

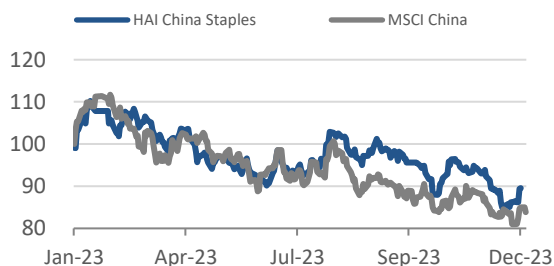
中国必需消费 China Staples

消费行业 1 月投资策略：近期下跌资金面影响大于基本面

The Recent Decline in Funding has had a Greater Impact than Fundamentals

观点聚焦 Investment Focus

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



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

消费行业 2024 年投资策略：复杂环境下需要甄别“真价值”（Identifying "True Value" in Complex Environments）（5 Dec 2023）

HTI 消费品 11 月需求月报：消费行业仍然呈现弱复苏态势（The consumer industry is still showing a weak recovery trend）（30 Nov 2023）

消费行业 11 月投资策略：利好增多有利于酝酿反弹行情（An Increase in Positive News is Conducive to Brewing a Rebound Market）（3 Nov 2023）

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：12 月重点跟踪的 8 个行业中 7 个保持正增长。实现双位数增长的行业包括餐饮、次高端及以上白酒；个位数增长的行业包括速冻食品、调味品、乳制品、啤酒和软饮料；大众及以下白酒延续明显负增长。与上月相比，2 个行业增速加快，6 个行业增速放缓。整体来看，消费行业继续呈现弱复苏态势。元旦假期，全国国内旅游出游人次同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；国内旅游收入增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%；按此测算，国内人均旅游支出较 2019 年同期略有差距。

成本：糖价较 23 年高点回落超 10%，油脂、油料同比具备价格优势。23 年 12 月啤酒期货领涨 2.4%，调味品现货领跌 1.7%，多数行业成本小幅下行。具体来看，玻璃、铝材期货涨超 5%，瓦楞纸、塑料现货涨幅达 2.4%/1.9%，塑料期货跌 2.7%。直接原材料部分，白糖高位快速回落，现货、期货大跌 6.6%/7.4%，小麦现货跌幅走扩至 3.4%，棕榈油现货、期货跌超 2%，大豆现货、期货下跌 2.7%/1.5%，玉米、豆粕跌幅达 1.8%/2.3%，但蔬菜、小麦期货以及大包粉现货快速走强，涨幅达 9.7%/7.3%/6.0%。

资金：外资连续五个月净流出，食品饮料股通占比接近年内低点。截至 12 月底，陆股通资金当月净流出 129.3 亿元（上月净流出 17.8 亿元），其中沪股通净流出 118.2 亿元，深股通净流出 11.1 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.10%，较上月降低 0.10pct。港股通资金当月净流入 72.35 亿元（上月净流入 170.98 亿元），必需消费板块市值占比为 3.41%，较上月下降 0.07pct。

估值：A 股、H 股对应行业估值分位数同比腰斩，美股波动相对较小。A 股食品饮料行业 PE（TTM）处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 37%分位（25.3x），子行业分位较低的是乳品（0%，19.0x）、肉制品（0%，17.0x）和啤酒（0%，25.3x）。H 股必需性消费行业处于 44%分位（19.3x），子行业分位较低的是包装食品（0%，13.0x）、超市及便利店（0%，8.0x）。美股日常消费品行业处于 69%分位（20.8x）；子行业分位较低的是烟草（11%，10.3x）和啤酒（30%，18.3x）。

建议：悲观预期聚集，价投机会显现。跨年前后 A、H 两市消费股再次表现疲弱，不少投资者试图寻找基本面的证据予以解释。但我们认为两市资金面走弱才是主因，投资上延续年度策略报告中的四条主线：（1）高股息或高回购：推荐蒙牛乳业、伊利股份、中国飞鹤、双汇发展、康师傅；（2）成本或费率下行：主要是粮油制品、乳制品、速冻食品、啤酒，如康师傅、伊利股份、蒙牛乳业、华润啤酒、青岛啤酒；（3）经济复苏：消费特征偏可选的白酒最受益，如贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、金徽酒；（4）外资回流：主要是各子行业龙头，特别是白酒，如贵州茅台、五粮液、蒙牛乳业、伊利股份、华润啤酒、青岛啤酒。

风险提示：消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖书俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 2023 年 12 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

表1 HTI 消费行业收入预测（亿元）

统计区间	HTI消费行业收入预测（亿元）							
	次高端及以上白酒	大众及以下白酒	乳制品	啤酒	调味品	速冻食品	软饮料	餐饮
10月营收	309	200	412	106	368	75	437	150
11月营收	273	238	362	106	396	78	361	119
12月营收	345	330	362	85	391	102	372	127
10月同比%	16.3%	-19.4%	2.2%	0.8%	5.8%	7.9%	1.4%	19.0%
11月同比%	5.2%	-18.5%	2.0%	5.1%	5.6%	0.7%	5.9%	17.8%
12月同比%	16.5%	-26.7%	0.6%	2.0%	3.8%	8.0%	3.3%	19.4%

资料来源：HTI

据海通国际预测，12 月重点跟踪的 8 个行业中 7 个保持正增长。实现双位数增长的行业包括餐饮、次高端及以上白酒；个位数增长的行业包括速冻食品、调味品、乳制品、啤酒和软饮料；大众及以下白酒延续明显负增长。与上月相比，2 个行业增速加快，6 个行业增速放缓。整体来看，12 月消费行业继续呈现弱复苏态势。2024 年元旦假期 3 天，全国国内旅游出游 1.35 亿人次，同比增长 155.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 9.4%；实现国内旅游收入 797.3 亿元，同比增长 200.7%，较 2019 年同期增长 5.6%；按此测算，人均旅游支出较 2019 年同期略有差距。

次高端及以上白酒行业收入为 345 亿元，同比增长 16.5%。1-12 月累计收入为 3774 亿元，同比增长 16.5%。2024 年春节较晚，12 月延续 11 月淡季特征，终端需求偏弱，酒厂发货进度维持，距完成全年发货任务仍有小比例缺口，批价维持一定压力，但环比基本持平。多数酒企已经开启 2024 年的打款，厂家通过价格优惠或促销政策等激励经销商加快回款。11 月初茅台确认部分产品在非直营渠道提价，对 4Q23 业绩有小幅拉动。但因需求偏弱，以及对 24 年经济增长预期不高，短期对批价提振作用不明显，市场对提价成功也预期不高。

大众及以下白酒行业收入为 330 亿元，同比下降 26.7%。1-12 月累计收入为 2483 亿元，同比下降 26.6%。今年以来，非头部品牌的大众及以下白酒消费表现低迷。行业内部分化加剧，呈现结构性增长。据五粮液 1218 经销商大会数据显示，当前上市酒企营收占行业总量的 67.6%，利润总额占比高达 94%。预计 2024 年依旧是行业持续集中的结构性红利期。

啤酒行业收入为 85 亿元，同比增长 2.0%。1-12 月累计收入为 1791 亿元，同比增长 6.0%。12 月低基数下动销表现平淡，头部酒企聚焦资源发力中高档，预计全年总量有望持平。下半年消费需求偏弱且天气偏凉，啤酒动销有所放缓，四季度以来酒企协助渠道消化库存，在春节备货后移且 24Q1 基数较高的背景下，为开门红打好基础。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）

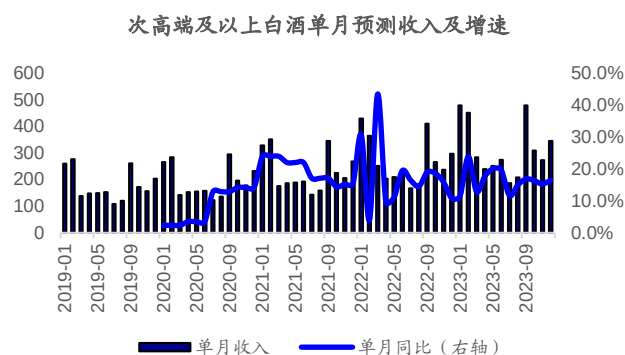
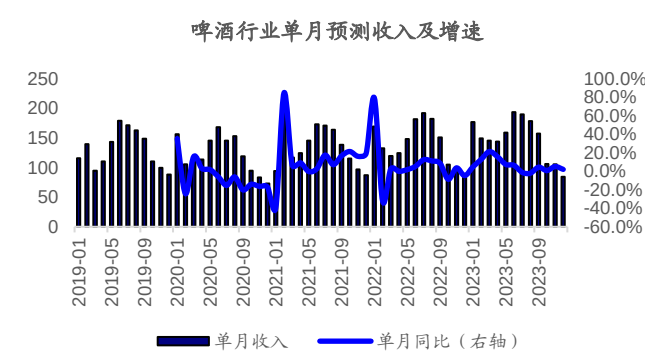


图2 啤酒行业收入预测（亿元）



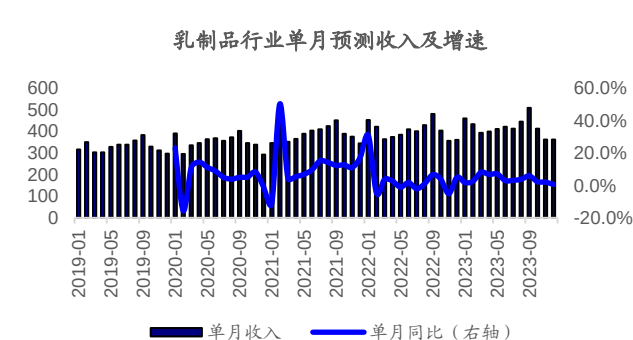
调味品行业收入为 391 亿元，同比提升 3.8%。1-12 月累计收入为 4323 亿元，同比增长 2.9%。我们判断 12 月餐饮数据环比有所下降，一方面因为经济和消费需求较弱，另一方面因为自 12 月起从 1-2 线城市返乡返程人群初现，对餐饮消费有所影响，带动调味品 2B 端动销走弱。头部企业进行了 2-3 个季度的去库存行为，3Q23 末库存基本回到良性水平，但由于全年内部业绩考核压力较大，头部两大企业预期均在 4Q23 加大对渠道的出货力度，预期年末存货会环比增加。

乳制品行业收入为 362 亿元，同比提升 0.6%。1-12 月累计收入为 5012 亿元，同比增长 3.9%。目前行业进入淡季，缺少节日催化，整体需求偏弱。因终端动销较为缓慢，渠道库存偏高，厂商控制出货节奏帮助渠道消化库存。且因去年 12 月春节备货表现亮眼（去年疫情后人流恢复、春节时间较早），导致同期基数较高，今年 12 月同比基本没有增长，乳企或更注重今年 1-2 月开门红。

图3 调味品行业收入预测（亿元）



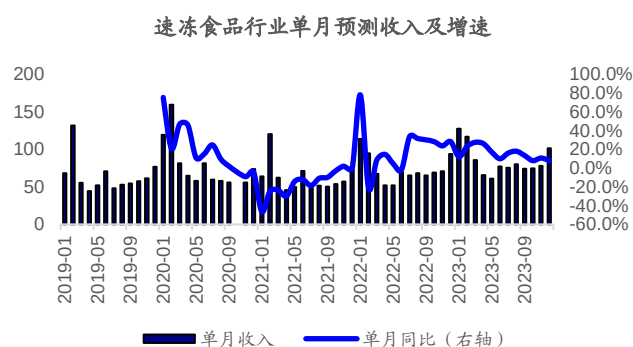
图4 乳制品行业收入预测（亿元）



速冻板块整体收入为 102 亿元，同比增长 8.0%。1-12 月累计收入为 1017 亿元，同比增长 15.4%。根据我们的草根调研，由于餐饮旺季不旺，并且目前餐饮行业新开店及闭店率均较高，导致多数渠道表示信心不足，经销商备货意愿一般，不愿意压货，同时也有今年春节较晚的原因。此外，在面米产品领域目前价格战现象明显，竞争较为激烈。展望 2024 年，我们认为消费者外出就餐的需求将表现稳定，但是餐饮行业格局仍将持续变化。对于厂家来说，在格局变动的背景下，通过积极调动渠道，高效地获取更多新客户将成为一大挑战与机遇。

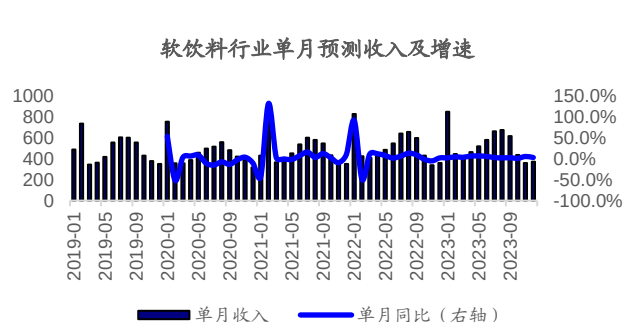
软饮料行业收入为 372 亿元，同比增长 3.3%。1-12 月累计收入为 6422 亿元，同比增长 4.0%。受气温下降影响，行业进入淡季，但因去年基数不高，同比仍有小幅增长。Q4 历来为软饮料淡季，在全年收入中占比不高，数据平淡影响相对较小，仍待 24 年旺季检验。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

餐饮上市公司总计收入为 127 亿元，同比增长 19.4%。1-12 月累计收入为 1662 亿元，同比增长 23.0%。相较于去年同期，消费者消费意愿表现较弱。餐饮品牌之间竞争明显加剧，客单价提升存在压力。展望 2024，我们认为连锁餐饮将依托较强地创新及营销能力表现稳健，中小餐饮复苏表现或将弹性较大。

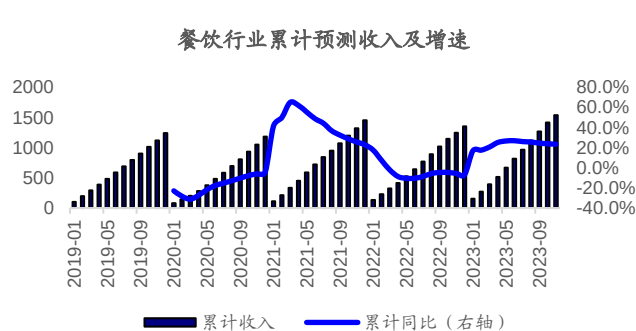
图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



