

Huijing Yan
 hj.yan@htisec.com

 Bisheng Cheng
 bs.cheng@htisec.com

 Yuxuan Zhang
 yx.zhang@htisec.com

23 年业绩平稳，24Q1 景气度有所提升

投资要点：

- 调味品板块：24Q1 收入稳健增长，利润率略有修复。**23 年在 C 端高基数、B 端餐饮复苏偏弱、渠道库存偏高等背景下，调味品上市公司整体收入略有承压，同时大豆、包材、油脂等成本虽然有所下降，但是白砂糖、青菜头、糖蜜等成本仍在相对高位，叠加部分公司低毛利率产品占比提升，整体板块毛利率、扣非归母净利润率仍有承压，23 年板块总体收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+1.73%/+21.72%/-4.03%至 569.2/108.52/90.61 亿元。24Q1 随着餐饮逐渐恢复，同时春节错期影响，板块收入增长环比加速，叠加部分原材料延续下行趋势，板块利润率明显修复，24Q1 调味品板块总计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比+6.61%/+10.16%/+10.82%至 163.34/32.08/30.59 亿元。结构上看，23 年、24Q1 复合调味品整体表现相对亮眼；23 年基础调味品压力较大，24Q1 有较为明显改善。我们认为调味品行业作为刚需必选的优秀赛道，同时部分公司也在积极进行内部改革、全国化扩张，随着消费复苏、成本下行，行业收入、利润均有望重回稳健增长。
- 乳制品板块：24Q1 营收增速表现承压，成本下行净利率延续上行。**受行业竞争加剧及上游奶源过剩影响，乳制品行业 23 年收入增速放缓，24Q1 营收端表现承压；利润端受益于费用管控及成本下行，整体延续上行趋势。23 年乳制品板块上市公司总计收入/归母净利润分别同比+1.0%/+19.7%至 1827/125 亿元，24Q1 分别同比-3.4%/+57.6%至 463/63 亿元。23 年乳制品板块毛利率同比+0.44pct 至 30.0%，24Q1 同比+1.56pct 至 32.5%。23 年乳制品板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比 -0.51pct/-0.20pct /-0.01pct/+0.08pct/-0.64pct 至 16.8%/4.0%/0.7%/0.2%/21.7%，24Q1 分别同比 +0.98pct/+0.23pct/-0.07pct/-0.37pct/+0.78pct 至 17.4%/4.3%/0.4%/-0.2%/21.9%。行业归母净利率延续上行，23 年/24Q1 分别同比+1.07pct/+5.30pct 至 6.8%/13.7%。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2023	2024E	2025E	上期	本期
603288	海天味业	1.01	1.13	1.28	优于大市	优于大市
603027	千禾味业	0.52	0.67	0.82	优于大市	优于大市
603317	天味食品	0.43	0.54	0.64	优于大市	优于大市
600872	中炬高新	2.16	0.93	1.20	优于大市	优于大市
600887	伊利股份	1.64	2.13	1.87	优于大市	优于大市
002557	洽洽食品	1.58	2.04	2.38	优于大市	优于大市
003000	劲仔食品	0.46	0.66	0.88	优于大市	优于大市
002847	盐津铺子	1.84	2.42	3.22	优于大市	优于大市

资料来源：Wind, HTI

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

休闲食品板块：23 年营收平稳，24 年一季度受益春节错期，整体业绩亮眼。23 年休闲食品板块整体营收表现呈现平稳态势，全年板块总计营收/归母净利润分别同比增长+0.99%/+6.13%至 365.15/25.36 亿元。不过受益于 24 年春节较晚带来的备货节奏变化，24 年一季度休闲食品板块整体业绩表现亮眼，24Q1 板块总计营收/归母净利润同比增长+32.64%/+23.03%至 121.70/10.85 亿元。此外 23 年/24Q1 板块毛利率有一定幅度承压，不过费用管控增强，因此归母净利率分别同比+0.34pct/-0.70pct 至 6.94%/8.92%。此外分商业模式来看，23 年单品型公司较渠道型公司整体表现更为优异，而 24Q1 单品型&渠道型公司均呈现较好的业绩增速。

投资建议。我们推荐大众品板块中需求端稳健复苏，成本端有望逐步改善的龙头企业。建议重点关注海天味业、中炬高新、千禾味业、天味食品、伊利股份、洽洽食品、劲仔食品、盐津铺子。

风险提示。（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，（4）上游原材料成本大幅波动。

目 录

1. 调味品板块：24Q1 收入稳健增长，利润率略有修复.....	7
2. 乳制品：24Q1 营收增速表现承压，成本下行净利率延续上行.....	19
3. 休闲食品：23 年营收平稳，24 年一季度受益春节错期，整体业绩亮眼.....	28
4. 投资建议.....	39
5. 风险提示.....	39

图目录

图 1 调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况	7
图 2 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况	7
图 3 调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况	10
图 4 调味品行业成本指数走势（2015.1-2024.2）	11
图 5 主要包材、原材料价格走势（元/吨，2015.4-2024.3）	11
图 6 菜籽油、辣椒价格走势（2019.1-2024.4）	11
图 7 涪陵榨菜青菜头收购价格（元/吨，2022-2024）	11
图 8 调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率	13
图 9 调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率	13
图 10 调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率	13
图 11 调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率	13
图 12 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况	17
图 13 乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况	19
图 14 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况	19
图 15 乳制品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况	21
图 16 国内主产区原奶价格及同比增速	21
图 17 恒天然原奶价格及同比增速	21
图 18 玉米、豆粕平均价格走势（元/吨）	21
图 19 进口苜蓿草平均到岸价走势（美元/吨）	21
图 20 乳制品板块上市公司 2018 年以来销售费用率	23
图 21 乳制品板块上市公司 2018 年以来管理费用率	23
图 22 乳制品板块上市公司 2018 年以来研发费用率	23
图 23 乳制品板块上市公司 2018 年以来期间费用率	23
图 24 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况	26
图 25 休闲食品上市公司（A 股）2017 年以来营业总收入情况	28
图 26 休闲食品上市公司（A 股）2017 年以来归母净利润情况	28
图 27 休闲食品上市公司（A 股）中单品型公司 2017 年以来毛利率情况	30
图 28 休闲食品上市公司（A 股）中渠道型公司 2017 年以来毛利率情况	30
图 29 休闲食品主要包材、原材料价格走势	31
图 30 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来销售费用率	32

图 31 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来销售费用率	32
图 32 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来管理费用率	33
图 33 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来管理费用率	33
图 34 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来研发费用率	33
图 35 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来研发费用率	33
图 36 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来期间费用率	33
图 37 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来期间费用率	33
图 38 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来归母净利率情况	35
图 39 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来归母净利率情况	35

表目录

表 1 调味品板块上市公司营业收入及同比增速情况.....	9
表 2 调味品板块上市公司毛利率情况	11
表 3 调味品板块上市公司销售费用率情况	14
表 4 调味品板块上市公司管理费用率情况	14
表 5 调味品板块上市公司期间费用率情况	15
表 6 调味品板块重点上市公司广告促销费用率情况.....	15
表 7 调味品板块上市公司归母净利率情况	17
表 8 调味品板块上市公司现金流情况	18
表 9 调味品行业可比公司估值表	18
表 10 乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况.....	20
表 11 乳制品板块上市公司毛利率情况	22
表 12 乳制品板块上市公司销售费用率情况	23
表 13 乳制品板块上市公司管理费用率情况	24
表 14 乳制品板块上市公司期间费用率情况	25
表 15 乳制品板块重点上市公司广告促销费用率情况.....	25
表 16 乳制品板块上市公司归母净利率情况	26
表 17 乳制品板块上市公司现金流情况	27
表 18 乳制品行业可比公司估值表	27
表 19 休闲食品上市公司（A 股）营业总收入及同比增速情况（2023 年以及 24Q1）	29
表 20 休闲食品上市公司（A 股）毛利率情况（2023 年以及 24Q1）	31
表 21 休闲食品上市公司（A 股）销售/管理/期间费用率情况（2023 年以及 24Q1）	34
表 22 休闲食品上市公司（A 股）期间费用率情况	34
表 23 休闲食品上市公司（A 股）归母净利率情况（2023 年以及 24Q1）	36
表 24 休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（2023）	37
表 25 休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（24Q1）	37
表 26 休闲食品上市公司（A 股）现金流情况（2023 年以及 24Q1）	38
表 27 休闲食品行业可比公司估值表（截止 2024/5/24）	38

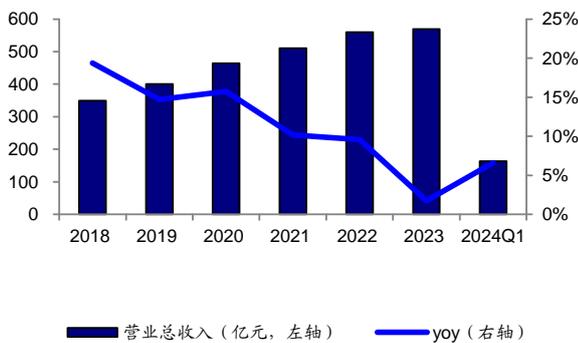
1. 调味品板块：24Q1 收入稳健增长，利润率略有修复

23 年在 C 端高基数、B 端餐饮复苏偏弱、渠道库存偏高等背景下，调味品上市公司整体收入略有承压，同时大豆、包材、油脂等成本虽然有所下降，但是白砂糖、青菜头、糖蜜等成本仍在相对高位，叠加部分公司低毛利率产品占比提升，整体板块毛利率、扣非归母净利率仍有承压，23 年板块总计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比 +1.73%/+21.72%/-4.03% 至 569.2/108.52/90.61 亿元。

23 年调味品行业上市公司毛利率同比 -0.57pct 至 32.93%，其中 Q4 单季同比 -0.8pct 至 31.21%。23 年调味品板块销售/管理/财务/期间费用率同比 +0.03pct/+0.53pct/+0.27pct/+0.83pct 至 7.8%/6.57%/-1.26%/13.1%，其中 23Q4 单季分别同比 +0.95pct/+1.31pct/+0.08pct/+2.34pct 至 8.45%/7.32%/-1.62%/14.15%。板块归母净利率 23 年/23Q4 分别同比 +3.13pct/+25.5pct 至 19.07%/35.19%。

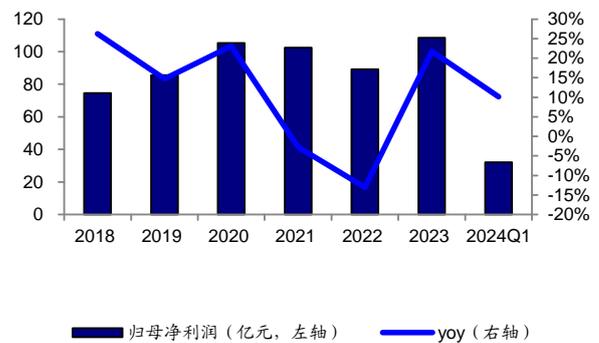
24Q1 随着餐饮逐渐恢复，同时春节错期影响，板块收入增长环比加速，叠加部分原材料延续下行趋势，板块利润率明显修复，24Q1 调味品板块总计收入/归母净利润/扣非归母净利润分别同比 +6.61%/+10.16%/+10.82% 至 163.34/32.08/30.59 亿元。调味品板块毛利率同比 +0.45pct 至 35.46%，销售/管理/财务/期间费用率同比 -0.14pct/-0.17pct/+0.05pct/-0.26pct 至 7.51%/5.7%/-0.8%/12.41%。

图1 调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind, HTI

图2 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况



资料来源：Wind, HTI

复合调味品板块表现亮眼。23Q4、23 年、24Q1 调味品行业上市公司整体收入同比 -3.58%、+1.73%、+6.61%，各细分子板块有所分化，23Q4、23 年、24Q1 的酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜收入同比增速分别为 -9.25%/+2.44%/+14.03%/+1.76%/-0.84%、-1.44%/-1.52%/+16.7%/+5.74%/-3.86%、+9.89%/-24.89%/+13.24%/+2.53%/-1.53%。

- **酱油：①海天味业：**23Q4、23 年、24Q1 收入分别同比 -9.3%、-4.1%、+10.21%，23 年收入表现承压，我们认为主要系消费弱复苏所致。分产品看，酱油、调味酱、蚝油三大传统品类在 24Q1 恢复增长，其他产品表现亮眼，具体看 23Q4、23 年、24Q1 的酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入增速分别为 -12.93%/-7.4%/-14.62%/+17.84%、-8.83%/-6.08%/-3.74%/+19.35%、+10.06%/+6.44%/+9.63%/+22.1%。**②中炬高新：**23Q4、23 年、24Q1 收入分别同比 -14.37%、-3.78%、+8.64%，23 年收入表现承压，我们认为除了消费弱复苏之外，还和公司股权结构变化有一定关系。分产品看，23Q4、23 年、24Q1 的酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他产品收入增速分别为 -17.25%/+18.13%/-18.69%/-21.13%、+0.09%/+13.44%/-10.62%/-6.79%、+13.44%/+16.83%/-5.54%/-0.31%。**③千禾味业：**23Q4、23 年、24Q1 收入分别同比 -0.82%、+31.62%、+9.28%，分产品看，23Q4、23 年、24Q1 的酱油/食醋收入增速分别为 -2.89%/-10.91%、+34.85%/+11.75%、+9.13%/-6.22%。千禾收入增速明显快于同行，我们认为主要系添加剂事件后消费者对零添加认知度显著提升。

- **食醋：恒顺醋业：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+2.44%、-1.52%、-24.89%，分产品看，23Q4、23年、24Q1的醋系列/酒系列/酱系列收入增速分别为-2.89%/+7.43%/-36.96%、+0.79/-8.39%/-23.57%、-19.96%/-30.86%/-49.25%。
- **复合调味品：①天味食品：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+16.95%、+17.02%、+11.34%。收入增速表现亮眼，我们认为或受益于产品升级推新与食萃食品并表。分产品看，23Q4、23年、24Q1的火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料/鸡精/香辣酱收入增速分别为-6.01%/+35.78%/+85.62%/+134.66%/-41.08%、+1.97%/+28.58%/+47.73%/+14.75%/-18.46%、+1.18%/+17.75%/+21.79%。**②日辰股份：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+24.11%、+16.49%、+14.73%，收入增长较快，我们认为主要系基数较低，同时下游餐饮、食品加工等客户逐渐恢复。分产品看，23Q4、23年、24Q1的酱汁类调味料/粉体类调味料/食品添加剂收入增速分别为+17.97%/+44.01%/+55.27%、+16.34%/+18.28%/-26.94%、+16.3%/+9.8%/-28.79%。**③宝立食品：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+14.03%、+16.7%、+13.24%，分产品看，23Q4、23年、24Q1的复合调味品/轻烹解决方案/饮品甜点配料收入增速分别为+19.46%/-4.26%/+35.11%、+29.32%/+1.39%/+8.28%、+27.7%/+5.76%/+0.56%。
- **酵母：安琪酵母：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比+1.76%、+5.74%、+2.53%，收入增长较慢，主要系国内市场需求承压所致。分产品看，23Q4、23年、24Q1的酵母及深加工产品收入增速分别为-1.79%、+5.38%、+5.37%。
- **榨菜：涪陵榨菜：**23Q4、23年、24Q1收入分别同比-0.84%、-3.86%、-1.53%，收入表现承压，我们认为或与高基数下消费市场恢复缓慢有关。分产品看，23年榨菜/萝卜/泡菜收入增速分别为-4.56%/-25.99%/-6.51%。

表 1 调味品板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)						同比增速					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	76.94	245.59	59.09	56.85	59.85	69.81	10.21%	-4.10%	-9.30%	2.20%	-5.34%	-3.17%
中炬高新	14.85	51.39	11.86	12.99	12.88	13.67	8.64%	-3.78%	-14.37%	-0.38%	-1.36%	1.46%
千禾味业	8.95	32.07	8.75	8.00	7.12	8.19	9.28%	31.62%	-0.82%	48.45%	33.76%	69.81%
合计	100.73	329.05	79.71	77.84	79.84	91.66	9.89%	-1.44%	-9.25%	5.11%	-2.15%	1.41%
食醋												
恒顺醋业	4.60	21.06	4.69	4.99	5.26	6.13	-24.89%	-1.52%	2.44%	0.03%	-13.88%	7.15%
复合调味品												
天味食品	8.53	31.49	9.15	8.08	6.59	7.66	11.34%	17.02%	16.95%	16.39%	12.71%	21.79%
日辰股份	0.92	3.59	0.94	1.03	0.83	0.80	14.73%	16.49%	24.11%	16.86%	17.71%	7.21%
宝立食品	6.24	23.69	6.10	6.31	5.89	5.39	15.72%	16.31%	8.61%	11.80%	20.94%	27.20%
合计	15.69	58.77	16.18	15.43	13.31	13.86	13.24%	16.70%	14.03%	14.50%	16.53%	22.86%
酵母												
安琪酵母	34.83	135.81	39.28	29.39	33.17	33.97	2.53%	5.74%	1.76%	1.62%	8.45%	12.03%
榨菜												
涪陵榨菜	7.49	24.50	4.98	6.15	5.77	7.60	-1.53%	-3.86%	-0.84%	-1.50%	-21.35%	10.41%
板块合计	163.34	569.20	144.84	133.79	137.35	153.21	6.61%	1.73%	-3.58%	4.79%	0.22%	5.97%

