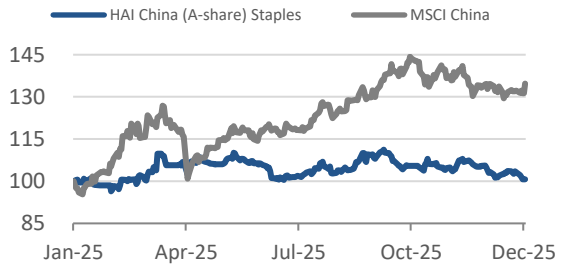
中国必需消费 China (A-share) Staples

中国必选消费 26 年 1 月投资策略：欲买必选消费，先买乳业中游

For consumer staples exposure, prioritize dairy midstream

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	古井贡酒	Outperform
贵州茅台	Outperform	今世缘	Outperform
五粮液	Outperform	安琪酵母	Outperform
五粮液	Outperform	燕京啤酒	Outperform
海天味业	Outperform	迎驾贡酒	Outperform
海天味业	Outperform	安井食品	Outperform
山西汾酒	Outperform	安井食品	Outperform
伊利股份	Outperform	重庆啤酒	Outperform
泸州老窖	Outperform	重庆啤酒	Outperform
泸州老窖	Outperform	珠江啤酒	Outperform
东鹏饮料	Outperform	盐津铺子	Outperform
东鹏饮料	Outperform	舍得酒业	Outperform
洋河股份	Outperform	水井坊	Outperform
洋河股份	Outperform	口子窖	Outperform
双汇发展	Outperform	酒鬼酒	Outperform
青岛啤酒	Outperform	酒鬼酒	Outperform



资料来源： Factset, HTI

Related Reports

中国必选消费品 12 月需求报告：短期数据略有改善
Short-term Data has Shown Slight Improvement (4 Jan 2026)
中国必选消费品 12 月价格报告：白酒批价多数企稳，液态奶折扣显著增加
Wholesale prices of Baijiu mostly stabilized, discounts of liquid milk increased significantly (30 Dec 2025)
中国必选消费品 12 月成本报告：下游需求偏弱，成本小幅波动
December CGCI: Downstream demand remains subdued with modest cost fluctuations (30 Dec 2025)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求： 12 月重点跟踪的 8 个必选消费行业中 4 个保持正增长，4 个负增长。其中，增长的行业包括调味品、速冻食品、软饮料和餐饮；下降的行业包括次高端及以上白酒、大众及以下白酒、乳制品和啤酒。与上月相比，除次高端及以上白酒外，其余行业单月同比增速均有好转。其中调味品、软饮料及餐饮行业增长加速，主要受益于政策支持及消费者健康意识和对便捷需求的提升。而传统品类如白酒、啤酒和乳制品受消费意愿减弱、替代品竞争及季节性因素影响，延续承压。

价格： 12 月白酒批价多数企稳。月底飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 1600/1590/640 元，较上月-50/-50/+5 元，较去年同期-720/-660/-30 元。普五批价为 820 元，较上月+20 元，较去年同期-100 元。国窖 1573 批价为 850 元，较上月-5 元，较去年同期-10 元。12 月调味品与软饮料代表产品折扣力度减小，液态奶与方便食品折扣力度加大。婴配粉与啤酒折扣表现平稳。

成本： 12 月 6 类消费品成本指数涨跌互现。软饮料/方便面/调味品/乳制品/速冻食品/啤酒现货成本指数分别变动+1.06%/+0.49%/-0.29%/-0.45%/-0.54%/-1.05%，期货成本指数分别变动+0.99%/-0.51%/-0.47%/+0.39%/-1.13%/+0.88%。易拉罐/纸/塑料/玻璃价格同比变动+12.5%/+9.8%/-1.3%/-18.0%。蔬菜/大豆/白糖/棕榈油价格同比+10.7%/+9.8%/-14.2%/-14.6%。原奶价格维持 3.03 元/公斤。

资金： 截至 12 月底，港股通资金当月净流入 208.25 亿元（上月净流入 1115.76 亿元），必需消费板块市值占比为 5.61%，较上月提高 0.2pct。乳制品港股通市值占比为 16.7%，较上月增持 0.38pct；食品添加剂行业港股通占比为 13.7%，排名次之，较上月增持 0.48pct。按港股通持股比例排名，青岛啤酒（48.4%）港股通比例最高，优然牧业（24.5%）、安德利果汁（23.8%）次之。

估值： 12 月底 A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 16%（20.3x），较上月末下降 5pct，子行业分位数较低的分别为啤酒（0%，19.9x）、白酒（11%，18.0x）。A 股食饮龙头的估值中位数为 22x（与上月持平）。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 21%（18.1x），在 12 个一级行业中排名第 12 名（持平）。子行业分位数较低的是包装食品（3%，10.1x）、酒精饮料（4%，16.4x）等。H 股食饮龙头的估值中位数为 15x（较上月下降 1x）。

建议： 短期跟随上涨，长期首选乳业。元旦期间和新年首个交易日，A、H 两市明显上涨，投资者风险偏好回升。如果风格延续，必选消费板块预计将跟随上涨，但整体基本面缺少催化剂。从我们跟踪的月度数据来看 25 年第四季度忧多于喜，主要体现在多数行业需求持续低迷，成本红利逐步减小。展望 26 年，我们认为上半年多数行业基本面仍将延续这些趋势。其中乳业有望率先底部回升，迎来业绩和估值的“戴维斯双击”；白酒需求底部和龙头战略影响不确定，买入仍有风险。展望 1 月，我们建议关注两条主线：一是符合高风险偏好风格，如泸州老窖、五粮液、燕京啤酒、东鹏饮料；二是符合基本面和股息率改善逻辑，如伊利股份、蒙牛乳业、康师傅、安井食品、青岛啤酒。

风险提示： 消费恢复缓慢，外贸冲突影响经济，人民币明显贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

吴岱禹 Jasmine Wu
jasmine.wu@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

芮雯 Raven Rui
raven.w.rui@htisec.com

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)

1 25 年 12 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测（亿元）

统计区间	HTI消费行业收入预测（亿元）							
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料	餐饮
25年10月营收	277	163	365	102	376	78	467	162
25年11月营收	240	189	315	95	418	82	388	130
25年12月营收	284	252	310	82	411	96	402	139
10月同比%	-11.7%	-3.0%	-4.2%	1.0%	1.0%	5.0%	2.6%	1.2%
11月同比%	-13.0%	-3.3%	-4.5%	-5.9%	0.8%	4.0%	2.1%	0.3%
12月同比%	-17.0%	-3.1%	-3.4%	-5.7%	1.4%	4.0%	2.6%	0.7%
年初至今同比%	-7.1%	-7.9%	-2.3%	-0.3%	1.3%	2.3%	4.1%	-0.6%

资料来源：wind，HTI

表2 主要消费品产量同比数据（%）

	白酒		啤酒		葡萄酒		乳制品		软饮料		食用植物油	
产量	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比	当月同比	累计同比
2022-12	-8.60	-5.60	8.50	1.10	-23.80	-21.90	-6.10	2.00	4.60	0.30	-0.20	-4.60
2023-02		-8.50		-1.20		-38.20		5.50		0.50		12.60
2023-03	-29.20	-19.00	20.40	4.50	-5.90	-26.50	7.40	4.60	5.00	1.00	3.40	9.90
2023-04	-28.10	-29.60	21.10	8.80	-18.20	-26.80	8.10	5.30	9.50	5.00	4.80	9.10
2023-05	-14.70	-13.60	7.00	8.40	0.00	-22.70	3.50	7.00	8.90	6.00	7.50	7.40
2023-06	-4.50	-14.80	1.60	7.00	0.00	-16.50	-0.10	4.60	4.80	6.00	10.90	5.90
2023-07	-3.70	-13.30	-3.40	4.90	-9.10	-17.80	3.10	4.50	-0.30	6.10	7.80	5.70
2023-08	-5.30	-13.20	-5.80	3.10	-16.70	-16.70	3.40	3.60	-0.10	4.00	10.30	6.40
2023-09	12.60	-9.00	-8.00	2.10	7.10	-14.50	2.10	3.80	-0.50	3.50	2.90	6.30
2023-10	2.50	-7.70	0.40	2.20	-8.30	-14.00	0.90	3.70	-3.80	3.60	3.80	6.30
2023-11	7.10	-6.00	-8.90	1.60	0.00	3.40	-1.90	3.30	4.30	4.00	1.10	6.30
2023-12	4.00	-2.80	-15.30	0.30	-12.00	2.90	1.60	3.10	4.00	4.10	0.70	5.90
2024-02		2.60		12.10		17.60		1.30		8.00		0.70
2024-03	6.70	6.00	-6.50	6.10	-7.70	3.20	-4.80	1.00	3.30	7.00	7.20	3.10
2024-04	2.60	5.90	-9.10	2.10	-11.10	0.00	-6.50	-0.70	9.70	7.80	3.00	3.00
2024-05	4.90	6.50	-4.50	0.70	-11.10	0.00	-8.90	-2.40	7.90	8.00	0.20	4.10
2024-06	2.20	3.00	-1.70	0.10	-26.70	-6.30	-4.90	-3.00	6.50	7.90	3.20	4.70
2024-07	-5.10	1.40	-10.00	-1.60	0.00	-4.20	-5.70	-3.40	-7.10	3.40	-0.20	4.50
2024-08	-10.20	-2.10	-3.30	-1.20	-11.10	-6.30	1.10	-2.60	3.10	5.70	-1.10	4.10
2024-09	-9.90	2.30	1.40	-1.50	-21.40	-8.60	2.10	-1.90	10.40	6.00	7.40	4.90
2024-10	-12.10	0.90	-2.30	-1.80	-11.10	-9.80	-3.00	-2.30	14.00	6.50	2.00	4.50
2024-11	-15.20	-0.60	5.70	-1.50	-33.30	-14.20	-4.10	-2.40	5.00	6.10	4.80	4.50
2024-12	-7.60	-1.80	12.20	-0.60	-28.60	-14.50	4.40	-1.90	7.50	6.30	5.20	4.70
2025-02		-11.20		-4.90		-25.00		-6.30		3.80		6.30
2025-03	-0.80	-7.30	1.90	-2.20	-25.00	-25.00	2.30	-2.40	1.70	3.00	-0.30	5.40
2025-04	-13.80	-7.80	4.80	-0.60	-37.50	-27.50	0.30	-3.10	6.00	3.90	1.80	3.40
2025-05	-13.40	-7.60	1.30	-0.30	-25.00	-26.50	2.10	-2.10	2.40	3.00	7.10	3.70
2025-06	-6.50	-5.80	-0.20	-0.30	-18.20	-26.70	4.10	-0.30	3.20	2.90	8.00	4.70
2025-07	-5.10	1.40	-10.00	-1.60	0.00	-4.20	-5.70	-3.40	-7.10	3.40	-0.20	4.50
2025-08	-18.20	-9.00	-1.80	-0.20	-25.00	-24.30	-1.30	-1.00	0.50	2.50	-0.30	3.00
2025-09	-15.00	-9.90	3.10	3.70	-18.20	-22.60	-0.10	-0.50	-1.90	3.80	1.60	2.60
2025-10	-18.30	-11.50	-1.00	0.00	-12.50	-21.70	-5.70	-0.90	-1.30	3.40	0.40	2.50
2025-11	-13.80	-11.30	-5.80	-0.30	0.00	-20.60	-2.70	-1.20	0.40	3.30	-1.50	1.80

数据来源：国家统计局 注：第一列为当月同比，第二列为累计同比。

资料来源：wind，HTI

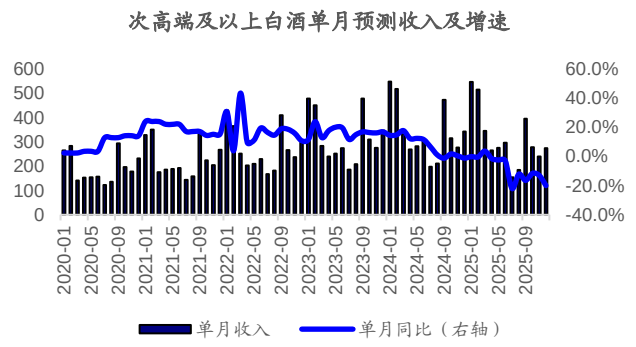
据海通国际预测，25 年 12 月重点跟踪的 8 个必选消费行业中 4 个保持正增长，4 个负增长。其中，增长的行业包括调味品、速冻食品、软饮料和餐饮；下降的行业包括次高端及以上白酒、大众及以下白酒、乳制品和啤酒。与上月相比，除次高端及以上白酒外，其余行业单月同比增速均有好转。其中调味品、软饮料及餐饮行业增长加速，我们认为主要受益于政策支持及消费者健康意识和对便捷需求的提升。而传统品类如白酒、啤酒和乳制品受消费意愿减弱、替代品竞争及季节性因素影响，延续承压。

12 月国内次高端及以上白酒行业收入为 284 亿元，同比下滑 17.0%；1-12 月累计收入为 3776 亿元，同比下滑 7.1%。12 月中国白酒市场整体呈现先扬后抑的走势 **1）上旬企稳微涨：**在消费旺季预期推动下价格温和上涨，全国白酒环比价格总指数同比上涨 0.01%，名酒定基指数同比上涨 8.84%，市场在年末备货驱动下维持韧性。**2）中旬转跌承压：**茅台、五粮液、汾酒等核心单品集体下探，其中茅台批发价单旬下跌 1.83%，五粮液下跌 0.42%，显示价格支撑减弱。**3）月末集中回调：**12 月 25 日至 31 日，行业进入资金回笼期，终端零售均价大幅下探。此外，本月 12 日飞天茅台散瓶批发价跌破 1499 元官方指导价至 1485 元，为近年首次。28 日茅台召开经销商会议后，政策控量引发短期反弹，29 日价格回升至 1560–1575 元，但整体仍属月末回调后的修复性反弹，非趋势逆转。

