

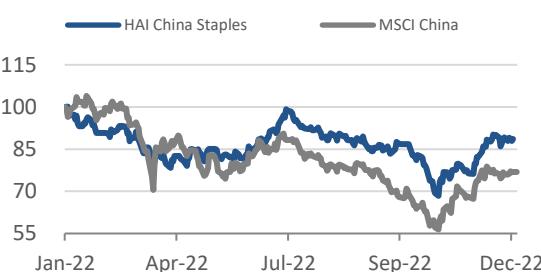
中国必需消费 China Staples

消费行业 1 月投资策略：基本面先抑，必选品优先

The Fundamentals Should be Suppressed First, and the Staples Should be Preferred

观点聚焦 Investment Focus

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



Related Reports

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) (4 Dec 2022)

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)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：消费进入先抑阶段。随着疫情管控放开，全国各地新增患者短期急剧增长，先后达到和跨过峰值。居民消费呈现明显分化，已过峰地区人流、物流快速增长，接近放开前期；待过峰地区人们出行则过于谨慎，人流、物流急剧下降，甚至创疫情期间新低。我们预计达峰后 1 个月内就可能恢复至放开前水平，但距离疫情前水平仍需较长时间。

成本：现货成本跌幅收窄。12 月消费品成本指数多数下行，除啤酒期货快速走强 6.45%，调味品和软饮料期货上涨 2.82%/1.27%，其他行业成本均有下降。具体来看，玻璃期货涨幅接近 20%，塑料期货和铝材现货上涨 4.90%/3.36%，纸浆期货下滑 3.67%。直接原材料方面，除蔬菜、白糖期货上涨 15.07%/4.69%，其他品种均有下跌，大豆期货跌超 7%，豆粕现货下跌 5.89%，棕榈油现货、期货环比 11 月下降 5.59%/2.84%，大包粉、鸡肉跌幅达 4.45%/3.51%。能源价格方面，布油价格跌势延续，现货、期货下滑 6.56%/3.71%。

资金：外资连续两月大幅流入。截至 2022 年 12 月 30 日，陆股通资金当月净流入 350.1 亿元 (11 月净流入 600.9 亿元)，其中沪股通净流入 96.1 亿元，深股通净流入 254.0 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.5%，较上月增加 0.23pct。港股通资金当月净流入 84.2 亿元 (11 月净流入 463.8 亿元)，必需消费板块市值占比为 3.7%，较上月提升 0.02pct。

估值：H 股相对更有吸引力。A 股食品饮料行业 PE (TTM) 处于 2011 年至 2019 年 (较新冠疫情前) 的 90% 分位 (34.7x)；子行业分位较低的是肉制品 (3%，18.0x)、保健品 (16%，25.8x) 和软饮料 (26%，32.9x)。H 股必需性消费行业处于 90% (22.7x)；子行业分位较低的是包装食品 (0%，13.8x)、超市及便利店 (0%，10.5x) 和乳制品 (4%，13.6x)。美股日常消费品行业处于 100% 分位 (24.9x)；子行业分位较低的是食品零售 (29%，12.6x) 和烟草 (44%，16.3x)。

建议：大涨后短期谨慎，乳制品第一推荐。11 月初至 12 月底 A 股食品饮料和 H 股必选消费指数分别上涨 29% 和 32%。随着疫情管控放开，参考国外经验，消费复苏可能先抑后扬。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，后期变化明朗后再布局可选消费。主要行业推荐排序为：乳制品=啤酒=高端白酒=养殖业=酒店>区域性白酒=调味品=餐饮=饲料>次高端白酒=方便食品。看多个股为蒙牛乳业、中国飞鹤、伊利股份、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、金龙鱼、牧原股份、大北农、锦江酒店、中国中免、美的集团、爱玛科技、李宁等；看空个股为水井坊、酒鬼酒、舍得酒业、古井贡酒、海天味业等。

风险提示：居民消费恢复缓慢，原材料价格反弹，人民币明显贬值，疫病再度影响。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

胡世炜 Shiwei Hu
sw.hu@htisec.com

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

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

1 2022年12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
10月营收	263	287	428	105	348	57	431
11月营收	234	353	410	100	375	58	369
12月营收	292	370	360	83	367	77	332
四季度营收	138	1010	1197	288	1090	192	1132
2022年营收	3248	3428	5029	1690	4193	808	6174
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%	-3.7%	3.9%	2.3%	3.0%
12月同比%	9.2%	-20.9%	5.0%	-4.7%	2.1%	4.9%	-5.5%
四季度同比%	13.3%	-20.1%	8.3%	-3.5%	3.4%	4.3%	-1.1%
2022年同比%	17.7%	-9.7%	7.5%	-4.2%	5.9%	8.1%	4.9%

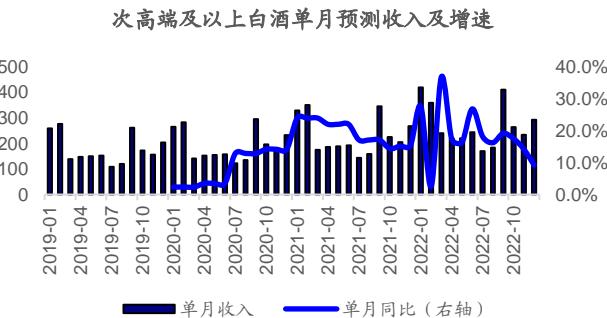
资料来源：HTI

海通国际预测，12月国内次高端及以上白酒行业收入为292亿元，同比增长9.2%，较11月环比增长24.9%。2022全年收入为3248亿元，累计同比提升17.7%。预期疫情在12月末至1月上旬到达高点，短期影响终端动销，渠道库存仍高于去年同期水平。展望2023年，看好白酒消费场景的恢复和消费升级的持续进行，因为疫情高峰到来时点较早，春节白酒消费也可能好于预期。

大众及以下白酒行业收入为370亿元，较去年同期下降20.9%，较11月环比增长4.8%。2022全年收入为3428亿元，累计同比下降9.7%。持续三年的疫情，严重影响了居民收入水平和消费能力。管控措施放开后，短期内感染病例冲上高峰，进一步抑制居民消费意愿，叠加去年高基数影响，同比下滑较多。

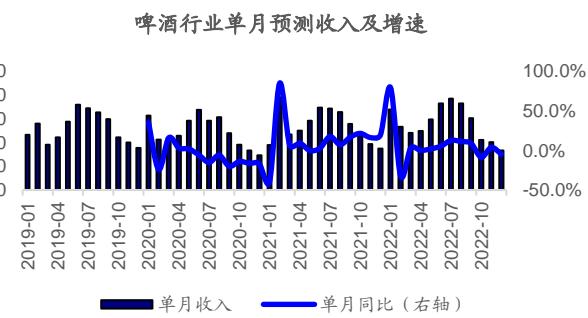
啤酒行业收入为83亿元，同比下滑4.7%，较11月环比下降17.4%。2022全年收入为1690亿元，累计同比提升4.2%。2022年大局已定，在年终渠道开放管控快速放开的环境下，酒企普遍将业绩重心放到2023年，因此本月经销商备货意愿普遍不足，叠加去年同期基数较高，因此同比增速为负。

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 367 亿元，同比提升 2.1%，较 11 月环比下降 2.3%。2022 全年收入为 4193 亿元，累计同比提升 5.9%。预期疫情在 12 月末到达高点，短期影响调味品在 B 端餐饮渠道表现，4Q22 经销商为完成全年目标和获得返点激励，预期渠道库存环比有所增加。展望 2023 年，看好餐饮场景恢复对 B 端调味品需求增加，行业将进入微笑曲线右侧恢复阶段。

乳制品行业收入为 360 亿元，较去年同期增长 5.0%，较 11 月环比下滑 12.1%。2022 全年收入为 5029 亿元，累计同比增长 7.5%。12 月受到疫情管控政策大幅调整影响，各地病例数激增，商超人流下滑，部分乳制品消费场景缺失，乳制品需求环比降温明显，经销商对 Q4 春节备货较为谨慎，需理性预期。但我们认为疫情过峰速度可能较快，明年 Q1 开门红或好于市场预期，叠加后期低基数效应，我们持续看好乳企 2023 年全年业绩。

图3 调味品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图4 乳制品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

速冻食品行业收入为 77 亿元，同比提升 4.9%，较 11 月环比增长 31.8%。2022 全年收入为 808 亿元，累计同比提升 8.1%。速冻食品行业进入消费旺季，2C 端和团购渠道表现相对较好，短期由于疫情爆发影响 2B 端餐饮对速冻食品的需求。行业在 11-12 月受原材料如大豆油脂等压力集中提高出厂价，终端促销收窄。展望 2023 年，看好速冻食品在 B 端餐饮行业的需求恢复，以及中长期行业持续扩容。

软饮料行业收入为 332 亿元，同比下滑 5.5%，较 11 月环比下滑 9.9%。2022 全年收入为 6174 亿元，累计同比提升 4.9%。近期各地疫情逐步达峰，尽管春节旺季备货送礼场景提前，但需求端仍受一定压力，行业量增节奏有所放缓。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

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	2022/12/30	133.92	117.66	117.15	115.52	129.03	121.53
上周	2022/12/23	133.91	117.53	117.09	114.13	129.55	121.40
上月	2022/11/30	134.89	119.18	118.33	117.64	129.46	122.15
今年年初	2022/1/1	147.54	125.63	126.81	123.31	123.73	138.41
去年同期	2021/12/30	150.14	126.85	127.97	124.49	123.77	140.63
较上周		0.00%	0.12%	0.05%	1.22%	-0.40%	0.10%
较上月		-0.72%	-1.28%	-0.99%	-1.79%	-0.33%	-0.51%
较今年年初		-9.23%	-6.34%	-7.62%	-6.31%	4.29%	-12.20%
较去年同期		-10.81%	-7.24%	-8.46%	-7.20%	4.26%	-13.58%

资料来源: Wind, HTI

截至 12 月 30 日, 啤酒成本现货指数为 133.92, 啤酒成本期货指数为 142.5。月度来看, 较上月同期啤酒成本现货指数下降 0.72%, 啤酒成本期货指数提升 6.45%。中长期看, 今年年初以来啤酒成本现货指数下降 9.23%, 啤酒成本期货指数提升 0.55%, 较去年同期, 啤酒成本现货指数下降 10.81%, 啤酒成本期货指数下降 0.56%。

调味品成本现货指数为 117.66, 调味品成本期货指数为 128.42。月度来看, 较上月同期调味品成本现货指数下降 1.28%, 调味品成本期货指数提升 2.82%。中长期看, 今年年初以来调味品成本现货指数下降 6.34%, 调味品成本期货指数下降 5.98%, 较去年同期, 调味品成本现货指数下降 7.24%, 调味品成本期货指数下降 6.77%。

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 117.15, 乳制品成本期货指数为 105.58。月度来看, 较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.99%, 乳制品成本期货指数下降 1.57%。中长期看, 今年年初以来乳制品成本现货指数下降 7.62%, 乳制品成本期货指数提升 3.76%, 较去年同期, 乳制品成本现货指数下降 8.46%, 乳制品成本期货指数提升 3.49%。

方便面成本现货指数为 115.52, 方便面成本期货指数为 126.55。月度来看, 较上月同期方便面成本现货指数下降 1.79%, 方便面成本期货指数下降 0.23%。中长期看, 今年年初以来方便面成本现货指数下降 6.31%, 方便面成本期货指数下降 1.02%, 较去年同期, 方便面成本现货指数下降 7.2%, 方便面成本期货指数下降 1.65%。

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 129.03，速冻食品成本期货指数为 130.09。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.33%，速冻食品成本期货指数下降 0.08%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 4.29%，速冻食品成本期货指数提升 4.69%，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 4.7%。

软饮料成本现货指数为 121.53，软饮料成本期货指数为 141.19。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 0.51%，软饮料成本期货指数提升 1.27%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 12.2%，软饮料成本期货指数下降 7.14%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 13.58%，软饮料成本期货指数下降 8.07%。

