

中国必需消费 China Staples

消费行业 4 月投资策略：高股息主线暂歇，资金面经济面预期升温

The theme of high dividends is on hold for a while, and expectations for capital repatriation and economy are heating

观点聚焦 Investment Focus

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

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

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

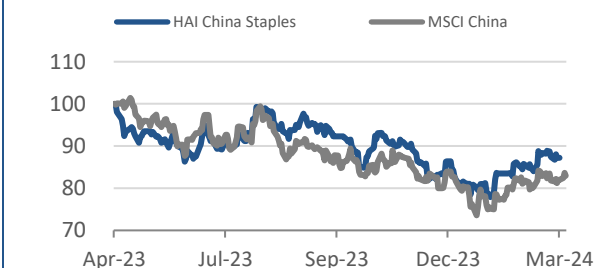
成本：啤酒成本跌幅靠前，油料作物偏强运行。3 月份啤酒期、现成本跌幅超过 3%，乳制品、调味品现货次之，跌幅达 1.3%/0.8%，方便面期货成本小幅反弹 1.2%。包材方面，玻璃现货、期货大跌 7.4%/10.6%，瓦楞纸现货、塑料期货小涨，纸浆、铝材期货反弹超过 4%。直接原材料部分，油料作物价格快速走强，棕榈油现货、期货上涨 6.4%/9.9%，大豆现货、期货上行 2.2%/5.8%，大米、白糖期货涨幅达 4.4%/3.5%。下跌品种中，蔬菜、大包粉价格下行 8.2%/7.2%，小麦、大麦、生鲜乳月末收跌 3.0%/2.2%/1.4%。

资金：陆股通再度录得净流入，食品饮料陆股通占比持续恢复。截至 3 月底，陆股通资金当月净流入 219.8 亿元（上月净流入 607.4 亿元），其中沪股通净流入 201.4 亿元，深股通净流入 18.5 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.42%，较上月提升 0.11pct。港股通资金当月净流入 785.64 亿元（上月净流入 223.22 亿元），必需消费板块市值占比为 3.58%，较上月上升 0.11pct。

估值：A 股估值维持升势，H 股回落，美股小涨。A 股食品饮料行业 PE（TTM）处于 2011 年至 2019 年（较新冠疫情前）的 37%分位（25.4x），子行业分位较低的是乳品（0%，18.8x）、啤酒（4%，27.7x）和保健品（5%，20.5x）。H 股必需性消费行业处于 15%分位（17.7x），子行业分位较低的是包装食品（0%，11.7x）、超市及便利店（0%，8.5x）和酒精饮料（0%，18.9x）。美股日常消费品行业处于 100%分位（23.4x）；子行业分位较低的是烟草（15%，13.8x）和啤酒（33%，19.4x）。

建议：消费股分红率将整体提升，高股息主线预计再次回暖。3 月，前期涨势较好的高股息主线出现回调。一方面因为累计涨幅相对较多，另一方面因为最新业绩有所波动。我们认为短期业绩波动对股息率影响较小，23 年年报消费股分红率将整体提升。前期预期较低的资金回流和经济复苏主线相继活跃。主要因为国内长线资金及时托底、北上资金 2-3 月持续流入、最新 PMI 超市场预期。我们认为这两条主线的持续性并不明确，仍需观察。4 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、康师傅、伊利股份、重庆啤酒、中国飞鹤；（2）成本或费率下行：主要是乳制品、软饮料、粮油制品、啤酒，如伊利股份、蒙牛乳业、康师傅、金龙鱼、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、华润啤酒、青岛啤酒、伊利股份、蒙牛乳业、海天味业；（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。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

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

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

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

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htsec.com

肖书俐 Weili Xiao
wl.xiao@htsec.com

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

1 2024 年 3 月消费行业基本面分析

1.1 消费行业收入预测

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
1月营收	555	280	473	186	445	140	903	154
2月营收	515	185	445	141	391	134	470	135
3月营收	330	240	395	140	343	99	449	144
1月同比%	16.1%	5.7%	3.1%	5.0%	4.9%	10.0%	6.0%	0.0%
2月同比%	14.3%	-3.6%	3.0%	-5.6%	4.5%	15.0%	5.5%	18.0%
3月同比%	16.6%	-7.7%	0.7%	-3.7%	7.0%	15.0%	5.4%	16.0%

资料来源：HTI

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

3 月国内次高端及以上白酒行业收入为 330 亿元，同比增长 16.6%。1-3 月累计收入为 1400 亿元，同比增长 15.6%。春节超预期表现使白酒行业库存有明显下降，3 月进入淡季，近期剑南春、郎酒、今世缘、汾酒、洋河等多家公司释放提价信号，抢占渠道资源，维稳市场秩序。目前茅台、泸州老窖、洋河、习酒、郎酒等品牌主要产品批价有一定向下压力，五粮液、汾酒、古井、今世缘等品牌主要产品批价基本稳定/逐步向上，展现较强的品牌势能。头部酒企截止一季度末打款比例符合预期，发货略慢于打款，以稳定批价为主。

3 月国内大众及以下白酒行业收入为 240 亿元，同比降低 7.7%。1-3 月累计收入为 705 亿元，同比降低 1.7%。白酒消费回归淡季，基于消费力仍处于改善阶段，行业供需失衡矛盾仍旧存在。全年来看，分化与竞争态势延续，消费需求向主流名酒回归，中小型酒企的出清速度相较于去年同期跌幅或有缓和。

3 月国内啤酒行业收入为 140 亿元，同比降低 3.7%。1-3 月累计收入为 467 亿元，同比降低 1.0%。因去年阳康后需求存在回补，以及厂商预期消费恢复，加大渠道铺货，3 月啤酒行业高基数效应仍有冲击，龙头酒企单月销量继续承压，跌幅在高个位数至双位数。我们预计一季度行业销量下滑中低个位数，高端化带动吨价提升低个位数，整体行业收入微降。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）

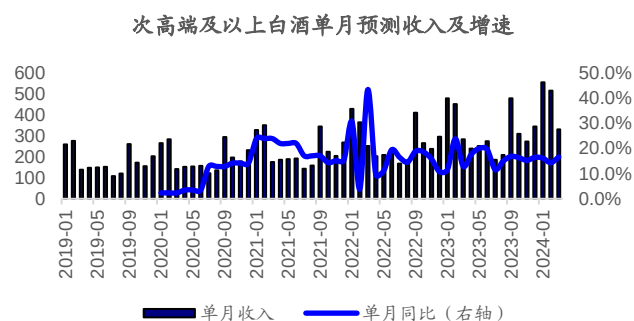
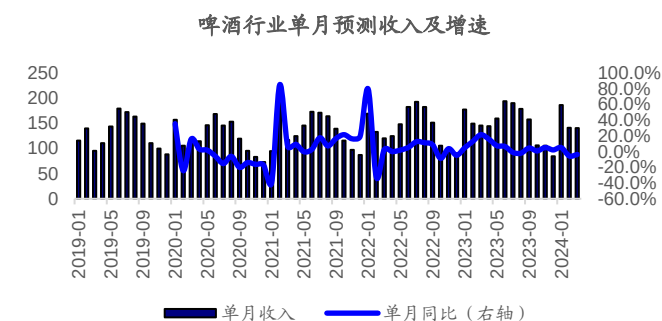


图2 啤酒行业收入预测（亿元）



3月国内调味品行业收入为343亿元，同比提升7.0%。1-3月累计收入为1179亿元，同比增长5.4%。今年春节长假时间久，出游人数超预期，餐饮消费尤其是连锁餐饮表现优异，带动调味品B端动销，行业库存逐渐进入健康水平。3月餐饮环比表现弱于传统旺季2月，但考虑去年低基数，对应调味品行业动销延续。

3月国内乳制品行业收入为395亿元，同比提升0.7%。1-3月累计收入为1313亿元，同比增长2.3%。春节过后需求转弱，预计3月仅有微弱增长。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，渠道库存维持良性。

图3 调味品行业收入预测（亿元）

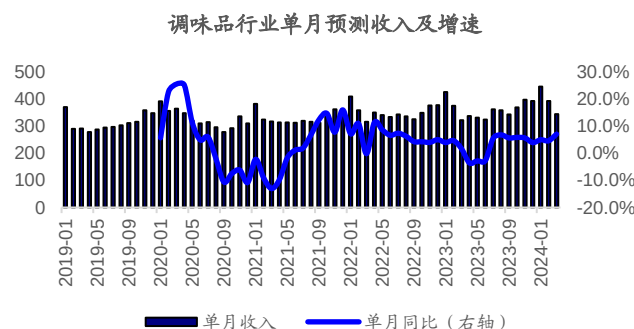
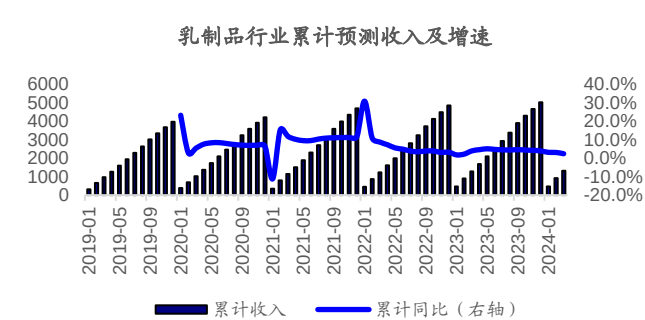


图4 乳制品行业收入预测（亿元）



3月国内速冻行业收入为99亿元，同比增长15.0%。1-3月累计收入为373亿元，同比增长13.1%。1Q23餐饮火锅店及麻辣烫店的消费频次有所提升，对速冻产品的需求表现相对亮眼。速冻产品正在向更多的市场以及渠道下沉，外出就餐情况改善带动下，速冻产品经营景气度季度间环比提升。

3月国内软饮料行业收入为449亿元，同比增长5.4%。1-3月累计收入为1822亿元，同比增长5.7%。受益于节庆聚餐、户外等场景恢复，软饮料一季度需求表现较好，预计有中个位数增长。随天气转热，软饮料即将进入消费旺季，头部企业已经开启旺季备货，需持续关注旺季表现。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）

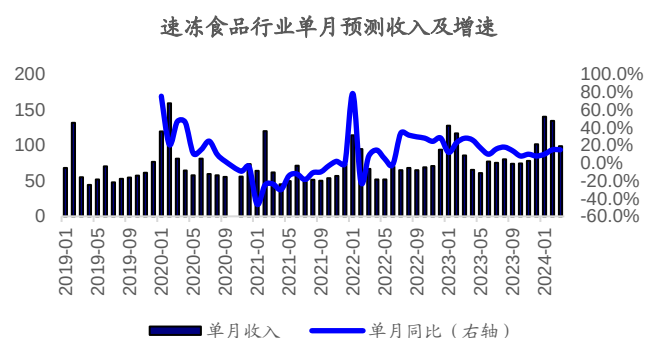
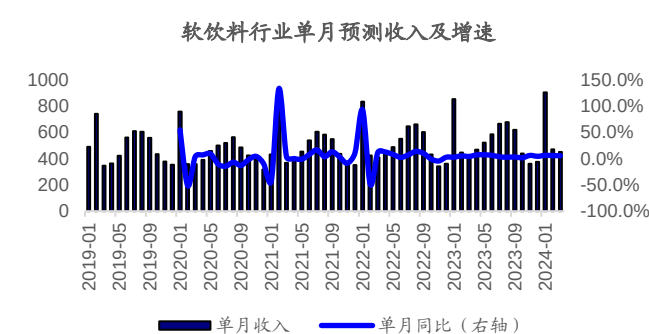


