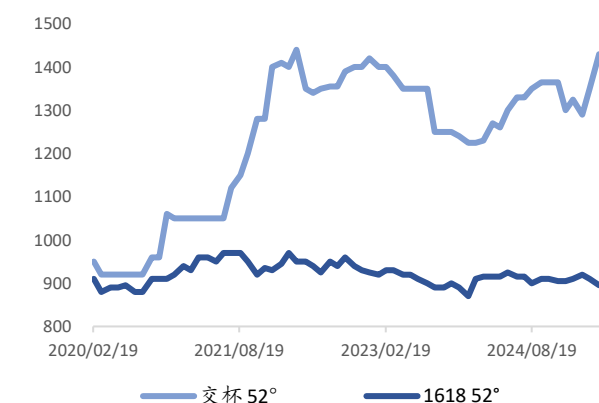


图12 本月茅台 1935 批价-5 元

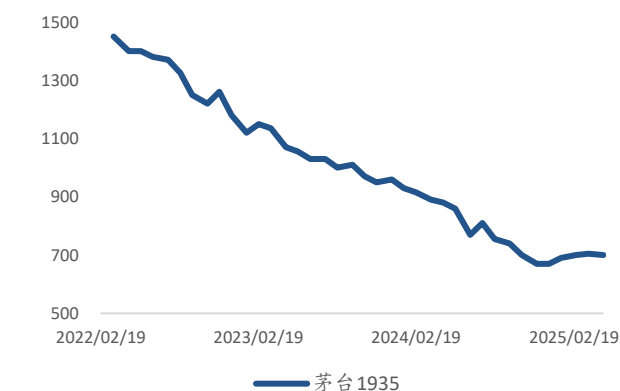


图13 本月青花 30 复兴版、内参批价持平

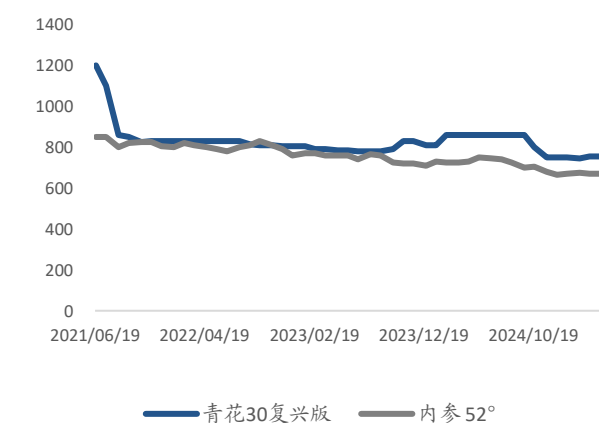


图14 本月梦之蓝 M6+、青花 20 批价-10/+5 元

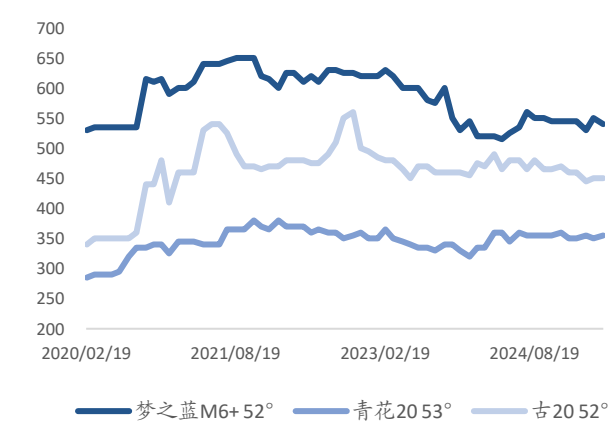
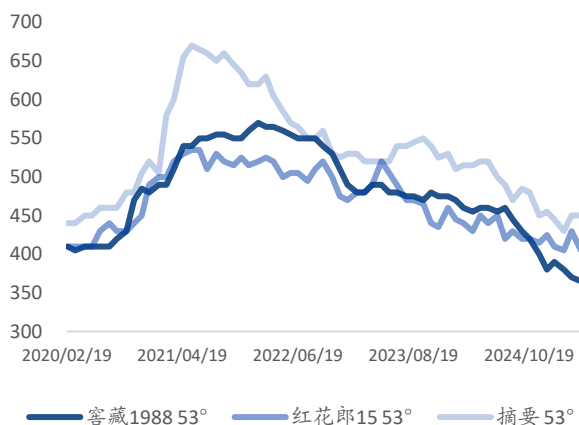
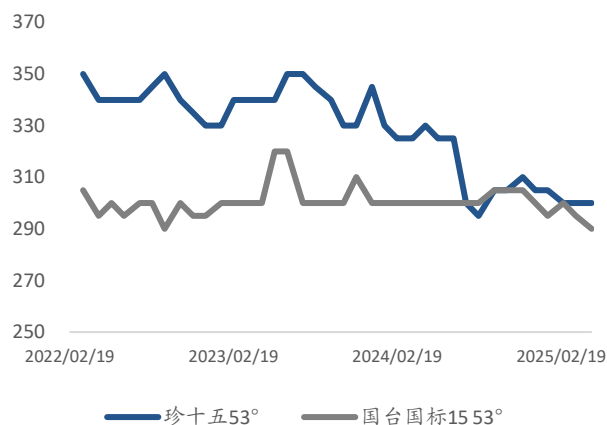


图15 本月窖藏1988、红花郎15批价-5/-25元



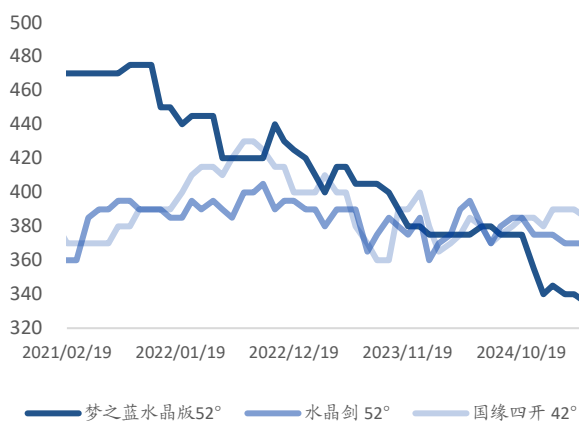
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图16 本月国台国标批价-5元



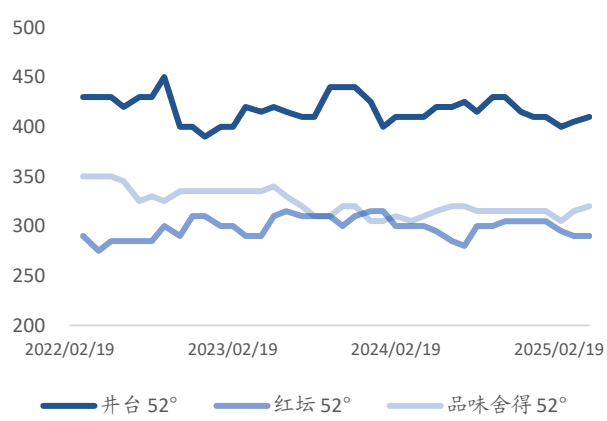
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图17 本月梦之蓝水晶版、国缘四开批价-5/-5元



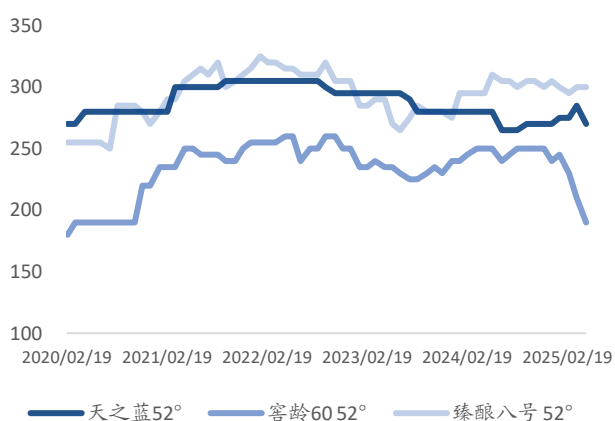
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图18 本月井台、品味舍得批价+5/+5元



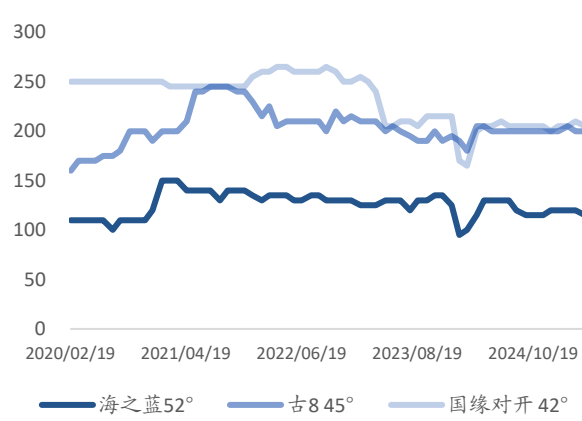
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图19 本月天之蓝、窖龄60批价-15/-20元



资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图20 本月海之蓝、国缘对开批价-5/-5元



资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

近期大众品价格折扣力度跟踪如下：

婴配粉、啤酒代表产品较 3 月末折扣力度有所减小。

婴配粉代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 3 月末的 89.4%/90.6%变化至本周的 91.3%/91.8%。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 80.3%/82.8%变化至本周的 81.1%/82.8%。

液态奶、软饮料、方便食品与调味品代表产品较 3 月末折扣力度加大。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 77.6%/80.7%变化至本周的 71.9%/72.2%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 96.5%/100%变化至本周的 94.1%/100%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 98.1%/100%变化至本周的 96.1%/98.5%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 87.9%/91.4%变化至本周的 86.2%/89.9%。

表4 大众品类整体折扣率一览（20250424）

指标	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率	去年同期折扣率
液态奶折扣率平均值	71.9%	77.6%	73.7%	81.4%
液态奶折扣率中位值	72.2%	80.7%	70.6%	83.0%
啤酒折扣率平均值	81.1%	80.3%	80.9%	79.7%
啤酒折扣率中位值	82.8%	82.8%	82.2%	84.5%
方便食品折扣率平均值	96.1%	98.1%	99.1%	88.6%
方便食品折扣率中位值	98.5%	100%	100%	90.9%
调味品折扣率平均值	86.2%	87.9%	86.5%	90.0%
调味品折扣率中位值	89.9%	91.4%	87.8%	95.0%
软饮料折扣率平均值	94.1%	96.5%	95.5%	91.9%
软饮料折扣率中位值	100.0%	100%	100%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	91.3%	89.4%	93.8%	95.4%
婴配粉折扣率中位值	91.8%	90.6%	100%	99.8%

