

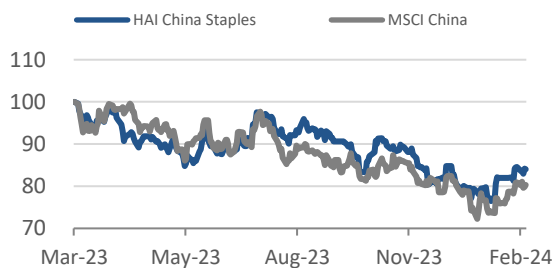
中国必需消费 China Staples

消费行业 3 月投资策略：关注消费股的分红潜力

Pay attention to the dividend potential of consumer stocks

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	口子窖	Outperform
山西汾酒	Outperform	水井坊	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	洽洽食品	Outperform
青岛啤酒	Outperform	珠江啤酒	Outperform
东鹏饮料	Outperform	千禾味业	Outperform
今世缘	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	百润股份	Outperform
重庆啤酒	Outperform	绝味食品	Outperform
安琪酵母	Outperform	盐津铺子	Outperform
舍得酒业	Outperform	天味食品	Outperform



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

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

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）

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：24 年 2 月重点跟踪的 8 个行业中 6 个保持正增长，2 个负增长。实现双位数增长的行业有餐饮、速冻食品和次高端及以上白酒；个位数增长的行业包括软饮料、调味品和乳制品；啤酒和大众及以下白酒负增长。与上月相比，2 个行业增速加快，6 个行业增速下滑。惯性因素和基数原因共同导致 2 月消费行业继续弱势增长，预计难以在短期内转变。

成本：农产品价格环比回落，啤酒、调味品期货跌幅明显。24 年 2 月啤酒、调味品期货成本录得跌幅 5.4%/3.4%，速冻食品、方便面现货上涨 1.2%/1.0%。具体来看，玻璃大跌 11.8%，纸浆期货回升 3.5%，其他包材价格波动不大。直接原材料部分，现货端，豆粕、玉米、大豆、大麦和生鲜乳价格收跌 4.0%/2.6%/2.0%/1.7%/1.1%，期货端，大豆、小麦跌超 3%，白糖、大麦和大米跌超 2%，但棕榈油、蔬菜和小麦价格有所回升。

资金：近半年外资首次迎来单月净流入，食品饮料股占比接近 23 年 8 月水平。截至 2 月底，陆股通资金当月净流入 607.4 亿元（上月净流出 145.1 亿元），其中沪股通净流入 451.6 亿元，深股通净流出 155.9 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.31%，较上月提升 0.16pct。港股通资金当月净流入 223.22 亿元（上月净流入 206.16 亿元），必需消费板块市值占比为 3.47%，较上月上升 0.18pct。

估值：三大股指对应行业估值齐升，A 股涨幅居首。A 股食品饮料行业 PE（TTM）处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 35%分位（24.8x），子行业分位较低的是乳品（0%，19.0x）、啤酒（1%，26.6x）和保健品（3%，19.6x）。H 股必需性消费行业处于 19%分位（18.1x），子行业分位较低的是包装食品（0%，11.3x）、超市及便利店（0%，8.3x）。美股日常消费品行业处于 96%分位（22.6x）；子行业分位较低的是烟草（13%，13.4x）和啤酒（29%，15.8x）。

建议：消费股的高股息逻辑和分红潜力未被重视。尽管从去年 12 月初开始，我们对消费行业的投资建议持续以高股息为核心。但是在近期路演中，仍能感受到投资机构对高股息消费股关注度不高，更没有关注到消费股 24 年开始提高分红的潜力。我们认为这种潜力一方面来自多数消费股 23 年业绩的增长，以及未来继续保持增长的潜力；另一方面来自分红率的逐步提升，背后原因是证券监管机构、地方政府、大股东和高管等多方的潜在诉求。3 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、康师傅、蒙牛乳业、中国飞鹤；（2）成本或费率下行：主要是粮油制品、乳制品、软饮料、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，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

肖书俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 2024 年 2 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
12月营收	345	330	362	85	391	102	375	133
1月营收	555	280	473	186	440	140	889	154
2月营收	515	185	445	138	386	134	462	135
12月同比%	6.5%	-26.7%	0.6%	2.0%	3.8%	8.0%	4.2%	25.0%
1月同比%	6.1%	5.7%	3.1%	5.0%	3.7%	9.6%	4.4%	0.0%
2月同比%	4.3%	-3.6%	3.0%	-7.6%	3.2%	5.0%	3.7%	18.0%

资料来源：HTI

据海通国际预测，24 年 2 月重点跟踪的 8 个行业中 6 个保持正增长，2 个负增长。实现双位数增长的行业有餐饮、速冻食品和次高端及以上白酒；个位数增长的行业包括软饮料、调味品和乳制品；啤酒和大众及以下白酒负增长。与上月相比，2 个行业增速加快，6 个行业增速下滑。惯性因素和基数原因共同导致 2 月消费行业继续弱势增长。

2 月国内次高端及以上白酒行业收入为 515 亿元，同比增长 14.3%。1-2 月累计收入为 1070 亿元，同比增长 15.2%。受益于 2024 年春节时间较长，返乡人数较多，春节白酒消费超预期，主要反应在聚饮、宴席和送礼场景超预期，少部分区域反馈商宴的春节送礼环比也有所恢复。白酒持续分化，高端酒和地产酒表现较好，次高端相对较弱。大众聚饮和宴席有明显降级，从中端价位段降级至更具性价比价位段，商宴和送礼也更讲究性价比。受益于春节超预期动销表现，渠道出货和资金回笼较快，前期高库存有所下降，缓解了行业风险和压力。除部分次高端酒外，各酒企经销商在春节后基本完成打款目标，一季度打款目标预期也能顺利完成。年后茅台飞天批价维稳，其他主要白酒批价仍有向下压力，近期剑南春、郎酒、今世缘、汾酒等多家公司释放提价信号，抢占渠道资源，维稳市场秩序，预期将有更多公司加入。

2 月国内大众及以下白酒行业收入为 185 亿元，同比降低 3.6%。1-2 月累计收入为 465 亿元，同比增长 1.8%。春节白酒动销好于节前悲观预期，但总体表现平稳，家庭宴席、亲友聚饮场景下大众价格带需求旺盛，但单品断货的现象很少，且品牌分化趋势延续，加速向主流名酒回归。预计 2024 年依旧是行业持续集中的结构性红利期。

2 月国内啤酒行业收入为 138 亿元，同比降低 7.6%。1-2 月累计收入为 324 亿元，同比降低 0.8%。因去年同期为阳康后的补偿性消费阶段，行业基数压力抬升，叠加春节错期影响，部分头部酒企单月录得中双位数至高双位数的销量下滑。春节返乡、长假旅游驱动低线城市消费较高线表现更好，但酒企有意识地在供给侧主动调整，推动高端化，升级趋势不改。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）

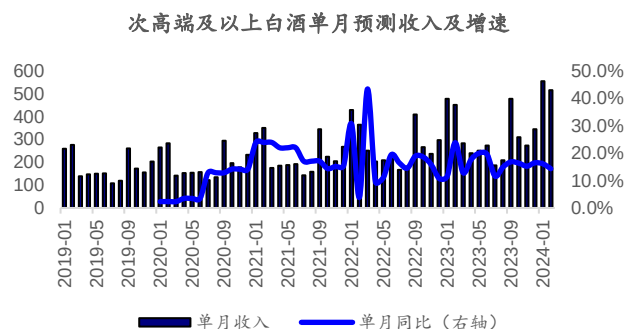
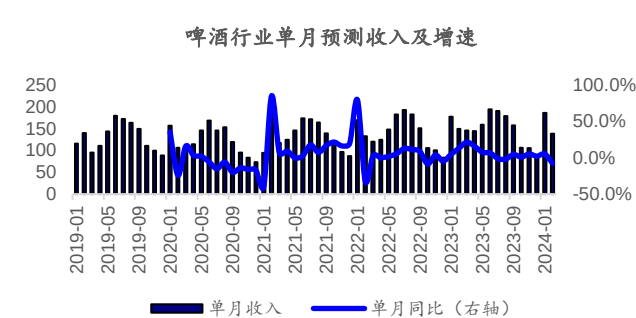


图2 啤酒行业收入预测（亿元）



2月国内调味品行业收入为386亿元，同比提升3.2%。1-2月累计收入为826亿元，同比增长3.5%。我们判断2月春节长假期，出行人数超预期，带动餐饮消费总体超前期预期，其中社会餐饮大多歇业过年，连锁餐饮成为最大受益者。餐饮带动调味品B端动销和库存去化，判断行业库存水平环比下降至接近合理水位。

2月国内乳制品行业收入为445亿元，同比提升3.0%。1-2月累计收入为918亿元，同比增长3.0%。春节期间各品牌折扣力度均较大，价盘均有走低，春节后基本恢复正常。渠道调研显示春节期间液态奶动销整体高单位数增长，部分品类如礼盒装高端白奶动销更优于整体。动销表现良好，对渠道前期库存有所消化，渠道库存天数有所降低，出厂口径增速仍落在中低单位数。

图3 调味品行业收入预测（亿元）

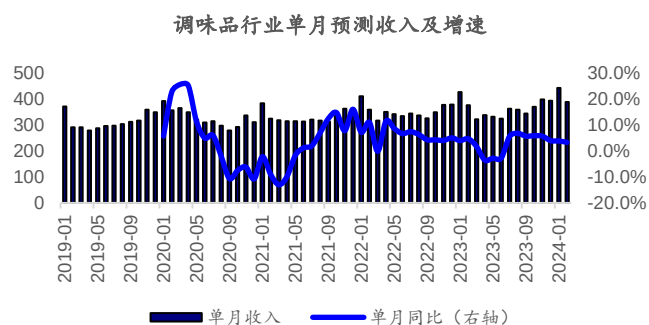
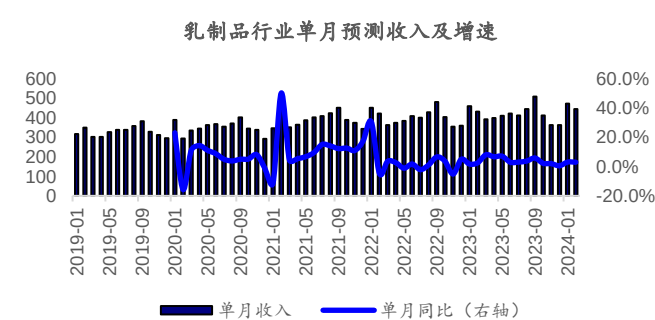


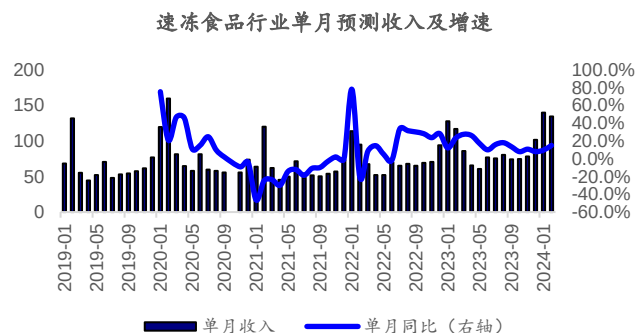
图4 乳制品行业收入预测（亿元）



2月国内速冻行业收入为134亿元，同比增长15.0%。1-2月累计收入为274亿元，同比增长12.2%。受到春节返乡及出游消费带动，速冻产品出货量有所回暖。B端渠道动销相对稳定，C端渠道需求表现有所好转。展望全年，速冻产品的品类有望进一步丰富，多家上市公司布局肉卷及水产、水发类产品，行业竞争将持续较为激烈。

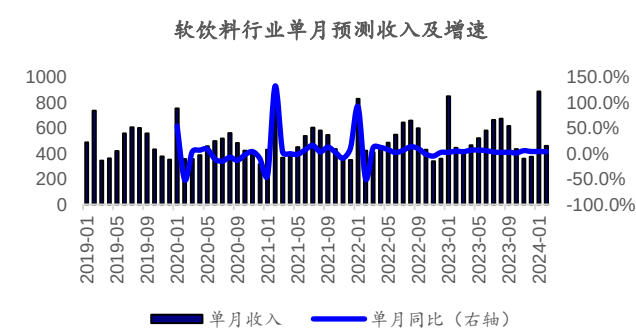
2月国内软饮料行业收入为462亿元，同比增长3.7%。1-2月累计收入为1351亿元，同比增长4.1%。渠道调研显示，商超终端春节动销有高单位数增长，主要受益于春节返乡人群聚饮、家宴场景增多，但品类有所分化，茶饮料、纯果汁、包装水终端动销表现较好，碳酸饮料、运动饮料、乳饮料表现较差。渠道前期备货库存有所消化，经销商出货数据弱于终端动销数据，整体有增长。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

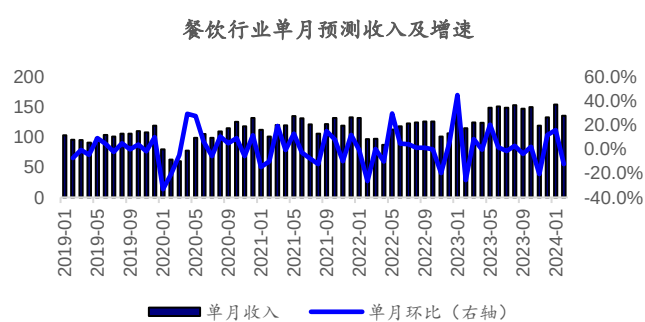
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

2月国内餐饮上市公司总收入为135亿元，同比增长18.0%。1-2月累计收入为290亿元，同比增长7.7%。春节期间餐饮消费频次增长较为明显，低线城市的宴饮、快餐以及小吃表现更为亮眼。通过互联网平台监测调研观察到，餐饮消费客单价在节日期间并未出现明显提升，短期表现承压。从品类方面来看，节假日期间的中式餐饮表现相对较好，多品类外国料理增长相对较弱。展望1Q24，2023年同期的高基数影响依然存在，我们认为1Q24多数餐饮品牌同店同比将稳中有升。

