

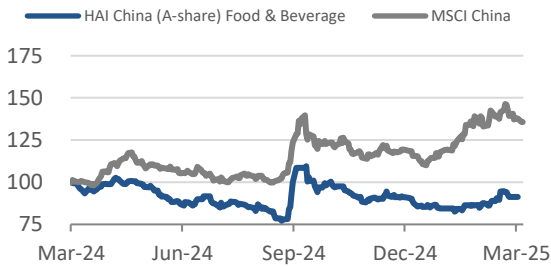
中国食品饮料 China (A-share) Food & Beverage

中国消费行业 2025 年 4 月投资策略：震荡向上方可持续

It is Normal for the Stock Market to Fluctuate, So That the Rise Can Be Sustainable

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	燕京啤酒	Outperform
贵州茅台	Outperform	重庆啤酒	Outperform
五粮液	Outperform	重庆啤酒	Outperform
五粮液	Outperform	水井坊	Outperform
山西汾酒	Outperform	安井食品	Outperform
海天味业	Outperform	珠江啤酒	Outperform
泸州老窖	Outperform	口子窖	Outperform
泸州老窖	Outperform	百润股份	Outperform
东鹏饮料	Outperform	舍得酒业	Outperform
东鹏饮料	Outperform	盐津铺子	Outperform
洋河股份	Outperform	金龙鱼	Outperform
洋河股份	Outperform	老白干	Outperform
青岛啤酒	Outperform	中炬高新	Outperform
古井贡酒	Neutral	酒鬼酒	Outperform
今世缘	Outperform	酒鬼酒	Neutral
迎驾贡酒	Outperform	汤臣倍健	Outperform



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

中国消费品 3 月需求报告：必选消费是不确定中的确定
Compulsory consumption is a certainty amidst uncertainty (1 Apr 2025)
安德利(605198 CH): 产销增长显著，盈利能力稳步提升—维持优于大市；下调目标价 5%(Yantai North Andre Juice: Significant Growth in Production and Sales, Steady Improvement in Profitability—Maintain OP & Cut TP by 5%) (31 Mar 2025)
中国食品(506 HK): 下半年收入增速改善明显，盈利能力继续稳步提升—维持优于大市；上调目标价 14%(China Foods: Significant Improvement in Revenue Growth in the Second Half, Profitability Continues to Steadily Increase—Maintain OP & Raise TP by 14%) (28 Mar 2025)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：3 月重点跟踪的 8 个行业中 5 个保持正增长，3 个负增长。个位数增长的行业包括速冻食品 (+4.0%)、餐饮 (+2.5%)、软饮料 (+2.2%)、调味品 (+1.0%) 和啤酒 (+0.7%)；个位数下降的行业包括次高端及以上白酒 (-6.9%) 和乳制品 (-3.5%)；大众及以下白酒 (-12.5%) 出现双位数下降。与上月相比，5 个行业增速变差，3 个增速改善。白酒和乳业的数据下降较多，有部分原因是供给侧出现周期性过剩，预计今年下半年逐步缓解。

价格：3 月飞天茅台价格继续下跌，散瓶批价较上月-10 元，今年年初以来-30 元，较去年同期-470 元。五粮液控货挺价，八代普五批价较上月+10 元，今年年初以来+30 元，较去年同期+10 元。300 元及以下价格带白酒批价多数下跌。3 月软饮料与调味品代表产品折扣力度减小，折扣率平均值分别为 98.1%/88.5%。婴配粉与啤酒代表产品折扣力度加大，折扣率平均值分别为 89.4%/79.6%。液态奶与方便食品代表产品折扣力度表现平稳，折扣率平均值分别为 77.3%/97.4%。

成本：3 月消费品成本普遍下跌，软饮料/方便面/啤酒/乳制品/调味品/速冻食品现货成本指数分别环比变动-3.33%/-2.94%/-2.92%/-1.80%/-1.18%/-1.13%。直接原材料中棕榈油价格大幅回落，现货价格环比/同比变动-6.4%/+14.5%。粮食价格继续上涨，大豆/豆粕/玉米/小麦现货价格环比提升 3.9%/2.2%/1.7%/0.9%。生鲜乳价格企稳在 3.08 元/公斤；包材价格普遍下降，纸浆/玻璃/塑料/铝材价格分别环比下降 7.3%/6.7%/3.9%/0.2%，同比变动-4.8%/-31.6%/-16.3%/+2.7%。

资金：截至 3 月底，港股通资金当月净流入 1497.8 亿元，必需消费板块市值占比为 5.65%，较上月下降 0.13pct。食品添加剂行业港股通占比为 13.2%，较月初增持 0.58pct；乳制品港股通市值占比为 11.5%，排名次之，较上月增持 0.04pct。按持股比例排名，青岛啤酒 (42.8%) 最高，华宝国际 (19.8%) 和百果园 (19.2%) 次之。

估值：3 月底，A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 18% (21.3x)，较上月末 (17%，20.7x) 上升 1pct，子行业分位数较低的是乳品 (6%，18.4x)、调味品 (6%，25.5x) 等。龙头公司的估值中位数为 21x (较上月上升 2x)。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 13% (17.3x)，历史分位数较上月末 (5%，15.7x) 上升 8pct。子行业分位数较低的是酒精饮料 (7%，18.6x)、包装食品 (0%，9.6x) 等。龙头公司的估值中位数为 18x (较上月上升 1x)。

建议：必选消费是不确定中的确定。3 月 A 股、H 股先扬后抑，月线保持升势。A 股食品饮料指数和 H 股必需消费指数分别上涨 1.9% 和 7.0%。随着市场震荡，部分投资者信心动摇。我们重申 25 年消费行业投资策略观点：一是应该从追求“和平环境下的高增长”转向“非和平环境下的稳增长”；二是中国可以规避全球热战风险，并把刺激经济列为更优先任务；三是国内低利率将持续，且可能继续降低。必需消费公司将通过稳定增长和较高股息提升吸引力。建议关注乳业（去供给）、软饮料（高股息）和白酒（资金驱动），个股包括中国飞鹤、蒙牛乳业、伊利股份、康师傅、统一企业、贵州茅台、山西汾酒等。其他消费行业关注小商品城、滔搏、海澜之家、温氏股份等。

风险提示：消费恢复缓慢，新关税影响中国经济，人民币明显贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖伟俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

芮雯 Raven Rui
raven.w.rui@htisec.com

1 25年3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1月营收	510	220	455	183	456	145	925	164
25年2月营收	480	160	421	145	397	140	475	137
25年3月营收	310	210	335	141	346	100	456	138
1月同比	-6.8%	-2.4%	-2.2%	-1.6%	2.5%	3.2%	2.4%	3.5%
2月同比	-7.2%	-13.5%	-3.5%	2.8%	1.5%	7.0%	1.5%	2.8%
3月同比	-6.9%	-12.5%	-3.5%	0.7%	1.0%	4.0%	2.2%	2.5%
年初至今同比	-6.9%	-16.3%	-2.7%	0.4%	1.7%	4.8%	2.1%	3.0%

资料来源: HTI

表2 主要消费品产量同比数据 (%)

产量	白酒		啤酒		葡萄酒		乳制品		软饮料		食用植物油	
	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比
2019-12	1.10	-0.80	17.10	1.10	1.30	-10.20	13.30	5.60	16.80	7.00	-0.10	1.00
2020-12	9.10	-2.50	-12.10	-7.00	-26.90	-6.10	-1.90	2.80	-9.60	-7.70	-1.00	2.50
2021-12	-12.30	-0.60	10.90	5.60	-14.90	-29.10	11.80	9.40	8.30	12.00	-8.50	-5.00
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

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3月重点跟踪的8个行业中5个保持正增长, 3个负增长。个位数增长的行业包括速冻食品、餐饮、软饮料、调味品和啤酒; 个位数下降的行业包括次高端及以上白酒和乳制品; 大众及以下白酒出现双位数下降。与上月相比, 5个行业增速变差, 3个增速改善。尽管整体需求未见明显增长, 但是也未出现明显下降。白酒和乳业的数据下降较多, 有部分原因是供给侧出现周期性过剩, 预计今年下半年逐步缓解。在国内外经济环境不确定性加大的背景下, 必选消费是不确定中的确定。

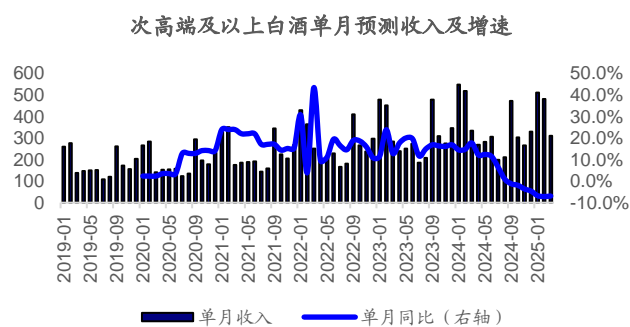
3月国内次高端及以上白酒行业收入为310亿元, 同比下滑6.9%。1-3月累计收入为1300亿元, 同比下滑6.9%。价格方面, 3月飞天茅台等超高端价位(2000元以上)普遍下跌; 五粮液、国窖1573等高端价位(700-2000元)涨多跌少; 茅台

1935、梦之蓝 M6+、青花 20 等次高端价位（300-700 元）同样涨多跌少。库存方面，随着季末厂家发货到位，多数名酒库存较上月底小幅上升但低于去年同期。近期茅台公司高管走访 18 个省调研一季度市场情况，公司官微报道“茅台酒和酱香系列酒在各省市的动销增长，市场总体表现稳中有增，已圆满完成一季度各项销售指标”。经销商反馈，多数名酒企业的挺价措施延续。

3 月国内大众及以下白酒行业收入为 210 亿元，同比下滑 12.5%。1-3 月累计收入为 590 亿元，同比下滑 16.3%。从 24 年 2 月开始，连续 14 个月负增长。另据国家统计局数据，1-2 月白酒累计产量 66.3 万吨，累计同比下滑 11.2%。价格方面，海之蓝、古 8、口子 10 等名酒产品（300 元以下）跌多涨少。库存方面，分化明显：名酒核心产品动销相对较快，目前库存多数健康；名酒开发产品和非名酒产品动销较慢，尽管经过较长时间去化，目前库存依然较大。

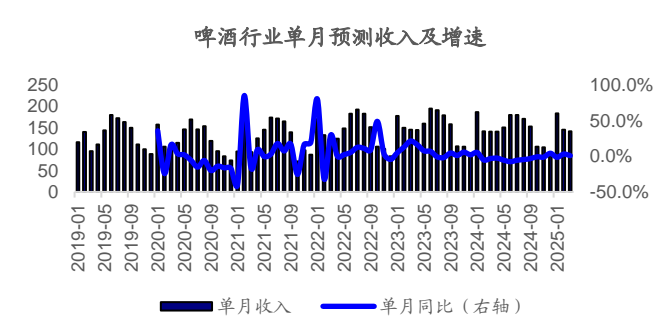
3 月国内啤酒行业收入为 141 亿元，同比增长 0.7%。1-3 月累计收入为 469 亿元，同比增长 0.4%。2025 年 1-2 月，中国规模以上啤酒企业累计产量达 526.1 万千升，同比降幅 4.9%，啤酒消费淡季进入库存消化期。渠道反馈一季度主流啤酒厂商销量保持稳定，预计行业营收同比实现微幅提升。当前渠道库存普遍维持在 30-45 天区间，处于近五年同期低位。头部企业持续深化产品结构升级战略，喜力、U8、纯生、白啤等产品持续放量，8-10 元和 10-12 元价格带成为市场增长核心引擎。各厂商更加注重费用控制和管理精益，费用投放效率和组织效率提升。啤酒行业渠道结构正经历深度调整，非现饮渠道占比已近 60%，需重点关注：1）餐饮夜场渠道复苏对利润弹性的拉动效应；2）社区团购、即时零售等新兴渠道的渗透效率及品类创新效能，特别是低度化、健康化细分领域的产品迭代速度。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图2 啤酒行业收入预测（亿元）

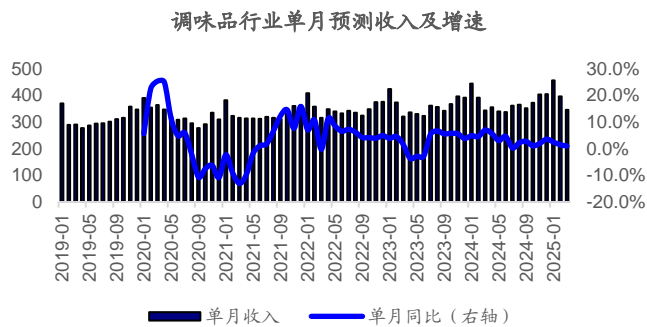


资料来源：HTI

3 月国内调味品行业收入为 346 亿元，同比增长 1.0%。1-3 月累计收入为 1199 亿元，增长 1.7%。复合调味品增速高于基础调味品，复调产品逐渐打开 B 端市场以及线上渠道从而带动行业整体增长。基础调味品中高端产品与低端产品表现优于中端产品，C 端产品呈现消费升级趋势，餐饮渠道中低端与低端产品增速更快。基础调味品头部厂商纷纷加大餐饮渠道投入，海天加大餐饮定制业务投入；厨邦加大餐饮渠道人力物力投入，厨师节等增加投放。

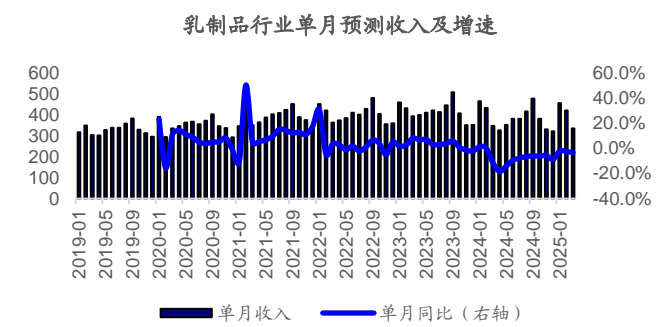
3 月国内乳制品行业收入为 335 亿元，同比下滑 3.5%。1-3 月累计收入为 1211 亿元，同比下滑 2.7%。3 月乳品销售环比走弱，主因春节过后进入淡季。我们预计 Q1 主要厂商出货端低个位数下降，环比好于去年 Q2-4。今年各厂商合理调降出货目标，渠道库存良性。根据渠道调研，经销商信心有所恢复，认为今年经营将好于去年。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

图4 乳制品行业收入预测 (亿元)