图6 软饮料行业收入预测（亿元）



3月国内餐饮上市公司总收入为144亿元，同比增长16.0%。1-3月累计收入为434亿元，同比增长10.3%。部分餐饮公司由于整体消费环境影响及去年同期高基数，Q1同店仍有承压如百胜中国、太二、奈雪等。此外部分品牌调整有效和处于品牌势能上升期，同店表现亮眼，如海底捞。目前连锁餐饮品牌均公布了相对乐观的开店规划，我们预计龙头品牌的新增门店将成为未来业绩增长支撑力之一。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）

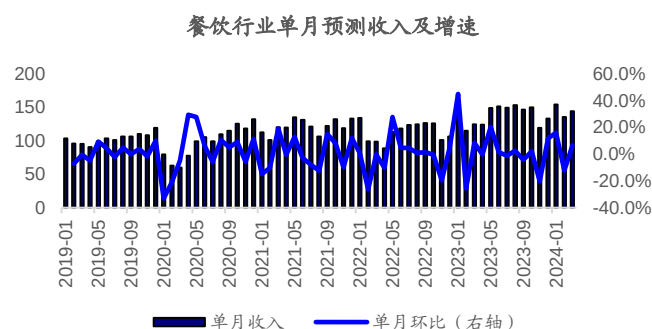
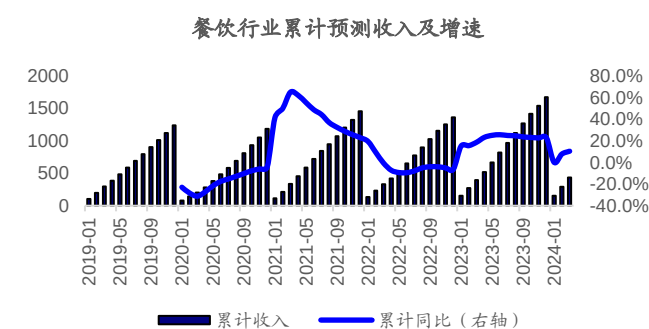


图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



1.2 消费行业价格跟踪

1.2.1 白酒批发价格追踪

据多家酒业媒体报道，近日白酒批发价格如下：

贵州茅台：本周（3月25日至4月1日），飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2890/2635/895 元，较上周-25/-35/+5 元，较上月-90/-65/-15 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-70/-85/-55 元，较去年同期-25/-105/-205 元。

五粮液：本周八代普五批价为 943 元，较上周持平，较上月持平。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-5 元，较去年同期-12 元。

泸州老窖：本周国窖 1573 批价为 855 元，较上周持平，较上月-5 元。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价+5 元，较去年同期-45 元。

山西汾酒：本周复兴版、青花 20 批价为 860/350 元，较上周持平/持平，较上月持平/+5 元。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价+50/+30 元，较去年同期+70/+5 元。

洋河股份：本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 515/375/278 元，较上周-5/持平/持平，较上月-5/持平/持平。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价-15/-5 元/持平，较去年同期-95/-30/-18 元。

古井贡酒：本周古 20、古 16、古 8 批价为 480/315/205 元，较上周持平/持平/持平，较上月+10/-5/+10 元。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价+25/-5/+10 元，较去年同期+15/-5/-5 元。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/04/01	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）	2890	-25	-90	-70	-25
	飞天53°（散）	2635	-35	-65	-85	-105
	茅台精品53°	3280	0	-30	-50	-40
	王子普王53°	245	-2	-15	-10	-10
	茅台1935	895	5	-15	-55	-205
五粮液	第八代普五52°	943	0	0	-5	-12
	交杯52°	1270	0	20	45	-80
	1618 52°	940	0	15	40	-3
泸州老窖	国窖1573 52°	855	0	-5	5	-45
	窖龄60 52°	250	0	5	10	15
山西汾酒	青花30复兴版	860	0	0	50	70
	青花20 53°	350	0	5	30	5
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	515	-5	-5	-15	-95
	梦之蓝水晶版52	375	0	0	-5	-30
	天之蓝52°	278	0	0	0	-18
	海之蓝52°	115	0	10	-10	-15
今世缘	国缘四开 42°	370	0	5	-10	-30
	国缘对开 42°	200	0	35	30	-10
古井贡酒	古20 52°	480	0	10	25	15
	古16 50°	315	0	-5	-5	-5
	古8 45°	205	0	10	10	-5
	古5 50°	95	0	0	-5	-20
口子窖	口20 41°	300	0	0	10	-20
	口10 41°	200	0	0	0	-10
	口6 41°	90	0	-5	-20	-10
舍得酒业	品味舍得 52°	305	0	-5	0	-30
酒鬼酒	内参 52°	725	0	0	15	-45
	红坛 52°	300	0	0	-15	10
水井坊	井台 52°	410	0	0	-15	-5
	臻酿八号 52°	295	0	0	20	5
珍酒李渡	珍十五 53°	325	0	0	-15	-5
习酒	窖藏1988 53°	455	0	-3	-10	-35
	青花郎 20 53°	825	0	-15	5	-30
郎酒	红花郎 15 53°	430	0	-5	-60	-60
	国台 15年 53°	600	0	-10	10	-70
国台	国台国标 15 53°	305	5	5	5	5
剑南春	水晶剑 52°	375	0	5	5	-15
金沙酒业	摘要 53°	515	0	0	-25	-5

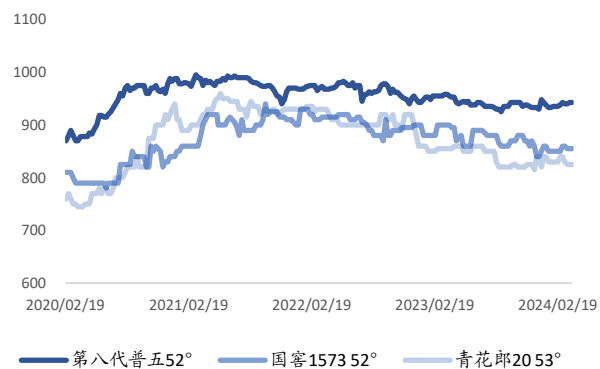
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周飞天散瓶、整瓶批价-35/-25 元



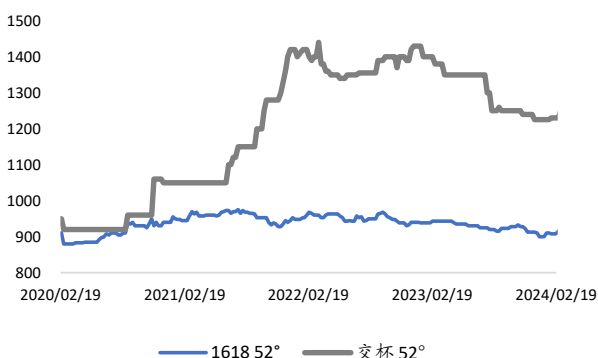
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周八代普五、国窖 1573、青花郎 20 批价持平



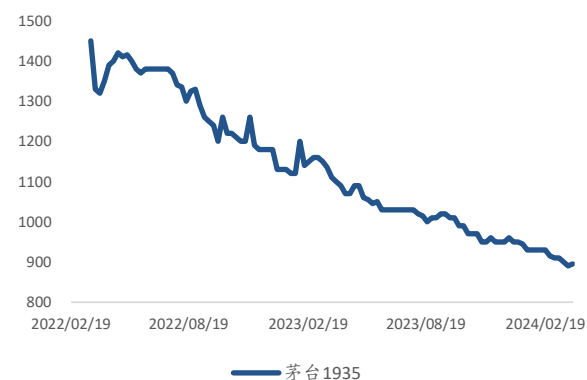
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618、交杯批价持平



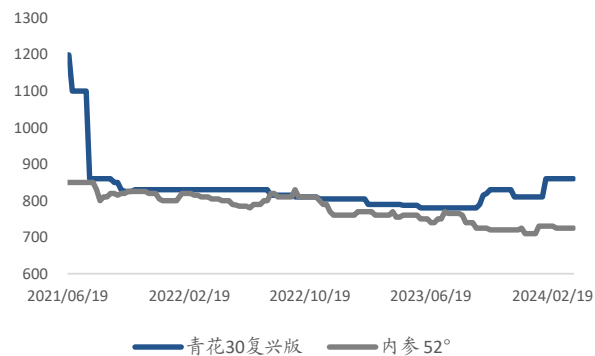
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价+5 元



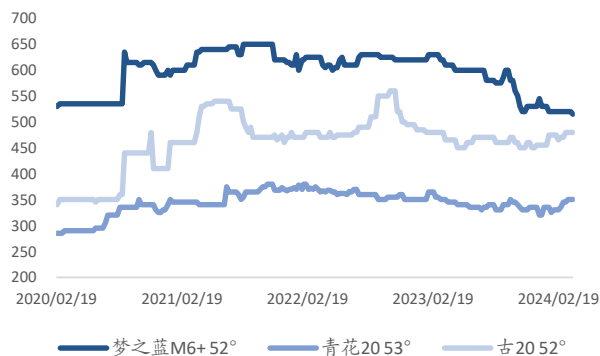
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周青花 30 复兴版、内参批价持平



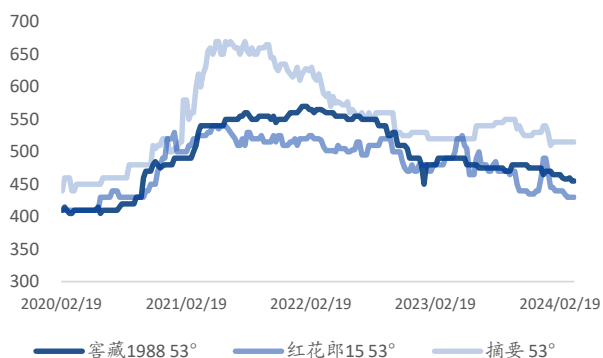
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周梦之蓝 M6+批价-5 元



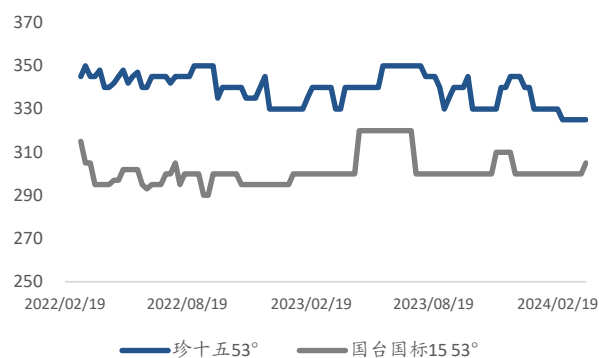
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988、红花郎15、摘要批价持平



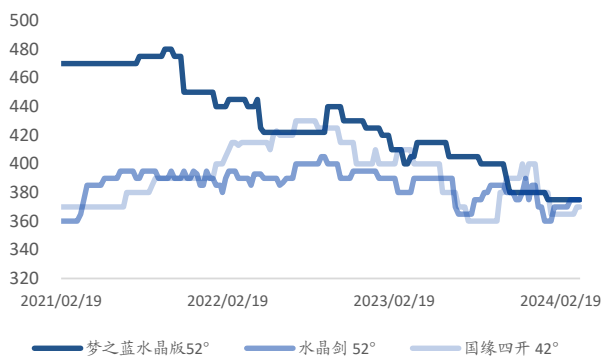
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周国台国标15批价+5元



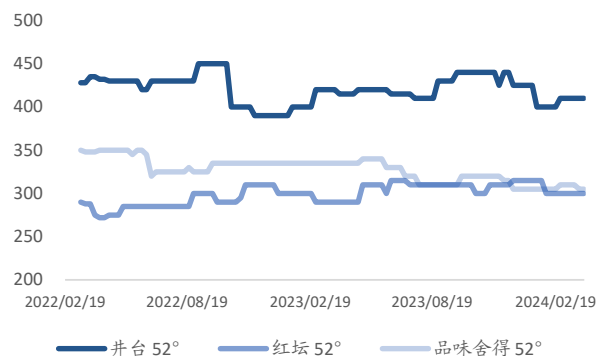
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周梦之蓝水晶版、水晶剑、国缘四开批价持平