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

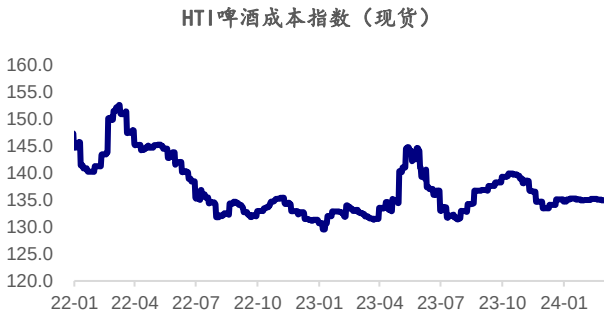
日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2024/2/29	134.94	117.63	109.60	107.81	124.23	118.66
上周	2024/2/22	135.08	117.96	109.72	107.60	124.94	119.11
上月	2024/1/29	134.94	118.04	110.03	106.77	122.74	118.83
今年年初	2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期	2023/3/1	132.74	117.28	114.50	113.73	126.75	121.87
较上周		-0.10%	-0.28%	-0.11%	0.20%	-0.57%	-0.38%
较上月		0.00%	-0.35%	-0.39%	0.98%	1.21%	-0.14%
较今年年初		0.16%	-1.13%	-0.50%	0.49%	0.48%	-0.56%
较去年同期		1.66%	0.29%	-4.28%	-5.20%	-1.99%	-2.64%

资料来源：Wind，HTI

截至 2 月 29 日，啤酒成本现货指数为 134.94，啤酒成本期货指数为 136.75。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 0%，啤酒成本期货指数下降 5.36%。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 6.33%，较去年同期，啤酒成本现货指数提升 1.66%，啤酒成本期货指数下降 0.02%。

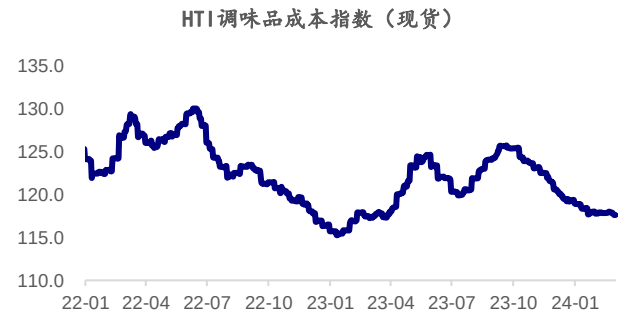
调味品成本现货指数为 117.63，调味品成本期货指数为 123.12。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 0.35%，调味品成本期货指数下降 3.39%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降 1.13%，调味品成本期货指数下降 4.02%，较去年同期，调味品成本现货指数提升 0.29%，调味品成本期货指数下降 4.45%。

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 109.6，乳制品成本期货指数为 98.61。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.39%，乳制品成本期货指数下降 0.42%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 0.5%，乳制品成本期货指数下降 0.63%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 4.28%，乳制品成本期货指数下降 5.29%。

方便面成本现货指数为 107.81，方便面成本期货指数为 112.66。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 0.98%，方便面成本期货指数提升 0.13%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数提升 0.49%，方便面成本期货指数提升 0.42%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 5.2%，方便面成本期货指数下降 8.77%。

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

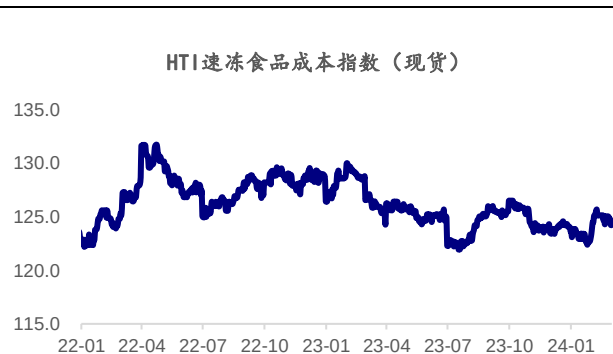


资料来源：Wind，HTI

速冻食品成本现货指数为 124.23，速冻食品成本期货指数为 123.09。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 1.21%，速冻食品成本期货指数提升 0.22%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 0.48%，速冻食品成本期货指数提升 0.2%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 1.99%，速冻食品成本期货指数下降 3.13%。

软饮料成本现货指数为 118.66，软饮料成本期货指数为 132.04。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 0.14%，软饮料成本期货指数提升 0.53%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 0.56%，软饮料成本期货指数提升 1.45%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 2.64%，软饮料成本期货指数下降 6.41%。

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 2 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
2.2	酒饮茶	四川酒饮茶制造业增长 19.8% https://finance.sina.cn/2024-02-01/detail-inafpshy4992963.d.html
2.2	酒类	2023 河南酒类流通市场销售近 700 亿 https://www.jiuzhan.com/8195.html
2.22	预制菜	25 省份出台预制菜发展标准 https://www.21jingji.com/article/20240218/herald/7c1ab2eb2168143947ff23b04976cf4c.html
2.25	餐饮	餐饮业 1 月份新增注册企业同比增长 107.7% http://www.lingshouw.com/article-24493-1.html
2.25	烈酒	2023 年苏格兰威士忌出口额同比下滑 9.5%，中国大陆增幅放缓至 1% https://finance.sina.com.cn/chanjing/ivnc/zxxx/2024-02-23/doc-inaiymiw8458827.shtml
2.27	奶粉	1127 个配方通过婴配粉新国标注册 https://food.cnr.cn/jdt/20240223/t20240223_526605071.shtml
2.29	农业	美国养牛业处于 73 年来的最低水平 http://www.lingshouw.com/article-24638-1.html

资料来源：wind，HTI

1.4 重点公司公告及新闻

表4 2024 年 2 月消费公司公告

日期	公司	摘要
2.1	桃李面包	2023 年度业绩快报 报告期内，公司实现营业收入 676,201.34 万元，同比增长 1.13%；营业利润 73,397.20 万元，同比下降 9.65%；利润总额 74,290.09 万元，同比下降 8.96%；实现归属于上市公司股东净利润 57,476.07 万元，同比下降 10.20%。公司报告期末总资产为 705,905.03 万元，较年初增长 6.60%；归属于上市公司股东的所有者权益为 508,782.88 万元，较年初增长 1.23%；归属于上市公司股东的每股净资产为 3.1805 元，较年初下降 15.64%。
2.2	劲仔食品	股份回购进展 截至 2024 年 1 月 31 日，公司累计回购股份数量 1,954,700 股，约占公司总股本的 0.43%，最高成交价为 12.11 元/股，最低成交价为 11.59 元/股，成交总金额 23,165,008.00 元（不含交易费用）。本次回购股份资金来源为公司自有资金，回购价格未超过回购方案中拟定的价格上限人民币 16.00 元/股。本次回购符合相关法律法规及公司既定回购方案的要求。
2.5	绝味食品	以集中竞价交易方式回购公司股份 2024 年 2 月 4 日，绝味食品股份有限公司（以下简称“公司”）召开第五届第十九次董事会、第五届监事会第十七次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的方案》《关于提请股东大会授权办理具体回购股份相关事宜的议案》等相关议案。本次回购资金总额不低于人民币 20,000 万元（含），不超过人民币 30,000 万元（含）。回购价格：不超过人民币 35 元/股（含）。
2.5	水井坊	提议回购股份 提议人：公司董事长范祥福先生；提议时间：2024 年 2 月 4 日。回购股份的种类：公司发行的人民币普通股（A 股）。回购股份的资金总额：不低于人民币 0.75 亿元，不超过人民币 1.5 亿元。回购股份的价格：回购股份的价格上限不超过董事会审议通过本次回购决议前 30 个交易日公司股票交易均价的 150%。回购股份的方式：通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式回购。
2.6	欢乐家	回购公司股份方案 公司拟用于回购的资金总额不低于人民币 10,000 万元（含），不超过人民币 20,000 万元（含），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。公司目前总股本为 447,500,000 股。按照本次回购资金总额上限人民币 20,000 万元，回购价格上限人民币 18.00 元/股进行测算，回购总数量约为 1,111.11 万股，约占公司总股本的 2.48%；按照本次回购资金总额下限人民币 10,000 万元，回购价格上限人民币 18.00 元/股进行测算，回购总数量约为 555.56 万股，约占公司总股本的 1.24%。本次回购具体的回购数量及占公司总股本比例以回购完毕或回购实施期限届满时公司的实际回购情况为准。
2.6	大北农	2024 年 1 月份生猪销售情况简报 公司控股及参股公司生猪销售数量当月合计为 63.50 万头；销售收入当月合计为 9.24 亿元；公司控股及参股公司商品肥猪当月均价为 13.66 元/公斤。公司控股及参股公司销售情况如下：2024 年 1 月控股公司生猪销售数量为 37.07 万头，销售收入 5.06 亿元。其中销售数量环比增长 -0.72%，同比增长 33.92%；销售收入环比增长 -4.89%，同比增长 6.75%；商品肥猪出栏均重 113.41 公斤，销售均价 13.54 元/公斤。2024 年 1 月参股公司生猪销售数量为 26.42 万头，销售收入 4.18 亿元。其中销售数量环比增长 -24.08%，同比增长 21.58%；销售收入环比增长 -22.74%，同比增长 22.58%；商品肥猪出栏均重 115.87 公斤，销售均价 13.80 元/公斤。
2.7	舍得酒业	以集中竞价交易方式回购公司股份 2024 年 2 月 6 日，舍得酒业股份有限公司（以下简称“公司”）召开第十一届董事会第四次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》。本次回购后的股份拟用于实施员工持股计划或股权激励，公司将根据回购方案实施期间股票市场价格的变化情况，使用资金总额不低于人民币 10,000 万元（含）且不超过人民币 20,000 万元（含）的自有资金实施回购。按本次回购股份价格上限人民币 131.00 元/股测算，本次回购股份数量约为 763,359 股（含）至 1,526,718 股（含），占公司目前总股本 333,176,579 股的比例约为 0.23% 至 0.46%。
2.8	重庆啤酒	2023 年度业绩快报 报告期内，公司实现营业总收入 1,481,483.64 万元，比上年同期增加 5.53%；营业利润 335,279.44 万元，比上年同期增长 1.63%；利润总额 337,569.06 万元，比上年同期增长 2.33%；归属于上市公司股东的净利润 133,659.73 万元，比上年同期增长 5.78%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 131,398.72 万元，比上年同期增长 6.45%；基本每股收益 2.76 元，比上年同期增长 5.78%；加权平均净资产收益率 67.05%，比上年同期下降 2.20 个百分点。公司总资产 1,238,691.16 万元，比上年

		同期末减少 0.89%；归属于上市公司股东的所有者权益 214,020.06 万元，比上年同期末增加 4.09%；股本 48,397.12 万元，较上年同期末无变化；归属于上市公司股东的每股净资产 4.42 元，比上年同期末增加 4.09%。
2.18	现代牧业	盈利警告 本公司董事会（「董事会」）谨此通知本公司股东及潜在投资者，根据对本集团截至 2023 年 12 月 31 日止年度未经审核的综合管理账目（「管理账目」）评估，预期截至 2023 年 12 月 31 日止年度（「本年度」）本集团将录得净利润介乎人民币 160 百万元至人民币 200 百万元（2022 年：约人民币 580 百万元），同比减少约 66%~72%；现金 EBITDA（注）介乎人民币 2,400 百万元至人民币 2,500 百万元（2022 年：人民币 2,740 百万元），同比减少约 9%~12%。
2.28	百润股份	董事长、总经理刘晓东因涉嫌行贿被立案调查并留置 上海百润投资控股集团股份有限公司于近日收到汉中市南郑区监察委员会签发的关于对公司董事长、法定代表人、总经理刘晓东先生个人因涉嫌行贿而被立案调查并留置的通知书。公司拥有完善的治理结构及内部控制机制，已对相关事项做了妥善安排，公司将按照《公司法》《深圳证券交易所股票上市规则》及《公司章程》等法律法规和相关制度规范运作。截至本公告披露日，公司控制权未发生变化，除刘晓东先生外的公司其他全部董事、监事、高级管理人员均正常履职，公司生产经营及管理情况正常，上述事项不会对公司正常生产经营产生重大影响。
2.28	盐津铺子	2023 年度业绩快报 报告期内，公司规模和效益持续保持高质量增长：公司营业收入 411,517.54 万元，较上年同期增长 42.22%；营业利润 58,240.80 万元，较上年同期增长 70.77%；利润总额 57,282.64 万元，较上年同期增长 72.10%；归属于上市公司股东的净利润 50,521.53 万元，较上年同期增长 67.57%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 47,221.25 万元，较上年同期增长 71.37%；基本每股收益 2.65 元，较上年同期增长 66.67%。2023 年加权平均净资产收益率 38.90%。

资料来源：wind，HTI

表5 2024 年 2 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
2.2	百事	北京百事可乐股权挂牌转让，底价 1.45 亿元 http://www.lingshouw.com/article-23665-1.html
2.3	达美乐	达美乐中国今年计划开设 240 家新门店 https://www.dpcdash.com/news/detail/id/89.html
2.3	中粮可口可乐	中粮可口可乐（陕西）搬迁新建项目开工 https://mp.weixin.qq.com/s/iQk76kd5C1l6brCJEx_jAg
2.5	娃哈哈	娃哈哈再发 6 亿年终奖 https://www.foodtalks.cn/news/51372
2.5	库迪咖啡	库迪咖啡首个供应链生产项目在马鞍山投产 https://mp.weixin.qq.com/s/9qX_8XwHX9hjtr_ilwTyKA
2.9	麦当劳	麦当劳计划今年在中国新增 1000 家门店 https://www.eeo.com.cn/2024/0206/635451.shtml
2.20	太古股份	太古股份斥 94.7 亿港元收购泰国老挝可乐业务，出售柬埔寨少数权益 https://www.foodtalks.cn/news/51455
2.21	青岛啤酒	青岛啤酒签英国分销协议 http://www.haicent.com/3g/list.asp?id=98884
2.27	大润发	大润发宣布将新开 21 家门店 https://finance.sina.com.cn/stock/estate/integration/2024-02-26/doc-inakixsi2011361.shtml