12 月国内大众及以下白酒行业收入为 252 亿元，同比下滑 3.1%；1-12 月累计收入为 2061 亿元，同比下滑 7.9%。另据国家统计局数据，11 月白酒产量 31.8 万千升，同比下滑 13.8%；1-11 月白酒累计产量 321.5 万千升，累计同比下滑 11.3%。12 月，300 元以下白酒市场延续全年趋势，成为行业动销的核心支撑。受消费场景迁移影响，大众消费场景，如家庭聚会、朋友小酌等成为主要驱动力，进一步巩固了中低端市场地位。且政府提振消费的政策间接利好大众市场，年末节日消费为 300 元以下产品提供了短期需求支撑。

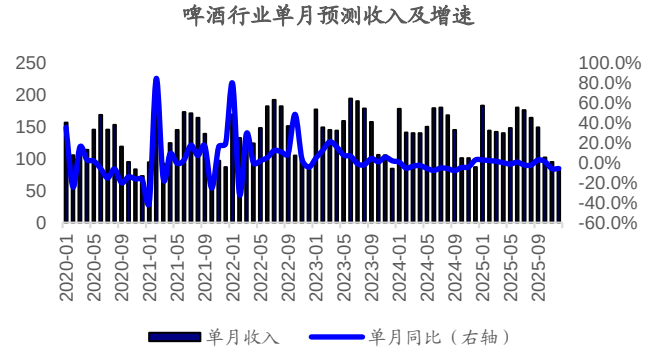
12 月国内啤酒行业收入 82 亿元，同比下降 5.7%；1-12 月累计收入 1705 亿元，同比下降 0.3%。产量方面，2025 年 11 月，中国规模以上企业啤酒产量 159.6 万千升，同比下降 5.8%；2025 年 1-11 月，中国规模以上企业累计啤酒产量 3318.1 万千升，同比下降 0.3%。12 月上旬和中旬遭遇两轮寒潮天气，气温普遍下降 6-10℃，部分地区降温幅度达 12-14℃，气温骤降对户外消费场景形成一定影响。传统淡季叠加寒冷天气，餐饮、夜场等即饮渠道承受一定压力，12 月啤酒消费场景有所收缩。线上渠道年末促销带动精酿、高端礼盒装等产品销售，即时零售保持韧性，为行业提供一定支撑。厂商坚持高端化战略，在市场调整期更加注重精细化运营和渠道管理。经销商以稳健运营、优化库存为主要策略。行业处于传统淡季的正常调整阶段，整体需求偏弱，但渠道结构持续优化，市场竞争保持理性有序。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）



资料来源：wind，HTI

图2 啤酒行业收入预测（亿元）

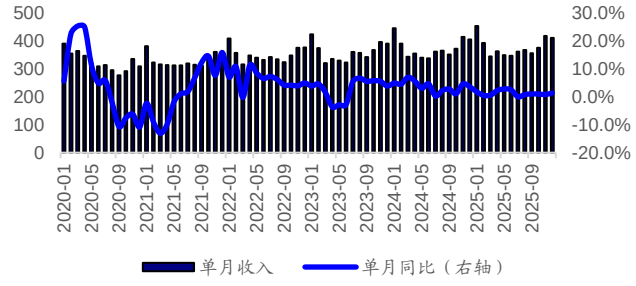


资料来源：wind，HTI

12 月调味品行业收入 411 亿元，同比+1.4%，1-12 月累计收入 4539 亿元，同比+1.3%。接近年末备货叠加圣诞等促销活动，餐饮需求环比有所回暖，但目前餐饮端盈利能力被压缩，长期未见拐点，餐饮成本压力的传导，因此动销偏弱，工业端需求稳健增长，C 端动销平稳。

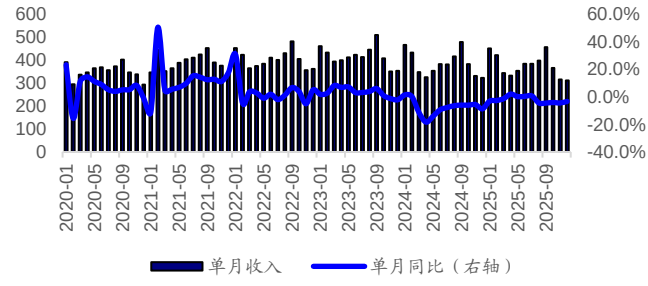
12 月国内乳制品行业收入为 310 亿元，同比下滑 3.4%。1-12 月累计收入为 4500 亿元，同比下滑 2.3%。2026 年春节较晚，加之 2025 年第四季度乳制品需求仍然承压，渠道环节进货谨慎，尽快消化 2025 年库存。我们在 12 月价格月报中观察到液态奶线上零售价折扣率较 11 月继续加大，也侧面印证需求不足，促销加剧。据荷斯坦杂志预测，2025 年牛奶产量 4120 万吨，同比增长 1%，供需矛盾依然存在，不过荷斯坦奶牛存栏量 3%。展望 2026 年，供给持续去化，原奶价格有望上升，市场低价竞争情况减少，这一变化既利好上游牧业，也利好龙头乳企。

图3 调味品行业收入预测（亿元）



资料来源：wind，HTI

图4 乳制品行业收入预测（亿元）

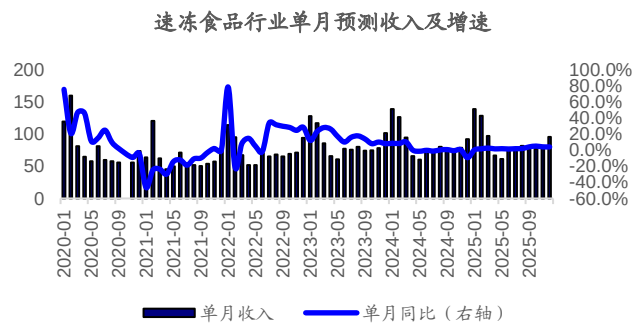


资料来源：wind，HTI

12 月速冻行业收入 95.7 亿元，同比+4.0%，1-12 月累计收入 1060 亿元，同比 2.3%。C 端需求高景气度维持，餐饮端受天气转冷以及速冻产品品类丰富，此外餐饮消费场景受“禁酒令”影响或已到达低点水平，供应链产品需求或将改善，大 B 定制稳定增长，行业价格竞争逐渐失去竞争力，优质聚焦的产品持续获得市场份额。

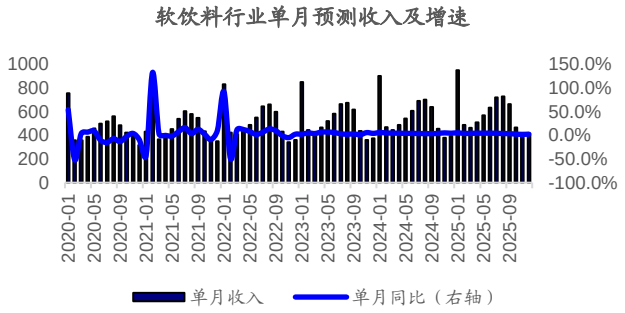
12 月国内软饮料行业收入为 402 亿元，同比增长 3.6%。1-12 月累计收入为 6985 亿元，同比增长 4.1%。12 月价格月报中我们观察到，软饮料折扣变化有所减小，反映淡季市场竞争减弱。另外从国家统计局发布的产量数据来看，11 月同比增长 0.4%，结束此前连续两个月负增长，不过跟全年整体增速比仍然较低。我们主要由于 12 月属软饮料消费淡季，又无重大节日催化，加之历史基数较高，同时预计 2026 年软饮料行业增速将放缓至低个位数。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：wind，HTI

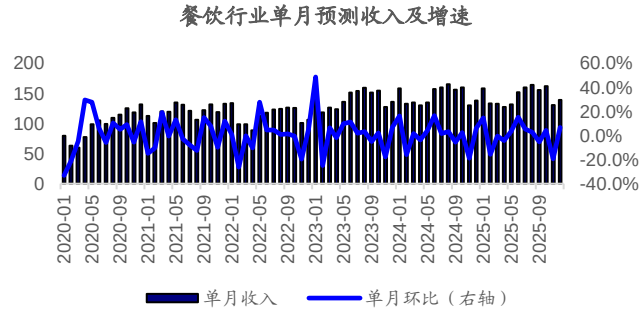
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：wind，HTI

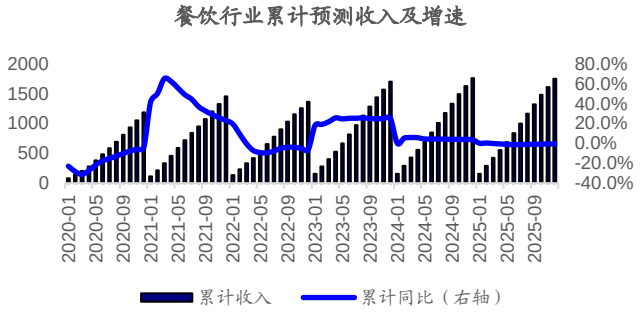
12 月餐饮行业收入 139.0 亿元，同比+0.7%，1-12 月累计收入 1746 亿元，同比-0.6%。政策影响逐渐被消化，餐饮行业整体呈现平稳增长趋势，赛道分化明显，中高端餐饮需求仍然不景气。但 2025 年下半年，餐饮需求进入低基数运营背景，因此同比增速表现稳定。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



资料来源：wind，HTI
注：考虑到数据来源口径问题，我们采用环比增速作图来反映行业经营增长情况

图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



资料来源：wind，HTI

1.2 消费行业价格跟踪

1.2.1 白酒批发价格追踪

据多家酒业媒体和互联网平台，近日白酒批发价格如下：

贵州茅台：本月，飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 1600/1590/640 元，较上月-50/-50/+5 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-640/-640/-50 元，较去年同期-720/-660/-30 元。

五粮液：本月八代普五批价为 820 元，较上月+20 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-100 元，较去年同期-100 元。

泸州老窖：本月国窖 1573 批价为 850 元，较上月-5 元。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价-10 元，较去年同期-10 元。

山西汾酒：本月复兴版、青花 20 批价为 735/345 元，较上月+5/+5 元。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价-15/-5 元，较去年同期-15/-5 元。

洋河股份：本月 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 530/350/275 元，较上月持平/-5 元/持平。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价-15 元/持平/持平，较去年同期-15/+5/+5 元。

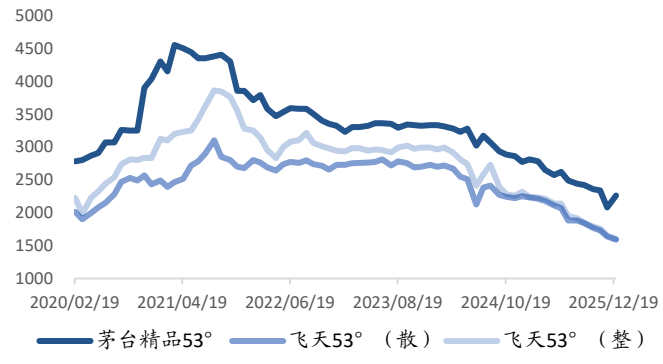
古井贡酒：本月古 20、古 16、古 8 批价为 445/280/195 元，较上月+5/+5/+5 元。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价-15/-10/-5 元，较去年同期-15/-10/-5 元。

表3 重点白酒公司批价一览

2025/12/29	产品	批价（元）	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
1500元以上	飞天53°（整）	1600	-50	-640	-720
	飞天53°（散）	1590	-50	-640	-660
	茅台精品53°	2260	180	-550	-510
700-1500元	交杯 52°	1200	-80	-125	-100
	第八代普五52°	820	20	-100	-100
	1618 52°	820	0	-90	-85
	国窖1573 52°	850	-5	-10	-10
	青花30复兴版	735	5	-15	-15
500-700元	青花郎20 53°	620	0	-180	-195
	茅台1935	640	5	-50	-30
	国台15年 53°	515	0	-80	-75
	梦之蓝M6+ 52°	530	0	-15	-15
	内参 52°	645	-10	-35	-30
300-500元	摘要 53°	365	0	-80	-90
	红花郎15 53°	370	0	-40	-55
	窖藏1988 53°	355	5	-50	-40
	古20 52°	445	5	-15	-15
	井台 52°	405	5	-5	-5
	国缘四开 42°	380	5	-10	0
	水晶剑 52°	365	5	-10	-10
	梦之蓝水晶版52°	350	-5	0	5
	品味舍得 52°	305	5	-10	-10
	臻酿八号 52°	310	5	10	5
	口20 41°	300	0	-10	-5
	青花20 53°	345	5	-5	-5
300元以下	珍十五53°	285	5	-20	-20
	国台国标15 53°	265	5	-30	-35
	王子普王53°	245	0	0	0
	古16 50°	280	5	-10	-10
	天之蓝52°	275	0	0	5
	国缘对开 42°	205	5	0	5
	窖龄60 52°	230	5	-15	-10
	古8 45°	195	5	-5	-5
	海之蓝52°	115	5	-5	-5
	古5 50°	95	5	0	0
	红坛 52°	265	0	-40	-40
	口10 41°	195	5	-5	-5
	口6 41°	85	5	0	0

