

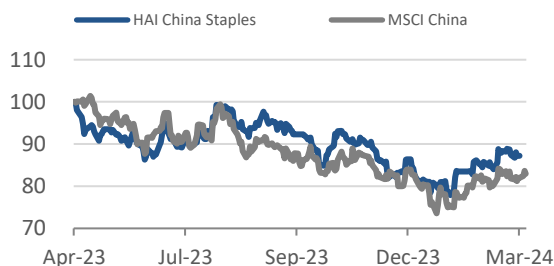
中国必需消费 China Staples

HTI 中国消费行业 5 月投资报告：分红率如期提高，资金面预期改善

The dividend rate has increased as scheduled, and the improvement in funding is expected

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	安琪酵母	Outperform
五粮液	Outperform	安井食品	Outperform
山西汾酒	Outperform	口子窖	Outperform
泸州老窖	Outperform	水井坊	Outperform
海天味业	Outperform	中炬高新	Outperform
伊利股份	Outperform	酒鬼酒	Outperform
洋河股份	Outperform	汤臣倍健	Outperform
古井贡酒	Neutral	洽洽食品	Outperform
双汇发展	Outperform	千禾味业	Outperform
青岛啤酒	Outperform	老白干	Outperform
东鹏饮料	Outperform	珠江啤酒	Outperform
今世缘	Outperform	金龙鱼	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	百润股份	Outperform
重庆啤酒	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
燕京啤酒	Outperform	盐津铺子	Outperform
舍得酒业	Outperform	天味食品	Outperform



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

消费行业 3 月投资策略：关注消费股的分红潜力（Pay attention to the dividend potential of consumer stocks）（3 Mar 2024）

HTI 消费品 2 月需求月报：惯性因素和基数原因导致弱势增长（Inertia and base factors lead to weak growth）（3 Mar 2024）

消费行业 2 月投资策略：股息率是目前重要估值方法（Dividend Yield is Currently Playing the Key Role in Valuation）（5 Feb 2024）

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：24 年 4 月重点跟踪的 8 个行业中 6 个保持正增长，2 个负增长。实现双位数增长的行业有次高端及以上白酒（主要受贵州茅台带动）、速冻食品和餐饮；个位数增长的行业包括软饮料、调味品和啤酒；乳制品和大众及以下白酒负增长。与上月相比，3 个行业增速加快或降幅收窄，4 个行业增速下滑，1 个持平。进入传统消费淡季和去年高基数原因，导致 4 月消费行业依然弱增长。

成本：包材期、现价格走势分化，直接原材料快速下行。4 月啤酒、调味品现货成本跌幅达 2.6%/1.5%，多数消费品期货成本涨幅均超 1.5%。包材方面，玻璃、瓦楞纸现货大跌 9.7%/4.1%，但在期货端二者快速上行 4.2%/3.8%，铝材现货、期货涨幅达 2.6%/4.4%。直接原材料部分，除小麦期货、大包粉现货上涨 7.6%/4.0%，其他品种全线下跌，棕榈油期货、现货大跌 10.4%/3.8%，白糖现货、期货下跌 5.3%/1.5%，蔬菜、小麦价格下行 4.7%/4.1%，大麦、生鲜乳、豆粕、鸡肉现货以及大豆、大麦期货价格跌幅均超过 2%。

资金：陆股通净流入幅度收窄，食品饮料陆股通占比企稳。截至 4 月底，陆股通资金当月净流入 60.2 亿元（上月净流入 219.8 亿元），其中沪股通净流入 45.5 亿元，深股通净流入 14.7 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.42%，较上月降低 0.01pct。港股通资金当月净流入 734.90 亿元（上月净流入 785.64 亿元），必需消费板块市值占比为 3.81%，较上月上升 0.23pct。

估值：A 股、美股小跌，H 股回升明显。A 股食品饮料行业 PE（TTM）处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 30%分位（23.7x），子行业分位较低的是乳品（0%，16.2x）、啤酒（3%，27.3x）和保健品（5%，20.8x）。H 股必需性消费行业处于 23%分位（18.4x），子行业分位较低的是包装食品（0%，12.6x）、超市及便利店（0%，8.4x）和酒精饮料（0%，18.7x）。美股日常消费品行业处于 97%分位（22.9x）；子行业分位较低的是烟草（13%，13.6x）和食品分销商（31%，20.5x）。

建议：短期外资回流强劲，中长期关注高股息。4 月下旬开始外资显著回流 H 股，带动恒生指数“十连涨”。北向资金也一度创下陆港通开通以来单日流入新高。受益于外资回流的消费龙头股涨幅较为明显，但香港食品、饮料与烟草指数（887122）上涨约 13%，略低于恒生指数，远低于恒生科技指数。目前 H 股必需性消费行业 PE 较美股和 A 股仍有较强投资吸引力。因此短期我们建议重点关注**预期资金回流主线**：主要是各子行业龙头，如贵州茅台、五粮液、华润啤酒、青岛啤酒、伊利股份、蒙牛乳业、海天味业。中长期来看，继续关注**高股息/高回购主线**：康师傅、双汇发展、伊利股份、重庆啤酒、中国飞鹤。择机关注**成本或费率下行主线**：主要是啤酒、乳制品和软饮料，如华润啤酒、青岛啤酒、伊利股份、蒙牛乳业、康师傅；以及**预期经济复苏主线**：消费特征偏可选的白酒最受益，如泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒。

风险提示：消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖书俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 2024 年 4 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
2月营收	517	185	436	141	391	134	470	140
3月营收	335	240	363	140	343	99	449	143
4月营收	275	168	389	145	346	75	490	134
2月同比%	14.8%	-3.6%	1.0%	-5.6%	4.5%	15.0%	5.5%	18.0%
3月同比%	18.4%	-7.7%	-7.4%	-3.7%	7.0%	15.0%	5.4%	16.0%
4月同比%	15.1%	-0.6%	-2.3%	0.8%	3.0%	15.0%	5.2%	12.0%

资料来源：HTI

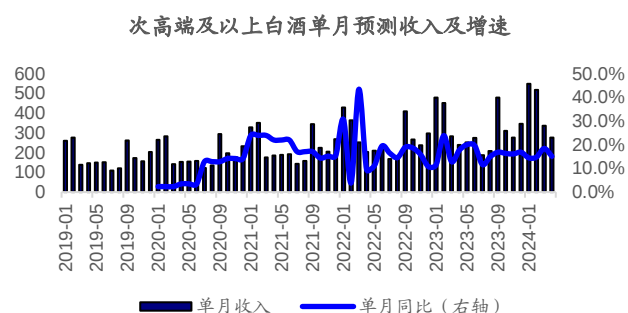
据海通国际预测，24 年 4 月重点跟踪的 8 个行业中 6 个保持正增长，2 个负增长。实现双位数增长的行业有次高端及以上白酒（主要受贵州茅台带动）、速冻食品和餐饮；个位数增长的行业包括软饮料、调味品和啤酒；乳制品和大众及以下白酒负增长。与上月相比，3 个行业增速加快或降幅收窄，4 个行业增速下滑，1 个持平。进入传统消费淡季和去年高基数原因，导致 4 月消费行业依然弱增长。

4 月国内次高端及以上白酒行业收入为 275 亿元，同比增长 15.1%。1-4 月累计收入为 1674 亿元，同比增长 15.4%。24 年一季报顺利收官，次高端及以上白酒营收同比增长 15.5%，业绩如期兑现，经营稳定性得以验证。当前一季度回款符合预期，酒企聚焦于市场秩序管理，通过控货、提价稳住批价，在茅台价格波动情况下，多数产品价格稳中有升，渠道库存逐步消化。

4 月国内大众及以下白酒行业收入为 168 亿元，同比降低 0.6%。1-4 月累计收入为 873 亿元，同比降低 1.5%。白酒进入消费淡季，动销表现较为平淡，行业供需失衡矛盾仍旧存在。全年来看，分化与竞争态势延续，消费需求向主流名酒回归，中小型酒企的出清速度相较于去年同期跌幅或有缓和。

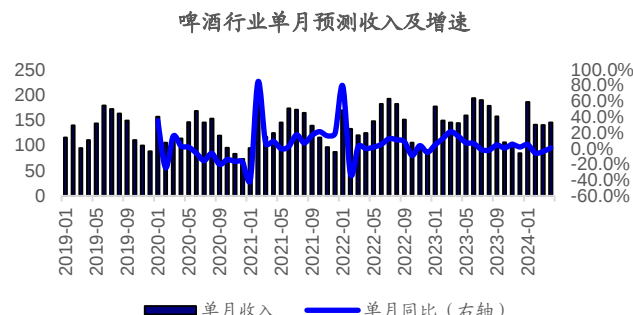
4 月国内啤酒行业收入为 145 亿元，同比增长 0.8%。1-4 月累计收入为 612 亿元，同比降低 0.6%。4 月啤酒行业基数压力仍在，但近两个月销量的跌幅已有收窄，主因库存去化逐步改善，酒企陆续开启旺季备货工作，销量增速预计逐月边际改善，吨价提升仍有空间。4 月下旬全国范围尤其南方地区，雨水天气较为频繁，仍需关注不利天气导致的消费需求变化。

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

4月国内调味品行业收入为346亿元，同比提升3.0%。1-4月累计收入为1525亿元，同比增长4.8%。开门红动销告一段落，进入传统餐饮淡季，调味品需求有所减弱。目前行业渠道库存处于良性水平，高端产品逐渐提升渗透，餐饮端成为各厂商的集中竞争领域。行业有望摆脱高库存及弱需求的困境，各上市公司全年经营目标完成确定性提高。

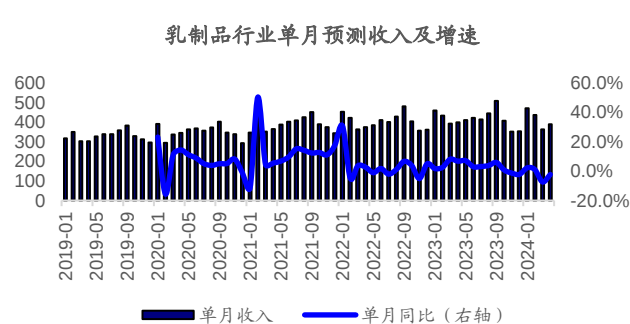
4月国内乳制品行业收入为389亿元，同比下降2.3%。1-4月累计收入为1657亿元，同比下降1.4%。4月仍为乳制品淡季，收入同比仍有低个位数下跌，但相较于3月高个位数下跌有所收窄，主要是价格表现较弱。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，渠道库存维持良性，在今年上半年持续进行库存合理化。

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

4月国内速冻行业收入为75亿元，同比增长15.0%。1-4月累计收入为449亿元，同比增长13.4%。4月开始逐渐进入餐饮淡季，因此速冻产品需求环比转弱。根据展会观察，今年速冻产品新品数量较往年有所降低，渠道和应用场景更加细分并聚焦，如团餐、宴饮和烧烤逐渐成为热门场景，预制菜接受程度有所提升，且需求相对稳定。

4月国内软饮料行业收入为490亿元，同比增长5.2%。1-4月累计收入为2312亿元，同比增长5.6%。受益于出行等场景表现较好，软饮料4月预计有中个位数增长。目前随天气转热，软饮料已进入消费旺季，头部企业已经开启旺季备货，预计旺季仍将平稳增长，需持续关注旺季表现。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）

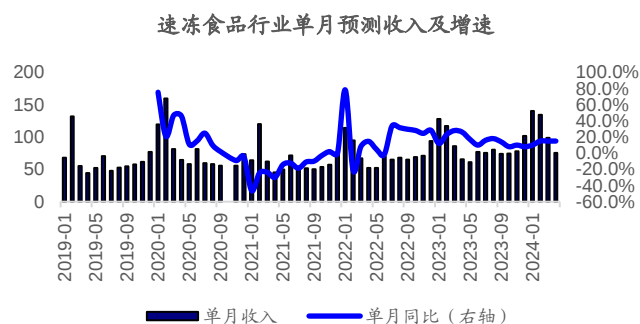
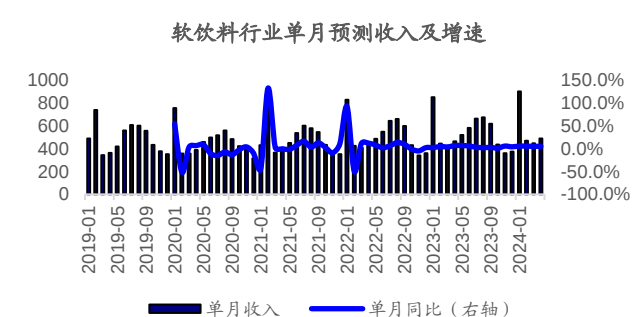
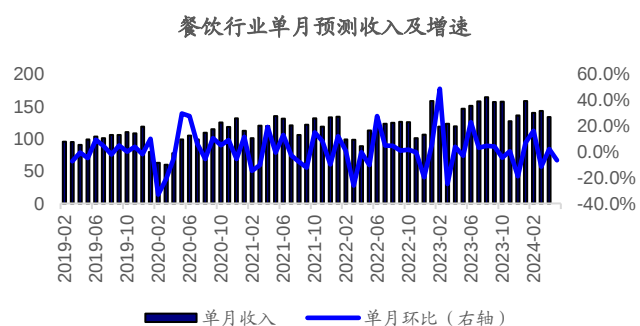


图6 软饮料行业收入预测（亿元）



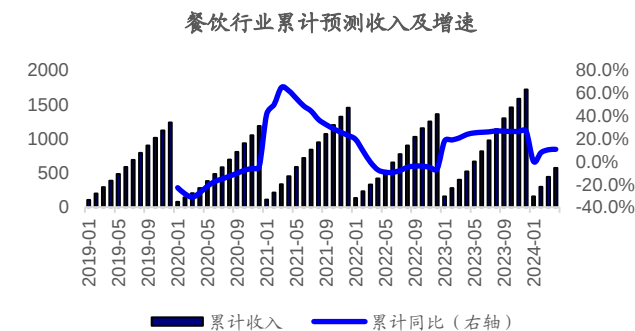
4月国内餐饮上市公司总收入为134亿元，同比增长12.0%。1-4月累计收入为575亿元，同比增长10.7%。4月为传统餐饮消费淡季，客流表现出一定的季节性波动。进入4月餐饮客流及恢复度均环比回落，此外多数餐饮企业在2023年同期基数较高，同店表现压力较大。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



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）



1.2 消费行业价格跟踪

1.2.1 白酒批发价格追踪

据多家酒业媒体报道，近日白酒批发价格如下：

贵州茅台：本周（4月22日至4月29日），飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2780/2560/880 元，较上周-30/+10 元/持平，较上月-110/-75/-15 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-180/-160/-70 元，较去年同期-150/-200/-210 元。

五粮液：本周八代普五批价为 945 元，较上周+10 元，较上月+2 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-3 元，较去年同期+5 元。

泸州老窖：本周国窖 1573 批价为 840 元，较上周-15 元，较上月-15 元。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价-10 元，较去年同期-35 元。

山西汾酒：本周复兴版、青花 20 批价为 860/340 元，较上周持平/-10 元，较上月持平/-10 元。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价+50/+20 元，较去年同期+73 元/持平。

洋河股份：本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 505/375/278 元，较上周-10 元/持平/持平，较上月-10 元/持平/持平。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价-25/-5 元/持平，较去年同期-95/-40/-18 元。

古井贡酒：本周古 20、古 16、古 8 批价为 470/320/200 元，较上周+5/持平/-5 元，较上月-10/+5/-5 元。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价+15/持平/+5 元，较去年同期+20/+10 元/持平。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/04/29	产品	批价（元）	周涨幅	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
茅台	飞天53°（整）	2780	-30	-110	-180	-150
	飞天53°（散）	2560	10	-75	-160	-200
	茅台精品53°	3250	20	-30	-80	-70
	王子普王53°	245	0	0	-10	-15
	茅台1935	880	0	-15	-70	-210
五粮液	第八代普五52°	945	10	2	-3	5
	交杯52°	1260	0	-10	35	-90
	1618 52°	945	5	5	45	10
泸州老窖	国窖1573 52°	840	-15	-15	-10	-35
	窖龄60 52°	250	0	0	10	15
山西汾酒	青花30复兴版	860	0	0	50	73
	青花20 53°	340	-10	-10	20	0
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	505	-10	-10	-25	-95
	梦之蓝水晶版52	375	0	0	-5	-40
	天之蓝52°	278	0	0	0	-18
	海之蓝52°	120	0	5	-5	-10
今世缘	国缘四开 42°	375	0	5	-5	-25
	国缘对开 42°	205	0	5	35	0
古井贡酒	古20 52°	470	5	-10	15	20
	古16 50°	320	0	5	0	10
	古8 45°	200	-5	-5	5	0
	古5 50°	95	0	0	-5	-15
口子窖	口20 41°	300	0	0	10	-20
	口10 41°	200	0	0	0	-10
	口6 41°	90	0	0	-20	-10
舍得酒业	品味舍得 52°	310	0	5	5	-25
酒鬼酒	内参 52°	735	5	10	25	-25
	红坛 52°	295	-5	-5	-20	5
水井坊	井台 52°	405	-5	-5	-20	-15
	臻酿八号 52°	300	5	5	25	30
珍酒李渡	珍十五 53°	330	0	5	-10	-10
习酒	窖藏1988 53°	465	5	10	0	-25
	青花郎20 53°	825	-5	0	5	-35
郎酒	红花郎15 53°	450	0	20	-40	-70
	国台15年 53°	615	5	15	25	-55
国台	国台国标15 53°	300	0	-5	0	-20
剑南春	水晶剑 52°	385	-5	10	15	-5
金沙酒业	摘要 53°	515	-5	0	-25	-5

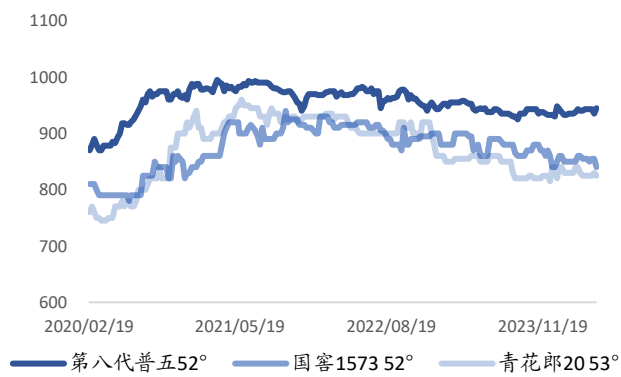
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周茅台精品、飞天散瓶、整箱批价+20/+10/-30 元



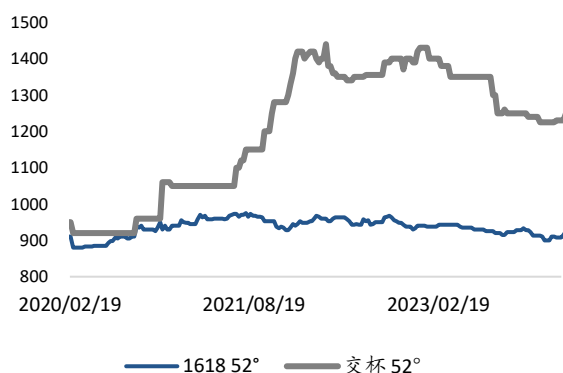
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周八代普五、国窖 1573、青花郎批价+10/-15/-5 元