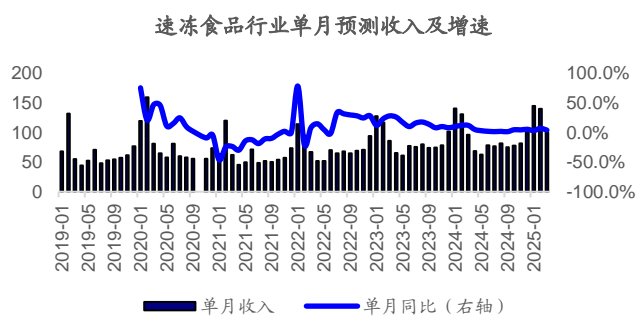


资料来源: HTI

3月国内速冻行业收入为100亿元，同比增长4.0%。1-3月累计收入为385亿元，同比增长4.8%。一季度存在暖冬和春节前置等利空因素，使得传统的速冻产品如米面、火锅丸子等产品需求表现承压。目前头部厂商在渠道和品类方面加强布局，如千味央厨和立高食品在会员制商超、量贩零食等渠道寻求增量，安井食品也在3月份收购标的，进入冷冻烘焙赛道。

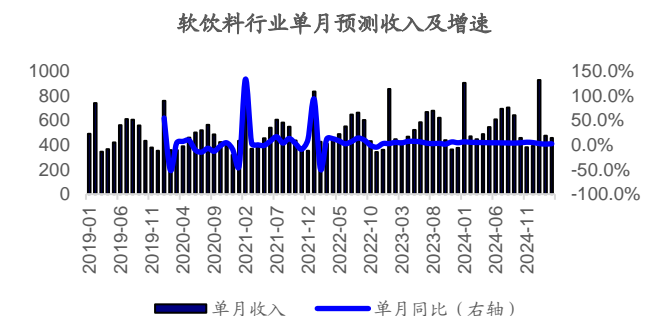
3月国内软饮料行业收入为456亿元，同比增长2.2%。1-3月累计收入为1856亿元，同比增长2.1%。因高基数等原因，饮料行业Q1增速较去年转弱，但3月饮料行业增速环比2月有所提振，主因今年各家企业纷纷将水头时间提前，加快出货节奏，抢占渠道库存。各家企业加码冰冻化陈列，同时展开经销商和网点拓展等方面工作，积极备战旺季。但需要注意的是，今年全国气温较往年偏低，对饮料动销或有负向影响，可能造成渠道库存环比上升。

图5 速冻食品行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

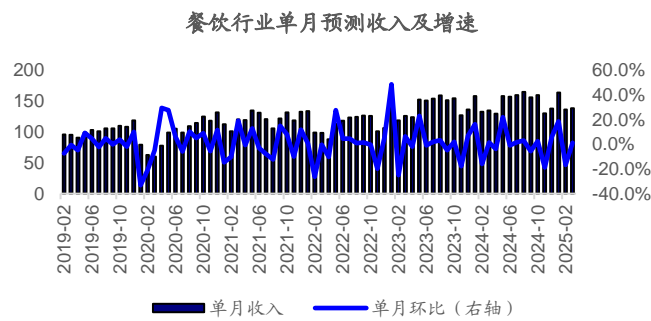
图6 软饮料行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

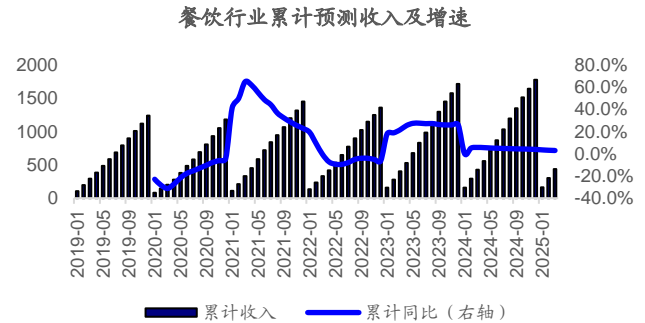
3月国内餐饮上市公司总收入为138亿元，同比增长2.5%。1-3月累计收入为439亿元，同比增长3.0%。4Q24以来龙头餐饮品牌调整竞争策略，上调部分产品价格，但客单价尚未出现明显回升，如百胜中国在4Q24期间实现系统销售额增长4%，其中净新增门店贡献增长5%。此外我们预计海底捞在1Q25期间翻台率同比表现平稳，但未见明显改善。广州酒家在2024年新设广州酒家、陶陶居餐饮店8家，完成收购陶陶居5家授权门店，从而实现餐饮业务同比+15.2%，为整体业绩带来提振。

图7 餐饮行业单月收入预测 (亿元)



资料来源：HTI

图8 餐饮行业累计收入预测 (亿元)



资料来源：HTI

1.2 消费行业价格跟踪

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 2230/2200/700 元，较上月持平/-10 元/持平。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-10/-30/+10 元，较去年同期-690/-470/-190 元。

五粮液：本月八代普五批价为 950 元，较上月+10 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价+30 元，较去年同期+10 元。

泸州老窖：本周国窖 1573 批价为 860 元，较上月持平。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价持平，较去年同期+10 元。

山西汾酒：本周复兴版、青花 20 批价为 750/350 元，较上月+10 元/持平。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价持平/持平，较去年同期-110 元/持平。

洋河股份：本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 550/340/280 元，较上月+20 元/持平/+10 元。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价+10 元/持平/+10 元，较去年同期+30/-40 元/持平。

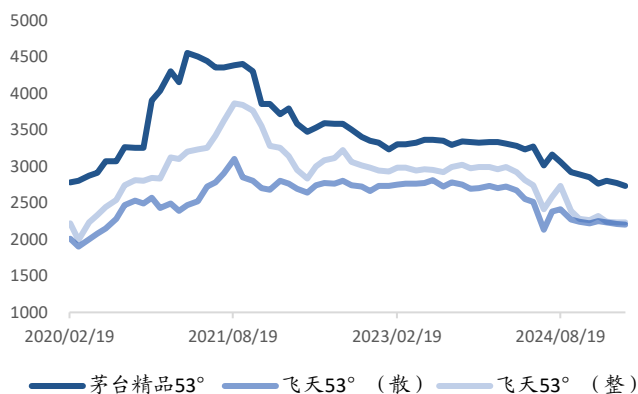
古井贡酒：本周古 20、古 16、古 8 批价为 450/280/200 元，较上月持平/-10 元/持平。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价-10/-10 元/持平，较去年同期-30/-40/-10 元。

表3 重点白酒公司批价一览

2025/03/24	产品	批价 (元)	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
2000元以上	飞天53° (整)	2230	0	-10	-690
	飞天53° (散)	2200	-10	-30	-470
	茅台精品53°	2730	-40	-70	-550
700-2000元	青花郎20 53°	780	0	-20	-50
	交杯 52°	1350	60	30	80
	第八代普五52°	950	10	30	10
	1618 52°	910	-10	0	-10
	国窖1573 52°	860	0	0	10
	青花30复兴版	750	10	0	-110
500-700元	茅台1935	700	0	10	-190
	国台15年 53°	570	-20	-20	-30
	梦之蓝M6+ 52°	550	20	10	30
	内参 52°	670	0	0	-60
300-500元	摘要 53°	450	20	10	-70
	红花郎15 53°	430	20	20	0
	窖藏1988 53°	370	-10	-20	-90
	珍十五 53°	300	0	0	-30
	古20 52°	450	0	-10	-30
	井台 52°	400	0	-10	-10
	国缘四开 42°	390	0	0	20
	水晶剑 52°	370	0	-10	-10
	梦之蓝水晶版 52°	340	0	0	-40
	品味舍得 52°	310	10	0	0
	臻酿八号 52°	300	10	0	0
	青花20 53°	350	0	0	0
300元以下	口20 41°	310	0	0	10
	国台国标15 53°	290	-10	-10	-10
	王子普王 53°	250	0	0	0
	古16 50°	280	-10	-10	-40
	天之蓝 52°	280	10	10	0
	国缘对开 42°	210	10	10	10
	窖龄60 52°	210	-20	-30	-40
	古8 45°	200	0	0	-10
	海之蓝 52°	120	0	0	0
	古5 50°	90	-10	-10	-10
	红坛 52°	290	0	-10	-10
口10 41°	190	-10	-10	-10	
口6 41°	80	0	-10	-10	

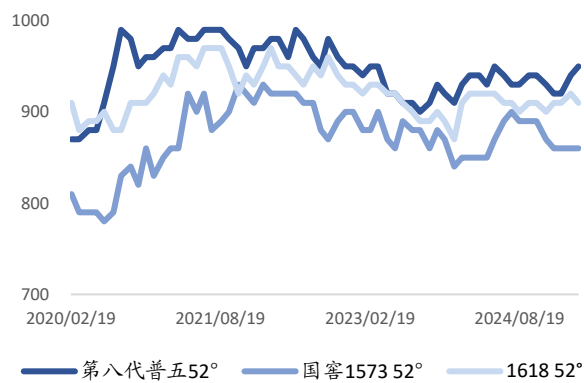
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI，按照酱香型、浓香型、清香型和其他香型排序

图9 本月茅台精品、飞天散瓶批价-40/-10元



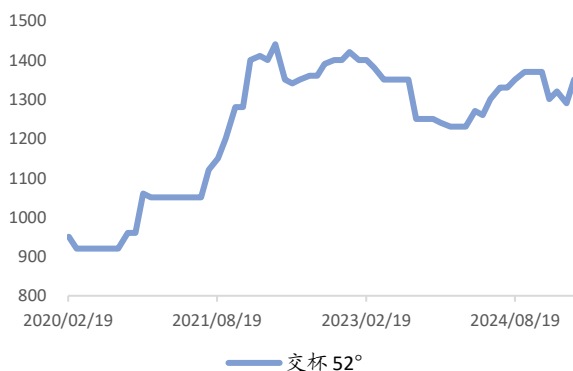
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图10 本月八代普五、1618批价+10/-10元



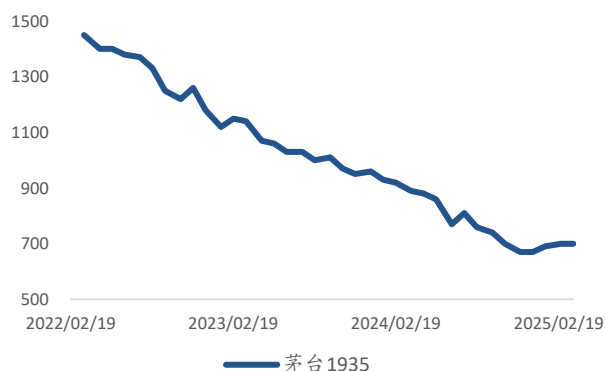
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图11 本月交杯批价+60元



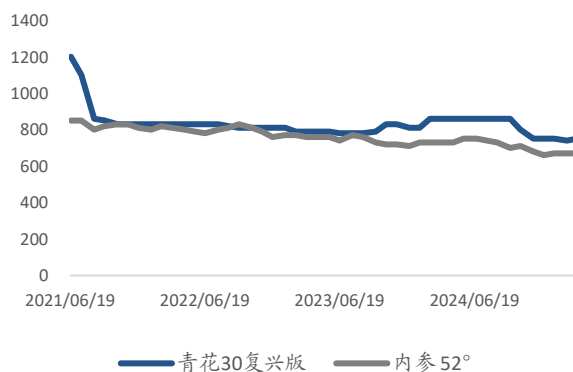
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图12 本月茅台 1935 批价持平



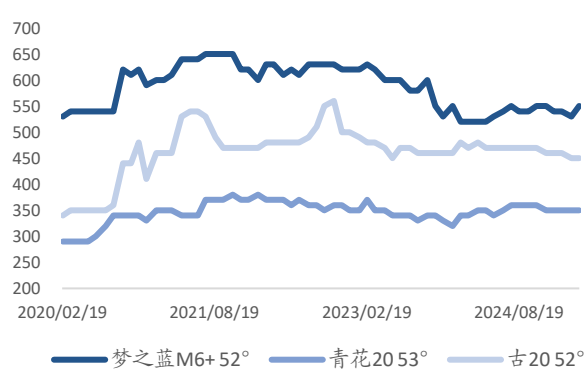
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图13 本月青花30复兴版批价+10元



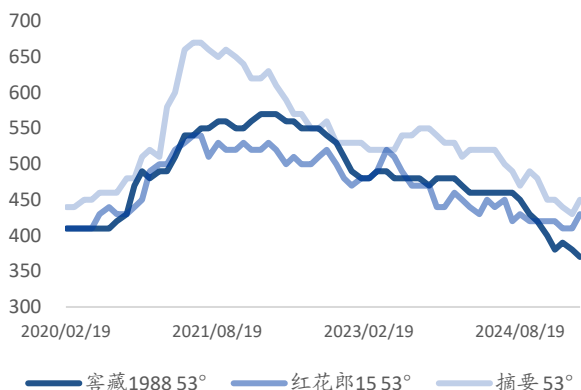
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图14 本月梦之蓝 M6+批价+20元



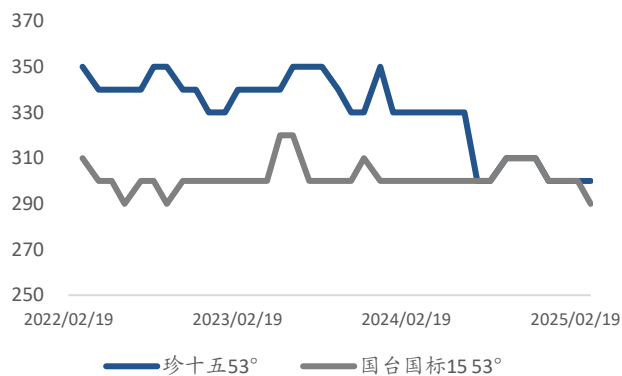
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图15 本月摘要、红花郎 15、窖藏 1988 批价+20/+20/-10 元



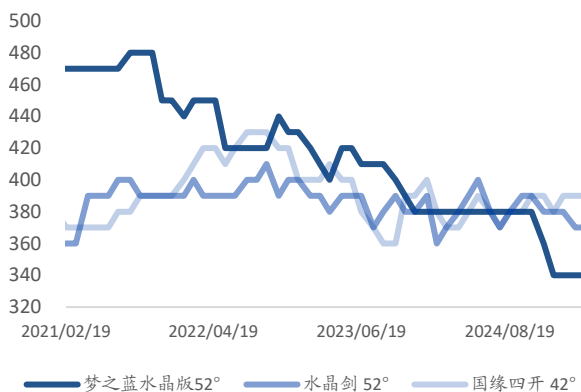
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图16 本月国台国标 15 批价-10 元