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12月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
12.3	乳制品	《全球及中国奶酪行业发展报告》发布 https://www.foodtalks.cn/news/39759
12.6	餐饮	《2022年度中国团餐发展报告》: 市场规模近1.8万亿, 增幅15.8% https://www.foodtalks.cn/news/39791
12.6	白酒	11月白酒月环比价格上涨 https://mp.weixin.qq.com/s/kz4iF18hy6-QXcuAWMX_4w
12.9	快消品	《2022年中国购物者报告, 系列二》发布: 不同消费品领域对价格下跌呈现出截然不同的反应 https://www.foodtalks.cn/news/39888
12.14	葡萄酒	银川谋划葡萄酒产值300亿 http://www.yinchuan.gov.cn/xwzx/mrdt/202212/t20221213_3885413.html
12.14	啤酒	中国精酿啤酒市场发展趋势研判——“精酿行业的四类痛点、两个判断、十大观点” https://mp.weixin.qq.com/s/u9L_JsRs0-nHbZYMu0jXQ
12.23	啤酒	华润董事长侯孝海最新2023年啤酒市场预判: 前低后高、全年中高增长 https://mp.weixin.qq.com/s/WLPlxXJW2liJ8aWWMSgRkg
12.23	餐饮	第一批“阳康”坐满餐厅, 北京餐饮活过来了 https://www.foodtalks.cn/news/40196
12.28	速冻食品	洞察2022: 一文了解速冻食品行业发展现状 https://www.foodtalks.cn/news/40263
12.30	乳制品	2022年终盘点 乳业后疫情时代: 时来易失, 赶机在速 https://www.foodtalks.cn/news/40330

资料来源: wind, HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2022年12月消费公司公告

日期	公司	摘要
12.2	百润股份	关于回购股份的进展公告: 截至2022年11月30日, 公司以集中竞价方式已累计回购公司股份6,935,056股, 占公司总股本1,050,159,955股的0.6604%, 最高成交价为35.85元/股, 最低成交价为21.89元/股, 已使用资金总额200,280,874.39元(不含交易费用)。本次回购股份资金来源为公司自有资金, 回购价格未超过回购方案中拟定的上限, 本次回购符合公司回购方案及相关法律法规的要求。
12.5	龙大美食	关于回购公司股份的进展公告: 截至2022年11月30日, 公司本次累计已回购股份3,018,060股, 占公司总股本的比例为0.28%, 成交总金额为人民币28,265,619.80元(不含交易费用), 最高成交价为人民币9.47元/股, 最低成交价为人民币9.28元/股。
12.5	千味央厨	关于股东减持股份的预披露公告: 郑州千味央厨食品股份有限公司(以下简称“公司”或“本公司”)近日收到持股5%以上股东深圳前海新希望创富一号投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“前海新希望”)出具的《股东减持计划告知函》, 前海新希望计划自本公告披露之日起十五个交易日后的三个月内以集中竞价方式或自本公告披露之日起三个交易日后的三个月内以大宗交易方式减持其持有公司股份合计不超过2,599,200股, 即不超过公司总股本的3%。本次减持计划实施完毕后, 前海新希望将不再是公司持股5%以上股东。
12.9	新希望	2022年11月生猪销售情况简报: 公司2022年11月销售生猪169.10万头, 环比变动16.18%, 同比变动86.99%; 收入为33.54亿元, 环比变动-7.04%, 同比变动118.63%; 商品猪销售均价22.30元/公斤, 环比变动-13.67%, 同比变动44.24%。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。
12.16	牧原股份	关于回购公司股份的报告书: 牧原食品股份有限公司拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购公司发行的人民币普通股(A股), 本次回购总金额不低于人民币10亿元且不超过人民币20亿元(均含本数), 回购价格不超过人民币72.24元/股(含本数)。按回购金额上限人民币20亿元、回购价格上限72.24元/股测算, 预计可回购股数约为2,768.55万股, 占公司目前总股本的0.5059%; 按回购金额下限人民币10亿元、回购价格上限72.24元/股测算, 预计可回购股数约为1,384.27万股, 占公司目前总股本的0.2530%。
12.20	温氏股份	关于首次回购公司股份的公告: 公司于2022年12月16日首次通过股票回购专用账户以集中竞价交易方式实施回购, 回购公司股份数量为33.18万股, 占公司总股本的0.01%。本次回购股份的最高成交价为18.70元/股, 最低成交价为18.67元/股, 成交总金额为620.28万元(不含交易费用)。
12.23	安井食品	股东减持股份进展公告: 2022年12月22日公司收到公司董事、总经理张清苗先生提交的《关于实施股份减持计划数量过半的告知函》, 张清苗先生通过集中竞价方式减持85.10万股, 累计减持比例为0.29%, 已超过其减持计划数量的一半。截至2022年12月22日收盘, 张清苗先生本人持有安井食品762.30万股, 约占公司总股本的2.60%。
12.27	傲农生物	关于2023年度为产业链合作伙伴提供担保的公告: 被担保方: 福建傲农生物科技集团股份有限公司及下属子公司的下游客户、产业链供应商、公司养殖放养业务的合作养户等产业链合作伙伴。计划担保金额及已实际为其提供的担保余额: 公司及下属子公司2023年度拟为上述被担保方提供的担保金额不超过人民币12亿元。截至2022年11月30日, 公司及下属子公司对下游客户、产业链供应商、公司养殖放养业务的合作养户等产业链合作伙伴的实际担保余额为57,615.17万元。
12.28	嘉必优	原持股5%以上股东集中竞价减持股份结果公告: 2022年6月8日, 公司披露持股5%以上股东集中竞价减持股份计划公告, 嘉必优有限公司拟通过集中竞价方式, 自2022年6月29日起六个月内减持其持有的公司股份, 减持数量合计不超过2,400,000股, 占公司总股本的比例不超过2.00%(详见公司公告: 2022-034)。截至2022年12月26日, 嘉必优有限公司累计减持公司股份2,400,000股, 占公司总股本的2.00%, 本次减持计划已实施完毕。
12.30	金禾实业	关于回购公司股份实施完成暨股份变动的公告: 截至2022年12月29日, 在本次回购方案中, 公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份2,896,325股, 占公司目前总股本的0.52%, 最高成交价为39.00元/股, 最低成交价为32.10元/股, 成交金额99,993,161.07元(不含交易费用)。至此, 公司本次回购股份方案已实施完毕, 本次回购符合相关法律法规的要求, 符合既定的回购股份方案。

资料来源: wind, HTI

表5 2022年12月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
12.3	杜康酒业	陕西杜康万吨基酒项目五千吨建成投产 http://www.wnnews.cn/p/95524.html
12.3	百威亚太	今天，百威中国高层擘画五大增长策略，非啤酒业务划好重点：即饮、高端能量饮料、烈酒都要干！ https://mp.weixin.qq.com/s/YaR88BdweWYNpPfWK1OM0Q
12.8	华润啤酒	雪花黑龙江公司目标产值超10亿 https://mp.weixin.qq.com/s/rCnIHRjEXIs6skha_hmgA
12.9	娃哈哈	娃哈哈发力矿泉水赛道 https://new.qq.com/rain/a/20221207A07SI0Q
12.10	桃李面包	桃李面包投资20亿，布局华南烘焙食品中心 https://www.foodtalks.cn/news/39904
12.16	洋河股份	洋河股份召开经销商大会 http://stock.10jqka.com.cn/20221214/c643614959.shtml
12.20	五粮液	五粮液第二十六届12·18共商共建共享大会召开 https://mp.weixin.qq.com/s/sfvFTYLc_vZVr_Z5aAXLw
12.24	郎酒	郎酒庄园十二生肖酒正式亮相 https://mp.weixin.qq.com/s/Wk8-fzmR9MjluiCMN51vOw
12.30	百果园	百果园将于2023年1月16日在港交所正式挂牌上市 https://www.foodtalks.cn/news/40339
12.31	海底捞	海底捞海外业务上市首日收涨42% https://news.sina.com.cn/o/2022-12-30/doc-imxynhxc2580995.shtml#/

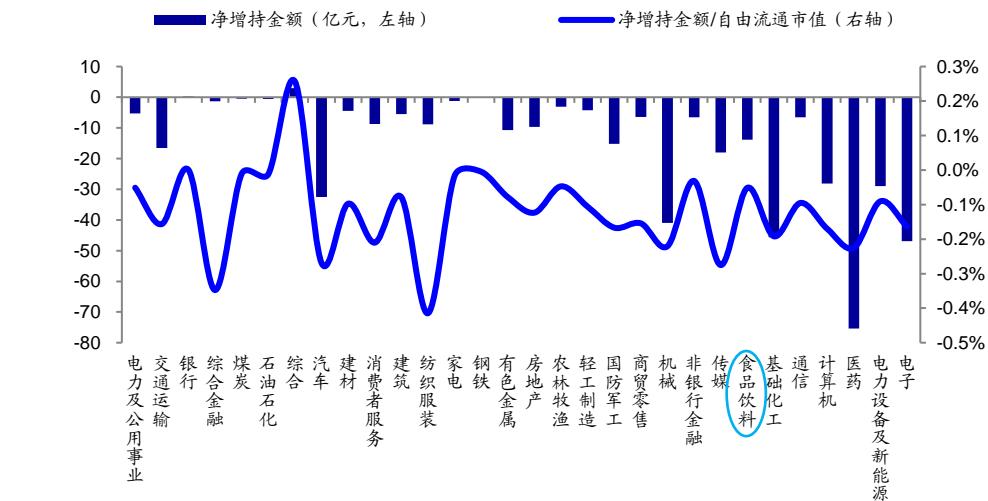
资料来源：wind, HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 A股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，2022年12月电力及公用事业和交通运输行业净增持额最大，分别为-5.31和-16.57亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.05%和-0.16%；电子和电力设备及新能源行业净减持额最大，分别为46.93和28.94亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.16%和-0.16%。

图13 2022年12月行业净增持额&净减持额/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12月30日

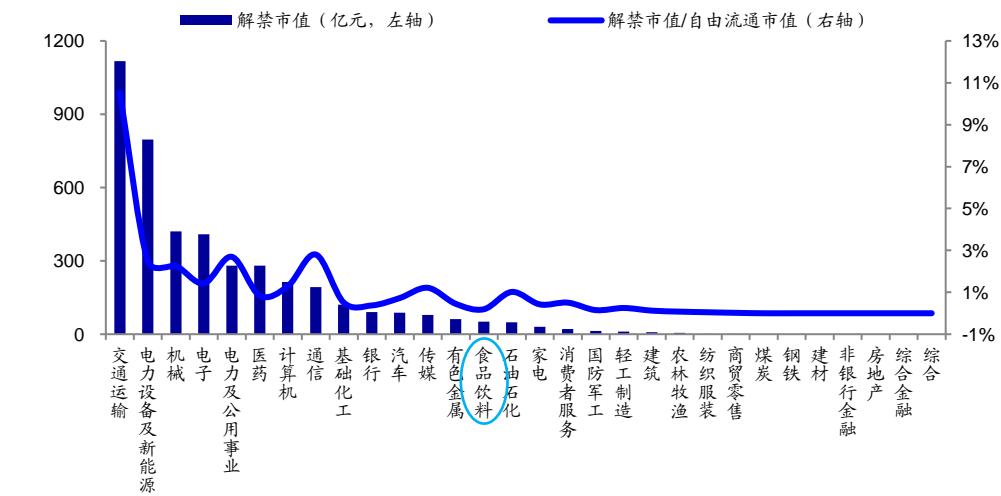
表6 2022年12月产业资本增减持个股

个股	增减持市值(亿元)	占流通市值比(%)
安井食品	-5.94	-1.78
东鹏饮料	-1.36	-2.03
香飘飘	-1.08	-12.59
千味央厨	-0.87	-3.03
盐津铺子	-0.80	-1.74
三只松鼠	-0.73	-1.42
天佑德酒	-0.71	-1.78
劲仔食品	-0.69	-3.24
熊猫乳品	-0.35	-3.08
嘉必优	-0.34	-1.18
好想你	-0.33	-1.50
威龙股份	-0.30	-1.90
桃李面包	-0.26	-0.40
庄园牧场	-0.23	-2.23
金达威	-0.21	-0.40
元祖股份	-0.14	-0.81
甘源食品	-0.13	-0.47
海欣食品	-0.12	-0.72
泸州老窖	-0.04	0.00
双塔食品	-0.03	-0.08
青岛啤酒	-0.01	0.00
舍得酒业	0.03	0.01
中葡股份	0.79	2.04

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

2023年1月交通运输、电力设备及新能源、机械行业解禁金额最大,解禁金额分别为1117.1、796.8、420.8亿元,解禁市值/自由流通市值分别为10.54%、2.49%、2.26%。

图14 2023年1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12月30日

表7 2023年1月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值(亿元)	占总市值比(%)
妙可蓝多	32.15	19.57
益客食品	12.54	16.34
百合股份	5.80	22.33
泉阳泉	1.04	2.15

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、钢铁、电力及公用事业、非银行金融、煤炭。

表8 一级行业大额买入与资金流向(20221226-20221230)

