

# 中国必需消费 China Staples

## 消费行业 2023 年度投资策略：消费恢复仍有波折，投资先必选后可选

There are still twists and turns in consumption recovery, and investment must be staples first and then discretionary

### 观点聚焦 Investment Focus

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

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**需求：疫后消费恢复仍有波折。**我们对国外研究发现：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甚至再次回落；疫后非耐用品消费持续温和复苏，耐用品消费快速反弹并于两个季度内完成“填坑”，但服务业消费恢复则相对缓慢且滞后。结合国内情况，23 年我们相对看好啤酒、乳制品、预制菜等全年增长，白酒、餐饮、纺服等下半年好转。

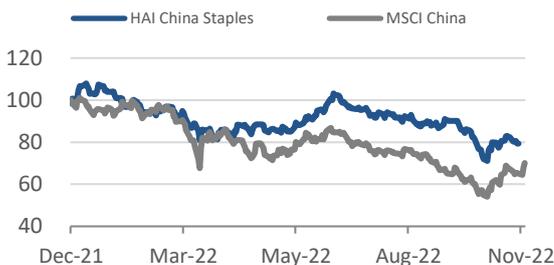
**成本：CPI 和 PPI 背离提高盈利。**随着需求恢复、农产品涨价和服务业出清，明年国内 CPI 大概率温和上行。而国外经济衰退和国内房产低迷，可能导致商品价格下跌并拖累 PPI。HTI 消费品成本指数显示：目前软饮料、啤酒、乳制品、方便面、调味品现货指数同比分别下降 14%、9%、9%、7%和 6%，调味品、软饮料、啤酒、方便面期货指数同比分别下降 11%、9%、7%和 2%。

**资金：内外资均有望否极泰来。**历史数据显示股市资金面与行情正相关。随着我国基本面和政策面向上趋势进一步确认，市场情绪将得到提振。居民储蓄率可能从 22 年的约 35%高位连续多年下降，基金、股票类投资占比有望低位回升。陆股通资金截至 11 月上旬今年净流入几乎为零，一改多年持续大幅净流入的状况。而对国外衰退担忧加剧，国内疫情防控和汇率贬值担忧缓解，11 月中下旬多日净流入高达百亿左右，23 年有望重回大幅净流入。

**估值：A 股和 H 股比美股更低。**A 股食品饮料行业 PE (TTM) 处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 75%分位（31.4x）；子行业分位较低的是肉制品（0%，17.3x）、保健品（11%，23.0x）和乳品（23%，24.8x）。H 股必需性消费行业处于 77%分位（21.6x）；子行业分位较低的是包装食品（0%，12.2x）、超市及便利店（0%，11.2x）和乳制品（4%，13.3x）。美股日常消费品行业处于 100%分位（25.7x）；子行业分位较低的是食品零售（31%，13.5x）、烟草（46%，16.4x）和啤酒（65%，23.9x）。

**建议：持续看好消费行业，建议先必选后可选。**近日全国所有省级地区都受到疫情干扰，新增患者数量再创年内新高。展望明年，预计疫情管控放宽概率较大，但对照国外消费复苏可能先抑后扬甚至先抑后平。因此，我们建议前期优先选择需求平稳的必选消费，特别是估值偏低的优秀公司，在疫后变化明朗后再布局可选消费。食品饮料主要子行业推荐排序为：啤酒=乳制品=高端白酒=养殖业>区域性白酒=调味品>次高端白酒=方便食品。看多个股为华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份、迎驾贡酒、金龙鱼、牧原股份、优然牧业、现代牧业等；看空个股为古井贡酒、舍得酒业、酒鬼酒、百威亚太、海天味业等。其他消费行业推荐个股为中国中免、锦江酒店、海尔智家、欧派家居、李宁等。

**风险提示：**居民消费恢复缓慢，原材料价格反弹，人民币汇率急跌，各类疫病再度影响。



资料来源：Factset, HTI

### Related Reports

白酒行业跟踪报告：新一轮调整是否到来？何时买入？（Is a New Round of Baijiu Adjustments Coming? When to Buy?）(23 Sep 2022)

啤酒行业跟踪报告：疫情扰动致高端化受阻，成本下行年内帮助有限（The Epidemic Hindered the Premiumization, with Limited Help from Cost Decline）(19 Jul 2022)

消费行业 7 月投资策略：4-6 月连续上涨，短期从乐观转中性（Price Rose Continuously from April to June, Turned from Optimistic to Neutral in the Short Term）(4 Jul 2022)

闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

胡世炜 Shiwei Hu  
sw.hu@htisec.com

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

## 1 2022年11月消费行业基本面分析

## 1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测 (亿元)

统计区间	HTI消费行业收入预测 (亿元)						
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料
9月营收	410	207	501	151	324	53	650
10月营收	263	287	428	105	348	57	467
11月营收	234	353	410	92	375	58	399
1-11月营收	2956	3059	4668	1599	3827	731	6331
9月同比%	19.1%	-22.0%	11.1%	8.7%	4.2%	5.9%	9.7%
10月同比%	17.4%	-19.4%	10.0%	-8.7%	4.2%	5.7%	-0.8%
11月同比%	14.2%	-19.9%	9.5%	-4.6%	3.9%	2.3%	3.0%
1-11月同比%	18.6%	-8.1%	7.7%	4.2%	6.3%	8.5%	5.6%

资料来源: HTI

海通国际预测, 11月国内次高端及以上白酒行业收入为234亿元, 同比增长14.2%, 较10月环比下降11.2%。1-11月累计收入为2956亿元, 累计同比提升18.6%。截至11月底, 绝大部分品牌打款和发货都已经完成。11月后半月全国疫情管控加强, 消费场景缺失, 白酒核心产品批价继续回落, 但降幅不大, 白酒行业仍处于下行阶段。部分白酒公司弱化了对2023年开门红的考核, 增加了价格和渠道库存的柔性考核, 重视增长质量和经销商利益, 看重行业的中长期健康发展。

大众及以下白酒行业收入为353亿元, 较去年同期下降19.9%, 较10月环比增长22.8%。1-11月累计收入为3059亿元, 累计同比下降8.1%。11月份以来国内疫情多地暴发, 截至目前高风险地区2.8万个, 续创年初以来新高。疫情扰动下白酒动销再度受阻, 需求修复进程缓慢, 终端渠道谨慎度较高, 叠加去年高基数影响, 同比下滑较多。

啤酒行业收入为92亿元, 同比下滑4.6%, 较10月环比下降12.2%。1-11月累计收入为1599亿元, 累计同比提升4.2%。疫情多点开花, 现饮消费继续受到抑制, 以及对于明年一季度“开门红”业绩要求, 经销商备货意愿普遍不足, 叠加去年同期基数较高, 因此同比增速转负。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

调味品行业收入为375亿元, 同比提升3.9%, 较10月环比增长7.8%。1-11月累计收入为3827亿元, 累计同比提升6.3%。调味品受餐饮渠道拖累较大, 流通渠道和团购渠道表现较好。根据草根调研, 目前行业渠道库存较前期有一定回落。原材料价格整体略有下降, 其中大豆和白糖价格居于高位, 包材中玻瓶和PET下降幅度较大。

乳制品行业收入为 410 亿元，较去年同期增长 9.5%，较 10 月环比下滑 4.2%。1-11 月累计收入为 4668 亿元，累计同比增长 7.7%。11 月份上半月乳制品仍在复苏进程中，但下半月疫情扰动下乳制品动销有所受阻，春节备货方面渠道库存虽有空间，但目前经销商仍持观望态度。

图3 调味品行业收入预测（亿元）

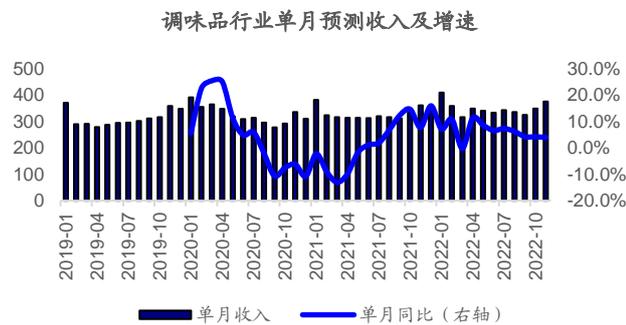


图4 乳制品行业收入预测（亿元）



速冻食品行业收入为 58 亿元，同比提升 2.3%，较 10 月环比增长 2.5%。1-11 月累计收入为 731 亿元，累计同比提升 8.5%。11 月疫情管控趋紧，速冻食品行业 2B 端受餐饮需求疲软拖累继续承压，2C 端和团购渠道表现相对较好。头部品牌继续拿份额，小厂商下跌幅度较大。原材料端如大豆油脂等短期价格难以下降，终端促销收窄，三全对部分产品提价。此外，各速冻食品龙头企业布局预制菜赛道，贡献增量。

软饮料行业收入为 399 亿元，同比提升 3.0%，较 10 月环比下滑 14.6%。1-11 月累计收入为 6331 亿元，累计同比提升 5.6%。根据国家统计局数据，8-10 月软饮料行业产量分别增长 5.3%、6.8%和-6.1%。随着消费进入淡季、疫情范围扩大、消费场景减少，软饮料需求再次承压。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）

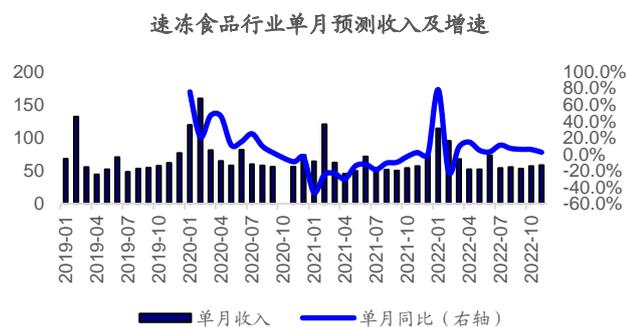


图6 软饮料行业收入预测（亿元）



## 1.2 消费行业成本跟踪

表2 HTI 消费品现货成本指数

日期	HTI消费品成本指数 (现货指数)						
	啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料	
基准日	2022/11/30	135.04	119.23	118.29	117.47	128.82	122.31
上周	2022/11/23	135.14	119.46	118.42	116.66	127.48	122.58
上月	2022/10/31	138.20	121.75	119.77	118.48	129.46	124.84
今年年初	2022/1/1	147.54	125.63	126.81	123.31	123.73	138.41
去年同期	2021/11/30	145.84	124.75	128.57	123.65	123.56	140.48
较上周		-0.07%	-0.19%	-0.12%	0.69%	1.05%	-0.22%
较上月		-2.29%	-2.07%	-1.24%	-0.85%	-0.50%	-2.03%
较今年年初		-8.47%	-5.09%	-6.72%	-4.73%	4.12%	-11.64%
较去年同期		-7.40%	-4.42%	-8.00%	-4.99%	4.26%	-12.94%

资料来源: Wind, HTI

截至 11 月 30 日, 啤酒成本现货指数为 135.04, 啤酒成本期货指数为 133.9。月度来看, 较上月同期啤酒成本现货指数下降 2.29%, 啤酒成本期货指数提升 1.4%。中长期看, 今年年初以来啤酒成本现货指数下降 8.47%, 啤酒成本期货指数下降 5.52%, 较去年同期, 啤酒成本现货指数下降 7.4%, 啤酒成本期货指数下降 7.15%。

调味品成本现货指数为 119.23, 调味品成本期货指数为 124.64。月度来看, 较上月同期调味品成本现货指数下降 2.07%, 调味品成本期货指数提升 1.39%。中长期看, 今年年初以来调味品成本现货指数下降 5.09%, 调味品成本期货指数下降 8.74%, 较去年同期, 调味品成本现货指数下降 4.42%, 调味品成本期货指数下降 10.28%。

图7 啤酒行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图8 调味品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

乳制品成本现货指数为 118.29, 乳制品成本期货指数为 107.17。月度来看, 较上月同期乳制品成本现货指数下降 1.24%, 乳制品成本期货指数提升 0.29%。中长期看, 今年年初以来乳制品成本现货指数下降 6.72%, 乳制品成本期货指数提升 5.32%, 较去年同期, 乳制品成本现货指数下降 8%, 乳制品成本期货指数提升 6.13%。

方便面成本现货指数为 117.47, 方便面成本期货指数为 126.61。月度来看, 较上月同期方便面成本现货指数下降 0.85%, 方便面成本期货指数提升 3.68%。中长期看, 今年年初以来方便面成本现货指数下降 4.73%, 方便面成本期货指数下降 0.97%, 较去年同期, 方便面成本现货指数下降 4.99%, 方便面成本期货指数下降 0.96%。

图9 乳制品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图10 方便面行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

速冻食品成本现货指数为 128.82，速冻食品成本期货指数为 129.57。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.5%，速冻食品成本期货指数提升 0.07%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 4.12%，速冻食品成本期货指数提升 4.27%，较去年同期，速冻食品成本现货指数提升 4.26%，速冻食品成本期货指数提升 4.41%。

软饮料成本现货指数为 122.31，软饮料成本期货指数为 139.4。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 2.03%，软饮料成本期货指数提升 4.44%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 11.64%，软饮料成本期货指数下降 8.32%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 12.94%，软饮料成本期货指数下降 7.72%。

图11 速冻食品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图12 软饮料行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

