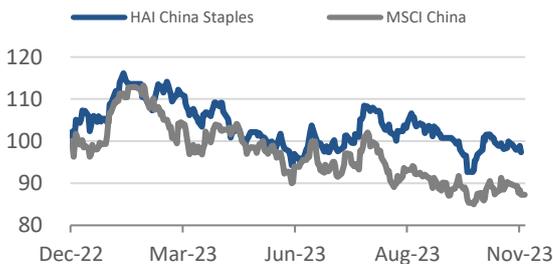


中国必需消费 China Staples

消费行业 2024 年投资策略：复杂环境下需要甄别“真价值” Identifying "True Value" in Complex Environments

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



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

- HTI 消费品 11 月需求月报: 消费行业仍然呈现弱复苏态势 (The consumer industry is still showing a weak recovery trend) (30 Nov 2023)
- 消费行业 11 月投资策略: 利好增多有利于酝酿反弹行情 (An Increase in Positive News is Conducive to Brewing a Rebound Market) (3 Nov 2023)
- HTI 消费品 10 月需求月报: 乳制品和调味品需求略好于预期 (Demand for Dairy Products and Seasonings Slightly Better than Expected) (1 Nov 2023)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

白酒: 中期调整延续, 格局加速形成。据国家统计局数据, 1-10 月规模以上白酒产量 347.8 万千升, 同比下降 7.7%。我们测算次高端及以上白酒 1-11 月收入同比增长 16.5%, 而大众及以下白酒下滑 26.6%。21 家白酒上市公司收入占行业比重已提升至七成左右, 利润总额首次超过行业总体水平。我们预计 2024 年行业仍处于调整期; 风险将沿着二三线酱酒>次高端品牌>区域性品牌>高端品牌继续传导; 全国名酒和区域名酒强者恒强的格局加速形成, 长期投资价值也更加凸显。

啤酒: 短期扰动仍在, 升级趋势不改。我们预计 2023 年行业销量增速约 2%, 2024 年销量持平或微增; 吨价方面, 随着经济逐步复苏, 现饮占比继续提升, 叠加头部酒企的主动升级, 预计 2024 年吨价增速在中个位数左右; 成本方面, 受益于大麦、瓦楞纸价格回落, 吨成本预计持平或小幅波动; 费用方面, 酒企投放逐步正常化, 且重视费效比, 预计费用率也将保持稳定或小幅波动。我们建议关注吨价成长空间更大、盈利能力提升更明显的国内龙头品牌。

乳制品: 液态奶保持量增, 婴配粉供给收缩。液态奶需求方面, 2024 年预计将延续白奶增速快于大盘、酸奶环比向上的态势。预计白奶实现高个位数增长, 酸奶与乳饮料微增; 成本方面, 明年开始原奶价格进入上行阶段, 产业景气度温和提升, 但整体奶价仍处于低位, 利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企; 费用方面, 龙头公司坚守利润目标, 对费率的控制兑现较好, 看好乳企净利率长期抬升趋势。婴配粉需求仍在磨底, 供给收缩可以期待, 随着行业整体价格战减少, 利润将企稳回升。

调味品: 竞争依然胶着, 估值仍待消化。调味品是食品饮料行业里少有的三季度环比业绩改善的子赛道, 4Q23 至 1Q24 业绩低基数, 部分原材料价格进入下行周期, 利好利润率提升。2024 年基础调味品增长主要依靠份额提升, 复合调味品赛道众多需要多品类布局。企业从前端到后端的组织效率和管理能力是关键。海天味业和中炬高新正在经历改革阵痛, 调整后有望在多个调味品赛道提升份额。主要上市公司股价对应 2023 年 PE 估值均在 30 倍以上, 依然高于其他子行业龙头公司。

建议: 复杂环境下需要甄别“真价值”。预计 2024 年仍将面对极为复杂的宏观经济、国际政治和投资环境, 传统盈利预测、估值方式和投资习惯可能失灵, 投资者的风险偏好将保持低位。建议依次关注以下投资主线: (1) 高股息或高回购: 推荐蒙牛乳业、伊利股份、中国飞鹤、双汇发展、康师傅; (2) 成本或费率下行: 主要是粮油制品、乳制品、速冻食品、啤酒, 如康师傅、伊利股份、蒙牛乳业、华润啤酒、青岛啤酒; (3) 经济复苏: 消费特征偏可选的白酒最受益, 如贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒; (4) 外资回流: 主要是各子行业龙头, 特别是白酒, 如贵州茅台、五粮液、蒙牛乳业、伊利股份、华润啤酒、青岛啤酒。

风险提示: 消费恢复不及预期, 原材料价格反弹, 人民币贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 2023 年 11 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测 (亿元)

统计区间	HTI消费行业收入预测 (亿元)							
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料	餐饮
9月营收	478	160	508	158	343	74	618	147
10月营收	309	200	412	106	371	75	433	150
11月营收	273	238	368	103	399	78	373	119
9月同比%	16.8%	-18.6%	5.8%	4.4%	5.6%	3.4%	2.9%	16.7%
10月同比%	16.3%	-19.4%	2.2%	0.8%	6.6%	7.9%	0.5%	19.0%
11月同比%	15.2%	-18.5%	3.7%	2.6%	6.4%	10.7%	1.2%	17.8%

资料来源: HTI

据海通国际预测, 11月重点跟踪的8个行业中7个保持正增长。实现双位数增长的行业包括餐饮、次高端及以上白酒、速冻食品; 个位数增长的行业包括调味品、乳制品、啤酒和软饮料; 大众及以下白酒延续明显负增长, 不过降幅收窄。与上月相比, 5个行业增速加快, 3个行业增速放缓。整体来看, 11月消费行业仍然呈现弱复苏态势。美团三季报也预计第四季度食品订单增长将低于第三季度。我们预计下一个需求观察点将在明年春节前。

次高端及以上白酒行业收入为 273 亿元, 同比增长 15.2%。1-11 月累计收入为 3429 亿元, 同比增长 16.5%。11 月为淡季, 终端需求偏弱, 酒厂发货进度维持, 短期供大于求, 批价下行。目前绝大部分经销商已经完成了全年重点白酒企业 2023 年的打款任务, 发货到了全年 92-93% 水位。因为 2024 年春节较晚, 预期 12 月表现不会超预期。11 月初茅台确认飞天茅台和非标产品在非直营渠道提价, 对 4Q23 业绩有小幅拉动, 同时市场预期其他高端白酒品牌也将跟随提价。但因为需求偏弱, 以及对来年经济增长预期不高, 短期对批价并没有提振作用。

大众及以下白酒行业收入为 238 亿元, 同比下降 18.5%。1-11 月累计收入为 2153 亿元, 同比下降 26.6%。今年以来, 非头部品牌的大众及以下白酒消费表现低迷, 名优酒企推进渠道下沉, 抢抓宴席、聚饮等刚性场景, 行业呈现结构性繁荣, 集中度进一步提升。由于去年同期基数较低, 降幅有所收窄。

啤酒行业收入为 103 亿元, 同比增长 2.6%。1-11 月累计收入为 1703 亿元, 同比增长 6.0%。11 月啤酒行业处于低基数阶段, 销量增速环比有所改善, 结合餐饮、夜场等现饮场景消费好于去年同期, 推动均价提升逻辑持续兑现。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)

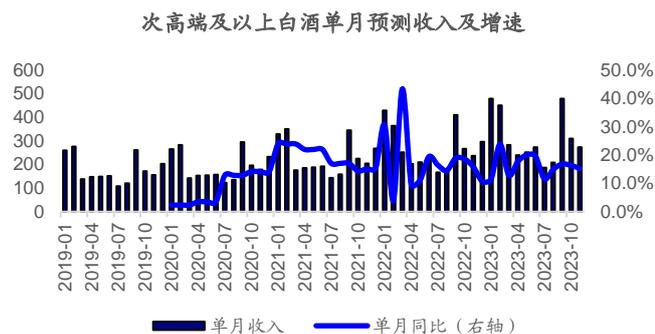
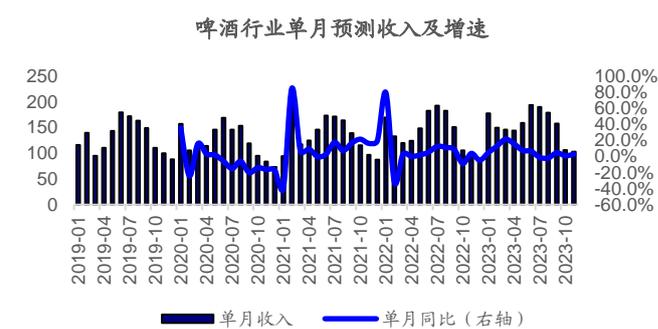


图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



调味品行业收入为 399 亿元，同比提升 6.4%。1-11 月累计收入为 3938 亿元，同比增长 2.9%。头部企业在进行了 2-3 个季度的去库存行为，3Q23 末库存基本回到良性水平，但由于全年内部业绩考核压力较大，头部两大企业预期均在 4Q23 加大对渠道的出货力度，预期年末存货会环比增加。

乳制品行业收入为 368 亿元，同比提升 3.7%。1-11 月累计收入为 4656 亿元，同比增长 4.3%。目前行业进入淡季，缺少节庆催化，环比持续有所回落，但因去年同期基数较低，同比仍有增长。鉴于明年春节较晚，乳企或更注重明年开门红。

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)



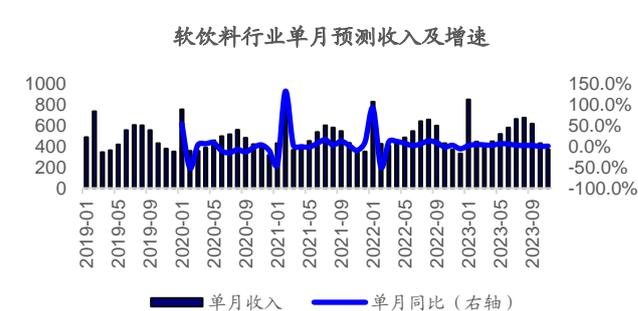
速冻板块整体收入为 78 亿元，同比增长 10.7%。1-11 月累计收入 916 亿元，累计同比增长 16.3%。今年天气转冷较迟，且春节较晚，因此四季度需求转旺较慢。11 月天气转冷，速冻品需求环比景气提升。

软饮料行业收入为 373 亿元，同比增长 1.2%。1-11 月累计收入为 6043 亿元，同比增长 3.4%。受气温下降影响，行业进入淡季，11 月软饮料销售环比降低，但因去年基数相对较低，同比仍有小幅改善。根据国家统计局数据，今年 8-10 月单月产量分别同比-0.1%、-0.5%、-3.8%，产量数据较为疲软。

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)



餐饮上市公司总收入为 119 亿元，同比增长 17.8%。1-11 月累计收入为 1535 亿元，同比增长 23.3%。11 月天气转冷，中旬火锅餐饮的短期需求回暖，低客单价消费背景下，餐饮整体同比恢复情况较三季度有所走弱。年内消费频次复苏优于客单价恢复，连锁品牌新开店普遍谨慎。

图7 餐饮行业单月收入预测 (亿元)

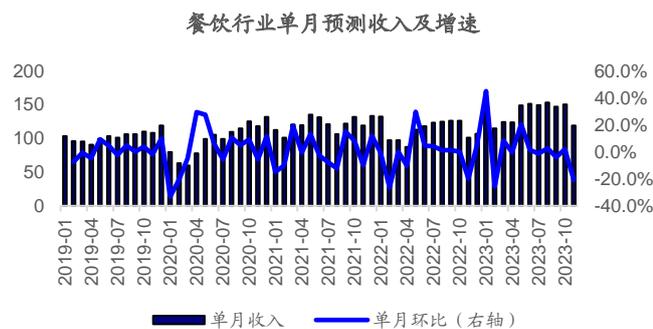


图8 餐饮行业累计收入预测 (亿元)



1.2 消费行业成本跟踪

表2 HTI 消费品现货成本指数

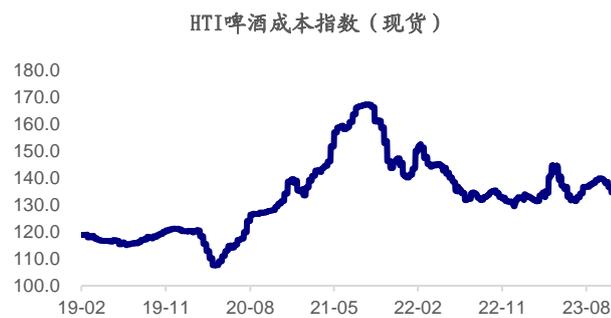
日期	HTI消费品成本指数 (现货指数)						
	啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料	
基准日	2023/11/30	134.67	121.29	110.56	107.95	123.50	118.98
上周	2023/11/23	134.67	121.71	110.65	108.62	123.89	119.80
上月	2023/10/30	138.98	123.66	112.28	109.75	125.18	121.54
今年年初	2023/1/1	130.71	115.73	115.61	113.92	126.43	121.16
去年同期	2022/11/30	132.37	118.14	117.46	116.76	128.85	122.15
较上周		0.00%	-0.35%	-0.08%	-0.63%	-0.31%	-0.68%
较上月		-3.10%	-1.91%	-1.53%	-1.64%	-1.35%	-2.10%
较今年年初		3.02%	4.80%	-4.37%	-5.25%	-2.32%	-1.80%
较去年同期		1.74%	2.67%	-5.87%	-7.55%	-4.16%	-2.59%

资料来源: Wind, HTI

截至11月30日,啤酒成本现货指数为134.67,啤酒成本期货指数为142.14。月度来看,较上月同期啤酒成本现货指数下降3.1%,啤酒成本期货指数提升2.85%。中长期看,今年年初以来啤酒成本现货指数提升3.02%,啤酒成本期货指数提升0.09%,较去年同期,啤酒成本现货指数提升1.74%,啤酒成本期货指数提升6.18%。

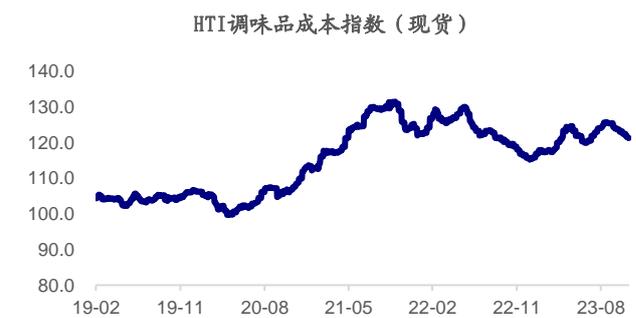
调味品成本现货指数为121.29,调味品成本期货指数为129.54。月度来看,较上月同期调味品成本现货指数下降1.91%,调味品成本期货指数提升0.83%。中长期看,今年年初以来调味品成本现货指数提升4.8%,调味品成本期货指数提升0.7%,较去年同期,调味品成本现货指数提升2.67%,调味品成本期货指数提升3.7%。

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110.56,乳制品成本期货指数为100.9。月度来看,较上月同期乳制品成本现货指数下降1.53%,乳制品成本期货指数下降2.41%。中长期看,今年年初以来乳制品成本现货指数下降4.37%,乳制品成本期货指数下降4.3%,较去年同期,乳制品成本现货指数下降5.87%,乳制品成本期货指数下降5.94%。