资料来源：HTI

注：考虑到数据来源口径问题，我们采用环比增速作图来反映行业经营增长情况

图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



资料来源：HTI

1.2 消费行业成本跟踪

表2 HTI 消费品现货成本指数

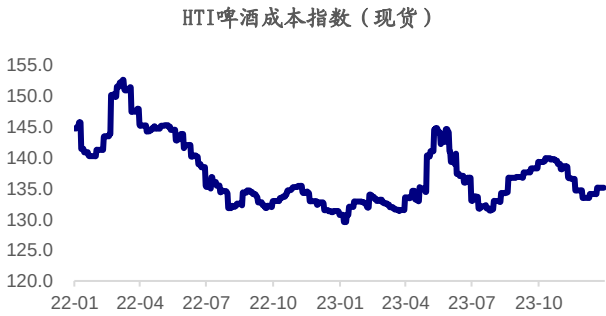
日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2023/12/29	135.12	119.29	110.46	107.43	124.03	119.27
上周	2023/12/22	135.12	119.22	110.46	107.44	124.22	118.98
上月	2023/11/29	134.69	121.31	110.46	108.04	124.29	119.01
今年年初	2023/1/1	130.71	115.73	115.61	113.92	126.43	121.16
去年同期	2022/12/29	131.34	116.50	116.18	114.37	128.86	121.53
较上周		0.00%	0.06%	0.00%	-0.01%	-0.16%	0.24%
较上月		0.32%	-1.66%	0.00%	-0.56%	-0.21%	0.22%
较今年年初		3.37%	3.08%	-4.46%	-5.70%	-1.90%	-1.56%
较去年同期		2.87%	2.40%	-4.93%	-6.07%	-3.75%	-1.86%

资料来源：Wind，HTI

截至 12 月 29 日，啤酒成本现货指数为 135.12，啤酒成本期货指数为 145.98。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 0.32%，啤酒成本期货指数提升 2.36%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数提升 3.37%，啤酒成本期货指数提升 2.8%，较去年同期，啤酒成本现货指数提升 2.87%，啤酒成本期货指数提升 2.87%。

调味品成本现货指数为 119.29，调味品成本期货指数为 128.38。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 1.66%，调味品成本期货指数下降 1.23%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数提升 3.08%，调味品成本期货指数下降 0.2%，较去年同期，调味品成本现货指数提升 2.4%，调味品成本期货指数提升 0.32%。

图9 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图10 调味品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

乳制品成本现货指数为 110.46，乳制品成本期货指数为 99.27。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升 0%，乳制品成本期货指数下降 1.32%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 4.46%，乳制品成本期货指数下降 5.84%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 4.93%，乳制品成本期货指数下降 5.61%。

方便面成本现货指数为 107.43，方便面成本期货指数为 112.41。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 0.56%，方便面成本期货指数下降 0.02%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 5.7%，方便面成本期货指数下降 11.2%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 6.07%，方便面成本期货指数下降 10.38%。

图11 乳制品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图12 方便面行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

速冻食品成本现货指数为 124.03，速冻食品成本期货指数为 123.45。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.21%，速冻食品成本期货指数提升 0.88%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 1.9%，速冻食品成本期货指数下降 4.03%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 3.75%，速冻食品成本期货指数下降 5.21%。

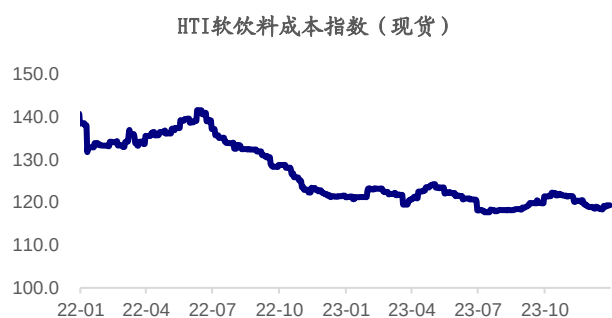
软饮料成本现货指数为 119.27，软饮料成本期货指数为 130.35。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 0.22%，软饮料成本期货指数下降 1.85%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 1.56%，软饮料成本期货指数下降 7.43%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 1.86%，软饮料成本期货指数下降 7.28%。

图13 速冻食品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图14 软饮料行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

1.3 消费行业重点新闻

表3 2023 年 12 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
12.1	酒饮茶	前 10 月酒饮茶利润增长 6.2% https://yunjiuwang.cn/web-14146.html
12.2	葡萄酒	商务部立案复审澳葡萄酒“双反” https://www.sohu.com/a/740404835_250147
12.4	食品	中国已成为最大食品进口国 http://www.lingshouw.com/article-20518-1.html
12.9	大豆	1 至 11 月份中国大豆进口量为 8963 万吨 https://www.oilcn.com/article/2023/12/12_90390.html?page=1&k=MTcwMjAyNjM0MQ==
12.11	食品烟酒	11 月份居民消费价格同比下降 0.5%，猪肉价格下降 31.8% https://new.qq.com/rain/a/20231209A01MIO00
12.13	咖啡	中国咖啡店数量超过美国，成全球第一 https://www.worldcoffeeportal.com/Latest/News/2023/December/East-Asia-branded-coffee-shop-market-booms-as-Chin
12.13	火锅	2023 年火锅赛道盘点 https://www.foodtalks.cn/news/50273
12.19	啤酒	2023 年 1-11 月中国啤酒产量 3339.8 万千升，增长 1.6% http://www.beerw.com/list.asp?id=98366
12.20	咖啡	11 月茶饮向咖啡发起集体冲锋 https://www.foodtalks.cn/news/50429
12.21	餐饮	西餐发展报告 2023 发布 https://www.foodtalks.cn/news/50497
12.22	咖啡	中国已成为全球增长速度最快的咖啡消费市场 https://ex.chinadaily.com.cn/exchange/partners/82/rss/channel/cn/columns/j3u3t6/stories/WS6582b259a310c2083e413d59.html
12.26	餐饮	2023 年中国粉面赛道大数据研究报告 https://www.foodtalks.cn/news/50600
12.26	葡萄酒	意大利葡萄酒产量下降 20% https://www.baijiutriangle.com/post/yi-da-li-pu-tao-jiu-chan-liang-xia-jiang-20/

资料来源：wind，HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2023年12月消费公司公告

日期	公司	摘要
12.5	海天味业	回购公司股份进展: 2023年11月, 公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 2,929,425 股, 占公司总股本的比例约为 0.0527%, 购买的最高价为 39.13 元/股、最低价为 37.11 元/股, 支付的金额为 111,438,116.90 元 (不含交易费用)。
12.6	泉阳泉	控股股东和参股公司合并重整事项的进展: 2023年12月5日, 重整管理人已收到重整投资人长白山森工转来的全部重整投资款 33 亿元。截至公告披露日, 森工集团持有公司股份数量为 216,254,080 股, 占公司股份总数的 30.24%, 森工集团的一致行动人吉林森工泉阳林业有限公司持有公司股份数量 4,919,058 股, 占公司股份总数的 0.69%, 森工集团和吉林森工泉阳林业有限公司合计持有森工集团股份总数的 30.93%。
12.7	牧原股份	2023年11月份生猪销售简报: 2023年11月份, 公司销售生猪 529.5 万头 (其中商品猪 528.1 万头, 仔猪 0.2 万头, 种猪 1.1 万头), 销售收入 87.91 亿元。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪 136.6 万头。2023年11月份, 公司商品猪价格相比 2023年10月份有所下降, 商品猪销售均价 13.70 元/公斤, 比 2023年10月份下降 5.65%。
12.8	新希望	2023年11月生猪销售情况简报: 公司 2023年11月销售生猪 167.59 万头, 环比变动 13.89%, 同比变动 -0.89%; 收入为 23.80 亿元, 环比变动 1.67%, 同比变动 -31.65%; 商品猪销售均价 13.95 元/公斤, 环比变动 -6.44%, 同比变动 -40.13%。商品猪销售均价同比下降较大的主要原因是行业周期波动, 去年同期猪价上涨较快、基数较高, 而今年以来行业产能相对供过于求、本月猪价较低。销售均价同比下降较大也进一步造成生猪销售收入同比下降较大。
12.11	益生股份	2023年11月份鸡苗和种猪销售情况简报: 山东益生种畜禽股份有限公司 2023年11月白羽肉鸡苗销售数量 4,900.04 万只, 销售收入 15,933.43 万元, 同比变动分别为 -0.38%、-34.50%, 环比变动分别为 -5.89%、-8.25%。益生 909 小型白羽肉鸡苗销售数量 459.24 万只, 销售收入 608.44 万元, 同比变动分别为 -50.37%、-55.96%, 环比变动分别为 53.79%、51.93%。公司 2023年11月种猪销售数量 737 头, 销售收入 221.12 万元, 同比变动分别为 1,264.81%、623.68%, 环比变动分别为 -22.58%、-24.41%。
12.12	养元饮品	以集中竞价交易方式回购公司股份: 按照本次回购股份数量上限 1,000.00 万股 (含), 回购价格上限人民币 25.00 元/股 (含) 进行测算, 预计公司拟用于回购的资金总额不超过人民币 25,000.00 万元, 具体回购资金总额以回购期满时实际回购股份使用的资金总额为准。资金来源全部为自有资金。
12.12	益生股份	山东益生种畜禽股份有限公司 2022 年度向特定对象发行股票新增股份变动报告及上市公告书: 本次发行新增股份 113,502,935 股, 发行价格 10.22 元/股; 募集资金总额 1,159,999,995.70 元; 募集资金净额 1,139,106,644.83 元。股票上市时间为 2023 年 12 月 14 日 (上市首日), 新增股份上市首日公司股价不除权, 股票交易价格设涨跌幅限制。
12.15	泸州老窖	控股股东增持公司股票计划: 泸州老窖股份有限公司于近日收到公司控股股东泸州老窖集团有限责任公司《关于拟增持泸州老窖股份有限公司股票的告知及承诺函》, 基于对公司长期投资价值的认可以及对未来持续稳定发展的信心, 老窖集团计划通过全资子公司四川金舵投资有限责任公司, 于本公告之日起 6 个月内通过集中竞价交易增持公司股票, 拟增持金额不低于 20,000 万元, 不超过 25,000 万元。
12.15	百润股份	回购报告书: 上海百润投资控股集团股份有限公司拟使用自有资金以集中竞价交易的方式回购部分 A 股社会公众股份, 本次回购的资金额度不低于人民币 10,000 万元 (含 10,000 万元) 且不超过人民币 20,000 万元 (含 20,000 万元), 回购价格不超过人民币 39.10 元/股 (含 39.10 元/股), 具体回购数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。回购股份实施期限为自公司董事会审议通过本次回购股份方案之日起 6 个月内。
12.18	新希望	拟转让子公司股权: 公司的控股子公司北京新希望六和生物科技产业集团有限公司拟与海南晟宸投资有限公司签署《股权转让协议》, 拟转让公司旗下食品深加工业务的运营主体, 即北京新希望持有的德阳新希望六和食品有限公司 67% 的股权, 为公司长期可持续发展提供保障。本交易作价 150,080 万元, 占公司最近一年经审计净资产的 5.13%。
12.18	好想你	对外投资暨增资湖南零食很忙商业连锁有限公司: 公司拟与全资子公司简单巧厨健康食品有限公司、河南好想你悠然科技有限公司合计使用自有资金出资 70,000.00 万元人民币对零食很忙进行增资, 其中 163.60 万元计入注册资本, 剩余资金计入资本公积, 增资完成后公司及全资子公司将合计持有零食很忙 6.64% 股权。依托零食很忙全国领先的渠道优势和业务协同性, 公司将继续深入发展现有的休闲食品业务。
12.20	东鹏饮料	公司董事、副总裁兼董事会秘书辞职: 由于个人发展的原因, 刘丽华女士申请辞去公司董事及集团副总裁、董事会秘书职务, 同时一并辞去公司董事会战略委员会委员; 东鹏饮料 (香港) 有限公司董事; 深圳市鹏贷达小额贷款公司执行董事、总经理兼法定代表人等职务, 公司将会尽快完成深圳市鹏贷达小额贷款公司法定代表人的变更工作。
12.29	香飘飘	控股股东, 实际控制人权益变动: 香飘飘食品股份有限公司控股股东、实际控制人蒋建琪先生与公司总经理 (总裁) 杨冬云先生签署《股份转让协议》, 蒋建琪先生以每股 13.43 元的价格, 通过协议转让的方式向杨冬云先生转让其持有的 20,537,290 股股份, 占公司总股本的 5%。截至本公告披露日, 蒋建琪先生持有公司股份 227,733,520 股, 占公司总股本的 55.44%, 杨冬云先生未持有公司股份。本次股份转让完成后, 蒋建琪先生持有公司股份 207,196,230 股, 占公司总股本的 50.44%, 杨冬云先生持有公司股份 20,537,290 股, 占公司总股本的 5%。

资料来源: wind, HTI

表5 2023 年 12 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
12.3	百威英博	太古可口可乐与百威啤酒合作，进军啤酒市场 https://www.foodtalks.cn/news/50023
12.4	瑞幸咖啡	瑞幸打假泰国山寨店败诉 https://www.sohu.com/a/741031064_116237
12.5	奈雪的茶	奈雪的茶泰国曼谷门店正式落地 https://www.foodtalks.cn/news/50044
12.6	7-Eleven International LLC	7-Eleven 母公司 17 亿澳元收购澳洲 752 家门店 https://www.foodtalks.cn/news/50055
12.6	蒙牛乳业	蒙牛完成东南亚全链条布局 https://www.foodtalks.cn/news/50060
12.8	煌上煌	煌上煌与华莱士合作，主要供应手撕酱鸭产品 https://www.bbtnews.com.cn/2023/1207/497568.shtml
12.9	库迪咖啡	库迪咖啡泰国首店开业 https://weibo.com/7791266545/4976607169350239
12.9	霸王茶姬	霸王茶姬宣布全球门店破 3000 家 https://mp.weixin.qq.com/s/JlFaF3SeQN4Y7v1-53k-Mw
12.9	百事	百事可乐再提价 https://www.foodtalks.cn/news/50138
12.11	喜茶	喜茶美国首店开业 https://www.foodtalks.cn/news/50184
12.11	伊利	伊利登陆非洲市场 https://mp.weixin.qq.com/s/2ivicLEjmfwayn3g6NUYNw
12.12	美赞臣中国	美赞臣中国宣布任命新帅 https://www.foodtalks.cn/news/50209
12.12	燕之屋	“燕窝第一股”燕之屋 12 日在港交所上市 https://new.qq.com/rain/a/20231212A05CRZ00
12.15	茶百道	茶百道首家咖啡店“咖灰”正式亮相 https://www.sohu.com/a/743993697_161795
12.16	泰国天丝集团	红牛饮料（四川）生产基地项目在内江投产 https://www.foodtalks.cn/news/50370
12.19	五粮液	八代五粮液将择机调整出厂价 https://new.qq.com/rain/a/20231218A03VJD00
12.20	农夫山泉	农夫山泉将推出更符合人体工学设计的 4L 新包装 https://mp.weixin.qq.com/s/iouxrUTJn3aCzadG3pfETA
12.26	麦当劳	12 月 27 日起麦当劳部分餐品将调价 https://www.yilantop.com/news/26880
12.28	达美乐	达美乐西北首店破全球门店单日销售记录 https://mp.weixin.qq.com/s/2AqIMK6vuSeBH4-T0EE8IQ
12.30	茅台、剑南春	贵州茅台、剑南春宣布提价 https://zzb.iddglobe.com/html/details/Information-details.html?infol=9d5738699906594a989b24b9376df486&infoType=1&funcCode=004001&greyType=0
12.30	乐凯撒	乐凯撒将推出特许经营模式 http://www.lingshouw.com/article-22052-1.html