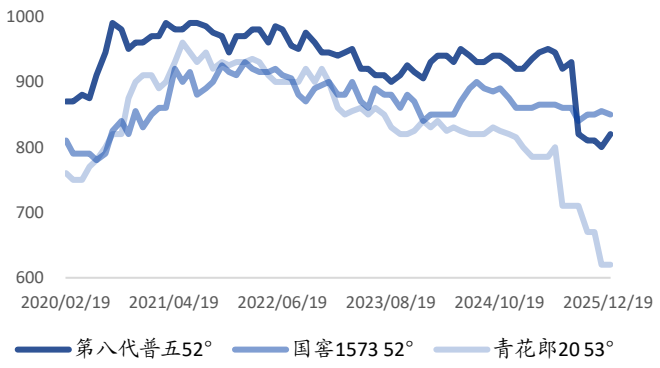
资料来源：天猫，京东，wind， HTI，按照酱香型、浓香型、清香型和其他香型排序

图9 本月飞天散瓶、整瓶、茅台精品批价-50/-50/+180 元



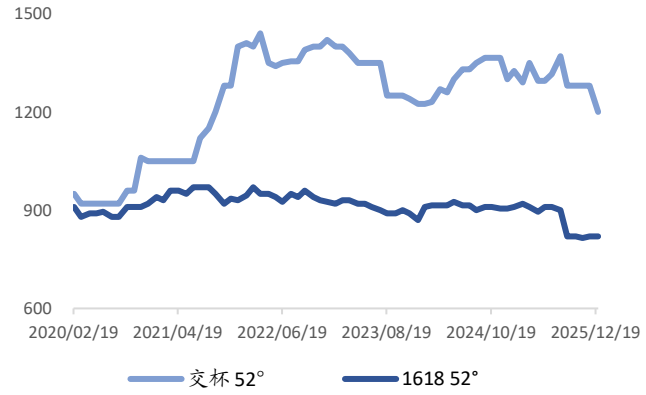
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图10 本月国窖 1573、八代普五批价-5/+20 元



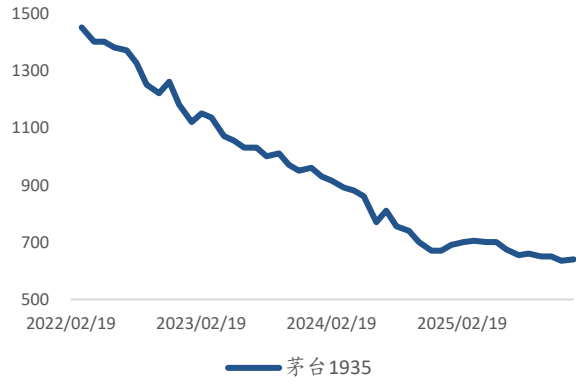
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图11 本月交杯批价-80 元



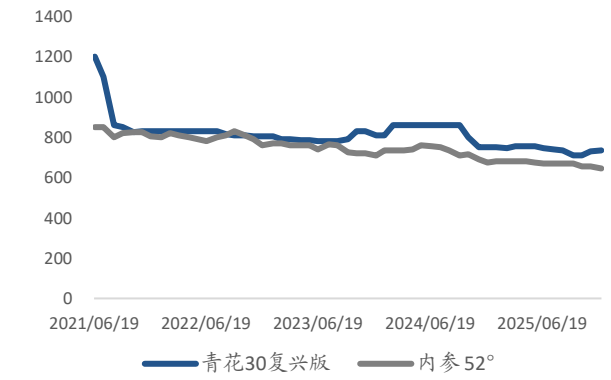
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图12 本月茅台 1935 批价+5 元



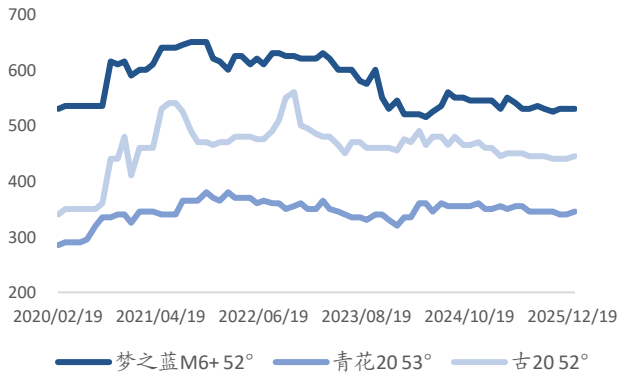
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图13 本月青花 30 复兴版、内参批价+5/-10 元



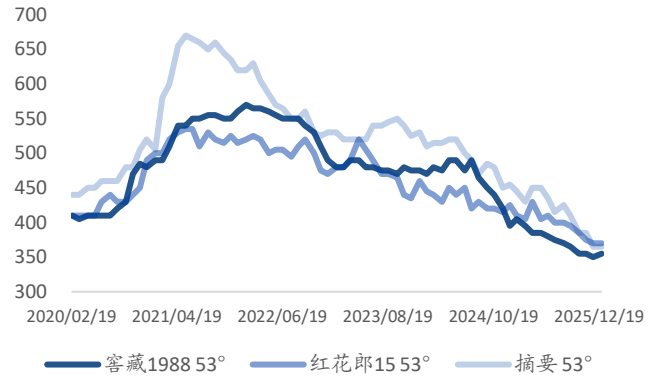
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图14 本月青花 20、古 20 批价+5/+5 元



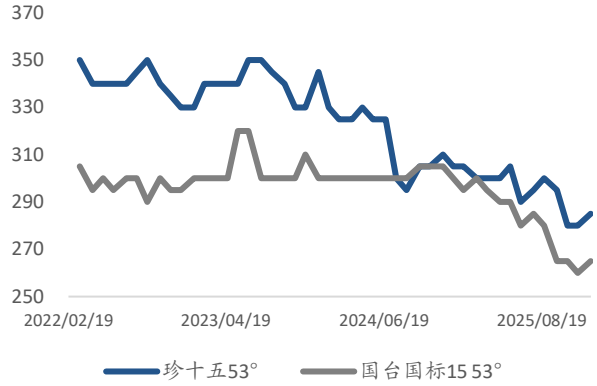
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图15 本月窖藏 1988 批价+5 元



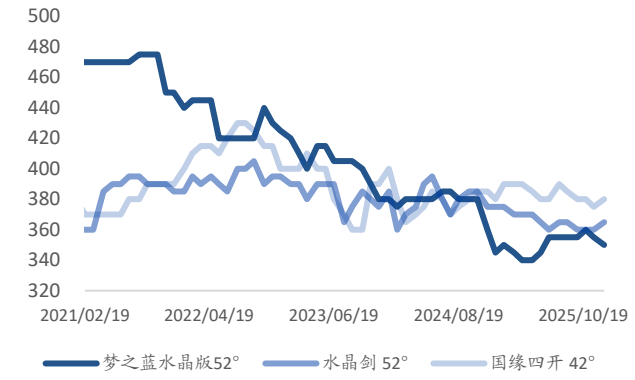
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图16 本月珍十五、国台国标 15 批价+5/+5 元



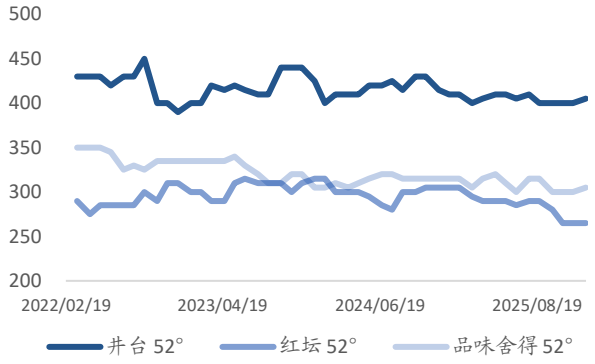
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图17 本月梦之蓝水晶版、水晶剑、国缘四开批价-5/+5/+5 元



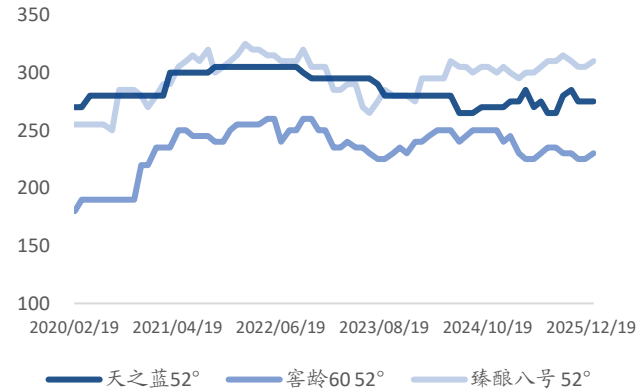
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图18 本月井台、品味舍得批价+5/+5 元



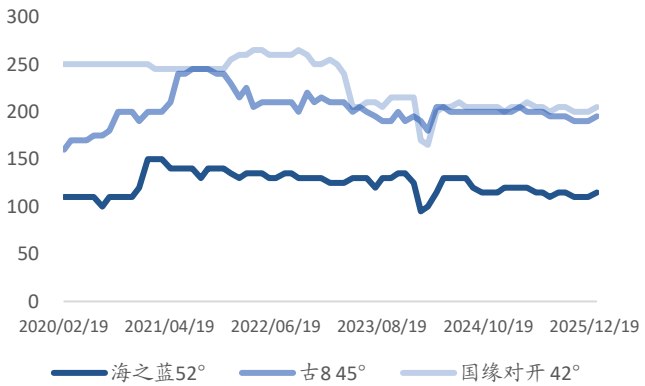
资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图19 本月窖龄 60、臻酿八号批价+5/+5 元



资料来源：天猫，京东，wind，HTI

图20 本月海之蓝、古 8、国缘对开批价+5/+5/+5 元



资料来源：天猫，京东，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

近期大众品价格折扣力度跟踪如下：

调味品与软饮料代表产品折扣较 11 月末有所减小。

调味品代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 11 月末的 85.9%/88.9%变化至本周的 87.1%/88.2%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 85.6%/91.2%变化至本周的 86.7%/90.0%。

婴配粉与啤酒代表产品较 11 月末折扣表现平稳。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 88.9%/94.9%%变化至本周的 89.3%/94.9%。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 81.1%/83.0%变化至本周的 80.3%/81.0%。

液态奶方便食品代表产品较 11 月末折扣力度加大。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 66.0%/64.0%变化至本周的 62.8%/63.4%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 95.8%/97.0%变化至本周的 94.8%/95.9%。

表4 大众品类整体折扣率一览（20251231）

指标	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率	去年同期折扣率
液态奶折扣率平均值	62.8%	66.0%	73.7%	78.2%
液态奶折扣率中位值	63.4%	64.0%	70.6%	72.8%
啤酒折扣率平均值	80.3%	81.1%	80.9%	76.6%
啤酒折扣率中位值	81.0%	83.0%	82.2%	77.8%
方便食品折扣率平均值	94.8%	95.8%	99.1%	97.9%
方便食品折扣率中位值	95.9%	97.0%	100%	98.8%
调味品折扣率平均值	87.1%	85.9%	86.5%	86.8%
调味品折扣率中位值	88.2%	88.9%	87.8%	87.0%
软饮料折扣率平均值	86.7%	85.6%	95.5%	92.5%
软饮料折扣率中位值	90.0%	91.2%	100%	92.8%
婴配粉折扣率平均值	89.3%	88.9%	93.8%	93.8%
婴配粉折扣率中位值	94.9%	94.9%	100%	100%

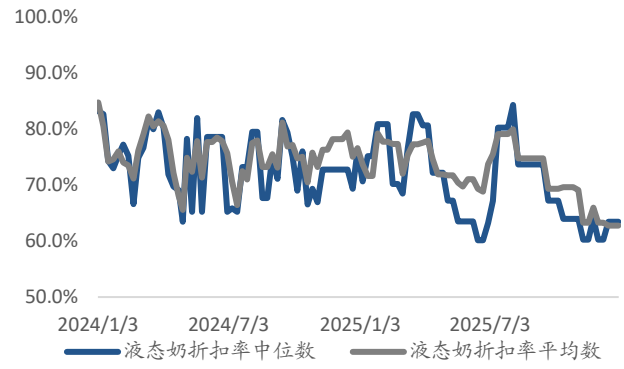
资料来源：多个电商平台，HTI 注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表5 折扣力度最大的代表产品一览（20251231）

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	39.0%	45.0%	40.0%
伊利全脂纯牛奶	250ml*12/箱	乳制品	42.6%	52.8%	42.9%
伊利金典	250ml*12/箱	乳制品	50.7%	43.5%	64.6%
百威哈啤小麦王	450ml*15/箱	啤酒	53.1%	68.3%	55.1%
燕京 10 度清爽	330ml*24/箱	啤酒	53.6%	53.6%	100%
东方树叶	500ml*15/箱	软饮料	63.0%	59.0%	100%
雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	63.2%	63.2%	58.3%
蒙牛纯牛奶	250ml×16/箱	乳制品	63.4%	63.4%	91.4%
飞鹤星飞帆卓耀 3 段	758g/罐	婴配粉	65.7%	65.7%	68.6%
饮用天然水	550ml*24/箱	软饮料	65.9%	64.8%	93.6%

