

中国必需消费 China Staples

食品饮料行业跟踪报告：从国外经验看国内食品饮料复苏

Review Domestic Food and Beverage Recovery from Foreign Experience

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	目标价	2022E	2023E
百威亚太	Underperform	21.00	26	n.a.
华润啤酒	Outperform	64.00	37	31
海底捞	Outperform	21.40	15	12
康师傅	Outperform	17.10	14	13
中国飞鹤	Outperform	8.54	8	6
恒安国际	Neutral	55.80	8	8
九毛九	Outperform	21.68	27	20
颐海国际	Outperform	24.33	18	14
现代牧业	Outperform	1.43	5	5
优然牧业	Outperform	5.55	3	3
澳优	Outperform	7.32	4	4

市盈率 P/E

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

整体消费：缺口填补后重回疫前趋势，疫情反复导致信心再次回落。去年海外防疫放开后，多数国家和地区零售额实现恢复性增长，今年以来则基本企稳，回归疫前趋势；日本、韩国和台湾地区消费信心在短暂修复后再次回落。放开后耐用消费品快速反弹并于两个季度内完成“填坑”，但服务业消费复苏则相对缓慢且滞后。

酒类：啤酒在低成熟度市场中消费韧性较好，烈酒结构升级仍是长期趋势。啤酒行业在收入长期增速高于 5% 的低成熟度市场中，疫情期间收入增速仅小幅放缓，放开后快速恢复甚至超过疫情前。大体量啤酒公司在疫情期间往往承压能力较强，盈利能力下滑较小，也能在疫后较短时间内恢复。我国啤酒行业明年有望实现收入 5%+、净利润 15%+ 的增长速度，低利润率公司可能更快。国外烈酒消费因疫情受益，疫情后加大了产品升级力度，进行直接提价，同时配合高市场费用。国内白酒短期进入价格和库存调整阶段，明年仍将持续，但是长期看结构升级趋势不改。

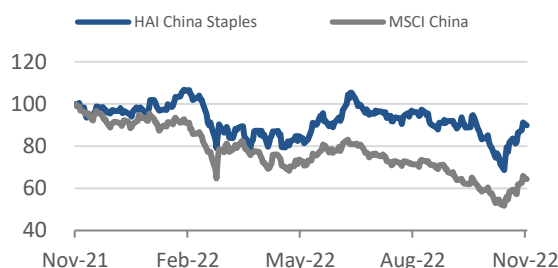
乳制品：海外复盘结果乐观，疫后重回稳步增长。国外乳制品消费在此次疫情中经历加速（约 4 个季度）、持平（3-4 个季度）、稳增长三个阶段。我们认为国内情况也与此相似，目前已经经历加速（7 个季度）、持平（3 个季度）阶段，有望重回疫情前 4-5% 的量增中枢。分品类看，国外市场白奶和奶酪为受益品类；酸奶受益不明显；婴配粉为受损品类。国内目前表现也与此接近。

软饮料：总量难有明显增长，关注产品和渠道变化。消费者对于日常消费品价格更加敏感，市场竞争饱和的产品可能出现以价换量；具有健康属性的无糖饮料、纯果蔬汁、保健饮料等需求改善。国内低线城市疫情期间线上渠道快速渗透，我们预计疫后仍是较快增长点。公司层面，产能布局、渠道分布、物流能力等竞争要素价值上升。

餐饮业：产品高性价比和外卖业务完善的公司更具竞争力。美国放开后 6-7 个季度餐饮收入和同店恢复到疫情前增幅，恢复速度快和利润率高的公司特征：产品高性价比、地区人口不密集、外卖业务完善、加盟收入占比高。国内防控时间更长，消费力下降更大，我们预计餐饮业恢复弹性较弱，需要时间更长；对产品性价比和数字化能力要求更高；为获取更多市场份额，销售费用投入可能加大。

预制菜：短期仍看 B 端增长，长期实现结构上移。虽然疫情促使日本 C 端市场占比提升，但国内短期能否持续高增更取决于以“餐饮业降本增效诉求、连锁化渗透率提升、外卖及团餐市场扩量”为主的 B 端驱动。2021 年底我国速冻调理食品市场 B/C 端占比为 81%/19%，我们预计 2025 年 76%/24%，对应市场规模将达 3800/1200 亿元。产品结构上移趋势不改，高食品还原度或成破局良药。

风险提示：疫病恶性变化、宏观经济减速、消费信心不足



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

HTI 消费品成本指数：棕榈油结束五周连涨，多数行业现货成本下行（HTI CGCI: Palm Oil Price Fell after Rising for Five Weeks, Spot Costs in Most Sectors Fell）(16 Nov 2022)

HTI 消费品成本指数：原材料价格多数上行，方便面期货成本领涨（HTI CGCI: Most Raw Material Prices Went up, Instant Noodles Futures Cost Led the Rise）(9 Nov 2022)

HTI 消费品成本指数：棕榈油、小麦价格齐涨，方便面期货成本承压（HTI CGCI: Palm Oil and Wheat Rose Together, the Cost of Instant Noodle Futures is under Pressure）(4 Nov 2022)

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

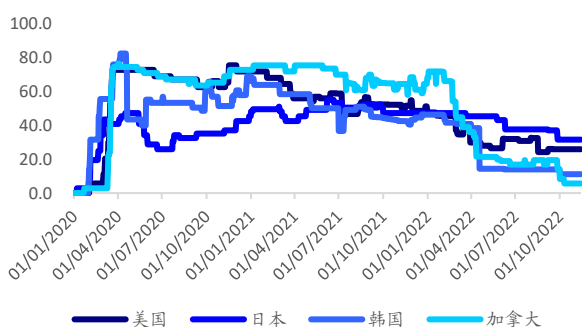
本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

第一章 疫后消费整体情况：消费缺口得以填补后基本回稳，消费信心在疫情冲击下再次回落

1.1 海外多个国家或地区疫情防控指数已大幅下行

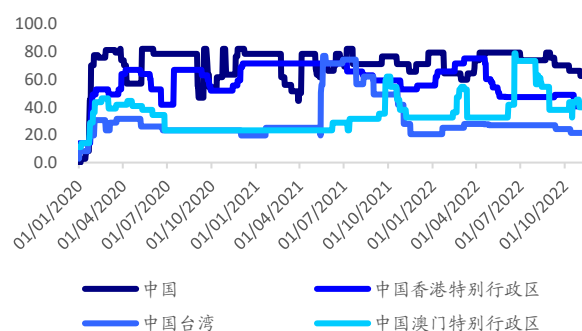
截至目前，新冠疫情在世界各处的蔓延已有三年，尽管疫情尚未结束，各国、各地区陆续放松或全面放开了疫情管控措施。据牛津大学 OxCGR 疫情防控指数显示，2021 年年初起，美国和韩国防疫措施开始有所放松，尤其是今年年初以来，加拿大、韩国、美国和日本等多个国家管控指数整体大幅下行。而大陆和港澳台地区的疫情防控措施则表现较为分化，大陆地区长期以来采取“动态清零”方针，以及常态化核酸政策，管控指数一直处于高位；港澳台地区则是根据当地疫情传播情况，采取阶段性放松或收紧的管控措施，防控指数整体低于大陆地区。

图1 海外部分发达国家防控指数变化



资料来源：CEIC，HTI

图2 中国大陆及港澳台地区防控指数变化



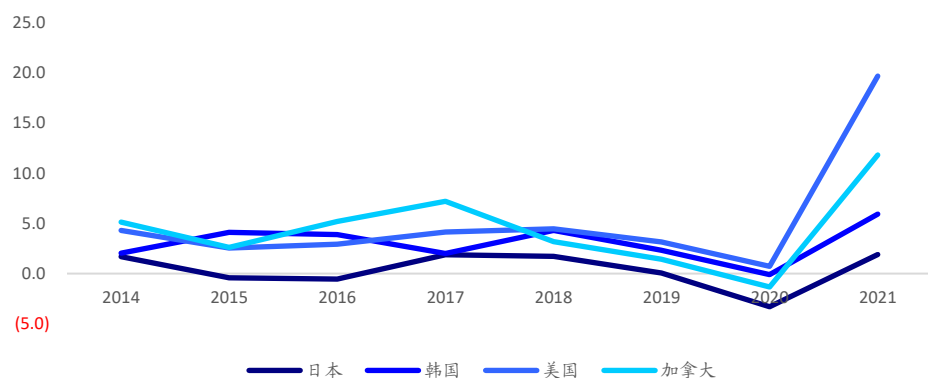
资料来源：CEIC，HTI

1.2 多地零售销售经短期反弹后基本企稳回暖

2014 至 2019 年疫情前，韩国、美国、加拿大以及中国大陆地区的零售销售基本保持稳健增长态势。2015 年至 2016 年期间，日本及港澳台地区由于经济景气度下行，零售销售均有下滑。其中，香港地区零售业已出现连续三年低迷并于 2016 年阶段性触底，主因前期受相关社会事件影响，叠加大陆游客入境数量锐减，因此部分零售商和品牌采取了撤店和裁员的方式来缩减经营规模。2017 年至 2019 年，台湾和澳门零售业逐步恢复改善，但 2019 年香港地区的消费、旅游等相关经济活动再次因一系列政治事件受到重创。

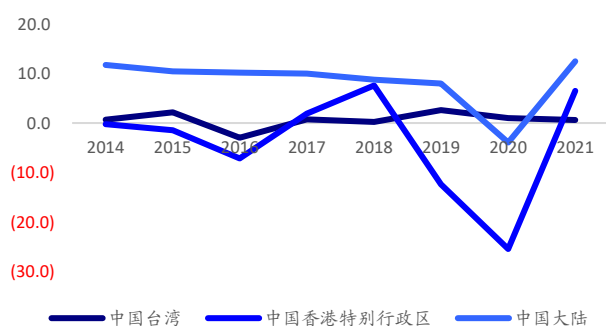
2020 年新冠疫情全球暴发，世界各国各地区零售业均遭遇重大冲击，其中香港、澳门的受损程度最为严重，均呈现双位数下滑。2021 年，在海外地区率先放开防疫措施的背景下，各地零售业均呈现不同程度的恢复性增长，其中美国、加拿大和澳门等国家和地区的零售销售额反弹程度最为明显，两年平均增长率甚至超过疫情前的增速水平。而中国大陆地区在动态清零的防疫政策下，国内各地疫情扰动有所减少，在前值低基数的情况下，2021 年社会消费品零售额同比增长 12.5%。

图3 日本、韩国、美国和加拿大零售销售年度同比增速 (%)



资料来源: CEIC, HTI

图4 中国大陆及港台地区零售销售年度同比增速 (%)



资料来源: CEIC, HTI,

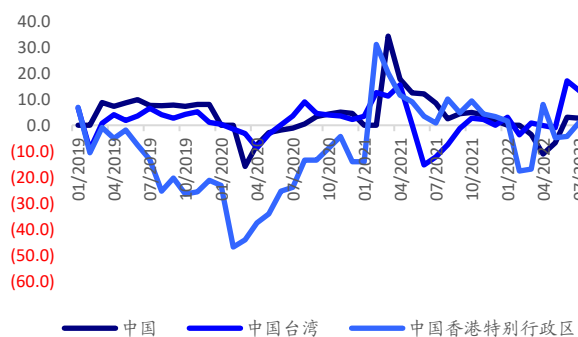
图5 澳门地区零售销售年度同比增速 (%)



资料来源: CEIC, HTI

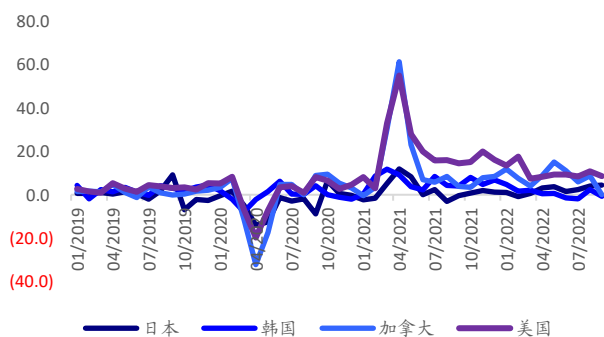
今年年初疫情多地出现反复,再次对中国大陆及香港等地的消费复苏节奏构成扰动。在内地疫情防控不放松的大背景下,消费品零售额的月度增速于6月恢复正向增长,之后增幅维持在2.5%-5.4%之间波动。香港和韩国零售销售的月度增速在正负区间小幅震荡,其他国家及地区的零售销售情况基本企稳回暖。

图6 中国大陆及香港台湾地区零售销售月度同比增速 (%)



资料来源: CEIC, HTI

图7 海外其他国家零售销售月度同比增速 (%)



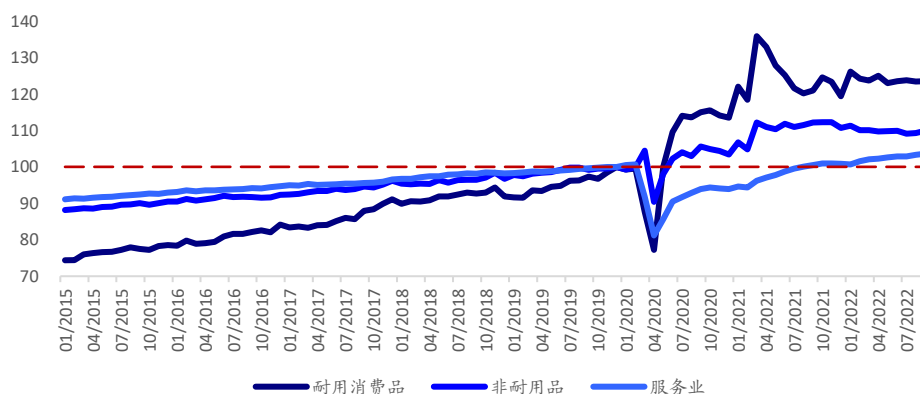
资料来源: CEIC, HTI

1.3 防疫宽松下耐用品成为消费主力，服务消费修复表现相对缓慢

2020 年年初疫情大规模暴发期间，美国、日本和韩国的商品和服务消费受到不同程度的抑制，但三者的服务消费回落斜率均较为靠前，主因服务消费涵盖了交通、娱乐、教育、餐饮和住宿等行业，对疫情因素更为敏感，疫情拖累下消费场景严重缺失，叠加劳动力供应受到限制，整体下滑较为严重。

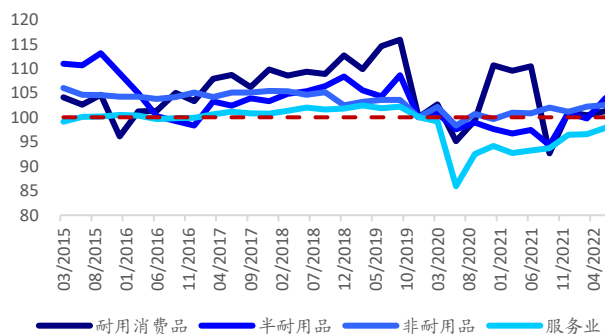
在疫后修复阶段，耐用消费品快速反弹并于两个季度内完成“填坑”，美国和韩国甚至恢复至比疫情前更高的水平。半耐用品/非耐用品紧随其后，基本实现缺口的修复，但服务业的消费复苏则相对缓慢且滞后，甚至在日本至今尚未恢复至疫情前的水平，一定程度上反映了即便在防疫政策不再掣肘的环境下，消费者对聚集性场所中感染病毒的风险仍存有顾虑。

图8 美国个人消费支出变化情况



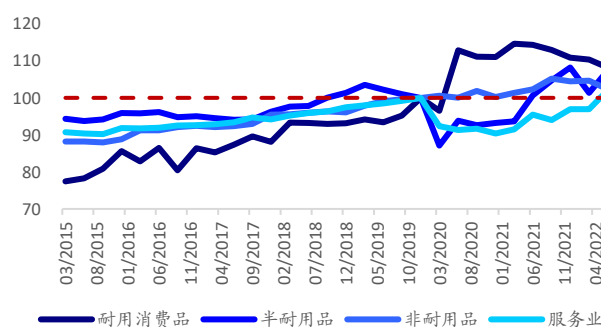
资料来源：CEIC，HTI，2019 年 12 月=100

图9 日本个人消费支出变化情况



资料来源：CEIC，HTI，2019 年 12 月=100

图10 韩国个人消费支出变化情况



资料来源：CEIC，HTI，2019 年 12 月=100

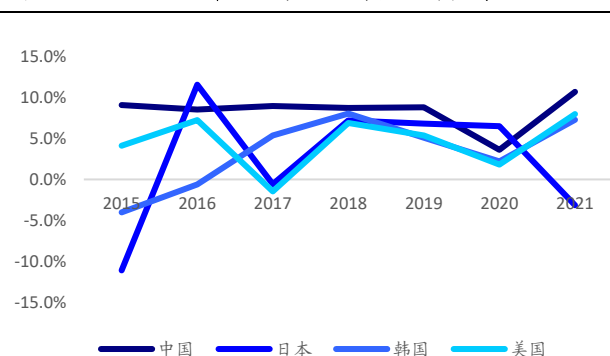
1.4 居民收入支撑弱于疫情之前，消费意愿 V 型修复后再次回落

2019 年疫情前，中国内地居民人均可支配收入逐年实现单高位数增长，2014 年至 2019 年期间 CAGR 为 8.8%，美国、日本和韩国家庭人均收入期间 CAGR 为 4.4%/2.5%/2.7%。2020 年受疫情冲击，各国人均收入虽维持上涨但增速均有放缓。2021 年疫情影响有所缓和，中国内地、美国、日本、韩国人均收入分别为疫情前（2019 年）的 114.7%/109.9%/103.2%/109.6%，但 2019 年至 2021 年期间各地 CAGR 分别为 4.7%/3.2%/1.0%/3.1%，多数低于疫情之前的水平。

2014 年至 2019 年期间，中国内地、美国、日本、韩国家庭人均支出期间 CAGR 分别为 4.6%/3.3%/0.0%/3.6%。2020 年在疫情冲击下，各国家庭人均支出均有 -2.7%至 -3.7%之间的失速下滑。2021 年除日本仍维持小幅下行（-1.7%），中国内地、美国和

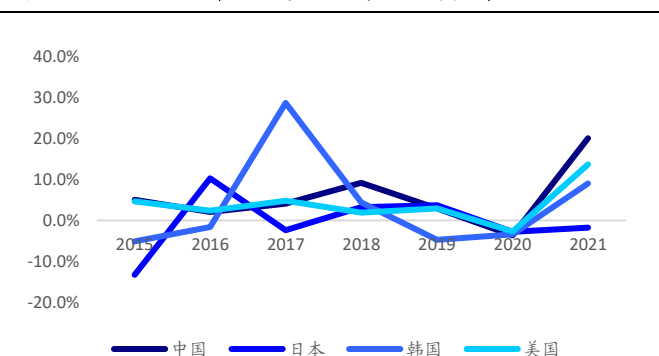
韩国家庭人均支出同比增长 20.0%/13.7%/9.0%，分别恢复至疫情前水平（2019 年）的 95.6%/115.7%/110.6%/105.3%。

图11 2014 至 2021 年各国家庭人均收入增长情况



资料来源：CEIC，HTI，中国该指标为居民人均可支配收入

图12 2014 至 2021 年各国家庭人均支出增长情况

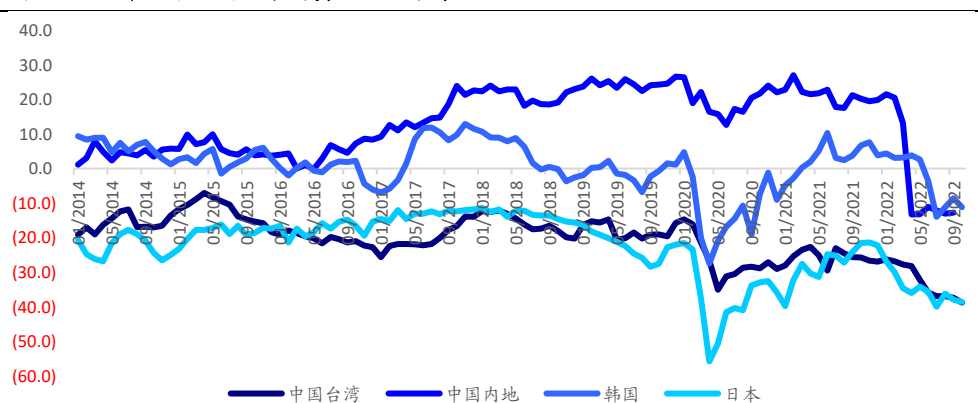


资料来源：CEIC，HTI

从消费信心变化情况来看，2019 年疫情前，中国大陆消费信心结余净额自 2016 年 5 月以来持续稳健上行，韩国除了在 2017 年年初以及 2019 年的个别月份呈现小幅震荡以外，消费信心基本维持乐观，但台湾和日本的消费意愿呈现持续性低迷态势，整体维持悲观态度。

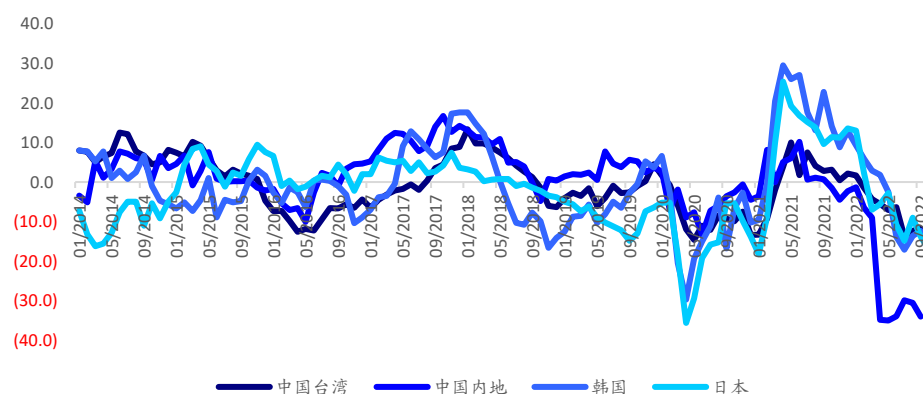
2020 年年初起，疫情的暴发大幅冲击了消费者信心，各经济体的消费信心结余净额呈断崖式下跌，相比之下中国大陆的回落斜率稍显平缓。在后续疫情进入阶段性稳定期间，叠加防控措施的放松及相关经济政策的刺激下，2020 年下半年起，各地的消费信心结余净额以及同比增速逐步实现 V 型修复，2021 年末中国内地、韩国和日本已恢复至接近疫情前水平。但在 2022 年疫情再次反复，即便各地逐步解除防疫限制，但对消费信心的提振作用仍旧较为有限，主观消费意愿一路下行。

图13 2014 年至今不同国家消费信心结余净额变化 (%)



资料来源：CEIC，HTI

图14 2014 年至今不同国家消费信心同比变化 (%)



资料来源：CEIC，HTI

1.5 消费行业疫后整体情况总结

- 1) 随着海外防疫政策的逐步放开，2021 年各国各地区的零售销售基本实现恢复性增长，美国、加拿大和澳门等地零售业反弹程度最为明显，两年平均增长率甚至超过疫情前的增速水平。在动态清零以及防疫政策不断优化环境中，2021 年大陆地区社会消费品零售额同比增长 12.5%，增速位居前三。今年以来多数国家及地区零售销售情况基本企稳，回归疫前趋势；国内疫情反复对消费复苏造成扰动，消费零售月度增速于 6 月转正；香港月度增速仍在正负边缘小幅震荡。
- 2) 在疫情暴发阶段，美国、日本和韩国服务消费回落斜率均属前列，主因消费场景严重缺失，劳动力供应受到限制；在疫后修复阶段，耐用消费品快速反弹并于两个季度内完成“填坑”，但服务业的消费复苏则相对缓慢且滞后，一定程度上反映了防疫宽松的背景下，居民对聚集性场所中感染病毒的风险仍存有顾虑。
- 3) 2020 年受疫情冲击，各国人均收入虽维持上涨但增速均有放缓。2021 年除日本以外，中国内地、韩国和美国的居民收入实现恢复性增长，但三年间的期间增速大多低于疫情前（2019 年）水平。2021 年中国内地、美国、日本和韩国家庭人均支出分别恢复至 2019 年的 115.7%/110.6%/95.6%/105.3%，海外各地防疫限制也基本解除，但整体消费信心在短暂的 V 型修复后全部再次回落，尤其是台湾和日本，消费意愿的悲观程度进一步加剧。

第二章 酒类疫情后复盘：产品升级未因疫情而停滞

从海外疫情后啤酒吨价来看，低成熟度的国家在没有短期限制政策干扰下，高端化趋势将延续，尤其是在宏观经济形势出现改善的情况下，往往会迎来相较疫情前的高端化加速，吨价出现加速上涨的现象。

从海外疫情后烈酒企业的表现来看，产品升级不会因为疫情而停滞。帝亚吉欧疫情后加大了产品升级力度，配合高市场费用投入，实现了疫后收入扩展式高增长，市占率大幅提升。

2.1 啤酒市场放开后因成熟度而不同，美国酒类销售在疫情期间加速

啤酒市场成熟度分类：通过对比行业内各个具有较大啤酒体量国家近 7 年的量价变化，我们将销量或单价 2014-2019 年 CAGR 增速大于 5% 的啤酒市场称为低成熟度市场，其余则为高成熟市场。根据这一分类标准，巴西、墨西哥以及南非被划分为低成熟度市场，它们或是疫情前行业整体处于增量阶段，亦或是处于存量/减量但价增的阶段；日本、美国、德国以及英国则属于高成熟度市场，它们在量、价上均已触及天花板，甚至部分国家由于各种原因，出现了量、价的下滑。

表1 各国家 2014-2021 啤酒消费量（单位：百万升）

国家	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	14-19 CAGR	19-21 CAGR	21 on 19
巴西	13,890	13,283	12,603	12,385	12,202	12,634	13,310	14,322	-1.9%	6.5%	13.4%
yoy		-4.4%	-5.1%	-1.7%	-1.5%	3.5%	5.3%	7.6%			
墨西哥	6,494	6,979	7,391	7,878	8,466	8,687	8,168	9,302	6.0%	3.5%	7.1%
yoy		7.5%	5.9%	6.6%	7.5%	2.6%	-6.0%	13.9%			
南非	3,129	3,158	3,193	3,225	3,274	3,460	2,718	3,437	2.0%	-0.3%	-0.6%
yoy		0.9%	1.1%	1.0%	1.5%	5.7%	-21.4%	26.4%			
美国	24,003	24,201	24,087	23,916	23,638	23,484	22,940	23,412	-0.4%	-0.2%	-0.3%
yoy		0.8%	-0.5%	-0.7%	-1.2%	-0.7%	-2.3%	2.1%			
日本	6,063	6,008	5,864	5,706	5,543	5,447	4,972	4,733	-2.1%	-6.8%	-13.1%
yoy		-0.9%	-2.4%	-2.7%	-2.9%	-1.7%	-8.7%	-4.8%			
德国	9,522	9,455	9,549	9,395	9,698	9,584	8,524	8,396	0.1%	-6.4%	-12.4%
yoy		-0.7%	1.0%	-1.6%	3.2%	-1.2%	-11.1%	-1.5%			

资料来源：欧睿国际，HTI

表2 各国家 2014-2021 啤酒单价 (单位: 美元/升)