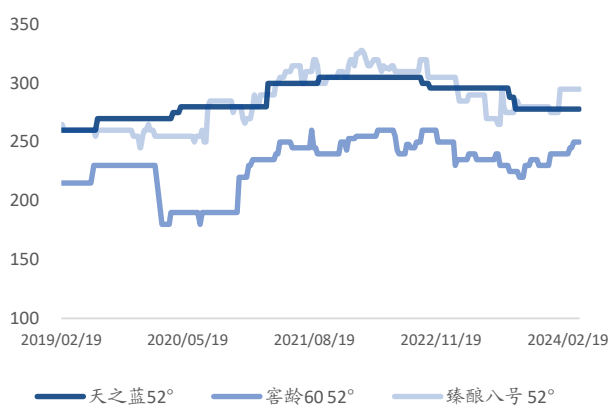
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周井台、红坛、品味舍得批价持平



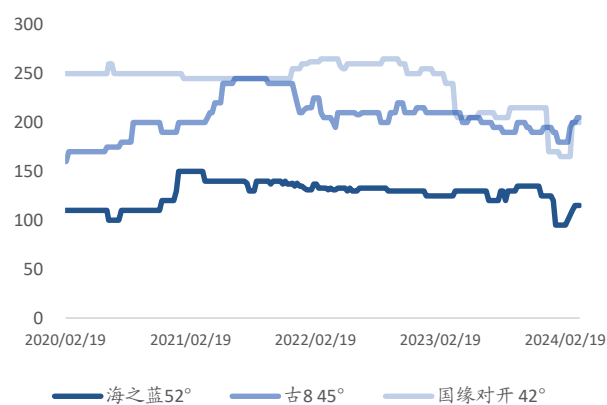
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周天之蓝、窖龄60、臻酿八号批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周海之蓝、古8、国缘对开批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

啤酒、软饮料代表产品较 3 月初折扣力度加大。

啤酒代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 3 月初的 82.9%/84.4%变化至本周的 79.9%/84.0%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月初的 91.9%/98.3%变化至本周的 91.0%/96.2%。

婴配粉代表产品较 3 月初折扣力度维持不变。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月初的 95.5%/100%变化至本周的 95.5%/100%。

方便食品、液态奶及调味品代表产品较 3 月初折扣力度减小。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月初的 86.4%/88.4%变化至本周的 90.8%/97.5%。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月初的 79.1%/76.7%变化至本周的 80.6%/80.2%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 3 月初的 88.7%/90.0%变化至本周的 90.0%/95.0%。

折扣力度最大的五种代表产品：重啤乐堡、百威哈啤小麦王、伊利全脂纯牛奶、珠江纯生、华润 SUPER X，最新折扣率分别为 31%、47%、53%、53%、61%。

表3 大众品类整体折扣率一览

指标	当期折扣率	上周折扣率	上月折扣率	年初折扣率
液态奶折扣率平均值	80.6%	81.4%	79.1%	84.8%
液态奶折扣率中位值	80.2%	83.0%	76.7%	83.3%
啤酒折扣率平均值	79.9%	81.2%	82.9%	80.6%
啤酒折扣率中位值	84.0%	85.0%	84.4%	81.4%
方便食品折扣率平均值	90.8%	88.6%	86.4%	89.9%
方便食品折扣率中位值	97.5%	90.9%	88.4%	93.2%
调味品折扣率平均值	90.0%	90.0%	88.7%	87.1%
调味品折扣率中位值	95.0%	95.0%	90.0%	90.0%
软饮料折扣率平均值	91.0%	91.9%	91.9%	91.4%
软饮料折扣率中位值	96.2%	96.2%	98.3%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	95.5%	95.4%	95.5%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	100.0%	99.8%	100.0%	100.0%

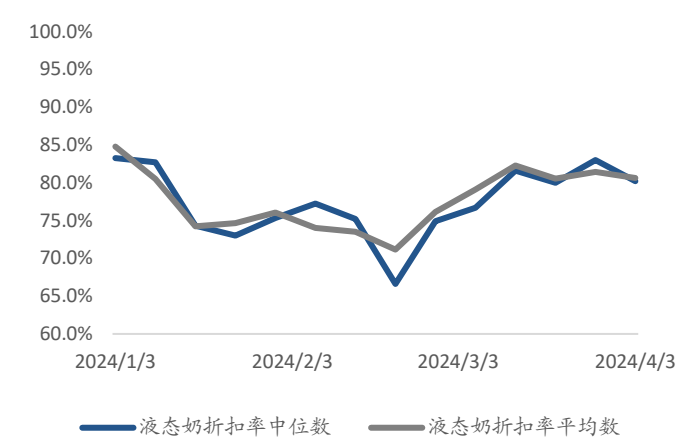
资料来源：资料来源：多个电商平台， HTI
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
重啤乐堡	500ml*12/1 箱	啤酒	30.8%	71.7%	32.6%
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	47.2%	47.6%	54.4%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	52.6%	57.8%	74.7%
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	53.3%	100.0%	72.7%
华润 SUPER X	500ml*12/1 箱	啤酒	61.1%	67.8%	72.2%
华润雪花纯生	500ml*24/1 箱	啤酒	64.9%	88.4%	61.0%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
康师傅方便面	24 袋/1 箱	方便食品	66.5%	66.5%	66.5%
康师傅包装饮用水	500ml*12/箱	软饮料	66.6%	96.7%	63.2%
千禾头道原香 280 天	500ml/瓶	调味品	70.0%	70.0%	70.0%

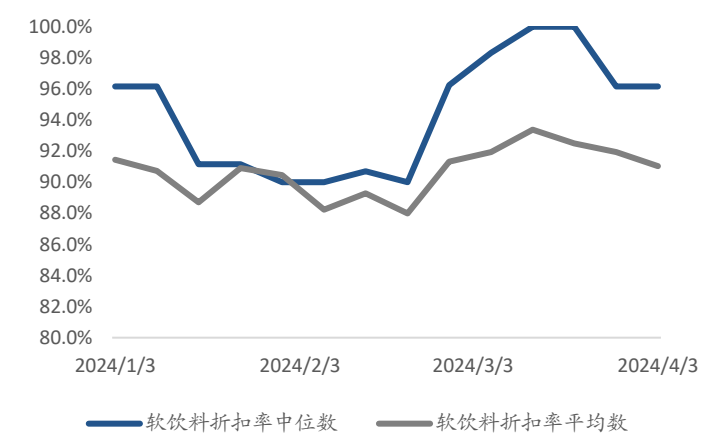
资料来源：多个电商平台， HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



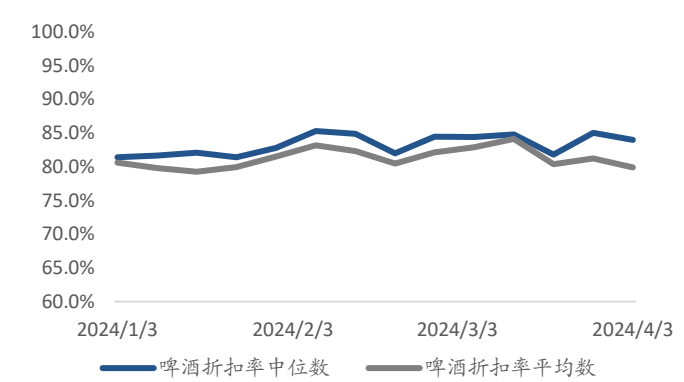
资料来源：多个电商平台， HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



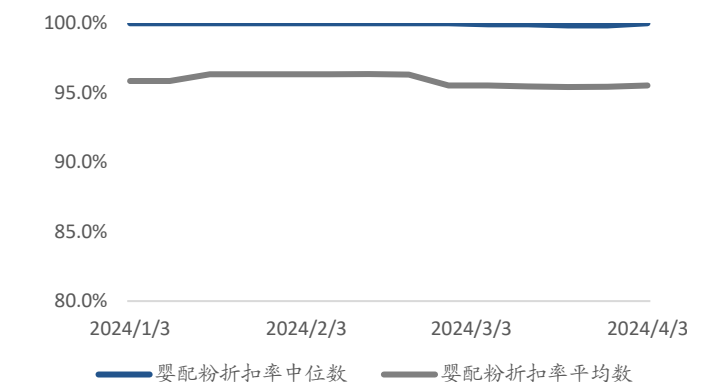
资料来源：多个电商平台， HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



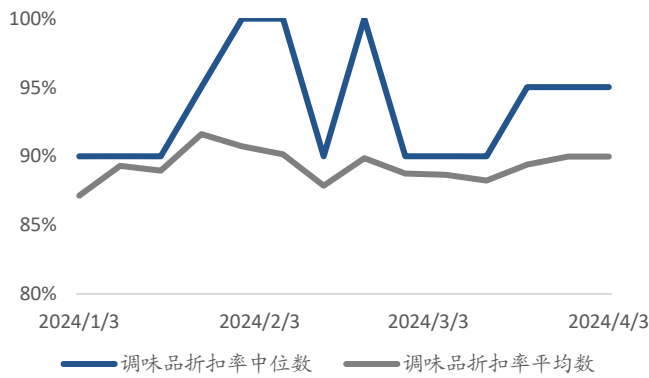
资料来源：多个电商平台， HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



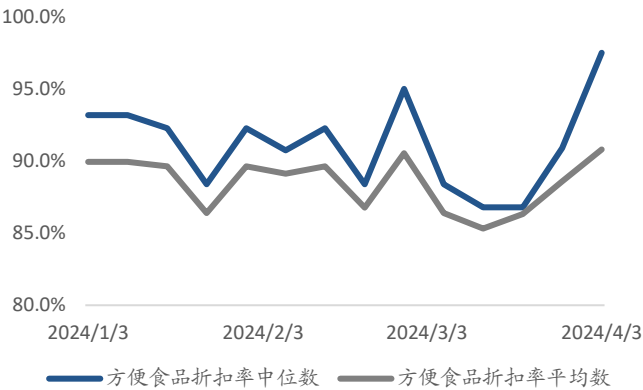
资料来源：多个电商平台， HTI

图25 调味品代表产品折扣率周度变化



资料来源：多个电商平台，HTI

图26 方便食品代表产品折扣率周度变化



资料来源：多个电商平台，HTI

1.3 消费行业成本跟踪

表5 HTI 消费品现货成本指数

日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2024/3/29	131.11	116.72	107.87	108.13	123.52	118.72
上周	2024/3/22	131.31	116.74	107.87	108.60	123.61	118.68
上月	2024/2/29	135.35	117.61	109.32	107.74	124.42	118.66
今年年初	2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期	2023/3/30	131.51	117.76	112.59	110.16	124.26	120.49
较上周		-0.15%	-0.02%	0.00%	-0.43%	-0.07%	0.03%
较上月		-3.13%	-0.76%	-1.33%	0.36%	-0.73%	0.05%
较今年年初		-2.68%	-1.90%	-2.07%	0.79%	-0.10%	-0.52%
较去年同期		-0.30%	-0.88%	-4.19%	-1.84%	-0.60%	-1.47%

资料来源：Wind，HTI

截至3月29日，啤酒成本现货指数为131.11，啤酒成本期货指数为131.41。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降3.13%，啤酒成本期货指数下降3.3%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降2.68%，啤酒成本期货指数下降9.98%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降0.3%，啤酒成本期货指数下降6.29%。

调味品成本现货指数为116.72，调味品成本期货指数为122.56。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降0.76%，调味品成本期货指数下降0.44%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降1.9%，调味品成本期货指数下降4.45%，较去年同期，调味品成本现货指数下降0.88%，调味品成本期货指数下降5.4%。