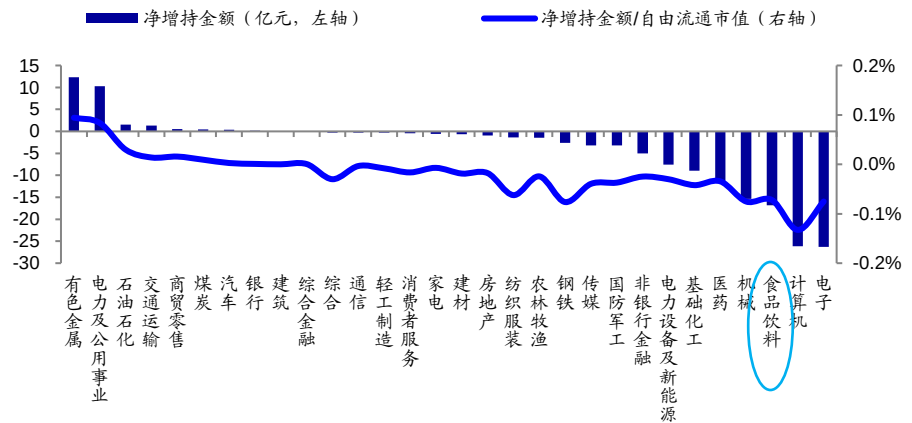
资料来源：wind，HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 A 股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，23 年 12 月有色金属和电力及公用事业行业净增持额最大，分别为 12.3 和 10.27 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.09%和 0.08%；电子和计算机行业净减持额最大，分别为 26.28 和 26.14 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.08%和-0.13%。

图15 2023 年 12 月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2023 年 12 月 31 日

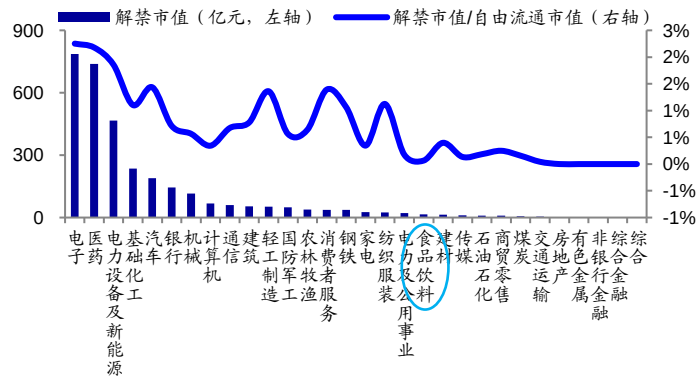
表6 2023 年 12 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值（亿元）	占流通市值比（%）
东鹏饮料	-12.64	-7.08
三只松鼠	-1.41	-4.22
海天味业	-1.05	-0.20
威龙股份	-0.64	-3.34
良品铺子	-0.46	-1.41
仙乐健康	-0.37	-1.83
百合股份	-0.24	-1.80
天味食品	-0.05	-0.13
嘉必优	4.96	0.05

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照 23 年 12 月 31 日的股价估算：1 月电子、医药、电力设备及新能源等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 787、738、466 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 2.25%、2.18%、1.86%。

图16 2023 年 12 月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2023 年 12 月 31 日

表7 2023年12月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值(亿元)	占总市值比(%)
祖名股份	15.0	55.7%
五芳斋	0.3	0.01%

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

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

表8 一级行业大额买入与资金流向 (20231225-20231229)

	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
综合	81.00%	100.00%	1.00%	73.80%
银行	80.20%	78.70%	2.70%	54.50%
石油石化	79.60%	25.80%	1.00%	84.80%
钢铁	79.60%	85.70%	1.60%	46.30%
房地产	79.30%	43.40%	-7.60%	26.20%
传媒	78.60%	3.70%	7.60%	2.50%
电力及公用事业	78.50%	51.20%	0.30%	68.40%
综合金融	78.10%	88.90%	2.70%	13.90%
交通运输	77.90%	18.40%	-5.90%	17.60%
商贸零售	77.70%	11.90%	0.10%	20.90%
建筑	77.60%	60.20%	2.80%	87.70%
通信	76.50%	61.10%	4.60%	46.70%
纺织服装	76.10%	9.40%	0.60%	1.20%
农林牧渔	75.80%	14.80%	1.20%	21.30%
非银行金融	75.80%	68.40%	-1.00%	33.20%
煤炭	75.60%	5.70%	5.40%	100.00%
家电	75.50%	54.50%	6.20%	16.80%
建材	75.10%	32.80%	-2.10%	8.20%
有色金属	74.90%	81.60%	3.40%	87.70%
计算机	74.90%	51.60%	3.90%	4.10%
汽车	74.70%	75.00%	2.20%	4.50%
消费者服务	74.40%	39.30%	-0.10%	21.70%
基础化工	74.30%	93.00%	-0.10%	2.50%
轻工制造	74.00%	66.00%	2.50%	7.40%
国防军工	73.80%	11.90%	4.10%	8.60%
医药	73.50%	66.40%	4.70%	73.80%
电子	73.50%	84.80%	6.50%	44.70%
机械	73.20%	57.00%	3.70%	1.20%
电力设备及新能源	72.60%	72.10%	-1.00%	1.20%
食品饮料	69.00%	76.20%	-1.60%	20.90%

资料来源: Wind, 海通国际金工组, HTI

截至2023年12月29日, 传媒、机械、消费者服务、计算机、电力设备及新能源的行业拥挤度相对较高, 电力设备及新能源和机械的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表9 行业拥挤度情况

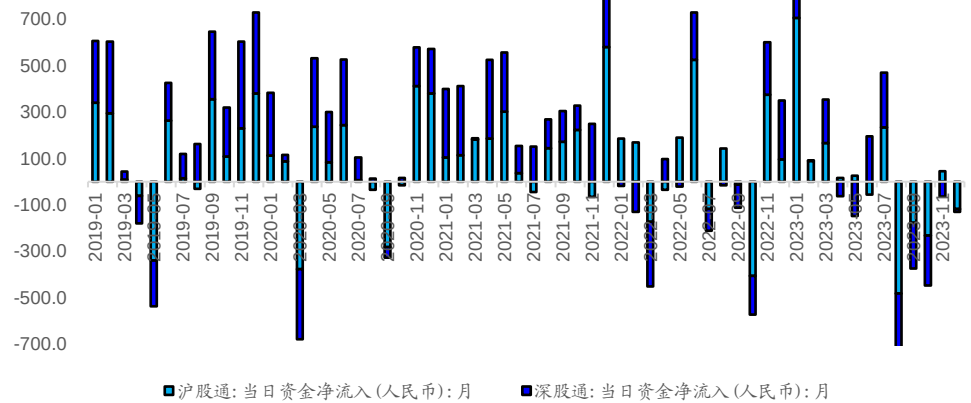
行业名称	20231229 拥挤度	20231222 拥挤度	拥挤度变化
传媒	1.32	1.52	-0.2
机械	0.94	0.75	0.18
消费者服务	0.94	0.78	0.16
计算机	0.81	0.97	-0.15
电力设备及新能源	0.77	0.44	0.33
汽车	0.63	0.75	-0.12
纺织服装	0.49	0.55	-0.06
食品饮料	0.47	0.37	0.1
电子	0.45	0.47	-0.01
基础化工	0.44	0.35	0.09
医药	0.2	0.2	0
轻工制造	0.16	0.02	0.14
农林牧渔	0.07	0.11	-0.04
商贸零售	0.03	0.02	0.01
国防军工	-0.01	-0.08	0.07
综合	-0.01	0.03	-0.04
石油石化	-0.03	-0.06	0.02
钢铁	-0.1	-0.06	-0.04
建筑	-0.16	-0.01	-0.14
家电	-0.32	-0.33	0.01
房地产	-0.41	-0.45	0.04
煤炭	-0.43	-0.4	-0.02
电力及公用事业	-0.43	-0.31	-0.12
有色金属	-0.46	-0.59	0.13
建材	-0.57	-0.58	0.01
通信	-0.6	-0.62	0.01
非银行金融	-0.67	-0.66	-0.01
银行	-0.69	-0.6	-0.08
交通运输	-0.86	-0.69	-0.17

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

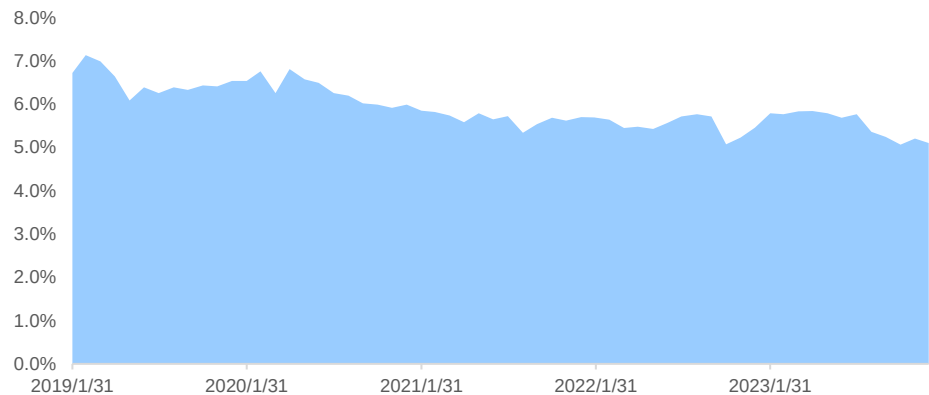
截至 2023 年 12 月 29 日，陆股通资金当月净流出 129.3 亿元（上月净流出 17.8 亿元），其中沪股通净流出 118.2 亿元，深股通净流出 11.1 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.10%，较上月降低 0.10pct。

图17 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

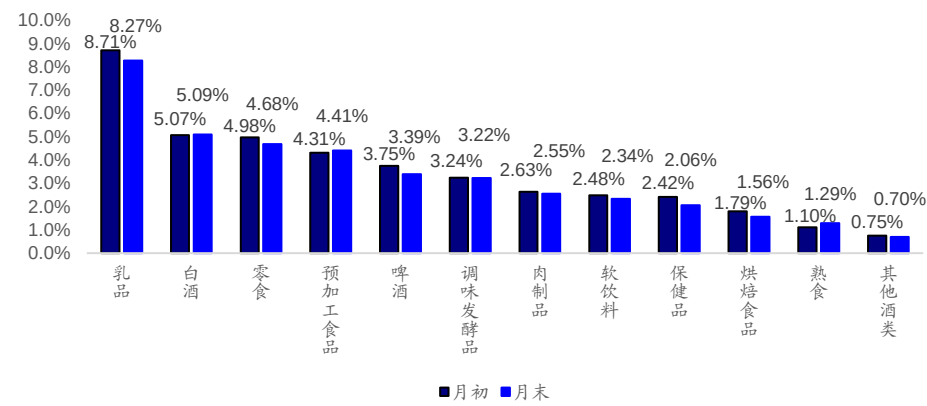
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

乳品行业陆股通占比为 8.27%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，且月末较月初减持最多（-0.43pct）；陆股通持股占比靠后的子行业分别为其他酒类（0.70%）和熟食（1.29%），本月熟食陆股通增持领先，月末较月初增持 0.19pct。

图19 食饮子板块陆股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

从陆股通持股标的来看，按市值排名的十大个股中，持股比例居前的分别为贵州茅台（6.9%）、五粮液（4.5%）、山西汾酒（2.0%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（16.0%）陆股通占比最高，伊利股份（12.6%）和安井食品（10.5%）次之。其中，东鹏饮料陆股通月末较月初减持最多（-1.11pct），安井食品陆股通增持最多（0.26pct）。

表10 食饮板块陆股通持股情况

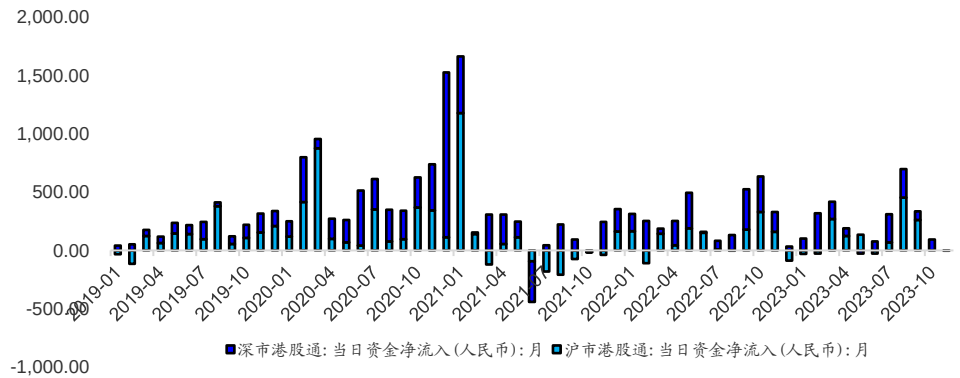
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.9	6.8	0.07	1	洽洽食品	16.0	16.4	-0.45
2	五粮液	4.5	4.8	-0.34	2	伊利股份	12.6	13.4	-0.77
3	山西汾酒	2.0	1.9	0.12	3	安井食品	10.5	10.2	0.26
4	泸州老窖	3.2	3.5	-0.28	4	东鹏饮料	7.9	9.1	-1.11
5	海天味业	3.9	3.9	0.01	5	贵州茅台	6.9	6.8	0.07
6	伊利股份	12.6	13.4	-0.77	6	重庆啤酒	6.1	6.7	-0.55
7	洋河股份	2.6	2.5	0.09	7	涪陵榨菜	5.7	5.7	0.02
8	古井贡酒	1.7	1.7	0.1	8	中炬高新	4.7	5.6	-0.83
9	双汇发展	3.4	3.5	-0.07	9	五粮液	4.5	4.8	-0.34
10	青岛啤酒	3.0	3.4	-0.4	10	桃李面包	3.8	4.5	-0.67

资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

2.3 港股通跟踪

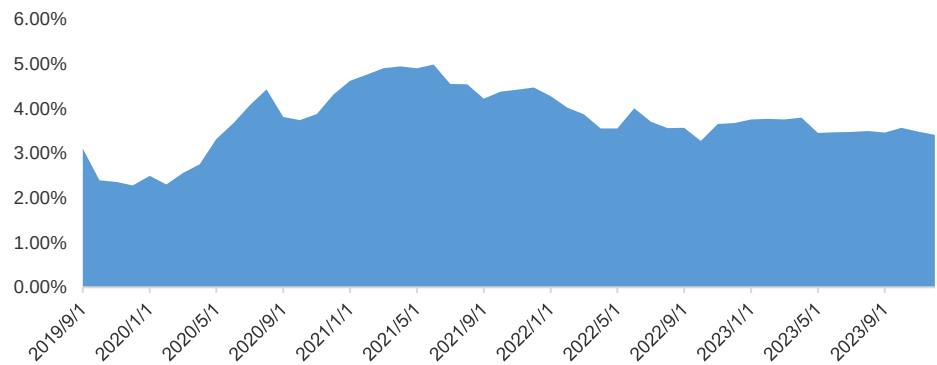
截至 2023 年 12 月 31 日，港股通资金当月净流入 72.35 亿元（上月净流入 170.98 亿元），必需消费板块市值占比为 3.41%，较上月下降 0.07pct。

