

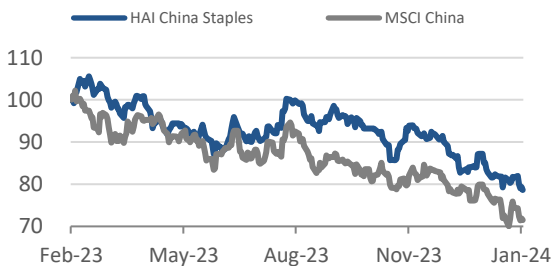
中国必需消费 China Staples

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

观点聚焦 Investment Focus

| 股票名称 | 评级 | 股票名称 | 评级 |
|------|------------|------|------------|
| 贵州茅台 | Outperform | 口子窖 | Outperform |
| 五粮液 | Outperform | 燕京啤酒 | Outperform |
| 山西汾酒 | Outperform | 水井坊 | Outperform |
| 泸州老窖 | Outperform | 安井食品 | 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 |
| 双汇发展 | Outperform | 金龙鱼 | Outperform |
| 古井贡酒 | Neutral | 珠江啤酒 | Outperform |
| 青岛啤酒 | Outperform | 洽洽食品 | Outperform |
| 东鹏饮料 | Outperform | 千禾味业 | Outperform |
| 今世缘 | Outperform | 百润股份 | Outperform |
| 迎驾贡酒 | Outperform | 涪陵榨菜 | Outperform |
| 重庆啤酒 | Outperform | 盐津铺子 | Outperform |
| 安琪酵母 | Outperform | 绝味食品 | Outperform |
| 舍得酒业 | Outperform | 光明乳业 | Outperform |



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

HTI 消费品 1 月需求月报：餐饮品牌同店同比或有承压 (Restaurant Brands may Face Pressure Compared to the Same Store Last Year) (1 Feb 2024)

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) (3 Jan 2024)

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)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：24 年 1 月重点跟踪的 8 个行业中 7 个保持正增长，1 个持平。实现双位数增长的行业仅有次高端及以上白酒；持平的行业是餐饮；其余均为个位数增长。与上月相比，5 个行业增速加快，3 个行业增速放缓。整体来看，1 月消费行业继续呈现弱增长态势。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。

成本：多数消费品成本环比下行，油脂、油料价格优势持续。24 年 1 月除啤酒现货微涨，多数消费品期、现成本环比下行。具体来看，玻璃期货领跌 3.8%，铝材期货、瓦楞纸现货跌幅达 2.5%，塑料期货略降 1.4%，玻璃、PET 塑料现货和纸浆期货微涨。直接原材料多数下跌，小麦期货、现货跌幅达 5.3%/4.5%，大豆、玉米、豆粕跌超 4%，原奶价格再度探底。上涨品种中，大包粉收涨 4.6%，蔬菜近 2.5 个月累计涨幅超 18%，白糖、棕榈油价格小幅走高。

资金：近半年外资净流出超 2000 亿，食品饮料占比迎来小幅回升。截至 1 月底，陆股通资金当月净流出 145.1 亿元（上月净流出 129.3 亿元），其中沪股通净流入 131.4 亿元，深股通净流出 276.5 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.15%，较上月提升 0.05pct。港股通资金当月净流入 206.16 亿元（上月净流入 72.35 亿元），必需消费板块市值占比为 3.29%，较上月下降 0.11pct。

估值：A 股、H 股对应行业估值双降，美股录得小幅抬升。A 股食品饮料行业 PE (TTM) 处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 27%分位 (22.7x)，子行业分位较低的是乳品 (0%，18.3x)、啤酒 (0%，23.1x) 和保健品 (0%，17.3x)。H 股必需性消费行业处于 10%分位 (17.1x)，子行业分位较低的是包装食品 (0%，12.1x)、超市及便利店 (0%，7.9x)。美股日常消费品行业处于 71%分位 (21.0x)；子行业分位较低的是烟草 (11%，10.1x) 和啤酒 (30%，17.5x)。

建议：高股息概念股依然值得关注。从我们跟踪的主要品类的需求和价格情况来看，多数行业收入预计低增长。资本市场长期使用的 PE 估值法，在公司业绩增速放缓的情况下，难以找到合理的基准。另一方面，国内居民资金积极流向的银行存款，一年期存款利率仅有 1.5%左右。因此我们认为 24 年股息率能够达到 4%的上市公司，将具有较强吸引力。2 月我们建议继续关注四条主线：（1）高股息或高回购：双汇发展、伊利股份、重庆啤酒、蒙牛乳业、康师傅、中国飞鹤；（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、金龙鱼、伊利股份、蒙牛乳业、华润啤酒、青岛啤酒；（3）预期资金回流：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（4）预期经济复苏：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

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 2024 年 1 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 |
| 11月营收 | 273 | 238 | 362 | 106 | 396 | 78 | 361 | 119 |
| 12月营收 | 345 | 330 | 362 | 85 | 391 | 102 | 375 | 133 |
| 1月营收 | 541 | 280 | 473 | 186 | 437 | 140 | 889 | 154 |
| 11月同比% | 5.2% | -8.5% | 2.0% | 5.1% | 5.6% | 0.7% | 5.9% | 17.8% |
| 12月同比% | 6.5% | -6.7% | 0.6% | 2.0% | 3.8% | 8.0% | 4.2% | 25.0% |
| 1月同比% | 13.2% | 5.7% | 3.1% | 3.0% | 3.0% | 9.6% | 4.4% | 0.0% |

资料来源: HTI

据海通国际预测, 24 年 1 月重点跟踪的 8 个行业中 7 个保持正增长, 1 个持平。实现双位数增长的行业仅有次高端及以上白酒; 持平的行业是餐饮; 其余均为个位数增长。与上月相比, 5 个行业增速加快, 3 个行业增速放缓。整体来看, 1 月消费行业继续呈现弱增长态势。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。

1 月国内次高端及以上白酒行业收入为 541 亿元, 同比增长 13.2%, 较 12 月环比增长 56.8%。2024 年春节在 2 月中, 旺季开启较晚, 1 月延续淡季特征。各酒企开启 2024 年打款和发货周期, 酒企通过降低结算价和票据支持激励经销商加快春节前回款, 但除茅台和五粮液外, 其他酒企回款略慢于预期。目前发货慢于打款, 但由于终端需求偏弱, 尤其是年前商务年会需求较弱, 同时经销商有流动性诉求, 短期批价有一定压力, 临近旺季, 批价有望企稳回升。此外, 五粮液有望在 2 月初对第八代普五进行提价, 对白酒市场批价企稳有提振作用。

1 月国内大众及以下白酒行业收入为 280 亿元, 同比增长 5.7%, 较 12 月环比下降 15.2%。1 月区域名酒的春节打款、发货节奏陆续加快, 行业呈现自上而下的挤压态势, 以价换量趋势明显。大众及以下白酒份额受到挤压, 但在低基数下小幅增长。我们预计 2024 年依旧是行业持续集中的结构性红利期。

1 月国内啤酒行业收入为 186 亿元, 同比增长 5.0%, 较 12 月环比增长 119.9%。去年同期低基数, 今年春节启动晚于同期, 1 月总量压力不大, 我们预计全年销量维持平稳, 节奏呈现前低后高。吨价层面, 受益于春节礼赠、现饮需求集中释放, 结合酒企供给侧主动调整, 结构升级趋势延续。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)

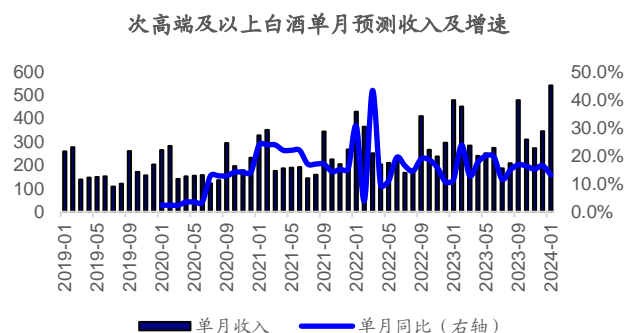
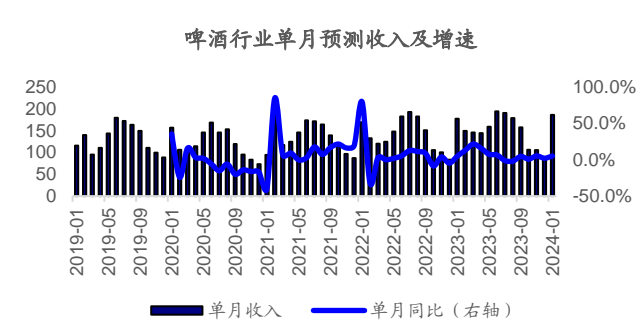


图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



1月国内调味品行业收入为437亿元，同比提升3.0%，较12月环比增长11.8%。我们判断1月餐饮数据延续12月较弱趋势，主要因为经济和房地产压力较大，对财富效应应有负面影响，导致可选消费需求较弱。此外，自12月起从1-2线城市人群开启返乡返程，对高线餐饮消费有所影响，带动调味品2B端动销走弱。春节旺季即将到来，企业会加大对经销商和终端出货，渠道库存预期有所增加。

1月国内乳制品行业收入为473亿元，同比提升3.1%，较12月环比增长30.7%。乳制品春节备货正常展开，今年春节启动晚于同期，1月环比12月增速有明显提振。1月备货多为礼盒装产品，产品结构上移；但渠道调研显示，随着厂商加大对渠道出货，渠道库存天数有所上升，库存略高于正常水位，最终动销仍要等待2月检验。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)

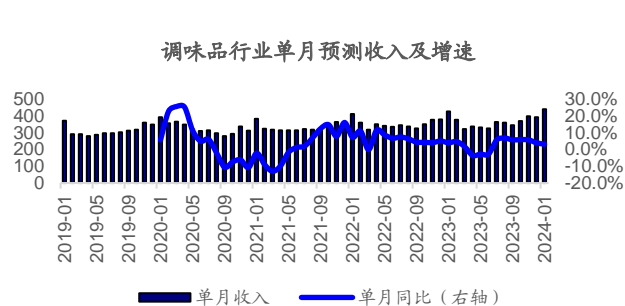
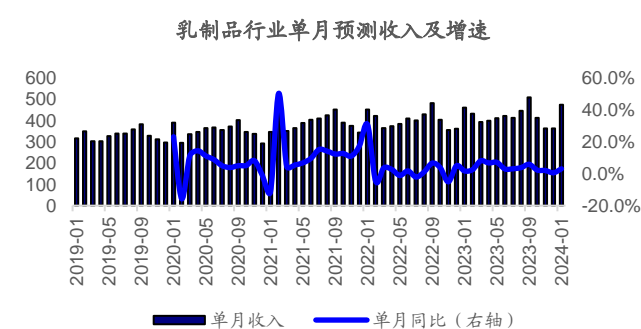


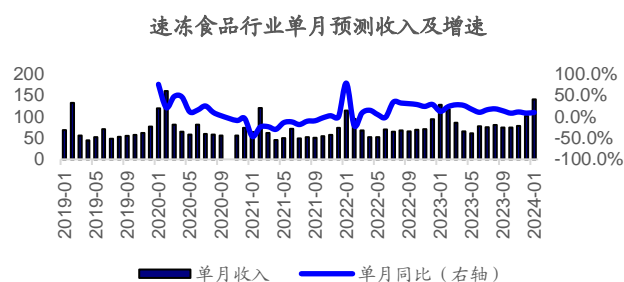
图4 乳制品行业收入预测 (亿元)



1月国内速冻行业收入为140亿元，同比增长9.6%，较12月环比增长37.9%。受到春节消费带动，速冻产品出货量有所回暖。今年天气转冷较迟，且春节较晚，因此速冻板块竞争较为激烈，一些品牌对经销商的政策更具吸引力，如返利上调、库存压力减轻，以及增长了对农贸市场和新兴住宅区的拓展支持。不同品类产品销售有所差异，肉卷尤其是牛羊肉卷需求表现较好，产品适用场景较为广泛。

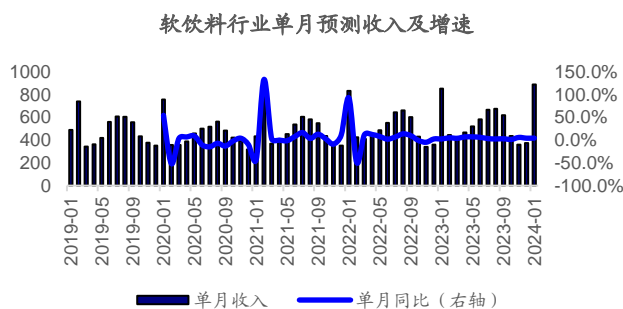
1月国内软饮料行业收入为889亿元，同比增长4.4%，较12月环比增长137.1%。渠道调研显示，经销商春节备货意愿较为积极，对春节返乡人群家宴、聚饮有一定期待，因此软饮料进货较为积极，出厂数据较好，最终动销仍要等待2月检验。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

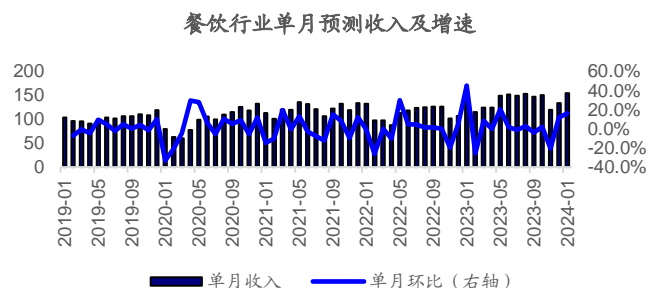
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

1月国内餐饮上市公司总计收入为154亿元，同比持平，较12月环比增长15.9%。Q1 同店同比表现或有23年高基数压力。受年底聚餐小旺季等因素影响，1月多数上市餐饮品牌同店平稳，恢复度环比略好。展望1Q24，考虑23年1-2月份线下出行报复性反弹致餐饮品牌同店基数较高，以及2H23多数品牌客单价有一定下修，我们提示1Q24多数餐饮品牌同店同比或有承压。

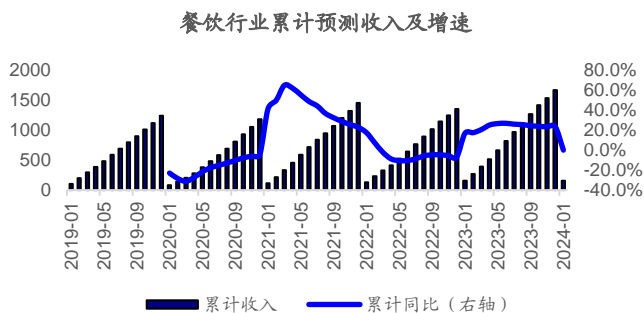
图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



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

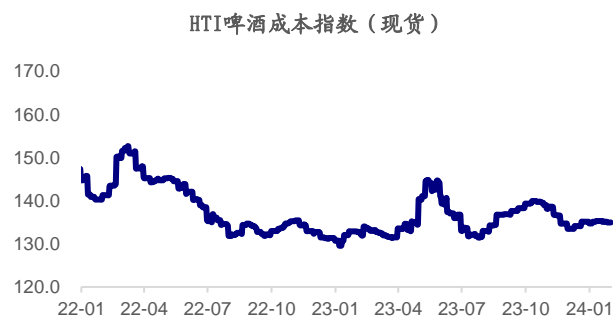
| 日期 | HTI消费品成本指数 (现货指数) | | | | | | |
|-------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 啤酒 | 调味品 | 乳制品 | 方便面 | 速冻食品 | 软饮料 | |
| 基准日 | 2024/1/31 | 134.94 | 118.02 | 110.01 | 106.31 | 123.19 | 118.81 |
| 上周 | 2024/1/24 | 135.11 | 117.84 | 109.97 | 106.84 | 122.60 | 118.51 |
| 上月 | 2023/12/31 | 134.73 | 118.98 | 110.15 | 107.29 | 123.64 | 119.33 |
| 今年年初 | 2024/1/1 | 134.73 | 118.98 | 110.15 | 107.29 | 123.64 | 119.33 |
| 去年同期 | 2023/1/31 | 132.79 | 116.90 | 115.34 | 114.30 | 129.97 | 123.14 |
| 较上周 | | -0.13% | 0.15% | 0.04% | -0.49% | 0.48% | 0.25% |
| 较上月 | | 0.16% | -0.81% | -0.12% | -0.91% | -0.36% | -0.44% |
| 较今年年初 | | 0.16% | -0.81% | -0.12% | -0.91% | -0.36% | -0.44% |
| 较去年同期 | | 1.62% | 0.96% | -4.62% | -6.99% | -5.22% | -3.52% |

