

中国必需消费 China Staples

消费行业 3 月投资策略：短期继续谨慎，关注成本下行

Continue to be cautious in the short term, pay attention to the downward trend in cost side

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

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：2月重点跟踪的8个行业均实现正增长，而且除大众及以下白酒外，其他7个行业增速均加快。整体来看，节后出行、旅游仍保持较高热度，就餐、观影热度减缓，由于去年疫情造成个别月份低基数，所以同比增速波动较大。结合1月月报观点，我们预计消费中期修复高度需要关注居民收入和储蓄等能力因素，从国外看“疤痕”现象普遍存在，短期应对需求增速理性判断，并做好部分消费走弱的心理准备。

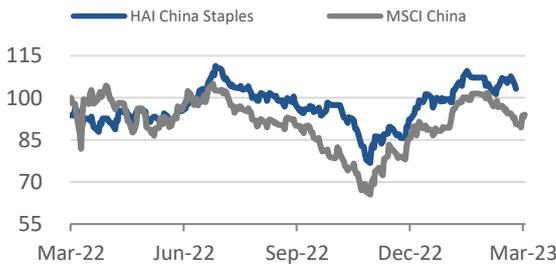
成本：2月现货成本指数同比降幅扩大。2月消费品成本指数多数较上月有所下行，且期货端跌幅显著大于现货端，其中啤酒期货大跌6.3%。具体来看，玻璃期货领跌12.9%，纸浆、铝材和塑料期货的跌幅在4%-5%之间，玻璃和塑料现货上涨3.3%/4.2%。直接原材料方面，小麦期货、蔬菜和大麦跌幅居前，分别达9.2%/8.0%/5.4%，棕榈油和白糖价格有低个位数的上浮。与去年同期相比，啤酒、乳制品和软饮料现货成本指数分别下跌12.9%、9.5%和7.9%。

资金：乳业的北上资金占比最高，2月烘焙食品增持最多。截至2月底，陆股通资金当月净流入92.6亿元（上月净流入1412.9亿元）。其中沪股通净流入89.1亿元，深股通净流入3.5亿元；食品饮料板块市值占比为5.8%，较上月减少0.02pct。港股通资金当月净流入73.8亿元（上月净流入5.1亿元），必需消费板块市值占比为3.8%，较上月提升0.01pct。

估值：H股和美股PE小降，A股小升。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（36.9x）；子行业分位较低的是肉制品（5%，18.3x）、保健品（19%，27.0x）和软饮料（31%，34.6x）。H股必需性消费行业处于83%（22.1x）；子行业分位较低的是包装食品（0%，13.1x）、超市及便利店（0%，10.4x）和乳制品（4%，13.0x）。美股日常消费品行业处于100%分位（24.3x）；子行业分位较低的是烟草（20%，14.8x）和食品零售（28%，12.5x）。

建议：短期继续谨慎，关注成本下行。2月A股食品饮料和H股必选消费指数分别上涨0.99%和-5.07%，结束过去三个月连续明显上涨态势。特别是A股食品饮料估值较疫情前处于较高分位，而基本面修复相对缓和，短期难以进一步推高估值。我们建议对基本面理性预期，选股结合估值考量。主要行业排序为：乳制品=啤酒=高端白酒=酒店>区域性白酒=调味品=养殖业=饲料>次高端白酒=方便食品=餐饮。建议关注个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、泸州老窖、贵州茅台、五粮液、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；我们对酒鬼酒、舍得酒业、水井坊、百威亚太、中炬高新持相对负面态度。

风险提示：居民消费恢复缓慢，原材料价格反弹，人民币再度贬值，疫病影响反复。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

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）(2 Feb 2023)

HTI消费品1月需求月报：春节是高点还是低点？（January Demand Monthly Report: Is the Spring Festival High Spot or Low Spot）(1 Feb 2023)

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)

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 2 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测 (亿元)

统计区间	HTI消费行业收入预测 (亿元)							
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料	餐饮
12月营收	292	342	410	83	377	78	332	106
1月营收	461	306	494	177	427	121	852	117
2月营收	432	245	447	156	386	103	445	130
12月同比%	9.2%	16.4%	19.5%	-4.7%	4.9%	6.3%	-5.5%	-20.0%
1月同比%	10.0%	2.2%	9.5%	4.7%	4.6%	6.3%	2.5%	7.0%
2月同比%	20.3%	0.4%	6.2%	18.0%	8.0%	8.2%	5.0%	8.0%

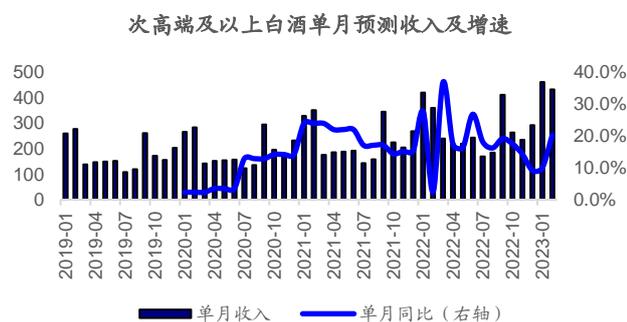
资料来源: HTI

海通国际预测, 2月国内次高端及以上白酒行业收入为432亿元, 同比增长20.3%, 主要是名酒企业在春节后借动销好转, 继续敦促经销商打款同时加快发货。春节前后白酒消费景气回升, 主要受益于大众宴请和商务宴请的逐渐恢复。分价位段看, 恢复情况排序为, 中低端酒 > 中高端酒 > 高端酒 > 次高端酒。预计3-4月商务场景和4-5月宴席场景将进一步修复。

大众及以下白酒行业收入为245亿元, 同比增长0.4%, 较1月环比减少19.9%。正月前后场景开放, 人员流动恢复频繁, 宴席、聚餐需求陆续回补, 但整体批价仍旧承压, 厂家销售重心逐步由旺季走量向淡季提价转变。

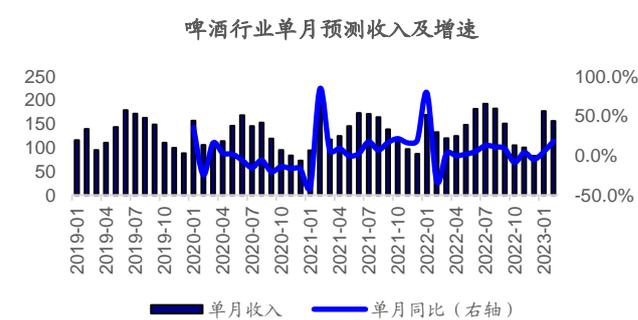
啤酒行业收入为156亿元, 同比增长18.0%, 较1月环比下降11.7%。春节返乡后社交需求同比激增, 尤其是夜场渠道, 我们观察到小瓶装产品普遍动销较好, 同时在低线市场部分酒企整体动销优异, 预计行业量增有望达到双位数。

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 386 亿元，同比提升 8.0%，较 1 月环比下降 9.6%。餐饮渠道的逐渐恢复将带动调味品 B 端渠道需求增长，调味品行业进入微笑曲线右侧，预期春节后厂家将持续发货，行业库存或维持较高水平。

乳制品行业收入为 447 亿元，较去年同期增长 6.1%，较 1 月环比下降 9.6%。春节旺季的催化因素消失后，2 月较 1 月环比有所回落，但受益于经销商信心恢复，持续补库，2 月仍在去年高基数的情况下录得同比中高单位数的增长，整体持续性较好。根据调研情况，目前高端产品终端商超货龄在一个月以内。同时据渠道反馈，部分地区常温奶录得双位数增长，且目前渠道库存仍十分良性，常温奶在 25 天左右，仍有较大的补库存空间。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)

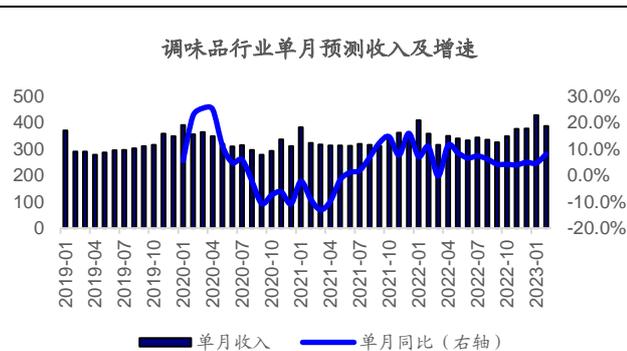


图4 乳制品行业收入预测 (亿元)



速冻食品行业收入为 103 亿元，同比提升 8.2%，较 1 月环比下降 15.2%。C 端需求维持，B 端受餐饮团购需求恢复拉动回升，预期 2023 年整体增幅高于 2022 年增幅。

软饮料行业收入为 445 亿元，同比增长 5.0%，较 1 月环比下降 47.7%。线下场景修复，带动餐饮供应链和户外消费需求逐步回暖，软饮料基本面的稳定性具备较强支撑。全年维度来看，包材价格处于相对低位，叠加需求端稳步改善，行业发展态势明朗。

图5 速冻食品行业收入预测 (亿元)



图6 软饮料行业收入预测 (亿元)



餐饮行业收入（以多数 A 股与 H 股餐饮公司为样本）预计为 130 亿元，同比增长 8%（1 月同比增长 7%），较 1 月环比增长 11%。自春节起，线下消费场景修复，消费者消费意愿提升，餐饮需求明显修复。不过需要注意的是，一方面餐饮行业前期供给严重收缩，另一方面目前需求复苏以高、低两端为主，并未全面恢复。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图8 餐饮行业累计收入预测（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	2023/2/28	135.97	118.96	116.06	115.29	128.80	122.38
上周	2023/2/21	135.72	118.98	116.08	115.45	129.40	122.69
上月	2023/1/28	136.13	117.89	116.85	115.02	129.87	121.21
今年年初	2023/1/1	133.56	117.25	116.88	115.19	127.32	121.16
去年同期	2022/2/28	156.08	131.08	128.23	130.75	127.51	132.92
较上周		0.18%	-0.02%	-0.02%	-0.14%	-0.46%	-0.26%
较上月		-0.12%	0.91%	-0.67%	0.24%	-0.82%	0.96%
较今年年初		1.80%	1.46%	-0.70%	0.08%	1.17%	1.00%
较去年同期		-12.89%	-9.25%	-9.49%	-11.83%	1.01%	-7.93%

资料来源：Wind，HTI

截至 2 月 28 日，啤酒成本现货指数为 135.97，啤酒成本期货指数为 136.39。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降 0.12%，啤酒成本期货指数下降 6.34%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数提升 1.8%，啤酒成本期货指数下降 3.96%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 12.89%，啤酒成本期货指数下降 11.29%。

调味品成本现货指数为 118.96，调味品成本期货指数为 128.6。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数提升 0.91%，调味品成本期货指数下降 3.15%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数提升 1.46%，调味品成本期货指数下降 0.02%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 9.25%，调味品成本期货指数下降 10.64%。

图9 啤酒行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图10 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 116.06，乳制品成本期货指数为 104.43。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.67%，乳制品成本期货指数下降 0.86%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 0.7%，乳制品成本期货指数下降 0.95%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 9.49%，乳制品成本期货指数下降 3.75%。

方便面成本现货指数为 115.29，方便面成本期货指数为 123.19。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 0.24%，方便面成本期货指数下降 3.32%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数提升 0.08%，方便面成本期货指数下降 2.61%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 11.83%，方便面成本期货指数下降 12.08%。

图11 乳制品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图12 方便面行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

速冻食品成本现货指数为 128.8，速冻食品成本期货指数为 128.22。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.82%，速冻食品成本期货指数下降 1.88%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 1.17%，速冻食品成本期货指数下降 0.27%，较去年同期，速冻食品成本现货指数提升 1.01%，速冻食品成本期货指数下降 0.01%。

软饮料成本现货指数为 122.38，软饮料成本期货指数为 140.93。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 0.96%，软饮料成本期货指数下降 2.79%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数提升 1%，软饮料成本期货指数提升 0.07%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 7.93%，软饮料成本期货指数下降 10.5%。