图20 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

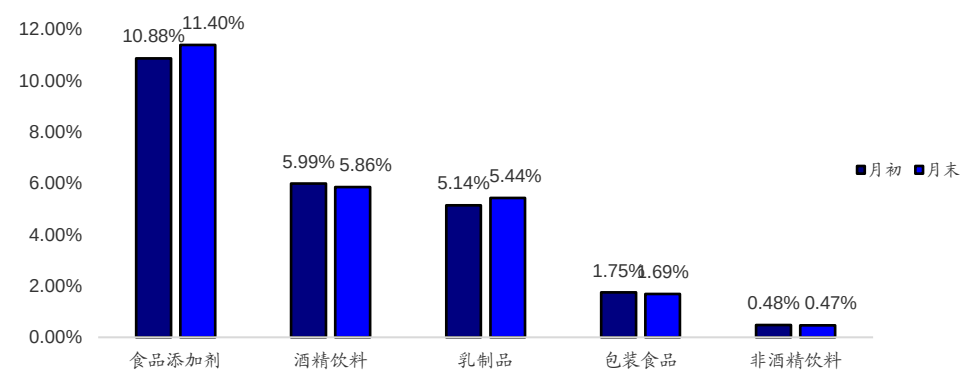
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.40%，较月初增持 0.52pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.86%，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（0.47%）、包装食品（1.69%）和乳制品（5.44%）。

图22 食饮子板块港股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 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（0.2%）、华润啤酒（12.5%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（26.3%）港股通比例最高，华宝国际（20.0%）和周黑鸭（19.1%）次之。

表11 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	0.9	1.0	-0.02	1	青岛啤酒股份	26.3	24.9	1.33
2	百威亚太	0.2	0.2	-0.01	2	华宝国际	20.0	20.0	-0.05
3	华润啤酒	12.5	12.7	-0.20	3	周黑鸭	19.1	20.6	-1.50
4	青岛啤酒股份	26.3	24.9	1.33	4	颐海国际	13.6	11.7	1.90
5	蒙牛乳业	3.7	3.6	0.14	5	华润啤酒	12.5	12.7	-0.20
6	中国旺旺	0.2	0.1	0.01	6	中国飞鹤	9.5	9.0	0.45
7	康师傅控股	0.9	0.9	0.01	7	优然牧业	8.8	8.6	0.18
8	中国飞鹤	9.5	9.0	0.45	8	中烟香港	8.1	8.1	-0.01
9	珍酒李渡	6.7	6.6	0.08	9	阜丰集团	8.1	8.1	-0.01
10	统一企业中国	0.7	0.6	0.03	10	现代牧业	7.1	7.1	-0.06

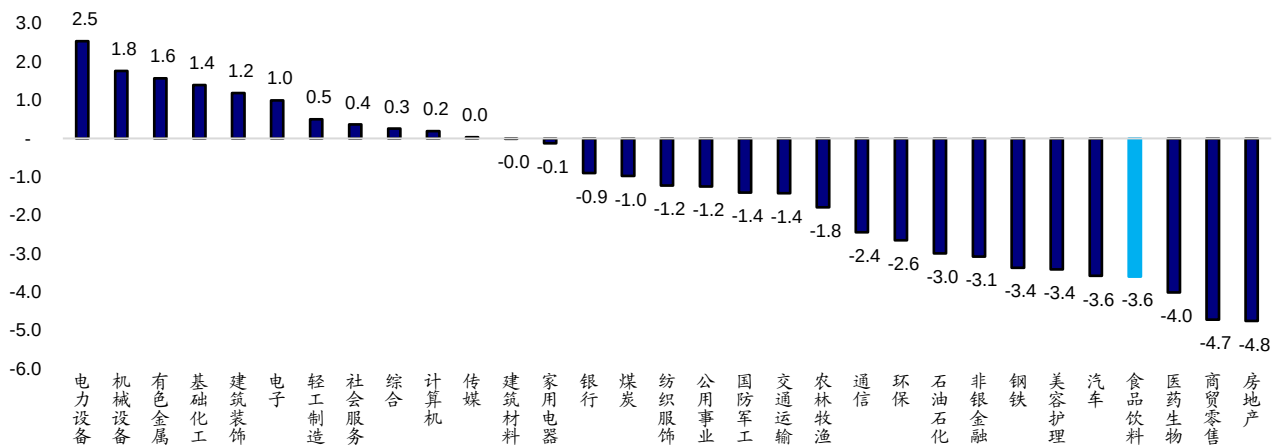
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

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，12 月份电力设备、机械设备、有色金属等行业涨幅领先，房地产、商贸零售、医药生物跌幅靠前。食品饮料收跌 3.6%，在 31 个行业分类中位居第 28 名，较上月（4.0%）退后 12 名

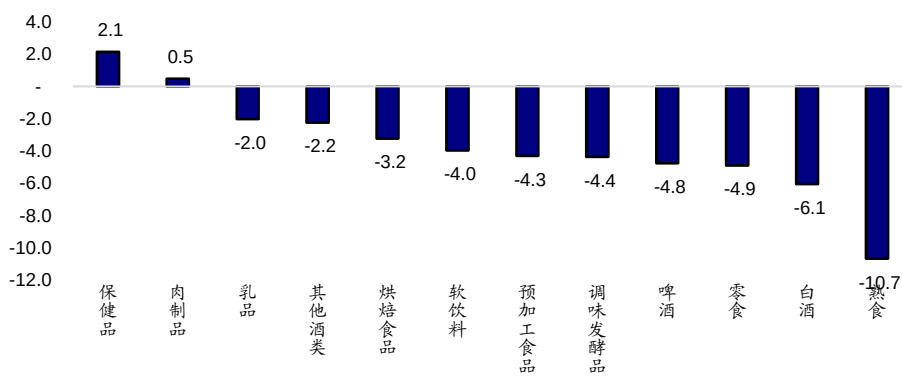
图23 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 12 月 29 日

12 月除保健品、肉制品收涨, 其他食品饮料行业均下跌, 熟食(-10.7%)、白酒(-6.1%)、零食(-4.9%)跌幅领先。

图24 A股食品饮料行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2023 年 12 月 29 日

表12 A 股食品饮料板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	贵州茅台	21682	1726	-2.5	1	酒鬼酒	238	73	2.5
2	五粮液	5446	140	-5.9	2	双汇发展	925	27	2.3
3	山西汾酒	2815	231	-3.4	3	莲花健康	109	6	1.2
4	泸州老窖	2641	179	-13.5	4	水井坊	287	59	0.5
5	海天味业	2110	38	-0.4	5	青岛啤酒	841	75	0.3
6	伊利股份	1703	27	-1.8	6	古井贡 B	1,192	119	0.2
7	洋河股份	1656	110	-5.8	7	海天味业	2,110	38	-0.4
8	古井贡酒	1080	233	-10.0	8	伊力特	103	22	-1.0
9	双汇发展	925	27	2.3	9	伊利股份	1,703	27	-1.8
10	青岛啤酒	841	75	0.3	10	张裕 B	143	9	-1.9

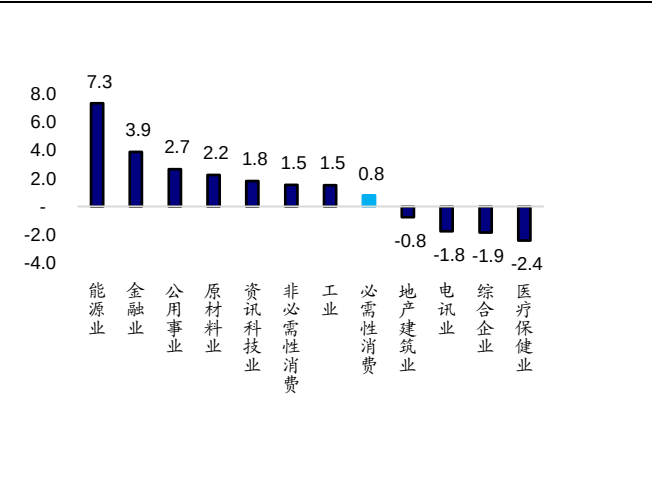
资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

12 月份 H 股涨跌互现，能源业、金融业和公用事业涨幅靠前，医疗保健业、综合企业跌幅靠前。必需性消费（+0.8%）在 12 个一级行业中排名第 8 名，较上个月（+0.3%）排名持平。

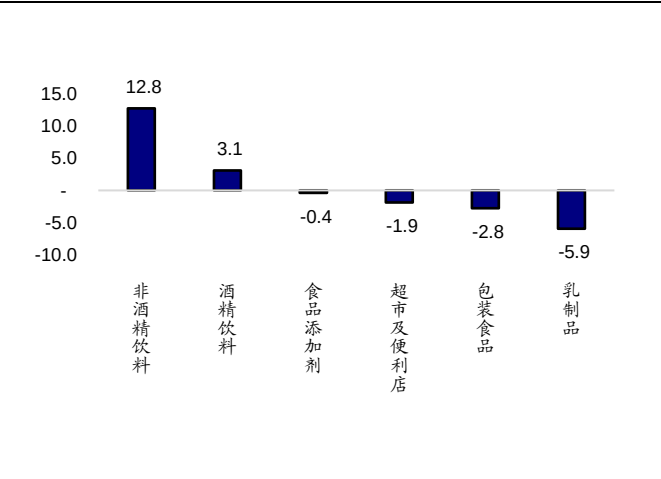
必需性消费子行业中，非酒精饮料涨超 12%，酒精饮料次之（3.1%），但乳制品（-5.9%）跌幅居前。

图25 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

图26 H 股必需消费二级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日（上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品）

表13 恒生食品饮料板块个股涨跌幅

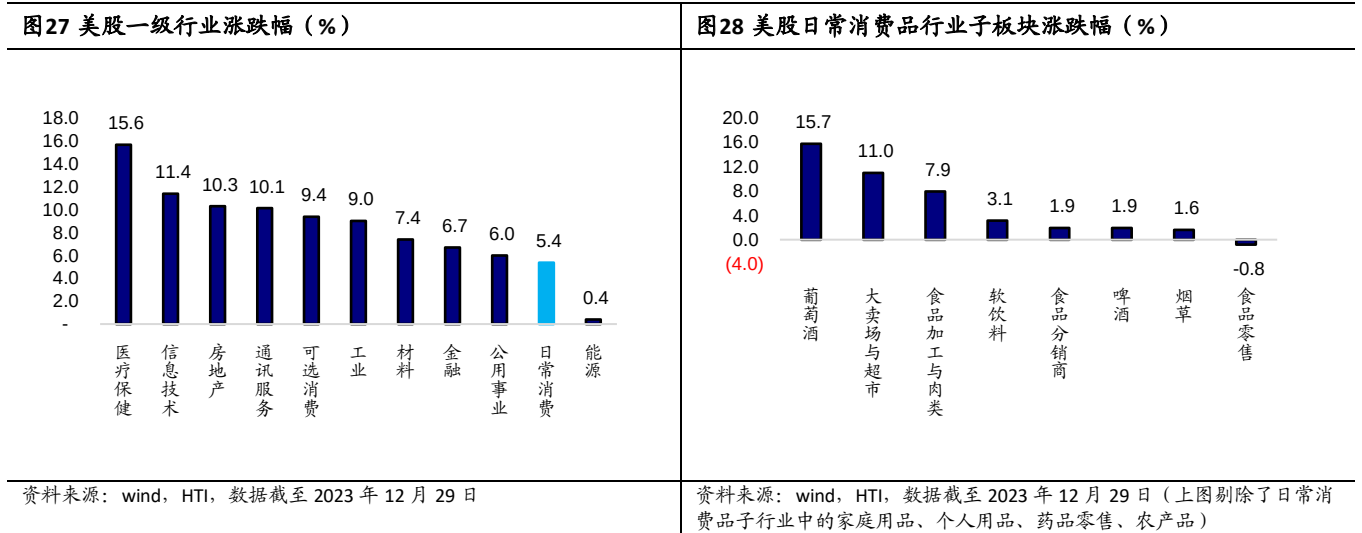
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	5078	45	1.2	1	统一企业	240	6	11.0
2	百威亚太	1936	15	5.8	2	百威亚太	1936	15	5.8
3	华润啤酒	1110	34	-2.8	3	锅圈	203	7	5.7
4	青岛啤酒	928	52	1.6	4	阜丰集团	110	4	4.3
5	蒙牛乳业	826	21	-14.3	5	中国旺旺	559	5	3.3
6	中国旺旺	559	5	3.3	6	青岛啤酒	928	52	1.6
7	康师傅	536	10	-3.2	7	农夫山泉	5078	45	1.2
8	中国飞鹤	387	4	-6.8	8	第一太平	132	3	0.6
9	珍酒李渡	321	10	-10.6	9	华润啤酒	1110	34	-2.8
10	统一企业	240	6	11.0	10	卫龙	167	7	-2.9

资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

12 月美股一级行业全线收涨，医疗保健、信息技术和房地产涨幅领先。日常消费品行业涨幅达 5.4%，在 11 个美股一级行业排第 10 名，位次较上月（+6.2%）后退一名。

日常消费品子行业中，除食品零售微跌 0.8%，其他子行业均收涨。葡萄酒（15.7%）、大卖场与超市（11.0%）、食品加工与肉类（7.9%）涨幅亮眼。



本月美股消费板块中小市值公司普遍受到追捧，大部分公司涨幅居前。

表14 美股日常消费板块个股涨跌幅

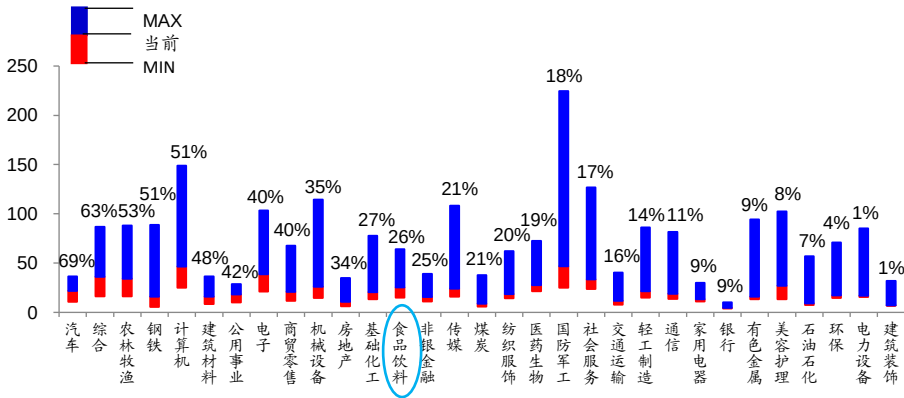
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4243	158	1.6	1	COCA-COLA CONSOLIDATED	87	928	26.4
2	开市客	2929	660	13.9	2	开市客	2929	660	13.9
3	可口可乐	2548	59	0.8	3	可口可乐凡萨瓶装	1591	95	11.8
4	百事	2335	170	0.9	4	CELSIUS	126	55	10.1
5	可口可乐 凡萨瓶装	1591	95	11.8	5	可口可乐欧洲合伙	305	67	10.1
6	菲利普莫 里斯国际	1461	94	2.2	6	PILGRIMS PRIDE	65	28	8.2
7	百威英博	1123	65	2.7	7	蓝威斯顿	157	108	8.1
8	亿滋国际	986	72	2.5	8	安贝夫	441	3	7.6
9	帝亚吉欧	816	146	3.6	9	康宝浓汤	129	43	7.6
10	奥驰亚	713	40	-1.8	10	家乐氏	192	56	6.4