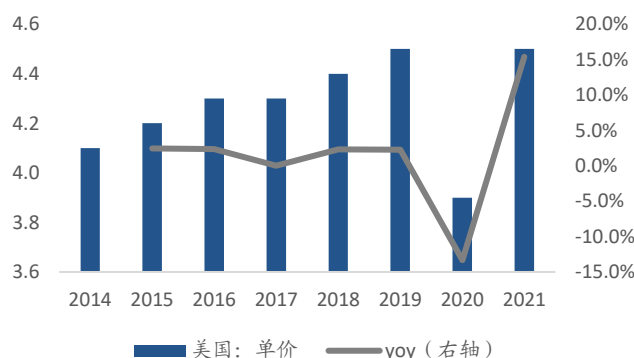
国家	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	14-19 CAGR	19-21 CAGR	21 on 19
巴西	1.5	1.6	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	3.0	10.8%	9.5%	20.0%
yoy		6.7%	18.8%	10.5%	9.5%	8.7%	4.0%	15.4%			
墨西哥	2.2	2.3	2.4	2.5	2.7	2.9	2.7	3.0	5.7%	1.7%	3.4%
yoy		4.5%	4.3%	4.2%	8.0%	7.4%	-6.9%	11.1%			
南非	1.9	2.1	2.3	2.5	2.8	3.0	3.1	3.3	9.6%	4.9%	10.0%
yoy		10.5%	9.5%	8.7%	12.0%	7.1%	3.3%	6.5%			
美国	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5	3.9	4.5	1.9%	0.0%	0.0%
yoy		2.4%	2.4%	0.0%	2.3%	2.3%	-13.3%	15.4%			
日本	6.2	6.3	6.4	6.4	6.4	6.5	5.5	5.3	0.9%	-9.7%	-18.5%
yoy		1.6%	1.6%	0.0%	0.0%	1.6%	-15.4%	-3.6%			
德国	3.5	3.6	3.6	3.6	3.7	3.7	3.1	3.2	1.1%	-7.0%	-13.5%
yoy		2.9%	0.0%	0.0%	2.8%	0.0%	-16.2%	3.2%			

资料来源: 欧睿国际, HTI

美国

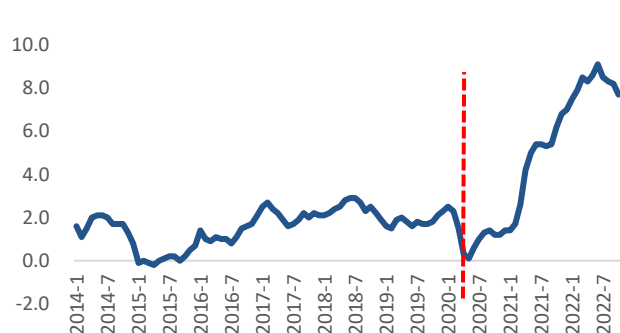
疫情前, 美国已经处于存量时代, 2014-2019 年销量 CAGR 为-0.4%; 而单价端 2014-2019 年 CAGR 则为 1.9%, 年均增速与美国 2014-2019 年 CPI 增速相当 (2014-2019 年期间, 美国月 CPI 同比增速均值为 1.6%), 展现出美国高端化基本处于天花板, 而价格的增长主要来源于通货膨胀的影响。2021 年美国疫情管控放松后, 行业单价出现了较为强劲的回升, 与销量一样基本恢复到了疫情前的水平, 即便考虑到了 CPI 的增幅强劲, 但 15.4% 的单价增速仍然亮眼。

图15 2014-2021 年美国啤酒单价及增速 (单位: 美元/升)



资料来源: 欧睿国际, HTI

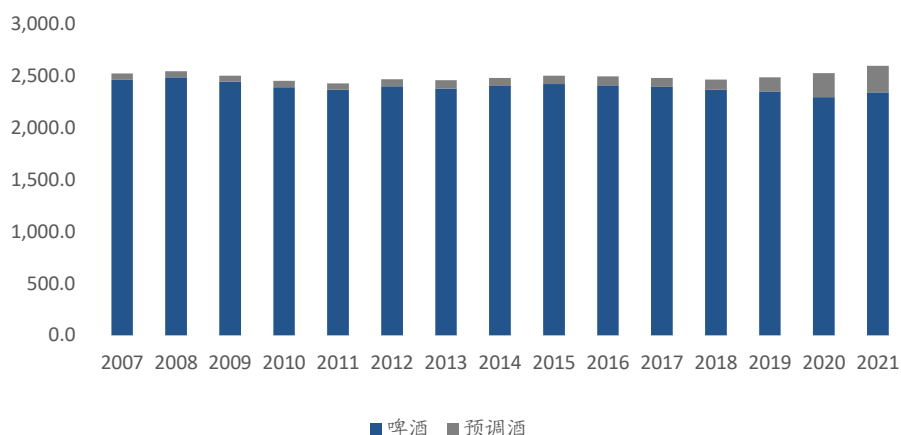
图16 2014 年至今美国 CPI 当月同比 (单位: %)



资料来源: wind, HTI

疫情管控的逐步放开使得啤酒行业的下滑出现了一定的减缓, 但需要指出的是, 疫情的发生进一步刺激了消费者消费习惯的改变, 在啤酒行业内部, 无醇啤酒开始了快速的增长, 各家酒企也开始在这一赛道积极布局, 在啤酒行业总量保持稳定的环境下, 避免掉队; 同时, 预调酒的健康属性叠加其易饮的特点, 持续获得消费者的青睐, 继续保持增长, 蚕食啤酒的份额。

图17 美国预调酒+啤酒销量情况（单位：万千升）



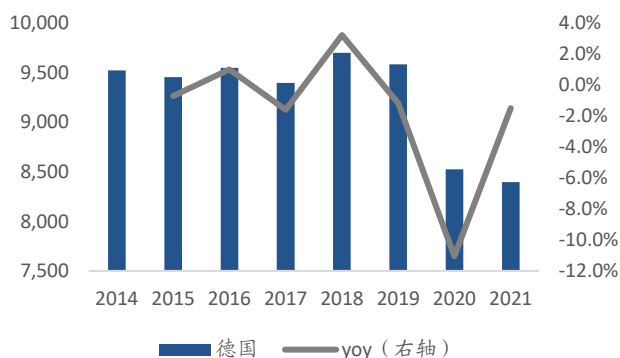
资料来源：欧睿国际，HTI

德国

2021 第一季度，餐饮店仅允许对外提供外卖服务。2021 年 3 月末，餐饮店被允许在户外露台出售食品和饮料，2021 年 5 月，餐饮店被允许在室内营业。随着感染人数在 2021 年 11 月末再次激增，德国 16 个州（联邦各州）的负责人和联邦政府同时收紧了防疫措施。因此整体来看，2021 年的销量仍然受到了一定的冲击，仅仅是降幅出现了收窄。

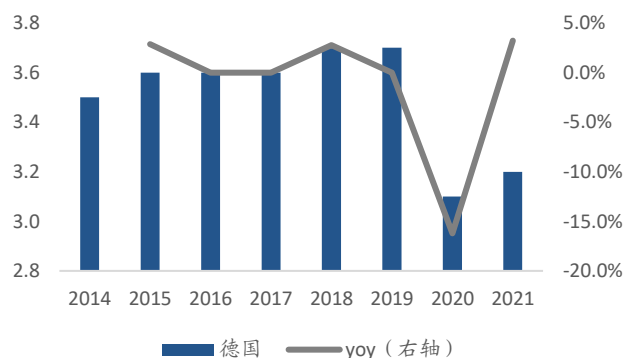
单价方面，由于现饮渠道受到的影响更大，整个行业的单位价格虽然出现一定的回升，但仍未达到疫情前的水平；2021 年相对于 2019 年的下滑幅度达到了 13.5%，而 2014-19 年的 CAGR 则为 1.1%。

图18 2014-2021 年德国啤酒销量及增速（单位：百万升）



资料来源：欧睿国际，HTI

图19 2014-2021 年德国啤酒单价及增速（单位：美元/升）

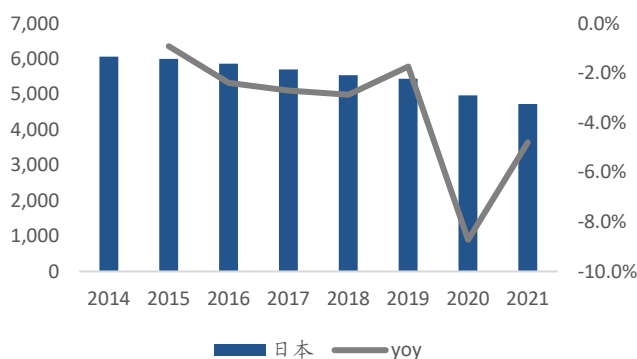


资料来源：欧睿国际，HTI

日本

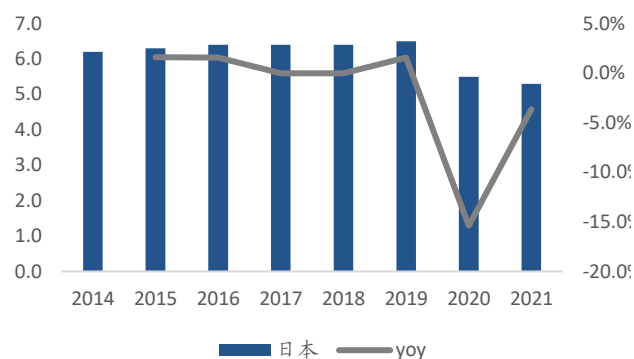
2021 年疫情管控持续对啤酒现饮渠道产生重大影响，这主要由于居家隔离政策和对餐饮渠道的各种限制。但基于家庭饮酒的持续需求，非现饮渠道更加稳定。然而，2020 年 10 月实施的酒税制度改革导致 2021 年啤酒销量结构发生了很大变化。根据改革，日本酒税制度定义的“啤酒”税率从每 350ml 罐 77.0 日元降至 70.0 日元，而新型啤酒的税率从 28.0 日元升至 37.8 日元。税率的变化最终造成两种产品零售价格的调整。因此尽管与标准啤酒相比，新型啤酒仍具有价格优势，但价格差距的缩小导致一些消费者从新型啤酒转向传统啤酒。与此同时，预调酒价格则更有优势，一些价格敏感的消费 者更是从新型啤酒转向预调酒。

图20 2014-2021 年日本啤酒销量及增速 (单位: 百万升)



资料来源: 欧睿国际, HTI

图21 2014-2021 年日本啤酒单价及增速 (单位: 美元/升)

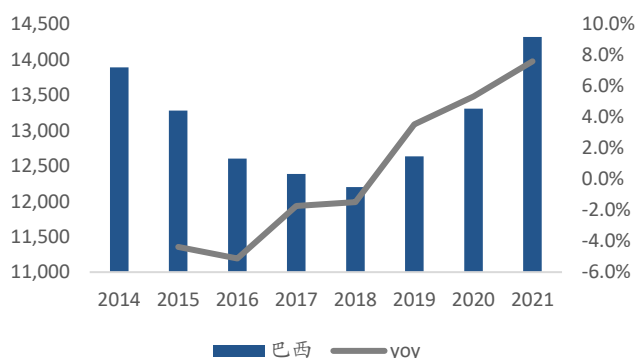


资料来源: 欧睿国际, HTI

巴西

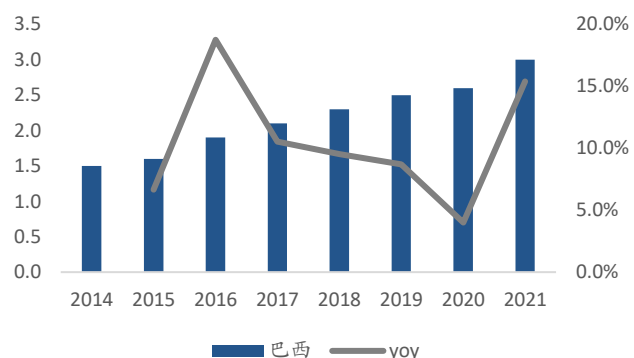
虽然2021年巴西受到了高通胀的影响（10%），但啤酒消费的反弹仍具韧性，主要因为现饮渠道恢复。同时，高端啤酒的销量表现同样强劲，整体价格持续增长。巴西在2018年失业率下降使得啤酒消费量有所反弹，2021年巴西同样实现了失业率的同比下降，宏观经济向好，消费信心增强，催化了啤酒行业量价齐升。

图22 2014-2021 年巴西啤酒销量及增速 (单位: 百万升)



资料来源: 欧睿国际, HTI

图23 2014-2021 年巴西啤酒单价及增速 (单位: 美元/升)

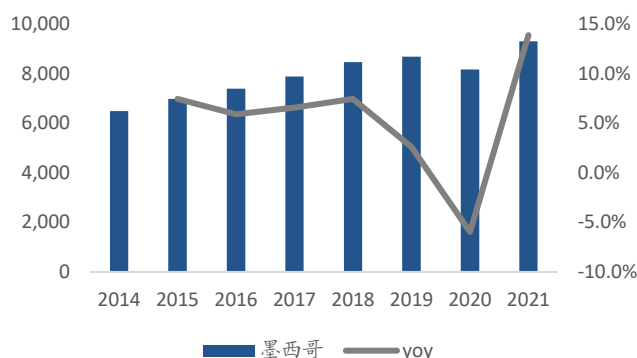


资料来源: 欧睿国际, HTI

墨西哥

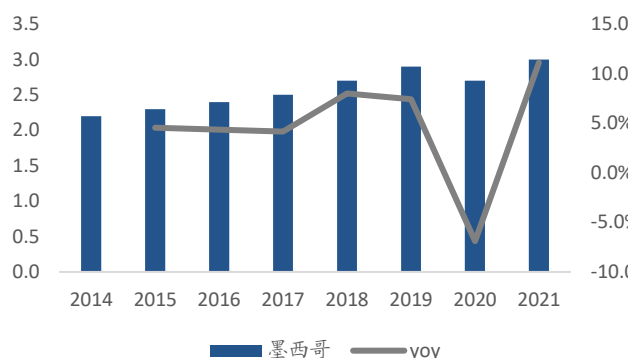
2020年疫情影响啤酒销量，同时当年某些地区出台法规，禁止销售酒精饮料，导致啤酒销量下滑6%。2021年虽然新冠疫情无明显转好，餐饮场景仍部分缺失，但学生居家远程上课，带动了家庭啤酒消费的大幅提升，整体销量实现恢复性增长，甚至超过了2019年疫情前水平。

图24 2014-2021 年墨西哥啤酒销量及增速 (单位: 百万升)



资料来源: 欧睿国际, HTI

图25 2014-2021 年墨西哥啤酒单价及增速 (单位: 美元/升)

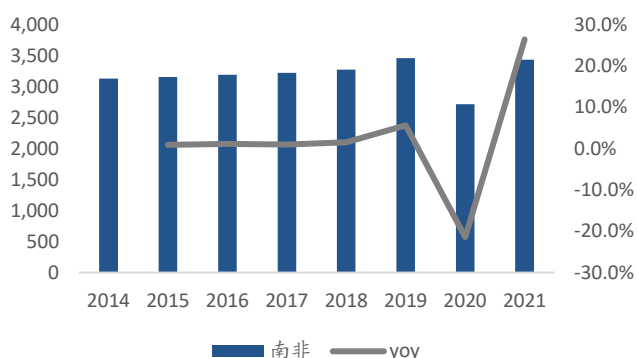


资料来源: 欧睿国际, HTI

南非

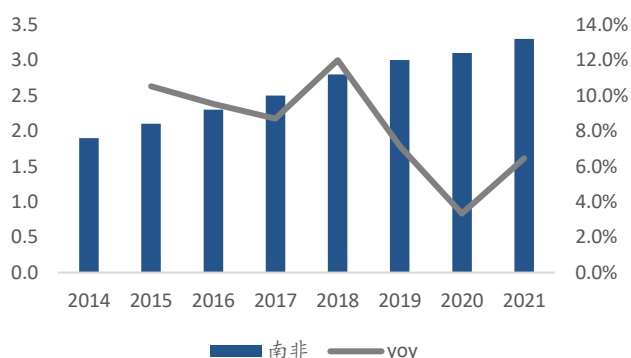
2020 年受疫情影响南非啤酒销量下滑 21.4%，而 2021 年啤酒总销量显著回升，同比增长达到 26.4%，这主要是由于当地放宽了对酒精饮料销售的限制，现饮场所的经营基本恢复正常。2021 年非现饮渠道也表现强劲，这主要因为南非人在疫情后已习惯居家消费啤酒，消费者偏好的转变有利于非现饮渠道增长。

图26 2014-2021 年南非啤酒销量及增速 (单位: 百万升)



资料来源: 欧睿国际, HTI

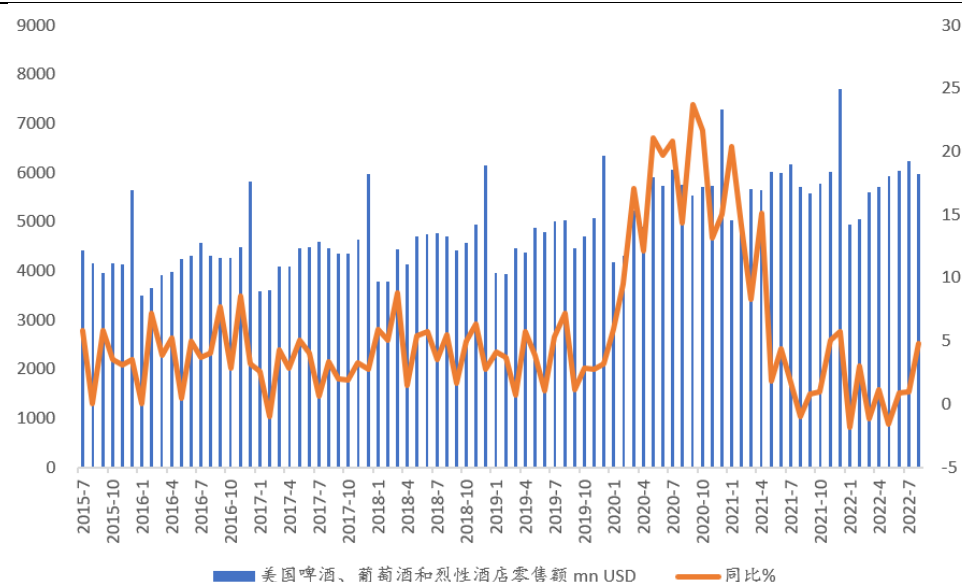
图27 2014-2021 年南非啤酒单价及增速 (单位: 美元/升)



资料来源: 欧睿国际, HTI

酒类是美国疫情受益行业。美国零售酒类销售额(啤酒、葡萄酒、烈性酒)疫情前维持月度低单位数增长，2020 年 3 月后连续 12 个月维持 20%左右增长。在 2021 年 5 月后恢复到低单位数增长。

图28 美国零售酒类销售额和同比（单位：%）



资料来源：美国商务部，HTI

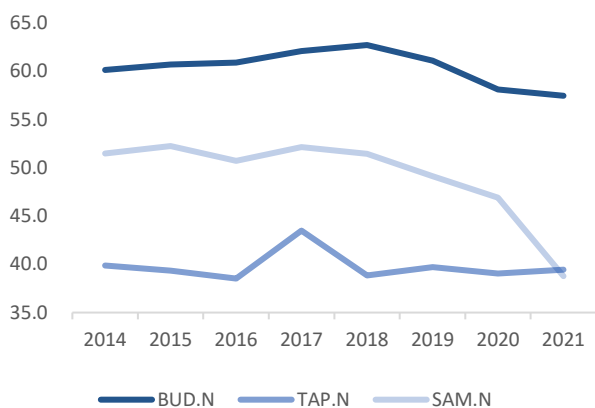
2.2 公司分析：啤酒规模大小决定抗压能力，烈酒受益于非现饮渠道消费升级

从百威（BUD）、陌森康胜（TAP）以及波士顿啤酒（SAM）的盈利能力来看，表现不一。百威受困于自身高盈利地区的收入的占比持续减小，发展中啤酒市场销量持续扩张的影响，导致毛利率水平呈现微降的水平。分季度来看，公司在2020Q2毛利率出现较大幅度的下滑，而在2020年下半年开始，海外部分国家逐步开放堂食，因此三季度出现了较为明显的毛利率恢复。而在2021年后，受到原材料价格上涨影响，公司吨成本出现中单位数涨幅，而吨价带来的增长只有中低单位数，因此全年毛利率再次出现了0.6pct的下降。

陌森康胜作为美国国内第二，近年的盈利水平较为稳定。分季度看，由于欧洲疫情的影响，2020Q4公司确认了14亿美元的商誉减值，导致净利润水平大幅下降；2022年开始，受到原材料价格上涨的影响，公司净利率水平出现了一定的下降。

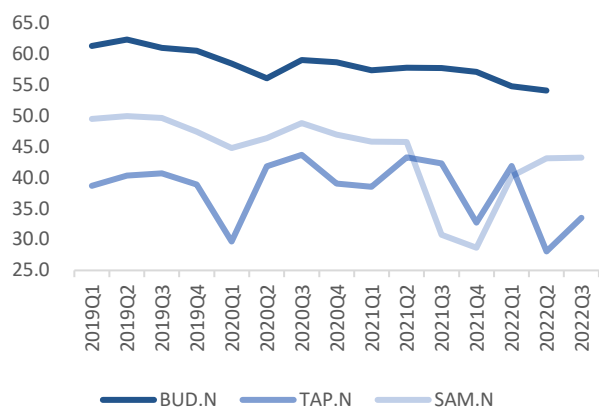
波士顿啤酒作为精酿啤酒行业的龙头企业，在2020年凭借自身在硬苏打行业的强力增长，盈利水平并没有受到很大的影响。但在进入2021年，一方面现饮渠道的恢复，使得硬苏打的增长幅度不及年初预期，这一变动同时也导致公司的存货减值损失以及设备减值损失达到了1亿美元，对于营收体量仅有20亿美元的公司，这一成本的增加对于毛利率的影响是巨大的。进入2022年，公司根据市场反馈，在硬苏打赛道继续推出新品，但保持了较为良性的经销商库存，以防出现大幅的存货减值损失。

图29 2014-2021 年啤酒龙头毛利率（单位：%）



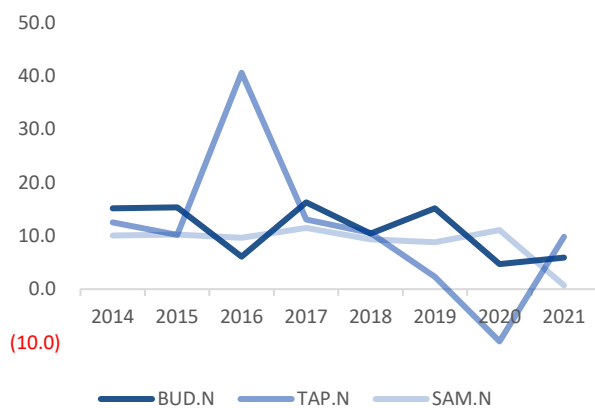
资料来源：欧睿国际，HTI

图30 2014-2021 年啤酒龙头净利率（单位：%）



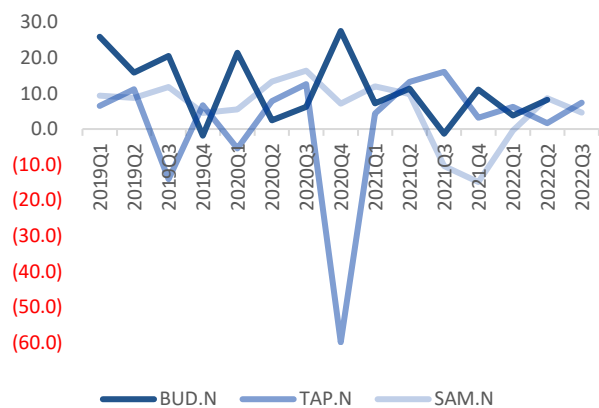
资料来源：欧睿国际，HTI

图31 2019Q1-2022Q3 啤酒龙头单季毛利率（单位：%）



资料来源：欧睿国际，HTI

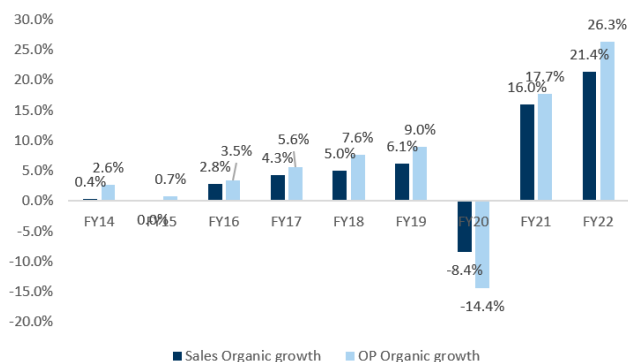
图32 2019Q1-2022Q3 啤酒龙头单季净利率（单位：%）



资料来源：欧睿国际，HTI

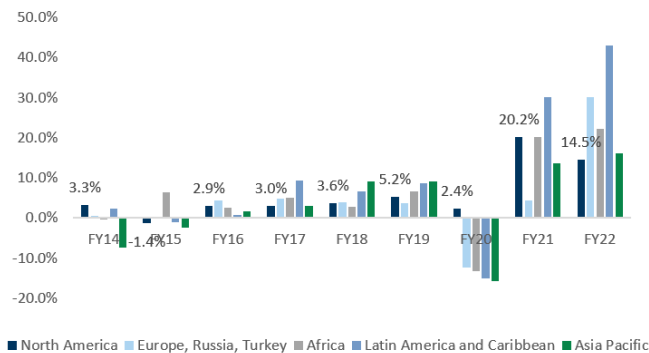
帝亚吉欧 2014-2019 财年(财年于 6 月底结束)内生收入增速持续扩张(内生增长剔除了收购增量和汇率变化),从低单位数上行至中高单位数。2020 财年因为疫情内生收入下滑 8.4%。其中除了北美地区依旧维持正增长之外,其他地区收入为双位数下降,显示出北美地区强劲的消费韧性。原因之一是帝亚吉欧北美收入 80%来自于非现饮渠道,对冲了现饮渠道的大幅下滑。疫情后帝亚吉欧收入呈扩张式增长,2021-2022 财年内生收入分别增长 16%和 21%。

图33 帝亚吉欧内生增长持续扩张



资料来源: 帝亚吉欧, HTI

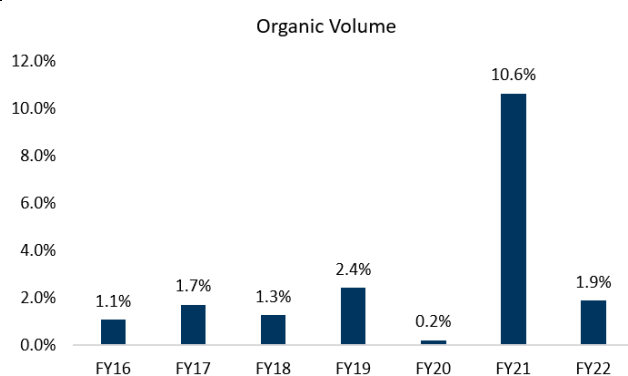
图34 2020 财年除北美外, 其他区域收入呈双位数下滑



资料来源: 帝亚吉欧, HTI

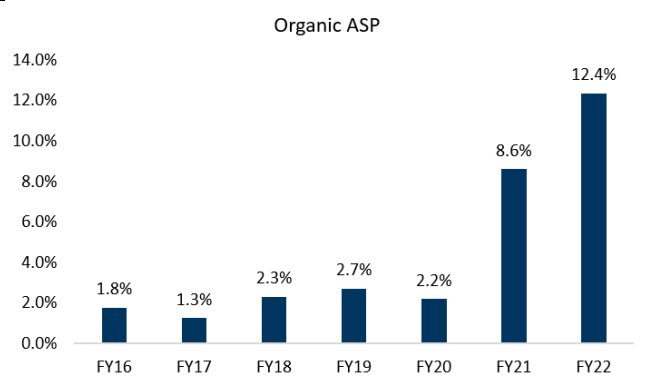
分拆量价表现, 除 2021 财年因疫情受益销量爆发, 其他年份内生销量增速为 2% 左右, 稳健增长。公司在疫情前内生单价增速在 1-3%, 疫情后加大产品升级、费用投放, 并对产品进行提价, 2021-2022 财年内生单价大幅提升 8.6%和 12.4%。