资料来源: Wind, HTI

成本下行可期, 24Q1 整体毛利率略有改善。23 年调味品板块整体毛利率同比-0.57pct 至 32.93%, 其中 Q4 单季同比-0.8pct 至 31.21%。酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 23 年毛利率同比 -0.45pct/-1.38pct/+1.35pct/-0.61pct/-2.43pct 至 34.65%/32.98%/36.03%/24.19%/50.72% , Q4 单季同比 -1.45pct/+1.62pct/+1.88pct/-0.91pct/+3.35pct 至 32.79%/33.63%/36.62%/23.02%/50.65%。

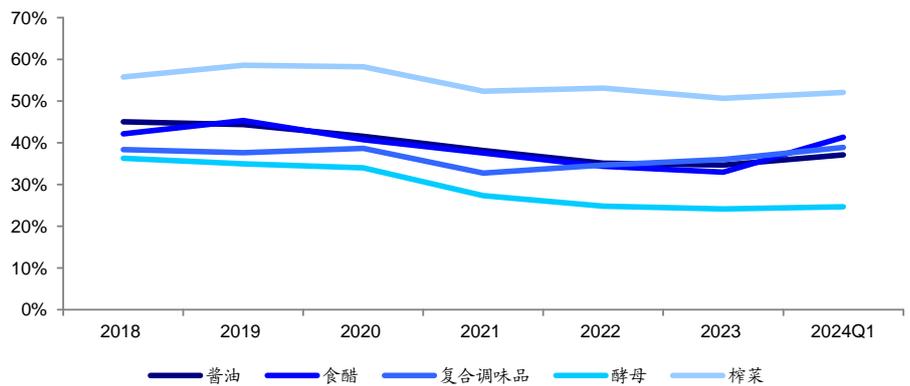
24Q1 调味品板块整体毛利率同比+0.45pct 至 35.46%, 酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 24Q1 毛利率同比 +0.85pct/+6.29pct/+0.58pct/-0.74pct/-4.17pct 至 37.14%/41.38%/38.94%/24.66%/52.11%。

- **酱油:** ①海天味业: 23 年毛利率同比-0.95pct 至 34.74%, 我们认为主要系产品结构变化所致; 23Q4 毛利率同比-1.71pct 至 32.34%; 24Q1 毛利率同比+0.38pct 至 37.31%。②中炬高新: 23 年毛利率同比+1.01pct 至 32.71%; 23Q4 毛利率同比+1.49pct 至 33.14%; 24Q1 毛利率同比+5.57pct 至 36.98%, 我们认为主要系原材料成本下降及产品结构优化所致。③千禾味业: 23 年毛利率同比+0.59pct 至 37.15%; 23Q4 毛利率同比-4.36pct 至 35.4%; 24Q1 毛利率同比-3.07pct 至 35.96%。
- **食醋:** 恒顺醋业: 23 年毛利率同比-1.38pct 至 32.98%; 23Q4 毛利率同比+1.62pct 至 33.63%; 24Q1 毛利率同比+6.29pct 至 41.38%, 我们认为主要系原材料成本下降等原因所致。
- **复合调味品:** ①天味食品: 23 年毛利率同比+3.66pct 至 37.88%, 我们认为或与原材料采购成本下降、产品结构升级, 以及高毛利率食萃业务并表有关; 23Q4 毛利率同比+6.32pct 至 40.3%; 24Q1 毛利率同比+3.44pct 至 44.05%, 我们认为或受益于: 1) 产品结构优化与高毛利率产品占比提升, 2) 原材料采购成本下降, 3) 渠道结构优化, 高毛利率电商渠道占比提升。②日辰股份: 23 年毛利率同比-0.61pct 至 38.76%, 23Q4 毛利率同比-0.46pct 至 37.62%; 24Q1 毛利率

同比-0.43pct至38.28%。③**宝立食品**：23年毛利率同比-1.43pct至33.14%，主要系复合调味料占比提升，且毛利率下降较多所致；23Q4毛利率同比-4.4pct至30.95%；24Q1毛利率同比-3.05pct至32.04%，主要系低毛利率的复调占比进一步提升所致。

- **酵母：安琪酵母**：23年毛利率同比-0.61pct至24.19%；23Q4毛利率同比-0.91pct至23.02%；24Q1毛利率同比-0.74pct至24.66%。
- **榨菜：涪陵榨菜**：23年毛利率同比-2.43pct至50.72%，主要受累于原材料价格上涨（青菜头收购价同比+40%）；23Q4毛利率同比+3.35pct至50.65%；24Q1毛利率同比-4.17pct至52.11%。

图3 调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况



资料来源：Wind，HTI

成本端，酱油行业主要原材料大豆、白砂糖、塑料瓶、玻璃瓶、纸箱等，2023年除了白砂糖价格有明显上涨之外，其余原材料都有一定下降，其中白砂糖价格同比+29.39%、黄豆价格同比-10.97%、聚酯瓶片价格同比-12.88%、瓦楞纸价格同比-15.35%。因为成本的下降，带来了相关上市公司酱油毛利率的一定修复，其中海天味业、中炬高新、千禾味业2023年酱油业务的毛利率分别同比+2.34pct、+2.62pct、+0.44pct。

在2024Q1，酱油行业成本进一步下降，其中白砂糖价格同比+10.44%、黄豆价格同比-15.61%、聚酯瓶片价格同比-2.58%、瓦楞纸价格同比-10.26%，带来了相关上市公司毛利率进一步修复，其中海天味业、中炬高新、千禾味业2024Q1毛利率分别同比+0.38pct、+5.57pct、-3.07pct。其中千禾味业毛利率有较为明显下降，我们认为主要系2023年在零添加事件催化下，公司零添加产品动销较旺、货折促销力度较小，导致了同期毛利率较高。

川调为主的复合调味品行业，2023年、24Q1成本均有较为明显下降，其中菜籽油价格分别同比-25.69%、-18.21%，辣椒价格分别同比-12.88%、-7.32%，带来了天味食品毛利率明显的提升，分别同比+3.66pct、+3.43pct。

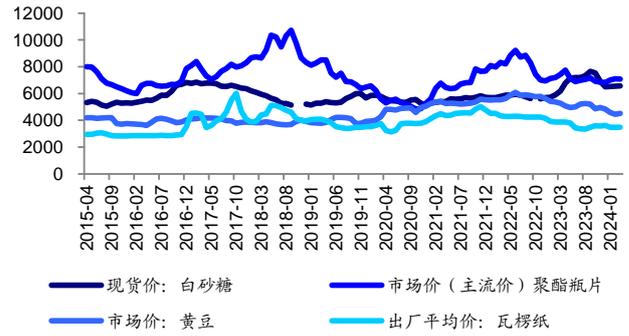
另外，据2023.3.29、2024.4.7涪陵榨菜投资者关系活动记录表披露，涪陵榨菜2022、2023、2024年收购青菜头的平均价格分别为800元/吨、1100元/吨、800元/吨，今年收购的青菜头预计将在5、6月份开始逐步投入使用，因此我们预计公司毛利率后续有望逐渐企稳回升。

图4 调味品行业成本指数走势 (2015.1-2024.2)



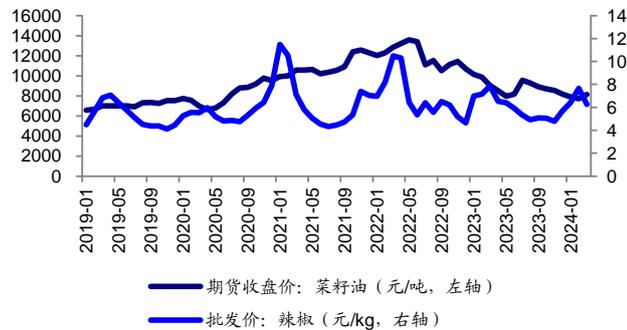
资料来源: wind, HTI

图5 主要包材、原材料价格走势 (元/吨, 2015.4-2024.3)



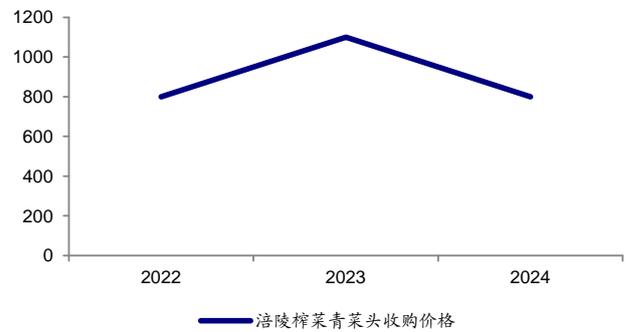
资料来源: Wind, HTI

图6 菜籽油、辣椒价格走势 (2019.1-2024.4)



资料来源: wind, HTI

图7 涪陵榨菜青菜头收购价格 (元/吨, 2022-2024)



资料来源: 2023.3.29、2024.4.7 涪陵榨菜投资者关系活动记录, HTI

表2 调味品板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率						同比变动 (pct)					
	24Q	23年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	37.31%	34.74%	32.34%	34.54%	34.73%	36.93%	0.38	-0.95	-1.71	-0.75	-0.14	-1.25
中炬高新	36.98%	32.71%	33.14%	33.86%	32.53%	31.41%	5.57	1.01	1.49	2.71	0.85	-0.90
千禾味业	35.96%	37.15%	35.40%	36.87%	37.43%	39.03%	-3.07	0.59	-4.36	3.33	1.71	4.05
合计	37.14%	34.65%	32.79%	34.67%	34.61%	36.29%	0.85	-0.45	-1.45	0.23	0.20	-0.84
食醋												
恒顺醋业	41.38%	32.98%	33.63%	26.14%	36.46%	35.08%	6.29	-1.38	1.62	-7.77	3.25	-2.82
复合调味品												
天味食品	44.05%	37.88%	40.30%	38.06%	31.13%	40.62%	3.44	3.66	6.32	5.40	-3.38	4.66
日辰股份	38.28%	38.76%	37.62%	38.42%	40.55%	38.71%	-0.43	-0.61	-0.46	-2.27	1.48	-0.72
宝立食品	32.04%	33.14%	30.95%	32.34%	34.47%	35.09%	-3.05	-1.43	-4.40	-2.22	-0.54	2.06
合计	38.94%	36.03%	36.62%	35.75%	33.20%	38.36%	0.58	1.35	1.88	1.76	-1.81	3.27
酵母												
安琪酵母	24.66%	24.19%	23.02%	24.97%	23.65%	25.40%	-0.74	-0.61	-0.91	3.03	-3.10	-1.28
榨菜												
涪陵榨菜	52.11%	50.72%	50.65%	45.69%	48.80%	56.28%	-4.17	-2.43	3.35	-7.71	-8.87	3.91
板块合计	35.46%	32.93%	31.21%	32.85%	32.49%	35.01%	0.45	-0.57	-0.80	0.39	-1.45	-0.53

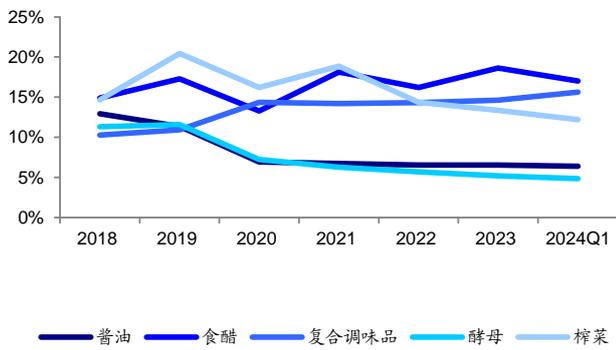
资料来源: Wind, HTI

24Q1 整体期间费用率略有下降。23 年调味品板块销售/管理/期间费用率分别 +0.03pct/+0.53pct/+0.831pct 至 7.8%/6.57%/13.1%；23Q4 单季分别同比 +0.95pct/+1.31pct/+2.34pct 至 8.45%/7.32%/14.15%；24Q1 分别同比 -0.14pct/-0.17pct/-0.26pct 至 7.51%/5.7%/12.41%。

- **酱油：**23 年整体销售/管理/期间费用率分别同比+0.01pct/+0.62pct/+0.98pct 至 6.55%/6.11%/10.78%；23Q4 整体销售/管理/期间费用率分别同比 -0.43pct/+1.93pct/+1.93pct 至 6.53%/7.57%/11.42%；24Q1 整体销售/管理/期间费用率分别同比+0.08pct/-0.46pct/-0.31pct 至 6.39%/4.91%/10.16%。①**海天味业：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.06pct/+0.39/+0.81pct 至 5.32%/5.05%/7.99%，其中广告费用率下降 0.7pct 至 0.85%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比-0.68pct/+1.39pct/+1.3pct 至 4.9%/6.31%/7.7%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.27pct/-0.38pct/+0.11pct 至 5.5%/4.02%/8.19%。②**中炬高新：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比+0.04pct/+1.46pct/+1.46pct 至 8.9%/10.86%/19.64%，其中广告宣传费用率下降 0.01pct 至 1.38%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +0.73pct/+5.96pct/+6.72pct 至 10.66%/14.91%/25.41%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -0.85pct/-0.38pct/-1.27pct 至 7.73%/9.24%/16.86%。③**千禾味业：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比-1.36pct/+0.92pct/-0.95pct 至 12.22%/6.56%/17.94%，其中促销及广告宣传费用率下降 1.17pct 至 4.79%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比-0.53pct/+0.42pct/-0.34pct 至 11.93%/6.17%/17.53%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.12pct/-1.15pct/-2.14pct 至 11.82%/5.44%/15.99%。
- **食醋：恒顺醋业：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比+2.43pct/-0.54pct/+1.56pct 至 18.65%/8.76%/27.24%，其中广告费用率提升 0.47pct 至 4.21%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +14.63pct/-1.98pct/+12.06pct 至 35.77%/10.05%/45.62%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +4.61pct/+2.97pct/+7.46pct 至 17.02%/10.93%/27.79%。
- **复合调味品：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比+0.28pct/+0.09pct/+0.51pct 至 14.62%/6.59%/21%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +2.2pct/-1.51pct/+0.76pct 至 16.93%/7.57%/22.49%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.73pct/-0.46pct/+0.04pct 至 15.64%/5.84%/21.31%。①**天味食品：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +0.95pct/+0.54pct/+1.8pct 至 15.37%/7.31%/22.31%，其中促销+广告费用率提升 1.13pct 至 8.31%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比+4.03pct/-1.58pct/+2.62pct 至 18.47%/6.1%/24.31%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +2.18pct/-0.9pct/+1.36pct 至 17.02%/6.13%/22.88%。②**日辰股份：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +0.32pct/-1.87pct/-1.29pct 至 7.87%/12.28%/22.31%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比+0.09pct/-4.34pct/-4.08pct 至 9.93%/9.68%/20.43%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比+0.49pct/-1.87pct/-1.13pct 至 8.11%/13.6%/22.54%。③**宝立食品：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.61pct/-0.21pct/-0.94pct 至 14.64%/4.78%/19.29%，其中销售推广费用率下降 0.92pct 至 11.96%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比-0.09pct/-1.16pct/-1.34pct 至 15.69%/4.4%/20.08%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +0.73pct/-0.39pct/-1.56pct 至 14.85%/4.3%/18.97%。
- **酵母：安琪酵母：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比-0.5pct/+0.61pct/+0.18pct 至 5.18%/7.82%/13.12%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 0.12pct/+1.57pct/+0.59pct 至 4.98%/7.42%/12.61%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比-0.37pct/+0.74pct/+0.54pct 至 4.84%/7.84%/13.25%。
- **榨菜：涪陵榨菜：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.97pct/+0.28pct/-0.68pct 至 13.37%/3.83%/13.09%，其中品牌宣传+市场推广费

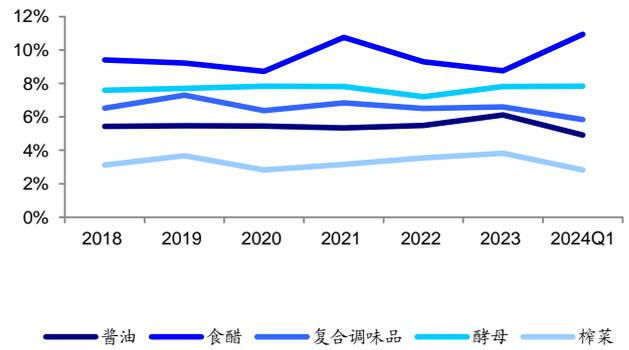
用率下降 1.69pct 至 6.72%；23Q4 销售/管理/期间费用率分别同比 +9.05pct/+0.21pct/+10.26pct 至 13.21%/5.36%/13.36%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -5.63pct/-0.44pct/-6.51pct 至 12.21%/2.83%/10.77%。