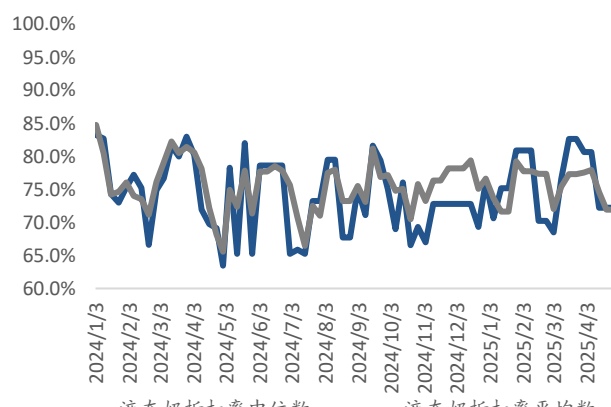
资料来源：多个电商平台， HTI 注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表5 折扣力度最大的代表产品一览 (20250424)

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	40.0%	40.0%	40.0%
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	50.6%	50.6%	55.1%
伊利金脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	55.5%	55.3%	100%
燕京 10 度清爽	330ml*24/1 箱	啤酒	55.6%	55.6%	100%
伊利金典牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	57.1%	54.2%	58.3%
百威经典	450ml*20/1 箱	啤酒	59.7%	61.7%	77.3%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	61.4%	56.1%	58.3%
重啤乐堡	500ml*12/箱	啤酒	64.7%	69.4%	54.3%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
千禾头道原香 280 天	500ml/1 瓶	调味品	67.0%	70.0%	66.4%

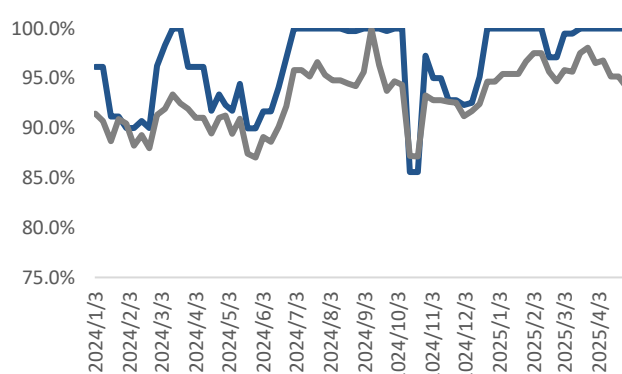
资料来源：多个电商平台，HTI 注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



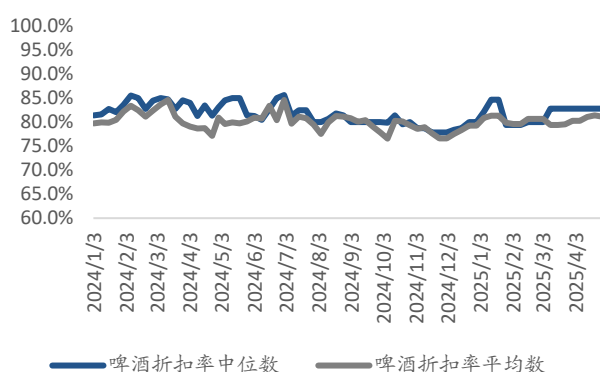
资料来源：多个电商平台，HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



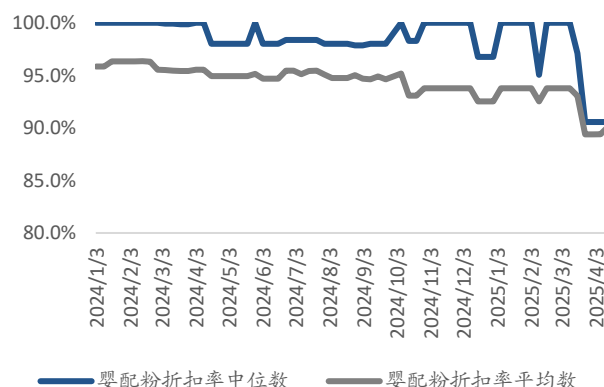
资料来源：多个电商平台，HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



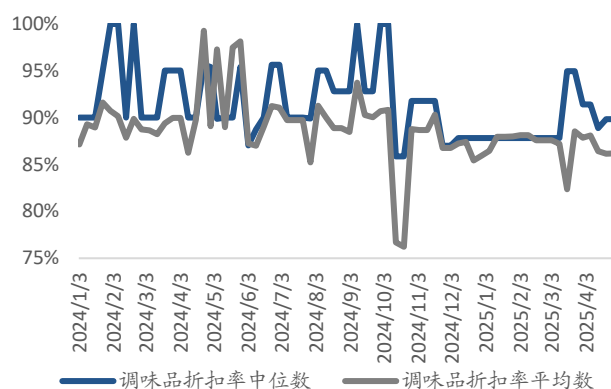
资料来源：多个电商平台，HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



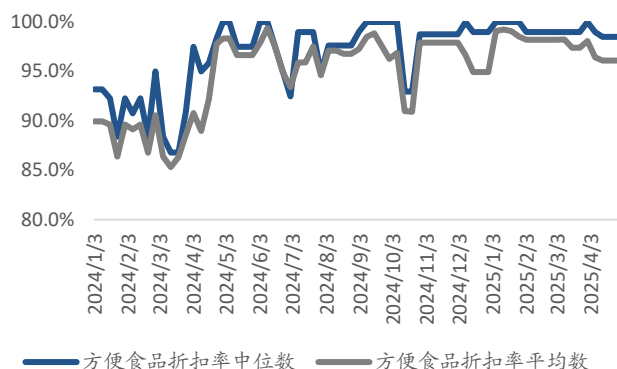
资料来源：多个电商平台，HTI

图25 调味品代表产品折扣率周度变化



资料来源：多个电商平台，HTI

图26 方便食品代表产品折扣率周度变化



资料来源：多个电商平台，HTI

1.3 消费行业成本跟踪

表6 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	2025/4/25	117.25	102.89	104.93	103.89	119.50	108.29
上周	2025/4/18	117.03	102.48	104.99	103.41	119.52	107.68
上月	2025/3/25	114.17	103.02	103.80	104.08	117.54	110.03
今年年初	2025/1/1	117.34	103.26	104.82	106.05	120.60	112.82
去年同期	2024/4/24	128.03	115.04	108.53	108.45	124.47	118.81
较上周		0.19%	0.41%	-0.06%	0.46%	-0.02%	0.56%
较上月		2.69%	-0.12%	1.09%	-0.18%	1.67%	-1.58%
较今年年初		-0.08%	-0.35%	0.10%	-2.03%	-0.91%	-4.01%
较去年同期		-8.42%	-10.56%	-3.32%	-4.20%	-3.99%	-8.86%

资料来源：Wind，HTI

表7 HTI 消费品期货成本指数

日期		HTI消费品成本指数（期货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2025/4/25	118.04	105.90	96.47	105.42	119.21	115.47
上周	2025/4/18	117.79	105.59	96.51	105.81	119.68	115.87
上月	2025/3/25	122.68	107.67	96.02	107.17	117.58	118.57
今年年初	2025/1/1	124.56	109.48	94.68	108.46	121.07	120.78
去年同期	2024/4/24	136.55	123.43	100.46	116.66	125.45	134.60
较上周		0.22%	0.30%	-0.05%	-0.37%	-0.40%	-0.35%
较上月		-3.78%	-1.64%	0.46%	-1.64%	1.38%	-2.61%
较今年年初		-5.24%	-3.27%	1.88%	-2.81%	-1.54%	-4.40%
较去年同期		-13.56%	-14.20%	-3.98%	-9.64%	-4.98%	-14.21%

资料来源：Wind，HTI

截至4月25日，啤酒成本现货指数为117.25，较上周提升0.19%；啤酒成本期货指数为118.04，较上周提升0.22%。玻璃价格延续下行趋势。需求侧，房地产市场持续低迷，竣工面积缩减导致建筑玻璃需求疲软，下游深加工企业订单不足；供应端，行业产能保持稳定，前期点火产线逐步释放产量，库存压力持续压制价格。铝材价格呈现先抑后扬走势，月初受高库存影响价格小幅下滑，4月中下旬随着下游企业补库需求集中释放，叠加电解铝成本支撑，价格反弹。

进口大麦价格窄幅震荡，海关总署数据显示，2025 年 3 月中国大麦进口量 84.58 万吨，环比增长 23.19%，同比减少 50.58%；1-3 月累计进口量 253.78 万吨，同比下降 42.66%，其中加拿大大麦进口量显著缩减。

月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 2.69%，啤酒成本期货指数下降 3.78%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降 0.08%，啤酒成本期货指数下降 5.24%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 8.42%，啤酒成本期货指数下降 13.56%。

图27 本月啤酒行业成本现货指数上升 2.69%



资料来源：Wind，HTI

图28 本月啤酒行业成本期货指数下降 3.78%



资料来源：Wind，HTI

截至 4 月 25 日，调味品成本现货指数为 102.89，较上周提升 0.41%；调味品成本期货指数为 105.9，较上周提升 0.3%。大豆价格整体呈上涨趋势，供给端，国产大豆基层余粮见底，农户及贸易商惜售情绪浓厚，市场流通粮源受限；进口大豆方面，3 月中国进口量 350 万吨，同比下降 36.8%，为 2008 年以来最低水平，且卸货缓慢，供应缺口扩大。需求端，随着养殖业复苏，饲料需求稳步提升，豆制品加工企业订单增多，拉动大豆需求增长。贸易战背景下，巴西大豆虽为中国主要进口来源，但受季节性及其他市场需求限制，难以完全满足国内需求，部分缺口支撑价格。同时，市场预期美国大豆出口受阻，全球供应格局或改变，投资者炒作情绪升温，进一步推动大豆价格上涨。

月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 0.12%，调味品成本期货指数下降 1.64%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降 0.35%，调味品成本期货指数下降 3.27%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 10.56%，调味品成本期货指数下降 14.2%。

图29 本月调味品行业成本现货指数下降 0.12%



资料来源：Wind，HTI

图30 本月调味品行业成本期货指数下降 1.64%



资料来源：Wind，HTI

截至4月25日，乳制品成本现货指数为104.93，较上周下降0.06%；乳制品成本期货指数为96.47，较上周下降0.05%。生鲜乳价格低位企稳，4月第3周主产省价格为3.08元/公斤，环比涨0.3%，同比跌10.7%。行业虽开启去产能，但淘汰缓慢，奶牛存栏基数大，生鲜乳产出维持高位。同时，养殖规模化推动单产增长，加剧供应过剩，价格持续承压。玉米价格整体上行，4月第3周全国均价2.38元/公斤，环比涨0.4%，同比跌7.0%。1-3月玉米进口量累计26万吨，同比下降96.7%。豆粕价格先扬后抑。4月上旬，进口大豆到港延迟（3月进口量同比下降69%），油厂开机率不足30%，豆粕产量锐减，库存降至历史同期低位。“五一”节前备货及畜禽存栏高位推动需求旺盛，价格上涨。但4月23日中储粮投放62.4万吨进口大豆，下旬巴西大豆密集到港，豆粕价格开始回落。

月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升1.09%，乳制品成本期货指数提升0.46%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数提升0.1%，乳制品成本期货指数提升1.88%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降3.32%，乳制品成本期货指数下降3.98%。

