

中国必需消费 China Staples

消费行业 2 月投资策略：基本面渐进修复，资金面更为乐观

The Fundamentals are Gradually Repaired, and the Funding is More Optimistic

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	酒鬼酒	Outperform
五粮液	Outperform	水井坊	Outperform
海天味业	Outperform	安琪酵母	Outperform
山西汾酒	Outperform	口子窖	Outperform
泸州老窖	Outperform	绝味食品	Outperform
洋河股份	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	金龙鱼	Outperform
今世缘	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
东鹏饮料	Outperform	洽洽食品	Outperform
舍得酒业	Outperform	桃李面包	Outperform
重庆啤酒	Outperform	千禾味业	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	天味食品	Outperform
安井食品	Outperform	珠江啤酒	Outperform

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：1 月 7 个重点行业均正增长。今年春节期间国内出行、旅游、就餐、观影数据同比均实现大幅增长，甚至接近疫情前的 2019 年。结合海通宏观团队的研究，我们认为有几点情况需要关注：一是今年春节是积蓄已久的消费热情短期集中暴发，情绪因素大于能力因素；二是中期修复高度更需要关注收入和储蓄等能力因素，从国外看“疤痕”现象普遍存在；三是分类来看，服务消费修复速度快但高度低于疫情前，刚需型食品饮料消费修复速度慢但高度高于疫情前，享受型食品饮料消费修复高度则明显偏低。

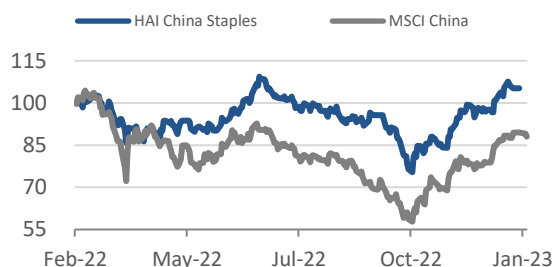
成本：现货成本指数同比显著下降。1 月消费品成本指数较年初多数上行，其中速冻食品现货和啤酒现货涨幅居前，幅度达 2.0%/1.8%，啤酒期货领跌（-1.1%）。具体来看，除玻璃期货下跌 3.1%以外，其他包材价格均有上浮。直接原材料方面，蔬菜价格上涨超 23%，大豆期货上涨 6.6%，棕榈油现货和期货跌幅达 2.3%/5.5%，大豆、豆粕现货下跌 2.4%/2.0%。与去年同期相比，软饮料、乳制品和啤酒现货成本指数分别下跌 8.8%、7.3%和 6.4%。

资金：乳业的北上资金占比最高，1 月增持最多。截至 1 月底，陆股通资金当月净流入 1412.9 亿元（上月净流入 350.1 亿元），超过去年全年的 900.2 亿元。其中沪股通净流入 705.6 亿元，深股通净流入 707.3 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月增加 0.33pct。港股通资金当月净流入 5.1 亿元（上月净流入 84.2 亿元），必需消费板块市值占比为 3.8%，较上月提升 0.08pct。

估值：A 股估值修复幅度大于 H 股、美股。A 股食品饮料行业 PE（TTM）处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 94%分位（36.5x）；子行业分位较低的是肉制品（1%，17.5x）、保健品（16%，25.8x）和软饮料（25%，32.5x）。H 股必需性消费行业处于 92%（22.9x）；子行业分位较低的是包装食品（0%，14.0x）、超市及便利店（0%，10.8x）和乳制品（5%，14.6x）。美股日常消费品行业处于 100%分位（25.3x）；子行业分位较低的是食品零售（30%，13.2x）和烟草（45%，16.3x）。

建议：连续上涨短期谨慎，乳制品预期差最大。去年 11 月初至今年 1 月底 A 股食品饮料和 H 股必选消费指数连续 3 个月上涨，涨幅均为 36%，估值已处于历史较高分位，而基本面修复不会一蹴而就，且各子行业分化较大。我们建议前期优选需求平稳、估值偏低的必选消费行业，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=饲料>次高端白酒=方便食品=餐饮。看多个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、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、大北农、牧原股份、锦江酒店、中国中免、美的集团、爱玛科技、李宁等；看空个股为酒鬼酒、舍得酒业、水井坊等。

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。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

乳制品行业跟踪报告：复苏在即，投资首选（Recovery of dairy is imminent, and dairy is the first investment recommendation.）(17 Jan 2023)
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）(3 Jan 2023)
HTI 消费品 12 月需求月报：必选消费展现韧性（December Demand Monthly Report: Staples Shows Resilience）(2 Jan 2023)

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 2023 年 1 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
11月营收	234	344	360	100	375	58	369
12月营收	292	342	410	83	377	78	332
1月营收	461	306	494	177	427	121	852
11月同比%	14.2%	11.4%	-3.8%	3.7%	3.9%	2.3%	3.0%
12月同比%	9.2%	16.4%	19.5%	-4.7%	4.9%	6.3%	-5.5%
1月同比%	10.0%	2.2%	9.5%	4.7%	4.6%	6.3%	2.5%

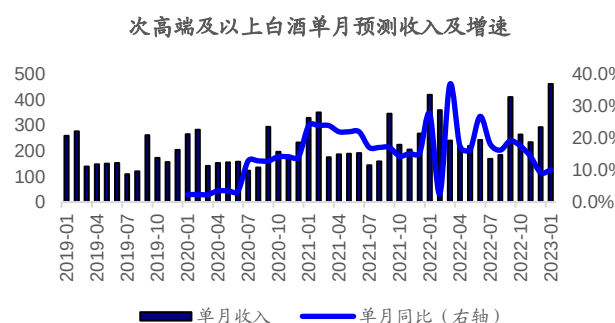
资料来源: HTI

海通国际预测, 1 月国内次高端及以上白酒行业收入为 461 亿元, 同比增长 10.0%, 较 12 月环比增长 57.8%。元旦至春节期间, 白酒需求集中爆发略超预期, 其中强势地产酒表现最好, 部分安徽、江苏地产酒呈双位数增长; 高端酒次之, 呈单位数增长; 除汾酒外的次高端酒和普酒压力较大。春节后白酒进入淡季, 预计 3-4 月商务宴请逐渐走强, 4-5 月宴席场景明显恢复。

大众及以下白酒行业收入为 306 亿元, 同比增长 2.2%, 较 12 月环比减少 10.6%。春节期间的大规模返乡带动消费场次增加, 但人均饮酒量和频次略有减少, 且消费档次并未显著提升, 在去年旺盛需求的高基数下, 整体较去年微增。

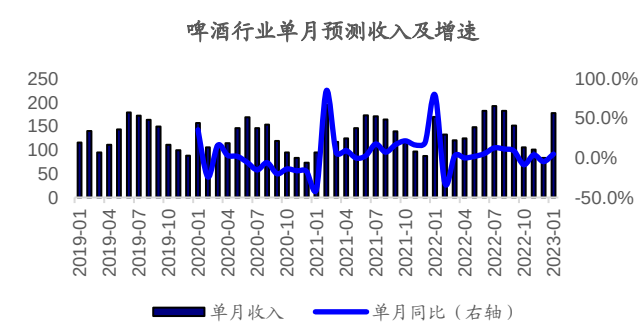
啤酒行业收入为 177 亿元, 同比增长 4.7%, 较 12 月环比增长 113.6%。春节返乡人群数量同比激增, 但从城市渠道来看, 高端场所普遍营业, 而低端场所营业比例较低, 因此较高的单价增长预计将拉动行业收入增加。

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 427 亿元，同比提升 4.6%，较 12 月环比增长 13.5%。春节前后餐饮火爆略超预期，带动调味品 B 端动销高增，预期厂商出货慢于动销，经销商渠道库存下降较快。春节后餐饮场景的逐渐恢复带动调味品行业进入微笑曲线右侧，预期 1H 厂商持续出货，行业库存或将维持高位。

乳制品行业收入为 494 亿元，较去年同期增长 9.5%，较 12 月环比增长 20.5%。受益于春节期间送礼场景超预期，液态奶产品结构持续上移，动销明显改善，终端货龄仅 1 个月内，渠道库存迅速去化，部分地区部分产品出现缺货，看好经销商补库向上游厂商传导，行业进入量价齐升的景气上行期。

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）

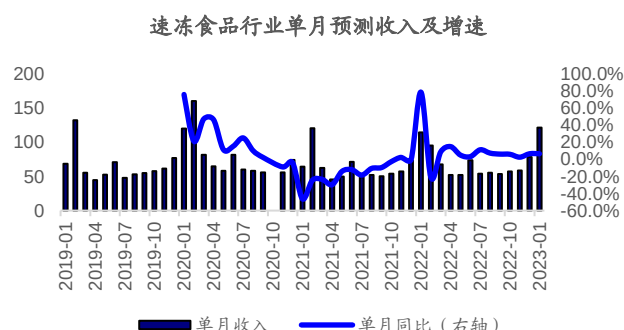


资料来源：HTI

速冻食品行业收入为 121 亿元，同比提升 6.3%，较 12 月环比增长 55.4%。冬季是速冻食品行业的消费旺季，1 月春节期间 C 端需求较好，B 端受餐饮场景恢复拉动回升，行业增速强劲。展望 2023 年，B 端恢复拉动行业量增，4Q22 行业集中提价对冲原材料压力，量价齐升。

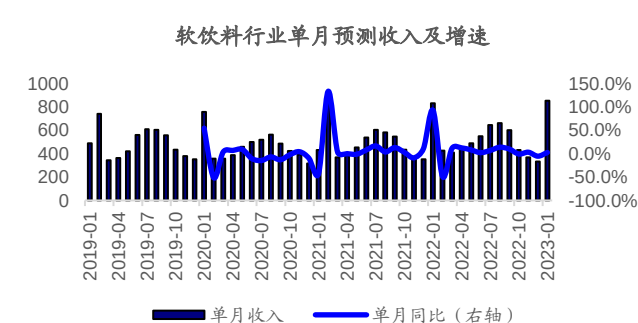
软饮料行业收入为 852 亿元，同比增长 2.5%，较 12 月环比增长 156.5%。春节期间受益于走亲访友的礼赠、餐饮消费的大幅回暖以及出行需求的快速反弹，软饮料动销稳步提升，预计 23Q1 随着线下消费的逐步恢复，叠加包材价格处于低位的利好，行业复苏有望进一步推进。

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

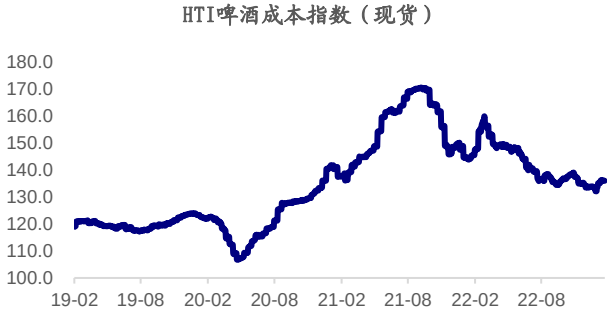
日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2023/1/31	136.02	118.09	117.01	115.15	129.92	121.45
上周	2023/1/24	136.13	117.89	116.97	115.01	129.78	121.21
上月	2022/12/31	133.56	117.25	116.88	115.19	127.32	121.16
今年年初	2023/1/1	133.56	117.25	116.88	115.19	127.32	121.16
去年同期	2022/1/31	145.25	125.87	126.17	125.14	127.34	133.21
较上周		-0.08%	0.17%	0.04%	0.12%	0.11%	0.20%
较上月		1.84%	0.71%	0.12%	-0.03%	2.04%	0.23%
较今年年初		1.84%	0.71%	0.12%	-0.03%	2.04%	0.23%
较去年同期		-6.35%	-6.18%	-7.25%	-7.98%	2.03%	-8.83%