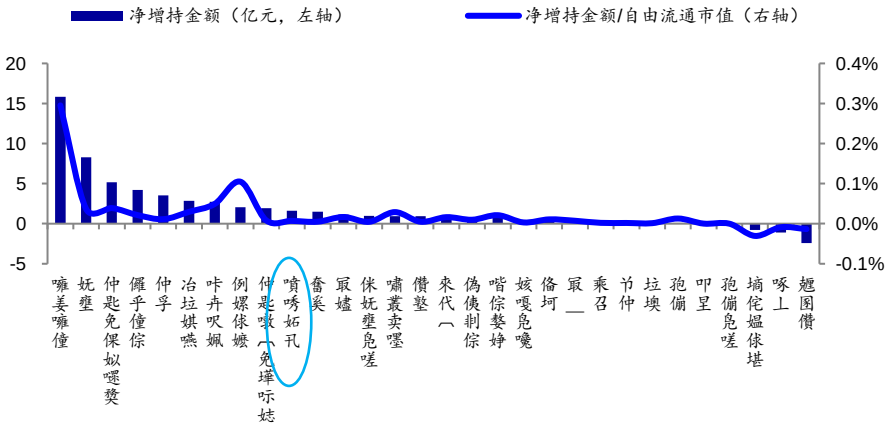
资料来源：wind，HTI

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 2 月石油石化和银行行业净增持额最大，分别为 15.84 和 8.28 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.30%和 0.04%；计算机和汽车行业净减持额最大，分别为 2.43 和 1.12 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.01%和-0.01%。

图15 2024 年 2 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 2 月 29 日

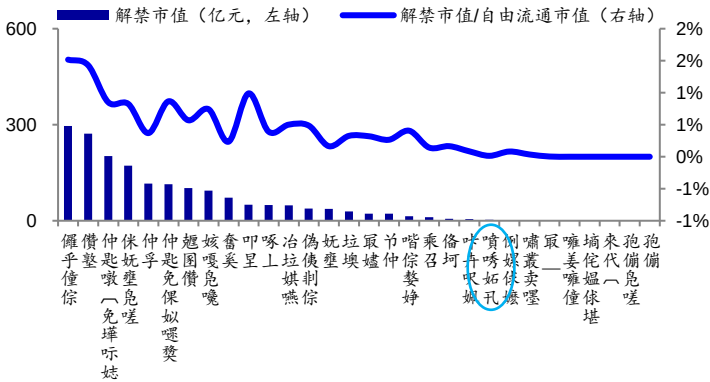
表6 2024 年 2 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值（亿元）	占流通市值比（%）
元祖股份	-0.10	-0.49
宝立食品	-0.06	-0.26
桃李面包	0.01	0.01
嘉必优	0.01	0.10
*ST 莫高	0.02	0.17
春雪食品	0.04	0.43
海欣食品	0.06	0.48
味知香	0.06	0.58
阳光乳业	0.08	1.01
香飘飘	0.11	1.11
庄园牧场	0.13	2.08
克明食品	0.32	2.10
顺鑫农业	0.90	1.24

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照 24 年 2 月 29 日的股价估算：3 月基础化工、机械、电力设备及新能源等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 297、273、202 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 1.52%、1.43%、0.85%。

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 2 月 29 日

表7 2024 年 3 月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值（亿元）	占总市值比（%）
海欣食品	3.25	13.5%

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、钢铁、房地产、交通运输、综合。

表8 一级行业大额买入与资金流向（20240219-20240223）

	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	81.80%	42.80%	2.10%	2.90%
钢铁	80.80%	64.60%	-6.10%	21.00%
房地产	79.40%	26.70%	-1.30%	14.80%
交通运输	78.80%	80.20%	-6.90%	41.60%
综合	78.80%	51.90%	-2.40%	9.90%
电力及公用事业	78.70%	85.20%	-0.90%	7.00%
非银行金融	78.60%	32.50%	-3.40%	5.80%
有色金属	78.10%	59.30%	-0.60%	17.70%
建筑	78.10%	36.60%	-1.50%	40.30%
石油石化	78.00%	83.50%	-11.70%	17.70%
商贸零售	77.70%	11.50%	0.40%	34.20%
传媒	77.40%	12.30%	2.30%	15.60%
综合金融	77.30%	3.70%	-6.00%	7.40%
建材	76.90%	31.70%	-5.30%	58.80%
煤炭	76.80%	27.60%	-12.20%	82.30%
农林牧渔	76.70%	73.30%	-5.50%	46.50%
基础化工	76.60%	98.40%	-2.00%	46.90%
汽车	76.60%	79.80%	2.50%	52.30%
电力设备及新能源	76.20%	20.20%	-1.30%	8.60%
国防军工	76.10%	55.10%	-1.60%	54.70%
家电	76.00%	58.40%	-2.50%	75.30%
纺织服装	75.90%	2.10%	-3.70%	6.60%
机械	75.70%	44.40%	-0.70%	31.30%
计算机	75.70%	20.20%	-2.00%	21.80%
轻工制造	75.60%	36.60%	-1.50%	37.90%
消费者服务	75.10%	74.10%	-4.70%	30.90%
通信	74.90%	0.40%	-4.20%	27.20%
电子	73.70%	54.30%	-2.80%	11.10%
医药	72.90%	42.00%	-6.00%	27.60%
食品饮料	70.00%	18.10%	-2.20%	76.50%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

截至 2024 年 2 月 23 日, 机械、轻工制造、计算机、传媒、国防军工的行业拥挤度相对较高, 纺织服装和汽车的行业拥挤度上升幅度相对较大。

图1 行业拥挤度情况

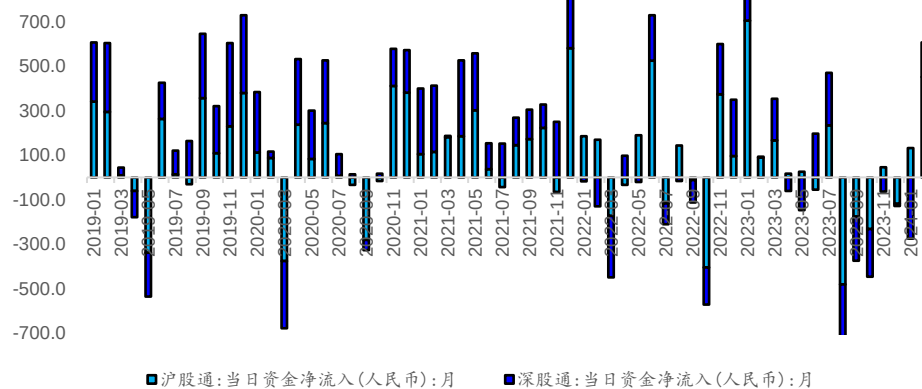
行业名称	20240223 拥挤度	20240208 拥挤度	拥挤度变化
机械	0.73	0.77	-0.04
轻工制造	0.72	0.74	-0.02
计算机	0.52	0.49	0.03
传媒	0.49	0.54	-0.05
国防军工	0.48	0.48	0
纺织服装	0.44	-0.24	0.68
石油石化	0.42	0.19	0.23
消费者服务	0.39	0.39	0
汽车	0.38	0.06	0.32
基础化工	0.38	0.4	-0.02
商贸零售	0.36	0.55	-0.19
电子	0.22	0.3	-0.07
医药	0.19	0.31	-0.12
综合	0.07	-0.22	0.29
电力及公用事业	0	-0.08	0.08
房地产	-0.02	0.13	-0.14
电力设备及新能源	-0.03	0.31	-0.34
建筑	-0.18	-0.15	-0.02
煤炭	-0.27	-0.58	0.31
钢铁	-0.3	-0.13	-0.17
食品饮料	-0.38	-0.4	0.01
农林牧渔	-0.54	-0.46	-0.07
通信	-0.55	-0.73	0.18
交通运输	-0.7	-0.61	-0.09
有色金属	-0.75	-0.68	-0.07
银行	-0.88	-1.06	0.18
非银行金融	-1.05	-0.97	-0.08
建材	-1.05	-0.77	-0.28
家电	-1.26	-1.08	-0.17

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

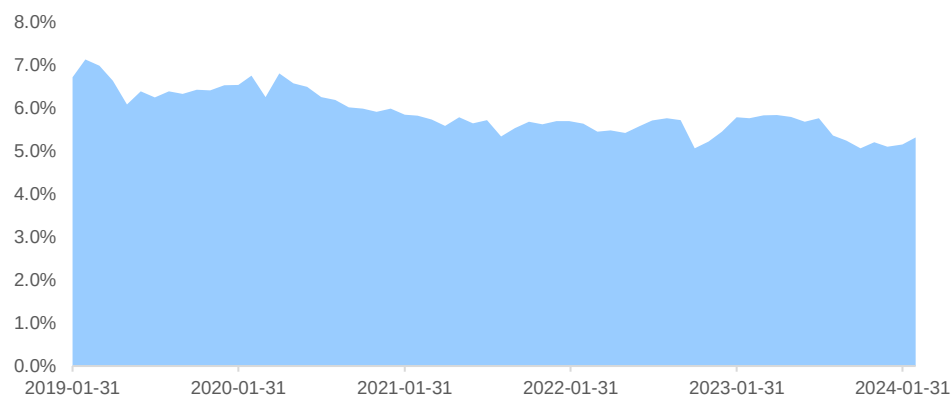
截至 2024 年 2 月 29 日，陆股通资金当月净流入 607.4 亿元（上月净流出 145.1 亿元），其中沪股通净流入 451.6 亿元，深股通净流出 155.9 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.31%，较上月提升 0.16pct。

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2月29日

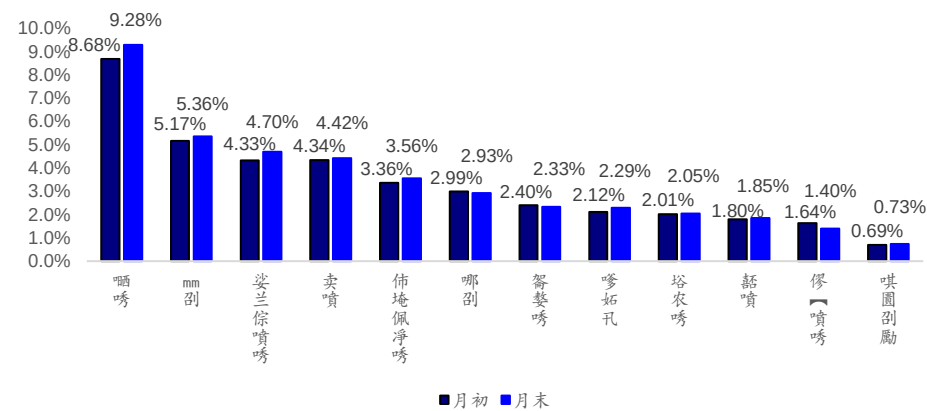
图18 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2月29日

乳品行业陆股通占比为 9.28%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，且本月增持幅度居于首位（0.60pct），陆股通持股占比靠后的子行业分别为其他酒类（0.73%）和烘焙食品（1.40%），其中烘焙食品月末较月初减持最多（-0.25pct）。

图19 食品饮料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 2 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（7.2%）、五粮液（4.5%）、山西汾酒（2.3%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（14.8%）陆股通占比最高，伊利股份（13.1%）和安井食品（11.1%）次之。其中，涪陵榨菜陆股通月末较月初减持最多（-0.69pct），伊利股份陆股通增持最多（0.74pct）。

表10 食品饮料板块陆股通持股情况

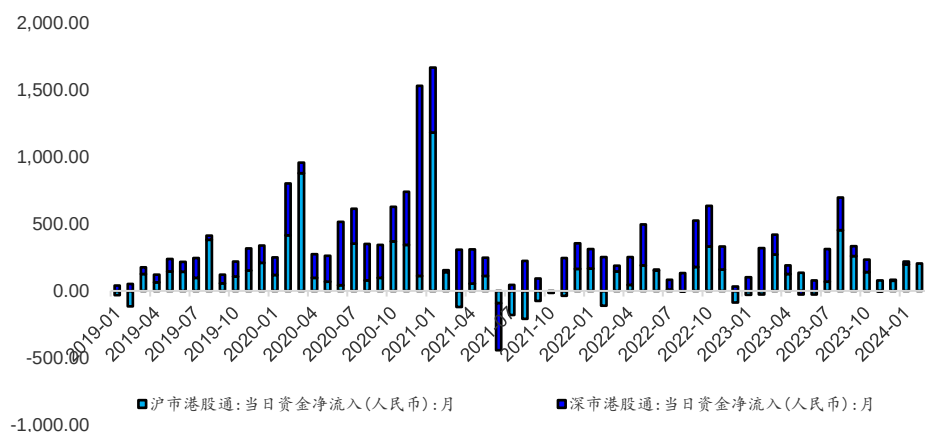
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.2	6.9	0.3	1	洽洽食品	14.8	15.4	-0.54
2	五粮液	4.5	4.2	0.32	2	伊利股份	13.1	12.4	0.74
3	山西汾酒	2.3	2.0	0.28	3	安井食品	11.1	10.7	0.32
4	泸州老窖	3.2	3.3	-0.11	4	东鹏饮料	8.3	7.7	0.63
5	海天味业	4.1	3.8	0.28	5	贵州茅台	7.2	6.9	0.30
6	伊利股份	13.1	12.4	0.74	6	重庆啤酒	5.7	5.9	-0.25
7	洋河股份	3.0	2.7	0.3	7	中炬高新	5.0	5.3	-0.27
8	古井贡酒	2.1	2.0	0.1	8	涪陵榨菜	4.2	4.9	-0.69
9	双汇发展	3.0	3.0	-0.04	9	安琪酵母	5.3	4.8	0.53
10	青岛啤酒	2.2	2.1	0.1	10	五粮液	4.5	4.2	0.32

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

2.3 港股通跟踪

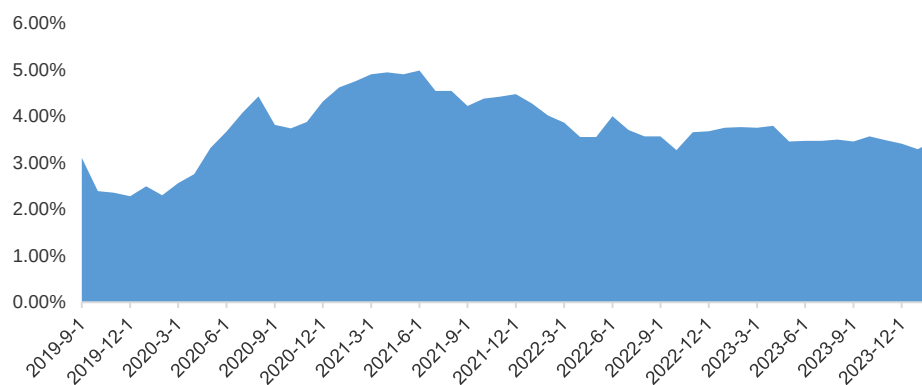
截至 2024 年 2 月 29 日，港股通资金当月净流入 223.22 亿元（上月净流入 206.16 亿元），必需消费板块市值占比为 3.47%，较上月上升 0.18pct。