图13 速冻食品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图14 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2月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
2.2	酒饮茶	酒饮茶规上企业营收近 1.7 万亿 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1756502535397549927&wfr=spider&for=pc
2.3	白酒	清香型白酒新国标正式实施 https://caifuhao.eastmoney.com/news/20230116092247828716260
2.4	白酒	2022 全国白酒产量下滑 5.6% https://www.163.com/dy/article/HSDPARG9051481OF.html
2.13	消费	国家统计局: 1 月份居民消费价格同比上涨 2.1%, 环比上涨 0.8% https://mp.weixin.qq.com/s/3OsDhnAu4Fd8j5j_mjtzbw
2.14	咖啡茶饮	2022 年咖啡茶饮赛道融资数据小报告 https://www.foodtalks.cn/news/41205
2.15	酱酒	年度权威酱酒产业报告出炉: 回落与分化、否极泰来, 从高增长到高质量发展 https://mp.weixin.qq.com/s/Q5xB0I37v1ZEF8ou_ElHaw
2.21	预制菜	预制菜首次写入中央一号文件 https://mp.weixin.qq.com/s/SyIOQcBn31tGJ0XAskKZEw
2.22	酒类	2022 全国酿酒产品销售 9509 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/0Q_eJWOKx3FMF4fjfl4pwQ
2.23	乳业	“史上最严”奶粉新国标今起实施 https://mp.weixin.qq.com/s/vSipkvReTa7-4Mk2fCkxFQ
2.28	宠物食品	雀巢对中国宠物食品市场“特别感兴趣”, 最新不排除在华收购! https://mp.weixin.qq.com/s/6D_7IVymqsOzEHNpamaJwQ

资料来源: wind, HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年2月消费公司公告

日期	公司	摘要
2.1	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。
2.1	中炬高新	2022 年度业绩快报公告: 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%。
2.6	香飘飘	2022 年度业绩快报公告: 报告期内, 营业利润 26,549.18 万元, 比上年同期增长 16.91%; 利润总额 26,324.02 万元, 比上年同期降低 3.68%; 归属于上市公司股东的净利润 21,020.82 万元, 比上年同期降低 5.54%; 基本每股收益为 0.51 元, 比上年同期降低 3.77%。主要原因是公司冲泡产品销量虽同比下降, 但产品毛利企稳回升; 此外, 公司积极改善企业经营管理效率, 提升经营质量。
2.9	新希望	2023 年 01 月生猪销售情况简报: 公司 2023 年 1 月销售生猪 129.11 万头, 环比变动 -17.60%, 同比变动 -0.12%; 收入为 20.51 亿元, 环比变动 -28.69%, 同比变动 25.21%; 商品猪销售均价 14.89 元/公斤, 环比变动 -20.63%, 同比变动 14.01%
2.10	圣农发展	2023 年 1 月份销售情况简报: 2023 年 1 月实现销售收入 13.47 亿元, 较去年同期增长 12.10%, 较上月环比变动 -12.24%。其中, 家禽饲养加工板块鸡肉销售收入为 7.64 亿元, 较去年同期变动 -13.05%, 较上月环比变动 -30.93%; 深加工肉制品板块销售收入为 7.21 亿元, 较去年同期增长 39.96%, 较上月环比增长 15.45%。销量方面, 1 月份家禽饲养加工板块鸡肉销售数量为 6.32 万吨, 较去年同期变动 -22.86%, 较上月环比变动 -31.99%; 深加工肉制品板块产品销售数量为 2.43 万吨, 较去年同期增长 7.16%, 较上月环比增长 3.81%。
2.21	金龙鱼	2022 年度业绩快报: 报告期内, 公司实现营业收入 2,575 亿元, 同比增长 13.8%; 归属于上市公司股东的净利润 30.1 亿元, 同比下降 27.1%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 31.8 亿元, 同比下降 36.3%。
2.25	涪陵榨菜	2022 年度业绩快报: 报告期内公司实现营业总收入 25.48 亿元, 较去年同期增长 1.18%; 实现营业利润、利润总额、归属于上市公司股东的净利润分别为 10.55 亿元、10.56 亿元、8.99 亿元, 分别较去年同期增加 20.76%、20.84%、21.14%。
2.28	隆平高科	关于收购福建科力种业有限公司 51% 股权的公告: 袁隆平农业高科技股份有限公司(以下简称“公司”或“隆平高科”)经决策委员会审议通过, 同意公司与福建科力种业有限公司(以下简称“福建科力”或“目标公司”)股东签订《福建科力种业有限公司股权转让协议》, 约定以对价 3,117.08 万元收购福建科力 51% 股权。本次交易完成后, 福建科力将成为公司控股子公司, 纳入公司合并报表范围。
2.28	恒顺醋业	2022 年年度报告: 报告期内, 公司实现营业收入(合并报表) 21.39 亿元, 较上年同期增长 12.98%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元, 同比增长 13.09%。其中, 主营调味品实现收入 20.32 亿元, 较上年同期增长 10.05%; 综合毛利率 34.04%, 同比下降 2.92 个百分点。醋系列实现收入 12.84 亿元, 较上年同期增长 6.03%, 醋系列毛利率 41.54%, 同比下降 2.43 个百分点。酒系列实现收入 3.57 亿元, 较上年同期增长 11.30%; 酒系列毛利率 28.01%, 较上年同期下降 4.82 个百分点; 酱系列实现收入 2.56 亿元, 较上年同期增长 44.48%, 酱系列毛利率 16.02%, 较上年同期增加 0.40 个百分点。
2.28	步步高	关于公司为子公司提供担保的公告: 公司控股子公司岳阳高乐商业管理有限公司【以下简称“高乐商业”, 公司持有高乐商业 55% 股份, 岳阳家佳乐置业有限公司(以下简称“岳阳家佳乐”)持有高乐商业 45% 股份】拟向湖南华容农村商业银行股份有限公司营业部提用不超过 4,000 万元贷款额度(以下简称“该笔贷款”)。公司拟为该笔贷款的 55% (即不超过 2,200 万元)提供保证担保, 担保期限以担保合同为准。高乐商业同意为公司的此次担保提供反担保, 高乐公司股东岳阳家佳乐同意为该笔贷款的 45% (即不超过 1,800 万元)提供保证担保。

资料来源: wind, HTI

表5 2023年2月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
2.1	郎酒	郎酒明确 2022 三大目标 https://i.ifeng.com/c/8N04VuDM0Qu
2.3	五粮液	五粮液公司召开 2023 年生产工作会 https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309404864601320980596
2.4	中粮福临门	中粮福临门获得 210 亿元战略投资, 2022 年营收超 5000 亿元 https://www.foodtalks.cn/news/41034
2.5	华润啤酒	华润啤酒确定两大事业部分工 http://stock.10jqka.com.cn/20230204/c644601649.shtml
2.11	Popeyes	未来十年 Popeyes 拟在中国开 1700 家店 https://mp.weixin.qq.com/s/wV4yOfiqaPuB_YA75nxDnA
2.21	华润啤酒	雪花全麦纯生全新上市 https://mp.weixin.qq.com/s/0Q_eJWOKx3FMF4fjfl4pwQ
2.27	山西汾酒	汾酒首提“三个元年” https://mp.weixin.qq.com/s/9vpVW21GGFib1u4xRzjtAA
2.28	海底捞	“啄木鸟”成效显著, 海底捞 2022 年预计年营收超 346 亿人民币, 净利超 13 亿 https://www.foodtalks.cn/news/41767
2.28	星巴克	星巴克推出橄榄油咖啡, 功能性或成行业新趋势? https://www.foodtalks.cn/news/41779
2.28	今世缘	今世缘春节动销超预期 https://finance.eastmoney.com/a/202302282648630057.html

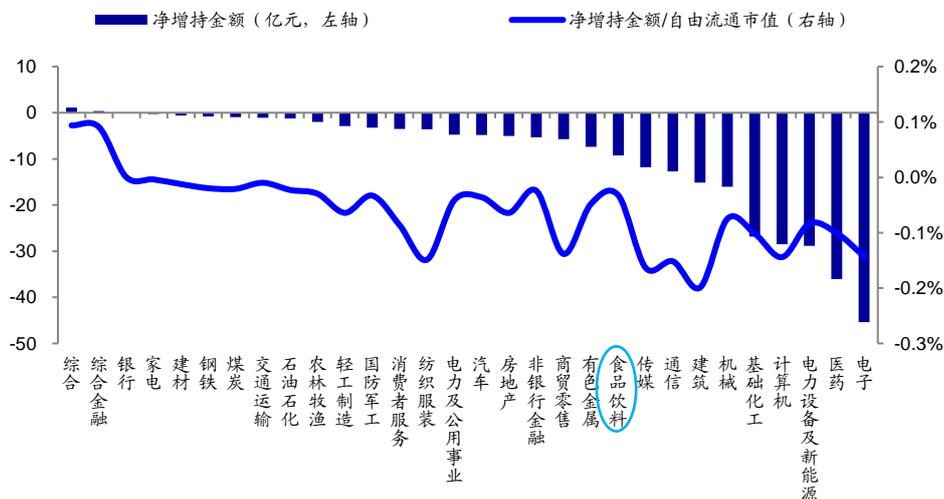
资料来源: wind, HTI

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，23 年 2 月综合和综合金融行业净增持额最大，分别为 1.14 和 0.37 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.09% 和 0.09%；电子和医药行业净减持额最大，分别为 45.4 和 36.07 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 -0.14% 和 -0.14%。

图15 2023 年 2 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 2 月 28 日

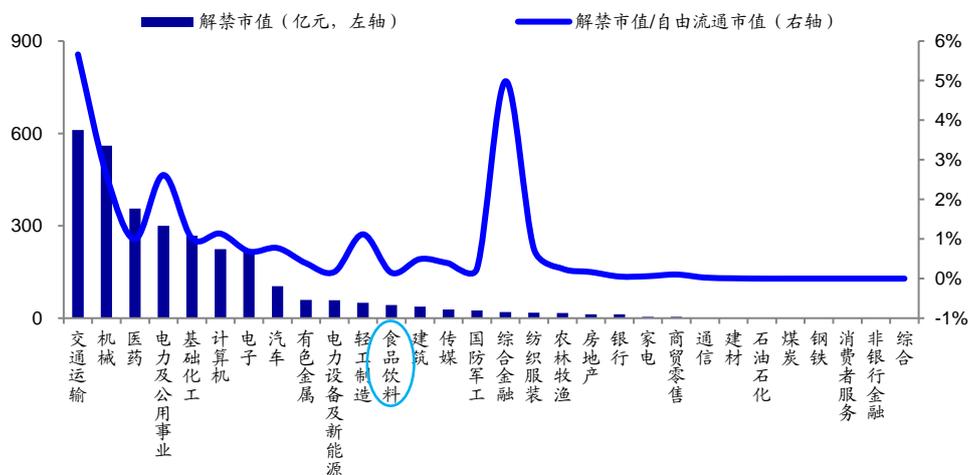
表6 2023 年 2 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
安井食品	-9.34	-2.78
嘉必优	-0.90	-2.71
三只松鼠	-0.86	-1.52
晨光生物	-0.65	-0.87
新乳业	-0.61	-2.51
海南椰岛	-0.61	-1.44
金达威	-0.52	-0.87
科拓生物	-0.45	-2.28
威龙股份	-0.24	-1.41
春雪食品	-0.19	-1.77
品渥食品	-0.16	-2.12
好想你	-0.03	-0.13
妙可蓝多	-0.01	-0.01
中葡股份	0.72	1.76
岩石股份	1.77	5.47
贵州茅台	2.80	0.03

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16 2023年3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2月28日