资料来源：Wind，HTI

截至 1 月 31 日，啤酒成本现货指数为 136.02，啤酒成本期货指数为 140.46。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 1.84%，啤酒成本期货指数下降 1.08%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数提升 1.84%，啤酒成本期货指数下降 1.08%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 6.35%，啤酒成本期货指数下降 13.68%，。

调味品成本现货指数为 118.09，调味品成本期货指数为 130.07。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数提升 0.71%，调味品成本期货指数提升 1.12%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数提升 0.71%，调味品成本期货指数提升 1.12%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 6.18%，调味品成本期货指数下降 12.47%。

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 117.01，乳制品成本期货指数为 105.53。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升 0.12%，乳制品成本期货指数提升 0.1%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数提升 0.12%，乳制品成本期货指数提升 0.1%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 7.25%，乳制品成本期货指数提升 1.1%。

方便面成本现货指数为 115.15，方便面成本期货指数为 126.09。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 0.03%，方便面成本期货指数下降 0.32%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 0.03%，方便面成本期货指数下降 0.32%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 7.98%，方便面成本期货指数下降 5.92%。

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 129.92，速冻食品成本期货指数为 130.71。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 2.04%，速冻食品成本期货指数提升 1.66%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 2.04%，速冻食品成本期货指数提升 1.66%，较去年同期，速冻食品成本现货指数提升 2.03%，速冻食品成本期货指数提升 2.5%。

软饮料成本现货指数为 121.45，软饮料成本期货指数为 142.83。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 0.23%，软饮料成本期货指数提升 1.43%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数提升 0.23%，软饮料成本期货指数提升 1.43%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 8.83%，软饮料成本期货指数下降 8.93%。

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 2023年1月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
1.9	烈酒	龙舌兰酒出口额 10 年增 3 倍 https://mp.weixin.qq.com/s/D8NQzNLrXiEEvA2zT7nRA
1.10	餐饮	赛道扩容、上市提速，餐饮供应链的机会点在哪里？ https://www.foodtalks.cn/news/40517
1.11	调味品	小产品大市场，1500 亿的复合调味品未来“卷”向哪里？ https://www.foodtalks.cn/news/40545
1.12	食品	食品生鲜年度 10 大趋势诞生：低糖、低卡、电解质、90 后重养生、北上广爱买醋 https://www.foodtalks.cn/news/40586
1.14	乳业	奶农陷入“倒奶卖牛”困境，需求不振，收购价走低 https://www.foodtalks.cn/news/40638
1.14	酒业	2022 年 12 月酒类价格同增 1.6% https://baijiahao.baidu.com/s?id=1754780542227250737&wfr=spider&for=pc
1.17	啤酒	美国啤酒零售价上涨 7% https://mp.weixin.qq.com/s/9AT94-r87klbPs8CI8l-2Q
1.21	白酒	宜宾 2022 酒类工业增加值增长 5.9% https://mp.weixin.qq.com/s/oVYbvMJ4d2urgnlrlf9fdQ
1.29	酒饮茶	酒饮茶春节销售增长 18.7% https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_21702111
1.30	消费	美团发布 2023 春节消费数据，异地消费较去年同期增长 76% https://www.foodtalks.cn/news/40857

资料来源：wind，HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年1月消费公司公告

日期	公司	摘要
1.12	桃李面包	2022 年度业绩快报：报告期内，公司实现营业收入 668,630.50 万元，同比增长 5.54%；营业利润 82,210.05 万元，同比下降 15.22%；利润总额 82,647.30 万元，同比下降 15.90%；实现归属于上市公司股东净利润 64,797.19 万元，同比下降 15.11%。
1.13	海大集团	2022 年年度业绩预告：公司 2022 年预计全年营业收入超过 1,000 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润在 280,000 万元 -310,000 万元之间，同比增长 75.43%-94.23%。
1.19	水井坊	2022 年年度业绩预告：公司预计 2022 年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增加约 1679 万元，同比增长约 1.4%；营业收入与上年同期相比增加约 4091 万元，同比增长约 0.9%；销售量与上年同期相比减少约 257 千升，同比下降约 2.3%，销售量全部来自中高档酒。
1.19	盐津铺子	2022 年度业绩预告：盐津铺子发布 2022 年度业绩预告称，预计 2022 年净利润达 2.96 亿元至 3.04 亿元，同比增长 96.36% 至 101.67%。公司表示，其 2022 年度公司业绩同比上升的主要原因为聚焦六大核心品类：辣卤零食、深海零食、烘焙、薯片、蒟蒻以及果干，全力打磨供应链，精进升级产品力，产品全规格发展等原因。
1.29	立高食品	2022 年度业绩预告：报告期内，公司股份支付摊销费用对公司净利润的影响金额约为 7,500 万元。剔除上述影响因素后，归属于上市公司股东的净利润盈利范围 22,500 万元 -25,000 万元，较上年同期剔除股份支付后的归母净利润下降 18.46%-26.62%；扣除非经常性损益后的净利润盈利范围 21,500 万元 -24,000 万元，较上年同期剔除股份支付后的扣非归母净利润下降 18.01%-26.55%。
1.31	燕京啤酒	2022 年年度业绩预告：燕京啤酒 1 月 30 日晚间发布业绩预告，预计 2022 年归属于上市公司股东的净利润 3.45 亿元 ~3.7 亿元，同比增长 51.31%~62.27%；基本每股收益 0.122 元 ~0.131 元。业绩变动主要原因是，2022 年度，公司在做好疫情防控的前提下，直面各种困难和挑战，突出市场化改革方向，着力推进生产、营销、运营及组织变革，以变革助力提质增效升级，实现业绩全面增长。公司稳步推进卓越管理体系建设，精实运营，发展新优势加速形成；构建“1+5+N”全新组织架构，深化全面预算管理，供应链管理效能更加突出；借力冬奥，发力线上线下全媒介全渠道，布局消费新场景。
1.31	伊力特	2022 年度业绩预告：预计 2022 年度实现归属于母公司所有者的净利润 16,607.79 万元左右，与上年同期 31,275.57 万元相比，将减少 14,667.78 万元左右，同比减少 46.90%。预计 2022 年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润 15,447.56 万元左右，与上年同期 31,385.96 万元相比，将减少 15,938.4 万元左右，同比减少 50.78%。
1.31	中炬高新	2022 年年度业绩预告公告：经中炬高新技术实业（集团）股份有限公司（以下简称：公司）财务部门初步测算，2022 年年度归属于上市公司股东的净利润为 -3.14 亿元至 -6.14 亿元，与上年同期相比，将减少 10.56 亿元至 13.56 亿元，同比下降 142.32% 至 182.75%。预计 2022 年年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 5.56 亿元，与上年同期相比将减少 1.62 亿元，同比下降 22.60%。
1.31	温氏股份	2022 年度业绩预告：报告期内，公司销售肉猪（含毛猪和鲜品）1,790.86 万头，同比增长 35.49%，毛猪销售均价 19.05 元/公斤，同比增长 9.55%。公司生猪销售量及价格同比上升，同时生产成绩提高，养殖综合成本下降，公司生猪养殖业务利润同比大幅上升，实现扭亏为盈。报告期内，公司销售肉鸡 10.81 亿只（含毛鸡、鲜品和熟食），同比下降 1.83%，毛鸡销售均价同比上升 17.20%。公司养鸡业务生产持续保持稳定，核心生产成绩指标保持高位，养殖综合成本保持良好，公司养鸡业务利润同比上升。
1.31	大北农	2022 年年度业绩预告公告：大北农：预计 2022 年净利润 4000 万元 -6000 万元，净利润同比增 109.08% 至 113.63%，上年同期亏损 4.4 亿元。报告期内，公司饲料业务仍保持稳健发展；种子业务取得较大突破，收入及利润明显增长；养猪业务生猪出栏量较上年同期有所增长。

资料来源：wind，HTI

表5 2023 年 1 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
1.3	古井贡酒	古井集团 2023 目标 200 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/gcp9-qvHh4Ilik0tL7dBzQ
1.9	西贝	西贝创始人再提 IPO https://mp.weixin.qq.com/s/sRy8fAePCrHxtduPD1QRXA
1.10	华润啤酒	华润雪花开建 40 万千升工厂 https://mp.weixin.qq.com/s/SRCM2D27jJX8eZsr10JHZA
1.16	酒鬼酒	酒鬼酒公布 2023 年发展计划 http://stock.10jqka.com.cn/20230113/c644267868.shtml
1.19	山西汾酒	汾酒袁清茂部署 2023 营销工作 https://mp.weixin.qq.com/s/xbCExNSaClCPQ_BdZx7ysw
1.19	青岛啤酒	再出“全球首款”，青岛啤酒推出“年份啤酒” https://mp.weixin.qq.com/s/Gm-QV2hMH2ViiCZVt33Bw
1.20	西凤酒	西凤集团确定 2023 发展战略 https://mp.weixin.qq.com/s/JIHPynritbXVhStpzHqhRg
1.30	白云边	白云边 2022 销售收入 70.78 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/uXFmD9ZKiNIXcYKWbbfTjA
1.31	今世缘	今世缘部署 2023“六大升级” https://www.xhby.net/sy/zf/202301/t20230130_7813300.shtml
1.31	郎酒	郎酒明确 2022 三大目标 https://i.ifeng.com/c/8N04VuDM0Ou

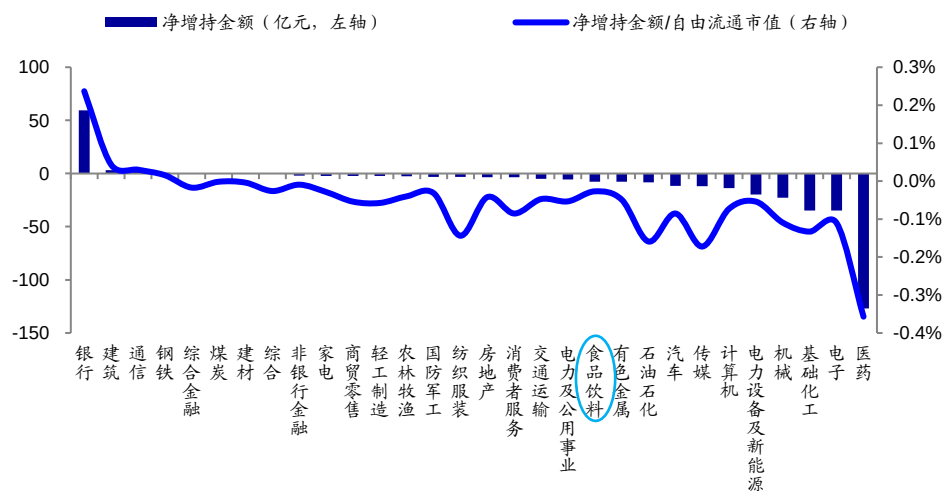
资料来源：wind，HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 A 股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，2023 年 1 月银行和建筑行业净增持额最大，分别为 59.31 和 3.21 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.24%和 0.04%；医药和电子行业净减持额最大，分别为 126.98 和 34.77 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.36%和-0.36%。