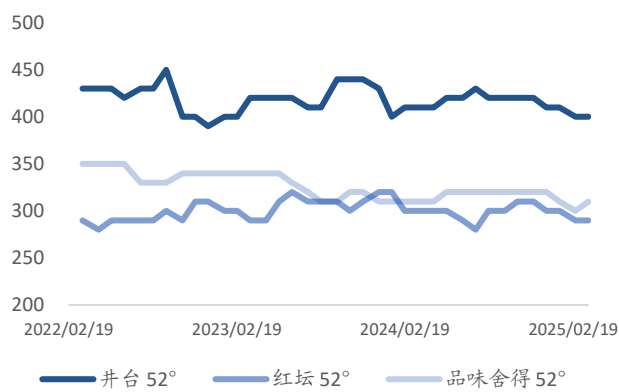
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图17 本月水晶剑、梦之蓝水晶版、国缘四开批价持平



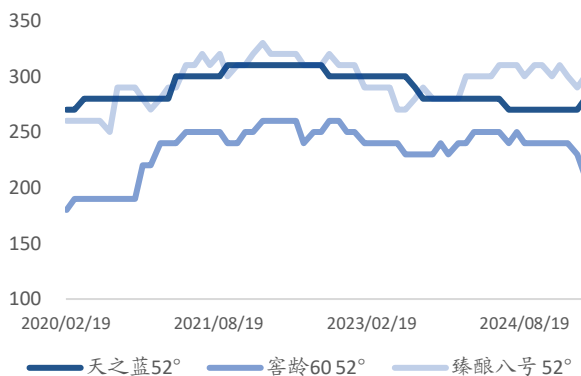
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图18 本月品味舍得批价+10 元



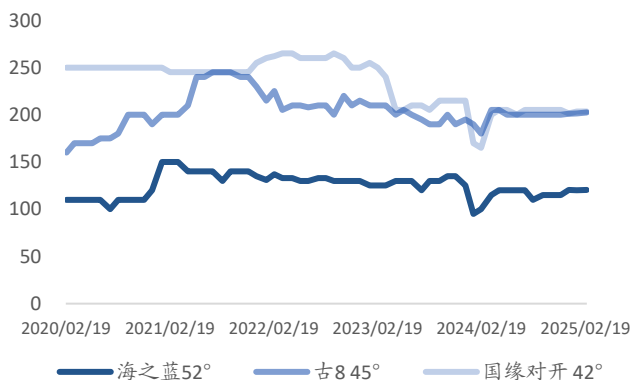
资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图19 本月天之蓝、臻酿八号、窖龄 60 批价+10/+10/-20 元



资料来源：多家互联网平台，wind，HTI

图20 本月国缘对开批价+10 元



资料来源：多家互联网平台，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：

软饮料与调味品代表产品折扣力度减小。

软饮料代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 2 月末的 94.7%/97.1%变化至本周的 98.1%/100%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 2 月末的 88.0%/87.8%变化至本周的 88.5%/95.0%。

婴配粉与啤酒代表产品折扣力度加大。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 2 月末的 93.8%/100%变化至本周的 89.4%/90.6%。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 2 月末的 78.9%/78.7%变化至本周的 79.6%/82.8%。

液态奶与方便食品代表产品折扣力度表现平稳。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 2 月末的 77.4%/70.2%变化至本周的 77.3%/82.7%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 2 月末的 98.2%/99.0%变化至本周的 97.4%/99.0%。

表4 大众品类整体折扣率一览（20250324）

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	77.3%	77.4%	73.7%	81.4%
液态奶折扣率中位值	82.7%	70.2%	70.6%	83.0%
啤酒折扣率平均值	79.6%	78.9%	81.3%	79.7%
啤酒折扣率中位值	82.8%	78.7%	83.1%	84.5%
方便食品折扣率平均值	97.4%	98.2%	99.1%	88.6%
方便食品折扣率中位值	99.0%	99.0%	100%	90.9%
调味品折扣率平均值	88.5%	88.0%	86.5%	90.0%
调味品折扣率中位值	95.0%	87.8%	87.8%	95.0%
软饮料折扣率平均值	98.1%	94.7%	95.5%	91.9%
软饮料折扣率中位值	100%	97.1%	100%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	89.4%	93.8%	93.8%	95.4%
婴配粉折扣率中位值	90.6%	100%	100%	99.8%

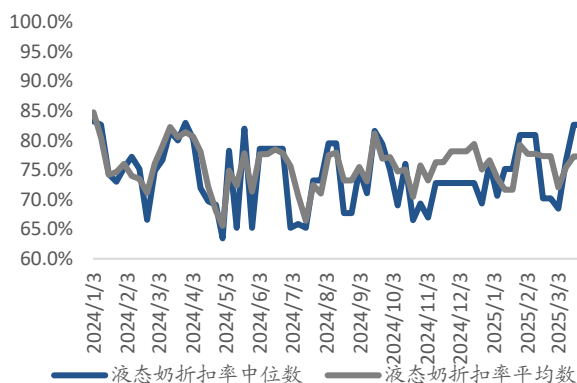
资料来源：多个电商平台，HTI 注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表5 折扣力度最大的代表产品一览(20250324)

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*12/1 箱	啤酒	40.0%	40.0%	40.0%
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	47.2%	51.7%	55.1%
伊利金典牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	54.2%	65.3%	58.3%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	55.3%	100%	100%
燕京 10 度清爽	330ml*24/箱	啤酒	55.6%	100%	100%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	56.1%	58.3%	58.3%
百威经典	450ml*20/箱	啤酒	61.7%	77.3%	77.3%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
重啤乌苏	500ml*12/箱	啤酒	67.7%	76.8%	71.8%
飞鹤星飞帆卓耀 3 段	758g/罐	婴配粉	68.6%	68.6%	68.6%

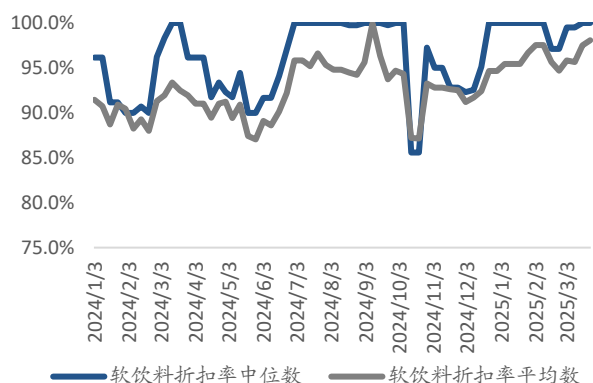
资料来源: 多个电商平台, HTI 注: 折扣率=实际到手价格/平台标注原价

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



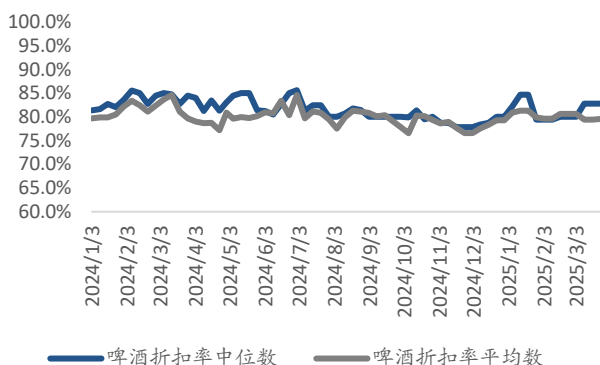
资料来源: 多个电商平台, HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



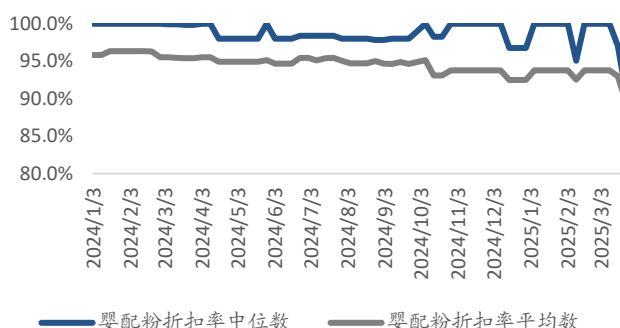
资料来源: 多个电商平台, HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



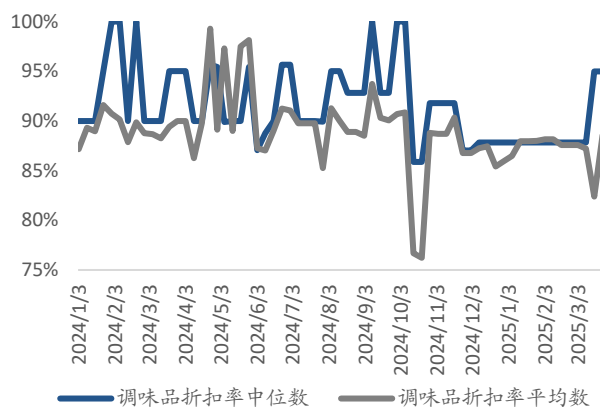
资料来源: 多个电商平台, HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



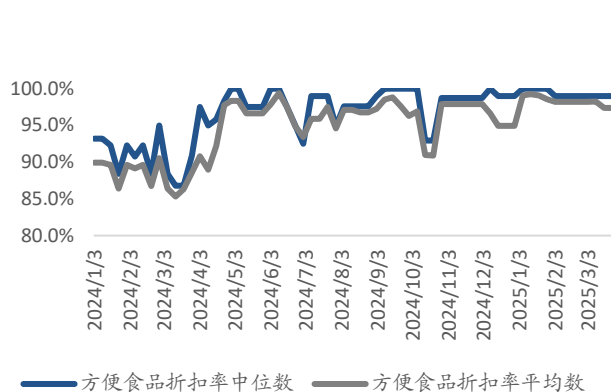
资料来源: 多个电商平台, HTI

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	2025/3/24	113.21	102.96	103.26	103.61	116.05	109.09
上周	2025/3/17	114.58	103.26	103.65	104.53	116.19	110.01
上月	2025/2/21	116.61	104.19	105.16	106.74	117.38	112.84
今年年初	2025/1/1	116.39	103.27	104.43	105.43	119.16	112.08
去年同期	2024/3/23	130.44	116.83	107.74	108.09	122.28	118.03
较上周		-1.19%	-0.29%	-0.37%	-0.88%	-0.12%	-0.84%
较上月		-2.92%	-1.18%	-1.80%	-2.94%	-1.13%	-3.33%
较今年年初		-2.73%	-0.29%	-1.12%	-1.73%	-2.62%	-2.67%
较去年同期		-13.21%	-11.87%	-4.16%	-4.14%	-5.09%	-7.58%

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	2025/3/24	120.77	107.05	94.98	106.73	115.94	117.96
上周	2025/3/17	118.54	106.02	95.09	107.25	116.41	117.79
上月	2025/2/21	122.23	109.04	95.91	110.66	118.84	120.16
今年年初	2025/1/1	123.34	108.92	93.80	107.40	119.40	119.81
去年同期	2024/3/23	132.04	123.13	97.48	113.42	120.78	133.37
较上周		1.88%	0.97%	-0.12%	-0.49%	-0.41%	0.15%
较上月		-1.19%	-1.83%	-0.98%	-3.56%	-2.44%	-1.83%
较今年年初		-2.08%	-1.72%	1.25%	-0.62%	-2.90%	-1.54%
较去年同期		-8.53%	-13.06%	-2.57%	-5.90%	-4.00%	-11.55%

资料来源：Wind，HTI

至3月24日，啤酒成本现货指数为113.21，较上周下降1.19%；啤酒成本期货指数为120.77，较上周提升1.88%。3月上旬，浮法玻璃现货市场行情持续低迷。需求端市场启动滞后，下游订单不足，企业出货压力较大。进入下旬，部分玻璃产线实施放水、改产操作，带动玻璃供应水平窄幅下降。截至3月21日，国内浮法玻璃在产日熔量为15.85万吨，较前一周下降350吨/天。与此同时，玻璃现货市场成交氛围持续向好，上周玻璃表观消费量大幅提升6.41%，多地产销率维持在100%及以上。在基本面边际回暖的背景下，3月24日玻璃主力合约涨幅达6.00%，但现货价格持续下跌，截至3月24日，玻璃价格环比降低6.7%，同比降低31.6%。铝材价格3月整体震荡运

行。美联储维持利率不变的决议、铝产品加征关税、国内产能受限及终端需求“以旧换新”政策支持等因素，对铝价起到一定支撑作用。铝材现货价格环比持平，同比提升 2.7%。大麦价格本月维持平稳。进口大麦价格环比持平，同比下降 1%。

月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降 2.92%，啤酒成本期货指数下降 1.19%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降 2.73%，啤酒成本期货指数下降 2.08%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 13.21%，啤酒成本期货指数下降 8.53%。

图27 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind, HTI

图28 啤酒行业成本期货指数



资料来源：Wind, HTI

截至 3 月 24 日，调味品成本现货指数为 102.96，较上周下降 0.29%；调味品成本期货指数为 107.05，较上周提升 0.97%。本月大豆现货价格环比上涨 3.9%，同比下跌 8.7%。巴西大豆收割延迟导致到港量减少，同时中国从美国进口大豆数量在 3 月有所回落，进口供应的阶段性减少对价格形成支撑；3 月 10 日起，中国对美豆加征 10% 关税，增加了进口大豆成本，进而支撑国内大豆价格；随着国内企业复工复产以及学校开学，各类市场主体补库需求增加，市场看涨氛围浓厚，贸易商收购积极性提高，持续上调收购价格；国际方面，阿根廷干旱天气影响其大豆产量，引发国际大豆市场供应担忧，同时世界主要经济体货币政策处于宽松周期，东南亚棕榈油减产及生物柴油政策等因素，共同对国际大豆价格形成支撑。

月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 1.18%，调味品成本期货指数下降 1.83%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降 0.29%，调味品成本期货指数下降 1.72%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 11.87%，调味品成本期货指数下降 13.06%。

图29 调味品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图30 调味品行业成本期货指数



资料来源: Wind, HTI

截至3月24日,乳制品成本现货指数为103.26,较上周下降0.37%;乳制品成本期货指数为94.98,较上周下降0.12%。生鲜乳价格下跌至阶段性低点后企稳,据中国畜牧业协会数据,3月6日,内蒙古、河北等10个生鲜乳主产省份平均价格为3.08元/公斤,环比下跌0.3%,同比下跌13.5%,创下自2017年以来历史新低。3月前三周,生鲜乳价格维持在3.08元/公斤。截至3月25日,生鲜乳平均价格为3.09元/公斤,价格呈现小幅回升态势。饲料价格继续上涨,本月玉米现货价格环比上升1.7%,豆粕价格环比上升2.2%。玉米主产区基层余粮见底,贸易商挺价意愿较强,叠加进口玉米及替代品小麦数量减少,对价格形成支撑。随着养殖需求恢复及饲料企业补库需求增加,3月中下旬玉米价格仍以稳中偏强为主。豆粕价格呈现先扬后抑的震荡走势,3月上旬受南美大豆丰产预期及巴西大豆集中到港影响,国内供应宽松叠加下游饲料企业采购谨慎,价格以震荡为主;中旬之后随着港口库存增加,油厂压榨量维持高位,现货价格重心下移。