图31 本月乳制品行业成本现货指数上升 1.09%



资料来源：Wind，HTI

图32 本月乳制品行业成本期货指数上升 0.46%



资料来源：Wind，HTI

截至4月25日，方便面成本现货指数为103.89，较上周提升0.46%；方便面成本期货指数为105.42，较上周下降0.37%。棕榈油价格先涨后跌，月初因美国生物柴油政策调整预期，拉动需求预期，价格一度涨至9300元/吨。但4月中旬后，马来西亚和印尼进入增产周期，印尼B40生物柴油政策落地不及预期，同时国际豆棕价差过大，价格明显回调。此外，产地库存逐步累积，贸易商出货意愿增强，进一步加剧价格下行压力。小麦价格整体呈下跌态势。国内方面，基层余粮见底，但当前处于面粉需求淡季，制粉企业订单不足，囤货意愿低迷，且中储粮小麦轮出进入高峰期，阶段

性供应宽松持续打压价格。国际上，北半球作物天气持续改善，欧盟作物监测机构调高 2025 年软小麦单产预期，全球供应增加预期进一步施压小麦价格。叠加全球经济复苏缓慢，面粉出口需求不振，也对价格形成不利影响。

月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 0.18%，方便面成本期货指数下降 1.64%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 2.03%，方便面成本期货指数下降 2.81%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 4.2%，方便面成本期货指数下降 9.64%。

图33 本月方便面行业成本现货指数下降 0.18%



资料来源：Wind，HTI

图34 本月方便面行业成本期货指数下降 1.64%



资料来源：Wind，HTI

截至 4 月 25 日，速冻食品成本现货指数为 119.5，较上周下降 0.02%；速冻食品成本期货指数为 119.21，较上周下降 0.4%。农业农村部监测数据显示，截至 4 月 25 日，蔬菜价格环比下降 4.8%，同比下降 4.0%。4 月上旬，华北、黄淮等产区倒春寒导致蔬菜生长周期延长，物流受阻，叶菜类价格一度上涨超 8%，拉动整体菜价短暂上升。中下旬，全国气温较常年偏高 2-3℃，蔬菜生长加快，山东寿光、云南元谋等主产区供货量环比提升 15%-20%，市场供应增加，28 种重点监测蔬菜价格持续回落。本月白条鸡价格低迷。春季家禽生长快，养殖企业出栏稳定，市场日均供应量处于近三年高位。同时，餐饮复苏缓慢，团体消费不及预期，需求疲软导致价格难以上涨。生猪价格震荡上涨，临近五一，市场需求预期增强，二次育肥补栏持续，养殖端惜售情绪浓厚，供应减少推动价格上涨。

月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 1.67%，速冻食品成本期货指数提升 1.38%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.91%，速冻食品成本期货指数下降 1.54%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 3.99%，速冻食品成本期货指数下降 4.98%。

图35 本月速冻食品行业成本现货指数上升 1.67%



资料来源：Wind，HTI

图36 本月速冻食品行业成本期货指数上升 1.38%



资料来源：Wind，HTI

截至4月25日，软饮料成本现货指数为108.29，较上周提升0.56%；软饮料成本期货指数为115.47，较上周下降0.35%。瓦楞纸价格震荡下行，下游包装需求释放不及预期，而纸厂产能持续扩张，新生产线陆续投产，供大于求的局面致使价格承压下行。PET切片价格有所下滑。国际原油价格波动下行，其主要原料对二甲苯成本支撑减弱。同时，聚酯行业开工率维持低位，下游企业采购意愿低迷。白糖价格环比下跌1.7%，同比下跌7.6%。供应端，巴西2024-2025榨季产量预计减少，部分产区遭遇不利天气影响甘蔗生长，北半球产量也不及预期，全球短期供应偏紧。需求端，食糖消费处于季节性淡季，下游食品加工企业采购谨慎，且替代品竞争激烈，消费有所下调。

月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降1.58%，软饮料成本期货指数下降2.61%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降4.01%，软饮料成本期货指数下降4.4%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降8.86%，软饮料成本期货指数下降14.21%。

图37 本月软饮料行业成本现货指数下降 1.58%



资料来源：Wind，HTI

图38 本月软饮料行业成本期货指数下降 2.61%



资料来源：Wind，HTI

1.4 消费行业及公司重点新闻

表8 2025 年 4 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
4.23	奶粉	市场“回暖”之后，有母婴店利润增长 15%，奶粉生意又香了？ https://www.foodtalks.cn/news/56544
4.29	茶饮	茶饮投资往事：完美标的、大支票和非共识 https://www.foodtalks.cn/news/56545

资料来源：wind，HTI

表9 2025 年 4 月消费公司公告

日期	公司	摘要
4.3	卫龙	2024 年公司实现总收入为 62.66 亿元，同比增长 28.6%；年内利润达 10.68 亿元，同比增长 21.3%。其中，全年度毛利率同比提高 0.4 个百分点至 48.1%。
4.11	澳优	公司全年实现营业收入 74.02 亿元，同比增长 0.3%；净利润 2.36 亿元，同比增长 35.3%，在行业普遍承压的背景下，实现营收与利润的“韧性双增”。
4.15	莲花控股	2024 年营收 26.59 亿元，同比增长 26.55%；归母净利润 2.07 亿元，同比增长 59.12%。
4.16	桃李面包	2024 年公司营收 60.87 亿元，同比下降 9.93%；净利润 5.22 亿元，同比下降 9.05%。
4.16	东鹏饮料	2025 年一季度，东鹏饮料喜迎开门红，第一季度实现营收 48.48 亿元，同比增长 39.23%；归属于上市公司股东的净利润 9.8 亿元，同比增长 47.62%。
4.21	仙乐健康	2024 年仙乐健康实现营业收入 42.11 亿元，同比增长 17.56%，归属于母公司股东的净利润 3.25 亿元，同比增长 15.66%。
4.21	三全	2024 年度公司实现营业收入 66.32 亿元，同比下降 6.0%；归属于上市公司股东的净利润 5.42 亿元，同比下降 27.6%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.15 亿元，同比下降 35.80%；基本每股收益 0.62 元；拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税）。
4.21	妙可蓝多	2025 年第一季度，妙可蓝多实现营收 12.33 亿元，同比增长 6.26%；归母净利润达到 8239.67 万元，同比大增 114.88%。
4.23	达能	达能 2025 年一季度实现销售收入 68.44 亿欧元，同比增长 4.3%。其中销量与组合贡献了 1.9%的增长，价格因素带动了 2.4%的增长。第一季度，中国、北亚及大洋洲地区销售收入同比增长 9.9%，其中销量与组合贡献了 10.4%的增长，价格因素导致微降 0.5%。在专业特殊营养业务板块，婴幼儿配方奶粉品类凭借爱他美旗下 Essensis 系列持续扩大市场份额；饮用水和饮料业务板块，脉动品牌实现双位数增长。
4.25	雀巢	2025 年前 3 个月雀巢总销售额同比增长 2.3%至 226.01 亿瑞士法郎（2024 年同期：221 亿瑞士法郎），实现了 2.8%的有机增长率，定价贡献率为 2.1%，实际内部增长率为 0.7%。雀巢中国市场，今年一季度实现有机增长率为 1.7%，其中实际内部增长率为 4.0%，定价贡献率为-2.3%。

资料来源：wind，HTI

表10 2025 年 4 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
4.1	雀巢	雀巢咖啡产品要在华提价了 https://www.foodtalks.cn/news/56192
4.15	遇见小面	遇见小面冲击港股 IPO，2024 年收入超 11 亿，门店数达 400 家，中国第一大川渝风味面馆经营者 https://www.foodtalks.cn/news/56425
4.15	百事	百事公司元老姚炜炜回归，兼任大中华区饮料 CEO https://www.foodtalks.cn/news/56434
4.17	美团	美团小象超市将开线下店，或对标盒马鲜生大店模式 https://www.foodtalks.cn/news/56474
4.21	霸王茶姬	10 岁流浪睡桥洞，24 岁创业，32 岁年入 124 亿，他靠一杯奶茶敲钟上市 https://www.foodtalks.cn/news/56505
4.25	雀巢	雀巢中国任命新帅 https://www.foodtalks.cn/news/56589
4.25	东鹏饮料	东鹏饮料海南生产基地奠基 https://www.foodtalks.cn/news/56591
4.27	百事	百事公司一季报出炉，国际业务成为增长引擎 https://www.foodtalks.cn/news/56614
4.27	永辉超市	4 年亏超 90 亿元，1 年关店 232 家 https://www.foodtalks.cn/news/56615
4.28	统一企业中国	统一新推可乐冰红茶，今夏“冰红茶大战”进入白热化 https://www.foodtalks.cn/news/56623
4.28	溜溜梅	5 元一包，年净赚 1.5 亿，安徽又一零食大王冲刺 https://www.foodtalks.cn/news/56618
4.29	鸣鸣很忙	鸣鸣很忙冲刺港股 IPO，99.5%收入来自向加盟店和直营店销售商品 https://www.foodtalks.cn/news/56632

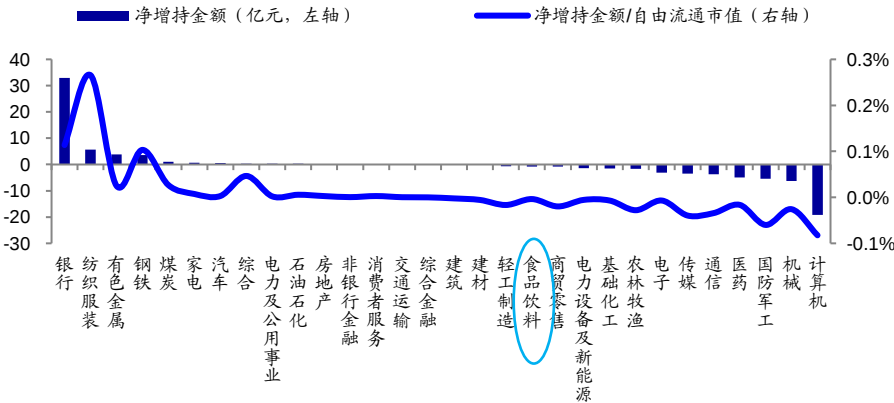
资料来源：wind，HTI

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，25 年 4 月银行和纺织服装行业净增持额最大，分别为 32.95 和 5.71 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.11%和 0.27%；计算机和机械行业净减持额最大，分别为 19.18 和 6.33 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.08%和-0.03%。

图39 2025 年 4 月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日

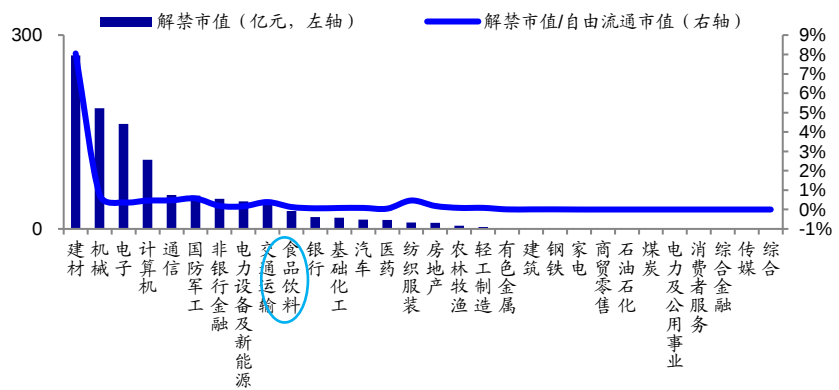
表11 2025 年 4 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
维维股份	-0.92	-2.14
康比特	-0.21	-1.70
骑士乳业	-0.14	-1.33
天味食品	-0.12	-0.27
天佑德酒	-0.02	-0.07
古越龙山	0.63	1.31