图13 2023 年 1 月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

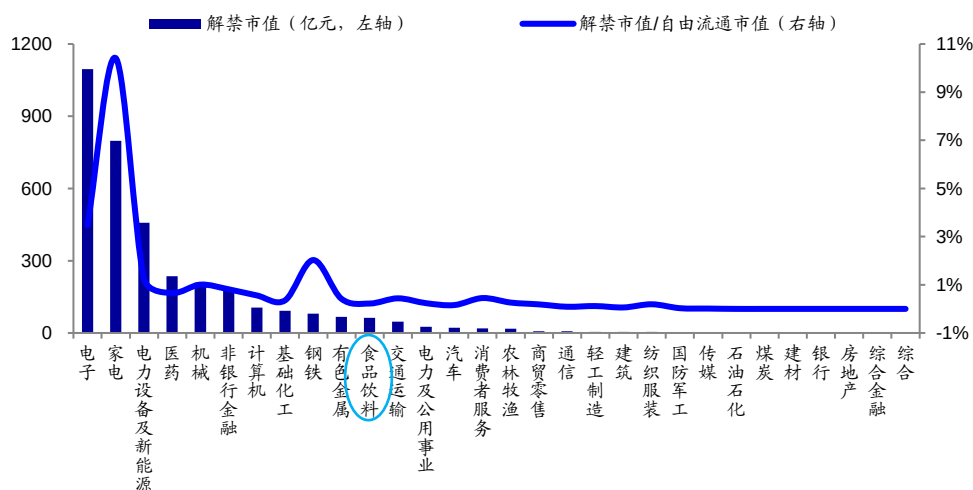
表6 2023年1月产业资本增减持股

个股	增减持市值（亿元）	占流通市值比（%）
安井食品	-3.02	-0.90
三只松鼠	-1.53	-2.69
东鹏饮料	-1.04	-1.41
千味央厨	-0.82	-2.70
麦趣尔	-0.55	-4.00
嘉必优	-0.42	-1.33
海欣食品	-0.31	-1.81
贝因美	-0.13	-0.28
泸州老窖	-0.04	0.00
克明食品	-0.03	-0.11
*ST 西发	-0.01	-0.17
中葡股份	0.12	0.32
中炬高新	0.12	0.02

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

2023年2月电子、家电、电力设备及新能源行业解禁金额最大，解禁金额分别为1095.2、798.3、457.6亿元，解禁市值/自由流通市值分别为3.48%、10.41%、1.26%。

图14 2023年2月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2023年1月31日

表7 2023年2月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值（亿元）	占总市值比（%）
良品铺子	61.33	44.22
莲花健康	1.12	2.34
泉阳泉	1.05	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：房地产、银行、建筑、综合金融、电力及公用事业。

表 8 一级行业大额买入与资金流向（20230116-20230120）

	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
房地产	80.24%	45.83%	8.18%	26.67%
银行	80.19%	63.75%	-6.96%	75.42%
建筑	79.47%	83.33%	2.47%	15.00%
综合金融	79.37%	7.08%	-2.74%	32.08%
电力及公用事业	79.23%	97.50%	0.86%	7.50%
石油石化	78.30%	95.83%	3.71%	47.50%
钢铁	78.16%	100.00%	9.14%	88.75%
综合	77.89%	18.75%	-3.87%	7.92%
建材	77.88%	83.75%	4.13%	17.92%
交通运输	77.51%	37.50%	3.51%	25.83%
商贸零售	77.43%	36.67%	-3.50%	57.92%
煤炭	77.20%	26.67%	7.00%	81.67%
轻工制造	76.94%	40.83%	-0.99%	63.33%
传媒	76.89%	35.00%	-4.90%	14.17%
农林牧渔	76.50%	26.67%	2.53%	68.33%
通信	76.34%	85.00%	-2.12%	46.25%
非银行金融	75.73%	45.83%	-10.34%	42.08%
有色金属	75.62%	79.58%	3.94%	88.33%
汽车	75.27%	59.17%	4.44%	22.92%
机械	75.06%	50.00%	2.61%	10.42%
纺织服装	74.85%	0.83%	-4.98%	2.08%
家电	74.79%	75.00%	-0.42%	56.25%
基础化工	74.53%	23.33%	3.53%	13.33%
电力设备及新能源	73.14%	22.50%	1.84%	2.08%
消费者服务	73.09%	90.42%	-5.69%	97.92%
国防军工	73.09%	49.58%	2.07%	37.92%
计算机	72.12%	25.00%	-7.00%	36.25%
电子	70.61%	51.67%	-7.46%	2.92%
医药	70.35%	25.00%	-7.50%	52.08%
食品饮料	65.71%	37.92%	-8.13%	85.83%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2023 年 1 月 20 日，食品饮料、消费者服务、电力设备及新能源、汽车、房地产的行业拥挤度相对较高，通信和有色金属的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

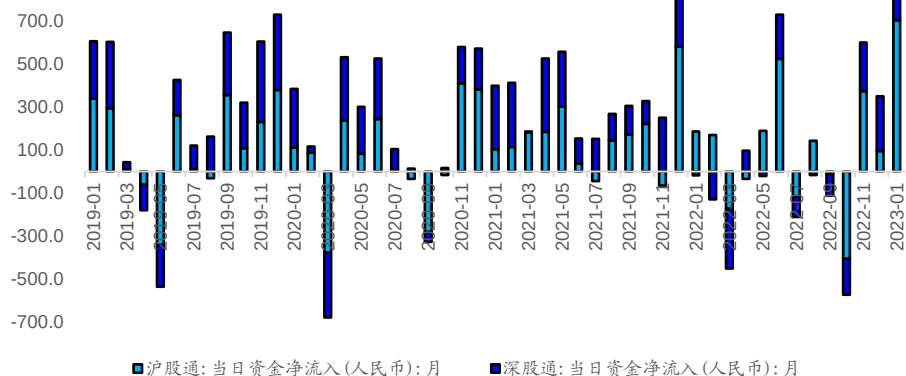
行业名称	20230120 拥挤度	20221230 拥挤度	拥挤度变化
食品饮料	1.16	1.32	-0.15
消费者服务	1.08	1.18	-0.11
电力设备及新能源	1.06	0.92	0.14
汽车	0.96	0.81	0.14
房地产	0.5	0.26	0.24
家电	0.48	0.32	0.16
基础化工	0.43	0.29	0.14
建筑	0.21	0.04	0.18
电子	0.14	0.31	-0.17
机械	0.14	0.38	-0.24
煤炭	0.12	0.03	0.08
建材	0.05	-0.12	0.17
交通运输	0.04	0.01	0.03
纺织服装	-0.01	0.09	-0.1
有色金属	-0.02	-0.43	0.42
石油石化	-0.03	-0.13	0.1
综合	-0.12	-0.25	0.13
非银行金融	-0.15	-0.38	0.22
计算机	-0.16	-0.09	-0.07
银行	-0.18	-0.26	0.09
电力及公用事业	-0.18	-0.22	0.04
通信	-0.26	-0.94	0.68
医药	-0.27	0.6	-0.87
农林牧渔	-0.28	-0.4	0.11
钢铁	-0.32	-0.47	0.15
轻工制造	-0.33	-0.42	0.09
商贸零售	-0.34	-0.31	-0.04
传媒	-0.36	-0.37	0.01
国防军工	-0.58	-0.5	-0.08

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

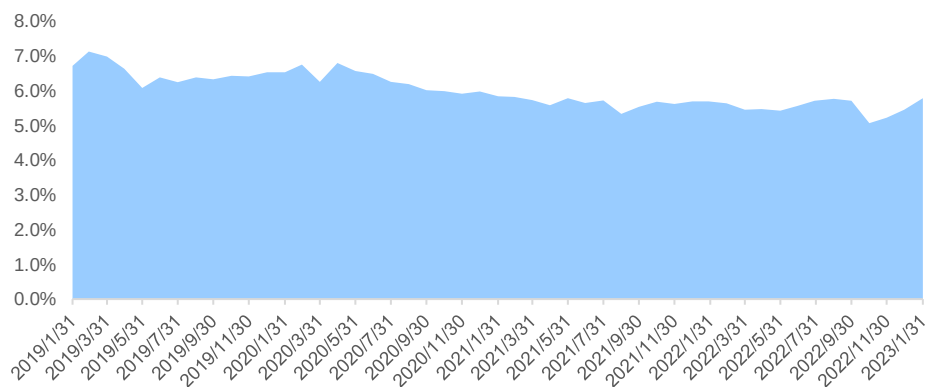
截至 2023 年 1 月 31 日，陆股通资金当月净流入 1412.9 亿元（上月净流入 350.1 亿元），其中沪股通净流入 705.6 亿元，深股通净流入 707.3 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月增加 0.33pct。

图15 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

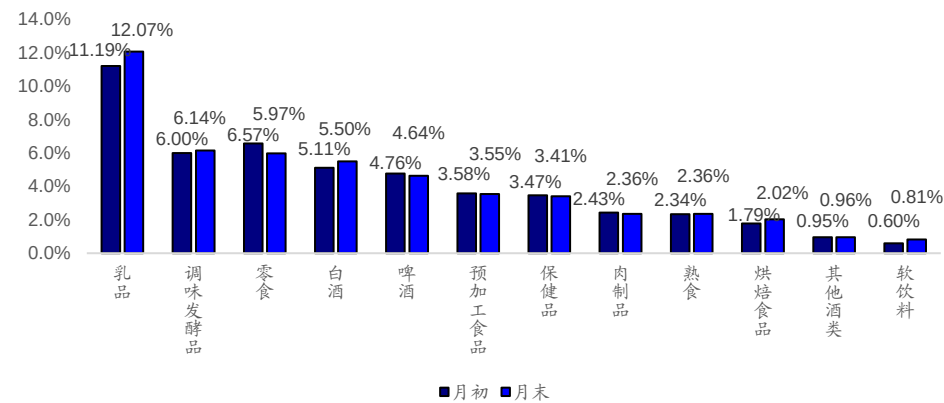
图16 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

乳品行业陆股通占比为 12.07%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，且月末较月初增持最多（0.88pct），陆股通持股占比靠后的子行业分别为软饮料（0.81%）和其他酒类（0.96%）。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（-0.60pct）。

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 2023 年 1 月 31 日

从陆股通持股标的来看，按市值排名的十大个股中，持股比例居前的分别为贵州茅台（7.1%）、五粮液（6.6%）、海天味业（6.9%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（20.9%）陆股通占比最高，伊利股份（18.1%）和安琪酵母（9.2%）次之。其中，洽洽食品陆股通月末较月初减持最多（-1.64pct），伊利股份陆股通增持最多（0.92pct）。