表7 2023年3月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
仙乐健康	42.27	60.31

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：钢铁、电力及公用事业、石油石化、综合金融、房地产。

表 8 一级行业大额买入与资金流向（20230220-20230224）

	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
钢铁	79.60%	96.70%	-7.60%	93.40%
电力及公用事业	78.40%	32.00%	-13.00%	100.00%
石油石化	77.80%	61.90%	-12.90%	74.60%
综合金融	77.80%	12.30%	-6.80%	78.70%
房地产	77.60%	70.50%	-20.90%	66.00%
银行	77.50%	29.50%	-22.60%	93.00%
传媒	77.50%	81.10%	-5.10%	98.80%
建筑	77.20%	47.10%	-17.10%	80.30%
交通运输	77.20%	52.50%	-12.40%	81.60%
煤炭	77.10%	63.50%	-8.80%	70.10%
通信	76.70%	100.00%	1.20%	99.60%
商贸零售	76.30%	16.00%	-10.40%	90.20%
计算机	76.20%	100.00%	3.70%	100.00%
纺织服装	75.80%	9.00%	-6.10%	61.50%
综合	75.70%	47.10%	-11.90%	84.80%
国防军工	75.60%	67.20%	7.70%	4.10%
建材	75.40%	23.40%	-14.30%	97.10%
轻工制造	75.30%	61.50%	-0.60%	100.00%
有色金属	75.00%	93.90%	-15.40%	97.50%
农林牧渔	74.80%	53.30%	-15.00%	99.20%
基础化工	73.70%	56.60%	-14.50%	97.10%
机械	73.50%	70.90%	-8.80%	83.20%
非银行金融	73.50%	8.60%	-20.00%	95.50%
家电	73.20%	0.40%	-7.90%	96.30%
电子	72.20%	88.10%	-7.60%	97.50%
汽车	72.10%	100.00%	-14.40%	100.00%
电力设备及新能源	71.50%	41.40%	-13.90%	100.00%
医药	70.40%	69.30%	-8.60%	93.00%
消费者服务	69.40%	61.10%	-13.60%	51.60%
食品饮料	66.40%	93.90%	-10.30%	97.10%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2023 年 2 月 24 日，食品饮料、汽车、家电、电力设备及新能源、消费者服务的行业拥挤度相对较高，通信和计算机的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表 9 行业拥挤度情况

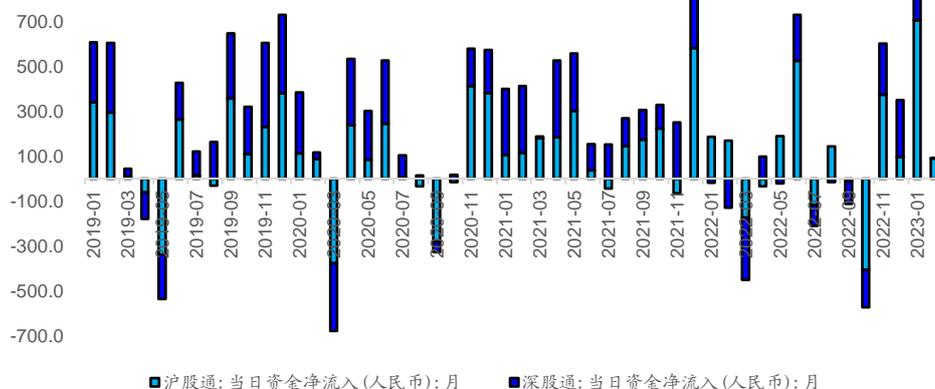
行业名称	20230224 拥挤度	20230131 拥挤度	拥挤度变化
食品饮料	0.89	1.29	-0.4
汽车	0.83	1.2	-0.37
家电	0.78	0.54	0.25
电力设备及新能源	0.75	1.29	-0.54
消费者服务	0.56	1.27	-0.71
通信	0.55	-0.19	0.74
计算机	0.55	-0.19	0.74
房地产	0.51	0.58	-0.07
建筑	0.44	0.25	0.19
电子	0.36	0.25	0.1
机械	0.27	0.31	-0.05
建材	0.23	-0.07	0.31
非银行金融	0.16	0.06	0.09
国防军工	0.06	-0.47	0.53
有色金属	0.02	0.09	-0.07
银行	0	-0.08	0.08
煤炭	-0.01	0.1	-0.11
基础化工	-0.1	0.43	-0.52
轻工制造	-0.12	-0.54	0.42
钢铁	-0.14	-0.42	0.28
传媒	-0.14	-0.24	0.11
交通运输	-0.24	0.08	-0.33
石油石化	-0.3	-0.17	-0.12
医药	-0.31	-0.34	0.04
综合	-0.32	-0.27	-0.05
商贸零售	-0.36	-0.34	-0.02
农林牧渔	-0.36	-0.34	-0.02
电力及公用事业	-0.39	-0.34	-0.04
纺织服装	-0.4	-0.4	0

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

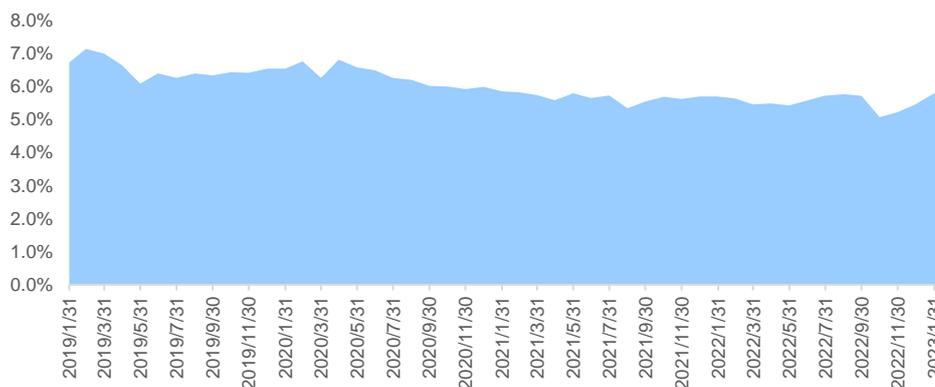
截至 2023 年 2 月 28 日，陆股通资金当月净流入 92.6 亿元（上月净流入 1412.9 亿元），其中沪股通净流入 89.1 亿元，深股通净流入 3.5 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.8%，较上月减少 0.02pct。

图17 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

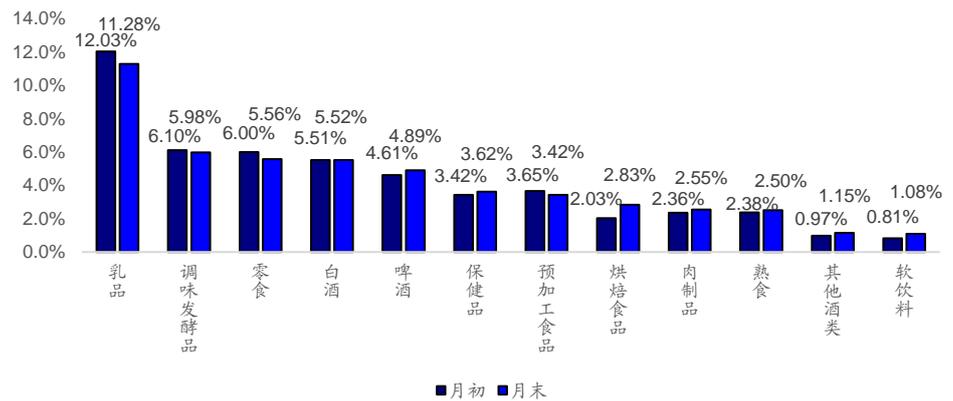
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

乳品行业陆股通占比为 11.28%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，且月末较月初减持最多（-0.75pct），陆股通持股占比靠后的子行业分别为软饮料（1.08%）和其他酒类（1.15%）。烘焙食品陆股通市值占比为 2.83%，在子板块中月末较月初增持最多（0.80pct）。

图19 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 2 月 28 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(7.2%)、五粮液(6.5%)、海天味业(7.1%);按陆股通持股比例排名,洽洽食品(20.5%)陆股通占比最高,伊利股份(17.7%)和重庆啤酒(8.8%)次之。其中,安琪酵母陆股通月末较月初减持最多(-1.99pct),桃李面包陆股通增持最多(2.53pct)。

表10 食饮板块陆股通持股情况

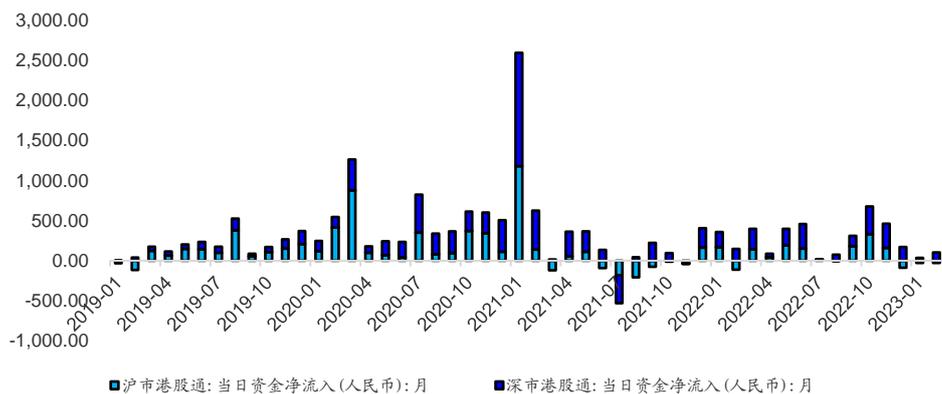
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.2	7.2	0.05	1	洽洽食品	20.5	20.9	-0.35
2	五粮液	6.5	6.6	-0.08	2	伊利股份	17.7	18.1	-0.34
3	海天味业	7.1	6.9	0.17	3	重庆啤酒	8.8	8.3	0.45
4	泸州老窖	3.5	3.1	0.32	4	涪陵榨菜	7.7	8.3	-0.62
5	山西汾酒	3.4	3.0	0.41	5	桃李面包	7.6	5.1	2.53
6	洋河股份	2.9	2.9	0.02	6	东鹏饮料	7.6	6.2	1.42
7	伊利股份	17.7	18.1	-0.34	7	贵州茅台	7.2	7.2	0.05
8	古井贡酒	2.2	2.2	0.05	8	海天味业	7.1	6.9	0.17
9	青岛啤酒	3.6	3.7	-0.17	9	安琪酵母	7.1	9.1	-1.99
10	双汇发展	3.5	3.2	0.26	10	五粮液	6.5	6.6	-0.08

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

2.3 港股通跟踪

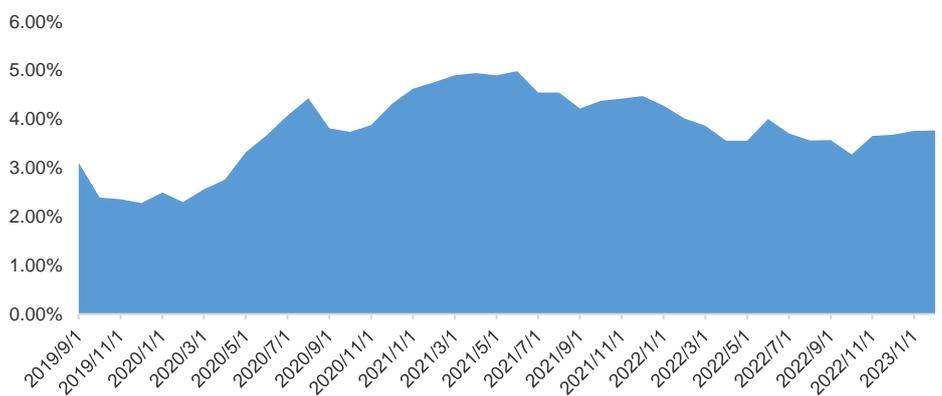
截至 2023 年 2 月 28 日,港股通资金当月净流入 73.8 亿元(上月净流入 5.1 亿元),必需消费板块市值占比为 3.8%,较上月提升 0.01pct。

图20 港股通每月净流入情况 (亿元)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

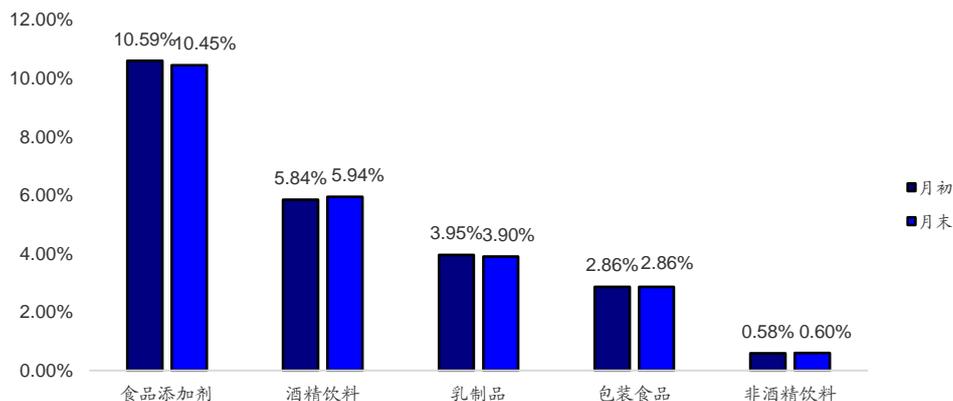
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