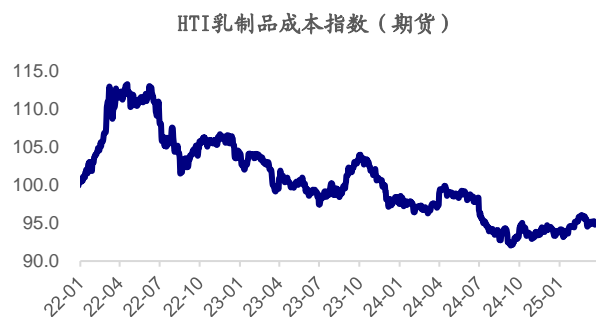
月度来看,较上月同期乳制品成本现货指数下降1.8%,乳制品成本期货指数下降0.98%。中长期看,今年年初以来乳制品成本现货指数下降1.12%,乳制品成本期货指数提升1.25%,较去年同期,乳制品成本现货指数下降4.16%,乳制品成本期货指数下降2.57%。

图31 乳制品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图32 乳制品行业成本期货指数



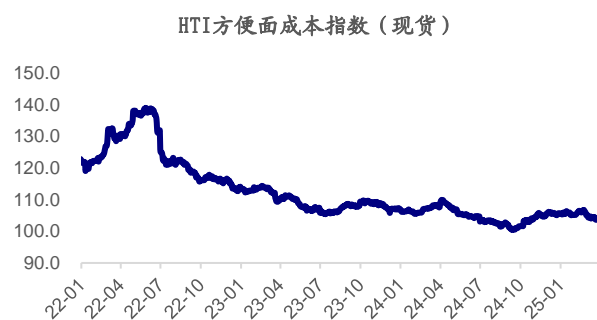
资料来源: Wind, HTI

截至3月24日,方便面成本现货指数为103.61,较上周下降0.88%;方便面成本期货指数为106.73,较上周下降0.49%。棕榈油现货价格环比回落4.1%,主要受印度和中国传统市场需求疲软影响。同时,南美大豆丰产预期及巴西大豆集中到港缓解了油脂供应压力,豆油全球供应充足,价格更具竞争力,部分替代棕榈油需求,导致棕榈油价格承压。小麦市场方面,国内主产区河南、安徽等地收购价在2280-2460元/

吨，价格整体偏弱震荡。基层余粮仍有一定存量，贸易商逢高出货意愿增强，叠加进口小麦及替代品（如玉米）补充市场，供应压力持续。需求端，饲用需求表现平淡，玉米价格上涨虽缩小小麦与玉米价差，但饲料企业仍以玉米为主，采购谨慎；面粉加工企业因气温回升导致储存难度加大，维持刚需采购，市场购销活跃度低。

月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 2.94%，方便面成本期货指数下降 3.56%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 1.73%，方便面成本期货指数下降 0.62%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 4.14%，方便面成本期货指数下降 5.9%。

图33 方便面行业成本现货指数



资料来源：Wind, HTI

图34 方便面行业成本期货指数

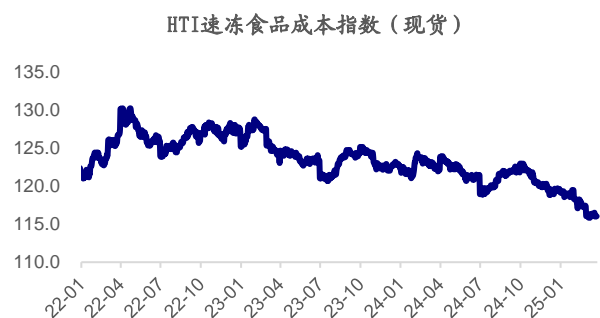


资料来源：Wind, HTI

截至3月24日，速冻食品成本现货指数为116.05，较上周下降0.12%；速冻食品成本期货指数为115.94，较上周下降0.41%。生猪市场延续低位震荡格局，养殖端出栏节奏平稳，二次育肥补栏需求支撑价格跌幅有限，但终端消费疲软导致屠宰企业采购谨慎，市场供大于求的基本面未改。部分地区生猪出场价已跌至近一年新低，反映出行业产能去化压力仍在持续。白条鸡价格维持弱势震荡，分区域看，北方主产区价格相对稳定，南方销区受冻品库存消化影响，价格出现小幅波动。终端消费需求季节性减弱，叠加替代品价格优势，白条鸡市场购销活跃度维持低位。蔬菜市场延续季节性跌势，随着春季时令蔬菜集中上市，市场供应充足，终端需求无明显起色，导致蔬菜价格整体偏弱。

月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 1.13%，速冻食品成本期货指数下降 2.44%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 2.62%，速冻食品成本期货指数下降 2.9%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 5.09%，速冻食品成本期货指数下降 4%。

图35 速冻食品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图36 速冻食品行业成本期货指数



资料来源: Wind, HTI

截至3月24日,软饮料成本现货指数为109.09,较上周下降0.84%;软饮料成本期货指数为117.96,较上周提升0.15%。巴西、印度白糖产量下滑,国际食糖供需缺口扩大,推动国际糖价上涨,白糖现货价格环比小幅回升0.8%,同比下跌6.9%。包材成本则持续下跌,塑料现货价格环比下跌3.9%,同比下跌16.3%。成本端原油、PTA和乙二醇价格下滑,支撑减弱。需求端终端需求乏力,下游订单增速迟缓,聚酯负荷增速下滑,整体需求表现不佳。瓦楞纸现货价格环比下跌7.3%,同比下跌4.8%。供应端国内纸厂库存同比增加18%,叠加东南亚进口低价货源冲击,导致市场供过于求。需求端下游包装企业因终端消费疲软,维持低库存策略,采购积极性不足。

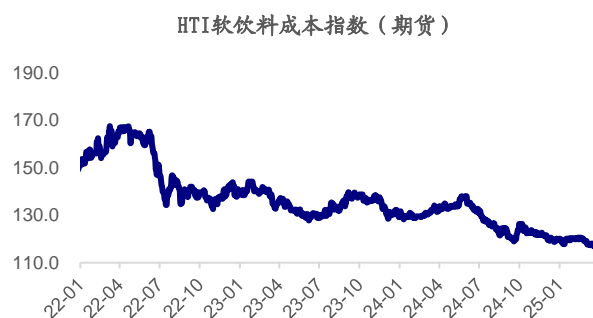
月度来看,较上月同期软饮料成本现货指数下降3.33%,软饮料成本期货指数下降1.83%。中长期看,今年年初以来软饮料成本现货指数下降2.67%,软饮料成本期货指数下降1.54%,较去年同期,软饮料成本现货指数下降7.58%,软饮料成本期货指数下降11.55%。

图37 软饮料行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图38 软饮料行业成本期货指数



资料来源: Wind, HTI

1.4 消费行业及公司重点新闻

表8 2025年3月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
3.17	酒类	全球13大酒类公司2024年第四季度和全年财报汇总 https://www.foodtalks.cn/news/55948
3.27	调味品	不允许再使用“零添加”等用语,50项食品安全新国标发布 https://www.foodtalks.cn/news/56135

资料来源: wind, HTI

表9 2025年3月消费公司公告

日期	公司	摘要
3.2	妙可蓝多	股票期限激励: 数量为 800 万份, 除董事长陈易一和总经理柴琇之外, 公司 9 名现任高管均获授 10 万份; 剩余份额将授予 198 名核心骨干员工, 激励对象共计 207 人。激励计划股票期权的行权价格为 15.83 元/份。 员工持股计划: 参加员工持股计划的对象为公司董监高及核心骨干人员, 初始设立时人数不超过 209 人, 持有的股票数不超过 800 万股。有幸进入该计划的员工, 可以 9.90 元/股的价格购买公司回购的股票。
3.7	东鹏饮料	拟发行 H 股股票并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。公司将充分考虑现有股东的利益和境内外资本市场的情况, 在股东会决议有效期内 (即经公司股东会审议通过之日起 24 个月或同意延长的其他期限) 选择适当的时机和发行窗口完成本次发行并上市。
3.11	统一企业中国	统一发布 2024 年年报, 期内公司实现营收 303.32 亿元, 同比增长 6.1%; 实现归母净利润 18.49 亿元, 同比增长 10.9%。这是统一自 2013 年突破 200 亿营收后, 首次迈入 300 亿门槛。
3.18	华润啤酒	2024 年业绩显示, 其去年综合营业额为 386.35 亿元 (人民币, 下同), 同比微跌 0.8%; 啤酒销量同比微降 2.5%, 市场表现优于行业平均水平; 公司股东应占溢利为 47.39 亿元, 同比下降 8%; 受益于啤酒和白酒持续高端化, 公司毛利率创近五年新高, 同比上升 1.2 个百分点至 42.6%。
3.20	永辉超市	鉴于公司第六届董事会暂未聘任 CEO, 为确保公司规范运作、保障公司日常经营管理事项顺利开展, 董事会授权公司改革领导小组代行 CEO 职责。
3.20	佳禾食品	成功向特定对象发行 A 股股票, 募集资金总额高达 7.25 亿元。主要用于咖啡扩产建设项目以及补充流动资金项目, 助力公司在咖啡业务领域的进一步拓展与升级。
3.22	妙可蓝多	2024 年公司营业收入为 48.4 亿元, 同比 2023 年增长 -8.99%, 归属上市公司净利润为 1.14 亿元, 同比 2023 年增长 89.16%, 扣非净利润 0.47 亿元, 同比 2023 年增长 554.27%。
3.25	农夫山泉	2024 年营收为 428.96 亿元, 同比增长 0.5%; 归母净利润为 121.23 亿元, 同比增长 0.4%。但毛利率有所下滑, 由 2023 年的 59.5% 下滑至 58.1%, 主要是由于纯净水新品上市促销的影响、包装饮用水产品销量下降带来固定成本分摊上升, 以及果汁原料价格的上升。
3.25	双汇发展	2024 年实现营业收入 595.61 亿元, 同比下降 0.55%; 净利润 49.89 亿元, 同比下降 1.26%。扣非净利润为 48.13 亿元, 同比上升 1.71%; 经营现金流净额为 84.16 亿元, 同比增长 148.4%。基本每股收益 1.44 元。公司拟每 10 股派发现金红利 7.5 元 (含税)。
3.26	霸王茶姬	2024 年, 霸王茶姬全年 GMV (商品交易额) 294.577 亿, 日均 GMV 达 8000 万, 同比增加 173%; 单店月均 GMV 从 2022 年的 17.75 万元增长到 2024 年的 51.17 万元; 净利润为 25.15 亿元, 同比增长 213.32%, 净利润率为 20.3%。

资料来源: wind, HTI

表10 2025年3月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
3.13	奈雪的茶	首家轻饮轻食店开业: 奈雪的茶的一场自救豪赌 https://www.foodtalks.cn/news/55890
3.14	安井食品	冲刺港股 IPO, 安井拟收购“关东煮”之王鼎味泰 https://www.foodtalks.cn/news/55895
3.14	奥乐齐	ALDI 奥乐齐走出上海 https://www.foodtalks.cn/news/55901
3.14	朴朴超市	朴朴超市 2024 年盈利, 收入 300 亿, 毛利率 22.5%, 履约费用率 17.5% https://www.foodtalks.cn/news/55903
3.14	中国旺旺	旺旺的崛起: 从台湾米饼到国际食品巨头 https://www.foodtalks.cn/news/55905
3.17	蜜雪冰城	蜜雪冰城的全球化征途: 从越南起步, 五年开疆万里 https://www.foodtalks.cn/news/55926
3.19	三只松鼠	三只松鼠全面进军饮料赛道, 推出 60 款硬折扣单品 https://www.foodtalks.cn/news/56002
3.19	库迪	库迪首批便利店店正式营业, 七店同开 https://www.foodtalks.cn/news/56008
3.28	海底捞	海底捞以价换量, 客单价降回 8 年前 https://www.foodtalks.cn/news/56158

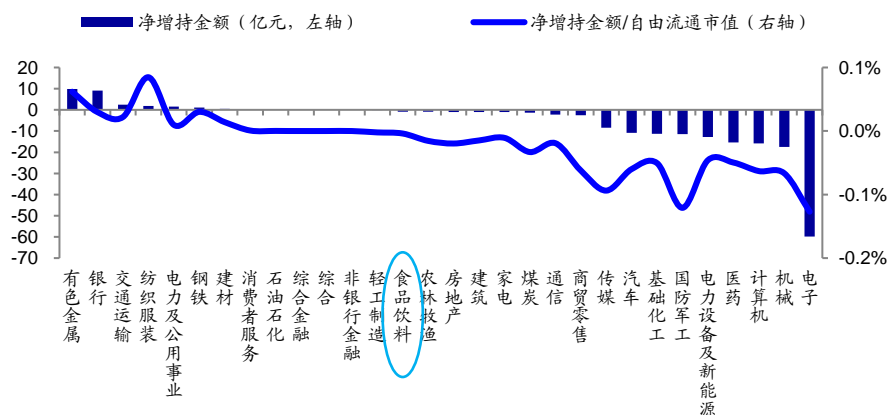
资料来源: wind, HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 A 股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，25 年 3 月有色金属和银行行业净增持额最大，分别为 9.8 和 9.1 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.06%和 0.03%；机械和电子行业净减持额最大，分别为 17.5 和 59.9 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.07%和-0.13%。

图39 2025 年 3 月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2025 年 3 月 31 日

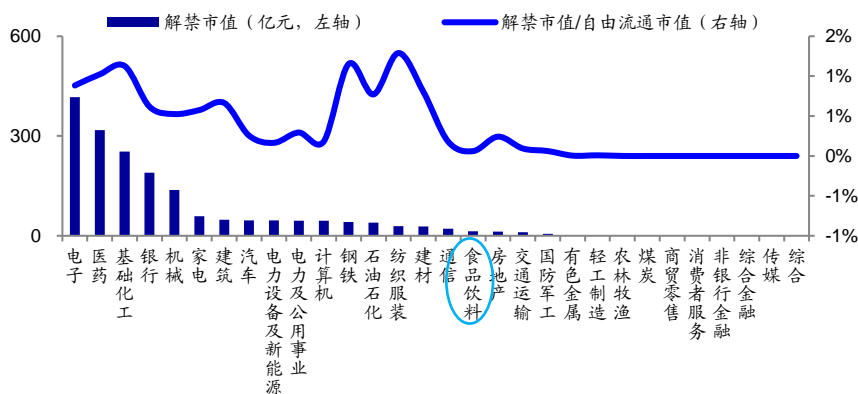
表11 2025 年 3 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
金字火腿	-0.21	-0.46
金徽酒	-0.45	-0.97
安德利	-0.16	-1.92
均瑶健康	-0.02	-0.14
天佑德酒	-0.01	-0.04
品渥食品	-0.01	-0.09