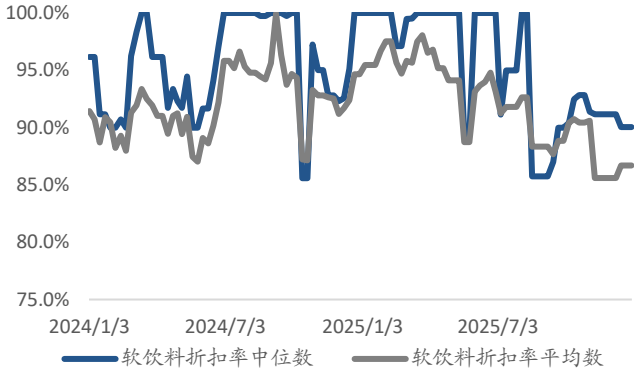
资料来源：多个电商平台，HTI　　注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



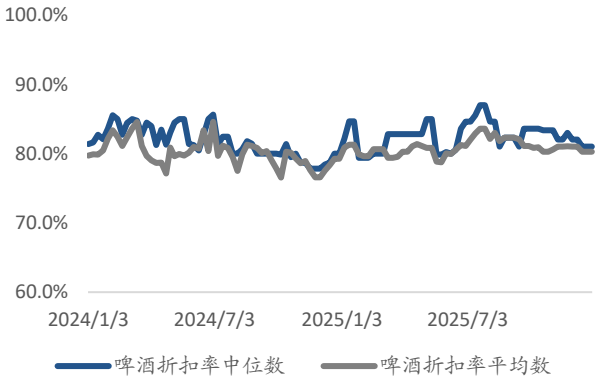
资料来源：多个电商平台，HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



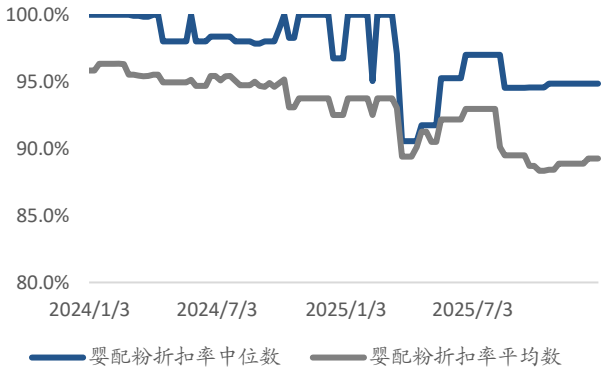
资料来源：多个电商平台，HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



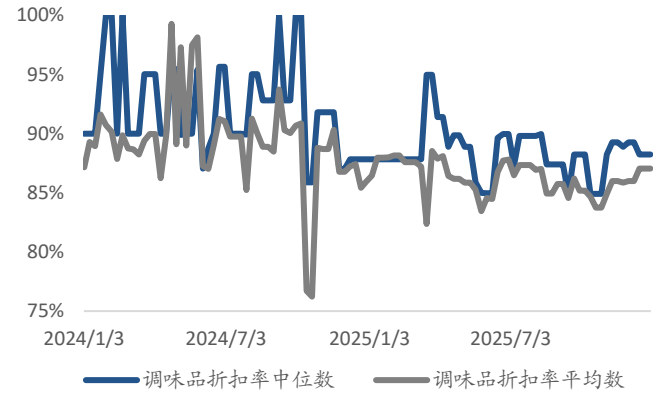
资料来源：多个电商平台，HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



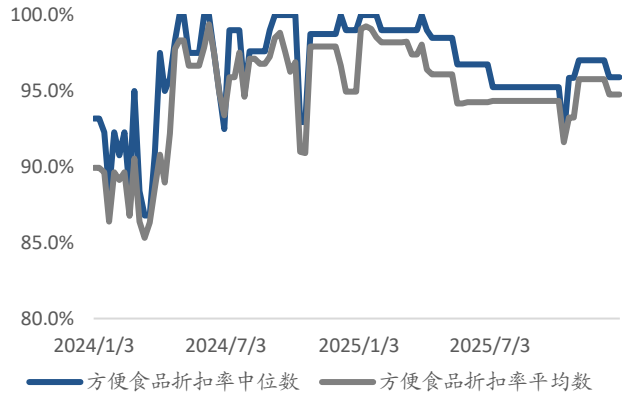
资料来源：多个电商平台，HTI

图25 调味品代表产品折扣率周度变化



资料来源：多个电商平台，HTI

图26 方便食品代表产品折扣率周度变化



资料来源：多个电商平台，HTI

1.3 消费行业成本跟踪

表6 HTI 消费品现货成本指数

日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2025/12/29	112.83	99.18	100.90	105.23	119.82	113.29
上周	2025/12/22	113.13	98.61	100.76	104.35	120.59	112.26
上月	2025/11/28	114.03	99.47	101.35	104.71	120.47	112.11
今年年初	2025/1/1	117.34	103.26	103.93	106.05	120.60	112.82
去年同期	2024/12/28	117.65	103.43	103.91	106.36	121.10	112.53
较上周		-0.27%	0.58%	0.14%	0.84%	-0.64%	0.92%
较上月		-1.05%	-0.29%	-0.45%	0.49%	-0.54%	1.06%
较今年年初		-3.84%	-3.95%	-2.92%	-0.77%	-0.65%	0.42%
较去年同期		-4.09%	-4.11%	-2.90%	-1.06%	-1.06%	0.67%

资料来源：wind，HTI

表7 HTI 消费品期货成本指数

日期		HTI消费品成本指数（期货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2025/12/29	114.76	98.82	89.87	100.81	118.14	108.49
上周	2025/12/22	114.05	97.45	89.89	100.42	119.01	107.56
上月	2025/11/28	113.76	99.29	89.52	101.33	119.49	107.42
今年年初	2025/1/1	124.56	109.48	93.79	108.46	121.07	120.78
去年同期	2024/12/28	125.01	109.47	93.80	108.67	121.37	120.86
较上周		0.63%	1.40%	-0.03%	0.39%	-0.72%	0.87%
较上月		0.88%	-0.47%	0.39%	-0.51%	-1.13%	0.99%
较今年年初		-7.87%	-9.74%	-4.19%	-7.05%	-2.42%	-10.18%
较去年同期		-8.20%	-9.73%	-4.20%	-7.23%	-2.66%	-10.23%

资料来源：wind，HTI

截至 12 月 29 日，啤酒成本现货指数为 112.83，较上周下降 0.27%；啤酒成本期货指数为 114.76，较上周提升 0.63%。玻璃现货/期货价格月度环比-1.9%/-0.2%，同比-18.0%/-21.3%。12 月浮法玻璃冷修节奏不及预期，部分计划冷修产线推迟，日熔量维持高位，供应收缩力度有限。需求端受气温下降、春节临近影响，深加工企业订单天数环比下滑，库存由降转增。高库存叠加供需失衡，持续压制行业基本面。铝材现货/期货价格月度环比-3.8%/+4.4%，同比+12.5%/+14.0%。特高压建设加速带动铝线缆需求增长，新能源汽车、光伏领域需求稳步提升，有效抵消建筑型材需求疲软影响，供需紧平衡格局延续。大麦价格稳中偏弱，12 月全球主产区丰产货源集中到港，叠加国产大麦上市量提升，国内供应持续充裕。

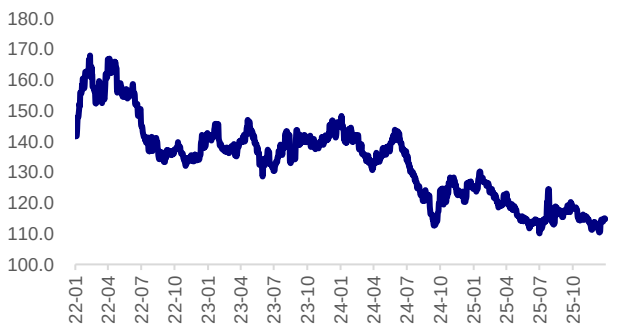
月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降 1.05%，啤酒成本期货指数提升 0.88%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降 3.84%，啤酒成本期货指数下降 7.87%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 4.09%，啤酒成本期货指数下降 8.2%。

图27 HTI 啤酒成本现货指数



资料来源：wind，HTI

图28 HTI 啤酒成本期货指数

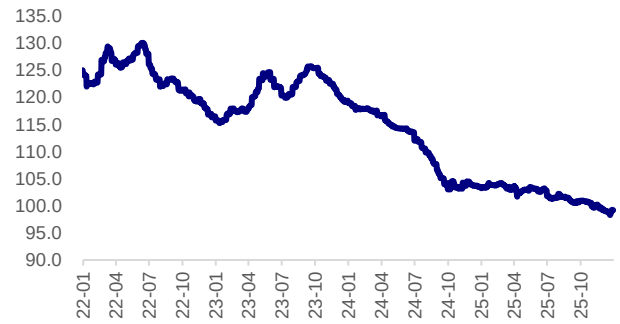


资料来源：wind，HTI

截至 12 月 29 日，调味品成本现货指数为 99.18，较上周提升 0.58%；调味品成本期货指数为 98.82，较上周提升 1.4%。大豆现货/期货价格月度环比-0.2%/+1.2%，同比+9.8%/+5.9%，12 月东北产区售粮进度同比偏快，但农户对高蛋白大豆惜售情绪仍存，优质豆源供应偏紧。中储粮持续开展收购托底，叠加产区雨雪天气影响物流运输成本，对价格形成支撑。国内港口及油厂大豆库存仍处高位，饲料企业补库意愿偏弱。白糖现货/期货价格月度环比-2.6%/-2.7%，同比-14.2%/-11.6%。广西等主产区糖厂开榨进入高峰期，产能释放加快，国内新榨季产量同比增加，供应压力持续攀升。虽 11 月国内食糖进口量同比下滑，进口收缩对现货有小幅支撑，但下游需求暂无明显提振，供需宽松格局主导基本面。

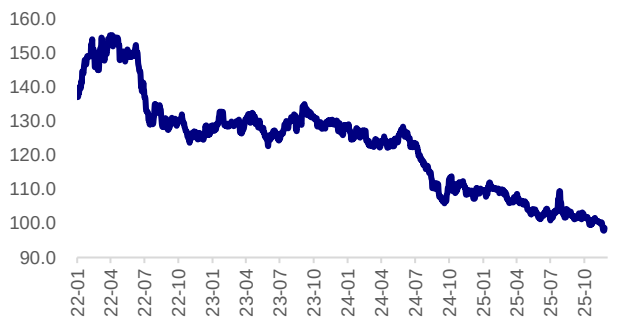
月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 0.29%，调味品成本期货指数下降 0.47%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降 3.95%，调味品成本期货指数下降 9.74%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 4.11%，调味品成本期货指数下降 9.73%。

图29 HTI 调味品成本现货指数



资料来源：wind，HTI

图30 HTI 调味品成本期货指数



资料来源：wind，HTI

截至 12 月 29 日，乳制品成本现货指数为 100.9，较上周提升 0.14%；乳制品成本期货指数为 89.87，较上周下降 0.03%。生鲜乳价格维持在 3.03 元/公斤，同比降低 2.6%，奶牛养殖现金流亏损导致泌乳牛淘汰加快，供给端收缩信号显现，但短期主产区供应仍稳中有增。供需宽松格局未改，价格持续承压。饲料方面，玉米现货价格月度环比持平，同比+5.7%。东北售粮进度同比偏快，但月末农户惜售情绪升温，叠加进口玉米投放、储备粮轮换补充供应。下游饲料企业因生猪去产能需求收缩，深加工企业库存累积，采购节奏放缓，供需错配矛盾缓解后价格上涨动力不足。豆粕现货价格月度环比/同比+0.3%/+2.2%。国内大豆到港充足支撑油厂高开工率，豆粕库存同比大幅增加，供应端宽松，下游养殖企业刚需补库为主。

月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.45%，乳制品成本期货指数提升 0.39%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 2.92%，乳制品成本期货指数下降 4.19%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 2.9%，乳制品成本期货指数下降 4.2%。

图31 HTI 乳制品成本现货指数



资料来源：wind，HTI

图32 HTI 乳制品成本期货指数



资料来源：wind，HTI

截至 12 月 29 日，方便面成本现货指数为 105.23，较上周提升 0.84%；方便面成本期货指数为 100.81，较上周提升 0.39%。棕榈油现货/期货价格月度环比-0.9%/-1.3%，同比-14.6%/-3.1%。马来西亚棕榈油季节性减产期推迟，11 月产量同比仍增 19.4%，国内到港量充足推动库存同比增幅 37%。主产区降雨影响有限未改供应宽松格局，出口需求疲软叠加国际油价走弱压制消费，供需失衡持续拖累价格。小麦现货/期货价格月度环比+0.3%/-4.8%，同比+4.5%/-6.4%。主产区农户惜售情绪明显，托市收购筑牢底部支撑，华北黄淮雨雪天气短暂影响粮源流通，但整体供应有序。下游面粉进入传统消费旺季但需求不及预期，终端餐饮、食品加工采购刚需为主，无明显备货增量，粉企开机率同比偏低，叠加进口粮源补充，价格维持平稳。

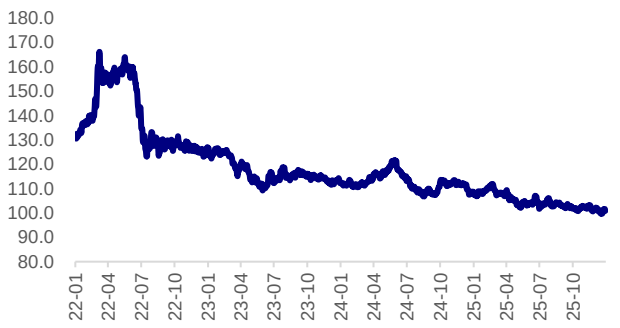
月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 0.49%，方便面成本期货指数下降 0.51%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 0.77%，方便面成本期货指数下降 7.05%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 1.06%，方便面成本期货指数下降 7.23%。