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

按照 25 年 4 月 30 日的股价估算: 5 月建材、机械、电子等行业解禁金额最大, 解禁金额分别为 269、187、163 亿元, 解禁市值/自由流通市值分别为 8.05%、0.76%、0.37%。

图40 2025 年 5 月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI, 数据截至 2025 年 4 月 30 日

表11 2025 年 5 月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
阳光乳业	26.52	72.7%
安琪酵母	93.54	0.3%
劲仔食品	16.78	0.3%

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、非银行金融、房地产、石油石化。

表12 一级行业大额买入与资金流向 (20250421-20250425)

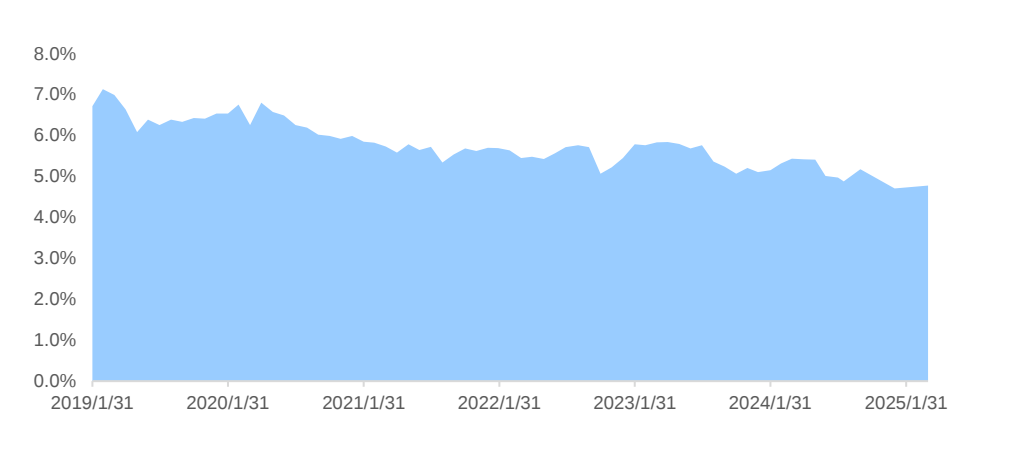
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
银行	81.80%	74.10%	-9.40%	59.30%
煤炭	80.10%	67.90%	-6.00%	60.10%
非银行金融	79.60%	2.90%	3.90%	1.20%
房地产	79.50%	33.70%	3.50%	22.60%
石油石化	79.20%	78.20%	-5.30%	14.40%
建筑	79.10%	77.00%	2.50%	67.10%
电力及公用事业	78.60%	2.10%	3.00%	45.70%
纺织服装	78.10%	38.70%	3.50%	2.10%
交通运输	77.70%	2.10%	-3.60%	4.50%
钢铁	77.60%	9.10%	8.50%	9.50%
建材	77.50%	20.20%	-1.70%	3.70%
传媒	77.40%	65.40%	0.60%	10.70%
消费者服务	77.20%	81.90%	2.80%	95.90%
轻工制造	77.00%	29.60%	-6.40%	0.40%
有色金属	76.60%	6.60%	-0.90%	4.10%
家电	76.60%	58.00%	1.70%	32.90%
商贸零售	76.50%	33.70%	-5.30%	5.30%
通信	76.10%	88.50%	1.20%	9.10%
综合	76.10%	2.10%	-4.20%	3.70%
电力设备及新能源	76.00%	39.50%	0.40%	29.20%
农林牧渔	75.80%	2.10%	-8.10%	94.20%
汽车	75.70%	31.70%	0.00%	30.50%
综合金融	75.60%	2.50%	-6.90%	20.20%
基础化工	75.40%	7.00%	-3.90%	2.10%
计算机	75.00%	81.50%	2.10%	0.80%
医药	74.70%	7.80%	-7.30%	16.90%
机械	74.40%	22.60%	-2.40%	3.70%
国防军工	74.00%	37.90%	-4.90%	18.90%
电子	72.30%	24.30%	2.80%	33.30%
食品饮料	71.40%	100.00%	-5.00%	1.20%

资料来源: Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

截止 2025 年 3 月 31 日（该数据按季度公布），食品饮料板块陆股通市值占比为 4.78%，25Q1 较 24Q4 上升 0.07pct。

图41 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 2025 年 3 月 31 日
从 2024 年 8 月 19 号开始，北向资金不再按日公布数据，改为按季公布

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（6.4%）、五粮液（3.9%）、山西汾酒（3.9%）；按陆股通持股比例排名，伊利股份（10.3%）陆股通占比最高，东鹏饮料（7.2%）次之，其中宝立食品季末较季初增持最多（+4.3pct），莲花健康减持最多（-6.7pct）。

表13 食品饮料板块陆股通持股情况

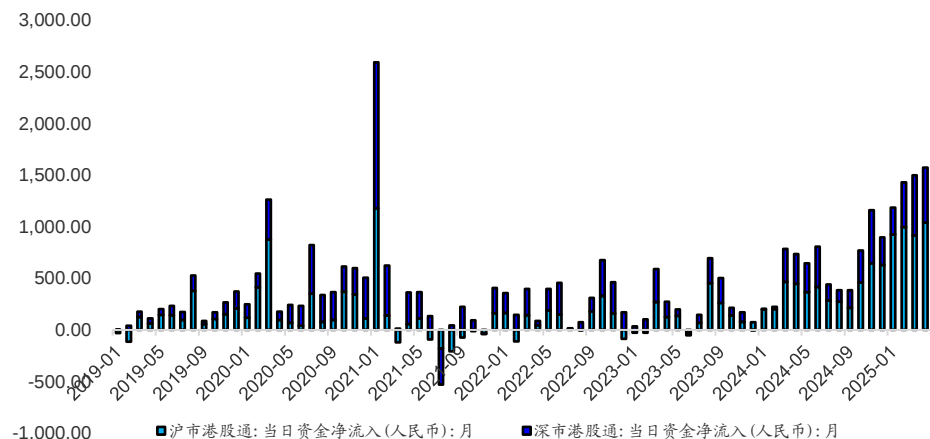
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	季末持股占比（%）	季初持股占比（%）	持股变化（pct）		证券简称	季末持股占比（%）	季初持股占比（%）	持股变化（pct）
1	贵州茅台	6.35	6.17	0.18	1	伊利股份	10.27	11.40	-1.13
2	五粮液	3.94	3.95	-0.01	2	东鹏饮料	7.20	7.68	-0.48
3	山西汾酒	3.85	2.75	1.1	3	中炬高新	6.41	5.88	0.53
4	海天味业	3.50	3.73	-0.23	4	贵州茅台	6.35	6.17	0.18
5	伊利股份	10.27	11.40	-1.13	5	重庆啤酒	5.92	7.66	-1.74
6	泸州老窖	2.54	2.43	0.11	6	宝立食品	5.7	1.4	4.29
7	东鹏饮料	7.20	7.68	-0.48	7	安井食品	4.32	7.28	-2.96
8	洋河股份	1.53	1.64	-0.11	8	安琪酵母	4.16	4.27	-0.11
9	双汇发展	2.09	1.83	0.26	9	五粮液	3.94	3.95	-0.01
10	青岛啤酒	3.6	3.2	0.41	10	洽洽食品	3.90	6.33	-2.43

资料来源：wind，HTI，季末数据为 2025 年 3 月 31 日数据，季初数据为 2024 年 12 月 31 日数据

2.3 港股通跟踪

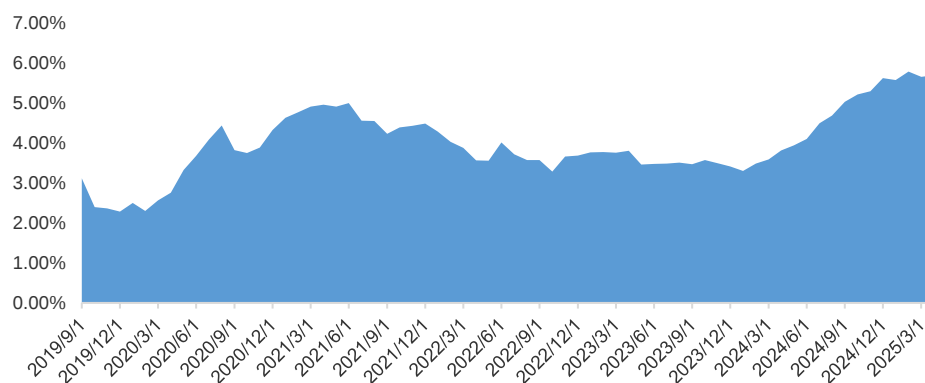
截至 2025 年 4 月 30 日，港股通资金当月净流入 1574.2 亿元（上月净流入 1497.8 亿元），必需消费板块市值占比为 5.68%，较上月上升 0.03pct。

图42 港股通每月净流入情况（人民币 亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日

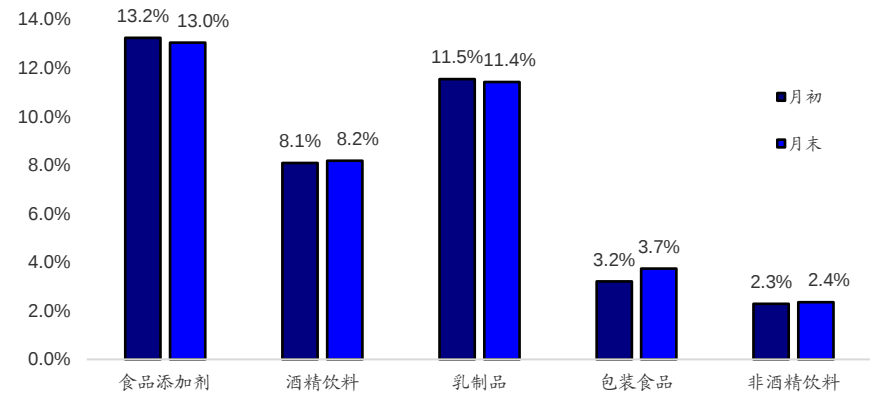
图43 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 13.0%，较月初减持 0.2pct；乳制品港股通市值占比为 11.4%，排名次之，较上月减持 0.12pct；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（2.4%）、包装食品（3.7%）和酒精饮料（8.2%）。

图44 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 2025 年 4 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（3.2%）、百威亚太（0.8%）、青岛啤酒（41.4%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（41.4%）港股通比例最高，华宝国际（20.0%）和颐海国际（18.5%）次之。