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

25 年 4 月电子、医药、基础化工等行业解禁金额最大。按照 25 年 3 月 31 日的股价估算：4 月电子、医药、基础化工等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 417、318、253 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 0.88%、1.02%、1.13%。

图40 2025年4月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

表11 2025年4月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
骑士乳业	8.31	46.5%
煌上煌	4.98	8.0%

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

行业大额买入跟踪：近5个交易日排名前5的中信一级行业为：综合金融、房地产、钢铁、银行、综合。

表12 一级行业大额买入与资金流向（20250324-20250328）

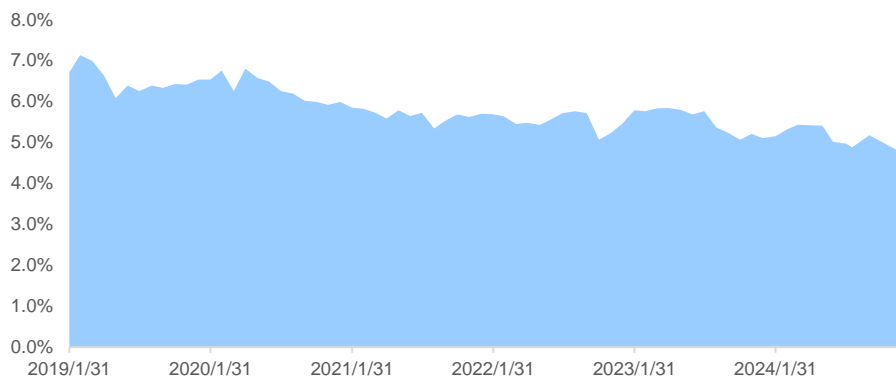
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
综合金融	80.90%	20.20%	6.80%	59.10%
房地产	78.80%	36.00%	-9.00%	89.30%
钢铁	78.70%	67.40%	-13.30%	89.70%
银行	78.40%	15.30%	-8.70%	53.30%
综合	78.30%	1.70%	-14.40%	86.40%
建筑	78.10%	78.90%	-12.90%	91.30%
非银行金融	77.80%	44.60%	-1.00%	70.20%
建材	77.60%	60.70%	-9.40%	99.20%
电力及公用事业	77.40%	5.00%	-8.60%	37.20%
轻工制造	77.40%	47.90%	-8.50%	87.60%
传媒	77.30%	8.70%	-1.00%	24.00%
交通运输	77.00%	88.00%	-14.30%	57.90%
石油石化	76.90%	71.90%	-17.90%	82.60%
煤炭	76.70%	64.00%	-17.40%	75.60%
商贸零售	76.70%	18.60%	-13.30%	82.60%
有色金属	76.50%	53.30%	-7.70%	54.50%
纺织服装	76.40%	16.50%	-10.70%	94.20%
基础化工	75.50%	64.00%	-14.20%	92.60%
农林牧渔	75.10%	2.50%	-10.50%	100.00%
医药	75.00%	60.70%	-1.70%	93.80%
电力设备及新能源	74.50%	94.20%	-8.80%	96.30%
通信	74.40%	92.60%	-7.30%	100.00%
消费者服务	74.10%	41.70%	-10.10%	28.10%
机械	74.00%	98.30%	-7.60%	94.60%
家电	73.90%	69.40%	-5.10%	49.20%
计算机	73.90%	64.00%	-5.90%	93.80%
汽车	73.40%	28.10%	-2.10%	74.80%
国防军工	72.40%	42.60%	-8.10%	98.30%
电子	70.20%	10.70%	-7.10%	100.00%
食品饮料	69.10%	93.00%	-10.40%	44.60%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

截止 2024 年 12 月 31 日（该数据按季度公布），食品饮料板块陆股通市值占比为 4.71%，24Q4 较 24Q3 下降 0.47pct。

图41 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 12 月 31 日
从 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（6.2%）、五粮液（4.0%）、山西汾酒（2.8%）；按陆股通持股比例排名，伊利股份（11.4%）陆股通占比最高，莲花健康（8.6%）次之，其中莲花健康季末较季初增持最多（+5.8pct），中炬高新减持最多（-1.15 pct）。

表13 食品饮料板块陆股通持股情况

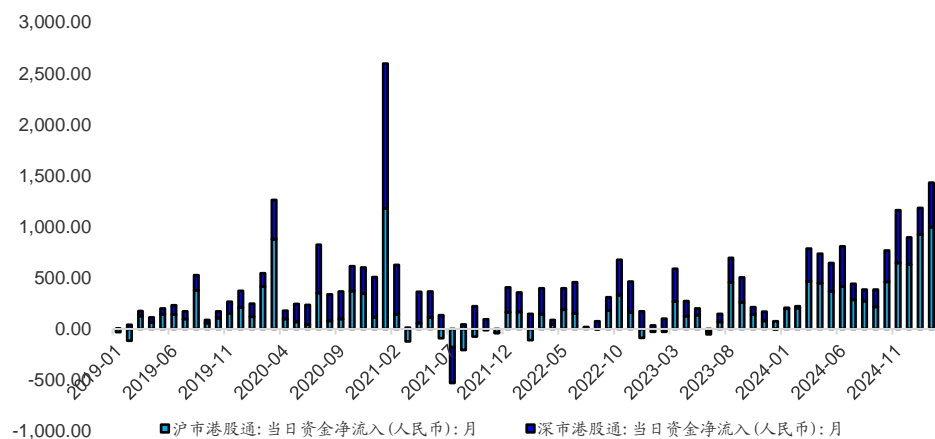
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	季末持股占比 (%)	季初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	季末持股占比 (%)	季初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.17	6.91	-0.74	1	伊利股份	11.40	10.98	0.42
2	五粮液	3.95	4.48	-0.53	2	莲花健康	8.62	2.79	5.83
3	山西汾酒	2.75	2.97	-0.22	3	东鹏饮料	7.68	6.96	0.72
4	海天味业	3.73	3.68	0.05	4	重庆啤酒	7.66	6.77	0.89
5	泸州老窖	2.43	3.27	-0.84	5	安井食品	7.28	8.25	-0.97
6	伊利股份	11.40	10.98	0.4	6	洽洽食品	6.33	6.78	-0.45
7	洋河股份	1.64	2.47	-0.83	7	贵州茅台	6.17	6.91	-0.74
8	东鹏饮料	7.68	6.96	0.72	8	中炬高新	5.88	7.03	-1.15
9	古井贡酒	1.55	1.72	-0.17	9	安琪酵母	4.27	4.39	-0.12
10	双汇发展	1.83	1.70	0.13	10	五粮液	3.95	4.48	-0.53

资料来源：wind，HTI，季末数据为 2024 年 12 月 31 日数据，季初数据为 9 月 30 日数据

2.3 港股通跟踪

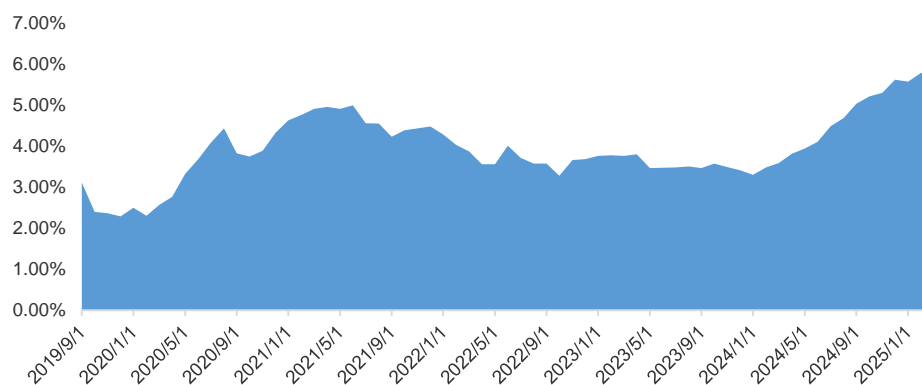
截至 2025 年 3 月 31 日，港股通资金当月净流入 1497.8 亿元（上月净流入 1430.37 亿元），必需消费板块市值占比为 5.65%，较上月下降 0.13pct。

图42 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 3 月 31 日

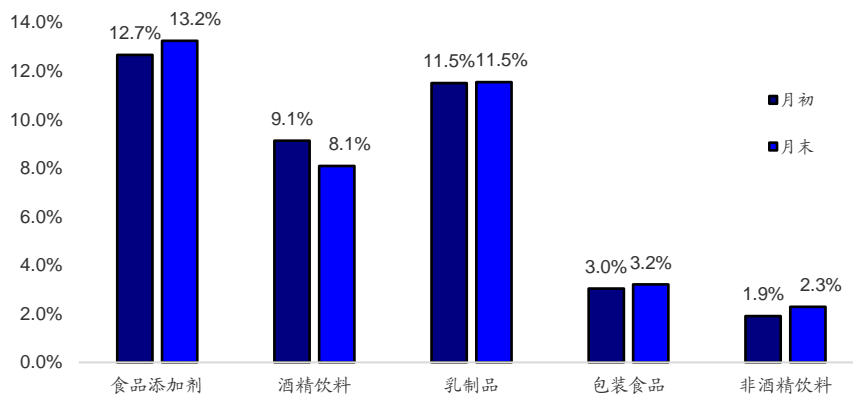
图43 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 3 月 31 日

食品添加剂行业港股通占比为 13.2%，较月初增持 0.58pct；乳制品港股通市值占比为 11.5%，排名次之，较上月增持 0.04pct；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（2.3%）、包装食品（3.2%）和酒精饮料（8.1%）。

图44 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 3 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(3.0%)、百威亚太(0.7%)、青岛啤酒(42.8%);按港股通持股比例排名,青岛啤酒(42.8%)港股通比例最高,华宝国际(19.8%)和百果园(19.2%)次之。

表14 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	3.4	3.0	0.40	1	青岛啤酒	42.4	42.8	-0.38
2	百威亚太	0.9	0.7	0.14	2	华宝国际	20.2	19.8	0.48
3	青岛啤酒	42.4	42.8	-0.38	3	百果园	18.8	19.2	-0.42
4	华润啤酒	9.6	13.0	-3.45	4	颐海国际	18.6	17.6	0.93
5	蒙牛乳业	13.0	13.7	-0.70	5	优然牧业	15.7	15.3	0.47
6	康师傅	4.1	3.3	0.81	6	友宝在线	15.3	12.3	3.00
7	中国旺旺	1.1	0.8	0.26	7	周黑鸭	13.0	13.4	-0.39
8	中国飞鹤	10.8	10.0	0.76	8	蒙牛乳业	13.0	13.7	-0.70
9	统一	7.0	6.1	0.90	9	中烟香港	12.6	12.1	0.48
10	卫龙	2.1	0.4	1.72	10	中国飞鹤	10.8	10.0	0.76

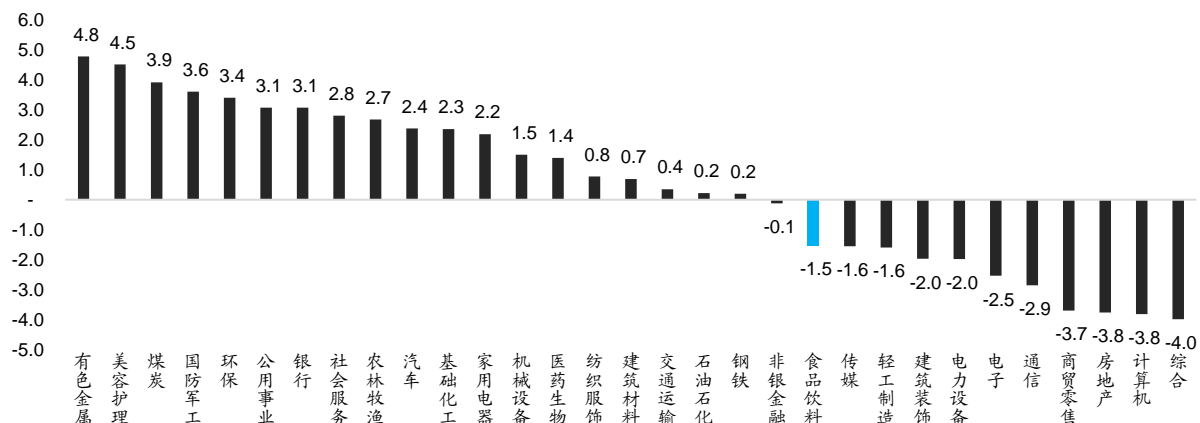
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

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,3 月有色金属(+4.8%)、美容护理(+4.5%)、煤炭(+3.9%)涨幅居前,而综合(-4.0%)、计算机(-3.8%)跌幅居前。食品饮料-1.5%,在 31 个行业分类中位居第 21 名,较上月(+5.2%)下降 5 名。

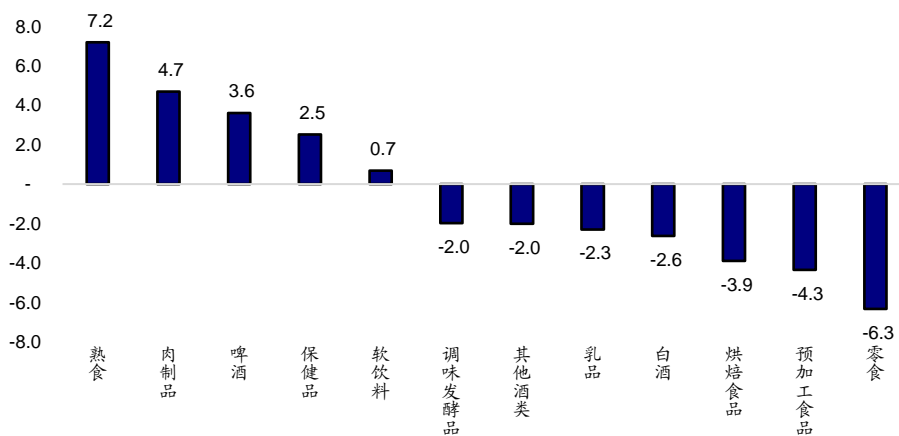
图45 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

3 月食品饮料子行业涨跌互现, 熟食 (+7.2%)、肉制品 (+4.7%) 涨幅靠前, 零食 (-6.3%)、预加工食品 (-4.3%) 跌幅居前。

图46 A股食饮子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

表12 A 股食品饮料板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	贵州茅台	19609	1561	4.0	1	妙可蓝多	121	24	22.5
2	五粮液	5098	131	-0.2	2	东鹏饮料	1295	249	12.5
3	山西汾酒	2614	214	5.2	3	盐津铺子	173	63	11.3
4	海天味业	2256	41	-1.3	4	青岛啤酒	879	76	9.4
5	泸州老窖	1909	130	2.6	5	天味食品	151	14	7.3
6	伊利股份	1788	28	-0.7	6	养元饮品	284	23	6.8
7	东鹏饮料	1295	249	12.5	7	古井贡 B	901	123	5.6
8	洋河股份	1149	76	-1.4	8	珠江啤酒	224	10	5.3
9	双汇发展	934	27	0.3	9	山西汾酒	2614	214	5.2
10	青岛啤酒	879	76	9.4	10	百润股份	274	26	4.3