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 2 月 29 日

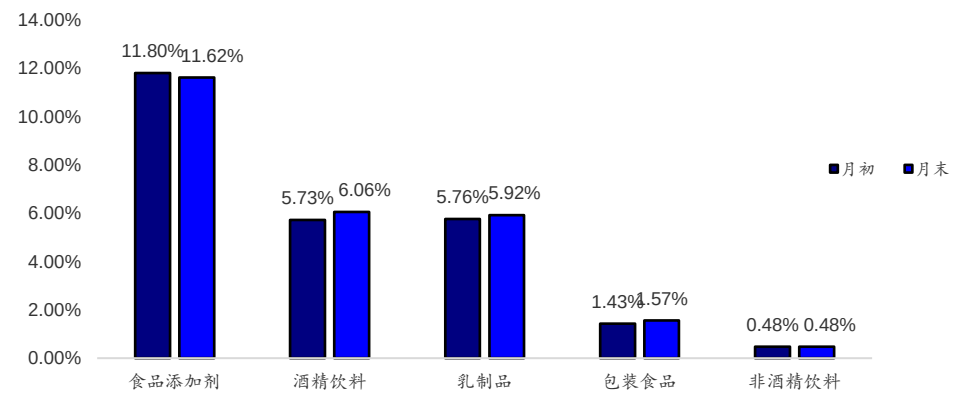
图21 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.62%，较月初减持 0.18pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.06%，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（1.57%）和乳制品（5.92%）。

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 2 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（0.1%）、华润啤酒（11.9%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（28.5%）港股通比例最高，华宝国际（20.0%）和周黑鸭（17.0%）次之。

表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	-0.08	1	青岛啤酒股份	28.5	27.0	1.46
2	百威亚太	0.1	0.1	-0.01	2	华宝国际	20.0	20.1	-0.07
3	华润啤酒	11.9	12.3	-0.34	3	周黑鸭	17.0	17.8	-0.79
4	青岛啤酒股份	28.5	27.0	1.46	4	颐海国际	14.9	14.8	0.07
5	蒙牛乳业	4.3	4.1	0.22	5	华润啤酒	11.9	12.3	-0.34
6	中国旺旺	0.2	0.2	-0.02	6	中国飞鹤	10.1	9.9	0.18
7	康师傅控股	1.2	1.0	0.19	7	优然牧业	8.9	8.9	0.03
8	中国飞鹤	10.1	9.9	0.18	8	中烟香港	8.2	8.3	-0.04
9	珍酒李渡	6.4	6.3	0.04	9	百果园	8.2	7.4	0.77
10	统一企业中国	1.2	0.9	0.28	10	阜丰集团	8.1	8.0	0.07

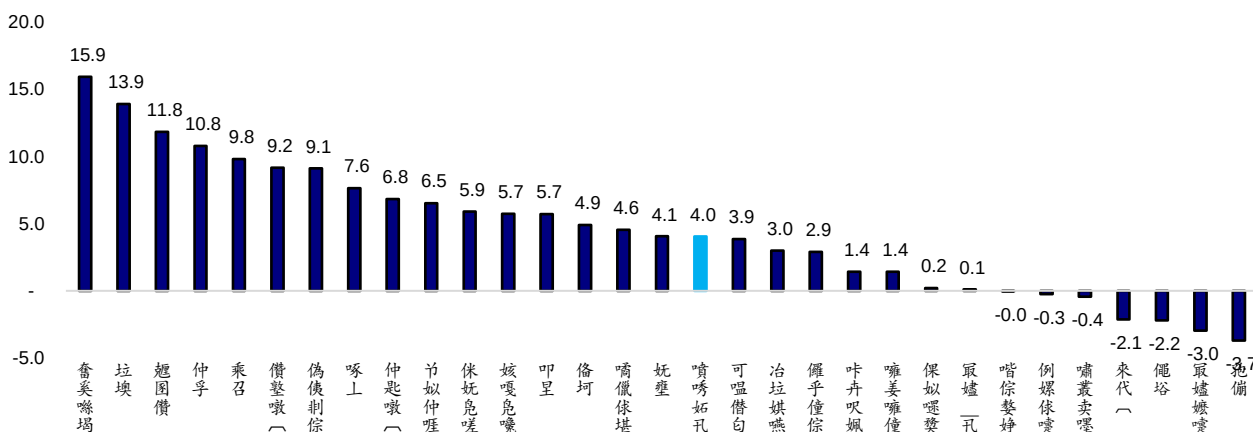
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

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，2 月多数行业收涨，其中医药生物（+15.9%）、通信（+13.9%）和计算机（+11.8%）涨幅居前，综合（-3.7%）、建筑装饰（-3.0%）跌幅靠前。食品饮料收涨 4.0%，在 31 个行业分类中位居第 17 名，较上月（-16.4%）提升 7 名。

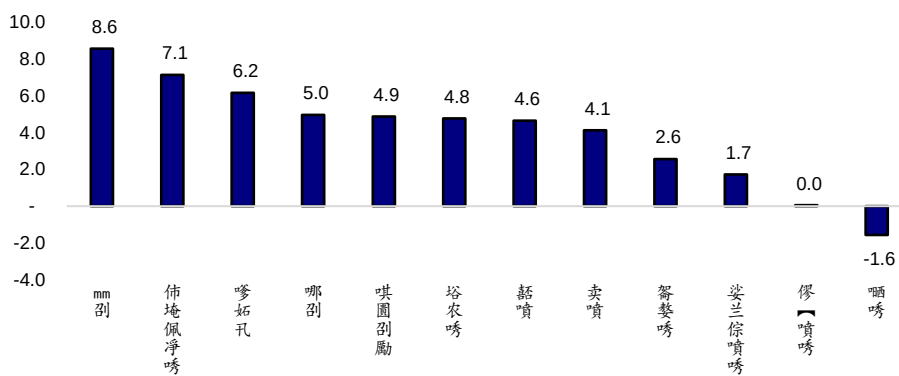
图23 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 2 月 29 日

2月食品饮料子行业除乳品以外全线收涨, 白酒(+8.6%)、调味发酵品(+7.1%)、软饮料(+6.2%)涨幅领先。

图24 A股食品饮料子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 2 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	21293	1695	5.6	1	迎驾贡酒	512	64	27.2
2	五粮液	5522	142	12.6	2	今世缘	674	54	21.5
3	山西汾酒	2843	233	16.5	3	海天味业	2261	41	19.8
4	泸州老窖	2587	176	19.7	4	泸州老窖	2587	176	19.7
5	海天味业	2261	41	19.8	5	重庆啤酒	317	66	17.8
6	伊利股份	1805	28	4.7	6	安井食品	256	87	17.5
7	洋河股份	1522	101	10.6	7	张裕 B	139	10	16.7
8	古井贡酒	1016	219	10.0	8	山西汾酒	2843	233	16.5
9	双汇发展	1012	29	2.7	9	青岛啤酒	868	80	15.2
10	青岛啤酒	868	80	15.2	10	涪陵榨菜	163	14	14.6

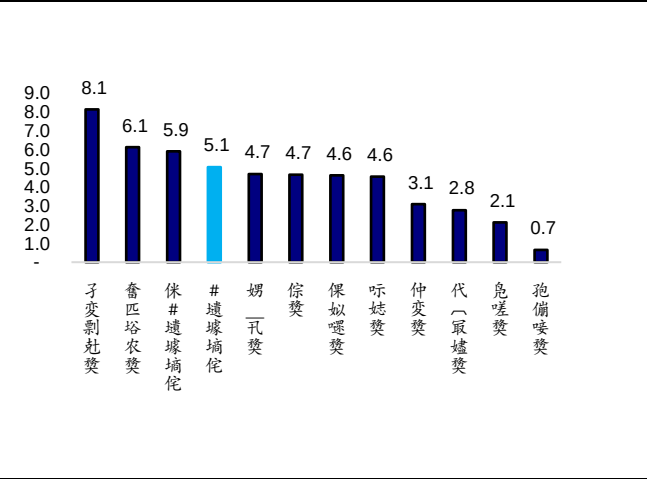
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

2 月份 H 股全线反弹，资讯科技业、医疗保健业涨幅居前。必需性消费（+5.1%）在 12 个一级行业中排名第 4 名，较上个月（-5.4%）提升 1 名。

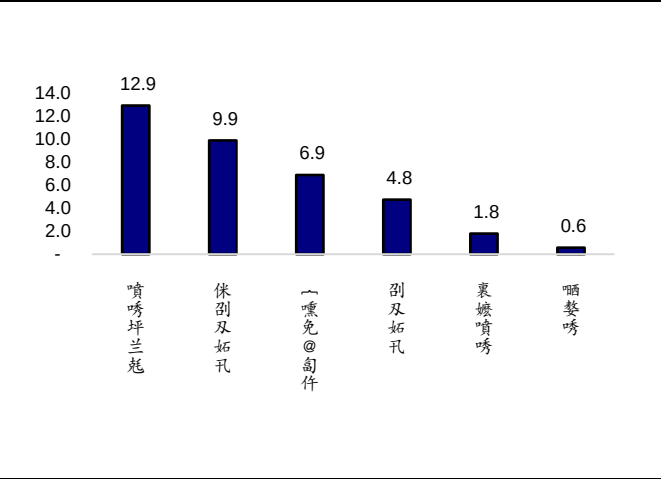
必需性消费子行业同样全线收涨，食品添加剂（+12.9%）、非酒精饮料（+9.9%）和超市及便利店（+6.9%）上涨最多。

图25 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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 2024 年 2 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

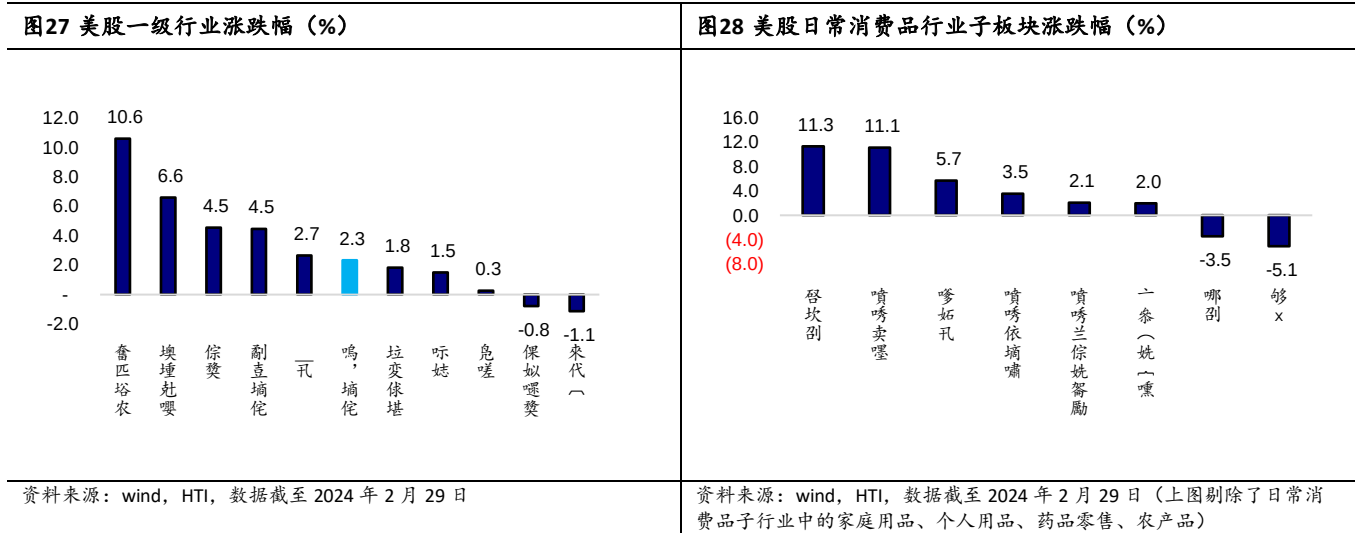
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	4993	44	4.8	1	华润啤酒	1101	34	20.6
2	百威亚太	1679	13	3.3	2	珍酒李渡	312	9	16.8
3	华润啤酒	1101	34	20.6	3	蒙牛乳业	774	20	14.2
4	青岛啤酒	956	50	12.8	4	阜丰集团	122	5	13.4
5	蒙牛乳业	774	20	14.2	5	青岛啤酒	956	50	12.8
6	中国旺旺	510	4	0.2	6	康师傅	492	9	12.5
7	康师傅	492	9	12.5	7	颐海国际	114	11	9.8
8	中国飞鹤	354	4	8.9	8	中国飞鹤	354	4	8.9
9	珍酒李渡	312	9	16.8	9	统一企业	203	5	7.3
10	锅圈	172	6	-35.1	10	第一太平	134	3	6.4

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

2 月美股一级行业多数上涨，医疗保健、信息技术、工业和可选消费涨幅领先。日常消费品行业收涨 2.3%，在 11 个美股一级行业排第 6 名，位次较上月（-5.2%）持平。

日常消费品子行业中，葡萄酒（+11.3%）、食品零售（+11.1%）、软饮料（+5.7%）反弹最多。



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

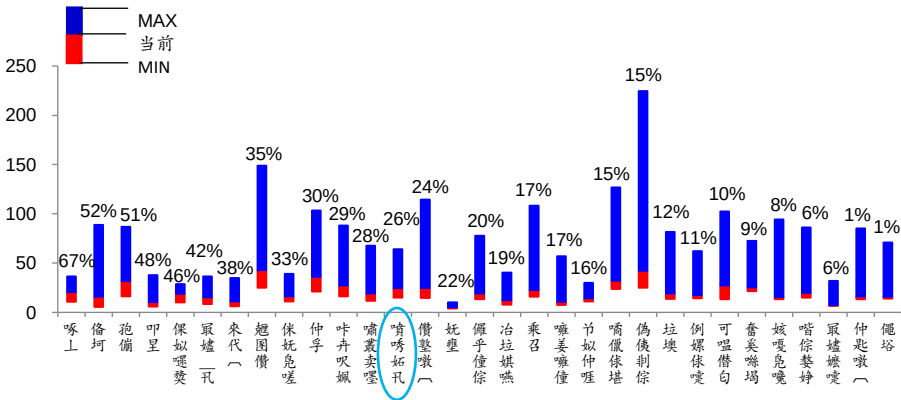
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4733	59	6.4	1	CELSIUS	189	82	63.6
2	帝亚吉欧	4215	151	5.6	2	SPROUTS FARMERS MARKET	63	62	24.0
3	开市客	3301	744	7.2	3	PILGRIMS PRIDE	75	32	17.2
4	可口可乐	2588	60	0.9	4	荷美尔食品	193	35	16.3
5	百事	2272	165	-1.1	5	兰卡斯特食品	57	207	12.6
6	可口可乐 凡萨瓶装	1631	97	2.2	6	CASEYS GENERAL STORES	113	304	12.2
7	菲利普莫 里斯国际	1397	90	-1.0	7	POST	63	104	12.2
8	百威英博	1049	60	-2.2	8	百富门	286	60	9.7
9	亿滋国际	984	73	-2.9	9	克罗格	357	50	8.2
10	奥驰亚	721	41	2.0	10	怪物饮料	616	59	7.4