图27 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图28 调味品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

乳制品成本现货指数为 107.87，乳制品成本期货指数为 98.83。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 1.33%，乳制品成本期货指数提升 0.38%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 2.07%，乳制品成本期货指数下降 0.12%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 4.19%，乳制品成本期货指数下降 2.05%。

方便面成本现货指数为 108.13，方便面成本期货指数为 113.97。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 0.36%，方便面成本期货指数提升 1.22%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数提升 0.79%，方便面成本期货指数提升 1.59%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 1.84%，方便面成本期货指数下降 3.58%。

图29 乳制品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图30 方便面行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

速冻食品成本现货指数为 123.52，速冻食品成本期货指数为 122.68。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.73%，速冻食品成本期货指数下降 0.51%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.1%，速冻食品成本期货指数下降 0.34%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 0.6%，速冻食品成本期货指数下降 1.86%。

软饮料成本现货指数为 118.72，软饮料成本期货指数为 132.67。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 0.05%，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 0.52%，软饮料成本期货指数提升 1.94%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 1.47%，软饮料成本期货指数下降 2.49%。

图31 速冻食品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图32 软饮料行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

1.4 消费行业及公司重点新闻

表6 2024 年 3 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
3.2	奶粉	新国标实施一年，441 个婴幼儿乳粉配方不予注册或未过审评 https://m.mp.oeeee.com/a/BAAFRD000020240226914263.html
3.6	奶粉	2024 年奶粉行业多个品牌渠道商被告知涨价 https://mp.weixin.qq.com/s/Nsv9NhR2WPWe4IZpgQ0AqQ
3.8	零售	3 月份中国零售业景气指数为 50.1%，电商经营类指数恢复增长 http://www.lingshouw.com/article-24970-1.html
3.11	奶粉	英国超市相继降低婴儿奶粉价格 http://www.lingshouw.com/article-25120-1.html
3.21	啤酒	2024 年 1-2 月中国进出口啤酒数据出炉 https://mp.weixin.qq.com/s/jZ_t8M4JpR-Z7T0b3FG_xw
3.21	乳业	2023 年液态乳品线下渠道销售整体下滑，消费量同比下降 3.7% https://mp.weixin.qq.com/s/q5KZjHXZvAp8WHe4pLXG9A
3.22	牧业	2023 年奶牛存栏环比增加 0.8% https://mp.weixin.qq.com/s/HcyYvaixGb0YBDW2JozOGg
3.27	酒类	酿酒行业去年累计实现利润 2628.2 亿元 https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-03-25/doc-inapmyzm8380517.shtml

资料来源：wind，HTI

表7 2024 年 3 月消费公司公告

日期	公司	摘要
3.6	牧原股份	2024 年 1-2 月份生猪销售简报 2024 年 1-2 月份，公司销售生猪 1,054.0 万头（其中商品猪 1,037.1 万头，仔猪 12.2 万头，种猪 4.8 万头），销售收入 166.35 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 208.1 万头。2024 年 1-2 月份，公司商品猪价格相比 2023 年 12 月份有所上升，商品猪销售均价 13.84 元 / 公斤，比 2023 年 12 月份上升 3.13%。
3.6	汤臣倍健	回购股份进展 截至 2024 年 2 月 29 日，公司累计通过回购专用账户以集中竞价交易方式回购股份数量为 13,736,987 股，占本公告披露前一交易日公司总股本的 0.8077%，最高成交价为 18.07 元 / 股，最低成交价为 14.19 元 / 股，支付总金额为人民币 216,755,528.08 元（不含交易费用），本次回购符合相关法律法规的要求，符合公司既定回购方案。
3.8	统一企业中国	统一 2023 年度营收 285.913 亿元，同比增长 1.2%；公司权益持有人应占溢利 16.671 亿元，同比增长 36.4%。
3.9	周黑鸭	本集团预期报告期间净利润在人民币 100 百万元至人民币 115 百万元之间，而二零二二年同期净利润为人民币 25.3 百万元；报告期间总收入在人民币 2,700 百万元至人民币 2,750 百万元之间，相较二零二二年同期总收入人民币 2,343.4 百万元增长 15.2% 至 17.4%。有关增长主要由于二零二三年随著宏观经济好转，消费逐步复苏，公司线下门店客流较上年增加，尤其是交通枢纽门店业务恢复良好，经营质量实现整体提升。
3.11	中国飞鹤	盈利预警 本集团预计于截至二零二三年十二月三十一日止年度录得收益介于约人民币 193.0 亿元至人民币 198.8 亿元之间，较截至二零二二年十二月三十一日止年度之收入减少约 6.7% 至 9.5%。录得综合净利润介于约人民币 31.3 亿元至人民币 34.3 亿元之间，较截至二零二二年十二月三十一日止年度之综合净利润减少约 30.6% 至 36.7%。本集团截至二零二三年十二月三十一日止年度收入预期减少主要由于中国出生人口下降及行业竞争压力增大。
3.11	中烟香港	年度业绩报告 公司收入 118.36 亿港元，同比上升 42%。公司的股东应占利润达到 5.99 亿港元，同比增长 60%。每股收益为 0.87 港元，同时宣布派发末期股息，每股 0.32 港元。年度收入的增长主要得益于烟叶类产品进口业务、卷烟出口业务以及巴西经营业务的显著增长。成本方面，也随收入增长而增加 43%，至 107.48 亿港元。毛利增长 35%，达到 10.883 亿港元。
3.12	煌上煌	2023 年度业绩快报 2023 年公司实现营业收入 192,054.91 万元，同比微降 1.70%(其中煌上煌肉制品加工业同比下降 2.03%，米制品业务同比增长 5.31%)；报告期实现营业利润 7,137.95 万元，同比增长 142.06%；归属于上市公司股东的净利润 7,058.55 万元，同比增长 129.05%；公司基本每股收益为 0.124 元，同比增长 106.67%。公司报告期末总资产为 336,130.31 万元，较期初增长 12.17%；归属于上市公司股东的所有者权益为 279,376.45 万元，较期初增长 19.14%；归属于上市公司股东的每股净资产为 5.02 元，较期初增长了 9.61%；公司加权平均净资产收益率为 2.93%，同比增长了 1.61 个百分点。
3.13	圣农发展	2024 年 2 月份销售情况 福建圣农发展股份有限公司（以下简称“公司”）2024 年 2 月实现销售收入 10.38 亿元，较去年同期变动 -35.90%，较上月环比变动 -37.42%。其中，家禽饲养加工板块鸡肉销售收入为 6.14 亿元，较去年同期变动 -45.96%，较上月环比变动 -47.14%；深加工肉制品板块销售收入为 5.55 亿元，较去年同期变动 -19.98%，较上月环比变动 -28.94%。销量方面，2 月份家禽饲养加工板块鸡肉销售数量为 5.65 万吨，较去年同期变动 -43.22%，较上月环比变动 -50.27%；深加工肉制品板块产品销售数量为 2.44 万吨，较去年同期增长 9.27%，较上月环比变动 -18.99%。
3.15	太古	太古股份有限公司发布 2023 年全年业绩。太古可口可乐 2023 年撇除非经常性项目后应占溢利为 23.94 亿元，2022 年则录得 23.92 亿元。收益总额（包括上海中美的收益总额及撇除对其他装瓶公司的销量）减少 5%，至 519.35 亿元。销量增加 6% 至 19.4 亿标箱。分区域看，中国内地及中国台湾去年的溢利均有所减少，中国香港溢利则增加。越南的业务表现强劲，但柬埔寨业务则因市场环境充满挑战而录得应占亏损。在中国内地总销量上升 2%。其中，汽水的收益减少 4%，饮用水及能量饮料的收益分别增加 4% 及 28%，高端类别的咖啡及茶饮料收益分别增加 25% 及 16%。
3.15	华统股份	2024 年 2 月畜禽销售情况简报 1、生猪销售情况：2024 年 2 月份，公司生猪销售数量 184,620 头（其中仔猪销售 8,300 头），环比变动 -21.73%，同比变动 0.05%。公司生猪销售收入 30,396.76 万元，环比变动 -14.88%，同比变动 11.10%。商品猪销售均价 14.30 元 / 公斤，比 2024 年 1 月份上升 3.55%。 2、鸡销售情况：2024 年 2 月份，鸡销售数量 107.04 万只，环比变动 -40.10%，同比变动 38.63%。鸡销售收入 764.79 万元，环比变动 -60.27%，同比变动 -51.00%。鸡销售数量环比变动主要原因为受春节假期影响销售天数减少所致；鸡销售数量同比变动主要原因为投产鸡场增加产能释放外销鸡苗增加所致。
3.18	金徽酒	2023 年年度报告 母公司 2023 年度实现净利润 437,536,479.11 元，按照《公司章程》规定公司应按净利润的 10% 提取法定盈余公积，当其累计金额达到注册资本的 50% 时可不再提取，本期提取法定盈余公积金 13,719,094.97 元后，加上以前年度结余的未分配利润 1,436,385,227.03 元，减去 2022 年度已分配现金股利 152,177,999.10 元（含税），2023 年末未分配利润为 1,708,024,612.07 元。公司拟以截至 2023 年 12 月 31 日的总股本 507,259,997 股为基数，向利润分配预案实施时股权登记日登记在册的全体股东每 10 股派发现金股利人民币 3.89 元（含税），不送红股，不以公积金转增股本，共计派发现金股利 197,324,138.83 元（含税），占公司 2023 年度合并报表中归属于上市公司股东净利润的 60.00%。股利派发后，公司剩余未分配利润 1,510,700,473.24 元结转下一年度。
3.20	中国食品	2023 全年业绩 截至 2023 年 12 月 31 日年度盈利 8.33 亿元，同比增长 26.18%；总营收 214.46 亿元，同比增长 2.28%；毛利率 35.2%，同比减少 0.6ppt；经营溢利 18.48961 亿元，同比增长 16.4%。