## 1.3 消费行业重点新闻

表3 2022年11月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
11.1	食品饮料	全球消费者洞察数据平台 Trend Hunter 发布 2023 年十大食品行业趋势 <a href="https://www.foodtalks.cn/news/38992">https://www.foodtalks.cn/news/38992</a>
11.2	酒饮	四川酒饮茶制造业营收 3039 亿 <a href="https://www.sohu.com/a/601465302_121106884">https://www.sohu.com/a/601465302_121106884</a>
11.14	白酒	酱酒品牌影响力 TOP100 榜单出炉! 19.7 亿大数据揭示酒业新变化? <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/zkrhzouRrZQKsCDpWMDGvg">https://mp.weixin.qq.com/s/zkrhzouRrZQKsCDpWMDGvg</a>
11.15	酒饮	抖音公布双 11 酒水销售榜单 <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/0Ppx7Gbg744J36t2VWHE4w">https://mp.weixin.qq.com/s/0Ppx7Gbg744J36t2VWHE4w</a>
11.17	咖啡	社区咖啡店, 咖啡中国化进程的最后一站 <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39303">https://www.foodtalks.cn/news/39303</a>
11.21	预制菜	反对预制菜的人, 究竟在反对什么? <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39391">https://www.foodtalks.cn/news/39391</a>
11.22	酒饮	1-10 月啤酒、葡萄酒进出口数据出炉 <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/JS-RCiYrU873JQPnif2gWA">https://mp.weixin.qq.com/s/JS-RCiYrU873JQPnif2gWA</a>
11.26	消费	2022 年双 11 全面复盘报告! 回望双 11 洞察新趋势! <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39564">https://www.foodtalks.cn/news/39564</a>
11.28	代糖	奈雪押注的罗汉果糖, 会是下一个赤藓糖醇吗? <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39610">https://www.foodtalks.cn/news/39610</a>
11.30	啤酒	精酿啤酒必须重走零售路, “打酒站”是突围的重要路径 <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/Bwx15YSU8p-dqyC4M_FOEA">https://mp.weixin.qq.com/s/Bwx15YSU8p-dqyC4M_FOEA</a>

资料来源: wind, HTI

## 1.4 重点公司公告及新闻

表4 2022年11月消费行业公司公告

日期	公司	摘要
11.1	天味食品	关于以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告: 截至 2022 年 10 月 31 日, 四川天味食品集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 5,565,181 股, 占公司目前总股本比例为 0.73%, 成交最高价为 23.93 元/股, 成交最低价为 19.57 元/股, 支付总金额为人民币 120,733,294.44 元 (不含交易费用)。
11.2	圣农发展	关于回购公司股份进展的公告: 截止 2022 年 10 月 31 日, 公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份共计 2,751,600 股, 占公司目前总股本 1,243,753,169 股的 0.221%, 涉及成交总金额 59,989,653.00 元 (不含交易费用)。
11.7	牧原股份	2022 年 10 月份生猪销售简报: 2022 年 10 月份, 公司销售生猪 477.9 万头 (其中仔猪销售 18.5 万头), 销售收入 149.37 亿元。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪 61.2 万头。2022 年 10 月份, 商品猪价格呈现上升趋势, 商品猪销售均价 26.05 元/公斤, 比 2022 年 9 月份上升 12.97%。
11.8	新希望	2022 年 10 月生猪销售情况简报: 公司 2022 年 10 月销售生猪 145.55 万头, 环比变动 24.70%, 同比变动 22.22%; 收入为 36.08 亿元, 环比变动 19.35%, 同比变动 170.87%; 商品猪销售均价 25.83 元/公斤, 环比变动 12.50%, 同比变动 127.78%。生猪销售收入同比上升较大的主要原因是生猪销量上升, 以及生猪价格大幅上涨。
11.19	伊利股份	关于回购注销部分 2019 年限制性股票的公告: 本次拟回购注销部分限制性股票的原因、数量、价格及资金来源根据《上市公司股权激励管理办法》《内蒙古伊利实业集团股份有限公司 2019 年限制性股票激励计划草案 (修订稿)》等相关规定, 7 名激励对象因个人原因离职, 不再具备限制性股票激励对象资格, 拟回购注销其持有的已获授但未解除限售的限制性股票 426,600 股, 回购价格为 12.87 元/股。
11.21	新乳业	关于拟减少注册资本通知债权人的公告: 新希望乳业股份有限公司 (以下简称“公司”或“本公司”) 根据《新希望乳业股份有限公司 2020 年限制性股票激励计划 (草案)》及相关法律法规的规定, 拟对 2020 年限制性股票激励计划部分激励对象已获授但尚未解除限售的 21.9 万股限制性股票进行回购注销。本次回购注销完成后, 公司总股本将因此减少 21.9 万股, 注册资本也相应减少 21.9 万元。自 2022 年 4 月 1 日至 2022 年 9 月 30 日期间, 共有 21 张“新乳转债”转换为公司股份, 公司因可转债转股增加实收资本 113 元, 增加股份 113 股。综合考虑前述回购注销限制性股票、可转债转股事项的影响, 公司注册资本拟由 866,801,714 元变更为 866,582,827 元。
11.23	海大集团	关于公司部分董事、高级管理人员减持股份的预披露公告: 持有公司股份 70,000 股 (占本公司总股本比例 0.0042%) 的董事及高级管理人员程琦先生计划在自本公告之日起十五个交易日后的六个月以内以集中竞价的交易方式减持本公司股份不超过 17,500 股 (占本公司总股本比例 0.0011%)。持有公司股份 202,670 股 (占本公司总股本比例 0.0122%) 的高级管理人员刘国祥先生计划在自本公告之日起十五个交易日后的六个月以内以集中竞价的交易方式减持本公司股份不超过 50,668 股 (占本公司总股本比例 0.0031%)。持有公司股份 66,780 股 (占本公司总股本比例 0.0040%) 的高级管理人员江谢武先生计划在自本公告之日起十五个交易日后的六个月以内以集中竞价的交易方式减持本公司股份不超过 16,695 股 (占本公司总股本比例 0.0010%)。持有公司股份 242,800 股 (占本公司总股本比例 0.0146%) 的高级管理人员米国成先生计划在自本公告之日起十五个交易日后的六个月以内以集中竞价的交易方式减持本公司股份不超过 60,700 股 (占本公司总股本比例 0.0037%)。持有公司股份 188,670 股 (占本公司总股本比例 0.0114%) 的高级管理人员陈中柱先生计划在自本公告之日起十五个交易日后的六个月以内以集中竞价的交易方式减持本公司股份不超过 47,168 股 (占本公司总股本比例 0.0028%)。
11.25	中炬高新	关于诉讼事项进展情况的公告: 原告方中山火炬工业联合有限公司以建设用地使用权转让合同纠纷为由, 主张中炬高新技术实业 (集团) 股份有限公司应交付就案件所涉位于中山市火炬开发区内面积为 1,043.83 亩与 1,129.67 亩的土地使用权并将土地使用权的不动产权证办理至工业联合名下。工业联合于近日向法院提出调整诉讼请求如下: 如被告无法依约履行上述交付土地使用权以及协助将该土地使用权的不动产权证办理至原告名下的义务, 请求法院判令被告承担违约责任并按照市场价格向原告赔偿上述中山市火炬高技术产业开发区内面积为 1,043.83 亩与 1,129.67 亩的土地使用权的经济损失, 共计 1,196,923,615.85 元。
11.26	正邦科技	关于出售子公司资产的公告: 公司拟将全资子公司来宾正邦旗下位于广西省来宾市的来宾六道母猪养殖场资产 (含土地使用权及地上建筑物、构筑物、设备设施等) 转让给双胞胎集团的全资子公司来宾双胞胎。同时公司拟将全资子公司广西广联旗下位于广西省南宁市的隆安古潭母猪养殖场资产 (含土地使用权及地上建筑物、构筑物、设备设施等) 转让给双胞胎集团的全资子公司隆安双胞胎, 本次交易价格为 26,790 万元。
11.29	龙大美食	关于首次回购公司股份的公告: 2022 年 11 月 28 日, 公司首次通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 1,361,860 股, 占公司目前总股本的 0.13%, 最高成交价为 9.36 元/股, 最低成交价为 9.28 元/股, 成交总金额为 12,701,126 元 (不含交易费用)。

资料来源: wind, HTI

表5 2022年11月消费行业公司新闻

日期	公司	标题及链接
11.3	酒鬼酒	酒鬼酒：酒鬼、内参动销好于去年 <a href="http://stock.10jqka.com.cn/20221102/c642650918.shtml">http://stock.10jqka.com.cn/20221102/c642650918.shtml</a>
11.3	今世缘	今世缘：V9为全国化主推大单品 <a href="https://caifuhao.eastmoney.com/news/20221102141357706430880">https://caifuhao.eastmoney.com/news/20221102141357706430880</a>
11.4	喜茶	喜茶确认开放加盟：在非一线城市展开事业合伙业务 <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39052">https://www.foodtalks.cn/news/39052</a>
11.5	真工酱酒	6亿！真工酱酒完成首轮融资 <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39060">https://www.foodtalks.cn/news/39060</a>
11.9	舍得酒业	舍得打造川渝为核心基地市场 <a href="http://t.10jqka.com.cn/pid_249772368.shtml">http://t.10jqka.com.cn/pid_249772368.shtml</a>
11.16	天味食品	天味食品对部分产品提价 <a href="http://news.10jqka.com.cn/20221115/c642934631.shtml">http://news.10jqka.com.cn/20221115/c642934631.shtml</a>
11.21	华润啤酒	华润雪花啤酒决胜高端开启“最后一战” <a href="https://caifuhao.eastmoney.com/news/20221120132828383323050">https://caifuhao.eastmoney.com/news/20221120132828383323050</a>
11.25	卫龙	“辣条一哥”卫龙更新聆讯资料，公司2022年上半年亏损2.61亿元 <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39541">https://www.foodtalks.cn/news/39541</a>
11.26	华润啤酒	华润啤酒曝光金沙收购案细节：上半年营收20亿、净利6.7亿；估值223亿、17倍PE <a href="https://mp.weixin.qq.com/s/Bu4Jjm7au0Z1kyMitfYlag">https://mp.weixin.qq.com/s/Bu4Jjm7au0Z1kyMitfYlag</a>
11.29	君乐宝	君乐宝将在徐州投资建设奶业项目 <a href="https://www.foodtalks.cn/news/39629">https://www.foodtalks.cn/news/39629</a>

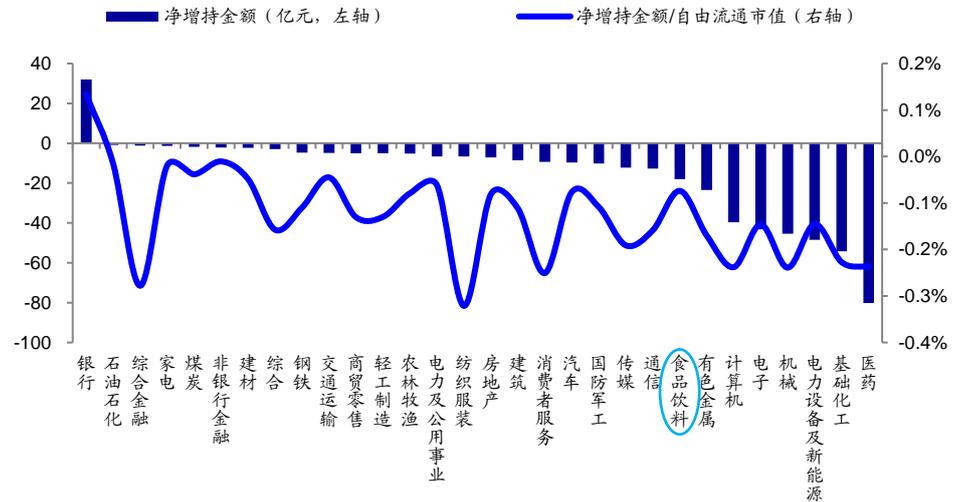
资料来源：wind，HTI

## 2 消费行业资金流向跟踪

### 2.1 A股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，22年11月银行和石油石化行业净增持额最大，分别为31.94和-0.8亿元，净增减持额/自由流通市值分别为0.13%和-0.02%；医药和基础化工行业净减持额最大，分别为80.17和54.31亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.24%和-0.24%。

图13 2022年11月行业净增持额&净增减持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2022年11月30日