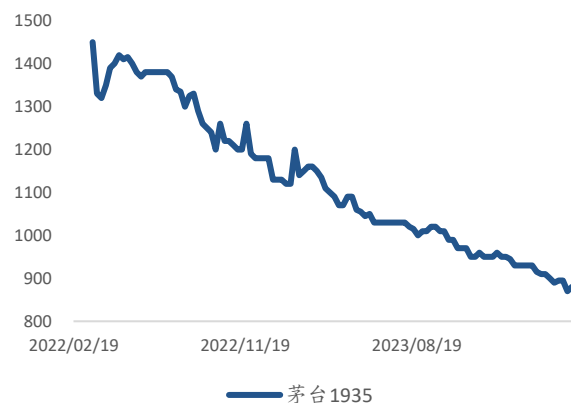
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618 批价+5 元



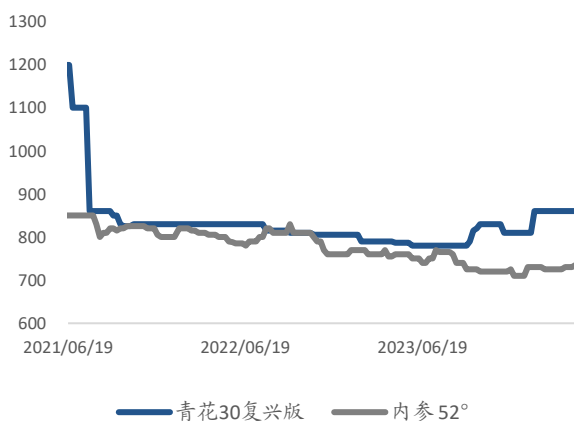
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价持平



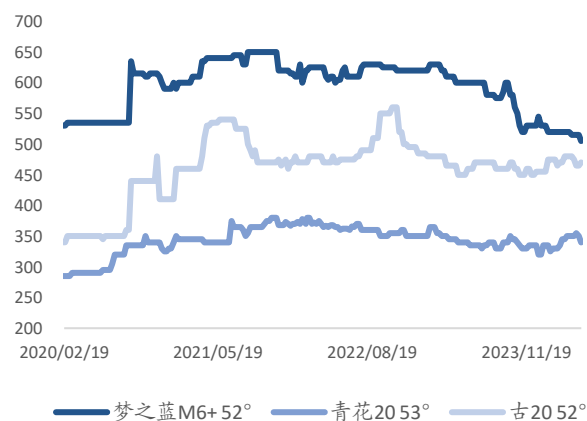
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周内参批价+5 元



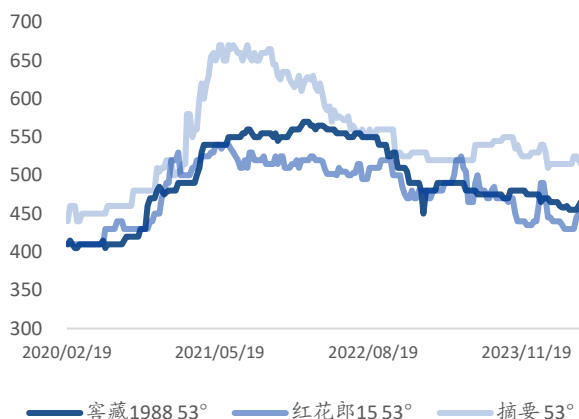
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周 M6+、青花 20、古 20 批价-10/-10/+5 元



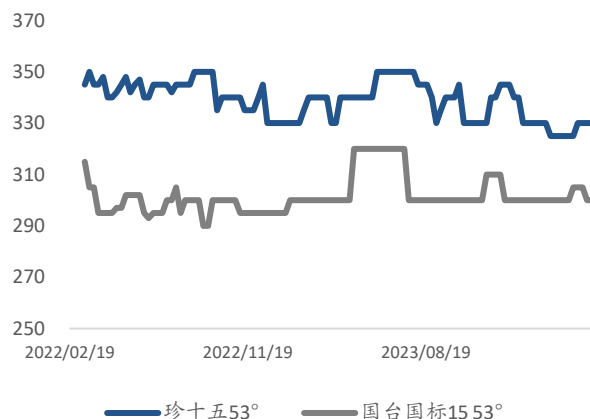
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988、摘要批价+5/-5 元



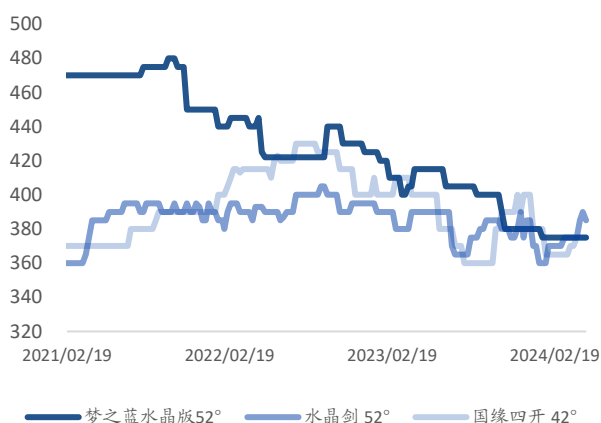
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五、国台国标 15 批价持平



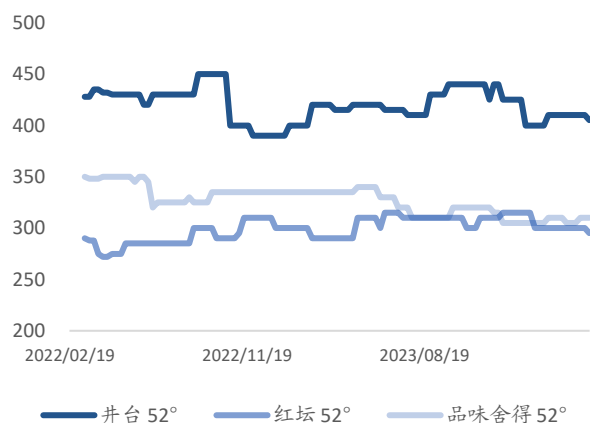
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周水晶剑批价-5 元



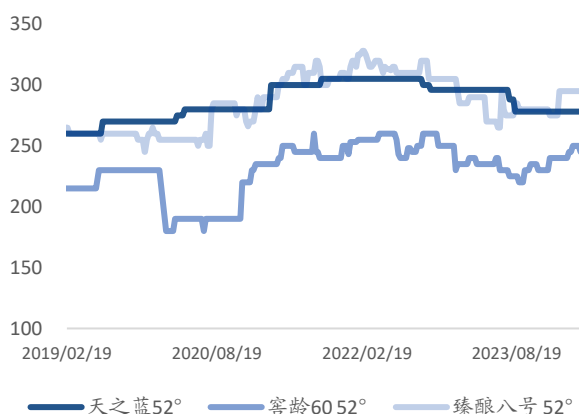
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周井台、红坛批价-5/-5 元



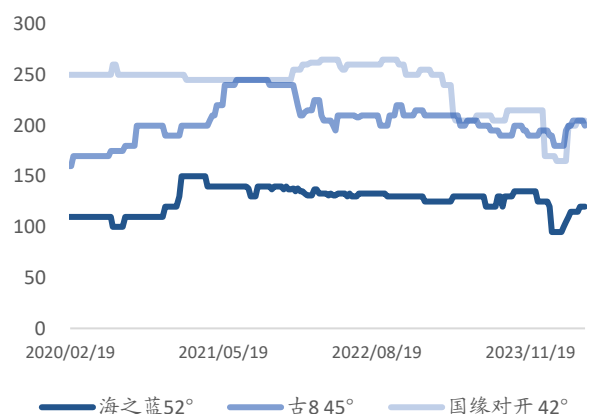
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周臻酿八号批价+5 元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周古8批价-5 元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

液态奶、软饮料及婴配粉代表产品较 3 月末折扣力度有所加大。

液态奶代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 3 月末的 81.4%/83.0%变化至本周的 65.6%/63.5%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 91.9%/96.2%变化至本周的 91.3%/92.3%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 95.4%/99.8%变化至本周的 94.9%/98.0%。

方便食品、调味品及啤酒代表产品较 3 月末折扣力度有所减小。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 88.6%/90.0%变化至本周的 98.3%/100%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月末的 90.0%/95.0%变化至本周的 92.6%/95.4%。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月中旬的 81.2%/85.0%变化至本周的 82.0%/84.0%。

表3 大众品类整体折扣率一览

指标	当期折扣率	上周折扣率	上月折扣率	年初折扣率
液态奶折扣率平均值	65.6%	68.4%	81.4%	84.8%
液态奶折扣率中位值	63.5%	69.7%	83.0%	83.3%
啤酒折扣率平均值	82.0%	77.7%	81.2%	80.6%
啤酒折扣率中位值	84.0%	81.3%	85.0%	81.4%
方便食品折扣率平均值	98.3%	98.3%	88.6%	89.9%
方便食品折扣率中位值	100.0%	100.0%	90.9%	93.2%
调味品折扣率平均值	89.1%	95.8%	90.0%	87.1%
调味品折扣率中位值	95.4%	95.7%	95.0%	90.0%
软饮料折扣率平均值	91.3%	91.0%	91.9%	91.4%
软饮料折扣率中位值	92.3%	93.4%	96.2%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	94.9%	94.9%	95.4%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	98.0%	98.0%	99.8%	100.0%

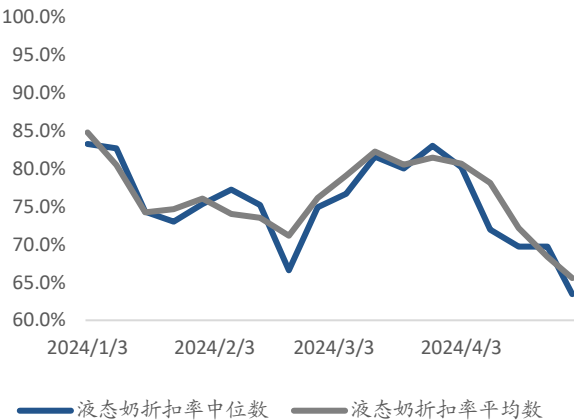
资料来源：资料来源：多个电商平台，HTI
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	47.2%	47.2%	54.4%
珠江纯生	500ml*12/1 箱	啤酒	53.3%	53.3%	72.7%
伊利金脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	53.8%	52.6%	74.7%
伊利金典牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	58.8%	82.8%	70.0%
蒙牛特仑苏牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	62.1%	77.2%	83.3%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	62.7%	68.4%	61.0%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
康师傅包装饮用水	550ml*12/1 箱	软饮料	66.6%	66.6%	63.2%
华润 SUPER X	500ml*12/1 箱	啤酒	67.8%	67.8%	72.2%
千禾头道原香 280 天	500ml/1 瓶	调味品	69.9%	70.0%	70.0%

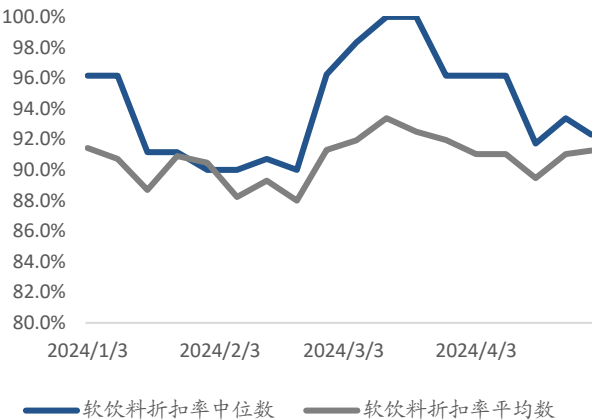
资料来源：多个电商平台， HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



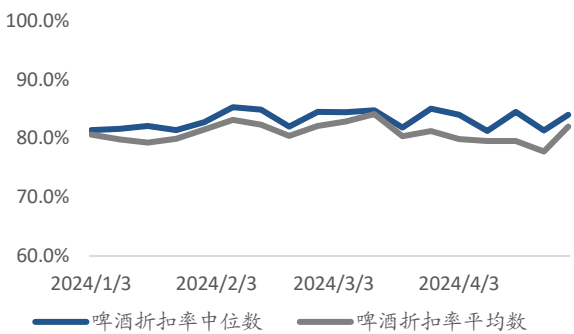
资料来源：多个电商平台， HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



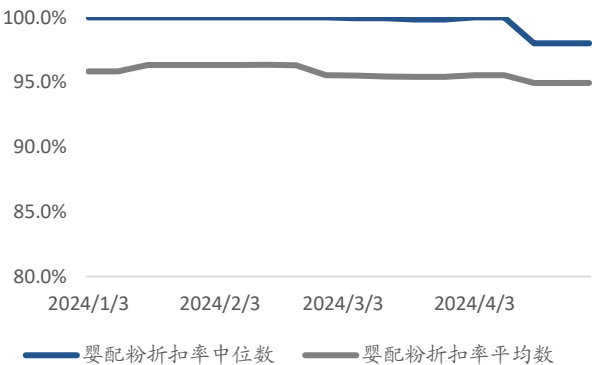
资料来源：多个电商平台， HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



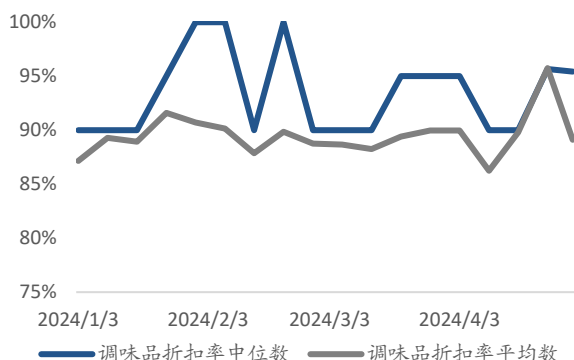
资料来源：多个电商平台， HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



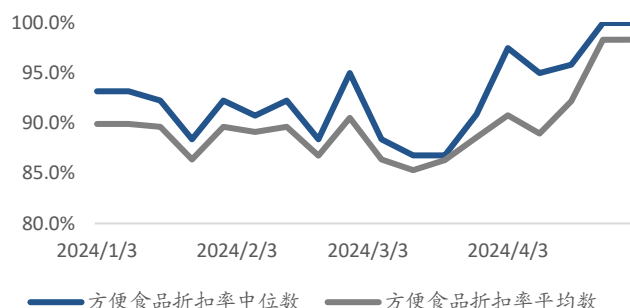
资料来源：多个电商平台， HTI

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5 HTI 消费品现货成本指数

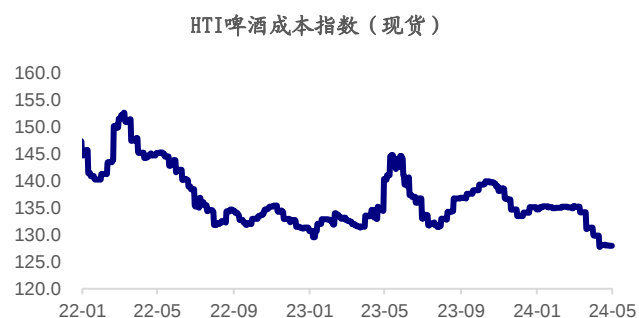
日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2024/4/30	127.96	114.93	108.24	107.90	124.03	118.74
上周	2024/4/23	128.03	115.04	108.53	108.51	123.89	118.81
上月	2024/3/30	131.31	116.72	107.63	108.13	123.52	118.72
今年年初	2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期	2023/4/30	140.34	123.42	114.32	111.02	125.86	124.18
较上周		-0.05%	-0.10%	-0.26%	-0.56%	0.11%	-0.06%
较上月		-2.55%	-1.53%	0.57%	-0.22%	0.41%	0.02%
较今年年初		-5.02%	-3.40%	-1.73%	0.57%	0.32%	-0.49%
较去年同期		-8.82%	-6.88%	-5.31%	-2.81%	-1.46%	-4.38%

资料来源：Wind，HTI

截至4月30日，啤酒成本现货指数为127.96，啤酒成本期货指数为136.08。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降2.55%，啤酒成本期货指数提升3.54%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降5.02%，啤酒成本期货指数下降6.79%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降8.82%，啤酒成本期货指数下降5.22%。

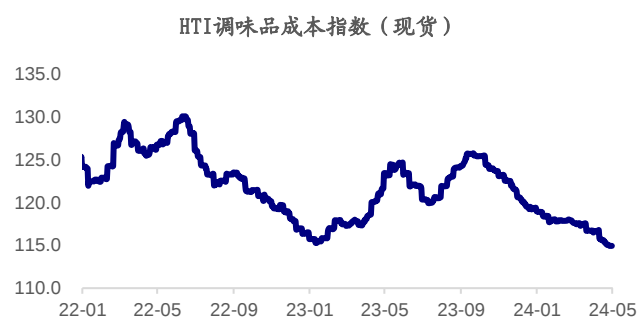
调味品成本现货指数为114.93，调味品成本期货指数为123.06。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降1.53%，调味品成本期货指数提升0.41%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降3.4%，调味品成本期货指数下降4.06%，较去年同期，调味品成本现货指数下降6.88%，调味品成本期货指数下降5.52%。

图27 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图28 调味品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

乳制品成本现货指数为 108.24，乳制品成本期货指数为 100.64。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升 0.57%，乳制品成本期货指数提升 1.89%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 1.73%，乳制品成本期货指数提升 1.72%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 5.31%，乳制品成本期货指数下降 0.82%。

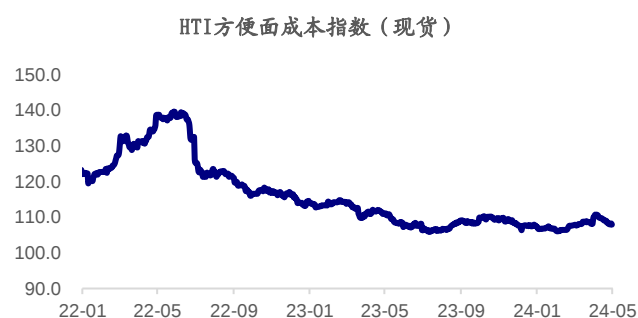
方便面成本现货指数为 107.9，方便面成本期货指数为 116.13。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 0.22%，方便面成本期货指数提升 1.89%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数提升 0.57%，方便面成本期货指数提升 3.51%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 2.81%，方便面成本期货指数提升 2.16%。