图35 帝亚吉欧内生销量增速%



资料来源: 帝亚吉欧, HTI

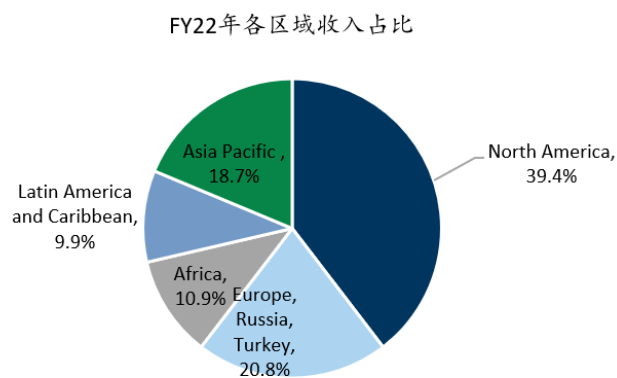
图36 帝亚吉欧内生单价增速%



资料来源: 帝亚吉欧, HTI

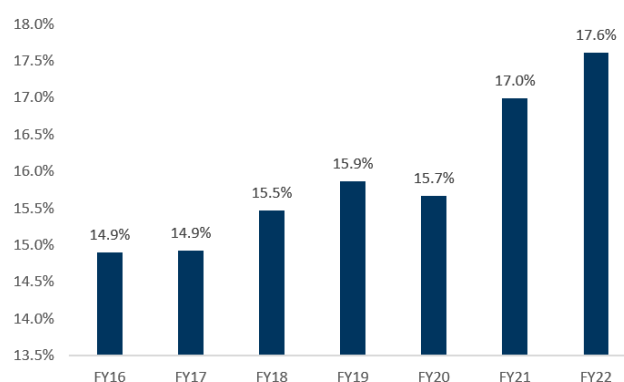
疫情后, 北美区域占比提升 4.7 个点至 39.4%, 欧洲占比下降 2 个点至 20.8%, 非洲占比下降 1.5 个点至 10.9%, 拉美和加勒比海占比提升 1.1 个点至 9.9%, 亚洲占比下降 2.2 个点至 18.7%。

图37 疫情后帝亚吉欧北美区域收入占比大幅提升



资料来源：帝亚吉欧，HTI

图38 帝亚吉欧市场费用率疫情后大幅增长

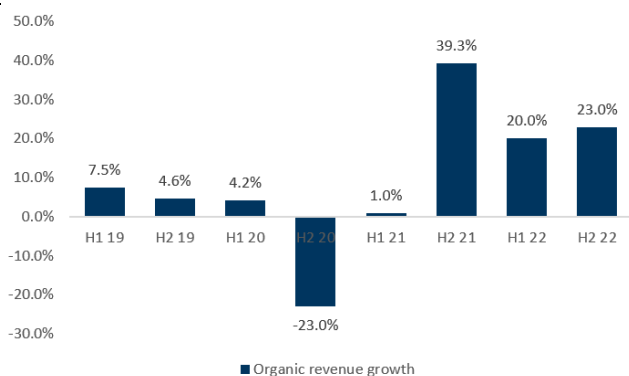


资料来源：帝亚吉欧，HTI

分半年度业绩来看，2H20 财年(2020 年 1-6 月)内生收入下滑 23%，但在 1H21 财年收入迅速拉升回正至 1%。2H21 财年因为低基数而录得高增长，然而公司在 1H22 和 2H22 依然展现出 20%以上的高增长，主要受益于欧洲和拉丁美洲的强劲复苏、持续高端化、提价、以及公司大力度地投入市场费用获取市场份额。

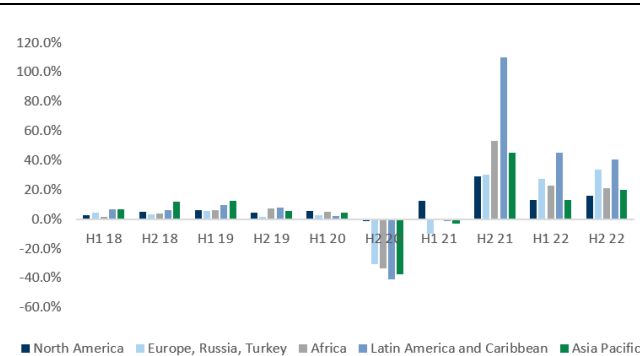
分区域看，北美消费最具韧性，FY2H20 仅下滑 1.2%，对比其他区域下滑 30%以上；在 FY1H21 北美区域回升幅度最高，收入达到 12.3%，其他区域仍为负值。

图39 帝亚吉欧内生增长持续扩展



资料来源：帝亚吉欧，HTI

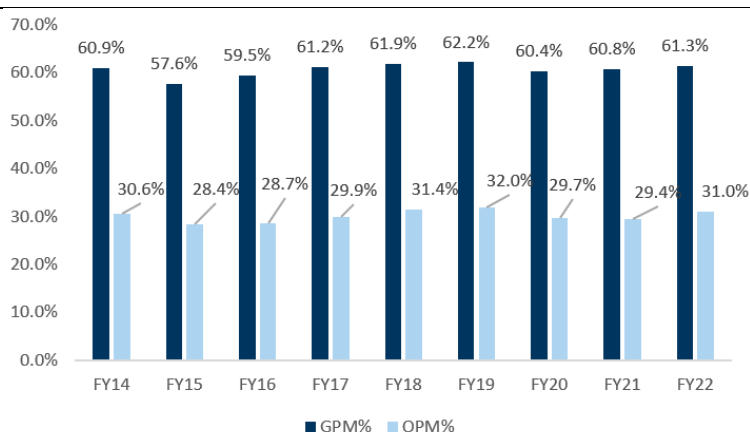
图40 2020 财年除北美外，其他区域收入呈双位数下滑



资料来源：帝亚吉欧，HTI

帝亚吉欧以经销渠道为主，疫情影响收入端表现，但对利润端影响不大，内生营业利润率(OPM%)在疫情出现的 2020 财年为 29.7%，较 2019 财年的 32.0%有小幅下滑。疫情后，公司加大市场费用投放，规模效应带来其他费用的减少率下行，营业利润率水平稳定，超过市场预期。

图41 帝亚吉欧毛利率%和经营利润率%疫后基本稳定



资料来源：帝亚吉欧、HTI

2.3 国外酒类行业疫情后复盘总结

- 1) 高成熟度市场在疫情放开后销量并没有快速恢复到疫情前的水平，原因各有不同。在日本主要是消费者习惯改变，居家饮酒比例进一步提升，导致预调酒对于啤酒的冲击加大；德国是因为餐饮行业 2021 年持续受疫情扰动，现饮渠道反弹较弱；美国则恢复较为稳定，达到疫情前的年均微降水平。价格层面，日本由于酒税的下降，2020 年啤酒价格出现了较为明显的下降；德国的价格仍是受到了现饮渠道恢复不佳的影响，因此恢复幅度较弱；美国的现饮渠道恢复较为充分，因此价格水平与疫情前持平。
- 2) 低成熟度市场中，巴西是量、价反弹最为强烈的，一方面在现饮渠道恢复后，民众消费热情空前高涨，尤其是疫情后 2021 年出现了失业率下降，报复性消费的表现与 2018 年的反弹较为相似；墨西哥虽然在 2021 年的销量增长恢复到了疫情前的增长幅度，但仍然有短期政策的影响，使得高端化的恢复不及疫情前。
- 3) 公司层面来看，我们发现盈利能力普遍受到了疫情的冲击，但不管是在幅度、持续时间上都有一定的区别。在疫情影响下，大体量公司的往往承压能力较强，盈利能力下滑幅度较小，也能在较短时间内恢复；小体量公司则由于自身产品策略失误，在单季度的盈利能力受到较大冲击后，全年的盈利能力下滑也较为严重。

2.4 国内酒类行业疫情后展望

啤酒

- 1) 量上来看，除了巴西这样的国家出现了失业率下降带来的啤酒消费强势反弹以外，疫情放开带来的现饮渠道恢复往往只能帮助销量恢复到疫情前的水平，或接近疫情前水平，较难带来超过疫情前水平的反弹。我们预计国内情况于此相似。
- 2) 价上来看，我国这样的低成熟度国家在疫情放开后，在没有短期限制政策的干扰下，高端化趋势大概率将延续，尤其是在宏观经济形势疫情后有所回暖的情况下，明年吨价有望出现较快上涨。
- 3) 成本来看，我们预计明年随着原材料价格压力的缓解，行业整体将迎来成本端的同比改善。而分公司来看，预计全国性企业将凭借规模优势，更好地缓解成本压力，实现吨成本的同比增速减缓甚至下降。
- 4) 费用和盈利能力来看，随着疫情管控的放开，我们预计之前未投放出的销售费用将恢复到正常的投放节奏，费用率将有所提升；盈利能力在防疫政策放开后，也将恢复到疫情前的水平，但还需要取决于成本端压力是否能减弱。而对于小公司来说，自身产品的布局相当重要，要根据疫情后消费者习惯的变化进行判断，防止错误的策略导致销量不及预期带来的库存减值损失。

白酒

- 1) 帝亚吉欧在北美 80%的消费场景为非现饮渠道，属于疫情受益股，这和中国白酒消费场景有很大不同。白酒主要以餐饮场景为主，复苏模式可参考后续餐饮行业研究。
- 2) 高端烈酒产品升级不会因为疫情而停滞，帝亚吉欧疫情后加大了产品升级力度，对产品进行直接提价，同时配合高市场费用投入，实现了收入大幅增长和市占率提升。中国白酒企业产品升级是长期趋势，疫情后应继续对产品、渠道、终端、消费者保持投入，增强品牌力和消费者黏性，为疫情后的场景恢复、消费复苏和收入增长保驾护航。
- 3) 中国白酒渠道和帝亚吉欧相似，都是以经销商体系为主，对白酒企业直接的利润冲击有限。做好产品升级，配合适当提价，利润率将进一步提升。

第三章 乳制品：海外复盘结果乐观，疫情后重回稳步增长

3.1 全球乳制品行业在疫情期间明显受益

3.1.1 行业整体情况：乳制品受益分为三阶段

我们在美国、日本均观察到乳制品 2020 年受益高增、2021 年高基数持平/调整，2022 年增速重新上升趋势。

美国乳制品疫情期间明显受益，远高于原增长中枢，疫后也并未回落。

- (1) 疫情前：美国乳制品已为成熟市场，基本维持在 5200 亿人民币左右，2015-2019 年疫情前 CAGR 在 0.3%。
- (2) 疫情期间：美国乳制品市场规模于 2020 年同比激增 12.3%，达到 5830 亿人民币，较疫情前迅速上台阶。主要受白奶、奶酪、黄油、植物基等产品拉动。疫情期间，外出就餐场景、户外购买场景缺失，许多家庭开始家庭烹饪，因此奶酪（占美国乳制品 34%）等产品销量较好。同时人们健康意识提升，白奶一改疫情前下跌趋势，由跌转增。
- (3) 疫情后：美国乳制品市场规模并未回落，仍保持在高位，且持续增长。2021 年同比增长 1.3%，主要因 2020 年高基数影响。2022 年增速回暖，同比增长 3.8%，远高于疫情前增长中枢。

总体来看，疫情抬升了美国乳制品增长中枢。若我们比较疫情开始前和疫情结束后的复合增长，19-22 年 CAGR 为 5.7%，远高于疫情前 2015-2019 年的 0.3%。

日本乳制品疫情期间同样受益，但后续较为乏力。

- (1) 疫情前：日本乳制品同样为成熟市场，且面临人口老龄化等问题。疫情前基本维持在 1200 亿元规模。2015-2019 年疫情前 CAGR 在 0.9%。
- (2) 疫情期间：日本乳制品同样受益，但幅度小于美国。这与日本整体经济环境和居民消费力有关。日本乳制品市场规模于 2020 年同比增长 3.7%，明显高于疫前增速，达到 1249 亿元。明显受益的品类同样为白奶、奶酪、黄油、植物基。
- (3) 疫情后：日本乳制品开始回落。2021 年-2022 年重回 1200 亿元的规模，明显回落的是酸奶、黄油品类，酸奶品类面对因其他具有健康属性的包装食品如益生菌软饮料的激烈竞争，黄油为回吐居家烹饪带来的涨幅。但 2022 年较 2021 年明显止跌，增速有所抬头。

图42 2015-2022 年美国乳制品市场规模（亿元）及增速%

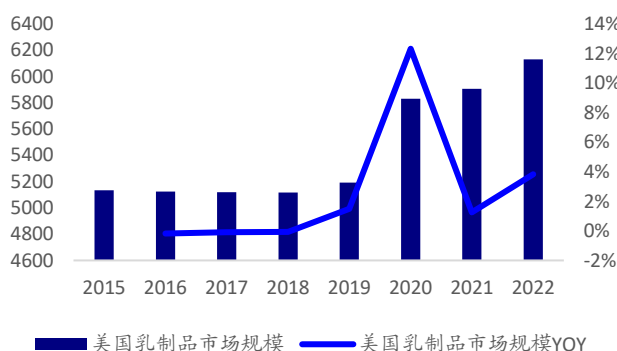
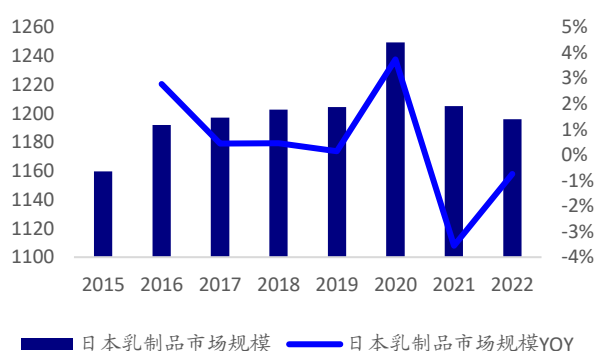


图43 2015-2022 年日本乳制品市场规模（亿元）及增速%



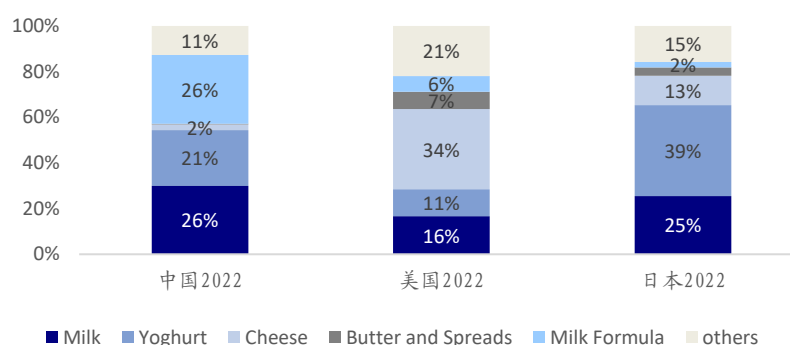
资料来源：欧睿国际，HTI

乳制品包括白奶、酸奶、乳饮料、奶酪、黄油、婴配粉、植物基等所有品类；汇率均按目前汇率换算

3.1.2 分品类情况：疫情催化白奶与奶酪消费，酸奶受益程度略低，婴配粉疫后回暖

中美日三国乳制品消费结构有所不同，美国以奶酪为主，日本以酸奶为主，中国以白奶为主。中国乳制品构成以白奶为主（26%），酸奶为辅（21%），同时中国人口体量较大、奶粉较贵，婴配粉也是重要市场（26%）。而美国乳制品构成以奶酪为主（34%），主因西式饮食习惯，而白奶（16%）和酸奶（11%）为辅。日本乳制品构成以酸奶为主（39%），日本乳企布局了许多具有高附加值的功能性酸奶，白奶（25%）为辅，且奶酪并不低（13%）。

图44 2022 年中美日三国乳制品细分品类市场规模占比%



资料来源：欧睿国际，HTI

美国疫情期间白奶、奶酪受益明显，酸奶受益较小，婴配粉疫后回暖。

横向对比美国各细分品类，我们在多个品类观察到 2020 年受益高增，2021 年高基数持平/调整，2022 年重新增长趋势。

- （1） 奶酪受益明显：市场规模 2020 年高增 18%，远高于疫情前 1-2% 的增长中枢。这主要是因为疫情期间居家烹饪需求走强。2021 年-2022 年在高基数下仍持续 2-3% 正增长。
- （2） 白奶受益明显：疫情前 2015-2019 年持续为负增长，但 2020 年市场规模激增 9%，这主要是因为疫情期间消费者健康意识提升，销量提振 4%，出现了难得的正增长。虽然 2021 年因高基数有所负增长，但 2022 年又进入正增长。2022 年正增长的主要贡献为价格增长 11%。海外通胀高企，乳企纷纷进行提价，但提价并未使得市场规模萎缩，主因白奶具有刚需属性，在家庭支出中具有稳定占比。
- （3） 酸奶受益较小：疫情前增长中枢在-2%到 1% 左右，2020 年销量提振 3%，市场规模增长 2%，之后因价格上涨持续正增长。

需要强调的是，美国液态奶产量持续多年以-2%左右的速度持续萎缩，在 2020 年有所正增长是很难得的情况。2020 年疫情发生后 2 月至 7 月美国液态奶录得正增长，甚至 3 月同比正增长 8%，6 月同比正增长 5%，远高于-2% 的增长中枢。

图45 2015-2022 年美国乳制品市场规模同比变化%

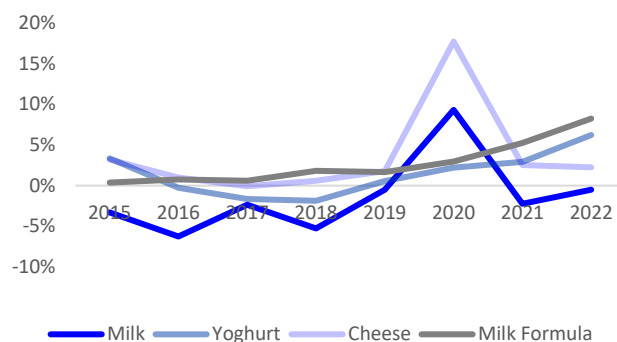
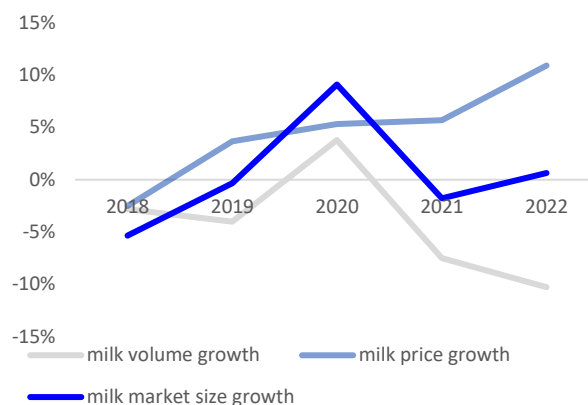


图46 2018-2022 年美国白奶量价贡献%



资料来源：欧睿国际，HTI

图47 2018-2022 年美国酸奶量价贡献%

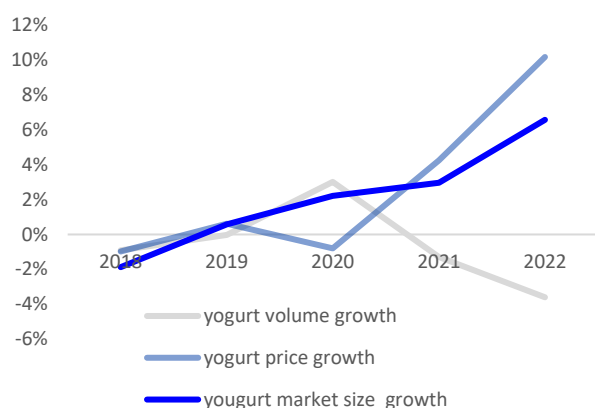
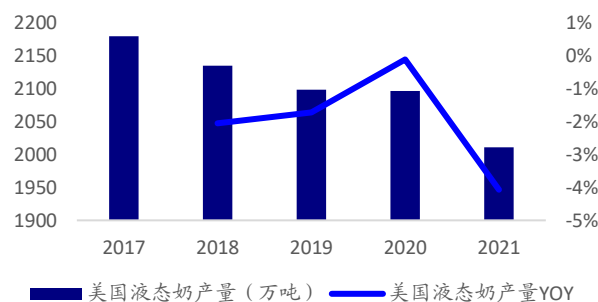
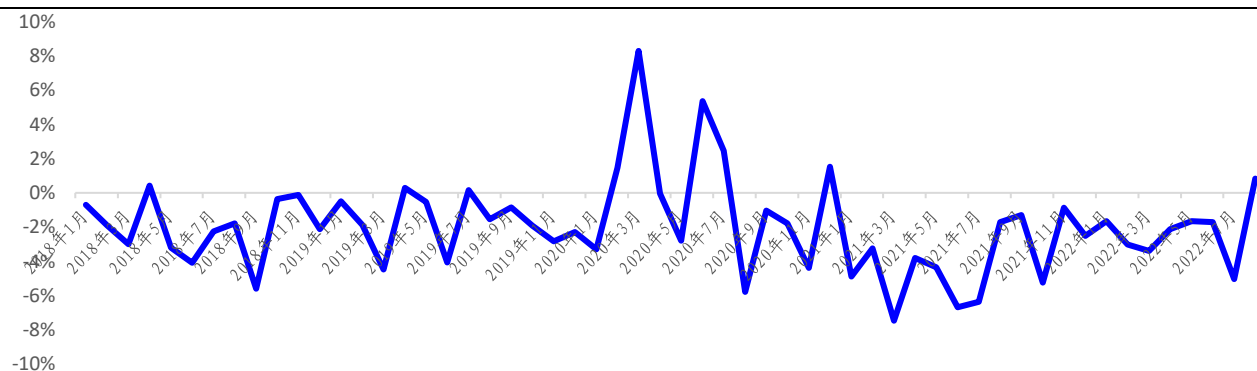


图48 2017-2021 年美国液态奶产量



资料来源：欧睿国际，HTI

图49 美国液态奶单月产量同比增速%



资料来源：美国农业部，HTI

- (4) 婴配粉疫后回暖：美国疫后出生人口出现明显回暖，2021 年出生人口数量较 2020 年增长 1%，至 366 万，为七年来首次上升。2014 至 2020 年美国出生人口数量平均每年下降 2%，其中 2020 年因疫情下降更加严重，2019 年至 2020 年下降 4%。同时，婴配粉短缺价格上涨。2021 年美国婴配粉双寡头之一雅培（占比约 40%）出现食品安全事件，发生婴儿死亡，导致该公司进行了大规模召回并关闭了工厂，造成美国奶粉大范围短缺。

2021 年价格已经上涨 7%，2022 年更是因龙头供给受限、劳动力短缺、供应链问题，叠加通货膨胀因素，奶粉价格出现了前所未有的 10% 以上的上涨。

图50 2018-2022 年美国婴配粉量价贡献%

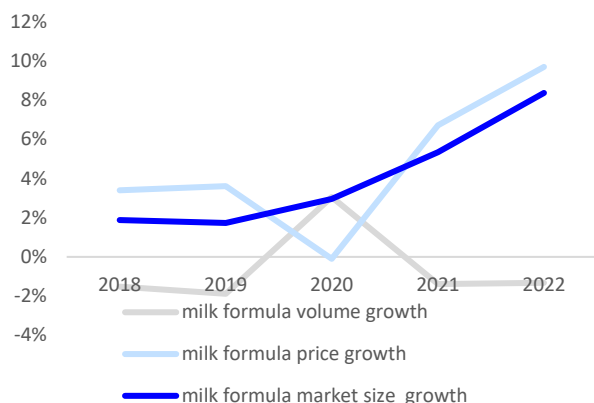
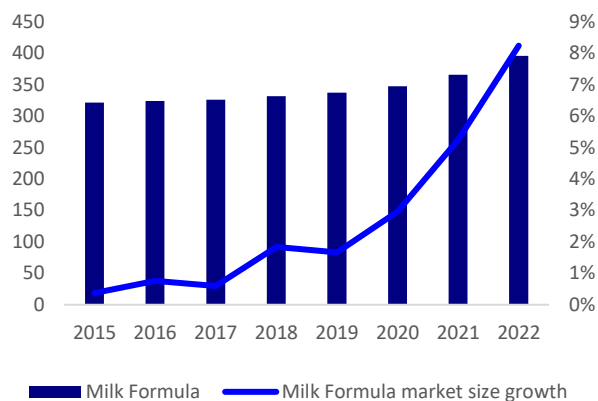


图51 2015-2022 年美国婴配粉市场规模（亿元）与同比增速%



资料来源：欧睿国际，HTI

日本疫情期间受益品类与美国相似，但消费表现不及美国强劲。

横向对比日本各细分品类，我们在多个品类观察到 2020 年受益高增，2021 年因高基数下滑，2022 年跌幅收窄趋势。

- (1) 奶酪受益明显：奶酪市场规模 2020 年高增 7%，高于疫情前 2-4% 的增长中枢。同样主因为疫情居家烹饪需求走强。但 2021 年有所走冷，因外出就餐等场景复苏，2022 年则出现上行拐点。
- (2) 白奶受益明显：疫情前基本没有增长，但 2020 年市场规模增长 4%，这主要是因为疫情期间消费者健康意识提升，销量提振 3%。虽然 2021 年因高基数出现负增长-4%，但 2022 年又进入正增长，出现企稳拐点。但日本乳制品并未像美国一样进行提价，日本通胀至今仍控制在 3% 左右。
- (3) 酸奶受益较小：疫情前基本没有增长，2020 年因销量提振 1%，市场规模正增长 2%。虽然同样在 2021 年走冷，但 2022 年出现上行拐点。
- (4) 婴配粉价格上涨：与美国不同的是，日本老龄化严重，出生率持续下滑，疫情后新生儿数量无明显变化，但仍因价格上涨，2022 年婴配粉市场回暖。

图52 2015-2022 年日本乳制品市场规模同比变化%

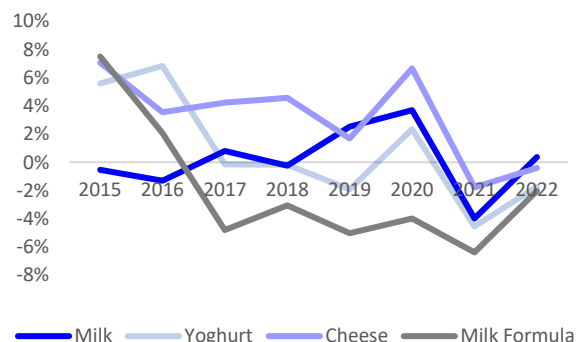
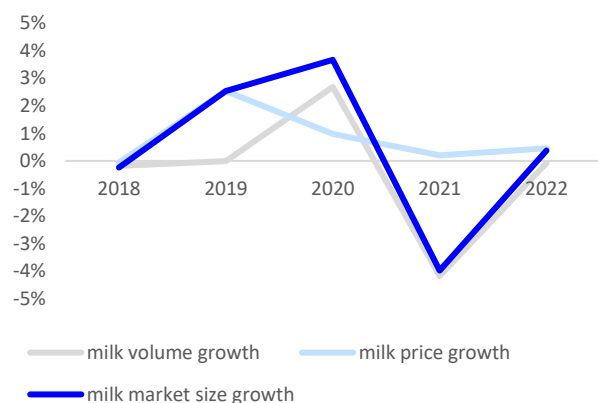