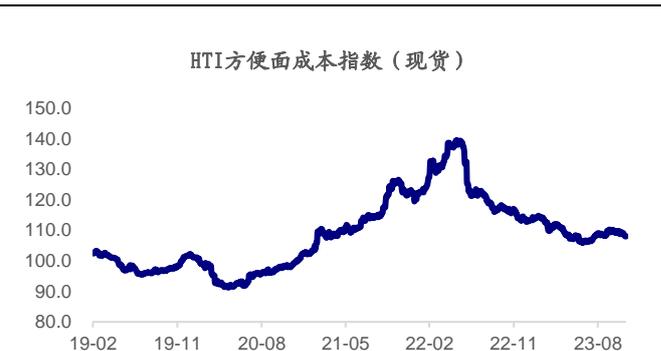
方便面成本现货指数为107.95,方便面成本期货指数为112.88。月度来看,较上月同期方便面成本现货指数下降1.64%,方便面成本期货指数下降1.16%。中长期看,今年年初以来方便面成本现货指数下降5.25%,方便面成本期货指数下降10.82%,较去年同期,方便面成本现货指数下降7.55%,方便面成本期货指数下降11.11%。

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 123.5，速冻食品成本期货指数为 121.64。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 1.35%，速冻食品成本期货指数下降 0.77%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 2.32%，速冻食品成本期货指数下降 5.44%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 4.16%，速冻食品成本期货指数下降 6.66%。

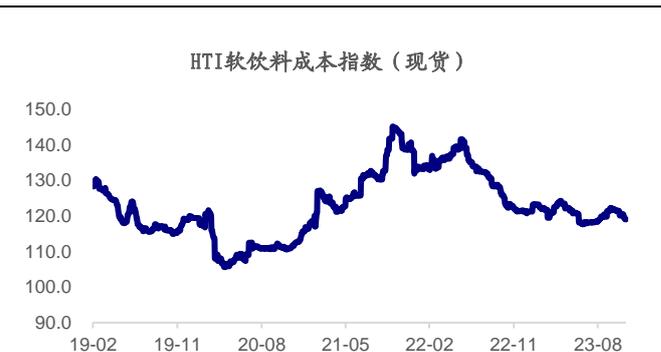
软饮料成本现货指数为 118.98，软饮料成本期货指数为 133.24。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 2.1%，软饮料成本期货指数下降 2.99%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 1.8%，软饮料成本期货指数下降 5.38%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 2.59%，软饮料成本期货指数下降 4.43%。

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11月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
11.1	酒饮茶	前9月酒饮茶利润增长5.6% http://m.bjnews.com.cn/detail/1698747454169893.html
11.2	白酒	宝鸡白酒打造千亿产业集群 https://finance.eastmoney.com/a/202310292886823044.html
11.3	酒饮茶	前8月四川酒饮茶营收超2211亿 https://mp.weixin.qq.com/s/14Le2chxkm7YZlwJYnVUDg
11.3	白酒	贵州发布2.5亿白酒项目 https://www.baijiutriangle.com/post/gui-zhou-fa-bu-25yi-bai-jiu-xiang-mu/
11.4	乳业	奶粉持续下跌，黄油遇阻回落 https://mp.weixin.qq.com/s/671cilPkNarv23n2nepK4w
11.4	食品	食品饮料赛道10月投融资总金额超16亿，农产品加工行业关注度高 https://mp.weixin.qq.com/s/fWctGE3N0rei6Qnt7P9ZLg
11.6	啤酒	三季度旺季啤酒行业量缩价增 http://www.beerw.com/list.asp?id=97916
11.7	咖啡	2023年奶咖市场发展白皮书 https://www.foodtalks.cn/news/49307
11.8	白酒	仁怀酱酒产量达41.1万千升 http://gz.news.cn/20231107/6d2e0bf8238f4eb59b23263b8c4ab9f0/c.html
11.12	零食	零食很忙、赵一鸣零食宣布合并 https://www.foodtalks.cn/news/49444
11.13	进口酒	1-9月进口酒数据出炉 https://mp.weixin.qq.com/s/9WcnjsqT6SN16HtcqPboDg
11.17	社零	2023年10月份社会消费品零售总额增长7.6% http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202311/t20231115_1944530.html
11.18	啤酒	2023年1-10月中国啤酒产量3180万千升，增长2.2% http://www.beerw.com/list.asp?id=98062
11.29	零食	全球最大可可生产国种植园受灾可可价格飙升 https://finance.sina.com.cn/jjw/2023-11-26/doc-imzvwjyiy2717104.shtml

资料来源：wind，HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年11月消费公司公告

日期	公司	摘要
11.1	泸州老窖	泸州老窖披露业绩报告显示,前三季度公司实现营业收入219.43亿元,同比增长25.21%;净利润105.66亿元,同比增长28.58%,净利润超过去年全年的103.65亿元。第三季度,该公司营收约73.5亿元,同比增长25.41%;净利润34.76亿元,同比增长29.43%。此外,泸州老窖投资约47.8亿元实施的泸州老窖智能酿造技改项目(一期),目前正在建设中。
11.6	珀莱雅	珀莱雅化妆品股份有限公司2023年双十一主要品牌经营数据:2023年双十一阶段,珀莱雅化妆品股份有限公司(以下简称“公司”)主品牌珀莱雅荣登天猫、抖音等多平台美妆类目成交金额(以下简称“GMV”)第一。经初步核算,主品牌珀莱雅天猫旗舰店GMV为18亿元左右,同比增长40%左右;抖音平台GMV为4.7亿元左右,同比增长200%左右。(说明:1、上述GMV统计口径为退货前已全款支付的金额;2、上述天猫数据统计时间2023年10月31日20:00-11月3日23:59:59;抖音数据统计时间:2023年10月20日00:00-11月3日23:59:59)
11.6	安德利	安德利果汁控股股东 Hongan International Investment Company Limited 持有股份比例从51.44%减少至49.69%;Hongan International Investment Company Limited(弘安国际)本次减持实施之前,控股股东、实际控制人及其一致行动人合计持有公司184,012,840股股份,占公司总股本的51.44%。截至本公告披露日,弘安国际分别于2023年9月、11月共计减持6,260,500股H股。本次权益变动后,控股股东、实际控制人及其一致行动人合计持有公司177,752,340股股份,占公司总股本49.69%。
11.8	隆平高科	隆平高科2022-2023业务年度经营情况报告:2022年10月1日-2023年9月30日,隆平高科实现总营业收入445,226.79万元,同比增长12.43%;种子销售数量合计190,183,073.56公斤,同比增长16.16%;期末库存商品账面余额190,045.30万元,同比减少3.31%。水稻种子销售收入158,719.07万元,占总营业收入比例35.65%;玉米种子销售收入158,085.80万元,占总营业收入35.51%。
11.8	周黑鸭	周黑鸭完成赎回本金总额2.48亿港元的可换股债券:根据于2025年到期的15.5亿港元的1%可换股债券(可换股债券)的条款及条件,债券持有人持有本金总额2.48亿港元,占原先已发行的可换股债券本金总额的16%,并已行使其认沽期权要求公司于2023年11月5日按本金总额的103.86%赎回彼等持有的所有可换股债券,连同截至该日(但不包括该日)应付但未付的利息(赎回)。于2023年11月6日,公司已全部完成该赎回。截至本公告日期,所有如此赎回的可换股债券均已注销且并无尚未赎回的可换股债券。
11.9	口子窖	口子窖拟回购资金总额不低于人民币0.55亿元(含)、不超过人民币1.1亿元(含),回购股份拟用于安徽口子酒业股份有限公司股权激励或员工持股计划;回购价格不超过人民币55元/股(含);回购期限为自董事会审议通过最终回购股份方案之日起不超过12个月;回购资金来源自公司自有资金;经询问,公司董监高、控股股东、实际控制人及其一致行动人未来6个月内均不存在减持计划。
11.12	百龙创园	百龙创园股东实宝德于11月9日将其所持有的960万股本公司股份质押,占公司总股本比例为3.86%,质权人为中国建设银行股份有限公司禹城支行。实宝德先生持有公司股份117,649,000股,占公司总股本的比例为47.34%。实宝德先生股份累计质押数量为22,340,000股,占其所持有公司股份总额的比例为18.99%,占公司总股本的比例为8.99%。
11.14	海天味业	2023年11月13日,佛山市海天调味食品股份有限公司通过集中竞价交易方式首次回购股份330,577股,占公司当前总股本的比例约为0.01%,成交最高价为38.38元/股,成交最低价为37.95元/股,已支付的资金总额为人民币12,626,672.92元(不含交易费用)。
11.14	安井食品	本激励计划拟授予激励对象的股票期权数量为1,200.00万份,约占本激励计划草案公布日公司股本总额29,329.4232万股的4.09%。其中,首次授予股票期权1,139.54万份,约占本激励计划草案公布日公司股本总额29,329.4232万股的3.89%,占本激励计划拟授予股票期权总数的94.96%;预留授予股票期权60.46万份。本激励计划涉及的首次授予激励对象共计1,458人,占公司截至2022年12月31日员工总数16,914人的8.62%;包括公司董事、高级管理人员、公司生产、营销、技术骨干。在可行权期内可以106.03元的价格购买1股本公司人民币A股普通股股票的权利。
11.17	金种子酒	截至本公告披露日,公司董事、总经理何秀侠女士,副总经理何武勇先生,董事、总工程师杨红文先生,副总经理徐三能先生,副总经理杨云先生,董事、董事会秘书金彪先生,财务总监金昊先生通过上海证券交易所集中竞价交易方式累计增持公司股份154,800股,占公司总股本的0.0235%,增持金额为人民币368.22万元,已超过本次增持计划的下限,本次增持计划实施完毕。
11.23	安琪酵母	回购股份拟全部用于实施员工持股计划或股权激励计划。回购股份的资金总额不低于人民币3.8亿元(含),不超过人民币4.8亿元(含)。回购价格不超过45元/股(含),未超过董事会通过本次回购股份决议前30个交易日公司股票交易均价的150%。
11.24	中国旺旺	2023财年上半年,集团总收益较去年同期成长4.1%,达到112.748亿元。其中,乳品及饮料类占总收益比54%,米果及休闲食品类占比为45%。乳品及饮料类收益同比增长7.1%,米果类同比增长4.5%。休闲食品类收益同比衰退1.5%,2023财年上半年集团营运利润较去年同期上升19.5%达24.756亿元。因利率影响致本期净利息费用增加所致,公司权益持有人应占利润额同比增长8.5%达到17.322亿,权益持有人应占利润率较去年同期上升0.7个百分点达到15.4%。
11.30	新乳业	计划将其持有的一只酸奶牛45%股权转让给草根知本,转让对价为1.485亿元人民币,也就是一只酸奶牛的估值为3.3亿元。在2021年的时候,新乳业以2.31亿元人民币收购一只酸奶牛的60%股权,当时估值3.85亿元。此次交易,一只酸奶牛的整体估值降低了14.3%。

资料来源:wind, HTI

表5 2023年11月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
11.1	元气森林	奥瑞金承担元气森林90%以上金属包装供应 https://www.sohu.com/a/732450979_121613636
11.1	麻六记	麻六记被指考虑最早于明年赴港IPO https://m.jrj.com.cn/madapter/finance/2023/10/30145638146780.shtml
11.3	海底捞	海底捞拟26亿元收购JAPAN HAI全部股份 http://finance.ce.cn/stock/gsgdbd/202311/01/t20231101_38774491.shtml?ivk_sa=1023197a
11.3	康师傅	康师傅饮品中原区域总部项目正式落地 http://dxm.fgw.henan.gov.cn/xmyw/55319.ihmtl
11.4	星巴克	星巴克交出新帅上任后首份年报，营收数据创历史新高 https://www.foodtalks.cn/news/49285
11.5	锅圈食汇	锅圈食汇IPO市值百亿 https://ent.cnr.cn/canyin/zixun/20231103/t20231103_526473715.shtml
11.5	百胜中国	百胜中国获得新增10亿美元股票回购授权 https://news.cnstock.com/news/bwqx-202311-5145346.htm
11.9	普洱澜沧古茶	普洱澜沧古茶通过港交所上市聆讯 https://www.foodtalks.cn/news/49386
11.10	君乐宝	君乐宝战略入股茉酸奶30%股权 https://www.sohu.com/a/734761103_419768
11.13	明治	明治牛奶被爆检出兽药，紧急召回数万瓶 https://www.foodtalks.cn/news/49532
11.14	雅茗天地	快乐柠檬将出售中国大陆业务的70%股权，未来集中拓展美国和其他海外市场 https://www.foodtalks.cn/news/49691
11.22	大窑饮品	大窑饮品启动“北商南援”计划，进军华南市场 https://www.foodtalks.cn/news/49724
11.23	麦当劳	麦当劳全球将收购凯雷在金拱门股权 https://www.foodtalks.cn/news/49714
11.24	茶百道	茶百道、霸王茶姬5000万成立合资新公司 https://www.36kr.com/newsflashes/2530569208588035

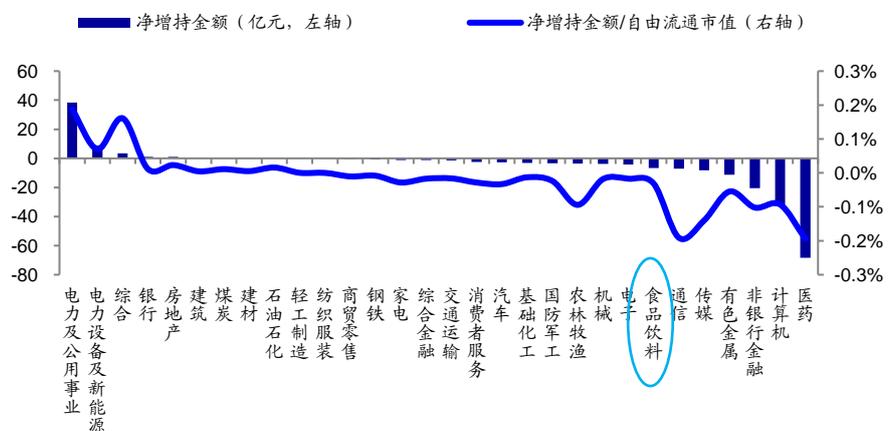
资料来源：wind，HTI

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11月电力及公用事业和电力设备及新能源行业净增持额最大，分别为38.29和8.91亿元，净增减持额/自由流通市值分别为0.19%和0.07%；医药和计算机行业净减持额最大，分别为68.32和32.83亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.19%和-0.09%。

图15 2023年11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11月30日

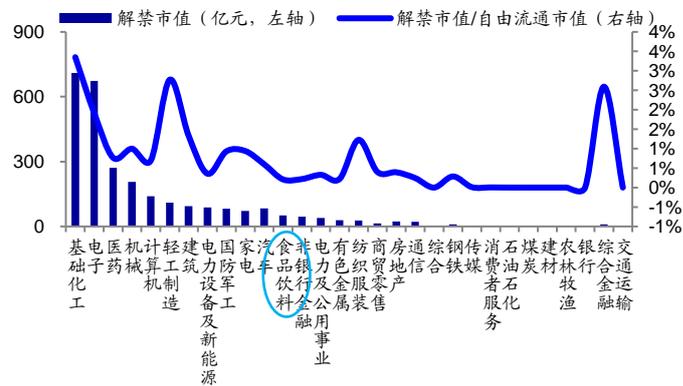
表6 2023年11月产业资本增减持个股

个股	增减持市值(亿元)	占流通市值比(%)
宝立食品	-1.07	-4.00
金字火腿	-0.93	-2.51
金达威	-0.79	-1.52
春雪食品	-0.25	-1.82
东鹏饮料	-0.23	-0.13
田野股份	0.00	0.02
嘉必优	0.00	0.02
金种子酒	0.01	0.01
海欣食品	0.09	0.61