3.20	安琪酵母	2023 年年度报告 报告期内，公司实现营业收入 135.81 亿元，同比增长 5.74%；实现营业利润 15.09 亿元，同比下降 4.57%；归属于上市公司股东的净利润 12.70 亿元，同比下降 3.86%；基本每股收益 1.47 元，同比下降 6.37%，扣除非经常性损益后基本每股收益 1.28 元，同比下降 3.03%；加权平均净资产收益率 13.03%，同比下降 3.44 个百分点；扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 11.33%，同比下降 2.55 个百分点。
3.21	舍得酒业	2023 年年度报告 公司 2023 年度共实现归属于母公司股东的净利润 1,771,304,355.44 元，加上年初未分配利润余额 4,958,342,570.70 元，扣除因会计政策变更调整的年初未分配利润 1,277,984.73 元及 2022 年度的利润分配 499,793,968.50 元，2023 年度可供股东分配的利润合计 6,228,574,972.91 元。公司拟以实施权益分派股权登记日的总股本扣除公司回购库存股份为基数，按每 10 股派发现金 21.50 元（含税）。截至 2024 年 3 月 17 日，公司总股本 333,167,579 股，扣除公司回购库存股份 2,084,445 股，以此计算合计拟派发现金红利 711,828,738.10 元（含税），占公司 2023 年度归属于母公司股东净利润的比例为 40.19%，结余的未分配利润全部结转至下年度。
3.25	百威亚太	截至 2023 年 12 月 31 日年度盈利 8.52 亿美元，同比减少 6.68%；总营收 68.56 亿美元，同比增长 5.84%；基本每股收益为 0.0645 美元，同比减少 6.657%；每股净资产为 0.8144 美元，同比增长 0.1969%。
3.26	金龙鱼	截至本报告期末，公司营业总收入 2515.24 亿元，同比下降 2.32%，归母净利润 28.48 亿元，同比下降 5.43%。按单季度数据看，第四季度营业总收入 630.01 亿元，同比下降 9.54%，第四季度归母净利润 7.19 亿元，同比上升 9.24%。
3.26	欢乐家	2023 年营业收入约 19.23 亿元，同比增加 20.47%；归属于上市公司股东的净利润约 2.78 亿元，同比增加 36.85%；基本每股收益 0.6244 元，同比增加 38.11%。报告期，公司椰子汁饮料产品完成营业收入 10.00 亿元，比上年同期增长 24.37%，其占公司营业收入的 52.02%。公司水果罐头产品完成营业收入 7.09 亿元，比上年同期增长 17.49%，其占公司营业收入的 36.86%。报告期，公司原材料成本同比有所减少，主要原因：一是包材辅料方面，大宗商品价格有所回落；二是水果原料方面，橘子水果增产，采购成本下降，导致成本下降。报告期销售费用同比上涨 7,151.11 万元，销售费用上涨主要是公司加大人员投入对终端市场进行维护。
3.26	妙可蓝多	2023 年，公司实现营业收入 404,903.37 万元，其中奶酪业务实现收入 313,712.00 万元。受市场变化影响，公司营业收入较上年同期下降 16.16%，其中奶酪业务收入较上年同期下降 18.91%。同时，受原材料市场行情变动及汇率波动等影响，2023 年公司实现归属于上市公司股东的净利润 6,343.95 万元，较去年同期下降 53.90%。
3.27	蒙牛乳业	集团收入增长 6.5%至人民币 986.240 亿元；经营利润同比增长 13.8%至人民币 61.706 亿元，经营利润率同比提升 0.4 个百分点至 6.3%。2023 年度派息比率提升至 40%，派发期末股息每股普通股人民币 0.489 元，合计拟派发现金股利人民币 19.244 亿元，同比增加 21.0%。
3.27	康师傅控股	2023 年全年营收为 804.2 亿元人民币，同比上升 2.16%；全年净利润为 31.2 亿元人民币。2023 年度，方便面收益同比衰退 2.84%，饮品收益同比成长 5.39%。全年毛利率同比提高 1.33 个百分点至 30.42%。分销成本占收益的比率同比上升 0.89 个百分点至 22.24%。EBITDA 同比增长 13.82%至 82.07 亿人民币；受毛利率同比提高带动，公司股东应占溢利同比提高 18.43%至 31.17 亿人民币；每股基本溢利提高 8.60 分人民币至 55.33 分人民币。
3.27	农夫山泉	公司 2023 年总收益为人民币 42,667 百万元，同比增加 28.4%；母公司拥有人应占溢利为人民币 12,079 百万元，同比增加 42.2%；每股基本溢利为人民币 1.07 元，同比增加 40.8%；建议派发期末股息每股普通股人民币 0.75 元。
3.29	中国飞鹤	2023 年飞鹤实现营收 195.3 亿元，同比下滑 8%；净利润 32.9 亿元，同比下滑 34%；毛利总额 127 亿，同比下滑 9%。其中超高端类产品收入约 123 亿人民币，占飞鹤整体收入 64%。与去年同期相比，超高端类产品下降 1%。高端类产品收入约 43 亿人民币，占整体收入 22%，普通类产品收入 13 亿人民币，占整体收入 6%，下滑 33%。2023 年下半年飞鹤营收环比增长 0.6%，净利润环比增长 3.2%。

资料来源：wind，HTI

表8 2024年3月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
3.3	联合利华	联合利华任命食品营养新总裁 https://www.foodtalks.cn/news/51610
3.3	娃哈哈	销量涨超 500%！娃哈哈劝大家理性消费 https://www.foodtalks.cn/news/51616
3.5	农夫山泉	农夫山泉钟睺睺亲自撰文回应舆论 https://www.foodtalks.cn/news/51623
3.6	海底捞	海底捞宣布将开放加盟 https://mp.weixin.qq.com/s/XRob2jFq5zEJfJc5nes1Q
3.6	锅圈	锅圈被调入港股通名单 https://finance.sina.com.cn/jjxw/2024-03-05/doc-inamfuev1341518.shtml
3.8	全家	全家回应与日方调整合资范围：股东方达成重组协议 将扩大发展中国大陆事业 https://www.eeo.com.cn/2024/0307/642483.shtml
3.8	安踏	安踏启动全球化战略 首次全球发售欧文 1 代篮球鞋 https://new.qq.com/rain/a/20240307A03XR700
3.9	乐乐茶	乐乐茶加盟新战略：最低 29 万开店，今年要破千店 https://www.foodtalks.cn/news/51673
3.10	康师傅	康师傅饮品中原区域总部项目预计 4 月建成投产 https://www.lingshouw.com/article-25124-1.html
3.13	钟薛高	钟薛高及其创始人林盛被限消 https://mp.weixin.qq.com/s/8_PyNijukqjKF9voHnfm9Q
3.13	娃哈哈	宗庆后逝世后首份销售动员令发出 https://www.foodtalks.cn/news/51737
3.15	肯德基	肯德基全球餐厅总数超过三万家 https://mp.weixin.qq.com/s/TbF4nH-wMulsCGZtUWyT2g
3.16	雀巢	雀巢能量咖啡风味饮料要在中国市场全面铺货 https://mp.weixin.qq.com/s/-Ec9oigLLC4xiU2ziHdCxA
3.16	奥驰亚	烟草巨头奥驰亚计划出售 3500 万股百威英博股份 https://mp.weixin.qq.com/s/GPNgpXubvkEWvucPTt4ibg
3.19	盒马	侯毅正式卸任盒马 CEO，严筱磊接任 https://news.sina.com.cn/o/2024-03-18/doc-inantvpt0329246.shtml
3.20	联合利华	联合利华宣布剥离冰淇淋业务 https://mp.weixin.qq.com/s/ye5F69tnMbWQuGk8kbBpYg
3.20	蜜雪冰城	蜜雪冰城回应“涨价 1 元”：上海部分区域试行，尚未全国推广 https://www.foodtalks.cn/news/51871
3.22	百事	百事成为赛百味在美国的新饮料合作伙伴 https://newsroom.subway.com/2024-03-19-Subway-R-Selects-PepsiCo-as-its-Beverage-Partner-in-the-U-S
3.25	东鹏饮料	东鹏饮料长沙生产基地投产 https://mp.weixin.qq.com/s/Uo39uX_rpN1RD997F4H2eA
3.26	库迪咖啡	库迪咖啡首席策略官：随着市场成熟度上升，价格也会往上走一走 http://www.lingshouw.com/article-25801-1.html
3.28	蒙牛乳业	蒙牛换帅，卢敏放升任副董事长，高飞接任总裁

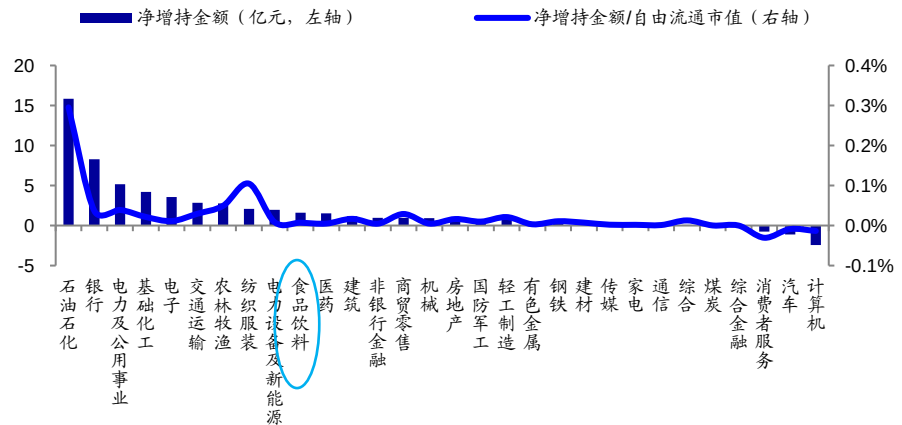
资料来源：wind，HTI

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 3 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33 2024年3月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2024年3月29日

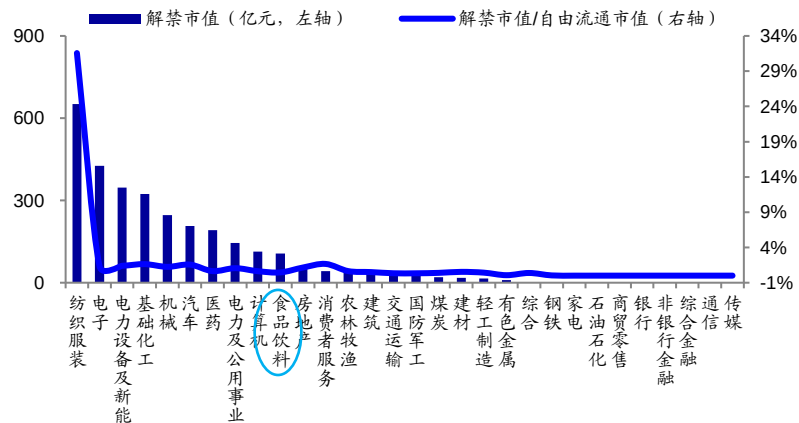
表9 2024年3月产业资本增减持持股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
东鹏饮料	-11.45	-6.09
金字火腿	-1.12	-2.54
威龙股份	-0.30	-1.45
仙乐健康	0.01	0.05
香飘飘	0.05	0.46
味知香	0.14	1.31
妙可蓝多	0.30	0.80
泸州老窖	1.00	0.08
五粮液	1.76	0.07

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照24年3月29日的股价估算：24年4月纺织服装、电子、电力设备及新能源行业解禁金额最大，解禁金额分别为651.8、426、346.6亿元，解禁市值/自由流通市值分别为31.57%、1.34%、1.40%。

图34 2024年4月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2024年3月29日

表10 2024 年 4 月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值（亿元）	占总市值比（%）
佳禾食品	47.4	85.6%
立高食品	28.3	50.8%
味知香	30.2	73.5%

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、煤炭、房地产、电力及公用事业。

表11 一级行业大额买入与资金流向（20240318-20240322）

	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	81.00%	64.30%	-5.50%	68.00%
钢铁	80.40%	58.60%	-18.50%	59.40%
煤炭	79.40%	4.50%	-2.50%	97.50%
房地产	78.80%	23.40%	-13.00%	92.60%
电力及公用事业	78.10%	54.90%	-7.00%	100.00%
交通运输	77.90%	14.30%	-14.70%	83.20%
商贸零售	77.70%	37.70%	-8.60%	70.90%
传媒	77.60%	67.20%	1.20%	77.90%
农林牧渔	77.00%	64.80%	-11.70%	82.80%
综合	76.70%	13.90%	-14.60%	26.20%
石油石化	76.60%	2.90%	-15.20%	85.20%
综合金融	76.60%	21.30%	-10.10%	52.50%
建筑	76.00%	2.50%	-11.00%	98.80%
轻工制造	76.00%	94.30%	-3.80%	71.70%
基础化工	75.80%	89.80%	-9.70%	100.00%
家电	75.70%	69.30%	-3.30%	22.10%
纺织服装	75.70%	34.40%	-11.10%	80.70%
非银行金融	75.70%	45.90%	-16.80%	97.10%
有色金属	75.20%	99.20%	-11.40%	98.00%
建材	74.90%	37.30%	-12.80%	85.70%
消费者服务	74.50%	90.60%	-11.50%	77.50%
通信	74.50%	37.70%	-1.70%	79.90%
计算机	74.40%	81.60%	-3.50%	94.70%
汽车	74.10%	100.00%	-8.60%	49.20%
电子	73.70%	98.00%	-3.30%	100.00%
机械	73.60%	62.30%	-9.00%	84.80%
电力设备及新能源	73.40%	90.20%	-10.50%	95.50%
国防军工	73.40%	74.60%	-9.90%	100.00%
医药	72.00%	45.90%	-11.90%	89.80%
食品饮料	67.80%	68.90%	-13.30%	88.10%