图53 2018-2022 年日本白奶量价贡献%



资料来源：欧睿国际，HTI

图54 2018-2022 年日本酸奶量价贡献%

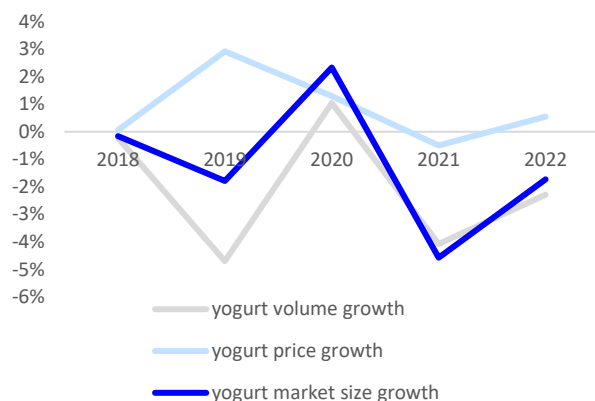
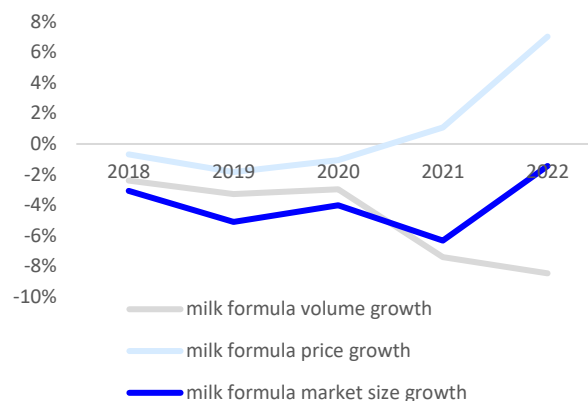


图55 2018-2022 年日本婴配粉量价贡献%



资料来源：欧睿国际，HTI

3.2 公司分析：复盘雀巢/达能/明治增长经验，疫后增长展望乐观

3.2.1 雀巢经验：乳制品部门疫情受益高增 4 个季度，婴配粉部门疫情后反弹

观察海外巨头，我们也观察到基础乳制品 2020 年受益高增、2021 年高基数放缓，2022 年增速重新上升趋势。甚至雀巢上调了 2022 年业绩指引，预计 2022 年的有机增长将达到 8%，是近年最高的有机增长，远高于疫情前 3-4% 的水平。

乳制品与冰淇淋部门疫情受益高增 4 个季度，经过平台期后继续增长。

- (1) 疫情前：雀巢乳制品和冰淇淋业务增长中枢在 2-3%。2015-2019 年量和价均稳定贡献约 1% 左右，业务较为成熟。
- (2) 疫情期间，雀巢乳制品业务明显受益，连续 4 个季度高增。2020Q2 开始乳制品销量快速增长，同比内生增长达到 11.5%（其中量贡献 9.1%，价贡献 2.4%），且高增态势延续了四个季度至 2021Q1，主要为销量贡献。
- (3) 疫情后，雀巢乳制品业务价格贡献走高，销量下滑，但总体维持中个位数增长。2021Q2 开始乳制品销量不再高增，有所走冷，平台期持续约三个季度，这主要因放松管控后乳制品催化消失。但 2022Q1 开始雀巢应对全球通胀造成的成本压力主动进行提价，价格增长贡献高个位数，且逐月走高。虽然 Q1 提价后，2022 年 Q1-Q3 连续三个季度销量出现明显负增长，但 2022 年总体增长仍在 4.5% 左右，并未因提价而损失过多客户，体现出乳制品业务的刚需属性。同时管理层也分享了对于消费者的观察，乳制品消费支出在家庭支出中占比较刚性，价格上升可能减少销量，用整体收入衡量成长性更为科学。

图56 2015-2019 年疫情前雀巢乳制品部门收入增长中枢%

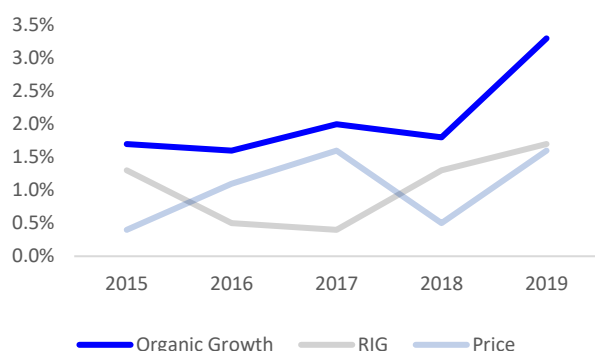
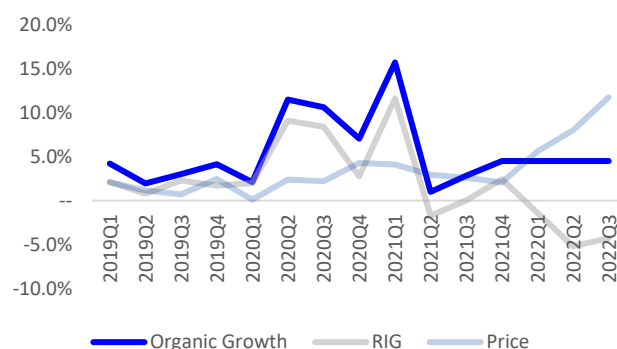


图57 2019-2022 年疫情期间雀巢乳制品分季度增长%



资料来源：年报，HTI

实际内部增长 (Real Internal Growth, RIG)为从内生有机增长中剔除定价增长

分析为何乳制品在 2021Q2 开始走冷，主要因为防疫政策放松户外渠道恢复。我们观察到在 2021 年转折期，2021Q1 户外渠道销售仍同比下滑-11.6%，但 Q2 即高增+84.1%，远高于零售渠道约 5%左右的稳定增长。

利润方面，虽然雀巢 2022 年有所提价，但全球通胀成本上行，提价后仍然利润承压。乳制品部门 2022 年调整后内含营业利润率 UTOP 下滑约 3PCT。婴配粉业务利润率在 2021-2022 年也呈下行趋势。

图58 2021 年转折期 雀巢零售与户外渠道同比变化 %

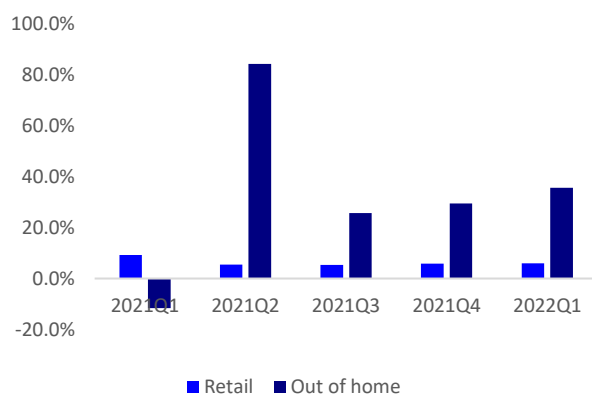
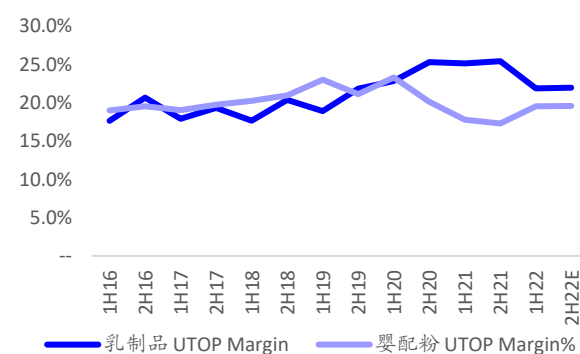


图59 2016-2022 年雀巢乳制品与婴配粉部门 underlying Trading Operating Profit %



资料来源：年报，HTI

婴配粉部门（营养与健康部门）疫情期间筑底，疫情后反弹。

疫情前部门增长中枢在 4-5%左右，疫情期间雀巢婴配粉业务增长明显下滑，在 2020Q2-2021Q3 连续 6 个季度基本没有增长。体现了疫情对出生率的影响，但自 2021Q4 开始，雀巢婴配粉业务明显反弹，全球婴配粉短缺催化价格持续攀升。同时因欧美疫情放开，新生儿人口有所恢复，销量也有明显上行。

图60 2015-2019 年疫情前雀巢婴儿配粉部门收入增长中枢%

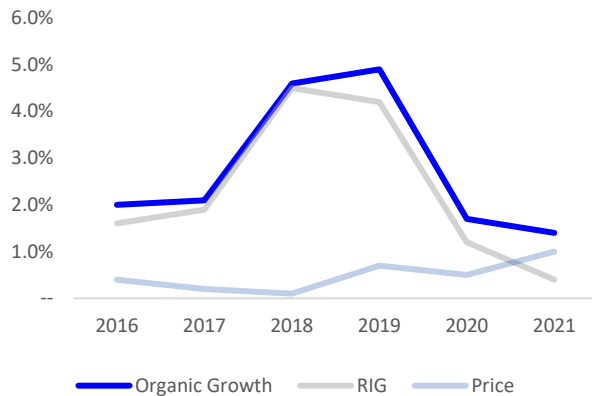
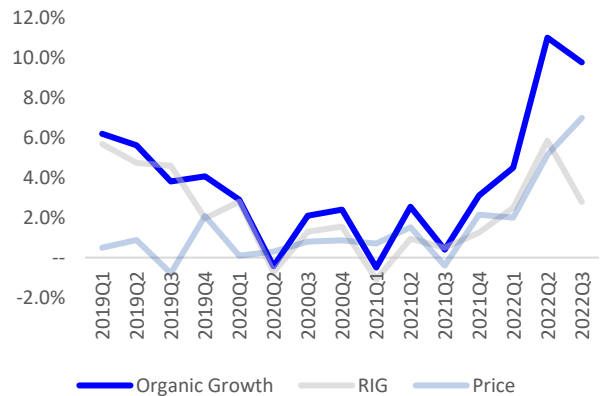


图61 2019-2022 年疫情期间雀巢婴儿配粉部门分季度增长%



资料来源：年报，HTI

实际内部增长 (Real Internal Growth, RIG) 为从内生有机增长中剔除定价增长

3.2.2 达能经验：乳制品部门疫情受益高增4个季度，婴配粉部门疫情后反弹

达能我们同样观察到基础乳制品 2020 年受益高增、2021 年高基数放缓，2022 年增速重新上升趋势。达能也上调了 22 年业绩指引，预计定价带动集团整体销售额增长 7-8%。

达能 EDP 部门（基础乳制品部门）疫情受益高增4个季度，经过平台期后继续增长。

- (1) 疫情前：达能乳制品业务增长中枢在 0-1%。2015-2019 年量增全部为负，基本在-2.5%左右，依靠约 3.5%的价增实现增长。
- (2) 疫情期间：达能乳制品业务明显受益，连续四个季度高增。2020Q1 开始乳制品销量增长由负转正，同比内生增长达到 4.6%（其中量贡献 2.8%，价贡献 1.8%），且高增态势延续了四个季度至 2020Q4，基本全部为销量贡献。
- (3) 疫情后：达能乳制品业务价格贡献持续走高，但内生增长仍较好。2021Q1 开始乳制品销量不再高增，有所走冷，平台期持续约四个季度。此时达能已开始缓慢提价。2022 年 Q1 后，达能应对全球通胀压力主动进行高个位数的提价，且逐月走高。达能连续三个季度销量出现明显负增长，但 2022 年总体收入增长仍在 4-6%左右

图62 2015-2019 年疫情前达能基础乳制品部门收入增长中枢%

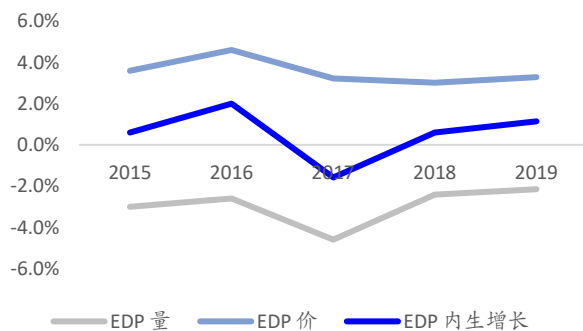
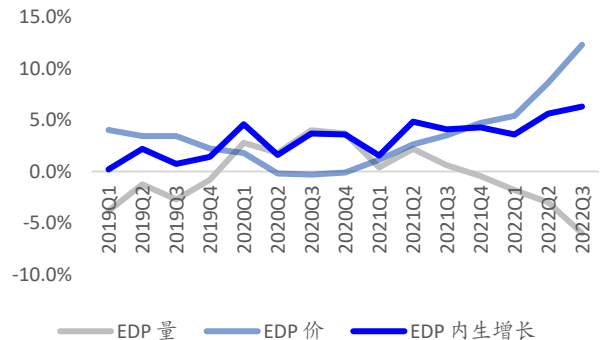


图63 2019-2022 年疫情期间达能基础乳制品分季度增长%



资料来源：年报，HTI

婴配粉部门（特殊营养品部门）疫情期间筑底，疫情后反弹。

疫情前部门增长中枢在 5% 左右，疫情期间 2020Q2-2021Q1 连续 4 个季度出现负增长，体现了疫情对出生率的影响，但 2022 年销量出现明显回暖，2022Q2 销量高增 8.7%，叠加提价影响，婴配粉部门收入出现明显反弹。

图64 2015-2019 年疫情前达能婴配粉部门收入增长中枢%

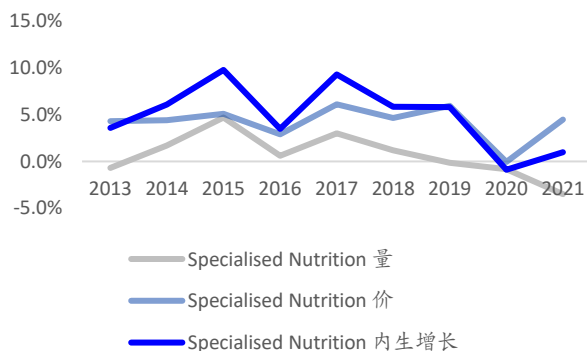
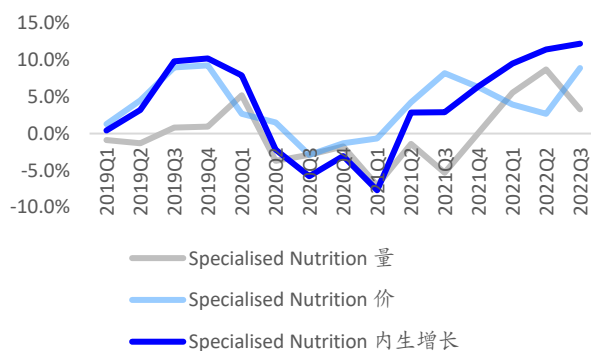


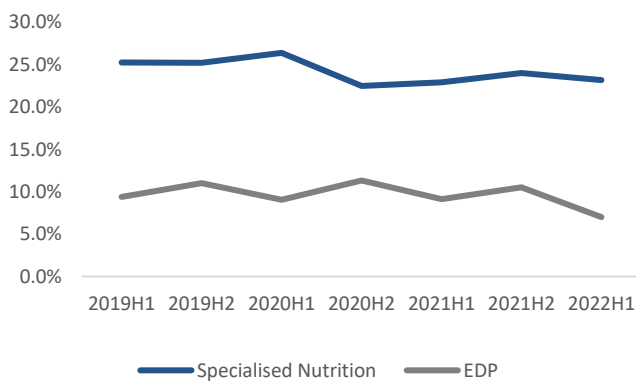
图65 2019-2022 年疫情期间达能婴配粉部门分季度增长%



资料来源：年报，HTI

达能利润表现与雀巢类似，提价难低成本上行，利润有所承压。基础乳制品部门 2022 年营业利润率下滑约 3PCT，婴配粉业务下滑约 1PCT。

图66 2019-2021 年疫情期间达能 trading operating income margin %



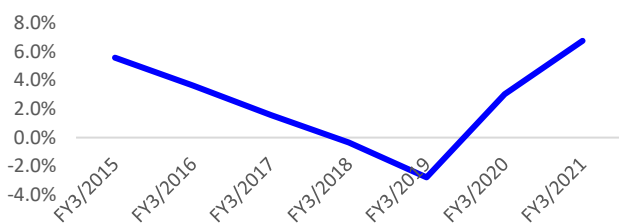
资料来源：公司公告，HTI

3.2.3 明治经验：白奶疫情期间有明显受益，酸奶则并不明显

明治我们同样观察到 2020 年受益高增、2021 年高基数放缓的趋势。

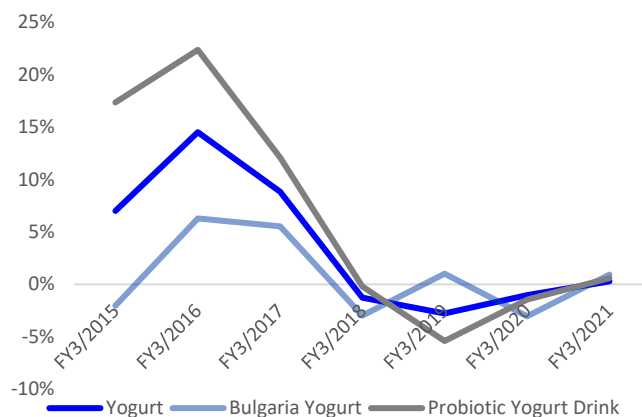
明治白奶疫情期间有明显受益，酸奶则并不明显。明治鲜奶 Oishii Gyunyu 疫情前的收入增长为低个位数并逐年下滑，在 FY2019（2018 年 3 月至 2019 年 3 月）收入出现-2.8%下滑。但疫情发生后明显回暖，FY2020 增长 3.0%，FY2021/FY2022 均取得 6% 以上的增长。而酸奶品类增速趋势并没有明显改善，保加利亚酸奶、功能性酸奶仍基本零增长。

图 67 FY2015-FY2021 明治鲜奶 Oishii Gyunyu 收入同比增长%



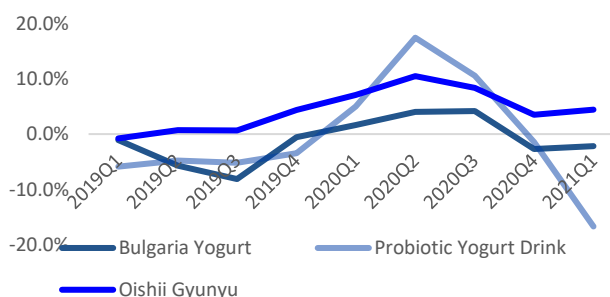
资料来源：年报，HTI

图 68 FY2015-FY2021 明治保加利亚酸奶及功能性酸奶收入同比增长%



具体分季度来看，疫情期间明治乳制品业务连续三个季度高增。疫情发生后，2020Q1-2020Q3 所有品类都实现高增，其中白奶、功能性酸奶的弹性最为明显，收入增长达到双位数。但之后白奶维持在增长高位，功能性酸奶在 2020Q4 后明显减速。

图 69 2019-2021 年疫情期间明治乳制品分产品分季度增长%



资料来源：公司公告，HTI

3.3 海外复盘可知三阶段规律

1) 调整规律: 总体来看, 海外乳制品有三阶段规律: **2020 年受益高增**, 持续时间约 4 个季度; **2021 年高基数持平/调整**, 平台期大约持续 3-4 个季度; **2022 年增速重新上升**, 平台期后重回增长中枢, 甚至优于疫情前。其中美国乳制品疫情期间明显受益, 远高于原增长中枢, 疫后也并未回落。

2) 品类差异: 受疫情正向影响的品类为**液态奶及奶酪**。疫情期间白奶、奶酪等产品明显受益, 美国疫情期间白奶由下滑转为增长; 酸奶受益不明显。受益品类同样有三阶段规律。而**婴配粉属于疫情负向影响品类**, 在疫情期间筑底, 疫情后有所反弹。美国疫情后出生人口也有明显反弹, 婴配粉量价齐升。

3) 量价变化: 借鉴雀巢达能经验, 在全球通胀的大背景下主动提价并未造成过多销量损失, 因消费者家庭支出中乳制品支出稳定, 体现乳制品的刚需属性。

3.4 三阶段规律同样适用于中国

1) 调整时间: 调整较海外具有迟滞性, 乐观情况或可在 **Q4 筑底**。我们认为中国乳制品在此次疫情中会经历受益、持平、稳增三个阶段。第一阶段受益期: 中国乳制品疫情期间受益时间更长, 2020 年 Q2 至 2021 年 Q4 连续 7 个季度高速增长。第二阶段持平期: 高基数效应下, 乳制品产量基本持平, 增长略显停滞。2022 年 Q1-Q3 乳制品同比增速放缓甚至出现下滑, 我们认为这主要是因 2020-2021 年高基数影响。第三阶段稳增期: 调整已基本结束, 未来重回增长中枢。

我国调整时间较海外滞后, 但液态奶在 2022 年 Q1-Q3 已经出现调整, 根据海外经验, 增速回落大约持续 3-4 个季度, 平台期后重回增长中枢, 甚至高于 2015-2019 年疫情前的增长中枢。不必过于担忧未来持续下滑风险。且海外乳制品业务偏于成熟, 销量难有明显增长, 而我国仍在人均消费量提高的成长阶段。目前已有复苏迹象, 根据国家统计局数据, 2022 年 9 月和 10 月乳制品产量同比增长 5.8% 和 5.2%, 较 7 月 (-1.7%) 和 8 月 (-1.2%) 明显改善。我们认为乳制品在疫后重回疫情前 4-5% 的量增中枢可以期待, 若叠加价格贡献, 则整体增长会更为可观。第一阶段受益期: 中国乳制品疫情期间受益时间更长, 2020 年 Q2 至 2021 年 Q2 连续 5 个季度高速增长。

2) 品类差异: 酸奶低基数弹性较大, 白奶高基数调整已过。白奶疫情期间受益, 造成目前高基数。2020 年白奶市场规模增长 7%, 白奶具有必选消费属性, 疫情期间消费者健康意识提升, 催化了白奶消费。2021 年叠加提价效应, 白奶市场规模增长 11%, 并未表现出如海外的调整趋势, 主因中国防疫政策较海外放松更晚, 对乳制品仍有所催化。2022 年增速放缓, 主要因为基数较高导致增长不明显。但白奶健康属性定位好、生命周期长, 我们看好未来白奶的持续增长, 调整后可能重回增长中枢。

酸奶基本没有受益甚至衰退, 造成目前低基数。自 2020 年开始酸奶市场规模进入连续 3 年的负增长, 这主要由于疫情下低温酸奶运营受限, 同时中国乳企酸奶产品较为饮料化, 具有可选消费属性, 常温酸奶占比较大, 疫情期间缺乏户外/餐饮/送礼等场景; 低温酸奶疫情封控运营难度大。且酸奶相对更贵, 疫情三年消费力较差。但当场景恢复、消费力提升时, 酸奶弹性可能较大。

婴配粉疫情期间受损, 造成目前低基数。主要因为疫情下疫苗接种推迟部分生育计划, 新生儿人口出现加速下滑。参考美国经验, 疫情后出生人口可能有所回升, 有较好弹性。**3) 乳企战略:** 我国乳企战略工具箱充裕, 或可适时提价。目前我国乳企基本没有对产品进行提价, 仅在 2021 年初对普通白奶进行提价, 对企业业绩增厚程度有限, 但疫后或可在消费力接受情况下对高端白奶进行提价。参考雀巢、达能可知, 提价后销量负反馈可控, 整体收入增长较好。同时如我们所强调, 乳企竞争拐点已现, 未来收缩费用投放, 利润端的弹性更为可期。

第四章 软饮料：线下渠道尚待修复，细分品类量价结构出现调整

4.1 软饮料修复速度受多因素扰动、高粘性品类价值凸显

软饮料行业具有细分品类多，产品单价低和消费渠道较为成熟的特点。目前行业整体进入结构调整期，总体体量保持稳定的同时细分品类增速差异较大。软饮料消费渠道可大致分为非即饮渠道，即在超市、便利店或线上渠道购买后再择时饮用的销售渠道；即饮渠道，即在餐厅、酒吧、咖啡店等场所购买后当场饮用的销售渠道。疫情期间即饮渠道由于政策防控管制而受阻，同时由于软饮料不属于生活必需品，需求弹性大，消费场景的缺失使软饮料在疫情期间较其他食品饮料行业受到更大冲击。

4.1.1 美国疫后修复迅速，多品类量价齐升

图70 美国软饮料销量（百万升、%）



资料来源：HTI，欧睿国际

图71 美国软饮料销售额（百万美元、%）



资料来源：HTI，欧睿国际

美国软饮料市场成熟，规模体量大但增速较缓。疫情期间，即饮渠道受到严重打击，销量下跌约35%。与此同时即饮渠道的部分销量被非即饮渠道所替代，2020年非即饮渠道量价齐升，销量上升4.6%，销售额上升5.0%。进入2021年，美国政府大规模补贴促进国民经济增长和居民消费水平提升，软饮料行业亦从中受益。非即饮渠道继续延续2020年的涨势，在高基数基础上录得1.9%的销售额增长，较疫情前水平上涨7.1%。即饮渠道随着美国在2020年下半年防控措施的逐渐放开已开始修复，2021年销售额增长38.3%，较疫情前水平下降约11.0%。软饮料总体市场规模已基本恢复。

图72 美国非即饮渠道销量变化

美国非即饮渠道销量变化					
	2017	2018	2019	2020	2021
瓶装水yoy	5.1%	3.6%	3.8%	6.6%	2.7%
碳酸饮料yoy	-0.6%	-0.8%	-1.0%	2.0%	-3.3%
浓缩饮品yoy	-7.0%	-7.3%	-6.5%	-4.7%	-1.7%
果汁yoy	-2.9%	-1.3%	-2.7%	5.8%	0.8%
即饮咖啡yoy	8.2%	7.7%	4.6%	16.4%	4.4%
即饮茶yoy	2.8%	1.7%	-1.4%	3.4%	-5.0%
能量饮料yoy	3.9%	7.7%	12.0%	0.9%	6.3%
运动饮料yoy	-5.3%	3.8%	7.9%	11.6%	5.4%
合计yoy	0.8%	1.1%	1.3%	4.6%	0.4%

资料来源：HTI，欧睿国际

图73 美国非即饮渠道销售额变化

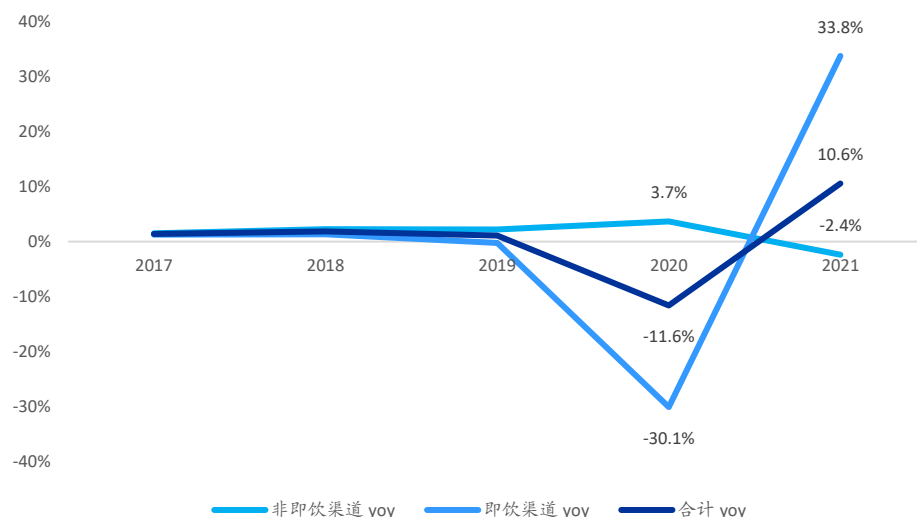
美国非即饮渠道销售额变化					
	2017	2018	2019	2020	2021
瓶装水yoy	2.3%	3.9%	5.4%	6.6%	3.1%
碳酸饮料yoy	1.5%	2.3%	2.2%	3.7%	-2.4%
浓缩饮品yoy	-2.5%	-1.0%	-0.8%	1.5%	0.1%
果汁yoy	-1.8%	-1.0%	-1.6%	7.3%	0.9%
即饮咖啡yoy	11.1%	8.6%	4.9%	19.1%	6.1%
即饮茶yoy	4.9%	3.6%	1.0%	5.1%	-2.2%
能量饮料yoy	4.0%	8.4%	12.7%	-2.7%	8.1%
运动饮料yoy	-3.9%	5.4%	10.5%	10.2%	12.9%
合计yoy	1.3%	3.1%	3.9%	5.0%	1.9%