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

按照23年11月30日的股价估算: 12月基础化工、电子、医药等行业解禁金额最大, 解禁金额分别为710、674、271亿元, 解禁市值/自由流通市值分别为3.35%、1.92%、0.77%。

图16 2023年11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11月30日

表7 2023年11月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值(亿元)	占总市值比(%)
一鸣食品	48.2	84.8%
康比特	3.1	7.6%

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: 煤炭、房地产、钢铁、农林牧渔、银行。

表8 一级行业大额买入与资金流向 (20231120-20231124)

	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
煤炭	79.70%	96.70%	9.90%	95.10%
房地产	79.70%	20.90%	-3.30%	77.00%
钢铁	79.30%	25.80%	-9.60%	62.30%
农林牧渔	78.90%	89.30%	4.50%	86.90%
银行	78.60%	68.40%	-0.10%	69.70%
石油石化	78.30%	47.50%	-2.10%	37.30%
交通运输	78.20%	80.30%	-6.00%	97.50%
综合金融	77.80%	56.10%	-14.60%	98.80%
综合	77.30%	44.30%	-8.60%	63.50%
电力及公用事业	77.10%	53.70%	-12.30%	89.30%
建材	76.60%	43.40%	-11.30%	65.60%
建筑	76.40%	3.30%	-13.80%	100.00%
纺织服装	76.40%	69.70%	-11.70%	63.50%
非银行金融	76.40%	96.30%	-15.30%	98.00%
商贸零售	76.30%	65.20%	-6.10%	92.20%
有色金属	75.40%	16.00%	-15.10%	99.20%
传媒	75.40%	96.70%	-9.60%	96.70%
医药	75.30%	91.40%	-2.20%	57.40%
轻工制造	74.20%	67.20%	-13.30%	71.30%
消费者服务	74.10%	50.80%	-8.40%	44.30%
基础化工	73.90%	77.00%	-11.50%	100.00%
电力设备及新能源	73.70%	100.00%	-15.40%	98.80%
机械	73.60%	100.00%	-12.60%	100.00%
汽车	73.60%	100.00%	-11.60%	100.00%
通信	73.00%	60.70%	-14.00%	100.00%
家电	72.70%	31.60%	-10.60%	18.90%
国防军工	71.40%	22.10%	-19.00%	72.50%
电子	71.20%	99.60%	-12.80%	100.00%
计算机	70.90%	93.90%	-16.20%	100.00%
食品饮料	69.20%	76.60%	-3.30%	74.60%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至2023年11月24日,机械、电子、计算机、消费者服务、汽车的行业拥挤度相对较高,机械和建材的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表9 行业拥挤度情况

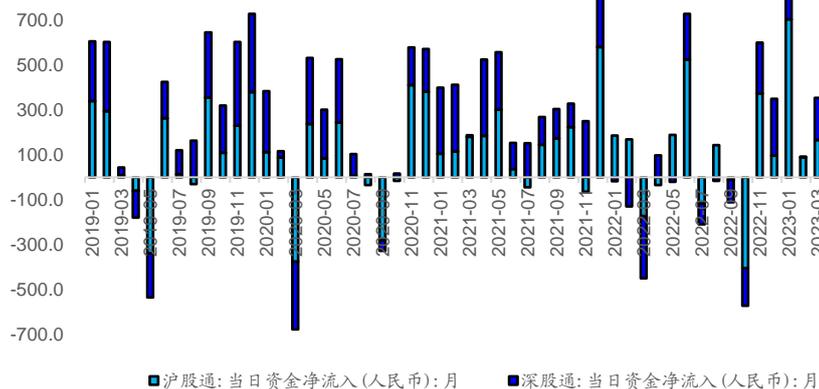
行业名称	20231124 拥挤度	20231117 拥挤度	拥挤度变化
机械	1.2	0.83	0.38
电子	1.07	0.99	0.08
计算机	0.98	0.99	-0.01
消费者服务	0.78	0.71	0.07
汽车	0.76	0.62	0.15
传媒	0.62	0.73	-0.11
纺织服装	0.57	0.57	0
医药	0.51	0.58	-0.08
国防军工	0.45	0.35	0.1
轻工制造	0.36	0.3	0.06
电力设备及新能源	0.23	0.16	0.07
食品饮料	0.22	0.19	0.03
钢铁	0.18	0.12	0.06
商贸零售	0.16	0.21	-0.05
综合	0.04	-0.01	0.06
基础化工	0.03	-0.07	0.11
石油石化	-0.02	-0.02	0
建筑	-0.02	0.16	-0.18
农林牧渔	-0.18	-0.24	0.06
煤炭	-0.23	-0.26	0.03
房地产	-0.3	-0.42	0.12
建材	-0.45	-0.63	0.17
电力及公用事业	-0.52	-0.58	0.06
银行	-0.54	-0.55	0.01
有色金属	-0.55	-0.51	-0.04
家电	-0.63	-0.61	-0.03
非银行金融	-0.64	-0.49	-0.15
通信	-0.66	-0.44	-0.21
交通运输	-0.75	-0.76	0.01

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

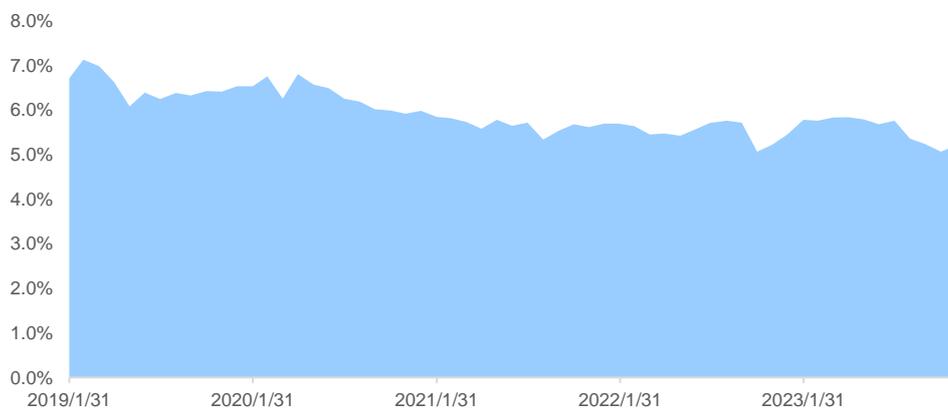
截至 2023 年 11 月 30 日，陆股通资金当月净流出 17.8 亿元（上月净流出 447.9 亿元），其中沪股通净流入 45.8 亿元，深股通净流出 63.6 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.20%，较上月提升 0.14pct。

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 11 月 30 日

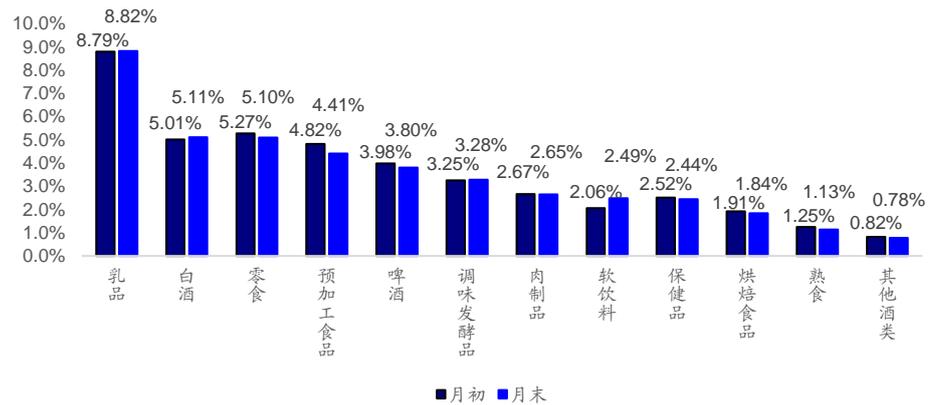
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

乳品行业陆股通占比为 8.82%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大；陆股通持股占比靠后的子行业分别为其他酒类（0.78%）和熟食（1.13%）。软饮料陆股通连续三个月增持领先，本次月末较月初增持 0.43pct，月末陆股通市值占比为 2.49%；预加工食品月末较月初减持最多（-0.41pct），月末陆股通市值占比为 4.41%。

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 11 月 30 日

从陆股通持股标的来看,按市值排名的十大个股中,持股比例居前的分别为贵州茅台(6.8%)、五粮液(4.9%)、泸州老窖(3.5%);按陆股通持股比例排名,洽洽食品(16.5%)陆股通占比最高,伊利股份(13.5%)和安井食品(10.2%)次之。其中,佳禾食品陆股通月末较月初减持最多(-7.00pct),东鹏饮料陆股通增持最多(1.62pct)。

表10 食饮板块陆股通持股情况

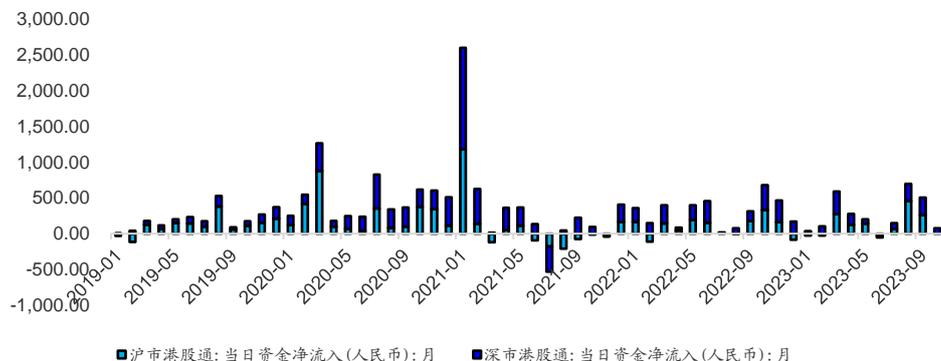
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.8	6.8	0.08	1	洽洽食品	16.5	16.7	-0.18
2	五粮液	4.9	5.1	-0.19	2	伊利股份	13.5	13.4	0.18
3	泸州老窖	3.5	3.4	0.09	3	安井食品	10.2	10.1	0.19
4	山西汾酒	1.9	1.9	0.04	4	佳禾食品	1.4	8.4	-7.00
5	海天味业	3.9	3.9	0.04	5	东鹏饮料	9.0	7.4	1.62
6	洋河股份	2.5	2.3	0.15	6	重庆啤酒	6.7	7.0	-0.35
7	伊利股份	13.5	13.4	0.18	7	贵州茅台	6.8	6.8	0.08
8	古井贡酒	1.6	1.6	0.0	8	涪陵榨菜	5.7	6.0	-0.27
9	双汇发展	3.5	3.5	0.06	9	中炬高新	5.6	5.4	0.23
10	青岛啤酒	3.5	3.4	0.2	10	五粮液	4.9	5.1	-0.19

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

2.3 港股通跟踪

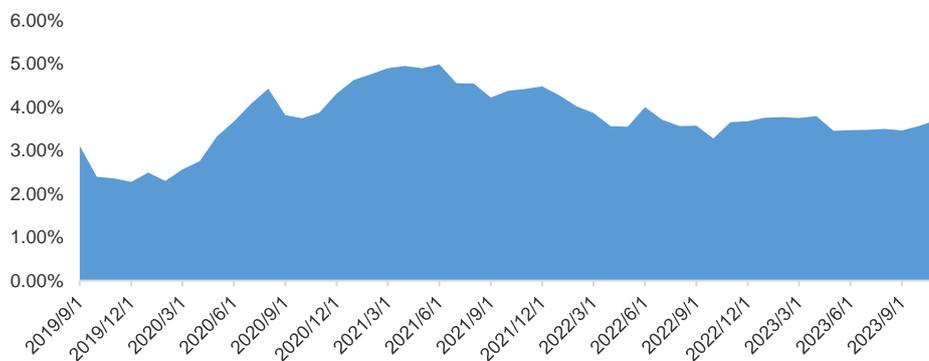
截至 2023 年 11 月 30 日，港股通资金当月净流入 170.98 亿元（上月净流入 213.9 亿元），必需消费板块市值占比为 3.70%，较上月上升 0.13pct。

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 11 月 30 日

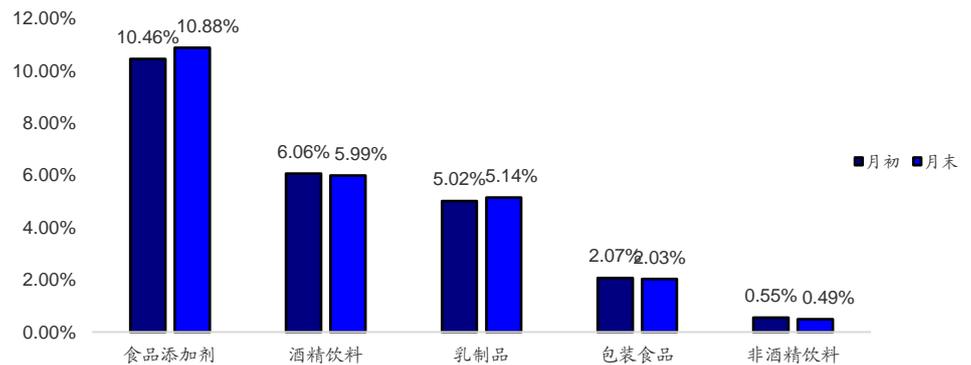
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 10.88%，较月初增持 0.42pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.99%，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（0.49%）、包装食品（2.03%）和乳制品（5.14%）。

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 11 月 30 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（1.0%）、百威亚太（0.2%）、华润啤酒（12.7%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（24.9%）港股通比例最高，周黑鸭（20.6%）和华宝国际（20.0%）次之。

表11 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	1.0	1.1	-0.18	1	青岛啤酒股份	24.9	24.0	0.99
2	百威亚太	0.2	0.2	-0.01	2	周黑鸭	20.6	20.6	0.02
3	华润啤酒	12.7	12.7	0.00	3	华宝国际	20.0	20.1	-0.12
4	蒙牛乳业	3.6	3.5	0.06	4	华润啤酒	12.7	12.7	0.00
5	青岛啤酒股份	24.9	24.0	0.99	5	颐海国际	11.7	10.5	1.20
6	康师傅控股	0.9	0.9	0.01	6	中国飞鹤	9.0	8.6	0.42
7	中国旺旺	0.1	0.1	0.01	7	优然牧业	8.6	8.4	0.17
8	中国飞鹤	9.0	8.6	0.42	8	中烟香港	8.1	8.1	0.08
9	珍酒李渡	6.6	5.6	0.96	9	阜丰集团	8.1	7.8	0.30
10	统一企业中国	0.6	0.6	0.05	10	现代牧业	7.1	7.2	-0.08