资料来源: Wind, HTI

截至1月31日,啤酒成本现货指数为134.94,啤酒成本期货指数为143.55。月度来看,较上月同期啤酒成本现货指数提升0.16%,啤酒成本期货指数下降1.67%。中长期看,今年年初以来啤酒成本现货指数提升0.16%,啤酒成本期货指数下降1.67%,较去年同期,啤酒成本现货指数提升1.62%,啤酒成本期货指数提升2.28%。

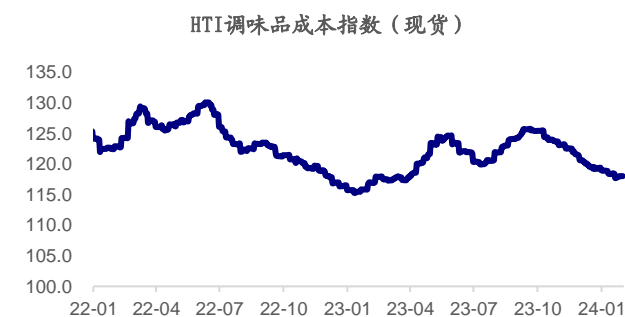
调味品成本现货指数为118.02,调味品成本期货指数为126.76。月度来看,较上月同期调味品成本现货指数下降0.81%,调味品成本期货指数下降1.18%。中长期看,今年年初以来调味品成本现货指数下降0.81%,调味品成本期货指数下降1.18%,较去年同期,调味品成本现货指数提升0.96%,调味品成本期货指数下降2.41%。

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

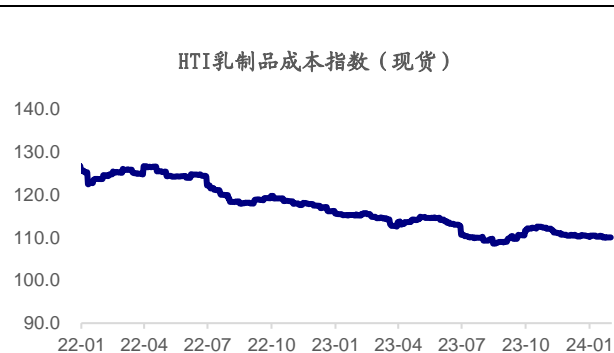


资料来源: Wind, HTI

乳制品成本现货指数为110.01,乳制品成本期货指数为98.84。月度来看,较上月同期乳制品成本现货指数下降0.12%,乳制品成本期货指数下降0.1%。中长期看,今年年初以来乳制品成本现货指数下降0.12%,乳制品成本期货指数下降0.1%,较去年同期,乳制品成本现货指数下降4.62%,乳制品成本期货指数下降6.25%。

方便面成本现货指数为106.31,方便面成本期货指数为111.33。月度来看,较上月同期方便面成本现货指数下降0.91%,方便面成本期货指数下降0.76%。中长期看,今年年初以来方便面成本现货指数下降0.91%,方便面成本期货指数下降0.76%,较去年同期,方便面成本现货指数下降6.99%,方便面成本期货指数下降11.17%。

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 123.19，速冻食品成本期货指数为 122.92。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.36%，速冻食品成本期货指数下降 0.14%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.36%，速冻食品成本期货指数下降 0.14%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 5.22%，速冻食品成本期货指数下降 6.44%。

软饮料成本现货指数为 118.81，软饮料成本期货指数为 129.98。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 0.44%，软饮料成本期货指数下降 0.13%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 0.44%，软饮料成本期货指数下降 0.13%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 3.52%，软饮料成本期货指数下降 8.93%。

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 2024年1月消费行业新闻

| 日期 | 行业 | 标题及链接 |
|------|-----|--|
| 1.4 | 白酒 | 湖南打造3个百亿产区 https://www.hunan.gov.cn/xxgk/wjk/szfbgt/202312/t20231229_32615388.html |
| 1.5 | 农业 | 豆粕期价明显承压 https://mp.weixin.qq.com/s/y7p6nPx77hKdycob7r-N3w |
| 1.5 | 茶饮 | 古茗抢跑、蜜雪围追，新茶饮混战IPO https://mp.weixin.qq.com/s/K3u5yuF7zRMuOFSAtfmxrQ |
| 1.8 | 保健品 | 《2024蓝帽子国内保健品消费趋势报告》发布 https://www.foodtalks.cn/news/50785 |
| 1.9 | 啤酒 | 美国啤酒销量降至25年来最低水平 https://mp.weixin.qq.com/s/nRfWiRCNrPqBB2fnF86fBQ |
| 1.18 | 社零 | 2023年全国网上零售额154264亿元 https://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2024-01-17/doc-inacuwnn3115728.shtml |
| 1.19 | 乳业 | 2023年全年牛奶产量4197万吨，增长6.7% https://mp.weixin.qq.com/s/LckU-yUS-O-vJKwL7O98YA |
| 1.22 | 酒类 | 2023年白/啤/葡萄酒产量出炉 https://caifuhao.eastmoney.com/news/20240120134235331032500 |
| 1.28 | 餐饮 | 餐饮收入首破5万亿元 http://www.ce.cn/cysc/sp/info/202401/26/t20240126_38881572.shtml |

资料来源: wind, HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2024年1月消费公司公告

| 日期 | 公司 | 摘要 |
|------|------|--|
| 1.2 | 天邦食品 | 天邦食品:向特定对象发行股票发行情况报告书 本次发行的定价3.13元/股,向特定对象发行股票的数量为382,741,206股,募集资金总额为人民币1,197,979,974.78元,扣除发行费用(含税金额)人民币11,425,835.30元,天邦食品实际募集资金净额为人民币1,186,554,139.48元。 |
| 1.3 | 农夫山泉 | 农夫山泉:与建德市人民政府订立投资协议 2023年12月31日,农夫山泉股份有限公司与浙江省建德市人民政府就「农夫山泉建德饮用水及饮料综合产业基地项目」签署投资协议。根据投资协议,本公司已同意通过招拍挂形式取得约1000亩工业用地的使用权,并承诺本项目的总投资额为人民币50亿元,项目按两期多阶段实施,将于项目用地全部交付后的五年内完成全部投资。 |
| 1.4 | 巨星农牧 | 可转债转股结果暨股份变动 累计转股情况:截至2023年12月31日,乐山巨星农牧股份有限公司可转债「巨星转债」累计转股金额为84,559,000元,累计因转股形成的股份数量3,354,068股,占可转债转股前公司已发行股份总额的0.6627%。未转股可转债情况:截至2023年12月31日,尚未转股的「巨星转债」金额为915,441,000元,占可转债发行总量的91.5441%。本季度转股情况:截至2023年12月31日,2023年第四季度转股金额为84,325,000元,因转股形成的股份数量为3,344,817股。 |
| 1.5 | 中炬高新 | 中炬高新:关于持股5%以上股东股份被轮候冻结的公告 截至2024年1月3日,中炬高新技术实业(集团)股份有限公司持股5%以上股东中山润田投资有限公司持有公司股份数量为61,415,843股,占公司目前总股本比例为7.82%。此次股份被司法轮候冻结后,中山润田所持公司股份累计被轮候冻结的数量为61,415,843股,占其所持公司股份总数的比例为100%,占公司总股本的比例为7.82%。 |
| 1.5 | 来伊份 | 上海来伊份股份有限公司关于股东股份质押的公告 上海来伊份股份有限公司控股股东上海爱屋企业管理有限公司持有公司股份173,121,200股,占公司总股本的51.44%,本次质押股份数量为11,000,000股。质押完成后,爱屋企管累计质押本公司股份数量为34,300,000股,占其持股数量的19.81%,占公司总股本的10.19%。 |
| 1.6 | 伊利股份 | 转让控股子公司股权 昌吉盛新于2008年在新疆维吾尔自治区昌吉州奇台县注册成立,为公司全资子公司盛泰创投的控股子公司,盛泰创投持有其95%的股权,鄂托克旗新亚公司持有其5%的股权。为了进一步优化公司资产结构,提升经营质效,提高公司资产和资源的使用效率,聚焦主业发展,盛泰创投转让其持有的昌吉盛新95%的股权给鄂托克旗新亚公司,交易对价为26.474亿元。交易完成后,盛泰创投将不再持有昌吉盛新的股权。 |
| 1.8 | 盐津铺子 | 2023年度业绩预告 2023年1月1日-2023年12月31日,股东净利润盈利50,000-51,000万元,比上年同期增长65.84%-69.16%;扣除非经常性损益后盈利46,978-47,978万元,比上年同期增长70.49%-74.12%,基本每股收益2.62元/股-2.67元/股;营业收入410,000-420,000万元,比上年同期增长41.7%-45.15%。 |
| 1.8 | 牧原股份 | 2023年12月份生猪销售简报 2023年12月份,公司销售生猪663.1万头(其中商品猪657.8万头,仔猪3.6万头,种猪1.7万头),销售收入103.19亿元。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155.1万头。公司商品猪价格相比2023年11月份有所下降,商品猪销售均价13.42元/公斤,比2023年11月份下降2.04%。2023年第四季度,公司共销售生猪1,680.7万头,其中商品猪1,671.3万头,仔猪5.6万头,种猪3.8万头。2023年,公司共销售生猪6,381.6万头,其中商品猪6,226.7万头,仔猪136.7万头,种猪18.1万头。截至2023年12月底,公司能繁母猪存栏为312.9万头。 |
| 1.15 | 顺鑫农业 | 公司部分产品提价 鉴于生产经营成本的增加,公司牛栏山酒厂拟对42°125ml、42°265ml、42°500ml、52°500ml以上4款牛栏山陈酿进行调价,每箱上涨6元。本次价格调整计划从2024年02月01日起执行。 |
| 1.15 | 圣农发展 | 2023年度业绩预告 2023年1月1日-2023年12月31日,归属于上市公司股东的净利润盈利65000-72000万元,比上年同期增长58.19%-75.23%;扣除非经常性损益后的净利润59000-66000万元,比上年同期增长66.58%-86.35%。基本每股收益0.5277-0.5846元/股。 |

| | | |
|------|------|---|
| 1.18 | 古越龙山 | 2023 年度业绩预增 浙江古越龙山绍兴酒股份有限公司预计 2023 年度实现归属于母公司所有者的净利润 39220 万元到 41500 万元，与上年同期相比，将增加 19032 万元到 21312 万元，同比增加 94.27% 到 105.57%。预计 2023 年度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 19120 万元到 19600 万元，与上年同期相比，将增加 910 万元到 1390 万元，同比增加 5.00% 到 7.63%。 |
| 1.19 | 新乳业 | 新乳业：仲裁事项开庭审理暨对外投资进展 新希望乳业股份有限公司（以下简称“本公司”、“公司”）于 2023 年 12 月 28 日收到重庆仲裁委员会寄送的《重庆仲裁委员会参加仲裁通知书》（（2023）渝仲字第 5056 号），华昌明、伍元学、华自立就本公司收购重庆新牛瀚虹实业有限公司（以下简称“重庆瀚虹”）60% 股权一事提起仲裁。2024 年 1 月 17 日，重庆仲裁委员会对本次仲裁事项依法进行了不公开开庭审理。庭审中申请人当庭变更仲裁请求为：1、裁决将《关于“一只酸奶牛”之投资合作协议》第十二条第 2 款第二项约定的估值补偿款“新希望乳业应收到的估值补偿款=(10,500 万元-新公司经审计的业绩承诺期内累计净利润)÷3x11x60%”变更为“新希望乳业应收到的估值补偿款为 2,190 万元(暂定数，以仲裁裁决结果为准)”。2、裁决将《关于“一只酸奶牛”之投资合作协议》第十二条第 3 款约定的业绩补偿款“新公司应收到的业绩补偿款=12,743 万元-新公司经审计的业绩承诺期内累计净利润，丁方支付给新公司的业绩补偿款以不超过 2,243 万元为限”。变更为“新公司应收到的业绩补偿款为 10 万元(暂定数，以仲裁裁决结果为准)”。 |
| 1.19 | 安井食品 | 安井食品拟赴港交所上市 安井食品公告，公司董事会授权管理层启动 H 股上市前期筹备工作。根据最新三季报来看，去年前三季度安井食品实现营业收入 102.71 亿元，较上年同期增长 25.93%；实现归母净利润 11.22 亿元，较上年同期增长 62.69%。利润增速显著高于收入增速，盈利质量较高。 |
| 1.20 | 甘源食品 | 2023 年年度业绩预告 2023 年 1 月 1 日 -2023 年 12 月 31 日，归属于上市公司股东的净利润盈利 29500-33500 万元，比上年同期增长 86.35-111.62%；扣除非经常性损益后的净利润 25778.25-29778.25 万元，比上年同期增长 73.91-100.90%。基本每股收益 3.21-3.65 元/股。 |
| 1.20 | 燕塘乳业 | 2023 年年度业绩预告 2023 年 1 月 1 日 -2023 年 12 月 31 日，归属于上市公司股东的净利润盈利 16891.46-19872.30 万元，比上年同期增长 70-100%；扣除非经常性损益后的净利润 14232.13-16743.68 万元，比上年同期增长 70-100%。基本每股收益 1.07-1.26 元/股。 |
| 1.21 | 佳禾食品 | 2023 年年度业绩预告 佳禾食品工业股份有限公司 2023 年年度实现归属于上市公司股东的净利润预计为 25,264.73 万元到 27,924.18 万元，与上年同期相比，将增长 13,726.80 万元到 16,386.25 万元，同比增长 118.97% 到 142.02%。扣除非经常性损益后，公司 2023 年年度实现归属于上市公司股东的净利润预计为 21,825.19 万元到 24,484.64 万元，与上年同期相比，将增长 12,484.10 万元到 15,143.55 万元，同比增长 133.65% 到 162.12%。 |
| 1.23 | 天味食品 | 2023 年度业绩快报公告 报告期内，公司实现营业收入总收入 314,875.15 万元，较上年同期增长 17.02%；利润总额 53,145.91 万元，较上年同期增长 31.61%；归属于上市公司股东的净利润 44,851.61 万元，较上年同期增长 31.26%。公司报告期末总资产为 531,645.46 万元，较上年同期增长 10.26%；归属于上市公司股东的所有者权益为 431,699.94 万元，较上年同期增长 7.39%；归属于上市公司股东的每股净资产为 4.05 元，较上年同期减少 23.10%。 |
| 1.30 | 东鹏饮料 | 2023 年年度业绩预告 公司预计实现营业收入 1,105,700 万元到 1,131,200 万元，与上年同期 850,539 万元相比，同比增长 30% 到 33%；预计 2023 年年度实现归属于母公司所有者的净利润在 198,900 万元到 206,100 万元之间，与上年同期相比，将增加 54,848 万元到 62,048 万元，增幅为 38% 到 43%。 |