资料来源：HTI，欧睿国际

从品类来看除了浓缩饮品其他品类销量皆有所提升，其中，受益于居家办公，即饮咖啡销量领涨，幅度达16.4%。2020年，从量价拆分来看，除运动饮料、能量饮料外，其他软饮料品类单价皆有所上涨，碳酸饮料涨幅明显，主要是受益于美国大规模

财政补贴带来的消费力提升和疫情影响下原材料上涨引发的单品提价。值得注意的是，果汁品类在疫情期间获得了逆势增长，体现了由疫情引发的消费者健康意识的提升。进入 2021 年美国疫情管控基本放开，由于即饮渠道的恢复导致部分细分品类重新进行结构调整，碳酸饮料尤其显著。2021 年碳酸饮料即饮渠道销售额增长 33.8%，较 2019 年销售额下降 6.5%。2021 年碳酸饮料总体市场规模增长 10.6%，较 2019 年规模仅下降 2.3%，修复基本完成。

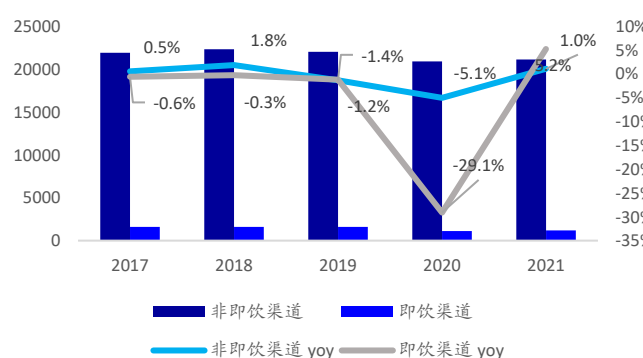
图74 美国碳酸饮料销售额增速



资料来源：HTI，欧睿国际

4.1.2 日本防控政策反复拖累渠道修复，居家消费需求拉动增长

图75 日本软饮料销量（百万升、%）



资料来源：HTI，欧睿国际

图76 日本软饮料销售额（十亿日元、%）



资料来源：HTI，欧睿国际

同样作为成熟市场，日本较美国拥有与中国更相近的人文和饮食习惯。从市场结构上看，日本软饮料非即饮渠道消费占比更大，但即饮渠道销售单价显著高于非即饮渠道。疫情前日本软饮料行业已发展缓慢，即饮渠道颓势尤其显著。疫情期间日本政府除了对餐饮娱乐场所进行管控外亦关闭了大多数公园、游乐场等公共设施，呼吁民众减少外出。较为严厉的防控政策使得日本本就处于颓势的软饮料行业更受打击，2020 年非即饮渠道销量下降 5.1%，销售额下降 7.2%；即饮渠道销量下降 29.1%，销售额下降 29.3%。

2021 年日本防疫政策延续，全国多次宣布进入紧急事态采取封控，叠加当年日本气候较往年雨水更多，气温更低，以及人均支出持续下跌，软饮料消费复苏被进一步限制。在 2020 年低基数的基础上 2021 年非即饮渠道销售额仅增长 1.3%，较疫情前水平下降 6.1%；即饮渠道增长 5.3%，较疫情前水平下降 25.5%。

图77 日本非即饮渠道销量变化

日本非即饮渠道销量变化					
	2017	2018	2019	2020	2021
瓶装水yoy	2.4%	2.9%	-2.7%	0.5%	0.5%
碳酸饮料yoy	-1.7%	-2.3%	-5.1%	-5.8%	-0.6%
浓缩饮品yoy	2.8%	5.7%	6.4%	16.7%	-3.8%
果汁yoy	-1.7%	-2.0%	-4.4%	-6.1%	-2.2%
即饮咖啡yoy	-0.9%	1.8%	-0.7%	-7.1%	1.2%
即饮茶yoy	1.9%	3.5%	1.7%	-7.5%	2.5%
能量饮料yoy	6.1%	-20.3%	42.5%	5.2%	6.1%
运动饮料yoy	-5.0%	0.8%	-5.4%	-12.1%	4.3%
合计yoy	0.5%	1.4%	-1.0%	-5.1%	1.0%

资料来源：Wind, Euromonitor

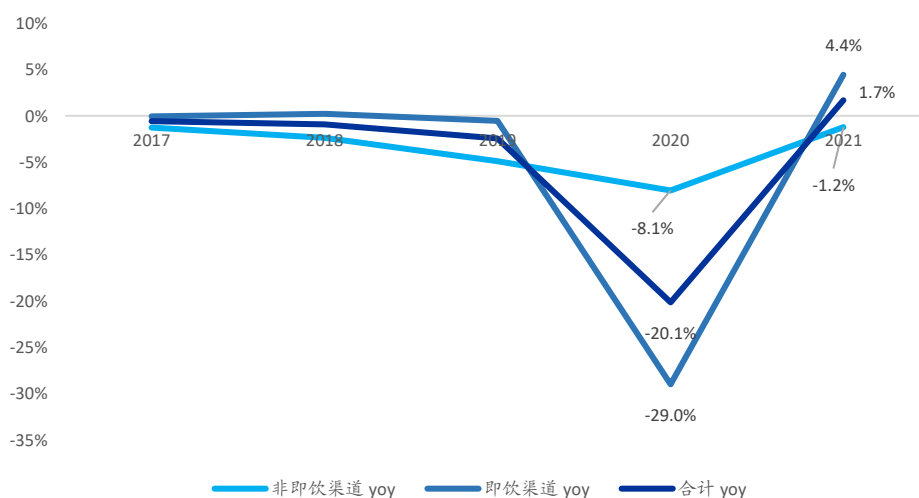
图78 日本非即饮渠道销售额变化

日本非即饮渠道销售额变化					
	2017	2018	2019	2020	2021
瓶装水yoy	2.6%	1.7%	1.5%	2.8%	1.2%
碳酸饮料yoy	1.3%	2.4%	4.9%	8.1%	1.2%
浓缩饮品yoy	1.6%	6.8%	5.7%	16.0%	3.6%
果汁yoy	2.7%	1.6%	3.0%	6.4%	1.8%
即饮咖啡yoy	2.9%	4.8%	3.4%	-10.0%	3.3%
即饮茶yoy	1.8%	3.1%	4.7%	8.4%	3.0%
能量饮料yoy	4.9%	5.3%	7.5%	1.6%	1.5%
运动饮料yoy	3.4%	1.8%	4.8%	-12.4%	4.7%
合计yoy	-0.2%	0.0%	-0.5%	-7.2%	1.3%

资料来源：Wind, Euromonitor

从品类上看，浓缩饮品受益于居家隔离带来的自制饮品需求取得大幅增长；能量饮料中大瓶装产品受益于居家办公带来的新兴需求销量录得上涨，但由于大瓶装产品的每毫升售价较传统小瓶装产品更低，能量饮料的平均吨价下降拉低销售额涨幅；其余品类受到高毛利即饮渠道占比下降的影响，2020 年量价齐跌。进入 2021 年后，虽然日本在社会层面仍未摆脱疫情影响，但运动饮料、即饮咖啡和即饮茶开始逐渐恢复。碳酸饮料由于即饮渠道的复苏挤压了非即饮渠道，导致非即饮渠道小幅下降，但总体碳酸饮料销售额录得 1.7% 增长，较 2019 年销售额下降 18.8%。

图79 日本碳酸饮料销售额增速



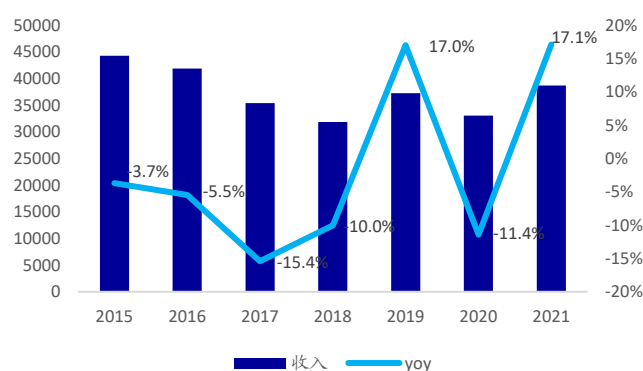
资料来源：HTI, Euromonitor

4.2 多市场布局公司收入恢复稳健，产品提价及健康化趋势拉动增长

4.2.1 可口可乐 (KO.N)：主力产品量价齐升，疫后修复基本完成

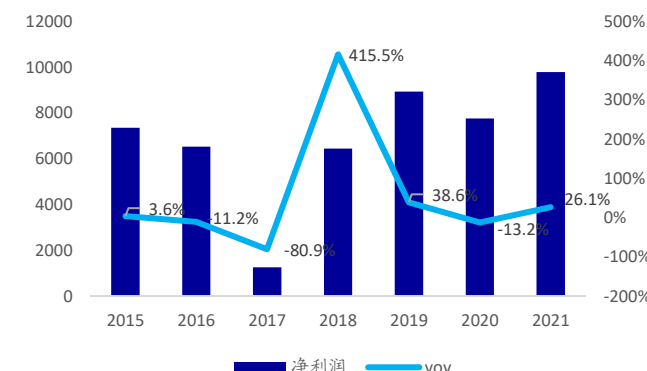
受益于全球化布局和多渠道渗透，疫情期间收入韧性较强。可口可乐为综合型饮料公司，在疫情前公司恰逢业务调整期，2018年公司完成调整，次年录得17%的收入增长及38.6%的利润增长。2020年受到疫情影响，公司的出游及线下咖啡店等业务渠道受到影响，收入下降11.4%。根据公司口径，出游业务约占公司一半的收入来源，疫情期间该渠道收入受到影响，但便利店和加油站渠道的销量有所上升。此外，出游业务相对其他渠道毛利率较高，也在一定程度上影响了公司的总体利润率。

图80 可口可乐营业收入及增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，可口可乐

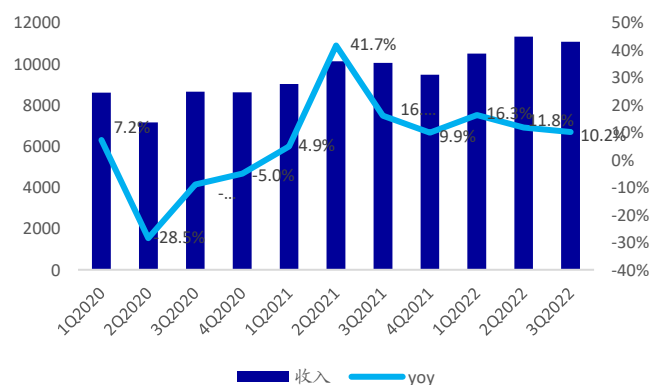
图81 可口可乐净利润及增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，可口可乐

疫后产品无糖化和线上渠道扩张有助快速恢复。2021年疫情的不确定性仍在持续，但全球各国已陆续放开，公司得益于全球化运营，抗风险能力整体较强。此外零度可乐和气泡水系列持续发力，叠加公司部分主力产品在2021年中涨价，公司收入和利润较疫情前小幅上涨；出游渠道业务收入逐渐恢复；受益于疫情，电商渠道和汽车穿梭餐厅业务扩张。

图82 可口可乐疫情期间营业收入及增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，可口可乐

图83 可口可乐疫情期间净利润及增速（百万美元，%）



资料来源：Wind，可口可乐

从疫情期间拆分数据看，疫情对收入的影响自 2020Q2 开始逐渐减弱，公司在 2020 年 10 月和 11 月的销量同比涨幅基本回正，但在 12 月由于疫情反扑导致销量同比有所下滑。从 2021 年数据来看，按地区拆分，中国、印度和俄罗斯在发展中市场增长领先，美国、墨西哥和英国在发达市场增长领先；按产品拆分，碳酸气泡饮料全年销量增长 7%，果汁和健康、植物饮料全年销量增长 12%，运动、咖啡茶饮和功能性饮料全年销量增长 7%。公司 2021 年产品均价提升 6%，主要受益于单品提价和高单价渠道的占比扩大，全年销量提升 8%。

2022 年公司继续在零度可乐发力并大力推广配餐可口可乐和线上订购。从量价拆分来看，销量提升主要得益于公司对市场拓展的持续投资；吨价提升主要得益于疫情后出游等高吨价渠道的持续恢复。此外在 2022 年 Q3 公司在北美针对价格敏感型客户开展了营销活动，旗下的主要汽水产品定价进行调整。

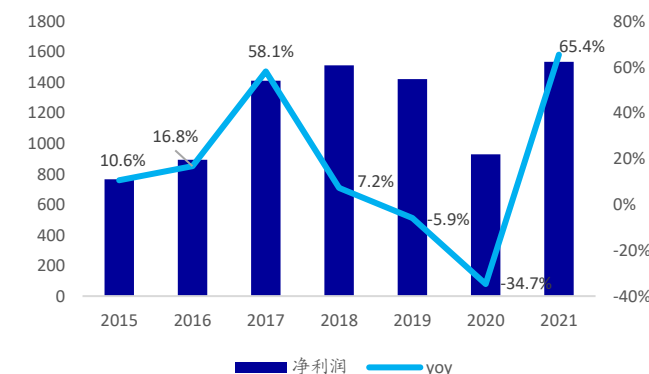
4.2.2 朝日啤酒 (TYO:2502)：海外布局拉升营收表现、电商及大包装饮品高增长

图84 朝日啤酒营业收入及增速 (亿日元, %)



资料来源：Wind，朝日啤酒

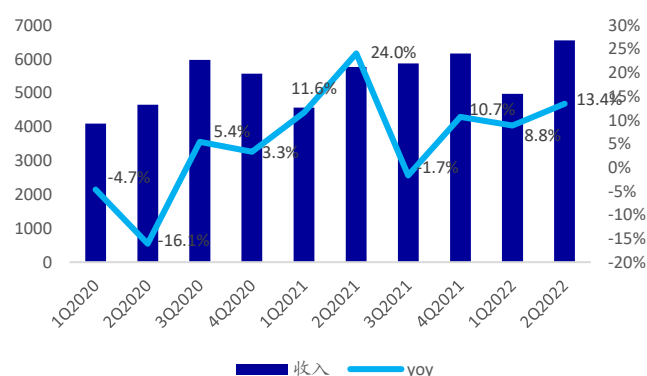
图85 朝日啤酒净利润及增速 (亿日元, %)



资料来源：Wind，朝日啤酒

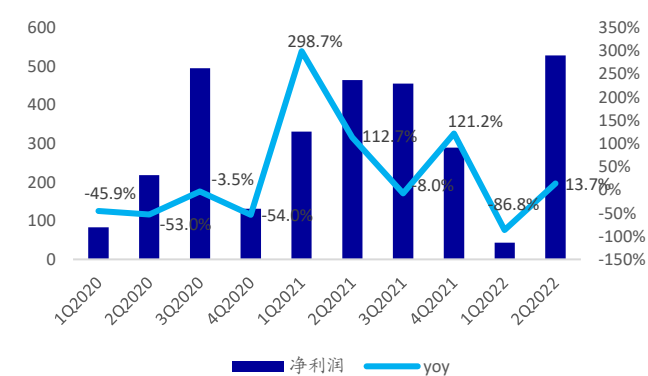
酒精饮料受冲击大，海外市场恢复迅速持续扩张。朝日啤酒为日本综合饮料公司，旗下日本国内酒精饮料收入占比约 40%，日本国内软饮料收入占比约 17.4%，海外收入约占 40%。在疫情前朝日啤酒刚刚完成三年业务调整期，收入和利润波动较大。2020 年疫情期间，由于朝日啤酒主力产品啤酒相当依赖餐厅和酒吧渠道，这些渠道在疫情期间关停对朝日的收入产生冲击。其次，日本的自动贩售机是软饮料销售的重要渠道，由于自动贩售机多分布于长途巴士站和景区和公园等受封控场所，这一部分收入亦大幅下降。进入 2021 年后，海外的疫情防控逐渐宽松带动公司海外收入恢复，叠加朝日在 2021 年推行高端化策略，部分产品单价提升，公司营业收入录得 10.3% 增长。

图86 朝日啤酒疫情期间营业收入及增速 (亿日元, %)



资料来源: Wind, 朝日啤酒

图87 朝日啤酒疫情期间净利润及增速 (亿日元, %)



资料来源: Wind, 朝日啤酒

电商渠道和大包装饮料疫后快速增长。从季度拆分数据来看，疫情对收入的影响在2020年Q2达到高峰，进入Q3后日本国内的消费依旧受到压制，但由于海外市场的恢复和CUB的并表，公司在2020年Q3录得正增长。排除货币影响，2020年酒精饮料收入下降14.5%，营业利润下降23.8%；软饮料收入下降6.2%，营业利润下降16.9%。2020年细分品类中功能性碳酸饮料表现较好，渠道上看电商渠道销量增长36%，此外简装大容量饮料获得106%的销量增长。

进入2021年，公司继续推广个人消费渠道，同时控制成本水平。在一季度软饮料方面公司单价有所提升，碳酸和咖啡饮料销量增长，乳酸和茶饮料销量下滑。由于大包装饮料的毛利率更高，该种饮料的销量提升对公司的盈利能力起到了积极作用。进入二季度公司软饮料快速增长和澳大利亚业务的增长使得公司收入高速增长。公司抓住疫情后消费者对健康的需求推出无糖茶和高级益生菌饮品（销量+30%），以及持续推广电子渠道（销量+24%）和大包装简装饮料（销量+110%）。但是在三季度由于日本气温低于常年以及持续多雨，软饮料销量下降但由于单价提升收入依然录得增长。2021年全年软饮料录得1.3%收入增长，19.2%利润增长。分地区看欧洲和东亚地区表现亮眼。公司全年高端益生菌饮料收入增长25%，简装大包装饮品收入增长206%，电商渠道收入增长27%。

进入2022年，疫情防控在全球进入新常态，但日本国内在2022年初遭受了新一轮疫情打击导致防控措施严于预期，公司业务恢复速度较慢。此外受到原材料价格大幅上涨影响，以及上年公司售出资产和近年公司管理重组带来额外支出影响，公司Q1利润下滑。软饮料方面咖啡饮品销售量下滑8.4%，带动软饮料总体利润下滑。进入第二季度后，即饮渠道逐渐恢复（+40%）叠加公司产品单价提升，收入实现高增长。软饮料方面公司推出无糖饮品和无酒精饮料以顺应健康潮流。电商渠道和简装大包装饮品持续录得高增长。

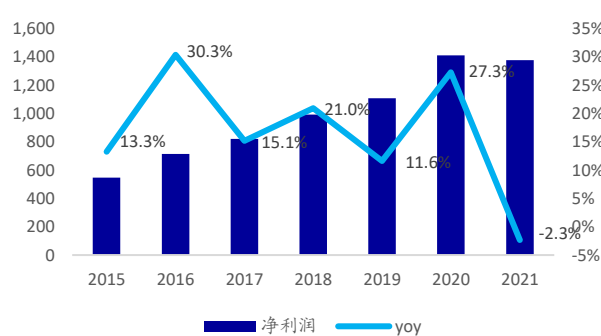
4.2.3 怪物饮料 (MNST.O)：公司实现逆势增长，疫情带来供应链端压力

图88 怪物饮料营业收入及增速 (百万美元, %)



资料来源：Wind，怪物饮料

图89 怪物饮料净利润及增速 (百万美元, %)

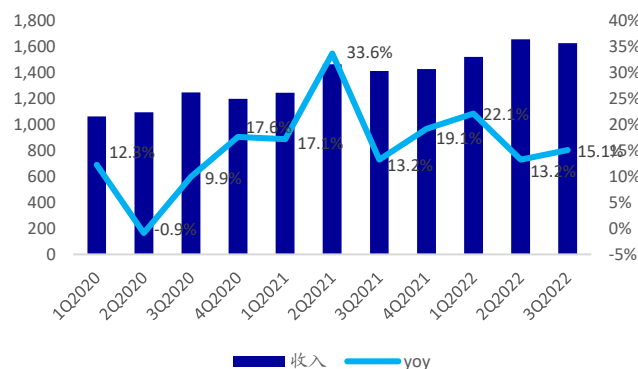


资料来源：Wind，怪物饮料

功能饮料品类韧性强，渠道优势显现，疫情导致供应链问题限制增速。公司作为新兴公司在疫情前一直录得持续高增长，2020年公司亚太地区受疫情影响较大，其余地区在四季度销售情况逐渐恢复，公司全年依然录得正增长。由于疫情，加油站作为公司最大的销售渠道在2020年二季度受到打击，但在下半年很快恢复。餐饮行业虽然受打击严重，但公司本身在该渠道占比较小，对公司营收影响有限。

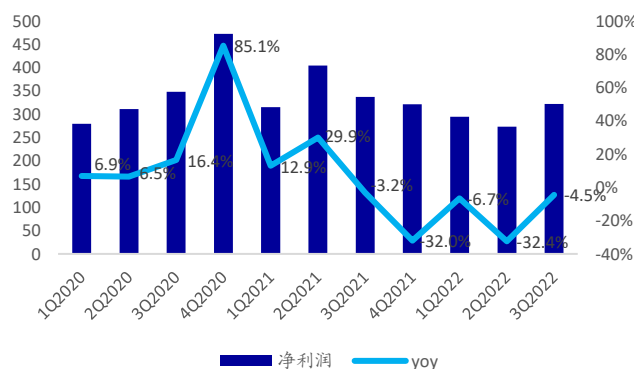
2021年公司主要受到铝罐供应不足和航运的限制导致原材料和产品运输受限，销售增长受限，疫情带来的影响从消费端转移到了供应链端。但总体而言供应链端压力对公司的疫情后恢复不构成实质性影响，公司持续发力录得20.5%的收入增长。

图90 怪物饮料疫情期间营业收入及增速 (百万美元, %)



资料来源：Wind，怪物饮料

图91 怪物饮料疫情期间净利润及增速 (百万美元, %)

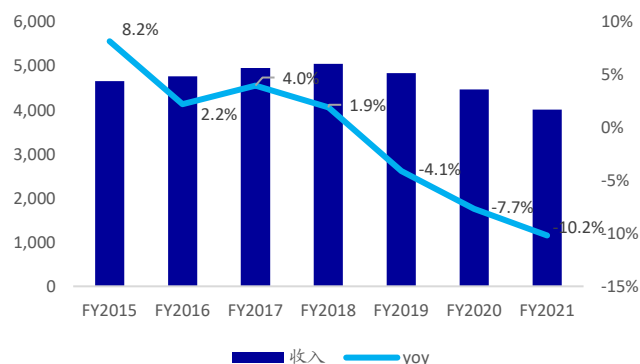


资料来源：Wind，怪物饮料

分季度看，疫情对公司收入影响局限在2020年第二和第三季度。主要原因首先在于公司产品种类为能量饮料，消费人群多为货运司机、学生和白领，产品用户粘性大且需求弹性较小；其次是公司主要市场为北美及欧洲发达国家，该地区疫情防控政策较宽松，出游运动等消费场景恢复快；最后是餐饮场所占公司收入渠道比例较小，即饮渠道受阻对公司收入表现影响有限，公司营收表现恢复迅速。

4.2.4 伊藤园 (TYO:2593)：高需求弹性产品增长乏力、单一收入结构增高经营风险

图92 伊藤园营业收入及增速 (亿日元, %)



资料来源: Wind, 伊藤园

图93 伊藤园净利润及增速 (亿日元, %)

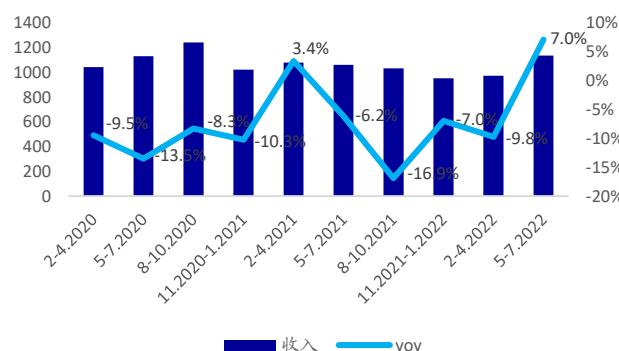


资料来源: Wind, 伊藤园

品类单一、需求弹性大导致收入疲软，健康化和无糖化趋势可能带来新增长。由于伊藤园主要产品为茶饮料和果蔬健康产品，相对而言消费弹性较大、需求粘性小；叠加伊藤园收入结构较单一，日本国内收入占比约为 90%，公司在疫情前就处于逐年下滑态势。2019 财年第四季度实际为 2020 年 2-4 月，从营收表现看已经开始受到疫情冲击，且日本较严格和反复的直接拖累了公司的收入恢复。

疫情前公司渠道结构为超市占比 43%、便利店占比 27%、其他占比 16%、自助售货机占比 14%。其中超市和批发经销商的销量在疫情期间保持稳定，便利店 (-9%) 和自动贩售机 (-19%) 销量受到封控影响下降。居家办公导致大瓶装饮料的需求量上升，这部分产品的利润率较高带来增长机会。此外，由于疫情影响餐饮和提升了人们的健康意识，果蔬饮料和健康饮料（青汁）销量有所上升。

图94 伊藤园疫情期间营业收入及增速 (亿日元, %)



资料来源: Wind, 伊藤园

图95 伊藤园疫情期间净利润及增速 (亿日元, %)



资料来源: Wind, 伊藤园

从季度数据来看，2021 年日本国内疫情反复，叠加天气较寒冷和多雨，公司收入持续下滑。2022 年，日本的疫情政策逐渐放开以及国际旅游恢复，公司上半年收入恢复正增长。总体而言公司季度收入及净利润波动幅度较大，体现了公司产品需求弹性大的特点。

4.3 国外总结：短期关注消费场景恢复和居家需求，长期关注行业结构及消费偏好转变

通过对国外软饮料行业及公司的分析，我们发现疫情对软饮料行业的影响集中在：（1）封控措施下消费场景的缺失，主要体现在即饮渠道的大幅下降，这直观的导致了行业性的收入减少。（2）疫情影响导致的产品单价提升和吨价改变，但这种

改变在不同市场表现不一致。疫情带来的成本上涨和通货膨胀叠加消费者消费偏好的转变会传递到产品收入结构和毛利率，从而影响行业的恢复速度。（3）由疫情带来的消费者主动或被动的出游、聚会减少以及健康意识的提高导致的消费偏好转移。老龄化程度高和医疗发展水平较低的社会往往对疫情更谨慎，消费恢复更慢。大包装家庭用饮料以及无糖和健康类饮品出现机会。（4）由于居家办公和学习而产生的新增品类需求，即饮咖啡、能量饮料因此受益，但这种增长可能并非可持续的。

4.4 国内展望：政策风险逐渐降低头部企业具有相对优势，线上渠道发展显现高增长潜力

从行业角度而言，疫情对软饮料消费的影响主要体现在渠道受阻而非消费能力的下降，而疫后恢复速度则受到政策的稳定性、经济恢复程度等多重因素影响。对于中国市场而言，疫情政策已有逐渐放宽趋势，软饮料的消费场景逐渐恢复；而逐渐精细化的封控管理让企业的收入风险降低，我们预计全国性企业收入将会逐渐修复。从国外龙头过往表现发现，线上渠道的发展是疫情期间的重要增长动力，疫情后线上渠道的快速增长依然具有持续性。反观国内低线城市疫情期间线上渠道快速渗透，我们预计疫后增长点之一在于低线城市网购习惯建立后的新兴市场。从行业结构来看，软饮料总体而言我们预计不会有高增长，更多是在疫情窗口期带来产品结构调整。

从产品结构来看，可能会出现产品两极化特点。由于疫情带来的经济衰退，消费者对于“日常消费品”可能会越来越价格敏感，因此碳酸饮料和包装水此类口味差异不大，市场竞争已经十分饱和的产品可能会出现以价打量的局面。与此同时由于疫情带来的健康意识的提升，会加速无糖化饮料的发展以及培养消费者饮用“健康饮料”如纯果蔬汁和保健饮料的需求。