资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

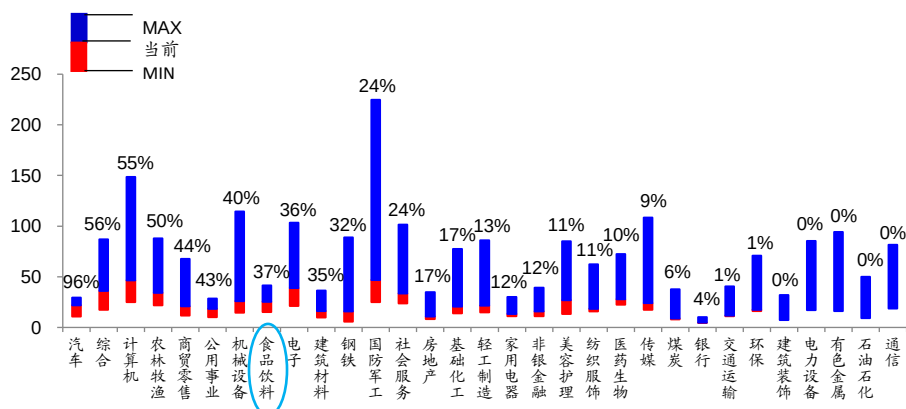
图29 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市
盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2023 年 12 月 29 日

截至 2023 年 12 月 29 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 8 个，包括建筑装饰、电力设备和环保等。食品饮料的 PE 历史分位数为 26%（25.3x），较上月末（31%，26.6x）下降 5pct，在 31 个行业中排名第 13 名。

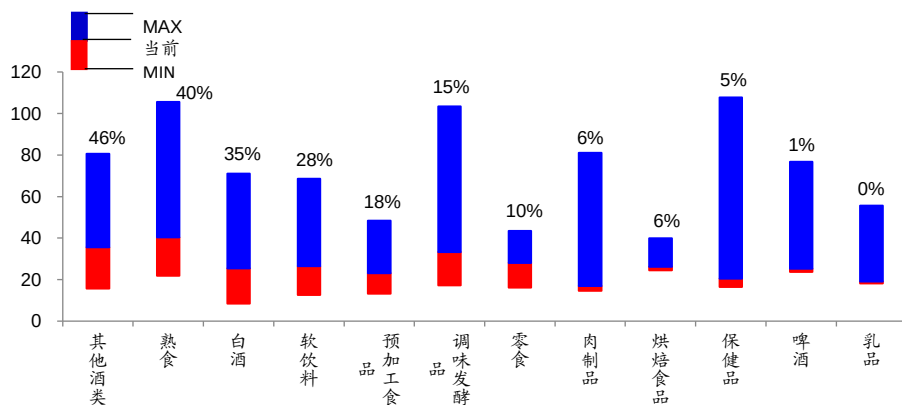
图30 A股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29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10个，其中通信、石油石化和有色金属等行业历史估值最低；食品饮料的PE历史分位数为37%，较上月降低6pct，在31个行业中排名第8名。

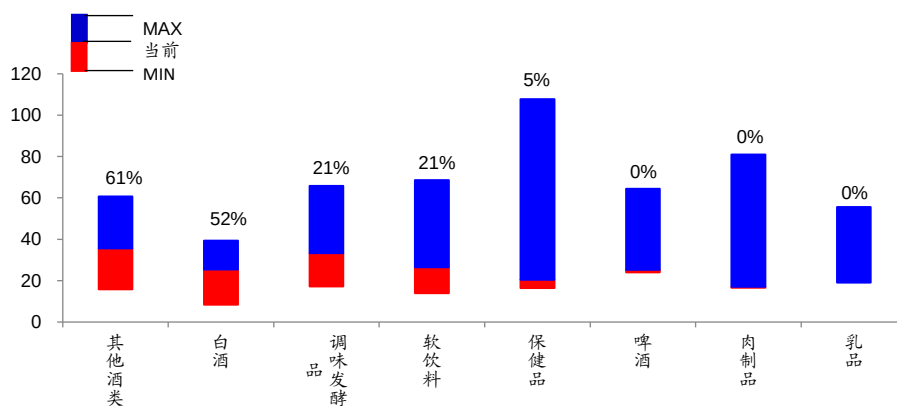
图31 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为乳品（0%）、啤酒（1%）、保健品（5%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（17.0x）、乳品（19.0x）、保健品（20.5x）。

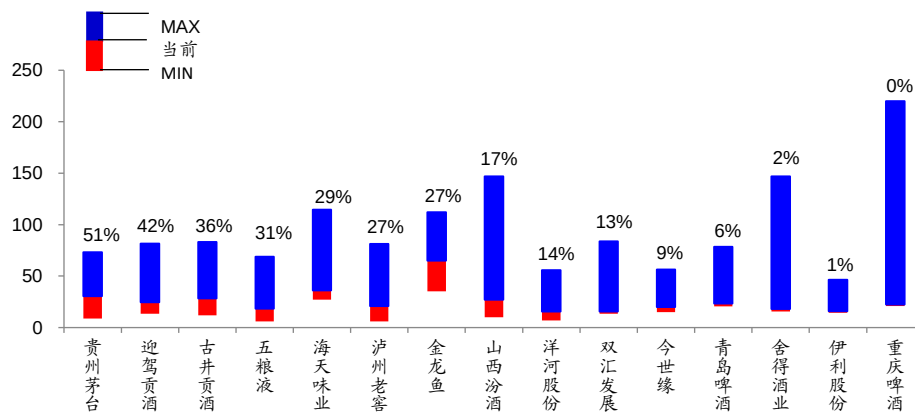
图32 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日

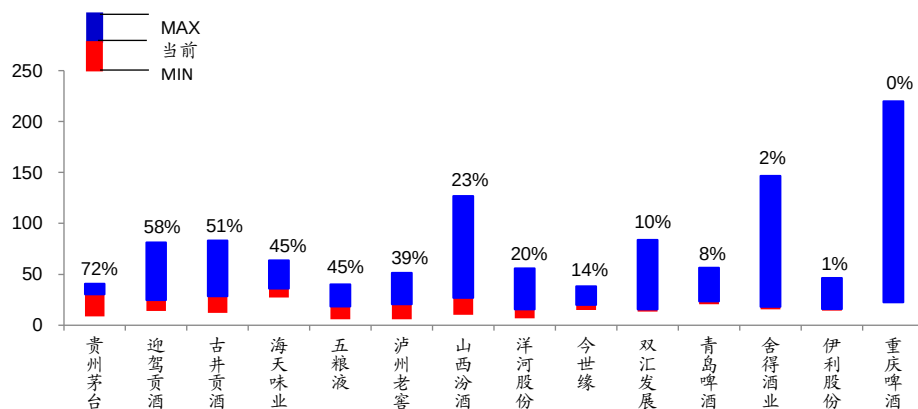
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年10%以下的行业有乳品（0%）、肉制品（0%）和啤酒（0%）、保健品（5%）。

图33 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日

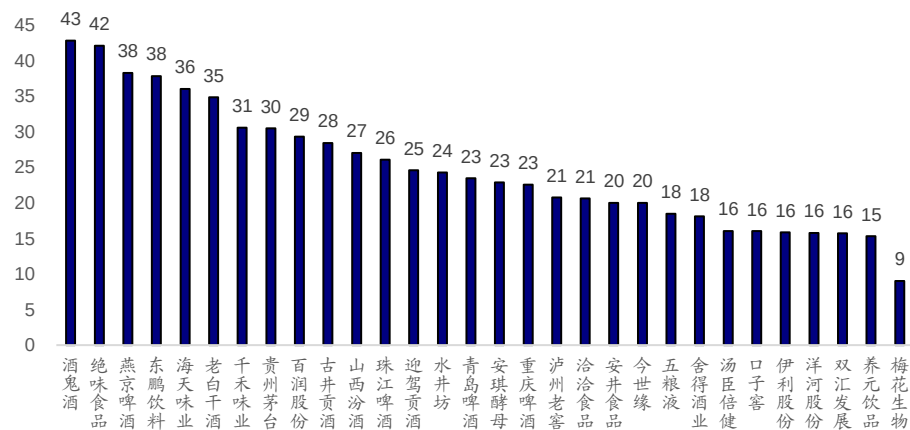
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日

截至2023年12月29日，A股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平有所下降，A股龙头的估值中位数为23x（相较11月下降1x）。

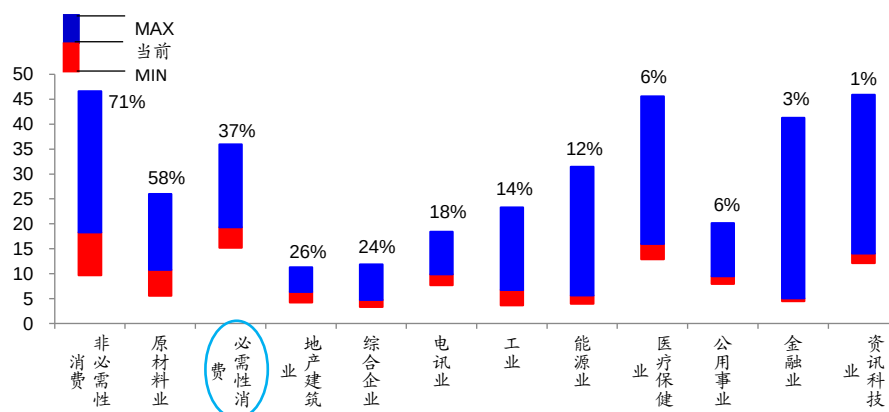
图35 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日，剔除估值为负的中炬高新

4.2 H 股行业估值表现

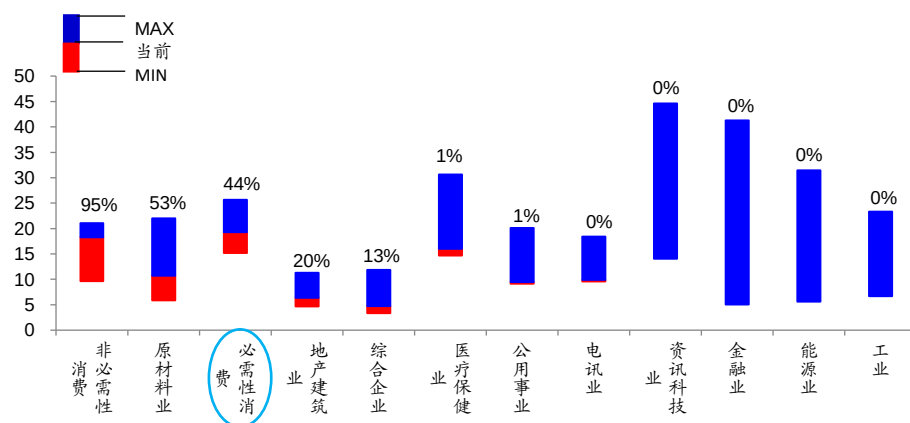
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

截至 2023 年 12 月 29 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有资讯科技业、金融业、公共事业和医疗保健业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 37%（19.3x），历史分位数较上月末（37%，19.4x）持平，在 12 个一级行业中排名第 3 名。

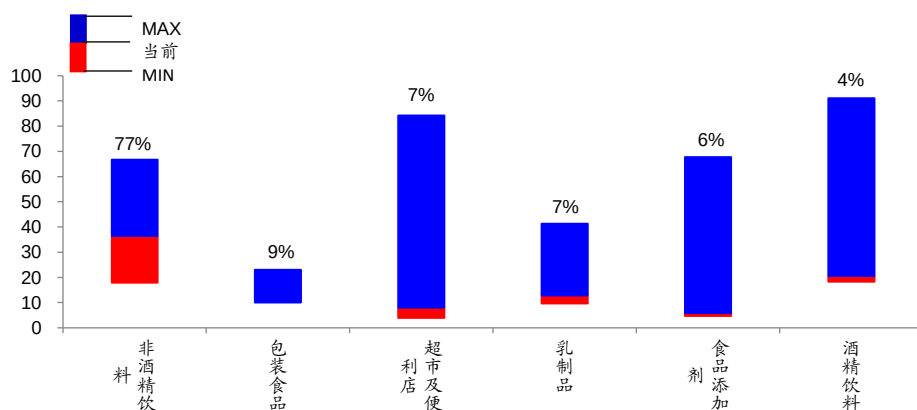
图37 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有工业、能源业、金融业等。必需性消费的 PE 历史分位数为 44%，较上个月下降 1pct，在 12 个行业中排名第 3 名。

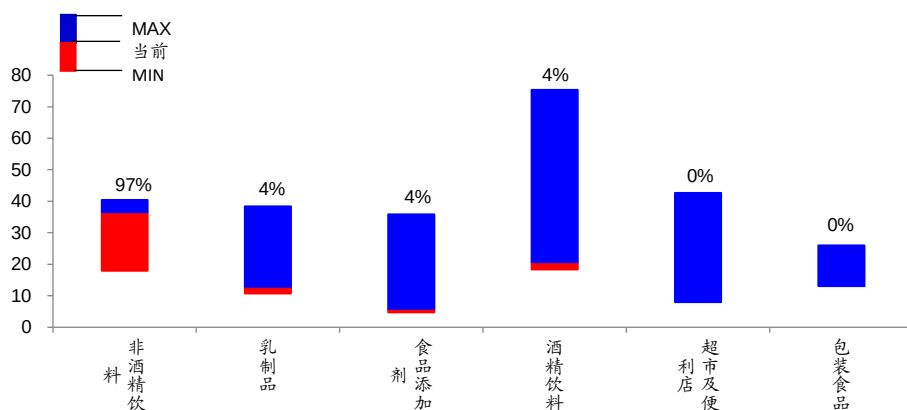
图38 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 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（4%）、食品添加剂（6%）、乳制品（7%）等。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂（5.9x）和超市及便利店（8.0x）。

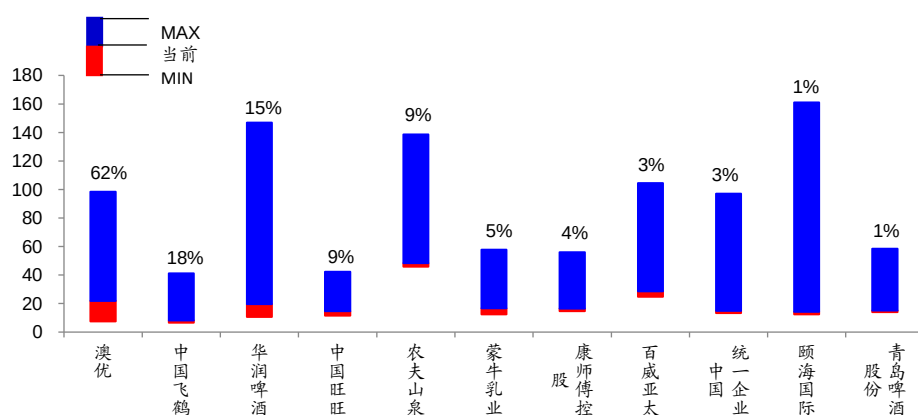
图39 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