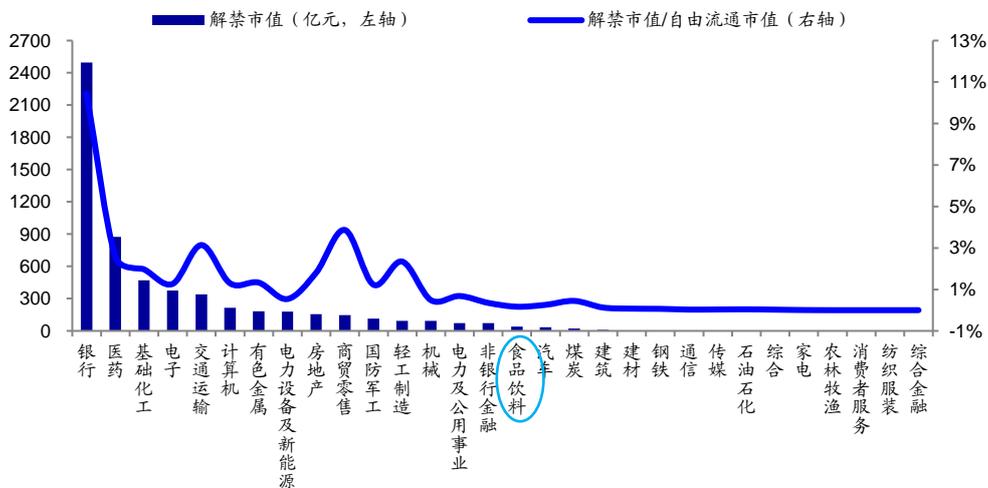
表6 2022年11月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
中炬高新	-3.42	-1.85
桃李面包	-3.32	-4.31
金种子酒	-1.99	-1.77
立高食品	-1.27	-2.17
安井食品	-1.22	-0.40
良品铺子	-1.11	-4.77
金达威	-1.00	-1.93
劲仔食品	-0.79	-3.83
三只松鼠	-0.73	-1.58
嘉必优	-0.54	-2.05
百洋股份	-0.46	-3.11
海南椰岛	-0.44	-1.49
安记食品	-0.43	-5.36
科拓生物	-0.33	-2.42
天润乳业	-0.31	-0.99
龙大美食	-0.26	-0.40
威龙股份	-0.21	-1.44
元祖股份	-0.13	-0.79
贝因美	-0.06	-0.12
甘源食品	-0.03	-0.13

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

22年12月银行、医药、基础化工行业解禁金额最大，解禁金额分别为2496.7、873.9、470.4亿元，解禁市值/自由流通市值分别为10.44%、2.59%、1.97%。

图14 2022年12月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2022年11月30日

表7 2022年12月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
嘉必优	24.83	45.64%
安琪酵母	15.98	4.22%
有友食品	0.02	0.06%

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

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

**表 8 一级行业大额买入与资金流向 (20221121-20221125)**

	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
银行	83.0%	68.9%	25.7%	3.3%
房地产	82.5%	24.6%	12.2%	8.6%
非银行金融	81.3%	99.6%	13.4%	25.0%
建材	79.6%	60.2%	7.8%	20.5%
煤炭	79.4%	78.3%	9.6%	46.3%
建筑	79.4%	4.9%	7.2%	11.1%
石油石化	79.1%	34.8%	4.8%	16.0%
纺织服装	78.4%	1.6%	-2.8%	6.6%
交通运输	77.9%	8.6%	-0.3%	16.0%
商贸零售	77.9%	24.6%	3.5%	65.6%
电力及公用事业	77.8%	0.4%	-5.6%	24.6%
综合金融	77.6%	6.6%	-3.0%	97.5%
农林牧渔	77.5%	30.3%	-0.5%	86.1%
综合	77.4%	9.8%	-2.0%	21.3%
消费者服务	77.0%	38.5%	1.5%	1.2%
有色金属	77.0%	78.3%	3.1%	74.6%
钢铁	76.5%	2.5%	-2.0%	0.8%
轻工制造	76.3%	1.6%	0.7%	1.2%
传媒	76.2%	0.4%	-5.4%	45.9%
家电	76.2%	4.1%	5.2%	20.1%
通信	75.9%	7.8%	-3.5%	5.3%
基础化工	75.0%	10.2%	-1.9%	1.6%
机械	74.2%	13.1%	-4.1%	32.4%
电力设备及新能源	74.1%	12.7%	-2.9%	26.2%
汽车	74.0%	11.1%	-4.0%	16.4%
计算机	73.6%	5.3%	-4.9%	2.9%
医药	73.2%	41.4%	1.7%	2.9%
国防军工	73.2%	32.8%	1.4%	42.2%
食品饮料	72.5%	9.8%	6.3%	52.9%
电子	72.4%	15.6%	-1.4%	5.7%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2022 年 11 月 25 日，电力设备及新能源、机械、汽车、消费者服务、食品饮料的行业拥挤度相对较高，食品饮料和消费者服务的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

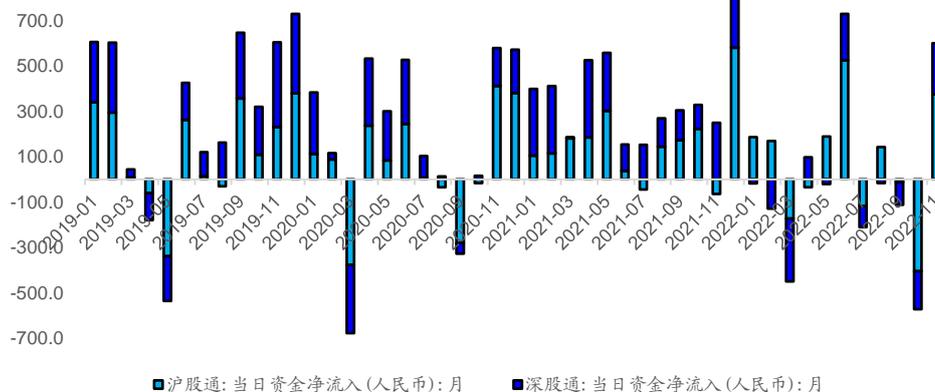
行业名称	20221125 拥挤度	20221031 拥挤度	拥挤度变化
食品饮料	0.83	0.06	0.77
消费者服务	0.94	0.22	0.71
建材	-0.26	-0.63	0.38
房地产	-0.21	-0.59	0.38
家电	-0.14	-0.50	0.37
综合	-0.03	-0.23	0.20
银行	-0.84	-1.02	0.18
非银行金融	-0.90	-1.06	0.16
通信	-1.19	-1.28	0.09
建筑	-0.23	-0.31	0.08
汽车	1.04	1.01	0.04
基础化工	0.56	0.53	0.03
有色金属	0.01	-0.01	0.03
医药	0.63	0.61	0.02
石油石化	0.11	0.15	-0.04
钢铁	-0.30	-0.25	-0.05
交通运输	-0.04	0.01	-0.05
电力设备及新能源	1.33	1.39	-0.06
传媒	-0.40	-0.32	-0.08
农林牧渔	-0.46	-0.34	-0.12
煤炭	0.38	0.51	-0.13
纺织服装	0.21	0.40	-0.19
机械	1.20	1.47	-0.26
商贸零售	-0.42	-0.14	-0.27
轻工制造	-0.48	-0.21	-0.27
电子	0.42	0.72	-0.30
计算机	-0.04	0.41	-0.45
电力及公用事业	0.27	0.80	-0.53
国防军工	0.14	0.68	-0.54

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

## 2.2 陆股通资金跟踪

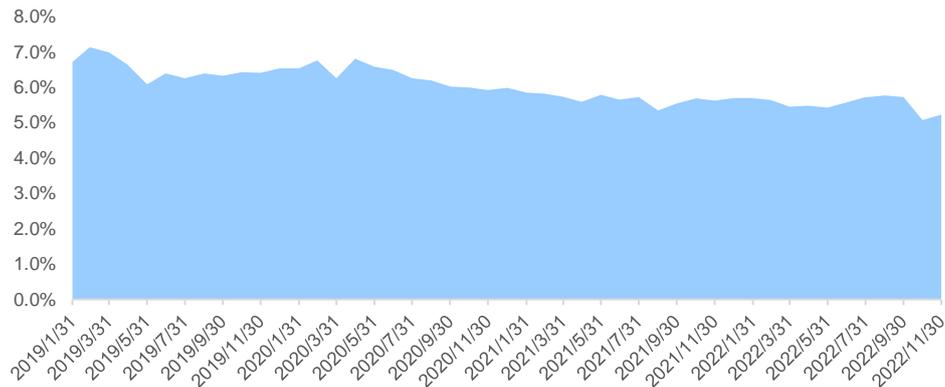
截至 2022 年 11 月 30 日，陆股通资金当月净流入 600.9 亿元（上月净流出 573.0 亿元），其中沪股通净流入 374.5 亿元，深股通净流入 226.4 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.2%，较上月增加 0.16pct。

图15 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

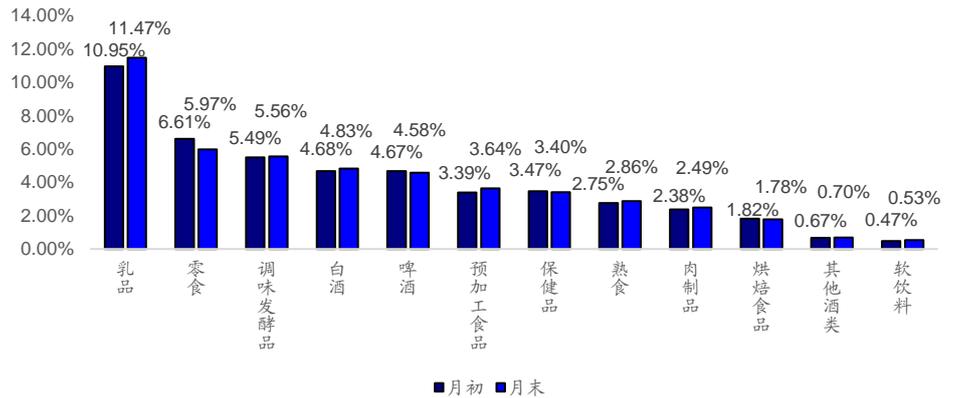
图16 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

乳品行业陆股通占比为 11.47%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，11 月月末较月初也增持最多（0.52pct）。零食陆股通市值占比为 5.97%，在子板块中月末较月初减持最多（-0.64pct）。陆股通持股占比靠后的子行业分别为软饮料（0.53%）和其他酒类（0.70%）。

图17 食饮子板块陆股通持股市值占比月初月末对比



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

从陆股通持股标的来看, 按市值排名的十大个股中, 持股比例居前的分别为贵州茅台 (6.6%)、五粮液 (4.8%)、海天味业 (6.4%); 按陆股通持股比例排名, 洽洽食品 (20.6%) 陆股通占比最高, 伊利股份 (17.2%) 和安琪酵母 (9.8%) 次之。其中, 中炬高新陆股通月末较月初减持最多 (-1.03pct), 伊利股份陆股通增持最多 (0.52pct)。

表10 食饮板块陆股通持股情况

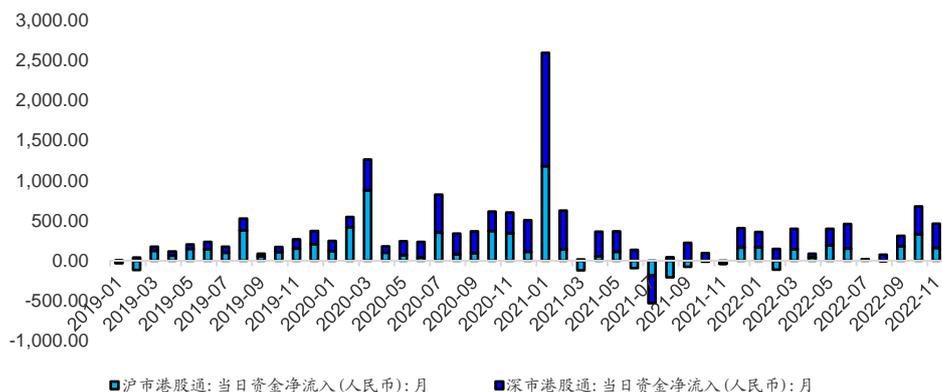
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.6	6.5	0.15	1	洽洽食品	20.6	20.4	0.22
2	五粮液	4.8	4.5	0.33	2	伊利股份	17.2	16.7	0.52
3	海天味业	6.4	6.3	0.13	3	安琪酵母	9.8	9.7	0.13
4	山西汾酒	2.3	2.3	0.05	4	涪陵榨菜	9.8	10.5	-0.72
5	泸州老窖	3.2	3.1	0.09	5	重庆啤酒	9.2	10.1	-0.89
6	洋河股份	2.1	2.1	0.01	6	贵州茅台	6.6	6.5	0.15
7	伊利股份	17.2	16.7	0.52	7	海天味业	6.4	6.3	0.13
8	青岛啤酒	3.0	2.9	0.1	8	安井食品	6.4	5.9	0.44
9	古井贡酒	1.7	2.0	-0.33	9	汤臣倍健	5.6	5.9	-0.37
10	双汇发展	3.2	3.2	0.04	10	中炬高新	5.4	6.4	-1.03

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

### 2.3 港股通跟踪

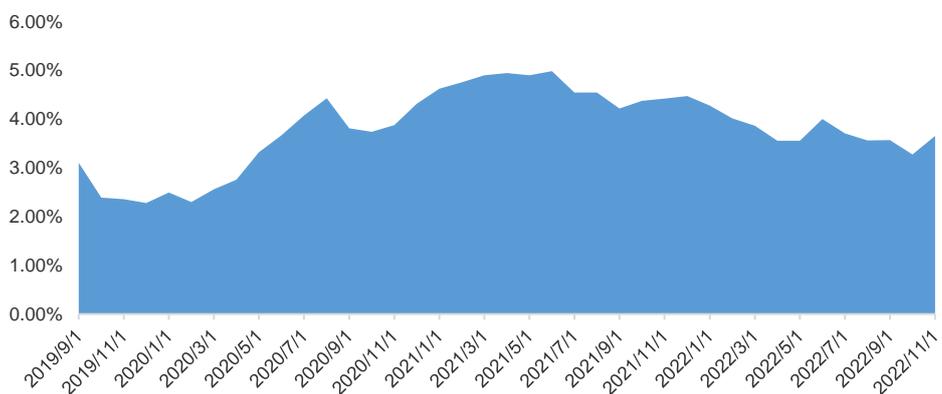
截至 2022 年 11 月 30 日, 港股通资金当月净流入 463.8 亿元 (上月净流入 676.0 亿元), 必需消费板块市值占比为 3.7%, 较上月提升 0.38pct。