资料来源：wind、HTI

表5 2024年1月消费公司新闻

| 日期 | 公司 | 标题及链接 |
|------|------|--|
| 1.2 | 甜啦啦 | 甜啦啦计划 2024 年在印尼地区开出 300 家门店 https://www.foodtalks.cn/news/50023 |
| 1.3 | 古茗 | 古茗向港交所提交上市申请 https://www.foodtalks.cn/news/50749 |
| 1.3 | 喜茶 | 喜茶公布年度报告: 门店总量超 3200 家 https://www.foodtalks.cn/news/50738 |
| 1.3 | 茅台 | 茅台旗下数字营销平台“i茅台”累计交易额达 443 亿元 https://www.cls.cn/detail/1558540 |
| 1.5 | 郎酒 | 郎酒的 2024, 从组织架构优化开始 https://mp.weixin.qq.com/s/tBHHQWnlxLuWEDRZmbyTyg |
| 1.9 | 好想你 | 好想你间接参投蜜雪冰城, 曾对零食很忙增资 7 亿 https://www.foodtalks.cn/news/50876 |
| 1.13 | 农夫山泉 | 农夫山泉黄山生产基地预计今夏投产 https://new.qq.com/rain/a/20240110A04J2Y00 |
| 1.15 | 蜜雪冰城 | 蜜雪冰城基本叫停瓶装业务 https://www.foodaily.com/articles/35503 |
| 1.18 | 农夫山泉 | 农夫山泉投资 13.5 亿元建设都江堰新建饮料生产基地 https://mp.weixin.qq.com/s/omeN79JWXS8hTkqV8E9g7A |
| 1.18 | 零食很忙 | 喜茶美国首店开业 https://www.foodtalks.cn/news/50184 |
| 1.20 | 奈雪的茶 | 奈雪的茶预计在 2024 年关停子品牌“台盖”所有门店 https://www.foodtalks.cn/news/51164 |
| 1.25 | 农夫山泉 | 农夫山泉炭火黑咖定价 9.9 元, 开启“精品咖啡”平价时代 https://www.foodtalks.cn/news/51244 |
| 1.26 | 白象食品 | 白象食品华南生产基地项目动工 https://www.foodtalks.cn/news/51265 |
| 1.27 | 中国飞鹤 | 年产值 2.38 亿元, 年处理鲜奶 9 万吨, 飞鹤乳业准备卖稀奶油 https://www.foodtalks.cn/news/51272 |
| 1.28 | 百事 | 杭州百事可乐投资 2 亿元新建生产线 https://www.foodaily.com/newsflashes/9847 |

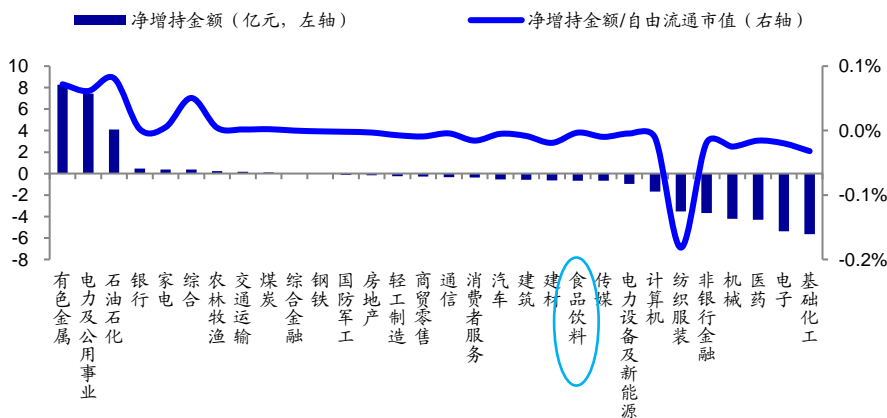
资料来源: wind, HTI

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 1 月有色金属和电力及公用事业行业净增持额最大, 分别为 8.27 和 7.44 亿元, 净增减持额/自由流通市值分别为 0.07% 和 0.06%; 基础化工和电子行业净减持额最大, 分别为 5.64 和 5.37 亿元, 净增减持额/自由流通市值分别为 -0.03% 和 -0.02%。

图15 2024年1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 1 月 31 日

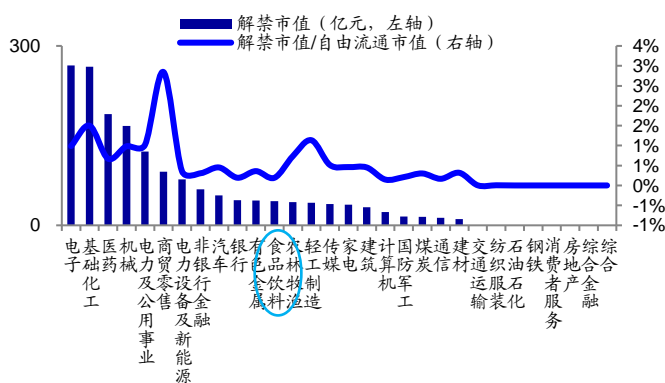
表6 2024年1月产业资本增减持个股

| 个股 | 增减持市值 (亿元) | 占流通市值比 (%) |
|------|------------|------------|
| 良品铺子 | -1.61 | -5.24 |
| 嘉必优 | 0.01 | 0.07 |
| 春雪食品 | 0.05 | 0.36 |
| 中信尼雅 | 0.89 | 2.27 |

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

按照 24 年 1 月 31 日的股价估算: 2 月电子、基础化工、医药等行业解禁金额最大, 解禁金额分别为 267、265、186 亿元, 解禁市值/自由流通市值分别为 0.99%、1.50%、0.67%。

图16 2024年1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 1 月 31 日

表7 2024年2月食品饮料板块解禁个股

| 个股 | 解禁市值 (亿元) | 占总市值比 (%) |
|------|-----------|-----------|
| 田野股份 | 0.16 | 1.6% |
| 天味食品 | 0.02 | 0.0% |
| 李子园 | 26.77 | 60.9% |
| 海欣食品 | 3.60 | 13.5% |
| 金字火腿 | 9.72 | 16.8% |

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: 银行、石油石化、房地产、钢铁、煤炭。

表8 一级行业大额买入与资金流向（20240122-20240126）

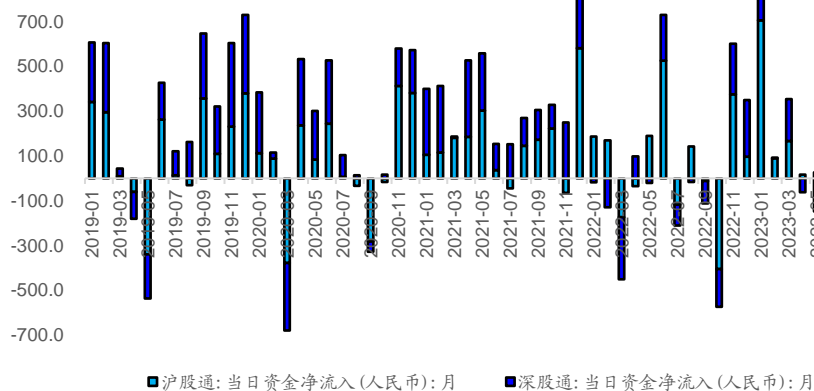
| | 大买单成交金额占比 | | 净主动买入金额占比 | |
|----------|-----------|---------|-----------|---------|
| | 5日均值 | 5日均值分位数 | 5日均值 | 5日均值分位数 |
| 银行 | 81.30% | 39.90% | 11.50% | 18.10% |
| 石油石化 | 79.80% | 87.50% | 3.70% | 60.10% |
| 房地产 | 79.80% | 71.00% | 6.10% | 9.70% |
| 钢铁 | 78.70% | 66.10% | 6.90% | 66.50% |
| 煤炭 | 78.20% | 94.00% | 6.70% | 11.70% |
| 非银行金融 | 77.70% | 57.70% | -0.70% | 56.50% |
| 交通运输 | 77.50% | 10.50% | 4.70% | 27.00% |
| 建筑 | 77.40% | 39.50% | 0.60% | 24.20% |
| 电力及公用事业 | 77.10% | 77.40% | 3.30% | 60.90% |
| 有色金属 | 77.00% | 78.20% | -0.80% | 70.60% |
| 传媒 | 76.70% | 33.10% | -1.70% | 26.60% |
| 综合金融 | 76.60% | 12.50% | -6.80% | 1.20% |
| 商贸零售 | 76.50% | 14.90% | -1.60% | 53.20% |
| 农林牧渔 | 76.50% | 61.70% | 1.80% | 38.70% |
| 纺织服装 | 76.20% | 78.60% | -1.00% | 9.70% |
| 家电 | 76.10% | 36.30% | -3.30% | 76.20% |
| 综合 | 76.00% | 7.30% | -2.70% | 31.00% |
| 建材 | 75.80% | 25.00% | -2.60% | 7.30% |
| 基础化工 | 75.10% | 10.10% | -6.70% | 69.80% |
| 轻工制造 | 74.90% | 37.90% | -4.10% | 13.70% |
| 国防军工 | 74.20% | 45.60% | -9.20% | 52.80% |
| 消费者服务 | 73.90% | 48.00% | -4.80% | 75.40% |
| 机械 | 73.80% | 62.50% | -7.50% | 80.60% |
| 通信 | 73.80% | 53.60% | -8.10% | 44.40% |
| 汽车 | 73.30% | 67.70% | -8.00% | 41.90% |
| 电力设备及新能源 | 73.20% | 9.30% | -8.70% | 97.60% |
| 计算机 | 72.70% | 22.20% | -7.50% | 13.30% |
| 医药 | 72.20% | 20.60% | -5.50% | 79.00% |
| 电子 | 71.10% | 30.20% | -9.90% | 77.00% |
| 食品饮料 | 68.10% | 6.00% | -2.40% | 84.70% |

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

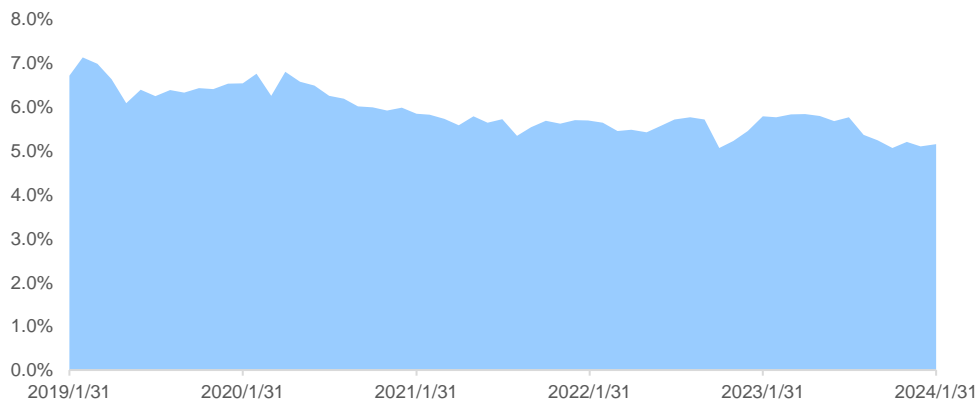
截至2024年1月31日,陆股通资金当月净流出145.1亿元(上月净流出129.3亿元),其中沪股通净流入131.4亿元,深股通净流出276.5亿元;食品饮料板块市值占比为5.15%,较上月提升0.05pct。

图17 陆股通每月净流入情况 (亿元)



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

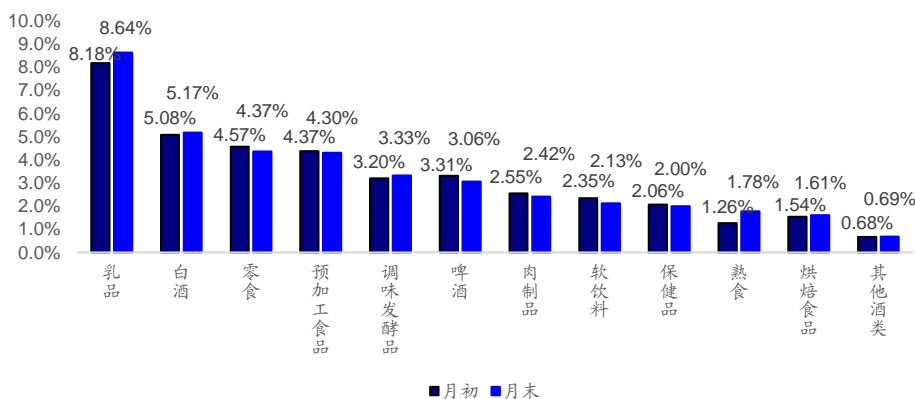
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

乳品行业陆股通占比为 8.64%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，陆股通持股占比靠后的子行业分别为其他酒类（0.69%）和烘焙食品（1.61%）。本月熟食陆股通增持再度领先，月末较月初增持 0.52pct，啤酒月末较月初减持最多（-0.25pct）；

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 2024 年 1 月 31 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(4.2%)、山西汾酒(2.1%);按陆股通持股比例排名,洽洽食品(15.5%)陆股通占比最高,伊利股份(12.4%)和安井食品(10.7%)次之。其中,涪陵榨菜陆股通月末较月初减持最多(-0.68pct),中炬高新陆股通增持最多(0.55pct)。

表10 食饮板块陆股通持股情况

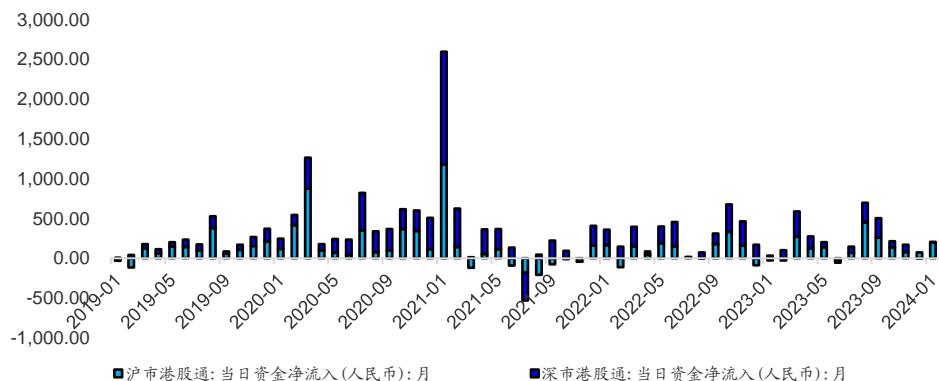
| 总市值排名 | | | | | 陆股通持股占比排名 | | | | |
|-------|------|------------|------------|------------|-----------|------|------------|------------|------------|
| | 证券简称 | 月末持股占比 (%) | 月初持股占比 (%) | 持股变化 (pct) | | 证券简称 | 月末持股占比 (%) | 月初持股占比 (%) | 持股变化 (pct) |
| 1 | 贵州茅台 | 6.9 | 6.9 | 0.06 | 1 | 洽洽食品 | 15.5 | 16.0 | -0.55 |
| 2 | 五粮液 | 4.2 | 4.5 | -0.24 | 2 | 伊利股份 | 12.4 | 12.6 | -0.18 |
| 3 | 山西汾酒 | 2.1 | 2.0 | 0.08 | 3 | 安井食品 | 10.7 | 10.5 | 0.22 |
| 4 | 泸州老窖 | 3.3 | 3.2 | 0.08 | 4 | 东鹏饮料 | 7.7 | 7.9 | -0.26 |
| 5 | 海天味业 | 3.8 | 3.9 | -0.08 | 5 | 贵州茅台 | 6.9 | 6.9 | 0.06 |
| 6 | 伊利股份 | 12.4 | 12.6 | -0.18 | 6 | 重庆啤酒 | 6.0 | 6.1 | -0.12 |
| 7 | 洋河股份 | 2.7 | 2.5 | 0.21 | 7 | 中炬高新 | 5.3 | 4.7 | 0.55 |
| 8 | 古井贡酒 | 2.0 | 1.8 | 0.2 | 8 | 涪陵榨菜 | 5.0 | 5.7 | -0.68 |
| 9 | 双汇发展 | 3.1 | 3.4 | -0.38 | 9 | 安琪酵母 | 4.7 | 4.3 | 0.36 |
| 10 | 青岛啤酒 | 2.3 | 2.8 | -0.5 | 10 | 五粮液 | 4.2 | 4.5 | -0.24 |