图8 调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率



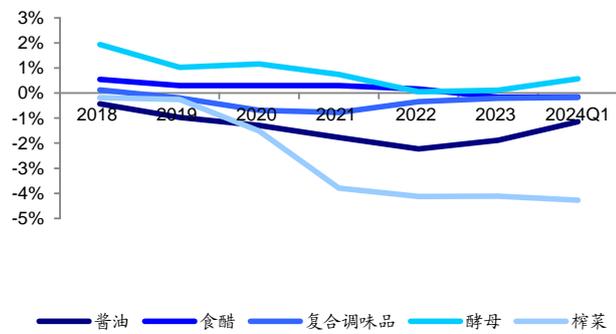
资料来源: Wind, HTI

图9 调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率



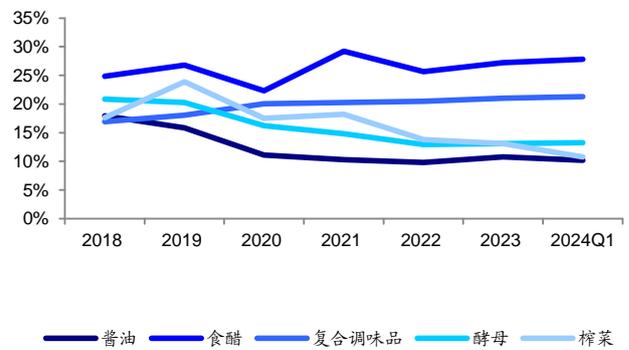
资料来源: Wind, HTI

图10 调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率



资料来源: Wind, HTI

图11 调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率



资料来源: Wind, HTI

表 3 调味品板块上市公司销售费用率情况

证券简称	销售费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	5.50%	5.32%	4.90%	5.59%	5.57%	5.23%	0.27	-0.06	-0.68	-0.28	0.89	-0.20
中炬高新	7.73%	8.90%	10.66%	8.12%	8.40%	8.58%	-0.85	0.04	0.73	-1.01	0.90	-0.22
千禾味业	11.82%	12.22%	11.93%	11.95%	13.48%	11.70%	0.12	-1.36	-0.53	-2.17	-0.08	-3.36
合计	6.39%	6.55%	6.53%	6.67%	6.73%	6.30%	0.08	0.01	-0.43	-0.38	1.02	-0.14
食醋												
恒顺醋业	17.02%	18.65%	35.77%	12.77%	16.24%	12.41%	4.61	2.43	14.63	-4.51	0.68	0.34
复合调味品												
天味食品	17.02%	15.37%	18.47%	15.59%	11.42%	14.84%	2.18	0.95	4.03	2.95	-6.60	1.83
日辰股份	8.11%	7.87%	9.93%	5.97%	8.17%	7.61%	0.49	0.32	0.09	-0.79	0.65	1.39
宝立食品	14.85%	14.64%	15.69%	12.21%	14.81%	16.10%	-1.24	-0.61	-0.09	-2.01	-1.91	1.88
合计	15.64%	14.62%	16.93%	13.57%	12.72%	14.91%	0.73	0.28	2.20	0.65	-4.10	1.90
酵母												
安琪酵母	4.84%	5.18%	4.98%	5.69%	4.93%	5.21%	-0.37	-0.50	0.12	-0.25	-0.57	-1.46
榨菜												
涪陵榨菜	12.21%	13.37%	13.21%	11.73%	9.35%	17.84%	-5.63	-0.97	9.05	-11.08	-1.44	-0.02
板块合计	7.51%	7.80%	8.45%	7.71%	7.35%	7.66%	-0.14	0.03	0.95	-0.88	0.05	-0.11

资料来源: Wind, HTI

表 4 调味品板块上市公司管理费用率情况

证券简称	管理费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	4.02%	5.05%	6.31%	4.90%	4.72%	4.40%	-0.38	0.39	1.39	-0.18	-0.14	0.48
中炬高新	9.24%	10.86%	14.91%	9.45%	9.86%	9.62%	-0.38	1.46	5.96	-2.06	0.60	1.66
千禾味业	5.44%	6.56%	6.17%	7.00%	6.54%	6.59%	-1.15	0.92	0.42	2.36	0.24	0.74
合计	4.91%	6.11%	7.57%	5.88%	5.71%	5.37%	-0.46	0.62	1.93	-0.30	0.05	0.75
食醋												
恒顺醋业	10.93%	8.76%	10.05%	9.20%	8.14%	7.96%	2.97	-0.54	-1.98	-0.26	0.88	-1.21
复合调味品												
天味食品	6.13%	7.31%	6.10%	7.03%	9.64%	7.02%	-0.90	0.54	-1.58	-0.33	2.49	2.42
日辰股份	13.60%	12.28%	9.68%	11.46%	13.15%	15.46%	-1.87	-1.87	-4.34	-1.57	-1.91	0.72
宝立食品	4.30%	4.78%	4.40%	4.49%	5.58%	4.69%	-0.39	-0.21	-1.16	-0.19	0.66	-0.08
合计	5.84%	6.59%	5.67%	6.29%	8.06%	6.60%	-0.77	0.09	-1.51	-0.32	1.38	1.26
酵母												
安琪酵母	7.84%	7.82%	7.42%	8.86%	8.12%	7.10%	0.74	0.61	1.57	1.28	-0.50	-0.07
榨菜												
涪陵榨菜	2.83%	3.83%	5.36%	3.41%	3.69%	3.27%	-0.44	0.28	0.21	0.41	0.54	-0.04
板块合计	5.70%	6.57%	7.32%	6.59%	6.53%	5.86%	-0.17	0.53	1.31	0.07	0.19	0.54

资料来源: Wind, HTI

表 5 调味品板块上市公司期间费用率情况

证券简称	期间费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	8.19%	7.99%	7.70%	8.69%	7.51%	8.07%	0.11	0.81	1.30	0.35	1.35	0.18
中炬高新	16.86%	19.64%	25.41%	17.45%	18.13%	18.13%	-1.27	1.46	6.72	-3.11	1.34	1.43
千禾味业	15.99%	17.94%	17.53%	17.91%	18.25%	18.13%	-2.14	-0.95	-0.34	-0.42	-1.23	-2.59
合计	10.16%	10.78%	11.42%	11.10%	10.18%	10.47%	-0.31	0.98	1.93	-0.12	1.45	0.58
食醋												
恒顺醋业	27.79%	27.24%	45.62%	21.60%	24.27%	20.33%	7.46	1.56	12.06	-5.07	1.35	-1.13
复合调味品												
天味食品	22.88%	22.31%	24.31%	22.28%	20.48%	21.52%	1.36	1.80	2.62	2.68	-3.42	4.64
日辰股份	22.54%	20.83%	20.43%	18.15%	21.89%	23.67%	-1.13	-1.29	-4.08	-1.91	-0.87	2.11
宝立食品	18.97%	19.29%	20.08%	16.71%	20.11%	20.53%	-1.56	-0.94	-1.34	-1.93	-1.52	1.34
合计	21.31%	21.00%	22.49%	19.73%	20.40%	21.26%	0.04	0.51	0.76	0.50	-2.46	3.20
酵母												
安琪酵母	13.25%	13.12%	12.61%	15.22%	12.28%	12.70%	0.54	0.18	0.59	2.72	-0.35	-2.13
榨菜												
涪陵榨菜	10.77%	13.09%	13.36%	11.52%	9.01%	17.28%	-6.51	-0.68	10.26	-10.76	-1.37	-0.19
板块合计	12.41%	13.10%	14.15%	13.41%	12.17%	12.67%	-0.26	0.83	2.34	-0.09	0.67	0.29

资料来源: Wind, HTI

表 6 调味品板块重点上市公司广告促销费用率情况

证券简称	广告促销费用率	
	23 年	同比变动 (pct)
酱油		
海天味业	0.85%	-0.70
中炬高新	1.38%	-0.01
千禾味业	4.79%	-1.17
食醋		
恒顺醋业	4.21%	0.47
复合调味品		
天味食品	8.31%	1.13
日辰股份	1.95%	0.74
宝立食品	11.96%	-0.92
酵母		
安琪酵母	1.32%	-0.52
榨菜		
涪陵榨菜	6.72%	-1.69

资料来源: 各公司 2023 年年报, HTI

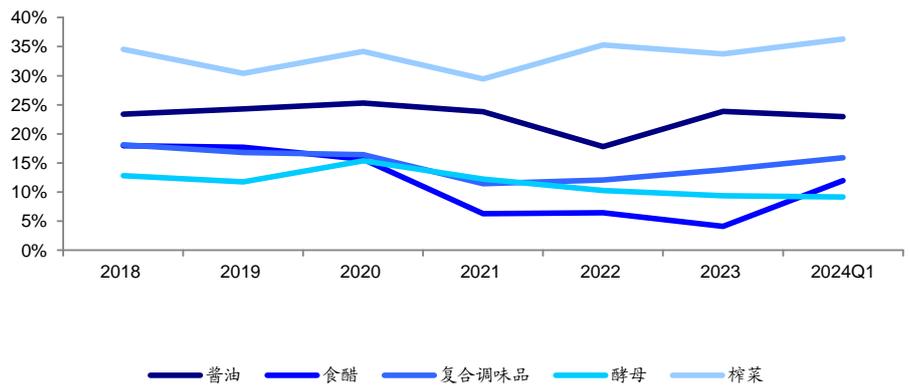
备注: 海天味业口径为广告费、中炬高新口径为广告宣传费、千禾味业口径为促销及广告宣传费、恒顺醋业口径为广告费、天味食品口径为业务宣传费+促销费+广告费、日辰股份口径为促销及广告宣传费、宝立食品口径为销售推广费、安琪酵母口径为广告宣传费、涪陵榨菜口径为品牌宣传费+市场推广费

24Q1 整体净利率略有修复。23 年调味品板块整体归母净利率、扣非归母净利率分别为 19.07%（同比+3.13pct）、15.92%（同比-0.96pct）。其中 Q4 单季归母净利率同比 25.5pct 至 35.19%。酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 23 年归母净利率同比 -6.05pct/-2.33pct/+1.78pct/-0.93pct/-1.53pct 至 23.87%/4.13%/13.85%/9.35%/33.74%。Q4 单季同比 47.64pct/-7.36pct/+1.15pct/-1.86pct/-6.69pct 至 55.34%/-10.95%/13.05%/9.13%/33.57%。

24Q1 调味品板块整体归母净利率同比 0.63pct 至 19.64%，酱油/食醋/复合调味品/酵母/榨菜 24Q1 归母净利率同比 +1.03pct/+0.1pct/+0.38pct/-1.22pct/+1.91pct 至 22.96%/11.99%/15.91%/9.16%/36.29%。

- **酱油：**①**海天味业：**23 年归母净利率同比-1.29pct 至 22.91%，主要系产品结构变化，其中高毛利率的酱油产品占比有所下降，同时期间费用率提升所致；23Q4 归母净利率同比-1.53pct 至 21.97%；24Q1 归母净利率同比+0.37pct 至 24.94%。②**中炬高新：**23 年归母净利率同比+44.11pct 至 33.02%，主要系 2022 年计提的预计负债 11.78 亿元计入营业外收入，同时冲回 2023H1 计提的预计负债 17.47 亿元；23Q4 归母净利率同比 323.33pct 至 250.34%；24Q1 归母净利率同比+5.15pct 至 16.1%，主要系成本下降、产品结构优化下，毛利率有所提升所致。③**千禾味业：**23 年归母净利率同比+2.42pct 至 16.54%，主要系成本下降提升毛利率，同时零添加事件催化下，动销较好，销售费用率有所下降；23Q4 归母净利率同比-1.37pct 至 16.37%；24Q1 归母净利率同比-0.42pct 至 17.32%，主要系 23 年同期基数较高所致。
- **食醋：恒顺醋业：**23 年归母净利率同比-2.33pct 至 4.13%；23Q4 归母净利率同比-7.36pct 至-10.95%；24Q1 归母净利率同比+0.1pct 至 11.99%。
- **复合调味品：**①**天味食品：**23 年归母净利率同比+1.81pct 至 14.5%，主要系成本下降、产品结构优化、食萃并表等带来毛利率提升所致；23Q4 归母净利率同比 2.44pct 至 14.9%；24Q1 归母净利率同比+3.89pct 至 20.63%，主要系成本进一步下降、产品于渠道结构优化所致。②**日辰股份：**23 年归母净利率同比-0.85pct 至 15.7%；23Q4 归母净利率同比+3.15pct 至 15.86%；24Q1 归母净利率同比+0.74pct 至 14.06%。③**宝立食品：**23 年归母净利率同比+2.13pct 至 12.71%，主要系一次性资产处置收益增加所致；23Q4 归母净利率同比-1.18pct 至 9.85%；24Q1 归母净利率同比-4.41pct 至 9.74%。
- **酵母：安琪酵母：**23 年归母净利率同比-0.93pct 至 9.35%；23Q4 归母净利率同比-1.86pct 至 9.13%；24Q1 归母净利率同比-1.22pct 至 9.16%，我们预计主要系 23 年同期高毛利率的小包装动销较好，同时因为规模效应下降导致费用率略有提升所致。
- **榨菜：涪陵榨菜：**23 年归母净利率同比-1.53pct 至 33.74%，主要系原材料价格上涨（青菜头收购价同比+40%）影响毛利率所致；23Q4 归母净利率同比-6.69pct 至 33.57%；24Q1 归母净利率同比+1.91pct 至 36.29%，主要系公司加强费用管控，其中销售费用率下降 5.6pct 所致。

图12 调味品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况



资料来源: Wind, HTI

表 7 调味品板块上市公司归母净利率情况

证券简称	归母净利率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
酱油												
海天味业	24.94%	22.91%	21.97%	21.68%	23.07%	24.57%	0.37	-1.29	-1.53	-1.22	-1.67	-0.79
中炬高新	16.10%	33.02%	250.34%	13.12%	-123.68%	10.95%	5.15	44.11	323.33	5.02	-135.53	-0.81
千禾味业	17.32%	16.54%	16.37%	16.30%	15.64%	17.74%	-0.42	2.42	-1.37	3.59	3.69	6.28
合计	22.96%	23.87%	55.34%	19.70%	-1.26%	21.93%	1.03	6.05	47.64	0.15	-23.10	-0.67
食醋												
恒顺醋业	11.99%	4.13%	-10.95%	2.95%	9.62%	11.89%	0.10	-2.33	-7.36	-2.38	1.33	-1.61
复合调味品												
天味食品	20.63%	14.50%	14.90%	13.93%	12.06%	16.74%	3.89	1.81	2.44	2.68	0.83	0.78
日辰股份	14.06%	15.70%	15.86%	17.24%	15.88%	13.33%	0.74	-0.85	3.15	-0.82	-1.11	-4.88
宝立食品	9.74%	12.71%	9.85%	11.90%	15.21%	14.15%	-4.41	2.13	-1.18	1.14	4.76	4.28
合计	15.91%	13.85%	13.05%	13.32%	13.69%	15.54%	0.38	1.78	1.15	1.83	2.44	1.72
酵母												
安琪酵母	9.16%	9.35%	9.13%	8.27%	9.54%	10.38%	-1.22	-0.93	-1.86	0.34	-2.08	0.07
榨菜												
涪陵榨菜	36.29%	33.74%	33.57%	30.72%	36.26%	34.38%	1.91	-1.53	-6.69	1.84	-4.94	3.27
板块合计	19.64%	19.07%	35.19%	16.33%	4.79%	19.01%	0.63	3.13	25.50	0.37	-14.32	-0.37

资料来源: Wind, HTI

24Q1 销售回款同比略降，经营性净现金流短期承压。23 年调味品行业上市公司经营性净现金流为 115.11 亿元，同比+35.85%；其中 Q4 单季为 46.37 亿元，同比+7.67%；24Q1 为-4.38 亿元，同比-129.46%。销售回款方面，23 年调味品上市公司实现 659.64 亿元，同比+8.02%；其中 Q4 单季为 194.12 亿元，同比+9.29%；24Q1 为 147.78 亿元，同比-8.2%。