食品添加剂行业港股通占比为 10.5%，较月初减持 0.15pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.9%，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（3.9%）。

图22 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 2023 年 2 月 28 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（1.3%）、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（25.6%）港股通比例最高，周黑鸭（21.0%）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	1.3	1.2	0.04	1	青岛啤酒	25.6	25.3	0.32
2	百威亚太	0.2	0.1	0.01	2	周黑鸭	21.0	20.7	0.36
3	华润啤酒	13.2	13.2	-0.05	3	华宝国际	19.1	18.8	0.33
4	青岛啤酒	25.6	25.3	0.32	4	颐海国际	13.5	14.4	-0.87
5	蒙牛乳业	2.8	2.8	-0.01	5	华润啤酒	13.2	13.2	-0.05
6	康师傅	0.8	0.9	-0.03	6	现代牧业	7.2	7.3	-0.03
7	中国旺旺	0.2	0.1	0.03	7	优然牧业	6.9	6.4	0.50
8	中国飞鹤	6.4	6.4	0.01	8	中国飞鹤	6.4	6.4	0.01
9	达利食品	3.3	3.2	0.07	9	中烟香港	6.4	6.3	0.14
10	统一	0.2	0.3	-0.05	10	西藏水资源	4.1	5.5	-1.38

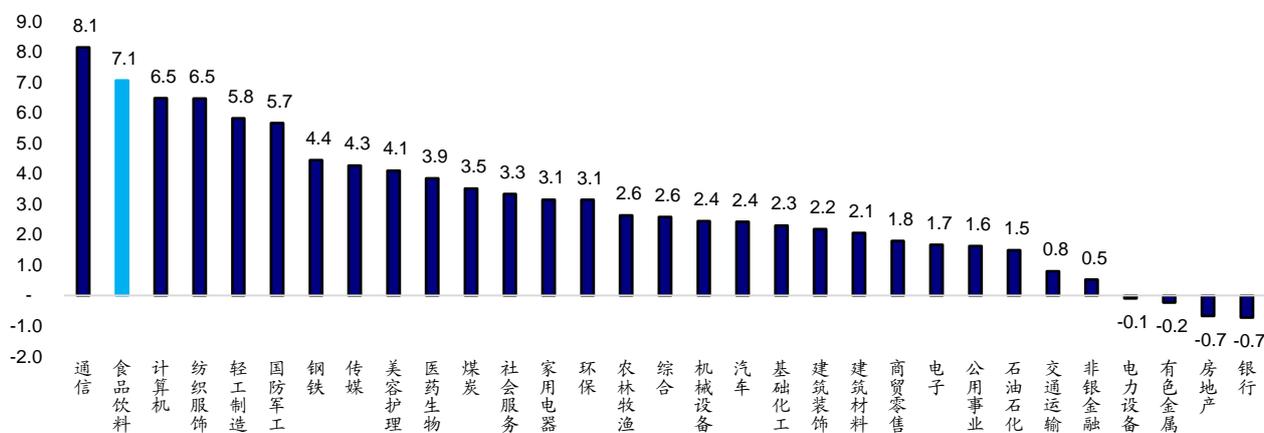
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

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，2 月份通信、食品饮料和计算机涨幅居前，分别上涨 8.1%、7.1%和 6.5%；银行、房地产、有色金属和电力设备小幅收跌。食品饮料板块涨跌幅在 31 个行业分类中位居第 2 名，较上月 (-2.4%) 上升 28 名。

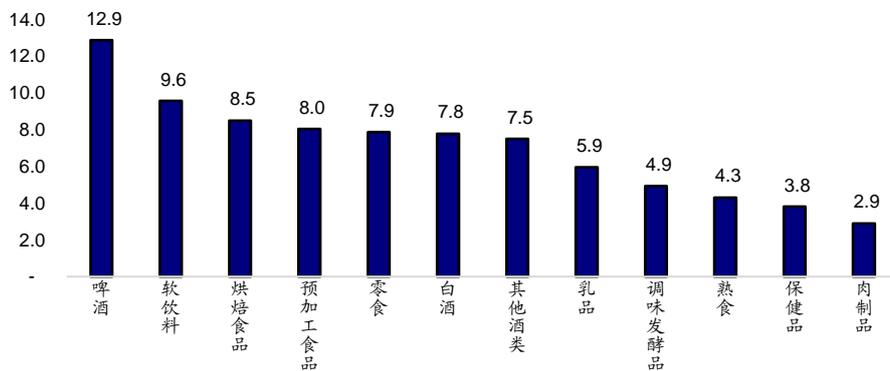
图23 2023 年 2 月 A 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

2 月份食品饮料子行业全线收涨，其中啤酒大涨 12.9%，软饮料和烘焙食品分别上涨 9.6%和 8.5%，肉制品和保健品涨幅相对靠后。

图24 2023 年 2 月 A 股食品饮料子行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

表12 A 股食品饮料板块 2 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	22784	1814	-1.7	1	新乳业	147	17	28.5
2	五粮液	7935	204	-2.2	2	老白干酒	345	38	27.8
3	海天味业	3808	82	3.6	3	口子窖	413	69	23.7
4	泸州老窖	3680	250	5.5	4	燕京啤酒	380	13	20.0
5	山西汾酒	3449	283	-3.1	5	金达威	146	24	17.9
6	洋河股份	2562	170	-3.2	6	金徽酒	149	29	16.3
7	伊利股份	1949	30	-6.5	7	百润股份	441	42	15.8
8	古井贡酒	1262	274	-1.5	8	东鹏饮料	820	205	15.2
9	青岛啤酒	1240	111	10.3	9	重庆啤酒	665	137	14.4
10	双汇发展	917	26	3.8	10	珠江啤酒	197	9	12.5

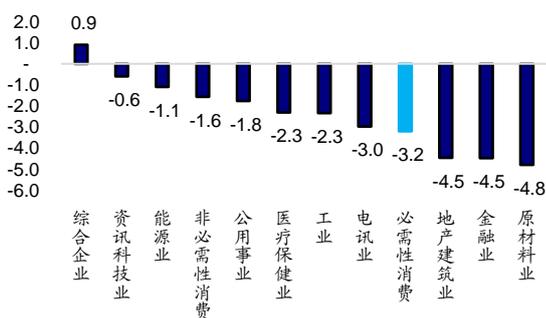
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

从 H 股行业涨跌幅来看, 2 月份除综合企业板块小幅上涨 0.9% 以外, 其他行业全线收跌, 其中原材料业 (-4.8%)、金融业 (-4.5%) 和地产建筑业 (-4.5%) 跌幅居前。必需性消费 (-3.2%) 在 12 个一级行业中排名第 9 名, 较上个月 (4.0%) 下滑 1 名。

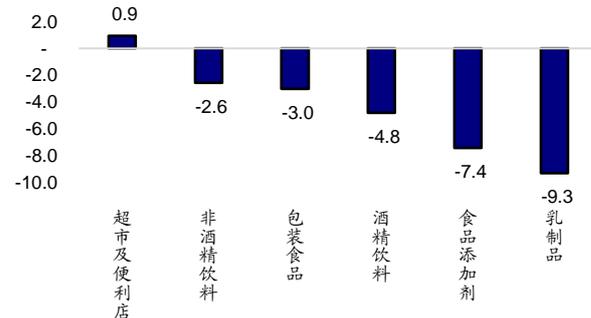
必需性消费子行业中, 除超市及便利店上涨 0.9%, 其他行业均收跌, 其中乳制品领跌 (-9.3%), 食品添加剂 (-7.4%) 和酒精饮料 (-4.8%) 次之。

图25 2023 年 2 月 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

图26 2023 年 2 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 2 月 28 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 2 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	4948	44	-0.6	1	百果园	100	6	8.1
2	百威亚太	3112	24	-4.9	2	青岛啤酒	1399	77	2.6
3	华润啤酒	1880	58	-1.7	3	农夫山泉	4948	44	-0.6
4	青岛啤酒	1399	77	2.6	4	华润啤酒	1880	58	-1.7
5	蒙牛乳业	1365	35	-8.6	5	康师傅	714	13	-2.6
6	康师傅	714	13	-2.6	6	中国旺旺	587	5	-3.1
7	中国旺旺	587	5	-3.1	7	第一太平	112	3	-3.7
8	中国飞鹤	569	6	-16.4	8	百威亚太	3112	24	-4.9
9	达利食品	434	3	-9.4	9	阜丰集团	128	5	-8.5
10	统一企业	297	7	-8.8	10	蒙牛乳业	1365	35	-8.6

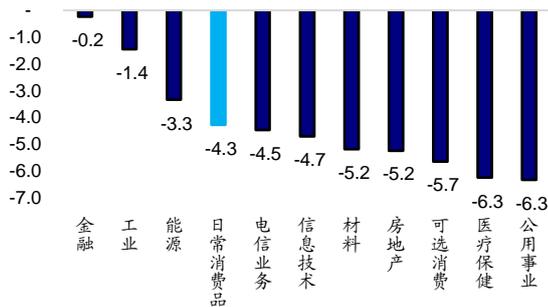
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

从美股一级行业涨跌幅来看, 2 月全线收涨, 其中公共事业和医疗保健跌幅最大, 日常消费品行业下跌 4.3%, 在 11 个美股一级行业中排名第 4 名, 较上一个月(9.8%) 前进 4 名。

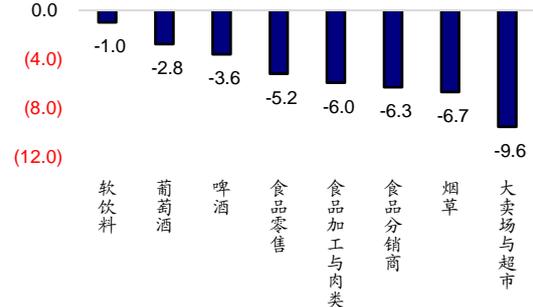
日常消费品子行业中, 大卖场与超市(-9.6%)和烟草(-6.7%)跌幅居前。

图27 2023 年 2 月美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

图28 2023 年 2 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 2 月 28 日 (上图别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 2 月涨跌幅情况

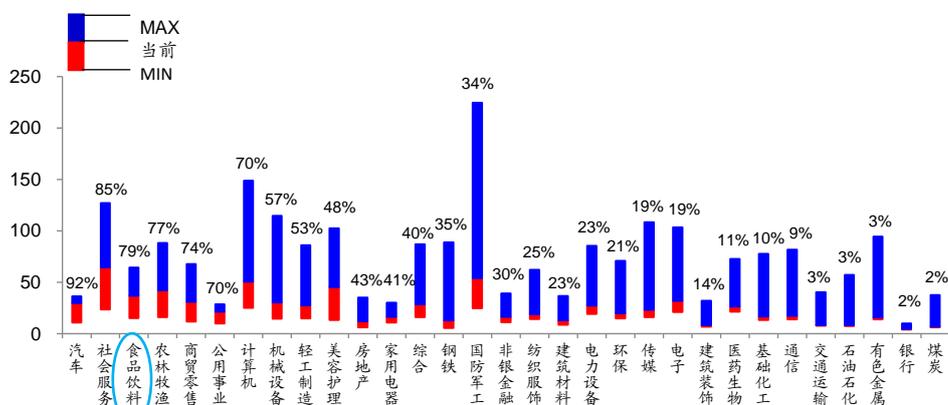
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	3833	142	-1.2	1	COCA-COLA CONSOLIDATED	52	557	9.9
2	可口可乐	2575	60	-3.0	2	好时	486	238	6.6
3	百事	2390	174	1.5	3	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB	329	92	4.7
4	开市客	2148	484	-5.1	4	奥驰亚	829	46	3.1
5	菲利普莫 里斯国际	1508	97	-6.7	5	味好美	200	76	2.1
6	可口可乐 凡萨瓶装	1210	72	-5.5	6	百事	2,390	174	1.5
7	百威英博	1050	61	0.7	7	通用磨坊	469	80	1.5
8	帝亚吉欧	962	173	-2.2	8	康宝浓汤	157	53	1.1
9	亿滋国际	889	65	-0.4	9	蓝威斯顿	145	101	1.0
10	英美烟草	848	38	-1.1	10	花苑食品	59	28	0.7