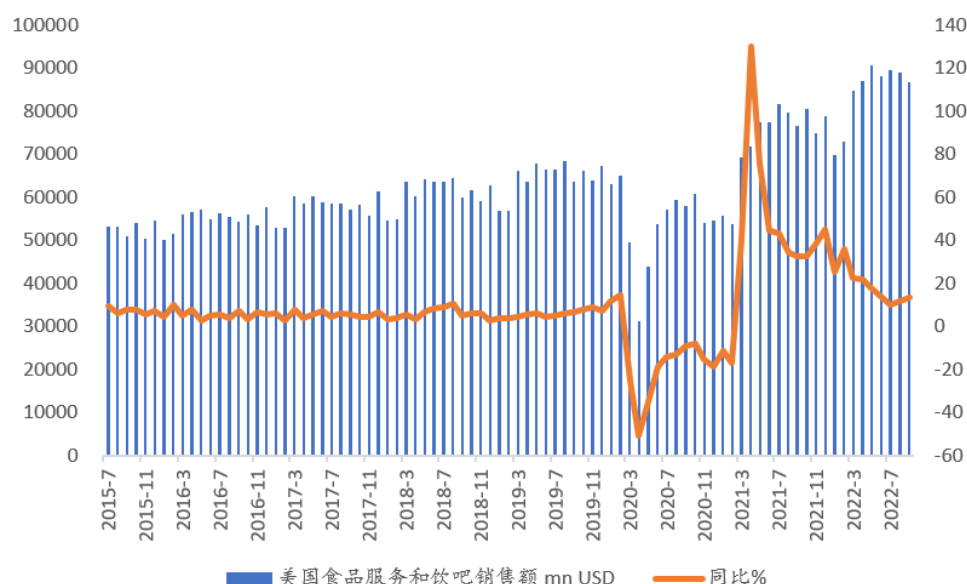
从公司角度来看，疫情对公司的渠道和物流生产管理能力提出考验，同时也为在管理能力和渠道反应能力上有优势的企业提供机会。后疫情时代防疫和政策风险依然存在，但中国的防疫特点为以省、以市为单位，所以企业可以做到“东边不亮西边亮”。我们预计工厂多且分散，物流能力强的企业抗风险能力更好，业绩会更稳定。同时公司产品结构会显著影响收入弹性，以能量运动饮料、包装水和即饮咖啡此类高粘性和需求稳定的产品为主力的公司疫后恢复速度会更稳健。

第五章 美国餐饮疫情后复盘：高性价比、外卖业务和强运营能力支持收入和利润率快速恢复

5.1 疫情后美国餐饮消费强劲

疫情前美国零售餐饮销售额(食品服务和饮吧类)维持单位数增长，2020年4月美国疫情爆发，同月餐饮销售额同比大跌51%，之后月度销售额跌幅收窄，在2020年底至21年初因为冬季疫情反复跌幅又扩大至-20%左右，总体下跌时长12个月。恢复正增长后，因为低基数原因高增。至3Q22(疫情爆发约2年半后)，餐饮消费同比增速维持在10%-13%，依旧高于疫情前增速水平。

图96 美国零售餐饮类月度销售额和同比%



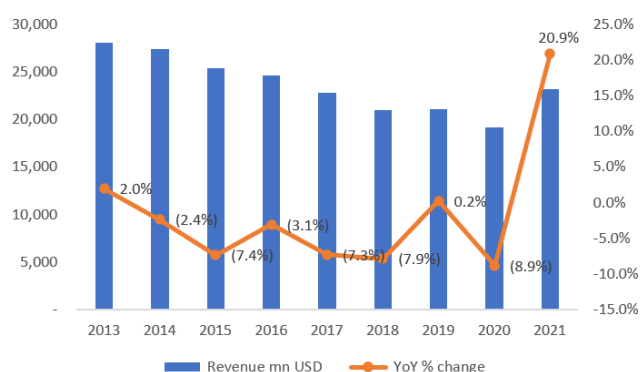
资料来源：美国商务部，HTI

5.2 餐饮公司分析

5.2.1 麦当劳：受益于麦当劳强运营能力和高性价比定位，疫情后连续8个季度同店数据超预期，在通胀背景下利润率水平也优于同业

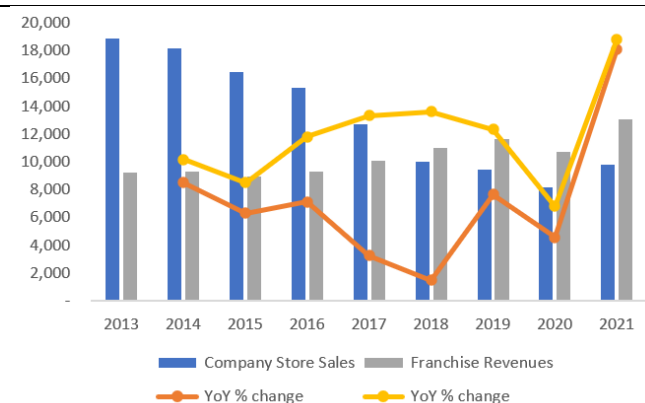
疫情前麦当劳的收入增速为单位数负增长，主要受到海外自营店铺持续关店影响，而美国国内自营店铺同店表现优秀。随着自营店铺的关闭以及加盟店铺的扩展，公司加盟收入占比持续提升，从2013年的32.8%提升至2021年的56.3%，贡献一半以上收入。

图97 麦当劳收入及同比增速%



资料来源：麦当劳，HTI

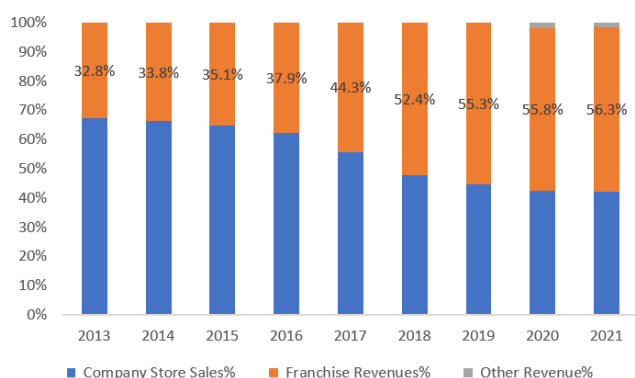
图98 麦当劳自营收入和加盟收入及同比增速%



资料来源：麦当劳，HTI

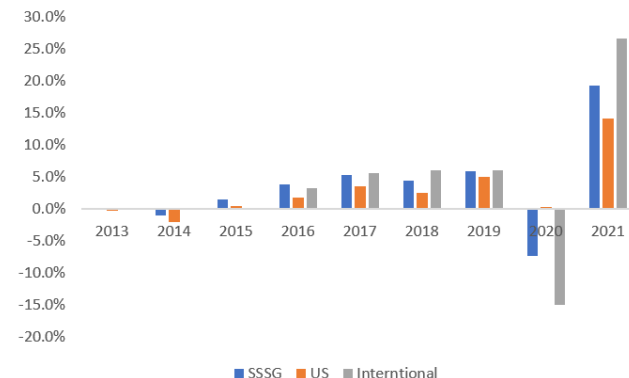
麦当劳在 2016-2019 年成熟门店同店数据表现优异，持续上行至中单位数，美国国内和海外均是此趋势，海外同店略快于国内。

图99 麦当劳加盟收入占比持续提升



资料来源：麦当劳，HTI

图100 麦当劳 2013-2019 年国内和海外同店数据持续提升

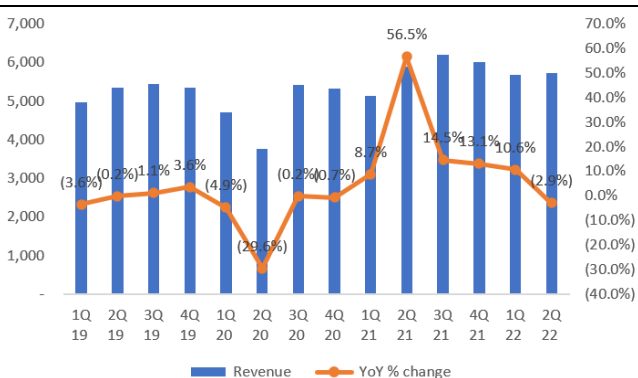


资料来源：麦当劳，HTI

北美 2Q20 疫情爆发，集团收入大幅下滑 30%，其后 2 个季度收入增速迅速恢复到持平状态，之后保持强劲增长，主要受益于麦当劳强运营能力、开车点单和外卖业务、数字化能力、会员体系和营销推广的加大。在收入增速回正之后的第 6 个季度，即 1 年半的时间同店表现回落到疫情前增幅水平。

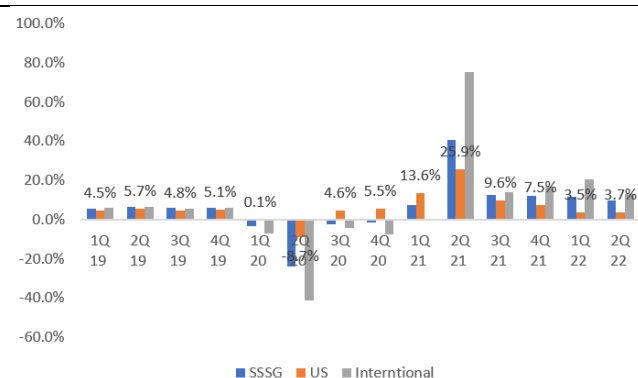
同店数据趋势相似，值得注意的是美国国内的消费韧性很强。美国区域同店数据在 2Q20 下降 8.7%，同期海外同店下降 40%以上。美国同店在下一个季度迅速回正，而海外同店经历了 2 个季度的负增长才得以回正。

图101 麦当劳疫情后收入超预期恢复



资料来源：麦当劳，HTI

图102 同店回正后第六个季度增速回落到疫情前水平

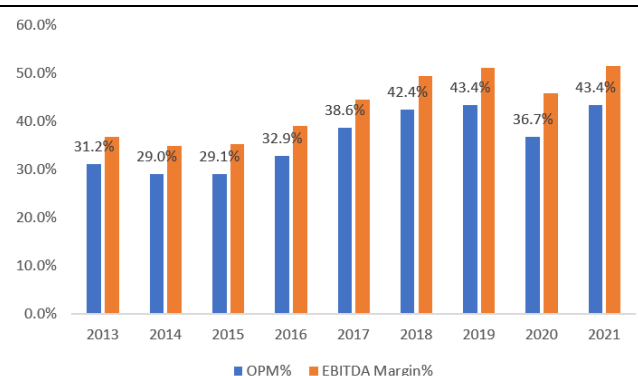


资料来源：麦当劳，HTI

2014-2019 年麦当劳受益于持续增加的加盟业务，营业利润率(OPM)和税息折旧及摊销前利润(EBITDA margin)持续上行。疫情期间，2020 年 OPM 下滑 6-7 个点，受益于其占比较高的加盟业务，下滑幅度低于自营业务为主的餐饮企业。

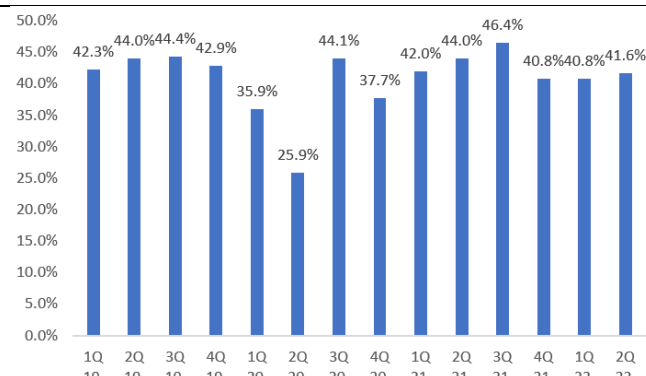
分季度来看，2020 年 2 季度公司 OPM 大幅下滑，由于 3Q 优异的同店数据，OPM 迅速拉升。2021 年起麦当劳开始面对员工成本和原材料成本的上涨，公司通过不断推新品、产品组合的变化和优异的同店增长，并在 2021 年 3 季度做了 6% 的提价，一定程度缓解了成本上涨的压力。

图103 麦当劳利润率在疫情后迅速恢复



资料来源：麦当劳，HTI

图104 麦当劳疫情后的季度 OPM 已经恢复到疫情前水平

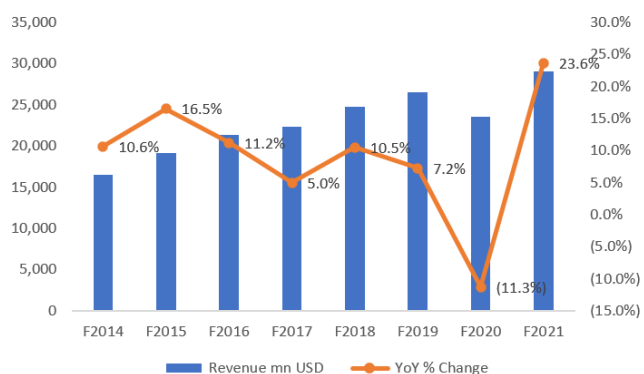


资料来源：麦当劳，HTI

5.2.2 星巴克：收入持续超预期，主要受益于数字化能力、新品和高单价产品推广和广告投入。然而由于人工成本和原材料成本的压力，利润率从 2H21 年开始承压

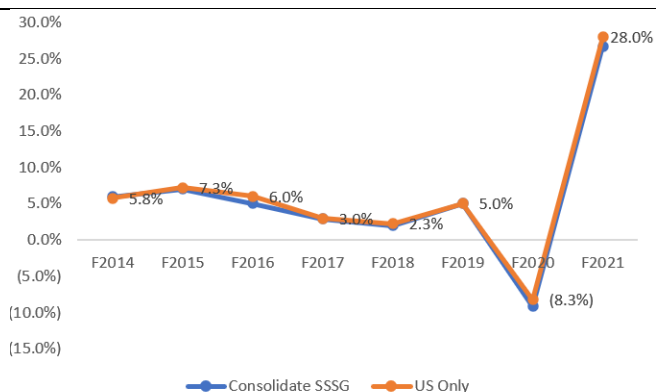
星巴克 2014-2019 财年(财年 9 月底结束)收入复合增速为低双位数，同店增速为中/低单位数。美国市场贡献主要收入，美国国内自营店铺贡献集团收入 60%以上，其收入驱动力来自于同店增长，和集团同店增长幅度一致。星巴克业务没有淡旺季之分，季度间表现差距不大。

图105 星巴克疫情前收入高单位数至双位数增长



资料来源：星巴克，HTI

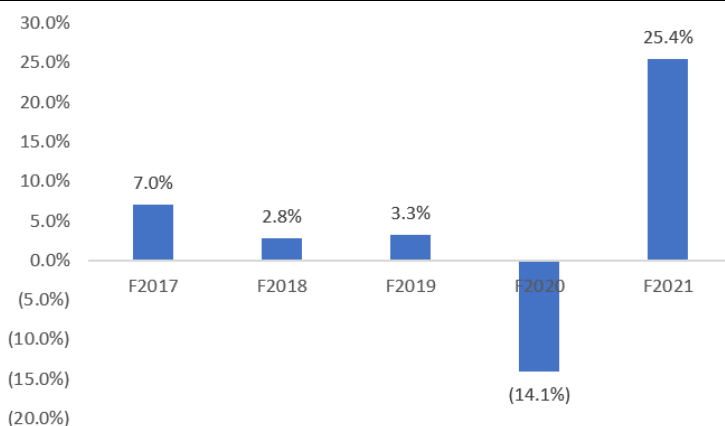
图106 美国同店增速与集团同店增速一致



资料来源：星巴克，HTI

星巴克中国区同店数据，2017 财年的同店增长在 7%，2018-2019 财年增长为低单位数，2020 财年因为疫情同店大幅下滑 14%，在 2021 财年大幅反弹至 25%。

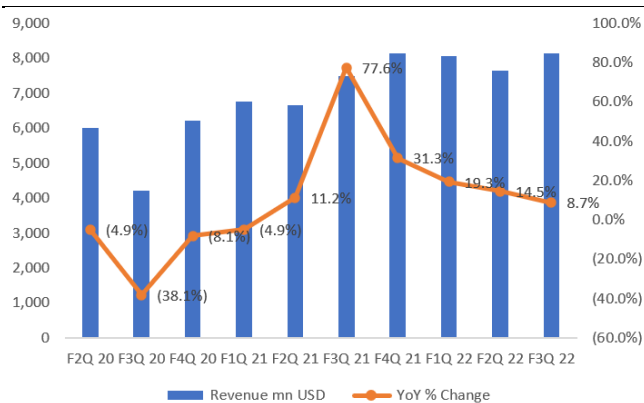
图107 疫情前星巴克中国区同店为单位数增长



资料来源：星巴克，HTI

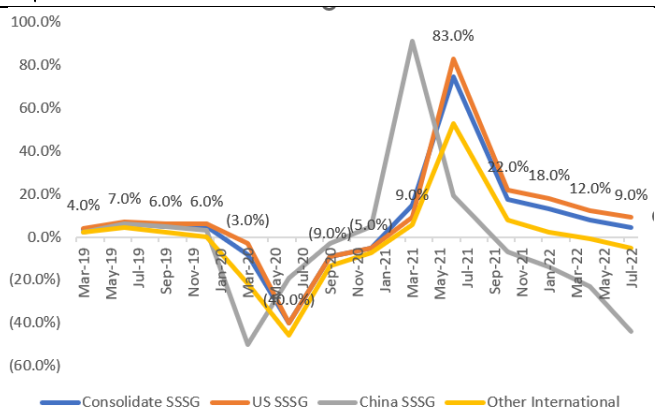
北美 2Q20 疫情爆发，使得集团收入大幅下滑 38%，其后 2 个季度维持下滑，但跌幅收窄，分别为-8%和-5%，并在第四季度恢复到双位数正增长，主要受益于新品推出、数字化运营能力和广告推广。同店数据表现出一致的趋势，在同店回正之后的第 6 个季度，即 1 年半的时间，同店增速恢复到疫情前增幅，即高单位数。

图108 星巴克疫情后第三个季度收入恢复到双位数正增长



资料来源：星巴克，HTI

图109 星巴克同店回正后第六个季度增速回落到疫情前水平

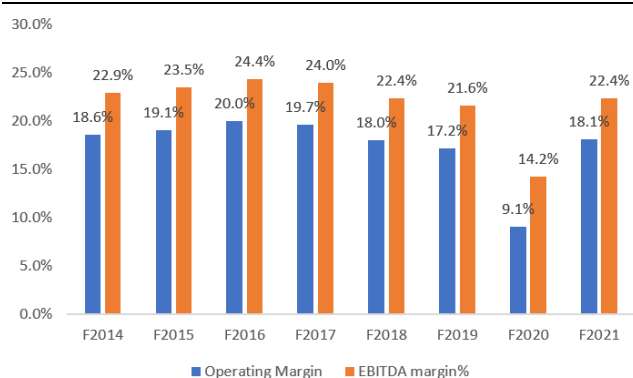


资料来源：星巴克，HTI

疫情期间由于星巴克门店端的餐厅利润率大幅下降，使公司 2020 财年整体营业利润率(OPM)和税息折旧及摊销前利润(EBITDA margin)下降至正常水平的一半左右，但在 2021 财年利润率已恢复到疫情前水平。

分季度看，在 2020 年 2 季度 OPM 为负双位数，之后虽然收入/同店为负增长，但利润率已经回正，并在第四个季度恢复到疫情前水平，甚至更高。疫情后一年，即 2021 年下半年开始面临人工成本的大幅上涨和原材料压力，利润率有下行压力，公司在 21 年 3 季度做了提价来抵消来自成本端的压力。

图110 星巴克利润率因为疫情在 2020 财年减半



资料来源：星巴克，HTI

图111 星巴克季度利润率在疫情后四个季度恢复到疫情前水平



资料来源：星巴克，HTI

5.2.3 Shake Shack: 较慢的同店恢复和高人工/原材料成本压力使收入和利润持续低于预期

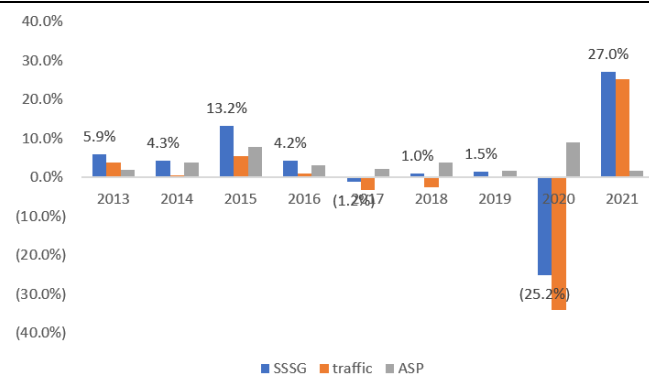
Shake Shack 95%以上收入来自于自营店铺的收入，疫情前因为快速扩店，收入高速增长。然而同店增长逐步收窄，主要因为单量/人流的下降，2017-2019 年单量为低单位数下降，客单价一直有低单位数的增长，其中 2015 年和 2020 年因为大幅提价，客单价提升较多，在高单位数水平。

图112 Shake Shack 疫情前因为拓店高速增长



资料来源：Shake Shack, HTI

图113 Shake Shack 疫情前同店收窄，主要因为单量拖累

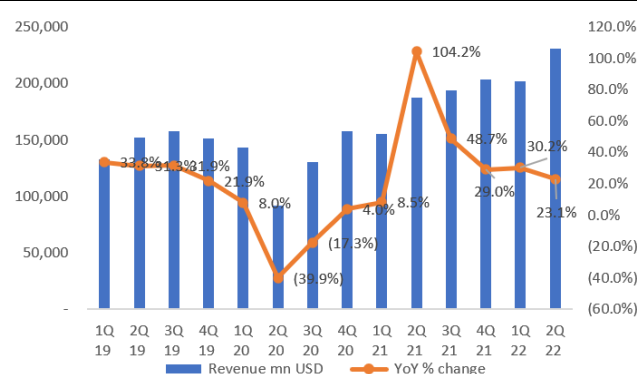


资料来源：Shake Shack, HTI

2020 年因为疫情，收入下滑 12%，同店下滑 25%。分季度看，2Q20 收入下滑 40%，3Q20 收入下滑收窄至 17%，4Q20 收入回正。分季度同店数据来看，在 2Q20 同店下滑 49%后，3Q20 和 4Q20 分别下滑 32%和 17%，并在 1Q21 回正。整体冲击较大且恢复速度慢于麦当劳和星巴克，主要因为公司店铺主要分布在大城市区域，受到疫情冲击更大。比如 3Q20 大城市区域同店下滑 43%，其中纽约下滑 39%，中西部下滑 36%。

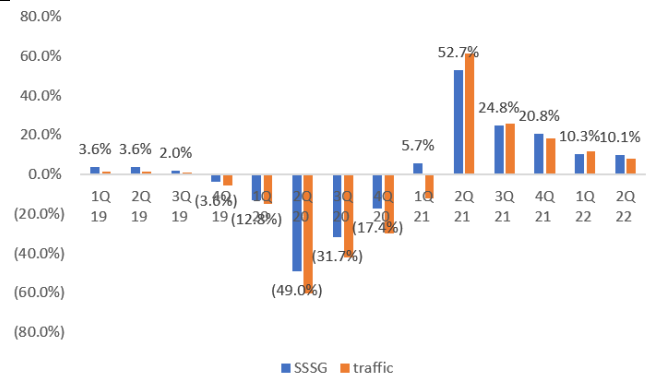
在同店回正之后的第 7 个季度的 3Q22，即 1 年半的时间后，同店增速为 6.3%，仍高于疫情前水平，主要因为其同店恢复速度慢于其他餐饮企业。

图114 Shake Shack 收入在疫情后第三个季度回正



资料来源：Shake Shack, HTI

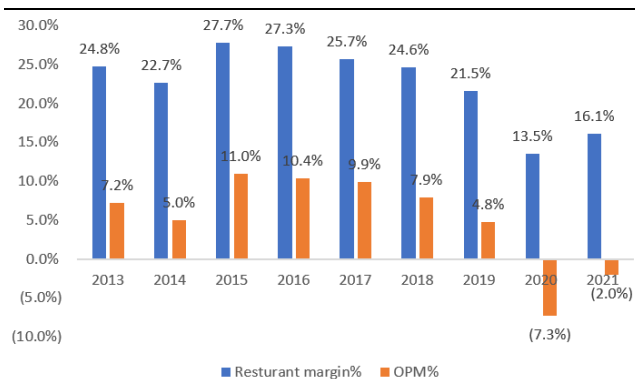
图115 Shake Shack 同店恢复慢于星巴克和麦当劳



资料来源：Shake Shack, HTI

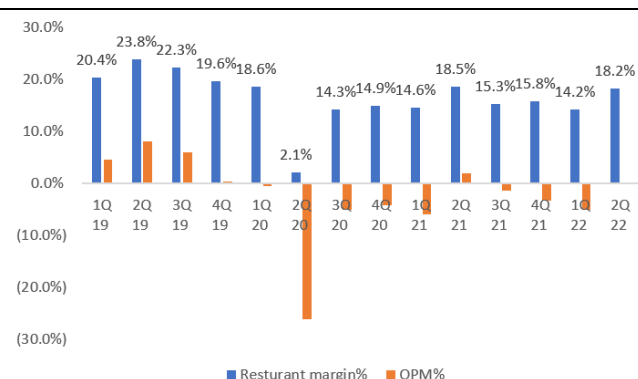
因为同店数据恢复较慢，Shake Shack 比同业更早开始面临利润率压力，一方面是店铺固定成本较高，一方面是面临员工成本和原材料成本上涨压力。20 年公司经营门店利润率大幅下滑至 13.5%，使得公司经营利润率(OPM)下降至-7.3%。分季度看，门店运营利润率在 2Q20 仅为 2.1%，之后恢复在中双位数水平，但没有再回升至疫情前的 20%以上。对应 2Q20 的公司 OPM 为-26%，之后 OPM 利润率水平基本为负。

图116 Shake Shack 利润率水平未能回到疫情前



资料来源：Shake Shack, HTI

图117 Shake Shack 营业利润率在疫情后一直为负



资料来源：Shake Shack, HTI

5.3 美国餐饮行业疫情后复盘总结

- 1) 2Q20 因为疫情美国餐饮业受到巨大冲击，各餐饮企业收入均大幅下滑。在经历 2 个季度的跌幅收窄后，收入增速基本回正。回正后因为低基数原因，收入和同店数据大幅增长。在收入回正后的 6-7 个季度，即 1 年半左右时间，收入和同店恢复到疫情前收入增幅的正常区间。
- 2) 自 2021 年起，各餐饮企业均受到人工成本和原材料成本上涨的压力。早期通过推出新品、加大高单价产品的销售以及降费提效来对冲成本压力，仍不能抵消成本压力。之后各餐饮企业进行了提价，幅度在中高单位数。如果同店数据优异，如麦当劳，在以上举措后利润率水平可以维持在高位，而单店能力较差的企业利润率压力较大。
- 3) 美国本土消费韧性最强，疫情下跌幅度少于其他区域，回升速度和幅度也快于其他区域。
- 4) 从疫情后恢复速度和利润率水平来看，麦当劳>星巴克>Shake Shack，我们分析有如下几个原因：一是单品定位不同。麦当劳是高性价比快餐(可以开车点餐和外卖)，星巴克是高性价比饮品，Shake Shack 是高单价餐饮。疫情后失业率较高，高单价餐饮受到冲击更大。二是区域不同。大城市区域明显受到疫情更大和更久的冲击，在 3Q20 Shake Shack 大城市区域如纽约和中西区仍然有 40% 的下滑，远高于其他区域。三是商业模式不同。麦当劳和星巴克加盟收入占比较高，收入和利润受疫情影响部分被加盟业务平滑(2021 年星巴克加盟收入占比 60% 以上，麦当劳加盟收入占比 56%，Shake Shack 以自营门店收入利润为主)。四是运营能力不同。麦当劳和星巴克拥有较强的外卖业务、会员体系和数字化能力、同时疫情后积极投入广告和媒体宣传，增加市场份额。