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

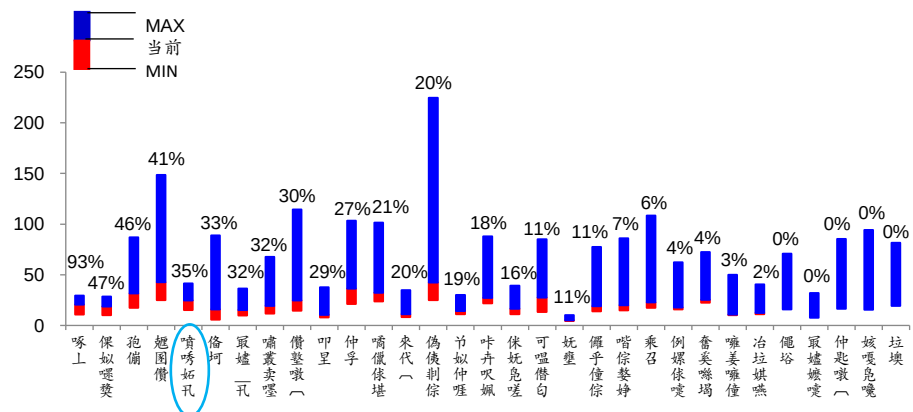
图29 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市
盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2024 年 2 月 29 日

截至 2024 年 2 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 6 个，包括环保、电力设备、建筑装饰等。食品饮料的 PE 历史分位数为 26%（24.8x），较上月末（19%，22.7x）提升 7pct，在 31 个行业中排名第 13 名。

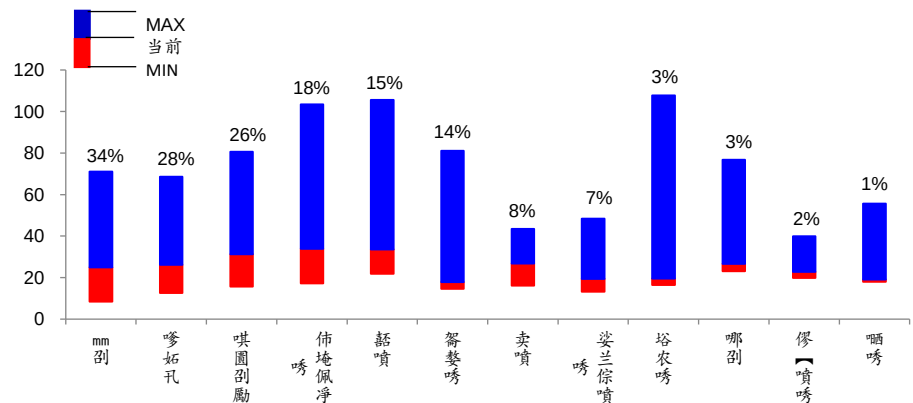
图30 A股一级行业市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2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11个，其中通信、有色金属和电力等行业历史估值最低；食品饮料的PE历史分位数为35%，较上月提升8pct，在31个行业中排名第5名。

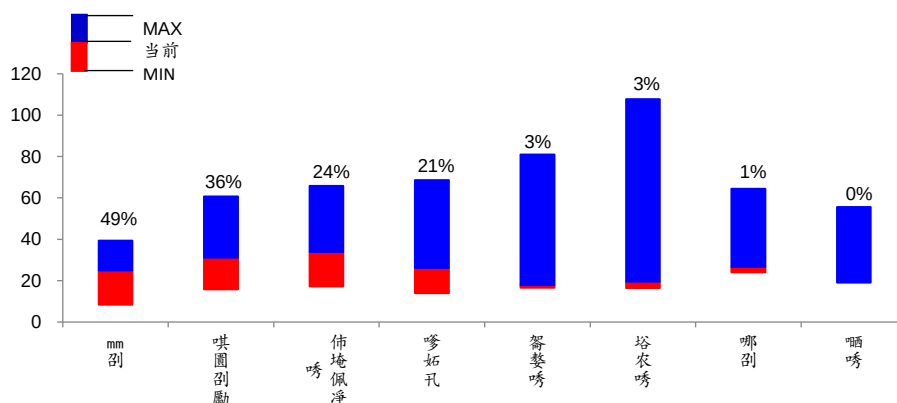
图31 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2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（1%）、烘焙食品（2%）、啤酒（3%）。PE绝对值最低的行业分别是肉制品（17.9x）、乳品（19.0x）、预加工食品（19.4x）。

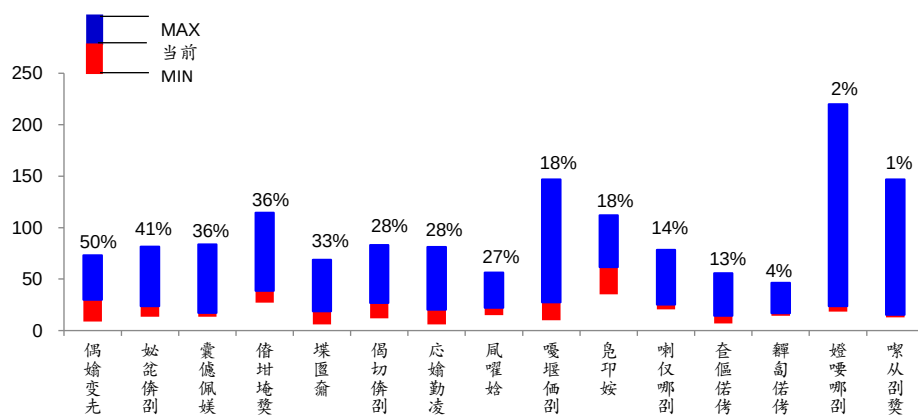
图32 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2月29日

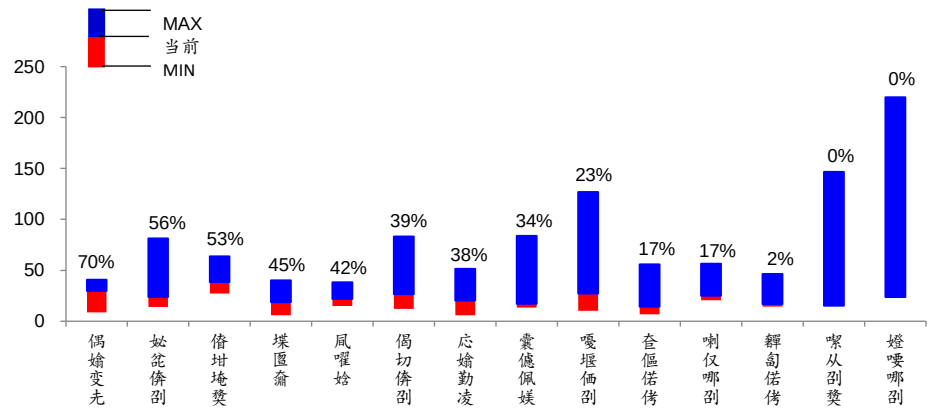
A股食品饮料子行业中PE历史分位数处于2011年至2019年10%以下的行业有乳品（0%）、啤酒（1%）和保健品（3%）。

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2月29日

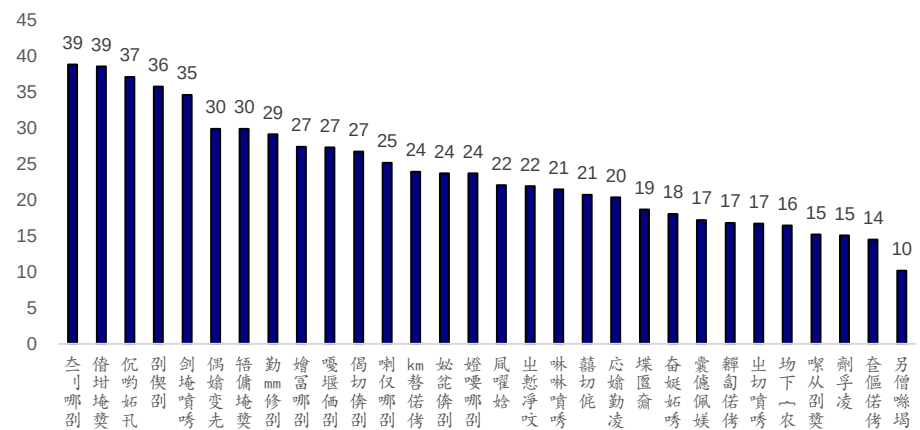
图34 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2月29日

截至2024年2月29日，A股市场食品饮料板块龙头企业的估值水平有所上升，A股龙头的估值中位数为23x（相较1月上升4x）。

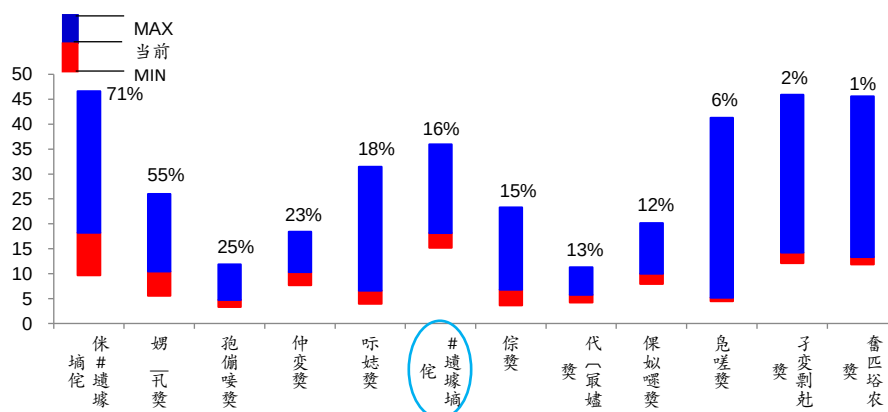
图35 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2月29日，剔除估值为负的中炬高新

4.2 H 股行业估值表现

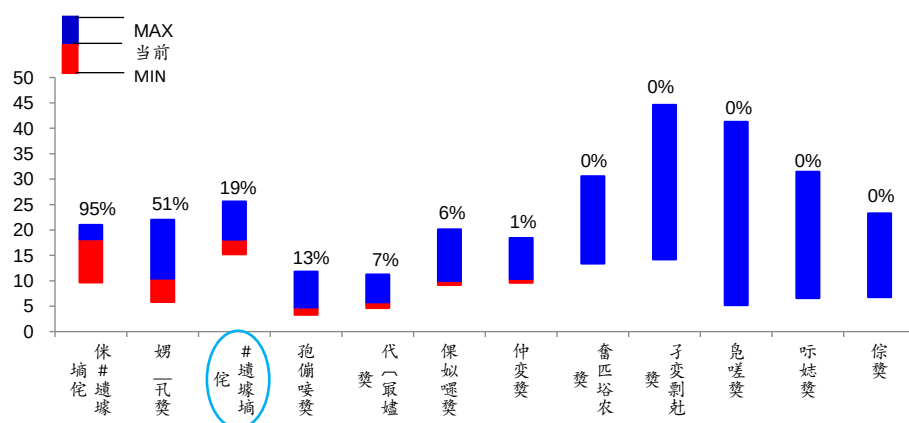
图36 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

截至 2024 年 2 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 16% (18.1x)，历史分位数较上月末 (7%，17.1x) 提升 9%，在 12 个一级行业中排名第 6 名。

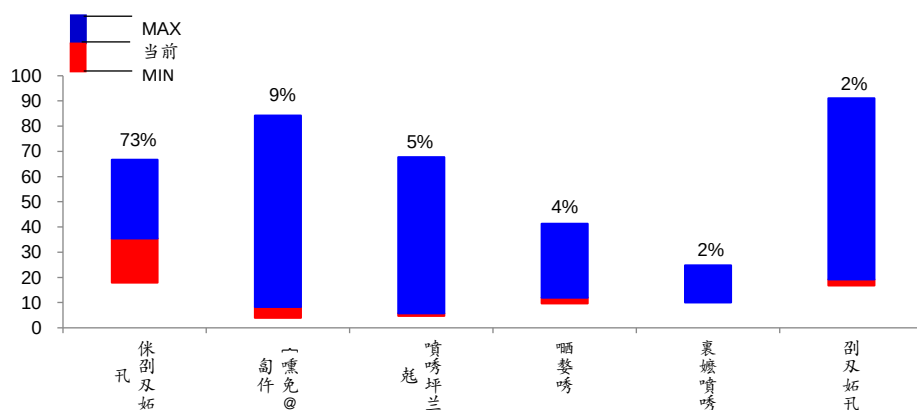
图37 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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 19%，较上个月提升 9pct，在 12 个行业中排名第 3 名。

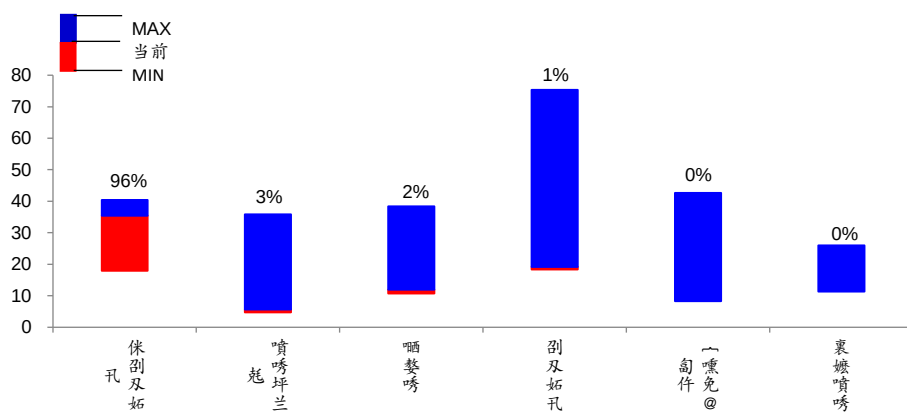
图38 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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（2%）、包装食品（2%）、乳制品（4%）等。PE 绝对值最低的行业分别是食品添加剂（5.7x）和超市及便利店（8.3x）。