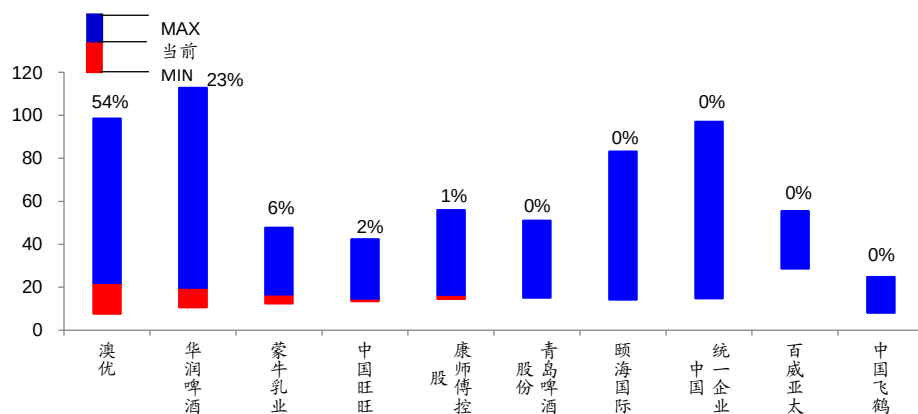
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10%以下的行业有包装食品（0%）、超市及便利店（0%）、酒精饮料（0%）、食品添加剂（4%）、乳制品（4%）。

图40 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

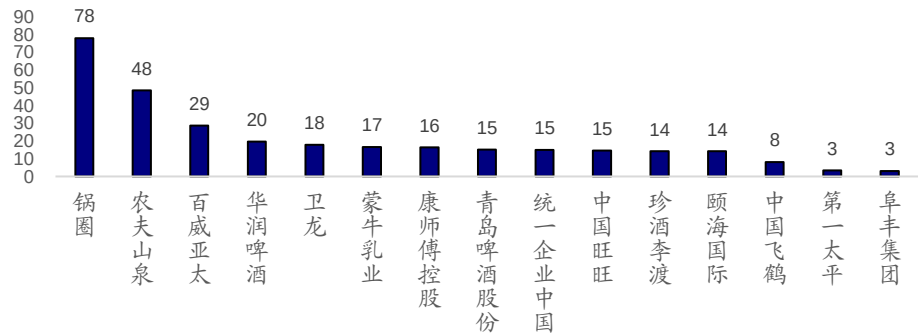
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2023年12月29日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

截至2023年12月29日，港股估值中枢有所上升，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为17x（相较11月下降1x）。

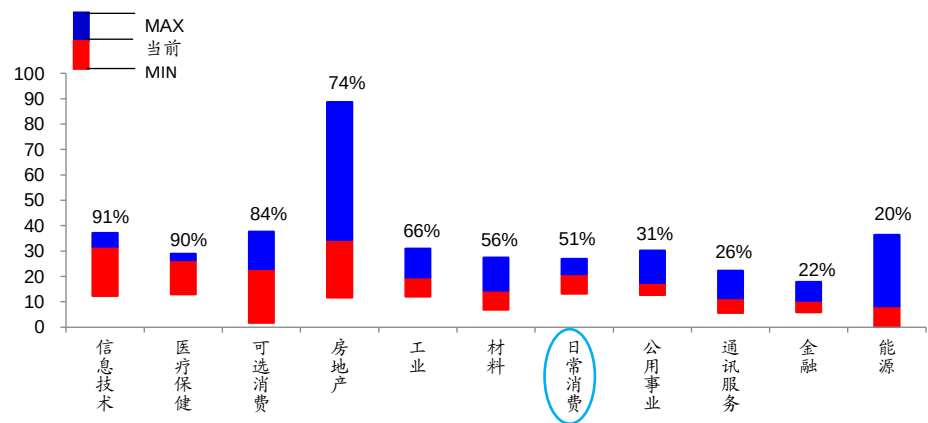
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日，剔除估值为负的高鑫零售、友宝在线

4.3 美股行业估值表现

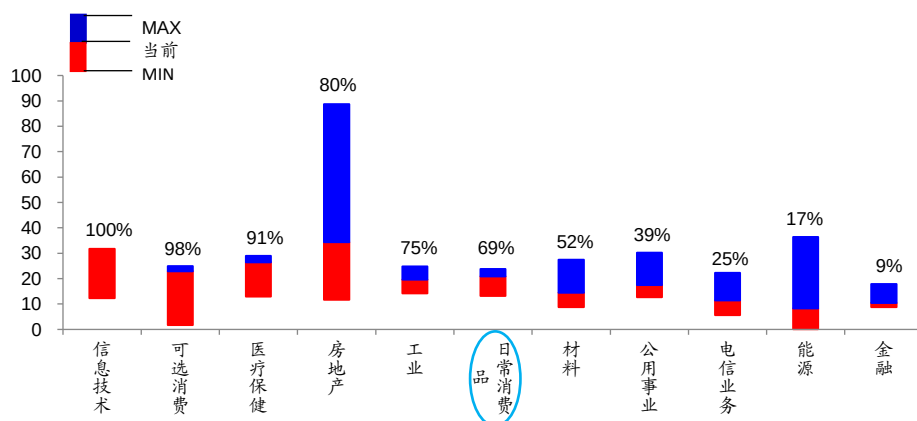
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

截至 2023 年 12 月 29 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是能源（20%）、金融（22%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 51%（20.8x），历史分位数与上月末（46%，20.4x）提升 5pct，在 11 个行业中排名第 7 名。

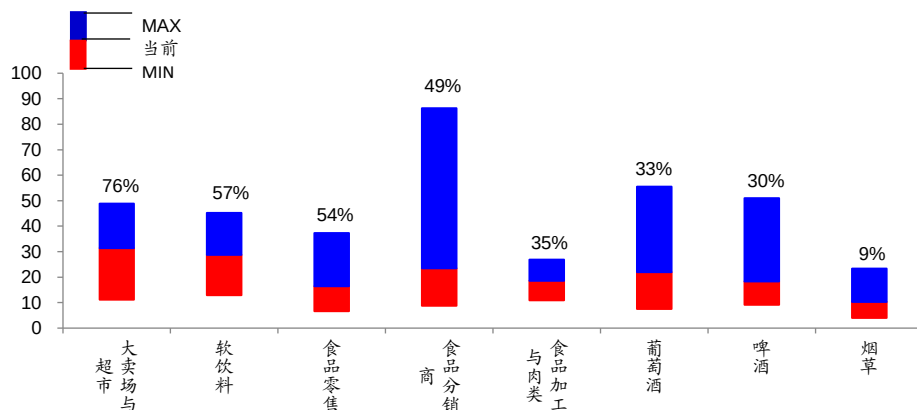
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 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（9%）、能源（17%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 69%，较上月提升 5pct，在 11 个行业中排名第 6 名。

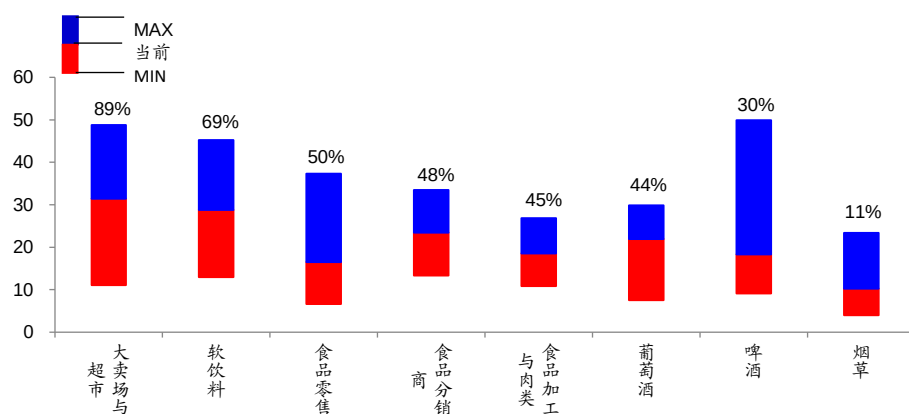
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的行业为烟草（9%）、啤酒（30%）和葡萄酒（33%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（10.3x）、食品零售（16.5x）。

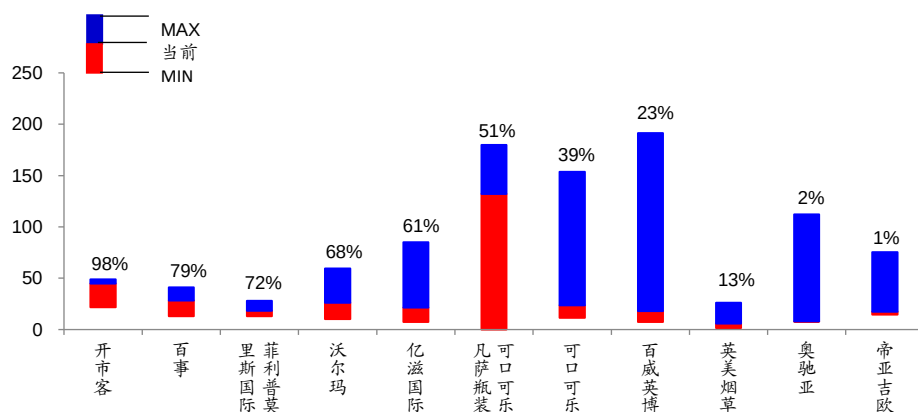
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日

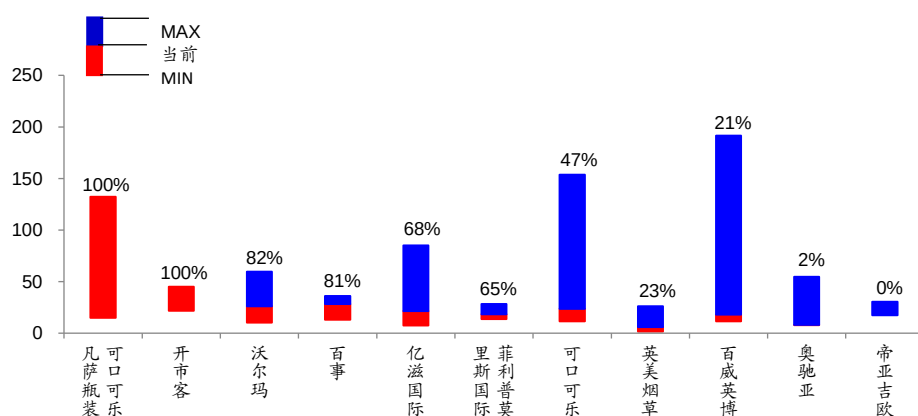
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（11%）和啤酒（30%）。

图47 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶装 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

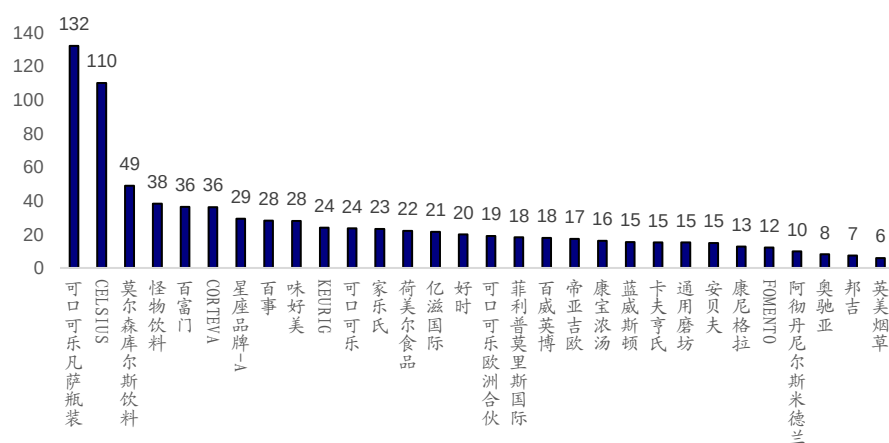
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2023 年 12 月 29 日，美股食品饮料板块估值中枢有所上升，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 19x（相较 11 月持平）。

图49 美股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2023 年 12 月 29 日，剔除估值为负的泰森食品、斯马克

5 投资建议

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

2024 年春节较晚，12 月延续 11 月淡季特征，终端需求偏弱，酒厂发货进度维持，距完成全年发货任务仍有小比例缺口，批价维持一定压力，但环比基本持平。年底部分酒企库存偏高，将加大终端促销力度和手段，近况加速库存去化。各酒企已经开启 2024 年的打款周期，厂家通过价格优惠或促销政策等激励经销商加快回款，茅台于 11 月初对非直营飞天茅台和部分非标酒提价，支持茅台酒和非标酒积极打款；泸州老窖降低结算价催促打款，目前经销商打款积极性比较高；其他酒企也相应做了结算价和打款政策的调整和匹配，拉动经销商打款。市场对于五粮液提价有一定预期，判断在 1 月下旬春节前将提升计划外价格，利好其他酒企批价的跟随。2024 年春节较晚，我们判断 1 月下半月会有旺季效应显现，并在 2 月上半月正式进入旺季，对批价有一定拉动和稳固作用。消费场景方面，我们判断，大众聚饮、宴席、送礼方面仍属于刚需，动销依旧，商务宴请依旧偏弱。

2024 年白酒行业将持续 K 型分化，竞争进一步加剧。高端白酒、优质次高端白酒、优质地产酒目标增速仍较高，行业竞争进一步加剧，费用投入更多（变相价格战），行业进入洗牌阶段。我们预期 2024 年贵州茅台仍维持双位数增长，飞天茅台非直营渠道提价，减少量增和非标酒增长的压力；系列酒产能释放利好量增，系列酒增速有望提速。我们预期五粮液 2024 年或将继续维持 10% 左右增长，市场对于五粮液普五 1 月底提价有一定预期，若成功提价将明显减少普五量增和其他产品的增长压力，帮助批价上行。我们预期泸州老窖 2024 年有望维持 20% 左右的增速，双品牌全产品线发力，包括国窖系列、特曲系列、窖龄系列和头曲二曲系列。我们预期珍酒李渡 2024 年维持 20% 以上的收入增长，利润增速快于收入增速，我们看好其优秀的白酒平台管理能力，珍酒和李渡在行业下行周期中有机会取得竞品份额。酒鬼酒仍面临批价下行和省外库存去化的问题，公司自 2022 年起进行的渠道改革使经销商信心缺失和打款延后，也影响短期业绩表现。根据最新股价和 wind 一致预期，贵州茅台/五粮液/泸州老窖/珍酒李渡/酒鬼对应 2023 年 PE 估值为 28.5X/17.5X/19.3X/16.7X/32.2X。2024 年我们判断白酒行业个股分化，呈震荡行情，有多空机会，全年我们看多贵州茅台、五粮液、珍酒李渡、泸州老窖；看空酒鬼酒。