5.4 美国经验对中国餐饮行业恢复的启示

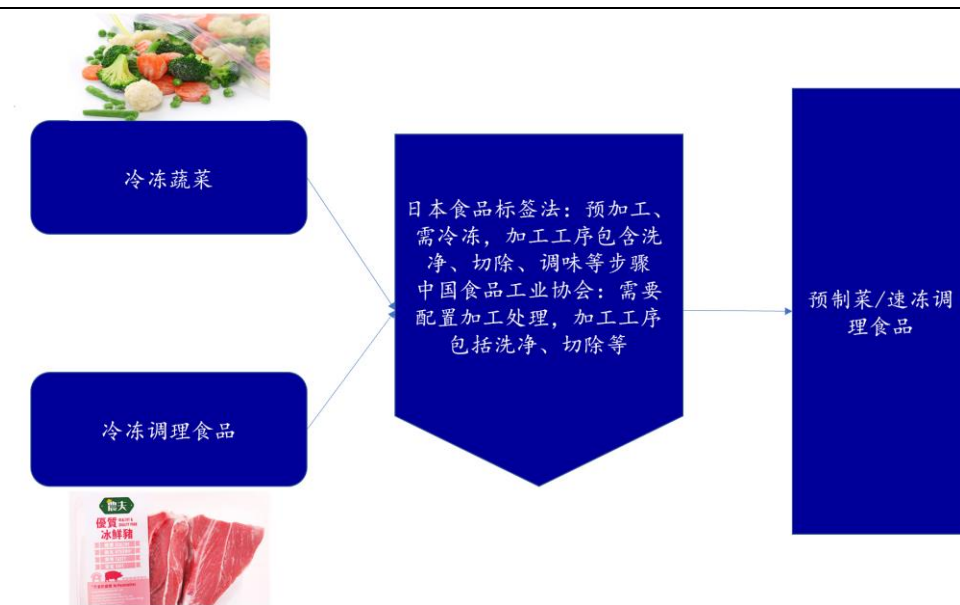
- 1) 在疫情防控政策科学化和精细化后，中国餐饮企业进入恢复时期，收入跌幅收窄后一段时间收入恢复到正增长(受到疫情防控政策和患病人数的影响)。之后在低基数下收入将实现高增长，依据美国经验，收入回正一年半左右增速恢复到疫情前增速水平。
- 2) 疫情期间，公司通过降本增效、产品结构调整和提价来消化上涨的原材料成本，疫情后如果同店数据恢复较好，利润率水平有机会恢复至疫情前水平。
- 3) 性价比高的快餐收入恢复速度和力度好于高单价的休闲餐饮和中高端餐饮。以大城市为中心的餐饮较其他区域恢复较慢，利润率水平压力更大。
- 4) 数字化能力强、外卖业务占比高、公司运营能力强的公司同店增速和利润率水平更高。疫情后高广告投入有利于获取市场份额，麦当劳和星巴克疫情后都积极投入广告费用实现收入超预期，获取更多市场份额。

第六章 预制菜：疫情不改上行趋势，消费场景转变催化 C 端增长

6.1 疫情对日本预制菜市场影响有限，C 端切 B 端趋势明显

解析日本法例，速冻调理食品符合预制菜特征。据日本《食品标签法》所述，速冻调理食品主要包含冷冻蔬菜及冷冻调理食品，前者是经过洗净、切片、调味等步骤进行预处理后，进行适当包装的蔬菜；后者是指畜牧、水产品等原料经筛选、洗净、腌制后进行冷冻包装的食用产品，其中包含需要经简便烹饪或可直接加热食用的品类。综上所述，日本的速冻调理食品具备“预加工、需冷冻”特征，完全符合 CNFIA 对于预制菜的定义，速冻调理食品行业是从属于预制菜的一部分，下文我们将以日本速冻调理食品行业作为借鉴，对我国预制菜市场疫后发展趋势进行展望。

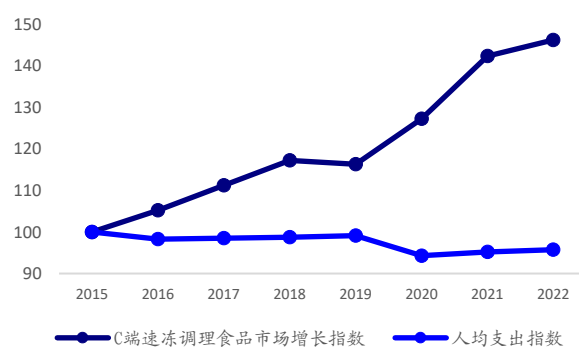
图118 预制菜包含冷冻蔬菜、冷冻调理食品



资料来源：日本《食品标签法》，日本冷冻食品协会，中国食品工业协会 CNFIA，HTI

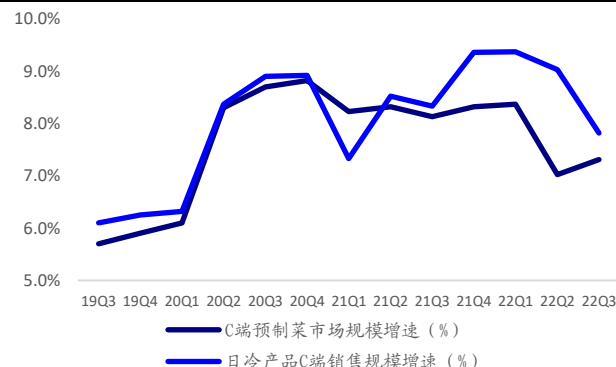
行业趋于成熟，疫情间 C 端体量保持增长。自 20Q2 受到疫情影响以来，日本速冻调理食品行业整体保持增长，C 端增速明显高于 B 端，前者以 2015 年为基准值计算过往 7 年增长 46.2%，而同期日本人均消费支出基本保持稳定，于 2020 年疫情后略有小幅下滑。从时间维度看，2020 年后 C 端市场增速较过往 3 年更快，2017-2020 年及 2020-2022 年 CAGR 分别为 7.5%/3.2%。考虑到疫情期间日本政府实行的阶段性封控，过往计划外出就餐的消费者均尽可能选择在家进行烹饪、进食。此外，虽然疫情致死率维持在较低水平，但日本老年人群体占比大，对健康问题更加敏感，在公共卫生突发事件发生时更倾向积极应对，以避免承担不必要的感染风险。再者来说，具备头部效应的龙头公司——日冷 C 端的销售规模在此期间明显跑赢行业，这体现出成熟的日本预制菜市场长期保持“马太效应”特征。

图119 日本C端预制菜市场规模增速及人均支出增速对比



资料来源：日本冷冻食品协会，NSAJ，HTI，注：设2015年基准值为100

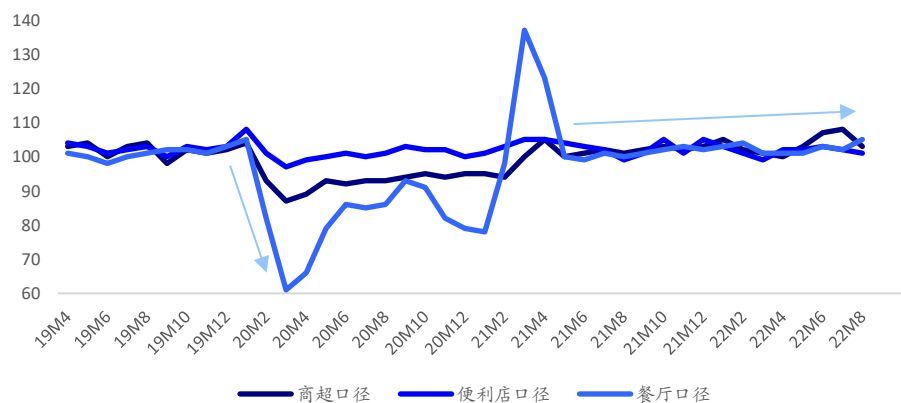
图120 日本C端调理食品市场规模增速及日冷销售额增速对比



资料来源：日本冷冻食品协会，日冷官网，INTAGE INC，HTI

B端市场缩量明显，仍未回归疫情前水平。根据日本速冻调理食品协会公布的数据进行拆分，当地B端市场在2020Q2期间下滑尤为明显，当季销售额仅为上期的69.3%，但同期C端市场仅下降0.5%，且在其后的2年中均呈现正增长。即使在2021/2022年政府宣布解除“全封控”（Full-State）、“半封控”（Quasi-State）状态后，通过基数效应推测21M7/22M7的B端市场规模也仅修复至2019年同期的85%/93%，这与多家日本企业在2021年投资者交流中提到的当地商铺餐饮依旧未走出疫情阴霾相呼应。

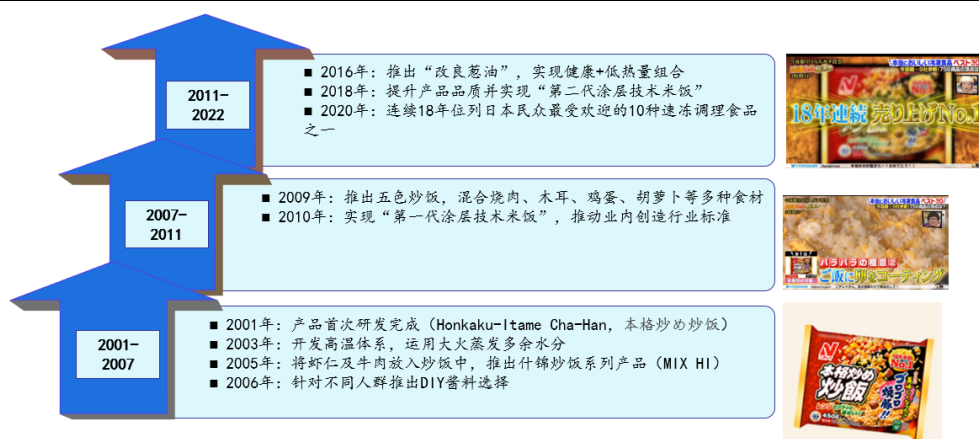
图121 日本速冻调理食品各个销售口径市场规模基准值变化（ICIX，以月计）



资料来源：日本冷冻食品协会，NSAJ，HTI，注：设过去一年当月数值为100进行计算

大单品策略依旧奏效，迈入健康大时代。倘若使用速冻调理食品行业的龙头企业——日冷作为典例，公司米饭类制品（5.9%）、汉堡肉制品（5.7%）及蔬菜类制品（13.3%）销量增长在过往五年更为出色。其中，公司于2001年在业内首次推出的炒饭品类年销售额已突破120亿日元（6亿元人民币），对应市占率超30%，过去10年均为行业内销量最高的单品之一。值得一提的是，公司在过往的20年中曾对炒饭单品做过三次大型优化，期间不断提升产品品质，带动整个细分行业的渗透率从2000年的5.2%提升至2021年的16.3%。此外，包括日本水产、味之素在内的多家公司均将生产“健康”食物作为未来5年的核心发展目标，前者推出了包含蒸鱼、预制剥皮虾、三文鱼排等单品，后者则将“为居民制作健康食品”划为中期目标的重要组成部分，更看重“可持续发展”而非“销售数量增长”。

图122 日冷炒饭产品经历的三次优化历程



资料来源：日冷官网，2021 年年报交流纪要，HTI

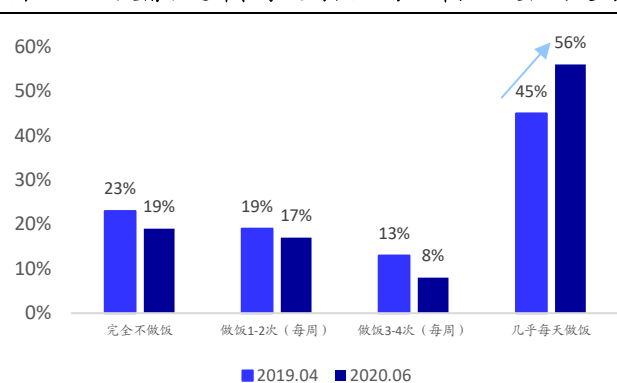
图123 味之素的核心 SKU 品类销量占比超 60%



资料来源：味之素官网，味之素中期管理规划，HTI

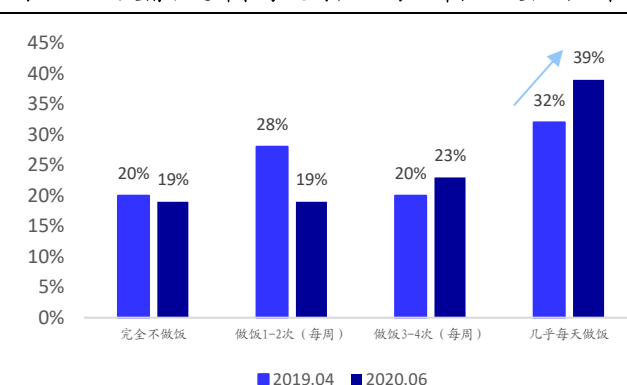
家庭就餐意愿及频率双升，亚太群众心态改变更大。据味之素官方披露的调研数据显示，公司分别在疫情发生前/后的两个时段对多个不同国家群众就烹任意愿、烹饪频率进行了相关提问，得出的结果证实疫后进行“每天烹饪”或“每周烹饪 3-4 次”的人群明显增多，提升最为明显的为越南胡志明市及日本东京市（每天做饭的人群分别由 45%上升到 56%及由 32%升至 39%），而相对提升比例较小的则为北美发达国家。

图124 疫情后选择在家进行烹饪的人群占比变化（越南）



资料来源：味之素草根调研，HTI

图125 疫情后选择在家进行烹饪的人群占比变化（日本）



资料来源：味之素草根调研，HTI

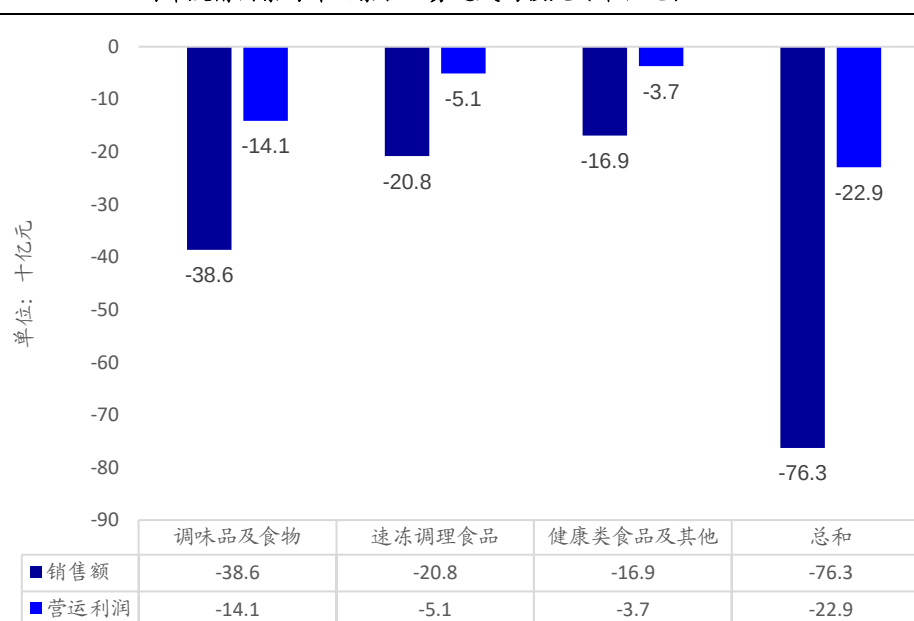
C 端回补盈利损失，调味品受到影响更大。据日冷 2020 年年报所示，公司认为 COVID-19 将促使其 2021 年的 B 端销售利润有所下降，具体估算数额约为 25 亿日元。但考虑到企业还有接近过半的 C 端业务，此部分盈利减少将能够较好被疫情后走高的家庭购物需求补足；另一家龙头企业味之素则认为 COVID-19 将令公司承担超 760 亿日元的营收损失（约占公司总收入 7%），对应 230 亿日元利润，但数据降低主要为调味品销售不佳所致，此部分业务与 B 端市场的增长停滞有较大关联。

表3 部分业内核心玩家对 COVID-19 所造成的利润影响预测

公司	预计影响	应对措施
日冷	导致 B 端速冻食品业务损失 25 亿日元（利润口径），但同期公司 C 端速冻食品业务增长将能够实现强劲回补，C 端业务利润率更高，疫情将推进公司产品结构上移	提升高毛利产品占比 建立以“健康”为导向的研发体系 严格控制营销费用开支
味之素	疫情预计将导致调味品业务损失 141 亿日元（利润口径），速冻调理食品业务损失 51 亿日元	提升 C 端业务销量占比 减少 SKU 开发数量以提升效率 关闭部分海外工厂以节约成本

资料来源：公司公告，HTI

图126 2021 财年疫情因素对味之素各业务造成的损失（十亿元）



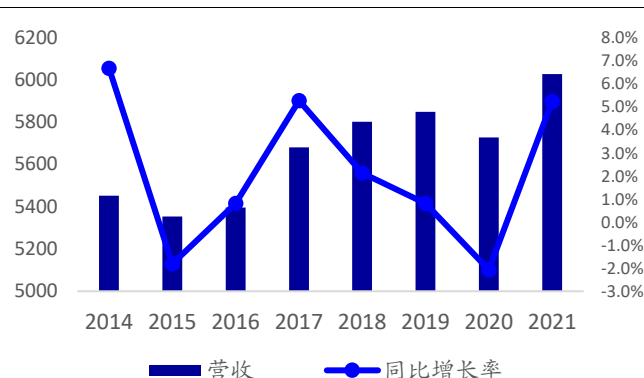
资料来源：公司官网，2021 年投资者交流纪要，HTI

6.2 公司分析: C 端业务占比更高的企业在疫情中受益明显

6.2.1 日冷: 政府管控导致供给受限, 物流业务托底收入表现

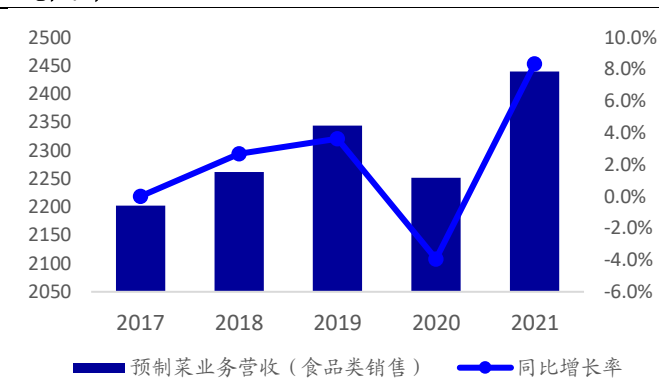
老牌速冻食品龙头, 全产业链效应确保业绩长期稳定。作为历史悠久的冷冻食品龙头企业, 公司通过产业链整合形成了集“生鲜、食品、物流”为一体的供应体系。日冷生鲜坐拥布局全球 40 多个国家的完整采购体系, 并以定期的产品抽检为公司提供稳定、高质量的原料供应; 日冷食品旗下有 20 多个加工工厂, 其中有 15 个位于本土, 在过去 5 年间公司持续扩张海外加工产能, 2021 年相比于 2015 年国内/海外产能提升 12%/41%; 日冷物流依托旗下超 35 个国内中转物流中心及超 9000 辆自有冷冻运输车实现全域配送。此外, 公司在仓储方面拥有日本最大, 全球第六的冷库存储容量, 2021 年容量规模超 150 万吨, 占全国冷库总容量超 9%。从业绩上看, 由于日本国内速冻调理食品行业已处于成熟期, 公司于 2017-2021 年中营收/利润数据也基本保持稳定, 维持在 5500 亿/200 亿日元左右, 2021 年数值为 6027.0/233.8 亿日元, 同比 +5.2/10.2%, 预制菜业务贡献公司整体营收超过四成。

图127 公司营收及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, Wind, HTI

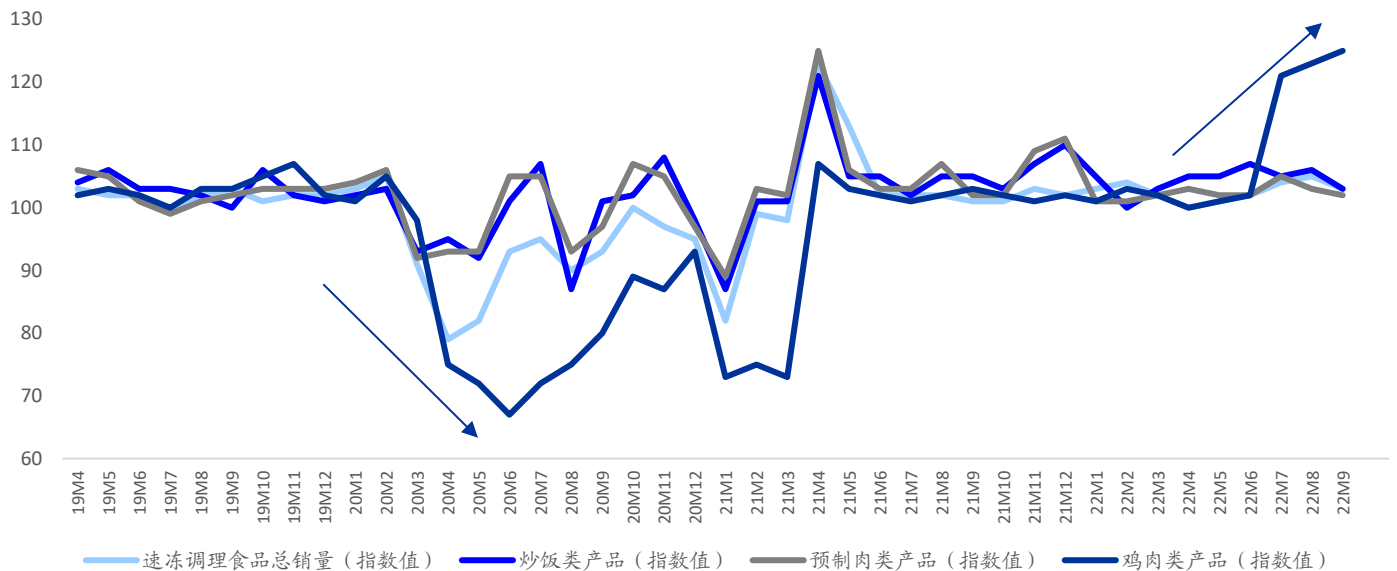
图128 公司预制菜相关业务营收及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 公司公告, HTI

疫情间物流需求提升, 鸡肉类产品供应受影响较大。受益于居家时间增多催化物流需求, 日冷 2020 年的低温运输及生鲜类业务稳步增长 (+6.2%), 补足了食品加工板块销售额的损失, 集团当年整体销售额仅下降 2.1%。从品类角度看, 公司最受欢迎的单品仍为“新式炒饭”、“炸鸡块”、“汉堡肉”等旗舰品种, 而近期推出的“炸猪肉片”也颇受年轻人欢迎, 调研渠道显示年轻人购买比例超 7 成。但值得注意的是, 公司有过半的鸡肉类原材料供应来自泰国工厂, 2020 年二季度后工厂因疫情因素受到政府管控, 无法以合理成本招工, 导致产能降至一半以下, 直到 2022Q3 才恢复至原有的 80%。考虑到停工对供给端构成的影响更多为短期制约而非长期困扰, 我们预计防控放开后鸡肉类产品将仍然畅销。

图129 公司旗下各类产品种类销量变化（指数值，2019M4-2022M9）

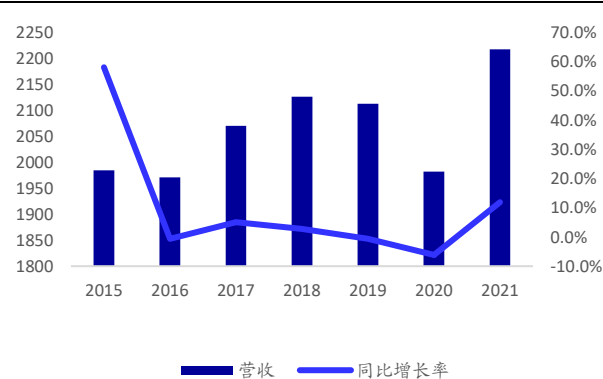


资料来源：公司各季度报告，公司官网，HTI 拆分；注：采用基准值进行计算，20Q1 参考值为 19Q1 数值（例：120 代表 20Q1 数值为 19Q1 的 1.2X）

6.2.2 味之素：疫情制约盈利能力，未来将聚焦核心产品线

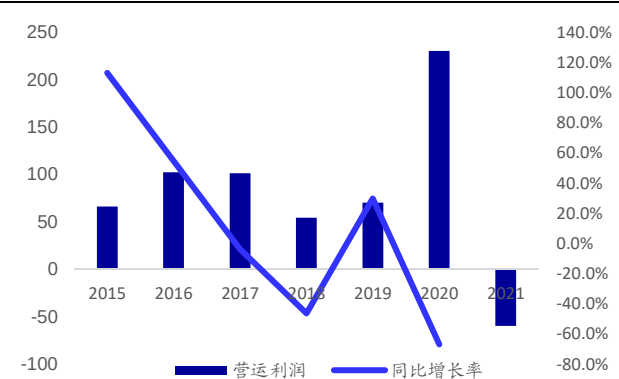
速冻食品营收创新高，全面提价以控制成本。作为以本土调味料起家的企业之一，味之素于 90 年代通过研发速食汤切入速冻调理食品市场，长期倡导产品高端化，2021 年市占率约为 12.3%。自疫情伊始阶段，公司便设立了紧急评估部门（EAC）以应对突发事件对市场带来的冲击。考虑到食品类业务中约半成营收来自 B 端，2020 年公司此部分收入自 2019 年的 2112 亿日元下滑至 1982 亿元（-6.1%），自 2012 年后首次呈现负增长，对应运营利润为 230 亿日元。疫情影响逐步消散后，2021 年食品业务营收数值已回暖至 2217 亿日元，但运营利润却由正转负，造成 60 亿日元亏损。2021 年的“增收不增利”现象主要与疫情变异株再起、经济过热导致的北美地区人工短缺及原材料成本提升有关（食用油、小麦等产品）。为了更好的将原材料价格进行传导，过去三年间公司曾分别对核心产品进行过 3/2/1 次提价，其中幅度最高的一次比例约为 7%。

图130 公司食品相关业务营收及同比增长率（亿元，%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI，注：公司 FY20 曾改变统计口径，19-20 年营收改变为数据性因素导致

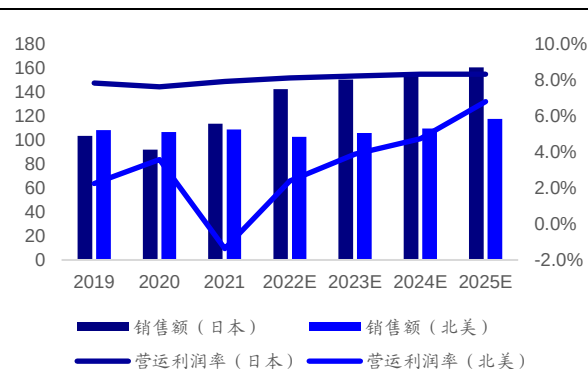
图131 公司食品相关业务运营利润及同比增长率（亿元，%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI，注：公司 FY20 曾改变统计口径，19-20 年利润改变为数据性因素导致