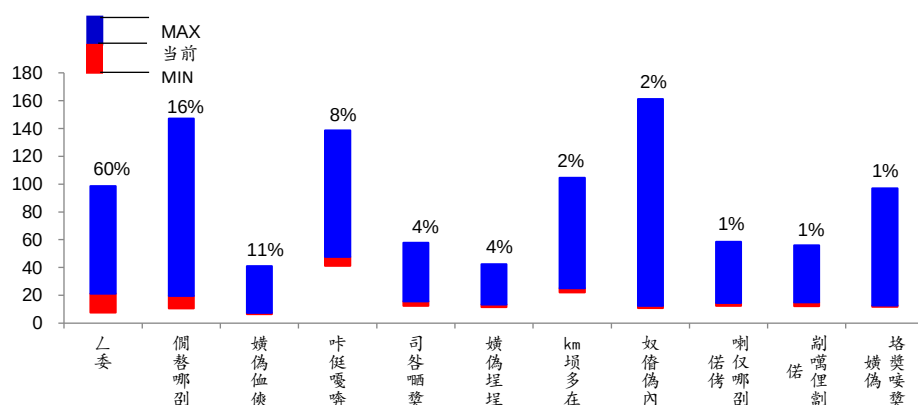
图39 H 股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

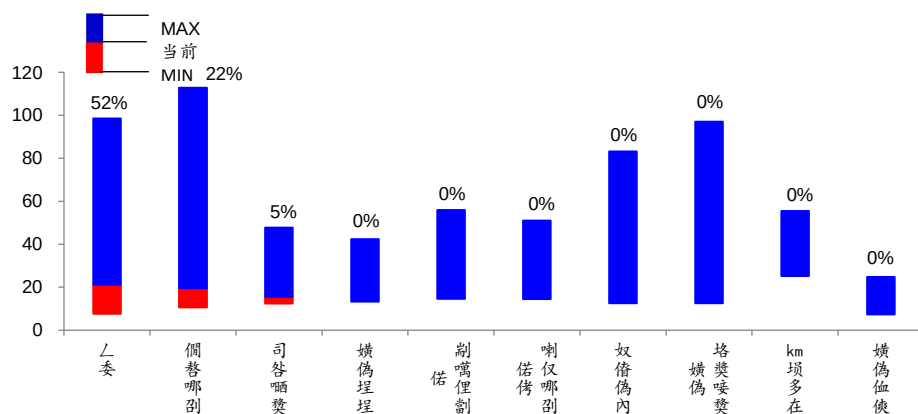
除非酒精饮料以外，其他 H 股必需消费行业 PE 历史分位数均处于 2011 年至 2019 年 10% 以下。

图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2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）

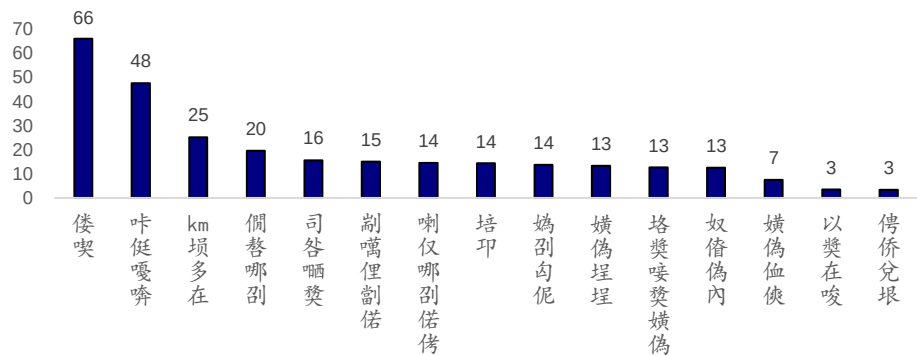
图41 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年2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2024年2月29日，港股估值中枢持平，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为14x（相较11月持平）。

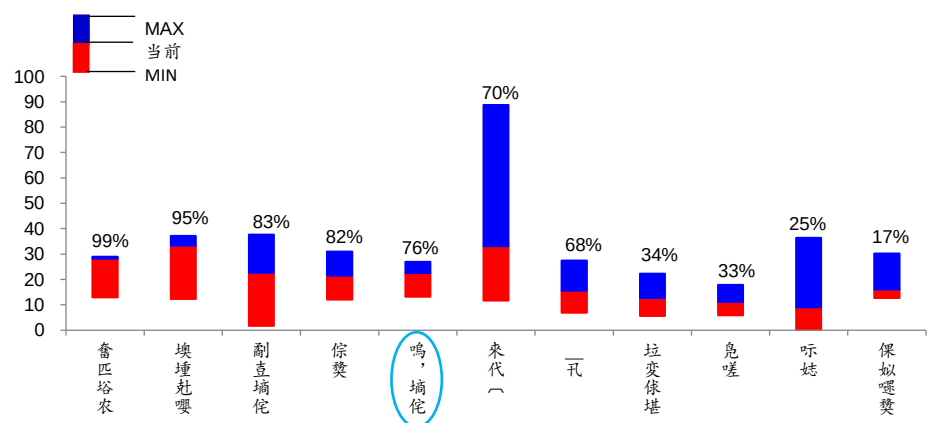
图42 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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

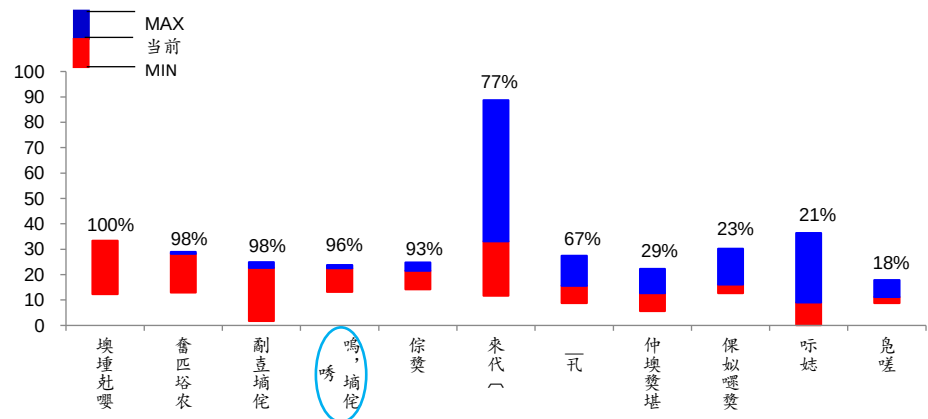
图43 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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 2024 年 2 月 29 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是公共事业（17%）、能源（25%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 76%（22.6x），历史分位数与上月末（53%，21.0x）提升 23pct，在 11 个行业中排名第 5 名。

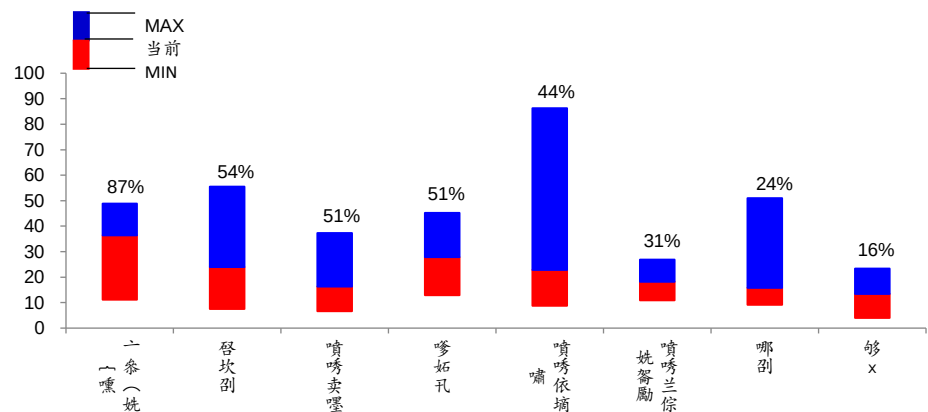
图44 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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（18%）、能源（21%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 96%，较上月提升 25pct，在 11 个行业中排名第 4 名。

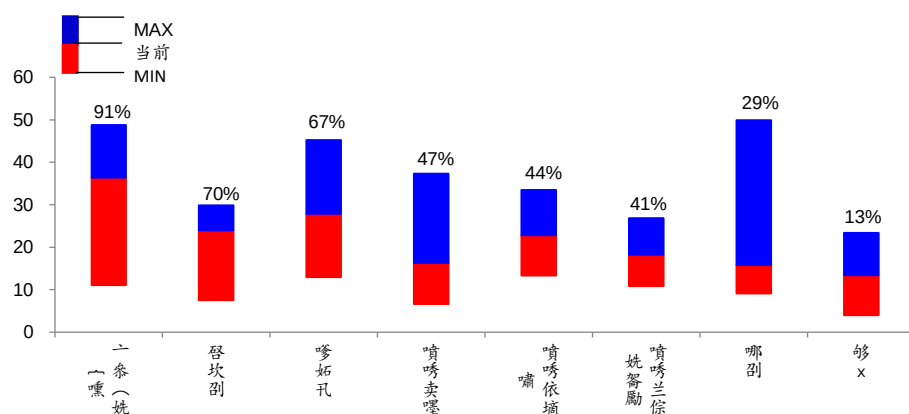
图45 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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（16%）、啤酒（24%）和食品加工与肉类（31%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（13.4x）、啤酒（15.8x）。

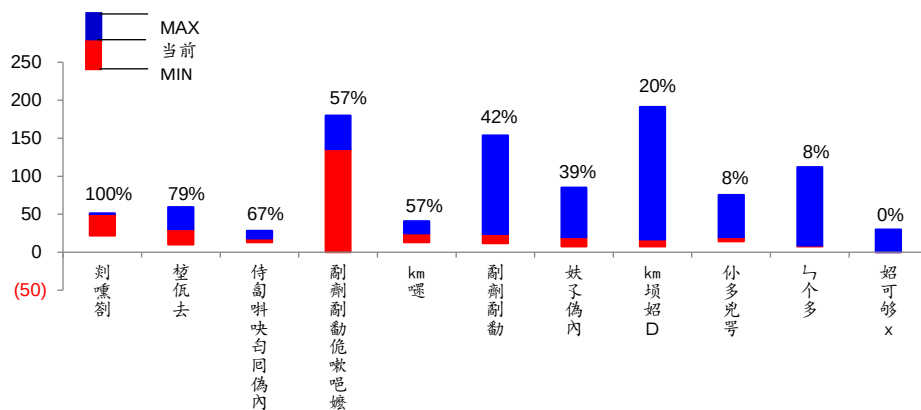
图46 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 月 29 日

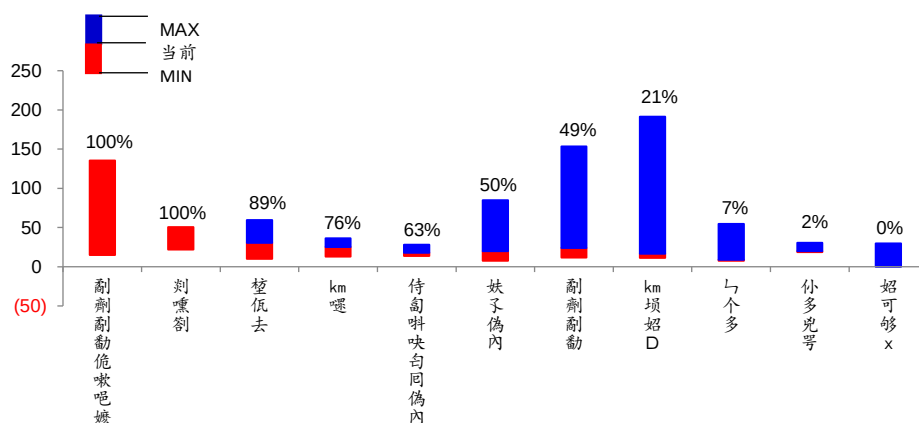
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（13%）和啤酒（29%）。

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 2 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）

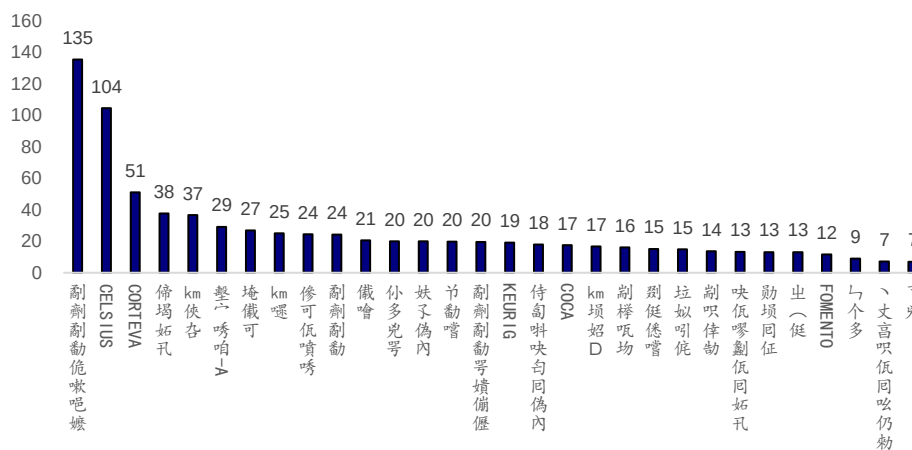
图48 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 2 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）

截至 2024 年 2 月 29 日，美股食品饮料板块估值中枢有所下降，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 19x（相较 1 月下降 1x）。

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 2024 年 2 月 29 日，剔除估值为负的英美烟草、泰森食品、斯马克