图33 HTI 方便面成本现货指数



资料来源：wind，HTI

图34 HTI 方便面成本期货指数

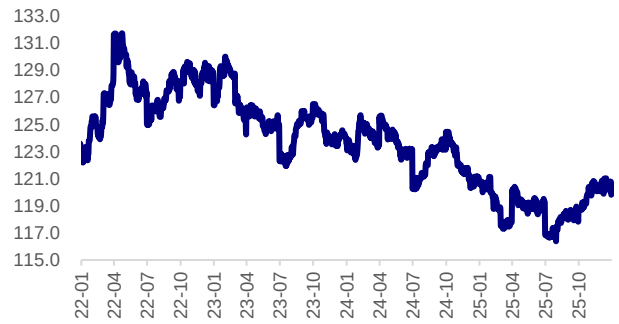


资料来源：wind，HTI

截至 12 月 29 日，速冻食品成本现货指数为 119.82，较上周下降 0.64%；速冻食品成本期货指数为 118.14，较上周下降 0.72%。蔬菜价格月度环比/同比-1.9%/+10.7%。“北冷南湿”天气持续影响山东、河北等主产区，露地蔬菜生长放缓、部分遭遇冻害减产，叠加南北产区换茬形成供应空窗期。种植端保温、人工等成本上涨，雨雪天气推高运输成本，跨区域调运仅部分缓解缺口，支撑蔬菜价格走高。猪肉价格延续偏弱态势，能繁母猪存栏仍处于合理区间上沿，前期存栏高位支撑当前生猪供应充裕，12 月出栏量同比小幅增加。传统腌腊需求旺季不旺，禽肉替代效应明显，终端备货需求释放有限，市场消化压力未减，价格持续承压。

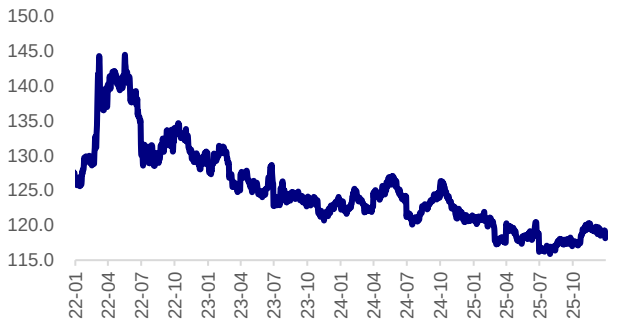
月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.54%，速冻食品成本期货指数下降 1.13%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.65%，速冻食品成本期货指数下降 2.42%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 1.06%，速冻食品成本期货指数下降 2.66%。

图35 HTI 速冻食品成本现货指数



资料来源：wind，HTI

图36 HTI 速冻食品成本期货指数



资料来源：wind，HTI

截至 12 月 29 日，软饮料成本现货指数为 113.29，较上周提升 0.92%；软饮料成本期货指数为 108.49，较上周提升 0.87%。PET 切片价格月度环比+5.2%，同比-1.3%。国际原油震荡上行带动 PX 涨价，PTA、乙二醇原料成本强势传导，为价格上涨提供核心支撑，部分装置小幅检修缩减供应，缓解前期宽松压力。下游饮料、包装行业虽处传统淡季，但部分大厂节前提前备货补库，刚需有所释放，叠加出口订单边际改善，库存增速放缓，支撑价格稳步上行。瓦楞纸价格月度环比持平，同比+9.8%。成本端废旧黄板纸 12 月先高后低，中下旬价格断崖式回落削弱支撑。当月部分纸企停机检修收缩供应，月初行业库存 7.6 天处于低位，中下旬下游需求旺季不旺，包装厂消化前期备货、采购以刚需为主，纸企库存小幅累积。

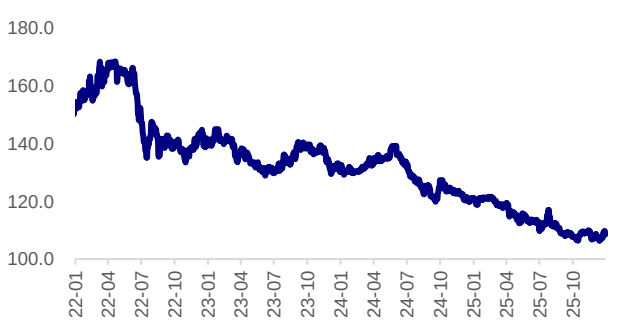
月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 1.06%，软饮料成本期货指数提升 0.99%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数提升 0.42%，软饮料成本期货指数下降 10.18%，较去年同期，软饮料成本现货指数提升 0.67%，软饮料成本期货指数下降 10.23%。

图37 HTI 软饮料成本现货指数



资料来源：wind，HTI

图38 HTI 软饮料成本期货指数



资料来源：wind，HTI

1.4 消费行业及公司重点新闻

表8 2025 年 12 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
12.31	餐饮	餐饮大牌密集布局副牌 轻模式成第二增长曲线 https://c.m.163.com/news/a/KI4F93FU05199LJK.html
12.30	食品	市场监管总局出台新规：规范食品委托生产行为 https://www.foodtalks.cn/news/60772
12.26	家电	2026 家电新国标实施，首次规范新兴品类并量化智能等级 https://www.chinanews.com.cn/cj/2025/12-31/10543690.shtml
12.22	食品	国家卫健委：饱和脂肪及糖含量将列入预包装食品营养标签 https://www.foodtalks.cn/news/60635
12.19	消费	中央经济工作会议：将扩大内需置于首位，明确 2026 年消费增量政策方向 http://www.news.cn/fortune/20251219/a9d3feffc84d4de18367dbea19f5d038/c.html
12.18	茶咖	新茶饮行业门店总量呈现负增长态势 https://www.jiemian.com/article/13780750.html
12.16	零售	2025 年即时零售规模将破万亿 增速远超社会消费品零售总额 https://36kr.com/p/3596851912212996
12.15	白酒	白酒股集体反弹，茅台将推全面市场化，或适度放宽经销商门槛 https://www.foodtalks.cn/news/60499

资料来源：wind，HTI

表9 2025 年 12 月消费公司公告

日期	公司	摘要
12.30	东鹏饮料	詹宏辉由于其他原因开始担任董事会秘书(同意聘任詹宏辉先生为公司董事会秘书)
12.30	IFBH	限售股份预计于 2025-12-30 可自由流通
12.27	金徽酒	2025 年三季报分红预案：10 股派 2 人民币元
12.26	新乳业	2025 年中报分红方案：10 派 0.7 人民币元
12.24	李子园	金函辉由于其他原因开始担任董事会秘书(公司董事会同意聘任金函辉先生为公司董事会秘书)
12.23	燕京啤酒	2025 年三季报分红：10 派 1 元
12.20	承德露露	回购数量：114.40 万股；回购金额：6,209,464.31（CNY）；回购原因：股权激励注销
12.19	古越龙山	马川由于其他原因开始担任副董事长(公司董事会选举马川先生为公司副董事长)
12.19	海天味业	2025 特殊分红预案：10 股派 3 人民币元
12.16	伊力特	李强由于其他原因开始担任董事长(同意选举李强先生为公司第九届董事会董事长)
12.12	重庆啤酒	2025 年中报分红：10 派 13 元
12.11	五粮液	2025 年三季报分红：10 派 25.78 元
12.1	高鑫零售	李卫平由于接替开始担任首席执行官

资料来源：wind，HTI

表10 2025 年 12 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
12.25	奥乐齐	奥乐齐 26 年在华将扩至百店 https://www.foodtalks.cn/news/60694
12.22	百威亚太	百威中国开全国销售大会：2026 将以多个新品稳住高端领先优势 https://www.foodtalks.cn/news/60633
12.18	康师傅	康师傅宣布更换 CEO：43 岁的魏宏丞将接替陈应让 https://www.foodtalks.cn/news/60585
12.17	蜜雪冰城	蜜雪冰城旗下鲜啤福鹿家全面开放加盟，开店投入 6 万起 https://www.foodtalks.cn/news/60541
12.10	君乐宝	君乐宝再次入股茉酸奶，持股 42.86% https://www.foodtalks.cn/news/60407
12.9	重庆啤酒	京东超市与嘉士伯中国达成三年战略合作 https://www.foodtalks.cn/news/60385
12.9	百威英博	百威集团 35 亿元收购美国即饮饮料公司 https://www.foodtalks.cn/news/60387
12.9	梦龙	梦龙冰淇淋在阿姆斯特丹、伦敦和纽约三地同步上市 https://www.foodtalks.cn/news/60390
12.9	太古集团	太古可口可乐中国即将换帅 https://www.foodtalks.cn/news/60396
12.3	农夫山泉	农夫山泉召开经销商会议：2026 要做强包装水，做大无糖茶和 5 元咖啡 https://www.foodtalks.cn/news/60313
12.1	高鑫零售	大润发母公司换帅，李卫平接任 CEO https://www.foodtalks.cn/news/60283

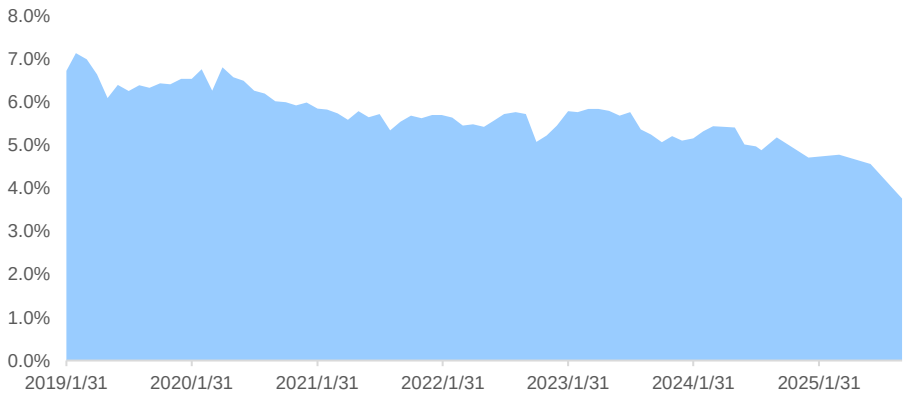
资料来源：wind，HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 陆股通资金跟踪

截止 2025 年 9 月 30 日（该数据按季度公布），食品饮料板块陆股通市值占比为 3.76%，25Q3 较 25Q2 下降 0.8pct。

图39 食饮板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 9 月 30 日
从 2024 年 8 月 19 号开始，北向资金不再按日公布数据，改为按季公布

从陆股通持股标的来看，按市值排名的十大个股中，持股比例居前的分别为贵州茅台（4.9%）、五粮液（2.8%）、山西汾酒（2.2%）；按陆股通持股比例排名，东鹏饮料（10.0%）陆股通占比最高，伊利股份（8.2%）次之，其中泸州老窖季末较季初增持最多（+0.3pct），伊利股份减持最多（-2.5pct）。

表11 食饮板块陆股通持股情况

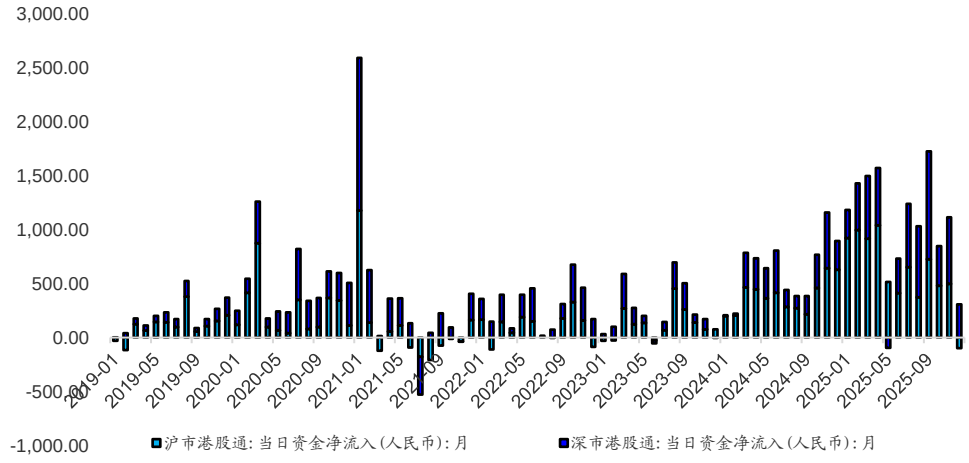
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	季末持股占比（%）	季初持股占比（%）	持股变化（pct）		证券简称	季末持股占比（%）	季初持股占比（%）	持股变化（pct）
1	贵州茅台	4.87	5.80	-0.93	1	东鹏饮料	10.00	9.89	0.11
2	五粮液	2.84	3.07	-0.23	2	伊利股份	8.20	10.65	-2.45
3	山西汾酒	2.22	4.01	-1.79	3	贵州茅台	4.87	5.80	-0.93
4	海天味业	2.67	3.51	-0.84	4	中炬高新	4.68	6.07	-1.39
5	泸州老窖	2.50	2.22	0.28	5	五粮液	2.84	3.07	-0.23
6	伊利股份	8.20	10.65	-2.45	6	海天味业	2.67	3.51	-0.84
7	东鹏饮料	10.00	9.89	0.11	7	燕京啤酒	2.6	3.4	-0.75
8	洋河股份	1.28	1.35	-0.07	8	盐津铺子	2.5	3.3	-0.79
9	双汇发展	2.21	1.80	0.41	9	泸州老窖	2.50	2.22	0.28
10	青岛啤酒	1.5	3.3	-1.77	10	安琪酵母	2.29	4.30	-2.01