	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
银行	81.51%	62.30%	-11.53%	15.16%
钢铁	78.30%	76.23%	-15.98%	91.39%
电力及公用事业	78.28%	75.82%	-6.82%	100.00%
非银行金融	78.05%	22.95%	-6.87%	90.98%
煤炭	77.86%	72.54%	-23.36%	95.90%
石油石化	77.84%	45.49%	-10.11%	84.02%
建筑	77.72%	27.87%	-13.37%	81.15%
综合金融	77.49%	33.61%	-2.21%	85.66%
商贸零售	77.18%	22.13%	0.30%	79.51%
通信	76.83%	73.77%	-1.89%	8.20%
房地产	76.76%	37.30%	-15.53%	90.57%
纺织服装	76.44%	2.87%	-4.40%	82.38%
建材	76.20%	20.49%	-10.44%	92.21%
综合	76.19%	17.21%	-6.87%	87.70%
传媒	75.92%	1.23%	-5.70%	11.48%
农林牧渔	75.92%	48.36%	-6.25%	86.48%
轻工制造	75.87%	40.98%	-6.68%	55.33%
交通运输	75.16%	12.30%	-8.50%	99.59%
医药	74.35%	62.30%	3.78%	9.84%
有色金属	74.27%	49.18%	-6.54%	54.10%
计算机	74.26%	6.56%	5.94%	54.10%
国防军工	74.20%	47.13%	11.22%	31.56%
消费者服务	74.05%	100.00%	-4.63%	100.00%
基础化工	73.99%	25.82%	-2.85%	100.00%
家电	73.69%	32.38%	-7.51%	52.46%
机械	72.94%	2.87%	-2.37%	84.43%
汽车	72.46%	17.62%	-1.42%	97.95%
电力设备及新能源	71.58%	5.74%	-1.93%	100.00%
电子	70.93%	5.74%	-3.35%	83.20%
食品饮料	69.08%	99.18%	-5.11%	59.43%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2022 年 12 月 30 日，食品饮料、消费者服务、电力设备及新能源、汽车、医药的行业拥挤度相对较高，银行和食品饮料的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

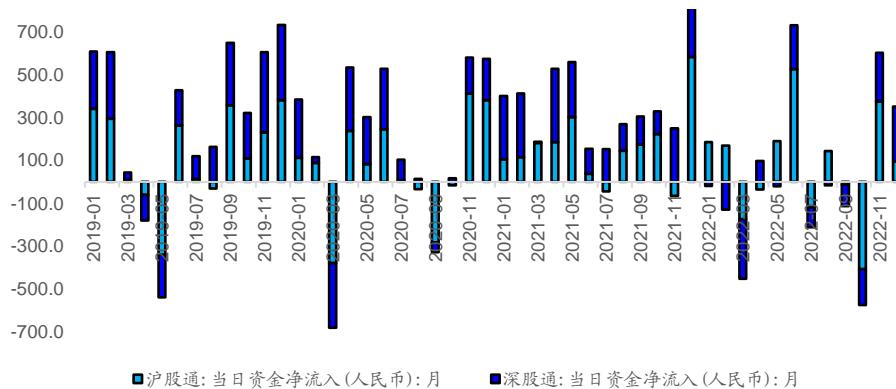
行业名称	20221230 拥挤度	20221130 拥挤度	拥挤度变化
食品饮料	1.32	0.95	0.37
消费者服务	1.18	1.2	-0.01
电力设备及新能源	0.92	1.22	-0.3
汽车	0.81	1.12	-0.3
医药	0.6	0.53	0.07
机械	0.38	1.01	-0.63
家电	0.32	0.02	0.3
电子	0.31	0.28	0.03
基础化工	0.29	0.48	-0.19
房地产	0.26	0.17	0.08
纺织服装	0.09	0.16	-0.07
建筑	0.04	-0.25	0.29
煤炭	0.03	0.18	-0.14
交通运输	0.01	-0.12	0.13
计算机	-0.09	-0.17	0.07
建材	-0.12	-0.19	0.07
石油石化	-0.13	0	-0.14
电力及公用事业	-0.22	0.09	-0.31
综合	-0.25	-0.01	-0.24
银行	-0.26	-0.64	0.37
商贸零售	-0.31	-0.3	-0.01
传媒	-0.37	-0.28	-0.09
非银行金融	-0.38	-0.68	0.3
农林牧渔	-0.4	-0.53	0.14
轻工制造	-0.42	-0.41	-0.01
有色金属	-0.43	-0.01	-0.42
钢铁	-0.47	-0.39	-0.08
国防军工	-0.5	-0.03	-0.47
通信	-0.94	-1.26	0.33

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

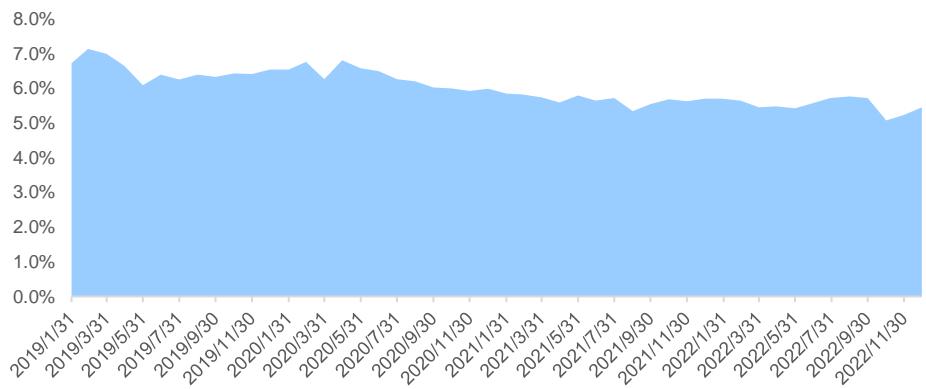
截至 2022 年 12 月 30 日，陆股通资金当月净流入 350.1 亿元（上月净流入 600.9 亿元），其中沪股通净流入 96.1 亿元，深股通净流入 254.0 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.5%，较上月增加 0.23pct。

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 12 月 30 日

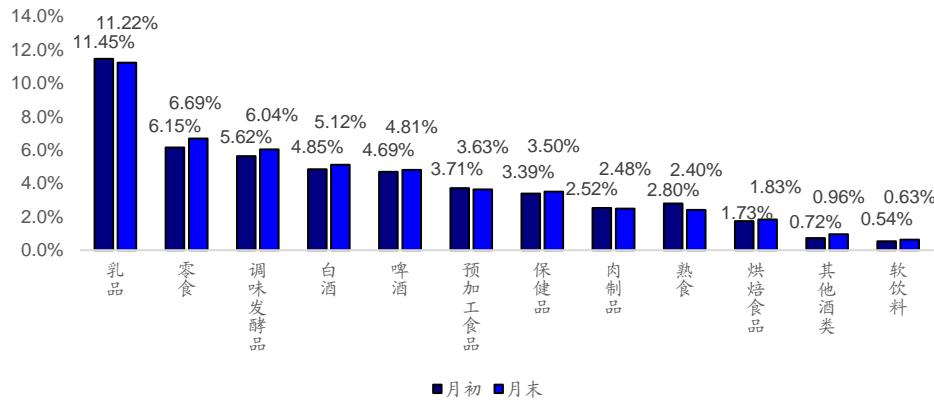
图16 食饮板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

乳品行业陆股通占比为 11.22%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，陆股通持股占比靠后的子行业分别为软饮料（0.63%）和其他酒类（0.96%）。零食陆股通市值占比为 6.69%，在子板块中月末较月初增持最多（0.54pct），熟食陆股通市值占比为 2.40%，在子板块中月末较月初减持最多（-0.40pct）。

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 12 月 30 日

从陆股通持股市值来看，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（6.8%）、五粮液（5.9%）、海天味业（6.7%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（22.7%）陆股通占比最高，伊利股份（17.2%）和安琪酵母（9.7%）次之。其中，涪陵榨菜陆股通月末较月初减持最多（-0.95pct），水井坊陆股通增持最多（2.99pct）。

表10 食饮板块陆股通持股情况

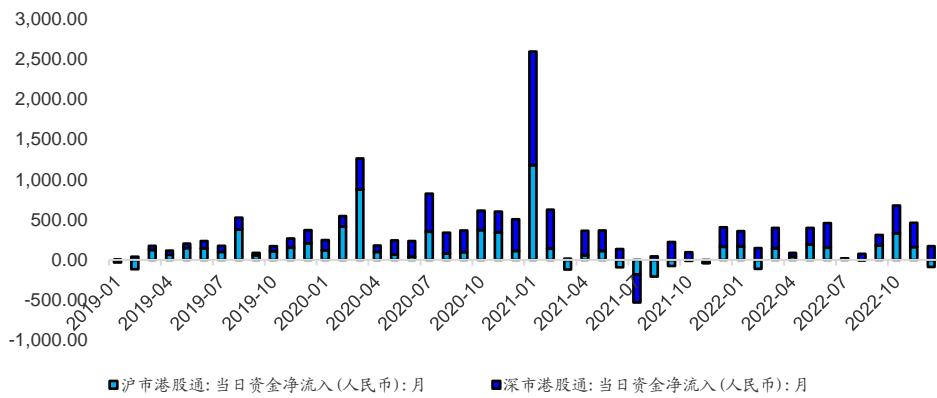
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.8	6.6	0.14	1	洽洽食品	22.7	21.1	1.62
2	五粮液	5.9	5.0	0.88	2	伊利股份	17.2	17.4	-0.19
3	海天味业	6.7	6.5	0.18	3	安琪酵母	9.7	9.8	-0.10
4	山西汾酒	2.7	2.4	0.3	4	涪陵榨菜	8.9	9.9	-0.95
5	泸州老窖	3.1	3.1	-0.01	5	重庆啤酒	8.6	9.3	-0.71
6	洋河股份	2.5	2.2	0.31	6	中炬高新	7.9	5.2	2.63
7	伊利股份	17.2	17.4	-0.19	7	贵州茅台	6.8	6.6	0.14
8	古井贡酒	1.7	1.7	0.05	8	海天味业	6.7	6.5	0.18
9	青岛啤酒	3.8	3.2	0.63	9	安井食品	6.3	6.5	-0.14
10	双汇发展	3.3	3.3	0.04	10	水井坊	6.3	3.3	2.99

资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

2.3 港股通跟踪

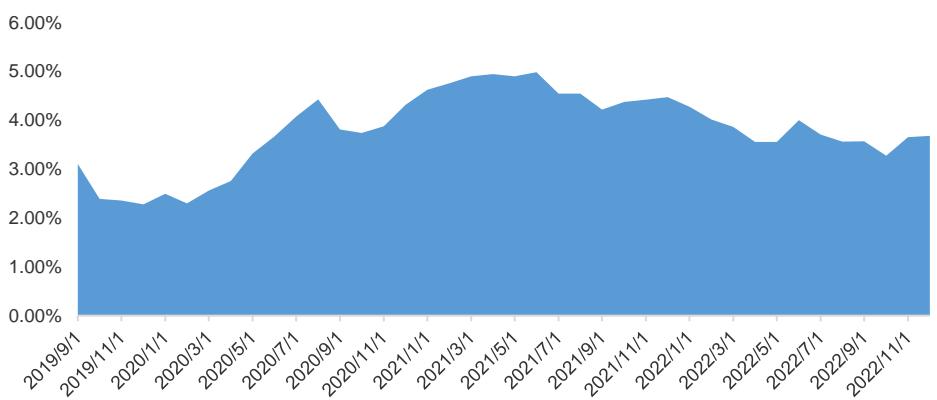
截至 2022 年 12 月 30 日，港股通资金当月净流入 84.2 亿元（上月净流入 463.8 亿元），必需消费板块市值占比为 3.7%，较上月提升 0.02pct。

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 12 月 30 日

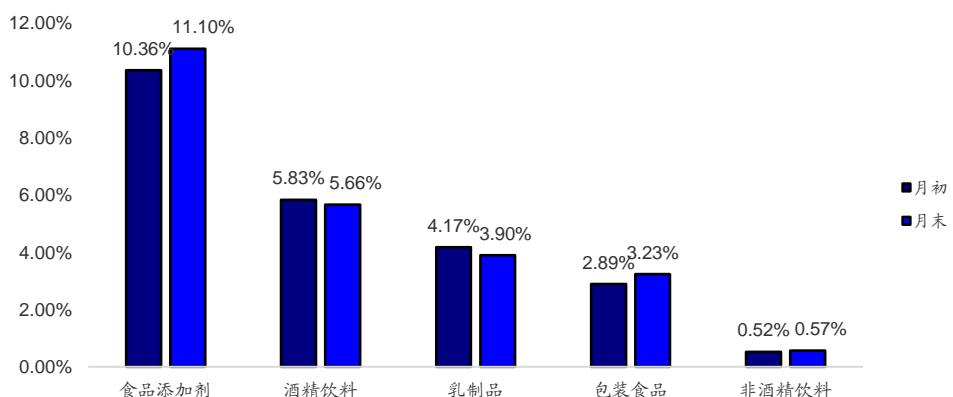
图19 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.1%，较月初增持 0.75pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.7%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（0.6%）、包装食品（3.2%）和乳制品（3.9%）。