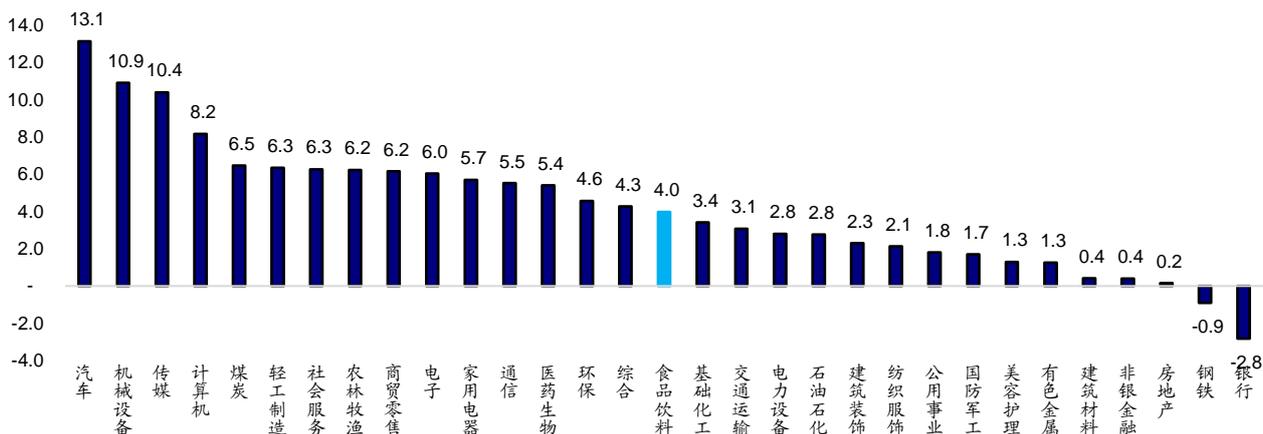
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 日

3 历史行情

3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，11 月份除银行和钢铁收跌以外，其他板块均录得上涨。其中汽车、机械设备和传媒涨幅居前，分别上涨 13.1%、10.9%和 10.4%，食品饮料收涨 4.0%，在 31 个行业分类中位居第 16 名，较上月（-1.2%）退后 5 名。

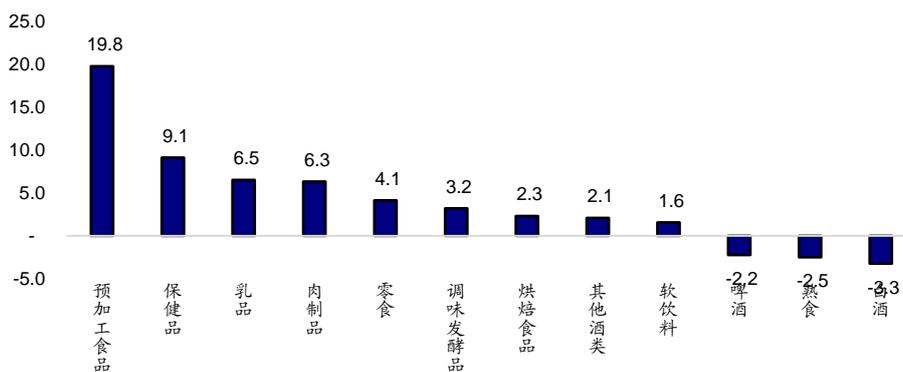
图23 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

11 月食品饮料行业涨跌互现, 预加工食品 (19.8%) 和保健品 (9.1%) 涨幅领先, 但白酒、熟食和啤酒跌幅超过 2%。

图24 A股食品饮料行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

表12 A 股食品饮料板块个股涨跌幅

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	22505	1792	6.3	1	贵州茅台	22505	1792	6.3
2	五粮液	5789	149	-4.4	2	涪陵榨菜	187	16	5.1
3	泸州老窖	3054	208	-3.3	3	安琪酵母	317	37	4.3
4	山西汾酒	2914	239	-3.4	4	洽洽食品	194	38	3.2
5	海天味业	2119	38	1.2	5	盐津铺子	159	81	2.8
6	洋河股份	1757	117	-4.5	6	东鹏饮料	789	197	2.7
7	伊利股份	1735	27	-0.6	7	天味食品	159	15	1.4
8	古井贡酒	1186	259	-7.3	8	海天味业	2119	38	1.2
9	双汇发展	904	26	-0.4	9	汤臣倍健	311	18	-0.1
10	青岛啤酒	836	75	-10.8	10	双汇发展	904	26	-0.4

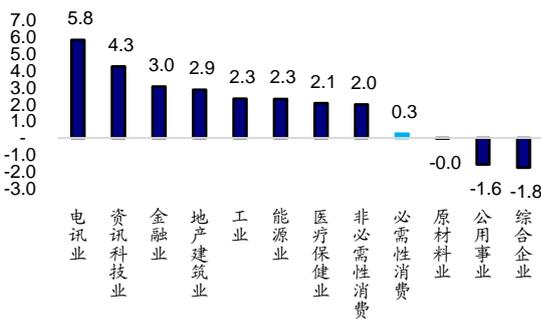
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

11 月份 H 股除综合企业、公共事业和原材料业以外, 其他子行业均收涨, 电讯业 (5.8%)、资讯科技业 (4.3%) 涨幅居前。必需性消费 (0.3%) 在 12 个一级行业中排名第 8 名, 较上个月 (-0.4%) 退后 6 名。

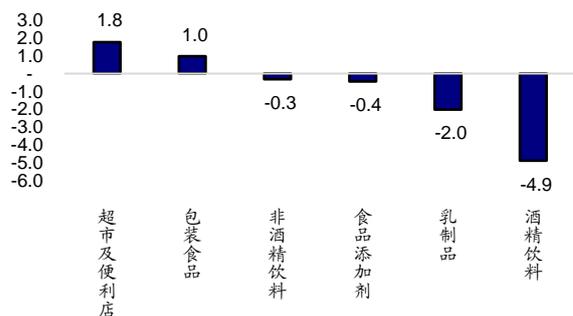
必需性消费子行业中, 超市及便利店 (+1.8%)、包装食品 (+1.0%) 收涨, 酒精饮料 (-4.9%) 和乳制品 (-2.0%) 跌幅居前。

图25 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

图26 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 11 月 30 日 (上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品)

表13 恒生食饮板块个股涨跌幅

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	5016	45	0.1	1	锅圈	192	7	17.1
2	百威亚太	1830	14	-7.1	2	第一太平	131	3	4.4
3	华润啤酒	1142	35	-15.0	3	阜丰集团	105	4	2.2
4	蒙牛乳业	964	25	-4.1	4	卫龙	172	7	0.4
5	青岛啤酒	919	52	-13.0	5	农夫山泉	5016	45	0.1
6	康师傅	554	10	-5.3	6	珍酒李渡	359	11	-3.5
7	中国旺旺	542	5	-6.0	7	蒙牛乳业	964	25	-4.1
8	中国飞鹤	415	5	-5.8	8	康师傅	554	10	-5.3
9	珍酒李渡	359	11	-3.5	9	中国飞鹤	415	5	-5.8
10	统一企业	216	5	-6.2	10	中国旺旺	542	5	-6.0

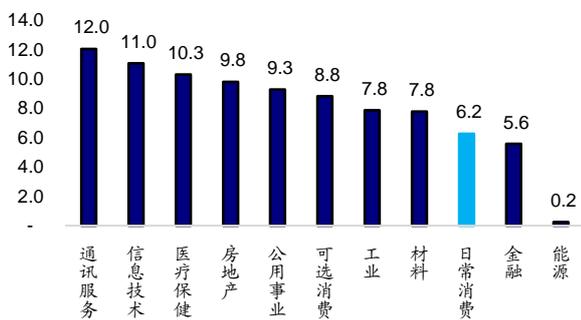
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

11 月美股一级行业全线收涨，通讯服务（12.0%）、信息技术（11.0%）涨幅领先。日常消费品行业上涨 6.2%，在 11 个美股一级行业排第 9 名，位次较上月（-9.3%）持平。

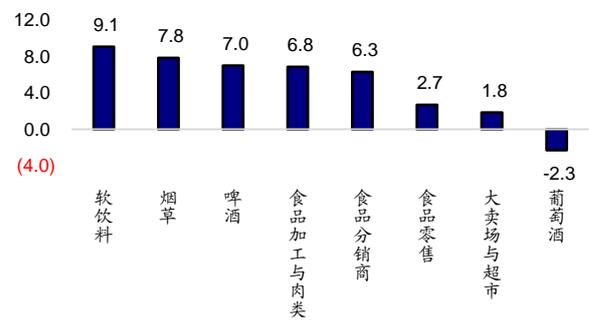
日常消费品子行业中，除葡萄酒收跌 2.3%，其他子行业均收涨，软饮料（9.1%）和烟草（7.8%）止跌反弹。

图27 美股一级行业涨跌幅（%）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

图28 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 11 月 30 日（上图剔除了日常消费品子行业中的家庭用品、个人用品、药品零售、农产品）

本月美股消费板块中小市值公司普遍受到追捧，大部分公司涨幅居前。

表14 美股日常消费板块个股涨跌幅

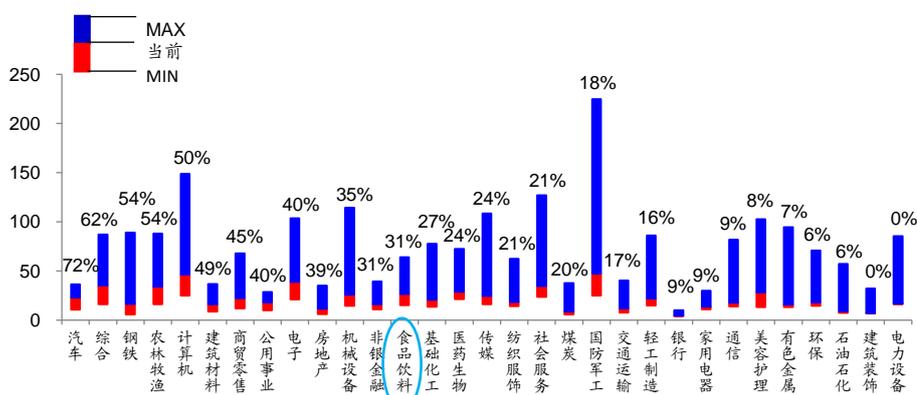
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4190	156	-4.7	1	BELLRING BRANDS	69	53	21.0
2	帝亚吉欧	3941	141	-8.4	2	COCA-COLA CONSOLIDATED	69	735	15.4
3	开市客	2624	593	7.5	3	FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB	454	127	12.9
4	可口可乐	2527	58	4.3	4	卡夫亨氏	431	35	12.9
5	百事	2314	168	3.9	5	PERFORMANCE FOOD	101	65	12.6
6	菲利普莫里斯国际	1449	93	4.7	6	蓝威斯顿	145	100	11.7
7	可口可乐凡萨瓶装	1423	85	11.4	7	可口可乐凡萨瓶装	1,423	85	11.4
8	百威英博	1093	63	10.7	8	百威英博	1,093	63	10.7
9	亿滋国际	967	71	7.3	9	西斯科	364	72	8.5
10	奥驰亚	744	42	4.7	10	安贝夫	432	3	8.3

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

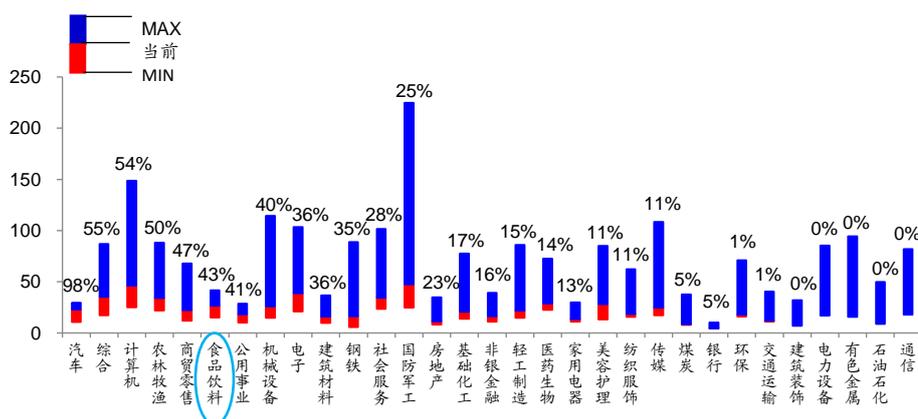
图29 A 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2023 年 11 月 30 日

截至 2023 年 11 月 30 日, A 股一级行业中, PE (TTM, 下同) 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有 9 个, 包括电力设备、建筑装饰和石油石化等。食品饮料的 PE 历史分位数为 31% (26.6x), 较上月末 (30%, 26.4x) 提升 1pct, 在 31 个行业中排名第 13 名。

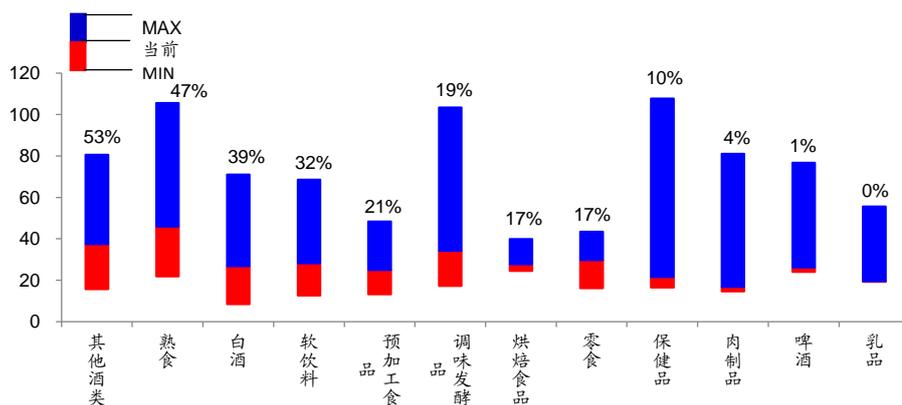
图30 A股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日

近期伴随疫情影响的结束，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9个，其中通信、石油石化和有色金属等行业历史估值最低；食品饮料的PE历史分位数为43%，较上月上涨1pct，在31个行业中排名第6名。

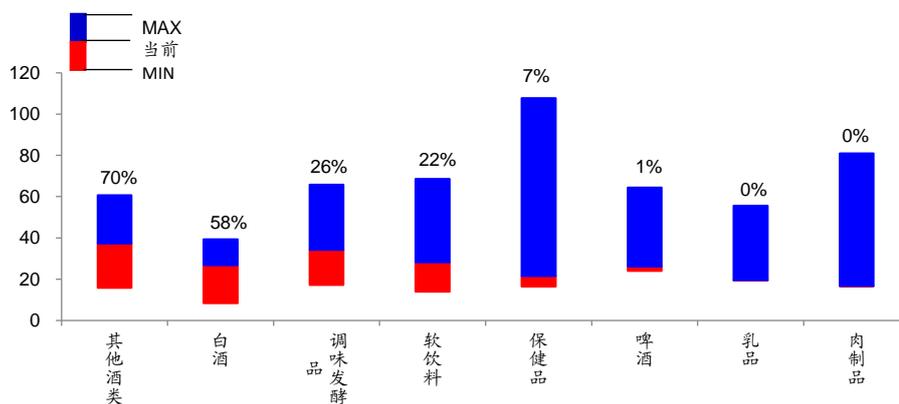
图31 A股食品饮料行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为乳品（0%）、啤酒（1%）、肉制品（4%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（16.8x）、乳品（19.6x）、保健品（21.6x）。