表10 食饮板块陆股通持股情况

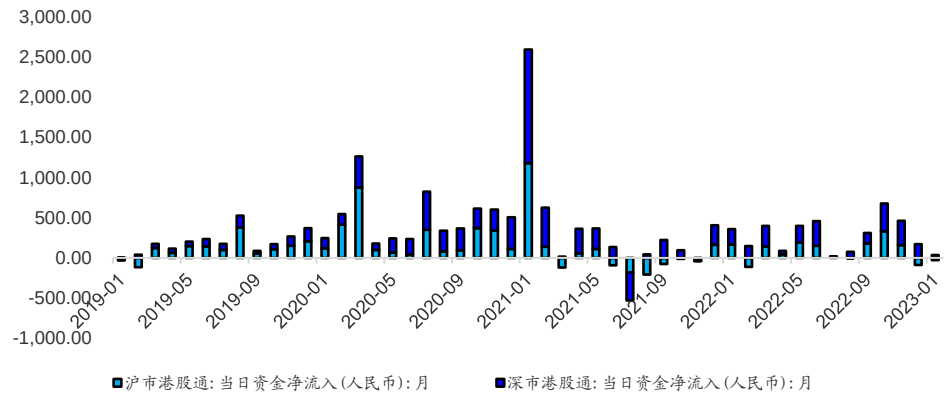
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.1	6.7	0.41	1	洽洽食品	20.9	22.6	-1.64
2	五粮液	6.6	5.8	0.8	2	伊利股份	18.1	17.2	0.92
3	海天味业	6.9	6.6	0.29	3	安琪酵母	9.2	9.6	-0.42
4	山西汾酒	2.9	2.6	0.27	4	重庆啤酒	8.3	8.6	-0.24
5	泸州老窖	3.1	3.0	0.1	5	涪陵榨菜	8.3	8.7	-0.44
6	洋河股份	2.9	2.4	0.45	6	中炬高新	7.2	7.8	-0.57
7	伊利股份	18.1	17.2	0.92	7	贵州茅台	7.1	6.7	0.41
8	古井贡酒	2.2	1.8	0.4	8	海天味业	6.9	6.6	0.29
9	青岛啤酒	3.8	3.7	0.07	9	五粮液	6.6	5.8	0.80
10	双汇发展	3.2	3.2	-0.04	10	水井坊	6.5	6.5	-0.03

资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

2.3 港股通跟踪

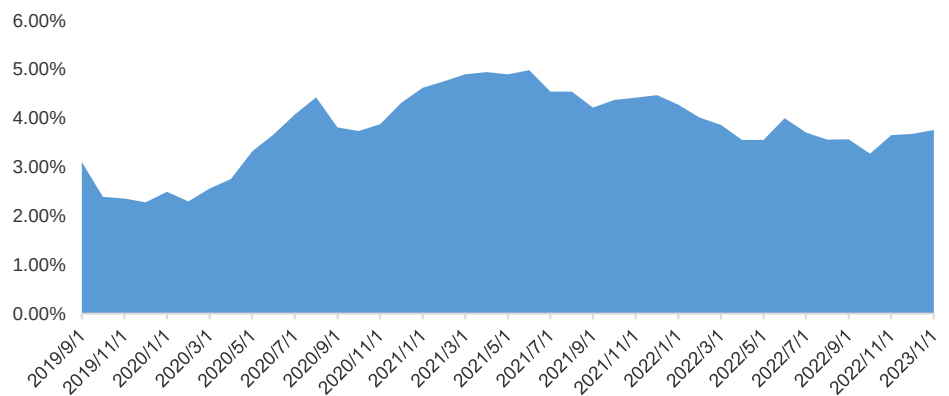
截至 2023 年 1 月 31 日，港股通资金当月净流入 5.1 亿元（上月净流入 84.2 亿元），必需消费板块市值占比为 3.8%，较上月提升 0.08pct。

图18 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

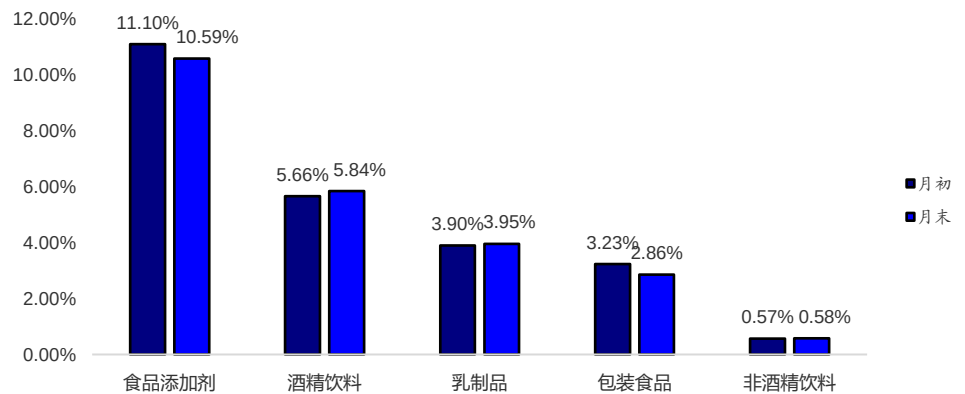
图19 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

食品添加剂行业港股通占比为 10.6%，较月初减持 0.51pct；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（0.6%）、包装食品（2.9%）和乳制品（4.0%）。

图20 食品饮料板块港股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（1.2%）、百威亚太（0.1%）、华润啤酒（13.2%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（25.3%）港股通比例最高，周黑鸭（20.7%）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	1.2	1.1	0.08	1	青岛啤酒	25.3	24.8	0.42
2	百威亚太	0.1	0.2	-0.02	2	周黑鸭	20.7	20.9	-0.29
3	华润啤酒	13.2	13.2	0.05	3	华宝国际	18.8	18.8	-0.02
4	蒙牛乳业	2.8	2.9	-0.08	4	颐海国际	14.4	14.8	-0.45
5	青岛啤酒	25.3	24.8	0.42	5	华润啤酒	13.2	13.2	0.05
6	康师傅	0.9	0.9	-0.02	6	现代牧业	7.3	7.3	-0.01
7	中国旺旺	6.4	6.3	0.09	7	中国飞鹤	6.4	6.3	0.09
8	中国飞鹤	0.1	0.1	0.03	8	优然牧业	6.4	6.1	0.31
9	达利食品	3.2	3.2	0.01	9	中烟香港	6.3	6.3	0.02
10	统一	0.3	0.3	-0.02	10	西藏水资源	5.5	5.2	0.34

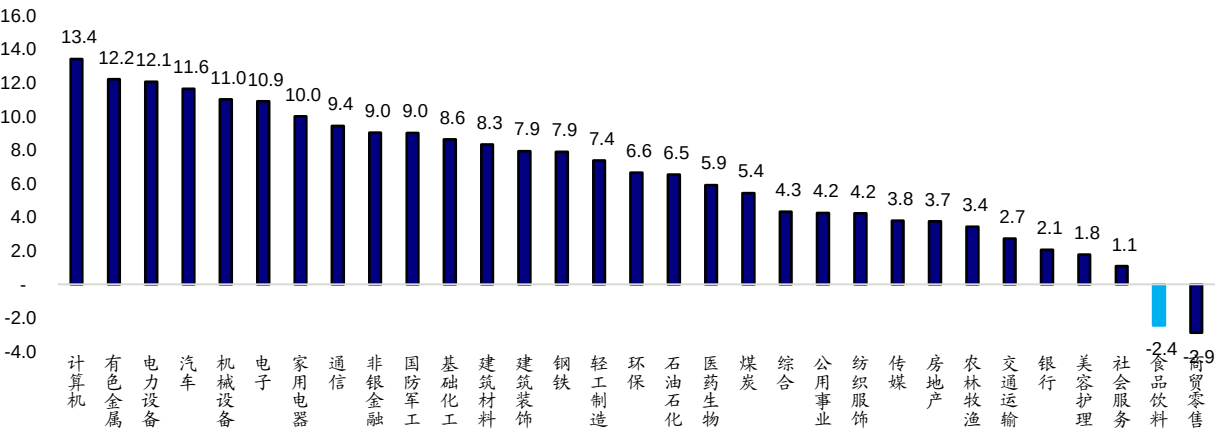
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

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，1 月份计算机、有色金属和电力设备涨幅居前，分别上涨 13.4%、12.2%和 12.1%；商贸零售和食品饮料小幅收跌，跌幅达 2.9%和 2.4%。食品饮料板块涨跌幅在 31 个行业分类中位居第 30 名，较上月（12.9%）下滑 29 名。

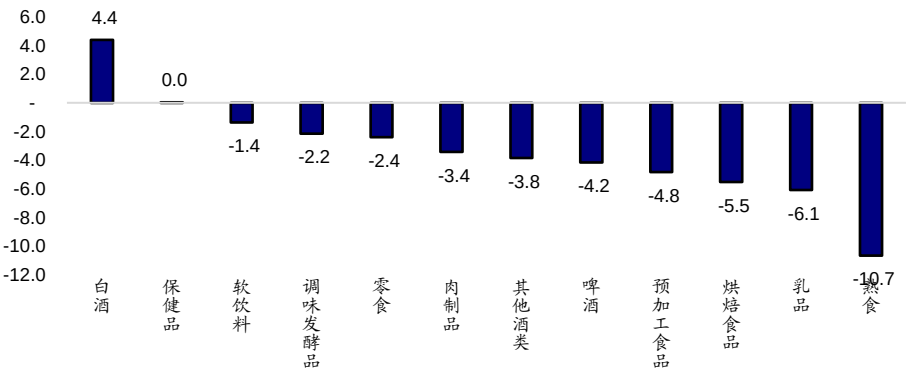
图21 2023 年 1 月 A 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

1 月份食品饮料子行业除白酒上涨 4.4%、保健品较上月持平以外，其他板块全线收跌，其中软饮料（-1.4%）、调味发酵品（-2.2）跌幅最窄，熟食板块跌超-10%。

图22 2023 年 1 月 A 股食品饮料行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

表12 A 股食品饮料板块 1 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	23186	1846	6.9	1	五粮液	8,113	209	15.7
2	五粮液	8113	209	15.7	2	今世缘	725	58	13.5
3	海天味业	3676	79	-0.3	3	舍得酒业	595	178	12.1
4	山西汾酒	3557	292	2.3	4	洋河股份	2,646	176	9.4
5	泸州老窖	3488	237	5.7	5	盐津铺子	152	118	9.0
6	洋河股份	2646	176	9.4	6	桃李面包	223	17	8.6
7	伊利股份	2085	33	5.1	7	千禾味业	216	22	7.9
8	古井贡酒	1275	278	4.2	8	老白干酒	270	30	7.2
9	青岛啤酒	1143	101	-6.0	9	贵州茅台	23,186	1,846	6.9
10	双汇发展	883	26	-1.7	10	燕京啤酒	317	11	5.8

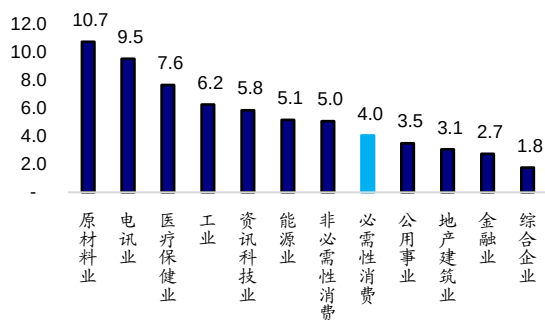
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