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 12 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（0.2%）、华润啤酒（13.2%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（24.8%）港股通比例最高，周黑鸭（20.9%）次之。

表11 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比（%）	月初持股占比（%）	持股变化（pct）		证券简称	月末持股占比（%）	月初持股占比（%）	持股变化（pct）
1	农夫山泉	1.1	1.1	0.08	1	青岛啤酒	24.8	25.2	-0.36
2	百威亚太	0.2	0.1	0.03	2	周黑鸭	20.9	19.5	1.49
3	华润啤酒	13.2	13.0	0.18	3	华宝国际	18.8	18.9	-0.10
4	蒙牛乳业	2.9	3.4	-0.52	4	颐海国际	14.8	13.7	1.13
5	青岛啤酒	24.8	25.2	-0.36	5	华润啤酒	13.2	13.0	0.18
6	康师傅	0.9	0.8	0.06	6	现代牧业	7.3	7.2	0.07
7	中国旺旺	0.1	0.1	0.03	7	中国飞鹤	6.3	6.3	0.04
8	中国飞鹤	6.3	6.3	0.04	8	中烟香港	6.3	6.2	0.08
9	达利食品	3.2	3.3	-0.03	9	优然牧业	6.1	5.9	0.18
10	统一	0.3	0.3	0.01	10	西藏水资源	5.2	5.2	0.00

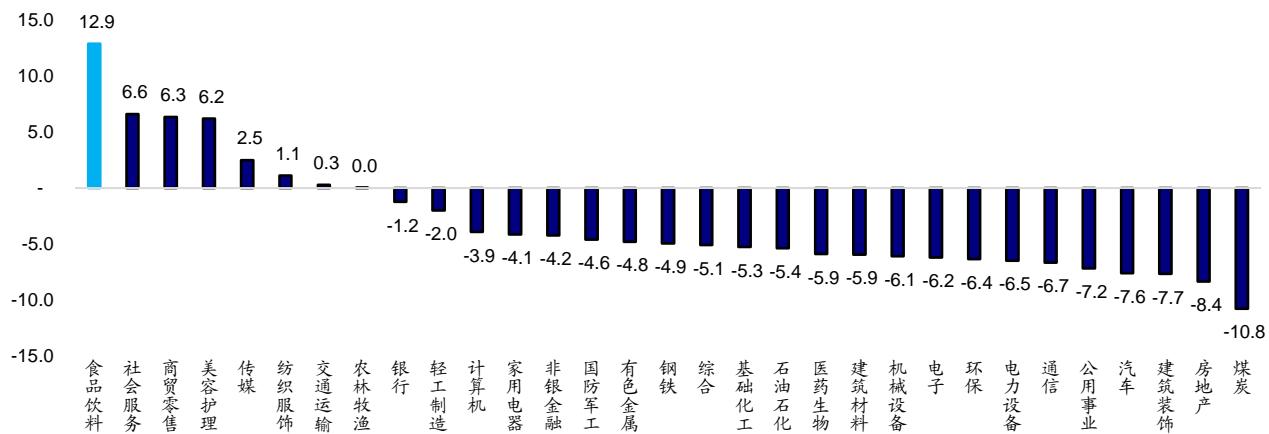
资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

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，12月份食品饮料、社会服务、商贸零售和美容护理涨幅居前，分别上涨12.9%、6.6%、6.3%和6.2%；煤炭和房地产行业跌幅居前，分别下跌10.8%和8.4%。食品饮料板块涨跌幅在31个行业分类中位居第1名，较上月(13.6%)上升4名。

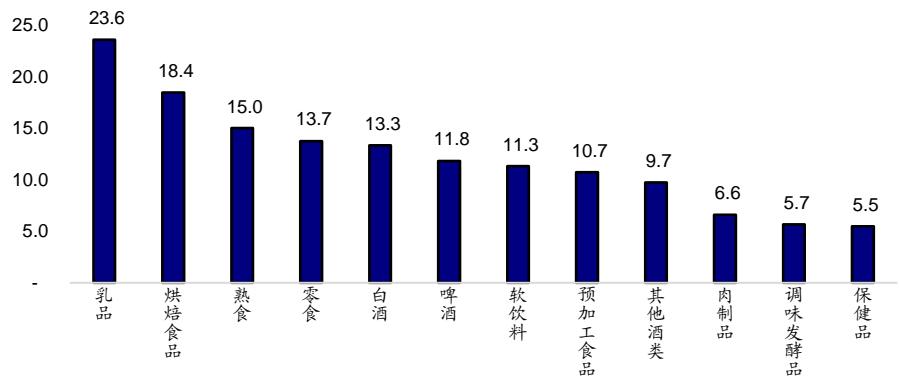
图21 2022年12月A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至2022年12月30日

12月份食品饮料子行业全线收涨，其中乳品(23.6%)、烘焙食品(18.4%)和熟食(15.0%)涨幅居前；涨幅较窄的行业是保健品(5.5%)和调味发酵品(5.7%)。

图22 2022年12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12月30日

表12 A股饮食板块 12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	21695	1727	9.4	1	水井坊	412	84	34.6
2	五粮液	7014	181	15.2	2	迎驾贡酒	502	63	31.3
3	海天味业	3689	80	13.1	3	口子窖	346	58	22.7
4	山西汾酒	3477	285	11.3	4	今世缘	639	51	21.2
5	泸州老窖	3301	224	20.6	5	泸州老窖	3,301	224	20.6
6	洋河股份	2419	161	13.5	6	老白干酒	252	28	18.0
7	伊利股份	1984	31	7.5	7	金徽酒	136	27	17.9
8	古井贡酒	1225	267	12.0	8	桃李面包	205	15	17.6
9	青岛啤酒	1214	108	6.1	9	妙可蓝多	164	32	16.6
10	双汇发展	898	26	2.7	10	酒鬼酒	448	138	16.3

资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

3.2 H股行业涨跌幅表现

从 H 股行业涨跌幅来看，12 月份全线收涨，医疗保健业（9.5%）、非必需性消费（8.1%）和金融业（6.5%）涨幅居前；原材料（0.2%）、能源业（1.4%）和工业（1.7%）涨幅较窄。必需性消费（5.2%）在 12 个一级行业中排名第 4 名，较上个月（12.0%）提升 3 名。

必需性消费子行业中，除食品添加剂下跌 2.8%，其他行业均收涨，其中超市及便利店领涨（14.6%），酒精饮料（12.7%）和非酒精饮料（10.1%）紧随其后。

图23 2022年12月H股一级行业涨跌幅(%)

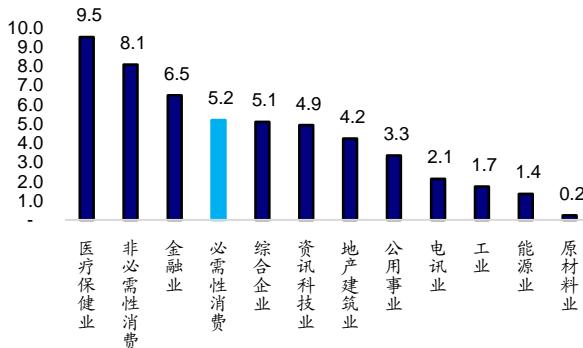
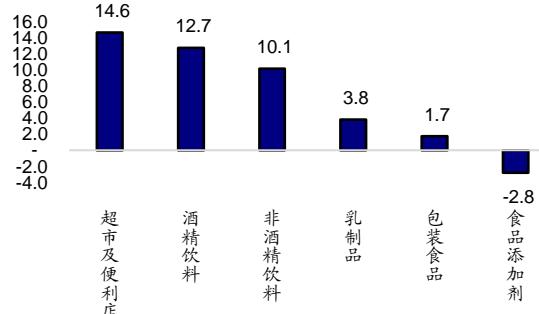


图24 2022年12月H股必需消费二级行业涨跌幅(%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 恒生饮食板块 12 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	4960	44	-2.2	1	统一企业	337	8	14.2
2	百威亚太	3251	25	9.6	2	颐海国际	289	28	14.0
3	华润啤酒	1770	55	1.9	3	周黑鸭	134	6	13.8
4	蒙牛乳业	1400	35	1.7	4	百威亚太	3251	25	9.6
5	青岛啤酒	1358	77	5.8	5	康师傅	776	14	8.0
6	康师傅	776	14	8.0	6	青岛啤酒	1358	77	5.8
7	中国旺旺	620	5	0.3	7	卫龙	248	11	5.4
8	中国飞鹤	603	7	4.9	8	中国飞鹤	603	7	4.9
9	达利食品	488	4	-3.5	9	华润啤酒	1770	55	1.9
10	统一企业	337	8	14.2	10	蒙牛乳业	1400	35	1.7

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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, 12 月全线收跌, 其中电信业务 (-8.7%)、可选消费 (-8.6%) 跌幅居前, 日常消费品行业下跌 4.8%, 在 11 个美股一级行业中排名第 3 名, 较上一个月 (2.8%) 提升 3 名。

日常消费品子行业中, 除食品分销商上涨 3.7%, 其他子行业均下跌, 大卖场与超市 (-14.2%) 和葡萄酒 (-9.3%) 跌幅居前。

图25 2022 年 12 月美股一级行业涨跌幅 (%)

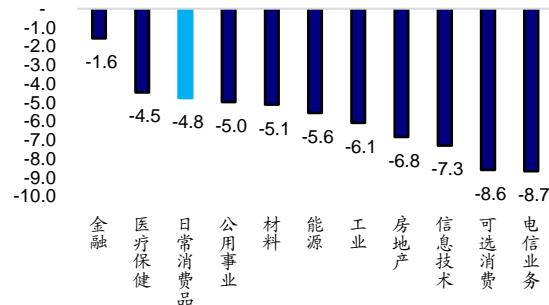
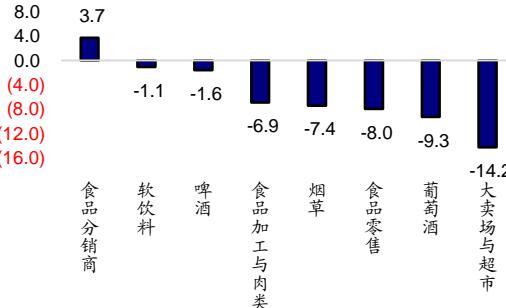


图26 2022 年 12 月美股日常消费品行业子板块涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 12 月涨跌幅情况

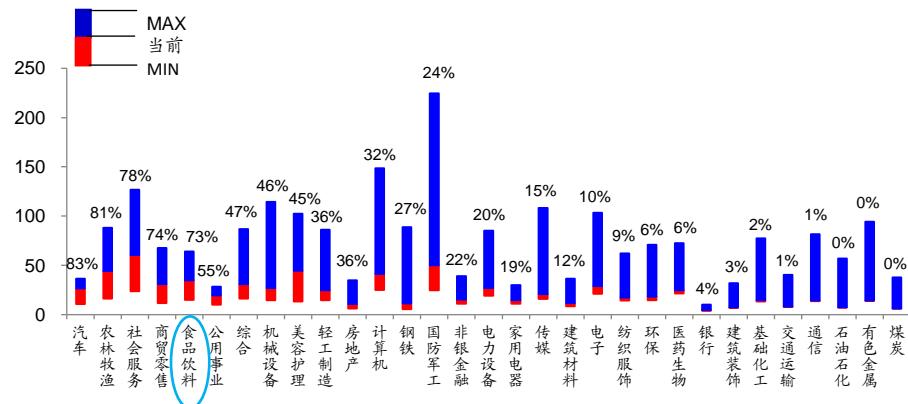
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨跌 幅 (%)
1	沃尔玛	3824	142	-6.6	1	莫尔森库尔斯酒 业-A	105	77	6.0
2	可口可乐	2751	64	0.0	2	康宝浓汤	170	57	5.7
3	百事	2489	181	-2.0	3	可口可乐欧洲合 伙	252	55	4.2
4	开市客	2026	457	-15.3	4	卡夫亨氏	499	41	3.5
5	菲利普莫 里斯国际	1569	101	2.8	5	斯马克	169	158	2.9
6	可口可乐 凡萨瓶装	1141	68	-0.6	6	菲利普莫里斯国 际	1,569	101	2.8
7	百威英博	1039	60	2.0	7	蓝威斯顿	129	89	2.8
8	帝亚吉欧	1000	178	-4.5	8	百威英博	1,039	60	2.0
9	亿滋国际	910	67	-0.8	9	康尼格拉	185	39	1.9
10	英美烟草	884	40	-1.4	10	奥驰亚	819	46	0.2