表 8 调味品板块上市公司现金流情况

证券简称	经营性现金净流量 (亿元)			同比增速			销售回款 (亿元)			同比增速		
	24Q1	23 年	23Q4	24Q1	23 年	23Q4	24Q1	23 年	23Q4	24Q1	23 年	23Q4
酱油												
海天味业	-5.54	73.56	38.99	-152.14%	92.04%	61.71%	57.65	295.43	94.97	-19.02%	10.41%	28.43%
中炬高新	4.03	8.42	-0.03	106.43%	24.24%	-102.37%	16.64	57.02	13.22	13.60%	-5.43%	-19.61%
千禾味业	1.63	4.70	1.56	5194.43%	-39.22%	-56.75%	9.52	35.29	9.92	14.04%	23.22%	-11.32%
合计	0.11	86.68	40.52	-99.12%	64.12%	39.77%	83.81	387.74	118.11	-11.02%	8.76%	16.28%
食醋												
恒顺醋业	-0.38	2.48	0.96	-168.54%	29.59%	18.28%	4.33	23.52	6.59	-26.77%	1.90%	23.64%
复合调味品												
天味食品	1.88	6.03	0.86	57.09%	10.34%	-793.51%	8.98	33.35	7.04	12.96%	7.72%	-16.28%
日辰股份	0.16	0.70	0.27	30.04%	28.76%	43.38%	1.14	3.74	0.98	21.85%	15.28%	16.51%
宝立食品	0.77	1.66	0.24	29.06%	-34.01%	-68.47%	6.93	26.24	6.89	6.07%	15.71%	10.80%
合计	2.82	8.39	1.37	46.59%	-1.61%	67.98%	17.05	63.33	14.92	10.58%	11.34%	-3.60%
酵母												
安琪酵母	-6.59	13.21	1.77	-622.85%	23.58%	-80.63%	35.31	158.59	48.78	-7.17%	9.87%	0.54%
榨菜												
涪陵榨菜	-0.34	4.35	1.76	-77.25%	-59.64%	-47.17%	7.27	26.46	5.73	-1.84%	-11.36%	-14.95%
板块合计	-4.38	115.11	46.37	-129.46%	35.85%	7.67%	147.78	659.64	194.12	-8.20%	8.02%	9.29%

资料来源: Wind, HTI

表 9 调味品行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
酱油												
603288.SH	海天味业	36.01	2002.37	1.01	1.12	1.25	35.6	32.1	28.8	7.0	6.2	5.6
600872.SH	中炬高新	26.80	210.48	2.16	0.99	1.25	12.4	27.0	21.5	4.5	4.0	3.5
603027.SH	千禾味业	15.76	161.97	0.52	0.63	0.76	30.5	24.9	20.8	4.4	3.9	3.4
	均值			1.23	0.92	1.09	26.2	28.0	23.7	5.3	4.7	4.1
食醋												
600305.SH	恒顺醋业	8.07	89.82	0.08	0.15	0.18	103.4	53.7	44.5	2.7	2.6	2.5
复合调味品												
603317.SH	天味食品	13.59	144.74	0.43	0.52	0.62	31.7	25.9	21.8	3.3	3.1	2.9
603755.SH	日辰股份	22.91	22.59	0.57	0.76	0.95	40.0	30.3	24.2	3.2	3.0	2.8
603170.SH	宝立食品	14.15	56.60	0.75	0.73	0.87	18.8	19.4	16.3	4.2	3.6	3.0
	均值			0.58	0.67	0.81	30.2	25.2	20.8	3.6	3.2	2.9
酵母												
600298.SH	安琪酵母	30.72	266.86	1.46	1.58	1.84	21.0	19.4	16.7	2.6	2.4	2.2
榨菜												
002507.SZ	涪陵榨菜	14.09	162.59	0.72	0.80	0.89	19.7	17.6	15.9	2.0	1.8	1.7
	均值			0.86	0.81	0.96	34.8	27.8	23.4	3.8	3.4	3.0

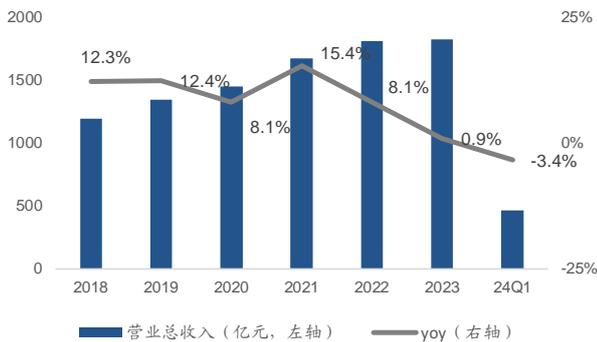
资料来源 Wind, HTI

注: 收盘价为 2024 年 5 月 24 日价格, 估值为 Wind 一致预期

2. 乳制品：24Q1 营收增速表现承压，成本下行净利率延续上行

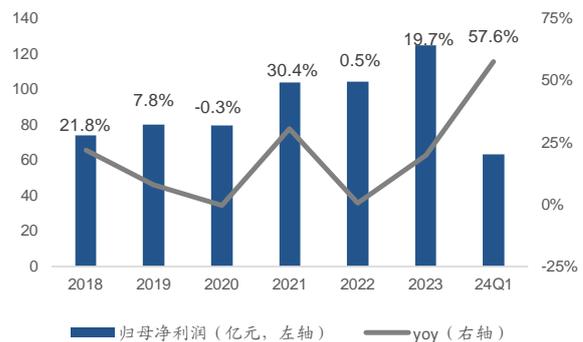
受行业竞争加剧及上游奶源过剩影响，乳制品行业 23 年收入增速放缓，24Q1 营收端表现承压；利润端受益于费用管控及成本下行，整体延续上行趋势。23 年乳制品板块上市公司总计收入/归母净利润分别同比+1.0%/+19.7%至 1827/125 亿元，24Q1 分别同比-3.4%/+57.6%至 463/63 亿元。23 年乳制品板块毛利率同比+0.44pct 至 30.0%，24Q1 同比+1.56pct 至 32.5%。23 年乳制品板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比-0.51pct/-0.20pct /-0.01pct/+0.08pct/-0.64pct 至 16.8%/4.0%/0.7%/0.2%/21.7%，24Q1 分别同比+0.98pct/+0.23pct/-0.07pct/-0.37pct/+0.78pct 至 17.4%/4.3%/0.4%/-0.2%/21.9%。行业归母净利率延续上行，23 年/24Q1 分别同比+1.07pct/+5.30pct 至 6.8%/13.7%。

图13 乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind, HTI

图14 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况



资料来源：Wind, HTI

23 年/24Q1 乳制品行业上市公司整体收入同比+0.95%/-3.44%。23 年、24Q1 的龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉收入同比增速分别为+2.44%/-1.05%/-16.16%/+0.76%、-2.58%/-5.68%/-7.14%/+2.28%。行业整体竞争加剧，营收增长短期承压。

- 龙头乳企：伊利股份。**23 年、24Q1 收入分别同比+2.44%、-2.58%，分产品看，液态奶销售受消费弱复苏及上游原奶过剩影响表现承压；奶粉及奶制品、冷饮表现亮眼，具体看 23 年、24Q1 的液态奶/奶粉及奶制品/冷饮收入增速分别为+0.72%/+5.09%/+11.72%、-6.81%/-0.20%/+14.21%。
- 区域乳企：①光明乳业：**23 年、24Q1 收入分别同比-6.13%、-9.25%，分产品看，23 年、24Q1 的液态奶/其他乳制品/牧业产品收入同比增速分别为-2.75%/-8.02%/-33.47%、-13.68%/+0.96%/-0.69%，我们认为液奶板块销售承压主要系消费恢复不及预期拖累公司低温液奶所致；其牧业产品营收同比-33.47%，主要系行业供求不平衡影响，饲料等牧业产品收入下降。**②新乳业：**23 年、24Q1 收入分别同比+9.80%、+3.66%，分产品看，23 年的液态奶/奶粉/其他业务收入同比增速分别为+11.15%/+11.28%/-0.53%。我们认为 24Q1 营收增速放缓主要受重庆瀚虹（一只酸奶牛）剥离影响。**③天润乳业：**23 年、24Q1 收入分别同比+12.6%、+1.47%，分产品看，23 年、24Q1 的常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他业务收入同比增速分别为+18.65%/+7.57%/-10.08%/-50.61%、+2.60%/-2.27%/+10.03%/+73.77%。我们认为 24Q1 营收增速放缓主要系行业竞争加剧所致。**④燕塘乳业：**23 年、24Q1 收入分别同比+4.01%、-11.55%。分产品看，23 年液体乳类/花式奶/乳酸菌乳饮料/冰淇淋雪糕收入同比增速分别为+3.72%/+0.34%/+7.59%/-30.69%。**⑤三元股份：**23 年、24Q1 收入分别同比-2.02%、-5.85%。分产品看，23 年、24Q1 的液态奶/固态奶/冰淇淋及其他业务收入同比增速分别为+3.97%/+23.52%/+0.77%、+1.21%/+1.30%/+5.50%。

- 奶酪：妙可蓝多：**23 年、24Q1 收入分别同比-16.16%、-7.14%。我们认为增速放缓

主要系宏观环境影响。分产品看，23年、24Q1的奶酪/贸易/液态奶收入增速分别为-18.91%/-5.44%/-4.32%、-3.28%/-35.80%/-0.38%。我们认为奶酪业务承压或与商超渠道复苏不及预期，低温奶酪棒销售承压有关。

- **奶粉：贝因美：**23年、24Q1收入分别同比+0.76%、+2.28%。23年的奶粉类/米粉类/其他类收入增速分别为-2.66%/+169.66%/-30.98%。其中米粉类产品23年生产量和销售量较上年同期均上升30%以上，主要系本期定制类ODM米粉订单量增长较多所致。

表 10 乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)				同比增速			
	23年	24Q1	23Q4	24Q1+23Q4	23年	24Q1	23Q4	24Q1+23Q4
龙头乳企								
伊利股份	1261.79	325.77	287.75	613.52	2.44%	-2.58%	-1.82%	-2.23%
合计	1261.79	325.77	287.75	613.52	2.44%	-2.58%	-1.82%	-2.23%
区域乳企								
光明乳业	264.85	64.17	5820.88	122.38	-6.13%	-9.25%	-14.77%	-11.96%
新乳业	109.87	26.14	2793.39	54.07	9.80%	3.66%	10.56%	7.11%
天润乳业	27.14	6.14	631.13	12.72	12.62%	1.47%	13.04%	6.90%
燕塘乳业	19.50	3.79	469.05	8.48	4.01%	-11.55%	0.65%	-5.19%
三元股份	78.41	20.41	1691.14	37.32	-2.02%	-5.85%	-0.56%	-3.52%
合计	499.78	120.92	11405.59	234.97	-1.05%	-5.68%	-5.59%	-5.64%
奶酪								
妙可蓝多	40.49	9.50	973.77	19.24	-16.16%	-7.14%	-2.65%	-4.92%
合计	40.49	9.50	973.77	19.24	-16.16%	-7.14%	-2.65%	-4.92%
奶粉								
贝因美	25.28	7.20	612.05	13.33	0.76%	2.28%	2.06%	2.18%
合计	25.28	7.20	612.05	13.33	0.76%	2.28%	2.06%	2.18%
板块合计	1827.35	463.39	41766.40	881.06	0.95%	-3.44%	-2.85%	-3.16%

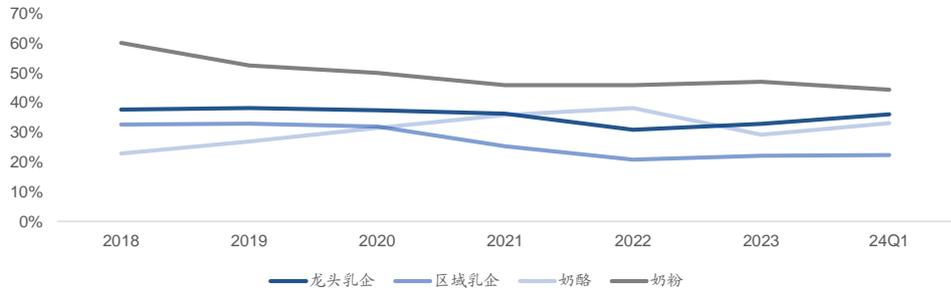
资料来源：Wind, HTI

乳制品板块毛利率表现分化，成本下行 24Q1 毛利率小幅提升。23年乳制品板块整体毛利率同比+0.44pct至29.97%，24Q1同比+1.56pct至32.54%。龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉23年分别同比+0.29pct/+1.03pct/-4.92pct/+1.19至32.80%/21.99%/29.24%/47.07%，24Q1分别同比+2.02pct/+0.18pct/+0.40pct/+0.28pct至36.02%/22.43%/33.09%/44.34%。

- **龙头乳企：伊利股份：**23年毛利率同比+0.29pct至32.80%，我们认为主要系液奶表现承压所致；24Q1毛利率同比+2.02pct至36.02%，我们认为主要系原奶成本进一步下行所致。
- **区域乳企：①光明乳业：**23年毛利率同比+1.00pct至19.66%，我们认为主要系原奶成本下行及产品结构优化所致；24Q1毛利率同比-0.32pct至19.64%。**②新乳业：**23年毛利率同比+2.84pct至26.87%，我们认为主要系原奶成本下行及高端新品系列表现亮眼所致；24Q1毛利率同比+2.32pct至29.38%。**③天润乳业：**23年毛利率同比+1.23pct至19.11%，我们认为主要系原奶成本下行及产品结构升级所致；24Q1毛利率同比-3.62pct至16.43%。**④燕塘乳业：**23年毛利率同比+2.50pct至26.04%；24Q1毛利率同比-1.10pct至24.31%。**⑤三元股份：**23年毛利率同比-2.54pct至23.04%；24Q1毛利率同比-0.29pct至23.81%。
- **奶酪：妙可蓝多：**23年毛利率同比-4.92pct至29.24%，主要系原材料成本上行、汇率波动以及贸易板块毛利率下滑。24Q1毛利率同比+0.40pct至33.09%。

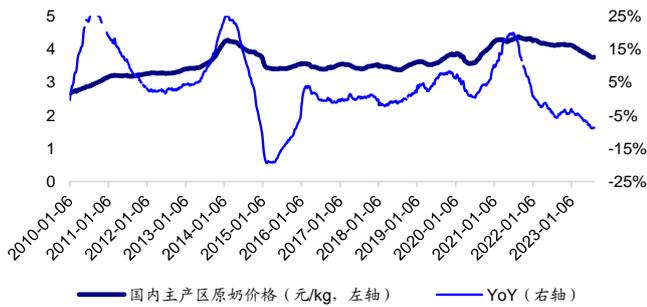
- **奶粉：贝因美：23年毛利率同比+1.19pct至47.07%，主要系产品销售折扣、爱加保护盖、可睿欣等高毛利品类销售较22年增长所致；24Q1毛利率同比+0.28pct至44.34%。**

图15 乳制品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况



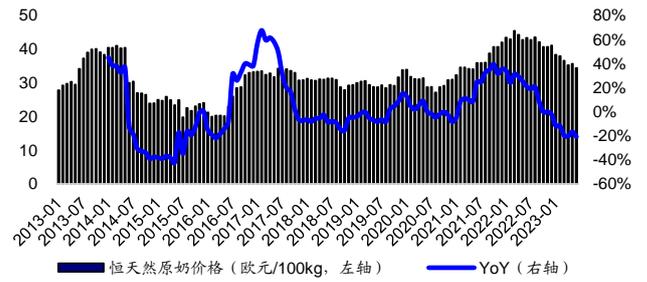
资料来源：Wind, HTI

图16 国内主产区原奶价格及同比增速



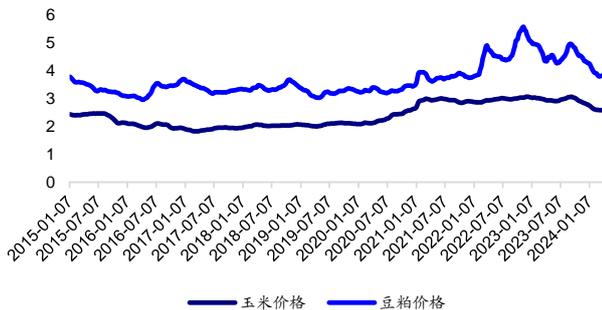
资料来源：Wind, 农业部, HTI

图17 恒天然原奶价格及同比增速



资料来源：Wind, HTI

图18 玉米、豆粕平均价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind, 中国畜牧业信息网, HTI

图19 进口苜蓿草平均到岸价走势 (美元/吨)