从 H 股行业涨跌幅来看，1 月份全线收涨，原材料业（10.7%）、电讯业（9.5%）和医疗保健业（7.6%）涨幅居前。必需性消费（4.0%）在 12 个一级行业中排名第 8 名，较上个月（5.2%）下滑 4 名。

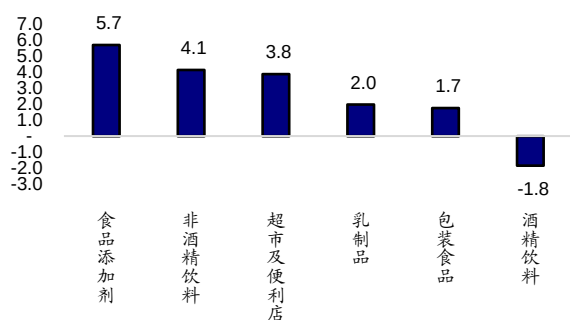
必需性消费子行业中，除酒精饮料下跌 1.8%，其他行业均收涨，其中食品添加剂领涨（5.7%），非酒精饮料（4.1%）和超市及便利店（3.8%）次之。

图23 2023年1月H股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 1 月 31 日

图24 2023年1月H股必需消费二级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 1 月 31 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1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	4977	44	0.3	1	第一太平	116	3	17.2
2	百威亚太	3271	25	0.6	2	阜丰集团	139	6	15.8
3	华润啤酒	1912	59	8.1	3	中国飞鹤	682	8	13.1
4	蒙牛乳业	1493	38	6.6	4	卫龙	273	12	10.0
5	青岛啤酒	1325	75	-2.1	5	华润啤酒	1912	59	8.1
6	康师傅	734	13	-5.5	6	蒙牛乳业	1493	38	6.6
7	中国飞鹤	682	8	13.1	7	颐海国际	291	28	0.7
8	中国旺旺	606	5	-2.3	8	百威亚太	3271	25	0.6
9	达利食品	479	4	-1.7	9	农夫山泉	4977	44	0.3
10	统一企业	326	8	-3.5	10	达利食品	479	4	-1.7

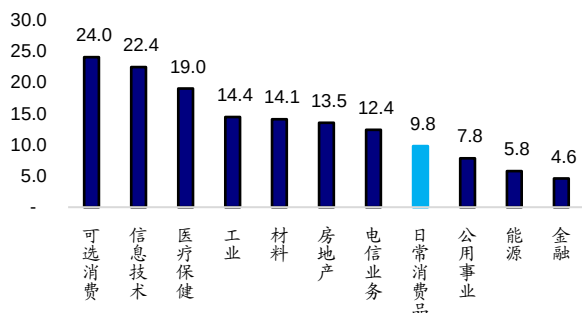
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 1 月 31 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

从美股一级行业涨跌幅来看, 1月全线收涨, 其中可选消费(24.0%)、信息技术(22.4%)涨幅居前, 日常消费品行业上涨 9.8%, 在 11 个美股一级行业中排名第 8 名, 较上一个月(-4.8%)下降 5 名。

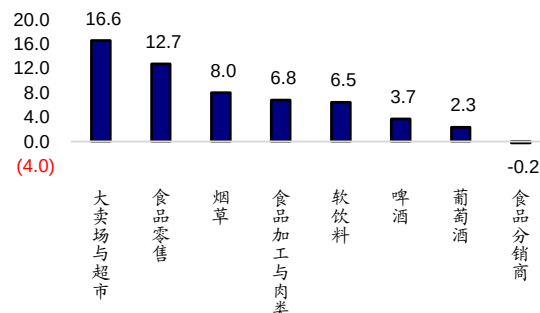
日常消费品子行业中, 大卖场与超市(16.6%)和食品零售(12.7%)涨幅居前。

图25 2023年1月美股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 1 月 31 日

图26 2023年1月美股日常消费品行业子板块涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 1 月 31 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1月涨跌幅情况

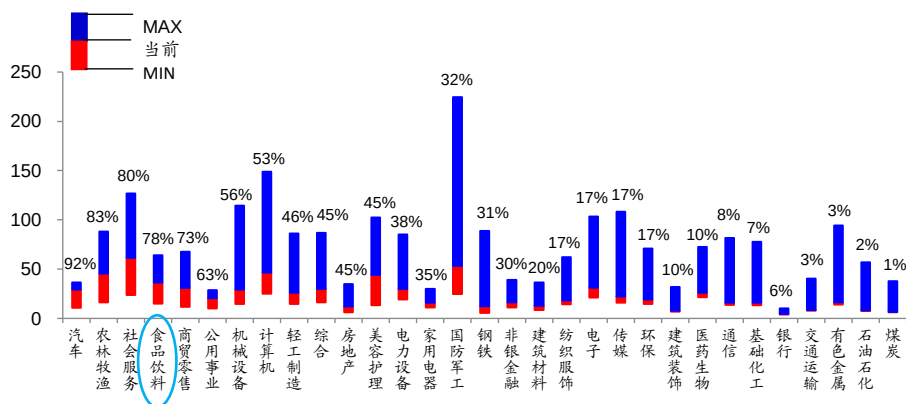
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅(%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅(%)
1	沃尔玛	3880	144	1.5	1	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB	314	88	12.4
2	可口可乐	2652	61	-3.6	2	可口可乐凡萨瓶装	1,280	76	12.2
3	百事	2356	171	-5.3	3	开市客	2,268	511	12.0
4	开市客	2268	511	12.0	4	蓝威斯顿	144	100	11.8
5	菲利普莫里斯国际	1616	104	3.0	5	泰森食品	236	66	5.6
6	可口可乐凡萨瓶装	1280	76	12.2	6	CASEYS GENERAL STORES	88	236	5.3
7	百威英博	1043	60	0.4	7	POST	56	95	5.2
8	帝亚吉欧	987	177	-0.8	8	PERFORMANCE FOOD	95	61	5.0
9	亿滋国际	894	65	-1.8	9	菲利普莫里斯国际	1,616	104	3.0
10	英美烟草	855	38	-3.7	10	ALBERTSONS COMPANIES	114	21	2.8

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 1 月 31 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

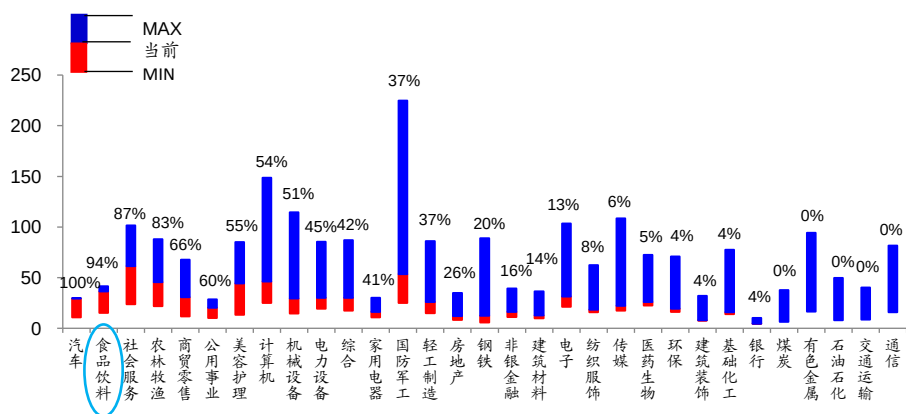
图27 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2023 年 1 月 31 日

截至 2023 年 1 月 31 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 7 个，包括煤炭、石油石化和有色金属等；食品饮料的 PE 历史分位数为 78%（36.5x），较上月末（73%，34.7x）提升 5pct，在 31 个行业中排名第 4 名。

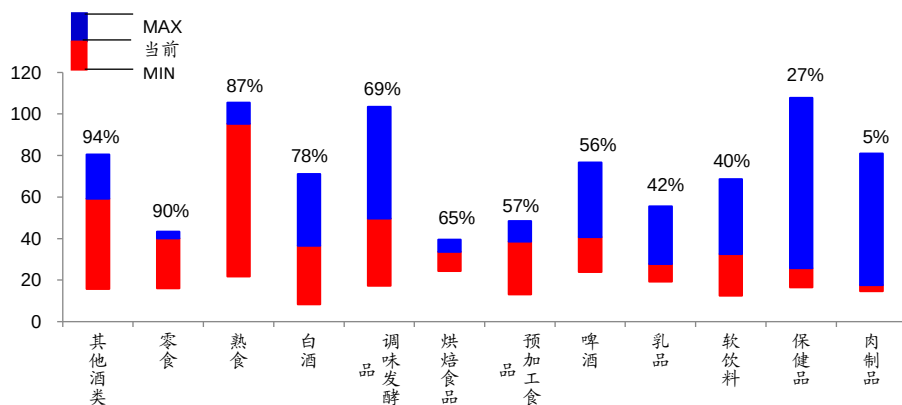
图28 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

近期伴随疫情影响的减退，市场经济活动逐步修复，但仍未回归至 2019 年疫情前水平，为排除疫情因素对行业的影响，我们选取了当前 PE 与 2011 年至 2019 年的历史数据进行比较。A 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有 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 94%，较上月（90%）有所提升，在 31 个行业中排名第 2 名。

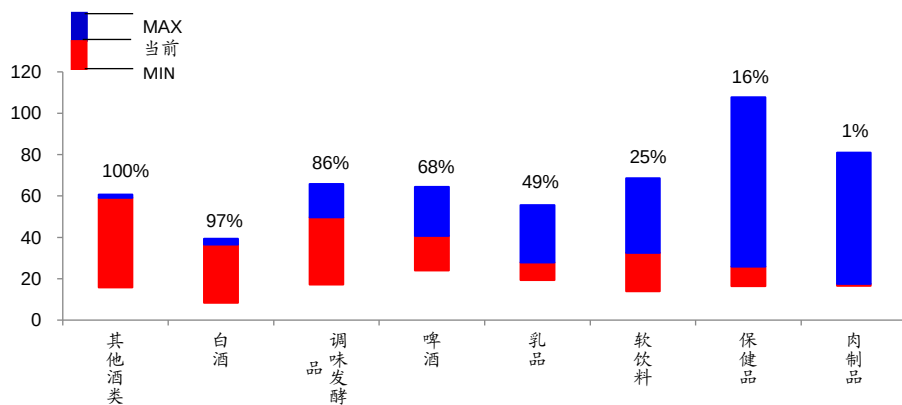
图29 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 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（5%）、保健品（27%）和软饮料（40%）。PE 绝对值最低的行业分别是肉制品（17.5x）、保健品（25.8x）、乳品（27.8x）。