资料来源: wind, HTI, 数据截至 12 月 30 日

4 估值水平

4.1 A股行业估值表现

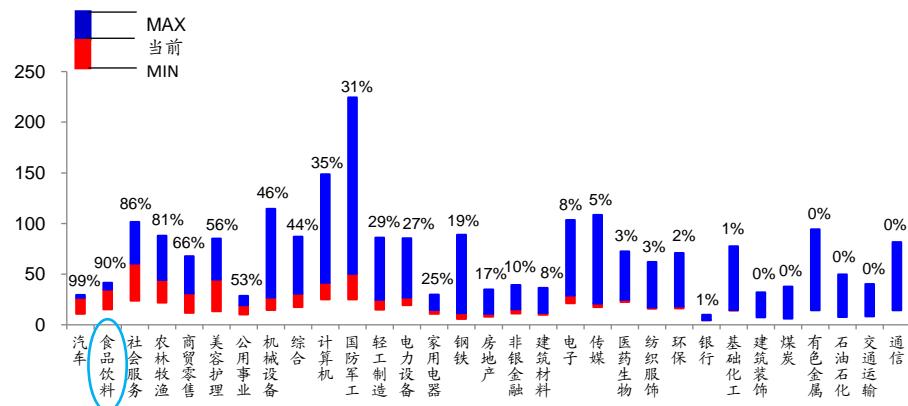
图27 A股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

截至 2022 年 12 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 11 个, 包括煤炭、有色金属和石油石化等; 食品饮料的 PE 历史分位数为 73% (34.7x), 较上月末 (59%, 31.4x) 有所提升, 在 31 个行业中排名第 5 名。

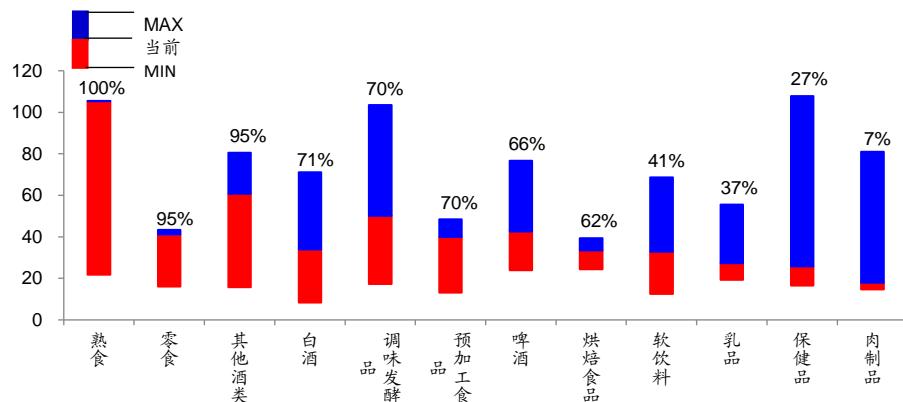
图28 A股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 12 月 30 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 14 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 90%, 较上月 (75%) 有所提升, 在 31 个行业中排名第 2 名。

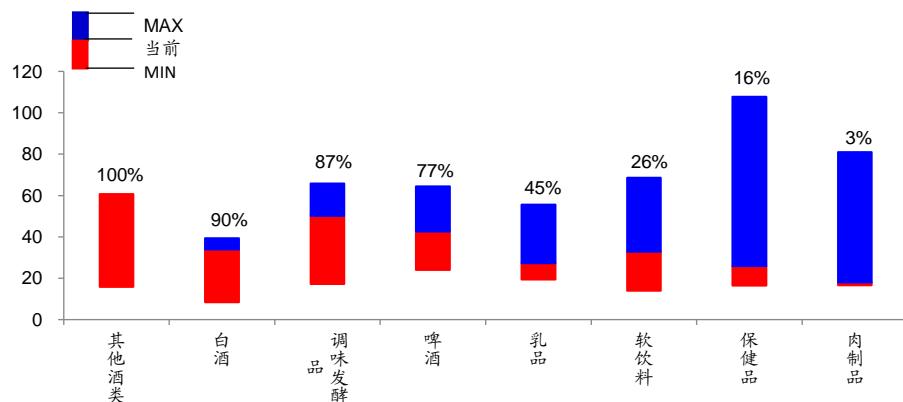
图29 A股食品饮料子行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 (7%)、保健品 (27%) 和乳品 (37%)。PE 绝对值最低的行业分别是肉制品 (18.0x)、保健品 (25.8x)、乳品 (27.2x)。

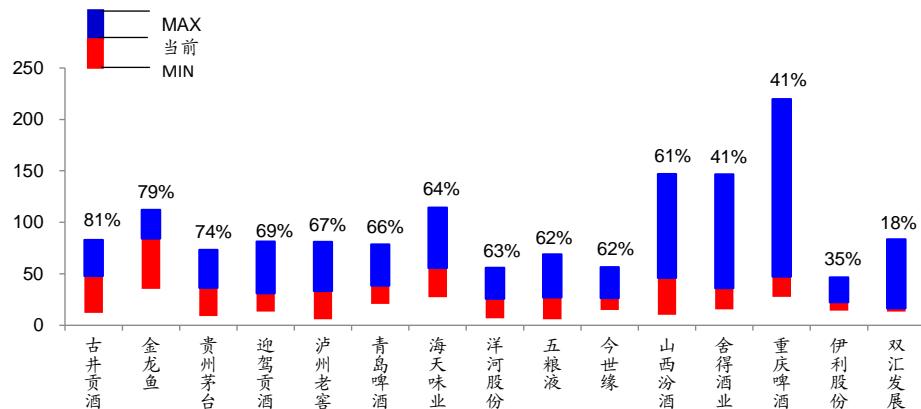
图30 A股食品饮料子行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

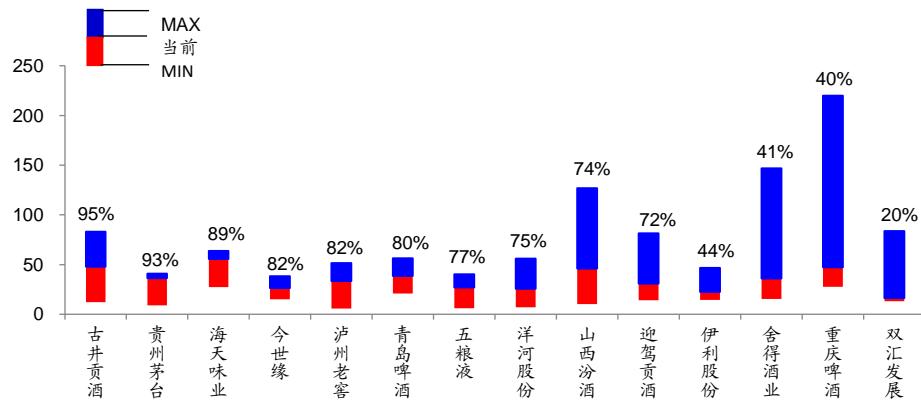
A股食品饮料子行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业有肉制品 (3%)、保健品 (16%) 和软饮料 (26%)。

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12月30日（异常值剔除如下：舍得酒业201403-201610；重庆啤酒201604-201704）

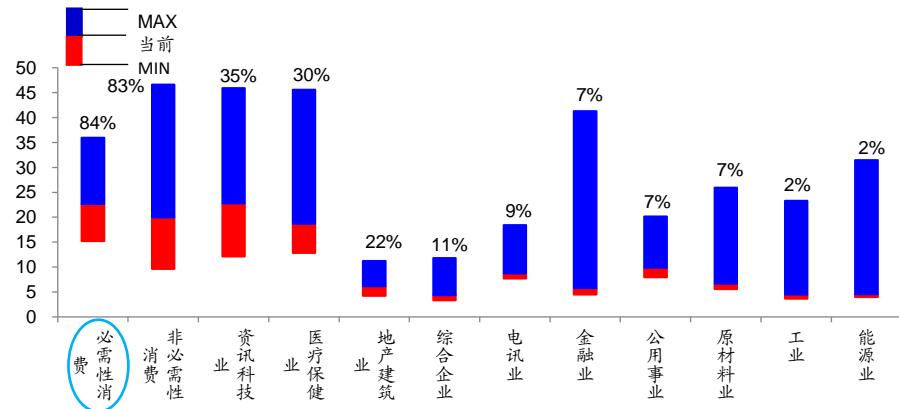
图32 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2022年12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

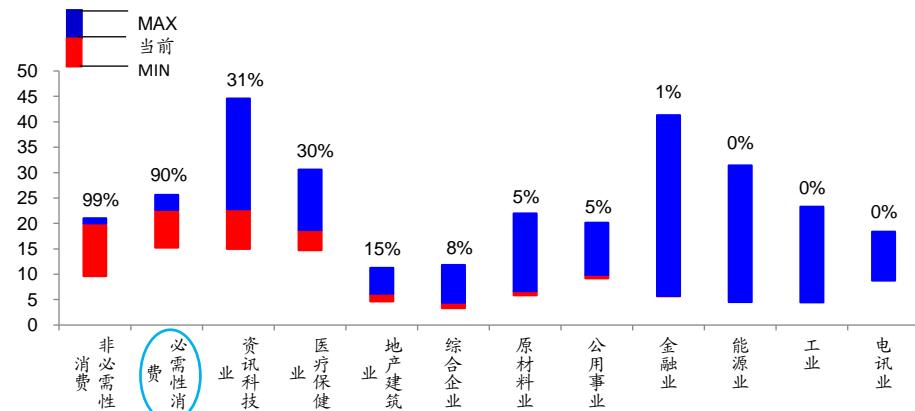
图33 H股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

截至 2022 年 12 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、工业和原材料业等; 必需性消费行业 PE 历史分位数为 84% (22.7x), 历史分位数与上月末 (71%, 21.6x) 上升 13pct, 在 12 个一级行业中排名第 1 名。

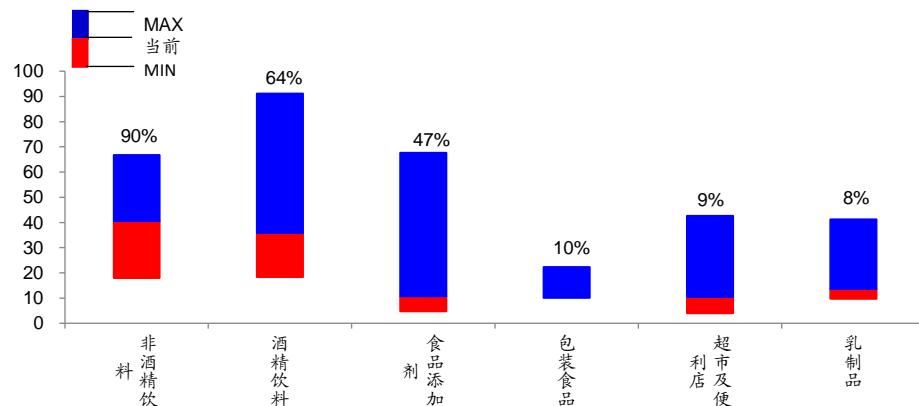
图34 H股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 90%, 在 12 个行业中排名第 2 名。

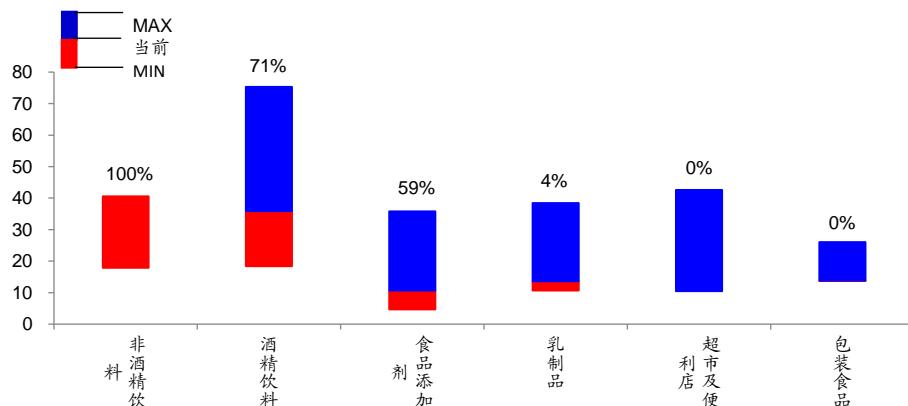
图35 H 股必需消费行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有乳制品 (8%) 和超市及便利店 (9%)。PE 绝对值最低的行业分别是超市及便利店 (10.5x) 和食品添加剂 (10.7x)。