图29 乳制品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图30 方便面行业成本现货指数

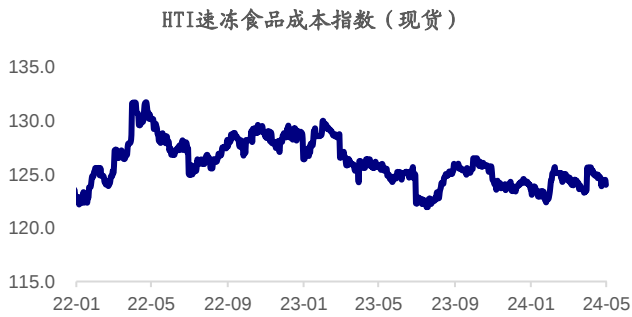


资料来源：Wind，HTI

速冻食品成本现货指数为 124.03，速冻食品成本期货指数为 124.83。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 0.41%，速冻食品成本期货指数提升 1.76%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 0.32%，速冻食品成本期货指数提升 1.41%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 1.46%，速冻食品成本期货指数下降 0.6%。

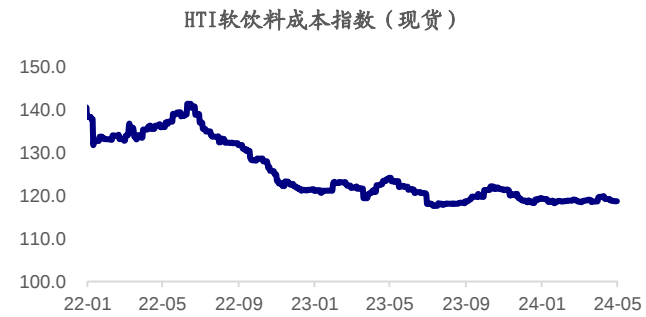
软饮料成本现货指数为 118.74，软饮料成本期货指数为 134.77。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 0.02%，软饮料成本期货指数提升 1.59%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 0.49%，软饮料成本期货指数提升 3.56%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 4.38%，软饮料成本期货指数提升 1.03%。

图31 速冻食品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图32 软饮料行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

1.4 消费行业及公司重点新闻

表6 2024 年 4 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
4.11	餐饮	中国餐饮万店连锁品牌增至 6 家 https://3g.k.sohu.com/t/n780079699
4.13	食品烟酒	3 月食品烟酒类价格同比下降 1.4%，环比下降 2.2% https://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/marketalerts/2024-04-11/doc-inarmpiu4381257.shtml
4.13	酒类	2023 江苏酿酒企业销售规模达 752 亿元 https://new.qq.com/rain/a/20240402A0582P00
4.16	乳制品	2024 年前 2 个月，我国乳制品累计进口 17.26 亿美元，同比下降 24.71% https://www.cccfna.org.cn/maoyitongjij/hangyetongjij/ff8080818ec54191018ecb1c72640297.html
4.18	餐饮	一季度餐饮市场实现良好开局 https://www.chinanews.com.cn/cj/2024/04-16/10199520.shtml
4.19	白酒	千亿老酒市场“价格可能见底，跌无可跌”，已有投资者抄底入局 https://mp.weixin.qq.com/s/kYKA0yMugt4i0wldrT48Aw
4.20	白酒	一季度白酒产量增长 6% https://mp.weixin.qq.com/s/8nu52Li8zcYzMp_dc2MBrQ
4.22	白酒	4 月中旬白酒商品批发价格稳定 http://lzbjgzs.com/ArticleView.aspx?id=A20D4D4013599996
4.24	白酒	一季度贵州白酒产值增长 29.5% https://www.guizhou.gov.cn/home/rdgz/202404/t20240423_84342047.html
4.25	便利店	2023 中国便利店 TOP100 揭晓 https://www.163.com/dy/article/J0G92ASV0519C7QE.html?spss=dy_author
4.29	可可	可可期货持续走出新高 https://www.cls.cn/detail/1651768

资料来源：wind，HTI

表7 2024年4月消费公司公告

日期	公司	摘要
4.1	重庆啤酒	重庆啤酒:2023年年度报告 2023年度,公司实现啤酒销量299.75万千升,比上年同期285.66万千升增长4.93%;实现营业收入148.15亿元,比上年同期140.39亿元增长5.53%;实现归属于上市公司股东的净利润13.37亿元,比上年同期12.64亿元增长5.78%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润13.14亿元,比上年同期12.34亿元增长6.45%。
4.2	欢乐家	欢乐家:以集中竞价交易方式回购公司股份的进展公告 截至2024年3月31日,公司以自有资金通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份16,773,430股,占公司目前总股本的3.7483%,最高成交价为15.37元/股,最低成交价为11.46元/股,成交总金额为224,999,546.06元(不含交易佣金等交易费用),均为用于维护公司价值及股东权益进行的股份回购,该回购方案已于2024年3月20日实施完毕。公司尚未实施用途为全部予以注销并减少注册资本的股份回购。
4.4	贵州茅台	贵州茅台:2023年年度报告 2023年贵州茅台实现营业收入1476.94亿元,同比增长19.01%;归属于上市公司股东的净利润747.34亿元,同比增长19.16%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润747.53亿元,同比增长19.05%。基本每股收益59.49元,同比增长19.16%。
4.10	温氏股份	2024年3月主产品销售情况简报 2024年3月销售肉鸡9,759.60万只(含毛鸡、鲜品和熟食),收入27.85亿元,毛鸡销售均价12.98元/公斤,环比变动分别为40.02%、33.77%、-4.49%,同比变动分别为1.77%、-2.79%、-2.70%。公司2024年3月销售肉猪262.05万头(含毛猪和鲜品),收入47.27亿元,毛猪销售均价14.73元/公斤,环比变动分别为36.34%、41.61%、3.08%,同比变动分别为26.42%、26.02%、-3.09%。
4.13	张裕A:	张裕A:2023年年度报告 2023年,张裕实现营业收入约43.85亿元,同比增长11.89%;归属于上市公司股东的净利润约5.32亿元,同比增长24.20%;归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润约4.64亿元,同比增长12.14%。2023年,张裕的葡萄酒实现营业收入约31.39亿元,占总营收的71.59%,葡萄酒的毛利率为59.04%,同比增长4.02%。
4.16	万洲国际	万洲国际:2023年年度报告 2023年,万洲国际实现收入约26236百万美元,同比减少6.8%;经营利润约1471百万美元,同比减少29.7%;生物公允价值调整后的公司拥有人应占利润为629百万美元,同比减少54.1%。2023年,万洲国际的肉制品销量约3196千公吨,同比减少4.4%,猪肉销量为3959千公吨,同比减少1.5%。
4.18	承德露露	承德露露:2023年年度报告 2023年,承德露露实现营业收入约29.55亿元,同比增长9.76%;归属于上市公司股东的净利润约6.38亿元,同比增加6.02%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为6.35亿元,同比增加5.26%。
4.18	香飘飘	香飘飘:2023年年度报告 2023年,香飘飘实现收入36.25亿元,同比增长15.90%;归属于上市公司股东的净利润约2.80亿元,同比增长31.04%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为2.31亿元,同比增加32.76%。
4.23	中宠股份	中宠股份:2023年年度报告 2023年,中宠股份营业收入约为37.47亿元,同比减少15.37%;归属于上市公司股东的净利润约为2.33亿元,同比增加120.12%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为2.25亿元,同比增加147.22%。
4.24	养元饮品	养元饮品:2023年年度报告 2023年,养元饮品共生产植物蛋白饮料59.42万吨,采购功能性饮料3.73万吨,销售植物蛋白饮料59.34万吨,销售功能性饮料3.56万吨;实现营业收入61.62亿元;实现归属于公司股东的净利润14.67亿元。
4.24	甘源食品	甘源食品:2023年年度报告 2023年,甘源食品营业收入约为18.48亿元,同比增加27.36%;归属于上市公司股东的净利润约为3.29亿元,同比增加107.82%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为2.92亿元,同比增加96.76%。
4.26	新乳业	新乳业:2023年年度报告 2023年,新乳业实现营业收入109.87亿元,同比增长9.8%;归母净利润4.31亿元,同比增长19.3%;归母扣非净利润4.65亿元,同比增长57.9%;销售净利率4.0%,同比增加0.37%;经营活动现金流量净额15.57亿元,同比增长50.6%。
4.26	迎驾贡酒	迎驾贡酒:2023年年度报告 2023年,迎驾贡酒实现营业收入67.20亿元,同比增长22.07%;归属于上市公司股东的净利润22.88亿元,同比增长34.17%;归属于上市公司股东的净资产83.37亿元,同比增长20.32%;整体毛利率71.37%,同比增加了3.35%。
4.27	海天味业	海天味业:2023年年度报告 2023年,海天味业实现营业收入245.59亿元,同比下降4.10%;归属于上市公司股东的净利润56.27亿元,同比下降9.21%;归属于上市公司股东的净资产285.31亿元,同比增长8.08%;整体净利率22.97%,同比下降1.25个百分点。
4.29	光明乳业	光明乳业:2023年年度报告 2023年,光明乳业实现营业总收入264.85亿元,同比下降6.13%;实现归属于上市公司股东的净利润9.67亿元,同比增长168.19%;实现加权平均净资产收益率11.44%,同比增加6.87个百分点。
4.29	五粮液	五粮液:2023年年度报告 2023年,五粮液实现营业收入约832.72亿元,同比增长12.58%;归属于上市公司股东的净利润约302.11亿元,同比增加13.19%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润约为301.16亿元,同比增加12.96%。
4.30	伊利股份	伊利股份:2023年年度报告 2023年,伊利股份实现营业总收入1261.79亿元,较上年增长2.44%,净利润102.84亿元,较上年增长10.37%,归母扣非净利润100.26亿元,同比增长16.78%。

资料来源:wind, HTI

表8 2024年4月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
4.1	景田	景田3亿元建设五指山包装饮用水生产基地 https://www.hainan.gov.cn/hainan/ldhd/202403/3f79ca6c19d946f5a36e2bb00d6248e4.shtml?ddtab=true
4.1	达势股份	达美乐今年要开约240家店，将在武汉设中央厨房 http://www.lingshouw.com/article-26085-1.html
4.4	可口可乐	美汁源在华迎来20周年：中国成第二大市场，果粒橙早已跻身10亿美元品牌 https://mp.weixin.qq.com/s/M_wBpQVr4mL9UadEmiqu9g
4.8	库迪咖啡	库迪咖啡创始人陆正耀等被强制执行18.9亿 https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-04-07/doc-inagytfu6400410.shtml
4.9	贵州茅台	茅台冰淇淋一季度营收增长239.62% https://www.sohu.com/a/769709062_639898
4.9	康师傅控股	康师傅1L装冰红茶多终端涨价 https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-04-06/doc-inagwuqu9608372.shtml
4.10	老乡鸡	老乡鸡公开预制菜占比，半预制占27.7% https://www.foodtalks.cn/news/52207
4.12	李锦记	李锦记酱料中国区总裁生变 https://mp.weixin.qq.com/s/qhnbU0hH4xiZC7aMf82NUQ
4.13	雀巢	雀巢咖啡连推6款新品，还将在中国建立研发中心 https://www.163.com/dy/article/IVIUSRCN0519FEEC.html
4.13	百事	百事公司产品重返欧洲家乐福 http://www.lingshouw.com/article-26613-1.html
4.16	茶颜悦色	茶颜悦色建设研发生产基地 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796305990425929644&wfr=spider&for=pc
4.17	山西汾酒	汾酒加快拓展四川市场 https://mp.weixin.qq.com/s/BWTVLvVb3-Guq_dx8RqQ
4.17	沃尔玛	山姆2023年销800亿左右，线上占比47% https://mp.weixin.qq.com/s/1faxpn_h_YP6mOgK7SOnJQ
4.22	瑞幸咖啡	瑞幸咖啡（江苏）咖啡烘焙基地投产 http://www.news.cn/tech/20240420/b90291b5ef224c80a83029065ea43584/c.html
4.22	郎酒	郎酒预计2030酱香储酒突破50万吨 https://www.bbtnews.com.cn/2024/0417/511378.shtml
4.22	元气森林	元气森林重新报批广东4亿元扩建项目 https://www.zqdh.gov.cn/zwgk/zdlyxxgk/hjbhxxgk/jsxmhyxpjxx/content/mpost_2665305.html
4.22	华润怡宝	华润怡宝拟于重庆建设智慧工厂 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1796659161477019978&wfr=spider&for=pc

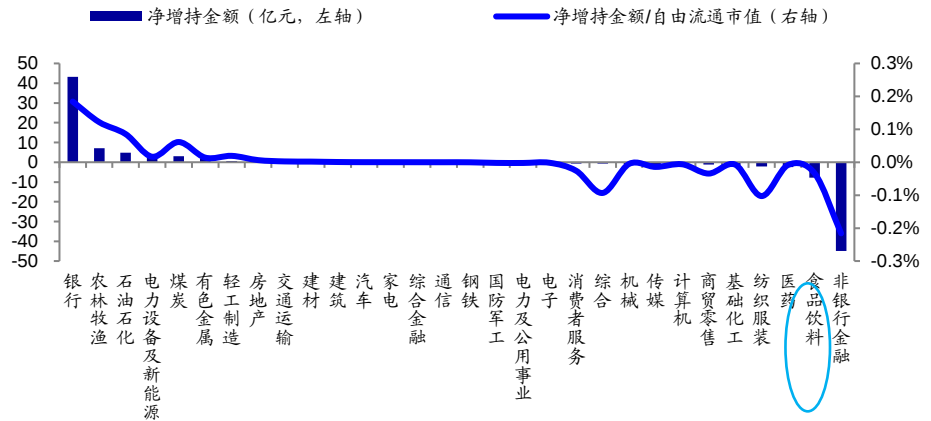
资料来源：wind，HTI

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，24年4月银行和农林牧渔行业净增持额最大，分别为43.23和7.06亿元，净增减持额/自由流通市值分别为0.18%和0.12%；非银行金融和食品饮料行业净减持额最大，分别为44.88和7.86亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.22%和-0.03%。

图33 2024年4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 2024 年 4 月 30 日

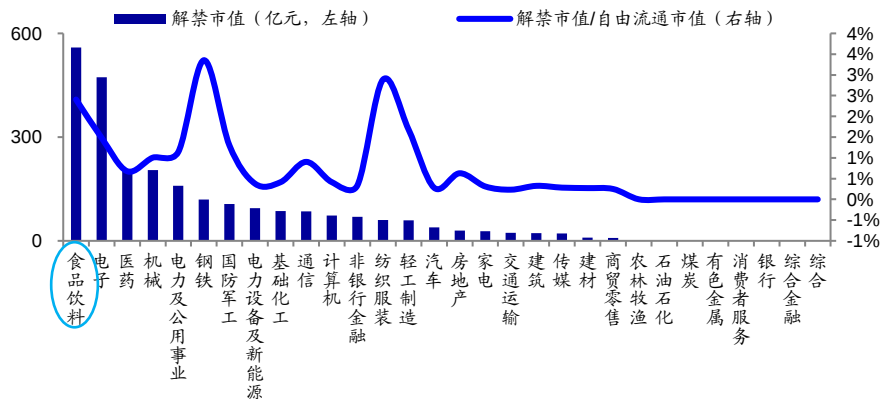
表9 2024年4月产业资本增减持个股

个股	增减持市值（亿元）	占流通市值比（%）
东鹏饮料	-8.11	-4.05
三只松鼠	-0.63	-1.52
泉阳泉	-0.62	-1.75
威龙股份	-0.01	-0.05
来伊份	0.44	3.15
伊力特	1.06	1.83

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

按照 24 年 4 月 30 日的股价估算：5 月食品饮料、电子、医药等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 559、474、207 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 2.41%、1.48%、0.68%。

图34 2024年5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 2024 年 4 月 30 日

表10 2024 年 5 月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
东鹏饮料	495.9	60.18%
南侨食品	62.3	83.68%
劲仔食品	0.19	0.29%
安琪酵母	0.77	0.30%

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: 房地产、非银行金融、银行、有色金属、钢铁。

表11 一级行业大额买入与资金流向 (20240422-20240426)

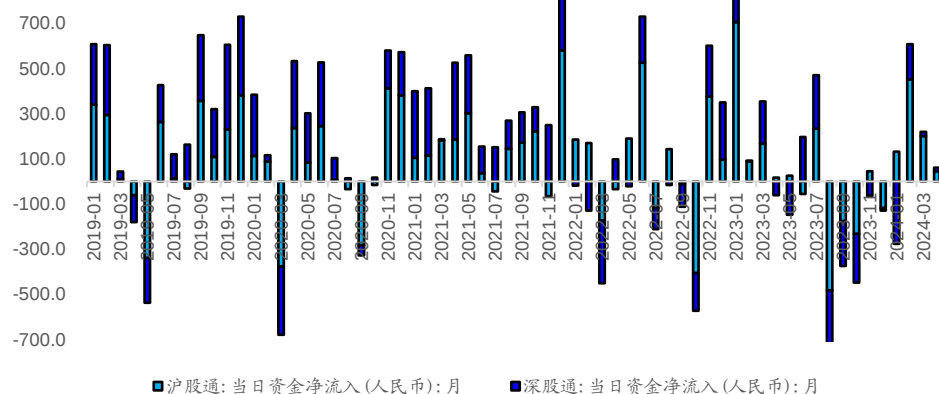
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
房地产	81.3%	98.4%	14.5%	1.6%
非银行金融	81.0%	27.6%	15.4%	1.6%
银行	79.3%	62.6%	-11.3%	70.4%
有色金属	78.5%	98.4%	8.2%	84.0%
钢铁	78.3%	42.4%	3.1%	25.1%
建筑	77.6%	0.4%	-1.7%	10.3%
商贸零售	77.6%	51.9%	2.3%	2.9%
交通运输	77.6%	10.7%	-1.8%	77.8%
综合	77.6%	67.9%	-2.6%	1.2%
电力及公用事业	77.4%	5.3%	-3.1%	1.6%
综合金融	77.4%	12.8%	7.3%	9.9%
传媒	77.3%	41.2%	8.8%	2.5%
石油石化	77.1%	32.5%	1.8%	65.8%
纺织服装	76.9%	2.1%	-1.5%	14.8%
建材	76.8%	4.5%	0.3%	15.2%
计算机	76.4%	19.8%	7.9%	0.4%
通信	76.3%	1.2%	8.5%	15.6%
汽车	76.2%	55.6%	5.9%	0.8%
煤炭	76.1%	41.2%	-3.6%	27.6%
农林牧渔	76.0%	8.6%	2.8%	74.1%
轻工制造	75.8%	18.9%	-1.3%	3.3%
机械	75.8%	72.8%	2.5%	1.2%
消费者服务	75.6%	0.4%	1.2%	1.2%
基础化工	75.5%	69.1%	0.5%	2.1%
电力设备及新能源	75.2%	37.4%	5.2%	3.3%
家电	74.9%	3.3%	0.6%	0.8%
国防军工	74.5%	60.1%	3.3%	1.2%
电子	74.0%	69.1%	7.7%	0.4%
医药	72.0%	15.6%	6.8%	79.0%
食品饮料	69.3%	7.4%	9.9%	42.4%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