资料来源：wind，HTI，季末数据为 2025 年 9 月 30 日数据，季初数据为 2025 年 6 月 30 日数据。

2.2 港股通跟踪

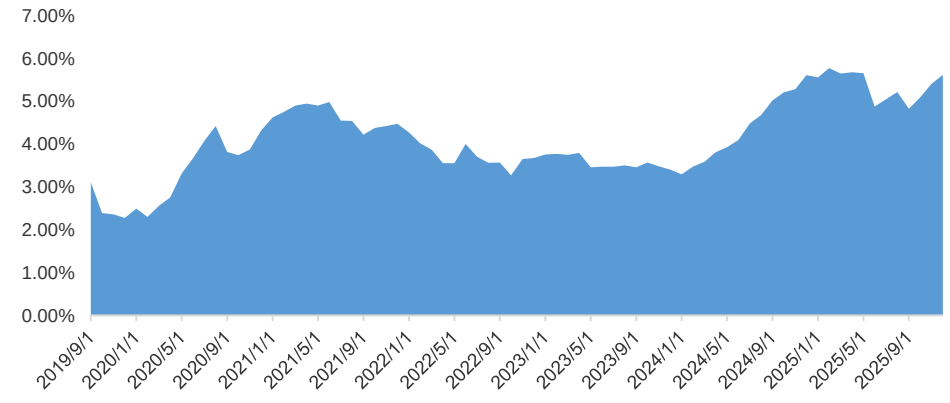
截至 2025 年 12 月 31 日，港股通资金当月净流入 208.25 亿元（上月净流入 1115.76 亿元），必需消费板块市值占比为 5.61%，较上月提高 0.2pct。

图40 港股通每月净流入情况（人民币 亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

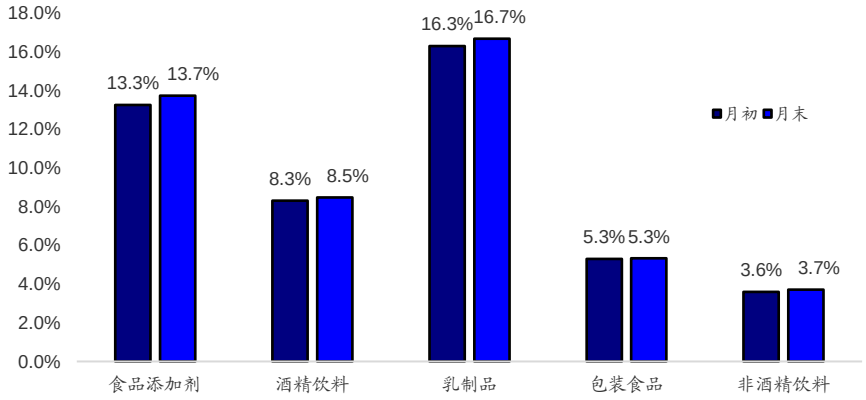
图41 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

乳制品港股通市值占比为 16.7%，较上月增持 0.38pct；食品添加剂行业港股通占比为 13.7%，排名次之，较月初增持 0.48pct；港股通持股占比靠后的子行业分别为酒精饮料（8.5%）、包装食品（5.3%）和非酒精饮料（3.7%）。

图42 食饮子板块港股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（3.1%）、蜜雪冰城（5.1%）、百威亚太（1.3%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（48.4%）港股通比例最高，优然牧业（24.5%）、安德利果汁（23.8%）次之。

表12 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比（%）	月初持股占比（%）	持股变化（pct）		证券简称	月末持股占比（%）	月初持股占比（%）	持股变化（pct）
1	农夫山泉	3.1	3.0	0.09	1	青岛啤酒股份	48.4	47.1	1.32
2	蜜雪冰城	5.1	5.6	-0.43	2	优然牧业	24.5	24.8	-0.35
3	百威亚太	1.3	1.2	0.13	3	安德利果汁	23.8	21.7	2.08
4	华润啤酒	6.9	6.6	0.29	4	颐海国际	23.1	22.5	0.64
5	青岛啤酒股份	48.4	47.1	1.32	5	华宝国际	20.4	20.3	0.09
6	康师傅控股	5.3	4.9	0.47	6	巨星传奇	17.9	17.3	0.62
7	古茗	6.1	5.7	0.38	7	友宝在线	17.7	17.4	0.25
8	蒙牛乳业	17.5	17.4	0.14	8	蒙牛乳业	17.5	17.4	0.14
9	中国旺旺	1.7	1.7	-0.02	9	现代牧业	16.3	14.1	2.13
10	中国飞鹤	15.6	15.6	-0.02	10	中国飞鹤	15.6	15.6	-0.02

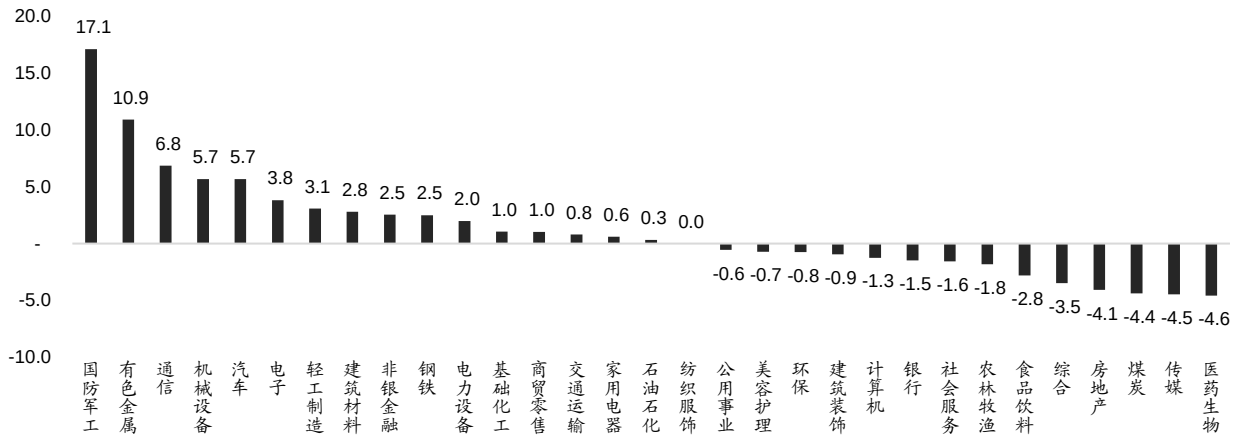
资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

3 历史行情统计

3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，12 月国防军工（+17.1%）、有色金属（+10.9%）、通信（+6.8%）涨幅居前。食品饮料在 31 个行业分类中位居第 26 名，较上月下降 16 名。

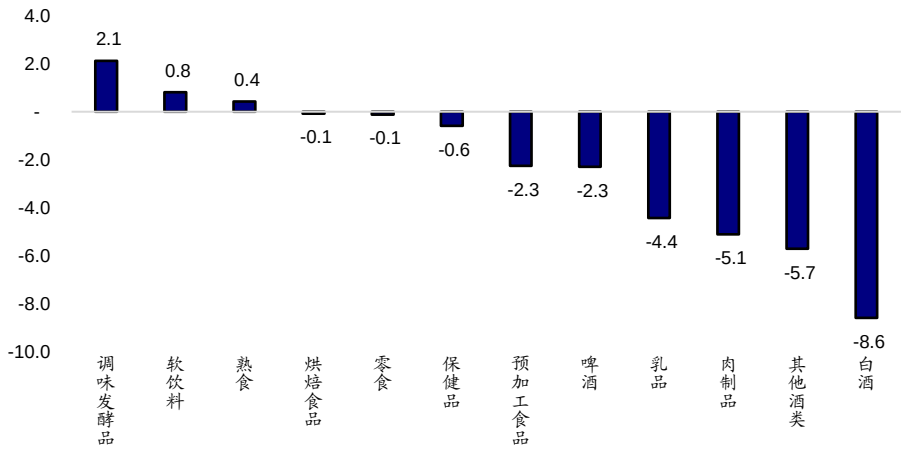
图43 A 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

12 月食品饮料子行业多数收跌。调味发酵品（+2.1%）、软饮料（+0.8%）行业领涨，白酒（-8.6%）、其他酒类（-5.7%）行业领跌。

图44 A 股食饮子行业涨跌幅（%）



-资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

表13 A 股食饮板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值（亿元）	最新收盘价（元）	相对月初涨跌幅（%）		证券简称	最新市值（亿元）	最新收盘价（元）	相对月初涨跌幅（%）
1	贵州茅台	17246	1377	-3.4	1	欢乐家	114	26	10.9
2	五粮液	4112	106	-8.0	2	莲花健康	107	6	7.9
3	海天味业	2144	37	0.2	3	新乳业	159	19	6.7
4	山西汾酒	2095	172	-11.6	4	安琪酵母	380	44	6.7
5	伊利股份	1809	29	-1.0	5	养元饮品	362	29	5.7
6	泸州老窖	1711	116	-14.5	6	金达威	120	20	4.2
7	东鹏饮料	1390	267	1.4	7	千禾味业	131	10	2.7
8	双汇发展	917	26	-1.9	8	东鹏饮料	1390	267	1.4
9	洋河股份	915	61	-8.2	9	广州酒家	100	18	1.3
10	青岛啤酒	722	61	-3.7	10	重庆啤酒	253	52	0.7

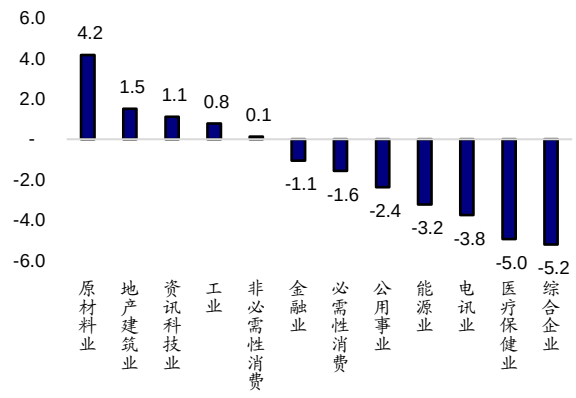
资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日；按涨跌幅排序：筛选市值大于 100 亿元的股票

3.2 H 股行业涨跌幅表现

12 月 H 股一级行业涨跌互现，原材料业（+4.2%）涨幅居前，综合企业（-5.2%）跌幅居前。必需性消费（-1.6%）在 12 个一级行业中排名第 7，与上个月排名相比下降 1 名。

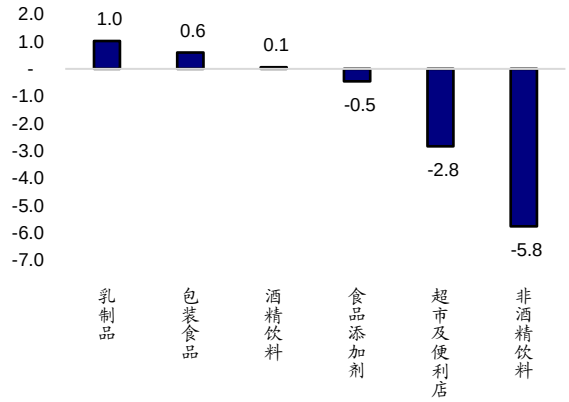
必需性消费子行业多数收跌。乳制品（+1.0%）和包装食品（+0.6%）涨幅居前，非酒精饮料（-5.8%）领跌。

图45 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

图46 H 股必需消费二级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日（上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品、家具消耗品）

表14 恒生食饮板块个股涨跌幅

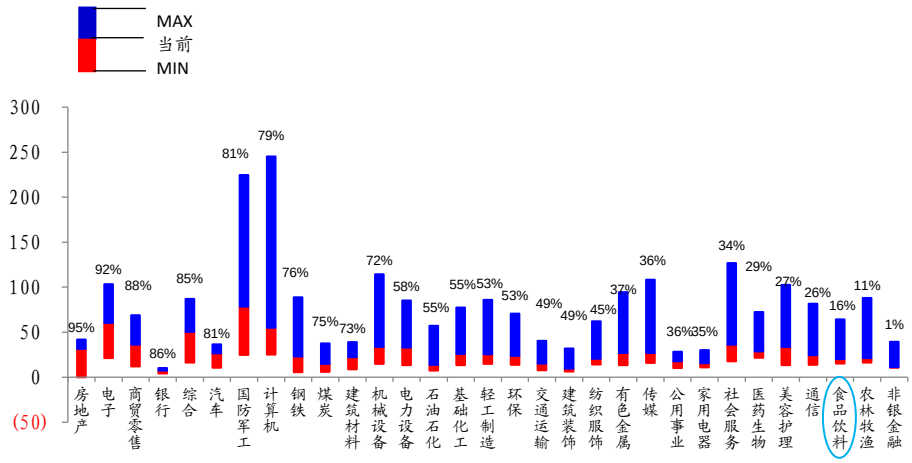
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值（亿港元）	最新收盘价（港元）	相对月初涨跌幅（%）		证券简称	最新市值（亿港元）	最新收盘价（港元）	相对月初涨跌幅（%）
1	农夫山泉	5268	47	-4.1	1	现代牧业	128	2	20.9
2	蜜雪冰城	1556	410	-3.6	2	优然牧业	198	5	16.5
3	万洲国际	1112	9	6.5	3	华宝国际	129	4	11.1
4	百威亚太	1005	8	-5.2	4	中国食品	121	4	8.5
5	华润啤酒	851	26	-5.7	5	高鑫零售	165	2	7.5
6	青岛啤酒股份	800	49	-7.4	6	万洲国际	1112	9	6.5
7	康师傅控股	665	12	-1.2	7	珍酒李渡	294	9	5.1
8	古茗	589	25	1.9	8	古茗	589	25	1.9
9	蒙牛乳业	578	15	-0.7	9	颐海国际	131	13	1.4
10	中国旺旺	548	5	-0.4	10	中烟香港	246	36	0.9