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

2.3 港股通跟踪

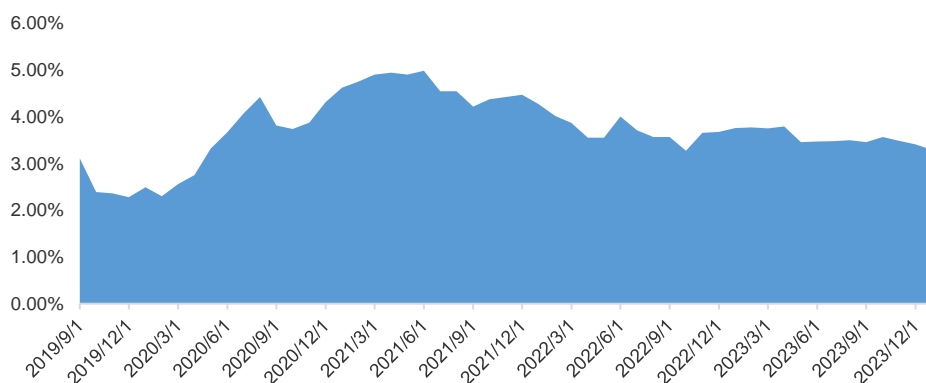
截至 2024 年 1 月 31 日，港股通资金当月净流入 206.16 亿元（上月净流入 72.35 亿元），必需消费板块市值占比为 3.29%，较上月下降 0.11pct。

图20 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 1 月 31 日

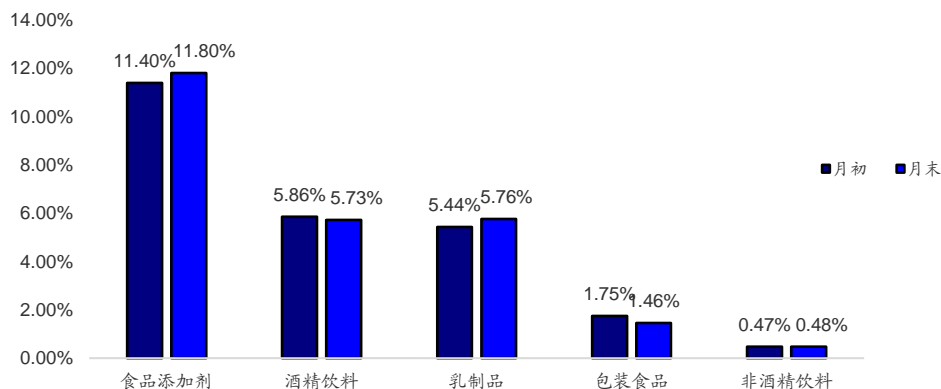
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 1 月 31 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.80%，较月初增持 0.41pct；酒精饮料港股通市值占比为 5.73%，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（0.48%）、包装食品（1.46%）和乳制品（5.76%）。

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 2024 年 1 月 31 日

上月港股通持股标的中, 按市值排名的十大个股中, 港股通持股比例居前的分别为农夫山泉 (0.9%)、百威亚太 (0.1%)、华润啤酒 (12.3%); 按港股通持股比例排名, 青岛啤酒 (27.0%) 港股通比例最高, 华宝国际 (20.1%) 和周黑鸭 (17.8%) 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 | 0.9 | 0.00 | 1 | 青岛啤酒股份 | 27.0 | 26.3 | 0.74 |
| 2 | 百威亚太 | 0.1 | 0.2 | -0.03 | 2 | 华宝国际 | 20.1 | 20.0 | 0.12 |
| 3 | 华润啤酒 | 12.3 | 12.5 | -0.19 | 3 | 周黑鸭 | 17.8 | 19.1 | -1.32 |
| 4 | 青岛啤酒股份 | 27.0 | 26.3 | 0.74 | 4 | 颐海国际 | 14.8 | 13.6 | 1.24 |
| 5 | 蒙牛乳业 | 4.1 | 3.7 | 0.37 | 5 | 华润啤酒 | 12.3 | 12.5 | -0.19 |
| 6 | 中国旺旺 | 0.2 | 0.2 | 0.02 | 6 | 中国飞鹤 | 9.9 | 9.5 | 0.43 |
| 7 | 康师傅控股 | 1.0 | 0.9 | 0.09 | 7 | 优然牧业 | 8.9 | 8.8 | 0.12 |
| 8 | 中国飞鹤 | 9.9 | 9.5 | 0.43 | 8 | 中烟香港 | 8.3 | 8.1 | 0.13 |
| 9 | 珍酒李渡 | 6.3 | 6.7 | -0.37 | 9 | 阜丰集团 | 8.0 | 8.1 | -0.04 |
| 10 | 锅圈 | 0.0 | 0.0 | 0.00 | 10 | 百果园 | 7.4 | 5.9 | 1.47 |

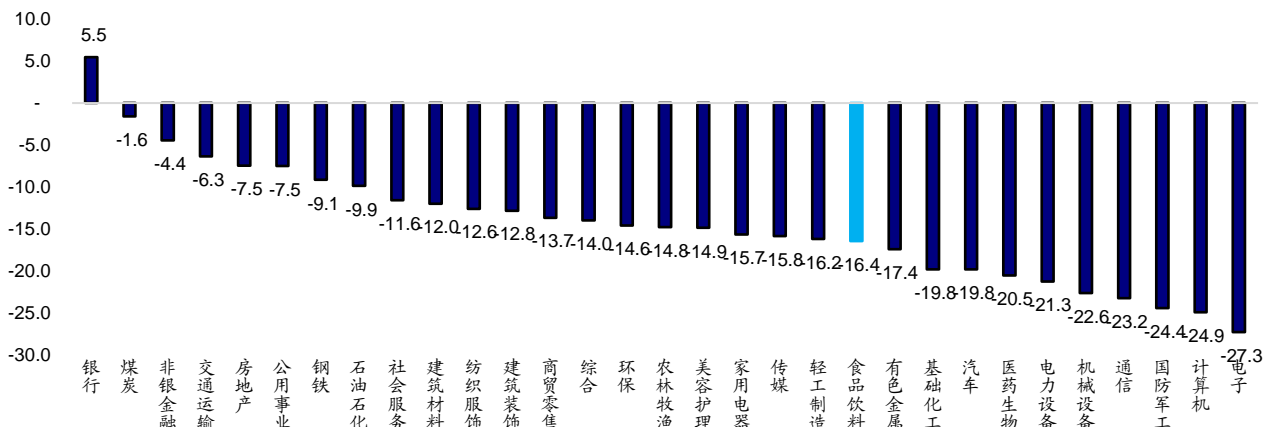
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

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, 1 月份仅银行板块录得小幅增长 (+5.5%), 七个行业跌幅超过 20%, 其中电子、计算机、国防军工跌幅靠前。食品饮料收跌 16.4%, 在 31 个行业分类中位居第 21 名, 较上月 (-3.6%) 提升 7 名

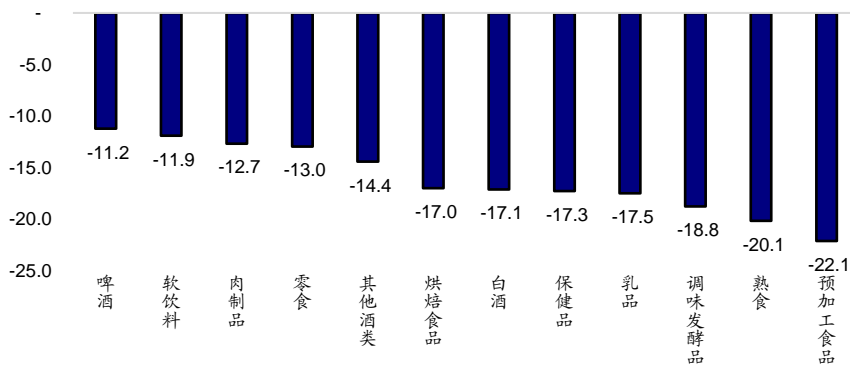
图23 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

1 月食品饮料子行业全线收跌, 且跌幅在 10%-20% 不等, 预加工食品 (-22.1%)、熟食 (-20.1%)、调味发酵品 (-18.8%) 跌幅领先。

图24 A股食饮子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

表12 A 股食品饮料板块个股涨跌幅

| 按市值排序 | | | | | 按涨幅排序 | | | | |
|-------|------|--------------|--------------|-----------------|-------|------|--------------|--------------|-----------------|
| | 证券简称 | 最新市值 (亿元) | 最新收盘价 (元) | 相对月初涨 跌幅 (%) | | 证券简称 | 最新市值 (亿元) | 最新收盘价 (元) | 相对月初涨 跌幅 (%) |
| 1 | 贵州茅台 | 20161 | 1605 | -7.0 | 1 | 养元饮品 | 292 | 23 | 8.6 |
| 2 | 五粮液 | 4902 | 126 | -10.0 | 2 | 双汇发展 | 985 | 28 | 6.5 |
| 3 | 山西汾酒 | 2441 | 200 | -13.3 | 3 | 伊利股份 | 1725 | 27 | 1.3 |
| 4 | 泸州老窖 | 2161 | 147 | -18.2 | 4 | 光明乳业 | 117 | 8 | -2.7 |
| 5 | 海天味业 | 1887 | 34 | -10.6 | 5 | 燕京啤酒 | 230 | 8 | -5.6 |
| 6 | 伊利股份 | 1725 | 27 | 1.3 | 6 | 张裕 B | 127 | 8 | -5.6 |
| 7 | 洋河股份 | 1376 | 91 | -16.9 | 7 | 青岛啤酒 | 759 | 70 | -6.8 |
| 8 | 双汇发展 | 985 | 28 | 6.5 | 8 | 珠江啤酒 | 163 | 7 | -7.0 |
| 9 | 古井贡酒 | 924 | 199 | -14.5 | 9 | 贵州茅台 | 20161 | 1605 | -7.0 |
| 10 | 青岛啤酒 | 759 | 70 | -6.8 | 10 | 今世缘 | 555 | 44 | -9.3 |

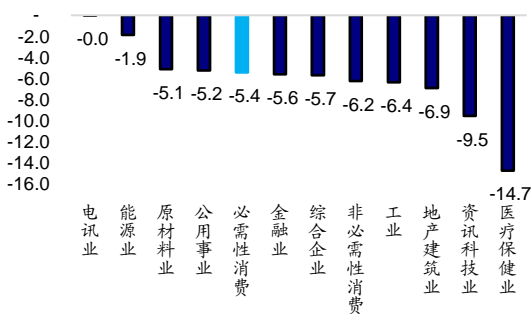
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

1 月份 H 股全线收跌，医疗保健业、资讯科技业跌幅靠前。必需性消费 (-5.4%) 在 12 个一级行业中排名第 5 名，较上个月 (+0.8%) 提升 3 名。

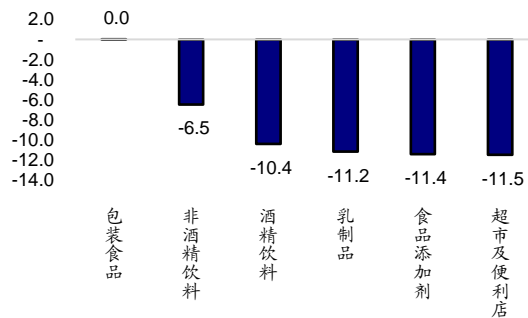
必需性消费子行业中，包装食品股价基本持平，超市及便利店 (-11.5%)、食品添加剂 (-11.4%) 和乳制品 (-11.2%) 跌幅居前。

图25 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 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 2024 年 1 月 31 日 (上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品)

表13 恒生食饮板块个股涨跌幅

| 按市值排序 | | | | | 按涨幅排序 | | | | |
|-------|------|---------------|---------------|----------------|-------|------|---------------|---------------|----------------|
| | 证券简称 | 最新市值 (亿港元) | 最新收盘价 (港元) | 相对月初涨跌幅 (%) | | 证券简称 | 最新市值 (亿港元) | 最新收盘价 (港元) | 相对月初涨跌幅 (%) |
| 1 | 农夫山泉 | 4763 | 42 | -6.2 | 1 | 锅圈 | 265 | 10 | 30.5 |
| 2 | 百威亚太 | 1626 | 12 | -16.0 | 2 | 阜丰集团 | 108 | 4 | -2.1 |
| 3 | 华润啤酒 | 913 | 28 | -17.7 | 3 | 第一太平 | 126 | 3 | -4.5 |
| 4 | 青岛啤酒 | 835 | 45 | -15.0 | 4 | 农夫山泉 | 4763 | 42 | -6.2 |
| 5 | 蒙牛乳业 | 678 | 17 | -17.9 | 5 | 中国旺旺 | 510 | 4 | -8.7 |
| 6 | 中国旺旺 | 510 | 4 | -8.7 | 6 | 青岛啤酒 | 835 | 45 | -15.0 |
| 7 | 康师傅 | 437 | 8 | -18.5 | 7 | 百威亚太 | 1626 | 12 | -16.0 |
| 8 | 中国飞鹤 | 325 | 4 | -16.2 | 8 | 中国飞鹤 | 325 | 4 | -16.2 |
| 9 | 珍酒李渡 | 267 | 8 | -19.8 | 9 | 华润啤酒 | 913 | 28 | -17.7 |
| 10 | 锅圈 | 265 | 10 | 30.5 | 10 | 蒙牛乳业 | 678 | 17 | -17.9 |

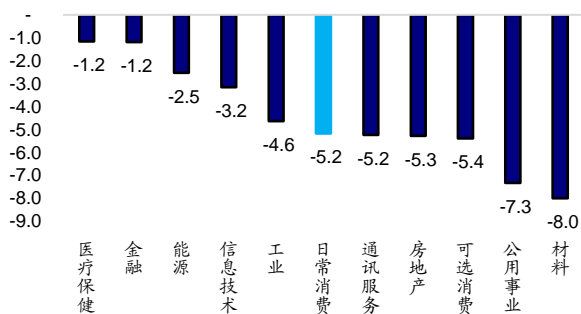
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

1 月美股一级行业全线收跌，材料、公用事业、可选消费跌幅领先。日常消费品行业下跌 5.2%，在 11 个美股一级行业排第 6 名，位次较上月 (+5.4%) 前进 4 名。

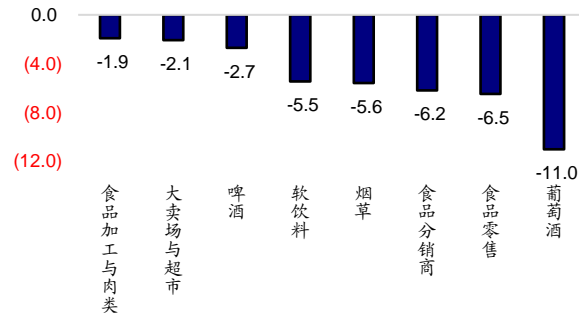
日常消费品子行业中，葡萄酒 (-11.0%)、食品零售 (-6.5%)、食品分销商 (-6.2%) 跌幅最大。

图27 美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

图28 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 1 月 31 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