资料来源:Wind，海通国际金工组，HTI

截至 2024 年 3 月 15 日，机械、轻工制造、汽车、国防军工、计算机的行业拥挤度相对较高，电力设备及新能源和食品饮料的行业拥挤度上升幅度相对较大。

表12 行业拥挤度情况

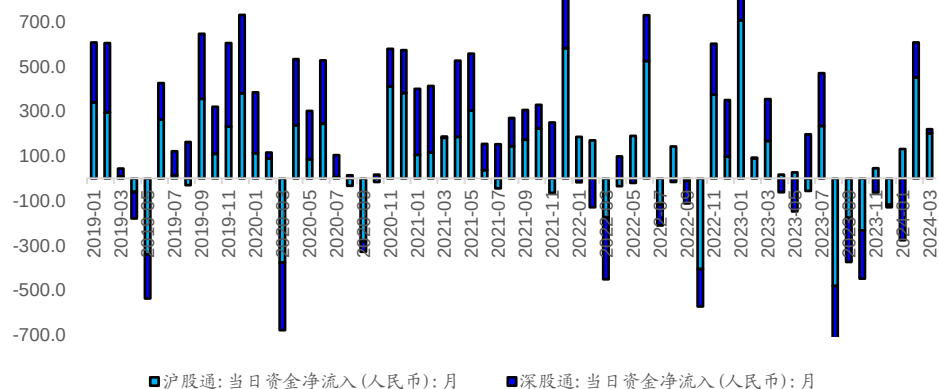
行业名称	20240315 拥挤度	20240308 拥挤度	拥挤度变化
机械	0.99	1.11	-0.12
轻工制造	0.84	0.73	0.12
汽车	0.71	0.58	0.14
国防军工	0.69	0.68	0.01
计算机	0.69	0.76	-0.07
纺织服装	0.54	0.54	0
传媒	0.52	0.54	-0.02
电子	0.51	0.58	-0.06
石油石化	0.5	0.51	-0.01
基础化工	0.42	0.36	0.06
商贸零售	0.4	0.41	-0.01
消费者服务	0.32	0.2	0.13
医药	0.25	0.13	0.11
电力设备及新能源	0.2	0.01	0.19
电力及公用事业	0.05	-0.02	0.07
综合	-0.04	-0.02	-0.02
房地产	-0.28	-0.21	-0.07
食品饮料	-0.37	-0.53	0.17
钢铁	-0.37	-0.36	-0.01
煤炭	-0.39	-0.33	-0.05
建筑	-0.41	-0.34	-0.07
通信	-0.42	-0.44	0.02
有色金属	-0.54	-0.68	0.14
农林牧渔	-0.59	-0.65	0.06
银行	-0.88	-0.87	0
交通运输	-0.9	-0.85	-0.05
建材	-1.14	-1.13	-0.01
非银行金融	-1.22	-1.19	-0.03
家电	-1.22	-1.17	-0.05

资料来源：Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

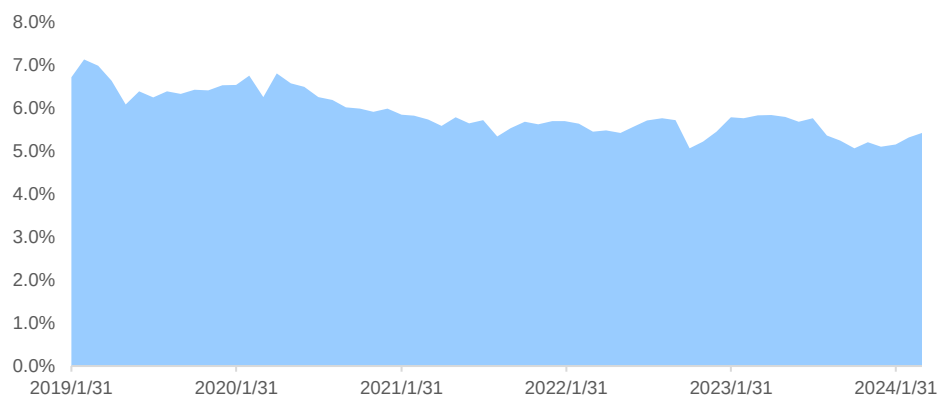
截至 2024 年 3 月 29 日，陆股通资金当月净流入 219.8 亿元（上月净流入 607.4 亿元），其中沪股通净流入 201.4 亿元，深股通净流入 18.5 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.42%，较上月提升 0.11pct。

图35 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

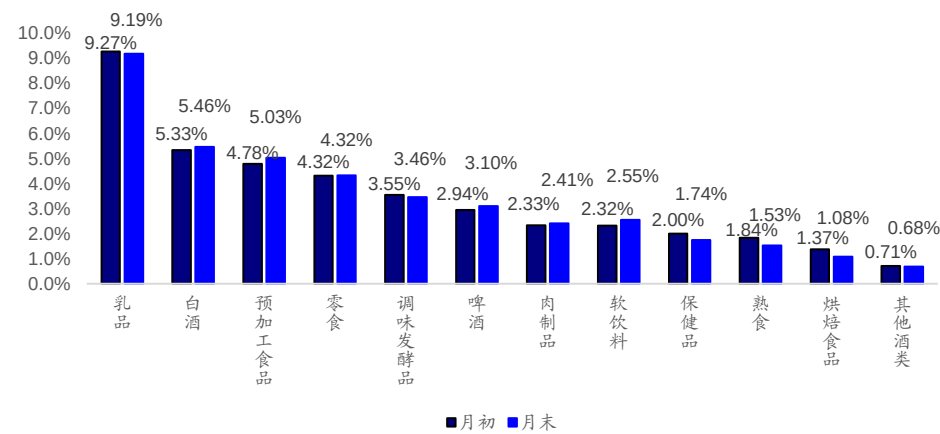
图36 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

乳品行业陆股通占比为 9.19%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，预加工食品（+0.25pct）和软饮料（+0.23pct）行业月度增持幅度靠前。陆股通持股占比靠后的子行业为其他酒类（0.68%）和烘焙食品（1.08%），月末较月初减持最多的子行业为熟食（-0.31pct）和烘焙食品（-0.29pct）。

图37 食饮子板块陆股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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（5.3%）、山西汾酒（2.7%）；按陆股通持股比例排名，洽洽食品（13.7%）陆股通占比最高，伊利股份（13.1%）和安井食品（12.4%）次之。其中，洽洽食品陆股通月末较月初减持最多（-1.0pct），安井食品陆股通增持最多（+1.24pct）。

表13 食饮板块陆股通持股情况

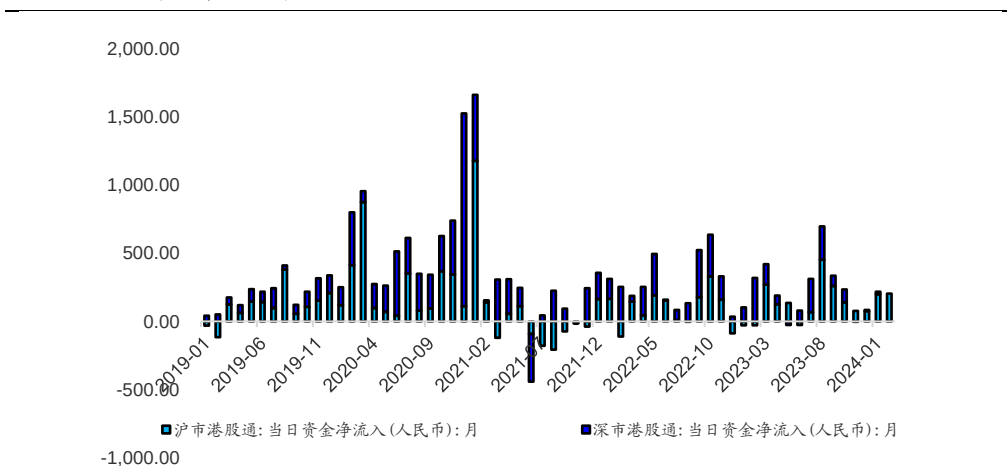
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	7.2	7.2	0	1	洽洽食品	13.7	14.7	-1.0
2	五粮液	5.3	4.5	0.78	2	伊利股份	13.1	13.2	-0.03
3	山西汾酒	2.7	2.3	0.41	3	安井食品	12.4	11.1	1.24
4	泸州老窖	3.3	3.2	0.17	4	东鹏饮料	9.4	8.5	0.95
5	海天味业	4.0	4.1	-0.03	5	贵州茅台	7.2	7.2	0
6	伊利股份	13.1	13.2	-0.03	6	重庆啤酒	6.0	5.7	0.24
7	洋河股份	3.1	3.0	0.02	7	安琪酵母	4.7	5.3	-0.59
8	古井贡酒	1.9	2.1	-0.2	8	中炬高新	5.6	5.2	0.46
9	双汇发展	3.1	3.0	0.16	9	五粮液	5.3	4.5	0.78
10	青岛啤酒	2.6	2.2	0.4	10	涪陵榨菜	3.7	4.2	-0.52

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

2.3 港股通跟踪

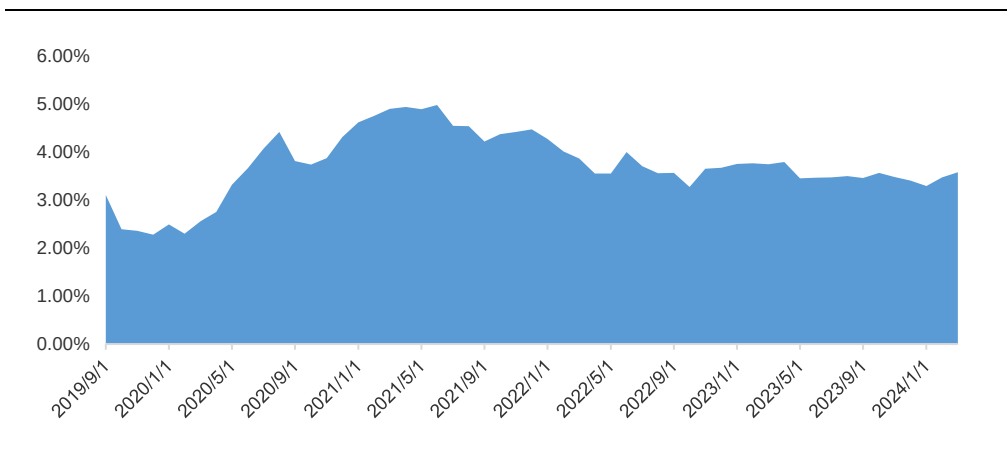
截至 2024 年 3 月 29 日，港股通资金当月净流入 785.64 亿元（上月净流入 223.22 亿元），必需消费板块市值占比为 3.58%，较上月上升 0.11pct。

图38 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

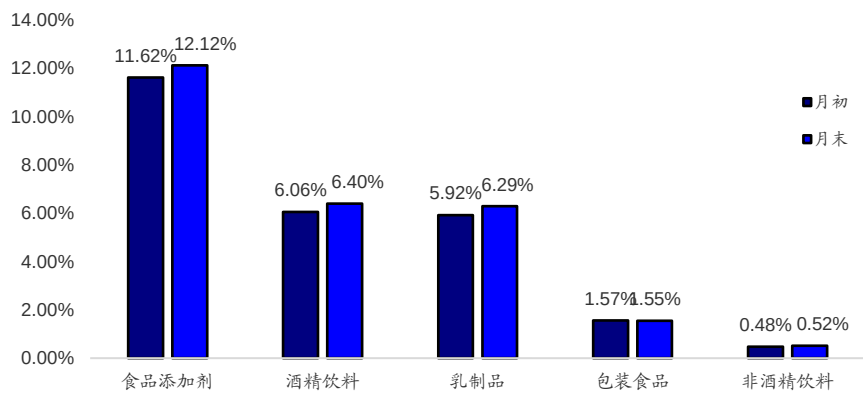
图39 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