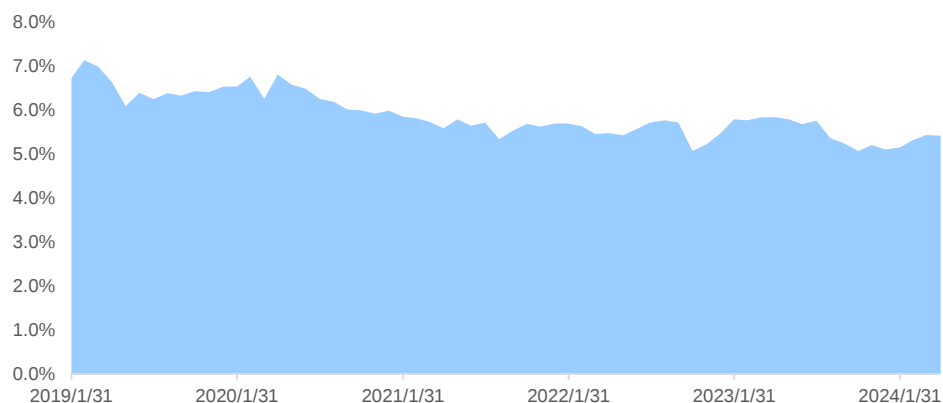
截至 2024 年 4 月 30 日, 陆股通资金当月净流入 60.2 亿元 (上月净流入 219.8 亿元), 其中沪股通净流入 45.5 亿元, 深股通净流入 14.7 亿元; 食品饮料板块市值占比为 5.42%, 较上月降低 0.01pct。

图35 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

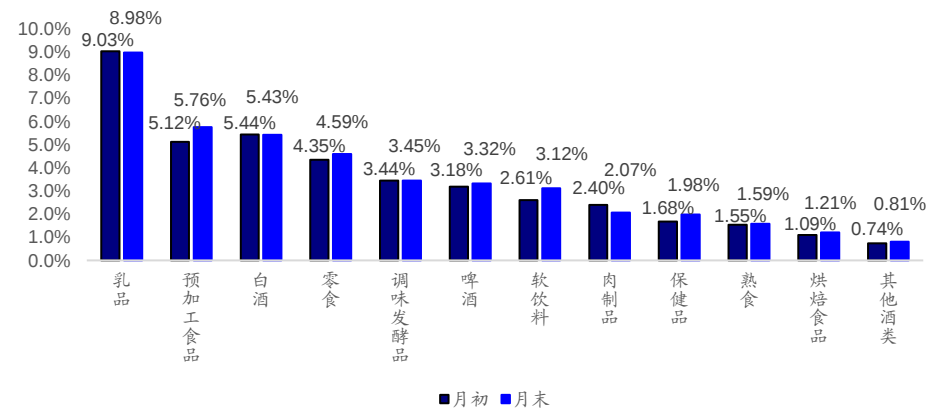
图36 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

乳品行业陆股通占比为 8.98%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，预加工食品（+0.64pct）行业月度增持幅度靠前。陆股通持股占比靠后的子行业为其他酒类（0.81%）和烘焙食品（1.21%），月末较月初减持最多的子行业为肉制品（-0.33pct）。

图37 食饮子板块陆股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

从陆股通持股标的来看，按市值排名的十大个股中，持股比例居前的分别为贵州茅台（7.1%）、五粮液（5.5%）、山西汾酒（3.0%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（13.9%）陆股通占比最高，安井食品（13.1%）和伊利股份（12.7%）次之。其中，双汇发展陆股通月末较月初减持最多（-0.46pct），东鹏饮料陆股通增持最多（+1.84pct）。

表12 食饮板块陆股通持股情况

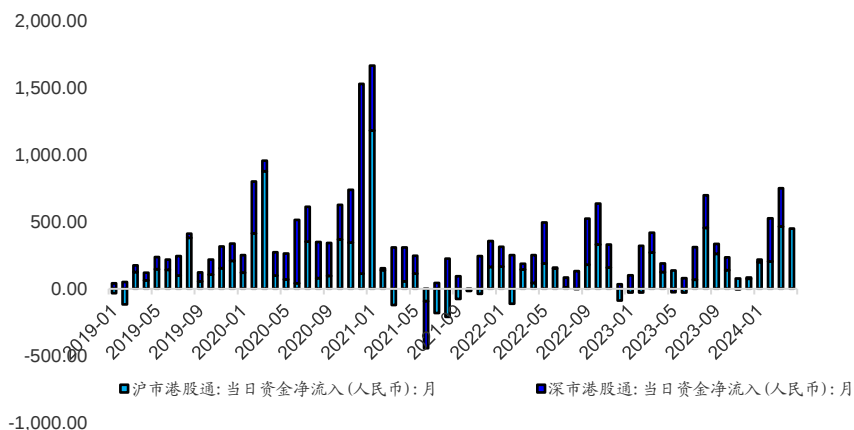
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.1	7.2	-0.07	1	洽洽食品	13.9	13.6	0.36
2	五粮液	5.5	5.3	0.17	2	安井食品	13.1	12.3	0.83
3	山西汾酒	3.0	2.7	0.23	3	伊利股份	12.7	13.0	-0.36
4	泸州老窖	3.1	3.3	-0.2	4	东鹏饮料	11.5	9.7	1.84
5	海天味业	4.0	4.0	-0.07	5	贵州茅台	7.1	7.2	-0.07
6	伊利股份	12.7	13.0	-0.36	6	中炬高新	6.3	5.6	0.69
7	洋河股份	3.1	3.1	-0.01	7	重庆啤酒	6.1	6.2	-0.14
8	古井贡酒	2.0	1.9	0.1	8	五粮液	5.5	5.3	0.17
9	双汇发展	2.6	3.1	-0.46	9	安琪酵母	4.7	4.7	0.00
10	青岛啤酒	3.3	2.7	0.6	10	今世缘	4.5	4.2	0.29

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

2.3 港股通跟踪

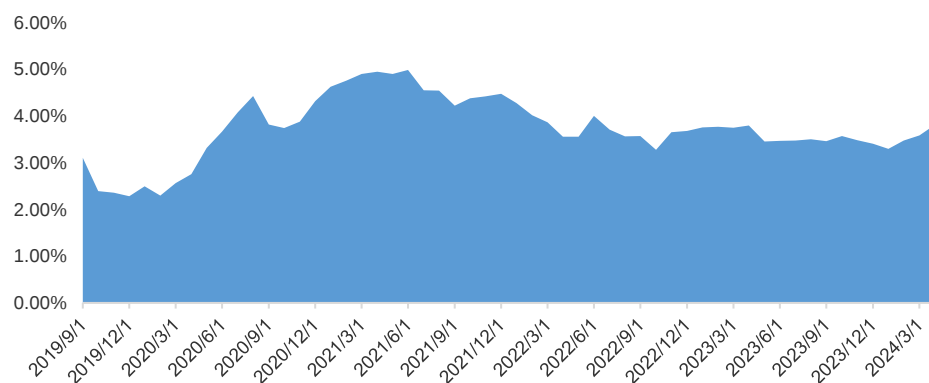
截至 2024 年 4 月 30 日，港股通资金当月净流入 734.90 亿元（上月净流入 785.64 亿元），必需消费板块市值占比为 3.81%，较上月上升 0.23pct。

图38 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

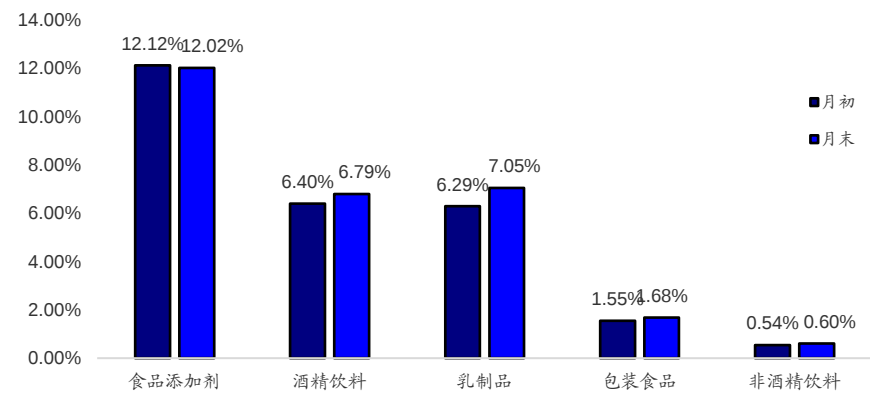
图39 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 12.02%，较月初减持 0.10pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.79%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（0.60%）、包装食品（1.68%）和乳制品（7.05%）。

图40 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 2024 年 4 月 30 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（0.9%）、百威亚太（0.1%）、华润啤酒（11.9%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（28.5%）港股通比例最高，华宝国际（20.0%）和周黑鸭（17.0%）次之。

表13 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	0.7	0.8	-0.04	1	青岛啤酒股份	29.9	27.7	2.14
2	百威亚太	0.3	0.2	0.10	2	华宝国际	20.2	20.1	0.10
3	华润啤酒	11.5	11.8	-0.28	3	周黑鸭	16.1	16.7	-0.61
4	青岛啤酒股份	29.9	27.7	2.14	4	颐海国际	15.3	15.9	-0.60
5	蒙牛乳业	5.3	4.2	1.07	5	华润啤酒	11.5	11.8	-0.28
6	中国旺旺	0.2	0.1	0.02	6	中国飞鹤	10.8	11.1	-0.24
7	康师傅控股	1.8	1.5	0.29	7	优然牧业	9.3	9.0	0.24
8	中国飞鹤	10.8	11.1	-0.24	8	百果园	8.6	8.6	-0.02
9	珍酒李渡	6.8	6.8	0.02	9	阜丰集团	8.3	8.1	0.20
10	统一企业中国	3.0	2.4	0.59	10	中烟香港	8.2	8.1	0.10

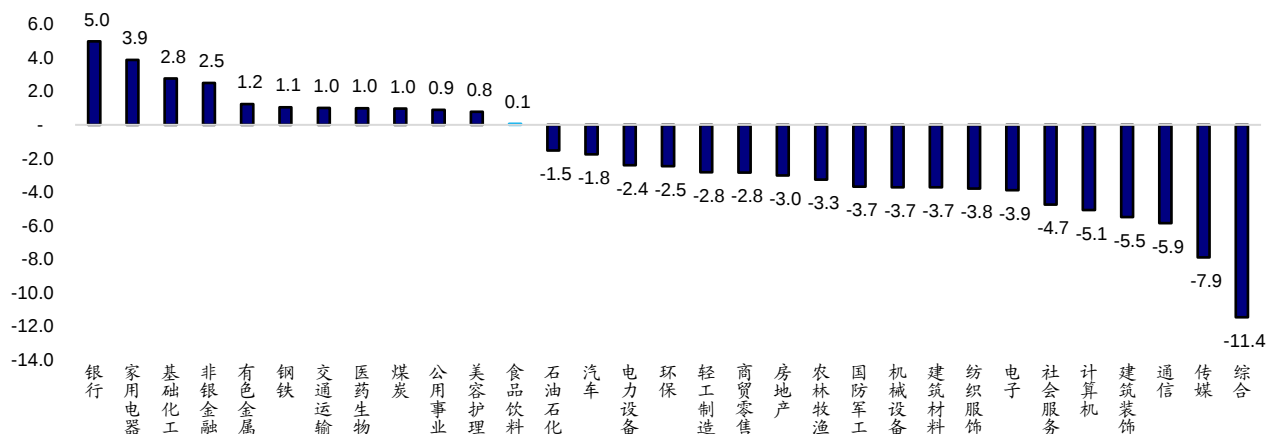
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

3 历史行情

3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，4 月银行（+5.0%）、家用电器（+3.9%）和基础化工（+2.8%）涨幅居前，综合（-11.4%）、传媒（-7.9%）和通信（-5.9%）跌幅靠前。食品饮料收涨 0.1%，在 31 个行业分类中位居第 12 名，较上月（+2.1%）前进 12 名。

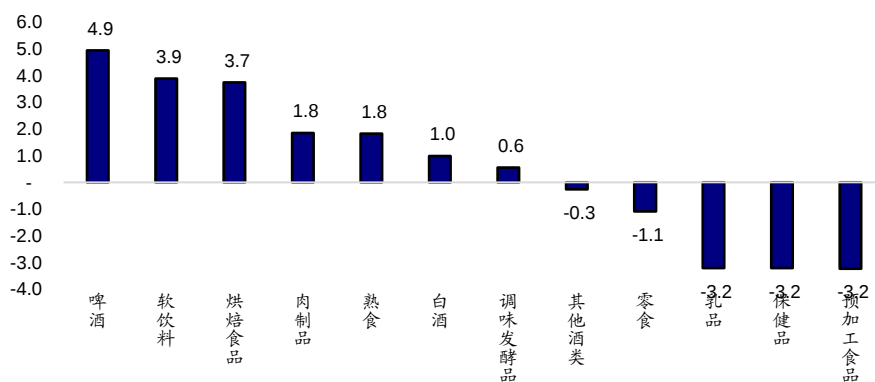
图41 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日

除熟食和烘焙食品以外, 4 月食品饮料子行业涨跌互现, 啤酒(+4.9%)、软饮料(+3.9%)、烘焙食品(+3.7%)涨幅领先。

图42 A股食品饮料子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 4 月 30 日

表14 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	21418	1705	0.1	1	老白干酒	198	22	17.9
2	五粮液	5839	150	-2.0	2	古井贡 B	1375	128	16.0
3	山西汾酒	3200	262	7.0	3	百润股份	214	20	14.5
4	泸州老窖	2739	186	0.8	4	东鹏饮料	852	213	14.0
5	海天味业	2183	39	-0.4	5	中炬高新	232	30	11.8
6	伊利股份	1821	29	2.5	6	安井食品	271	92	11.7
7	洋河股份	1432	95	-2.6	7	金徽酒	111	22	10.1
8	古井贡酒	1248	271	4.3	8	重庆啤酒	341	70	9.2
9	双汇发展	933	27	5.3	9	迎驾贡酒	568	71	8.5
10	青岛啤酒	919	82	-1.7	10	珠江啤酒	187	8	8.1

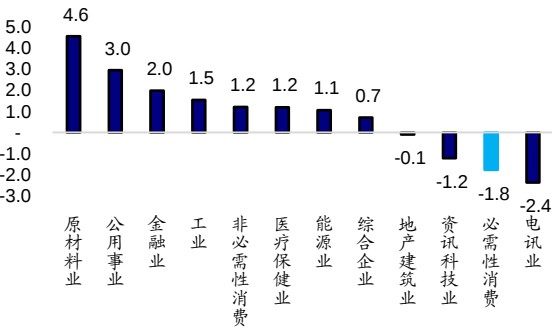
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

4 月份 H 股涨跌幅中，原材料业、公共事业涨幅居前，电讯业、必需性消费跌幅居前。必需性消费（-1.8%）在 12 个一级行业中排名第 11 名，较上个月（+0.9%）下降 6 名。

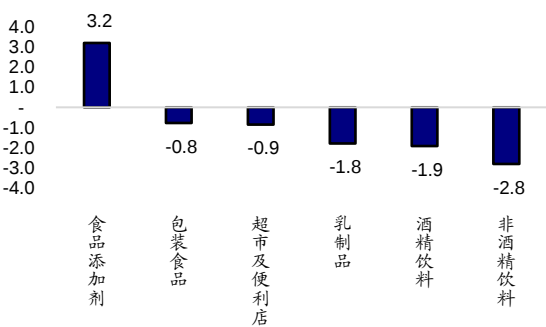
必需性消费子行业中，食品添加剂收涨 3.2%，其他子行业均收跌，其中非酒精饮料（-2.8%）、酒精饮料（-1.9%）跌幅居前。

图43 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

图44 H 股必需消费二级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品）

表15 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	5196	46	9.3	1	中国飞鹤	390	4	16.8
2	百威亚太	1457	11	-4.5	2	阜丰集团	145	6	13.0
3	华润啤酒	1168	36	-0.1	3	颐海国际	168	16	9.6
4	青岛啤酒	1012	57	5.5	4	农夫山泉	5196	46	9.3
5	蒙牛乳业	646	16	-2.3	5	统一企业	260	6	7.9
6	中国旺旺	528	4	-3.2	6	安德利果汁	122	8	7.7
7	康师傅	488	9	1.0	7	青岛啤酒	1012	57	5.5
8	中国飞鹤	390	4	16.8	8	卫龙	135	6	3.0
9	珍酒李渡	361	11	-2.4	9	康师傅	488	9	1.0
10	统一企业	260	6	7.9	10	锅圈	151	6	-

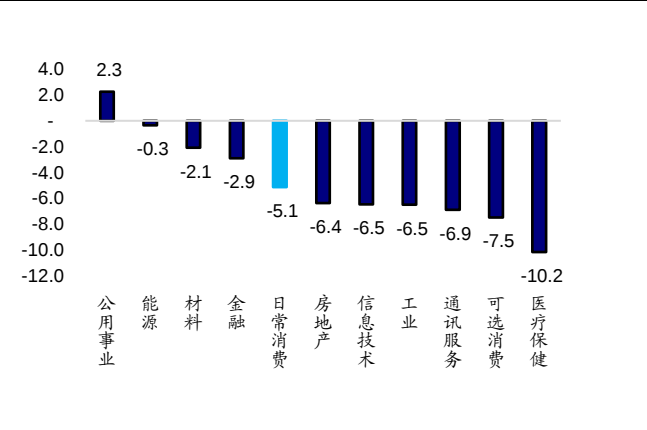
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

4 月除公共事业 (+2.3%) 外，美股一级行业多数收跌，医疗保健、可选消费跌幅领先。日常消费品行业收跌 5.1%，在 11 个美股一级行业排第 5 名，位次较上月 (+1.8%) 提升 3 名。

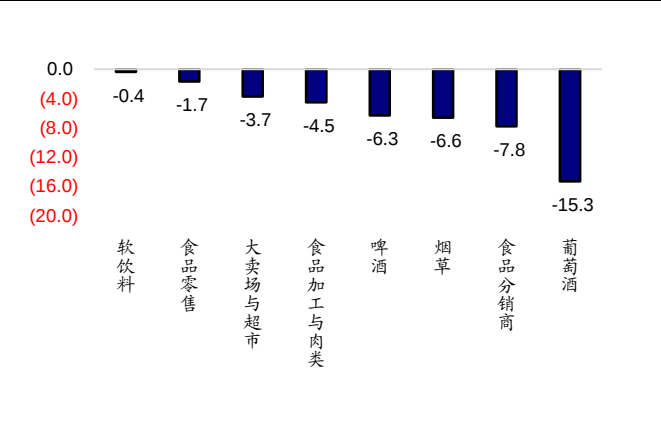
日常消费子行业全线收跌，葡萄酒 (-15.3%)、食品分销商 (-7.8%) 跌幅领先。

图45 美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

图46 美股日常消费品行业子板块涨跌幅 (%)



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（上图剔除了日常消费品子行业中的家庭用品、个人用品、药品零售、农产品）