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 2 月 28 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

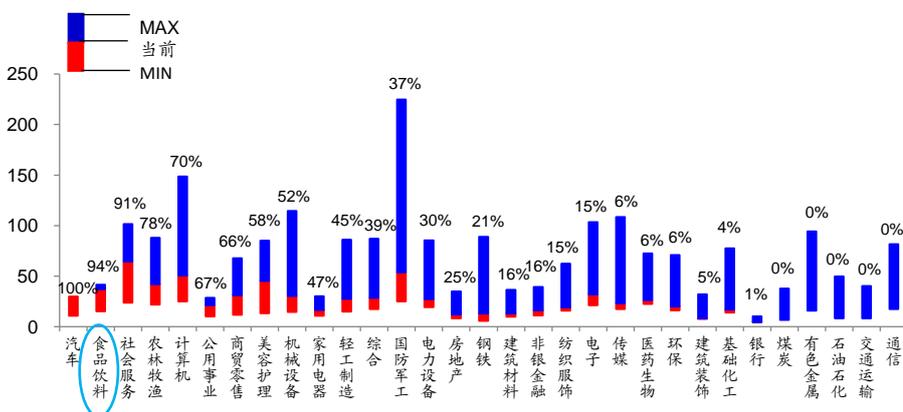
图29 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2023 年 2 月 28 日

截至 2023 年 2 月 28 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 6 个，包括煤炭、银行和有色金属等；食品饮料的 PE 历史分位数为 79%（36.9x），较上月末（78%，36.5x）提升 1pct，在 31 个行业中排名第 3 名。

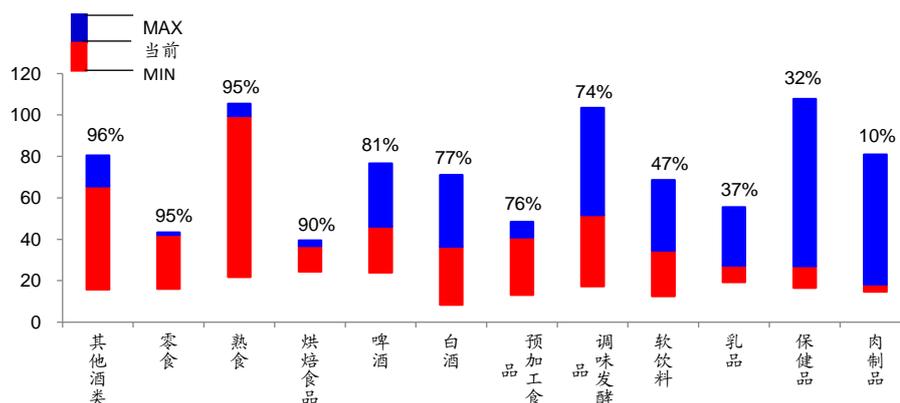
图30 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 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 11 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%，较上月持平，在 31 个行业中排名第 2 名。

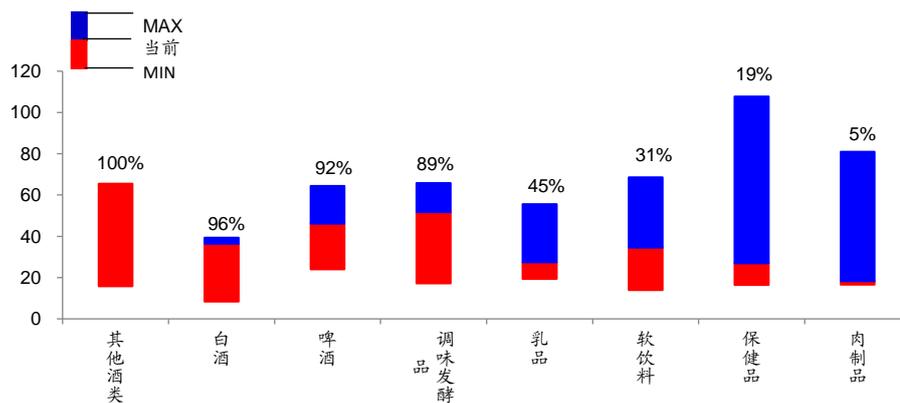
图31 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年2月28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（10%）、保健品（32%）和乳品（37%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（18.3x）、保健品（27.0x）、乳品（27.3x）。

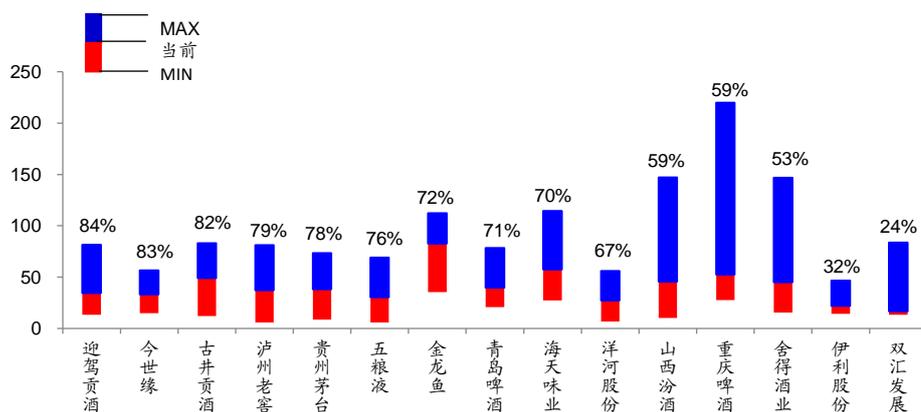
图32 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年2月28日

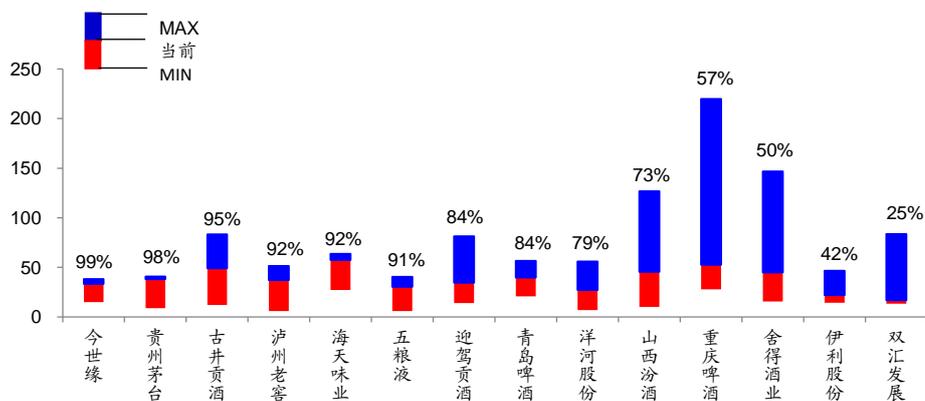
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年较低的行业有肉制品（5%）、保健品（19%）和软饮料（31%）。

图33 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2月28日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

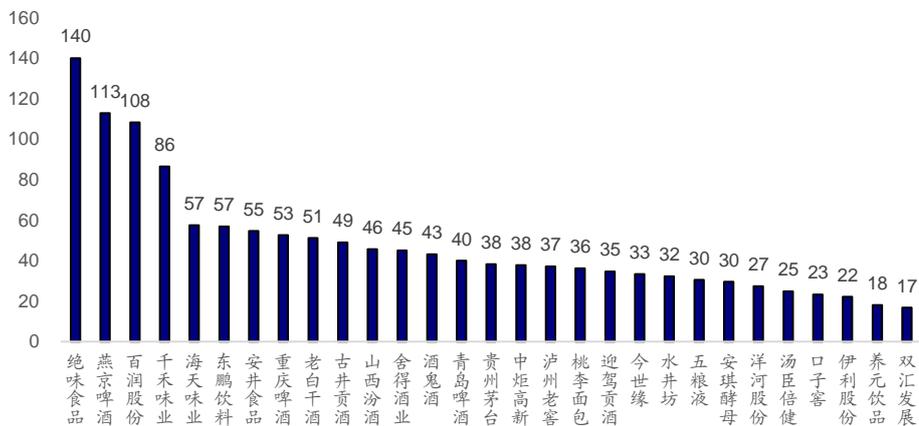
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年2月28日（异常值剔除如下：舍得酒业 201403-201610；重庆啤酒 201604-201704）

截至 2023 年 2 月 28 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 38x（相较 1 月上升 2x）。

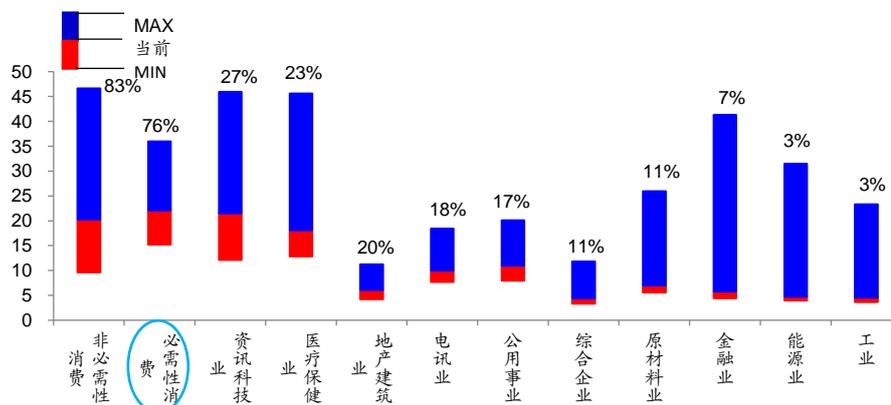
图35 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日，剔除估值为负的顺鑫农业

4.2 H 股行业估值表现

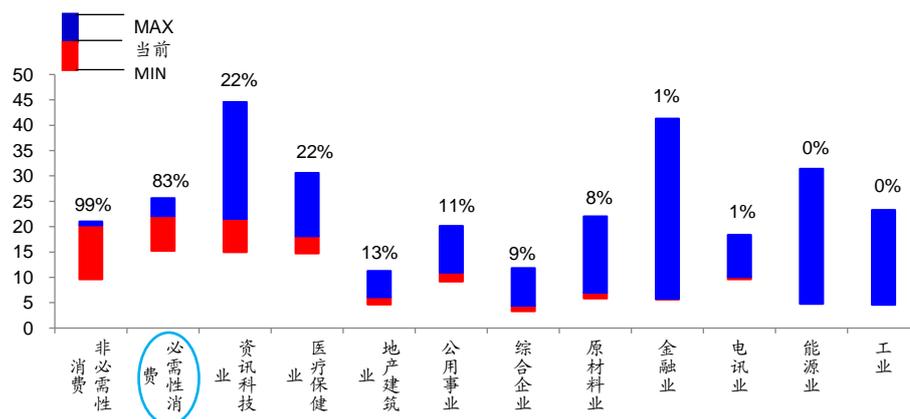
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

截至 2023 年 2 月 28 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、能源业和金融业；必需性消费行业 PE 历史分位数为 76%（22.1x），历史分位数与上月末（86%，22.9x）下滑 10pct，在 12 个一级行业中排名第 2 名。

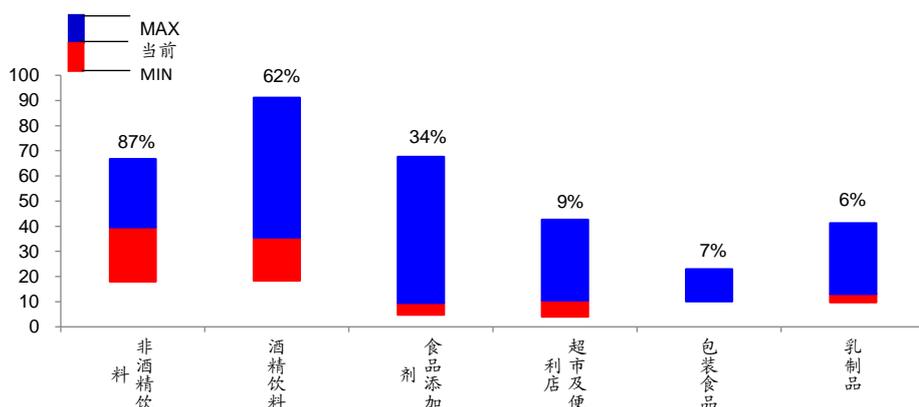
图37 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 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 83%，较上月（92%）下滑 9pct，在 12 个行业中排名第 2 名。