资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

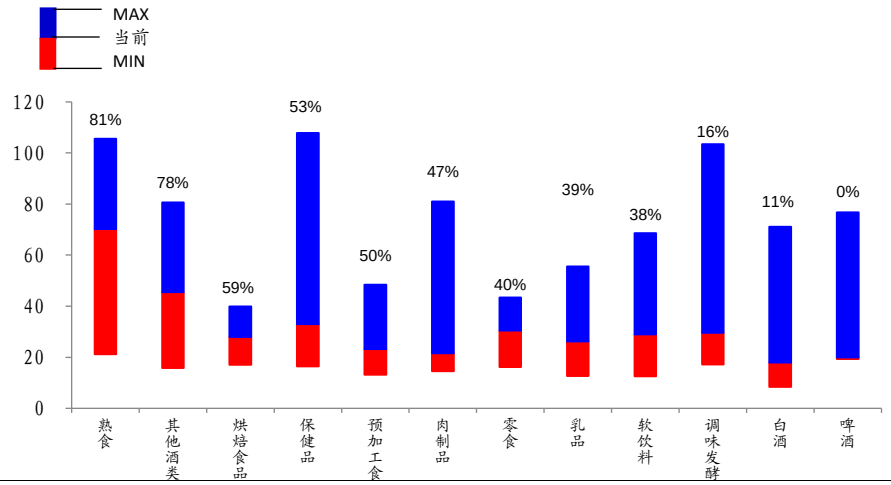
图47 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

截至 2025 年 12 月 31 日，A 股一级行业 PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有 1 个，即非银金融（1%）。食品饮料的 PE 历史分位数为 16%（20.3x），较上月末下降 5pct，在 31 个行业中排名第 29 名（较上月持平）。

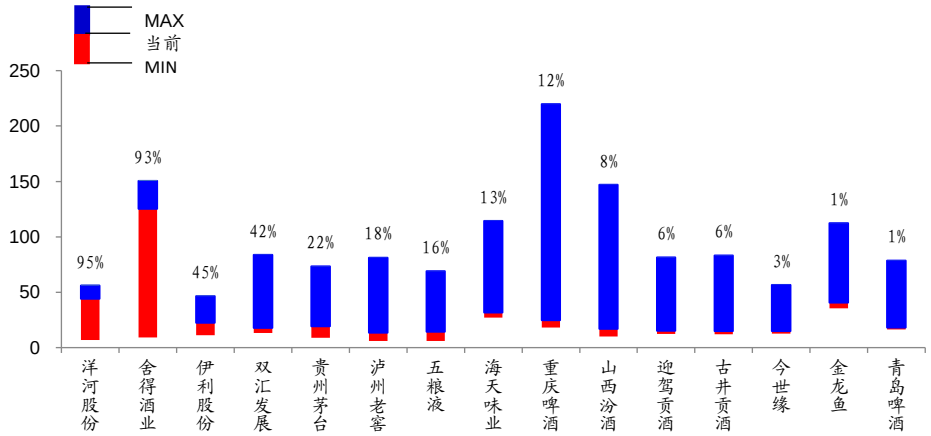
图48 A 股食饮子行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

A 股食品饮料子行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的分别为啤酒（0%）、白酒（11%）等。PE 绝对值最低的行业分别是白酒（18.0x）、啤酒（19.9x）、肉制品（21.6x）、预加工食品（23.2x）等。

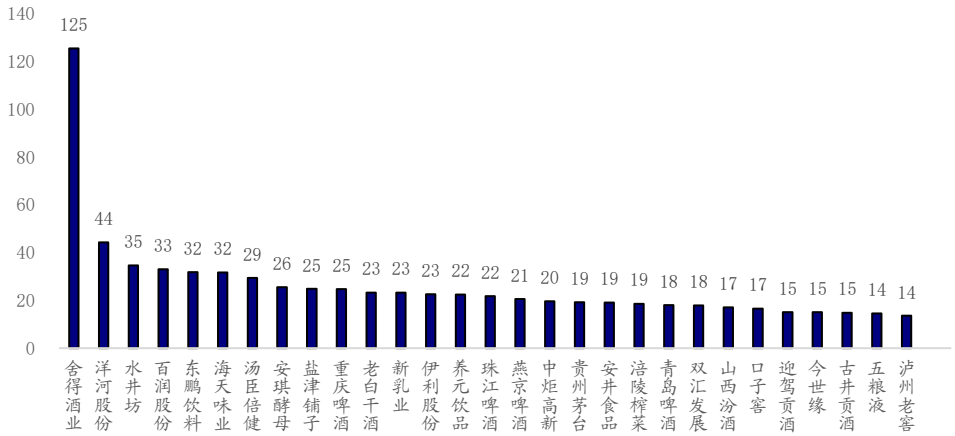
图49 A 股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

截至 2025 年 12 月 31 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢较上月持平，A 股食饮龙头（市值前 30）的估值中位数为 22x。

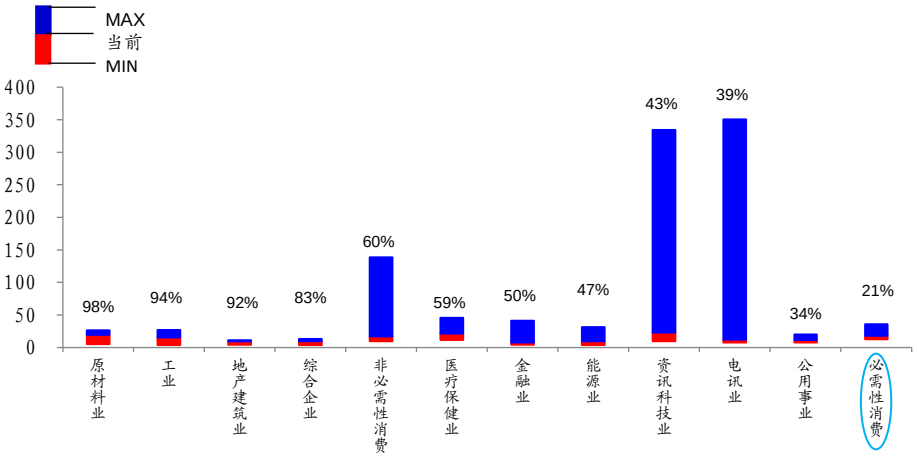
图50 A 股食饮板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日。剔除估值为负的酒鬼酒

4.2 H 股行业估值表现

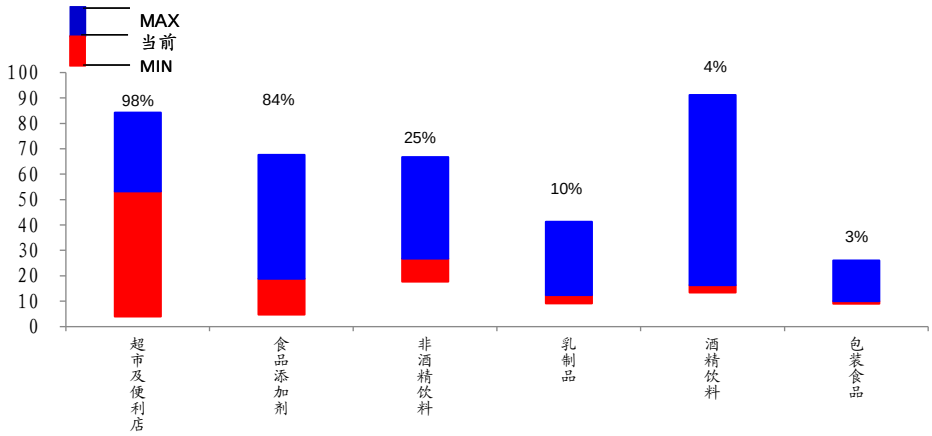
图51 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

截至 2025 年 12 月 31 日，H 股一级行业 PE 历史分位数均高于 2011 年以来 10%以上。必需性消费行业 PE 历史分位数为 21%（18.1x），历史分位数较上月末（24%，18.3x）下降 3pct，在 12 个一级行业中排名第 12 名（持平）。

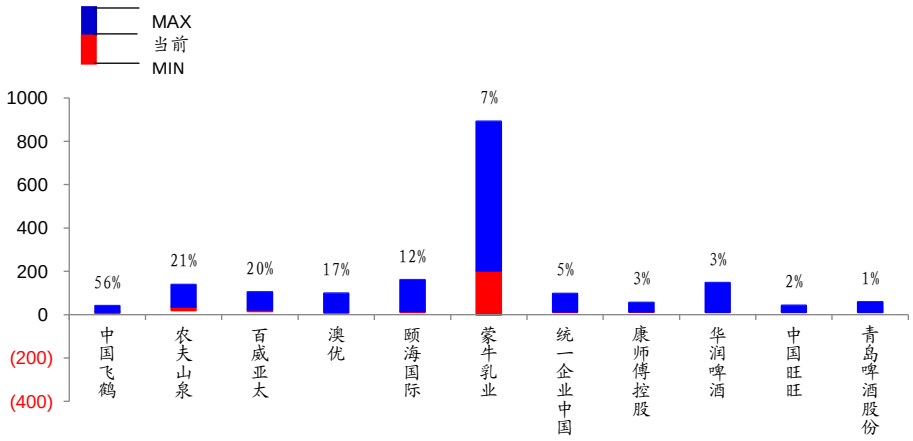
图52 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日

H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来相对靠后的行业有包装食品（3%）、酒精饮料（4%）等。PE 绝对值最低的行业分别是包装食品（10.1x）、乳制品（12.4x）、酒精饮料（16.4x）等。

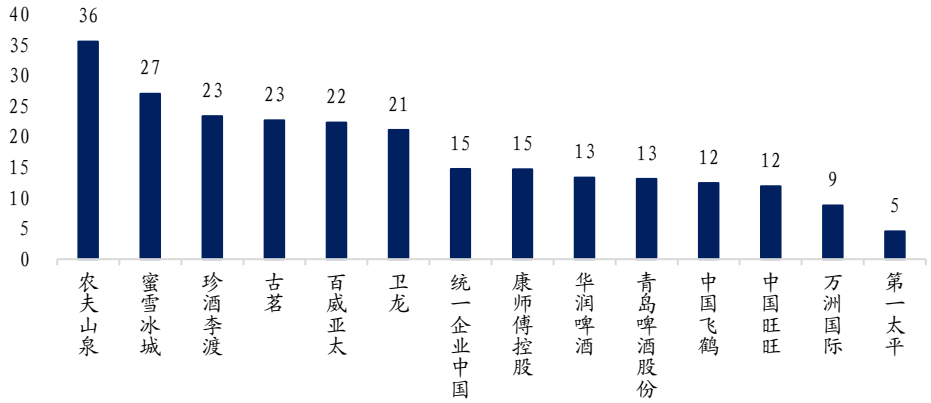
图53 H 股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 12 月 31 日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803, 202503-至今，蒙牛因减值影响 TTM 准确性，本期采用 2025 年预测 PE；澳优 201203-201408）

截至 2025 年 12 月 31 日，港股市场食品饮料板块估值中枢较上月下降，H 股食饮龙头（市值前 15）的估值中位数为 15x（较上月下降 1x）。

图54 恒生食饮板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年12月31日。剔除估值为负的蒙牛乳业

5 投资建议

白酒行业：吴岱禹认为 12 月白酒行业延续全年调整态势，把握底部信号布局结构性机会。

12 月白酒行业延续深度调整态势，价格体系承压、库存高企、基金持仓创十年新低，但底部信号已初步显现。**具体来看：**

- 价格企稳倒挂缓解：1）高端酒批价回升：飞天茅台散瓶批价在 2025 年 12 月已企稳回升至 1500 元+，五粮液第八代批发价也逐步接近出厂价，显示出龙头企业通过控量保价策略稳定价格体系的成效。2）渠道库存压力减轻：头部酒企主动清理渠道库存，为经销商减负，渠道库存压力有所缓解，为行业修复奠定基础。
- 基金持仓降至历史低位：公募基金对白酒板块的持仓比例降至近十年最低水平，中证白酒指数 PE(TTM)仅 18.85 倍，处于近十年 6.27%分位点，接近 2018 年熊市低点，意味着抛售压力或已充分释放，基金有望成为潜在的多头力量。
- 需求端结构性机会：大众消费百元价位带表现相对坚挺，如玻汾、牛栏山销量保持正增长，但商务宴请、礼品消费仍显疲软。2026 年春节假期创“史上最长”，返乡潮叠加宴席场景回暖，有望成为需求修复的催化剂。

我们认为 2026 年白酒行业或仍将处于调整期，但动销与批价跌幅收窄，报表端持续出清，底部信号愈发显著，长期价值有望凸显。

啤酒行业：芮雯认为估值底部配置价值凸显，看好 26 年 ASP 提升。

2025 年行业呈现“上半年平稳、下半年承压”的分化走势，上半年收入基本持平，高端化推进和成本优化支撑板块利润实现增长。进入下半年，行业增速显著放缓，受餐饮消费疲弱、极端天气等因素影响，收入和产量降幅扩大，成本红利边际减弱。铝价同比上涨叠加大麦红利收窄，成本端支撑力度有所减退，对盈利增长形成一定压力。