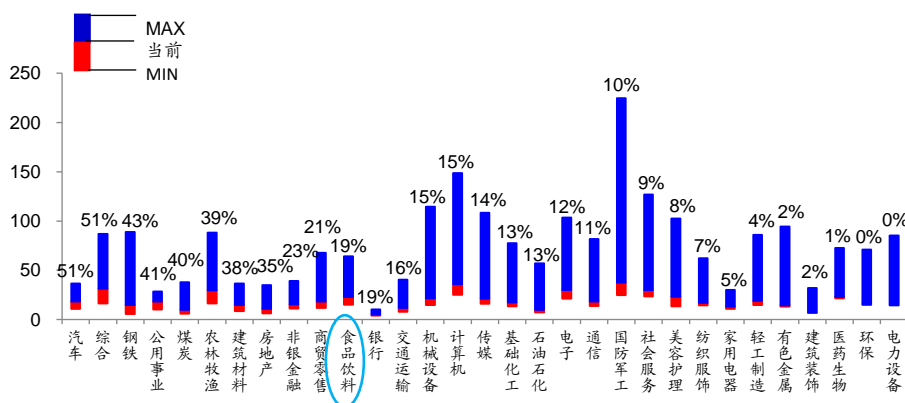
| 按市值排序 | | | | | 按涨幅排序 | | | | |
|-------|--------------|---------------|---------------|-----------------|-------|--------------------------------------|---------------|---------------|-----------------|
| | 证券简称 | 最新市值 (亿美元) | 最新收盘价 (美元) | 相对月初涨 跌幅 (%) | | 证券简称 | 最新市值 (亿美元) | 最新收盘价 (美元) | 相对月初涨 跌幅 (%) |
| 1 | 沃尔玛 | 4448 | 165 | 4.8 | 1 | 西斯科 | 408 | 81 | 11.4 |
| 2 | 开市客 | 3084 | 695 | 5.3 | 2 | 兰卡斯特食品 | 51 | 184 | 10.5 |
| 3 | 可口可乐 | 2572 | 59 | 1.0 | 3 | POST | 56 | 93 | 5.5 |
| 4 | 百事 | 2317 | 169 | -0.8 | 4 | 开市客 | 3084 | 695 | 5.3 |
| 5 | 可口可乐 凡萨瓶装 | 1596 | 95 | 0.3 | 5 | PERFORMANCE FOOD | 113 | 73 | 5.1 |
| 6 | 菲利普莫 里斯国际 | 1410 | 91 | -3.4 | 6 | 沃尔玛 | 4448 | 165 | 4.8 |
| 7 | 百威英博 | 1073 | 62 | -4.5 | 7 | SPROUTS FARMERS MARKET | 51 | 50 | 4.7 |
| 8 | 亿滋国际 | 1024 | 75 | 3.9 | 8 | 康宝浓汤 | 133 | 45 | 4.1 |
| 9 | 帝亚吉欧 | 815 | 144 | -0.9 | 9 | FOMENTO ECONOMICO MEXICANO SAB | 485 | 136 | 4.0 |
| 10 | 奥驰亚 | 710 | 40 | -0.5 | 10 | 亿滋国际 | 1024 | 75 | 3.9 |

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

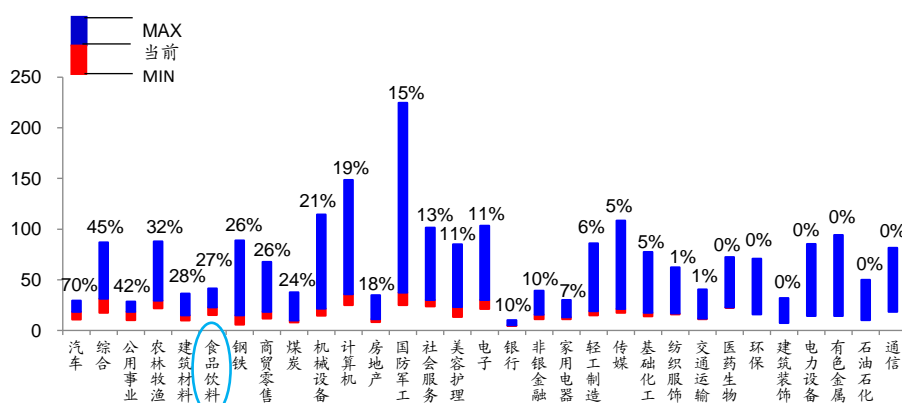
图29 A 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市
盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

截至 2024 年 1 月 31 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 10 个, 包括电力设备、环保、医药生物等。食品饮料的 PE 历史分位数为 19% (22.7x), 较上月末 (26%, 25.3x) 下降 7pct, 在 31 个行业中排名第 11 名。

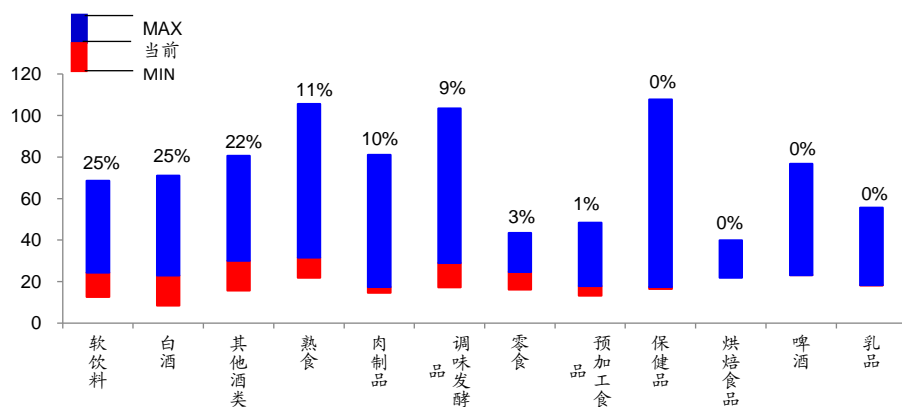
图30 A股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年1月31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13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27%，较上月降低10pct，在31个行业中排名第6名。

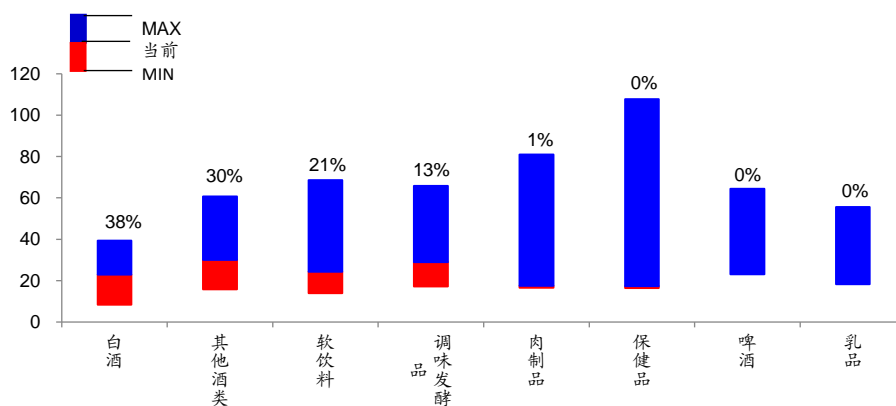
图31 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年1月31日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为乳品（0%）、啤酒（0%）、烘焙食品（0%）。PE绝对值最低的行业分别是保健品（17.3x）、肉制品（17.5x）、预加工食品（17.8x）。

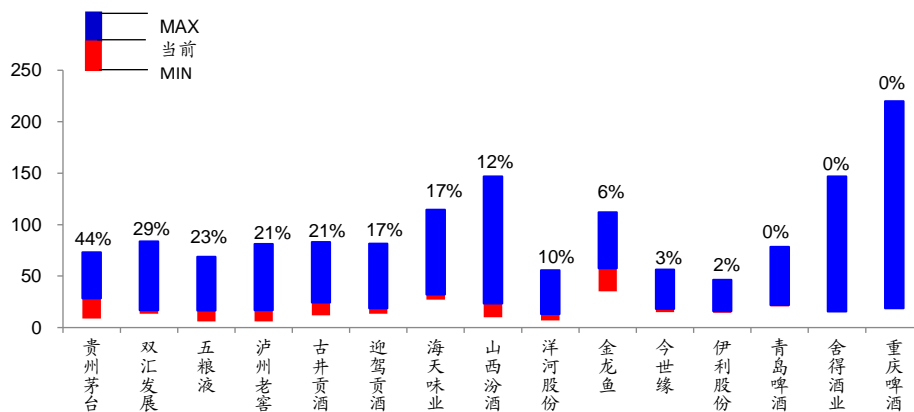
图32 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年1月31日

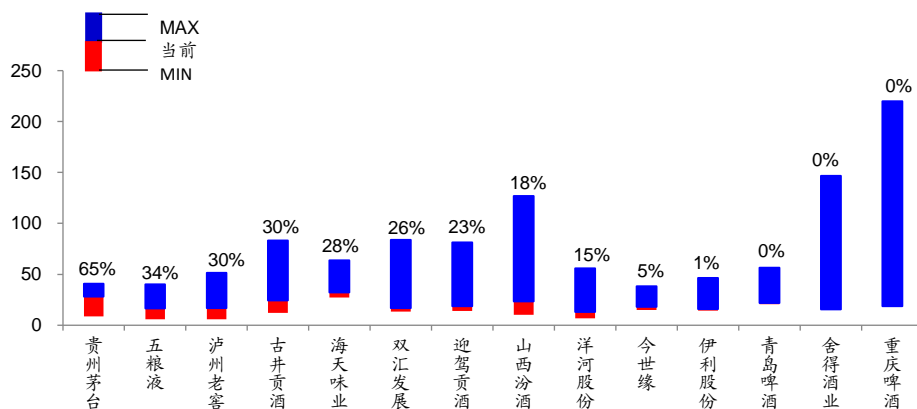
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年10%以下的行业有乳品（0%）、啤酒（0%）和保健品（0%）。

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2024年1月31日

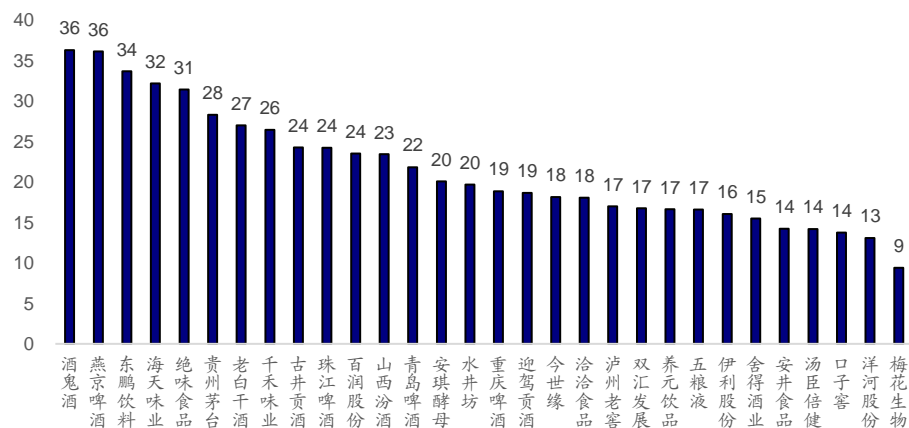
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年1月31日

截至2024年1月31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19x（相较12月下降4x）。

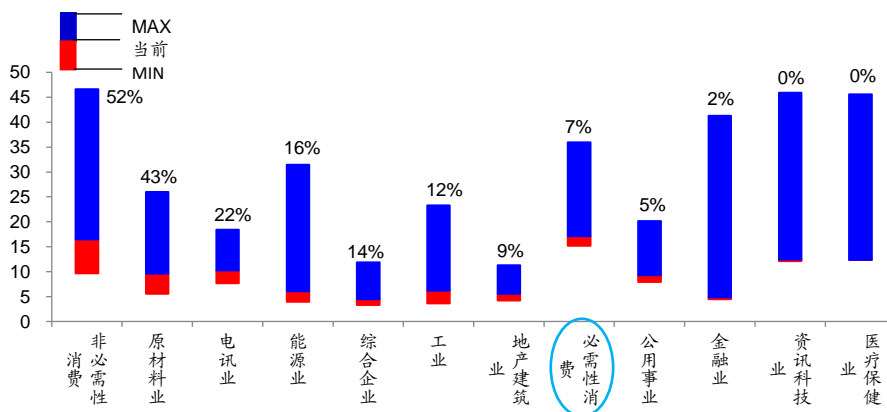
图35 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年1月31日，剔除估值为负的中炬高新

4.2 H 股行业估值表现

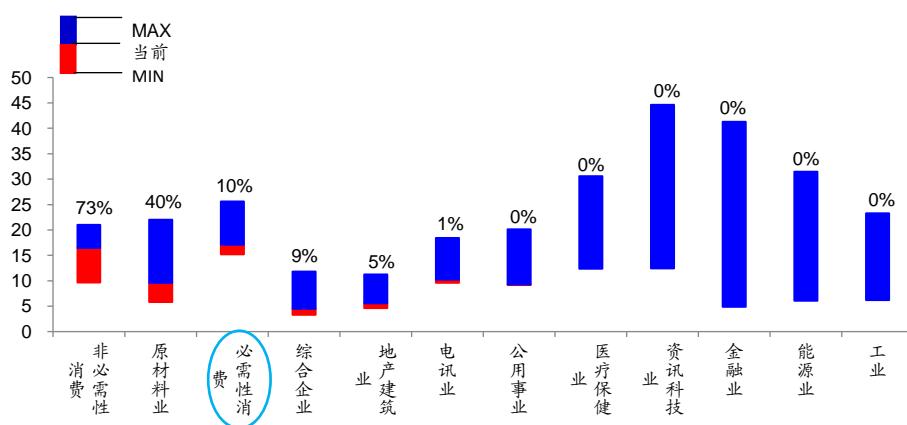
图36 H 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

截至 2024 年 1 月 31 日, H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有医疗保健业、资讯科技业、金融业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 7% (17.1x), 历史分位数较上月末 (37%, 19.3x) 下降 30%, 在 12 个一级行业中排名第 8 名。

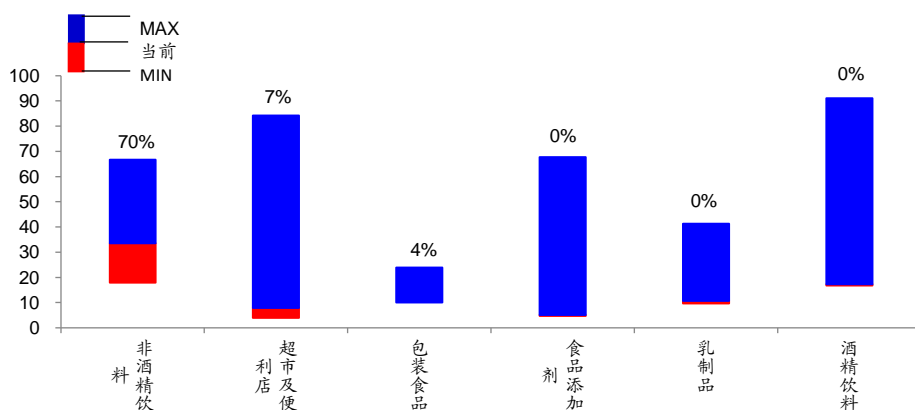
图37 H 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 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 10%, 较上个月下降 34pct, 在 12 个行业中排名第 3 名。

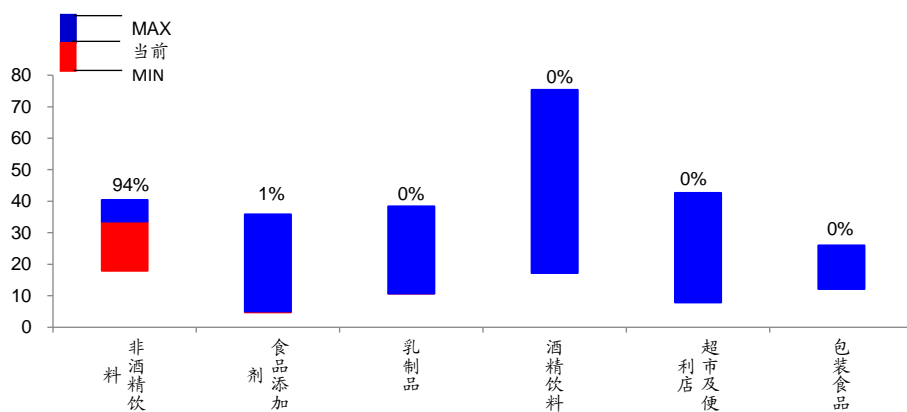
图38 H 股必需消费行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来相对靠后的行业有酒精饮料 (0%)、乳制品 (0%)、食品添加剂 (0%) 等。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂 (5.1x) 和超市及便利店 (7.9x)。