资料来源：东方戴瑞乳业咨询, Wind, 奶业经济观察微信公众号, HTI

表 11 乳制品板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率						毛利率同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
龙头乳企												
伊利股份	36.02%	32.80%	31.74%	32.58%	30.81%	34.00%	2.02	0.29	0.32	1.6	-2.7	-0.7
合计	36.02%	32.80%	31.74%	32.58%	30.81%	34.00%	2.02	0.29	0.32	1.6	-2.7	-0.7
区域乳企												
光明乳业	19.64%	19.66%	23.16%	15.52%	20.52%	19.96%	-0.32	1.00	3.71	-1.4	2.2	0.2
新乳业	29.38%	26.87%	25.25%	26.43%	26.60%	27.06%	2.32	2.84	3.52	2.2	3.6	3.1
天润乳业	16.43%	19.11%	17.58%	17.62%	24.08%	20.05%	-3.62	1.23	-0.07	0.0	8.0	2.8
燕塘乳业	24.31%	26.04%	21.79%	27.58%	29.21%	25.41%	-1.10	2.50	0.07	3.5	6.1	0.7
三元股份	23.81%	23.04%	21.52%	21.69%	24.66%	24.09%	-0.29	-2.54	-2.26	-2.7	-5.1	-2.4
合计	22.43%	21.99%	23.06%	19.59%	22.90%	22.24%	0.18	1.03	2.53	-0.4	1.8	0.5
奶酪												
妙可蓝多	33.09%	29.24%	24.97%	25.64%	32.93%	32.69%	0.40	-4.92	-8.30	-4.7	-5.8	-6.1
合计	33.09%	29.24%	24.97%	25.64%	32.93%	32.69%	0.40	-4.92	-8.30	-4.7	-5.8	-6.1
奶粉												
贝因美	44.34%	47.07%	47.22%	51.94%	45.58%	44.06%	0.28	1.19	-2.99	12.0	-3.9	-5.0
合计	44.34%	47.07%	47.22%	51.94%	45.58%	44.06%	0.28	1.19	-2.99	12.0	-3.9	-5.0
板块合计	32.54%	29.97%	29.44%	29.08%	28.80%	30.98%	1.56	0.44	0.77	1.1	-1.5	-0.5

资料来源: Wind, HTI

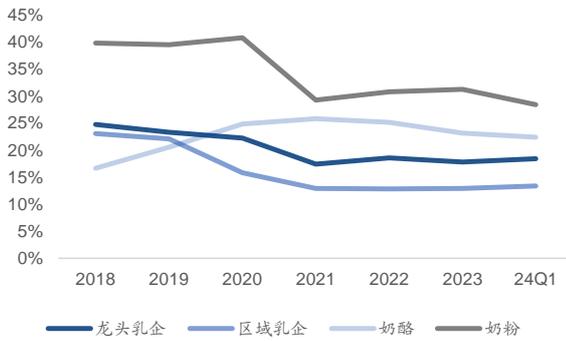
23 年期间费用率管控良好, 24Q1 各项费率小幅提升。23 年乳制品板块销售/管理/期间费用率同比 -0.51pct/-0.20pct/-0.64pct 至 16.84%/4.03%/21.7%, 24Q1 分别同比 +0.98pct/+0.23pct /+0.78pct 至 17.36%/4.34%/21.9%。

- **龙头乳企: 伊利股份:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.71pct/-0.25pct/-0.87pct 至 17.89%/4.08%/21.73%, 其中广告费用率下滑 0.92pct 至 11.09%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +1.38pct/+0.27pct/+1.04pct 至 18.45%/4.47%/21.90%。
- **区域乳企: ①光明乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.30pct/+0.23pct/+0.29pct 至 12.01%/3.35%/16.57%, 其中广告费用率提升 2.79pct 至 3.91%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -0.26pct/+0.10pct/+0.18pct 至 11.52%/3.33%/16.17%。**②新乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +1.72pct/-0.42pct/+1.26pct 至 15.28%/4.28%/21.46%, 其中广告费用率 +2.21pct 至 9.50%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +1.59pct/+0.67pct/+1.64pct 至 17.08%/5.10%/23.60%。**③天润乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 +0.23pct/+0.22pct/+1.82pct 至 5.41%/3.57%/10.56%, 其中广告费用率 +0.07pct 至 1.41%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +0.15pct/+1.16pct/+2.28pct 至 5.72%/4.14%/12.29%。**④燕塘乳业:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.54pct/-0.85pct/-1.29pct 至 10.24%/4.73%/16.24%, 其中广告费用率 -0.04pct 至 6.12%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 +2.36pct/+0.29pct/+2.74pct 至 12.65%/5.13%/19.09%。**⑤三元股份:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -0.22pct/-0.55pct/-2.55pct 至 16.10%/3.95%/22.15%, 其中广告费用率提升 -2.18pct 至 2.93%; 24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比 -1.38pct/-0.71pct/-3.16pct 至 17.03%/3.07%/21.57%。
- **奶酪: 妙可蓝多:** 23 年销售/管理/期间费用率分别同比 -2.06pct/-1.38pct/-2.33pct

至 23.18%/3.66%/28.60%，其中广告费用率下滑 3.34pct 至 13.68%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比-1.85pct/-0.34pct/-1.37pct 至 22.40%/5.38%/29.65%。

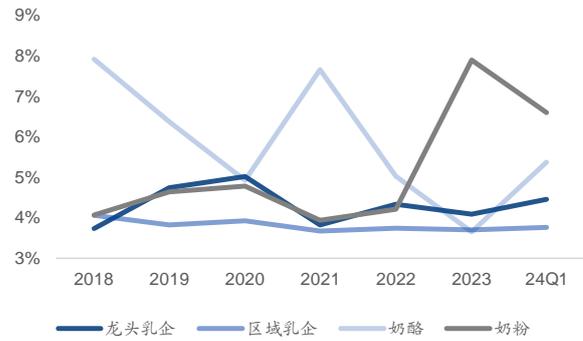
- **奶粉：贝因美：**23 年销售/管理/期间费用率分别同比-1.39pct/+1.11pct/-0.72pct 至 31.34%/7.91%/41.17%，其中广告费用率-0.91pct 至 4.21%；24Q1 销售/管理/期间费用率分别同比-0.77pct/-0.10pct/-0.65pct 至 28.45%/6.61%/38.10%。

图20 乳制品板块上市公司 2018 年以来销售费用率



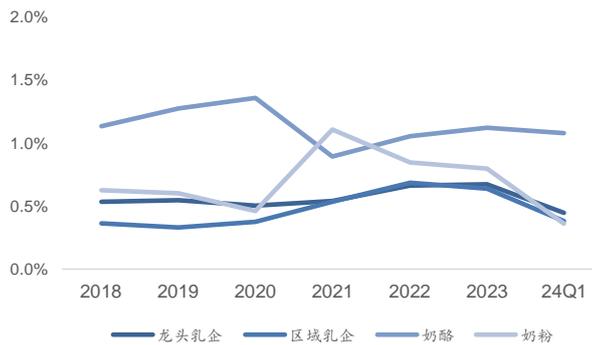
资料来源：Wind，HTI

图21 乳制品板块上市公司 2018 年以来管理费用率



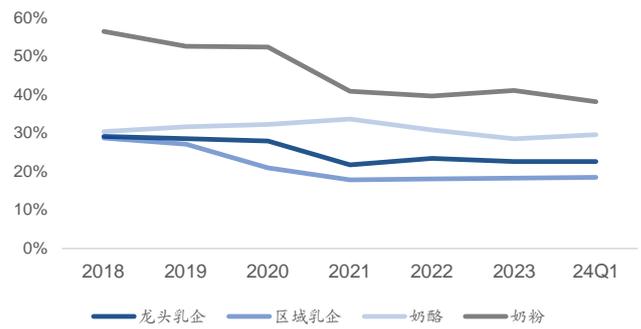
资料来源：Wind，HTI

图22 乳制品板块上市公司 2018 年以来研发费用率



资料来源：Wind，HTI

图23 乳制品板块上市公司 2018 年以来期间费用率



资料来源：Wind，HTI

表 12 乳制品板块上市公司销售费用率情况

证券简称	销售费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
龙头乳企												
伊利股份	18.45%	17.89%	18.68%	17.88%	16.68%	17.07%	1.38	-0.71	-0.32	-0.88	-3.07	-1.08
合计	18.45%	17.89%	18.68%	17.88%	16.68%	17.07%	1.38	-0.71	-0.32	-0.88	-3.07	-1.08
区域乳企												
光明乳业	11.52%	12.01%	10.56%	12.98%	12.70%	11.78%	-0.26	-0.30	-2.37	1.02	0.12	-1.53
新乳业	17.08%	15.28%	15.91%	13.97%	14.28%	15.49%	1.59	1.72	3.81	0.41	1.24	0.88
天润乳业	5.72%	5.41%	5.21%	5.68%	5.05%	5.57%	0.15	0.23	1.89	-0.38	-0.50	-0.64
燕塘乳业	12.65%	10.24%	10.86%	10.56%	7.90%	10.29%	2.36	-0.54	-0.85	-0.73	-1.87	-1.19
三元股份	17.03%	16.10%	12.72%	15.91%	17.97%	18.41%	-1.38	-0.22	1.58	-3.99	3.12	0.55
合计	13.38%	12.94%	11.91%	13.15%	13.23%	13.27%	0.11	0.15	-0.11	-0.10	0.63	-0.69
奶酪												
妙可蓝多	22.40%	23.18%	21.12%	20.13%	28.41%	24.25%	-1.85	-2.06	-9.86	-4.36	5.59	-0.56
合计	22.40%	23.18%	21.12%	20.13%	28.41%	24.25%	-1.85	-2.06	-9.86	-4.36	5.59	-0.56
奶粉												
贝因美	28.45%	31.34%	28.73%	36.36%	32.63%	29.22%	-0.77	-1.39	-11.53	8.67	-1.64	-3.60
合计	28.45%	31.34%	28.73%	36.36%	32.63%	29.22%	-0.77	-1.39	-11.53	8.67	-1.64	-3.60
板块合计	17.36%	16.84%	17.03%	16.85%	16.17%	16.39%	0.98	-0.51	-0.58	-0.60	-1.86	-0.99

资料来源: Wind, HTI

表 13 乳制品板块上市公司管理费用率情况

证券简称	管理费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
龙头乳企												
伊利股份	4.47%	4.08%	4.43%	3.92%	3.57%	4.19%	0.27	-0.25	-0.70	-0.66	0.10	0.87
合计	4.47%	4.08%	4.43%	3.92%	3.57%	4.19%	0.27	-0.25	-0.70	-0.66	0.10	0.87
区域乳企												
光明乳业	3.33%	3.35%	3.75%	2.94%	3.40%	3.22%	0.10	0.23	0.09	-0.45	1.16	0.29
新乳业	5.10%	4.28%	4.24%	4.19%	3.60%	4.44%	0.67	-0.42	-0.18	0.14	-2.46	0.25
天润乳业	4.14%	3.57%	4.73%	3.62%	2.05%	2.98%	1.16	0.22	0.31	0.41	-0.84	-0.64
燕塘乳业	5.13%	4.73%	5.49%	4.58%	4.01%	4.84%	0.29	-0.85	-3.32	-0.71	0.64	0.26
三元股份	3.07%	3.95%	5.66%	3.47%	3.87%	3.78%	-0.71	-0.55	0.13	-0.49	-1.08	0.31
合计	3.77%	3.71%	4.28%	3.41%	3.47%	3.60%	0.17	-0.04	-0.04	-0.27	0.04	0.19
奶酪												
妙可蓝多	5.38%	3.66%	-2.57%	5.47%	5.99%	5.72%	-0.34	-1.38	-2.07	-1.04	-0.99	0.25
合计	5.38%	3.66%	-2.57%	5.47%	5.99%	5.72%	-0.34	-1.38	-2.07	-1.04	-0.99	0.25
奶粉												
贝因美	6.61%	7.91%	9.67%	10.53%	5.24%	6.70%	-0.10	1.11	2.08	3.74	-0.88	-3.83
合计	6.61%	7.91%	9.67%	10.53%	5.24%	6.70%	-0.10	1.11	2.08	3.74	-0.88	-3.83
板块合计	4.34%	4.03%	4.31%	3.90%	3.62%	4.10%	0.23	-0.20	-0.50	-0.51	0.00	0.21

资料来源: Wind, HTI

表 14 乳制品板块上市公司期间费用率情况

证券简称	期间费用率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
龙头乳企												
伊利股份	22.6%	22.5%	24.6%	22.1%	21.2%	21.5%	1.04	-0.87	-0.67	-1.84	-2.01	0.04
合计	22.6%	22.5%	24.6%	22.1%	21.2%	21.5%	1.04	-0.87	-0.67	-1.84	-2.01	0.04
区域乳企												
光明乳业	16.2%	16.6%	16.0%	17.1%	16.9%	16.0%	0.18	0.29	-1.60	0.73	1.63	-1.07
新乳业	23.6%	21.5%	22.5%	19.6%	20.3%	22.0%	1.64	1.26	3.90	-0.14	-0.29	2.40
天润乳业	12.3%	10.6%	11.9%	11.2%	7.4%	10.0%	2.28	1.82	3.80	1.54	0.31	-1.14
燕塘乳业	19.1%	16.2%	18.1%	16.4%	12.8%	16.3%	2.74	-1.29	-4.12	-1.27	-1.04	-0.05
三元股份	21.6%	22.1%	20.5%	20.8%	25.1%	24.7%	-3.16	-2.55	-3.69	-5.36	1.42	3.94
合计	18.6%	18.2%	18.1%	17.9%	18.2%	18.4%	0.21	0.10	-0.36	-0.48	1.02	0.51
奶酪												
妙可蓝多	29.6%	28.6%	20.6%	27.7%	35.5%	31.0%	-1.37	-2.33	-12.06	-5.21	7.28	3.28
合计	29.6%	28.6%	20.6%	27.7%	35.5%	31.0%	-1.37	-2.33	-12.06	-5.21	7.28	3.28
奶粉												
贝因美	38.1%	41.2%	38.7%	51.9%	37.2%	38.8%	-0.65	-0.72	-11.18	15.53	-5.79	-13.16
合计	38.1%	41.2%	38.7%	51.9%	37.2%	38.8%	-0.65	-0.72	-11.18	15.53	-5.79	-13.16
板块合计	21.9%	21.7%	22.9%	21.4%	20.9%	21.1%	0.78	-0.64	-0.93	-1.32	-1.07	-0.27

资料来源: Wind, HTI

表 15 乳制品板块重点上市公司广告促销费用率情况

证券简称	广告促销费用率	
	23	同比变动 (pct)
龙头乳企		
伊利股份	11.09%	-0.92
区域乳企		
光明乳业	3.91%	+2.79
新乳业	9.50%	+2.21
天润乳业	1.41%	+0.07
燕塘乳业	6.12%	-0.04
三元股份	2.93%	-2.18
奶酪		
妙可蓝多	13.68%	-3.34
奶粉		
贝因美	4.21%	-0.91

资料来源: 各公司 23 年报, HTI

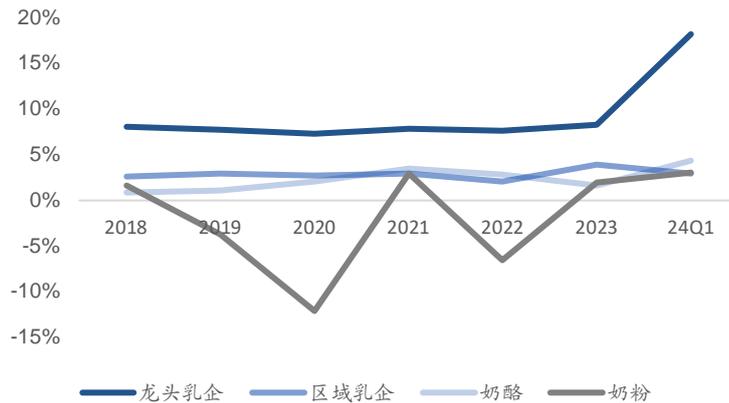
行业净利率维持上行, 24Q1 盈利能力表现良好。23 年乳制品板块整体归母净利率同比+1.07pct 至 6.84%, 24Q1 同比+5.30pct 至 13.69%。龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉 23 年归母净利率同比+0.61pct/+1.84pct/-1.24pct/+8.89pct 至 8.26%/3.93%/1.57%/1.88%。24Q1 单季同比+7.37pct/+0.03pct/+1.98pct/+1.32pct 至 18.18%/2.94%/4.35%/3.06%。

- **龙头乳企: 伊利股份:** 23 年归母净利率同比+0.61pct 至 8.26%; 24Q1 归母净利率同比+7.37pct 至 18.18%, 我们认为主要系毛利率提升所致。
- **区域乳企: ①光明乳业:** 23 年归母净利率同比+2.37pct 至 3.65%, 受益于 23 年 12 月公司确认土地补偿款收入及销售费用率同比减少影响; 24Q1 归母净利率同比+0.03pct 至 2.69%。②**新乳业:** 23 年归母净利率同比+0.31pct 至 3.92%; 24Q1 归母净利率同比+1.01pct 至 3.43%, 主因毛利率提升所致。③**天润乳业:**