图18 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日

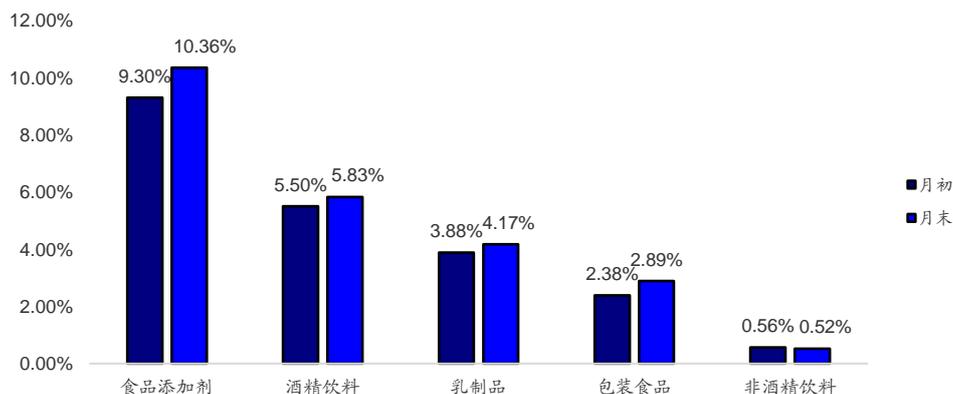
图19 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日

食品添加剂行业港股通占比为 10.4%，较月初增持 1.06pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.8%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（0.5%）、包装食品（2.9%）和乳制品（4.2%）。

图20 食饮子板块港股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（1.1%）、百威亚太（0.1%）、华润啤酒（13.0%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（25.2%）港股通比例最高，周黑鸭（19.5%）次之。

表11 食品饮料板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	1.1	1.1	-0.08	1	青岛啤酒	25.2	25.2	0.05
2	百威亚太	0.1	0.1	0.00	2	周黑鸭	19.5	17.7	1.73
3	华润啤酒	13.0	12.5	0.53	3	华宝国际	18.9	18.9	-0.02
4	蒙牛乳业	3.4	3.2	0.18	4	颐海国际	13.7	12.7	1.02
5	青岛啤酒	25.2	25.2	0.05	5	华润啤酒	13.0	12.5	0.53
6	康师傅	0.8	0.8	0.04	6	现代牧业	7.2	7.4	-0.18
7	中国旺旺	0.1	0.1	-0.02	7	中国飞鹤	6.3	6.5	-0.19
8	中国飞鹤	6.3	6.5	-0.19	8	中烟香港	6.2	6.0	0.21
9	达利食品	3.3	3.3	-0.05	9	优然牧业	5.9	4.8	1.13
10	统一	0.3	0.4	-0.07	10	西藏水资源	5.2	5.2	-0.06

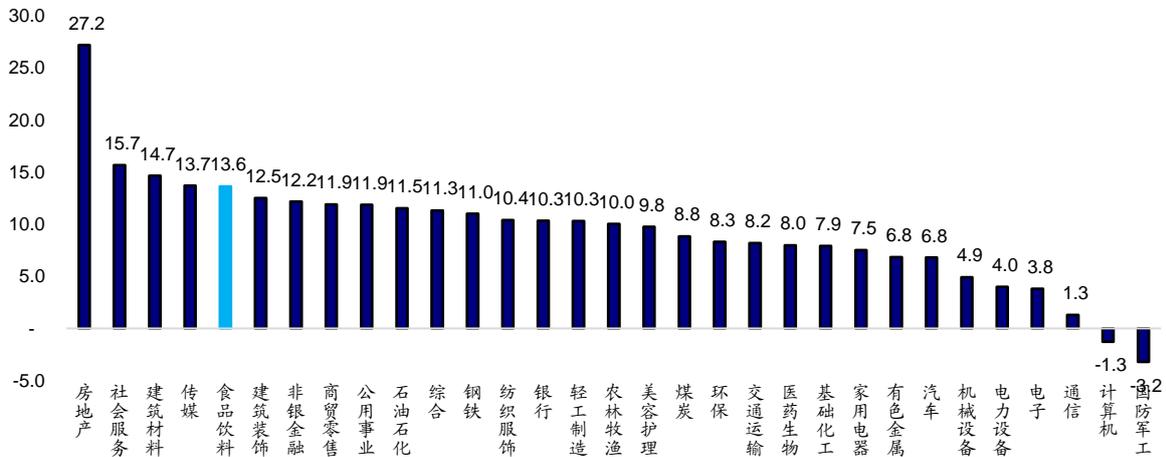
资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

### 3 历史行情

#### 3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，11 月份房地产、社会服务和建筑材料行业涨幅居前，分别上涨 27.2%、15.7%和 14.7%；国防军工和计算机行业跌幅居前，分别下跌 3.2%和 1.3%。食品饮料板块涨跌幅在 31 个行业分类中排名第 5，较上月（-7.7%）上升 25 名。

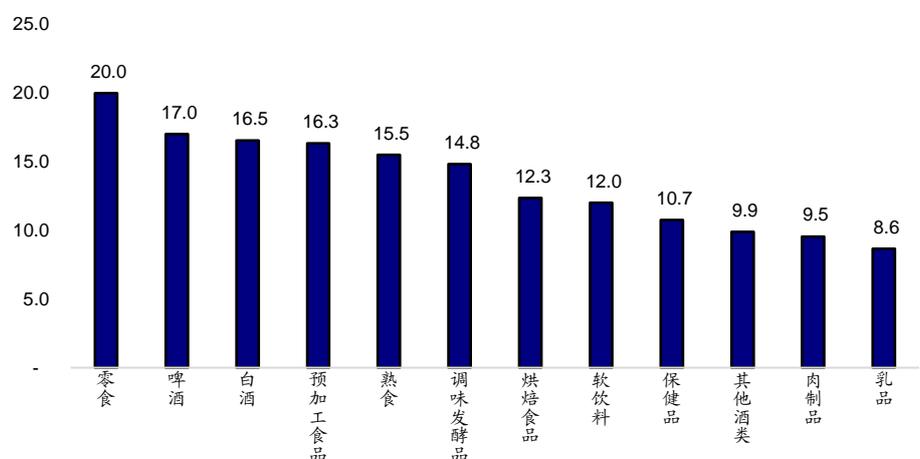
图21 2022 年 11 月 A 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

11 月份食品饮料子行业全线收涨，其中零食（20.0%）、啤酒（17.0%）和白酒（16.5%）涨幅居前；涨幅最窄的行业是乳品（8.6%）、肉制品（9.5%）和其他酒类（9.9%）。

图22 2022 年 11 月 A 股食品饮料子行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

表12 A 股食品饮料板块 11 月涨跌幅情况

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	贵州茅台	20087	1599	18.4	1	中炬高新	290	37	36.3
2	五粮液	6089	157	17.5	2	良品铺子	148	37	31.9
3	海天味业	3260	70	17.9	3	重庆啤酒	532	110	25.8
4	山西汾酒	3124	256	10.2	4	舍得酒业	489	147	25.8
5	泸州老窖	2738	186	19.0	5	广州酒家	144	25	24.2
6	洋河股份	2131	141	8.2	6	青岛啤酒	1,157	101	23.8
7	伊利股份	1846	29	14.3	7	伊力特	110	23	23.5
8	青岛啤酒	1157	101	23.8	8	盐津铺子	138	107	22.3
9	古井贡酒	1100	238	20.9	9	古井贡酒	1,100	238	20.9
10	双汇发展	875	25	10.9	10	绝味食品	348	57	20.7

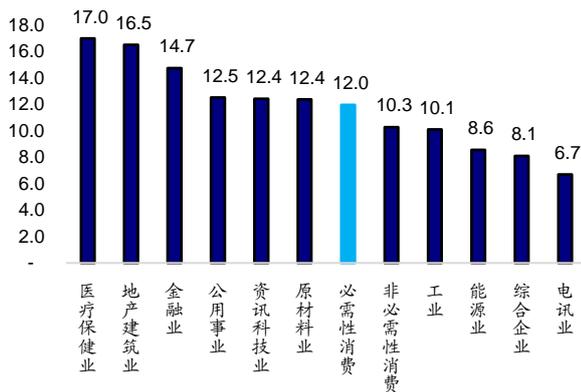
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

### 3.2 H 股行业涨跌幅表现

从 H 股行业涨跌幅来看, 11 月份全线收涨, 医疗保健业 (17.0%)、地产建筑业 (16.5%) 和金融业 (14.7%) 涨幅居前; 电讯业 (6.7%)、综合企业 (8.1%) 和能源业 (8.6%) 涨幅较窄。必需性消费 (12.0%) 在 12 个一级行业中排名第 7 名, 较上个月 (-4.7%) 下降 4 名。

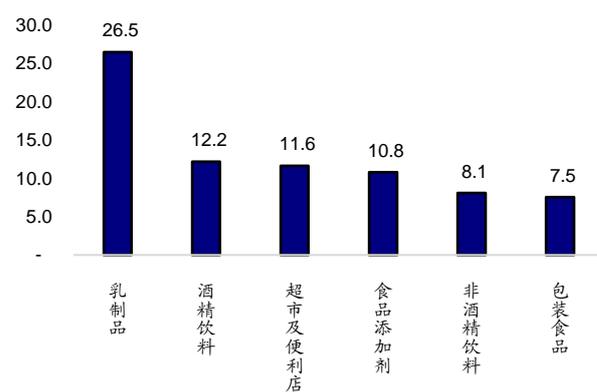
必需性消费子行业中, 乳制品涨幅最大 (26.5%); 包装食品 (7.5%) 和非酒精饮料 (8.1%) 涨幅较窄。

图23 2022 年 11 月 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

图24 2022 年 11 月 H 股必需消费二级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日 (上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品)

表13 恒生食品饮料板块 11 月涨跌幅情况

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	5072	45	14.3	1	颐海国际	253	24	87.3
2	百威亚太	2967	22	35.6	2	华润啤酒	1737	54	44.7
3	华润啤酒	1737	54	44.7	3	周黑鸭	118	5	42.8
4	蒙牛乳业	1376	35	38.4	4	中国飞鹤	575	6	40.0
5	青岛啤酒	1260	73	32.5	5	蒙牛乳业	1376	35	38.4
6	康师傅	719	13	8.6	6	百威亚太	2967	22	35.6
7	中国旺旺	630	5	2.7	7	青岛啤酒	1260	73	32.5
8	中国飞鹤	575	6	40.0	8	阜丰集团	126	5	21.6
9	达利食品	505	4	14.2	9	统一	295	7	17.9
10	统一	295	7	17.9	10	第一太平	103	2	17.3

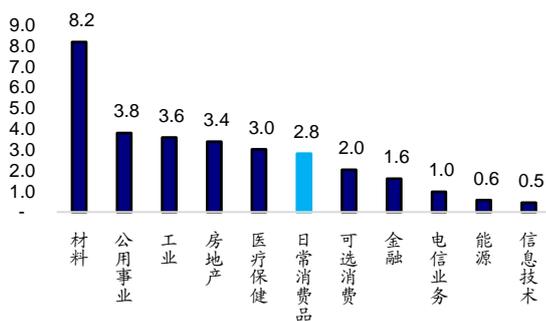
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

### 3.3 美股行业涨跌幅表现

从美股一级行业涨跌幅来看, 11 月全线收涨, 其中材料行业领涨 (8.2%), 日常消费品行业涨幅达 2.8%, 在 11 个美股一级行业中排名第 6 名, 较上一个月 (7.5%) 落后 2 名。

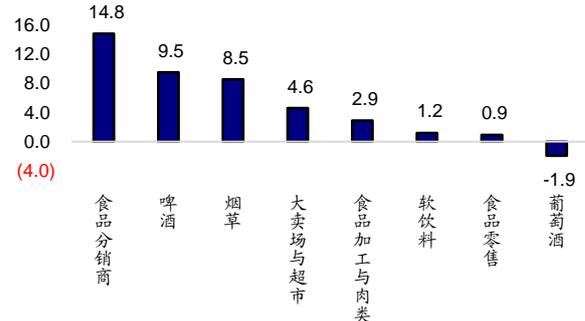
日常消费品子行业中, 食品分销商 (14.8%)、啤酒 (9.5%) 和烟草 (8.5%) 涨幅居前。

图25 2022 年 11 月美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

图26 2022 年 11 月美股日常消费品行业子板块涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日 (上图剔除了日常消费品子行业中的家庭用品、个人用品、药品零售、农产品)