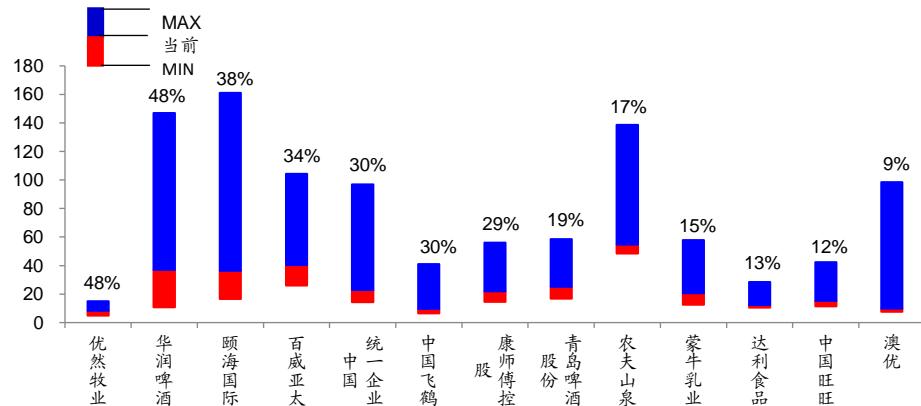
图36 H 股必需消费行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

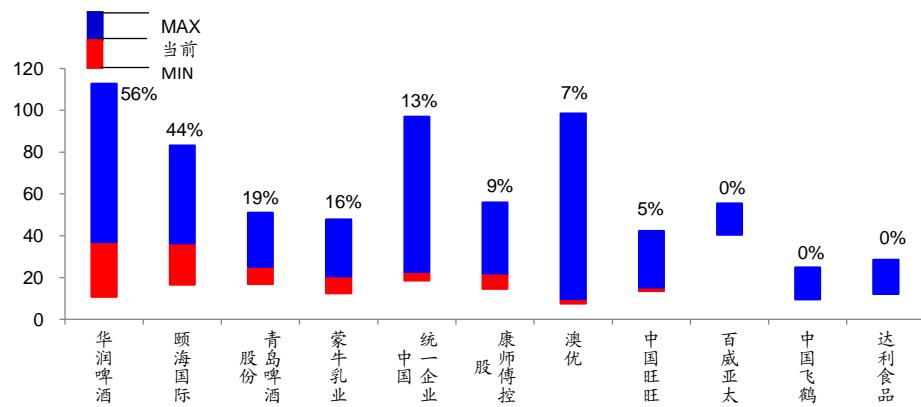
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有包装食品 (0%)、超市及便利店 (0%) 和乳制品 (4%)。

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 12 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)

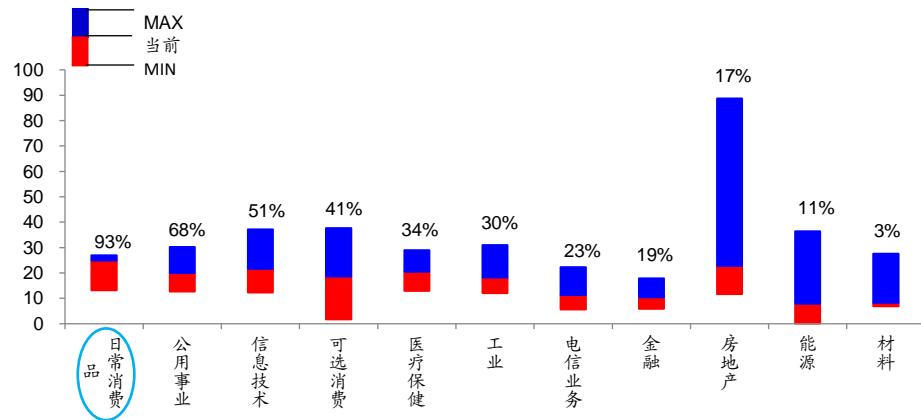
图38 H股重点公司市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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

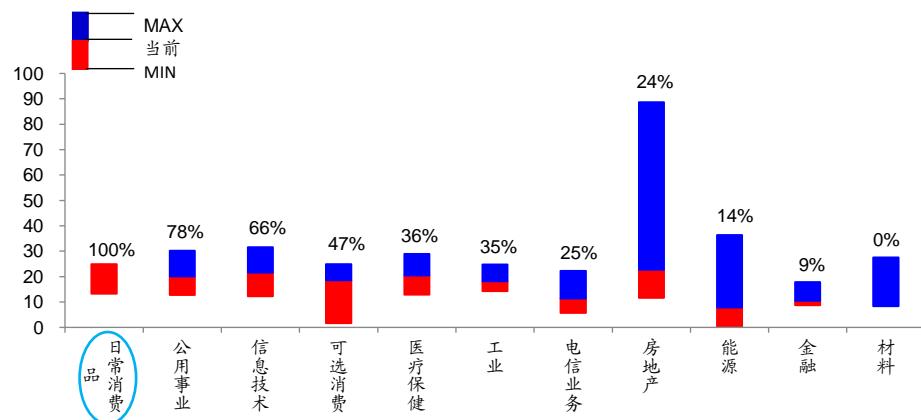
图39 美股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 12 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 (3%) 和能源 (11%) ; 日常消费品的 PE 历史分位数为 93% (24.9x) , 历史分位数与上月末 (99%, 25.7x) 降低 6pct, 在 11 个行业中排名第 1 名。

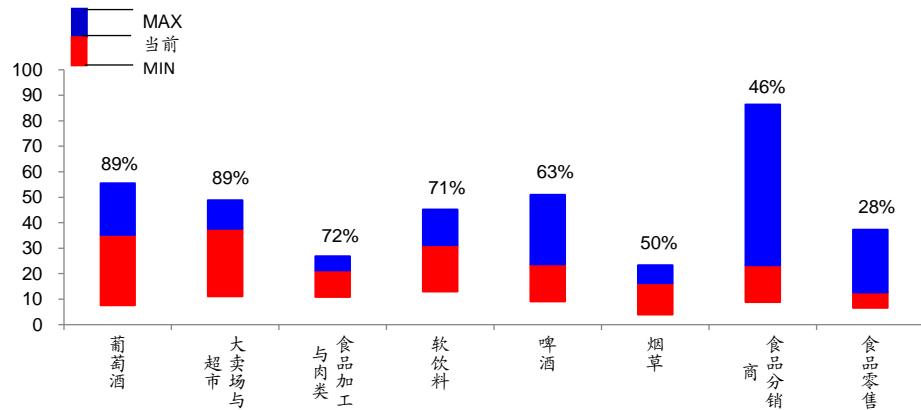
图40 美股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 (9%)；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。

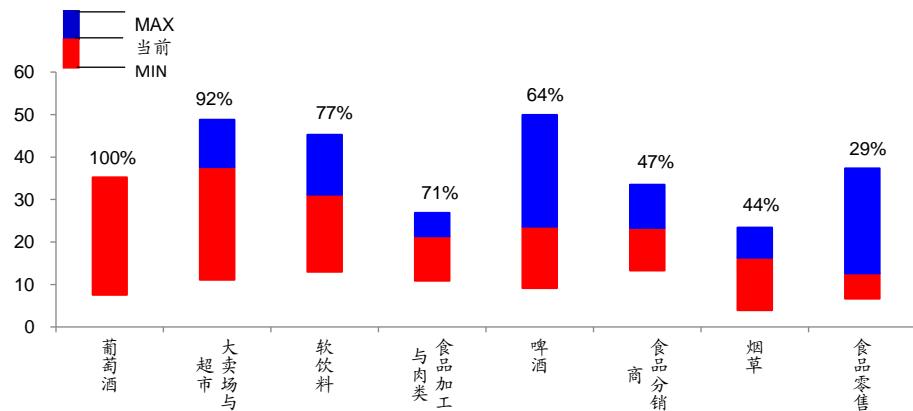
图41 美股日常消费品行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 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 (28%)、食品分销商 (46%)。PE 绝对值最低的行业分别是食品零售 (12.6x)，烟草 (16.3x)。

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)



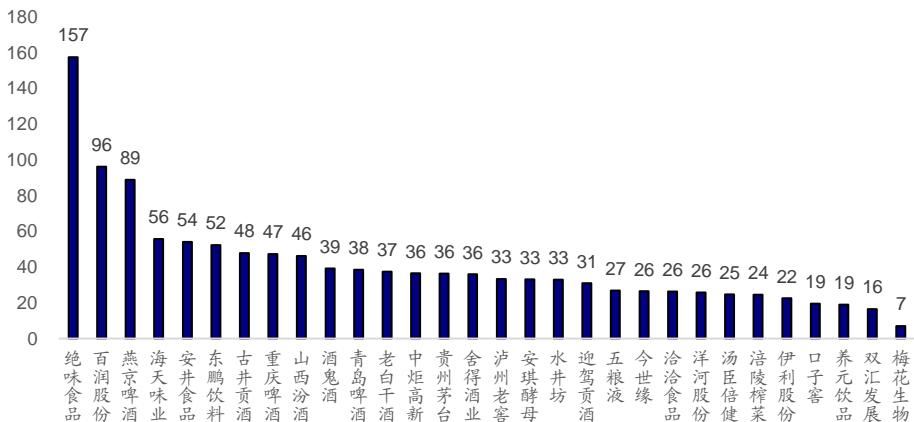
资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

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 (29%) 和烟草 (44%)。

4.4 个股估值

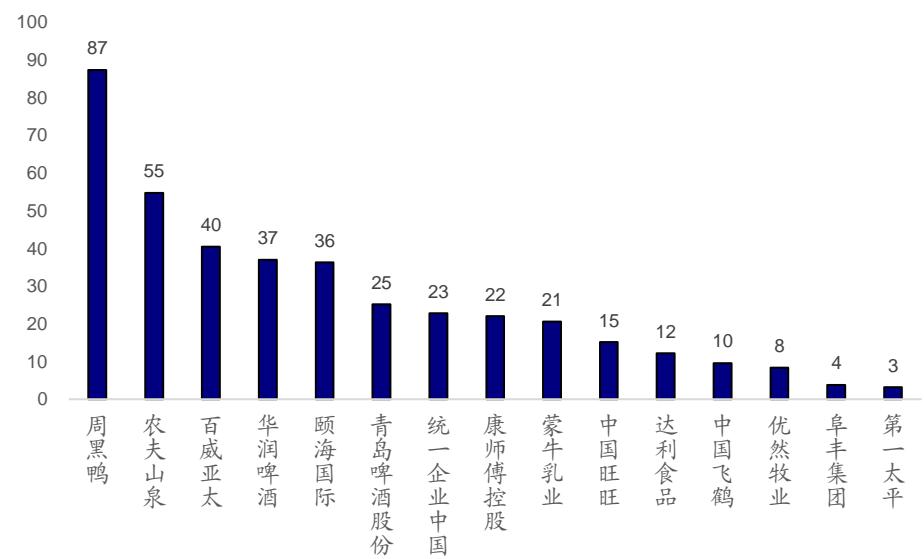
截至 2022 年 12 月 30 日，A 股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平出现明显回升，A 股龙头的估值中位数为 35x（相较 11 月上升 3x），H 股饮食龙头（市值前 15）的估值中位数为 22x（相较 11 月提升 2x），美股饮食龙头（市值前 30）的估值中位数为 27x（相较 11 月持平）。