23 年归母净利率同比-2.92pct 至 5.23%，主要受累于期间费用率提升及营业外支出分别同比+284.7%/+295.3%至 0.75 亿元/0.35 亿元所致；24Q1 归母净利率同比-8.00pct 至 0.71%。④燕塘乳业：23 年归母净利率同比+3.95pct 至 9.25%；24Q1 归母净利率同比-2.34pct 至 4.26%。⑤三元股份：23 年归母净利率同比+2.64pct 至 3.09%；24Q1 归母净利率同比+1.66pct 至 3.59%。

- **奶酪：妙可蓝多**：23 年归母净利率同比-1.24pct 至 1.57%，我们认为主要系毛利率下行所致；24Q1 归母净利率同比+1.98pct 至 4.35%，主要系费用管控所致。
- **奶粉：贝因美**：23 年归母净利率同比+8.89pct 至 1.88%；24Q1 归母净利率同比+1.32pct 至 3.06%，我们认为主要系毛利率上行及费用率下调所致。

图24 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况



资料来源：Wind，HTI

表 16 乳制品板块上市公司归母净利率情况

证券简称	归母净利率						同比变动 (pct)					
	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1	24Q1	23 年	23Q4	23Q3	23Q2	23Q1
龙头乳企												
伊利股份	18.18%	8.26%	3.64%	9.85%	1.14%	10.81%	7.37	0.61	-1.03	3.5	-7.2	-0.5
合计	18.18%	8.26%	3.64%	9.85%	1.14%	10.81%						
区域乳企												
光明乳业	2.69%	3.65%	11.07%	-0.23%	2.15%	2.65%	0.03	2.37	11.20	-1.5	0.9	0.4
新乳业	3.43%	3.92%	1.79%	4.98%	5.47%	2.42%	1.01	0.31	-0.24	0.5	-0.2	0.5
天润乳业	0.71%	5.23%	-0.08%	2.41%	16.20%	8.71%	-8.00	-2.92	-7.71	-5.0	7.4	2.2
燕塘乳业	4.26%	9.25%	7.97%	8.62%	14.08%	6.60%	-2.34	3.95	4.67	3.5	7.8	1.4
三元股份	3.59%	3.09%	0.69%	0.85%	6.39%	1.93%	1.66	2.64	4.88	0.1	4.0	0.0
合计	2.94%	3.93%	6.52%	1.65%	4.71%	2.91%	0.03	1.84	6.27	-0.7	1.9	0.5
奶酪												
妙可蓝多	4.35%	1.57%	3.04%	0.53%	-1.14%	2.37%	1.98	-1.24	3.86	-0.4	-8.0	-3.4
合计	4.35%	1.57%	3.04%	0.53%	-1.14%	2.37%						
奶粉												
贝因美	3.06%	1.88%	-0.31%	0.90%	3.56%	1.74%	1.32	8.89	36.42	0.7	-1.4	-1.4
合计	3.06%	1.88%	-0.31%	0.90%	3.56%	1.74%						
板块合计	13.69%	6.84%	4.36%	7.26%	2.13%	8.39%	5.30	1.07	1.63	2.3	-4.6	-0.2

资料来源：Wind，HTI

表 17 乳制品板块上市公司现金流情况

证券简称	经营性现金净流量 (亿元)				同比增速			
	23 年	24Q1	23Q4	24Q1+23Q4	23 年	24Q1	23Q4	24Q1+23Q4
龙头乳企								
伊利股份	182.90	22.68	65.82	88.50	36.29%	76.99%	44.80%	51.88%
合计	182.90	22.68	65.82	88.50	36.29%	76.99%	44.80%	51.88%
区域乳企								
光明乳业	14.64	-3.94	4.29	-8.10	119.50%	182.66%	71.11%	-824.57%
新乳业	15.57	-0.08	3.61	-7.06	50.63%	-103.56%	7.77%	-228.95%
天润乳业	3.44	-0.06	3.06	-1.27	14.41%	-110.61%	69.98%	-153.16%
燕塘乳业	3.17	-0.19	0.78	-1.02	66.68%	-136.51%	-27.17%	-163.90%
三元股份	1.40	0.38	1.93	-0.07	-358.97%	-121.42%	-293.84%	-97.31%
合计	38.22	-3.89	38.22	-17.53	78.78%	-4983.93%	393.97%	-324.23%
奶酪								
妙可蓝多	2.79	2.20	1.37	5.25	-236.28%	-290.42%	37.51%	-3354.18%
合计	2.79	2.20	1.37	5.25	-236.28%	-290.42%	37.51%	-3354.18%
奶粉								
贝因美	4.14	0.83	1.16	-2.22	9.57%	247.68%	58.24%	-328.80%
合计	4.14	0.83	1.16	-2.22	9.57%	247.68%	58.24%	-328.80%
板块合计	228.05	21.82	106.57	-80.57	44.97%	82.25%	94.04%	-220.44%

资料来源: Wind, HTI

表 18 乳制品行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
龙头乳企									
60887.SH	伊利股份	28.88	1,838.53	1.67	2.06	1.96	17.63	14.05	14.74
区域乳企									
600597.SH	光明乳业	8.85	121.99	0.57	0.43	0.47	12.61	20.48	18.79
002946.SZ	新乳业	10.50	90.90	0.54	0.66	0.82	21.10	15.98	12.87
600419.SH	天润乳业	9.61	30.77	0.57	0.51	0.63	21.66	18.81	15.14
002732.SZ	燕塘乳业	15.88	24.99	1.13	1.30	1.54	13.85	12.22	10.31
600429.SH	三元股份	4.35	65.97	0.21	0.24		27.18		
奶酪									
600882.SH	妙可蓝多	14.79	75.95	0.11	0.28	0.38	119.71	52.95	38.48
奶粉									
002507.SZ	贝因美	3.00	32.40	0.04	0.09	0.13	68.28	32.89	23.31
	均值			0.59	0.70	0.85	37.75	23.19	19.09

注: 收盘价为 2024 年 5 月 24 日价格, 估值为 Wind 一致预期。

资料来源 Wind, HTI

3. 休闲食品: 23 年营收平稳, 24 年一季度受益春节错期, 整体业绩亮眼

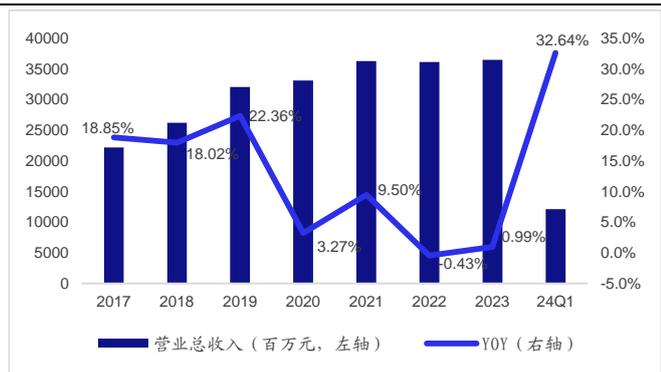
23 年休闲食品板块整体营收表现整体呈现平稳态势, 不过受益于 24 年春节较晚带来的备货节奏变化, 24 年一季度休闲食品板块整体业绩表现亮眼, 呈现高增长态势。

23 年全年休闲食品板块上市企业(A 股)总计收入/归母净利润分别同比增长+0.99%/+6.13%至 365.15/25.36 亿元, 此外 24Q1 单季分别同比增长+32.64%/+23.03%至 121.70/10.85 亿元。23 年休闲食品板块毛利率同比下滑 1.41pct 至 30.15%。此外 24Q1 单季毛利率同比下滑 1.38pct 至 30.71%, 较 23 年毛利率表现继续有所承压。

23 年全年休闲食品板块上市企业(A 股)费用管控良好, 销售/管理/研发/财务/期间费用率同比变化 -1.26pct/-0.30pct/+0.02pct/-0.08pct/-1.62pct 至 16.71%/5.35%/0.84%/-0.23%/22.66%。此外 24Q1 休闲食品板块上市企业(A 股)销售/管理/研发/财务/期间费用率分别同比变化+0.40pct/-1.41pct/-0.34pct/-0.06pct/-1.40pct 至 16.64%/3.91%/0.53%/-0.35%/20.73%, 24Q1 板块整体期间费用率水平较 23 年继续降低。

因此虽然毛利率有一定幅度承压, 不过受益于费用管控增强对冲, 23 年/24Q1 行业归母净利率分别同比提升+0.34pct/-0.70pct 至 6.94%/8.92%。

图25 休闲食品上市公司(A 股) 2017 年以来营业总收入情况



资料来源: Wind, HTI

图26 休闲食品上市公司(A 股) 2017 年以来归母净利润情况



资料来源: Wind, HTI

受益渠道能力建设, 单品型公司业绩持续表现亮眼; 渠道型公司内部业绩分化。分不同商业模式来看, 23 年单品型公司/渠道型公司营收分别同比增长+9.18%/-3.15%。此外 24Q1 营收分别同比增长+36.06%/+31.15%, 23 年单品型公司较渠道型公司整体表现更为优异, 而 24Q1 单品型&渠道型公司均呈现较好的业绩增速。

(1) 单品型公司: 23 年劲仔食品/甘源食品营收增长亮眼, 西麦食品业绩稳健, 洽洽食品有所承压。23 年洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品营收分别同比变化 -1.13%/+41.26%/+27.36%/+18.89%/-5.68%, 此外 24Q1 营收分别同比增长 +36.39%/+23.58%/+49.75%/+46.07%/+17.96%。其中, 23 年劲仔食品业绩良好表现主要系持续开发及优化经销商、落实终端市场建设、新产品推广以及新媒体平台收入增长所致; 西麦食品主要系公司全面推动产品渠道协同创新, 保持老品、老渠道稳固基础上, 提升研发能力, 重点扩大新品新渠道销售规模, 强化质量成本领先战略, 不断提高管理和生产效率所致; 甘源食品主要系公司不断升级生产技术装备, 精准落实标准化生产工艺, 优化生产模式, 降低生产成本, 提高产品质量, 贯彻“全渠道+多品类”的经营模式, 不断提升核心竞争力所致。

(2)

(3) 渠道型公司：23 年盐津铺子继续保持高速增长，良品铺子/来伊份业绩有所下降。23 年来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子营收分别同比增长 -9.25%/-14.76%/-2.45%/+42.22%，此外 24Q1 营收分别同比增长 -12.47%/+2.79%/+91.83%/+37.00%。盐津铺子营收表现较好上涨主要系公司聚焦七大核心品类，多个渠道、多个品类实现快速发展。而良品铺子营收降低主要系受市场及平台变化影响，公司线上渠道营业收入下降所致；此外三只松鼠通过“抖+N”实现短视频营收，占比大幅提高带动全渠道销售增长、持续重点布局分销，叠加心智品类礼包在年货节全渠道热卖，因此 24 年一季度实现高速增长。

表 19 休闲食品上市公司（A 股）营业总收入及同比增速情况（2023 年以及 24Q1）

证券简称	营业总收入（亿元）		营收同比增速		还原合同负债后收入同比增速	
	2023	24Q1	2023	24Q1	2023	24Q1
单品型公司						
洽洽食品	68.06	18.22	-1.13%	36.39%	38.16%	-0.37%
劲仔食品	20.65	5.40	41.26%	23.58%	17.57%	37.89%
甘源食品	18.48	5.86	27.36%	49.75%	46.10%	24.49%
西麦食品	15.78	5.66	18.89%	46.07%	46.27%	21.97%
有友食品	9.66	2.75	-5.68%	17.96%	12.73%	-5.75%
合计	132.63	37.88	9.18%	36.06%	34.67%	9.41%
渠道型公司						
来伊份	39.77	10.61	-9.25%	-12.47%	-11.36%	-8.71%
良品铺子	80.46	24.51	-14.76%	2.79%	3.44%	-14.77%
三只松鼠	71.15	36.46	-2.45%	91.83%	87.44%	-1.91%
盐津铺子	41.15	12.23	42.22%	37.00%	33.72%	40.52%
合计	232.53	83.81	-3.15%	31.15%	28.62%	1.14%
板块合计	365.15	121.70	0.99%	32.64%	30.46%	3.23%

资料来源：Wind，HTI

大宗原材料价格走势向下背景下，23 年&24Q1 毛利率有一定承压，或与产品结构&渠道结构变化有关。23 年休闲食品板块上市企业（A 股）整体毛利率同比下滑 1.41pct 至 30.15%，24Q1 同比下滑 1.38pct 至 30.71%，整体毛利率水平有所承压。

进一步拆分来看，单品型公司/渠道型公司毛利率 23 年分别同比下滑 2.03pct/1.12pct 至 30.60%/29.9%，此外 24Q1 单季毛利率分别同比变化 +1.60pct/-2.72pct 至 33.20%/29.59%。

(1) 单品型公司。23 年洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品毛利率分别同比变化 -5.21pct/+2.54pct/+1.98pct/+1.44pct/-1.87pct 至 26.75%/28.17%/36.24%/44.55%/29.37%，24Q1 分别同比变化 +1.92pct/+4.04pct/-0.95pct/+1.28pct/-2.41pct 至 30.43%/30.02%/35.39%/43.71%/31.43%。其中洽洽食品毛利率下滑主要系 23 年公司营业收入下滑而商品销售之直接材料、其他业务成本大幅上升所致。

(2) 渠道型公司。23 年来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子毛利率分别同比变化 -0.9pct/+0.18pct/-3.41pct/-1.18pct 至 42.23%/27.75%/23.33%/33.54%，24Q1 分别同比变化 -1.64pct/-2.74pct/-0.87pct/-2.47pct 至 41.51%/26.43%/27.40%/32.10%。其中三只松鼠毛利率下降主要系通过“一品一链”新供给体系实现终端产品更具性价比，但核心品类毛利率保持稳定所致；

我们认为，上游原材料&包材价格对休闲食品企业毛利率变化有着重要影响，上游原材料中，棕榈油、小麦和瓦楞纸价格持续下行趋势，白砂糖价格呈上升趋势，因此 23 年以及 24Q1 大部分休闲食品板块上市公司毛利率承压更多来自于产品结构和渠道结构变化所致。

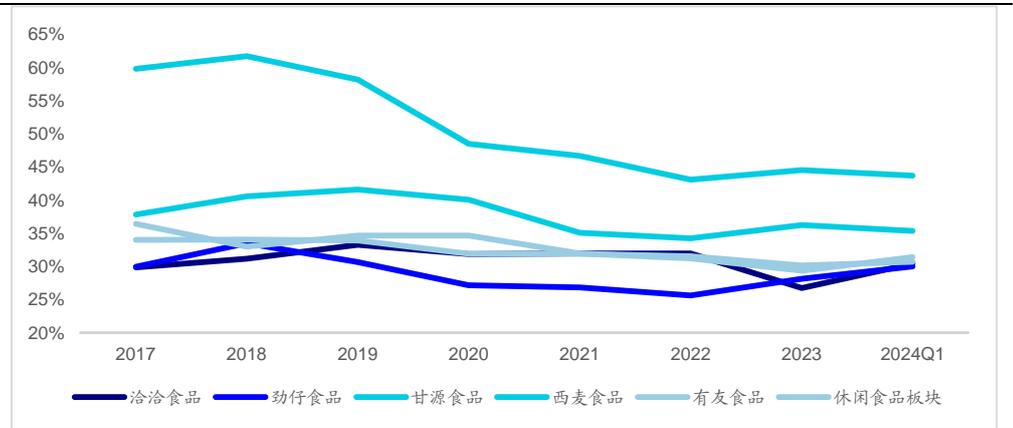
(1) 棕榈油价格变化: 2023 年棕榈油平均价格为 7635.06 元/吨, 较 2022 年同期下降 30.44%, 但 24Q1 棕榈油平均价格为 7661.64 元/吨, 较 23 年同期下降 3.50%。

(2) 小麦价格变化: 2023 年小麦平均价格为 2966.35 元/吨, 较 2022 年同期下降 4.85%, 此外 24Q1 小麦平均价格为 2803.56 元/吨, 较 23 年同期下降 11.29%。

(3) 白砂糖价格变化: 2023 年白砂糖平均价格为 6860.33 元/吨, 较 2022 年同期上升 18.91%, 此外 24Q1 平均价格为 6567.08 元/吨, 较 23 年同期增长 10.54%。