表14 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	3.2	3.4	-0.26	1	青岛啤酒股份	41.4	42.4	-0.98
2	百威亚太	0.8	0.9	-0.05	2	华宝国际	20.0	20.2	-0.25
3	青岛啤酒股份	41.4	42.4	-0.98	3	颐海国际	18.5	18.6	-0.08
4	华润啤酒	9.3	9.6	-0.29	4	百果园	18.4	18.8	-0.37
5	康师傅控股	5.1	4.1	1.02	5	优然牧业	17.0	15.7	1.27
6	蒙牛乳业	12.2	13.0	-0.77	6	友宝在线	15.0	15.3	-0.34
7	中国旺旺	1.1	1.1	0.07	7	中烟香港	12.6	12.6	0.00
8	古茗	0.0	0.0	0.00	8	蒙牛乳业	12.2	13.0	-0.77
9	中国飞鹤	11.3	10.8	0.47	9	周黑鸭	11.9	13.0	-1.17
10	统一企业中国	7.4	7.0	0.36	10	中国飞鹤	11.3	10.8	0.47

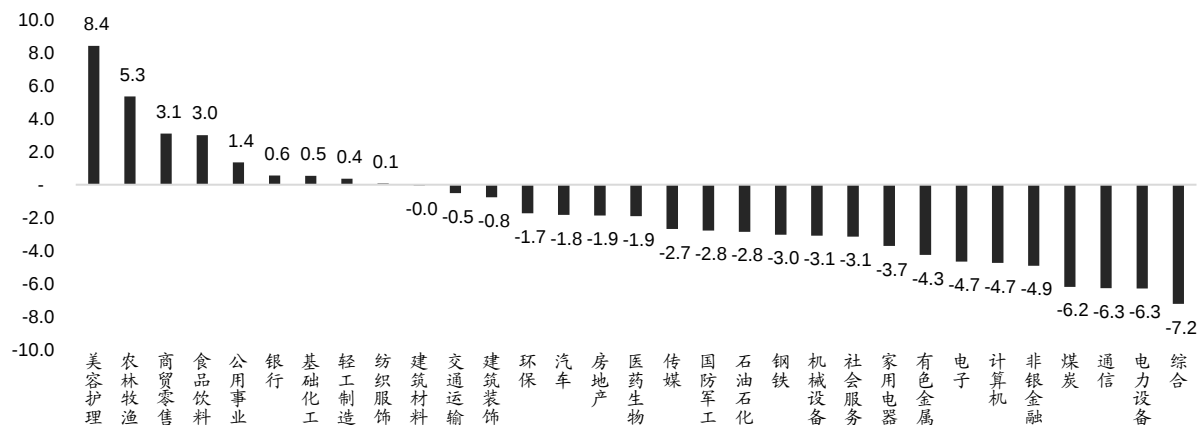
资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日

3 历史行情统计

3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，4 月美容护理（+8.4%）、农林牧渔（+5.3%）、商贸零售（+3.1%）涨幅居前，而综合（-7.2%）、电力设备（-6.3%）跌幅居前。食品饮料+3.0%，在 31 个行业分类中位居第 4 名，较上月（-1.5%）上升 17 名。

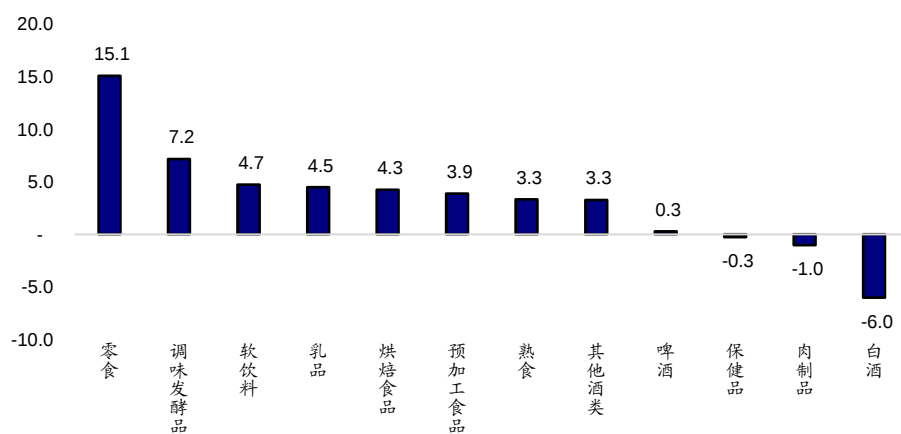
图45 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 4 月 30 日

4 月食品饮料子行业涨多跌少, 零食(+15.1%)、调味品(+7.2%)涨幅靠前, 白酒(-6.0%)、肉制品(-1.0%)跌幅居前。

图46 A股食品饮料子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 4 月 30 日

表12 A 股食品饮料板块个股涨跌幅

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	19433	1547	-0.9	1	盐津铺子	245	90	41.7
2	五粮液	4996	129	-2.0	2	东鹏饮料	1487	286	15.9
3	山西汾酒	2490	204	-4.8	3	新乳业	143	17	12.9
4	海天味业	2331	42	3.3	4	妙可蓝多	133	26	10.6
5	伊利股份	1894	30	6.0	5	莲花健康	118	7	8.7
6	泸州老窖	1821	124	-4.6	6	养元饮品	306	24	7.9
7	东鹏饮料	1487	286	15.9	7	燕京啤酒	366	13	6.0
8	洋河股份	1033	69	-10.0	8	伊利股份	1894	30	6.0
9	双汇发展	865	25	-4.7	9	张裕 B	129	8	5.1
10	青岛啤酒	861	74	-2.4	10	珠江啤酒	234	11	4.8

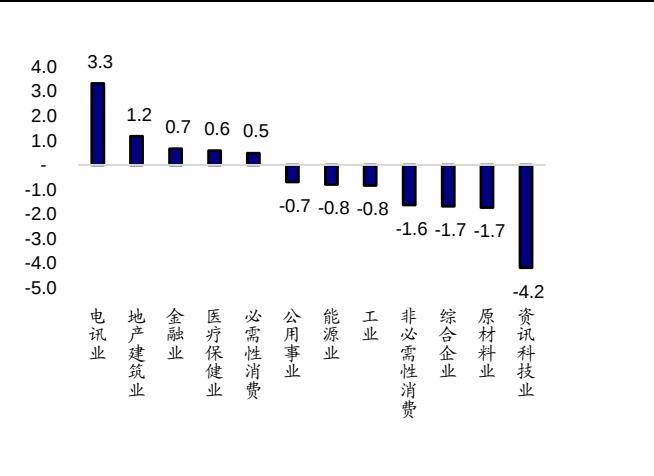
资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 3 月 31 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

4 月 H 股一级行业，电讯业（+3.3%）、地产建筑业（+1.2%）涨幅居前。资讯科技业（-4.2%）、原材料业（-1.7%）跌幅靠前。必需性消费（+0.5%）在 12 个一级行业中排名第 5，与上个月（+2.5%）排名相比提升 2 名。

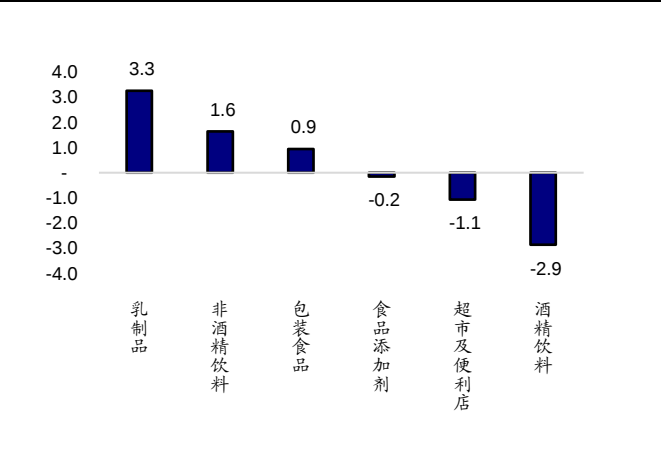
必需性消费子行业全线收涨，乳制品（+3.3%）、非酒精饮料（+1.6%）涨幅居前。

图47 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日

图48 H 股必需消费二级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 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 恒生食品饮料板块个股涨跌幅

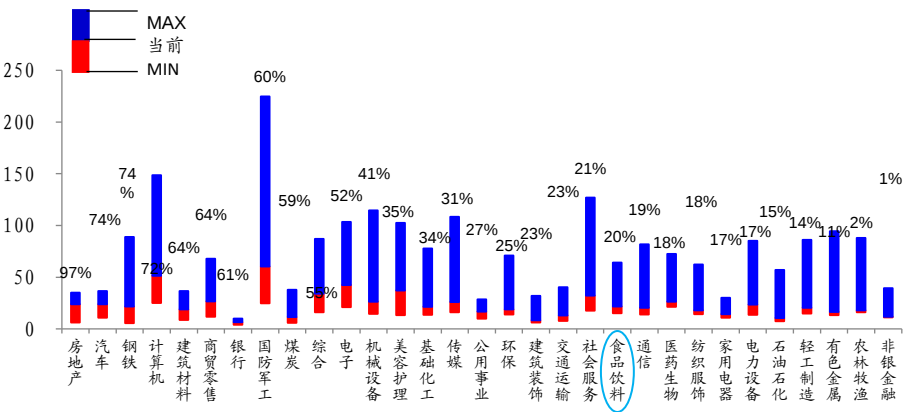
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	4026	36	6.1	1	古茗	583	25	47.8
2	蜜雪冰城	1853	488	15.9	2	锅圈	71	3	28.9
3	百威亚太	1089	8	-12.4	3	周黑鸭	54	3	28.6
4	青岛啤酒股份	928	55	-2.0	4	蜜雪冰城	1853	488	15.9
5	万洲国际	890	7	-2.8	5	第一太平	222	5	10.8
6	华润啤酒	889	27	-2.5	6	日清食品	70	7	9.3
7	康师傅控股	791	14	7.5	7	中烟香港	173	25	7.5
8	蒙牛乳业	761	19	1.1	8	康师傅控股	791	14	7.5
9	中国旺旺	601	5	3.9	9	卫龙	384	16	7.4
10	古茗	583	25	47.8	10	阜丰集团	163	6	6.4

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 4 月 30 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

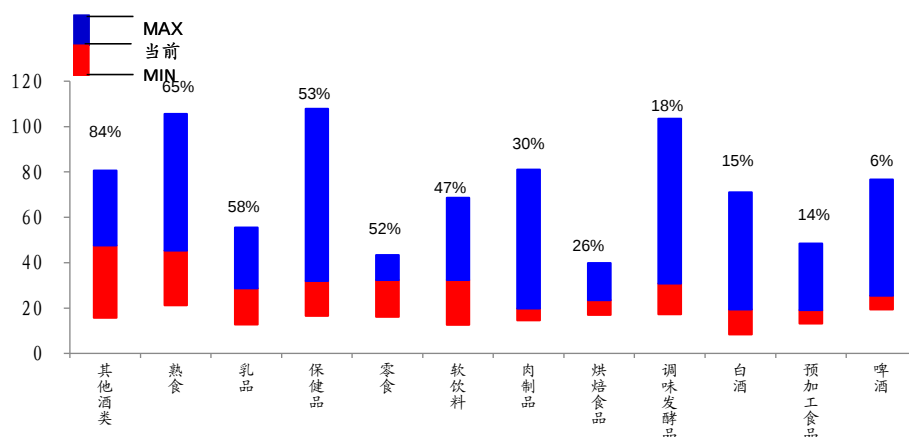
图49 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 4 月 30 日