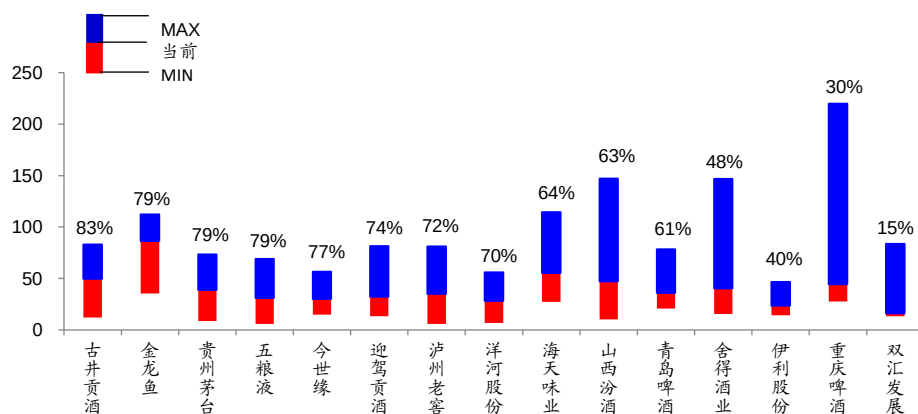
图30 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

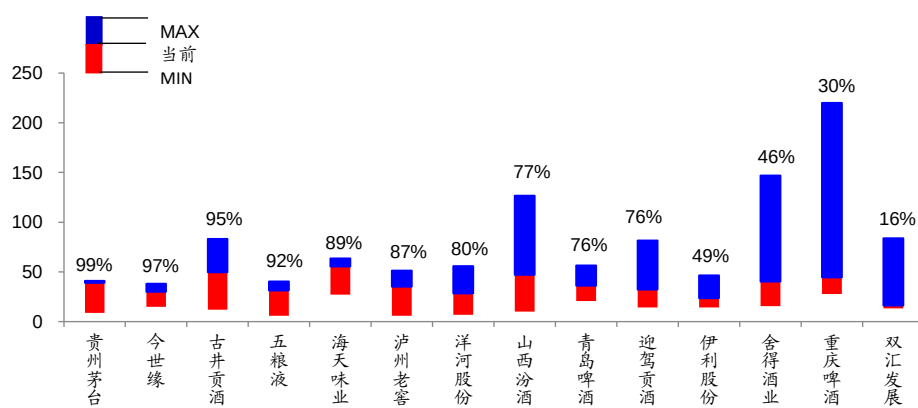
A 股食品饮料子行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业有肉制品（1%）、保健品（16%）和软饮料（25%）。

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2023年1月31日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

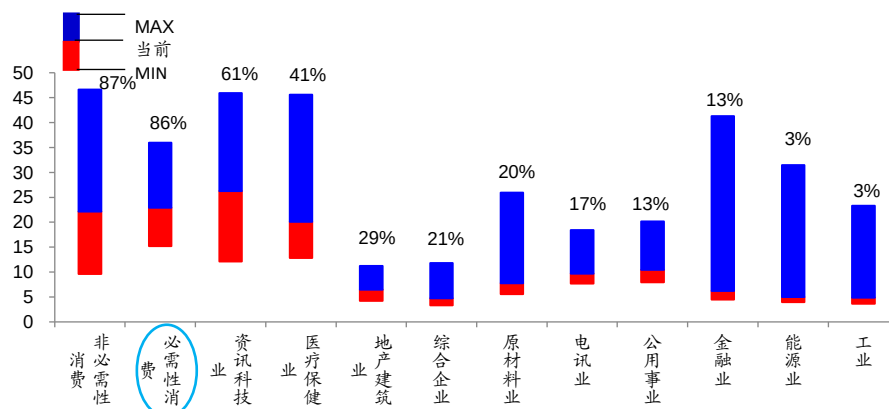
图32 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年1月31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

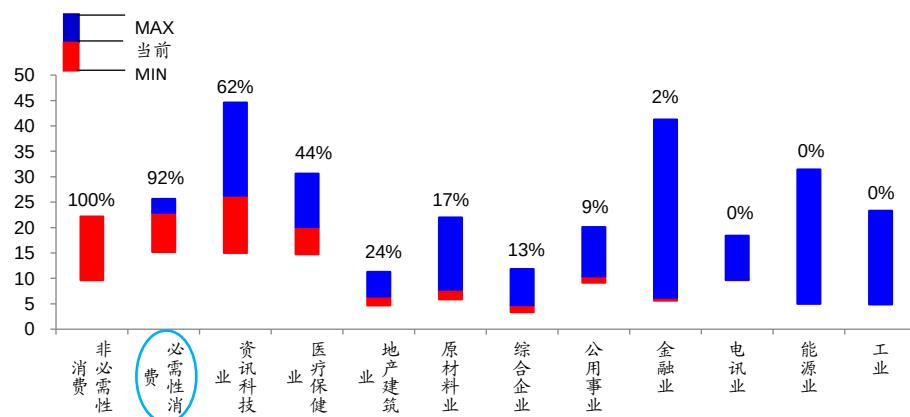
图33 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

截至 2023 年 1 月 31 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有工业、能源业；必需性消费行业 PE 历史分位数为 86%（22.9x），历史分位数与上月末（84%，22.7x）上升 2pct，在 12 个一级行业中排名第 2 名。

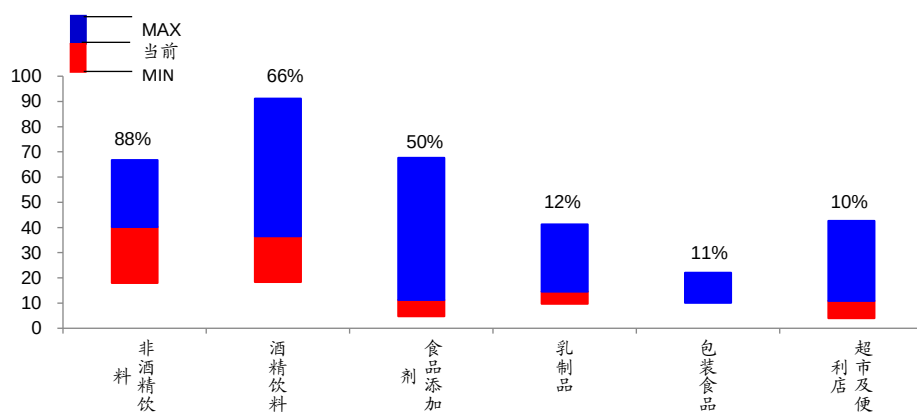
图34 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有工业、能源业、电讯业等。必需性消费的 PE 历史分位数为 92%，在 12 个行业中排名第 2 名。

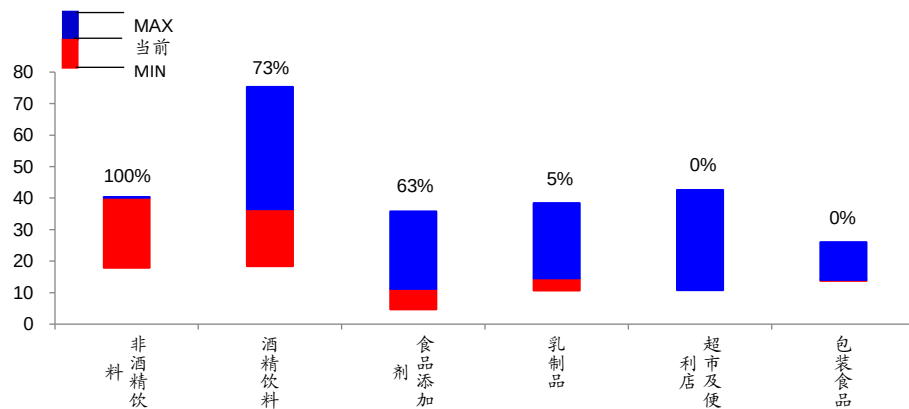
图35 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来相对靠后的行业有超市及便利店（10%）、包装食品（11%）。PE 绝对值最低的行业分别是超市及便利店（10.8x）和食品添加剂（11.2x）。

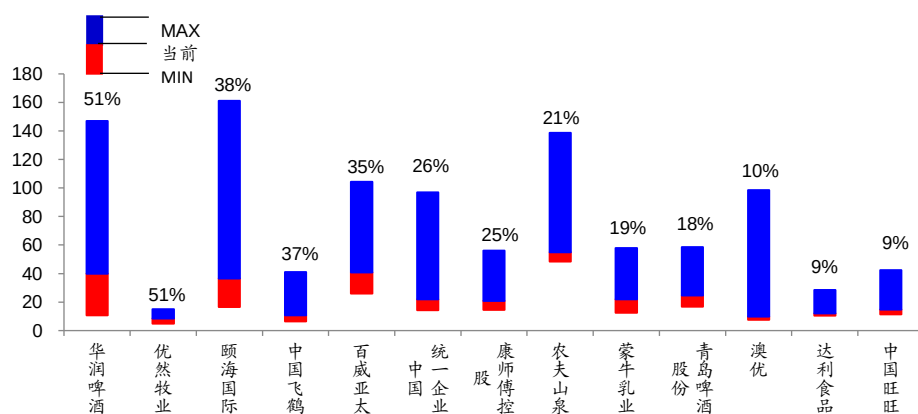
图36 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

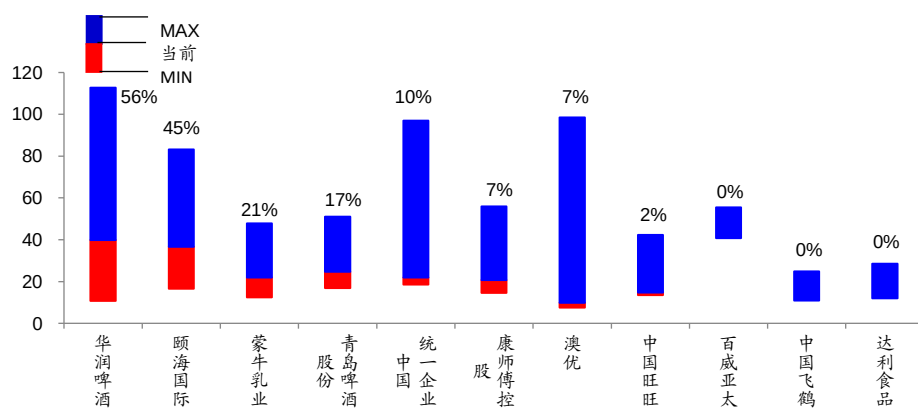
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有包装食品（0%）、超市及便利店（0%）和乳制品（5%）。

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2023年1月31日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

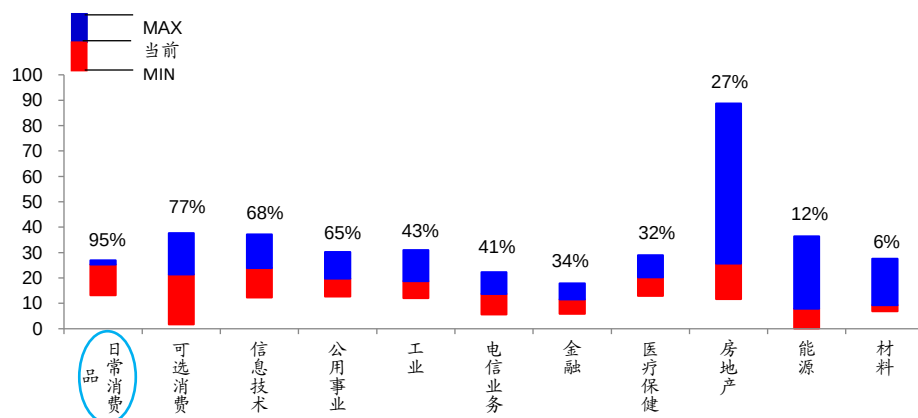
图38 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年1月31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