本月美股消费板块中小市值公司普遍受到追捧，大部分公司涨幅居前。

表16 美股日常消费板块个股涨跌幅

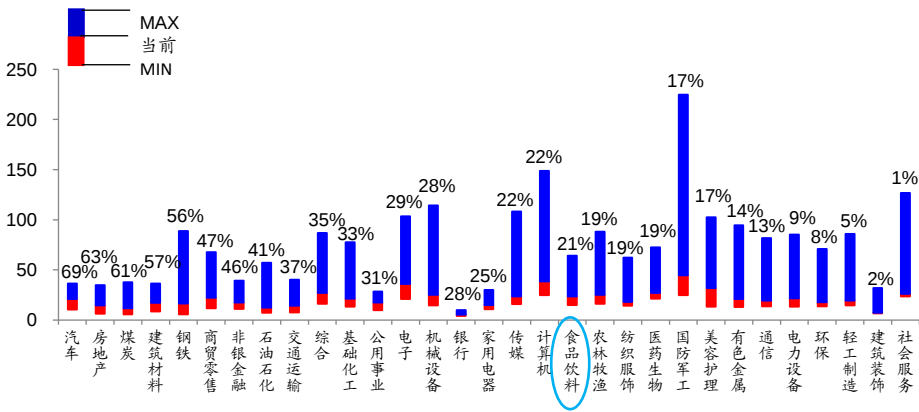
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4783	59	-1.4	1	KEURIG DR PEPPER	457	34	9.9
2	帝亚吉欧	3877	138	-7.1	2	康尼格拉	147	31	5.0
3	开市客	3206	723	-1.2	3	花苑食品	53	25	5.0
4	可口可乐	2664	62	1.0	4	PILGRIMS PRIDE	85	36	5.0
5	百事	2418	176	0.5	5	卡夫亨氏	469	39	4.6
6	可口可乐 凡萨瓶装	1666	99	3.0	6	康宝浓汤	136	46	3.7
7	菲利普莫 里斯国际	1476	95	3.6	7	菲利普莫里斯国际	1476	95	3.6
8	百威英博	1205	60	-1.8	8	可口可乐凡萨瓶装	1666	99	3.0
9	亿滋国际	965	72	2.8	9	可口可乐欧洲合伙	331	72	3.0
10	奥驰亚	752	44	0.4	10	亿滋国际	965	72	2.8

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

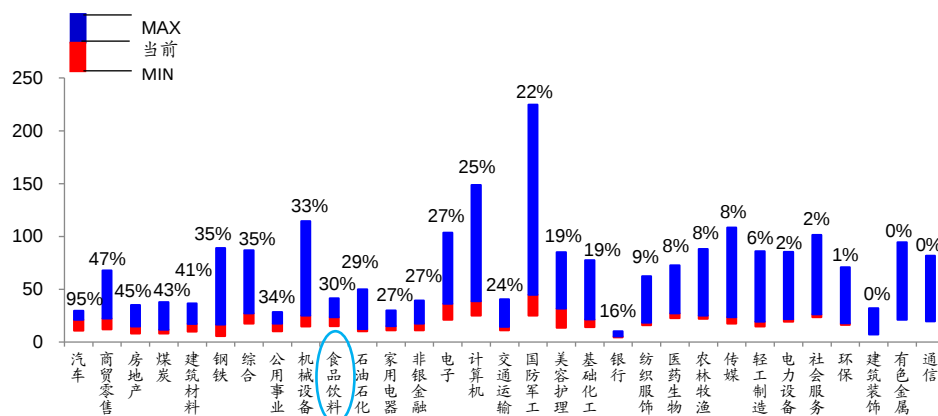
图47 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2024 年 4 月 30 日

截至 2024 年 4 月 30 日，A 股一级行业中，PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有 5 个，包括社会服务、建筑装饰、轻工制造等。食品饮料的 PE 历史分位数为 21%（23.7x），较上月末（27%，25.4x）降低 6pct，在 31 个行业中排名第 19 名。

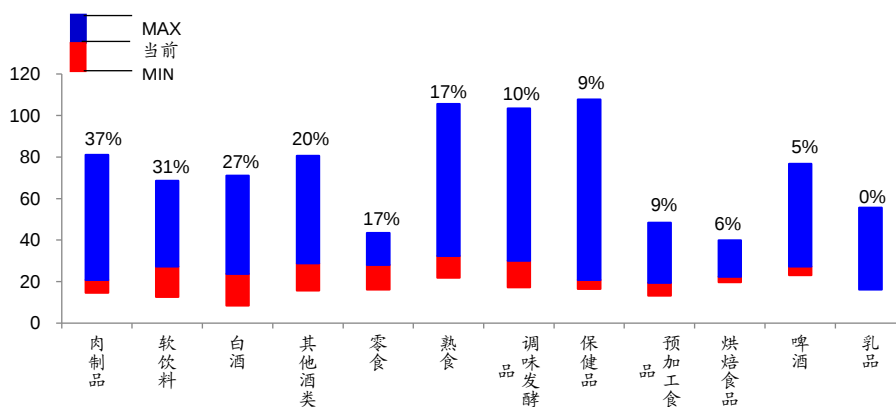
图48 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

近期伴随疫情影响的结束，市场经济活动逐步修复，但仍未回归至 2019 年疫情前水平，为排除疫情因素对行业的影响，我们选取了当前 PE 与 2011 年至 2019 年的历史数据进行比较。A 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有 9 个，其中通信、有色金属和电力设备等行业历史估值最低；食品饮料的 PE 历史分位数为 30%，较上月降低 7pct，在 31 个行业中排名第 10 名。

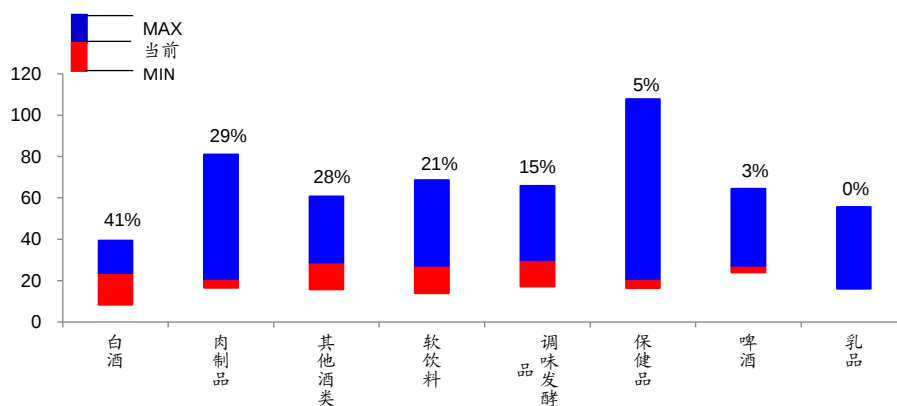
图49 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

A 股食品饮料子行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的分别为乳品（0%）、啤酒（5%）、烘焙食品（6%）。PE 绝对值最低的行业分别是乳品（16.2x）、预加工食品（19.4x）、肉制品（20.8x）。

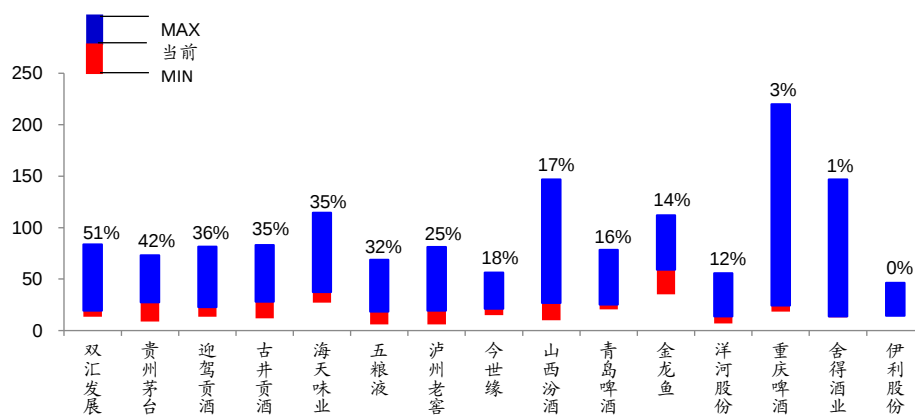
图50 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

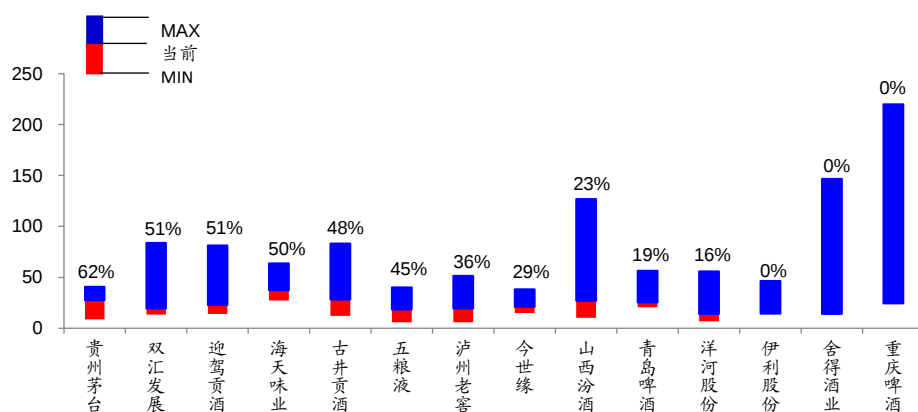
A 股食品饮料子行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有乳品（0%）、啤酒（3%）和保健品（5%）。

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 2024 年 4 月 30 日

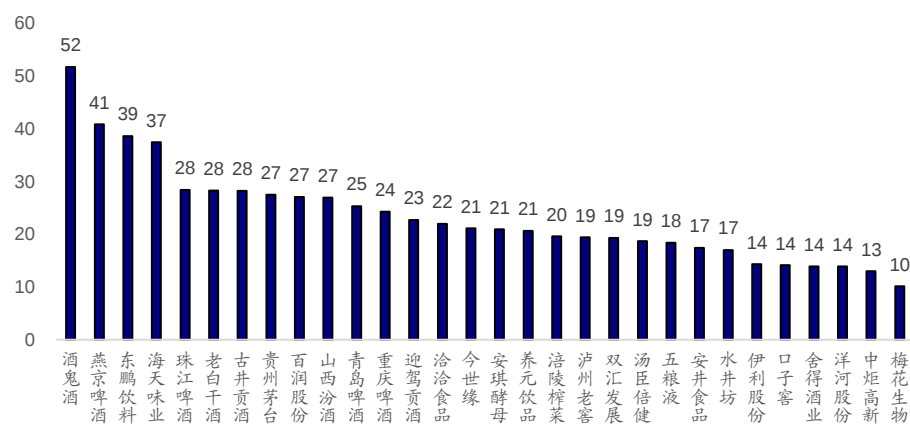
图52 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年4月30日

截至2024年4月30日，A股市场食品饮料板块估值中枢有所下降，A股食品饮料（市值前30）的估值中位数为21x（相较上月下降1x）。

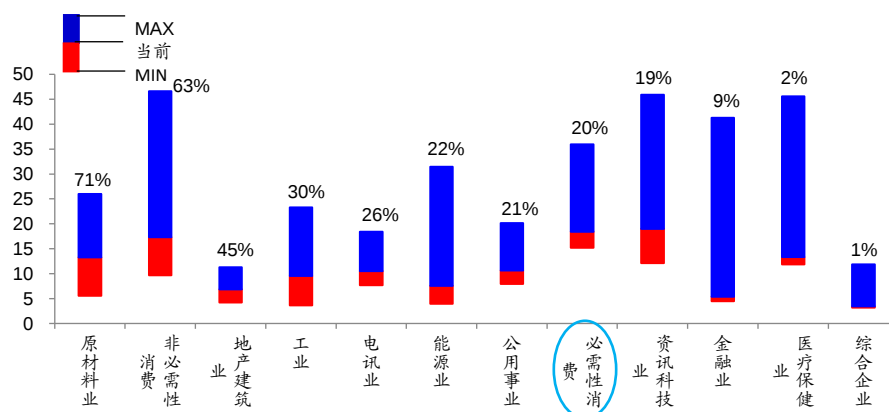
图53 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年4月30日

4.2 H 股行业估值表现

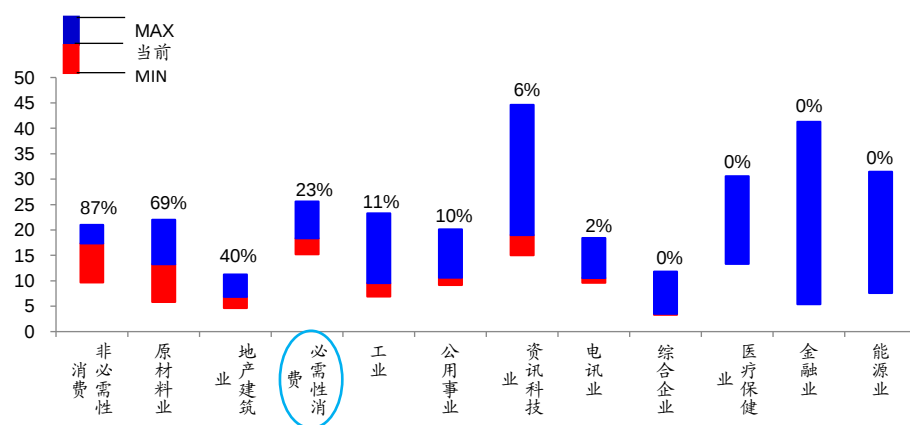
图54 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

截至 2024 年 4 月 30 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有综合企业、医疗保健业、金融业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 20%（18.4x），历史分位数较上月末（12%，17.7x）提升 8%，在 12 个一级行业中排名第 8 名。

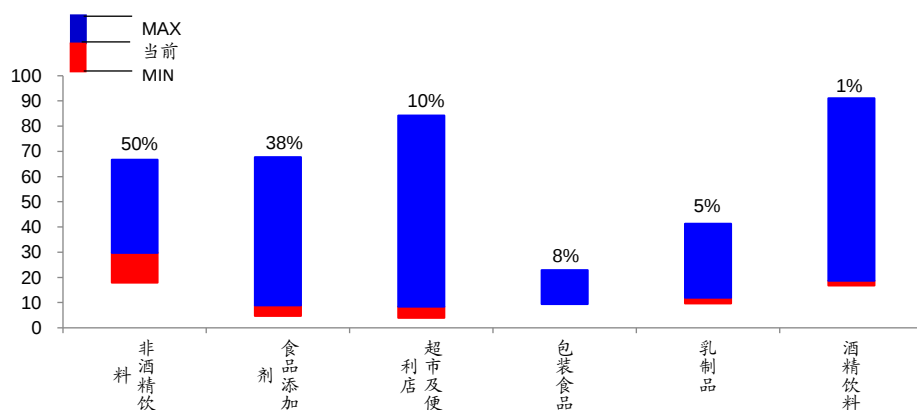
图55 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有能源业、金融业、医疗保健业等。必需性消费的 PE 历史分位数为 23%，较上个月提升 8pct，在 12 个行业中排名第 4 名。

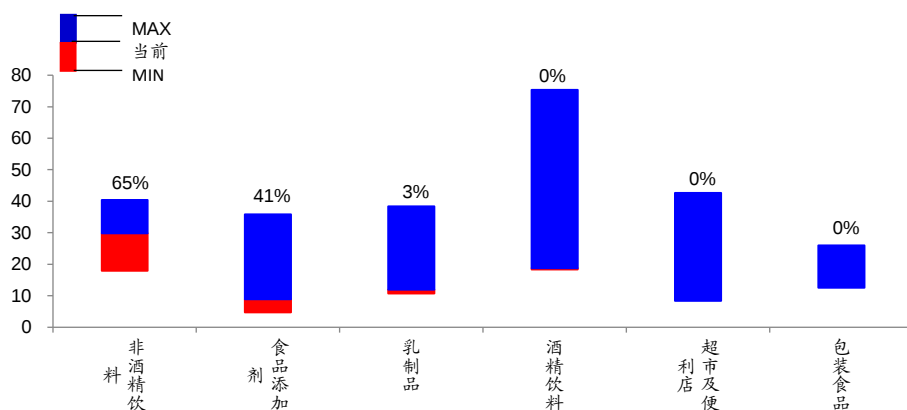
图56 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年4月30日

H股必需消费行业PE历史分位数处于2011年以来相对靠后的行业有酒精饮料（1%）、乳制品（5%）、包装食品（8%）等。PE绝对值最低的行业分别是超市及便利店（8.4x）、食品添加剂（8.9x）。

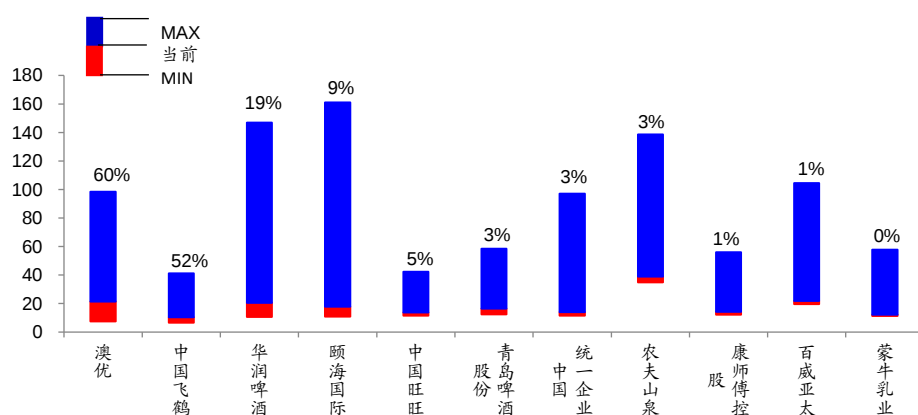
图57 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年4月30日

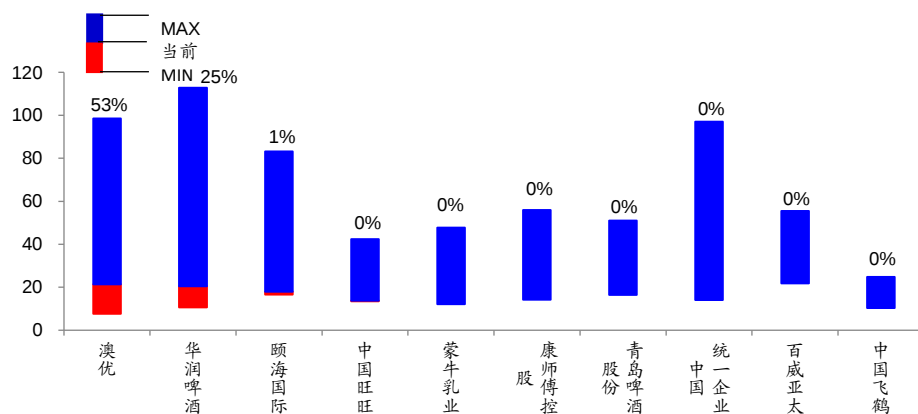
除非酒精饮料和食品添加剂以外，其他H股必需消费行业PE历史分位数均处于2011年至2019年10%以下。

图58 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 2024 年 4 月 30 日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