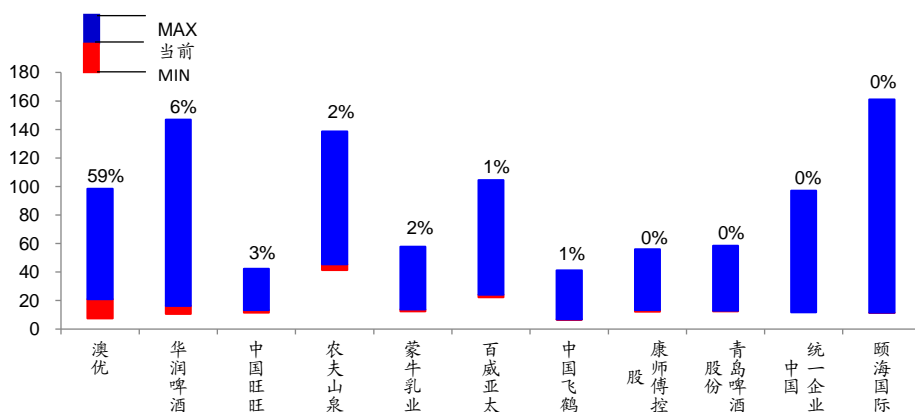
图39 H 股必需消费行业子板块市盈率 (TTM) 处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

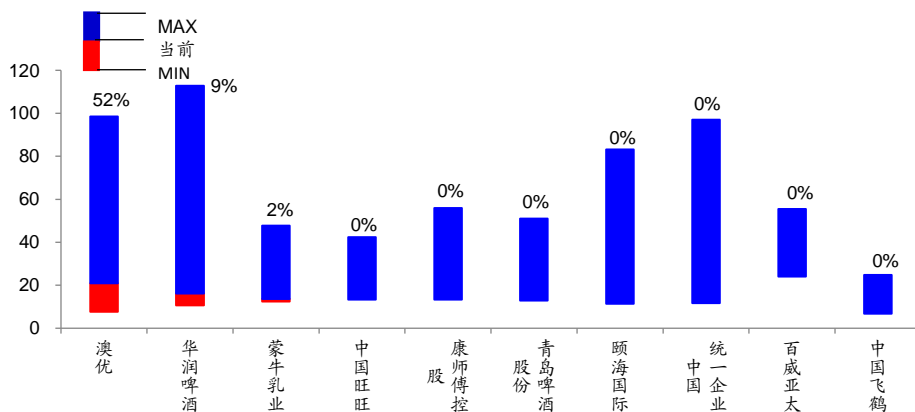
H 股必需消费行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有包装食品 (0%)、超市及便利店 (0%)、酒精饮料 (0%)、乳制品 (0%)、食品添加剂 (1%)。

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 2024 年 1 月 31 日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

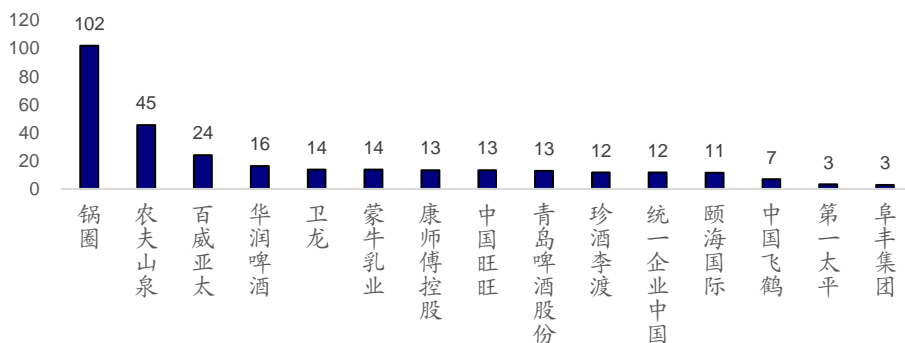
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 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 1 月 31 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 14x（相较 12 月下降 3x）。

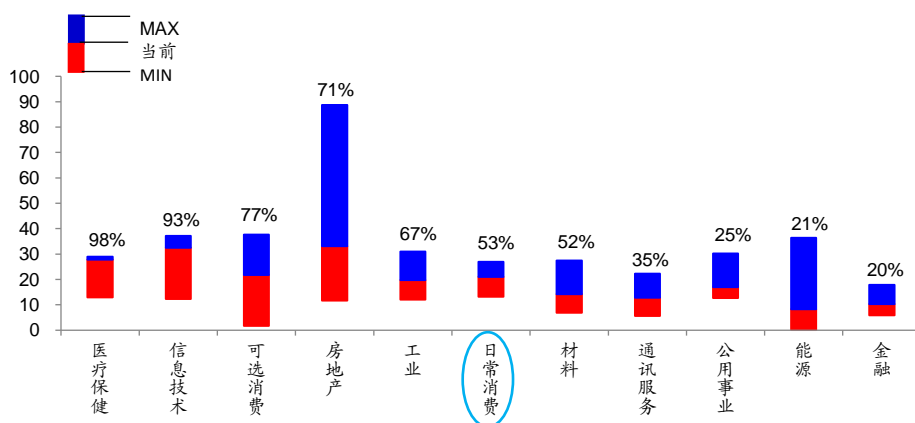
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 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

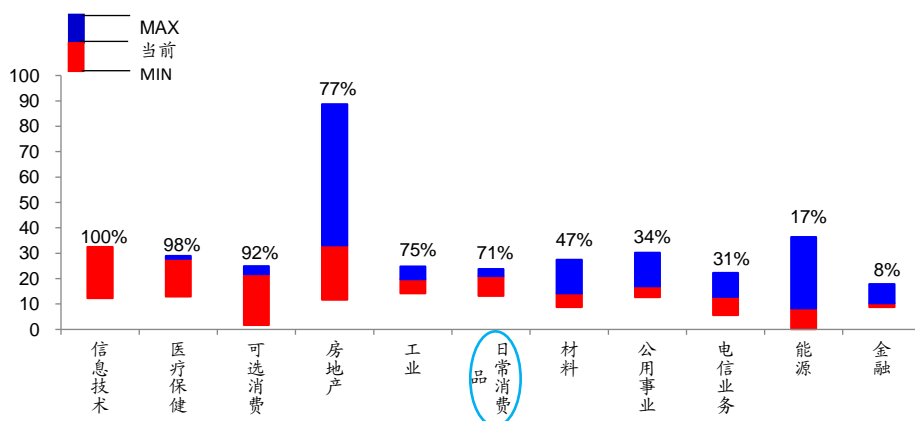
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 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 1 月 31 日, 美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是金融 (20%)、能源 (21%)。日常消费品的 PE 历史分位数为 53% (21.0x), 历史分位数与上月末 (51%, 20.8x) 提升 2pct, 在 11 个行业中排名第 6 名。

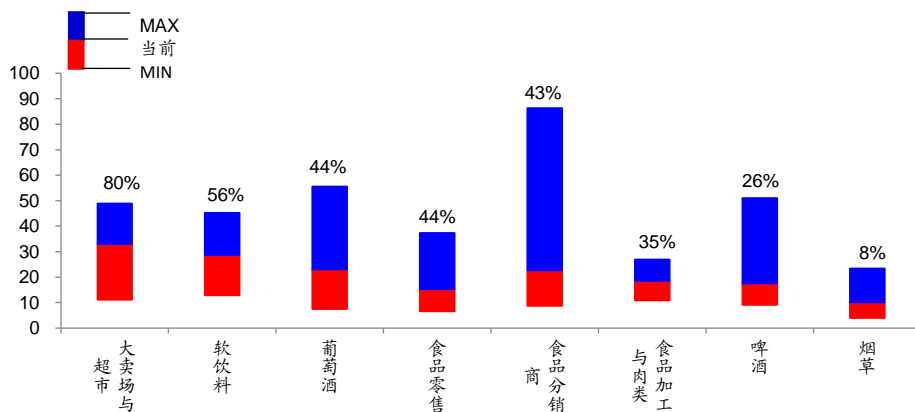
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2024年1月31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（8%）、能源（17%）。日常消费品的 PE 历史分位数为71%，较上月提升2pct，在11个行业中排名第6名。

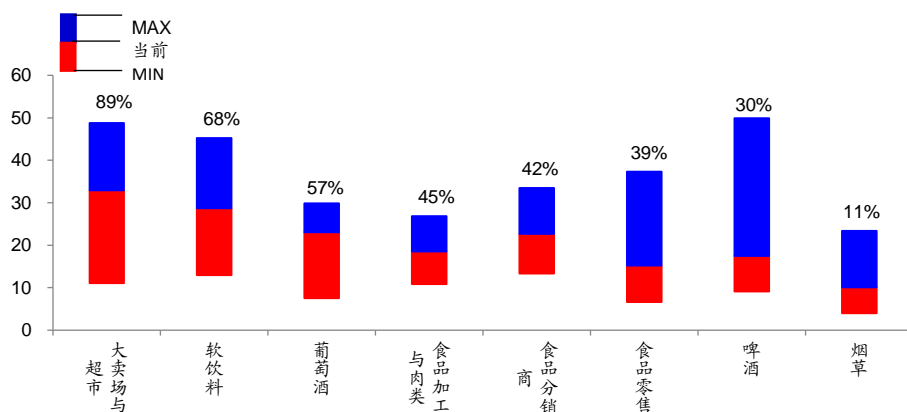
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2024年1月31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（8%）、啤酒（26%）和食品加工与肉类（35%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（10.1x）、食品零售（15.3x）。

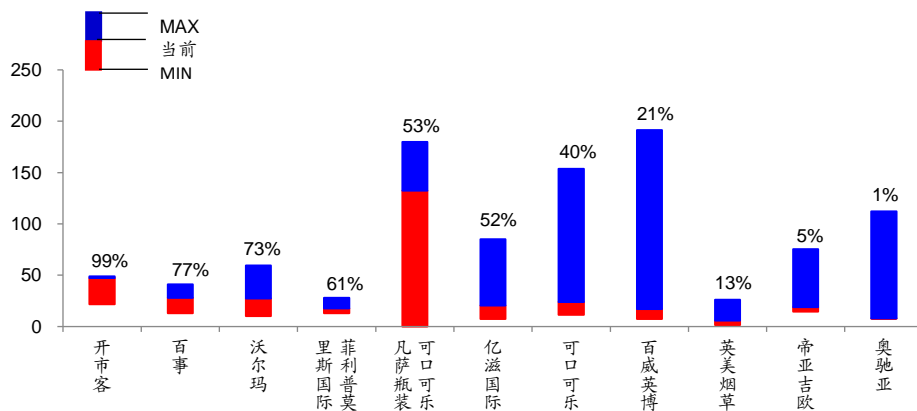
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日

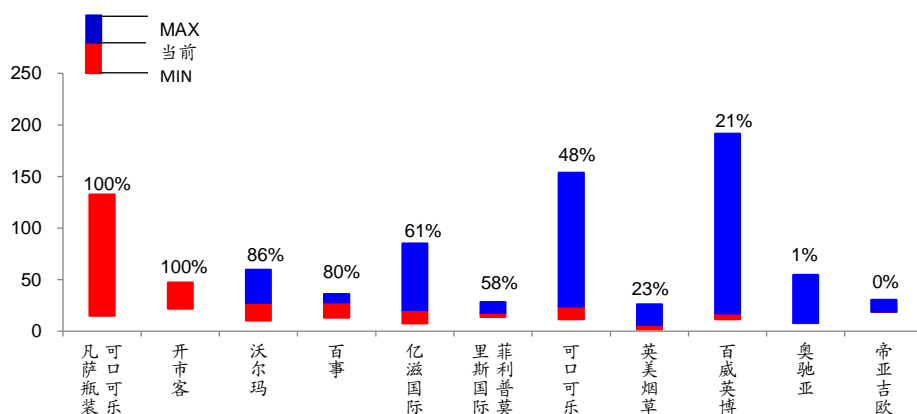
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草 (11%) 和啤酒 (30%)。

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 2024 年 1 月 31 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)

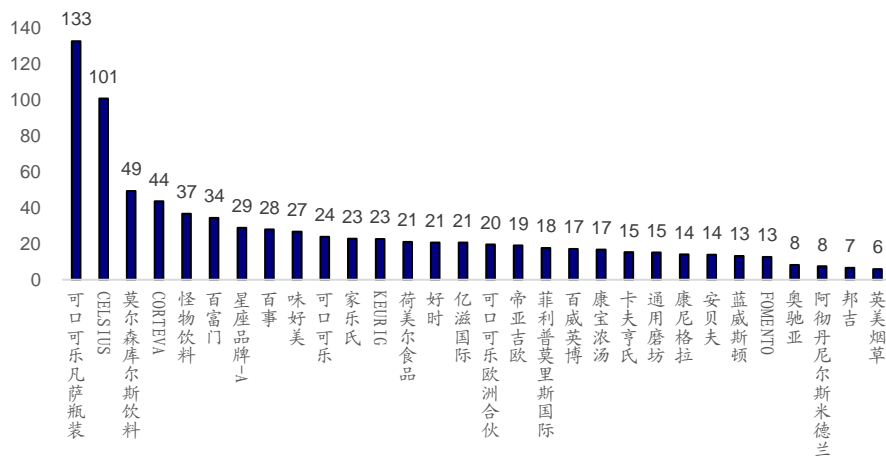
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 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 2024 年 1 月 31 日, 美股食饮板块估值中枢有所上升, 美股食饮龙头 (市值前 30) 的估值中位数为 20x (相较 12 月提升 1x)。

图49 美股食饮板块重点个股 (市值前 30) 最新估值水平 (TTM)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 1 月 31 日, 剔除估值为负的泰森食品、斯马克