2025 年底 CPI、PPI 已呈现回升态势，价格降幅持续收窄，经济有望逐渐走出通缩压力。2026 年消费恢复将以“温和修复”为主，“两新”政策预计继续扩围，中央财政在超长期特别国债和专项资金方面将加大支持，为消费提供更坚实的底层支撑。消费者信心逐步回暖，消费意愿有望边际改善。当前板块估值处于历史底部，处于过去 15 年 1%分位，且龙头企业自由现金流维持高位、分红率稳步提升，股东回报确定性增强。行业分化下，具备中高端单品迭代与费用管控能力的龙头更具韧性。随着 2026 年消费温和复苏，行业基本面有望边际改善，板块低估值与复苏预期形成错配，仍具备明确投资价值，建议关注全国性龙头及区域高弹性企业。

调味品行业：宋琦认为餐饮需求或将回暖，重点关注海天味业。

乐观观点。调味品渠道库存仍处于较高水平，但餐饮端需求预计回暖。餐饮需求已处于低谷状态，海天味业通过渠道扩容提升在餐饮渠道的市占率，未来餐饮消费场景复苏过程中将会展现更高的经营弹性。餐饮需求疲软导致餐饮端成本压力持续存在传导至调味品端，因此持续改善生产的厂商将在毛利率方面更具备竞争优势。此外，连锁餐饮开始关注品质经营，聚焦差异化和创新。综上，餐饮需求有望持续回暖。C 端需求表现稳定，呈现出一定的升级趋势，电商平台动销平稳，价盘稳定，行业库存整体良性。

速冻行业：宋琦认为产品力取代价格竞争，餐饮端需求或迎来拐点。

乐观观点。行业产品力竞争优势逐渐确立，价格竞争趋缓，餐饮食品需求环比改善，龙头公司新品动销效果亮眼。经过“禁酒令”的限制，当前餐饮需求或已处于低谷水平，预计拐点将现。此外，经过消化，速冻产品渠道库存水平不高，为接下来的动销表现创造空间。预制菜产品最近受到争议，出货或受影响，行业产品结构相对稳定，促销力度增加对单品的销售表现有较好的提振作用。下游环节中，餐饮渠道受到节假日消费频次提振，需求于底部有所表现，整体需求筑底回升。C 端需求逐渐亮眼，中小商超表现稳定，中小餐饮表现优于大型餐饮，客单价持续承压，宴席场次有所减少，呈现下滑趋势，线上动销有所增长。头部厂商通过较强的品牌影响力以及规模优势，对小厂形成挤压。建议重点关注经营表现有所改善的巴比食品，目前传统业务已在 2H25 实现转正，新产品提振店铺表现，新店型加盟热情度高，开店预期上调，长期来讲客单价呈上升趋势，店铺消费场景拓宽以及毛利率优化等多项因素均为公司盈利提供增量。

乳制品行业：闻宏伟认为 25 年四季度需求偏弱，26 年有望开始反转。

短期中性，长期看多，2026 年我们首推乳制品行业。

需求来看，恢复进程弱于预期。25 年四季度乳制品需求仍然承压，我们预计录得中单位数下滑，主因常温品类需求下降，此外 26 年春节较晚，渠道环节进货谨慎，尽快消化 2025 年库存。我们在 12 月价格月报中观察到液态奶线上零售价折扣率较 11 月继续加大，也侧面印证需求不足，促销加剧。

供给来看，据荷斯坦杂志预测，2025 年牛奶产量 4120 万吨，同比增长 1%，供需矛盾依然存在，不过荷斯坦奶牛存栏量 3%。展望 2026 年，供给持续去化，原奶价格有望上升，市场低价竞争情况减少。

投资角度，25 年上游奶牛养殖公司股价已经大幅上涨，表明投资者对原奶价格拐点逻辑的认可。26 年改善预期有望从上游向下游继续延申，乳制品生产企业将开始受益。另外伊利、蒙牛等头部企业也通过加大分红和回购回馈投资者。我们认为在 26 年必选消费需求侧未见复苏的环境下，供给侧确定性改善的乳制品行业最值得关注。

软饮料行业：闻宏伟认为 25 年四季度景气走弱，26 年需求和成本红利减小。

短期中性，2026 年相对看好高股息的软饮料公司。

需求来看，目前进入淡季，景气有所下滑。我们观察的需求增速 25 年 7-11 月已经连续 5 个月放缓，12 月虽有回升但仅有 2.6%。另据国家统计局发布的产量数据，9-10 月均为负增长，11 月增速为 0.4%。我们预计，在经历 23-25 年较快增长后，26 年软饮料行业增速恐将放缓。

供给角度，饮料行业前十名的头部企业表现分化，农夫、东鹏等头部企业维持较高增速，但部分龙头企业疲软有所下滑。成本方面，现货、期货指数走势分化。25 年 12 月软饮料成本现货指数环比上月上涨 1.06%，期货指数上涨 0.99%，较去年同期现货指数上涨 0.67%，期货指数下降 10.23%。

投资角度，考虑到 25 年多数软饮料公司股价表现较好，机构配置也高于其他必选消费子行业。在 26 年基本面转弱的背景下，继续领跑行业恐怕较难，我们相对看好业绩稳健、股息率高的个股。

6 风险提示

消费恢复缓慢，外贸冲突影响经济，人民币明显贬值。

APPENDIX1

Demand: Among the 8 key consumer staples sectors tracked in December, 4 maintained positive growth while the other 4 posted negative growth. The growing sectors included condiments, frozen food, soft drinks and catering; the declining ones covered mid-to-high-end and above baijiu, mass-market and below baijiu, dairy products and beer. Compared with the previous month, the month-on-month year-over-year growth rate of all sectors improved except for mid-to-high-end and above baijiu. Specifically, the growth of condiments, soft drinks and catering sectors accelerated, mainly driven by policy support as well as the rising consumer awareness of health and demand for convenience. In contrast, traditional categories such as baijiu, beer and dairy products continued to face pressure due to weakening consumer willingness, competition from substitutes and seasonal factors.

Prices: In December, the wholesale prices of most baijiu products stabilized. At the end of the month, the wholesale prices of Feitian Moutai (case), Feitian Moutai (loose bottle) and Moutai 1935 stood at RMB1,600, RMB1,590 and RMB640 respectively, down RMB50 and RMB50 month-on-month, and up RMB5 month-on-month; year-on-year, the prices dropped RMB720, RMB660 and RMB30 respectively. The wholesale price of Pu Wuliangye was RMB820, up RMB20 month-on-month and down RMB100 year-on-year. The wholesale price of Guojiao 1573 was RMB850, down RMB5 month-on-month and RMB10 year-on-year. In December, the discount intensity of representative products in the condiment and soft drink sectors narrowed, while that of liquid milk and instant food increased. The discount performance of infant formula and beer remained stable.

Costs: In December, the cost indices of the 6 consumer goods categories showed mixed trends. The spot cost indices of soft drinks, instant noodles, condiments, dairy products, frozen food and beer changed by +1.06%, +0.49%, -0.29%, -0.45%, -0.54% and -1.05% respectively, while the futures cost indices moved by +0.99%, -0.51%, -0.47%, +0.39%, -1.13% and +0.88% respectively. The year-on-year price changes of packaging materials were as follows: canned cans (+12.5%), paper (+9.8%), plastic (-1.3%) and glass (-18.0%). The year-on-year price changes of raw materials included vegetables (+10.7%), soybeans (+9.8%), white granulated sugar (-14.2%) and palm oil (-14.6%). The raw milk price remained flat at RMB3.03 per kilogram.

Capital Flows: As of the end of December, the southbound trading capital recorded a net inflow of RMB20.825 billion (vs. RMB111.576 billion net inflow in the previous month). The market value of the consumer staples sector accounted for 5.61%, an increase of 0.2 percentage points from the previous month. The dairy product sector accounted for 16.7% of the southbound trading market value, with a month-on-month increase of 0.38 percentage points in holdings. The food additive sector ranked second with a 13.7% share, seeing a month-on-month increase of 0.48 percentage points in holdings. In terms of the southbound trading shareholding ratio, Tsingtao Brewery (48.4%) ranked first, followed by Youran Dairy (24.5%) and Andeli Juice (23.8%).

Valuation: As of the end of December, the PE historical quantile of A-share food and beverage sector stood at 16% (20.3x), down 5 percentage points from the end of the previous month. The sub-sectors with relatively low quantiles were beer (0%, 19.9x) and baijiu (11%, 18.0x). The median valuation of leading A-share food and beverage companies remained unchanged at 22x from the previous month.The PE historical quantile of H-share consumer staples sector was 21% (18.1x), ranking 12th among the 12 primary sectors (unchanged from the previous month). The sub-sectors with low quantiles included packaged food (3%, 10.1x) and alcoholic beverages (4%, 16.4x). The median valuation of leading H-share food and beverage companies dropped by 1x month-on-month to 15x.

Suggestions: In the short term, follow the upward trend; in the long term, prioritize the dairy industry. During the New Year's Day holiday and the first trading day of the New Year, both A-share and H-share markets rose significantly, reflecting the recovery of investors' risk appetite. If this market style continues, the consumer staples sector is expected to follow the upward trend, but the overall fundamentals lack catalysts. According to the monthly data we tracked, the fourth quarter of 2025 was more worrying than optimistic, mainly reflected in the continued sluggish demand in most sectors and the gradual reduction of cost dividends. Looking ahead to 2026, we believe that the fundamentals of most sectors will continue the current trends in the first half of the year. Among them, the dairy industry is expected to take the lead in bottoming out and rebounding, ushering in a "Davis Double Play" of performance and valuation; the timing of the demand bottoming out of baijiu and the impact of leading enterprises' strategic adjustments are uncertain, so there are still risks in buying. Looking ahead to January, we suggest to focus on two main investment themes: first, stocks that fit the high-risk appetite style, such as Luzhou Laojiao, Wuliangye, Yanjing Beer and Dongpeng Beverage; second, stocks that conform to the logic of fundamental improvement and dividend yield enhancement, such as Yili Industrial Group, Mengniu Dairy, Master Kong, Anjoy Foods and Tsingtao Brewery.

Risks: Sluggish recovery of consumption, economic impacts from foreign trade frictions, and significant depreciation of the RMB.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我， 闻宏伟，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 30 calendar days after the research report is published.

我， 吴岱禹，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 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jasmine Wu, 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 30 calendar days after the research report is published.

我， 宋琦，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 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Qi Song, 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 30 calendar days after the research report is published.

我， 芮雯，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 30 个自然日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Raven Rui, 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 30 calendar 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).

国泰海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“国泰海通”）在过去 12 个月内参与了 000895.CH and 2319.HK 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、国泰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、国泰海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、国泰海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Guotai Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Guotai Haitong") have a role in investment banking projects of 000895.CH and 2319.HK within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Guotai Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 000895.CH and 2319.HK for which Guotai 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 Guotai Haitong acted as lead-brokerage firm.

000895.CH 及 2319.HK 目前或过去 12 个月内是国泰海通的投资银行业务客户。

000895.CH and 2319.HK are/were an investment bank clients of Guotai Haitong currently or within the past 12 months.

600298.CH, 000568.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603198.CH, 600600.CH 及 000596.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600298.CH, 000568.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603198.CH, 600600.CH and 000596.CH are/were a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH 目前或过去 12 个月内是国泰海通的客户。国泰海通向客户提供非证券业务服务。
603589.CH is/was a client of Guotai Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

国泰海通在过去 12 个月中获得对 000895.CH 及 2319.HK 提供投资银行服务的报酬。
Guotai Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 000895.CH and 2319.HK.

国泰海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 000895.CH 及 2319.HK 获得投资银行服务报酬。
Guotai Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 000895.CH and 2319.HK.

国泰海通在过去的 12 个月中从 000568.CH, 603589.CH, 603198.CH 及 600600.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。
Guotai Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 000568.CH, 603589.CH, 603198.CH and 600600.CH.
Compendium disclosure: For disclosures associated with each company mentioned herein, including disclosure of risks, valuation methodologies and target price formation, if any, please refer to the full report on our website (equities.htisec.com).

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：
海通国际（以下简称"HTI"）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。
分析师股票评级
优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下
中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。
弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下
各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):
Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.
Analyst Stock Ratings
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution 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 2025 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布			截至 2025 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
投资银行客户*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	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, **Haitong International Equity Research Ratings Distribution,**

	as of September 30, 2025			as of June 30, 2025		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.3%	7.5%	0.2%	92.6%	7.2%	0.2%
IB clients*	3.3%	3.9%	0.0%	2.9%	4.1%	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：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.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，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 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. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 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 GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS 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 支由国泰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，并结合对国泰海通证券 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 GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS 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 disclaim and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that

are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL，HSIPL 或 HTIJKK 编写。 HTIRL，HSIPL，HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（"Major U.S. Institutional Investor"）和「机构投资者」（"U.S. Institutional Investors"）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（"HTI USA"）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA，电话+1 212-351-6052。 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.
130 West 42nd Street, FL 18
New York, NY 10036
联系人电话：+1 212-351-6052

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 130 West 42nd Street, FL 18, New York, NY 10036 USA; telephone +1 212-351-6052. 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.
130 West 42nd Street, FL 18
New York, NY 10036
Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

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

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

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd（"HTISSPL"）于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001（"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》2001 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

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

电话: (65) 6713 0473

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。

（条款链接：https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf）

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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

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").

(Link to the Terms and Conditions document: https://www.htisec.com/sites/all/themes/hitong/files/india/Terms%20and%20Conditions%20for%20Research%20Analyst.pdf)

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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