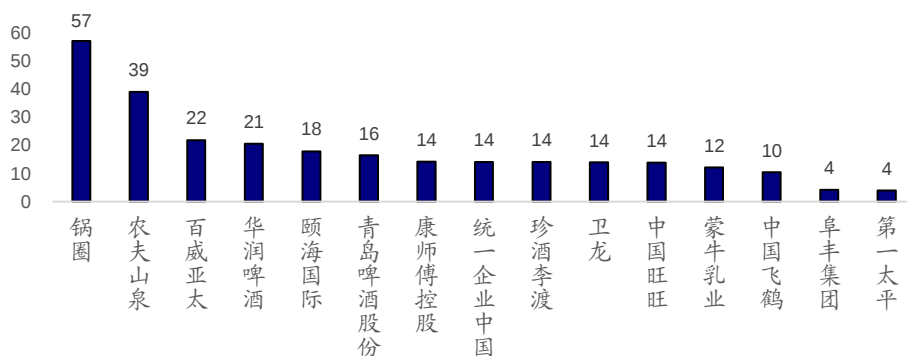
图59 H 股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

截至 2024 年 4 月 30 日，港股估值中枢持平，H 股食品饮料龙头（市值前 15）的估值中位数为 14x（相较上月持平）。

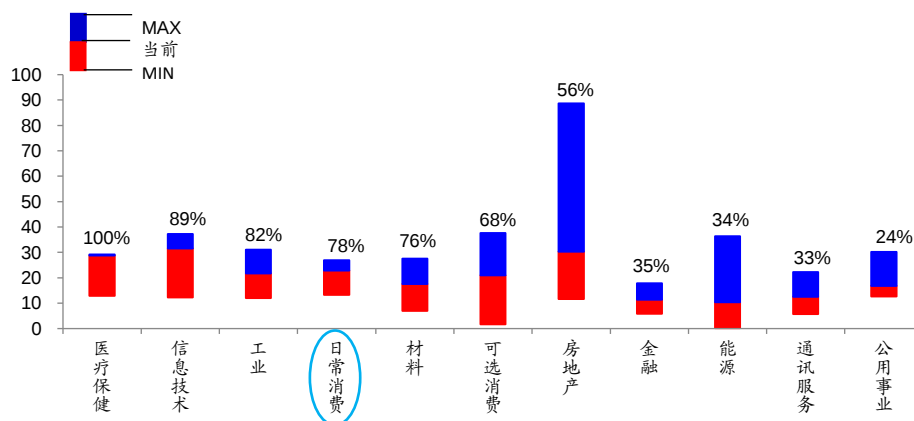
图60 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日，剔除估值为负的高鑫零售

4.3 美股行业估值表现

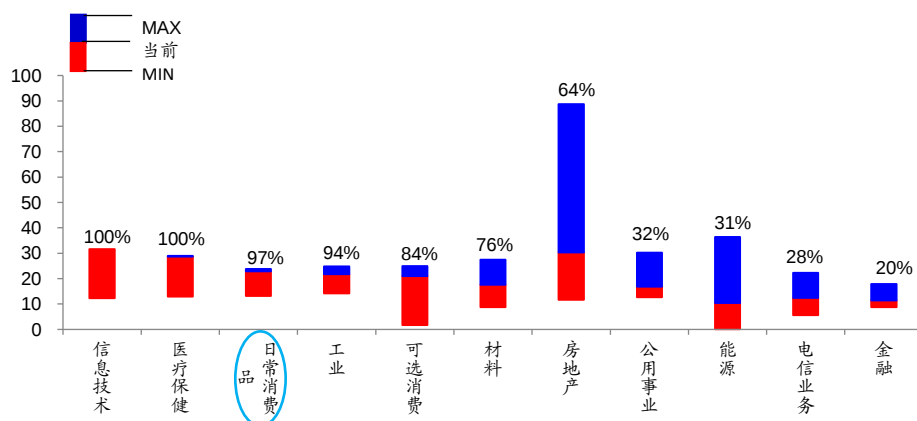
图61 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

截至 2024 年 4 月 30 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是公共事业（24%）、通讯服务（33%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 78%（22.9x），历史分位数与上月末（83%，23.4x）降低 5pct，在 11 个行业中排名第 4 名。

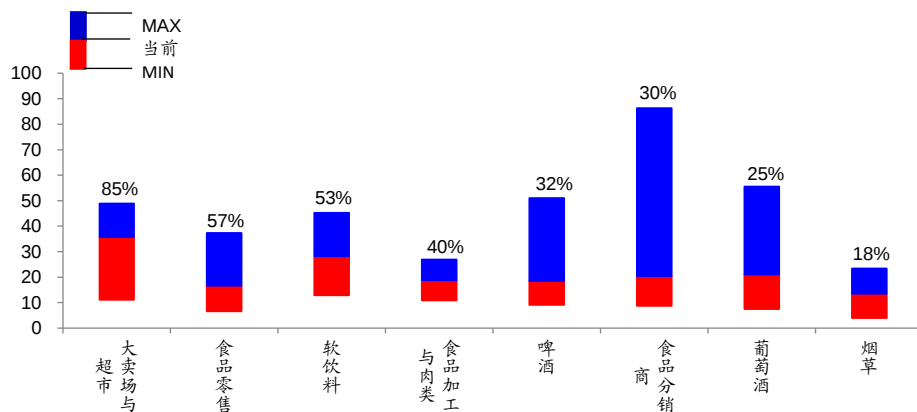
图62 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低行业有金融（20%）、电信业务（28%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 97%，较上月降低 3pct，在 11 个行业中排名第 3 名。

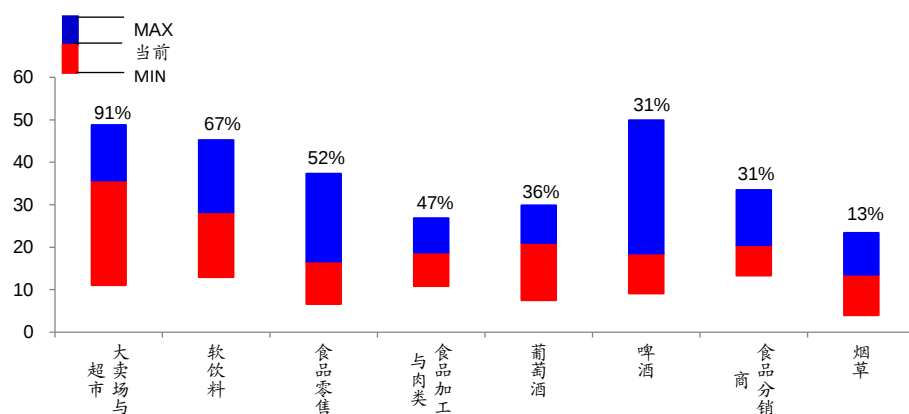
图63 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的行业为烟草（18%）、葡萄酒（25%）、食品分销商（30%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（13.6x）、食品零售（16.6x）和啤酒（18.6x）。

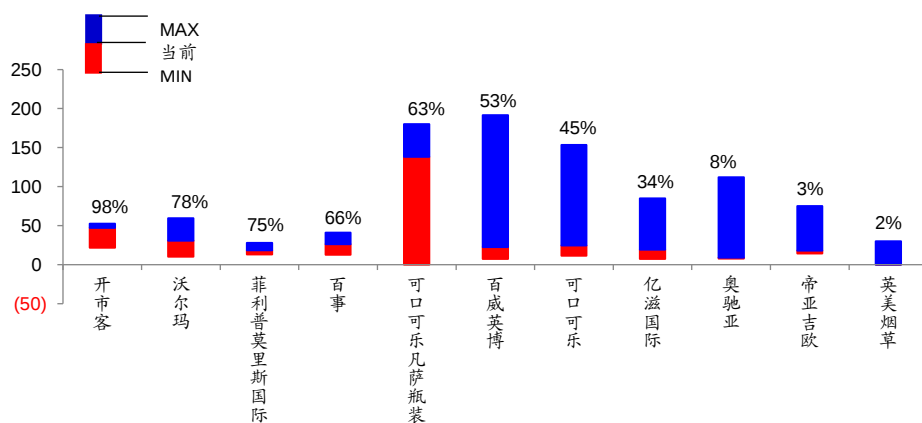
图64 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日

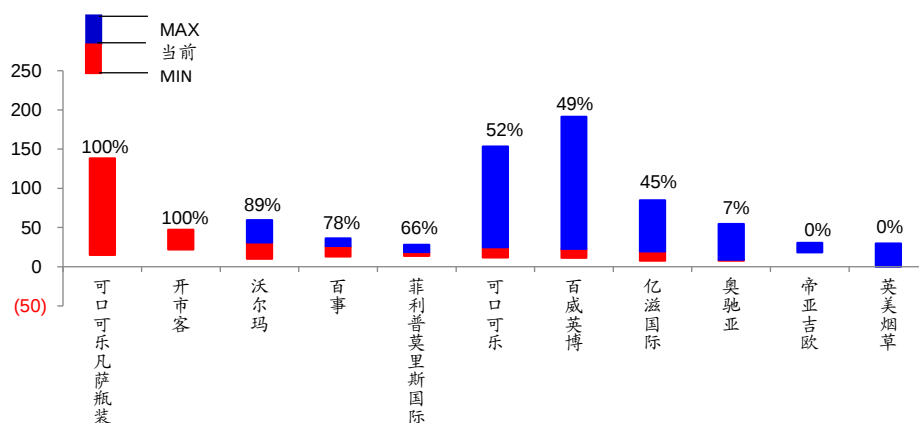
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（13%）和食品分销商（31%）。

图65 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

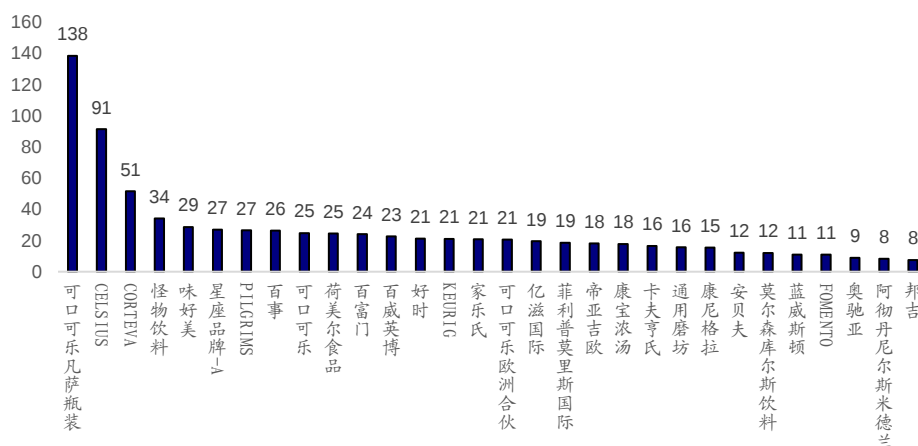
图66 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶装 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2024 年 4 月 30 日，美股食品饮料板块估值中枢有所提升，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 21x（相较上月上升 1x）。

图67 美股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 30 日，剔除估值为负的英美烟草、泰森食品、斯马克

5 投资建议

表17 H股食品饮料股息率（TTM）、年度现金分红比例 2020-2023 年（%）及回购情况（亿港元）

证券简称	股息率 2023, %	年度现金分红 比例 2023, %	年度现金分红 比例 2022, %	年度现金分红 比例 2021, %	年度现金分红 比例 2020, %	回购金额 2023, 亿 港元	回购金额 2024, 亿港 元
H股							
农夫山泉	1.8	70	91	68	37		
百威亚太	0.5	82	55	42	73		
华润啤酒	2.7	59	41	39	39		
蒙牛乳业	3.0	40	29	29	31	8	
康师傅控股	6.5	100	198	166	100		
中国旺旺	5.3	78	106	40	100	2	1
中国飞鹤	6.2	69	47	50	30		
统一企业中国	7.5	110	119	115	101		
颐海国际	4.7	90	26	30	30	2	
第一太平	0.9	25	31	31	21		
阜丰集团	9.7	42	41	35	34	0.5	0.2
中烟香港	2.7	37	37	17	29		
中国食品	5.2	50	50	50	50		
周黑鸭	8.6	318		68	106		

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 5 月 6 日

股息率 2023=2023 年宣告分红金额/最新收盘市值

表18 A股食品饮料股息率（TTM）、年度现金分红比例 2020-2023 年（%）及回购情况（亿元）

证券简称	股息率 2023, %	年度现金分红 比例 2023, %	年度现金分红 比例 2022, %	年度现金分红 比例 2021, %	年度现金分红 比例 2020, %	回购金额 2023, 亿 港元	回购金额 2024, 亿港 元
A股							
贵州茅台	2.6	76	96	52	52		
五粮液	3.0	60	55	50	50		
泸州老窖	2.8	60	60	60	50		
山西汾酒	1.6	51	50	41	6	0.01	
海天味业	1.7	65	52	48	52	2	4
洋河股份	4.7	70	60	60	60		
伊利股份	4.2	73	70	71	70	7	10-20 (计划)
古井贡酒	1.9	52	50	51	41		
双汇发展	5.5	100	99	92	128		
青岛啤酒	2.8	64	48	48	46	0.0	
东鹏饮料	1.1	49	56	101			
今世缘	1.8	40	36	36	36		
迎驾贡酒	1.7	45	52	52	59		
重庆啤酒	3.8	101	100	83			
安井食品	0.8	15	30	30	30	0.5	1
舍得酒业	2.7	40	30	21	26	4	1
安琪酵母	1.6	34	33	32	30	2	4
汤臣倍健	5.6	87	22	68	73	0.2	2
水井坊	1.9	35	30	30	80		
养元饮品	5.9	138	155	120	96		
口子窖	3.4	52	58	52	56	0.1	0.2
燕京啤酒	1.0	44	64	49	31		
百润股份	2.3	64		56	108	0.3	1
中炬高新	1.3	18		31	61		
酒鬼酒	1.8	59	40	47	46		
老白干酒	2.0	62	39	35	43		
绝味食品	2.4	90	49	36	43	2	1
洽洽食品	2.7	63	52	46	50	1	0.5
涪陵榨菜	2.1	42	38	78			

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 5 月 6 日

股息率 2023=2023 年宣告分红金额/最新收盘市值

白酒行业：陈子叶认为 2024 年行业结构性分化延续，走出调整尚需时日。

23 年 A 股/H 股主要白酒上市企业实现营收 4145 亿元，同比+15.9%，其中高端酒（贵州茅台、五粮液、泸州老窖）/全国性次高端（酒鬼酒、舍得、水井坊）/区域名酒（其他）同比+17.0%/+0.6%/15.8%。主要白酒上市企业实现归母净利润 1574 亿元，同比+19.7%，其中高端酒/全国性次高端/区域名酒同比+18.5%/-9.2%/+28.3%。行业利

润增速快于收入，高端酒基本面持续稳健，区域名酒、次高端表现分化明显，在行业弱复苏环节下，基地市场扎实的酒企业绩兑现能力持续亮眼。从盈利能力来看，23 年泸州老窖/五粮液/贵州茅台归母净利润率同比+2.6/0.2/0.1pct，酒鬼酒/舍得酒业/水井坊归母净利润率同比-6.5/-2.8/-0.4pct，古井贡酒/迎驾贡酒/山西汾酒/今世缘/洋河股份归母净利润率同比+3.9/+3.1/+1.8/-0.7/-0.9pct，单四季度，板块归母净利润增速高于营收端增速。根据中国酒业协会数据，23 年全国白酒行业完成销售收入 7563 亿元，同比+ 9.7%；实现利润总额 2328 亿元，同比+7.5%，据我们测算，主要上市酒企收入/利润占比达 54.8%/67.6%。

24Q1 主要白酒上市企业实现营收 1500 亿元，同比+14.9%，其中高端酒/全国性次高端/区域名酒同比+15.9%/-8.0%/15.3%。主要白酒上市企业实现归母净利润 620 亿元，同比+15.9%，其中高端酒/全国性次高端/区域名酒同比+15.2%/-21.3%/+19.9%。从盈利能力来看，泸州老窖/五粮液/贵州茅台归母净利润率同比+1.0/持平/-1.1pct（税金影响），酒鬼酒/舍得酒业/水井坊归母净利润率同比-16.3/-2.0/+1.3pct，古井贡酒/迎驾贡酒/山西汾酒/今世缘/洋河股份归母净利润率同比+1.1/+2.7/+2.8/-0.2/-1.1pct。从回款端来看，24Q1 主要上市酒企合同负债合计同比+0.5%，而应收票据及应收账款同比+53.8%，主要系酒企加大了票据政策力度，降低回款门槛。

春节期间各大酒企业开展了大范围的市场拼抢工作，通过下发提价预期、加大返利、加码免息协议及费用支持等多样化的激励政策，促进渠道回款、发货如期进行。但对于渠道和终端而言，节前态度普遍谨慎，主观囤货意愿降低。节后酒媒调研显示，经销商普遍反映五粮液、山西汾酒和剑南春春节动销超预期，但库存去化效果并不显著，渠道温和去库存仍需持续较长时间。当前处于节后白酒消费淡季，控量、提价政策的陆续落地对批价的短期抬升具备积极作用，但终端价格的修复仍需消费力的回暖作为支撑。在行业存量竞争加剧、供需背离趋势尚未改变的背景下，不同企业需要在销量、价格、费用之间做出取舍。预计 24 年大众消费价格带仍有结构提升空间，消费者对产品性价比的追求将带动行业持续快集中、强分化。

截至 4 月 30 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 24.8X，位于 2011 年以来的 43%分位。我们建议持续关注业绩确定性较高、强稳定性的高端白酒及基地市场成熟、具备强终端掌控力的区域龙头酒企，对前期汇量式增长、抗风险能力有待提升的全国性次高端维持谨慎观点。

啤酒行业：陈子叶、芮雯认为 2024 年行业维持量稳价增，板块估值处于历史低位。

6 家啤酒上市公司已完成 23 年业绩披露（百威亚太未做中国区拆分，按 75%估算），共实现营收 1399 亿元，同比+6.5%，销量 3481 万千升，同比+2.2%，吨价提升 4.2%至 4018 元/吨。据中国酒业协会数据显示，2023 年全国啤酒行业实现酿酒总产量 3789 万千升，同比增长 0.8%，实现销售收入 1863 亿元，同比增长 8.6%，实现利润总额 260 亿元，同比增长 15.1%。经估算，6 家啤酒上市公司收入/销量/利润占比分别在 75%/92%/64%以上，竞争格局基本稳定。具体来看，23 年百威亚太收入+5.8%（内生+11.1%），EBITDA +4.7%（内生+10.8%）；华润啤酒收入+10.4%，净利润+18.6%；青岛啤酒收入+5.5%，净利润+15.0%；重庆啤酒收入+5.4%，净利润+5.8%；燕京啤酒收入+7.7%，净利润+83.0%；珠江啤酒收入+9.1%，净利润+4.3%。由于 23H2 行业处于去库存阶段，货折提升叠加销量下滑造成了规模效应减弱，毛利率和销售费用率的波动也在一定程度上对盈利造成拖累，导致四季度由盈转亏或亏损幅度走扩。