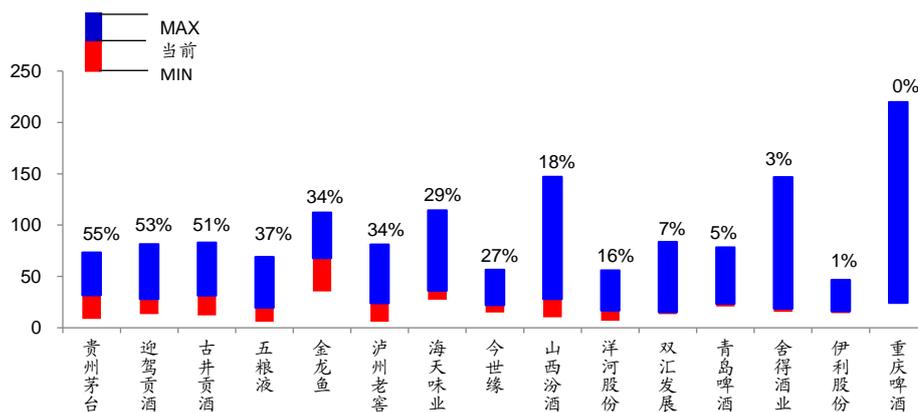
图32 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日

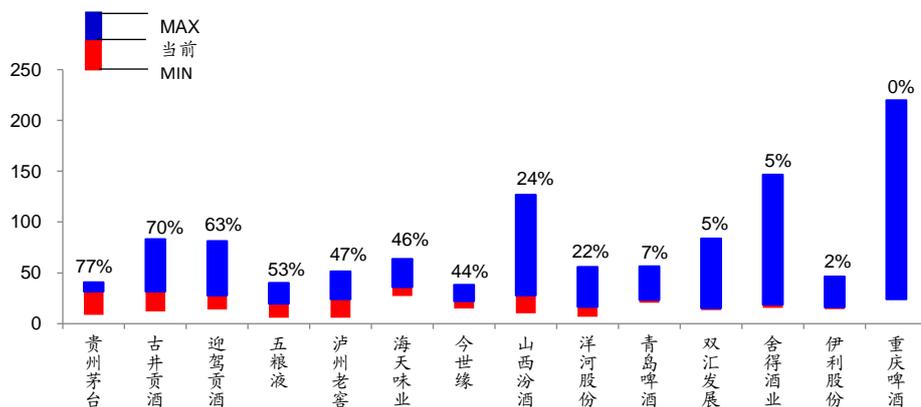
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年较低的行业有肉制品（0%）、乳品（0%）和啤酒（1%）。

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11月30日

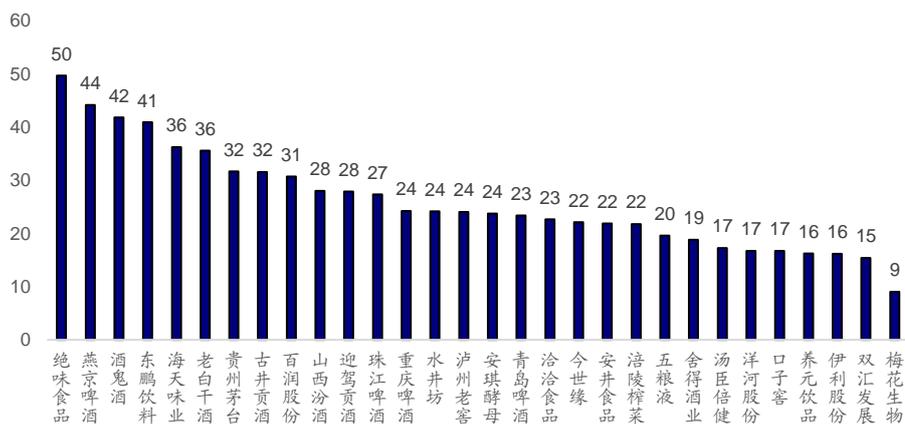
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日

截至2023年11月30日，A股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平有所下降，A股龙头的估值中位数为24x（相较10月下降1x）。

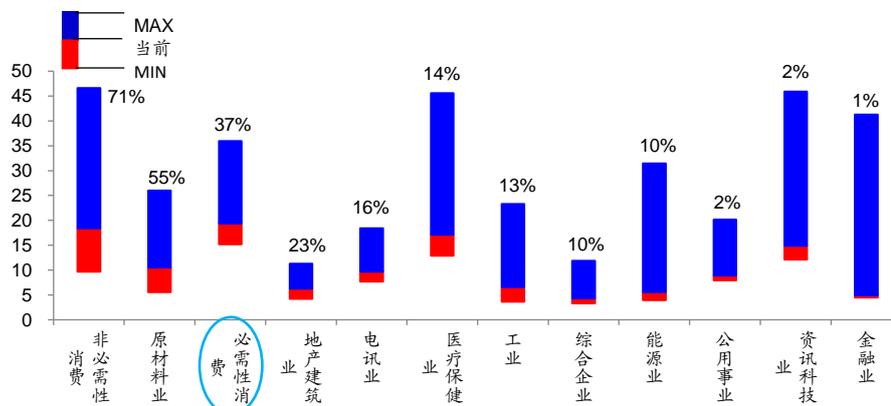
图35 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日，剔除估值为负的中炬高新

4.2 H 股行业估值表现

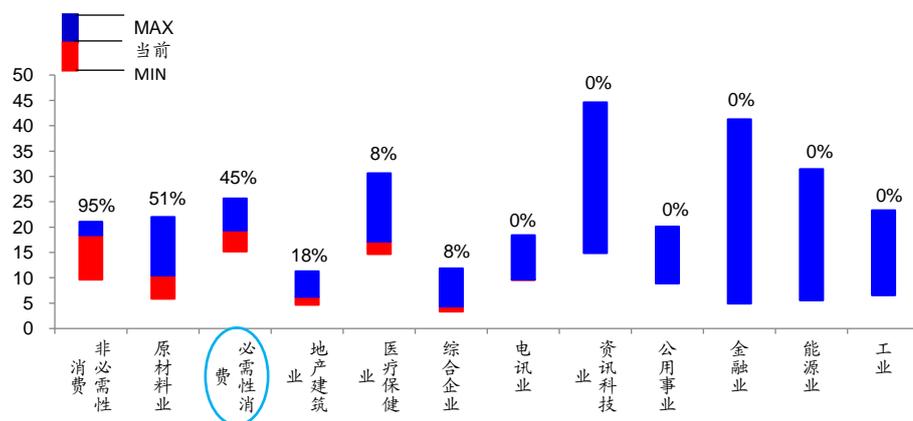
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 日

截至 2023 年 11 月 30 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有金融业、资讯科技业和公共事业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 37% (19.4x)，历史分位数与上月末 (48%，20.0x) 下降 11pct，在 12 个一级行业中排名第 3 名。

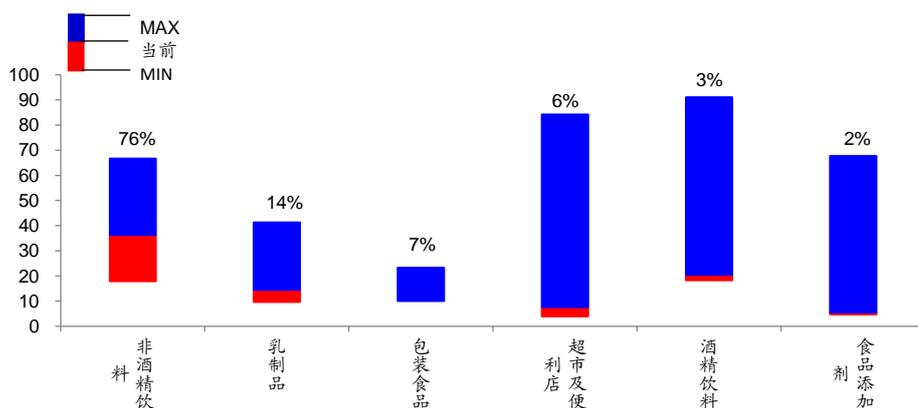
图37 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有工业、能源业、金融业等。必需性消费的 PE 历史分位数为 45%，较上个月下降 12pct，在 12 个行业中排名第 3 名。

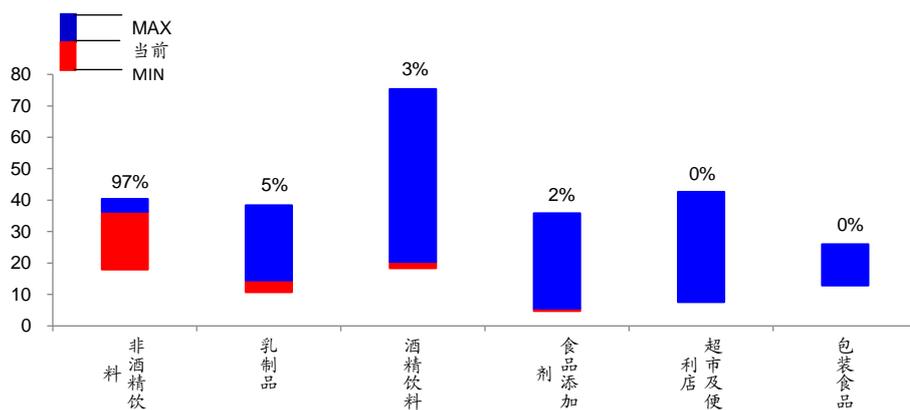
图38 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 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食品添加剂（2%）、酒精饮料（3%）、超市及便利店（6%）。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂（5.5x）和超市及便利店（7.6x）。

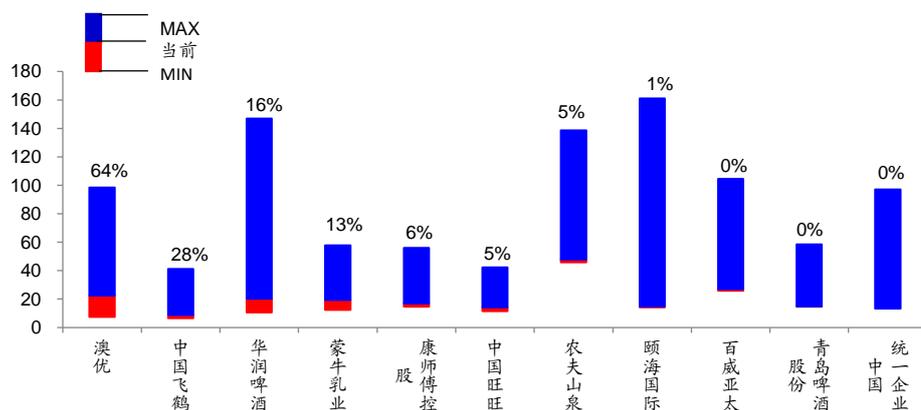
图39 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 日

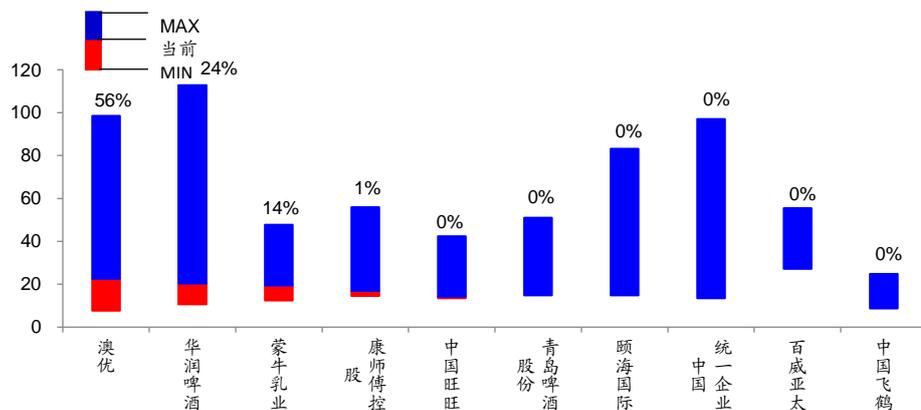
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有包装食品（0%）、超市及便利店（0%）和食品添加剂（2%）。

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11月30日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

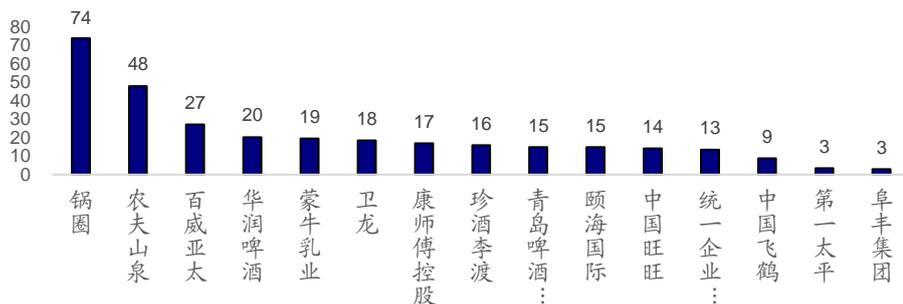
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2023年11月30日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

截至2023年11月30日，港股估值中枢有所上升，H股食品饮料（市值前15）的估值中位数为18x（相较10月上升2x）。

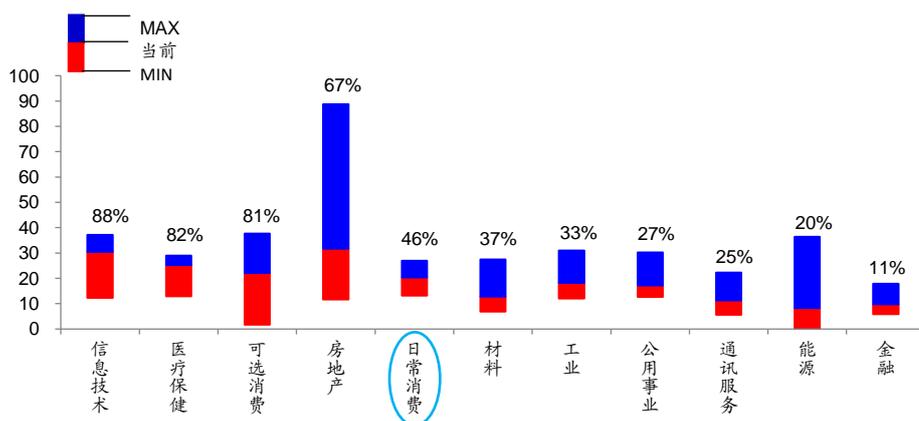
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日（样本有所变化，锅圈11月上市，周黑鸭替换为锅圈）

4.3 美股行业估值表现

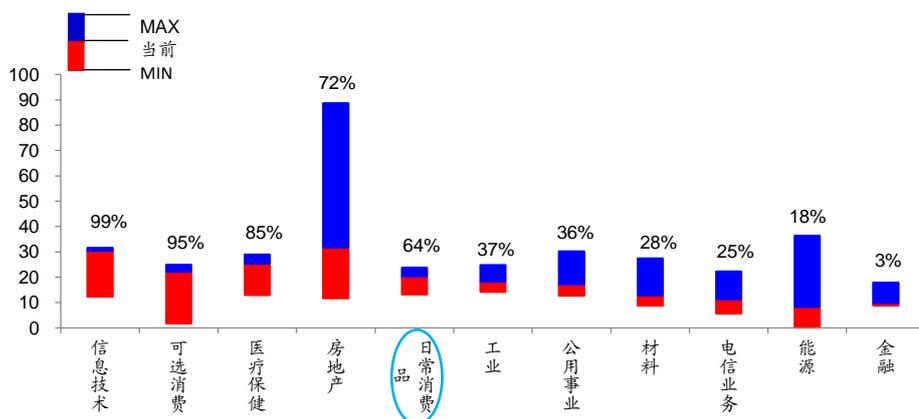
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日（已剔除房地产行业2013/03至2014/02，2015/4至2015/11的异常数据）