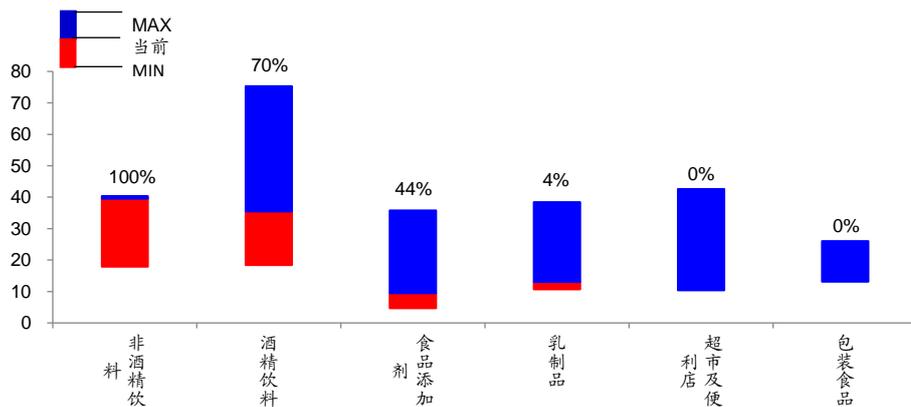
图38 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 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乳制品（6%）、包装食品（7%）、超市及便利店（9%）。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂（9.4x）和超市及便利店（10.4x）。

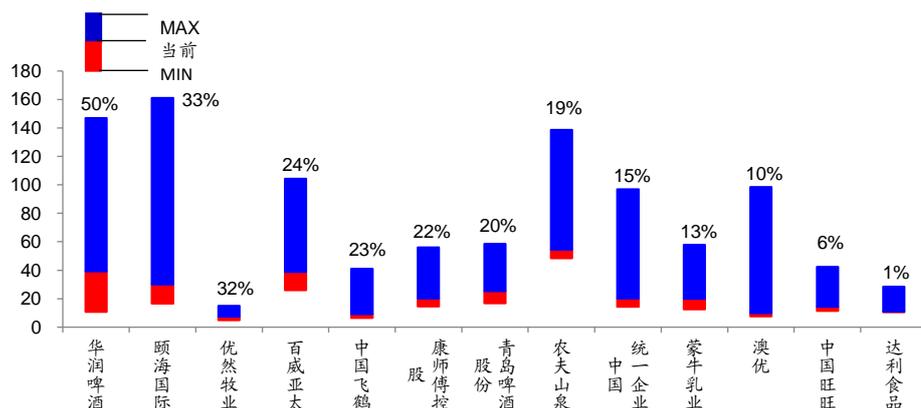
图39 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

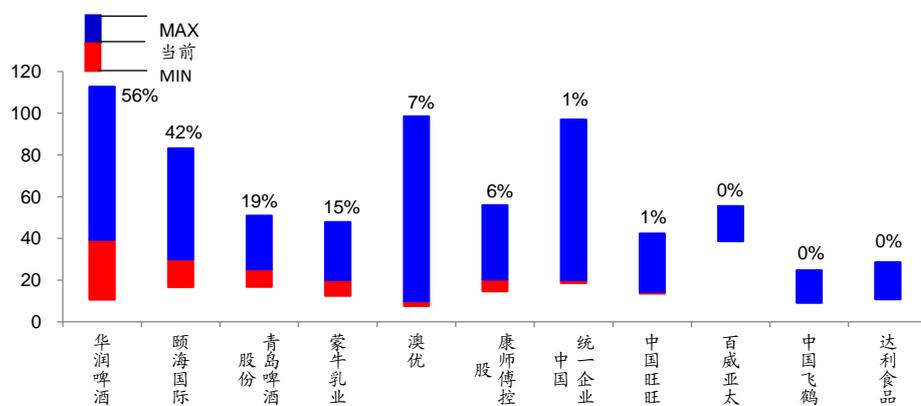
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有包装食品（0%）、超市及便利店（0%）和乳制品（4%）。

图40 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2月28日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

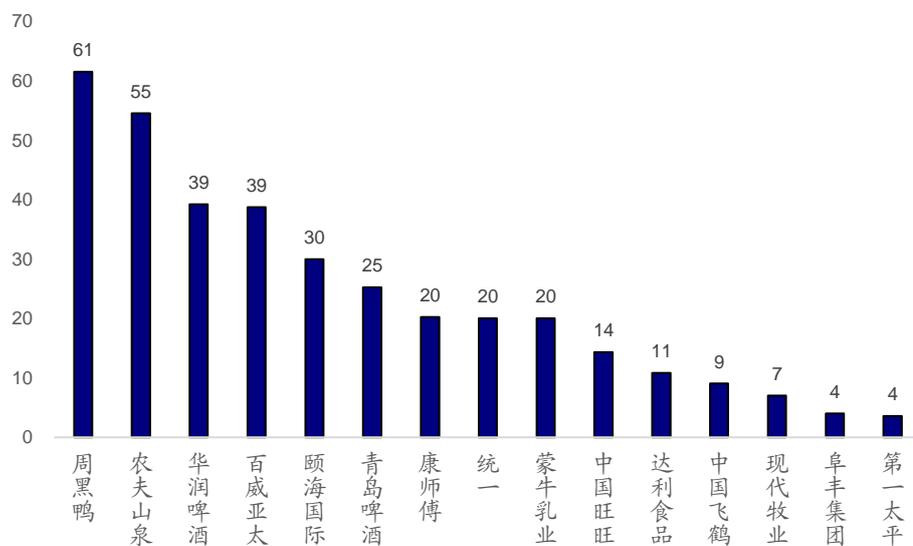
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年2月28日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

截至 2023 年 2 月 28 日，港股估值中枢有所下降，H 股食品饮料龙头（市值前 15）的估值中位数为 20x（相较 1 月下降 2x）。

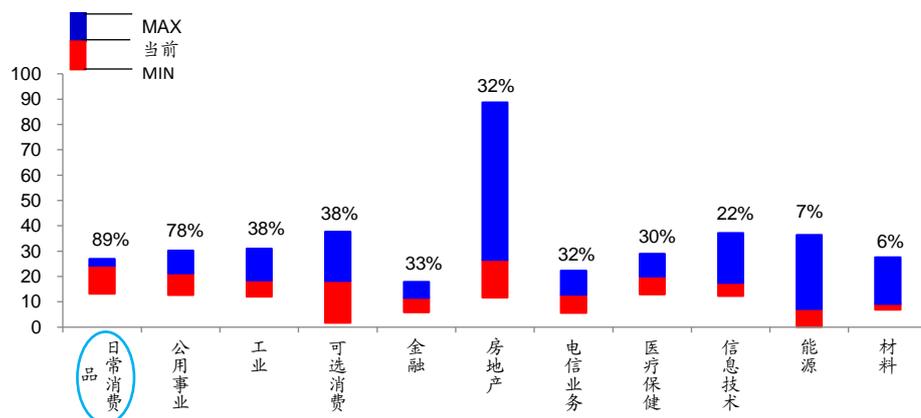
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

4.3 美股行业估值表现

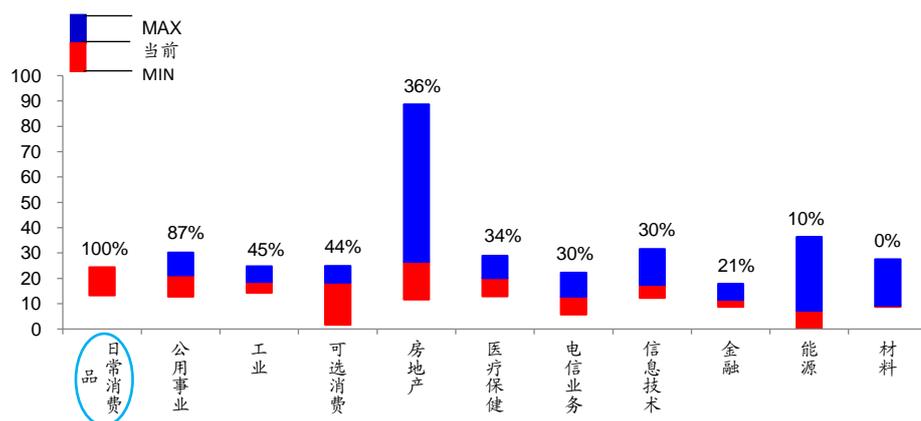
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 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 2 月 28 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（7%）；日常消费品的 PE 历史分位数为 89%（24.3x），历史分位数与上月末（95%，25.3x）回落 6pct，在 11 个行业中排名第 1 名。

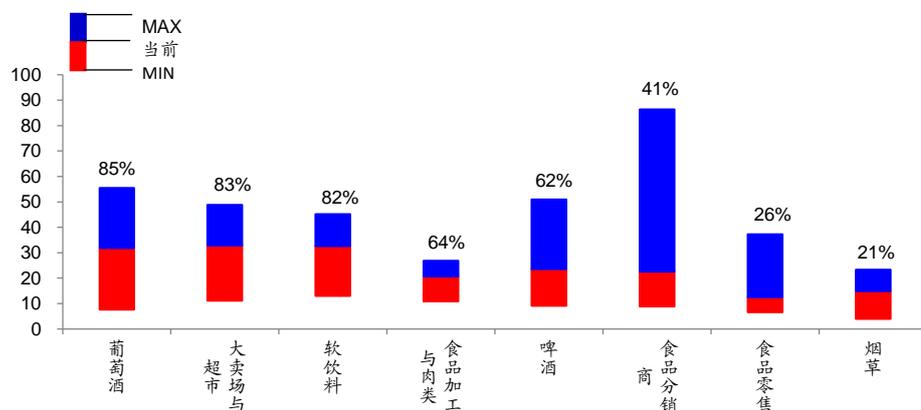
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 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%）、能源（10%）；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。

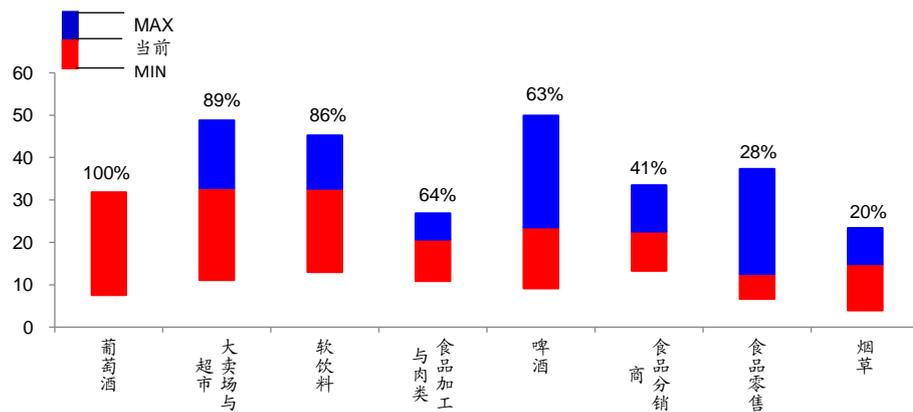
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 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烟草（21%）、食品零售（26%）。PE 绝对值最低的行业分别是食品零售（12.5x）、烟草（14.8x）。