截至 2025 年 4 月 30 日，A 股一级行业 PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有 2 个，即农林牧渔、非银金融。食品饮料的 PE 历史分位数为 20%（21.6x），较上月末（18%，21.3x）上升 2pct，在 31 个行业中排名第 21 名（较上月上升 2 名）。

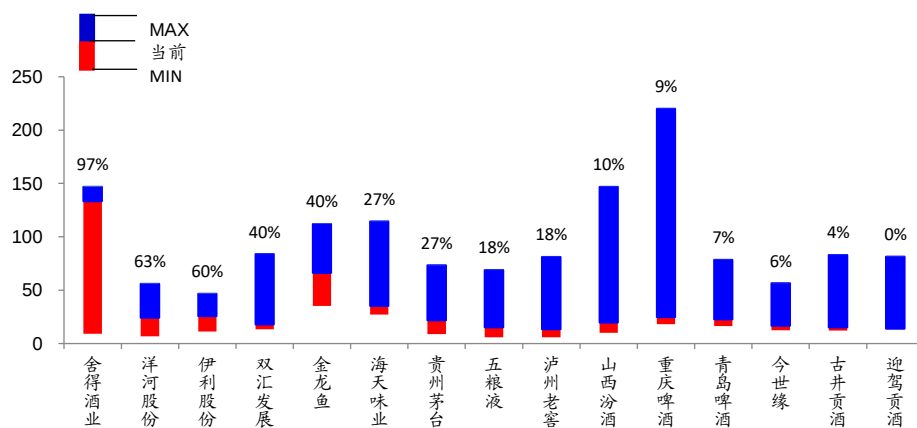
图50 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年4月30日；乳品数据受到伊利股份24年减值影响

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啤酒（6%）等。PE绝对值最低的行业分别是预加工食品（19.1x）、白酒（19.4x）等。

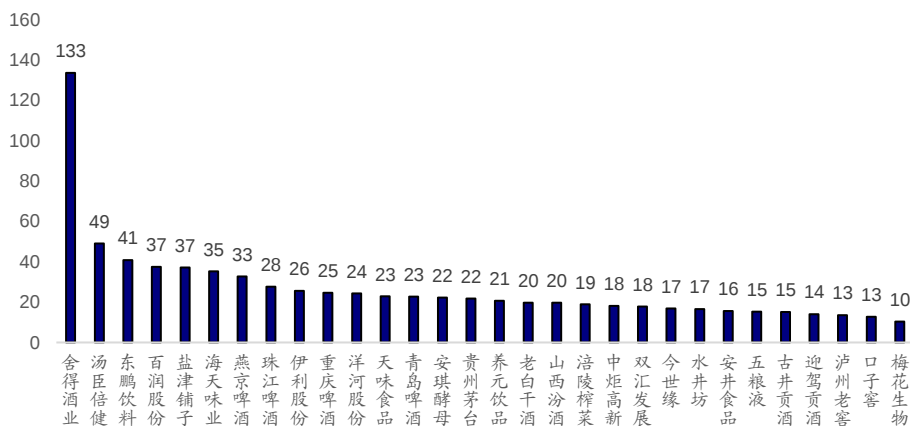
图51 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年4月30日

截至2025年4月30日，A股市场食品饮料板块估值中枢较上月持平，A股食品饮料龙头（市值前30）的估值中位数为21x（较上月持平）。

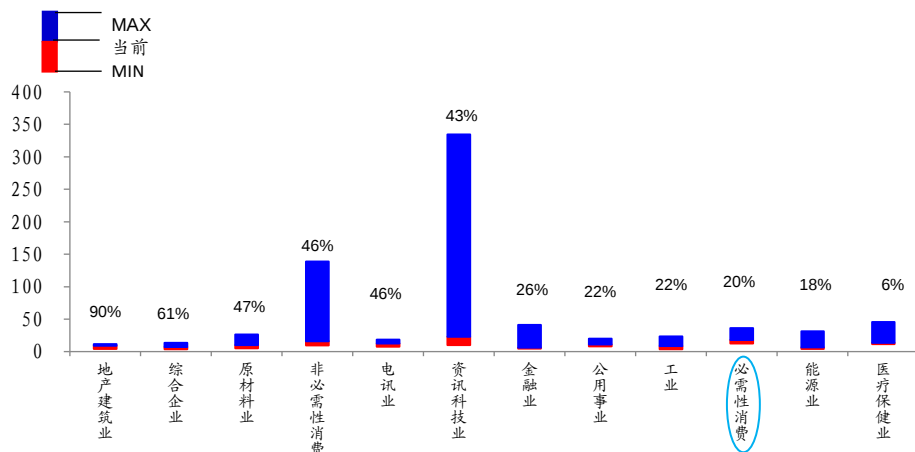
图52 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日。剔除估值为负的酒鬼酒

4.2 H 股行业估值表现

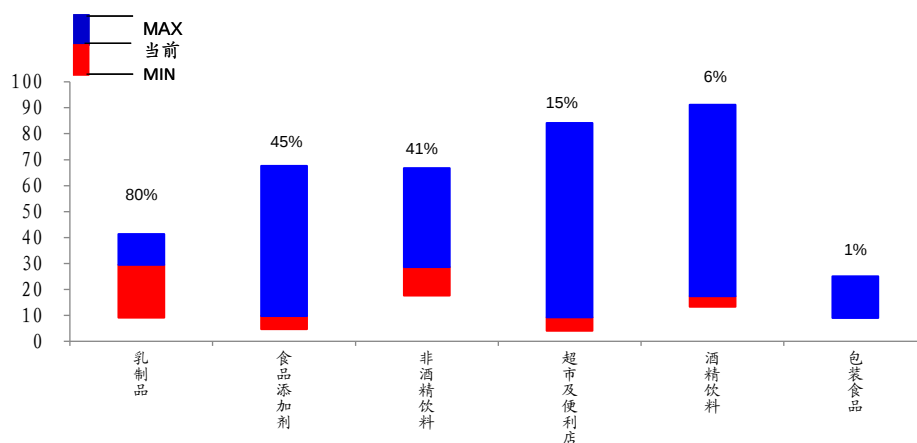
图53 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 4 月 30 日

截至 2025 年 4 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 1 个，即医疗保健业（6%）。必需性消费行业 PE 历史分位数为 20%（18.0x），历史分位数较上月末（13%，17.3x）上升 8pct，在 12 个一级行业中排名第 10 名（较上月提升 1 名）。

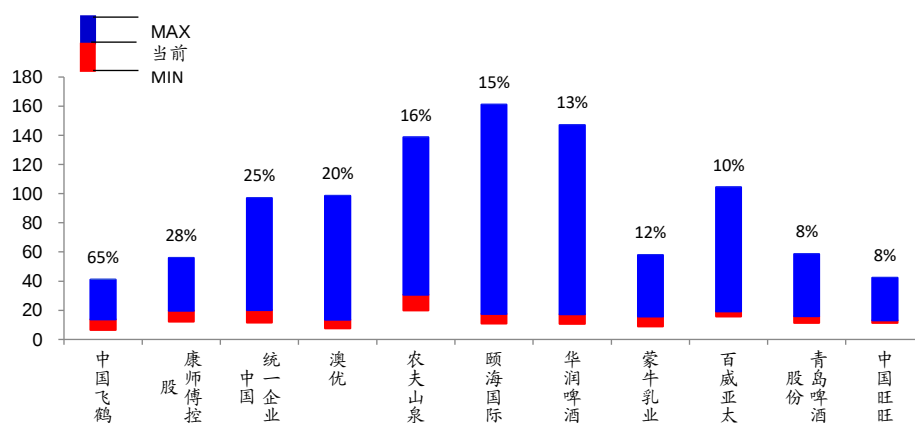
图54 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年4月30日；乳品数据受到蒙牛乳业24年减值影响

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包装食品（0%）、酒精饮料（7%）等。PE绝对值最低的行业分别是超市及便利店（9.3x）、食品添加剂（9.4x）等。

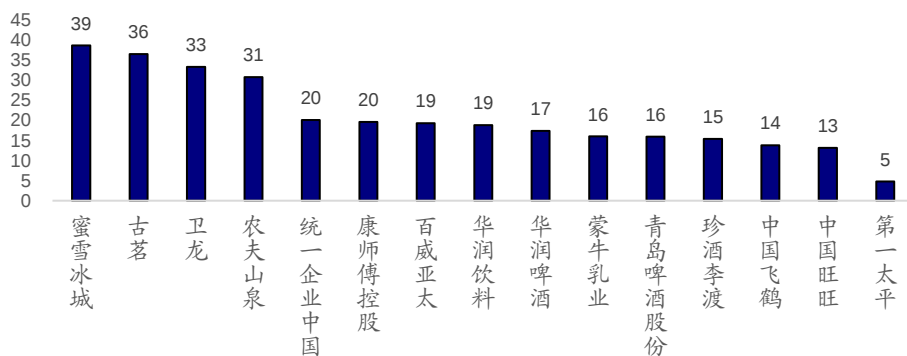
图55 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年4月30日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803, 202503-至今，图中蒙牛分位数为剔除减值影响的数据；澳优 201203-201408）

截至2025年4月30日，港股市场食品饮料板块估值中枢较上月上升，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为19x（较上月上升1x）。

图56 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 2025 年 4 月 30 日；图中蒙牛为剔除减值影响的数据

5 投资建议

白酒行业：闻宏伟认为 4 月如期调整，5 月仍需关注资金面。

2024 年 A 股白酒上市公司实现营收 4422 亿元，同比+7.3%，增幅比 23 年减少 8.5pcts；实现归母净利润 1666 亿元，同比+7.4%，增幅比 23 年减少 11.5pcts。24Q4+25Q1，白酒上市公司实现营收 2556 亿元，同比+1.5%，剔除茅台后同比-4.4%；实现归母净利润 983 亿元，同比+0.2%，剔除茅台后同比-11.8%。结合我们发布的 4 月需求月报和价格月报，预计 4 月白酒上市公司经营依然承压。

股价方面，上月月报我们认为资金驱动行情暂歇。结果 4 月白酒板块震荡下行，月线明显下跌。截至 4 月 30 日收盘，A 股白酒指数（851251.SI）全月下跌 6%，PE TTM 为 19.4X，历史分位数处于 2011 年以来的 15%。5 月股价缺乏基本面催化剂，需要重点关注资金面变化，以及受益于资金流入驱动的个股。中长线投资者可以在优质公司估值低位时布局。个股方面，预计本轮行业调整结束后，龙头公司市占率将进一步提高，因此建议关注贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖等全国龙头和金徽酒、迎驾贡酒等个别区域龙头。