本月美股消费板块中小市值公司普遍受到追捧, 大部分公司涨幅居前。

表14 美股日常消费板块 11 月涨跌幅情况

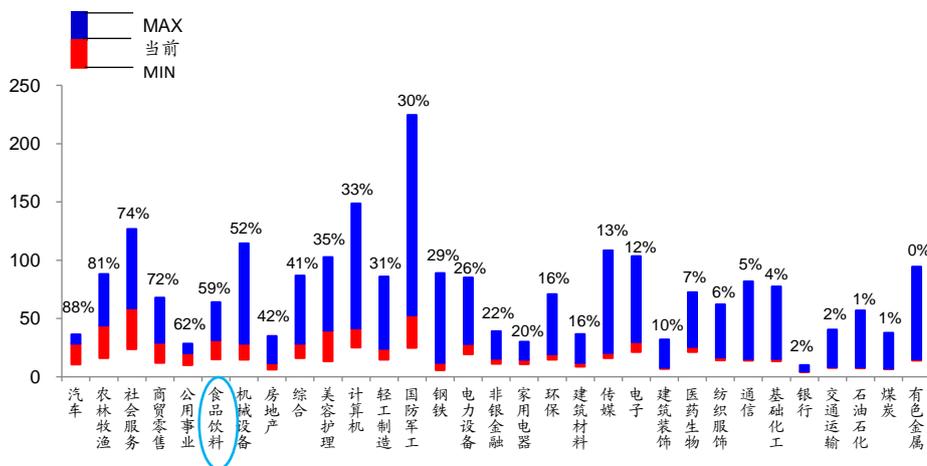
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4137	152	7.1	1	百威英博	1,019	59	17.5
2	可口可乐	2751	64	7.0	2	PERFORMANCE FOOD	95	61	17.2
3	百事	2556	186	2.2	3	可口可乐欧洲合 伙	242	53	15.4
4	开市客	2387	539	7.5	4	兰卡斯特食品	57	207	14.9
5	菲利普莫 里斯国际	1545	100	8.5	5	莫尔森库尔斯酒 业	112	73	14.1
6	可口可乐 凡萨瓶装	1148	68	8.8	6	PILGRIMS PRIDE	62	26	13.5
7	帝亚吉欧	1036	187	11.7	7	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB	286	80	12.8
8	百威英博	1019	59	17.5	8	帝亚吉欧	1,036	187	11.7
9	亿滋国际	923	68	10.0	9	亿滋国际	923	68	10.0
10	英美烟草	907	41	4.2	10	怪物饮料	537	103	9.8

资料来源: wind, HTI, 数据截至 11 月 30 日

## 4 估值水平

### 4.1 A 股行业估值表现

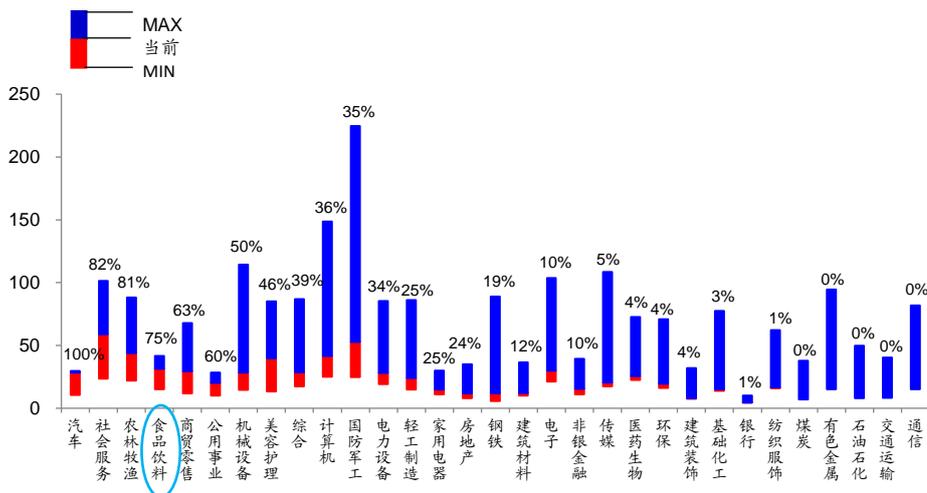
图27 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2022 年 11 月 30 日

截至 2022 年 11 月 30 日，A 股一级行业中，PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有 9 个，包括有色金属、煤炭和石油石化等；食品饮料的 PE 历史分位数为 59%（31.4x），较上月末（36%，27.0x）有所提升，在 31 个行业中排名第 6 名。

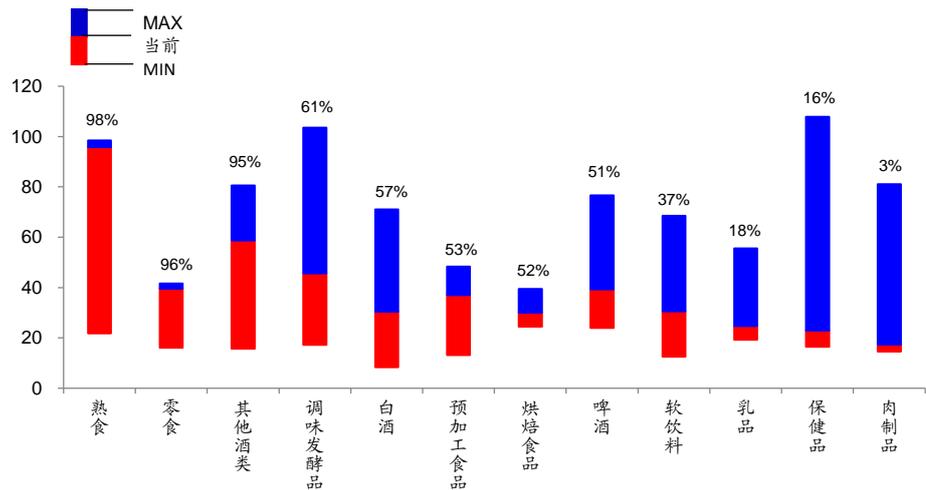
图28 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

2019 年年底至今仍处于新冠肺炎疫情阶段，为排除该阶段疫情对消费的影响，我们选取了 2022 年 10 月 31 日的 PE 与 2011 年至 2019 年的历史数据进行比较。A 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有 12 个，其中通信、交通运输、石油石化等行业的历史估值最低；食品饮料的 PE 历史分位数为 75%，较上月（47%）有所提升，在 31 个行业中排名第 4 名。

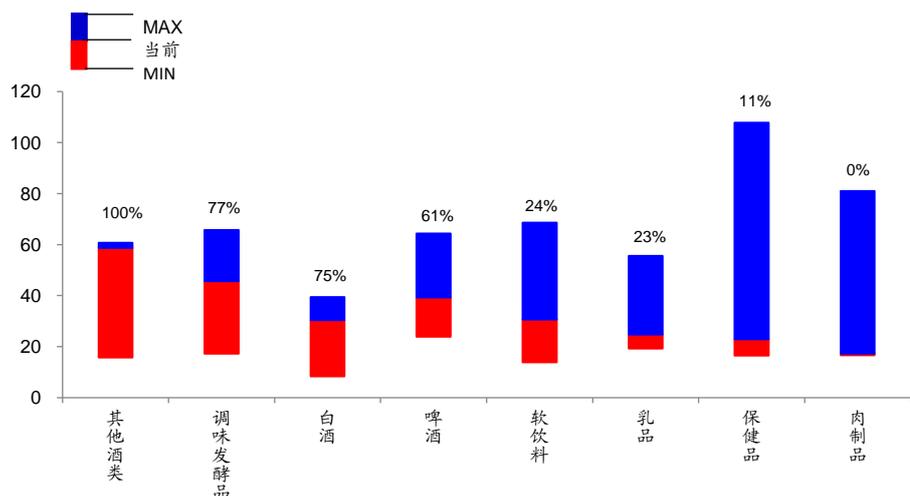
图29 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为肉制品（3%）、保健品（16%）和乳品（18%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（17.3x）、保健品（23.0x）、乳品（24.8x）。

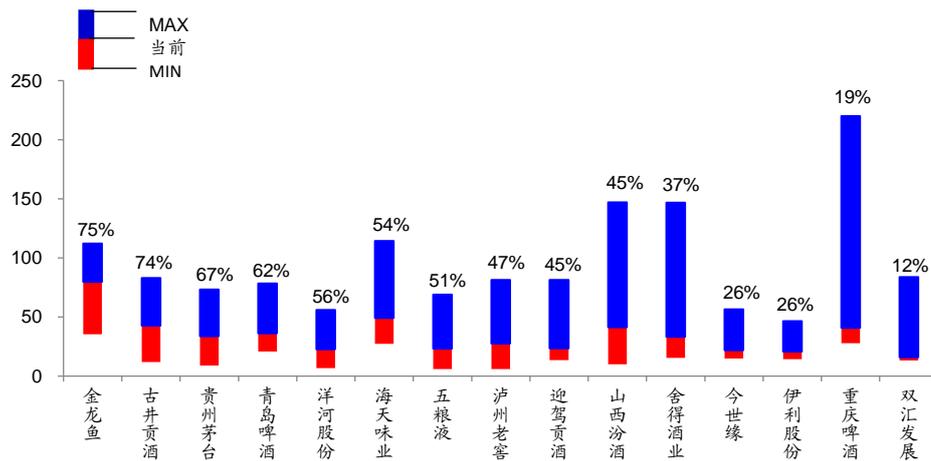
图30 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日

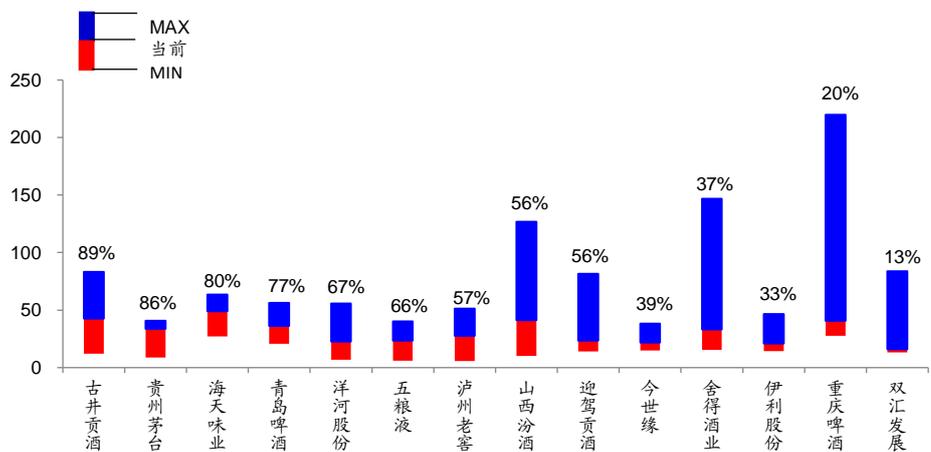
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年较低的行业有肉制品（0%）、保健品（11%）和乳品（23%）。

图31 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

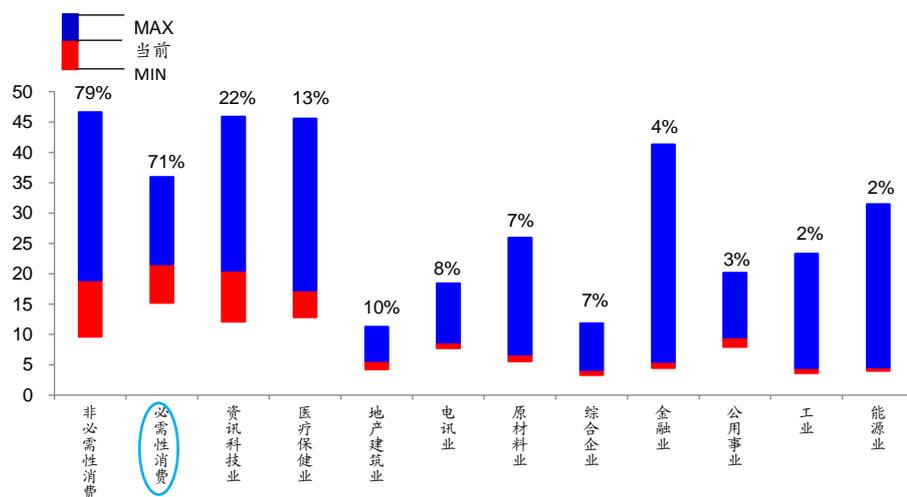
图32 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

## 4.2 H 股行业估值表现

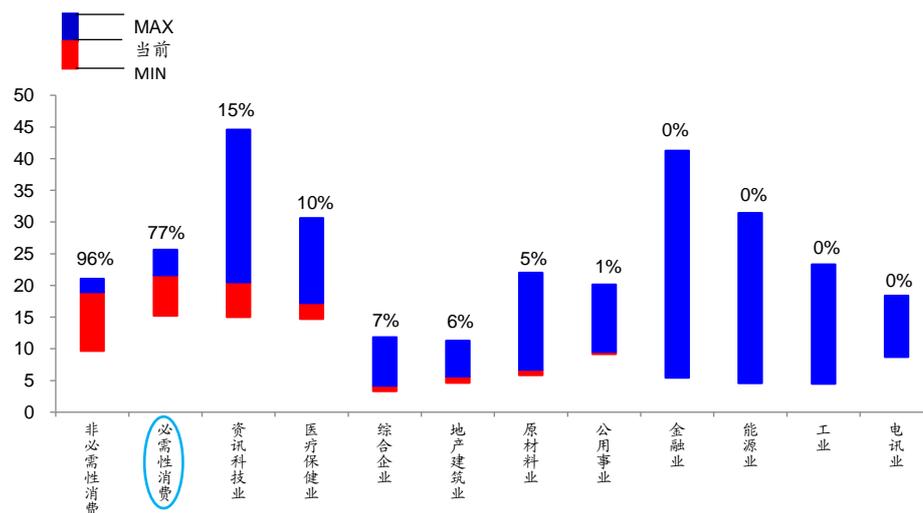
图33 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