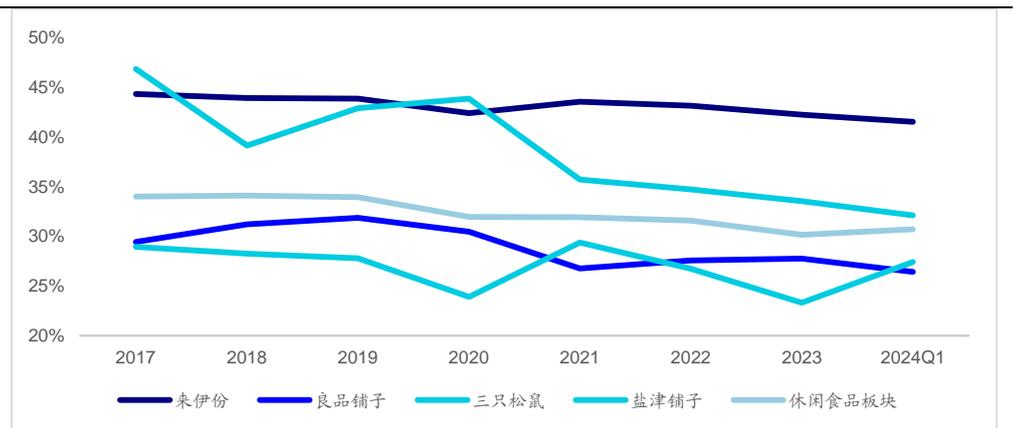
(4) 瓦楞纸价格变化: 2023 年瓦楞纸平均价格为 3515.63 元/吨, 较 2022 年同期下降 16.11%, 此外 24Q1 平均价格为 3437.69 元/吨, 较 23 年同期下降 7.96%。

图27 休闲食品上市公司（A股）中单品型公司 2017 年以来毛利率情况



资料来源: Wind, HTI

图28 休闲食品上市公司（A股）中渠道型公司 2017 年以来毛利率情况



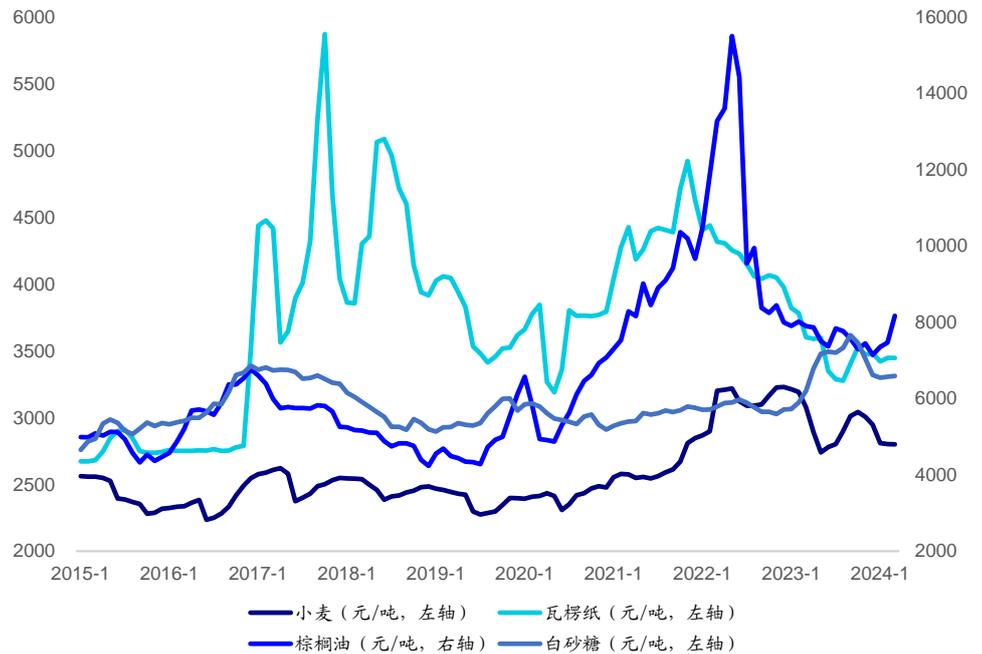
资料来源: Wind, HTI

表 20 休闲食品上市公司（A 股）毛利率情况（2023 年以及 24Q1）

证券简称	毛利率		毛利率同比变动 (pct)	
	2023	24Q1	2023	24Q1
单品型公司				
洽洽食品	26.75%	30.43%	-5.21	1.92
劲仔食品	28.17%	30.02%	2.54	4.04
甘源食品	36.24%	35.39%	1.98	-0.95
西麦食品	44.55%	43.71%	1.44	1.28
有友食品	29.37%	31.43%	-1.87	-2.41
合计	30.60%	33.20%	-2.03	1.60
渠道型公司				
来伊份	42.23%	41.51%	-0.90	-1.64
良品铺子	27.75%	26.43%	0.18	-2.74
三只松鼠	23.33%	27.40%	-3.41	-0.87
盐津铺子	33.54%	32.10%	-1.18	-2.47
合计	29.90%	29.59%	-1.12	-2.72
板块合计	30.15%	30.71%	-1.41	-1.38

资料来源: Wind, HTI

图 29 休闲食品主要包材、原材料价格走势



资料来源: Wind, HTI

23 年整体期间费用率管控良好，24 年一季度费用效率继续优化。23 年全年休闲食品板块上市企业（A 股）销售/管理/研发/财务/期间费用率同比变化 -1.26pct/-0.30pct/+0.02pct/-0.08pct/-1.62pct 至 16.71%/5.35%/0.84%/-0.23%/22.66%，此外 24Q1 单季分别同比变化 +0.40pct/-1.41pct/-0.34pct/-0.06pct/-1.40pct 至 16.64%/3.91%/0.53%/-0.35%/20.73%。

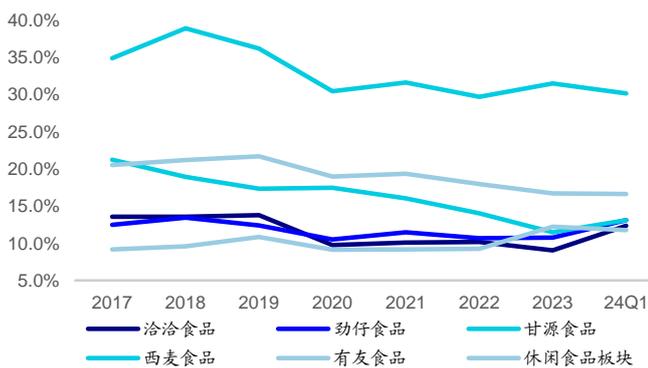
（1）单品型公司：洽洽食品、甘源食品费用率管控较好。具体来看，23 年洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品销售费用率分别同比变化 -1.12pct/+0.09pct/-2.55pct/+1.78pct/+2.94pct 至 9.06%/10.76%/11.50%/31.48%/12.22%，管理费用率分别同比变化 -0.72pct/-0.44pct/-0.72pct/-0.20pct/+0.47pct 至 4.25%/4.04%/3.78%/5.90%/5.06%，期间费用率分别同比变化 -2.51pct/+0.12pct/-3.60pct/+1.61pct/+3.52pct 至 13.25%/16.33%/15.71%/37.07%/17.55%。

24Q1 洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品销售费用率分别同比变化 +1.68pct/+1.24pct/-0.57pct/+4.07pct/+2.37pct 至 12.35%/13.12%/13.10%/30.17%/11.76%，管理费用率分别同比变化 -1.47pct/+0.02pct/-0.83pct/-0.55pct/-0.61pct 至 3.74%/3.88%/3.49%/4.43%/3.69%，期间费用率分别同比变化 -0.56pct/+0.49pct/-1.41pct/+3.68pct/+1.91pct 至 15.10%/17.33%/17.07%/34.48%/15.64%。

（2）渠道型公司：三只松鼠、盐津铺子费用率降幅较大。具体来看，23 年来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子销售费用率分别同比变化 +0.48pct/+0.94pct/-3.62pct/-3.27pct 至 27.92%/19.55%/17.39%/12.53%，管理费用率分别同比变化 +0.39pct/+0.47pct/-0.69pct/-0.08pct 至 12.84%/5.55%/3.20%/4.44%，期间费用率分别同比变化 +0.88pct/+1.65pct/-4.52pct/-3.89pct 至 41.48%/25.50%/21.02%/19.31%。

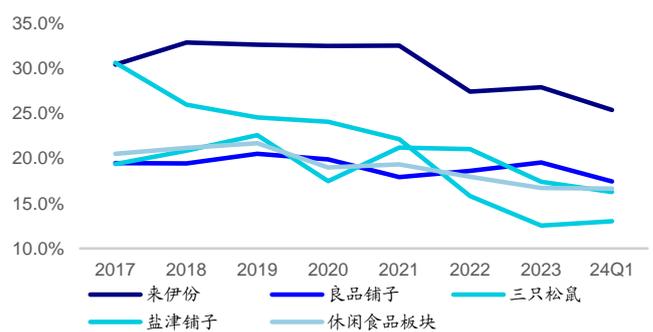
24Q1 来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子销售费用率分别同比变化 +0.53pct/+0.44pct/+1.08pct/-0.77pct 至 25.40%/17.44%/16.26%/13.00%，三只松鼠销售费用率上升主要系规模增长，营销投入增加所致，管理费用率分别同比变化 -0.58pct/-0.20pct/-1.86pct/-0.15pct 至 10.58%/4.85%/1.33%/4.23%，期间费用率分别同比变化 +0.14pct/-0.11pct/-0.97pct/-2.39pct 至 36.63%/22.35%/17.79%/18.82%。

图30 休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2017 年以来销售费用率



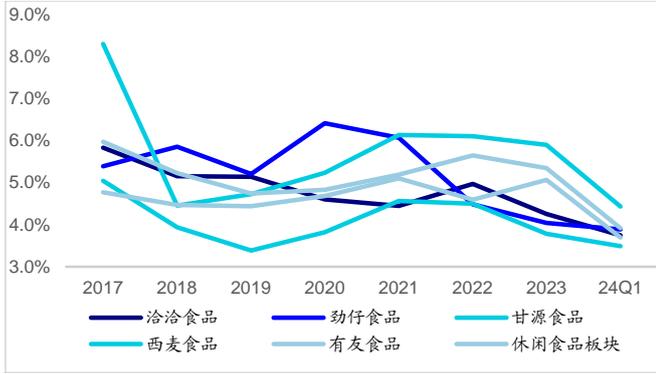
资料来源：Wind，HTI

图31 休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2017 年以来销售费用率



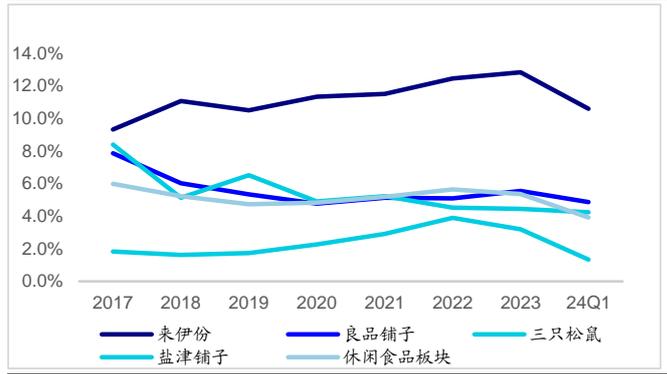
资料来源：Wind，HTI

图32 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2017 年以来管理费用率



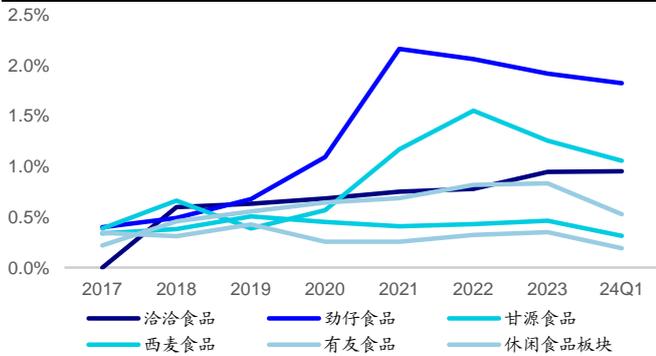
资料来源: Wind, HTI

图33 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2017 年以来管理费用率



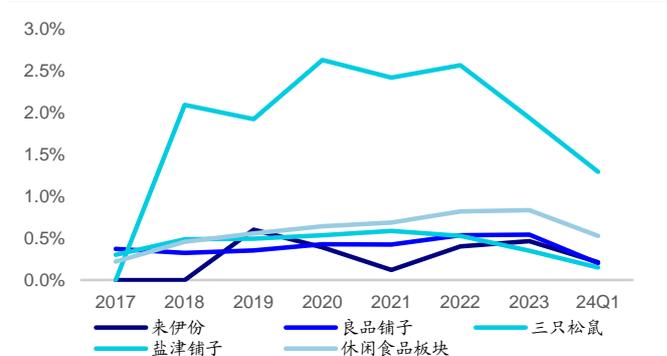
资料来源: Wind, HTI

图34 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2017 年以来研发费用率



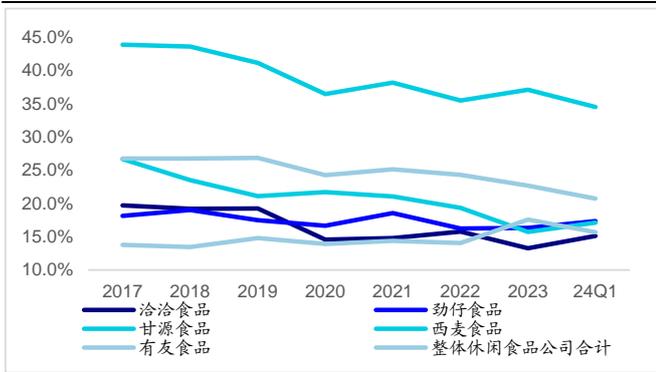
资料来源: Wind, HTI

图35 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2017 年以来研发费用率



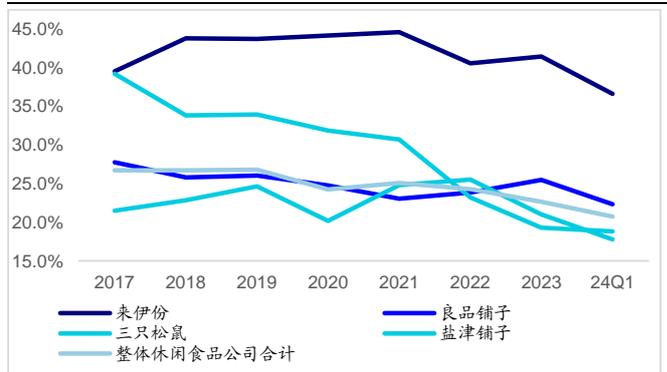
资料来源: Wind, HTI

图36 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2017 年以来期间费用率



资料来源: Wind, HTI

图37 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2017 年以来期间费用率



资料来源: Wind, HTI

表 21 休闲食品上市公司（A 股）销售/管理/期间费用率情况（2023 年以及 24Q1）

证券简称	销售费用率		同比变动 (pct)		管理费用率		同比变动 (pct)		期间费用率		同比变动 (pct)	
	2023	24Q1	2023	24Q1	2023	24Q1	2023	24Q1	2023	24Q1	2023	24Q1
单品型公司												
洽洽食品	9.06%	12.35%	-1.12	1.68	4.25%	3.74%	-0.72	-1.47	13.25%	15.10%	-2.51	-0.56
劲仔食品	10.76%	13.12%	0.09	1.24	4.04%	3.88%	-0.44	0.02	16.33%	17.33%	0.12	0.49
甘源食品	11.50%	13.10%	-2.55	-0.57	3.78%	3.49%	-0.72	-0.83	15.71%	17.07%	-3.60	-1.41
西麦食品	31.48%	30.17%	1.78	4.07	5.90%	4.43%	-0.20	-0.55	37.07%	34.48%	1.61	3.68
有友食品	12.22%	11.76%	2.94	2.37	5.06%	3.69%	0.47	-0.61	17.55%	15.64%	3.52	1.91
合计	12.56%	15.19%	-0.19	1.87	4.41%	3.82%	-0.54	-0.95	17.22%	18.66%	-1.02	0.47
渠道型公司												
来伊份	27.92%	25.40%	0.48	0.53	12.84%	10.58%	0.39	-0.58	41.48%	36.63%	0.88	0.14
良品铺子	19.55%	17.44%	0.94	0.44	5.55%	4.85%	0.47	-0.20	25.50%	22.35%	1.65	-0.11
三只松鼠	17.39%	16.26%	-3.62	1.08	3.20%	1.33%	-0.69	-1.86	21.02%	17.79%	-4.52	-0.97
盐津铺子	12.53%	13.00%	-3.27	-0.77	4.44%	4.23%	-0.08	-0.15	19.31%	18.82%	-3.89	-2.39
合计	19.08%	17.29%	-1.53	-0.21	5.88%	3.95%	-0.12	-1.61	25.77%	21.66%	-1.58	-2.18
板块合计	16.71%	16.64%	-1.26	0.40	5.35%	3.91%	-0.30	-1.41	22.66%	20.73%	-1.62	-1.40

资料来源: Wind, HTI

表 22 休闲食品上市公司（A 股）期间费用率情况

证券简称	2023	同比变动 (pct)
	单品型公司	
洽洽食品	13.25%	-2.51
劲仔食品	16.33%	0.12
甘源食品	15.71%	-3.60
西麦食品	37.07%	1.61
有友食品	17.55%	3.52
合计	17.22%	-1.02
渠道型公司		
来伊份	41.48%	0.88
良品铺子	25.50%	1.65
三只松鼠	21.02%	-4.52
盐津铺子	19.31%	-3.89
合计	25.77%	-1.58
板块合计	22.66%	-1.62