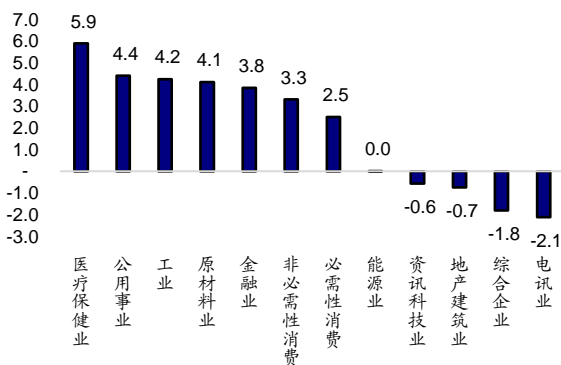
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

3 月 H 股一级行业, 医疗保健业 (+5.9%)、公用事业 (+4.4%) 涨幅居前。电讯业 (-2.1%)、综合企业 (-1.8%) 跌幅靠前。必需性消费 (+2.5%) 在 12 个一级行业中排名第 7, 与上个月 (+0.4%) 排名相比提升 2 名。

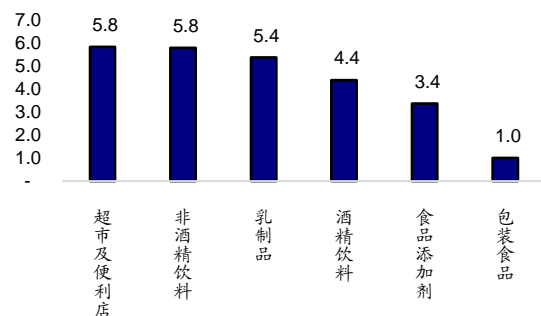
必需性消费子行业全线收涨, 超市及便利店 (+5.8%)、非酒精饮料 (+5.8%) 涨幅居前。

图47 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

图48 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 3 月 31 日 (上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品)

表13 恒生食品饮料板块个股涨跌幅

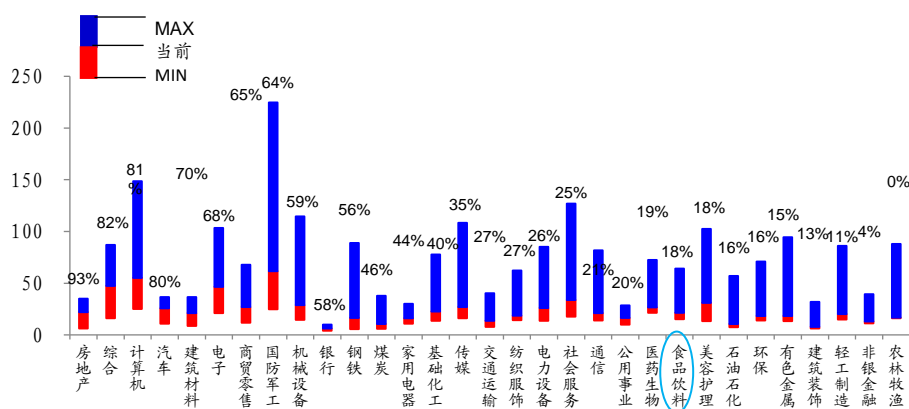
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	3796	34	-2.7	1	卫龙	358	15	57.2
2	蜜雪冰城	1599	421	45.2	2	蜜雪冰城	1599	421	45.2
3	百威亚太	1242	9	12.6	3	古茗	394	17	44.2
4	青岛啤酒股份	953	56	7.6	4	华宝国际	79	2	18.8
5	万洲国际	916	7	15.7	5	万洲国际	916	7	15.7
6	华润啤酒	912	28	12.9	6	安德利果汁	116	10	15.6
7	蒙牛乳业	752	19	8.2	7	康师傅控股	736	13	15.4
8	康师傅控股	736	13	15.4	8	华润啤酒	912	28	12.9
9	中国旺旺	578	5	4.5	9	百威亚太	1242	9	12.6
10	中国飞鹤	532	6	4.4	10	阜丰集团	153	6	12.5

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

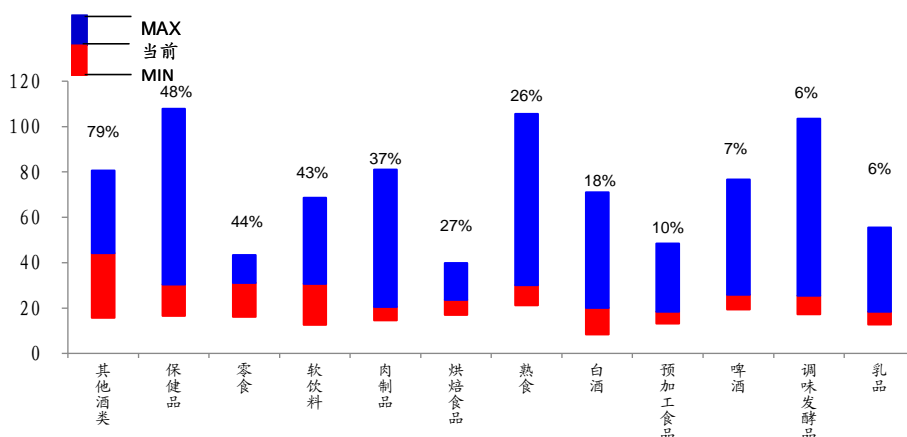
图49 A 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

截至 2025 年 3 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 3 个, 即农林牧渔、非银金融、轻工制造。食品饮料的 PE 历史分位数为 18% (21.3x), 较上月末 (17%, 20.7x) 上升 1pct, 在 31 个行业中排名第 23 名 (较上月下降 1 名)。

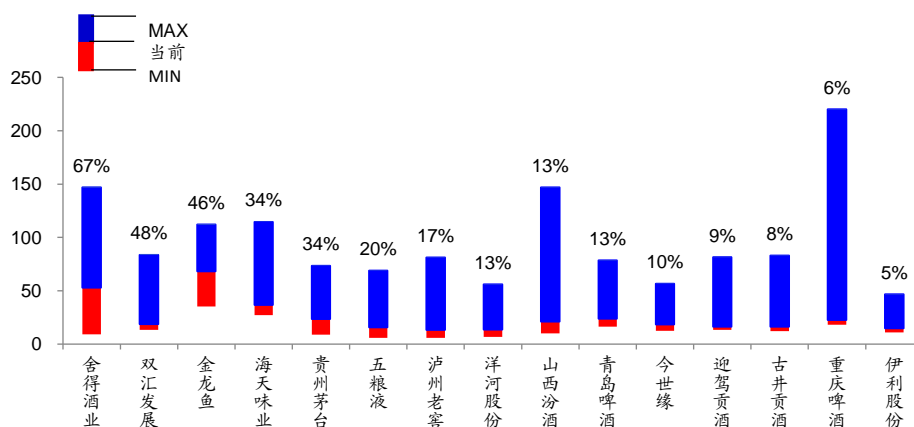
图50 A 股食品饮料子行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 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乳品 (6%)、调味品 (6%)、啤酒 (7%) 等。PE 绝对值最低的行业分别是乳品 (18.4x)、预加工食品 (18.4x) 等。

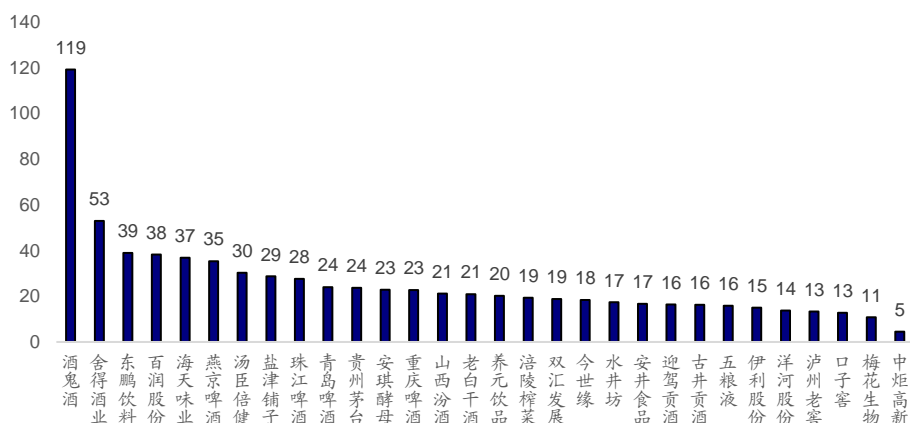
图51 A 股重点公司市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

截至 2025 年 3 月 31 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢较上月上升，A 股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 21x（较上月上升 2x）。

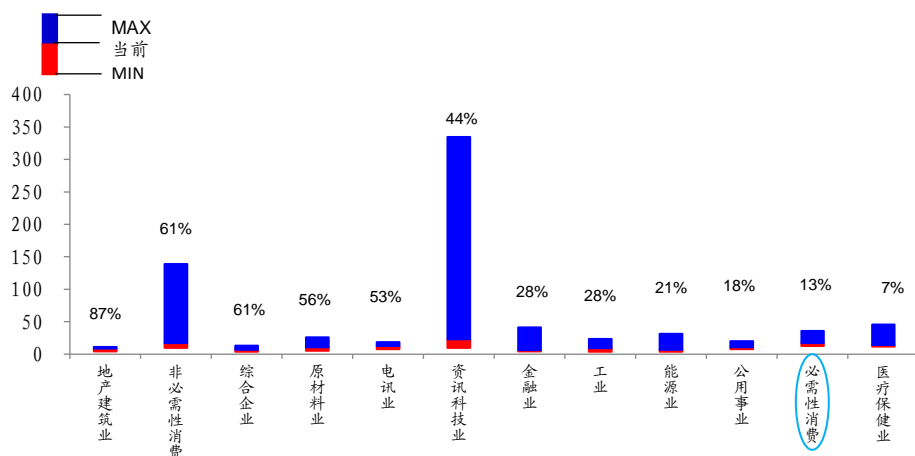
图52 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

4.2 H 股行业估值表现

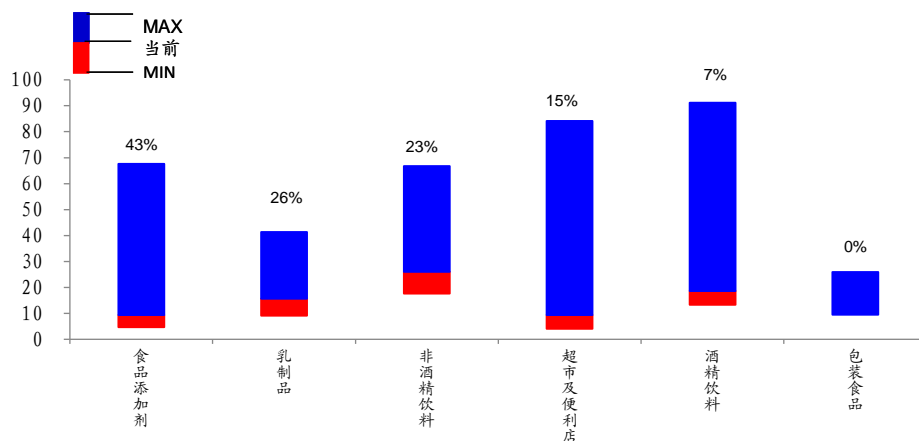
图53 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

截至 2025 年 3 月 31 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有 1 个，即医疗保健业（7%）。必需性消费行业 PE 历史分位数为 13%（17.3x），历史分位数较上月末（5%，15.7x）上升 8pct，在 12 个一级行业中排名第 11 名（较上月提升 1 名）。

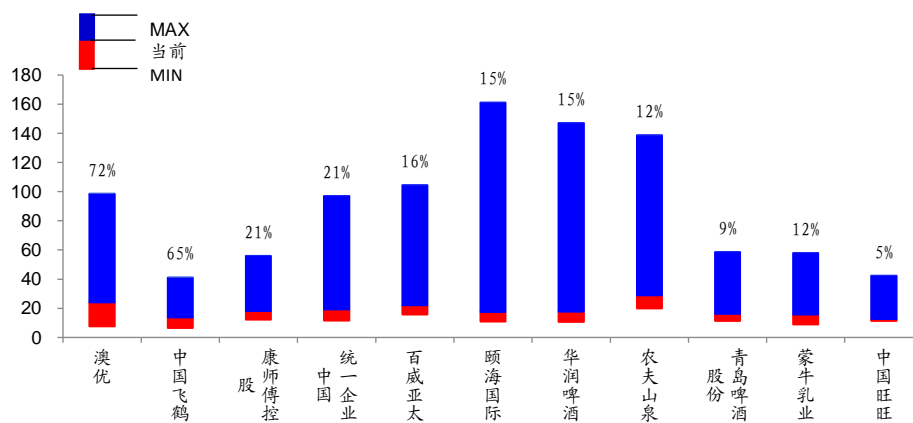
图54 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年3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（0%）、酒精饮料（7%）等。PE绝对值最低的行业分别是超市及便利店（9.3x）、食品添加剂（9.4x）等。

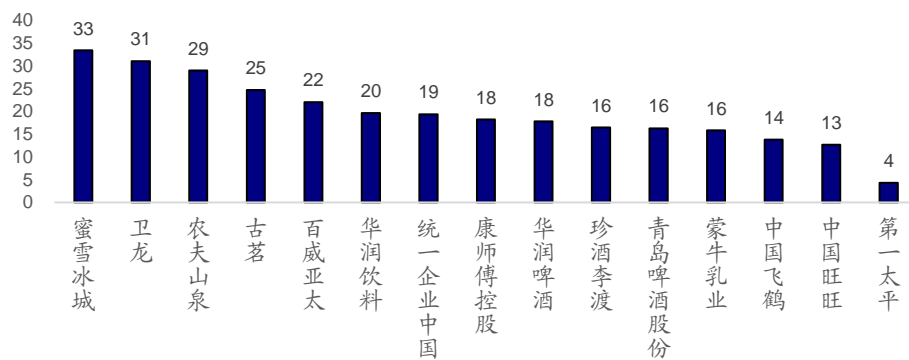
图55 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年3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；澳优 201203-201408）

截至2025年3月31日，港股市场食品饮料板块估值中枢较上月上升，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为18x（较上月上升1x）。