5 投资建议

表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	2.7	96	52	52
五粮液	2.7	55	50	50
泸州老窖	2.4	60	60	50
山西汾酒	1.4	50	41	6
海天味业	1.4	52	48	52
洋河股份	3.7	60	60	60
伊利股份	3.7	70	71	70
古井贡酒	1.4	50	51	41
双汇发展	6.0	99	92	128
青岛啤酒	2.2	48	48	46
东鹏饮料	1.1	56	101	
今世缘	1.3	36	36	36
迎驾贡酒	1.7	52	52	59
重庆啤酒	4.0	100	83	
安井食品	2.1	30	30	30
舍得酒业	1.8	30	21	26
安琪酵母	1.5	33	32	30
汤臣倍健	1.1	22	68	73
水井坊	1.5	30	30	80
养元饮品	7.2	155	120	96
口子窖	3.5	58	52	56
燕京啤酒	0.9	64	49	31
百润股份	2.5		56	108
中炬高新			31	61
酒鬼酒	2.1	40	47	46
老白干酒	1.6	39	35	43
绝味食品	0.8	49	36	43
洽洽食品	3.0	52	46	50
涪陵榨菜	2.1	38	78	
H股				
农夫山泉	1.8	91	68	37
百威亚太	2.3	55	42	73
华润啤酒	1.9	41	39	39
蒙牛乳业	2.3	29	29	31
康师傅控股	5.9	198	166	100
中国旺旺	3.9	106	40	100
中国飞鹤	7.9	47	50	30
统一企业中国	7.6	119	115	101
颐海国际	1.9	26	30	30
第一太平	6.9	31	31	21
阜丰集团	11.7	41	35	34
中烟香港	2.1	37	17	29
中国食品	4.5	50	50	50
周黑鸭	6.7		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。

受益于 2024 年春节时间较长，返乡人数较多，春节白酒消费超预期，主要反应在聚饮、宴席和送礼场景超预期，少部分区域反馈商宴的春节送礼环比也有所恢复。白酒持续分化，高端酒和优质地产酒表现较好，次高端相对较弱。大众聚饮和宴席有明显降级，从中端价位段降级至更具性价比价位段，商宴和送礼也更讲究性价比，各酒企也加大了旺季投放力度。受益于春节超预期动销表现，渠道出货和资金回笼较快，前期高库存有所下降，缓解了行业风险和压力。除部分次高端酒外，各酒企经销商在春节后基本完成打款目标，一季度打款目标预期也能顺利完成。2023 年 11 月飞天茅台对非直营渠道进行提价，2024 年 2 月 5 日五粮液对第八代五粮液执行提价 50 元，对白酒市场批价企稳有提振作用。春节后茅台飞天批价维稳，其他主要白酒批价仍有一定向下压力，近期剑南春、郎酒、今世缘、汾酒、舍得等多家公司释放提价信号，抢占渠道资源，维稳市场秩序，预期将有更多公司加入。

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，行业进一步整合，预期费用投入持续投放，并更关注终端消费者的获取（变相价格战），行业持续洗牌阶段。我们预期 2024 年贵州茅台仍维持中双位数增长，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 年有望实现 20%左右增长，受益于春节加大投放，在其主力区域包括西南、华北和华东等地实现较好的终端动销和开瓶率，春节期间表现超过 20%，终端出货也加大了泸州老窖的回款速度，预期在一季度末回款比例有望达到 35-40%。我们预期珍酒李渡 2024 年维持 20%收入增长和 25%利润增长，2024 年公司将持续加大中端主力产品珍 15 的市场培育和终端动销，高端产品珍 30 将从团购渠道进入流通渠道带来增量，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。酒鬼酒省内库存去化基本结束批价维稳，省外仍面临批价下行和省外库存去化的问题，公司的渠道改革、库存和白酒行业竞争加剧影响经销商打款，2024 年春节没有打款要求，以自然回款为主。

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/酒鬼酒对应 2024 年 PE 估值为 24.1X/16.2X/15.9X/14.4X/23.0X。2024 年我们判断整体白酒需求承压，白酒个股进一步分化，呈旺季脉冲式行情，有多空机会。短期我们认为白酒消费进入淡季，白酒企业以维稳批价，深耕渠道和消费者建设为主，核心白酒公司一季度业绩确定性较高，近期白酒估值已有所回升，预期部分白酒仍有估值上提的空间，优质标的股价仍有少量上行空间。

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。

春节期间白酒动销好于节前悲观预期，但整体表现平稳。受益于走亲访友以及聚饮宴席等刚性需求，大众酒动销占据绝大多数，且品牌加速向主流名酒回归。在购买力减弱且消费意识趋于理性的驱动下，消费者更加注重性价比和实际需求。节前通过下发提价预期、加大返利、获得免息协议及费用支持等多样化的激励政策，经销商的回款、发货如期进行，但终端店不压货成为常态，预计后期经销商会维持高库存运行。酒说媒体调研结果显示，69%的经销商反馈春节期间库存去化效果一般，67%的经销商对今年行业持中性或谨慎态度。批价和渠道利润方面，春节前后渠道出货以走量为主，回笼资金，节前批价下跌，节中批价趋稳，节后略有回升。据酒眼观酒调研显示，92 份样本中约 65%酒商表示价格倒挂现象严重，对微薄的渠道利润持不满意态度。据调研反馈，2023 年 1-10 月白酒规模以上企业收入 5477 亿元，同比增长 10%，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%，预计行业集中度将会持续提升。

批价跟踪方面，本月不同品牌白酒批价走势分化，飞天整箱、散瓶批价+35/+25 元，精品酒、茅台 1935 批价-20/-15 元，八代普五批价+5 元，青花郎批价+10 元，青花复兴版批价+50 元。次高端白酒，青花 20 批价+10 元，水晶剑批价+10 元，井台、品味舍得批价+10/+5 元，但红坛批价-15 元，内参、国缘对开、古 20、古 5、珍十五、红花郎 15 价格均有小幅下跌。

截至 2 月 28 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 24.5X，位于 2011 年以来的 42%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%/27%/12%/38%/16%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 17.5X/21.2X/16.3X/12.1X。

表16 重点白酒公司批价一览

	2024/02/26	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)	2990	0	35	30	10
		飞天53°(散)	2720	0	25	0	-30
		茅台精品53°	3310	-20	-20	-20	10
		王子普王53°	260	0	5	5	15
		茅台1935	915	-15	-15	-35	-245
五粮液		第八代普五52°	938	3	5	-10	-17
		交杯52°	1230	0	5	5	-150
		1618 52°	915	7	5	15	-28
泸州老窖		国窖1573 52°	850	0	0	0	-50
		窖龄60 52°	245	5	5	5	5
山西汾酒		青花30复兴版	860	0	50	50	70
		青花20 53°	335	5	10	15	-20
洋河股份		梦之蓝M6+ 52°	520	0	0	-10	-110
		梦之蓝水晶版52°	375	0	0	-5	-35
		天之蓝52°	278	0	0	0	-18
今世缘		海之蓝52°	100	5	5	-25	-25
		国缘四开 42°	365	0	0	-15	-45
		国缘对开 42°	165	0	-5	-5	-85
古井贡酒		古20 52°	470	5	-5	15	-10
		古16 50°	320	0	0	0	0
		古8 45°	180	0	0	-15	-30
		古5 50°	95	0	-5	-5	-25
口子窖		口20 41°	300	0	0	10	-20
		口10 41°	200	0	0	0	-15
		口6 41°	95	0	0	-15	-10
舍得酒业		品味舍得 52°	310	5	5	5	-25
酒鬼酒		内参 52°	725	-5	-5	15	-35
		红坛 52°	300	0	-15	-15	10
水井坊		井台 52°	410	10	10	-15	-10
		臻酿八号 52°	295	0	0	20	5
珍酒李渡		珍十五53°	325	-5	-5	-15	-15
习酒		窖藏1988 53°	460	-5	-5	-5	-30
		青花郎20 53°	840	10	10	20	-15
郎酒		红花郎15 53°	440	0	-5	-50	-40
		国台15年 53°	615	-5	-5	25	-35
国台		国台国标15 53°	300	0	0	0	0
剑南春		水晶剑 52°	370	0	10	0	-10
金沙酒业		摘要 53°	515	0	0	-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。

春节期间，受益于返乡潮和旅游出行火爆，部分低线城市的啤酒动销较高线城市反馈更为积极，但因去年阳康后的补偿性消费影响，行业基数压力抬升，叠加春节错峰下的备货节奏差异，估计青啤、华润单月录得中双位数至高双位数的销量下滑，预计行业将在 5 月逐步走出高基数区间。结构层面，春节档酒企加大对中高档产品的费用投放，有意识地推动高端化，在居民消费趋于理性的环境下，行业升级增速换挡但方向不改。

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

升，纯生实现 100 万千升，公司实现百亿盈利；青岛啤酒股东大会提出产品结构持续优化战略，经典目标 300-400 万吨，纯生目标 100 万吨，白啤目标 50 万吨；燕京啤酒积极推动 U8 放量，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 20%，当前各家酒企已完成全年锁价工作，大麦降幅在 10-15% 之间；包材部分，浮法玻璃同比仍在高位，铝材回落中个位数，瓦楞纸年跌幅超过 10%，成本下行趋势已定，预计吨成本小幅改善。费用端，各家酒企更加重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，预计费用率保持稳定或小幅波动。

截至 2 月 28 日收盘，啤酒指数（851232.SI）PE TTM 为 26.9X，位于 2011 年以来的 1.4% 分位，触及区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，重点关注高端化确定性强、有望增加分红比例的青岛啤酒；次高及以上销量增长明确，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，青岛啤酒/重庆啤酒/华润啤酒对应 2024 年 PE 估值为 20.5X/19.1X/15.7X。

乳制品行业：肖韦俐认为 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：我们在 2 月份需求月报中提到，春节期间液态奶各品牌折扣力度均较大，价盘均有走低，春节后基本恢复正常。渠道调研显示春节期间液态奶动销整体高单位数增长，部分品类如礼盒装高端白奶动销更优于整体。动销表现良好，对渠道前期库存有所消化，渠道库存天数有所降低，出厂口径增速仍落在中低单位数。

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，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 4.5%。我们预计原奶价格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。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。

即使伊利、蒙牛长期维持收入低速增长，但长期来看费用缩减仍将使利润增长比收入亮眼。同时伊利有 3.68% 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。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，多数厂家老产品价盘松动，乱价现象较为严重；2024 年，因市场操作难度大、利润吸引力减弱等因素，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 14.76X/ 10.82X/ 6.37X，股息率 TTM 分别为 3.68%/2.26%（2024 年可能提高）/7.89%。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 4%/4%/11%。

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 2 月春节长假期，出行人数超预期，带动餐饮消费总体超预期，其中社会餐饮大多歇业过年，连锁餐饮成为最大受益者。餐饮带动调味品 B 端动销和库存去化，判断行业库存水平环比下降至接近合理水位。

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。

海天味业正在进行 1-2 年的改革期，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。近期已有所进展，通过渠道调研，我们看到经销商信心有所恢复，2024 年将增加 1 个点的经销商奖励，渠道库存也控制在合理范围内。海天味业 2024 年增速目标为 10%，渠道端，通过开发餐饮经销商质控终端以便导入产品，零售经销商优化后也继续推动下沉，并增加经销商完成度和库存水平考核；此外，成立针对定制化需求成立餐饮部门，新招聘几十人，目标开发 10 个 500 万以上大客户。中炬高新自 4Q23 开始改革，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。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。渠道调研，中炬高新短期渠道和产品端动作不多，以自然出货为主，1-2 月动销端和出货端呈双位数增长。随着中炬高新的内部改革进一步推进，有望实现业绩释放，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 beta 端跟随餐饮端恢复，个股有 alpha 机会，短期我们认为调味品行业有一定压力，主要因为业绩或仍有下调空间和相对估值较高。

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 32.5X/25.5X/42.4X/19.4X。

运动鞋服行业：寇媛媛认为运动鞋服行业增速呈中单位数至高单位数，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。

受到过去 2 年 1-2 月高基数影响，我们预期运动行业 1-2 月总体增速在低单位数至中单位数，部分子赛道如户外、儿童等增速高于行业平均。运动服饰公司重视对库存的把控，其中头部公司自 3Q23 开始以去库存为主要运营方向，减少对经销商的出货，目前总体行业库存处于合理水位，且库龄结构比较健康。主流企业折扣率水平并没有恶化，反而线下有所恢复。

展望 2024 年，我们预期运动鞋服行业增速呈中单位数至高单位数，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，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。欧文系列将于 3 月初全球上市，有望带动安踏品牌在篮球品类的表现，助力店铺运营能力和总体利润率将有望进一步提升。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，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 11.7X/16.9X/8.6X/15.9。

养殖行业：宋琦 3 月月度观点为

1) 生猪养殖：中性。中性。猪价旺季不旺，产能持续去化。根据调研，2023 年腌腊旺季猪肉消费量有较为明显的减少，生猪价格旺季不旺。结合目前生猪供给量大，以及春节期间猪价反弹乏力，我们预计行业或将继续亏损。参考 1H23 能繁母猪存栏量降幅较小，且 1-3Q23 行业投苗量较高，我们预计 1H24 生猪供给压力仍然较大。目前看来，能繁母猪产能去化趋势加深，我们预计 2Q24 之后有望出现猪周期的底部拐点。

2) 白羽鸡行业：中性。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：汪立亭、李宏科、许樱之发布报告：《校外培训管理条例（征求意见稿）》发布，教育板块有望迎来估值修复。

2024 年 2 月 8 日，教育部发布《校外培训管理条例（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）公开征求意见的公告，我们认为本次管理条例主要有以下变化：

本次《征求意见稿》未提及“高中阶段参照执行”。《征求意见稿》是针对 2021 年 7 月 24 日国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称“《双减》”）的补充，进一步完善和规范校外培训管理制度。《“双减”》规定，对高中阶段学科类培训机构管理参照意见执行。此次《征求意见

稿》未提及高中阶段学科类培训。中国民办教育协会会长刘林在接受界面教育采访时表示，已经推进多年的义务教育均衡发展战略取得了显著成果，而高中阶段在“十三五”才完成了初步普及，校际差异、区域差异很大。因此，对于如何“参照”义务教育阶段双减有关规定，刘林建议，先由各地根据本地实际情况开展不同形式的试点，总结经验基础后再在全国范围施行。我们认为高中阶段学科类培训，在地方管理上有望有所松动，行业供给出清背景下，龙头有望受益。

概念更为清晰，明确校外培训办学的许可程序。①定义：明确定义校外培训以中小学生和3至6岁学龄前儿童为对象，以提高学业水平或者培养兴趣特长等为主要目的，校外培训按照学科类和非学科类实行分类管理。②从事人员：明确提出幼儿园、中小学在职教师、教研人员不得从事校外培训活动，其中“教研人员”系首次出现在不得从事校外培训活动的范围。③审批部门：校外培训办学许可可由各县级以上教育行政部门审批，利用互联网开展培训需由省级政府教育行政部门审批。非学科类校外培训办学许可，在向教育行政部门申请许可前，应当报同级行业主管部门审核同意。④时间：校外培训应当安排在培训所在地中小学教学时间之外的时间，不得占用国家法定节假日、休息日及寒暑假假期组织义务教育阶段学科类培训。