资料来源: 各公司 22-23 年年报, HTI

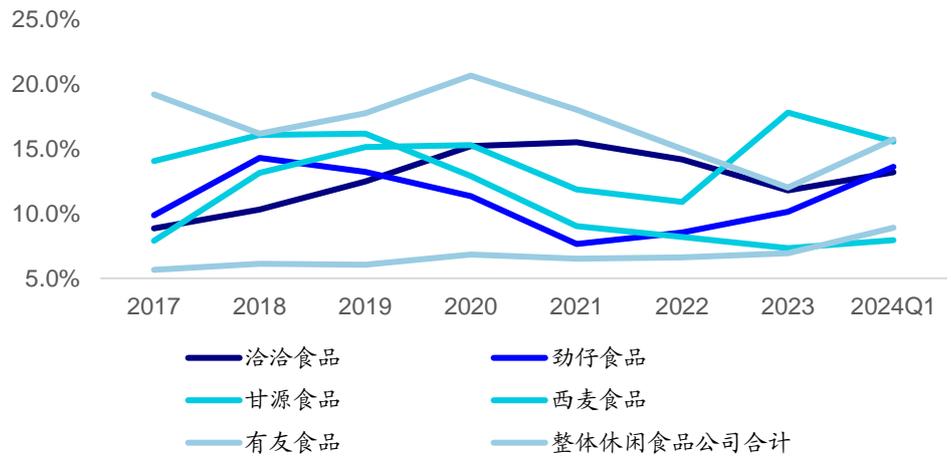
受益于费用效率提升, 板块整体盈利能力提升, 单品型公司盈利能力恢复更快。23 年休闲食品板块上市企业 (A 股) 归母净利率同比提升 0.34pct 至 6.94%, 其中单品型公司/渠道型公司归母净利率同比变化-0.66pct/+0.53pct 至 11.86%/4.14%。

此外 24Q1 休闲食品板块上市企业 (A 股) 归母净利率同比下降 0.70pct 至 8.92%, 单品型公司/渠道型公司归母净利率同比变化+0.14pct/-1.13pct 至 13.03%/7.06%。

(1) 单品型公司：劲仔食品、甘源食品归母净利率改善较好，洽洽盈利能力有所承压。23 年洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品归母净利润率分别同比 -2.38pct/+1.62pct/+6.90pct/-0.88pct/-2.97pct 至 11.80%/10.15%/17.81%/7.32%/12.02%；此外 24Q1 分别同比变化 -0.12pct/+4.66pct/+1.48pct/-2.19pct/-4.61pct 至 13.20%/13.63%/15.58%/7.96%/15.74%。23 年有友食品归母净利润率下降主要系公司营业收入减少、原材料成本上升及销售费用增加所致。

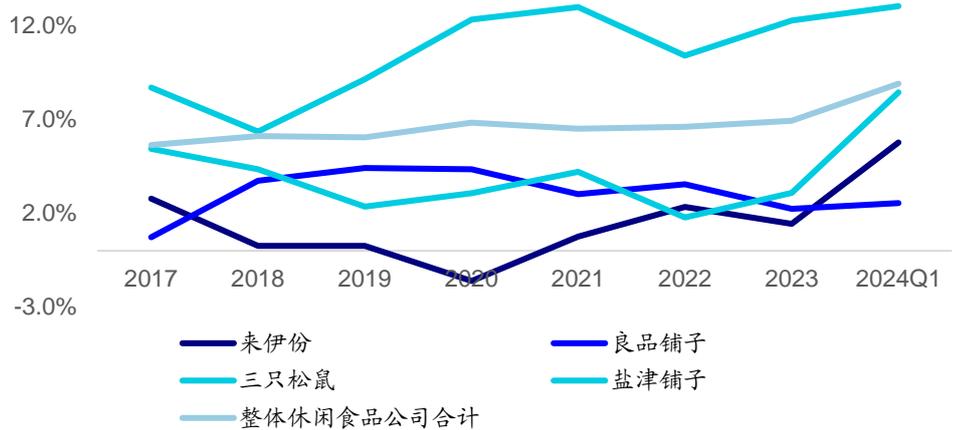
(2) 渠道型公司：三只松鼠、盐津铺子归母净利率提升较快，良品铺子归母净利率承压。23 年来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子归母净利润率分别同比 -0.89pct/-1.31pct/+1.32pct/+1.87pct 至 1.43%/2.24%/3.09%/12.29%；24Q1 分别同比 -0.10pct/-3.69pct/-1.63pct/+0.56pct 至 5.78%/2.55%/8.46%/13.05%。其中良品铺子归母净利润率下滑主要系公司对部分商品进行了价格调整，毛利率有所下降，同时政府补助受节奏影响，综合导致净利润下降所致。

图38 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2017 年以来归母净利率情况



资料来源：Wind, HTI

图39 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2017 年以来归母净利率情况



资料来源：Wind, HTI

表 23 休闲食品上市公司（A 股）归母净利率情况（2023 年以及 24Q1）

证券简称	归母净利率		同比变动 (pct)	
	2023	24Q1	2023	24Q1
单品型公司				
洽洽食品	11.80%	13.20%	-2.38	-0.12
劲仔食品	10.15%	13.63%	1.62	4.66
甘源食品	17.81%	15.58%	6.90	1.48
西麦食品	7.32%	7.96%	-0.88	-2.19
有友食品	12.02%	15.74%	-2.97	-4.61
合计	11.86%	13.03%	-0.66	0.14
渠道型公司				
来伊份	1.43%	5.78%	-0.89	-0.10
良品铺子	2.24%	2.55%	-1.31	-3.69
三只松鼠	3.09%	8.46%	1.32	-1.63
盐津铺子	12.29%	13.05%	1.87	0.56
合计	4.14%	7.06%	0.53	-1.13
板块合计	6.94%	8.92%	0.34	-0.70

资料来源：Wind，HTI

24Q1 单品型公司预收账款/合同负债同比增长较快体现出良好下游需求。23 年休闲食品板块上市企业（A 股）整体合同负债/预收账款 14.43 亿元，同比增长 4.98%，其中单品型公司/渠道型公司合同负债/预收账款分别同比变化+14.76%/-0.95%。

此外 24Q1 休闲食品板块上市企业（A 股）整体合同负债/预收账款 9.90 亿元，同比增长 +8.52%，其中单品型公司/渠道型公司合同负债/预收账款分别同比增长 +21.11%/+2.78%。

板块经营性净现金流表现分化，单品型公司现金流减少较多，渠道型公司现金流大幅改善。23 年休闲食品板块上市企业（A 股）经营性净现金流为 35.80 亿元，同比减少 0.40%；其中单品型公司/渠道型公司经营性净现金流分别同比变化-59.27%/+107.98%至 9.49/26.32 亿元。

24Q1 休闲食品板块上市企业（A 股）经营性净现金流 13.83 亿元，同比+132.19%；其中单品型公司/渠道型公司经营性净现金流分别同比-705.79%/-31.55%至 8.76/5.07 亿元。

表 24 休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（2023）

证券简称	合同负债（亿元）		存货（亿元）	
	2023	同比变化	2023	同比变化
单品型公司				
洽洽食品	2.76	22.96%	16.23	64.85%
劲仔食品	1.09	-5.08%	3.67	22.18%
甘源食品	0.58	-27.76%	1.77	29.74%
西麦食品	1.23	82.35%	2.46	60.11%
有友食品	0.30	-7.84%	3.41	36.63%
合计	5.96	14.76%	27.55	50.94%
渠道型公司				
来伊份	2.10	2.76%	3.31	-12.83%
良品铺子	2.42	-14.85%	6.41	-30.04%
三只松鼠	2.95	13.28%	13.88	29.56%
盐津铺子	1.00	-5.81%	5.94	31.10%
合计	8.48	-0.95%	29.54	4.74%
板块合计	14.43	4.98%	57.09	22.89%

资料来源：Wind，HTI

表 25 休闲食品上市公司（A 股）合同负债/预收账款以及存货情况（24Q1）

证券简称	合同负债（亿元）			存货（亿元）		
	24Q1	同比变化	环比变化	24Q1	同比变化	环比变化
单品型公司						
洽洽食品	1.50	64.02%	104.94%	10.77	9.08%	8.63%
劲仔食品	0.84	-10.44%	1014.50%	3.04	-0.03%	-4243.99%
甘源食品	0.41	8.67%	202.56%	1.52	50.70%	184.45%
西麦食品	0.52	48.45%	-34.09%	1.66	45.50%	99.45%
有友食品	0.19	-31.88%	1881.70%	3.01	8.89%	832.25%
合计	3.46	21.11%	98.96%	20.00	12.18%	73.47%
渠道型公司						
来伊份	1.83	-4.28%	761.69%	2.26	-5.65%	158.81%
良品铺子	2.75	9.54%	511.15%	3.82	1.52%	101.47%
三只松鼠	0.99	1.66%	-60.57%	4.67	18.42%	-46.79%
盐津铺子	0.87	0.02%	209.70%	5.62	18.04%	609.96%
合计	6.44	2.78%	86.72%	16.37	10.14%	32.73%
板块合计	9.90	8.52%	90.82%	36.37	11.25%	52.41%

资料来源：Wind，HTI

表 26 休闲食品上市公司（A 股）现金流情况（2023 年以及 24Q1）

证券简称	经营性现金净流量（亿元）		同比增速	
	2023	24Q1	2023	24Q1
单品型公司				
洽洽食品	4.19	5.43	-72.64%	-371.00%
劲仔食品	1.56	1.29	66.72%	190.56%
甘源食品	2.58	0.87	-17.38%	-1539.78%
西麦食品	1.20	0.55	-37.67%	33.65%
有友食品	-0.04	0.63	-101.98%	-363.27%
合计	9.49	8.76	-59.27%	-705.79%
渠道型公司				
来伊份	3.54	0.55	-46.72%	3.52%
良品铺子	12.80	-0.54	1144.38%	-118.00%
三只松鼠	3.34	2.91	356.03%	-4.56%
盐津铺子	6.64	2.14	56.04%	172.40%
合计	26.32	5.07	107.98%	-31.55%
板块合计	35.80	13.83	-0.40%	132.19%

资料来源：Wind, HTI

表 27 休闲食品行业可比公司估值表（截止 2024/5/24）

代码	简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（倍）			PB（倍）		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
A 股												
002557.sz	洽洽食品	33.05	167.56	1.58	2.09	2.44	20.9	15.8	13.5	3.0	2.7	2.4
003000.sz	劲仔食品	13.51	60.94	0.46	0.66	0.85	29.1	20.5	15.9	4.7	4.0	3.4
002991.sz	甘源食品	73.42	68.44	3.53	4.39	5.47	20.8	16.7	13.4	4.1	3.5	3.0
002956.sz	西麦食品	14.42	32.20	0.52	0.63	0.78	27.9	23.0	18.6	2.2	2.0	1.8
603697.sh	有友食品	6.84	29.25	0.27	0.34	0.41	25.2	20.3	16.7	1.6	1.5	1.4
603777.sh	来伊份	11.11	37.39	0.17	0.36	0.45	65.5	30.9	24.8	2.0	-	-
603719.sh	良品铺子	14.10	56.54	0.45	0.53	0.63	31.4	26.8	22.3	2.3	2.2	2.0
300783.sz	三只松鼠	23.48	94.15	0.55	0.89	1.24	42.8	26.2	19.0	3.7	3.3	2.9
002847.sz	盐津铺子	48.35	132.67	1.84	2.47	3.18	26.2	19.6	15.2	9.2	6.8	5.1

资料来源：Wind 一致预期, HTI

4. 投资建议

调味品板块：我们认为调味品具有刚需必选属性+低值低耗特点，行业仍处于较快发展期，目前行业格局分散，龙头企业有望持续提升市场份额。建议关注综合优势明显或者改善预期的细分龙头，建议重点关注海天味业、中炬高新、天味食品、千禾味业。

乳制品板块：我们认为伴随消费复苏以及产品持续结构化升级，乳制品企业有望加速回暖。我们推荐乳制品板块中需求端稳健复苏，利润率有望持续提升的龙头企业。建议重点关注伊利股份。

休闲食品板块：我们认为经济需求持续恢复，以及新产品/新渠道持续拓展，看好休闲食品板块继续保持良好业绩成长。建议重点关注洽洽食品、劲仔食品、盐津铺子。

5. 风险提示

(1) 食品安全风险，(2) 市场竞争加剧，(3) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，(4) 上游原材料成本大幅波动。

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

The condiment sector saw steady revenue growth and a slight profit margin recovery in Q1 2024. Despite pressures from high consumer base, weak catering recovery, and channel inventory in 2023, the sector's overall revenue faced slight pressure. Costs for soybeans, packaging, and oils declined, but sugar, beetroot, and molasses remained high, impacting gross and net margins. In 2023, sector revenue/net profit attributable to shareholders/recurring net profit grew by 1.73%/21.72%/-4.03% to RMB 56.92/10.85/9.06 billion. Q1 2024 benefited from catering recovery and the Spring Festival, with revenue/net profit attributable to shareholders/recurring net profit up by 6.61%/10.16%/10.82% to RMB 16.33/3.21/3.06 billion. Compound condiments performed well, while basic condiments improved significantly in Q1 2024. The industry is expected to return to robust growth due to essential demand, internal reforms, and national expansion. Dairy sector: Q1 2024 revenue growth was pressured, but net margins improved due to lower costs. Intense competition and milk oversupply slowed revenue growth in 2023, but profit margins benefited from cost control. In 2023, dairy sector revenue/net profit grew by 1.0%/19.7% to RMB 182.7/12.5 billion, with Q1 2024 seeing a -3.4%/+57.6% change to RMB 46.3/6.3 billion. Gross margins improved, and expense ratios were well managed. Snack food sector: Stable revenue in 2023, with impressive performance in Q1 2024 due to the Spring Festival. Revenue/net profit grew by 0.99%/6.13% to RMB 36.51/2.54 billion in 2023, and by 32.64%/23.03% to RMB 12.17/1.09 billion in Q1 2024. Gross margins were pressured, but net margins improved due to cost control. Single-product companies outperformed channel-based ones in 2023, with both showing good growth in Q1 2024. Investment advice: Focus on leading companies in the mass consumer sector with stable demand recovery and improving costs. Watch Foshan Haitian Flavouring & Food, Jonjee Hi-Tech Industrial & Commercial Holding, Qianhe Condiment and Food, Sichuan Teway Food Group, Inner Mongolia Yili Industrial Group, Chacha Food, Jinzai Food Group, and Yankershop Food.

Risk Warning: Food safety, increased market competition, new product/channel/market expansion falling short, and significant raw material cost fluctuations.

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， 顾慧菁，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, Huijing Yan, 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， 程碧升，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, Bisheng Cheng, 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， 张宇轩，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, Yuxuan Zhang, 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 600597.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 600597.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 600597.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.

600597.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600597.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

002557.CH, 600305.CH, 002507.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。

002557.CH, 600305.CH, 002507.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.

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。

评级分布 Rating Distribution

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.

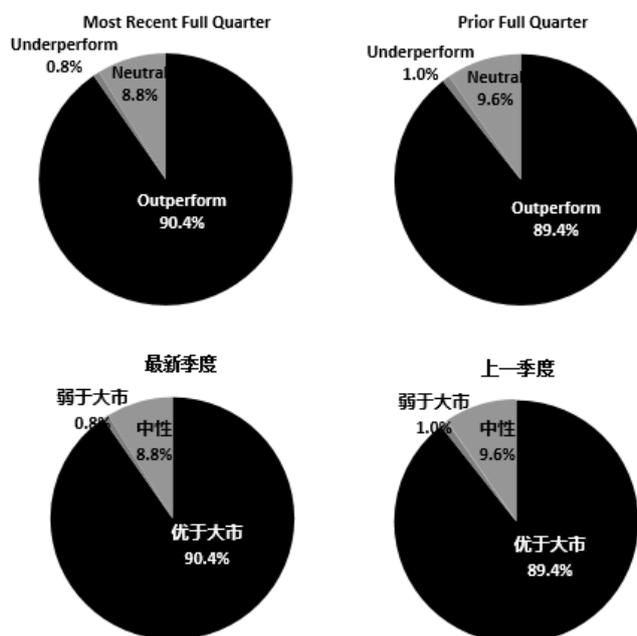
Analyst Stock Ratings

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 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 2024 年 3 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	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*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 March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	0.0%

*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: 海通国际可能会对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) 的特牌法团。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 (“HSIPL”) 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。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

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

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

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及其关联公司、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 and 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开发售或认购。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、广告或公开发售。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: INH00002590

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>