截至2023年11月30日，美股一级行业PE历史分位数处于2011年以来较低的是金融（11%）和能源（20%）。日常消费品的PE历史分位数为46%（20.4x），历史分位数与上月末（49%，20.7x）下降3pct，在11个行业中排名第5名。

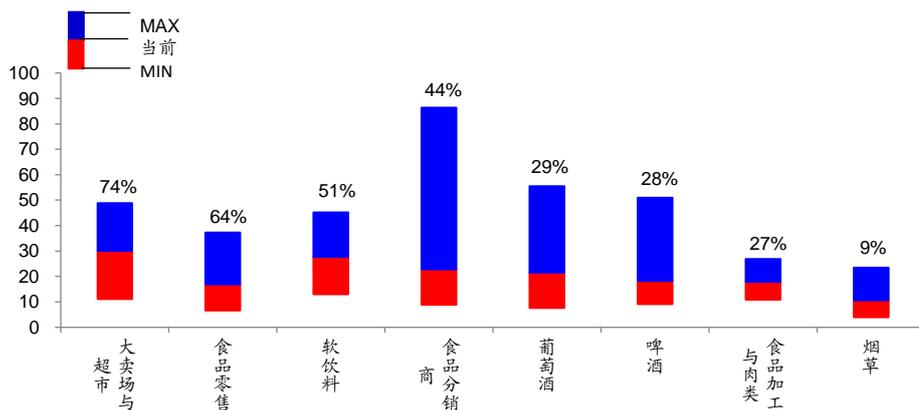
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日（已剔除房地产行业2013/03至2014/02，2015/4至2015/11的异常数据）

美股一级行业 PE 历史分位数处于2011年至2019年较低行业有金融（3%）、能源（18%）。日常消费品的 PE 历史分位数为64%，较上月下降4pct，在11个行业中排名第5名。

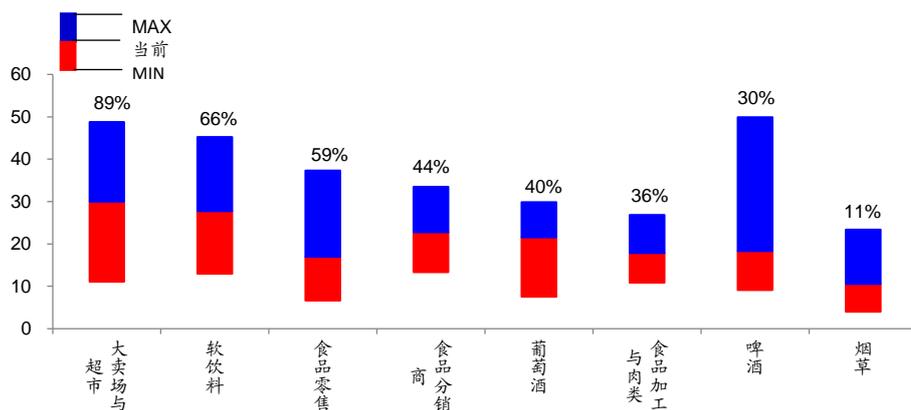
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年11月30日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于2011年以来较低的行业为烟草（9%）、食品加工与肉类（27%）和啤酒（28%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（10.6x）、食品零售（17.0x）。

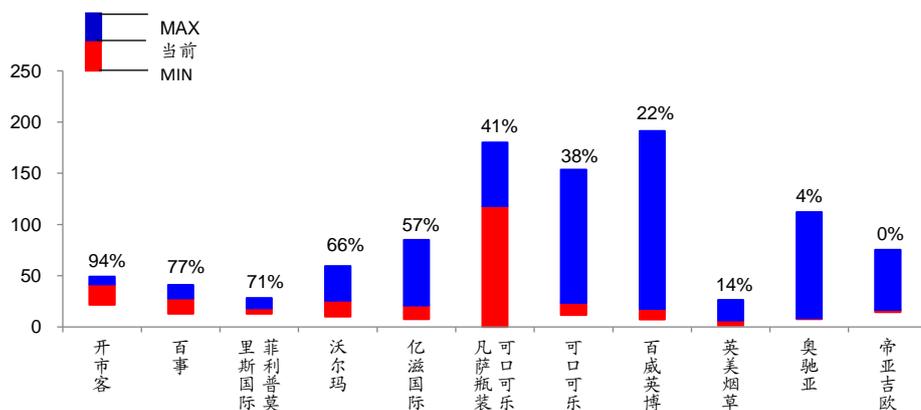
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 11 月 30 日

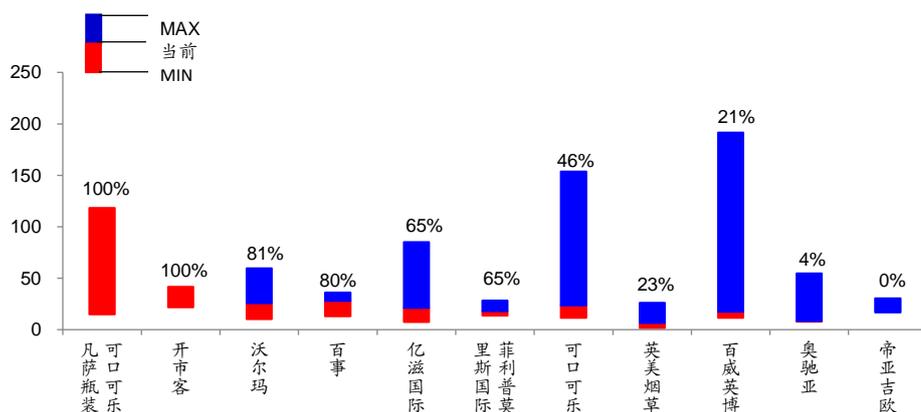
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（11%）和啤酒（30%）。

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 11 月 30 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶装 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

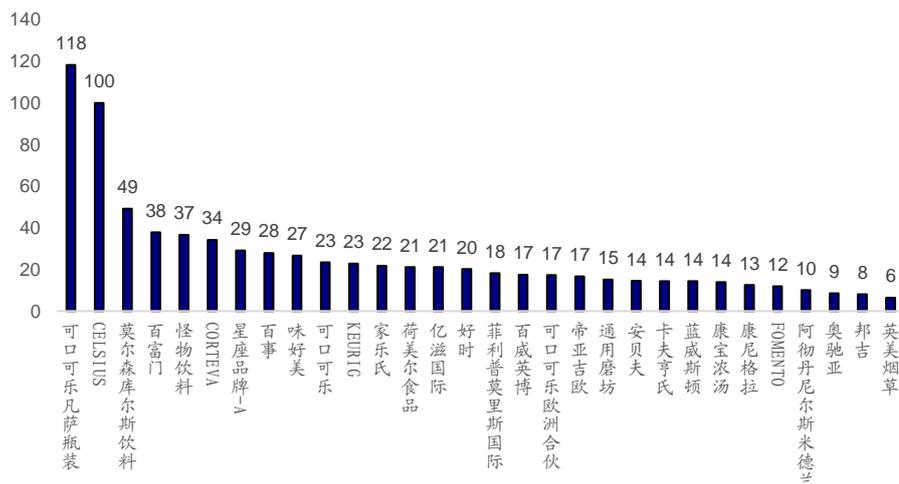
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2023 年 11 月 30 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 11 月 30 日，美股食品饮料板块估值中枢有所上升，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 19x（相较 10 月上升 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 11 月 30 日，剔除估值为负的泰森食品

5 投资建议

高端/次高端白酒：寇媛媛认为 2024 年白酒行业将持续 K 型分化，竞争进一步加剧。

进入四季度，中秋国庆旺季，动销和前期预期一致，总体持平表现。消费场景方面，宴席需求火爆，大众聚饮和送礼有明显恢复，商务宴请仍相对疲软，没有好转。旺季后批价略有回落但总体平稳，压力测试顺利度过。11 月为淡季，终端需求偏弱，酒厂发货进度维持，短期供大于求，批价下行。目前绝大部分经销商已经完成了全年重点白酒企业 2023 年的打款任务，发货到了全年 92-93% 水位。11 月初茅台确认飞天茅台和非标产品在非直营渠道提价，市场预期其他高端白酒品牌也将跟随提价。但因为需求偏弱，以及对来年经济增长预期不高，短期对批价并没有提振作用。因为 2024 年春节较晚，预期 12 月表现不会超预期。2024 年春节较晚，预期 12 月表现不会超预期，春节期间大众聚饮、送礼、宴席仍将带动动销端表现。

茅台提价或带动其他酒企跟随提价，2024 年行业量增的压力减少。高端白酒、优质次高端白酒、优质地产酒目标增速仍较高，行业竞争进一步加剧，费用投入更多（变相价格战），行业进入洗牌阶段。我们预期 2024 年贵州茅台仍维持双位数增长，飞天茅台非直营渠道提价，减少量增和非标酒增长的压力；系列酒产能释放利好量增，系列酒增速有望提速。我们预期五粮液 2024 年仍维持双位数增长，2023 年年底普五提价有望落地，普五若成功提价将明显减少普五量增和其他产品的增长压力，帮助批价上行。我们预期泸州老窖 2024 年有望维持 20% 左右的增速，双品牌全产品线发力，包括国窖系列、特曲系列、窖龄系列和头曲二曲系列。我们预期珍酒李渡 2024 年维持 20% 以上的收入增长，利润增速快于收入增速，我们看好其优秀的白酒平台管理能力，珍酒和李渡在行业下行周期中有机会取得竞品份额。酒鬼酒仍面临批价下行和省外库存去化的问题，公司自 2022 年起进行的渠道改革使经销商信心缺失和打款延后，也影响短期业绩表现。

根据最新股价，贵州茅台/五粮液/泸州老窖/珍酒李渡/酒鬼对应 2023 年 PE 估值为 29.7X/18.9X/22.1X/19.4X/32.0X。2024 年我们判断白酒行业个股分化，呈震荡向上行情，有多空机会。我们看多贵州茅台、五粮液、珍酒李渡、泸州老窖；看空酒鬼酒。

大众白酒：陈子叶认为 2024 年白酒行业仍处于中期调整阶段，预计需求恢复尚需时日，行业集中度将进一步提升。

今年以来白酒行业持续处于调整期，终端消费预期转弱，库存挤压、价格倒挂与渠道备货谨慎等现象仍旧存在。名优酒企不断强化渠道网络和组织效能建设，行业结构性繁荣和品牌分化程度进一步加剧，倒逼中小型酒企的经销代理在供给侧出清。根据统计局数据显示，1-10 月规模以上白酒产量 347.8 万千升，同比下降 7.7%。从整个行业来看，上半年规模以上白酒企业 983 户，其中亏损面高达 33.8%，亏损额超过 20 亿元，而 21 家上市酒企营业收入行业占比已提升至七成，利润总额首次超过行业总体水平，行业集中化进程加速。

展望 24 年区域及大众名酒，随着宏观经济政策的逐步落地，我们预计白酒消费需求将呈渐进式恢复，短时间内行业尚未走出周期性调整。不排除部分名优酒企将采取主动降速，聚焦于市场秩序及渠道价盘管理，以保障整体业务的长期良性发展。在寻求市场增量方面，区域性酒企有望进一步加强渠道深耕，抢先布局优势市场的主流价格带产品，同时以大单品放量作为主要增长动能。从消费场景来看，预计 24 年宴席消费景气度依旧延续，但在基数效应下，增速或有放缓；商务消费则与经济恢复程度关联度更高，消费力的回暖尚需时日。费用方面，酒企在渠道终端的投放仍会继续，包括现金红包、反向激励、宴席配赠等，推动库存去化，直至达到新的市场供需平衡。我们维持前期判断，白酒行业将整体呈现长期温和式恢复，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高度和持久力。

白酒批价方面，经渠道调研反馈，本月多数白酒批价小幅回升，其中古 20/国缘四开/口子 20/珍十五/酒鬼红坛/国台国标 15 均有 10 元上涨，国台国标 15/青花郎 20 批价+10/+5 元；下跌品种中，井台/国台 15 年/红花郎 15/窖藏 1988/摘要批价-15/-15/-5/-5/-5 元。当前行业供需平衡修复仍在途中，由于明年春节较晚，预计酒企或将更多的收入和利润确认放在明年，以保证开门红的顺利达成，需继续关注春节前批价走势及库存变化。

截至 11 月 30 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 26.7X，位于 2011 年以来的 46.0%分位，较年初降低 27.9pct，个股层面，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 年至今的 18%/51%/16%/53%/27%分位。建议关注个股为洞藏系列产品起势、后阶段延续放量的迎驾贡酒，业绩确定性强、估值分位处于低位的山西汾酒，全年目标明确、股权激励彰显信心的今世缘，基酒储备充足、具备估值性价比的洋河股份。根据 Wind 一致预期和最新股价，迎驾贡酒/山西汾酒/今世缘/洋河股份对应 2024 年 PE 估值为 21.3X/22.3X/17.2X/14.1X。

表15 重点白酒公司批价一览

2023/11/27	产品	批价(元)	周涨幅	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
茅台	飞天53°(整)	2975	-15	45	75	25
	飞天53°(散)	2695	-5	35	-5	45
	茅台精品53°	3320	0	0	150	-30
	王子普玉53°	255	0	5	15	20
	茅台1935	960	10	-10	-170	-230
五粮液	第八代普五52°	935	-3	-8	-8	-13
	交杯 52°	1240	0	-10	-190	-160
	1618 52°	913	-10	-20	-27	-25
泸州老窖	国窖1573 52°	860	-10	-20	-40	-35
	窖龄60 52°	230	0	-5	-20	-20
山西汾酒	青花30复兴版	830	0	0	25	25
	青花20 53°	335	5	0	-15	-15
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	530	0	0	-90	-90
	梦之蓝水晶版52°	380	0	0	-45	-50
	天之蓝52°	278	0	0	-18	-18
今世缘	海之蓝52°	135	0	0	5	5
	国缘四开 42°	400	10	10	0	0
	国缘对开 42°	215	0	0	-40	-35
古井贡酒	古20 52°	460	0	10	-25	-40
	古16 50°	320	0	0	0	5
	古8 45°	190	0	-5	-25	-20
	古5 50°	105	0	0	-10	-10
口子窖	口20 41°	290	0	10	-25	-30
	口10 41°	200	0	0	-25	-30
	口6 41°	90	0	0	-15	-15
舍得酒业	品味舍得 52°	320	0	0	-15	-15
酒鬼酒	内参 52°	720	0	0	-40	-50
	红坛 52°	310	0	10	10	0
水井坊	井台 52°	425	-15	-15	35	35
	臻酿八号 52°	280	0	0	-25	-25
珍酒李渡	珍十五53°	340	10	10	10	5
习酒	窖藏1988 53°	475	0	-5	-15	-30
郎酒	青花郎20 53°	825	0	5	-35	-95
	红花郎15 53°	435	0	-5	-45	-35
国台	国台15年 53°	585	5	-15	-65	-80
	国台国标15 53°	310	0	10	15	15
剑南春	水晶剑 52°	380	5	0	-15	-15
金沙酒业	摘要 53°	525	0	-5	-5	0

资料来源：酒价参考，今日酒价，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

啤酒行业：陈子叶认为啤酒行业 24 年量稳价增趋势延续，成本或呈逐季改善，结合板块估值处于历史低位，给予推荐评级。

回顾前三季度行业表现，在场景修复叠加需求改善的正向催化下，头部啤酒企业上半年均呈现中高个位数的销量、均价增长，在旺季高基数的负向压制下，三季度多数酒企销量总量承压甚至出现明显下滑，但结构升级趋势不变，且在季度间呈上行趋势，如 23Q1-Q3 青啤吨价增速分别为 4.8%/5.4%/7.5%，百威亚太中国区吨价增速分别为 3.2%/7.8%/8.9%。尽管结构上移挤占了部分成本下行的空间，但毛利率同比提升，释放业绩弹性。展望 24 年啤酒行业：