加强资金监管，将预收费用纳入监管。《征求意见稿》指出校外培训机构采用预收费方式收取费用的，应当将预收费用纳入监管。面向义务教育阶段的学科类校外培训机构，应当登记为非营利性法人。此外，《征求意见稿》指出校外培训机构融资及收取的费用，应当主要用于培训业务活动、改善培训条件和保障员工待遇，明确融资用途。

鼓励满足合理培训需求，基调较为积极。《征求意见稿》指出鼓励、支持少年宫、科技馆、博物馆等各类校外场馆（所）开展校外培训，丰富课程设置、扩大招生数量，满足合理校外培训需求；并指出县级以上地方人民政府应当完善经费保障机制，通过多种方式，引入质量高、信用好的非学科类校外培训机构参与学校课后服务，满足学生多样化需求。对比《“双减”》中提到，充分利用社会资源，发挥好少年宫、青少年活动中心等校外活动场所在课后服务中的作用，整体基调更积极，鼓励意向更明确。本次管理条例在推进治理规范化的同时，正视广大学生的合理需求，着力于使非学科类培训成为学校教育的有益补充。

投资建议。本次文件未提及对学科类教培机构发放牌照，行业供给出清背景下，现有的持牌网点高中业务有望充分受益。《征求意见稿》中刚性规定主要针对义务教育学科类培训，强调非学科类培训为学校教育的有益补充，对非学科类培训释放积极政策信号，教育板块估值有望修复。建议关注：学大教育、昂立教育、凯文教育、思考乐教育、卓越教育、新东方、好未来、高途。

家电行业：陈子仪近期观点：更强的需求韧性使家电板块具备穿越牛熊从而长期稳定增长的能力。

与沪深300指数相比，继23年取得20个点超额收益后，24年1月家电板块延续增势，超额收益超5个点。其中白电龙头表现突出，取得6-23%的绝对收益。我们重申此前观点，A股家电龙头在市场较弱阶段往往取得更好的相对收益，耐用必选属性使其具备更强的需求韧性，好的竞争格局保障其利润的稳定性，使其具备穿越牛熊从而长期稳定增长的能力。继续重点关注海信家电、美的集团、海尔智家、格力电器等白电龙头。继续看好兼具 β 和 α 的石头科技和赛特新材。

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，重点关注小熊电器、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。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，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：修炼内功积极求变提升市占，家居龙头多向拓展未来可期。

根据我们测算，假设 24-28 年我国全国住宅销售面积保持在 8-9 亿平方米水平下，定制橱柜、定制衣柜、木门、床垫仍能维持个位数增长空间，增长驱动力主要来自存量消费占比提升、客单值增长。具体来看，假设 2028 年全国住宅销售面积 8.2 亿平方米、新房二手房销售比例 5:4、单套房平均面积 100 平方米的情况下，预计定制橱柜的市场规模将从 23 年的 1252.6 亿元提升至 28 年的 1688.2 亿元，CAGR 为 6.2%；定制衣柜的市场规模将从 23 年的 2098.7 亿元提升至 28 年的 3176.5 亿元，CAGR 为 8.6%；木门的规模将从 23 年的 1111.4 亿元提升至 28 年的 1370.2 亿元，CAGR 为 4.3%；床垫的市场规模将从 23 年的 695.0 亿元提升至 28 年的 928.9 亿元，CAGR 为 6.0%。

客流量测算：1) 定制：各产品的客流量由工程渠道、整装渠道、零售渠道的新房和旧房需求构成。工程渠道：工程渠道各产品客流量为精装房套数乘品类配套率计算所得。结合奥维云网公众号数据，我们假设 2020 年精装房橱柜配套率增长至 95.9%，17-18 年增速+4pct，19-20 年增速+2pct；2020 年木门配套率增长至 98.7%，17-22 年保持增速+0.5pct；假设精装房衣柜配套率为 15%。整装渠道：整装渠道客流量为毛坯新房套数、旧房翻新套数乘对应整装渗透率计算所得。假设新房、旧房 20 年整装渗透分别为 30%/20%，16-20 年增速为+3pct，21-28E 年增速为+4pct。零售渠道：零售渠道分为新房装修与旧房改造需求，结合各品类定制家居产品的渗透率计算所得。新房零售需求为未选择整装的毛坯新房需求和精装新房未配套产品的需求，旧房改造需求为未选择整装的二手房交易后翻新需求和存量房翻新需求。旧房改造中，假设 85% 的交易二手房有翻新需求，16 年有 0.5% 的存量房有翻新需求，存量房翻新需求率保持+0.1pct 的年增长。假设 20 年橱柜、衣柜、木门改造需求占比 70%/50%/50%，保持+3pct 的年增速。定制家居渗透率方面，根据奥维云网，我们设 20 年橱柜、衣柜、木门渗透率分别为 60%/40%/90%，橱柜和衣柜 16-20 年保持+3pct 的年增速，21-28E 保持+4pct 的年增速，木门渗透率 17-23E 保持+3pct 的年增速。2) 床垫：均为零售需求，床垫总需求量=新房销售带动床垫需求量+二手房销售带动床垫需求量+旧改房带动的床垫需求量+存量房更新带动床垫需求量；每套房屋交易能够带动 1.5 张床垫需求；2020 年及以前存量房更新带动床垫需求量=床垫总需求量-新房销售带动床垫需求量-二手房销售带动床垫需求量-旧改房带动的床垫需求，且存量房床垫更新占比=存量

房更新带动床垫需求量/存量房套数；自 2021 年起存量房床垫更新占比以每年较前年提高 0.3% 的增速增长。

单价假设：各渠道、各品类市场规模由需求套数乘单套房需求套数乘单价计算所得。假设橱柜需求量为每套房 1 套，衣柜需求量为每套房 2 套，木门需求量为每套房 5 樘。工程渠道单价：假设橱柜 20 年单套售价 4500 元，每年递增 150 元；假设衣柜 20 年单套售价 5000 元，每年递增 200 元；假设木门 20 年单樘售价 640 元，每年递增 30 元。整装渠道单价：假设橱柜 20 年单套售价 5000 元，每年递增 150 元；假设衣柜 20 年单套售价 5400 元，每年递增 200 元；假设木门 20 年单樘售价 720 元，每年递增 30 元。零售渠道单价：假设橱柜 20 年单套售价 10000 元，每年递增 300 元；假设衣柜 20 年单套售价 10800 元，每年递增 200 元；假设木门 20 年单樘售价 1600 元，每年递增 100 元。床垫单价逐年提升，但增速逐年下滑 0.1%。

纺织服装行业：盛开、梁希近期发布专题报告：纺织服装行业海内外估值对比梳理。

我们深入探讨了①欧美运动龙头 Nike 和 Adidas 历史每个阶段的估值变化驱动因素、②运动成长企业 Lululemon、Deckers、On Running 保持显著估值溢价的原因、③欧洲休闲服龙头 Zara、H&M 的成长历史和分红回购变化，从而对国内优质品牌服饰企业的发展和市场定价提供借鉴和参照。

海外运动龙头 Nike、Adidas PE 驱动关键：区域扩张、供应链改革、渠道改革、产品线拓宽。

1) 2005 至 2023 年底 Nike 和 Adidas 的 PE 估值中枢由 15-16X 抬升至 25-27X（剔除疫情后业绩波动带来的估值极值），我们认为主要驱动力包括区域扩张、供应链改革、渠道改革、产品线拓宽。

2) 我们认为分红对龙头 PE 起到的溢价提振作用有限，主要由于美股分红税收导致。2000-2022 年 Nike 和 Adidas 的股息率基本在 1-2%。相较而言，Nike 的回购趋势更为明显，剔除疫情影响，2015-2022 年其回购额占总股本比例约 2.2%-4.5%。

3) FY2016-FY2023 Nike 收入/净利润复合增速分别为 6.8%/4.4%，但 PE 基本维持在 25X，判断主要由于 1) 全球市占率第一地位稳定、2) 新产品线（Jordan/女子/专业）+渠道改革（DTC）持续带来盈利增厚、3) 优异的现金流与存货管理、4) ASP 每年保持增长，印证稳定的产品力输出。

运动成长型企业 Lululemon、Deckers、On Running 的 PE 驱动关键：持续高速业绩增长、高品牌投入产出回报。

1) Lululemon、On Running 近年 PE 中枢保持在 32-37X、57X（均剔除疫情后业绩波动带来的估值极值，Lululemon 为近 10 年、On Running 为 22 年中至 23 年底中枢），前者 2013-2023 业绩复合增长 12%、后者 19-22 年收入复合增速 66%，净利润扭亏至盈利 5800 万瑞郎，高业绩增长驱动估值领先行业，Deckers 近年 PE 中枢从 17X 提升至 23X，判断主要由于旗下 Hoka 的快速增长（18-23FY 收入复合增速 56%），而 2023 财年 UGG 的业绩反转使得 PE 进一步提升至 24X。

2) Lululemon 和 Deckers 资本开支及营销费用率均控制良好，对比运动和奢侈品牌头部企业，二者均在高速增长基础上，保持显著低于同行的营销费用率，显示品牌高投入产出能力。

3) 同时值得注意的是，成长型企业在行业下行时估值下挫更明显，参考 08 年金融危机，Lululemon PE 估值折价明显高于 Nike 和 Adidas；2022 年 Lululemon 和 On Running 业绩兑现偏离度较大时，亦可见较明显的估值下行。

海外休闲服龙头驱动关键：逆势扩张+强运营管理+高分红。

1) 剔除金融危机时期，休闲服全球龙头 Inditex 和 H&M 历史 PE 维持在 18-25X，显著高于 A 股和美股休闲品牌估值中枢。我们认为与其高分红、较强的市场响应能力和库存资金运营能力有关。

2) 08-09 年休闲龙头逆势拓店，同时市占率快速提升，体现出其战略扩张的能力与成效，期间估值相较 08 年以前折价约 80%。2010-2012 区间盈利水平有所下滑，我们认为主要由于 1) 电商渠道快速崛起使得线下快周转的稀缺模式受到极大挑战，2) 部分时尚趋势的错失，使得收入增速放缓，导致以直营模式为主的休闲品牌费用压力进一步增大，3) 汇率波动对收入增长造成负面影响。

3) 高分红弥补低行业 beta，Inditex 2005 年至今分红率持续上升，疫情后保持在 70%以上；剔除疫情影响，H&M 分红率基本保持在 80%以上。

投资建议。参考海外运动企业估值驱动力，我们认为运动企业增长曲线的多元化和达成率将是估值向上的主要驱动，建议关注安踏体育、特步国际、李宁。同时，参照海外低行业 beta 下强运营能力+高分红的优质品牌企业，建议关注富安娜、报喜鸟、海澜之家。

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

Investment advice: The logic of high dividends and the dividend potential of consumer stocks has not been taken into account. Although since the beginning of December last year, our focus of the consumer sector have continued to been on high dividends. However, in the recent roadshow, it can still be felt that investment institutions do not pay much attention to high-dividend consumer stocks, let alone the potential of consumer stocks to increase dividends in 24 years. On the one hand, we believe this potential comes from the growth of most consumer stocks in 23 years, as well as the potential for continued growth in the future. On the other hand, the gradual increase in the dividend rate is due to the potential demands of securities regulators, local governments, major shareholders and executives. In March, we suggest to continue with the focus on four main lines: (1) high dividends or high buybacks: Shuanghui Development, Yili Shares, Chongqing Beer, Master Kong, Mengniu Dairy, China Feihe; (2) Downward cost or rate: mainly grain and oil products, dairy products, soft drinks, and beer, such as Master Kong, Arowana, Yili shares, Mengniu Dairy, China Resources Beer, and Tsingtao Beer; (3) Expected capital return: mainly the leaders of various sub-industries, such as Kweichow Moutai, Wuliangye, Mengniu Dairy, Yili Shares, 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).

贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 贵州茅台集团财务有限公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里（上海）国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 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, 600661.CH, 广州市金新投资管理有限公司—金新东方红 1 号基金, 河南新东方医疗器械有限公司, 天津新东方文化传播有限公司, 新东方新材料股份有限公司, 广州市金新投资管理有限公司—金新东方红 1 号基金, 新东方新材料股份有限公司, 美好未来企业管理集团有限公司, 002705.CH 及 600060.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

贵州茅台集团财务有限公司, 贵州茅台酒厂集团啤酒有限责任公司, 贵州茅台集团财务有限公司, 000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 603517.CH, 安徽省安粮集团有限公司, 益海嘉里（上海）国际贸易有限公司, 002507.CH, 002557.CH, 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, 600661.CH, 广州市金新投资管理有限公司—金新东方红 1 号基金, 河南新东方医疗器械有限公司, 天津新东方文化传播有限公司, 新东方新材料股份有限公司, 广州市金新投资管理有限公司—金新东方红 1 号基金, 新东方新材料股份有限公司, 美好未来企业管理集团有限公司, 002705.CH and 600060.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.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 603517.CH, 600661.CH, 广州市金新投资管理有限公司—金新东方红 1 号基金, 河南新东方医疗器械有限公司, 天津新东方文化传播有限公司 及新东方新材料股份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, 600661.CH, 广州市金新投资管理有限公司—金新东方红 1 号基金, 河南新东方医疗器械有限公司, 天津新东方文化传播有限公司 and 新东方新材料股份有限公司。

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.

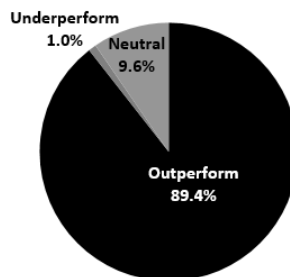
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

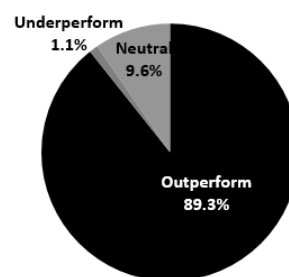
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

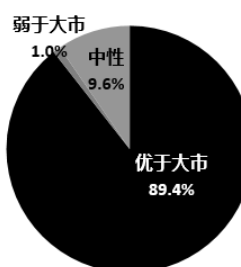
Most Recent Full Quarter



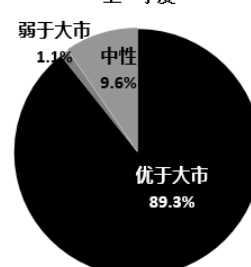
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



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

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

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

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

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

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

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

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or

different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

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

重要免责声明：

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

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

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

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

除对本文内容承担责任的分析师外，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, HTISGL, 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>