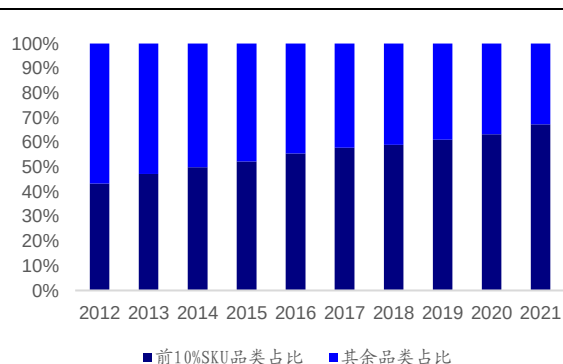
降低 SKU 数量实现降本增效，收缩北美市场提高毛利。倘若将公司所销售的速冻调理食品结构进行拆分，丸子、炒饭、烧卖、炸饺子等高预制化程度食品占据了营收的主要份额，公司所销售的主流产品销量（前 10%SKU）占比约为 67%，相比于 10 年前提升 25%+。基于对降本增效的考虑，公司预计将在未来 3 年内进一步降低 SKU 数量，期间降幅或将超过 3 成。截至 2022 年，公司拥有 18 个海外工厂，预计未来将关闭部分产品线以提升营运效率。此外，考虑到北美业务盈利能力持续弱于本土市场（疫情后差额进一步扩大），未来公司将把部分供给北美的海外产能转回本土（主要指东南亚部分）。

图132 食品相关业务销售额/营运利润指引（十亿元，%）



资料来源：公司中期规划，公司年报，HTI

图133 公司主流 SKU 品类占比近年逐步提升（%）



资料来源：公司年报，HTI

表4 味之素海外子公司一览

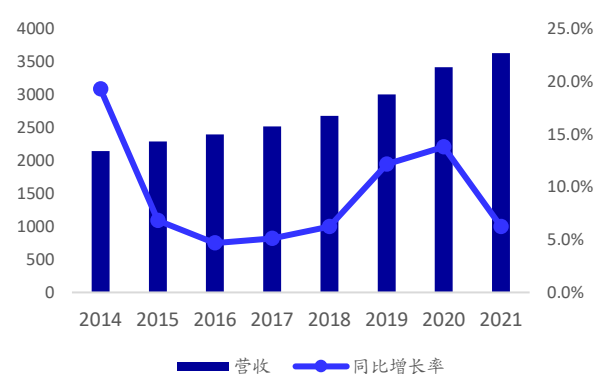
所在地	名称	主要产品线
美国	Ajinomoto Foods NA, INC.	煎饺、炒饭、春卷、日式炒面
美国	Ajinomoto Toyo Frozen Noodles INC.	乌冬面
欧洲	Ajinomoto Jawo Sp. Z o.o.	煎饺
欧洲	Ajinomoto Frozen Foods France S.A.S	马卡龙、点心、松饼
中国	Lianyungang Ajinomoto Ruyi Foods. Co. Ltd	预制蔬菜（胡萝卜、卷心菜等）
中国	Lianyungang Ajinomoto Frozen Foods Co. Ltd	预制蔬菜、点心、乌冬面
中国	Xiamen Ajinomoto Life Ideal Foods Co. Ltd	预制蔬菜、蔬菜原材料
泰国	Ajinomoto Frozen Foods (Thailand) Co. Ltd	鸡肉类产品、煎饺
泰国	Ajinomoto Betagro Frozen Foods (Thailand) Co. Ltd	鸡肉类产品
泰国	Ajinomoto Betagro Specialty Foods Co. Ltd	猪肉类产品

资料来源：公司公告，HTI，注：一个子公司旗下可能包含多余 1 家工厂

6.2.3 神户物产：疫情驱动商超业务扩张，加大布局下沉市场

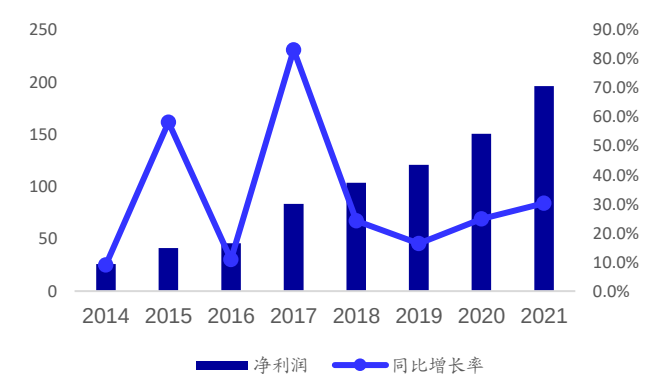
主营商超业务，明显受益于“必选消费”属性。作为大型商超代表企业之一，公司旨在打造以“零售商超为主，熟食经营为辅”的完善经营体系，商铺遍及日本全域，目标消费群体主要为大众客群。疫情来袭后，更多民众被迫转向在家就餐，对采购原材料的需求在此期间有所提升，带动商超销量持续上涨。从数据上看，公司 2021 年共实现营收 3620 亿日元，同比增长 6.21%，超越过往 10 年最高水平；对应净利润 195.9 亿日元，同比增长 30.2%，达到过去 5 年最高值。截至 2022Q3 末，公司在日本本地拥有 979 个商铺，其中一半以自营模式的“直接管理形式（DMS）”经营，另一半以加盟店模式的“间接管理模式（IDMS）”运营。2021 年中，公司开店数量达到 71 家，实现过去 15 年来的最高值，这也间接显示了管理层对疫后商超业务下沉将带来营收增量的乐观预期。总体来说，商超业务占比公司总营收比例超 92%，疫情期间持续提升的零售超市类需求为推动企业近年增长的核心动能。

图134 公司营收及同比增长率（亿元，%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI

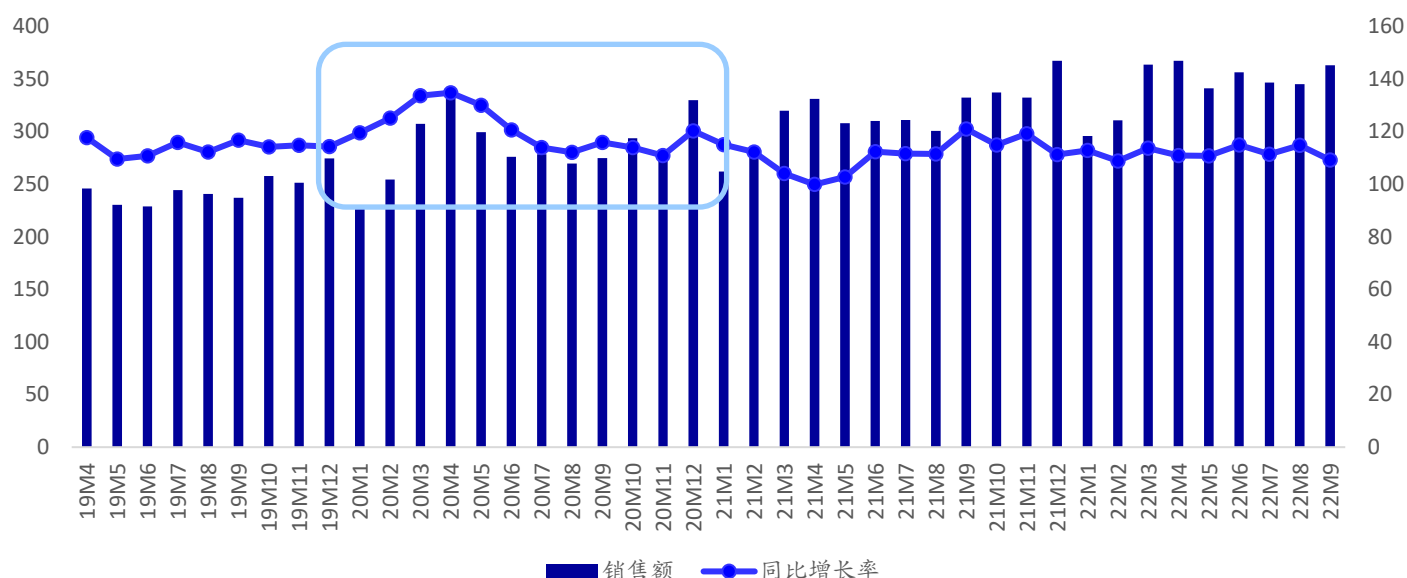
图135 公司净利润及同比增长率（亿元，%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI

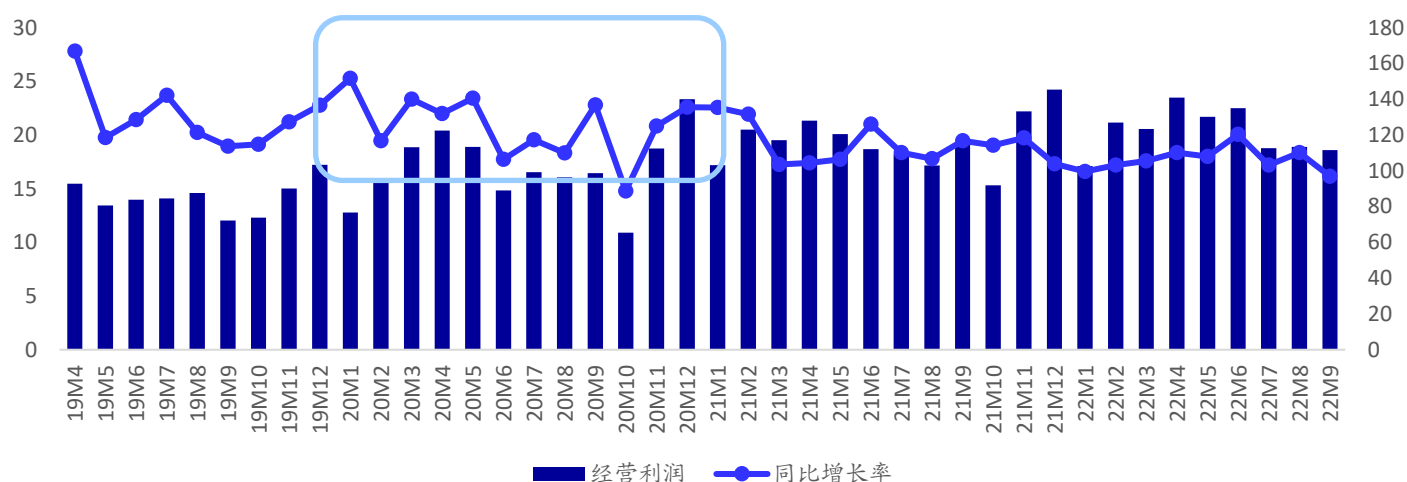
疫情间增幅更为明显，持续加大营销投入。若拆分公司过往 3 年单月经营状况，疫情初期公司创收能力增幅尤为明显，20M3/20M4 营收分别较过去一年增长 33.7%/34.8%，营运利润增长 35.2%/30.4%，达到近 3 年单月增长最高水平，在此之后便有所回落。疫情萌生初期大部分居民对其潜在影响一无所知，恐慌性及从众心理导致的大量囤货行为造就了商城库存大幅出清。此外，公司正逐步通过互联网、电视、社交媒体等多种渠道进行推广，疫情期间营销支出不降反增（2021 年增长 37.2%），效果在零售超市内自有产品占比的提升上已经有所体现。

图136 公司单月销售规模拆分 (20Q2 达到增幅高点, 亿元, %)



资料来源：公司官网，HTI 拆分，注：此处同比增长率指相比于上年同期的基准值（20Q1-120 指 20Q1 数值为 19Q1 的 1.2X）

图137 公司单月营运利润规模拆分 (20Q2-Q3 增幅 30%+)



资料来源：公司官网，HTI 拆分，注：此处同比增长率指相比于上年同期的基准值（20Q1-120 指 20Q1 数值为 19Q1 的 1.2X）

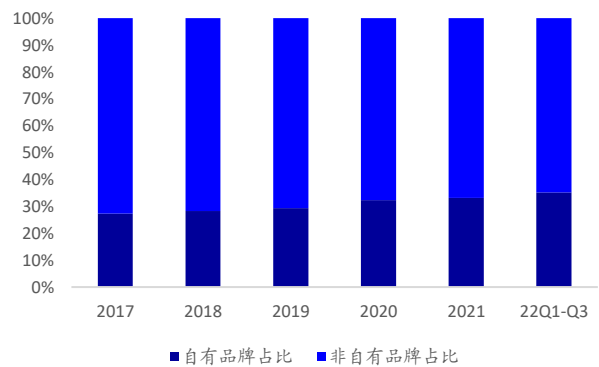
关闭多个熟食业务主体，发力自有品牌业务。公司约有 8%的营收来自熟食类餐饮业务，主要通过旗下三个主体运营，分别为自助餐品牌 KCWB，BBQ 烤肉餐厅品牌 PK 及 C 端手作熟食店 CHI。考虑到疫情或将改变消费者就餐习惯，更多不具有烹饪技能的人群将倾向线上点餐而非线下赴约，公司在 2020-2022 年期间已陆续关闭熟食店超 20 家，其中 KCWB/PK 分别闭店 5/8 家，如今仅有 9/15 家仍在运营。但另一方面看，公司的手作熟食店 CHI 则在 2021 年开店 24 家，以此来进一步满足消费者不断高涨的外带需求。此外，由于公司旗下商超销售的自有产品占比持续提升（2020/2021/22Q1-Q3 分别为 32%/33%/35%，营收额口径），预计未来运营体系将逐步由抽成为主的代销模式转为自营为主的直销模式，届时利润率有望进一步增厚。

图138 公司熟食业务运营主体一览



资料来源：公司年报，HTI

图139 公司自有品牌业务营收占比

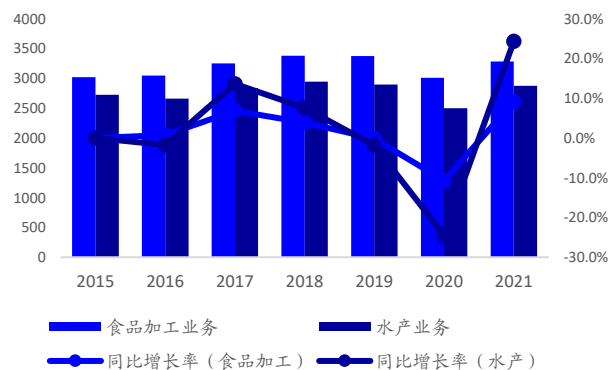


资料来源：公司年报，HTI；注：口径仅为商超业务

6.2.4 日本水产：预制菜业务韧性强，水产销售受场景缺失影响表现低迷

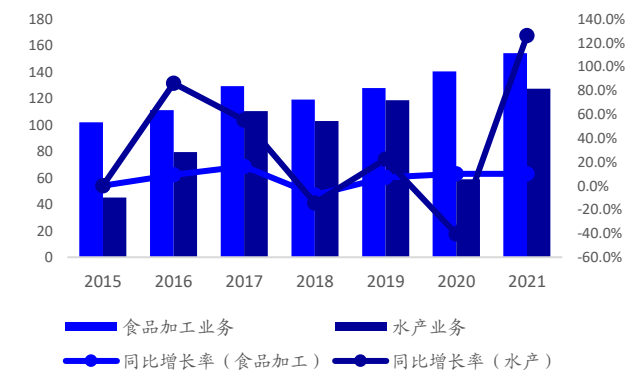
水产业务呈现颓势，食品加工实现稳增。不同于其他 SKU 多元化的综合性企业，公司的主要产品基本为以鱼糜、鲑鱼、对虾等为代表的水产类食物。由于水产业务主要供应 B 端及景点销售场景，1H20 后餐饮业闭店及旅游禁令导致此部分营收大幅降低，具体数据由 2019 年的 2895 亿降至 2020 年的 2498 亿，同比-13.8%。从另一方面看，主攻 C 端市场的食品加工类业务则明显受益于居民购物需求提振而保持平稳，但对应利润上升更多是受益于高毛利产品（如鱼蛋肠）放量所致。此外，2020 年冬天相比于往常更冷，极端天气促使许多家住偏远地区的人群选择在家就餐，这也成为推动当年销量增长的又一非经常性诱因。公司食品加工业务在 2019-2021 年中分别实现营收 3372/3012/3286 亿日元(-10.7%/+9.1%/+13.1%)，对应净利润 128/140/154 亿日元(+7.1%/+9.8%/+9.9%)，呈现阶梯式提升态势。

图140 公司两大核心业务营收及同比增长率（亿，%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI

图141 公司两大核心业务利润及同比增长率（亿，%）



资料来源：公司年报，Wind，HTI

拓展运营市场数量，打造健康新标杆。在未来五年的中期规划中，公司谈及“持续的资本开支”将为未来的重点目标之一，3 年内公司将合计投入 876 亿日元于产品研发及自建供应链体系中。具体来看，公司将通过建立更多转运中心、鱼类加工厂等方式来获取新兴市场增长带来的红利。此外，公司还将在以美国、加拿大、日本为首的发达国家推出更多健康导向的食物，近期新开发的 QFISH 产品线便为其中代表（包含鱼堡、速食三文鱼排、低抗生素鲑鱼等）。

6.3 国外复盘：疫情更多影响行业结构，高附加值产品放量为未来看点

纵观疫后日本市场变化，大致可分为三大趋势。2020年突如其来的疫情对日本、美国等发达国家经济体产生了一定阶段性影响，但受益于以美国为代表的政府机构迅速采取财政激励措施，21年后多个发达国家的个人消费及企业支出已逐步回暖。从速冻食品调理行业角度看，通过分析日本市场的疫后复苏趋势，可得出以下三条结论：

1) 结构由B转C，疫情修复后总量增长将回归平稳。速冻调理食品的C端消费在疫情期间受益于消费场景拓展而明显提升，除20Q2有一定下滑外，19M4-22M9均呈现正增长；B端体量受制于无法出门就餐呈现断崖式下滑，20Q2餐饮消费量下降超3成，截至22Q4时仍未修复到疫情前水平（达到后者的93%-95%）。考虑到大部分企业均同时拥有B/C端业务，疫情间大部分B端业务的下滑已被C端销售回补，但主打to C业务的神户物产、日本水产在疫情期间受到的影响明显更小。相比于主要供应连锁餐饮企业的B端业务，C端市场具有“标准化、强品牌壁垒、高单位利润”的特点，未来行业或将受益于结构转向而获得一定增量空间。但考虑到21世纪后日本的速冻调理食品行业增速一直处于2%左右，当今国情下的“低生育率、深度老龄化、高城镇化率”特征将大概率延续，我们预计踏过修复期后行业增速将回归过往均值水平。

2) 高附加值产品或成主流，吹响“健康”号角。包括味之素、日冷等重点企业均表示，老年人购置半成品的数量在COVID-19后明显增多，消费人群结构的改变或将导致部分预制产品的销量较过往的主流产品提升更为明显，各家企业均已推出更多以健康理念出发的食品体系，包括味之素的“GFS”系列及日本水产的“Q-FISH”系列为其中代表。同时，疫情后C端用户将更愿意购买工业化程度高的速冻调理食品，“即食”、“即热”类预制食物的受众度提升将驱动更多企业获得研发动力，我们预计各类产品ASP有望提升。

3) 供应链制约受限明显，企业战略有所分化。由于多家企业均在2020/2021年披露了自身运输能力、食品加工业务产能在一定程度上受到了疫情封控的影响（以日冷的鸡肉类业务及味之素的食用油原料为首），且近期俄乌冲突、逆全球化、日元贬值等宏观因素还将持续为未来采购成本带来不确定性，短期看速冻调理食品类企业的发展之路仍面临诸多挑战。在此背景下，日冷、味之素在内的公司均表示正考虑逐步降低海外供应占比；日本水产却强调公司将持续开发新兴市场以获取新的增量。基于以上分析，我们预计各家企业不同的战略选择将导致其增长潜力有所分化。

6.4 国内展望：短期仍看B端增长，长期将参考日本实现结构上移

疫情提振日本市场C端占比，国内短期仍看B端增长。虽然疫情影响将促使日本C端市场规模的占比进一步提升，但考虑到C端预制菜在我国仍然面临“性价比、口味、食品安全”等痛点，短期行业内体量是否能持续高增更取决于以“连锁化渗透率提升、餐饮业降本增效诉求、外卖及团餐市场扩量”为首的B端驱动力。截至2021年底，我国速冻调理食品市场B/C端占比为81%/19%，即使C端规模受益于“疫情带来的消费者教育、家庭小型化、便捷性需求”而有所提升，我们预计2025年B/C端占比为76%/24%，对应市场规模将达3800/1200亿元。

表5 国内预制菜 B/C 端市场占比及规模测算（2021-2030E，亿元/%，此处为人民币）

年份	餐饮业规模	原材料市场规模	B 端市场规模	C 端市场规模	B 端市场占比	C 端市场占比
2021	47203.0	20032.9	3004.9	704.8	81%	19%
2022E	50035.2	21234.9	3185.2	846.7	79%	21%
2023E	53037.3	22509.0	3376.3	952.3	78%	22%
2024E	56219.5	23859.5	3578.9	1069.0	77%	23%
2025E	59592.7	25291.1	3793.6	1198.0	76%	24%
2026E	63168.3	26808.6	4021.2	1340.4	75%	25%
2027E	66958.4	28417.1	4262.5	1576.5	73%	27%
2028E	70975.9	30122.1	4518.3	1845.5	71%	29%
2029E	75234.4	31929.4	4789.4	2052.6	70%	30%
2030E	79748.5	33845.2	5076.7	2175.7	70%	30%

资料来源：CNFIA（中国食品工业协会），HTI 测算

产品结构上移趋势不改，高食品还原度或成破局良药。日本市场的预制菜体系正逐步由原有的“即烹、即配”转向如今的“即热、即食”，未来更多 C 端消费者将倾向于购买预制化工业度高的食物，而由于预制程度与加工难度呈现正相关，这也将对预制产品制作商提出更高要求。纵观我国市场，能够实现“即食”的预制菜短期仍以“蒸菜、点心、米饭”为主，这与产品所需的原料管理难度与加工要求较低有关。未来伴随水产、蔬菜、复杂菜肴（如佛跳墙、松子鱼、宫保鸡丁）等产品走上消费者的餐桌，企业能否持续保持较好口味还原度仍存变数。倘若研发体系无法不断优化或更新速度不及预期，行业的增量“蛋糕”空间将受到制约。

对标海外，未来我国或有多家超百亿营收的预制菜企业出现。截至 2021 年底，包括味之素（705 亿）、日冷食品（375 亿）、神户物产（221 亿）等在内的企业收入均超过 300 亿元，而我国暂时还没有诞生超过百亿营收的预制菜企业（国内收入最高的安井食品 2021 数据为 92.7 亿元）。基于以上分析，随着市场持续扩容，我国理应出现更多百亿营收的标的，业内企业发展空间值得期待。

风险提示

疫病恶性变化、宏观经济减速、消费信心不足

APPENDIX 1

Summary

Overall consumption: After the gap is filled, consumption returns to the pre epidemic trend. But the repeated epidemic has led to a fall in confidence again. After the liberalization of overseas epidemic prevention last year, retail sales in most countries and regions have recovered. Since this year, they have basically stabilized and returned to the pre epidemic trend. Consumer confidence in Japan, South Korea and Taiwan fell again after a short recovery. After the liberalization, durable consumer goods rebounded rapidly and completed the "pit filling" in two quarters, but the recovery of service industry consumption was relatively slow and lagged behind.

Alcohol: Beer has good consumption flexibility in the low maturity market, and the upgrading of liquor structure is still a long-term trend. In the low maturity market where the long-term income growth rate of the beer industry is higher than 5%, the income growth rate only slowed down slightly during the epidemic, and recovered rapidly after the liberalization, even more than before the epidemic. Large beer companies tended to have a strong pressure bearing capacity during the epidemic period, with a small decline in profitability, and can also recover in a short time after the epidemic. China's beer industry is expected to achieve a growth rate of more than 5% in revenue and 15% in net profit next year. Besides, low profit rate companies may be faster. The consumption of foreign spirits benefited from the epidemic situation. After the epidemic situation, the product upgrading was intensified, and the price was directly raised. At the same time, the market cost was high. Now domestic Baijiu entered the short term stage of price and inventory adjustment, which will continue next year, but in the long term, the trend of structural upgrading will not change.

Dairy products: The results of overseas re-examination were optimistic, and the steady growth returned after the epidemic. The consumption of foreign dairy products in this epidemic has experienced three stages: accelerated (about 4 quarters), flat (3-4 quarters) and steady growth. We believe that the domestic situation is similar to this. At present, it has gone through the stages of acceleration (7 quarters) and flat (3 quarters), and is expected to return to the 4-5% volume growth center before the epidemic. By category, white milk and cheese in foreign markets are beneficial. The benefit of yogurt is not obvious. Infant powder is damaged. At present, the domestic performance is similar to this.

Soft drinks: The total volume is difficult to increase significantly, and we should pay attention to the changes of products and channels. Consumers are more sensitive to the price of daily consumer goods, and products with saturated market competition may exchange price for quantity. The demand for sugar free drinks, pure fruit and vegetable juice, health drinks with health awareness has improved. During the epidemic in domestic low-end cities, online channels penetrated rapidly, and it is estimated that they will still be a rapid growth point after the epidemic. At the company level, the value of competitive factors such as capacity layout, channel distribution and logistics capacity has increased.

Catering industry: Companies with high cost performance and perfect takeout business are more competitive. After the liberalization of the United States, the catering revenue and the same store revenue recovered to the pre epidemic growth rate in the 6-7 quarters. The company features of rapid recovery and high profit margins: high cost performance, less densely populated regions, complete takeout business, and a high proportion of franchise revenue. The domestic prevention and control will take longer, and the consumption power will decline more. It is expected that the resilience of the catering industry will be weak, and it will take longer. Higher product cost performance and digital capability will be required. In order to gain more market share, the sales expenses may be increased.

Prefabricated dishes: In the short term, we still look at the growth of B-end, and in the long term, the structure will move up. Although the epidemic situation has promoted the proportion of the Japanese C-end market, whether the domestic short-term growth can continue to be high depends on the B-end driven by "the demand for cost reduction and efficiency increase in the catering industry, the increase of chain penetration rate, and the expansion of takeout and group meal markets". By the end of 2021, the B/C end of China's quick frozen conditioned food market accounted for 81%/19%. It is estimated that it will be 76%/24% in 2025, and the corresponding market size will reach 3800/120 billion yuan. The upward trend of the product structure will not change, and the high degree of food reduction may become a good medicine for breaking the situation.

Risks: Malignant changes of epidemic diseases, macroeconomic slowdown, and insufficient consumer confidence

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。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.

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。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.

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。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.

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1044.HK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 1044.HK 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 1044.HK 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.

1044.HK 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

1044.HK is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

香港华润(集团)有限公司上海代表处目前或过去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。

香港华润(集团)有限公司上海代表处 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通担任0291.HK有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 0291.HK.

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.

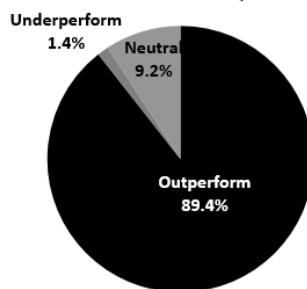
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

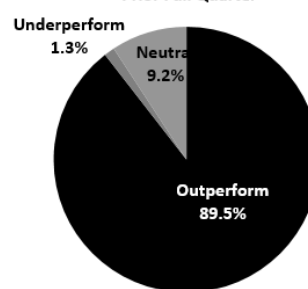
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

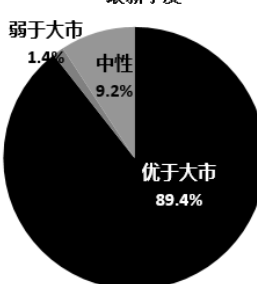
Most Recent Full Quarter



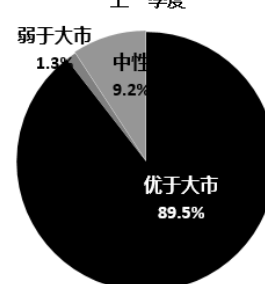
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



截至 2022 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.2%	1.4%
投资银行客户*	5.5%	6.8%	4.5%

*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 Sep 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.4%
IB clients*	5.5%	6.8%	4.5%

*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 方均不担保或保证此任何数据的原创性、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 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

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

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

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

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

第三条

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（“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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the

analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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”).

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>