图 43 A 股饮食板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



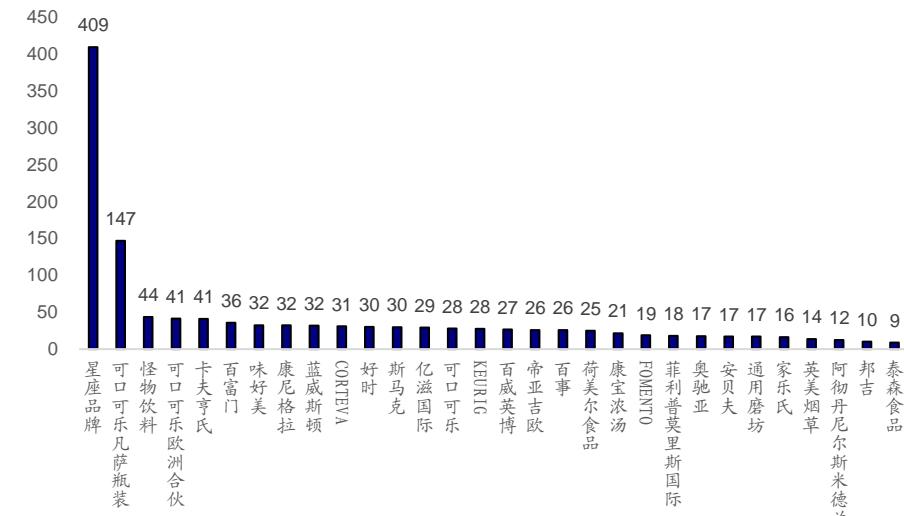
资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日，剔除估值为负的顺鑫农业

图 44 恒生饮食板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

图45 美股餐饮板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2022 年 12 月 30 日

5 投资建议

高端/次高端白酒: 寇媛媛认为白酒行业是 23 年食品饮料重点投资行业, 行业整体呈现为前低后高, 逐季环比改善态势。我们判断 1Q23 行业表现或好于预期, 因为疫情高点或早于市场预期, 疫情后消费环比恢复速度或较快; 行业 1Q-2Q23 触底确定性强, 2Q23 宴请/商务/送礼场景将逐渐恢复; 3Q23 中秋国庆是除春节外的主要旺季消费时期, 白酒消费场景将进一步恢复。短期疫情暴发影响动销, 渠道库存高于去年同期约 1 个月水平, 部分白酒企业弱化了对 23 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。受疫情三年管控影响, 消费力或有所疲软, 但我们仍看好中长期经济增长和人均可支配收入提升, 以及白酒企业品牌力的增强, 继续看好白酒消费升级趋势。

投资标的及排序: 高端白酒>次高端白酒>地产酒。高端白酒确定性强; 次高端白酒在白酒消费场景恢复后弹性较大; 地产酒 22 年表现优异, 23 年基数较高, 但在消费恢复后在其强势区域有望持续提升份额并引领区域内消费升级。贵州茅台: 我们看好茅台酒产能扩张带来的收入增长, 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。泸州老窖: 我们看好泸州老窖双品牌全价格带布局, 抓手众多, 将贡献高端白酒中最高的收入和利润增速。

大众白酒: 陈子叶认为第一轮疫情放开后, 大中型城市感染率在达峰后趋于平缓, 消费场景有序恢复。但在本月的春运启动下, 人口密集性流动将加速疫情在农村及中小城镇的扩散, 部分地区感染率或将继续攀升。渠道方面, 近期需求端仍处于修复阶段, 地产酒库存水平偏高, 经销商资金周转承压, 部分价盘有所回落, 但在酒企的政策支持下, 仍在积极配合打款备货。我们预计春节期间, 返乡率的提升会带动送礼/自饮/宴请等消费场景的弹性修复, 真实动销迎来小幅度反弹, 但考虑到短期阳康后, 饮酒量或将受到抑制, 叠加消费意愿与消费能力有待逐步回暖, 因此基本面的实质性修复仍要看二季度以后, 我们看好中长期的增长转机。综上, 我们短期对区域白酒维持谨慎观点, 预计整体消费可能低于预期。看空个股为古井贡酒。

啤酒行业：胡世炜认为在疫情管控全面放开的大背景下，啤酒行业有望在销量、吨价呈现较明显的修复，在成本端有望实现压力的同比减缓。但在目前时点，随着12月啤酒行业个股普遍出现较为明显的股价修复行情（除燕京啤酒外，月涨幅均超过10%），行业个股的估值绝对值水平再次出现相对过热的情况，估值普遍集中在40xPE，而分位数则位于历史水平的33%-60%的水平。同时从历史情况来看，行业个股的机构持仓占比在Q1末普遍出现了环比下降的情况，而机构资金对旺季的布局主要集中于Q2，整体来看Q1缺少基本面的催化。因此我们建议本月在资金层面上对啤酒行业保持相对谨慎，建议关注资金层面相对低估的华润啤酒（绝对估值37x，分位数位于疫情以来的28%）。

乳制品行业：肖韦俐认为乳业中长期加速复苏确定性强，建议重点关注。

(1) 液态奶 23Q1 可能仍有压力，目前各地病例数激增，部分乳制品消费场景缺失，乳制品需求整体环比降温，经销商对于春节备货持谨慎观望态度。同时 22Q1 基数较高，在高基数效应下，液态奶 23Q1 或录得持平或微增。但如我们在年度策略报告中所述，23Q2 开始行业将迈入稳增阶段，需求将持续复苏，同时叠加低基数效应，综合全年，行业整体可录得双位数增长，而龙头公司表现更优于行业。

(2) 婴配粉 23Q1 有所催化，新国标实施在即，尾部小企业退出持续加速，份额将向龙头公司集中，同时疫情后生育率将反弹，经过坚定去库存战略后，龙头公司库存水平目前已有所降低，释放积极信号。

看多个股为蒙牛乳业、中国飞鹤、伊利股份。我们认为伊利、蒙牛液态奶业务中长期持续复苏确定性强，同时看好伊利奶粉业务将不断提升市场份额。我们认为中国飞鹤经过坚定去库存，新国标后有望实现反转。经过 11-12 月的反弹，乳制品整体估值仍然较低，伊利/蒙牛/飞鹤市盈率 TTM 仍处于 2011 年至 2019 年以来的 44%/16%/0%，建议重点关注。

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，逐渐走出谷底，行业整体波动向上。但短期疫情暴发影响餐饮行业消费场景，叠加调味品渠道库存较高，我们目前对于调味品行业继续保持谨慎。由于酱油添加剂事件发酵，加速了行业向高端零添加概念的升级速度，中长期健康概念将进一步加强，支持传统调味品消费升级趋势。复合调味品行业受疫情影响 C 端持续出清，B 端跟随餐饮场景恢复而修复，利好龙头进一步取得市场份额。

调味品行业成本端仍有压力。传统调味品的原材料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。复合调味料原材料构成繁多，主要包括油脂、辣椒等，辣椒价格也处于高位，油脂价格有所下降，目前处于震荡状态，对原材料成本压力有一定缓解。

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企业如海天味业；中炬高新的内部管理机制和股权体系在持续改善，有望跑出自身 alpha。我们看好复合调味料的行业增速和龙头持续获取份额的能力，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。

养殖行业：宋琦、胡世炜认为，猪价与鸡价水平短期将维持震荡。生猪方面，受国家发改委收储调控措施影响，目前猪价呈现企稳态势。但目前整体出栏量较高且屠宰量未出现明显上涨，反映出短期供需错配。此外，二次育肥而带来的供给增加正在逐渐被消化，但尚未消化完全，全国生猪平均出栏体重持续下降，但距离 2022 年初 120kg 以下的出栏均重仍有差距，侧面印证了目前市场余猪量较大。综上所述，我们

认为猪价将维持震荡。产能方面，能繁母猪补栏情况相较以往猪周期幅度并不明显，因此我们认为未来随着短期投机性供给的消化，叠加补栏情绪低迷的背景，2023年下半年猪价将具备提价支撑。白羽鸡方面，鸡价受到需求较弱影响，出现明显回落。产能方面，美国祖代鸡主产区田纳西州禽流感疫情持续，国内进口引种受限。结合2022年内祖代鸡引种缺口情况，我们认为2023年下半年肉鸡供给将减量，价格上涨迎来动力。

投资标的：1) 生猪养殖建议关注出栏量稳定性高，养殖成本控制具有优势的养殖企业。牧原股份：出栏量、成本控制能力处于行业领先地位，目前头均估值位于历史底部；温氏股份：养殖成本持续下降，产能利用率存在提升空间。2) 白羽鸡养殖由于海外引种不确定性加剧，建议关注具有自研祖代鸡的圣农发展。

饲料行业：胡世炜、宋琦认为需求端随着下游生猪库存的快速出清，补产能情绪持续低迷，短期来看猪饲料需求增量动力不足；成本端近期豆粕、玉米行情均出现冲高回落，12月末相对于11月末的价格均出现了中个位数左右下滑，对于饲料企业提升盈利水平会有一定的帮助；中长期来看，我国人均肉类消费水平近年呈现持续提升的态势，而日渐多样化的肉类选择也让肉类消费结构出现一定的变动（猪肉消费量占比微降，其他肉类微增），由于饲料供给主要由下游养殖业的需求决定，因此饲料行业内部结构也将出现对应的变化。我们建议关注饲料品类布局较为完善的龙头企业海大集团、新希望，持续推荐主攻高端料，同时在转基因种子行业拥有领先布局的大北农。

批零社服行业：汪立亭、李宏科发布专题报告：过去三年的线下场景，哪些公司在快速开店？

我们之前讨论线下场景的复苏，主要是从客流恢复的角度去看同店弹性，其中服务优于商品，可选优于必选，直营优于加盟。但同时，外延也是公司成长的重要驱动，由此我们在这篇专题中梳理了零售和社服两个子板块主要公司过去三年的开关店情况，以挖掘外延势能较强的成长性个股。

疫情期间线下场景受限，部分公司选择收缩运营、调整单店以维持现金流，但也有部分公司仍在逆势快速展店。从外延角度，我们认为，受益于行业出清或来自自身外延扩张，从而提升市占率的头部企业有望夯实品牌势能，在复苏期间迎来更大的业绩弹性。通过对线下场景龙头公司展店的复盘，我们发现：餐饮的饮品和快餐赛道，以及黄金珠宝和酒店龙头均仍保持了较快的展店速度，而母婴与超市龙头有并购整合机会。

餐饮：茶饮、酒馆龙头仍在快速展店，中式正餐增速疫情期间有所放缓，中式快餐维持约双位数增长，西式快餐龙头在外卖业务驱动下实现逆势稳增。关注标的：①UE韧性强：九毛九、百胜中国，②高修复弹性：海伦司、奈雪的茶、海底捞，③关注包厢消费受益标的：同庆楼。

黄金珠宝：重点品牌中，周大福以2021年净开店数1207家处于行业领先，品牌力进一步强化；迪阿股份2021年净增108家门店，较前两年翻倍，预计2022年提速至200+家，且直营店模式有望撬动更高经营杠杆，从而带来更优利润弹性。推荐迪阿股份，关注周大福、周大生、老凤祥。

酒店：龙头 2020-21 年维持 2019 年以来开店节奏，2022 年放缓，预计 2023 年提速。其中，锦江酒店推进组织整合和快速开店；首旅酒店发力轻管理渗透下沉，中长期加速规模发展为头等战略；华住自 3Q21 起战略转向精益增长，注重加盟商盈利，维持快速开店。推荐华住集团、锦江酒店，关注首旅酒店、君亭酒店。**母婴：**龙头企业虽然过去三年开店趋缓，但一方面通过并购提升市场份额，爱婴室 2021 年收购华中区域龙头品牌贝贝熊，另一方面积极布局 O2O 拓宽消费场景。关注标的：爱婴室、孩子王。

潮流零售：名创优品 Q1FY23 国内净开名创门店 43 家，Q2（10-12 月）、Q3（1-3 月）分别是传统开店旺季和淡季；Q1FY23 海外净开名创门店 54 家，保持高速增长。关注标的：名创优品、泡泡玛特。

超市：龙头企业近年展店均有放缓，加大门店改造与调优，由扩规模转向保利润；我们预计随着客流恢复带动同店与毛利率回升，有望缩短培育期，提升净利率，在 1.5%-2% 净利率中枢稳定后，龙头企业仍有重回成长通道的空间、能力与机遇。推荐家家悦，关注永辉超市、红旗连锁。

投资建议：疫情扩散压制出行意愿，预计短期消费仍承压，重视 2023 年业绩弹性，来自客流恢复的复苏与外延驱动的成长两方面。结合基本面与估值，推荐线下场景的细分赛道龙头：推荐锦江酒店、华住集团、中国中免、九毛九、海伦司、华熙生物、家家悦、重庆百货、迪阿股份，关注首旅酒店、百胜中国、海底捞、奈雪的茶、小商品城、爱美客、永辉超市、中国黄金、珀莱雅、名创优品、泡泡玛特。