从需求端来看，销量层面，23 年 1-9 月啤酒产量同比增长 2.1%，考虑到 24 年春节较晚以及 22Q4 产量同比下滑约-4%，我们预计 23 年行业销量增速在 1-2%，24 年销量持平或有微增；吨价层面，24 年随着经济逐步复苏，餐饮、夜场等现饮占比有望继续提升，叠加头部酒企的主动提价以及中高档以上大单品的持续发力下，吨价提升下毛利率具备提升空间，我们预计 24 年行业价增在中个位数。从中长期目标来看，各家酒企积极推动高端化战略，主动加速结构升级，如华润啤酒在雪花渠道伙伴大会中提出，“大高档”销量提升至 300-350 万千升，喜力实现 100 万千升，纯生实现 100 万千升，公司实现百亿盈利；青岛啤酒股东大会提出产品结构持续优化战略，经典目标 300-400 万吨，纯生目标 100 万吨，白啤目标 50 万吨。

成本端，根据 HTI 消费品成本跟踪，包材部分，今年以来玻璃价格先涨后跌，目前已较 5 月高点回落约 10%，但较去年同期仍有 20% 以上的涨幅；铝材价格二季度起伏较大，其他时间维持平稳，目前同比有低单位数的下降；瓦楞纸自年初以来呈下行趋势，目前已下跌近 13%，优秀酒企的成本控制能力有望在包材锁价工作中体现。直接原材料中，疫情三年大麦价格连续攀升，高点较 20 年初涨幅超过 60%，在供需格局改善的背景下，各家酒企或对澳麦逐步采取混合采购机制，目前进口大麦价格已较 23 年初下降超过 20%，成本下行趋势已定；啤酒原材料中，大米占比在 10% 以下，目前价格同比抬升约 7%。整体来看，2024 年行业吨成本预计持平或呈逐季改善。费用端，当前酒企费用投放逐步正常化，且重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，预计费用率保持稳定或小幅波动。

截至 11 月 29 日收盘，啤酒指数（851232.SI）PE TTM 为 28.1X，位于 2011 年以来的 0.92% 分位，跌至区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，推荐高端化确定性高、产品与运营优势凸显的青岛啤酒；次高及以上产品销量增长明确，吨价成长空间大的华润啤酒；完成内部管理措施改革，目前估值水平具有性价比的重庆啤酒。根据 Wind 一致预期和最新股价，青岛啤酒/重庆啤酒/华润啤酒对应 2024 年 PE 估值为 19.2X/19.9X/15.6X。

乳制品行业：肖韦俐认为 2024 年液态奶需求环比修复，婴配粉供给端变化可以期待。

液态奶：回顾 2023 年，整体板块营收较为疲软。23Q1-3 乳制品主要上市公司（前三季度累计营收规模在 15 亿元以上，包括伊利/光明/新乳业/三元/天润/燕塘）实现营收 1360 亿元，同比+2.8%，实现扣非归母净利润 95 亿元，同比+12.2%。根据国家统计局数据，23M10 乳制品产量累计同比+3.7%，乳业量增延续，但增长情况并不亮眼。

同时短期数据也较为弱势，我们在 11 月份需求月报中提到，乳制品行业收入同比提升 3.7%，主因行业进入淡季，缺少节庆催化，环比持续有所回落，但因去年同期基数较低，同比仍有增长。鉴于明年春节较晚，乳企或更注重明年开门红。

但展望 2024 年，我们并不悲观。（1）首先需求端看，乳制品需求在中国仍未到顶，近两年或因宏观因素影响略有波折，但长期仍是量增赛道。随着居民消费力渐进

式修复，我们预计 2024 年将延续白奶增速快于大盘、酸奶环比向上的态势。我们预计白奶实现高个位数增长，酸奶与乳饮料微增。（2）其次成本端看，2023 年原奶下行较为迅速，主因下游需求较弱，上游牧业扩产速度快于下游乳制品消费增速，根据农业农村部数据，年初至今原奶价格已下跌 10.5%，目前价格为 3.69 元/公斤。同时据海通国际最新成本周报，乳制品成本已自今年年初下降 4.4%。展望 2024 年，目前牧业公司对原奶价格仍较谨慎，这略低于我们此前对奶价的预期。我们预计明年原奶价格温和上行，产业景气度或温和提升。但整体奶价仍处低位，仍利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企。（3）最后费用端看，此为乳制品长期净利率提升的重要主逻辑，伊利、蒙牛作为龙头公司，坚守利润目标，费率持续优化，对费率的控制兑现程度一直较好。在行业增速放缓、进入高质量发展时期，叠加原奶持续下行的背景下，企业也未进行价格战，保利润的诉求较为明显。说明行业竞争趋于理性，格局不断优化，我们看好长期乳企净利率抬升。

婴配粉：需求仍在磨底，供给可以期待。供给端来看，2023 年行业整体仍竞争激烈，多数厂家老产品价格松动，乱价现象较为严重；但展望 2024 年，因监管政策趋严、市场操作难度大、利润吸引力减弱等因素，会使中小厂商陆续退出，头部公司或亦有保利润诉求，随着行业整体价格战减少，利润将企稳回升，可以期待明年供给侧变化。需求端 2024 年无明显利好，0-3 岁人群仍在持续缩减中。

投资标的：建议关注个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤。根据 Wind 一致预期和最新股价，伊利/蒙牛/飞鹤对应 2024 年 PE 估值为 14.17X/12.68X/7.63X。伊利/蒙牛/飞鹤的 PE TTM 分位数目前均在 2011 年以来的最低区间，分别为 1%/13%/28%。

调味品行业：寇媛媛认为 2024 年调味品重点公司有望跑出 alpha。

调味品行业是食品饮料行业里少有的三季度环比业绩改善的子赛道，调味品上市公司收入同比增长 5.9%，受益于基数下行和餐饮恢复，整体表现好于预期。进入四季度，受益于中秋国庆的旅游消费和大众聚饮的旺季，10 月上旬调味品 B 端受益于餐饮恢复环比提振；11 月初全国开始大面积降温，终端餐饮环比明显好转，将带动调味品 2B 端动销增强。行业库存在 3Q23 末基本恢复到合理水平，但头部企业全年有收入考核目标，预期 4Q23 业绩确定性高，年底库存环比上升。4Q23 至 1Q24 低基数，业绩有一定保证，部分原材料进入下行周期，利好利润率水平。

2024 年基础调味品依靠份额提升，复合调味品赛道众多需要多品类布局，企业从前端到后端的组织效率和管理能力是关键。海天味业和中炬高新正在经历改革阵痛，调整后有望在多个调味品赛道提升份额。海天味业从 4Q22 起下定决心做全方位变革，在 1-2 年时间内，以市场为导向研发产品推动销售并进行精细化管理，解决 B/C 端的结构性问题、产品固化问题、和经销商库存压力大等问题。同时，将不固守传统大单品，向多元化产品进军。我们预期海天味业 2024 年收入端有望实现 10%左右增长，受益于渠道库存水平进入合理水位，数字化体系从前到后的推进，基础调味品有望获取丢失的份额，复合调味料开拓产品品类、接受食品加工业和小 B 端的定制需求，寻找高效和保利润的解决方案。中炬高新董事会席位更改结束，实控人基本确立。10 月中下旬集团高层聘任结束，在华润啤酒有 20 年工作经验的余向阳为总经理，林颖为常务副总经理，刘虹、陈代坚、郭毅航为副总经理，中炬高新有望迎来进一步的内部改革和业绩释放。我们预期中炬高新 2024-2026 年有望实现双位数较快增长，受益于区域扩展、B 端渠道扩张和品类扩张。

根据 Wind 一致预期和最新股价，海天味业/恒顺醋业/千禾味业/天味食品对应 2023 年 PE 估值为 34.2X/61.3X/33.1X/35.9X，2024 年中炬高新估值为 31.2X，对于调味品板块呈买入评级。

速冻食品：宋琦 2024 年对速冻食品持乐观态度。

过去三年的疫情使得餐饮行业连锁化加速，驱动餐饮工业化的渗透率进一步提升，带动速冻食品相关企业经营趋势向上。参照海外餐饮经验，目前我国餐饮工业化仍有较大渗透空间，因此我们判断 2024 年行业景气度有望延续。从需求来看，目前消费力仍处于稳步复苏阶段。我们预计 2024 年 C 端消费需求保持平稳，大 B 端伴随客单价的温和复苏，有望带来速冻食品供应商毛利率的一定增厚，中小 B 餐饮特别是较低客单价的餐饮群体有望增长超过餐饮整体表现，建议关注速冻食品为中小 B 客户供应的增长表现。从企业运营来看，能够为客户提升运营效率以及满足不同消费场景的速冻食品仍具有竞争优势。龙头企业在产品品类扩充、降低产品使用成本等方面具备更为明显的研发以及产品优势，有望持续获得更多市场份额。重点推荐产品持续推新、渠道持续强化，势能不断强化，业绩增长确定性强的餐饮供应链龙头企业安井食品、千味央厨。

休闲食品&卤制品：肖韦俐认为 2024 年休闲食品将出现分化，卤制品静待需求恢复。

(1) 对休闲食品渠道型公司 2024 年持较为谨慎的态度，主因下游零食量贩系统或对供应链加强利润需求。2023 年受益于消费者追求极致性价比，零食量贩渠道快速扩店，部分零食厂商受益于渠道变革，收入利润都有快速增长。因此部分公司估值至今仍有 30X，显著高于餐饮其他版块。但近期零食量贩加速整合并购，零食很忙合并赵一鸣，万辰生物也快速扩店，目前已经基本形成“南很忙北万辰”的格局。经过 2022-2023 年的迅猛发展，我们预计零食量贩行业进入下半场，行业马太效应加剧、集中度提升，中小型店效不高、没有规模效应的企业将淘汰出局。首先，渠道门店数量增速将有回落；其次，行业格局清晰后，规模大的量贩系统将向供应商压价要利润，部分零食厂商较依赖此渠道，而缺乏品牌化大单品支撑，同时降低自身成本需要过程，或影响自身成长及盈利表现，过往的高增速或出现放缓，而目前估值仍在高位，增速与估值或出现错位。(2) 对休闲食品大单品公司 2024 年持偏乐观态度。部分公司自身大单品基本盘较为夯实，同时叠加有成本下行、第二品类开拓、渠道精耕逻辑，抗压能力相对较强，或影响较小。但仍要关注消费力修复情况，关注营收成长性恢复情况。消费力较为疲软的宏观环境下，消费者或倾向于选择白牌，而非享有一定品牌溢价的大单品零食公司。(3) 卤制品行业 2023 年修复不及年初预期，主因产品可选且定价较高，消费力较为疲软。2024 年仍要关注消费力修复情况。

运动鞋服行业：寇媛媛认为库存周期或影响 2024 年整体行业增速，下调运动鞋服行业未来 5 年的增速预期至中单至高单位数增长。

2023 年运动鞋服行业增速或呈高单位数，低于我们前期 10% 左右的增长，主要因为终端需求弱于预期。多家重要公司下调全年收入指引，李宁将收入指引从中双位数增长下调至高单位数增长，特步主品牌的收入指引从 15-20% 的增长下调至高单位数增长。库存方面，2022 年部分库存转移到 2023 年，且 2023 年前期预期行业高增，经销商订货较多，实际需求弱于预期，短期行业叠加两年库存，四季度以去库存为主，行业折扣率下降，双十一预期行业呈单位数增长，动销表现也弱于预期，预期 12 月仍以去库存为主。

我们下调运动鞋服行业未来 5 年的增速预期至中单至高单位数增长，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。2024 年我们预期安踏体育收入端呈双位数增长，1H24 在高利润率基础情况下略有压力，但公司整体利润率水平提升。安踏体育作为平台型公司的优秀运营能力，FILA 品牌和其他品牌受益于低基数、线上新渠道拓展、户外赛道增速快，表现优异，直营模式将较大带动利润率的恢复，安踏品牌在 DTC 基本结束后店铺运营能力和总体利润率将有望进一步提升。安踏公司未来 2-3 年致力于提升店效，有助于利润率中枢上移。我们预期李宁 2024 年收入呈单

位数增长，利润增速快于收入增长。李宁未来 1-2 个季度仍需解决渠道库存和窜货问题，并下调中长期增速预期，减少对渠道的压力。我们中长期看好李宁的多运动品类的优异表现，完善的跑鞋和篮球鞋矩阵，以及多个长寿产品系列为中长期发展保驾护航。我们预期特步国际 2024 年收入增速或呈单位数增长，未来几个季度需解决渠道高库存的问题。随着海外去库存周期结束，申洲国际 4Q23 订单预期呈双位数增长，2024 年订单预期呈中双位数增长，主要客户之一的 ADIDAS 可能打开供应商供货比例的天花板，订单回暖将带动产能利润率和毛利率的提升。

根据我们预期和最新股价，李宁/安踏体育/特步国际/申洲国际对应 2023 年 PE 估值为 14.8X/19.9X/10.5X/23.9。考虑到行业整体较低的估值水平，我们继续给予买入评级。

养殖行业：宋琦 12 月月度观点为

1) 生猪养殖：中性。生猪价格持续低位运行，年内第三批中央猪肉储备收储工作即将展开。年底腊肉腊肠需求将带来消费量上涨，但目前猪价波动幅度较小。整体生猪供应仍然充足，生猪价格不具备大幅上涨动力。目前多数养殖企业资产负债率仍较高，资金压力有望逐渐凸显，因此产能去化确定性强。但行业整体供给较多，各头部上市企业产能充足，完成全年出栏目标确定性强，因此对于下半年猪价维持疲软运行预判。推荐关注养殖成本具有持续优势的牧原股份，以及资金充足，养殖成本持续下行的温氏股份。

2) 白羽鸡行业：推荐。美国再次禽流感疫情，白羽鸡引种可能再次收缩甚至中断，叠加目前行业去产能趋势明显，行业供需情况改善。推荐关注具有自研祖代鸡的龙头白羽鸡养殖企业圣农发展。

批零社服行业：汪立亭、李宏科发布最新报告：持续稳健复苏，珠宝表现较优

商超：百货收入接近 21 年水平，超市持续减亏。（1）行业：3Q23 环比改善，必选稳增、可选分化。前三季度社零及限额以上数据较 21 年各增 7.6%、9.1%，测算 3Q23 社零较 3Q21 增长 7.9%，增速环比提升 2.3pct。分品类看，必选维持韧性，可选中金银珠宝、餐饮增长显著。（2）百货：收入修复至近 21 年水平，利润端扭亏但较 21 年仍有缺口。3Q23 收入降 1.9%，恢复至 3Q21 的 92.2%，恢复度环比降低 2.9pct；毛利率同比提升 2.1pct，较 21 年提升 0.2pct；费用率同比增加 0.2pct，较 21 年增加 0.9pct；扣非净利润同比扭亏，恢复至 3Q21 的 53.2%，净利率同比提升 1.2pct、较 21 年有 0.8pct 缺口。（3）超市：3Q23 收入增速环比改善，调优显效持续减亏。3Q23 收入降 10.7%，恢复至 21 年 85.6%；毛利率同比提升 0.3pct，较 21 年提升 0.7pct；费用率同比/较 21 年均增 0.2pct；扣非净亏损同比缩窄 8.9%，较 21 年减亏 30.4%，亏损率同比持平、较 21 年收窄 0.5pct。（4）专业连锁：收入稳健增长，盈利能力分化。3Q23 收入增 12.6%、较 21 年增 10.3%；毛利率同比减少 2.9pct、较 21 年减少 3.2pct；费用率同比减少 1.3pct、较 21 年减少 0.8pct；扣非净利润同比下降 75.6%，仅恢复至 21 年 17.4%；净利率同比减少 2.1pct、较 21 年减少 3.1pct。