图56 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 3 月 31 日

5 投资建议

白酒行业：闻宏伟认为资金驱动行情暂歇，蓄势等待下轮上涨。

3月白酒板块整体先扬后抑，月线小幅上涨。我们认为近期行情主要是资金在板块间轮动引起的，并不是基本面驱动。随着A、H两市大盘调整，资金流出，白酒板块也随之调整。截至4月1日收盘，A股白酒指数（851251.SI）PE TTM为20.1X，历史分位数处于2011年以来的28.4%。

近期行情只是开始，接下来还有较大空间，当然也不是一蹴而就。投资者信心恢复需要时间，行业基本面恢复更需要时间。年报季报披露前，不是太好的买入时点，除非资金面出现显著改善，中长线投资者可以在优质公司估值低位时布局。个股方面，预计本轮行业调整结束后，龙头公司市占率将进一步提高，因此建议关注山西汾酒、贵州茅台等全国龙头和金徽酒、迎驾贡酒等个别区域龙头。

啤酒行业：芮雯认为即时零售成高端化新战场，华南市场竞争加剧

2024年国内啤酒上市公司业绩呈现显著分化态势。燕京啤酒归母净利润同比增长55.11%-70.62%；珠江啤酒实现销量/营收/净利润分别增长2.62%/6.56%/30.32%；华润啤酒归母净利润同比-8.0%，剔除关厂减值与安置费用和政府补助与土地收益等变动影响后，利润同比+0.2%。重庆啤酒因消费场景复苏乏力及极端天气影响，归母净利润同比下滑6.84%；百威亚太中国区销量、收入双降，市场份额减少1.49个百分点，高端产品吨价出现回调。行业总量层面，2024年啤酒行业前五大厂商总销量呈现中单位数下滑，整体吨价提升放缓至1.5%-2%。各区域市场表现不尽相同，广东省首次超越山东成为全国第一大啤酒生产省，产量占比从2023年的12.5%提升至13.5%，这与珠江啤酒、重庆啤酒等企业密集扩产密切相关，推动华南市场竞争烈度升级。啤酒行业渠道结构正经历深度调整，非现饮渠道占比已近60%，头部企业加速布局社区团购、即时零售等新兴渠道，同时深化餐饮夜场渠道运营。2024年华润啤酒线上业务GMV同比增长超30%，近期华润啤酒与歪马送酒达成战略合作，成立联合项目组，开发即时零售专属精酿，并引入高端线产品，冷链锁鲜直达，即时零售成高端化新战场。产品端，8-12元价格带成为增长核心引擎，华润喜力、燕京U8、青岛白啤等产品持续放量。但高端化进程出现新特征：消费者从单纯追求高价转向注重性价比与体验感，精酿啤酒和个性化品类（如白啤、果啤）需求显著上升。企业竞争策略亦从规模扩张转向效率提升，未来行业竞争将聚焦于渠道精细化运营与差异化产品创新。

调味品行业：宋琦认为下游餐饮提价尚未完全落地，需求表现相对稳定。

中性观点。4Q24以来，龙头餐饮品牌已开始调整竞争策略，KFC、麦当劳均上调部分SKU价格，海底捞、太二等品牌折扣力度有所收敛，但根据龙头企业的年报表现，提价尚未完全落地，因此餐饮端成本压力持续存在传导至调味品端。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：宋琦认为传统品类需求承压，受高基数影响承压。

中性观点。传统速冻产品需求较为疲软，预制菜产品需求表现亮眼。4Q24以来持续进行的线上购物节期间速冻产品各厂商促销力度增加，出厂价有所下行。抢眼的新品表现较少，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，目前大B客户肯德基、麦当劳均有提价，行业内卷程度中长期有望得到缓解。

大型商超表现较弱，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。

乳制品行业：肖韦俐认为乳制品估值重估已兑现，未来关注业绩落地；重点关注婴配粉龙头。

液态奶企业：估值重估已兑现，H股龙头乳企自2月初低点上涨30%，A股乳品指数（851243.SI）自2月初低点至今上涨6%。我们此前强调的交易乳品反转逻辑，该逻辑已经得到股价印证。即预计2025年供给收缩、原奶价格拐点向上，乳品企业产品销售价格将上升，同时减值损失将减小。但估值较大幅上涨以后，需要关注业绩落地情况，目前乳品Q1基本面符合预期，还未看到明显回暖，我们预计业绩回暖将发生在今年下半年，后续仍有空间。

婴配粉企业：重点关注。前期呼和浩特生育政策点燃市场情绪，新生儿相关产业股价均出现大幅上涨。但近期随着生育政策推开速度较慢、龙头婴儿粉公司业绩略低于预期，板块出现明显回调。港股龙头婴配粉公司的股价又进入有吸引力的区间，该公司今年预期净利增长10%+，股息率将达到6.1%左右，目前阶段重点关注。

乳业估值仍安全。截至4月1日收盘，A股乳品指数（851243.SI）PE TTM为16.83，历史分位数处于2011年以来的4.74%，目前时点适合继续低位布局。H股乳品龙头2025年PE在12.5-13.7，仍在低位。

软饮料行业：肖韦俐认为软饮料基本面吸引力较去年走弱，优选股东回报较好的标的。

首先，收入层面来看，收入增速环比去年或有所下移。2025年饮料行业收入增速在高基数上不会比去年表现更优，需要重点关注今年旅游出行数据，观察重点消费场景同比表现。同时，软饮料部分赛道竞争压力较大，如包装水与无糖茶的价格战或延续、有糖茶新进入者增多；各企业提前水头时间，积极出货，拼抢渠道库存，分化背景下建议择优。

其次，利润弹性来看，利润弹性仍存，但预计没有去年表现好。（1）成本：根据海通国际成本月报，月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降3.33%，软饮料成本期货指数下降1.83%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降2.67%，软饮料成本期货指数下降1.54%。2025年饮料行业的成本在低基数下仍有下降空间，但弹性或没有去年高。（2）价格：根据海通国际价格月报，软饮料代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由2月末的94.7%/97.1%变化至本周的98.1%/100%。短期来看价格稳中有升，但旺季是否价格战仍需检验。

截至2025年4月1日收盘，A股软饮料指数（851271.SI）PE TTM为29.6，历史分位数处于2011年以来的56.7%；H股没有具体指数，不过康师傅、统一企业等龙头股2025年PE为15.5-16.6左右，今年预期股息率约6%+，仍较有吸引力。

批零社服行业：李宏科、许樱之、汪立亭发布报告《零售&社服行业2025年一季报前瞻》。

1. 零售板块一季报前瞻：线下消费环比改善，跨境和美护龙头高增长

（1）黄金珠宝：1-2M25限额以上金银珠宝零售额同比+5.4%，结束24年4月以来的同比下滑趋势；品牌主导的加盟商门店产品结构升级带来行业毛利率提振为板块长逻辑，关注新店型&新品类带来的潜在增量。

①老凤祥：我们预计 1Q25 公司收入降 15%-5%，归母净利润降 10%-0%。②周大生：我们预计 1Q25 公司收入降 20%-10%，归母净利润降 10%-0%。③潮宏基：我们预计 1Q25 公司收入增 20%-25%，归母净利润增 15%-25%。④中国黄金：我们预计 1Q25 公司收入降 15%-10%，归母净利润降 20%-10%。⑤菜百股份：我们预计 1Q25 公司收入增 5%-15%，归母净利润增速-5%至 10%。

(2) 商超百货：国补政策下消费有所改善，但同店端仍有一定压力。①重庆百货：我们预计 1Q25 公司收入降 10%-5%，归母净利润增 0%-10%，估计主要受汽贸收入下降影响，超市家电收入有所增长。②王府井：预计同店下降 5%-10%，我们预计 1Q25 公司收入降 10%-5%，归母净利润降 20%-10%。③永辉超市：预计同店略降，叠加供应链去后台及关店等影响，我们预计 1Q25 公司收入降 15%-10%，归母净利润-5 亿元-0 亿元。④家家悦：预计同店略降，叠加关店影响，我们预计 1Q25 公司收入降 8%-3%，归母净利润增 0%-5%。⑤红旗连锁：我们预计 1Q25 公司收入增速-2%至 2%，归母净利润增 0%-10%。⑥大商股份：我们预计 1Q25 公司收入降 3%-0%，归母净利润增 5%-10%。

(3) 跨境电商：小商品城：义乌出口龙头，得益于市场业务提租以及新业务持续贡献等，我们预计 1Q25 公司收入增 10%-20%，归母净利润增 10%-20%。

(4) 美护：预计美护个股增长趋势较好。①珀莱雅：我们预计 1Q25 公司收入增 5%-15%，归母净利润增 5%-15%。②登康口腔：我们预计 1Q25 公司收入增 10%-15%，归母净利润增 10%-20%。③润本股份：我们预计 1Q25 公司收入增 20%-30%，归母净利润增 20%-30%。④丸美生物：我们预计 1Q25 公司收入增 25%-30%，归母净利润增 20%-30%。

(5) 潮玩：名创优品：国内预计同店压力缓和，门店拓展端受益加盟商结构优化，门店数增长确定性较高，北美预计收入利润双增，TOPTOY 门店模型优化，海外拓展提速；我们预计 1Q25 公司收入增 15%-18%，经调净利润增 5%-8%。

2. 社服板块一季报前瞻：出行景气度延续，关注清明催化

(1) OTA：同程旅行：我们预计 1Q25 公司收入增 10%-15%，归母净利润增 25%-34%。

(2) 餐饮：①百胜中国：我们预计 1Q25 公司收入增 0%-5%，归母净利润增 0%-10%。②同庆楼：我们预计 1Q25 公司收入增 0%-10%，归母净利润增 0%-10%。③广州酒家：我们预计 1Q25 公司收入增 0%-10%，归母净利润增 0%-10%。

(3) 景区：①宋城演艺：我们预计 1Q25 公司收入增 28%-35%，归母净利润增 20%-35%。②天目湖：我们预计 1Q25 公司收入降 2%-0%，归母净利润降 10%-0%。③九华旅游：我们预计 1Q25 公司收入增 8%-12%，归母净利润增 6%-15%。④祥源文旅：我们预计 1Q25 公司收入增 82%-90%，归母净利润增 150%-190%。

(4) 教育人服：①学大教育：我们预计 1Q25 公司收入增 12%-18%，归母净利润增 10%-15%。②北京人力：我们预计 1Q25 公司收入增 10%-18%，归母净利润增 5%-15%。

3. 投资建议：消费情绪修复首选龙头，把握三条主线。

(1) 兼备基本面韧性和 AI+弹性的龙头：①小商品城：我们认为，主业稳健成长，积极运用 AI 技术，推动义乌从“世界小商品之都”向“AI 外贸之都”转型。②重庆百货：零售主业稳健，马消近期入选重庆具身智能机器人方向第一批“揭榜挂帅”项目单。

③红旗连锁：四川便利超市龙头，拟拓展川南地区，布局 AI 技术，开发机器人无人售货系统；④孩子王：母婴连锁龙头，与辛选、国内 AI 算力算法头部企业等合作加强全渠道运营和推动 AI 产品落地。⑤安克创新：我们认为，全球领先消费电子企业，业务保持高增长且组织能力不断提升，具备向上迭代拓展更高维产品的潜力。

(2) 品质零售调改，重拾成长空间：2024 年超市、百货企业纷纷启动调改，2025 年将进一步深化加速，我们认为区域龙头和全国龙头均有机会。重点关注永辉超市、大商股份、重庆百货、家家悦，关注 ST 步步高（区域加密+双业态协同）。

(3) 黄金珠宝从渠道驱动走向品牌驱动：关注金饰消费心智升级红利，关注 2025 低基数或为业绩拐点，重点关注老铺黄金、潮宏基、周大生，关注老凤祥、菜百股份、中国黄金、周大福、曼卡龙。

其中，我们认为黄金珠宝的估值提升逻辑在年后已演绎得相对充分，后续需要业绩兑现来进一步印证；而在另外两条主线中，当前市场预期相对较低，但基本面向下空间有限，建议结合估值与弹性优选龙头。A 股核心标的：小商品城、永辉超市、大商股份、重庆百货、潮宏基，关注周大生、安克创新、爱婴室、润本股份、登康口腔；H 股：名创优品、阿里巴巴、老铺黄金，关注美团、周大福、毛戈平。

纺织服装行业：盛开发布报告《Lululemon 全年业绩增长超预期，FY25 预计北美承压》。

lululemon FY24 增长超预期，FY25 利润端预计因加大投入+关税+汇率逆风承压。FY24Q4 (24/10-25/1) 收入/净利润同比增 12.7%/11.8%，超 Bloomberg 一致预期增速 11.5%/7.5%，同店同比增 3%，假日季新品销售佳。FY24 (24/2-25/1) 收入/净利润同比增 10.1%/17.1%，超 Bloomberg 一致预期增速 9.6%/15.1%。发布 FY25 指引：收入 111.5-113 亿美元，对应增速 5-7%，略低于一致预期 113.1 亿美元；毛利率降 0.6pct，受固定费用增加+中国及墨西哥关税提升影响；预计将投资营销+品牌建设+国际市场扩张，SG&A 费率增 0.4-0.5pct；经营利润率预计同比降 1pct，EPS 14.95-15.15 美元，对应增速 2.1-3.5%，汇率影响 EPS 约 0.3-0.35 美元，低于一致预期的 15.39 美元（对应增速 7.2%）。

FY24Q4 起美国客流不振，新品提振客单部分抵消负面影响。FY24Q4 分地区汇率中性，美国/加拿大/中国大陆收入分别同比增长 5%/16%/48%，均较 Q3 提速，美洲/中国大陆/其他海外同店收入分别同比增 0%/27%/17%。因宏观经济不确定性及通胀导致消费信心不振，Q4 美国客流下滑，部分被新品带动的客单增长抵消，FY25Q1 趋势延续，FY24Q1 基数较高，FY24Q2 起基数正常化，增速有望随客流恢复叠加新品驱动修复。

25 年推新节奏修复，新品市场反馈较好。2024 年 5 月，因推新节奏缓慢影响女装转换率，公司调整产品团队结构，加速新品研发，预告最晚于 2025 年春恢复过去水平。FY25Q1 起公司已推出女子健身系列 Glow Up、瑜伽系列 Be Calm、男士跑步短裤 Mile Maker 等，新品女裤 Daydrift 推出后售罄率较高，计划年内扩充产品线，预计将成为新的核心产品系列。为庆祝核心系列 Align 10 周年，已推出新款 Align Palazzo 裤，并将推出没有正面接缝的 Align 新品。将持续推出广泛场景适用的功能性服装新品，提升客户忠诚度和复购率，尽管部分地区客流不振，新品仍驱动客单价及平均客单件数实现正增长。