截至 2022 年 11 月 30 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有能源业、工业和公用事业等；必需性消费行业 PE 历史分位数为 71% (21.6x)，历史分位数与上月末 (7%，17.1x) 上升 64pct，在 12 个一级行业中排名第 2 名。

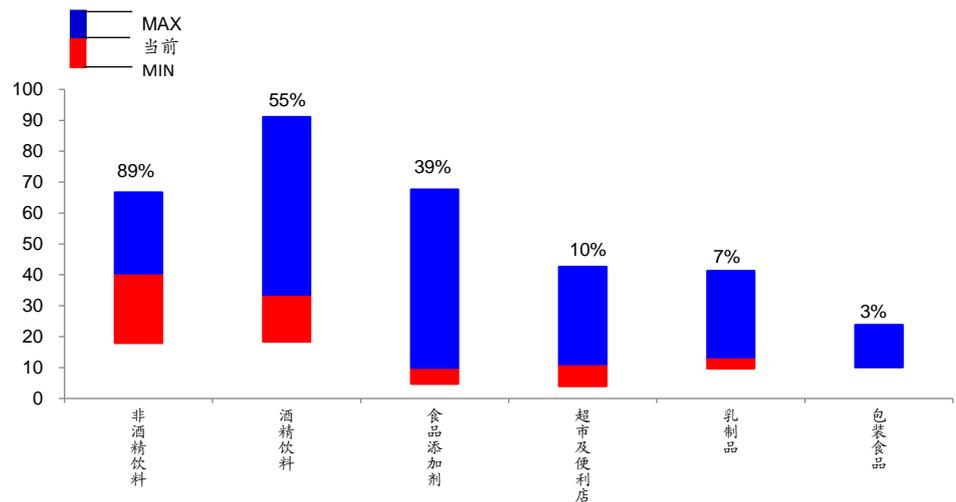
图34 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有电讯业、工业、能源业等。必需性消费的 PE 历史分位数为 77%，在 12 个行业中排名第 2 名。

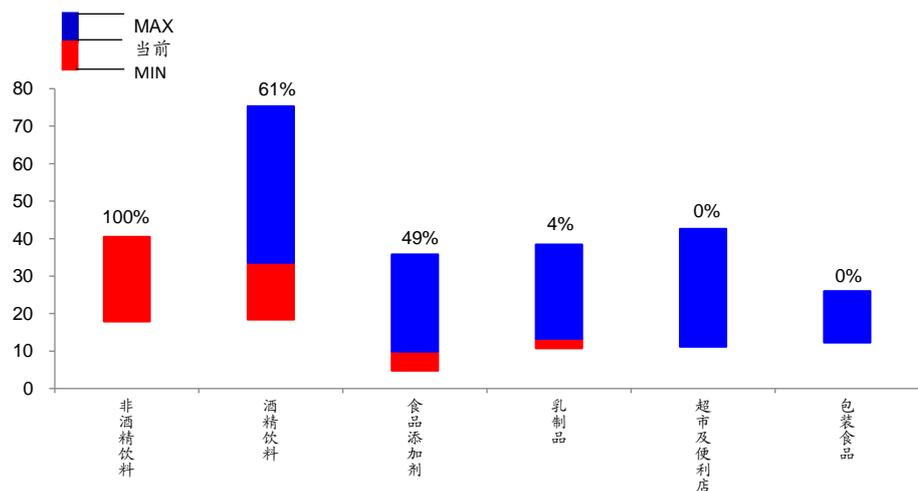
图35 H 股必需消费行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有包装食品 (3%) 和乳制品 (7%)。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂 (9.9x) 和超市及便利店 (11.2x)。

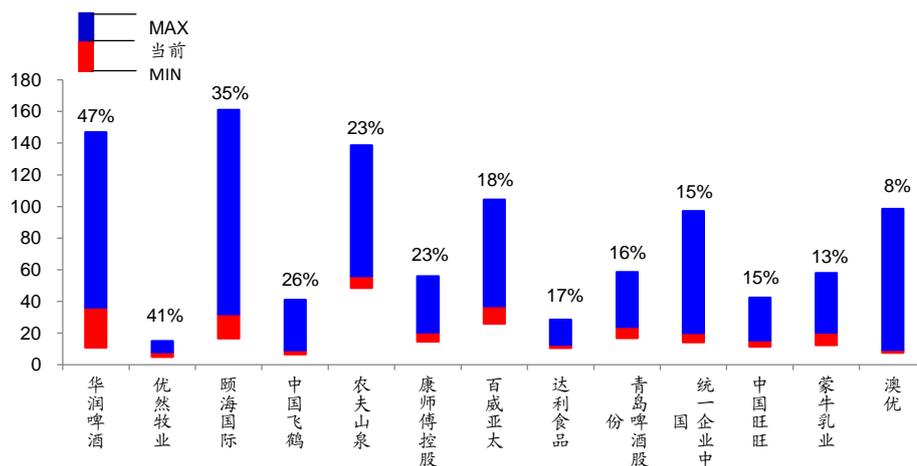
图36 H 股必需消费行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

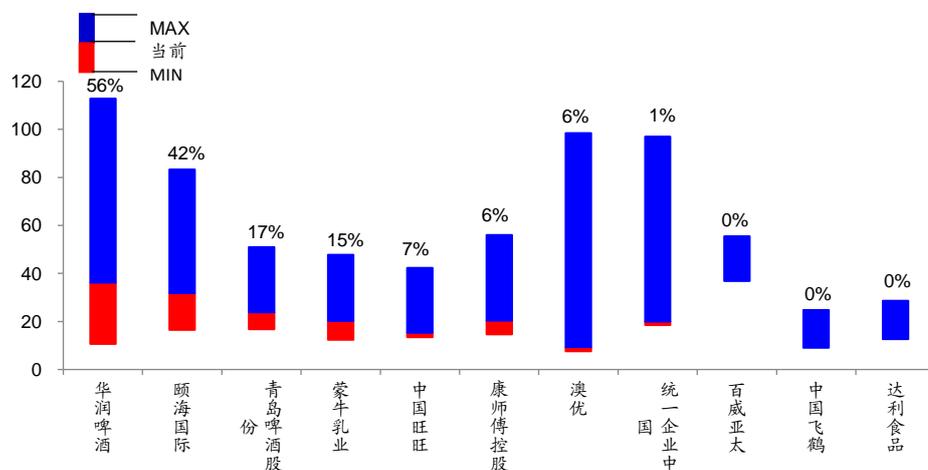
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有包装食品 (0%)、超市及便利店 (0%) 和乳制品 (4%)。

图37 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

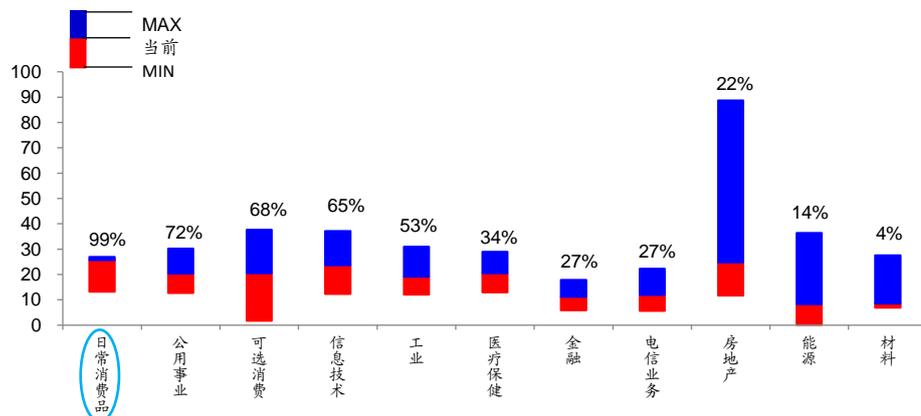
图38 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2022年11月30日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

## 4.3 美股行业估值表现

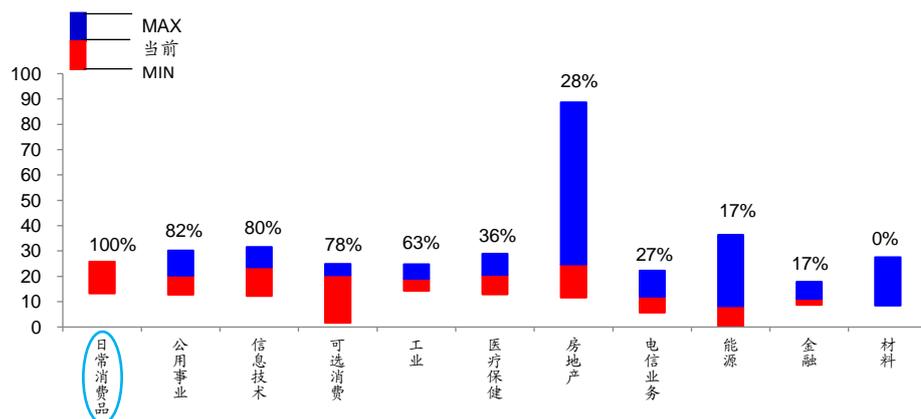
图39 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02, 2015/4 至 2015/11 的异常数据）

截至 2022 年 11 月 30 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是材料（4%）和能源（14%）；日常消费品的 PE 历史分位数为 99%（25.7x），历史分位数与上月末（79%，22.3x）提升 20pct，在 11 个行业中排名第 1 名。

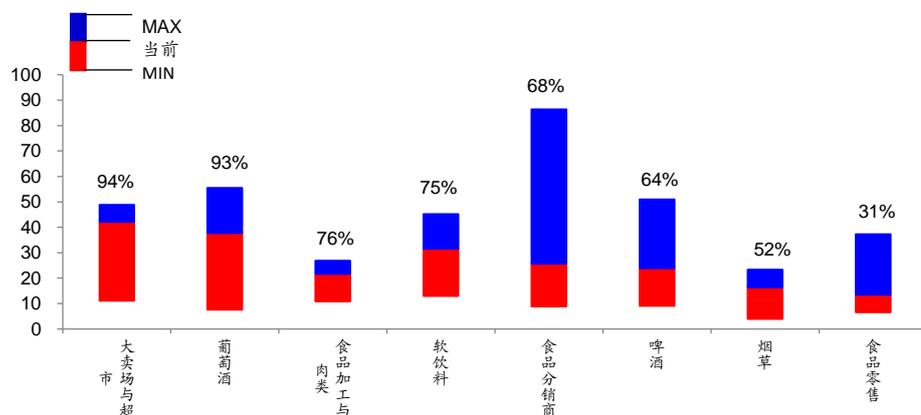
图40 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02, 2015/4 至 2015/11 的异常数据）

美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低行业有材料 (0%)、金融 (17%)；日常消费品的 PE 历史分位数为 100%，在 11 个行业中排名第 1 名。

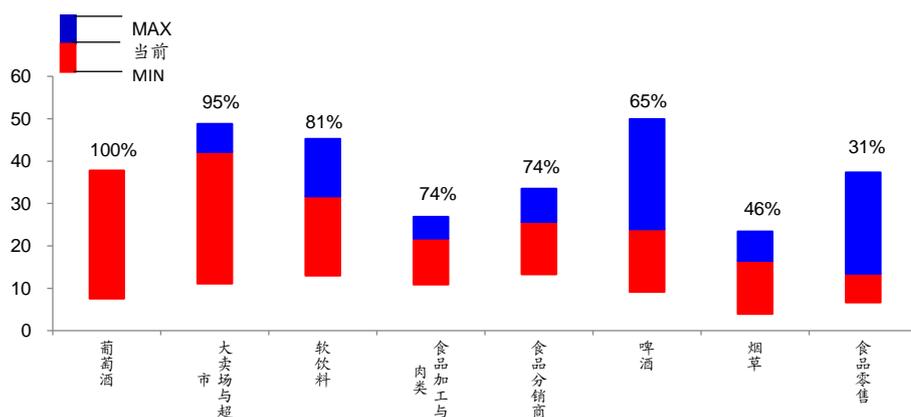
图41 美股日常消费品行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的行业为食品零售 (31%)、烟草 (52%)。PE 绝对值最低的行业分别是食品零售 (13.5x)，烟草 (16.4x)。

图42 美股日常消费品行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



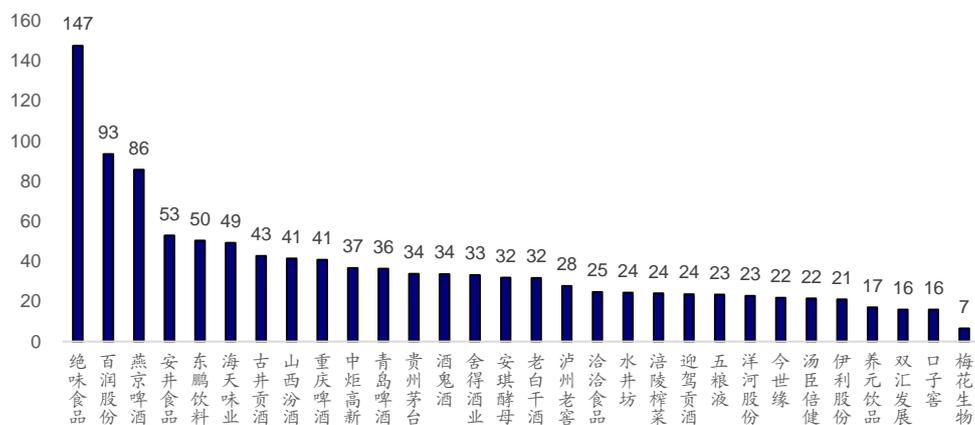
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 11 月 30 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为食品零售 (31%) 和烟草 (46%)。