食品添加剂行业港股通占比为 12.12%，较月初增持 0.50pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.40%，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（0.52%）、包装食品（1.55%）和乳制品（6.29%）。

图40 食饮子板块港股通持股市值占比月初月末对比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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14 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	0.8	0.9	-0.11	1	青岛啤酒股份	27.7	28.5	-0.74
2	百威亚太	0.2	0.1	0.02	2	华宝国际	20.1	20.0	0.05
3	华润啤酒	11.8	11.9	-0.17	3	周黑鸭	16.7	17.0	-0.34
4	青岛啤酒股份	27.7	28.5	-0.74	4	颐海国际	15.9	14.9	1.01
5	蒙牛乳业	4.2	4.3	-0.08	5	华润啤酒	11.8	11.9	-0.17
6	中国旺旺	0.1	0.2	-0.01	6	中国飞鹤	11.1	10.1	1.00
7	康师傅控股	1.5	1.2	0.31	7	优然牧业	9.0	8.9	0.07
8	珍酒李渡	6.8	6.4	0.40	8	百果园	8.6	8.2	0.46
9	中国飞鹤	11.1	10.1	1.00	9	中烟香港	8.1	8.2	-0.08
10	统一企业中国	2.4	1.2	1.23	10	阜丰集团	8.1	8.1	-0.01

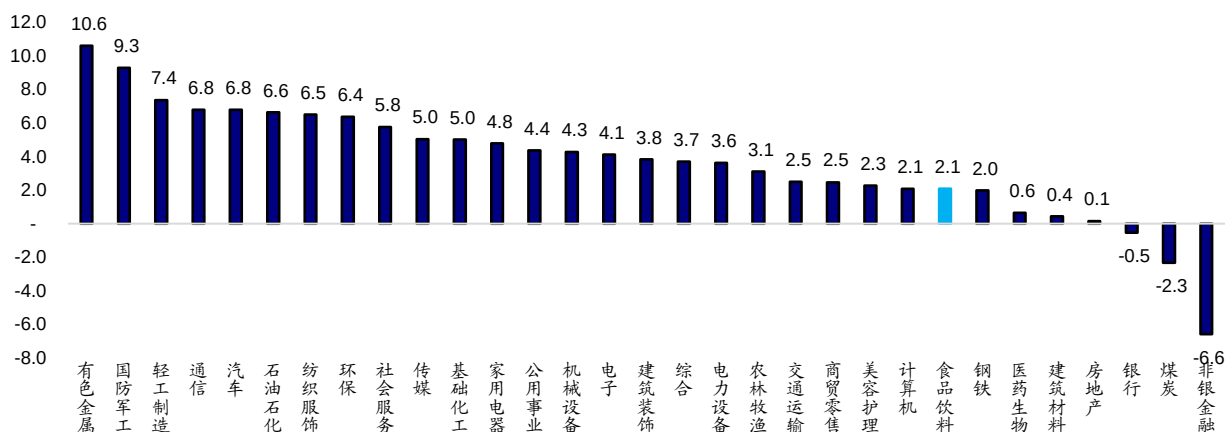
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

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，3 月多数行业收涨，其中有色金属（+10.6%）、国防军工（+9.3%）和轻工制造（+7.4%）涨幅居前，非银金融（-6.6%）、煤炭（-2.3%）跌幅靠前。食品饮料收涨 2.1%，在 31 个行业分类中位居第 24 名，较上月（+4.0%）下跌 7 名。

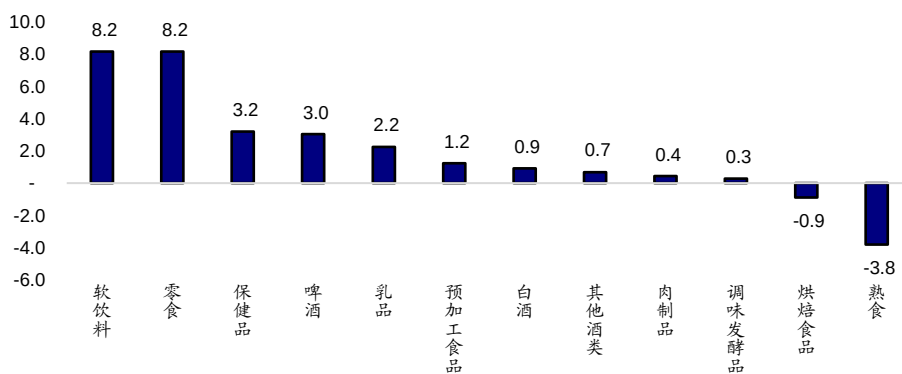
图41 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 3 月 29 日

除熟食和烘焙食品以外, 3月食品饮料子行业全线收涨, 软饮料(+8.2%)、零食(+8.2%)、保健品(+3.2%)涨幅领先。

图42 A股食品饮料子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 3 月 29 日

表15 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	21392	1703	0.5	1	古井贡酒	1,183	260	18.7
2	五粮液	5959	154	7.9	2	盐津铺子	148	75	9.6
3	山西汾酒	2990	245	5.2	3	今世缘	736	59	9.3
4	泸州老窖	2717	185	5.0	4	千禾味业	174	17	8.6
5	海天味业	2191	39	-3.1	5	五粮液	5,959	154	7.9
6	伊利股份	1776	28	-1.6	6	洽洽食品	186	37	7.4
7	洋河股份	1471	98	-3.3	7	伊力特	100	21	6.1
8	古井贡酒	1183	260	18.7	8	天味食品	138	13	5.7
9	青岛啤酒	911	83	3.9	9	山西汾酒	2,990	245	5.2
10	双汇发展	909	26	-10.2	10	泸州老窖	2,717	185	5.0

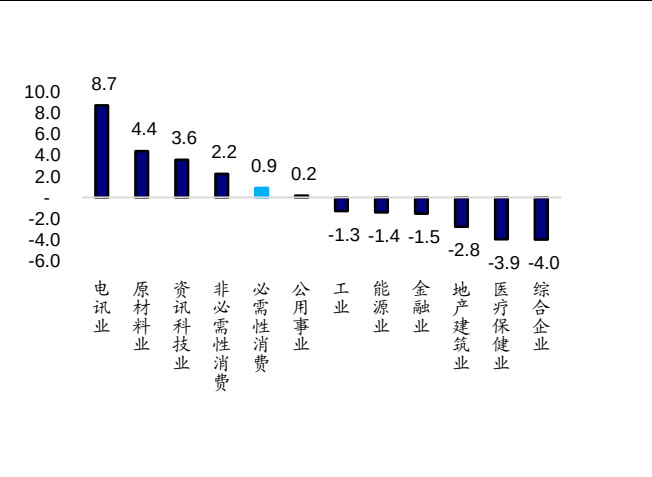
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

3 月份 H 股涨跌互现，电讯业、原材料业涨幅居前，综合企业、医疗保健业跌幅居前。必需性消费（+0.9%）在 12 个一级行业中排名第 5 名，较上个月（+5.1%）下降 1 名。

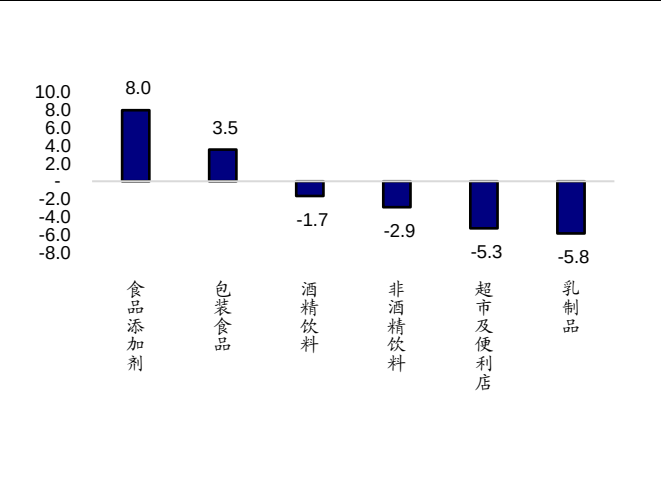
必需性消费子行业中，食品添加剂（+8.0%）、包装食品（+3.5%）上涨最多，乳制品（-5.8%）、超市及便利店（-5.3%）跌幅居前。

图43 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

图44 H 股必需消费二级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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16 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	4752	42	-4.8	1	颐海国际	154	15	34.7
2	百威亚太	1526	12	-9.1	2	第一太平	167	4	24.7
3	华润啤酒	1170	36	6.2	3	统一企业	241	6	18.5
4	青岛啤酒	1005	54	7.1	4	珍酒李渡	369	11	18.5
5	蒙牛乳业	661	17	-14.6	5	安德利果汁	101	8	8.7
6	中国旺旺	546	5	6.9	6	青岛啤酒	1005	54	7.1
7	康师傅	483	9	-1.7	7	中国旺旺	546	5	6.9
8	珍酒李渡	369	11	18.5	8	华润啤酒	1170	36	6.2
9	中国飞鹤	334	4	-5.6	9	阜丰集团	129	5	5.4
10	统一企业	241	6	18.5	10	康师傅	483	9	-1.7

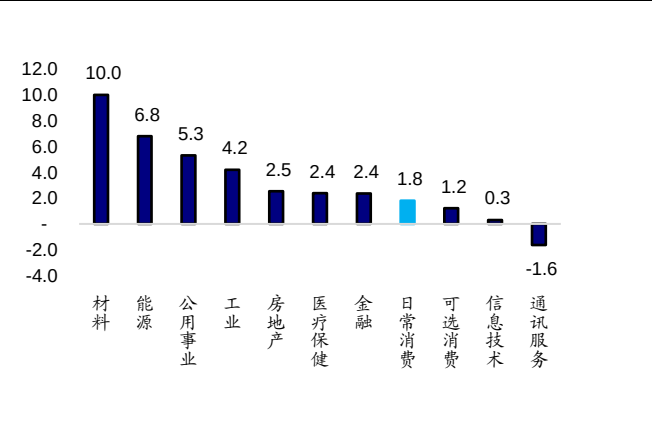
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

3 月美股一级行业多数收涨，材料、能源、公用事业涨幅领先。日常消费品行业收涨 1.8%，在 11 个美股一级行业排第 8 名，位次较上月（+2.3%）下降 2 名。

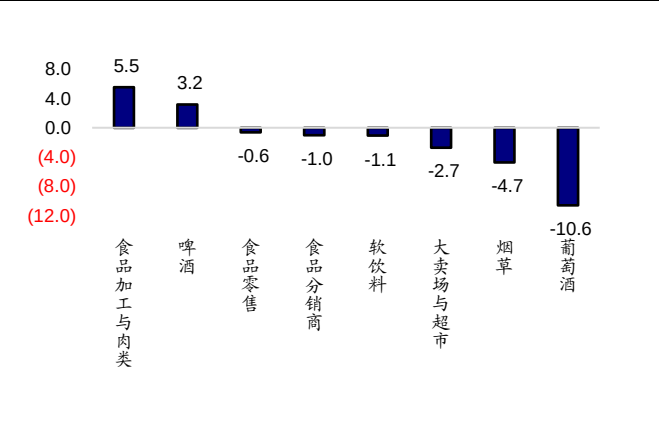
日常消费品子行业中，食品加工与肉类（+5.5%）、啤酒（+3.2%）月末收涨。

图45 美股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

图46 美股日常消费品行业子板块涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 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17 美股日常消费板块个股涨跌幅