啤酒行业：芮雯认为景气回升，把握结构性机遇。

2024 年财报表现：行业承压下的 α 分化加剧，高端化进程遭遇结构性瓶颈

2024 年啤酒行业在宏观经济周期下行、消费场景复苏不及预期的背景下，呈现显著的结构性分化。从营收增速看，百威亚太/青岛啤酒/重庆啤酒/华润啤酒营收同比分别下滑 8.9%/5.3%/1.2%/0.8%。餐饮消费疲软导致量价双弱，行业吨价增速滞缓，销量下滑幅度接近 5%，反映出高端化战略在需求收缩环境下遭遇阶段性瓶颈。在行业 β 承压的背景下，燕京啤酒凭借大单品 U8 实现 3.2% 的营收增长，珠江啤酒通过区域市场精耕与产品结构优化，实现 6.6% 的营收提升，市场份额逆势扩张。从利润端分析，除燕京（净利率提升 3.0pct 至 9.0%）、珠江（净利率提升 2.5pct 至 14.5%）通过产品结构升级和成本红利实现净利润高增外，其余企业因规模效应减弱及促销力度加大，导致净利率同比下滑 0.5-2.0pct，行业结构性矛盾进一步凸显。

2025 年 Q1 财报表现：行业销量企稳，企业经营杠杆释放弹性

今年一季度，啤酒行业在消费场景复苏与企业主动经营调整的双重驱动下，呈现景气向好态势。从核心财务指标看，青岛啤酒实现营收 104.5 亿元（YoY+2.9%）、归母净利润 17.1 亿元（YoY+7.1%），主品牌及以上产品销量同比增长 6.2%，吨价提升 1.8%，印证高端化战略持续见效；燕京啤酒 U8 延续 30%+ 的高速增长，带动整体销量同比提升 8.5%，规模效应下净利率同比提升 2.3pct 至 6.0%；珠江啤酒通过渠道下沉与精细化运营，实现营收与净利润双位数增长（YoY+10.7%、YoY+29.8%）。从目前披露的一季报来看，行业整体呈现量价修复趋势，销量增速达中单位数，吨价增速维持低单位数。经营性现金流同比改善显著，应收账款周转天数平均缩短 5-7 天，显示渠道动销加速与回款质量提升。

2025 年展望：周期修复叠加供给侧深化改革，关注高端化与第二曲线培育

尽管 2024 年受宏观经济波动影响，高端化进程出现阶段性放缓，但头部企业凭借品牌、渠道与产品矩阵优势，持续深化高端市场布局。例如，青岛啤酒依托“青岛纯生+奥古特”双品牌战略，强化中高端产品矩阵，通过升级包装设计、优化产品工艺，提升产品附加值；华润啤酒持续推进喜力品牌本土化运营，通过差异化营销与渠道渗透，抢占高端市场份额；重庆啤酒加速嘉士伯系列产品导入，借助国际品牌影响力，完善高端产品布局。

展望 2025 年，多重利好因素共同推动行业复苏。需求端，随着宏观经济企稳向好，居民消费能力与意愿逐步回升，当前行业库存处于低位，叠加二、三季度的低基数效应，渠道轻装上阵，为即将到来的销售旺季做好准备。同时，消费者健康意识提升，无醇啤酒、精酿啤酒等细分品类需求持续旺盛，有望成为新的增长引擎。成本端，原材料价格延续下行趋势，截至 4 月 25 日，HTI 啤酒现货成本指数同比下降 8.4%，考虑到多数企业通过套期保值锁定成本，成本红利将贯穿全年，为企业盈利增长提供支撑。费用端，企业在营销方面更加注重精准投放，有效提升投入产出比，合理控制销售费用规模。同时，借助数字化转型和组织架构优化，管理效率大幅提高，管理费用率下降，预计行业整体费用率稳中有降，带动净利率提升 0.5-1.0 个百分点。今年多家啤酒企业已明确将提升市场份额作为主要目标。随着市场竞争的不断加剧，各公司在产品创新、渠道拓展、品牌建设等方面的差异将进一步凸显，预计各公司之间的业绩表现将延续分化态势。

长期来看，啤酒行业竞争正从“规模扩张”转向“价值创造”，企业需通过多元化战略开辟第二增长曲线。在产品创新上，果味啤酒、低卡啤酒等创新品类不断涌现，满足个性化需求；渠道变革方面，数字化营销加速渗透，渠道扁平化改革减少中间环节，提升终端响应速度；品牌建设层面，跨界联名、IP 合作等方式助力品牌年轻化转型。值得注意的是，区域性品牌凭借本土渠道优势、精酿啤酒以差异化产品定位、零售商自营品牌依托供应链成本控制，三者市场份额持续扩张，对传统啤酒龙头的市场主导地位形成一定冲击，倒逼行业竞争格局加速重塑。

上市公司	股票代码	24 年 营收增速	24 年归母净利润增 速	24 年分红率	25Q1 营收增速	25Q1 归母净利润增速
青岛啤酒	600600.SH	-5.3%	1.8%	69.1%	2.9%	7.1%
重庆啤酒	600132.SH	-1.1%	-16.6%	104.2%	1.5%	4.6%
珠江啤酒	002461.SZ	6.6%	30.0%	46.4%	10.7%	29.8%
燕京啤酒	000729.SZ	3.2%	63.7%	50.7%	6.7%	61.1%
华润啤酒	0291.HK	-0.8%	-8.0%	52.0%		
百威亚太	1876.HK	-8.9%	-14.8%	103.3%		

资料来源：wind，HTI

调味品行业：宋琦认为行业动销偏弱，龙头业绩确定性强。

乐观观点。分产品来看，基调产品受外部消费环境影响，呈现弱复苏态势，行业动销偏弱，整体行业转入存量竞争阶段，上市公司收入端普遍有压力，仅海天味业在2024年期间积极改革渠道，提升经销商经营效率，逆势获得市场份额，业绩亮眼。复调需求表现好于基调，行业整体仍有增长。龙头企业天味食品因2024年底发货较多，因此1Q25期间消化库存而导致收入承压。

展望全年，餐饮需求依旧疲软，并且成本压力持续传导至供应链环节，速冻品收入及盈利能力预计承压。建议密切关注海天味业动销情况以及港股上市而带来的交易机会。

股票代码	上市公司	2024 营收增速	1Q25 营收增速
603288.SH	海天味业	9.5%	8.1%
600298.SH	安琪酵母	11.9%	8.9%
600872.SH	中炬高新	7.4%	-25.8%
603027.SH	千禾味业	-4.2%	-7.1%
603317.SH	天味食品	10.4%	-24.8%
603170.SH	宝立食品	11.9%	7.2%
600305.SH	恒顺醋业	4.2%	36.0%
300908.SZ	仲景食品	10.4%	1.1%
603755.SH	日辰股份	12.6%	10.5%
平均		8.6%	2.8%
加权平均		8.8%	4.5%

资料来源：wind，HTI

速冻行业：宋琦认为餐饮需求尚未改善，米面产品表现疲软。

中性观点。1Q24期间在餐饮回暖以及天气转冷等原因，速冻产品需求产生一定修复，但此后在2Q24与3Q24淡季期间需求持续表现疲软，疲软的需求状态持续到了4Q24期间同样并未产生明显修复，甚至同比表现下滑。1Q25期间，需求有所改善，但表现存在高基数影响，因此虽然动销表现回暖，但同比增速尚未明显改善。

分渠道来看，小B端压力较大，同样印证了社会餐饮疲软的现状，大B端业务表现相对稳定。分品类来看，传统米面产品同质化竞争严重，头部公司业绩表现有所下滑，火锅料产品领域安井食品的领先地位凸显，面对疲软的需求公司在销售与产品方面积极采取措施提升竞争优势，从而取得双位数增长。预制菜产品因为基数小、板块需求增长快，因此增速表现较优。

龙头企业业绩表现各有不同。安井食品在传统速冻行业中表现优于行业平均水平，体现出龙头厂商的经营韧性，立高食品积极发力UHT奶油产品，产品具有高质价比，有较大国产替代空间，并提振了自身业绩增长。

展望全年，餐饮需求依旧疲软，并且成本压力持续传导至供应链环节，速冻品收入及盈利能力预计承压。建议关注在产品与渠道方面积极调整应对疲软需求的龙头公司。

股票代码	上市公司	2024 营收增速	1Q25 营收增速
603345.SH	安井食品	7.7%	7.7%
002216.SZ	三全食品	-6.0%	-6.0%
300094.SZ	国联水产	-26.2%	-26.2%
001215.SZ	千味央厨	-1.7%	-1.7%
603536.SH	惠发食品	-3.6%	-3.6%
002702.SZ	海欣食品	-0.5%	-0.5%
605089.SH	味知香	-15.9%	-15.9%
300973.SZ	立高食品	9.6%	9.6%
605339.SH	南侨食品	2.5%	2.5%
300915.SZ	海融科技	13.9%	13.9%
平均		-0.6%	-4.9%
加权平均		0.6%	0.4%

资料来源：wind，HTI

乳制品行业：肖韦俐认为乳制品估值已重估，业绩兑现进行中；重点推荐婴配粉龙头。

液态奶企业：2024 年主要七家上市乳企（伊利/蒙牛/光明/新乳业/三元/天润/燕塘）实现营业收入 2506 亿元，同比下滑 8.7%；实现利润 138 亿元，同比下滑 16.2%。2025 年 Q1 主要六家上市乳企（伊利/光明/新乳业/三元/天润/燕塘）实现营业收入 445 亿元，同比持平，实现利润 50 亿元，同比增长 22.6%。2025Q1 好于 2024 年全年表现，进入低基数区间，叠加供给去化、需求相对稳定，目前乳企下滑态势基本结束，关注未来业绩上行空间。

估值重估已兑现，A 股乳品指数（851243.SI）自 2 月初低点至今上涨 12%，H 股蒙牛乳业自 2 月初低点上涨 26%。我们此前强调的交易乳品反转逻辑，该逻辑已经得到股价印证。即预计 2025 年供给收缩、原奶价格拐点向上，乳品企业产品销售价格将上升，同时减值损失将减小。但估值较大幅上涨以后，需要关注业绩落地情况，目前乳品 Q1 基本面略高于预期，但还未看到明显回暖，我们预计业绩回暖将发生在今年下半年，后续仍有空间。

婴配粉企业：重点推荐。前期呼和浩特生育政策点燃市场情绪，新生儿相关产业股价均出现大幅上涨。但近期随着生育政策推开速度较慢，龙头婴儿粉公司业绩略低于预期，板块出现明显回调。中国飞鹤的股价又进入有吸引力的区间，该公司今年预期净利增长 10%+，股息率将达到 6%左右，目前阶段重点推荐。

乳业估值仍安全。截至 4 月 30 日收盘，A 股乳品指数（851243.SI）PE TTM 为 18.42，历史分位数处于 2011 年以来的 4.31%，目前时点适合继续低位布局。H 股蒙牛乳业 2025 年 PE 在 13.6，飞鹤 2025 年 PE 去掉现金不足 10x，仍在低位。