## 4.4 个股估值

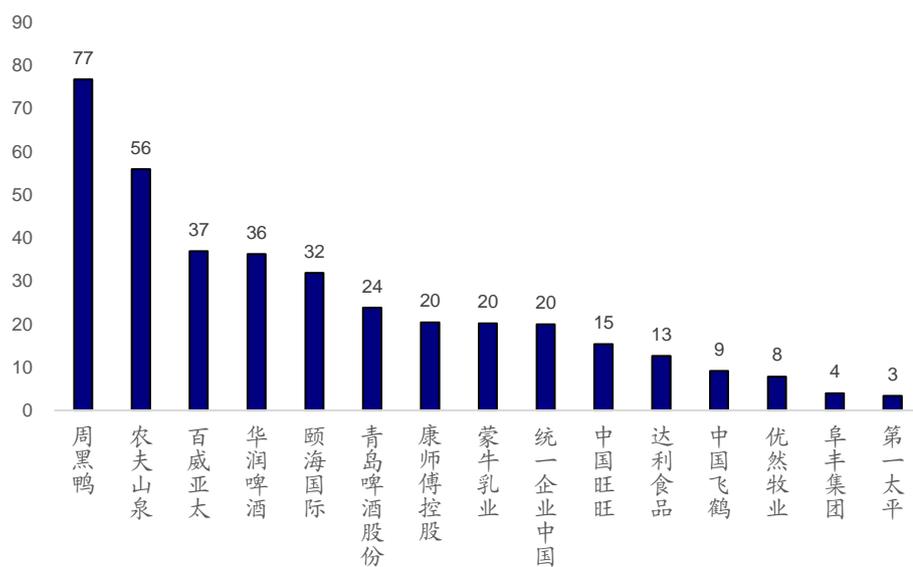
截至 2022 年 11 月 30 日，A 股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平出现明显回升，A 股龙头的估值中位数为 32x（相较 10 月上升 6x），H 股食品饮料龙头（市值前 15）的估值中位数为 20x（相较 10 月提升 3x），美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 27x（相较 10 月提升 2x）。

图43 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30、剔除负值）最新估值水平（TTM）



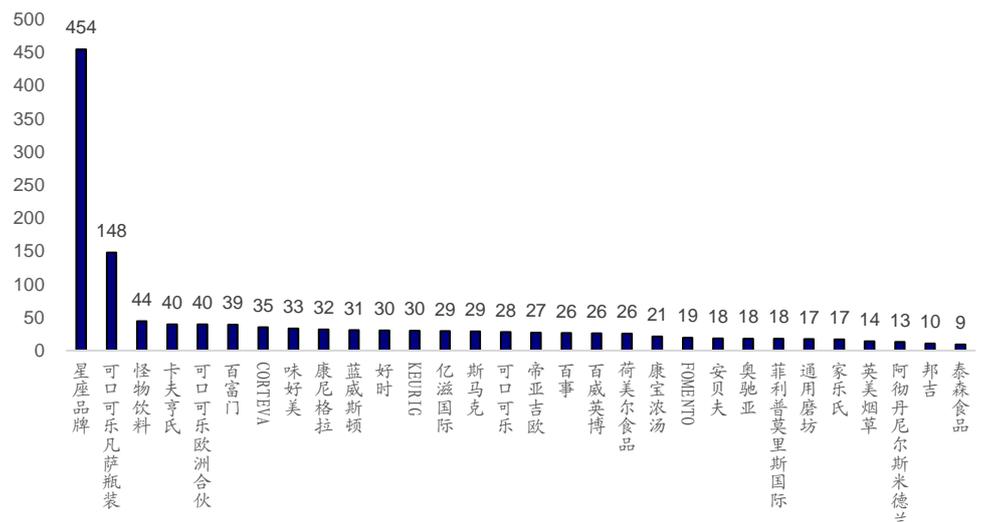
资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日，剔除估值为负的顺鑫农业

图44 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

图45 美股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2022 年 11 月 30 日

## 5 投资建议

**高端次高端白酒：**寇媛媛看好 2023 年行业表现。我们预期 1Q23 行业延续 2022 年的压力，春节时间早，春节后淡季时间较长，叠加疫情下需求较弱和节后库存的消化。从 2Q23 开始，除高端白酒外的其他酒类企业开启低基数效应，同时疫情后的商务、宴请、送礼场景预期将逐渐恢复，白酒行业会进入上行周期。我们预期 2023 年高端白酒消费坚挺确定性高；次高端酒受疫情防控影响前期恢复略有波折，但随着宴请和餐饮场景恢复后弹性较大；地产酒 2022 年因为区域经济发展不均有所分化，江苏安徽地产酒表现优异，2023 年消费升级继续。

**投资标的：**2023 年我们给予茅台、五粮液优于大市的评级。贵州茅台：我们看好茅台酒产能扩展带来的收入增长，系列酒在千元价格带和次高端价格带的发力，同时公司战略提升直营收入占比，带动收入和利润的持续增长。五粮液：我们认为五粮液是宴请和餐饮场景恢复后弹性较大的高端白酒标的，同时公司积极布局专卖店和团购渠道，增加直营业务比例，利好公司收入和利润的提升。

**大众白酒：**陈子叶认为今年年初以来白酒企业股价普遍回调，按跌幅排序，全国性次高端>高端白酒>区域名酒。主因高端白酒需求具备刚性消费属性，而区域名酒拥有成熟的基地市场，不以招商为主要业绩驱动力，两者在年内表现出较强的抗压性。目前白酒行业指数估值的历史分位数处于 2011 年至今的 55%，较年初下降 37pct，悲观情绪反映充分。同时各大酒企也逐步将渠道健康和增长质量放在首位，弱化业绩的刚性考核。考虑到在未来两至三个季度的基本面风险消化后，叠加疫情政策的边际向好以及多项经济政策刺激提振需求，我们认为明年白酒行业的成长动力仍旧充足。个股关注山西汾酒、洋河股份和迎驾贡酒。

**啤酒行业：**胡世炜认为销量层面，今年受到疫情扰动较为严重，但经历旺季的强势反弹，前九个月销量已经转正。虽然四季度以来，疫情出现较为明显的反弹，但考虑到四季度销量占全年比重较低（14-18%之间），因此我们预计全年销量将实现基本持平或微降。

从吨价来看，今年虽然现饮渠道的受限影响了行业高端化的步伐，但随着疫情防控边际放松的持续推进，我们预计明年高端化步伐将逐步进入正轨，各家公司将继续通过产品升级的方式，提升吨酒价格。同时，近期我们观察到青啤、百威和华润的提价信息（幅度在 5-10%，包含全品类产品）。虽然按照往期经验来看，提价传导往往需要 2-3 个季度的时间，但仍将对 23 年全年吨价提升有一定贡献。

成本方面，根据近期公司反馈以及我们的持续跟踪，虽然公司普遍认为明年大麦价格将出现高双位数的上涨，但玻璃、拉罐价格相较年初或去年同期均出现较大幅度下滑，因此通过计算我们预计明年全年吨成本有望实现同比低单到中单的下滑。

综合上述分析，优先推荐在高端化层面具有明确目标和较高增长空间的华润啤酒，同时我们也推荐持续拓展大城市计划，开发增量市场的重庆啤酒，以及产品力稳固，产品结构稳步升级，控费能力领先行业的青岛啤酒。

**乳制品行业：**肖韦俐对 2023 年持积极观点。（1）液态奶已经历因疫情受益阶段的第一阶段，高基数持平阶段的第二阶段，将进入稳增第三阶段。虽然 2023 年因季度之间基数不同有所波动，23Q1 在高基数效应+春节后淡季+疫情大概率再次扰动可能仍有压力，但我们认为 23Q2 开始行业将迈入稳增阶段，综合全年行业整体可录得 10% 的增长（5% 量增+5% 价增），而龙头公司表现更优于行业。（2）婴配粉疫情期间为受损品类，疫情和疫苗加速了生育率的下跌，需求不振使得行业竞争激烈、价盘走低，但预计 2023H2 疫情结束后释放部分压制的生育需求，全年来看出生率将企稳，2023Q1 新国标后格局将有所改善，价盘或可回升，全年有所反弹回暖。

投资标的：2023 年我们给予伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤优于大市评级。

**伊利股份：**我们看好 2023 年伊利液态奶业务出现拐点，重新步入稳增阶段，奶粉业务继续抢占市场份额。同时竞争拐点已现，公司利润端弹性更为可期。公司中长期五年战略目标护航业绩增长。

**蒙牛乳业：**我们看好 2023 年蒙牛液态奶业务继续平稳增长，常温业务稳定增长，同时低温业务弹性较大；奶酪业务具有可选属性，疫后弹性明显，同时蒙牛将并表妙可蓝多。我们重申竞争拐点已现，蒙牛收入及利润五年目标可期。

**中国飞鹤：**我们看好 2023 年飞鹤婴配粉有所反弹回暖，2022 年飞鹤去库存坚决，牺牲短期业绩但保障了中长期发展，目前飞鹤库存已有好转，明年新生儿人口数量企稳同时新国标格局优化后价盘回升，飞鹤作为行业龙头受益行业反弹。

**调味品行业：**寇媛媛看好 2023 年调味品行业随着疫情后餐饮场景恢复而走出谷底。但由于餐饮实质性恢复需要时间，叠加调味品行业库存较高，我们目前对于调味品行业继续保持谨慎。

调味品成本端有一定改善，主要来自于包材（玻瓶、PET、纸箱价格下降幅度较大）。基础调味品主要原材料大豆和白砂糖价格略有下降但仍处于高位，复合调味料的主要原材料油脂价格有所下降。

2023 年我们看好基础调味料的复苏，尤其是餐饮渠道占比较高的厂；中炬高新的内部管理机制和营销体系在持续改善，有望跑出自身 alpha；天味食品处于改革释放期，同时行业竞争减弱，公司在复调、小龙虾和冬调的产品体系和行业地位逐渐夯实，未来在行业增速基础上，有望获得更高市场份额。

**批零社服行业：**汪立亭、李宏科对 2022 双十一总结，淡化增速，聚焦粘性

概览：双十一行业增速企稳，电商渠道持续渗透。①期间 GMV：据星图数据，双十一期间（10月31日 20:00-11月11日 24:00）全网 GMV11154 亿元（+13.7%），综合电商平台 GMV9340 亿元（+2.9%）。细分赛道来看，直播电商 GMV1814 亿元（+146.1%），新零售 GMV218 亿元（+10.8%），社区团购 GMV135 亿元（+1.1%）。②当日 GMV：据星图数据，双十一当日（10日 20:00-11日 24:00）GMV3076 亿元（22 年同比增速-2.2%，21 年同比增速-5.5%）。我们认为，当前宏观环境对消费仍有一定压力，但双十一期间电商平台全网依旧保持 13.7%GMV 增速，反映了平台折扣力度对消费者的吸引力增强；而零售商的折扣空间取决于零售业态的效率，我们依然看好以电商为代表的高效率零售业态的中长期成长空间。

格局：综合电商龙头市占率趋稳，平台多元化发展。①双十一当日格局：据星图数据，分平台销售额占比，天猫、京东、拼多多各 60.5%（+2.7pct）、27.1%（+0.04pct）、6.4%（持平）。综合电商平台中，龙头市占率提升。②细分赛道来看，直播电商前三分别为抖音、点淘、快手；新零售平台前三分别为美团闪购、京东到家、淘鲜达；社区电商前三分别为多多买菜、美团优选和兴盛优选。

趋势：性价比+保供赛道需求延续、运动户外、宠物等品类景气度高。①趋势：据星图数据，双十一当日包裹量 12.25 亿件（+5.85%），ASP251 元（-7.64%），件量升 ASP 降，性价比消费趋势明显。②品牌：中小品牌&国货加速发展。③细分品类景气度高：运动户外、生鲜即时达，宠物、适老家具等景气度较高。④细分赛道：具有保供属性的即时新零售增速亮眼，京东到家双十一期间小时购销售额同比增 80%。

营销：抖快试水货架式电商，天猫直播生态完善，京东发力场景&全域营销。①抖音&快手：双十一期间抖音平台货架电商带动日均销量同比增 156%，快手 116 心意购物节期间，搜索订单量同比增超 70%。②天猫：淘宝直播供给端生态完善。双十一前两个月，超 100 家直播机构入驻；截至 11 月 10 日 12 点，淘宝直播新主播达人的日均观看人次同比增长 561%。③京东：推出新式健康厨房、全面精细呵护等八大趋势场景；京东到家&京东小时购超 20 万家实体门店入驻。

平台：淡化增速，聚焦粘性。①阿里巴巴：天猫双十一期间 GMV 与去年同期持平，2022 年双十一期间 130 个品牌的会员成交额超 1 亿元，会员成交额同比增长 100% 的品牌超 5600 个，会员粘性凸显；淘宝直播生态完善。②京东：双十一期间增速超行业平均，会员粘性和相应增值服务数据亮眼；保供属性突出，京东到家双十一期间小时购销售额同比增 80%。③拼多多：延续百亿补贴，释放平台用户消费活力。④抖音：发力商城经营，直播带货与货架电商开始融合。双十一活动商家数同比增 86%，期间平台货架电商带动日均销量同比增 156%。