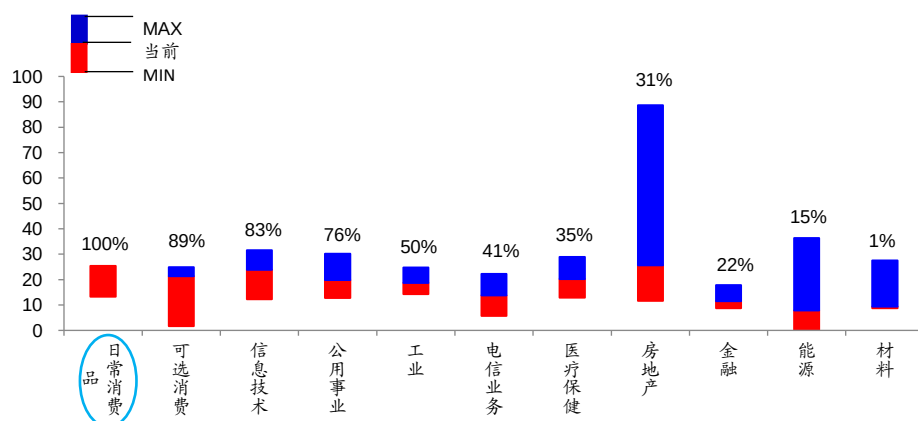
图39 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

截至 2023 年 1 月 31 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（6%）和能源（12%）；日常消费品的 PE 历史分位数为 95%（25.3x），历史分位数与上月末（93%，24.9x）提升 2pct，在 11 个行业中排名第 1 名。

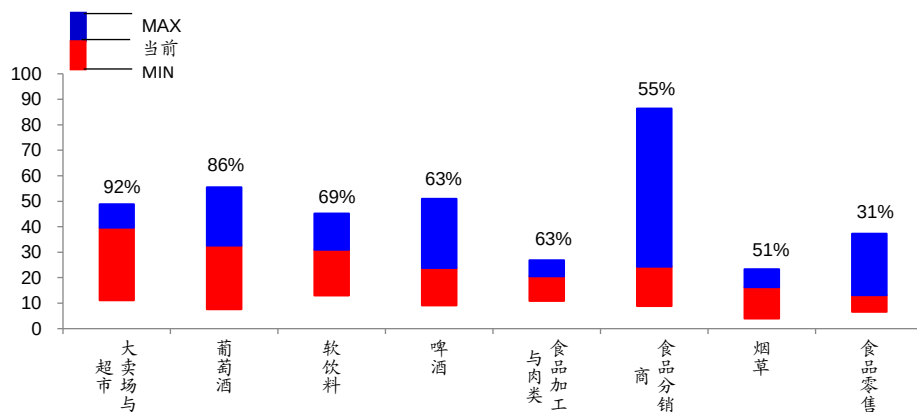
图40 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 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（1%）、能源（15%）；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。

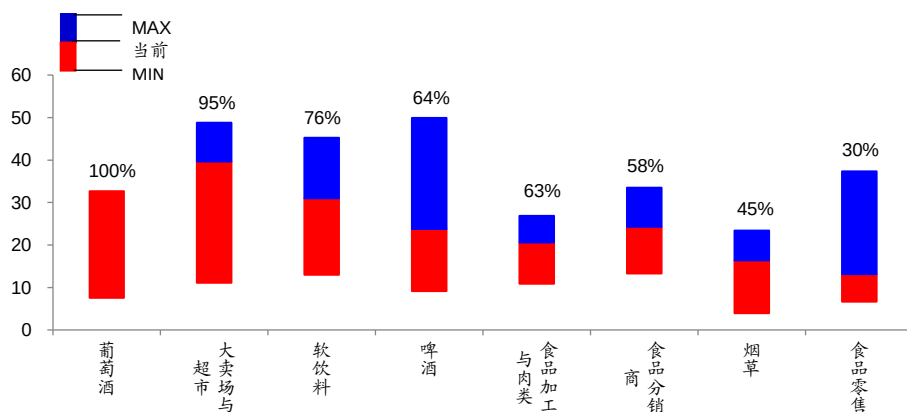
图41 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 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（51%）。PE 绝对值最低的行业分别是食品零售（13.2x），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）



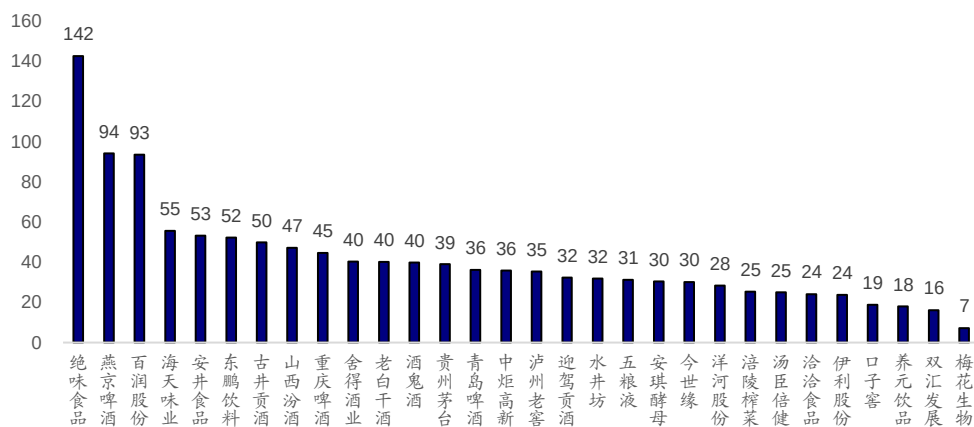
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

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（30%）和烟草（45%）。

4.4 个股估值

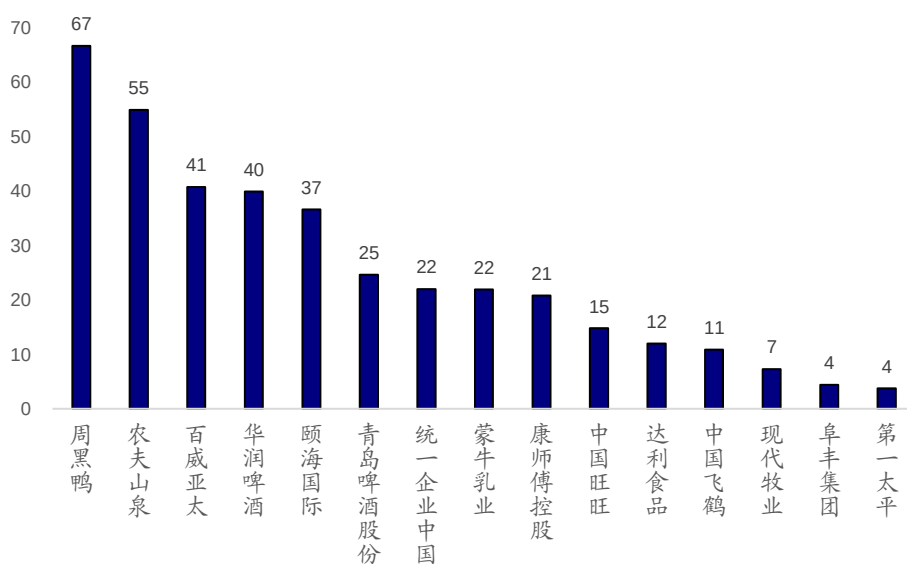
截至 2023 年 1 月 31 日，A 股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平持续回升，A 股龙头的估值中位数为 36x（相较 12 月上升 1x），H 股食品饮料龙头（市值前 15）的估值中位数为 22x（相较 12 月持平），美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 26x（相较 12 月下降 1x）。

图43 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



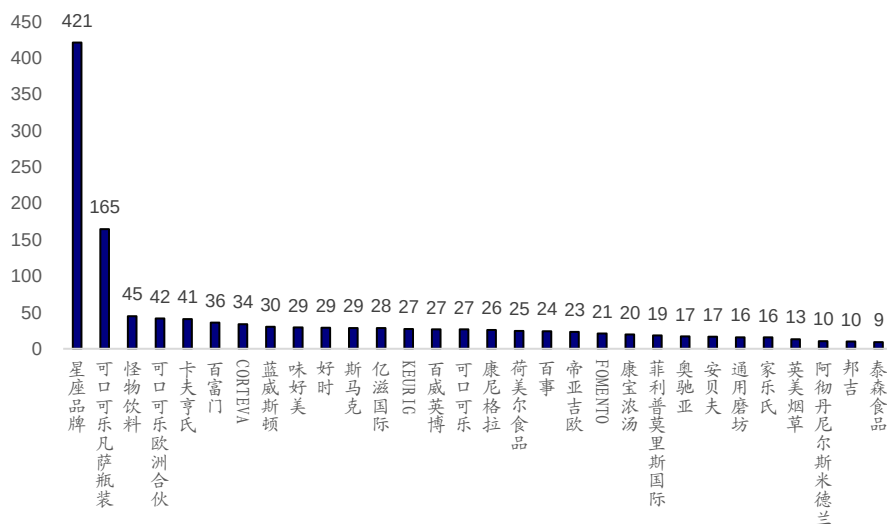
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 1 月 31 日

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 2023 年 1 月 31 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 2023 年 1 月 31 日

5 投资建议

高端/次高端白酒：寇媛媛认为春节期间白酒需求旺盛略超市场预期，受益于家宴和送礼场景恢复，其中高端白酒动销同比个位数增长，强势地产酒双位数增长，部分次高端和酱酒普遍压力较大。春节后进入白酒淡季，2 月或有部分宴席场景延续，3-4 月商务场景以及 4-5 月宴席场景将持续恢复，次高端白酒或受益最大。3Q23 中秋国庆是除春节外的主要白酒消费旺季，行业景气度环比将进一步提升。春节终端动销较快，渠道库存下行，但春节整体打款比例和出货比例同比小于去年，春节后经销商会完成打款目标，厂商按节奏出货，库存将维持在合理位置。

全年投资标的及排序：高端白酒>次高端白酒>地产酒。高端白酒确定性强，次高端白酒在消费场景恢复后弹性较大，地产酒 2022 年表现优异，2023 年基数较高，在消费恢复后，强势区域有望持续获得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。泸州老窖：我们看好泸州老窖双品牌全价格带产品抓手众多，将贡献高端白酒中最好的收入和利润增速。

大众白酒：陈子叶认为春节期间受益于消费场景修复以及返乡潮的拉动，区域名酒动销环比节前加速，渠道信心稳步回升。预计节后短时间内，白酒动销依旧以旺季走量为主，渠道的核心诉求在于库存去化，回笼资金，陆续实现 Q1 回款目标，Q2 酒企将加大渠道管控和费用支持，稳定批价。23H1 在经济活动恢复至合理节奏下，婚喜宴席和商务宴请需求有望迎来回补，一定程度上弥补次高端白酒的供需缺口，未来整体消费将呈现长期性复苏而非报复性恢复，消费场景回归是复苏的基础，而消费力的实质性回暖决定了复苏的弹性与持久力。从估值来看，古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒和今世缘估值分别处于 2011 至 2019 年疫情前的 96%/80%/84%/96%分位，看多个股为洞藏系列产品起势、后阶段延续放量的迎驾贡酒。