公司名称	营收增速%			扣非归母净利润增速%		
	24	4Q24	1Q25	24	4Q24	1Q25
伊利股份	-8.2	-7.1	1.4	-18.9	-258.8	24.2
蒙牛乳业	-10.1			-7.8		
光明乳业	-8.3	0.8	-0.8	-67.5	-120.4	2.5
新乳业	-2.9	-9.9	0.4	24.5	-2.3	40.4
三元股份	-10.6	-6.4	-19.5	1527.7	-83.2	22.6
天润乳业	3.3	2.8	-2.5	-45.8	144.5	-104.5
燕塘乳业	-11.2	-8.5	-11.8	-30.2	244.0	-46.7
加权平均	-8.7	-5.8	0.0	-16.2	-235.1	22.6

资料来源：wind，HTI

软饮料行业：肖韦俐认为软饮料基本面仍然稳健，优选股东回报较好的标的。

2024 年主要八家上市饮料企业（康师傅饮料部门/农夫山泉/内地太古可乐/中国食品/统一饮料部门/东鹏/华润/养元）2024 年营业收入为 1822 亿元，同比增长 3.9%；利润 235 亿元，同比增长 13.1%。饮料去年基本面表现优秀，好于其他大众品。

2025 年软饮料基本面仍然稳健。首先，今年软饮料收入仍呈现稳健增长。但拆分量价来看，主要为量增贡献，价格压力较大。今年多个节假日的出行旅游数据超预期，带动软饮料消费量稳健增长。但同时，软饮料价格竞争压力较大，今年多家企业纷纷推出大包装新品，主打高性价比，同时亦于小包装产品推出“1 元乐享”活动，即开盖扫码中奖一元加赠一瓶，竞争较为激烈，分化背景下建议择优。

其次，利润弹性仍存，成本仍有正向贡献，但需注意价格折扣上升。（1）成本：根据海通国际成本月报，软饮料行业成本仍在下降通道。今年年初以来现货、期货指数分别累计变动 -4.01%/-4.40%，较去年同期现货、期货指数分别累计变动 -8.86%/-14.21%。（2）价格：根据海通国际价格月报，软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值（实际到手价格/平台标注原价）分别由 3 月末的 96.5%/100%变化至本周的 94.1%/100%。进入旺季，折扣加码，软饮料价格有压力。

截至 2025 年 4 月 30 日收盘，A 股软饮料指数（851271.SI）PE TTM 为 28.1，历史分位数处于 2011 年以来的 50.1%；H 股没有具体指数，不过康师傅/统一 2025 年 PE 分别为 17.56/17.38 左右，今年预期股息率分别为 5.6%/5.7%，仍较有吸引力。

公司名称	2024 营业收入	营业收入增长率	2024 归母净利润	归母净利润增长率
康师傅控股-饮品	516	1.3%	19	52.3%
农夫山泉	429	0.5%	121	0.4%
太古可乐（内地）	230	2.0%	8	6.0%
中国食品	215	0.2%	9	3.4%
统一企业中国-饮品	192	8.2%	23	21.6%
东鹏饮料	79	44.2%	17	56.2%
华润饮品	80	144.2%	18	156.2%
养元饮品	81	244.2%	19	256.2%
加权平均		3.9%		13.1%

资料来源：wind，HTI

6 风险提示

消费恢复缓慢，新关税影响中国经济，人民币明显贬值。

APPENDIX1

Demand: Among the 8 industries that were key tracked in April, 5 maintained positive growth, 2 had negative growth, and 1 remained flat. Industries with single-digit growth included dairy products (+3.4%), catering (+3.1%), soft drinks (+2.7%), seasonings (+2.3%), and frozen foods (+1.5%); industries with decline included mass and lower-end liquor (-10.7%) and sub-high-end and higher-end liquor (-1.5%); the beer industry remained flat. Compared with the previous month, the growth rates of 6 industries improved, and 2 industries saw a deterioration in growth rate. In April, the growth rates of most industries improved slightly.

Price: In April, the price of Feitian Moutai continued to decline. The batch prices of whole cases/bottles decreased by 70 yuan compared with the previous month. Most high-end products such as Wuliangye and Guojiao 1573 remained flat; in the sub-high-end price range, products like Moutai 1935, Mengzhilan M6+, and Qinghua 20 saw more declines than increases. The batch prices of liquor in the price range of 300 yuan and below mostly decreased. In April, only the discount intensity of representative products in infant formula milk powder and beer decreased compared with the end of March, while the discount intensity of liquid milk, soft drinks, convenient foods, and seasonings all increased.

Cost: In April, the spot cost indices of beer/frozen foods/dairy products/seasonings/instant noodles/soft drinks changed by +2.69%/+1.67%/+1.09%/-0.12%/-0.18%/-1.58% respectively, and the futures cost indices changed by -3.78%/+1.38%/+0.46%/-1.64%/-1.64%/-2.61% respectively. In terms of packaging materials spot, the price of aluminum cans increased by 8.37% year-on-year, and the prices of glass/plastic/pulp decreased by 23.17%/20.90%/4.59% year-on-year. In terms of direct raw materials, the spot price of palm oil decreased by 2.40%/+13.55% month-on-month/year-on-year. The price of fresh milk stabilized at around 3.08 yuan per kilogram. The spot price of soybeans increased by 1.29%/-6.82% month-on-month/year-on-year. The price of soybean meal decreased by 2.17%/-3.73% month-on-month/year-on-year. The price of corn increased by 1.28%/-7.03% month-on-month/year-on-year. The price of sugar decreased by 1.73%/-7.64% month-on-month/year-on-year. The price of vegetables decreased by 4.78%/-3.98% month-on-month/year-on-year.

Capital: As of the end of April, the northbound funds through the Hong Kong Stock Connect had a net inflow of 157.42 billion yuan in the month (a net inflow of 149.78 billion yuan in the previous month). The market value of the essential consumer goods sector accounted for 5.68%, an increase of 0.03 percentage points compared with the previous month. The proportion of the food additives industry in the Hong Kong Stock Connect was 13.0%, a decrease of 0.2 percentage points from the beginning of the month; the market value proportion of the dairy products industry in the Hong Kong Stock Connect was 11.4%, ranking second, a decrease of 0.12 percentage points compared with the previous month. According to the shareholding ratio ranking, Tsingtao Brewery (41.4%) was the highest, followed by Huabao International (20.0%) and Yihai International (18.5%). As of the end of March (northbound data is announced quarterly), the market value of the food and beverage sector in the Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect accounted for 4.78%, an increase of 0.07 percentage points in 25Q1 compared with 24Q4. According to the shareholding ratio ranking, Inner Mongolia Yili Industrial Group Co., Ltd. (10.3%) had the highest proportion in the northbound funds, followed by Dongpeng Beverage (7.2%).

Valuation: At the end of April, the historical percentile of the P/E ratio of A-share food and beverage was 20% (21.6x), an increase of 2 percentage points compared with the end of the previous month (18%, 21.3x). The sub-industries with lower historical percentiles included beer (6%, 25.4x), etc. The median valuation of leading companies was 21x (unchanged compared with the previous month). The historical percentile of the P/E ratio of the essential consumer goods industry in H-shares was 20% (18.0x), an increase of 8 percentage points in historical percentile compared with the end of the previous month (13%, 17.3x). The sub-industries with lower historical percentiles included packaged foods (0%, 9.9x), alcoholic beverages (7%, 17.4x), etc. The median valuation of leading companies was 19x (an increase of 1x compared with the previous month).

Suggestion: Wait for the right time to increase positions again. Recently, there have been many hotspots in the capital market: first, domestic monetary and fiscal policies have been further relaxed; second, the Sino-US trade conflict has shifted from intensification to easing; third, the military conflict between India and Pakistan has broken out, and Chinese weapons have performed brilliantly, catalyzing the military industry sector. On the other hand, the demand growth in the essential consumer goods sector is slow, there are few fundamental catalysts in the short term, the expectation of strong policy stimulus has weakened, and there is a risk of capital being drawn out. However, in the long term, the logic of the revaluation of Chinese assets still holds, and their value is more prominent after experiencing trade conflicts and military tests. At the current time, our recommended order and portfolio remain unchanged. It is recommended to pay attention to the dairy industry (supply contraction precedes demand improvement), soft drinks (high dividends under the premise of stable growth), and liquor (a necessary allocation industry for large-scale capital inflows). Individual stocks include China Feihe, Mengniu Dairy, Inner Mongolia Yili Industrial Group Co., Ltd., Master Kong Holdings, Uni-President China Holdings, Kweichow Moutai, Shanxi Xinghuacun Fen Wine Factory Co., Ltd., Yingjia Gongjiu, etc.

Risk Warning: Slow consumption recovery, the impact of new tariffs on the Chinese economy, and a significant depreciation of the RMB.

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， 宋琦，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, Qi Song, 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， 芮雯，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, Raven Rui, 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 600597.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 600597.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 600597.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.

600597.CH 及 2589.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600597.CH and 2589.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

605089.CH, 603198.CH, 000568.CH, 300999.CH, 600298.CH, 000895.CH, 600600.CH 及 000596.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

605089.CH, 603198.CH, 000568.CH, 300999.CH, 600298.CH, 000895.CH, 600600.CH and 000596.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去 12 个月中获得对 600597.CH 提供投资银行服务的报酬。
Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 600597.CH.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 600597.CH 获得投资银行服务报酬。
Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 600597.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）： 评级分布 Rating Distribution

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.

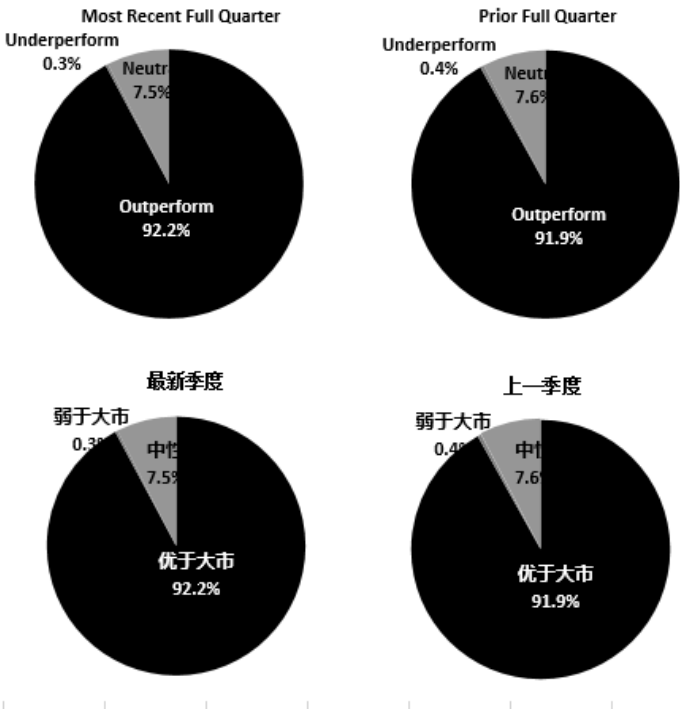
Analyst Stock Ratings

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.



截至 2025 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	92.2%	7.5%	0.3%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入、中性和卖出分别对应我们当前优于大市、中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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 支由国泰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，并结合对国泰海通证券 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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

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

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 是由日本关系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（“HSIPL”）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。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other

members within HTISG in their respective jurisdictions.

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。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.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

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 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. 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.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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