FY24H2 起加速开店，FY25 店铺面积预计增 10%。FY24H2 开店加速，Q1-Q4 净开店数依次为 0/10/28/18 家，全年店铺面积增长 13.7%，门店数增 7.9%。FY25 计划新开店 40-45 家，升级 40 家，总店铺面积增长 10%，其中 10-15 家在北美，其余位于中国为主的海外市场。

投资建议。品牌端：政策加码下今年消费有望加速复苏，看好四条投资主线：①当前业绩筑底，后市业绩反弹潜力较大的低估值标的，建议关注滔搏，新秀丽；②具有逆市拓店规划，渠道精细化改革，或积极布局新渠道新业态，建议关注海澜之家，富安娜，森马服饰；③全民健身、户外风潮延续，关注运动户外景气赛道，建议关注安踏体育，李宁，特步国际，波司登；④低估值、高股东回报率标的仍具吸引力，建议关注江南布衣。制造端：1-2月中国纺服出口受较高基数&外部环境影响有所下降，但越南纺织服装出口增长良好反应下游订单景气度仍较高。伴随基数逐步回归正常，我们仍然看好①能在核心客户中持续提升供应商份额，②自身核心客户经营景气度稳健的优质制造企业，③关税加征情况下，有税负转嫁能力的优质企业，建议关注华利集团，九兴控股，申洲国际，裕元集团。

农业行业：冯鹤发布报告《猪价僵持局面或将打破，水产、白鸡价格持续上涨》。

上周农业板块-0.9%。上周农业板块-0.9%，位列申万一级行业第13名。子行业除水产养殖(+8.8%)、其他种植业(+1.0%)外均有下跌，其中果蔬加工(-3.8%)、种子(-3.3%)跌幅较大；其他主要子行业中，动物保健(-0.2%)、生猪养殖(-0.5%)、肉鸡养殖(-0.6%)、畜禽饲料(-1.0%)也有不同程度下跌。

出栏体重上升，肥标价差收窄，近期的震荡格局或将被打破，建议重点关注生猪养殖板块。根据Wind数据，全周生猪均价14.7元/公斤，环比+0.7%，涌益数据显示上周15kg仔猪价格为630元/头，环比+4.3%。上周生猪出栏体重为128.4kg/头，环比+0.5kg/头，其中散户和集团厂出栏体重分别上升0.9和0.3kg/头至136.1和125.9kg/头。上周175kg大猪与标猪价差为1.24元/kg，环比-0.36元/kg，200kg大猪与标猪价差为2.82元/kg，环比-0.4元/kg。我们认为，本周出栏体重，特别是散户出栏体重大幅上升，或反映出市场大猪供给在增加，而随着气温上升，大猪需求在减弱，导致本周肥标价差继续显著下降。这一体重升且肥标价差降的趋势或将在未来几周内保持，近几周的猪价均衡或将被打破。全年来看，我们在1月25日发布的报告《猪周期：24年像22年，那25年会像23年吗？》中提出，25年全年猪价或将进入亏损区间，产能去化是行业主旋律。从长期来看，非瘟趋缓、行业竞争激烈、利润空间压缩，成本的重要性空前提升，不同公司的差距将拉大，低成本公司有望获得更好的利润和发展空间，以及更高的估值溢价。结合短期、中期及长期来看，同时考虑到当前主要生猪养殖个股估值处于相对低位，我们建议重点关注生猪养殖板块，个股建议关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团、华统股份。

水产价格大多上涨，行业景气度回升，重点关注海大集团。据通威农牧，普水方面，上周草鱼塘口均价为6.9元/斤，环比+2.8%，同比+25%；鲫鱼塘口价9元/斤，环比+0%，同比+7%；鲤鱼塘口均价为6.1元/斤，环比+2.7%，同比-7%；罗非鱼塘口均价为4.7元/斤，环比-1.6%，同比-21%。特水方面，生鱼塘口均价为7.0元/斤，环比+4.3%，同比+8%；加州鲈鱼塘口均价为16.0元/斤，环比+0.8%，同比+38%；黄颡鱼塘口均价为14.7元/斤，环比+7.4%，同比+21%。对虾方面，全国南美白对虾塘口均价为25.2元/斤，环比+1.1%，同比-4%。原材料方面，上周鱼粉价格环比+1.5%，豆粕价格环比-5.3%，玉米价格环比+0.2%。我们认为，25年随着投苗量的增加，水产饲料行业有望迎来修复；同时，龙头优势持续体现，集中度有望继续提升，重点关注海大集团。

宠物消费蓬勃发展，重点关注宠物食品板块。3月10日，抖音电商发布《萌宠“杀手”清单》，2024年，抖音电商平台开启直播的宠物商家同比增长71%；动销直播场次近千万场，同比增长86%。直播也带动了货架场宠物商品的销量增长，过去一年，宠物相关商品货架GMV同比增长78%、搜索GMV同比增长99%。从消费人群来看，中年人群和Z世代是当前宠物消费的主力军，分别占比48%和42%。从购买习惯来看，大促和重要展会是抖音电商宠物商品的销售高峰时间。从产品来看，互动性的

宠物零食热销，同比增长 73%。我们认为，宠物消费蓬勃发展，养宠人群对宠物的定位持续升级，因此对宠物相关内容的关注度持续提升、对产品品质和互动性的要求也不断增加，推动宠物消费市场持续扩容。同时，头部企业重视内容宣传，善于把握消费趋势并且产品品质稳定优质，有望实现快于行业的增长。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份。

鸡苗、毛鸡价格继续修复，重点关注具有成本及产业链优势的龙头。根据 Mysteel 数据，上周白羽肉鸡苗均价为 2.9 元/羽，环比+2.0%，毛鸡均价为 3.6 元/斤，环比+1.9%。我们认为，产业链主要产品价格持续修复，行业景气度回升。同时，24 年以来，得益于饲料成本的下降和养殖效率的提升，白鸡养殖成本也明显下降，今年成本或将稳中下降，特别是具有全产业链优势的龙头企业。建议关注圣农发展、益生股份、禾丰股份、民和股份等。

动保板块有望业绩修复。我们认为，动保需求端很大程度受到猪价影响，24 年能繁增长速度偏慢，行业对扩张产能持谨慎态度，或意味着猪价景气时间将被拉长，行业有望持续盈利，25 年免疫积极性有望仍较强。

种业板块关注春季销售情况。中央农村工作会议 24 年 12 月 17 日至 18 日召开，会议强调“推进农业科技力量协同攻关，加快科技成果大面积推广应用，因地制宜发展农业新质生产力”，12 月 19 日，农业农村部召开全国种业企业座谈会，会议强调“把种业振兴摆上农业强国建设的突出位置”，“多措并举培强育优一批高水平种业企业，打造以企业为主体、产学研深度融合的商业化育种体系”。我们认为转基因政策或将持续推进，转基因种子的销售和种植有望在去年试点的基础上进一步扩大和深化，行业迎来新机遇，龙头公司得益于技术和资金实力将最为受益。个股层面，建议关注拥有技术优势和先发优势的大北农、隆平高科、登海种业等。

橡胶供需格局改善。供给端，受 24 年年初以来的天气影响，目前全球橡胶主产区产量均出现下滑；欧洲 EUDR 政策试行，不符合环保要求的产品无法进入欧洲。需求端，欧美补库需求仍在，整体需求仍有支撑。预计橡胶价格持续上行。关注海南橡胶。

投资建议：1）、生猪养殖。关注具有成本优势的牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团等。2）、水产饲料。水产饲料行业景气修复，龙头优势持续发挥，建议关注海大集团。3）、白羽肉鸡。行业景气度有望修复，建议关注圣农发展、禾丰股份、益生股份、民和股份。4）、宠物食品。经营表现亮眼，建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份。5）、种子板块。转基因商业化正式开启，关注拥有技术优势的大北农、隆平高科、登海种业。6）、橡胶。橡胶价格有望继续上行，关注海南橡胶。

6 风险提示

消费恢复缓慢，新关税影响中国经济，人民币明显贬值。

APPENDIX1

Summary

Demand: 5 of the 8 industries tracked in March maintained positive growth and 3 negative growth. Single-digit growth sectors include frozen food (4.0%), catering (2.5%), soft drinks (2.2%), condiments (1.0%) and beer (0.7%); Sectors with single-digit declines included sub-premium and above liquor (-6.9%) and dairy products (-3.5%); Liquor of mass and below (-12.5%) saw a double-digit decline. Compared with the previous month, the growth rate of 5 industries deteriorated, and the growth rate of 3 industries improved. The decline in liquor and dairy data is partly due to cyclical surpluses on the supply side, which is expected to gradually ease in the second half of this year.

Price: The price of Feitian Moutai continued to fall this month, and the batch price of bulk bottles was -10 yuan compared with the previous month, -30 yuan since the beginning of this year, and -470 yuan compared with the same period last year. The price of Wuliangye is +10 yuan compared with last month, +30 yuan since the beginning of this year, and +10 yuan compared with the same period last year. The price of 300 yuan and below mostly fell in the wholesale price of liquor. This month, the discount of soft drinks and condiments decreased in value, with an average discount rate of 98.1%/88.5%, respectively. The discount of infant formula and beer representative products increased, with the average discount rate of 89.4%/79.6%, respectively. The discount strength of liquid milk and convenience food products was stable, with an average discount rate of 77.3%/97.4%, respectively.

Cost: The cost of consumer goods generally fell this month, and the spot cost index of soft drinks/instant noodles/beer/dairy products/condiments/frozen food changed by -3.33%/-2.94%/-2.92%/-1.80%/-1.18%/-1.13% month-on-month respectively. Among the direct raw materials, palm oil prices fell sharply, with spot prices moving -6.4%/14.5% month-on-month/year-on-year. Food prices continued to rise, with soybean/soybean meal/corn/wheat spot prices rising 3.9%/2.2%/1.7%/0.9% month-on-month. The price of fresh milk stabilized at 3.08 yuan/kg; The prices of packaging materials generally declined, with the prices of pulp/glass/plastic/aluminum falling by 7.3%/6.7%/3.9%/0.2% month-on-month and -4.8%/-31.6%/-16.3%/2.7% year-on-year.

Funding: As of March 31, the net inflow of Hong Kong Stock Connect funds in the month was 149.78 billion yuan (143.037 billion yuan in the previous month), and the market value of the consumer staples sector accounted for 5.65%, down 0.13pct from the previous month. The food additives industry accounted for 13.2% of the Hong Kong Stock Connect, an increase of 0.58 pct from the beginning of the month, and the market value of the dairy products Hong Kong Stock Connect accounted for 11.5%, ranking second, with an increase of 0.04 pct from the previous month. Tsingtao Brewery (42.8%) has the highest shareholding, followed by Huabao International (19.8%) and Baiguoyuan (19.2%).

Valuation: At the end of March, the historical quantile of PE in A-share food and beverage was 18% (21.3x), an increase of 1pct from the end of the previous month (17%, 20.7x), and the lower quantile of sub-sectors was dairy (6%, 18.4x) and condiments (6%, 25.5x). The median valuation of the leading companies was 21x (up 2x from the previous month). The historical quantile of PE in the H-share consumer staple sector was 13% (17.3x), an increase of 8pct from the end of the previous month (5%, 15.7x). The lower quantiles of the sub-sectors are alcoholic beverages (7%, 18.6x), packaged foods (0%, 9.6x), etc. The median valuation of the leading companies was 18x (up 1x from the previous month).

Suggestion: Mandatory consumption is determined in the midst of uncertainty. In March, A-shares and H-shares rose first and then declined, and the monthly line maintained an upward trend. The A-share Food & Beverage Index and the H-share Consumer Staple Index rose 1.9% and 7.0% respectively. However, as the market fluctuated, some investors' confidence was shaken. We reiterate our 25-year investment strategy for the consumer industry: first, we should shift from pursuing "high growth in a peaceful environment" to "stable growth in a non-peaceful environment"; Second, China can avoid the risk of a global hot war and make stimulating the economy a higher priority. Third, low domestic interest rates will persist and may continue to fall. Must-have consumer companies will enhance their attractiveness through stable growth and higher dividends. It is suggested to pay attention to dairy (de-supply), soft drinks (high dividends) and liquor (capital-driven), including China Feihe, Mengniu Dairy, Yili Shares, Master Kong, Uni-President Enterprise, Kweichow Moutai, Shanxi Fenjiu, etc. Other consumer industries, pay attention to Commodity City, Taobo, Heilan Home, Wen's shares, etc.

Risk warning: Consumption recovery is slow, new tariffs affect China's economy, and the RMB depreciates significantly.

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，闻宏伟，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongwei Wen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，肖伟俐，在此保证(i)本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且(ii)我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们(包括我们的家属)在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属(我已经告知他们)将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Weili Xiao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，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3个工作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 3 business 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3个工作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 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).

600600.CH, 002311.CH, 603136.CH, 000596.CH 及 603214.CH 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。

600600.CH, 002311.CH, 603136.CH, 000596.CH and 603214.CH 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.

002714.CH 及 603214.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

002714.CH and 603214.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 002311.CH 及 603214.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002311.CH and 603214.CH.

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

评级分布 Rating Distribution

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

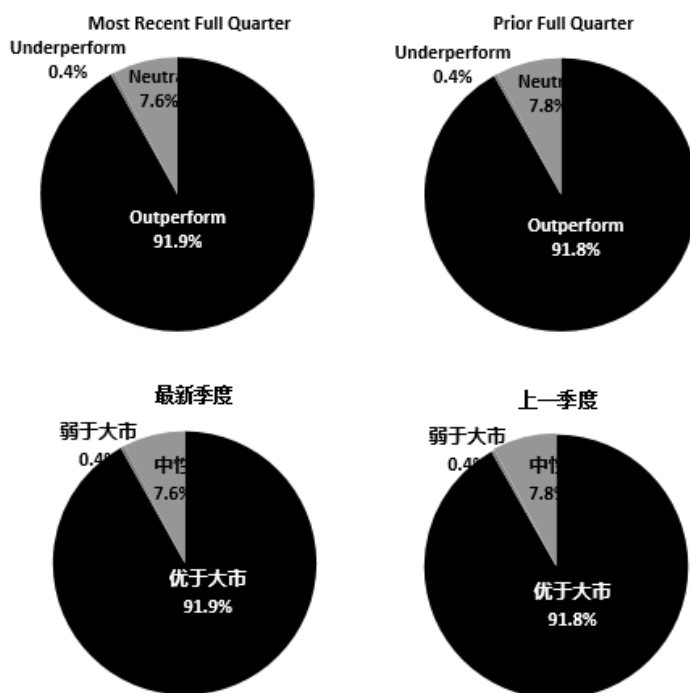
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

Ratings Distribution



截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	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 December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	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 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

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

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

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

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

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司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 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

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

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

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

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

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

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution

can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, 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.
1460 Broadway, Suite 11017
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 1460 Broadway, Suite 11017, 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.
1460 Broadway, Suite 11017

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”) 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。

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”).

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>