截至 4 月底，4 家啤酒上市公司已完成 24Q1 业绩披露，实现营收 191.4 亿元，同比-0.7%，销量 331 万千升（燕京未披露），同比-3.9%，吨价提升 3.3%至 5774 元/吨。其中，青岛啤酒收入-5.2%，净利润+10.1%；重庆啤酒收入+7.2%，净利润+16.8%；燕京啤酒收入+1.7%，净利润+58.9%；珠江啤酒收入+7.0%，净利润+39.4%。量价拆分来看，青岛啤酒量/价同比-7.6%/+2.6%，重庆啤酒量/价同比+5.2%/+1.8%，珠江啤酒量/价同比+0.8%/+6.2%。受制于高基数以及消费力仍在恢复影响，Q1 头部酒企大多销量

承压，货折提升及部分库存消化问题导致吨价增幅略有放缓，但得益于原料采购价格处于下行区间，即便在销量承压、规模效应减弱的不利影响下，酒企成本改善仍集中兑现，叠加各家费投精细化控制，波动均在 0.5-1pct 以内，综合带动利润释放、业绩超预期。

展望 2024 年，啤酒全年总量将维持平稳，节奏呈现前低后高；行业结构升级逻辑仍在，预计行业价增在中个位数，抓手主要基于 1) 酒企的主动提价或供给侧调整，对中高端以上大单品的持续发力，2) 23 年餐饮渠道表现弱于预期，例如关店率抬升，客单价、客流量有所下滑，24 年消费恢复节奏若有加快，现饮渠道占比仍有提升空间，3) 当前行业五强竞争格局相对稳定，各家酒企基于基地市场的升级空间仍旧充足，4) 中长期来看，头部企业高端化发展战略清晰且达成共识。如华润啤酒在雪花渠道伙伴大会中提出，“大高档”销量提升至 300-350 万千升，喜力实现 100 万千升，纯生实现 100 万千升，公司实现百亿盈利；青岛啤酒股东大会提出产品结构持续优化战略，经典目标 300-400 万吨，纯生目标 100 万吨，白啤目标 50 万吨；燕京啤酒积极推动 U8 放量，高速增长势能持续。

成本端，当前各家酒企已完成全年锁价工作，大麦降幅在高个位数至双位数之间；包材部分，瓦楞纸价格较年初跌幅达 4%，铝材和 PET 塑料价格在 2% 以内小幅波动，成本下行趋势已定，预计吨成本小幅改善。费用端，各家酒企更加重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，预计费用率保持稳定或小幅波动。

截至 4 月 30 日收盘，啤酒指数 (851232.SI) PE TTM 为 30.0X，位于 2011 年以来的 7.8% 分位，触及区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，重点关注高端化确定性强、分红比例有望维持高位的青岛啤酒股份 (H)；次高及以上销量增长明确，吨价成长空间大的华润啤酒。根据 Wind 一致预期和最新股价，青岛啤酒股份 (H) / 华润啤酒对应 2024 年 PE 估值为 14.3X/18.1X。

调味品行业：宋琦认为调味品行业已逐渐摆脱高库存及弱需求困境，板块估值下修至合理区间。

调味品行业逐渐摆脱高库存及弱需求困境，渠道信心恢复。调味品板块 2023/1Q24/4Q23+1Q24 期间营收加权平均增速分别为 2.7%/7.4%/2.1%。2024 春节旺季调味品整体表现平稳，在返乡消费、餐饮升温等带动下实现开门红，同时渠道库存更为健康。龙头厂商推出了更积极有为的渠道费用方案，以求份额提升。考虑春节错配影响，将 4Q23 及 1Q24 龙头上市公司收入合计，海天味业/中炬高新/千禾味业/天味食品同比增长分别为 0.8%/-2.9% (其中美味鲜为 -1.56%) /4.0%/14.2%，综合来看动销表现平稳。产品方面，产品高端化、结构升级持续推进，减盐、零添加等健康品类在持续渗透。渠道方面，伴随餐饮消费景气度提升，各厂商在餐饮渠道均有发力动作，竞争加剧。

利润端：原材料成本下降，1Q24 盈利能力改善。1Q24 黄豆、油脂、辣椒、糖蜜等原材料价格下降，多数调味品企业原材料成本改善。其中，24Q1 中炬高新 (美味鲜) 受益于采购框架完善，毛利率提升幅度更大。在费用率方面，多数企业费用率稳定，其中美味鲜渠道费用管控细化、采购效率优化，1Q24 费用改善明显。而天味食品终端费用投入有所加大，发力中小 B 客户开拓。

当前调味品主要上市公司估值已调整至合理水平，随着各上市公司经营情况改善，建议关注调味品板块投资机会。

表19 调味品企业 2023 年及 2024 年 Q1 营收及归母净利润增速情况

上市公司	股票代码	2023 营收增速	1Q24 营收增速	4Q23+1Q24 营收增速	2023 归母净利润增速	1Q24 归母净利润增速
海天味业	603288.SH	-4.1%	10.2%	0.8%	-9.2%	11.9%
安琪酵母	600298.SH	5.7%	2.5%	2.1%	-3.9%	-9.5%
中炬高新	600872.SH	-3.8%	8.6%	-2.9%	-5.79%(扣非)	59.7%
千禾味业	603027.SH	31.6%	9.3%	4.0%	54.2%	6.7%
天味食品	603317.SH	17.0%	11.3%	14.2%	33.7%	37.2%
涪陵榨菜	002507.SZ	-3.9%	-1.5%	-1.3%	-8.0%	3.9%
宝立食品	603170.SH	16.3%	15.7%	12.1%	39.8%	-20.4%
恒顺醋业	600305.SH	-1.5%	-24.9%	-13.2%	-37.0%	-24.2%
仲景食品	300908.SZ	12.8%	22.8%	18.5%	36.7%	30.1%
日辰股份	603755.SH	16.5%	14.7%	19.3%	10.5%	21.1%

资料来源：wind，HTI

速冻行业：宋琦认为速冻行业竞争加剧，产品结构升级将成为稳定利润的重要策略。

速冻行业在高基数背景下板块收入表现平稳，利润表现亮眼。速冻板块 2023/1Q24/4Q23+1Q24 期间营收加权平均增速分别为 9.5%/5.5%/1.3%。2023 年天气转冷较晚，收入端自 2H23 逐渐承压，增速放缓。分渠道看商超客流减少，餐饮逐渐恢复但竞争加剧，闭店率高，因此行业收入增长压力较大。直至 1Q24 速冻需求有所回升，春节期间伴随返乡消费以及餐饮升温，但叠加 1Q23 大 B 端高基数影响，速冻板块春节开门红表现较为平稳。

利润端：龙头企业并未过度开展价格战，龙头企业中高端产品持续提升渗透，产品结构升级，成本有所改善。同时，肉类、油脂、面粉等原材料价格普遍回落，亦贡献毛利率提升。2023 年安井食品/三全食品/千味央厨毛利率分别同比+1.3/-2.2/+0.3。其中安井食品毛利率得以显著提升主要系产品结构改善，锁鲜装及丸之尊等高毛利产品表现亮眼 1Q24 安井食品/三全食品/千味央厨毛利率分别同比+1.8/-1.7/+1.5。当前速冻板块机构持仓处于低位，可逐步提高对估值较低的速冻企业的重视度。

表20 调味品企业 2023 年及 2024 年 Q1 营收及归母净利润增速情况

上市公司	股票代码	2023 营收增速	1Q24 营收增速	4Q23+1Q24 营收增速	2023 归母净利润增速	1Q24 归母净利润增速
海天味业	603288.SH	-4.1%	10.2%	0.8%	-9.2%	11.9%
安琪酵母	600298.SH	5.7%	2.5%	2.1%	-3.9%	-9.5%
中炬高新	600872.SH	-3.8%	8.6%	-2.9%	-5.79%(扣非)	59.7%
千禾味业	603027.SH	31.6%	9.3%	4.0%	54.2%	6.7%
天味食品	603317.SH	17.0%	11.3%	14.2%	33.7%	37.2%
涪陵榨菜	002507.SZ	-3.9%	-1.5%	-1.3%	-8.0%	3.9%
宝立食品	603170.SH	16.3%	15.7%	12.1%	39.8%	-20.4%
恒顺醋业	600305.SH	-1.5%	-24.9%	-13.2%	-37.0%	-24.2%
仲景食品	300908.SZ	12.8%	22.8%	18.5%	36.7%	30.1%
日辰股份	603755.SH	16.5%	14.7%	19.3%	10.5%	21.1%

资料来源：wind，HTI

乳制品行业：肖韦俐认为今年液态奶需求相对稳定，婴配粉供给端变化可以期待，优选股东回报较好的标的。

液态奶：（1）23 年年报总结：A 股/H 股主要上市企业实现营收 2744 亿元（包括伊利/蒙牛 2 家全国性乳企，及光明/新乳业/三元/天润/燕塘 5 家地方性乳企），同比增长 3.2%；扣非归母净利润为 161 亿元，同比增长 10.0%。收入端来看，23 年全年乳制品行业呈现弱复苏态势，由于原奶供大于求叠加下游复苏偏弱，液态奶整体有承压，从全年节奏来看，2023 年液奶需求呈现前高后低趋势，下半年景气回落。根据国家统计局数据，23 年全年乳制品产量同比增长 3.1%。盈利端来看，伊利/蒙牛/光明乳业/新乳业的净利率同比+0.6/-0.65/+1.75/+0.4pct，其中伊利/蒙牛/光明乳业/新乳业的毛利率同比+0.32/+1.9/+1/2.84pct，整体受益于原奶下行+结构提振，伊利/蒙牛/光明乳业/新乳业的销售费用率同比-0.71/+1.4/+1.72/-0.3pct，费用投放整体控制较好。

（2）24 年一季报总结：主要上市企业实现营收 446 亿元（包括伊利 1 家全国性乳企，及光明/新乳业/三元/天润/燕塘 5 家地方性乳企），同比下降 3.5%；扣非归母净利润为 41 亿元，同比增长 11.8%。收入端来看，1Q24 行业营收下降 3.5%，环比 4Q23 下降 2.9%仍有走弱，乳制品消费较为疲软。同时我们在 4 月份需求月报中提到，4 月仍为乳制品淡季，收入同比仍有低个位数下跌，但相较于 3 月高个位数下跌有所收窄，主要是价格表现较弱。但头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，渠道库存维持良性，在今年上半年持续进行库存合理化。根据国家统计局数据，24 年 1-3 月乳制品产量同比增长 1.0%。盈利端来看，1Q24 伊利/光明乳业/新乳业的毛利率同比+2.0/-0.3/+2.3pct，伊利/光明乳业/新乳业的销售费用率同比+1.4/-0.3/+1.6pct，1Q24 的销售费用有较为明显的抬升，与我们观察到的价格竞争情况一致。

中长期乳业仍有做多机会，主要还是在股东回报角度。整体业绩上仍相对稳定，需求端随着居民消费力渐进式修复，我们预计 2024 液态奶仍将维持规模稳定；其次成本端看，我们预计原奶价格下行今年将持续，仍利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企，而对自给率较高的乳企有毛利正面贡献，但也仍有大包粉存货减值，但整体对冲后对盈利的影响也将熨平；费用端，今年行业竞争将较为激烈，但伊利、蒙牛作为龙头公司，坚守利润目标，会理性进行投入，此前削减费用的兑现程度一直较好，今年即使有所增加，也将可控。

在业绩稳定的基础上，分红可以期待，伊利 2023 年分红率达到 73.25%，环比有所提升，同时我们预计 2024 年分红比例仍高于 70%，考虑出售矿产的一次性收益进入分红基数，预计伊利 2024 年股息率将达到 5%以上。同时伊利还披露 10-20 亿的回购计划，进一步回报股东。蒙牛也将派息比率从 30%提升到 40%。配置双寡头的稳健属性明显。

表21 速冻企业 2023 年及 2024 年 Q1 营收及扣非归母净利润增速情况

上市公司	股票代码	2023 营收增速	1Q24 营收增速	4Q23+1Q24 营收增速	2023 归母净利润增速	1Q24 归母净利润增速
安井食品	603345.SH	15.3%	17.7%	4.3%	34.2%	21.2%
三全食品	002216.SZ	-5.1%	-5.0%	-12.9%	-6.5%	-17.8%
国联水产	300094.SZ	-4.0%	-26.3%	-23.3%	-8401.9%	-66.3%
立高食品	300973.SZ	20.2%	15.3%	10.8%	-49.2%	54.0%
千味央厨	001215.SZ	27.7%	8.0%	16.8%	31.4%	14.2%
惠发食品	603536.SH	26.4%	8.4%	31.7%	106.3%	75.5%
海欣食品	002702.SZ	5.8%	14.5%	12.2%	-96.4%	-24.9%
味知香	605089.SH	0.1%	-17.9%	-12.0%	-5.4%	-46.9%
南侨食品	605339.SH	7.7%	4.5%	2.9%	44.7%	96.7%
海融科技	300915.SZ	10.0%	5.8%	8.8%	-4.1%	53.0%

资料来源：wind，HTI

婴配粉：需求仍在磨底，供给变化可以期待。供给端来看，去年行业整体仍竞争激烈，多数厂家老产品价盘松动，乱价现象较为严重；2024 年，因市场操作难度大、利润吸引力减弱等因素，中小厂商退出，头部公司均有保利润诉求。如飞鹤 2 月 26 日开始实施“电子围栏”制度，此后卓睿等主要产品有几十元的价格盘上升；澳优也在部分区域对悦白进行调价。随着行业整体价格战减少，利润将企稳回升，可以期待供给侧变化。需求端 2024 年无明显利好，虽然预期今年新生儿人口将有回升，但整体 0-3 岁人群仍在持续缩减中。

飞鹤仍有做多机会，主要还是在股东回报角度。飞鹤 23 年分红比例大幅提升，高达 70%，相较同期的 45%+明显提振。我们预计公司分红的绝对值逐年有提升，若考虑公司 24 年归母净利润 35.9 亿（同比增长 5.9%），继续维持分红比例 70%，分红金额约 25 亿（同比增加 1.5 亿），对应股息率约达 7%+。

软饮料行业：肖韦俐软饮料行业需求表现坚挺，细分赛道维持高增长，优选股东回报较好的标的。

23 年年报总结：A 股/H 股主要上市企业实现营收 2944 亿元（包括康师傅/农夫山泉/太古/中国食品/统一/华润饮料/东鹏/养元 8 家企业），同比增长 10.5%，增速较快；归母净利润为 225 亿元，同比增长 33.2%，表现同样较好。

收入端看，2023 年受益于出行等场景恢复，饮料企业表现较好，其中无糖茶、能量饮料、电解质水等细分赛道高速增长；根据国家统计局数据，23 年全年软饮料产量同比增长 4.0%。利润端看，成本红利持续兑现，产品盈利能力持续上行。2023 年收入端规模效应拉动叠加包材等原材料价格下行，带动多数饮料企业毛利率呈现正增长态势，综合饮料龙头康师傅/统一/农夫山泉毛利率分别+1.3/+1.5/+2.1pct，预计今年成本压力依然处于低位。

同时根据我们需求月报跟踪，今年以来的软饮料行业收入有中间位数增长，且去年表现较好的细分赛道仍表现优益，软饮料公司业绩兑现度较高。根据国家统计局数据，24年1-3月软饮料产量同比增长7.0%。

在业绩稳中有升背景下，建议关注股东回报优秀的标的，康师傅/统一的股息率（TTM）达到5.8%与6.3%，吸引力较强。

表22 软饮料企业 2023 年营收及归母净利润增速情况

上市公司	股票代码	2023 营收（亿元）	2023 营收增速	2023 归母净利润（亿元）	2023 归母净利润增速
康师傅控股	0322.HK	804	2.2%	31	18.4%
康师傅控股-饮品分部	0322.HK	509	5.4%		
农夫山泉	9633.HK	427	28.4%	121	42.2%
太古可乐（内地）	00019.HK	228	0.0%		
中国食品	0506.HK	214	2.3%	8	26.2%
统一企业中国	0220.HK	286	1.2%	17	36.4%
统一企业中国-饮品分部	0220.HK	178	8.4%		
华润饮料	H01991.HK	135	7.1%	13	34.3%
东鹏饮料	605499.SH	113	32.4%	20	41.6%
养元饮品	603156.SH	62	4.0%	15	-0.5%
加权平均数			10.5%		33.2%

资料来源：wind，HTI

纺织服装行业：盛发发布最新报告：24Q1 奢侈品集团表现分化，3 月美国服装零售增 1.4%。

24Q1 奢侈品集团增长分化。24Q1，LV/Kering/Hermes/Prada/Moncler 营收（货币中性口径，下同）同比分别+3%/-10%/+17%/+16%/+16%，其中 Hermes/Prada/Moncler 营收均实现双位数增长，Kering 主力品牌 Gucci/YSL 营收同比-18%/-6%，阶段承压。对比 23Q4，LV/Kering/Hermes/Prada/Moncler 营收同比分别+10%/-4%/+18%/+13%/+16%，相较而言，LV、Kering 营收增速环比下降，Hermes、Moncler 营收增速环比基本持平，Prada 景气度逐季上行。

亚洲地区领衔增长，美洲增速转正。24Q1，Hermes 欧洲/亚太/美洲营收同比分别+15%/+16%/+12%；Moncler 品牌亚洲/新兴市场/美洲营收同比分别+26%/+15%/+14%；Prada 亚太/欧洲/美洲零售同比分别+16%/+18%/+5%。受益于日元贬值、游客增加，各品牌日本地区销售情况良好，Hermes 日本营收 Prada 日本零售同比分别+25%、+46%。

分品类看皮制品增长较优。24Q1，Hermes 皮具/成衣/丝绸/香化/手表营收同比分别+20%/+16%/+8%/+4%/+4%，各品牌均实现同比增长，其中皮具、成衣领衔。LV 精品零售/香化/时尚皮具/手表珠宝/酒类营收同比分别+11%/+7%/+2%/-2%/-12%。

Moncler 零售增速亮眼，Miu Miu 零售同比+89%。23Q1 Moncler 旗下品牌 Moncler/Stone Island 营收同比+20%/-5%，其中零售同比+26%/+31%，强劲的零售渠道表现为品牌增长护航。Prada 旗下品牌 Miu Miu 延续高速增长，24Q1 零售同比+89%，我们认为主因 FW24 时尚秀广受好评，与 Church's、NewBalance 联名等进一步增强其品牌力。

美国 3 月服装零售额同比增 1.4%。美国 3 月零售及食品服务销售数据显示，3 月美国零售额同比+3.6%，增幅较 2 月扩大 2.2pcts；服装零售额同比增 1.4%增幅较 2 月收窄 0.7pcts，自 23 年 12 月持续跑赢服装 CPI。结合欧美头部服装企业最新财报业绩指引，Nike/Adidas/Puma 对 2024 财年的业绩指引分别为营收同比增长 1%/中单位数/中单位数，我们认为海外服饰消费在库存持续清理的基础上，需求延续弱复苏趋势，建议关注在品牌补库基础上，具备强订单开拓能力的优质制造企业。

投资建议。品牌服饰：我们认为市场对业绩确定性的偏好高于业绩成长性，低估值+高股息仍是主线之一，建议关注 A 股：海澜之家、富安娜、锦泓集团；港股：江南布衣、滔搏、波司登。优质制造：我们认为当前优质制造企业拥有三条投资主线：①具备优质客户开拓能力，②能在核心客户中持续提升供应份额，③现金储备充足、资本开支稳健，具备高分红能力。建议重点关注华利集团、九兴控股、申洲国际、伟星股份、新澳股份、裕元集团。