大众白酒：陈子叶认为 2024 年行业结构性分化延续，走出调整尚需时日。

国家统计局数据显示，1-9 月规模以上白酒产量同比下降 9.0%，上市酒企营收行业占比同比提升 13 个点至 67.6%，利润总额占比同比提升 15.6 个点至 94%，产业集中度持续上升。9 月至 11 月，白酒月度产量数据连续同比回正，整体跌幅有所收窄，但全年减产趋势不改。12 月以来，各大酒企逐步启动开年工作规划部署。山西汾酒提出 2024 年总基调稳中求进，制定高目标的同时不能牺牲发展质量，2025 至 2030 年总基调稳中求进，挖掘内生动力。截至前三季度青花突破收入 110 亿元，10 亿元以上省市突破 7 个。古井贡酒提出坚持“全国化、次高端”冲向 300 亿目标，并将三通工程深化到底、将大商培育到底、将动作精准执行到底、将铁军文化打造到底。今世缘提出坚持“多品牌、单聚焦、全国化”的发展战略，省内打造四大尖刀单品；省外主推四开，与六开连线，计划三年不盈利，三年 30 亿预算。2025 年挑战营收 150 亿目标，十五五加快迈入双百亿时代。贵州习酒提出公司全年圆满完成贵州省委省政府下达的目标任务（预估+10%，220 亿左右），2024 年习酒营销工作将紧紧围绕“挺君品、稳窖藏、扩金钻、扶直营、育电商”战略开展。

白酒批价方面，经渠道调研反馈，本月不同品牌白酒批价走势分化，青花 20 批价-15 元，国缘四开/对开批价-10/-45 元，海之蓝批价-10 元，窖藏 1988 批价-10 元，水晶剑批价-20 元；上涨品种中，红花郎批价+55 元，古 20/古 8 批价+5/+5 元，口子 6 批价+20 元，摘要批价+10 元。当前行业供需平衡修复仍在途中，由于 2024 年春节较晚，预计酒企将聚焦资源去库稳价、拼抢市场、拓增需求，配合费用支持以保证开门红的顺利达成，需继续关注春节前批价走势及库存变化。

截至 12 月 29 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 25.4X，位于 2011 年以来的 43%分位。个股层面，山西汾酒、古井贡酒、洋河股份、迎驾贡酒和今世缘估值处于 2011 年至今的 17%/36%/14%/42%/9%分位。建议关注个股为洞藏系列产品起势、后阶段延续放量的迎驾贡酒，业绩确定性强、估值分位处于低位的山西汾酒，全年目标明确、股权激励彰显信心的今世缘，基酒储备充足、具备估值性价比的洋河股份。根据 Wind 一致预期和最新股价，迎驾贡酒/山西汾酒/今世缘/洋河股份对应 2024 年 PE 估值为 18.8X/21.6X/15.6X/13.7X。

表15 重点白酒公司批价一览

2024/01/01	产品	批价（元）	周涨幅	月涨幅	年涨幅
茅台	飞天53°（整）	2960	-30	-10	60
	飞天53°（散）	2720	-10	25	20
	茅台精品53°	3330	0	10	160
	王子普王53°	255	5	0	15
	茅台1935	950	-10	0	-180
五粮液	第八代普五52°	948	18	15	5
	交杯 52°	1225	0	-15	-205
	1618 52°	900	-10	-13	-40
泸州老窖	国窖1573 52°	850	10	-20	-50
	窖龄60 52°	240	0	10	-10
山西汾酒	青花30复兴版	810	0	0	5
	青花20 53°	320	0	-15	-30
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	530	-15	0	-90
	梦之蓝水晶版52°	380	0	0	-45
	天之蓝52°	278	0	0	-18
	海之蓝52°	125	0	-10	-5
今世缘	国缘四开 42°	380	-20	-10	-20
	国缘对开 42°	170	-45	-45	-85
古井贡酒	古20 52°	455	0	5	-30
	古16 50°	320	0	0	0
	古8 45°	195	0	5	-20
	古5 50°	100	0	-5	-15
口子窖	口20 41°	290	0	0	-25
	口10 41°	200	0	0	-25
	口6 41°	110	0	20	5
舍得酒业	品味舍得 52°	305	0	-10	-30
酒鬼酒	内参 52°	710	0	-10	-50
	红坛 52°	315	0	5	15
水井坊	井台 52°	425	0	-15	35
	臻酿八号 52°	275	0	-5	-30
珍酒李渡	珍十五 53°	340	-5	0	10
习酒	窖藏1988 53°	465	-10	-10	-25
郎酒	青花郎20 53°	820	-20	-5	-40
	红花郎15 53°	490	30	55	10
国台	国台15年 53°	590	-5	0	-60
	国台国标15 53°	300	0	-10	5
剑南春	水晶剑 52°	370	-15	-20	-25
金沙酒业	摘要 53°	540	10	10	10

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

啤酒行业：陈子叶认为 2024 年行业维持量稳价增，板块估值处于历史低位。

展望 2024 年，需求端，我们预计行业销量持平或有微增，总体呈现前低后高；吨价层面，随着经济逐步复苏，餐饮、夜场等现饮占比有望继续提升，叠加头部酒企的主动提价以及中高档以上大单品的持续发力，毛利率具备提升空间，我们预计 2024 年行业价增在中个位数。中长期来看，各家酒企积极推动高端化战略，主动加速结构升级，如华润啤酒在雪花渠道伙伴大会中提出，“大高档”销量提升至 300-350 万千升，喜力实现 100 万千升，纯生实现 100 万千升，公司实现百亿盈利；青岛啤酒股东大会提出产品结构持续优化战略，经典目标 300-400 万吨，纯生目标 100 万吨，白啤目标 50 万吨；燕京啤酒积极推动 U8 放量，十四五规划打造百万吨大单品。

成本端，根据 HTI 消费品成本跟踪，包材部分，2023 年浮法玻璃价格先涨后跌，目前已较 5 月高点回落约 12%，但同比仍有 20% 以上的涨幅；铝材价格 2023Q2 起伏较大，其他时间维持平稳，目前同比有低单位数的下降；瓦楞纸 2023 年以来总体呈现下行趋势，目前同比跌 10%，优秀酒企的成本控制能力有望在包材锁价工作中体现。直接原材料中，疫情三年大麦价格连续攀升，高点较 2020 年初涨幅超过 60%，在供需格局改善的背景下，各家酒企或对澳麦逐步采取混合采购机制，目前进口大麦价格同比下降超过 25%，成本下行趋势已定；大米在啤酒原材料中占比 6-8%，目前价格同比抬升约 7%。整体来看，2024 年行业吨成本预计持平或小幅改善。费用端，当前酒企费用投放逐步正常化，且重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，预计费用率保持稳定或小幅波动。

截至 12 月 29 日收盘，啤酒指数（851232.SI）PE TTM 为 26.9X，位于 2011 年以来的 0.5% 分位，跌至区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，推荐高端化确定性强、产品与运营优势凸显的青岛啤酒；次高及以上产品销量增长明确，吨价成长空间大的华润啤酒；完成内部管理措施改革，目前估值水平具有性价比的重庆啤酒。根据 Wind 一致预期和最新股价，青岛啤酒/重庆啤酒/华润啤酒对应 2024 年 PE 估值为 19.3X/18.7X/15.3X。

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

液态奶：乳业短期数据较为弱势，我们在 12 月份需求月报中提到，乳制品行业收入同比提升 0.6%，主因行业进入淡季，缺少节日催化，整体需求偏弱。因终端动销较为缓慢，渠道库存偏高，厂商控制出货节奏帮助渠道消化库存。且因去年 12 月春节备货表现亮眼（去年疫情后人流恢复、春节时间较早），导致同期基数较高，今年 12 月同比基本没有增长，乳企或更注重今年 1-2 月开门红。

但展望 2024 年，我们并不悲观，中长期乳业仍有做多机会。首先需求端看，随着居民消费力渐进式修复，我们预计 2024 液态奶仍有中个位数增长。其次成本端看，根据农业农村部最新数据，2023 年初至今原奶价格已下跌 11%，目前价格为 3.67 元/公斤。同时据海通国际最新成本周报，乳制品成本已自 2023 年年初下降 4.5%。展望 2024 年，目前乳业公司对原奶价格仍较谨慎，这略低于我们此前对奶价的预期。预计奶价下行将持续到今年上半年，仍利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企。最后费用端看，此为乳制品长期净利率提升的重要主逻辑，伊利、蒙牛作为龙头公司，坚守利润目标，费率持续优化，削减费用的兑现程度一直较好。在行业增速放缓、进入高质量发展时期，叠加原奶持续下行的背景下，企业也未进行价格战，保利润的诉求较为明显。说明行业竞争趋于理性，格局不断优化，我们看好长期乳企净利率抬升。

近期主要厂商更新 2024 年指引与 2023 年经营情况。我们预计伊利 2023 年收入中个位数增长，利润率内生 30bp 提升，将不会确认澳优减值；2024 年增速类似 2023 年，品类趋势亦较为相似，常温中金典表现仍将好于普通白奶，安慕希仍有下滑压力，但幅度收窄；同时奶粉业务将环比略好，但程度有限。我们预计蒙牛 2023 年内

生收入中低个位数增长（并表妙可口径则中高个位数增长），OPM 有 30-50bp 的改善，但预计有 3-4 亿的大包粉存货减值，同时考虑现代牧业盈利能力下降等影响，我们预计 2023 年净利润基本没有增长。我们预计蒙牛 2024 年维持 30-50bp 的 OPM 改善，同时预计 2024 年常温中特仑苏有增长、基础白奶更快，纯甄继续下降，低温仍有机会提升；公司将持续加强奶酪、蛋白饮料等产品开发与业务布局。

即使双寡头维持收入低速增长，但成本下行、费用缩减仍将使利润增长比收入亮眼。同时伊利有 3.97% 的股息率（TTM），蒙牛也计划 2024 年以增加分红比例方式回馈股东（目前分红比例为 30% 较低，但蒙牛 2023 年 2 月到 9 月持续回购）。配置双寡头的稳健属性明显。

婴配粉：需求仍在磨底，供给可以期待。供给端来看，2023 年行业整体仍竞争激烈，多数厂家老产品价格松动，乱价现象较为严重；但展望 2024 年，因监管政策趋严、市场操作难度大、利润吸引力减弱等因素，会使中小厂商陆续退出，头部公司或亦有保利润诉求，随着行业整体价格战减少，利润将企稳回升，可以期待明年供给侧变化。需求端 2024 年无明显利好，0-3 岁人群仍在持续缩减中，市场对龙年新生儿人口回暖有一定期待，但我们认为此催化较难实现，今年新生儿人口或仍有跌幅，主因新生儿人口仍与就业环境、房价表现等宏观因素更为相关。

投资标的：建议关注个股为伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤。根据 Wind 一致预期和最新股价，伊利/蒙牛/飞鹤对应 2024 年 PE 估值为 13.76X/10.30X/6.91X，股息率 TTM 分别为 3.97%/2.24%（2024 年预计将提高）/7.36%。伊利/蒙牛/飞鹤的 PE TTM 分位数目前均在 2011 年以来的最低区间，分别为 1%/5%/18%。

调味品行业：寇媛媛认为 2024 年调味品重点公司有望跑出 alpha。

进入四季度，受益于中秋国庆的旅游消费和大众聚饮得旺季，10 月上旬调味品 B 端受益于餐饮恢复环比提振；11 月初全国开始大面积降温，终端餐饮环比明显好转，将带动调味品 2B 端动销增强；一方面因为经济和消费需求较弱，也有暴雪的天气影响，另一方面因为自 12 月起从 1-2 线城市回乡返程人群初现，对餐饮消费有所影响，带动调味品 2B 端动销走弱。行业库存在 3Q23 末基本恢复到合理水平，但头部企业全年有收入考核目标，预期厂家会短期增加渠道库存，月度出货情况会有波动，我们判断年底库存环比上升。4Q23 至 1Q24 低基数，业绩有一定保证，部分原材料进入下行周期，利好利润率水平。

2024 年调味品重点公司有望跑出 alpha。基础调味品依靠份额提升，复合调味品赛道众多需要多品类布局，企业从前端到后端的组织效率和管理能力是关键。海天味业和中炬高新正在经历改革阵痛，调整后有望在多个调味品赛道提升份额。海天味业从 4Q22 起下定决心做全方位变革，在 1-2 年时间内，以市场为导向研发产品推动销售并进行精细化管理，解决 B/C 端的结构性问题、产品固化问题、和经销商库存压力大等问题。同时，将不固守传统大单品，向多元化产品进军。我们预期海天味业 2024 年收入端有望实现 10% 左右增长，受益于渠道库存水平进入合理水位，数字化体系从前到后的推进，基础调味品有望获取丢失的份额，复合调味料开拓产品品类、接受食品加工业和小 B 端的定制需求，寻找高效和保利润的解决方案。中炬高新股东火炬集团及一致行动人截止 2023 年三季度末持股 19.93%，公司控制权基本确认。10 月中市场化招聘公司总经理及其他高管到位，华润雪花背景余向阳为总经理。11 月初内外部全员竞聘中高层职务，美味鲜现有管理层稳定。高层落地后，首要工作是梳理内部工作流程和提升内部工作效率，强调优胜劣汰和提质增效。后续多重催化剂可期，1H24 股权激励有望落地，目标 3 年内引入战投，房地产业务亟待剥离，诉讼预计负债已经在 2022 至 1H23 报表中计提，中炬高新有望迎来进一步的内部改革和业绩释放。我们预期中炬高新 2024-2026 年有望实现双位数较快增长，受益于区域扩展、B 端渠道扩张和品类扩张。

根据 Wind 一致预期和最新股价，海天味业/恒顺醋业/千禾味业/天味食品对应 2023 年 PE 估值为 34.2X/58.9X/31.0X/32.3X，2024 年中炬高新估值为 26.8X，对于调味品板块呈买入评级。

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

2023 年运动鞋服行业增速或呈高单位数，低于我们前期 10% 左右的增长，主要因为终端需求弱于预期，多家重要公司下调全年收入指引。库存方面，2022 年部分库存转移到 2023 年，且 2023 年前期预期行业高增，经销商订货较多，实际需求弱于预期，短期行业叠加两年库存，四季度以去库存为主。但根据渠道调研，11-12 月主流企业的折扣率并没有如我们预期一样折扣率有较多下降，而是线上折扣率基本持平，线下折扣率有所好转，证明渠道库存并没有市场担心的一样多。进入 11-12 月，全国范围内降温，对冬季服装有较大拉动。

库存周期或影响 2024 年整体行业增速，我们下调运动鞋服行业未来 5 年的增速预期至中单至高单位数增长，其中专业运动、户外、女性运动、儿童运动是增速更快的子赛道。2024 年我们预期安踏体育收入端呈双位数增长，1H24 在高利润率基础情况下略有压力，但公司整体利润率水平提升。安踏体育作为平台型公司的优秀运营能力，FILA 品牌和其他品牌受益于低基数、线上新渠道拓展、户外赛道增速快，表现优异，直营模式将较大带动利润率的恢复，安踏品牌在 DTC 基本结束后店铺运营能力和总体利润率将有望进一步提升。安踏公司未来 2-3 年致力于提升店效，有助于利润率中枢上移。我们预期李宁 2024 年收入呈单位数增长，利润增速快于收入增长。李宁未来 1-2 个季度仍需解决渠道库存和窜货问题，并下调中长期增速预期，减少对渠道的压力。我们中长期看好李宁的多运动品类的优异表现，完善的跑鞋和篮球鞋矩阵，以及多个长寿产品系列为中长期发展保驾护航。我们预期特步国际 2024 年收入增速或呈单位数增长，未来几个季度需解决渠道高库存的问题。随着海外去库存周期结束，申洲国际 4Q23 订单预期呈双位数增长，2024 年订单预期呈中双位数增长，主要客户之一的 ADIDAS 可能打开供应商供货比例的天花板，订单回暖将带动产能利润率和毛利率的提升。