家电行业：陈子仪团队认为 2023 年核心关注两大方向：

（1）在制冷技术协同下，布局热泵热管理等方向的制造新赛道。2022 年行业龙头在行业需求放缓、原材料及汇率大幅波动等冲击下经历调整，2023 年可以关注后续需求端的改善+成本边际改善下整体盈利能力的回升；同时我们认为龙头转型新能源汽车热管理有望开启新赛道；热泵在减碳及能效端的优异表现亦使其具备长期成长性。技术协同下的制造新赛道有望为制冷产业链上下游龙头开创新机遇，增添成长动力。重点关注估值安全边际强、且具备改善确定性的白电龙头美的集团、海尔智家、格力电器；关注涉足新能源热管理的制冷产业链龙头三花智控、盾安环境、海信家电、海立股份等。

（2）磨底调整等待修复的新消费及地产后周期。渗透率提升带来的成长性依然是家电行业中值得关注的细分品类。经历了 2022 年业绩及估值的磨底调整，我们仍看好拥有渗透率提升逻辑的大单品公司、受益于新品类拓展的小家电公司，以及有望受益地产政策边际改善的后周期龙头。建议关注清洁电器龙头石头科技，科沃斯，家用投影仪龙头极米科技，光峰科技；新兴厨房小家电标的新宝股份、小熊电器；厨电优质标的老板电器，火星人，浙江美大及亿田智能。

造纸轻工行业：郭庆龙认为 2023 年年度精挖新赛道，坚守价值股。22 年以来，企业经营普遍受到外界负面影响，收入端、利润端亦有所分化，细分板块之间拉开差异。我们看好各个细分领域龙头企业，短期看规模优势下抗风险能力更强，中期看依靠自身管理、成本控制、渠道建设和品牌力来保持业绩增长的持续性，长期看依靠自身前瞻性战略布局以及先发优势保持可持续领先态势：

精挖新赛道：

(1) **电动二轮车**：需求扩容，产品力提升，二轮车行业盈利能力优化空间可观。看好电动二轮车头部企业在行业红利期，渠道加密、门店提效带来的收入弹性，竞争格局优化、产品升级带来的利润弹性。推荐爱玛科技、雅迪控股、九号公司。

(2) **近视防控镜片**：我国儿童青少年整体近视率高，达到 50%-60%，离焦镜片相较其他近视防控治疗方式，单价较低、佩戴方便、购买方便、适用范围广。推荐产品差异化布局 SKU 丰富、传统渠道优势明显的明月镜片。

(3) **宠物**：伴随着国产品牌知名度和产品质量不断提升，越来越多的国内企业特别是具有技术与渠道优势的龙头企业，亦将借助各类新兴渠道的抢先布局，推动国产替代进程加速。推荐中宠股份、佩蒂股份、源飞宠物、依依股份。

(4) **摩托车**：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。建议关注产品力升级、渠道布局不断完善的春风动力、钱江摩托、隆鑫通用。

(5) **电子烟**：国内电子烟消费税落地有助于稳定市场预期，预计经过调整后产业链各环节均可实现合理的经营利润水平，高要求下代工环节有望加速向头部集中，推荐思摩尔国际。

坚守价值股：

(6) **家居**：关注长期高成长性的家具龙头企业。我们认为头部的软体、定制家具企业，通过发力拓渠道、扩品类等方式积极开拓市场，行业竞争格局有望加速优化。看好喜临门、顾家家居、欧派家居、金牌厨柜、志邦家居、索菲亚在行业内领先优势的不断扩大。

(7) **造纸**：23 年浆价或进入下行通道，纸企盈利有望修复。我们认为若 23 年浆价逐步进入下行通道，木浆系纸种的文化纸、白卡纸、特种纸等纸企盈利有望修复。看好林浆纸一体化龙头太阳纸业，一体化布局推进将使得公司成本优势持续增强，随着配套有原材料的新产能投放，公司市场份额有望进一步扩大。

(8) **文具**：文具行业空间广阔，目前行业竞争格局仍相对分散，短期虽有疫情及教育政策扰动，长期消费升级及行业集中趋势不改。我们看好晨光股份在零售渠道深耕积淀的优势，亦看好办公集采及文具新零售带来的新的成长空间。

纺织服装行业：盛开、梁希认为扩大内需战略涵盖促进体育消费，值得关注。

国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）》，进一步促进群众体育消费。“十四五”时期目标包括全面促进消费、加快消费提质升级，其中提出要促进群众体育消费，深入实施全民健身战略，建设国家步道体系，推动体育公园建设。以足球、篮球等职业体育为抓手，提升体育赛事活动质量和消费者观感、体验度，促进竞赛表演产业扩容升级。发展在线健身、线上赛事等新业态。推进冰雪运动“南展西进”，带动群众“喜冰乐雪”。结合 11 月印发的《户外运动产业发展规划（2022-2025 年）》及《关于推动露营旅游休闲健康有序发展的指导意见》，从政策角度，我们中长期持续看好国内运动户外市场的发展。

11月零售总额降 6%，服装、鞋帽、针纺织品零售额降 16%。据国家统计局统计，11月社会零售总额同比降 5.9%至 3.9 万亿元，较去年同期增速降 9.8pct。服装、鞋帽、针纺织品零售额同比降 15.6%，较去年同期增速降 14.7pct。1-11月，累计社零总额同比降 0.1%至 40 万亿元，其中网上零售额同比增 4.2%，实物商品网上零售额同比增 6.4%，占比 27.1%，其中穿类用品同比增 3.4%。

11月纺织品服装出口额降 15%。据海关总署数据，11月我国出口纺织品服装约 243.86 亿美元，同比下降-14.91%，其中出口纺织纱线、织物及制品 112.67 亿美元、出口服装及衣着附件 131.20 亿美元。截至 11 月，2022 年我国纺织品服装累计出口 2982.73 亿美元，同比增长 4.47%，纺织品出口 1256.60 亿美元，同比下降-4.06%，服装及其附件出口 1611.38 亿美元，同比增长 4.28%。

6家中国台湾制造企业公布 11 月营收情况。据各公司官网，6家中国台湾制造企业发布 2022 年 11 月的营收数据，鞋类制造企业：①丰泰 11 月营收 16 亿元，同比增长 40.5%，较 19 年 11 月增长 2.9%，1-11 月累计营收同比增长 40.5%；②裕元制造 11 月营收 34.3 亿元，同比下降 2.8%，较 19 年 11 月下降 1.2%，1-11 月累计营收同比增长 7.9%；③钰齐 11 月营收 4.7 亿元，高基数下同比增长 48.6%，较 19 年 11 月增长 127.4%，1-11 月累计营收同比增长 60.4%；④志强 11 月营收 3.6 亿元，同比增长 28.7%，1-11 月累计营收同比增长 47.6%。成衣、面料制造企业：①儒鸿 11 月营收 6.2 亿元，同比下降 12.7%，较 19 年 11 月增长 21.1%，1-11 月累计营收同比增长 16.9%；②广越 11 月营收 3.1 亿元，高基数下同比增长 2.8%，较 19 年 11 月下降 43.8%，1-11 月累计营收同比增长 60.6%。除钰齐、儒鸿外，4 家台企营收增速环比下降。

日本优衣库 11 月销售额同比下降 3.8%，气温偏暖导致冬装需求不足。据迅销集团官网公告，11 月日本优衣库包括线上收入在内的同店销售额同比降 3.8%，客流同比降 9.7%，顾客平均购买量同比增 6.5%。包括线上收入在内的总销售额同比降 0.8%，客流同比降 6.7%，顾客平均购买量同比增 6.4%。销售额下降主因气温偏暖下冬装需求低迷，且今年没有推出类似去年同期的联名产品。

投资建议。品牌服饰：国产运动品牌业绩强韧，流水增速优于国际品牌，服饰品牌线下业务占比高，疫后客流复苏利好业绩修复，看好国产运动品牌市占率提升及服饰品牌边际变化，建议关注李宁、安踏体育、特步国际、波司登、比音勒芬、新秀丽。优质制造：海外头部品牌库存清理拐点逐步清晰，订单能见度或将逐步明朗，看好具备规模优势和品牌订单份额提升潜力的优质制造企业，建议关注华利集团、申洲国际、盛泰集团。

运动鞋服行业：23 年寇媛媛看好运动鞋服产业链表现，行业整体或呈现前低后高逐季恢复状态。我们预期 1Q23 行业延续 22 年的压力，主要由于短期疫情暴发影响终端需求，叠加 1Q22 的高基数，此外 23 年春节时间较早且春节后淡季时间较长，均影响 1Q23 行业表现。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：23 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 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，人民币明显贬值，疫病再度影响。

APPENDIX 1

Summary

Consumption has entered the stage of first inhibition. With the liberalization of epidemic control, the number of new patients across the country has increased sharply in the short term, reaching and crossing the peak successively. The consumption of residents is obviously differentiated, and the flow of people and logistics in areas that have passed the peak has increased rapidly, approaching the early stage of opening up. People in the peak areas are too cautious when traveling, and the flow of people and logistics has dropped sharply, even hitting a new low during the epidemic. We expect that it will probably return to the pre liberalization level within one month after reaching the peak, but it will still take a long time to reach the pre epidemic level.

Be cautious in the short term after the surge, and recommend dairy products first. From the beginning of November to the end of December, the staples index of A-share food and beverage and H-share rose 29% and 32% respectively. With the deregulation of epidemic control and reference to foreign experience, consumption recovery may be suppressed first and then improved. Therefore, we suggest to give priority to the staples with stable demand in the early stage, especially the excellent companies with low valuation, and then arrange the optional consumption after the changes are clear in the later stage. The recommended ranking of major industries is: dairy=beer=high-end Baijiu=aquaculture=hotels>regional Baijiu=condiments=catering=feed>secondary high-end Baijiu=convenience food. Bullish stocks are Mengniu Dairy, China Feihe, Yili, China Resources Beer, Tsingtao Beer, Chongqing Beer, Kweichow Moutai, Wuliangye, Luzhou Laojiao, Yanghe, Kerry Arawana Holdings, Muyuan, Dabeinong, Jinjiang Hotel, China Tourism Group Duty Free, Midea Group, Aima Technology, Li Ning, etc. The bearish stocks are Shuijingfang, Jiugui Liquor, Shede Liquor, Gujing Gongjiu, Foshan Haitian Flavouring, etc.

Risks: Residents' consumption recovered slowly, raw material prices rebounded, the RMB depreciated significantly, and the epidemic affected again.

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.

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.

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, 9618.HK, 600415.CH 和 603899.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK, 9618.HK, 600415.CH and 603899.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600298.CH, 2319.HK, 600690.CH, 002050.CH, 002385.CH, 1044.HK, 9618.HK, 600415.CH and 603899.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

作为回报，海通拥有 603589.CH, 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, 9618.HK, 600415.CH 及 603899.CH 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, 9618.HK, 600415.CH and 603899.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司,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, 锦江国际(集团)有限公司及成都川渝太阳纸业销售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, 锦江国际(集团)有限公司 and 成都川渝太阳纸业销售有限公司 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, 002050.CH, 9618.HK 及 9896.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, 002050.CH, 9618.HK and 9896.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 及 9988.HK 有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 600600.CH, 0168.HK, 0291.HK, 9633.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

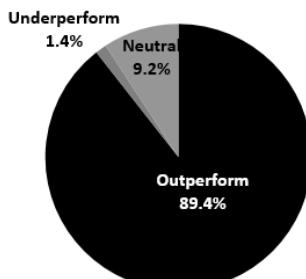
各地股票基准指数: 日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

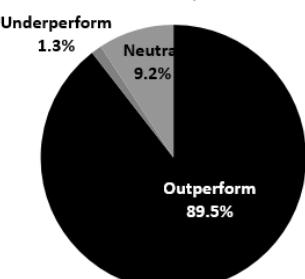
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

评级分布 Rating Distribution

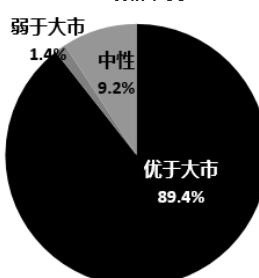
Most Recent Full Quarter



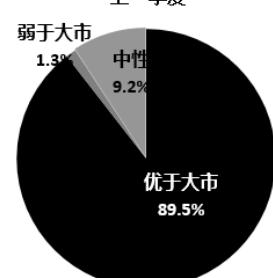
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

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

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

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

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

截至 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 及其联属公司（「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任何直接或间接损失负责。

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSPL”) 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。HTSPL 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。HTI USA 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。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSPL”) 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.hjisec.com/x/legal.html>