投资建议：短看粘性，中看客流，长看修复，龙头基于自身定位做好用户差异化运营。①中短期：社零增速放缓导致行业竞争加剧，重视用户粘性较强&受益客流修复渠道，推荐美团-W，建议关注拼多多。②长期：经济复苏带来居民消费信心的恢复，推荐高购买能力用户粘性较强的阿里巴巴-SW，建议关注京东集团-SW。

**家电行业：**陈子仪团队核心观点：地产政策持续加码，关注优质龙头。

11 月 23 日，人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，促进房地产市场平稳健康发展。11 月以来针对地产融资的宽松政策开始密集出台，我们认为：地产融资政策端的陆续优化，有助于防范化解房地产企业流动性风险，为后续复苏奠定基础，后周期产业链成长信心有望继续恢复，家电板块内重点关注厨电及白电等细分领域。

**白电：**成本+需求两端均开始好转，边际改善信号吹响行业修复号角。短期来看，空调热销带动白电需求端回暖，大宗原材料价格下行带动成本下降，我们认为需求及成本的两端改善将为处于底部位置的白电行业带来盈利及估值修复。海尔智家同样受益于行业成本与需求的双改善，盈利能力改善空间及弹性更大。中长期看，国内市场继续推进高端化成套化销售，同股同权治理结构进一步优化。格力电器低估值高股息的空调龙头，优先受益于空调内销高景气，受海外需求波动影响小。美的集团 C 端业务稳健增长，B 端业务有望释放弹性，利润率具备改善空间。

**厨电：**疫情冲击叠加地产后周期影响，22Q2-22Q3 期间板块成长承压，但我们认为当前环境下，地产政策边际改善趋势持续，继续关注地产周期厨电龙头老板电器、集成灶龙头火星人及浙江美大。

**制冷产业链：**我们认为新能源汽车热管理有望开启千亿级赛道，为制冷产业链上下游龙头开创新机遇。当前环境下制冷龙头已开始往新能源汽车热管理方向积极切入，有望凭借自身制冷产业的技术协同切入车企供应链。重点推荐新能源汽车业务规模快速扩张的三花智控，新能源汽车热管理业务方向明确的美的集团；关注立足新能源汽车电动压缩机及空调系统的海信家电、海立股份以及奥斯特佳。

**小家电：**行业过去两年外销持续高增长，受海外需求不佳及库存较高影响，22H1 小家电外销景气度有所下行；内销新品类中空气炸锅及电蒸锅持续表现较优。22Q2 以来，原材料价格下行、人民币贬值背景下，小家电板块公司盈利能力相对于去年已经有明显恢复。关注小熊电器、新宝股份、苏泊尔。

**新消费电器：**扫地机及投影仪龙头年初以来已经历较长时间回调，长期看好渗透率提升逻辑下大单品新消费电器公司的长期成长性。推荐石头科技，科沃斯，极米科技。

**造纸轻工行业：**郭庆龙认为中大排量摩托车占比提升，关注春风动力、钱江摩托、隆鑫通用。

10 月燃油摩托车销量回落，中大排量摩托车增长较快。根据中国摩托车商会数据，2022 年 10 月燃油摩托车销量 117.06 万辆，环比减少 8.44%，同比减少 20.13%，1-10 月累计销量 1170.59 万辆，同比减少 13.95%，其中分排量看，1-10 月 250 系列累计销量 112.3 万辆，同比减少 1.19%，大排量摩托车累计销量 50.04 万辆，同比增长 58.96%，中大排量摩托车表现较好。10 月单月大排量摩托车销量 4.35 万辆，同比增长 26.09%，环比减少 34.09%，我们认为主要由于行业进入淡季，长期看预计中大排量摩托车仍将保持快速增长。

燃油摩托车出口量下滑，结构优化推动出口均价提升。根据 Wind 数据，2022 年 10 月内燃机摩托车出口数量同比减少 26.47%至 75 万辆，1-10 月累计出口量 859 万辆，同比减少 12.61%，较 20 年同期增长 14.23%。从出口均价来看，21-22 年均价持续提升，22 年 1-10 月出口均价 653 美元/辆，同比增长 12.45%，较 20 年均价提升 26.06%，我们认为主要由于出口结构持续优化，根据中国摩托车商会数据，1-10 月 50、110、125、150、250 出口量同比增速分别为-37.69%、-21.48%、-8.35%、-12.6%和 3.95%，中大排出口占比提升使得均价提升。

中大排量摩托车销量占比显著提升。根据钱江摩托 2021 年报及中国摩托车商会数据，22 年 1-10 月 250 系列占燃油摩托车销量的 9.59%，较 21 年全年提升了 1.15pct，>250ml 大排量摩托车占比提升了 2.23pct 至 4.27%，中大排量摩托车占比显著提升。

国产品牌密集发布新品，竞争力有望增强。春风动力在 11 月的意大利两轮车展 EICMA 上发布了 800MTSportR 和 NK-C22 两款大排量产品，钱江摩托继 9 月发布赛 550 之后，新车闪 300plus 也已可以量产，或即将推向市场，隆鑫通用旗下无极品牌在 11 月的重庆摩博会上也展示了 250RR、RR525 和 KEN660 三款新品，国产品牌密集投放新车型，我们认为供给端优质产品的增加有助于加快中大排量摩托车渗透率提升，头部自主品牌企业有望受益，建议关注春风动力、钱江摩托、隆鑫通用。

**运动鞋服行业：2023 年寇媛媛建议超配运动鞋服产业链标的。**

我们预期 1Q23 行业延续 2022 年的压力，春节时间早，春节后淡季时间较长，叠加疫情下需求较弱和高基数。从 2Q23 开始，行业进入低基数，同时国内库存和海外库存持续去化，行业渐渐走出低谷。中长期我们建议超配运动鞋服产业链标的，预期行业未来 5 年增速为双位数，量价齐升，其中专业运动、户外、女性运动、儿童运动是增速更快的子赛道。

投资标的：2023 年我们给予李宁和申洲国际优于大市的评级，安踏和特步中性评级。我们推荐李宁，因为其有较好的产品矩阵和品牌势能，较低的库存和优质的资产负债表，依托于 beng 技术平台，除篮球鞋类产品矩阵优秀，近期跑步类也出现优秀系列，可以继续拉动功能性产品的增长。申洲国际 1H22 压力依旧较大，但我们看好国内和欧美库存去化后的高弹性。根据渠道调研，欧美和国内库存在 4Q22 已经进一步走弱。我们对安踏和特步保持中性评级，看好安踏作为平台型公司的优秀运营能力，但安踏的 FILA、安踏品牌处于调整升级过程，疫情耽误了公司整体的战略进程。近期公司也推迟了集团战略发展目标的实现年限。我们看好特步的跑步品类定位，且在行业价格升级中占据了自己的价格段，提升了市占率。但随着疫情缓解，高线城市的消费弹性高于特步所在低线城市。

## 6 风险提示

居民消费恢复缓慢，原材料价格反弹，人民币汇率急跌，各类疫病再度影响。

## APPENDIX 1

### Summary

Our research on foreign countries shows that: after the liberalization of overseas epidemic prevention last year, retail sales in most countries and regions have recovered, but since this year, they have basically stabilized, returning to the pre epidemic trend; Consumer confidence in Japan, South Korea and Taiwan even fell back after a short repair; After the epidemic, the consumption of non durable goods continued to recover moderately, and the consumption of durable goods rebounded rapidly and completed "filling the hole" within two quarters, but the recovery of service industry consumption was relatively slow and lagged behind. Considering the domestic situation, we are relatively optimistic about the annual growth of beer, dairy products and prefabricated dishes in 23 years, and the improvement of Baijiu, catering, textile and clothing in the second half of the year.

Recently, all provincial-level regions across the country have been disturbed by the epidemic, and the number of new patients has reached a new high in the year. Looking forward to next year, it is expected that the probability of easing epidemic control is large, but compared with the recovery of foreign consumption, it may be first suppressed and then improved, or even first suppressed and then leveled. Therefore, we suggest that in the early stage, priority should be given to the mandatory consumption with stable demand, especially the excellent companies with low valuation, and the optional consumption should be distributed after the changes after the epidemic become clear.

The recommended ranking of major sub industries of food and beverage is: beer=dairy products=high-end Baijiu=aquaculture> regional Baijiu=condiments> secondary high-end Baijiu=convenience food.

Recommended stocks are China Resources Beer, Qingdao Beer, Chongqing Beer, Yili, Mengniu Dairy, China Feihe, Kweichow Moutai, Wuliangye, Shanxi Fenjiu, Luzhou Laojiao, Yanghe, Yingjia Gongjiu, Kerry Arawana Holdings, Muyuan, Youran Dairy Group, Modern Dairy, etc; The bearish stocks are Gujing Tribute Wine, Shede Wine, Jiugui Wine, Budweiser Asia Pacific, Foshan Haitian Flavouring, etc. Other recommended stocks in the consumer industry are China Tourism Group Duty Free, Jinjiang Hotel, Haier Smart Home, Oupai Home, Li Ning, etc.

Risks: Consumer consumption has recovered slowly, raw material prices have rebounded, the RMB exchange rate has fallen sharply, and various epidemics have once again affected.

## 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，胡世炜，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Shiwei Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

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).

Compendium disclosure: For disclosures associated with each company mentioned herein, including disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation, if any, please refer to the full report on our website (equities.htisec.com).

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 600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK and 9618.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 600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK and 9618.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 600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK and 9618.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.

作为回报，海通拥有 603589.CH, 600298.CH, 603517.CH 及 603816.CH 一类普通股证券的 1%或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 603589.CH, 600298.CH, 603517.CH and 603816.CH.

600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002157.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK 及 9618.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002157.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK and 9618.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 茅台建信(贵州)投资基金管理有限公司 - 贵州茅台建信食品投资管理中心(有限合伙), 603589.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 000895.CH, 603517.CH, 002557.CH, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 600305.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 中国国旅集团有限公司, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 新希望(天津)商业保理有限公司, 四川正邦科技有限责任公司, 002705.CH, 000596.CH 及 锦江国际(集团)有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 茅台建信(贵州)投资基金管理有限公司 - 贵州茅台建信食品投资管理中心(有限合伙), 603589.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处,

000895.CH, 603517.CH, 002557.CH, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 600305.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 中国国旅集团有限公司, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 新希望(天津)商业保理有限公司, 四川正邦科技有限责任公司, 002705.CH, 000596.CH and 锦江国际(集团)有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH, 伊犁南岗化工有限责任公司, 皇氏集团华南乳品有限公司, 江西增鑫科技股份有限公司, 东营正邦生态农业发展有限公司 及 齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

603589.CH, 伊犁南岗化工有限责任公司, 皇氏集团华南乳品有限公司, 江西增鑫科技股份有限公司, 东营正邦生态农业发展有限公司 and 齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 9618.HK 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 9618.HK.

海通预计将(或者有意向)在未来三个月内从 2319.HK, 601888.CH, 002157.CH, 300896.CH 及 9618.HK 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 2319.HK, 601888.CH, 002157.CH, 300896.CH and 9618.HK.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 伊犁南岗化工有限责任公司, 皇氏集团华南乳品有限公司, 002557.CH, 江西增鑫科技股份有限公司, 东营正邦生态农业发展有限公司 及 齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 伊犁南岗化工有限责任公司, 皇氏集团华南乳品有限公司, 002557.CH, 江西增鑫科技股份有限公司, 东营正邦生态农业发展有限公司 and 齐齐哈尔丰源松盛智慧物流科技有限公司.

海通担任 600600.CH, 0168.HK, 0291.HK, 9633.HK, 3690.HK 及 9988.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 600600.CH, 0168.HK, 0291.HK, 9633.HK, 3690.HK and 9988.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):**

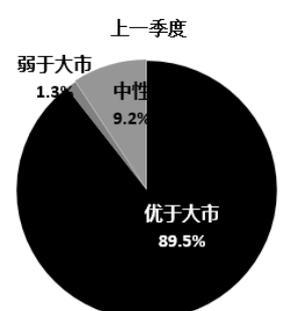
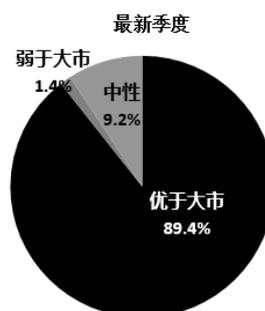
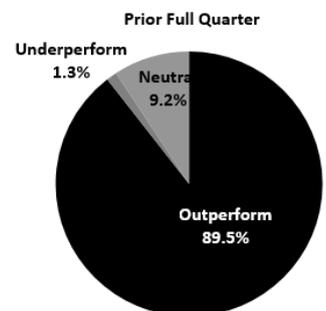
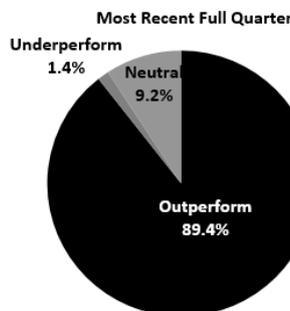
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains 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

**评级分布 Rating Distribution**



be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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

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

#### 截至 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 方均不承担或保证此处任何数据的原创性, 准确性和/或完整性, 并明确表示不作出任何明示或默示的担保, 包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用, 不得以任何形式复制或重新传播, 并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外, 信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券, 或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害, ESG 方均不承担与此处任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任, 也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿(包括利润损失)承担任何责任。

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

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

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

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

## 重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司(“HTISG”)的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外，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](http://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](http://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, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

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

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

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

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本研究,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](http://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](http://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>

---