啤酒行业：胡世炜认为从基本面来看，在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；近期部分啤酒包材价格略有上浮，但相较去年同期仍有双位数左右的下滑，因此在成本端我们预计仍将出现压力缓解。但需要警惕可能存在的大规模二次感染带来的旺季销量不及预期。估值层面，在 1 月初我们提到，啤酒

行业个股已经经历较为明显的修复行情，因此仅在当时时点推荐相对低估的华润啤酒，截至1月31日，我们也看到了其相对同行业公司获得了较为明显的超额收益（当月涨幅8.1%，行业平均持平）。目前时点，我们建议关注估值较低，且一季度存在开门红催化的A股青岛啤酒（PE 36x，分位数位于疫情以来的17%）。

乳制品行业：肖伟俐认为乳制品基本面景气度向上，估值仍然较低，建议重点关注。

（1）液态奶：从基本面来看，受益于送礼场景超预期，液态奶高端产品加速回暖，终端动销明显改善，部分地区录得高双位数增长。产品结构持续上移，目前高端白奶、常温酸奶等产品终端商超货龄在一个月以内，流通渠道新鲜度更高。经销商库存迅速去化，但因前期部分经销商进货谨慎，导致部分产品出现断货，目前渠道库存明显偏低，我们看好后续经销商补库的持续性，厂商报表口径也将实现超预期增长，23Q1收入在高基数之下仍可录得高单或双位数增长，利润端表现亦有保障，近期原奶和包材走低，同时全年维度来看龙头公司费用率仍在下行通道，利润端弹性超收入端。23Q2开始需求将持续复苏，同时叠加低基数效应，综合全年，我们认为液态奶行业高单位数或双位数增长确定性较强。

（2）婴配粉：供给端收缩确定性较高，新国标在即，尾部小企业及部分外资品牌逐渐退出，目前份额仍在持续向龙头公司集中。我们认为后期份额集中速度将加速，最终腾挪15%左右的份额空间。同时需求端或可在23Q4看到拐点，疫情后生育率将有所反弹。22年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，给23年留有较大空间，释放积极信号。

投资标的：看多个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤。我们认为春节液态奶高端产品超预期已初步验证逻辑，液态奶景气度持续向上，我们看好伊利与蒙牛产品结构持续上移，成本与费用稳中有降，业绩中长期持续复苏趋势。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。目前乳制品反弹仍然较弱，估值相对历史水平仍然较低，伊利/蒙牛/飞鹤分别位于40%/21%/37%分位。

调味品行业：寇媛媛认为23年调味品行业已随疫情后餐饮场景恢复，进入微笑曲线右侧，行业整体波动向上。春节期间餐饮行业因供给收缩和需求释放表现火爆，调味品B端出货迅速，渠道库存下降较快。春节后预期厂商会持续出货，渠道或维持高库存，但不影响终端动销表现。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（玻璃、PET、纸箱价格下降幅度较大），但基础调味品主要原材料大豆和白砂糖价格高位下探后又有所回升。复合调味料原材料构成繁多，主要包括油脂、辣椒等价格仍处于高位。

23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、胡世炜认为近期猪价维持低位，2H23价格有望提升。目前市场供大于求现象仍然存在，二次育肥所带来的供给增量仍在逐渐消化的过程中，需求方面，预计节后需求阶段性疲软。产能方面，市场能繁母猪存栏量未见明显去化，产能较为充裕。综上所述，我们预计短期内猪价偏弱运行，而持续的成本压力有望促使产能去化，从而预计生猪供给在2H23至1H24期间明显收缩，从而支撑猪肉价格上涨。

白羽鸡引种大幅下降，供给缺口明确，23 年鸡价高位运行确定性高。受到禽流感与航运等问题的影响，22 年我国祖代鸡更新量仅有 96.3 万套，同比下降 24.5%，明显低于 110-120 万套/年的均衡引种量。根据鸡周期运行规律，祖代鸡引种量将会影响约 60 周之后的商品代鸡的供给量。根据 22 年全年祖代鸡引种节奏预计，白羽鸡供给不足将会在 2Q23 开始体现，并持续到 23 年底。综上所述，我们认为白羽鸡价格上涨具备持续支撑。

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：出栏量稳步提升，成本端领先行业，头均市值位于历史低位。温氏股份：养殖成本持续下降，产能利用率存在提升空间。2) 白羽鸡供给缺口明确，建议关注具有自研祖代鸡的龙头白羽鸡养殖企业圣农发展。

饲料行业：胡世伟、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，但 1 月末相对于 12 月末的价格仅出现低个位数下滑，玉米、豆粕整体下行的趋势有望助力饲料企业缓解成本端压力；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。

运动鞋服行业：2023 年寇媛媛看好运动鞋服产业链表现，行业整体或呈现前低后高逐季恢复状态。元旦至春节期间，运动鞋服行业表现超预期，高基数下增速在 20% 左右，国产品牌表现好于外资品牌。受益于较快动销，渠道去库存迅速，目前渠道库销比下降至 5-7X，仍有 2022 年 2Q 和 3Q 因疫情影响积累的库存需要进行消化，预期在 3-9 个月能完成消化。从 2Q23 开始，行业进入低基数，同时疫情后户外运动和旅游场景恢复，利好运动鞋服行业。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、特步、安踏、申洲优于大市评级。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。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。近期其他标的上涨幅度较大，而特步的 2023 年估值不到 20X，短期上涨空间更大。我们看好安踏作为平台型公司的优秀运营能力，疫情后 1/2 线城市因低基数和管控放开，更利好安踏 FILA 品牌的恢复。我们也看好申洲国际国内和欧美库存去化后的高弹性。

纺织服装行业：盛开、梁希近期发布报告：再看 A 股品牌服饰投资机会。我们从疫情期间电商增速（体现品牌影响力）、直营占比（体现盈利弹性潜力）、库存增速与收入增速差距小几个维度考量 A 股主要品牌服饰企业，并从中筛选综合维度表现突出的公司，建议关注比音勒芬、海澜之家、歌力思。

电商收入双位数增长：歌力思、比音勒芬、锦泓集团、海澜之家

线下直营收入占比居前：比音勒芬、歌力思、锦泓集团

疫情期间逆势开店居前：比音勒芬、歌力思、锦泓集团、海澜之家

库存压力可控：比音勒芬、歌力思、报喜鸟、海澜之家

经营杠杆弹性高：歌力思、锦泓集团、海澜之家、比音勒芬、歌力思

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：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 国内净开名创优品店 43 家，Q2（10-12 月）、Q3（1-3 月）分别是传统开店旺季和淡季；Q1FY23 海外净开名创优品店 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因素影响，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。

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**

From the beginning of November last year to the end of January this year, the mandatory consumption index of A-share food and beverage and H-share rose for three consecutive months, with an increase of 36%. The valuation has been at a high level in history, while the fundamental restoration will not be achieved overnight, and the sub-industries are highly differentiated. We suggest to select the required consumer industries with stable demand and low valuation in the early stage, and arrange the optional consumption after the changes in the later stage are clear.

The recommended ranking of major industries is: dairy products=beer=high-end Baijiu=aquaculture=hotels>regional Baijiu=condiments=feed>secondary high-end Baijiu=convenience food=catering. We suggest paying attention to: Yili, Mengniu Dairy, China Feihe, China Resources Beer, Tsingtao Beer, Chongqing Beer, Kweichow Moutai, Wuliangye, Luzhou Laojiao, Yanghe, Jinlongyu, Dabai Nong, Muyuan, Jinjiang Hotel, China Tourism Group Duty Free, Midea Group, Aima Technology, Li Ning, etc; The bearish stocks are Jiugui Liquor, Shede Liquor, Shuijingfang, etc.

Risks: The recovery of residents' consumption was slow, the price of raw materials rebounded, the RMB devalued 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，肖韦俐，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).

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, 002385.CH, 2319.HK, 9896.HK, 601888.CH, 600415.CH, 600690.CH, 002050.CH and 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, 002385.CH, 2319.HK, 9896.HK, 601888.CH, 600415.CH, 600690.CH, 002050.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, 002385.CH, 2319.HK, 9896.HK, 601888.CH, 600415.CH, 600690.CH, 002050.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603517.CH, 603589.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 603517.CH, 603589.CH and 603816.CH.

600298.CH, 002385.CH, 2319.HK, 9896.HK, 601888.CH, 600415.CH, 600690.CH, 002050.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, 002385.CH, 2319.HK, 9896.HK, 601888.CH, 600415.CH, 600690.CH, 002050.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), 000596.CH, 000895.CH, 603517.CH, 603589.CH, 002557.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 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, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 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,锦江国际(集团)有限公司,中国国旅集团有限公司,002705.CH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),000596.CH,000895.CH,603517.CH,603589.CH,002557.CH,香港华润(集团)有限公司上海代表处,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,内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司,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,锦江国际(集团)有限公司,中国国旅集团有限公司,002705.CH 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 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9896.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 9896.HK.

海通预计将(或者有意向)在未来三个月内从2319.HK,9896.HK,601888.CH,300896.CH及002050.CH获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 2319.HK,9896.HK,601888.CH,300896.CH and 002050.CH.

海通在过去的12个月中从603589.CH,002557.CH,伊犁南岗化工有限责任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,002557.CH,伊犁南岗化工有限责任公司 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,0291.HK,9633.HK及0168.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,0291.HK,9633.HK and 0168.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):

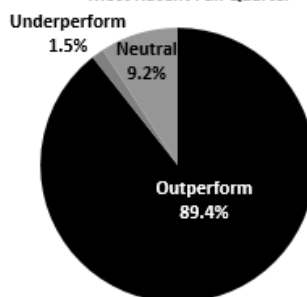
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

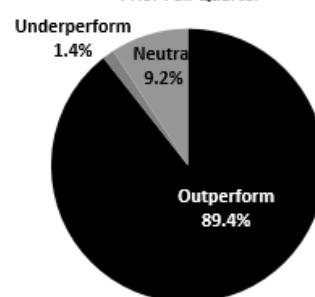
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as

评级分布 Rating Distribution

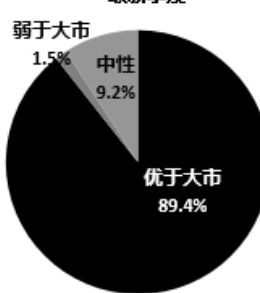
Most Recent Full Quarter



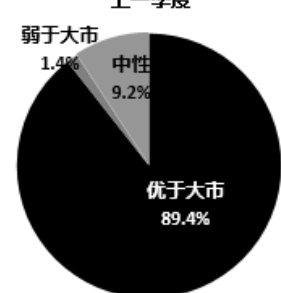
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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 12 月 31 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%	1.5%
投资银行客户*	5.2%	7.3%	8.3%

*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 Dec 31, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.4%	9.2%	1.5%
IB clients*	5.2%	7.3%	8.3%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款：尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不担保或保证此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）数据由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相

关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

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

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

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