批零社服行业：汪立亭、李宏科发布报告：五一前瞻，出游热度再升温，出境游受青睐。

1.交通：客流量有望迎来历史新高

①铁路：据央视网，今年五一探亲流、旅游流、学生流“三流叠加”，铁路客流将呈现强劲增长态势。自 4 月 17 日起，五一假期火车票正式发售，多条热门线路的车票“秒光”，出现大面积候补。②公路：据腾讯网，五一期间，携程租车国内租车自驾订单同比增长 40%，其中新客占比 42%，海外租车自驾订单同比增长 132%新客占比 60%。③空路：据航班管家，五一假期日均航班量超 1.49 万架次，预计同比增长 3.3%，较 2019 年增 4.6%；民航日均旅客量约 208.8 万人次，预计同比增长 11.0%，较 2019 年增长 15.6%。随着五一长假的到来，市场需求有效释放

2.旅游：OTA 平台预定量显著提高，县城旅游市场增长明显

OTA 平台预订量显著提高，长线游热度高。①携程：五一假期，国内旅游长途出行需求释放，订单占比 56%，四线及以下城市旅游热度增长明显，酒店预订/景区门票订单同比增 68%/151%；出境游方面，日韩及东南亚为热门目的地，入境游订单同比增 130%。②同程旅行：4 月 28 日至 30 日为出行高峰期，火车票和机票预订量显著高于平日，国内机票均价约为 950 元，比五一假期后三天高出约 23%③去哪儿：据新浪网，去哪儿平台上，距离假期 15 天，“五一”期间机票提前预订量已超过 2023 年假期预定量。

县城旅游市场增长明显，旅游呈现新趋势。四线及以下城市，尤其是县域（县城及县级市）旅游市场增长明显，带来新增量。根据九派财经腾讯号援引携程，“五一假期四线及以下城市旅游预订订单同比增长 140%，且增幅明显高于一二线城市。其中，县域市场酒店预订订单同比增长 68%、景区门票订单同比增长 151%，拥有支线机场的图木舒克、保山、怀化、赤峰、和田、菏泽等城市，机票预订量同比增长明显，大多超过五成。同程旅行平台数据显示，4 月 29 日、30 日到达三线及以下城市（含县级城市）的火车票和机票的热度周环比上升 200%以上。

3.酒店：以量补价高基数下平稳增长，下沉市场表现优于总体

①以量补价，平稳增长：携程《2024“五一”旅游趋势洞察报告》显示，今年五一旅游热情实现高位基础上的平稳增长，境内酒店搜索热度略有增长。据去哪儿截至 4 月 10 日，2024 年五一假期热门城市酒店预订量同比增长 30%，平均支付价格降低 20%。②下沉市场增速高于总体：据携程，随各地基础建设完善及旅游接待能力提升，下沉市场目的地受欢迎程度提升，四线及以下城市，尤其是县域（县城及县级

市)旅游市场增长显著,五一假期县域市场酒店预订订单同比增长 68%,增速高于全国大盘。③关注演唱会等体验式消费的拉动效应:据携程,“五一”期间太原因任贤齐、薛之谦两场演唱会,带动五一假期酒店订单同比增长 105%,其中外地游客占比达 90%。

4.出境游: 预计五一假期期间出境游持续升温

据航班管家,五一假期出境主要国际/地区计划航班量 TOP3 国家分别为韩国、日本、泰国,五一期间 TOP20 出入境往返航线计划航班量同比 23 年皆增长,9 条航线计划同比超 100%,其中昆明-曼谷、上海-曼谷、青岛-首尔计划同比分别增长 307.7%、166.7%、158.1%。根据携程发布的《2024“五一”旅游趋势洞察报告显示,“五一”上海、厦门出发的国际邮轮已基本售罄,订单 GMV 达 2019 年同期的 1.5 倍以上。据央视网援引航旅纵横大数据显示,截至 4 月 7 日,“五一”假期期间,国内航线机票预订量近 120 万,比一周前增长近 40%;“五一”假期期间出入境航线机票预订量超过 56 万,比一周前增长约 12%。我们判断,五一假期出境游有望持续升温。

家电行业: 陈子仪近期发布报告: 一季度收官,消费仍在复苏过程中,建议关注业绩稳健增长的龙头标的。

前两月家用电器社会零售额同比增长 5.7%。2023 社会消费品零售总额同比增长 7.2%,而家电增长 0.5%,24 年前两月社会消费品零售总额同比增长 5.5%,而家电同比增长 5.7%,家电零售呈现复苏态势。

白电: 持续高景气度。根据产业在线数据,家用空调内销 1-2 月累计同比+16%至 1339 万台,出口同比+19%至 1524 万台,根据奥维云网数据,前三月空冰洗线上销额分别同比+36%、+20%、+17%,线下销额分别同比-21%、-10%、-11%,短期来看,白电保持较高景气度。

厨电: 后周期下行业仍有一定压力。根据奥维云网数据,前三月油烟机及集成灶线上销额分别同比+5%、-38%,线下销额分别同比-9%、-9%。

小家电: 品类表现分化。内销方面,小家电及清洁电器线上销售占比高,小家电前三月主要品类养生壶、电压力锅、电蒸锅、电饭煲、破壁机、豆浆机线上销售额同比-6%、-3%、+8%、+7%、-14%、+27%,不同品类表现分化;部分公司由于去年同期基数较高,24Q1 收入及利润端可能阶段性承压。外销方面,出口景气度仍高,我们判断行业在去年同期低基数基础上有望延续高增长态势。

清洁电器: 以价换量。清洁电器以价换量趋势持续,扫地机/洗地机前三月线上销售额同比+10% /+16%,我们估计受自清洁扫地机、洗地机行业价格下行影响部分公司盈利可能承压。

投资建议。进入业绩披露期,一二线白电龙头普遍业绩亮眼,预计全年仍将保持快速稳定增长,短期边际变化更有利于一线龙头。建议关注两条主线:(1)一线龙头业绩增长稳健,股息率性价比更高,首推美的集团;(2)市场风险偏好提升,有利于弹性标的估值修复,继续重点关注石头科技,建议关注赛特新材。

造纸轻工行业: 郭庆龙发布深度报告: 千亿电动二轮车蓝海市场,东南亚优势得天独厚。

千亿蓝海市场,东南亚得天独厚。东南亚是全球摩托车保有量最高的地区。据 ASEANstats 统计,东南亚目前摩托车保有量约 2.5 亿辆。从渗透率来看,东南亚地区摩托车家庭渗透率高达 75%,位居第一,远高于世界平均水平 29%低渗透率和高市场潜力是东南亚电动二轮车市场的主要特征。得益于一系列政府激励措施和市场需求的

增加，东南亚地区的电动二轮车市场正在经历快速增长。根据 Techsci Research，2023 年东南亚电动二轮车市场的市场规模为 9.55 亿美元，预计在 2025-2029 年间将以 13.09% 的年均复合增长率增长。根据 Wheelive 统计，越南的电动摩托车渗透率已超过 10%，而其他国家仍低于 5%。

东南亚经济发展仍处于中低水平阶段，高端燃油车和电动汽车尚不具备广阔市场。根据 Statista 数据，2020 年在东南亚国家最受欢迎的公路摩托车和踏板摩托车平均售价约为 4010 美元和 1310 美元，电动汽车的平均售价为 5.4 万美元相对于价格高昂的电动汽车，两轮车更加符合印度和东南亚国家的居民购买力水平。从城市轨道交通的建设水平来看，部分东南亚国家道路基础设施尚不能满足城市扩张后居民日益增长的便捷出行需求。结合相关限制摩托车的政策，电动两轮车成为城市中短距离出行较为合适的工具。

“油改电”东风正盛，政策助力电动车发展。在双碳目标加持下全球燃油车行业遭到约束，东南亚各国政府积极推进传统内燃机车向电动车的转型。例如，菲律宾提出 2023 年起未来五年内给予电动摩托车、电动两轮车及其零部件进口关税减免。泰国计划到 2030 年实现电动汽车占新购汽车总量 50% 的目标。新加坡希望到 2040 年让所有车辆都使用清洁能源。印度尼西亚政府启动了“油改电”鼓励政策，计划到 2025 年将 20% 的燃油二轮车转换为电动车，目标是电动二轮车数量达到 180 万辆。

产业升级&国内竞争加剧，各大品牌寻求出海机遇。我国电动两轮车出口业务处于起步期，具有较大发展潜力。根据中国报告大厅统计，2020 年中国电动自行车出口量占整体出货量比例仅为 5.2%。国内市场的激烈竞争催生各大品牌的出口需求。雅迪控股：雅迪于 2007 年成立了雅迪进出口有限公司。2019 年，雅迪挖掘到了东南亚市场的销售潜力并在越南建立了首个海外生产基地。2022 年，雅迪携带全品类产品登陆西班牙并参加欧洲自行车车展，持续扩展欧洲市场，在超过 80 个国家进行出口销售。爱玛科技：爱玛于 2015 年正式进军欧洲市场，在瑞士开设旗舰店。2018 年，爱玛入驻“中国-东盟新能源车生产基地”借助“一带一路”的地域优势向东南亚市场扩张。2019 年，爱玛与德国博世电机公司合作，进一步扩大了国际影响力。九号公司：为了更好地服务全球市场九号公司在欧洲、亚洲等地区设有分支机构，如法国、德国、意大利、西班牙等国。2022 年 7 月，九号公司在越南开设新工厂，扩大了其在亚洲的制造能力

我们认为，中国电动二轮车有望复刻自行车、摩托车出口发展趋势，抢占国外市场，承接全球需求。当前，海外电动二轮车市场处于发展初期，各品牌积极布局，我国两大电动两轮车龙头雅迪、爱玛全速发力，海外工厂及渠道稳步铺设。凭借先发的战略布局、灵活的战术调整速度和高效的供应链效率、资深的渠道运营经验，国外二轮车市场星辰大海，龙头雅迪&爱玛扬帆正当时，有望再造一个中国市场。

农业：李淼、冯鹤发布最新报告：生猪存栏下降或预示后期猪价走强，水产行业景气度快速修复。

上周农业板块下跌 0.9%。上周农业板块下跌 0.9%，位列申万一级行业第 15 名子行业中仅有生猪养殖（+0.7%）上涨，水产养殖（-11.1%）跌幅最大，其他主要行业中，种子（-0.9%）、动物保健（-3.5%）、肉鸡养殖（-3.8%）、畜禽饲料（-5.1%）也有不同程度的下跌。

猪价震荡偏弱，农业部生猪存栏量显著下降或预示着未来猪价继续走强。根据 Wind 数据，全周生猪均价 15.1 元/公斤，环比小幅下降 1.2%。涌益数据显示上周 15kg 仔猪价格为 715 元/头，环比-0.1%；50kg 二元母猪价格为 1576 元/头环比持平。上周生猪出栏体重环比抬升 0.64kg/头至 126.67kg/头。根据统计局数据，3 月末能繁母猪存栏 3992 万头，同比-7.3%，为近年来首次低于 4000 万头，生猪存栏为 4.1 亿头，同比

-5.2%。我们认为，一方面，在2月以来仔猪价格涨至高位，同时养殖利润转正的背景之下，3月能繁母猪继续下降，说明资金等对行业的压力十分显著。另外一方面，3月末存栏生猪同比下降，说明未来一段时间内的供给压力将进一步缓解。整体而言，我们认为，虽然短期之内，偏高体重仍待消化，但生猪价格或已经走出前期低谷，猪价未来或将逐步走强。我们认为，当前时点猪周期已经反转，未来猪价或将逐步走强，当前时点仍处于最佳配置时机。建议重点关注生猪养殖板块。个股层面建议关注成本管控优异、资金相对安全、出栏弹性大的华统股份、巨星农牧等，以及头均市值处于低位的牧原股份。

加州鲈价格大幅上涨，水产饲料行业景气修复，重点关注海大集团。普水方面上周草鱼塘口均价为5.9元/斤，环比+1.6%，同比+4%；鲫鱼塘口价8.8元/斤环比+1.4%，同比+12%；鲤鱼塘口均价为7元/斤，环比+1.1%，同比+49%；罗非鱼塘口均价为5.9元/斤，环比-2.1%，同比+23%。特水方面，生鱼塘口均价为6.7元/斤，环比+3.7%，同比-4%，加州鲈鱼塘口均价为14.5元/斤，环比+15.1%，同比+21%；黄颡鱼塘口均价为13.8元/斤，环比+0.6%，同比+30%。对虾方面，全国对虾塘口均价为26.8元/斤，环比-4%，同比-26%。原材料方面，上周鱼粉价格环比-0.6%，豆粕价格环比+1.2%，玉米环比-0.3%。我们认为，加州鲈价格大幅上涨，以及大部分水产品价格同比也有不同程度的上涨，反映出当前水产供需格局改善，行业景气修复，水产饲料销售也将受益。同时在行业面临一定压力的背景下，行业格局或将进一步向龙头集中，且公司估值处于低位。重点关注海大集团。

鸡苗价格环比上涨，建议重点关注白羽肉鸡板块。根据Mysteel数据，上周白羽肉鸡苗均价为3.0元/羽，环比+6.9%，毛鸡均价为3.9元/羽，环比+3.1%。我们认为，鸡苗价格或将在未来维持相对高位水平。一方面，22年引种量下降逐渐向下游传导，新增父母代数量或将处于低位，另外一方面，在产父母代将进入淘汰高峰。因而，未来在产父母代将逐步下降，鸡苗供应趋紧，鸡苗价格或将继续上涨，建议关注益生股份、圣农发展、禾丰股份、民和股份等。

转基因产业化持续重点关注转基因行业投资机会。我国转基因产业发展持续推进，23年12月25日，农业部公告发放了转基因玉米大豆种子生产经营许可证，24年1月18日，农业部公告了新一批转基因安全证书。3月19日农业农村部公布了新一批审定会议初审通过的转基因玉米和大豆品种。我们认为，转基因相关政策持续推进，安全证书发放和品种审定或已经入常态化，转基因推广将进入加速期，行业迎来新机遇，而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。

关注非瘟疫苗研发进展。当前兰兽研和中科院非瘟疫苗已提交应急评价申请。我们认为，未来若顺利上市，将带动国内猪苗市场扩容，相关参与企业也将深度受益。建议关注评审进展，若相关进展顺利，将有利于提振行业内公司表现建议关注科前生物、中牧股份、普莱柯。

宠物食品经营表现亮眼。23年上半年海外销售受挫于去库存影响，24年上半年同比去年低基数，预计将实现较快增长。叠加24Q1美元兑人民币持续升值，海外销售毛利率有望显著提升且产生的汇兑收益预计进一步提振相关业绩。与此同时，国内销售大力推进。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

投资建议：1）、生猪养殖。当前仍处于最佳配置阶段，关注成本管控优异、资金相对安全、出栏弹性大的巨星农牧、华统股份等，以及头均市值处于低位的牧原股份。2）、白羽肉鸡。鸡苗价格有望维持高位运行，建议关注益生股份、圣农发展、禾丰股份、民和股份。3）、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。4）、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。5）、动保板块。非瘟疫苗有序推进，未来若能够上市，猪苗市场将迎来扩容，建议关注科前生物、中牧股份普莱柯。

6 风险提示

消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

APPENDIX1

Summary

Suggestion: Strong repatriation of foreign capital in the short term, and focus on high dividends in the medium and long term. Since late April, foreign capital has returned significantly to H-shares. Northbound funds also hit a new high in single-day inflows since the opening of the Cross-border Connect. Leading consumer stocks, which benefited from the repatriation of foreign investment, rose significantly, but Hong Kong's Food, Beverage and Tobacco Index (887122) rose about 13%, slightly lower than the Hang Seng Index and much lower than the Hang Seng Tech Index. At present, the consumer staple sector PE of H-shares is still more attractive than that of U.S. stocks and A-shares. Therefore, in the short term, we suggest to focus on the main line of expected capital return: mainly the leaders of various sub-industries, such as Kweichow Moutai, Wuliangye, China Resources Beer, Tsingtao Beer, Yili Shares, Mengniu Dairy, and Haitian Flavor. In the medium and long term, we will continue to recommend the main lines of high dividends/high repurchases: Master Kong, Shuanghui Development, Yili Shares, Chongqing Beer, and China Feihe. Take the opportunity to focus on the main line of cost or rate decline: mainly beer, dairy products and soft drinks, such as China Resources Beer, Tsingtao Beer, Yili Co., Ltd., Mengniu Dairy, and Master Kong, and the main line of expected economic recovery: liquor with more selective consumption characteristics will benefit the most, such as Luzhou Laojiao, Shanxi Fenjiu, Yingjiagong Liquor and Jinhui Liquor.

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

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

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

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

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项(以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com)

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司(统称“海通”)在过去12个月内参与了600597.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600597.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600597.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600597.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

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

贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 贵州茅台集团财务有限公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里(上海)国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 西安光明乳业销售有限公司, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 600305.CH, 江西伟星实业发展有限公司, 002311.CH 及 603566.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。

贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 贵州茅台集团财务有限公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里(上海)国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 西安光明乳业销售有限公司, 农夫山泉杭州千岛湖饮用水有限公司, 农夫山泉浙江千岛湖有限公司, 香港华润(集团)有限公司上海代表处, 内蒙古蒙牛乳业(集团)股份有限公司, 600305.CH, 江西伟星实业发展有限公司, 002311.CH and 603566.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.

603589.CH 及 603566.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。
603589.CH and 603566.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 603589.CH, 603517.CH, 002311.CH 及 603566.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。
Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 603517.CH, 002311.CH and 603566.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

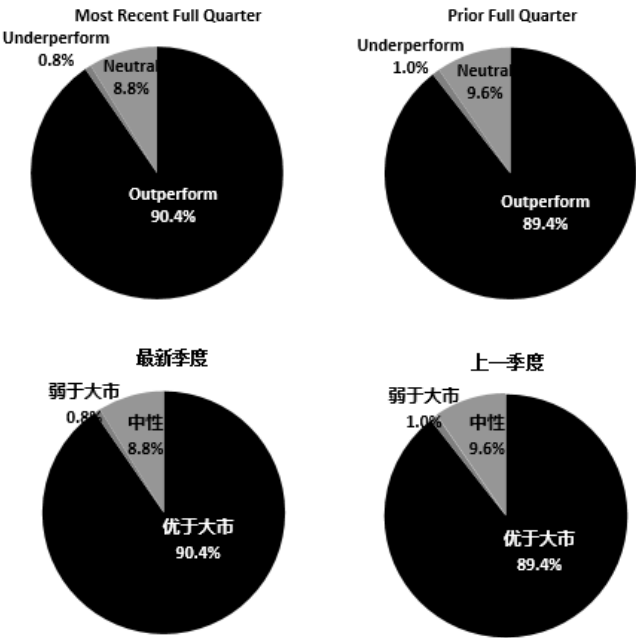
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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.

评级分布 Rating Distribution



截至 2024 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2024

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

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

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

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

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

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

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

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

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“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 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial

instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”））第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

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”。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

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

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

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