根据最新股价和 Wind 一致预期，李宁/安踏体育/特步国际/申洲国际对应 2023 年 PE 估值为 12.2X/19.4X/10.5X/23.9。考虑到行业整体较低的估值水平，我们继续给予买入评级。

养殖行业：宋琦 1 月月度观点为

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

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

批零社服行业：汪立亭、李宏科发布 2024 年投资策略：性价比消费与出海，品牌和服务新机遇深度。

主线一：性价比消费时代，强化商品力与体验感。①性价比趋势延续。1-10M23/10M23 社零总额各同比增 6.9%/7.6%，2-year CAGR 各 3.7%/3.5%，低于 2010 年以来中枢；我们认为，当下品牌折扣店&临期折扣店&零食折扣店等业态崛起代表消费者性价比消费趋势显现。②商品力&供应链较优个股优势凸显。性价比趋势下各子板块存在结构性机遇，如渠道（折扣零售）、化妆品（优质国货抢占份额）、珠宝（工艺&保值需求驱动黄金消费高景气）、餐饮（品牌量价博弈），商品力&供应链较优个股优势凸显。

主线二：以供应链之优势，布局出海拓新机。①供需共振，集群效应助力发展。需求端：电商渗透率提升，结构性需求有望释放；供给端：产业链健全、成本优势显著，集群效应助力发展。②出口龙头迎来高速增长。携供应链优势，各行业龙头出海都有一定的细分机会，如名创优品（品牌成长性优、海外增长斜率高）、跨境电商（B2B 平台化、B2C 精品化转型）、会展（背靠中国制造、出海一带一路）、化妆品（抢占海外增速窗口期）、餐饮（厚积薄发、开拓海外中餐蓝海）。

主线三：关注消费预期改善，龙头经营提效机会。从一年维度看，目前板块已进入底部左侧布局区间，板块整体估值逐渐反映悲观预期。从 23 年假期消费数据看，旅游出行数据继续恢复，居民出行意愿强但低成本消费特征明显；当前时点建议关注宏观预期改善带来的业绩提升机会。消费渐进式复苏中，龙头韧性强，经营提效带来结构性机会，如教育（龙头困境反转、AI 提效）、免税（供给催化）、酒店（效率提升）、美护（高景气强龙头）、人服（灵活用工韧性强）、演艺（存量项目爬坡优化）。

投资建议：看好性价比消费，关注出海与龙头提效机会。（1）主线一：性价比。重点关注重庆百货、老凤祥、巨子生物、家家悦，关注福瑞达、珀莱雅、周大生、莱百股份、百胜中国、海底捞。（2）主线二：出海。重点关注小商品城、安克创新，关注名创优品、泡泡玛特、米奥会展、华凯易佰、特海国际。（3）主线三：预期改善下的龙头提效机会。重点关注中公教育、中国中免、北京人力、科锐国际、宋城演艺，关注爱美客、锦江酒店、华住集团-S、首旅酒店、传智教育、王府井。

家电行业：陈子仪近期观点：白电出口形势大好，出货及排产稳增长深度

白电出口形势大好，出货及排产稳增长。据产业在线发布的白电 10 月全产业链数据，2023 年 10 月空调/冰箱/洗衣机内销出货增速分别为-4.5%/+7.3%/+10.4%；外销出货增速分别为+26.9%/+69.4%/+45.2%。内销增长稳健，外销表现优异。全年累计来看，空调/冰箱/洗衣机 1-10 月整体销量同比+10.9%/13%/16%，维持了双位数的稳健增长。后续排产来看，12 月份家用空调排产 1247 万台，较去年同期实绩+5.5%；冰箱排产 730 万台，较去年同期实绩+30.4%；洗衣机排产 708 万台，较去年同期生产实绩+19.3%。白电基本面稳健，低估值高股息，安全垫充足，建议重点关注。

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

小家电：出口持续回暖，内销平稳，关注产品及渠道变化。出口层面，小家电行业经历了长时间的去库存，行业有望回暖；内销层面，行业 23Q1 表现平稳，新品类新渠道为行业贡献增长点，品牌表现呈现分化态势，差异化品牌表现优于行业。推荐受益于品牌代际变化的差异化品牌小熊电器、新宝股份，持续关注苏泊尔、九阳股份、北鼎股份。

清洁电器：扫地机器人全基站产品持续研发降本降价打开国内市场空间，海外市场持续拓展，市场份额、产品结构、渗透率共提升。重点推荐石头科技，关注科沃斯。

厨电：竣工压力犹存，后周期板块或仍将承压，关注龙头份额提升及新品类渗透率提升。重点推荐厨电龙头老板电器，关注华帝股份等。集成灶板块长期看渗透率仍有提升空间，关注板块细分龙头火星人、亿田智能、浙江美大等。

黑电：行业整体仍呈缩量，面板价格环比稳定，成本端压力减轻；产品结构升级，MiniLED 等新技术引领行业增长。投影产品结构继续向 1LCD 产品转移，或期待新技术及新应用。建议关注海信视像，极米科技，光峰科技。

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

造纸轻工行业：郭庆龙近期发布报告：乘跨境电商东风，关注轻工出口产业链

我们认为，在跨境电商快速发展、美元兑人民币汇率高位震荡、海运费大幅度回落的背景下，轻工跨境电商出口企业收入端仍有一定支撑，利润端有望修复，建议关注致欧科技、永艺股份、乐歌股份、恒林股份。

致欧科技：仓储物流体系高效，产品深受消费者认可。从仓储物流方面来看，依托公司采用的“国内外自营仓+平台仓+第三方合作仓”的仓储物流体系，不断完善的仓储物流布局体系及产品入库库存结构，物流费用率逐渐降低，由 2019 年的 20.1% 降低至 2022 年的 16.4%，主要得益于公司不断加强自营仓储物流设施建设以加大自发货比例、完善仓储物流布局体系，进而优化配送路径等，费用分摊效应逐步显现。从产品认可方面来看，1) 公司各款产品的排名、评分总体较高，公司的品牌产品获得了欧美市场大量消费者的认可；2) 公司站点好评率较高，2019-2022H1 公司在亚马逊平台各主要站点的好评率整体维持在 80%-90% 的较高水平；3) 公司产品退款率总体较低，2019-2022H1 公司退款率整体维持在 3.5%-4.0% 的较低水平。

永艺股份：大力发展跨境电商，经营不断改善。公司大力发展跨境电商业务，在产品、供应链、运营等方面着力构建核心竞争力，不断优化成本费用、改善经营绩效，业务规模和盈利能力持续好转。公司围绕智能制造总体战略，以提升经营效率为导向，加快推进各项信息系统建设。公司陆续完成罗马尼亚子公司及国内销售子公司 ERP 系统建设，并启动越南子公司及跨境电商子公司 ERP 系统建设；上述项目建设完成后，将大幅提升海外基地与国内总部、销售子公司与制造部门之间信息实时高效共享，进一步提高运营效率。

乐歌股份：布局公共海外仓，赋能跨境电商业务。公司成功打造了各类智能办公升降桌、智能家居桌、电动儿童学习桌等人体工学爆品。公司的主要业务模式为跨境电商，随着公司业务规模的不断扩大，为赋能自身跨境电商业务，公司延伸布局了跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目。乐歌跨境电商公共海外仓创新服务综合体项目赋能跨境电商行业，深入“仓+网”建设，专注中大件商品的全流程物流供应链管理。乐歌持续对现有海外仓进行优化布局，尤其在北美地区，围绕核心港口稀缺资源，采用“小仓并大仓”的方式滚动发展公共海外仓，在提升海外仓规模的同时加强对海外仓的运营成本控制。

恒林股份：聚焦消费者购物体验，不断提高终端销售配送时效。公司跨境电商主要是在亚马逊平台销售自有品牌产品，持续聚焦提升消费者购物体验，不断提高终端销售配送时效。公司自建海外仓储物流基地，实现了仓储管理的流程化、本土化、多点化布局；成立货代公司，成功将原有零散国际运输转化为大宗运输，有助于缩短配送时间、提高退换货服务效率，降低物流和租金成本，并缩短订单周期、增强用户体验。

验；为了保证高效、精准的库存管理，提高仓储物流的运营管理效率和服务时效性，公司自主开发跨境电商数字化系统，包括 ERP、海外仓系统、财务系统、运营系统，极大提升运营效率。

纺织服装行业：盛开、梁希近期发布报告：TSA 出行数据 10-11 月维持加速，北美运动渠道商 Q3 均上调指引

美国航空旅客出行持续显著回暖。据美国运输安全管理局（TSA）数据，2023 年 1-11 月，美国航空旅客数量单月分别较疫情前（2019 年）同期变化+3.30%/+0.36%/-2.18%/-0.32%/-0.52%/+0.79%/-1.10%/+2.73%/+3.88%/+4.77%/+4.23%。美国航空出行数据今年 1 月较疫情前增速首次回正，8 月以来加速回暖，Q4 起趋势确立、维持较 19 年同期 4%以上增长。

国际旅行有望加速恢复。疫情后海南航空第一条中美航线已于 11/26 复航，每周将执行 3 趟往返航班；南航新航季国际航班已恢复至 2019 年同期六成以上，其中中亚、中东、欧洲和澳新航线恢复较快。此前据民航局，中美间直飞定期客运航班再次增班，2023/2024 冬春航季将增至每周 70 班；据外交部，23/12/1 起，我国新增对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚等 6 个国家持普通护照来华人员实行单方面免签政策。

Foot Locker 节日销售强劲，预计全年库存持平或略降。Foot Locker 23Q3 收入同比降 8.6%至 19.9 亿美元，可比同店销售同比降 8.0%；净利润同比降 71%至 2800 万美元，毛利率同比降 4.7pct，主因终端折扣较深。截至 23/10/28，库存额 19 亿美元，同比增长 10.5%，其中 6%为准备节日季销售而战略性前值的库存影响，公司预计全年库存同比持平或略降。基于强劲感恩节消费表现，公司上调全年同店指引至 -8.5~-9%（原：-9%~-10%）。Q3 其它运营亮点：①11/16 与 NBA 签订多年合作伙伴关系，从而成为 NBA 美国官方营销合作方；②宣布 2024 年将进军印度市场，并已与当地 2 家头部运营商达成合作。

消费环境不确定性尚存，运动渠道商 Q3 均逆势上调指引。基于北美 2 家头部运动渠道商（Foot Locker 与 Dick's Sporting Goods）的最新财报（Dick's 于早前发布），我们分析：①渠道商库存额仍处高位，环比均上升，我们考虑到 Q4 旺季备货因素，判断全年库存额将有所回落；②毛利率同比均下滑，我们分析目前仍处明显折扣环境；③基于较强的返校季或感恩节销售，公司均上调同店增速指引。

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

6 风险提示

消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

APPENDIX1**Summary**

Suggestion: Pessimistic expectations gather, value investment opportunities appear. Around the New Year's Eve, consumer stocks in A and H were weak again, and many investors tried to find evidence of fundamentals to explain it. However, we believe that the weakening of the capital of is the main reason, and the investment continues the four main lines in the annual strategy report: (1) high dividends or high repurchases: Mengniu Dairy, Yili shares, China Feihe, Shuanghui Development, and Master Kong are recommended; (2) Downward cost or rate: mainly grain and oil products, dairy products, quick-frozen food, beer, such as Master Kong, Yili shares, Mengniu Dairy, China Resources Beer, Tsingtao Beer; (3) Economic recovery: liquor with preferred consumption characteristics will benefit the most, such as Kweichow Moutai, Luzhou Laojiao, Shanxi Fenjiu, Yingjiagong Liquor, and Jinhui Liquor; (4) Repatriation of foreign capital: mainly the leading sub-industries, especially liquor, such as Kweichow Moutai, Wuliangye, Mengniu Dairy, Yili, China Resources Beer, and Tsingtao Beer.

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

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

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

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

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

海通证券股份有限公司和/或其子公司(统称“海通”)在过去12个月内参与了600298.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 600298.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 600298.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

作为回报，海通拥有603589.CH一类普通股证券的1%或以上。

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

600298.CH及9896.HK目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

600298.CH and 9896.HK are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里(上海)国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 上海易方达新希望股权投资基金(有限合伙), 新希望(天津)商业保理有限公司, 002695.CH, 嘉必优生物技术(武汉)股份有限公司, 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, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R, 北京中公教育科技有限公司, 北京科锐北方科技发展有限公司, 锦江国际(集团)有限公司, 002705.CH, 600060.CH, 301376.CH及江西伟星实业发展有限公司目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里(上海)国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 上海易方达新

希望股权投资基金（有限合伙），新希望（天津）商业保理有限公司，002695.CH，嘉必优生物技术（武汉）股份有限公司，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，嘉谟证券有限公司－海底捞国际金融私人有限公司 R，嘉谟证券有限公司－海底捞控股私人有限公司 R，北京中公教育科技有限公司，北京科锐北方科技发展有限公司，锦江国际(集团)有限公司，002705.CH，600060.CH，301376.CH and 江西伟星实业发展有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH, 301376.CH, 600221.CH 及 南航二号租赁（天津）有限公司 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。
603589.CH, 301376.CH, 600221.CH and 南航二号租赁（天津）有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 9896.HK 提供投资银行服务的报酬。
Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 9896.HK.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 603517.CH, 002695.CH, 301376.CH, 600221.CH 及 南航二号租赁（天津）有限公司 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, 002695.CH, 301376.CH, 600221.CH and 南航二号租赁（天津）有限公司.

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

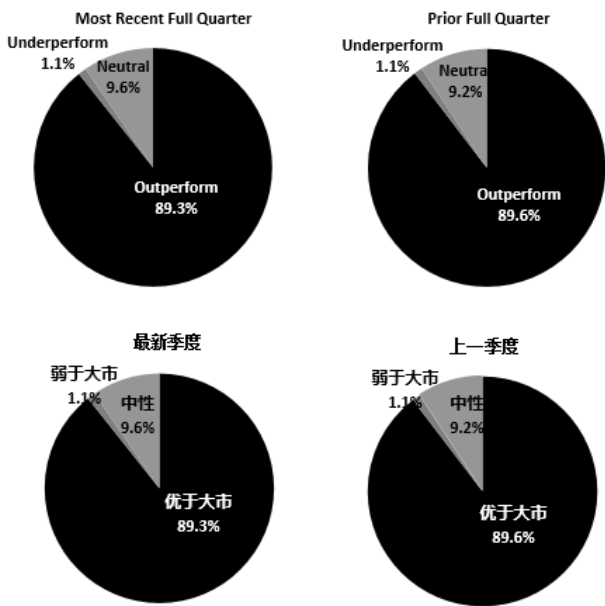
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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,

评级分布 Rating Distribution



Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

截至 2023 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

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

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2023

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

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：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

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

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

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

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6536 1920

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

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

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

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

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

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

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

CIN U74140MH2011FTC224070

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

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

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

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6536 1920

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

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

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

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

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: 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>