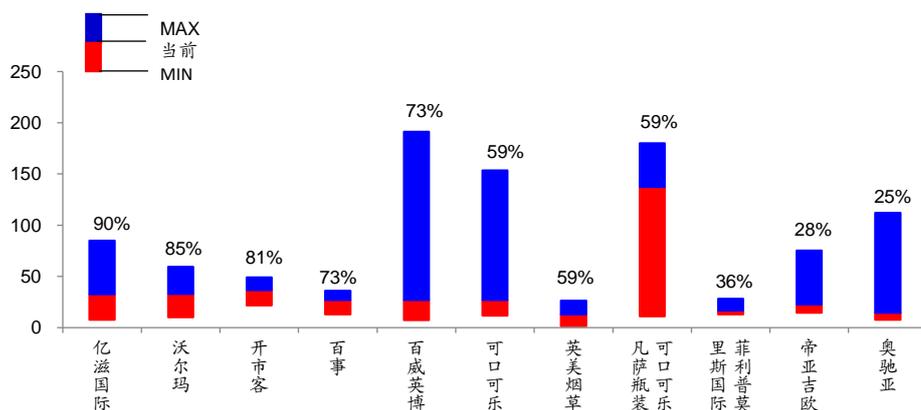
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日

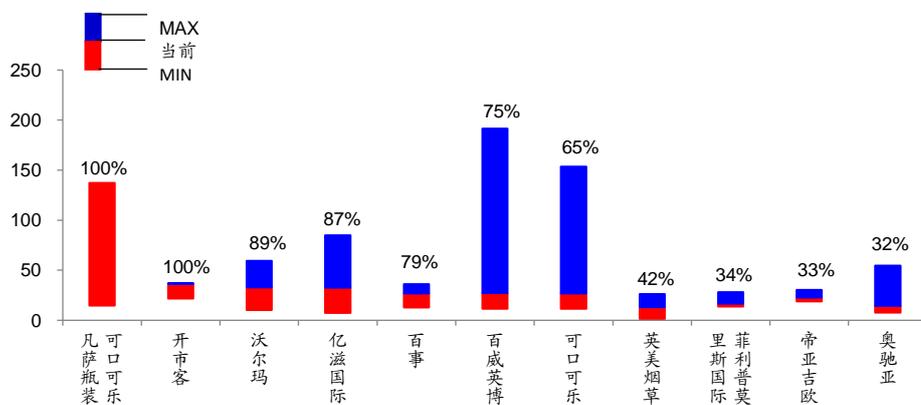
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（20%）和食品零售（28%）。

图47 美股重点公司市盈率（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 2 月 28 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

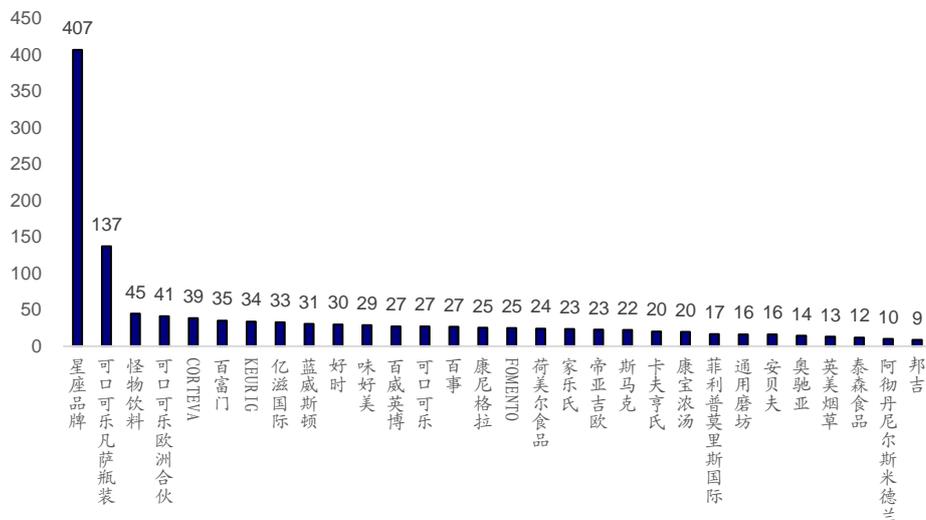
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 2 月 28 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2023 年 2 月 28 日，美股食品饮料板块估值中枢持续下降，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 25x（相较 1 月下降 1x）。

图49 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 2 月 28 日

5 投资建议

高端/次高端白酒：寇媛媛认为春节后白酒消费延续，受益于大众聚饮、大众宴请和商务宴请的逐渐恢复。分价位段看，恢复情况排序为，中高端酒 > 高端酒 > 次高端酒，因此地产酒为最大受益板块，主要覆盖中高端和中低端酒。由于 2 月的超预期表现，部分高端酒企和地产酒企上调了全年预期。由于 1 月打款发货较往年有缺口，春节后打款发货继续进行，填补缺口。因为春节去库存快于预期，提振了经销商信心，打款发货进度较为顺利。随着大众消费和大众宴席的延续，3-4 月商务场景和 4-5 月宴席场景的进一步修复，我们对全年白酒行业的判断认为前低后高，逐级环比改善的态势。

全年投资标的及排序：高端白酒 > 地产酒 > 次高端白酒。高端白酒确定性强，地产酒受益于当地大众需求恢复表现超预期，在其强势区域有望持续获得份额并引领区域内消费升级。次高端白酒在白酒消费场景恢复后弹性较大。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，国窖全年目标较高，低度国窖增速高于高度国窖，腰部产品增速高于高端产品，拉动整体收入利润增长。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，大商贡献今年主要增量，收入利润确定性较高且有望超预期。贵州茅台：我们看好茅台酒和系列酒双轮驱动，茅台酒受益于直营占比和非标产品占比提升，拉动收入利润稳健增长。茅台 1935 主打千元价格带，茅台系列酒新品占位 500-1000 元价格带，带动收入利润双升。根据最新股价，贵州茅台/五粮液/泸州老窖对应 2023 年 PE 估值为 31.1X/26.2X/30X，PEG 分别为 1.8X/1.7X/1.5X。结合渠道反馈，泸州老窖收入和利润有望进一步加速，可能高于我们此前预期，市场对于业绩也有一定预期差，因此 3 月月度关注顺序为，泸州老窖，五粮液，贵州茅台。

大众白酒：陈子叶认为节后人员出行频繁，宴席回补、商务宴请等需求持续回暖，呈环比改善趋势，春节旺季白酒动销以走量为主，渠道的核心诉求在于库存去化。随着白酒销售淡季的到来，部分名酒进入以价为先的阶段，个别品牌开展了控货挺价工作，实现量价均衡发展。从全年展望来看，在经济活动恢复至合理节奏下，叠加经济修复，在一定程度上能够弥补白酒的供需缺口，带动需求弹性释放，但未来消费将整体呈现长期温和复苏而短期报复反弹。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，山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒和今世缘估值处于 2011 至 2019 年疫情前的 74%/95%/79%/85%/99% 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，商务场景修复、基酒储备充足的洋河股份，业绩确定性强、估值分位较低的山西汾酒。

啤酒行业：胡世炜认为从基本面来看，在疫情管控放开的大背景下，啤酒行业有望在销量、吨价呈现较明显的修复；进入 2023 年以来，啤酒包材价格相较去年同期有 10-20% 左右的下滑，因此在成本端我们预计仍将出现压力缓解，甚至吨成本同比微降的情况，为业绩提供弹性。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 39x，分位数位于疫情以来的 34%），全年结构升级目标明确的华润啤酒。

乳制品行业：肖韦俐认为乳制品基本面改善持续性较好，估值仍然较低，建议重点关注。

(1) 液态奶：从基本面来看，春节旺季的催化因素消失后，2 月较 1 月环比有所回落，但受益于经销商信心恢复，持续补库，2 月仍在去年高基数的情况下录得同比中高单位数的增长，整体持续性较好。根据调研情况，目前高端产品终端商超货龄在一个月以内，产品新鲜。同时据渠道反馈，部分地区常温奶录得双位数增长，且目前渠道库存仍十分良性，常温奶在 25 天左右，仍有较大的库存空间。

我们看好后续液态奶需求持续复苏，23Q1 厂商收入在高基数之下仍可录得高单或双位数增长，叠加 3 月后的低基数效应，Q2-Q4 增长会更为显著，呈现前低后高态势。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。

(2) 婴配粉：供给端收缩确定性较高，2 月 22 日新国标已实施，配方大量缩减，目前份额仍在持续向龙头公司集中。未通过新国标的产品可销售至保质期结束，该催化反应较有滞后性，我们认为 Q2 后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：建议关注个股为中国飞鹤、伊利股份、蒙牛乳业。我们看好液态奶需求恢复的持续性，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，受益于新国标催化，有望实现反转。2 月乳制品股价有所下跌，目前估值性价比更为凸显，伊利/蒙牛/飞鹤分别位于 32%/13%/23% 分位（2011.1.4-2022.2.28）。

调味品行业：寇媛媛认为 2023 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。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 C 端持续出货，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），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。

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。根据 Wind 一致预期和最新股价，海天味业/中炬高新/千禾味业/天味食品对应 2023 年 PE 估值为 46.8X/34.3X/54.7X/47.4X，海天味业/千禾味业/天味食品 PEG 分别为 2.5X/1.4X/1.9X，中炬高新 PEG 较低因为 2022 年利润低基数，不具备参考意义。短期调味品估值较高，3 月可适当谨慎。

养殖行业：胡世炜认为对生猪与白羽鸡养殖持中性态度，预计 1H23 猪价上涨支撑较弱，全年猪价先抑后扬。近期生猪供给有所下行，猪肉价格出现反弹，需持续观察猪价上升过程中二次育肥生猪的出栏带来的供给增加。目前行业产能仍处历史中位水平。综上所述，维持猪价 2023 年先抑后扬判断。此外，近期仔猪价格明显反弹，反映出育肥端补栏积极性上升，或影响 3Q23 猪价反弹高度。

白羽鸡引种大幅下降，供给缺口明确，2023 年后期鸡价高位运行确定性高。受到禽流感与航班等问题的影响，2022 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。根据鸡周期运行原理以及 2022 年全年祖代鸡引种节奏预计，白羽鸡供给不足将会在 3Q23 后期开始体现，并持续到 2023 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：胡世炜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，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，持续关注主攻高端料，同时在转基因种子业务有望实现商业化销售的大北农。

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。春节期间，运动鞋服行业表现超预期，国产品牌表现好于外资品牌。我们预期1-2月份，运动行业总体低单位数增长。其中李宁增速较低主要因为去年1-2月的高基数，安踏和FILA增速或略好高于李宁，受益于基数较低；Nike增速稳健；Adidas有所恢复。渠道库存有所下降，但仍有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年我们看好李宁、申洲、安踏和特步。我们看好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。申洲国际国内和欧美库存去化后的恢复性增长，尤其在估值较低的基础上。安踏体育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。特步国际的跑步品类定位，且在行业价格升级中占据了自己的价格段，提升了市占率。根据Wind一致预期和最新股价，李宁/申洲国际/安踏体育/特步国际对应2023年PE估值为28.2X/21.9X/28.1X/18.2X，对应PEG分别为1.1X/1.2X/1.0X/0.7X。

纺织服装行业：盛开、梁希认为线下消费持续回暖，重申关注品牌服饰投资机会。

据新华网，截至2月22日，我国生活服务业消费热度指数达122.2，较去年12月的低点提高了28.1个点。其中，休闲娱乐业消费热度指数达125.0，较去年低点提升75.9个点；旅游业消费热度指数达148.3，较去年低点上升超过100个点。据新华网援引携程数据，携程近期预订2月至3月国内自由行产品的订单量同比增长446%，跟团游预订量同比增长188%。据新华网援引马蜂窝大数据，自2月6日中国出境团队旅游业务试点恢复以来，国外机票订单量环比上涨超120%，酒店订单量环比上涨近200%。据新华网援引中国旅游研究院的报告，预计2023年国内旅游人数约45.5亿人次，同比增长约80%，恢复至2019年的约76%，有望实现国内旅游收入约4万亿元，同比增长约95%，恢复至2019年的约71%，全年入出境游客人数有望超9000万人次，同比翻一番，恢复至疫前的31.5%。

我们于2023年2月初发布《再看A股品牌服饰投资机会》，具体从各维度而言：
 ①疫情期间电商收入增速体现品牌影响力，电商收入双位数增长的公司包括歌力思、比音勒芬、锦鸿集团、海澜之家；②线下直营收入占比体现盈利弹性能力，占比居前的公司包括比音勒芬、歌力思、锦鸿集团；③疫情期间逆势开店体现较强的资金实力和布局魄力，逆势开店居前的公司包括比音勒芬、歌力思、锦鸿集团、海澜之家；④库存增速与收入增速差距小表明库存压力可控，体现恢复速度，表现居前的公司包括比音勒芬、歌力思、报喜鸟、海澜之家；⑤费用率收窄空间体现经营杠杆弹性，弹性高的公司包括歌力思、锦鸿集团、海澜之家、比音勒芬。