黄金珠宝：关注渠道管理能力&金价弹性，重视个股行情。（1）行业：3Q23 龙头个股开店提速，看好长期行业集中度提升。①3Q23 限额以上金银珠宝零售额同比增 3.84%（VS 3Q23 限额以上商品零售额同比增 1.6%），金银珠宝消费韧性凸显。黄金延续景气，镶嵌仍在修复期。（2）格局：龙头加速展店，行业集中度提升。1-3Q23 周大生/“CHJ 潮宏基”品牌（加盟店）/中国黄金/周大福各净增 215/203/224/448 家，单 3Q23 周大生/“CHJ 潮宏基”品牌（加盟店）/中国黄金/周大福各净增 96/113/206/99 家。（3）板块：加盟扩张驱动费用率降低。3Q23 黄金珠宝板块收入增 13%，归母净利增 30%，毛利率 8.59%（同比+0.90pct）；期间费用率 2.61%（-0.30pct）归母净利率 3.54%（+0.47pct）。

美护：化妆品类增势延续，渠道结构优化，关注龙头竞争力兑现。（1）行业：渠道竞争激烈，抖音维持高增长。①淘系：大促之后三季度大盘降幅逐月收窄，彩妆类表现相对略优。②抖音：大促后化妆品整体降幅不大，8月赶超618大促，3Q销售额同比增长55.8%，护肤/彩妆同比增长各39.3%/121.7%。各大国货品牌通过发力抖音等新渠道平台，避免在淘宝天猫与外资品牌竞争，而新渠道也导致了销售费用的上涨。（2）板块：医美保持韧性，化妆品淡季分化延续。①医美：收入增速稳定，盈利能力持续优化。收入：3Q23同比上升0.9%，增速同比下降38.8pct，主因3Q22疫后解封带来的高增速；毛利率与费用率：3Q23板块毛利率降0.5pc至79.3%，期间费用率降0.5pct；净利润与净利率：3Q23板块归母净利润增3.0%净利率增0.6pct。②化妆品：淡季收入增速回落，品牌提质提效重塑增长。收入3Q23收入增速转正，同增2.6%，其中线上为主的公司大促后增速回落；毛利率与费用率：3Q23板块毛利率增6.9pct，期间费用率增4.4pct，主因销售费用率增4.4pct。净利润和净利率：3Q归母净利润增420.8%，增长主要来自青松股份、科思股份两个偏上游公司，剔除两公司影响后，板块3Q归母净利润增5.0%。经营性现金流3Q23板块经营性现金流净额-4.7亿元，同比减少307.7%，我们判断主因备战双十一大促增加备货所致。

投资建议：首选兼备业绩韧性&安全边际的龙头，关注弹性标的。考虑到消费仍在渐近复苏过程，建议优选中期业绩韧性强和安全边际高的龙头，关注前期回调较多及基本面或有拐点的弹性标的。综合以上，A股重点关注重庆百货、小商品城、珀莱雅、安克创新、老凤祥，关注锦波生物、福瑞达、贝泰妮、莱百股份、苏美达、家家悦、王府井。H股重点关注美团、巨子生物、名创优品，关注京东集团、阿里巴巴、百果园、泡泡玛特。

家电行业：陈子仪近期观点：

国内消费逐步复苏，海外库存持续，行业整体收入有望延续稳健成长性。重点关注基本面改善的板块：（1）出口链标的的基本面改善。据海关数据，家用电器出口金额自23Q2以来降幅收窄并逐步稳健增长，出口相关的企业有望在低基数下实现恢复性增长。（2）关注政策催化下基本面有望修复的低估值标的。竣工持续向好，前9月竣工面积累计同比增长19.8%，厨电及白电龙头业绩及估值有望修复。

白电：收入端稳健增长，估值低位提供充分安全垫。重点关注估值底部的白电龙头：美的集团、格力电器、海尔智家。

小家电：行业出口持续回暖，内销表现平稳，新品类新渠道贡献增长点，关注小熊电器、飞科电器、新宝股份。

清洁电器：鉴于全能型基站产品性能的优化和价格的下探，我们预计其对扫地机销量的拉动作用有望在未来逐步凸显当前出口链基本面有所改善，关注出口占比较高的石头科技，关注受国内可选消费需求波动影响较大的科沃斯。

厨电：厨电作为家电行业中地产后周期关联性最强板块，疫情叠加地产影响冲击下22H2业绩成长性及盈利能力筑底，23Q2起基本面有望呈现复苏态势。地产政策边际改善持续下，后周期产业链成长信心亦有望回升。厨电龙头老板电器Q2业绩表现优异，主品类稳健增长，新品类快速扩张，继续重点关注。中长期看集成灶板块渗透率仍有提升空间，关注板块细分龙头火星人、亿田智能、浙江美大等。

黑电：我们认为黑电行业格局正在改善，价格层面受到品牌竞争的影响压力将减弱。成本端预计在面板厂控产策略+终端需求小幅复苏带动下，面板价格会有短暂上涨，但基于需求端的稳定与总产能的供给过剩，我们预计面板涨幅有限我们判断行业龙头在格局改善的情况下继续深化变革，有望取得优于行业的成长，建议关注板块龙头海信视像、TCL电子。

制冷产业链：制冷产业链方向继续关注新能源汽车热管理及热泵赛道。我们判断新能源热管理有望开启新赛道，热泵顺应节能减碳趋势中长期成长性明确，重点关注以热泵变频控制技术及管理产品为核心，新能源战略布局清晰并且扩延机器人及储能领域业务的部件龙头三花智控；关注布局新能源热管理以及热泵赛道的海信家电、海立股份等。

造纸轻工行业：郭庆龙发布专题报告：政策暖风频吹，重视家居板块修复弹性

政策暖风频吹，新形势新挑战新机遇。16年7月，中央政治局首次提出要“抑制资产泡沫”，12月中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的不是用来炒的”，此后各地陆续收紧房地产调控政策，商品房销售面积增速下行。23年7月24日，政治局会议首提“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，未提及“房住不炒”。政策立足点放在把房地产稳定在经济中合理水平。

房地产市场迎来政策层面的重新研判与调整。7月21日，国务院常务会议审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》。8月25日住房和城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策措施。8月31日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》。9月15日，中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。9月20日，广州市住房限购政策调整。

地产政策对家居公司估值影响前置，家具制造业营业收入增速与商品房交房面积增速较为吻合，家居龙头营收增速显著高于家具制造业营收增速。我国房地产行业开发流程大致可分为拿地、开工、预售、竣工、交付、装修这六个环节家居公司通常于房屋竣工交付后介入，但地产政策对家居公司的估值（PEttm）影响前置，估值与地产销售变化高度相关。11-23年数据显示，家具制造业营业收入同比增速与商品房交房面积同比增速高度相关，两者基本呈同方向波动。13H2之前，索菲亚营收增速与交房面积增速同方向变化。13H2及之后，索菲亚及其他上市定制龙头穿越周期，与交房面积增速显著弱化。

竣工数据稳健增长，家居零售有所回暖，重视家居板块修复弹性。近期房地产市场迎来政策层面的重新研判与调整，供需两端政策持续改善，政策暖风频吹若24年竣工数据仍有支撑下，家居板块业绩修复可期。重点关注家居龙头上市公司欧派家居、志邦家居、顾家家居、慕思股份、江山欧派、索菲亚、金牌厨柜、尚品宅配、喜临门。

纺织服装行业：盛开、梁希发布最新报告：品牌盈利端持续修复，制造利润端环比改善

利润端持续修复，品牌优于制造，制造收入端现环比改善。以申万纺织服装行业为标准，SW纺织服饰板块的111家公司23年前三季度收入增速中位数+0.6%，归母净利润增速中位数+20.7%。其中子板块SW纺织制造/SW服装家纺23年前三季度收入增速中位数分别为-6.3%/+3.4%，归母净利润增速中位数分别为7.2%/+34.8%，品牌收入、利润增速表现均优于制造端。23Q3 SW纺织服饰/SW纺织制造/SW服装家纺收入增速中位数分别为+1.6%/-2.2%/+1.6%（Q2为+7.3%/-2.8%/+12.2%），归母净利润增速中位数分别为+23.3%/+17.4%/+26.0%（Q2分别为+15.1%/+0.6%/+41.3%），各板块利润端制造板块的收入端均现环比改善。

男装利润端表现最佳，制造、男女装收入端已超21年同期。在我们选取的3只样本股票中，23年前三季度，品牌各板块收入、利润端均实现同比增长，男装/女装/休闲/家纺收入同比增速：+15.9%/+16.5%/+3.0%/+3.1%，利润表现均优于收入端，上述

板块归母净利润分别同比增长 71.5%/49.9%/60.7%/30.1%；制造板块收入/归母净利润分别同比下滑 8.1%/20.9%。前三季度对比 21 年同期收入端多数已接近或超越，但利润端仅男装超越 21 年同期，制造/男装/女装/休闲/家纺收入分别变动 3.7%/15.6%/7.0%/-6.0%/-0.8%，归母净利润分别变动-6.0%/+66.6%/-26.0%/-1.4%/-3.7%。

制造利润端增速环比改善，品牌盈利持续修复，利润端多数好于收入端。基于我们的 31 只样本股票，分季度看，收入端 Q2/Q3，制造同比-8.8%/-11.5%，男装同比+25.3%/+13.3%，女装同比+28.0%/+14.9%，休闲同比+14.7%/-1.7%，家纺同比+11.4%/+2.8%；利润端 Q2/Q3，制造同比-17.9%/-10.9%，男装同比+80.1%/+53.8%，女装同比+150.3%/+3.2%，休闲同比+184.7%/+58.8%，家纺同比+98.2%/+14.6%。Q3 同比增速多数环比走弱，我们分析，与去年 Q3 社会活动逐步恢复，各板块（除制造外）基数抬高有关。

各板块库存同比均改善。23Q3 制造/男装/女装/休闲/家纺库存分别同比：-11.3%/-2.1%/-5.3%/-15.4%/-14.5%，男女装下滑幅度相对低，休闲、家纺的改善更为显著。

纺服行业高股息标的占比大。在我们选取的 31 只样本股票中，共有 15 家股息率超过 3%，6 家股息率超过 5%。股息率位居前三的标的分别为百隆东方（9.1%），富安娜（7.0%），罗莱生活（6.0%）。

投资建议。品牌服饰：①进入 Q4 低基数，我们判断优质企业零售反弹将更为显著，②伴随双十一进一步清理库存，我们判断年末库存指标将进一步改善，建议关注港股：新秀丽、滔搏、安踏体育、特步国际、波司登；A 股：比音勒芬、歌力思、海澜之家。优质制造：海外头部品牌库存逐季显著清理，NikeFY24Q1 财报预计 FY24H2 经销商订货将增加，我们认为订单能见度或将逐步明朗，看好具备规模优势和品牌订单份额提升潜力的优质制造企业，建议关注华利集团、申洲国际、伟星股份、新澳股份、九兴控股。

6 风险提示

消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

APPENDIX1**Summary**

Suggestion: In a complex environment, it is necessary to identify the "true value". It is expected that 2024 will continue to face an extremely complex macroeconomic, international political and investment environment, with traditional earnings forecasts, valuation methods and investment habits likely to fail, and investors' risk appetite will remain low. It is recommended to pay attention to the following main investment lines in turn: (1) high dividends or high repurchases: recommend Mengniu Dairy, Yili Shares, China Feihe, Shuanghui Development, and Master Kong; (2) Downward cost or expense rate: mainly grain and oil products, dairy products, quick-frozen food, beer, such as Master Kong, Yili shares, Mengniu Dairy, China Resources Beer, Tsingtao Beer; (3) Economic recovery: liquor will benefit the most, such as Kweichow Moutai, Luzhou Laojiao, Shanxi Fenjiu, Yingjiagong Liquor, and Jinhui Liquor; (4) Repatriation of foreign capital: mainly the leading sub-industries, especially liquor, such as Kweichow Moutai, Wuliangye, Mengniu Dairy, Yili, China Resources Beer, and Tsingtao Beer.

Risk warning: consumption recovery is less than expected, raw material prices rebound, and the RMB depreciates.

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。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，肖伟俐，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。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. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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 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 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 for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

作为回报，海通拥有 603589.CH 一类普通股证券的 1% 或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 603589.CH.

603517.CH, 9896.HK 及 9618.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

603517.CH, 9896.HK 及 9618.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里 (上海) 国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 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, 嘉必优生物技术 (武汉) 股份有限公司, 605300.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 内蒙古蒙牛乳业 (集团) 股份有限公司, 600305.CH, 杭州宏基实业投资有限公司, 002705.CH, 600060.CH, 江西伟星实业发展有限公司, 601939.CH 及西安光明乳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, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里 (上海) 国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 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, 嘉必优生物技术 (武汉) 股份有限公司, 605300.CH, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山

泉浙江千岛湖有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 600305.CH, 杭州宏基实业投资有限公司, 002705.CH, 600060.CH, 江西伟星实业发展有限公司, 601939.CH and 西安光明乳业销售有限公司 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 及 605300.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 and 605300.CH 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 9618.HK 获得投资银行服务报酬。
Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 9618.HK.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 603517.CH, 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, 605300.CH 及 601939.CH 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, 603517.CH, 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, 605300.CH and 601939.CH.

海通担任 9988.HK 有关证券的做市商或流动性提供者。
Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 9988.HK.

评级定义(从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

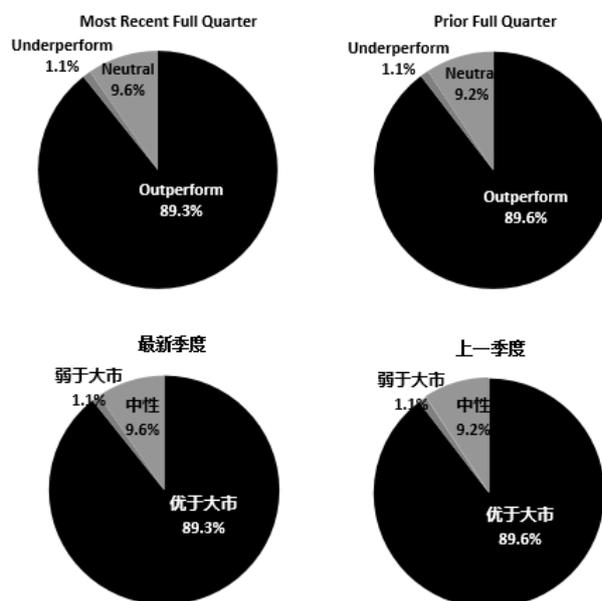
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains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

Analyst Stock Ratings

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

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

评级分布 Rating 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 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.3%	1.1%	9.6%
投资银行客户*	3.9%	5.8%	10.0%

*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 September 30, 2023

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.3%	1.1%	9.6%
IB clients*	3.9%	5.8%	10.0%

*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.

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

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司描述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

salesperson in their own country or region.

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

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").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

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>