5 投资建议

表15 消费行业重点公司 23 年年报预测

| 股票代码 | 公司名称 | 收入增速 | | | | | 归母净利润增速 | | | | |
|-----------|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| | | 1-3Q23 | 4Q23 | 1H23 | 2H23 | 2023 | 1-3Q23 | 4Q23 | 1H23 | 2H23 | 2023 |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 17.3% | 17.0% | 19.4% | 15.3% | 17.2% | 19.1% | 12.6% | 20.8% | 14.0% | 17.2% |
| 000858.SZ | 五粮液 | 12.1% | 12.6% | 10.4% | 14.5% | 12.2% | 14.2% | 10.5% | 12.8% | 13.9% | 13.3% |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 25.2% | 29.0% | 25.1% | 27.5% | 26.4% | 28.6% | 34.2% | 28.2% | 32.2% | 30.1% |
| 000799.SZ | 酒鬼酒 | -38.5% | -10.3% | -39.2% | -26.8% | -34.6% | -50.7% | -15.6% | -41.2% | -63.2% | -48.2% |
| 6979.HK | 珍酒李渡 | | | 15.0% | 25.7% | 20.1% | | | 22.0% | 52.3% | 35.7% |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 20.8% | 20.1% | 24.0% | 16.0% | 20.7% | 32.7% | 18.2% | 35.0% | 24.2% | 30.9% |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 14.4% | 4.6% | 15.7% | 8.9% | 13.2% | 12.5% | 0.6% | 14.1% | 6.6% | 12.1% |
| 000596.SZ | 古井贡酒 | 25.0% | 18.2% | 25.6% | 20.7% | 23.4% | 45.4% | 20.8% | 44.9% | 35.8% | 41.3% |
| 603369.SH | 今世缘 | 28.3% | 23.0% | 28.5% | 26.0% | 27.9% | 26.6% | 20.0% | 26.7% | 22.9% | 26.0% |
| 603198.SH | 迎驾贡酒 | 23.4% | 19.2% | 24.2% | 20.4% | 22.2% | 37.6% | 21.8% | 36.5% | 29.9% | 32.9% |
| 600600.SH | 青岛啤酒 | 6.4% | -7.5% | 12.0% | -5.3% | 5.1% | 15.0% | -9.2% | 20.1% | 13.8% | 18.7% |
| 0291.HK | 华润啤酒 | | | 13.6% | 4.3% | 9.9% | | | 22.3% | -9.3% | 18.3% |
| 1876.HK | 百威亚太 | 4.7% | 7.2% | 6.2% | 4.0% | 5.2% | -5.4% | 转正 | -8.0% | 34.0% | 5.3% |
| 600132.SH | 重庆啤酒 | 6.9% | -0.9% | 7.2% | 4.0% | 5.9% | 13.7% | -49.3% | 18.9% | -2.9% | 9.6% |
| 603288.SH | 海天味业 | -2.3% | 4.9% | -4.2% | 3.7% | -0.5% | -7.3% | 12.8% | -8.8% | 5.5% | -2.3% |
| 600872.SH | 中炬高新 | -0.1% | -2.1% | 0.1% | -1.3% | -0.6% | 14.8% | -63.0% | -1.8% | -12.3% | -6.6% |
| 603345.SH | 安井食品 | 25.9% | 5.0% | 30.7% | 10.1% | 19.0% | 62.7% | 15.0% | 62.1% | 32.8% | 44.9% |
| 600887.SH | 伊利股份 | 3.8% | -1.9% | 4.3% | 0.4% | 2.4% | 16.4% | -32% | 2.8% | 21.5% | 9.3% |
| 2319.HK | 蒙牛乳业 | | | 7.1% | 4.0% | 5.6% | | | 4.2% | -6.7% | -0.6% |
| 6186.HK | 中国飞鹤 | | | 0.6% | -7.9% | -4.0% | | | -24.8% | -31.8% | -28.6% |
| 605499.SH | 东鹏饮料 | 30.0% | 36.6% | 27.2% | 35.8% | 31.5% | 42.0% | 33.2% | 46.8% | 33.2% | 40.4% |
| 2331.HK | 李宁 | | | 13.0% | -0.4% | 6.0% | | | -3.1% | -45.5% | -22.7% |
| 2020.HK | 安踏体育 | | | 14.2% | 19.3% | 16.8% | | | 32.3% | 36.6% | 34.6% |
| 1368.HK | 特步国际 | | | 14.8% | 7.3% | 10.6% | | | 12.7% | 4.1% | 9.6% |

资料来源：wind，HTI

珍酒李渡、中炬高新利润增速均为扣非归母净利润口径，

蒙牛乳业收入增速为合并妙可蓝多口径，利润增速为调整后净利润口径（22年基数扣除一次性损益项）

表15 食品饮料股息率（TTM）及年度现金分红比例 2020-2022 年（%）

| 证券简称 | 股息率（TTM） | 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，% |
|-----------|----------|-----------------|-----------------|-----------------|
| A股 | | | | |
| 贵州茅台 | 2.8 | 96 | 52 | 52 |
| 五粮液 | 3.1 | 55 | 50 | 50 |
| 泸州老窖 | 2.9 | 60 | 60 | 50 |
| 山西汾酒 | 1.6 | 50 | 41 | 6 |
| 海天味业 | 1.7 | 52 | 48 | 52 |
| 洋河股份 | 4.1 | 60 | 60 | 60 |
| 伊利股份 | 3.9 | 70 | 71 | 70 |
| 古井贡酒 | 1.5 | 50 | 51 | 41 |
| 双汇发展 | 6.2 | 99 | 92 | 128 |
| 青岛啤酒 | 2.5 | 48 | 48 | 46 |
| 东鹏饮料 | 1.2 | 56 | 101 | |
| 今世缘 | 1.5 | 36 | 36 | 36 |
| 迎驾贡酒 | 2.2 | 52 | 52 | 59 |
| 重庆啤酒 | 4.8 | 100 | 83 | |
| 安井食品 | 2.6 | 30 | 30 | 30 |
| 舍得酒业 | 2.0 | 30 | 21 | 26 |
| 安琪酵母 | 1.7 | 33 | 32 | 30 |
| 汤臣倍健 | 1.2 | 22 | 68 | 73 |
| 水井坊 | 1.6 | 30 | 30 | 80 |
| 养元饮品 | 7.7 | 155 | 120 | 96 |
| 口子窖 | 3.9 | 58 | 52 | 56 |
| 燕京啤酒 | 1.0 | 64 | 49 | 31 |
| 百润股份 | 2.5 | | 56 | 108 |
| 中炬高新 | | | 31 | 61 |
| 酒鬼酒 | 2.3 | 40 | 47 | 46 |
| 老白干酒 | 1.8 | 39 | 35 | 43 |
| 绝味食品 | 0.9 | 49 | 36 | 43 |
| 洽洽食品 | 3.3 | 52 | 46 | 50 |
| 涪陵榨菜 | 2.4 | 38 | 78 | |
| H股 | | | | |
| 农夫山泉 | 1.8 | 91 | 68 | 37 |
| 百威亚太 | 2.4 | 55 | 42 | 73 |
| 华润啤酒 | 2.3 | 41 | 39 | 39 |
| 蒙牛乳业 | 2.5 | 29 | 29 | 31 |
| 康师傅控股 | 6.7 | 198 | 166 | 100 |
| 中国旺旺 | 3.8 | 106 | 40 | 100 |
| 中国飞鹤 | 8.6 | 47 | 50 | 30 |
| 统一企业中国 | 8.2 | 119 | 115 | 101 |
| 颐海国际 | 2.2 | 26 | 30 | 30 |
| 第一太平 | 7.3 | 31 | 31 | 21 |
| 阜丰集团 | 13.2 | 41 | 35 | 34 |
| 中烟香港 | 2.2 | 37 | 17 | 29 |
| 中国食品 | 4.7 | 50 | 50 | 50 |
| 周黑鸭 | 7.1 | | 68 | 106 |

资料来源：上市公司公告，HTI

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 年春节在 2 月中，旺季开启较晚，1 月延续淡季特征。各酒企开启 2024 年打款和发货周期，酒企通过降低结算价和票据支持激励经销商加快春节前回款，但除茅台和五粮液外，其他酒企回款略慢于预期。目前发货慢于打款，主要因为去年年底积压的库存部分带入今年，市场库存水平偏高，由于终端需求偏弱，尤其是年前商务年会需求较弱，同时经销商有流动性诉求，短期批价有一定压力。进入旺季，批价有望企稳回升，经销商现金流周转通畅后，一季度末打款有望达标。五粮液有望在 2 月初对第八代普五进行提价，对白酒市场批价企稳有提振作用。进入 2 月的春节旺季，我们预期动销较去年春节动销持平或略有下降，分场景来看，大众聚饮、宴席、送礼仍属于刚需，有一定动销贡献，但商务宴请如年会等需求依旧偏弱。

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，五粮液提升结算价将减少普五量增压力，或批价上行，但需求疲软情况下，或增加经销商补贴导致利润率略有压力。我们预期泸州老窖 2024 年中双位数增长，主要考虑渠道库存较高和竞争压力较大，腰部产品快于国窖系列。我们预期珍酒李渡 2024 年维持 20% 收入增长和 25% 利润增长，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 2024 年业绩表现。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 2024 年 PE 估值为 22.9X/14.3X/13.3X/11.9X/21.6X。2024 年我们判断白酒行业个股分化，呈震荡行情，有多空机会，短期我们认为白酒行业压力较大，主要因为业绩仍有下调空间和相对估值较高。

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。

据国家统计局披露，2023 年规上白酒产量 449.2 万千升，同比减少 2.8%，至此已连续七年下降。通过调研反馈，2023 年 1-10 月白酒规上企业收入 5477 亿元，同比增长 10%，其中 1-9 月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%，在名酒下沉与地产酒突围发力的背景下，行业分化与竞争加剧。当前区域名酒打款、发货节奏有所加快，受制于资金压力，渠道以价换量迹象明显，酒企加码金融支持（降低协议资金门槛、延长承兑汇票期限）与补贴政策（红包返利、产品搭赠、过程奖励），抢夺渠道与终端份额。节前两周礼赠、年会、团拜需求集中释放，春节期间大众白酒受益于刚需属性，动销仍会有不错表现。

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，飞天整箱、散瓶批价-5/-25 元，茅台 1935 批价-20 元，八代普五批价-15 元，M6+、水晶版、海之蓝批价-10/-6/-30 元，国缘四开批价-15 元，古 8、口子 6 批价-15/-15 元，井台、珍十五、红花郎批价-25/-10/-45 元，水晶剑、摘要批价-10/-25 元。上涨品种中，古 20、青花郎、青花 20 批价+20/+10/+5 元，前期经历业绩调整的内参/臻酿八号/国台 15 年批价+20/+20/+30 元。

我们预计山西汾酒 23Q4/23 收入+20%/+21%，利润+18%/+31%；洋河股份 23Q4/23 收入+5%/+13%，利润+1%/+12%；古井贡酒 23Q4/23 收入+18%/+23%，利润+21%/+41%；今世缘 23Q4/23 收入+23%/+26%，利润+20%/+26%；迎驾贡酒 23Q4/23 收入+19%/+22%，利润+22%/+33%。

截至1月30日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM为23.0X，位于2011年以来的37%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13%/21%/10%/19%/3%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14.6X/18.8X/14.0X/11.2X。

表16 重点白酒公司批价一览

| 2024/01/29 | 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) | 2955 | -5 | -5 | -5 | -15 |
| | 飞天53°(散) | 2695 | -5 | -25 | -25 | -45 |
| | 茅台精品53° | 3330 | 0 | 0 | 0 | 100 |
| | 王子普王53° | 255 | 0 | 0 | 0 | 15 |
| | 茅台1935 | 930 | 0 | -20 | -20 | -190 |
| 五粮液 | 第八代普五52° | 933 | 0 | -15 | -15 | -20 |
| | 交杯52° | 1225 | 0 | 0 | 0 | -175 |
| | 1618 52° | 910 | 0 | 10 | 10 | -28 |
| 泸州老窖 | 国窖1573 52° | 850 | 0 | 0 | 0 | -30 |
| | 窖龄60 52° | 240 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| 山西汾酒 | 青花30复兴版 | 810 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| | 青花20 53° | 325 | -10 | 5 | 5 | -25 |
| 洋河股份 | 梦之蓝MG+ 52° | 520 | 0 | -10 | -10 | -100 |
| | 梦之蓝水晶版52° | 375 | 0 | -5 | -5 | -45 |
| | 天之蓝52° | 278 | 0 | 0 | 0 | -18 |
| | 海之蓝52° | 95 | 0 | -30 | -30 | -30 |
| 今世缘 | 国缘四开 42° | 365 | -15 | -15 | -15 | -35 |
| | 国缘对开 42° | 170 | 0 | 0 | 0 | -80 |
| 古井贡酒 | 古20 52° | 475 | 0 | 20 | 20 | -5 |
| | 古16 50° | 320 | 0 | 0 | 0 | 20 |
| | 古8 45° | 180 | -10 | -15 | -15 | -30 |
| | 古5 50° | 100 | 0 | 0 | 0 | -20 |
| 口子窖 | 口20 41° | 300 | 0 | 10 | 10 | -20 |
| | 口10 41° | 200 | 0 | 0 | 0 | -25 |
| | 口6 41° | 95 | -5 | -15 | -15 | -10 |
| 舍得酒业 | 品味舍得 52° | 305 | 0 | 0 | 0 | -30 |
| | 内参 52° | 730 | 0 | 20 | 20 | -40 |
| 酒鬼酒 | 红坛 52° | 315 | 0 | 0 | 0 | 15 |
| | 水井坊 | 井台 52° | 400 | 0 | -25 | -25 |
| 珍酒李渡 | 臻酿八号 52° | 295 | 0 | 20 | 20 | 10 |
| | 珍十五 53° | 330 | 0 | -10 | -10 | 0 |
| 习酒 | 窖藏1988 53° | 465 | -5 | 0 | 0 | -15 |
| | 郎酒 | 青花郎20 53° | 830 | 0 | 10 | 10 |
| 国台 | 红花郎15 53° | 445 | 0 | -45 | -45 | -25 |
| | 国台15年 53° | 620 | 10 | 30 | 30 | -30 |
| | 国台国标15 53° | 300 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 剑南春 | 水晶剑 52° | 360 | 0 | -10 | -10 | -30 |
| 金沙酒业 | 摘要 53° | 515 | 5 | -25 | -25 | -5 |

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。

近期啤酒行业小幅反弹，从基本面来看，得益于23年下半年酒企库存去化战略（23Q4啤酒产量同比-9.4%），当前酒企春节备货顺利推进，受益于春节礼赠、现饮需求集中释放，结构升级贡献吨价增长。2月至5月进入高基数区间，6月进入旺季逐步实现总量恢复性增长。

展望24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，我们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，对中高挡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年消费复苏节奏若有加快，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，中长期高端化发展策略清晰且达成共

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，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，进口大麦价格同比下降超过 25%，在供需格局改善的背景下，经反馈，各家酒企已完成全年锁价工作，降幅在 10-15%之间；包材部分，浮法玻璃同比走高，铝材回落中个位数，瓦楞纸跌幅超过 10%，成本下行趋势已定，我们预计吨成本小幅改善。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。

我们预计青岛啤酒 23 年收入+5%，利润+19%，24 年收入中个位数增长，利润保持 15-18%增长；预计华润啤酒 23 年收入+10%，利润+18%，24 年收入高个位数增长，利润保持 15-18%增长；预计重庆啤酒 23 年收入+6%，利润+10%，24 年收入中个位数增长，利润高个位数增长。

截至 1 月 30 日收盘，啤酒指数 (851232.SI) PE TTM 为 25.1X，位于 2011 年以来的 0.1%分位，触及区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，尤其是高端化确定性强、有望增加分红比例的青啤啤酒；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，延续高分红策略的重庆啤酒。根据 Wind 一致预期和最新股价，青啤啤酒/重庆啤酒/华润啤酒对应 2024 年 PE 估值为 18.6X/16.1X/13.1X。

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：乳业近期数据有小幅提振，我们在 1 月份需求月报中提到，乳制品行业收入同比提升 3.1%，较 12 月环比增长 30.7%。乳制品春节备货正常展开，今年春节启动晚于同期，1 月环比 12 月增速有明显提振。1 月备货多为礼盒装产品，产品结构上移；但渠道调研显示，随着厂商加大对渠道出货，渠道库存天数有所上升，库存略高于正常水位，最终动销仍要等待 2 月检验。

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 液态奶仍有中低个位数增长。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 12%，目前价格为 3.64 元/公斤。同时据海通国际最新成本周报，乳制品现货成本已较去年同期下降 4.6%。展望 2024 年，目前牧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。我们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，但对自给率较高的乳企基本没有正面贡献，因其或仍有大包粉存货减值。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。

我们预计伊利股份 23Q4/23 收入-2%/+2.4%，利润-32%/+9%；蒙牛乳业 23H2/23 收入+7%/+4%（含并表妙可），利润-6.7%/-0.6%。

即使伊利、蒙牛长期维持收入低速增长，但费用缩减仍将使利润增长比收入亮眼。同时伊利有 3.86%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。

我们预计中国飞鹤 23H2/23 收入-8%/-4%，利润-32%/-28.6%。

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 14.11X/9.02X/5.96X，股息率 TTM 分别为 3.86%/2.51%（2024 年可能提高）/8.51%。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 2%/2%/1%。

调味品行业: 寇媛媛认为 2024 年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。

我们判断 1 月餐饮数据延续 12 月较弱趋势，主要因为经济和房地产压力较大，对财富效应有负面影响，导致可选消费需求较弱。此外，自 12 月起从 1-2 线城市人群开启返乡返程，对高线餐饮消费有所影响，带动调味品 2B 端动销走弱。2 月春节旺季即将到来，受益于宴席和聚餐，餐饮将有较好恢复，带动调味品 B 端出货加速。企业端也会加大对经销商和终端出货，年前渠道库存预期有所增加，旺季后库存预期会有大幅减少。