重申A股品牌服饰投资机会，综合维度建议关注比音勒芬、海澜之家、歌力思。

批零社服行业：汪立亭、许樱之发布专题报告：后疫情时代，国内市内免税展望与规模测算。

市内免税政策改善空间大，政策风向积极。市内免税店指将出境的外籍人士，及自国外返回后180日内的本国人士可光顾的位于市中心的旅游零售商店。对于国人而言，出境返回后市内免税店交易额度不得超过5000元（部分地区额度为8000元），额度、购买时间和方式均受到一定限制；对于外国游客而言，市内免税店购物便利性有待提高。2020年以来，市内免税政策暖风频吹。22年4月25日《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》中提出：“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。”22年12月26日国家卫健委通知，23年1月8日起逐步恢复水路、陆路口岸客运出入境，有序恢复中国公民出境旅游。我们认为，随着出入境客流的恢复及积极的政策风向，市内免税消费潜力有望释放。

中免中出服已布局市内免税业务。①中免：中国内地拥有5家面向外国游客的离境前免税店、1家面向国人的入境后免税店。②中出服：开设国人入境后市内免税店，现已布局北京、上海、青岛、重庆、南京等12座城市。

韩国市内免税蓬勃发展。①韩国政策大力支持市内免税，供给完善：韩国政府出台一揽子放开购物额度、市内牌照等措施，促进韩国免税业发展；其市内免税店主要位于首尔市中心商业繁华路段；品牌方面，乐天明洞店共计492个品牌，而仁川机场免税店品牌数目不足150个，市内免税店供给优势明显。②韩国本国入市内免税高渗透、高客单：我们推算疫情前韩国市内免税在本国人中的渗透率超30%；2022年11月韩国本国入市内免税客单价为215.9美元（1463元人民币），高于同期机场免税消费的客单价。③市内免税对外国游客吸引力较高：外国旅客韩国市内免税消费占比近90%，市内客单价为机场免税的8倍。

全国/北京/上海市内免税市场规模测算和分析。①国人市内免税规模测算。若市内免税店额度不变：我们假设25年全国/上海/北京的国内居民出境人次恢复至19年的100%/100%/140%，市内免税渗透率各3%/12%/12%，客单价各1700/2600/2600元，测算得25年全国/上海/北京国人市内免税规模可达86/37/29亿元。若额度放开至3万元：在25年全国/上海/北京客单价各6375/9750/9750元、渗透率各3%/12%/12%的中性假设下，测算25年全国/北京/上海国人市内免税规模各324/140/110亿元。②外国人市内免税消费羽翼未丰：我们判断，外国人市内免税的发展主要受市内免税店品类配置和东南亚等周边国家的竞争情况影响。

中免/王府井市内免税业务有望发力。①中免：市内免税店布局有望逐步丰富。已与成都、武汉、长沙、天津、广州（母公司国旅集团牵头）5个城市达成市内免税店合作意向。②王府井：有税龙头品牌资源、管理能力等方面实力强大，其市内免税业务受到官方大力支持，假设王府井市内免税业务在北京地区市占率50%，那么我们测算在国人市内免税额度不放开/放开情景下，25年王府井市内免税收入分别为15/55亿元。此外，万宁王府井国际免税港于1月18日试营业，我们测算25年万宁项目离岛免税收入约35亿元。

投资建议。我们认为，出入境客流的恢复是未来的趋势，被疫情阻断的市内免税店政策优化进程也有望重启并继续推进，市内免税是免税的重要部分，也有望成为吸引消费回流的重要渠道，中国中免是国内免税龙头，综合实力强劲，已拥有相对完备的市内免税店体系，未来市内业务发展也有望为其带来收入和业绩增量；王府井作为有税龙头，在政策的支持下，依靠自身强大的物业和品牌资源，也有望在市内渠道取得亮眼表现。重点关注：中国中免，王府井；建议关注：海汽集团，海南发展。

家电行业：陈子仪团队认为关注外需复苏弹性。

海运成本持续下行，关注外需复苏弹性。最新2月24日，CCFI综合指数为1077.75，环比-1.5%，同比-68.5%，海运成本持续下行。小家电出口自21Q3开始出现下滑态势，22年在俄乌冲突下持续去库存，我们预计今年小家电出口表现或优于22年。持续关注出口链相关标的的新宝股份、石头科技。

白电：低估值提供保护垫，估值及盈利有待进一步修复。我们认为白电作为必选消费品，需求平稳有韧性，低估值提供充分安全垫，大宗原材料跌价带来的成本端基数利好将至少延续至23H1。短期看，地产政策的边际放松有望为行业带来估值修复，后续疫情边际好转有望带来消费需求的整体修复，关注海尔智家，美的集团，格力电器。

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

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

小家电：行业内销及外销均经历了2020年的高增长，结构上看，海外产品相对成熟，国内新品类频出，我们认为内销恢复先于外销。22Q2以来，原材料价格下行、人民币贬值，小家电公司盈利能力持续恢复，展望2023年，我们认为仍需重点关注小家电行业的消费升级及消费复苏主线，重点关注新宝股份、小熊电器，持续关注苏泊尔、九阳股份、北鼎股份等。

新消费电器：扫地机及投影仪龙头经历了较长时间的回调，我们认为可选消费短期均受到经济周期及消费意愿影响，需求出现一定程度回落，同时带来行业竞争的加剧及费用投入产出比的下降。长期我们依然看好渗透率提升逻辑下大单品新消费电器公司的长期成长性，可关注龙头公司的底部修复机会，重点关注石头科技，科沃斯，极米科技，光峰科技。

造纸轻工行业：郭庆龙团队认为智能坐便器终端消费市场发展空间广阔，国产品牌正在弯道超车。

智能坐便器按照结构可以分为分体式和一体式两类。智能坐便器，又称智能马桶，是指将传统的坐便器与现代电子科技进行技术性融合，实现除清洁污物之外的无线操控、人体臀部清洗、臀部干燥、座圈加热以及自主清洁与除臭等多项功能的卫生器具。智能坐便器分为分体式智能坐便器和一体式智能坐便器两大类，分体式智能坐便器的性价比更高，而一体式智能坐便器的功能更全面。

我国智能坐便器销售稳步增长，精装修市场配套率加速提升。随着我国智能坐便器的产品功能逐渐完善和消费者对个人健康卫生的重视程度逐年提高，智能坐便器的销售额稳步增长。根据华经产业研究院援引奥维云网数据，2019-2021 年我国智能坐便器行业销售额分别为 117.4 亿元、135.0 亿元、147.2 亿元，同比增速分别为 6.6%、4.0%、15.0%，呈稳定增长。智能坐便器在房地产精装修市场的发展向好，2019-2021 年及 2022 年上半年的精装修配套率分别为 10.2%、16.5%、25.4%、27.2%，配套率加速提升。

我国智能坐便器市场仍处于起步阶段，下沉市场将成为行业发展重要机遇。根据华经产业研究院数据，我国智能坐便器市场渗透率已经从 2016 年的 1% 上升至 2021 年的 4%，但相比于海外市场，例如日本 90%、韩国 60%、美国 60% 的市场渗透率，我国渗透率仍较低。目前我国智能坐便器的消费市场仍处于起步阶段，且产品的主要市场集中在一二线城市，智能坐便器的终端消费市场存在广阔的发展空间，下沉市场将成为中国智能坐便器行业发展的重要拐点。

智能坐便器国产品牌崛起，加速抢占份额。在传统马桶赛道中，外资品牌表现强势，国内传统马桶高端市场主要被 ROCA、INAX、KOHLER、AmericanStandard、TOTO 等少数几家国际卫浴品牌占据。发展初期的智能坐便器市场中，外资品牌的市场份额也是遥遥领先，但随着产品的推广，国内新锐品牌不断加速追赶步伐，技术工艺和制造水平差距不断缩小。目前国产智能马桶标准相较于国外产品，更符合国人习惯，符合国家电器使用标准，不存在电路差异化、水质差异、售后差异等问题，适用性更高；恒洁、海尔、卫玺、九牧等具有高端科研水平和完善产业链的企业也大力发展并引领行业更高标准，国产智能坐便器品牌迎来新的发展机遇。

6 风险提示

居民消费恢复缓慢，原材料价格反弹，人民币再度贬值，疫病影响反复。

APPENDIX 1**Summary**

In February, the mandatory consumption index of A-share food and beverage and H-share rose by 0.99% and -5.07% respectively, ending the significant rise trend in the past three months. In particular, the valuation of A-share food and beverage is in a higher position than that before the epidemic, and the fundamental recovery is relatively moderate, which is difficult to further promote the valuation in the short term. We suggest rational expectation of fundamentals and consideration of stock selection combined with valuation.

Major industries are ranked as below: dairy products = beer = high-end Baijiu = hotels > regional Baijiu = condiments = aquaculture = feed > secondary high-end Baijiu = convenience food = catering. We're positive with Yili, Mengniu Dairy, China Feihe, China Resources Beer, Qingdao Brewery, Chongqing Brewery, Luzhou Laojiao, Kweichow Moutai, Wuliangye, Yanghe Shares, Jinlongyu, Muyuan Shares, Dabeinong, Jinjiang Hotel, China Tourism Group Duty Free, Midea Group, Aima Technology, Li Ning, etc; and we are negative with Jiugui Liquor, Shede Liquor, Swellfun, Budweiser Asia Pacific, Zhongju Hi-tech, 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 603517.CH, 002385.CH, 601888.CH, 600690.CH and 002050.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 603517.CH, 002385.CH, 601888.CH, 600690.CH and 002050.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 603517.CH, 002385.CH, 601888.CH, 600690.CH and 002050.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 及 603589.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 and 603589.CH.

603517.CH, 002385.CH, 601888.CH, 600690.CH 及 002050.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

603517.CH, 002385.CH, 601888.CH, 600690.CH and 002050.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, 000596.CH, 000895.CH, 603517.CH, 603589.CH, 002557.CH, 600305.CH, 002251.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R, 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, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 002311.CH, 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, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 002705.CH 及 锦江国际(集团)有限公司 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 000895.CH, 603517.CH, 603589.CH, 002557.CH, 600305.CH, 002251.CH, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R, 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, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 002311.CH, 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, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 002705.CH and 锦江国际(集团)有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH 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 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将(或者有意向)在未来三个月内从 002251.CH, 601888.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 002251.CH, 601888.CH and 002050.CH.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 002251.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R 及嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R 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, 002251.CH, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R and 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R.

评级定义(从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际(以下简称“HTI”)采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况(比如投资者的现有持仓)以及其他因素。

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

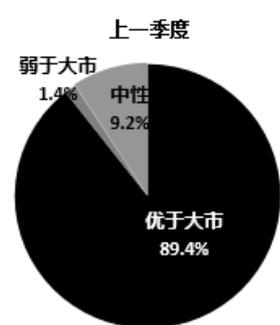
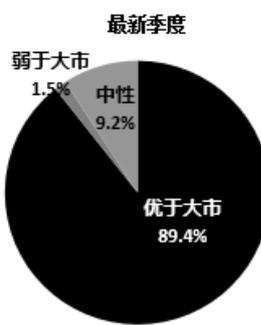
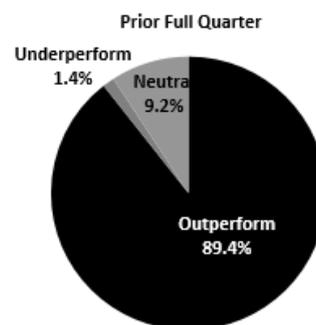
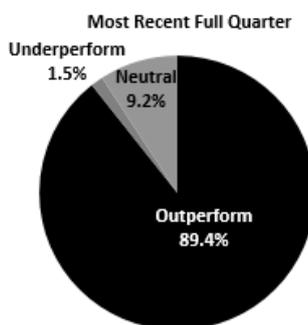
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

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

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as

评级分布 Rating Distribution



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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的 / 不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化

可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，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 没有义务确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的

约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