2024 年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。海天味业在未来 1-2 年，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控制权基本确认，公司高管和中高层职位人员已落地，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，房地产业务函待剥离，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 年有望实现双位数增长，受益于区域扩展、B 端渠道扩张和品类扩张。2024 年我们判断调味品行业个股有 alpha 机会，短期我们认为调味品行业有一定压力，主要因为业绩仍有下调空间和相对估值较高，且餐饮表现进一步弱化。

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 2024 年 PE 估值为 27.3X/21.6X/21.4X/17.8X。

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 年四季度运动鞋服行业呈高速增长，主要受益于去年同期低基数影响。自 3Q23 开始，运动行业头部公司以去库存为主要运营方向，减少对经销商的出货，目前行业库存处于合理水位，且库龄结构比较健康。展望 2024 年，运动鞋服行业增速或呈中高单位数，其中 1Q24 增速相对较高，受益于去年同期低基数和春节旺季。由于库存恢复到合理为止，主流企业折扣率水平并没有恶化，反而线下有所恢复。

我们已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，利润增速或慢于收入增长，主要因为费用持续投放和其他收入的减少，但我们中长期仍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 年收入增速呈双位数增长，主品牌受益于库存去化完成，流水增速和报表增速同步。公司于 23 年 12 月收购索康尼合资公司剩余股权和 IP 的股份，将提升公司利润率水平。随着海外去库存周期结束，我们预期申洲国际 4Q23 订单和 2024 年订单呈双位数增长，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。2024 年我们判断运动鞋服行业增速或有进一步下调压力，但短期估值已经调整较多，向下空间有限。

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 2024 年 PE 估值为 9.1X/14.7X/7.3X/16.9X。

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。重点关注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：重点关注。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。重点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：李宏科、汪立亭发布报告：市值管理纳入央企业绩考核，看好优质零售央企表现。

市值管理将纳入中央企业负责人业绩考核，看好优质零售央企表现 1 月 24 日，国新办举行新闻发布会，国务院国资委重点围绕以下方面提高央企控股上市公司质量：①继续构建定位清晰、梯次发展的上市格局；②持续发力提高上市公司规范运作水平；③进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。

前期，国资委已经推动央企把上市公司的价值实现相关指标纳入到上市公司的绩效评价体系中，在此基础上，将把市值管理成效纳入对中央企业负责人的考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现，及时通过应用市场化增持、回购等手段传递信心、稳定预期，加大现金分红力度，更好地回报投资者。

央企高质量考核指标一直是动态变化的，2023年，国资委对央企主要经营指标考核体系进行调整优化。考核指标由原先的“两利四率”调整为“一利五率”，即减少了对净利润与营业收入利润率的考核，新增净资产收益率、营业现金比率，保留利润总额、资产负债率、全员劳动生产率与研发投入强度。

我们认为，“一利五率”考核有望推动国企现金流持续性改善，而业绩稳定和充足的现金流正是企业能够持续进行高分红的基础。而本次国务院国资委提出进一步研究将市值管理成效纳入对中央企业负责人的业绩考核，有望进一步推动央企控股上市公司强化价值管理、提升股东回报水平。批零板块的标的主要包括：中国黄金、天虹股份、苏美达。

中国黄金：公司兼具基本盘&成长性。从基本盘看，公司深化渠道布局，不断根据消费需求进行产品推新，且优化黄金回购体系以增强消费者粘性，渠道+产品双驱动企业发展。3Q23收入117.5亿元增13.4%，归母净利润2.04亿元增16.53%。过去三年股息率2-3%，24年PE 13.5倍。

天虹股份：公司各层级激励全覆盖；围绕数字化、体验式、供应链打造核心竞争力，引领行业业态创新，数字化已具备整合输出能力；储备门店丰富，开店提速且创新管理输出模式。通过线上发展和业态升级，公司已融合线上线下、零售与服务，转变成线上线下一体化的本地化消费服务平台。公司预告2023年实现归母净利润2亿-2.5亿元，同比增长66.54%-108.17%，扣非净利1.1亿-1.4亿元，同比扭亏。2020-2022年股息率各4%、3%、1%，24年PE 22倍。

苏美达：3Q23收入316亿元降17.72%，归母净利润3.83亿元增14.8%。过去三年股息率3-4%，24年wind一致预期PE 8倍。

投资建议：关注国企改革主线，看好性价比消费。（1）国企改革：零售国企往往在区域内有较强的规模优势，我们认为有望通过股权激励等改革举措激发活力，关注股权激励、资产重组、加大分红等动作。

（2）展望2024年，渐进复苏趋势中看好三大主线：①主线一：性价比消费时代，强化商品力与体验感；②主线二：以供应链之优势，布局出海拓新机；③主线三：关注消费预期改善，龙头经营提效机会。

核心关注：重庆百货、周大生、老凤祥、小商品城、巨子生物、安克创新，关注苏美达、周大福、菜百股份、华凯易佰、福瑞达、名创优品、家家悦、王府井。

家电行业：陈子仪近期观点：继续关注高股息稳增长低估值的白电龙头。

继续关注高股息稳增长低估值的白电龙头海信家电、美的集团、海尔智家等，看好 $\beta + \alpha$ 共振的石头科技、赛特新材等，关注有望困境反转的公司小熊电器、科沃斯、极米科技等。

白电：收入端稳健增长，估值低位提供充分安全垫。关注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：行业出口持续回暖，内销表现平稳，新品类新渠道贡献增长点，建议关注小熊电器、飞科电器、新宝股份。

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、渗透率共同提升。建议重点关注石头科技，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。重点建议关注厨电龙头老板电器，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。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，建议重点关注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：精选优质阿尔法，关注长线价值配置机会

板块表现稳定，回暖趋势有望延续。轻工制造（申万）指数 2023 年初至今累计下跌 7.25%，同期万得全 A 指数累计下跌 5.19%。在地产周期下行及终端需求疲软背景下，板块指数收益率小幅下降，轻工制造指数略微跑输市场，但相较 2022 年（累计下跌 20%）跌幅显著收敛。

造纸轻工板块 2023Q3 营收短期有所承压，归母净利润逐步修复。其中，（1）造纸板块：营业收入同比下滑 6%（增速同比-11pct，环比+5pct），归母净利润同比增长 27%（增速同比+64pct，环比+87pct）。（2）包装印刷板块：营业收入同比下滑 7%（增速同比-17pct，环比-3pct），归母净利润同比下滑 4%（增速同比+8pct，环比+1pct）。（3）家居家具板块：营业收入同比增长 2%（增速同比+8pct，环比+1pct），归母净利润同比增长 6%（增速同比+17pct，环比持平）。（4）轻工出口板块：营业收入同比增长 17%（增速同比+9pct，环比+12pct），归母净利润同比增长 12%（增速同比-83pct，环比持平）。（5）二轮车板块：营业收入同比下滑 11%（增速同比-57pct，环比-16pct），归母净利润同比下滑 8%（增速同比-124pct，环比-30pct）。（6）个护及其他板块：营业收入同比增长 12%（增速同比+11pct，环比+2pct），归母净利润同比增长 14%（增速同比+11pct，环比+4pct）。

从选取的 124 家造纸轻工上市公司数据来看，净利率方面，2023Q3 样本整体净利率达到 6.6%，同比+0.5pct，除轻工出口板块外，各细分板块净利率同比有所修复。具体来看，2023Q3 造纸板块净利率 4.1%（同比+1.1pct）；包装印刷板块净利率 5.5%（同比+0.2pct）；家居家具板块净利率 9.3%（同比+0.3pct）；轻工出口板块净利率 8.9%（同比-0.4pct）；二轮车板块净利率 8.3%（同比+0.3pct）；个护及其他板块净利率 6.4%（同比+0.1pct）。

毛利率方面，2023Q3 样本整体毛利率达到 22.3%，同比+1.7pct，除造纸板块外，各细分板块毛利率同比亦有所修复。具体来看，2023Q3 造纸板块毛利率 11.3%（同比-0.4pct）；包装印刷板块毛利率 19.5%（同比+2.3pct）；家居家具板块毛利率 34.6%（同比+2.2pct）；轻工出口板块毛利率 33.1%（同比+3.2pct）；二轮车板块毛利率 22.6%（同比+1.1pct）；个护及其他板块毛利率 24.3%（同比+1.4pct）。

重点关注：爱玛科技——产品优化渠道下沉扩产加速，迎发展良机；雅迪控股——国内份额持续领跑，海外市场需求放量；太阳纸业——三季度业绩明显修复，南宁基地建设稳步推进；百亚股份——女性卫生用品龙头，积极打开市场；欧派家居——大家居乘风破浪，定制龙头聚势前行；顾家家居——大家居战略稳步推进，美的系入股助力发展。

纺织服装行业：盛开、梁希近期发布报告：纺服板块高股息标的梳理。

多个维度梳理纺服板块高股息标的。我们梳理了纺织服装板块 A+H 个股分红比例、股息率、现金流及资产负债情况，综合各维度表现均较为优异的标的，建议关注 A 股（23E 股息率）：海澜之家（7.6%）、富安娜（7%）、新澳股份（4.1%）、锦泓集团（3.9%）；港股（23E 股息率）：江南布衣（10.8%），九兴控股（10%）、裕元集团（9.5%）、滔搏（7%）、波司登（5.8%）。具体梳理参考如下：

股息率表现情况。假定 2023 年分红比例与 22 年一致，以 2024/1/5 收盘价及 wind 一致预期盈利预测（港股部分公司采用 bloomberg 一致预期）计算，①A 股：2023 年预计股息率排名居前的 5 家公司均为品牌板块，分别是报喜鸟（10.1%），海澜之家（7.6%），地素时尚（7.4%），罗莱生活（7.2%），富安娜（7.0%）；制造板块，股息率居前的 5 家公司是兴业科技（6.3%），百隆东方（4.7%），航民股份（4.2%），江南高纤（4.1%），新澳股份（4.1%）。②H 股：

品牌板块，预计股息率排名居前的 5 家公司分别为佐丹奴国际（15.4%），江南布衣（10.8%），中国利郎（8.7%），滔搏（7.0%），特步国际（6.2%）；制造板块，预计股息率排名居前的 5 家公司分别为互太纺织（11.1%），九兴控股（10.0%），超盈国际控股（9.5%），裕元集团（9.5%），晶苑国际（5.8%）。

现金股利高保障度表现情况。现金股利保障倍数 22 年或 21、22 年平均大于 1.5 的公司中，预测 23 年股息率居前 5 的公司及 23 年股息率为：①A 股，海澜之家（7.6%），地素时尚（7.4%），富安娜（7.0%），水星家纺（6.5%），森马服饰（6.2%）；②港股，佐丹奴国际（15.4%），江南布衣（10.8%），九兴控股（10.0%），超盈国际控股（9.5%），裕元集团（9.5%）。

净现比例表现情况。经营活动现金净额/归母净利润 22 年大于 1 的公司中，预测 23 年股息率居前 5 的公司及 23 年股息率为：①A 股：报喜鸟（10.1%），海澜之家（7.6%），地素时尚（7.4%），富安娜（7.0%），森马服饰（6.2%）；②港股：佐丹奴国际（15.4%），互太纺织（11.1%），江南布衣（10.8%），九兴控股（9.7%），超盈国际控股（9.5%）。

高成长性、低估值公司梳理。基于 wind 一致预期盈利预测（港股部分公司采用 bloomberg 一致预期），23-25 年业绩 CAGR 大于 10%，且 $0 < \text{PEG} < 1$ 、或分红比例（22 年）高于 90% 时 $0 < \text{PEG} < 1.5$ 的公司中，预测 23 年股息率居前 5 的公司及 23 年股息率分别为：①A 股：报喜鸟（10.1%），海澜之家（7.6%），地素时尚（7.4%），罗莱生活（7.2%），富安娜（7.0%）；②港股：佐丹奴国际（15.4%），互太纺织（11.1%），江南布衣（10.8%），九兴控股（10.0%），超盈国际控股（9.5%）。

投资建议。综合以上，我们建议关注同时满足股息率较高、现金股利保障度较好、高净现比、基本面良好、相对高成长性及低估值的公司，A 股：海澜之家、富安娜、新澳股份、锦泓集团；港股：江南布衣，九兴控股、裕元集团、滔搏、波司登。

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

Recommendation: High-dividend concept stocks are still worth paying attention to. Looking at the demand and pricing of the major categories we track, revenue growth is expected to be low in most industries. The PE valuation method, which has been used in the capital market for a long time, makes it difficult to find a reasonable benchmark when the company's performance growth slows down. On the other hand, the one-year deposit interest rate on bank deposits, to which domestic residents' funds are actively flowing, is only about 1.5%. Therefore, we believe that listed companies with a dividend yield of 4% in 24 years will be more attractive. In February, we recommend continuing to pay attention to four main lines: (1) high dividends or high buybacks: recommend Shuanghui Development, Yili Shares, Chongqing Beer, Mengniu Dairy, Master Kong, and China Feihe; (2) Downward cost or rate: mainly grain and oil products, dairy products, quick-frozen food, beer, such as Master Kong, Arowana, Yili shares, Mengniu Dairy, China Resources Beer, Tsingtao Beer; (3) Expected capital return: mainly the leaders of various sub-industries, especially liquor, such as Kweichow Moutai, Wuliangye, Mengniu Dairy, Yili Co., Ltd., China Resources Beer, Tsingtao Beer (4) Expected economic recovery: Liquor with preferred 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).

9896.HK 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

9896.HK is/was 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, 600059.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, 002705.CH, 600060.CH, 成都川渝太阳纸业销售有限公司, 浙江航民实业集团有限公司, 西安光明乳业销售有限公司 及 600305.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, 600059.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, 002705.CH, 600060.CH, 成都川渝太阳纸业销售有限公司, 浙江航民实业集团有限公司, 西安光明乳业销售有限公司 and 600305.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 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 is/was 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.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 1234.HK 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 1234.HK.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH 及 603517.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 and 603517.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

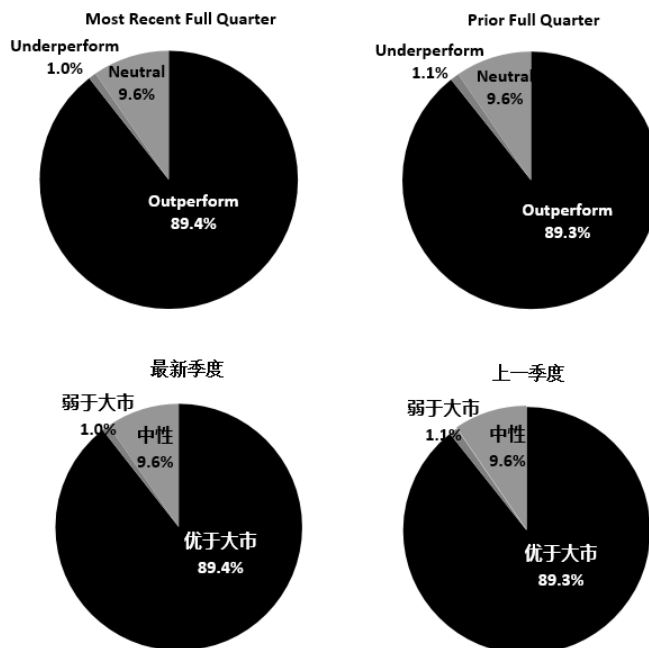
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 89.4% | 9.6% | 1.0% |
| 投资银行客户* | 3.9% | 5.1% | 5.6% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2023

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 89.4% | 9.6% | 1.0% |
| IB clients* | 3.9% | 5.1% | 5.6% |

*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 and 行政安排的内容信息。

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。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。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>