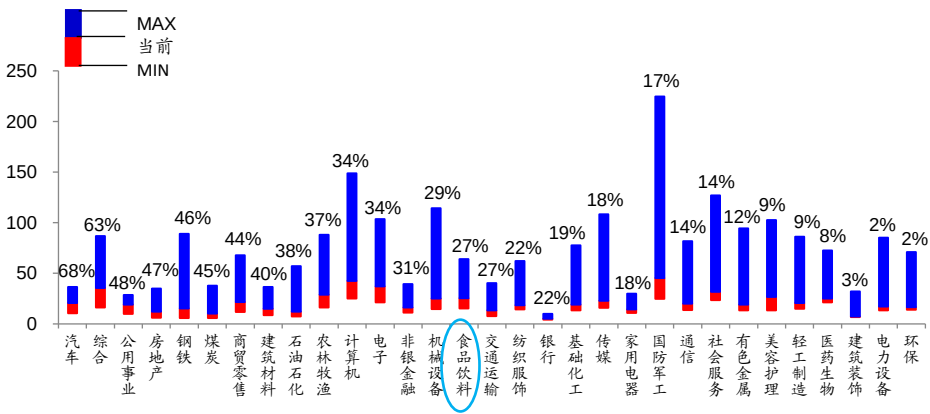
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	4849	60	3.0	1	克罗格	411	57	15.2
2	帝亚吉欧	4147	149	-1.4	2	味好美	206	77	14.4
3	开市客	3249	733	-1.5	3	星座品牌-A	497	272	9.4
4	可口可乐	2638	61	2.7	4	莫尔森库尔斯酒业-A	135	68	9.1
5	百事	2406	175	5.8	5	通用磨坊	395	70	9.0
6	可口可乐 凡萨瓶装	1634	97	0.2	6	奥驰亚	769	44	9.0
7	菲利普莫 里斯国际	1424	92	3.3	7	PILGRIMS PRIDE	81	34	7.8
8	百威英博	1227	61	0.7	8	莫尔森库尔斯饮料	135	67	7.7
9	亿滋国际	943	70	-3.6	9	花苑食品	50	24	5.9
10	奥驰亚	769	44	9.0	10	百事	2406	175	5.8

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

4 估值水平

4.1 A 股行业估值表现

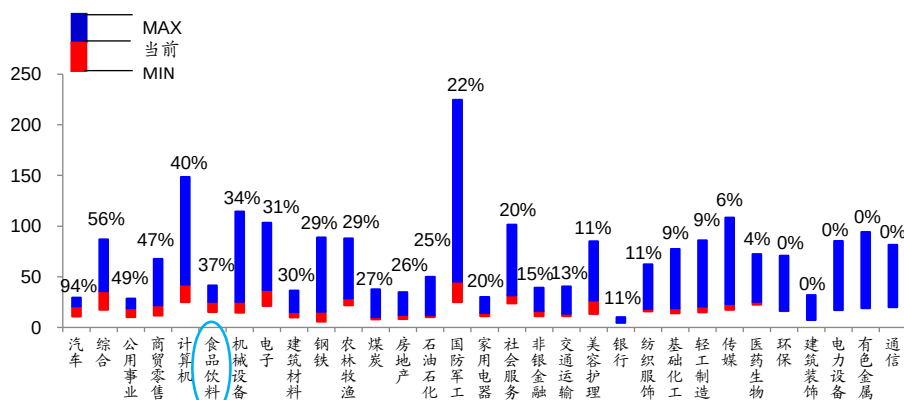
图47 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2024 年 3 月 29 日

截至 2024 年 3 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 27%（25.4x），较上月末（26%，24.8x）提升 1pct，在 31 个行业中排名第 15 名。

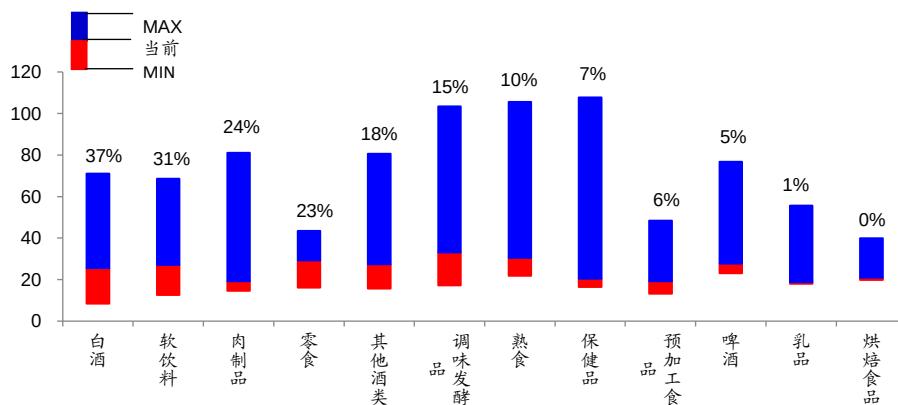
图48 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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 9 个，其中通信、有色金属和电力设备等行业历史估值最低；食品饮料的 PE 历史分位数为 37%，较上月提升 2pct，在 31 个行业中排名第 6 名。

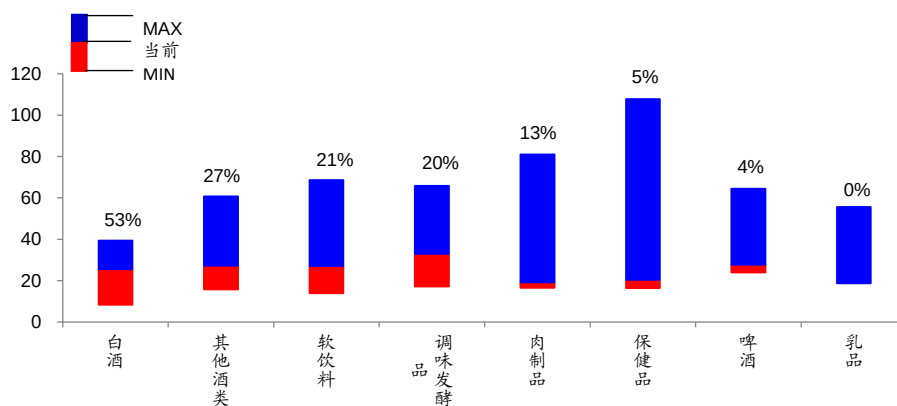
图49 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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烘焙食品（0%）、乳品（1%）、啤酒（5%）。PE 绝对值最低的行业分别是乳品（18.8x）、肉制品（19.3x）、预加工食品（19.3x）。

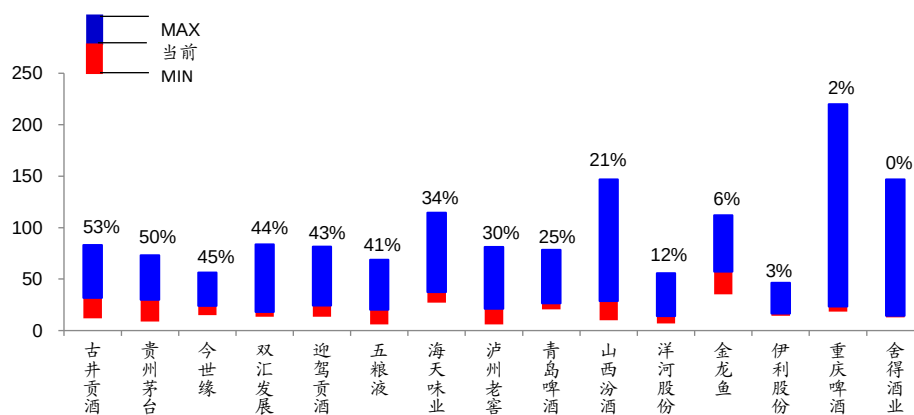
图50 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

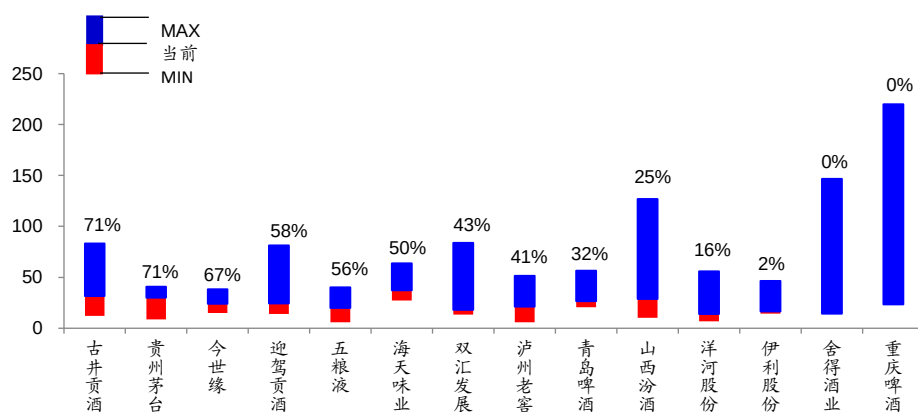
A 股食品饮料子行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有乳品（0%）、啤酒（4%）和保健品（5%）。

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



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

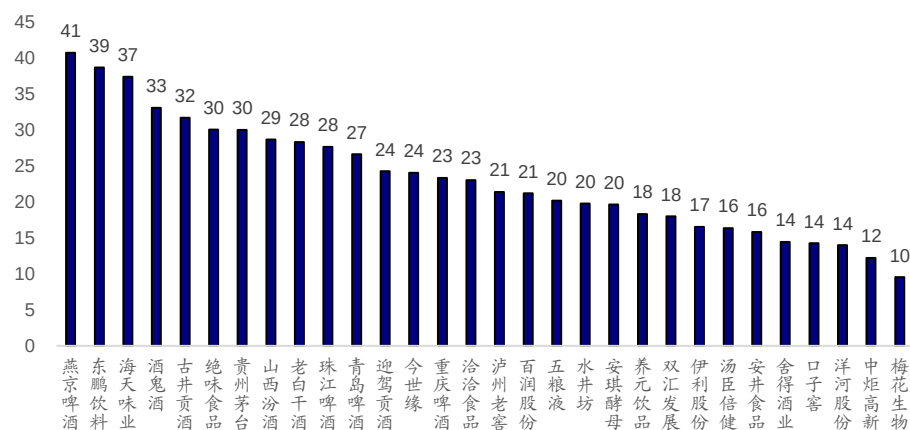
图52 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年3月29日

截至2024年3月29日，A股市场食品饮料板块龙头企业的估值中位数为22x（较上月下降1x）。

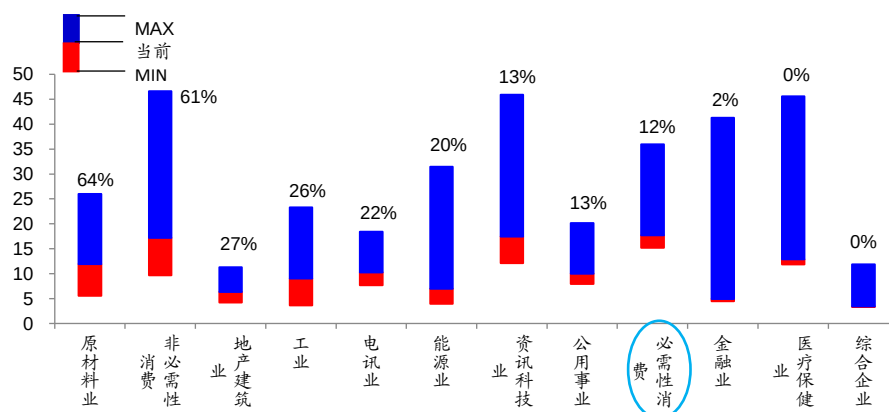
图53 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年3月29日

4.2 H 股行业估值表现

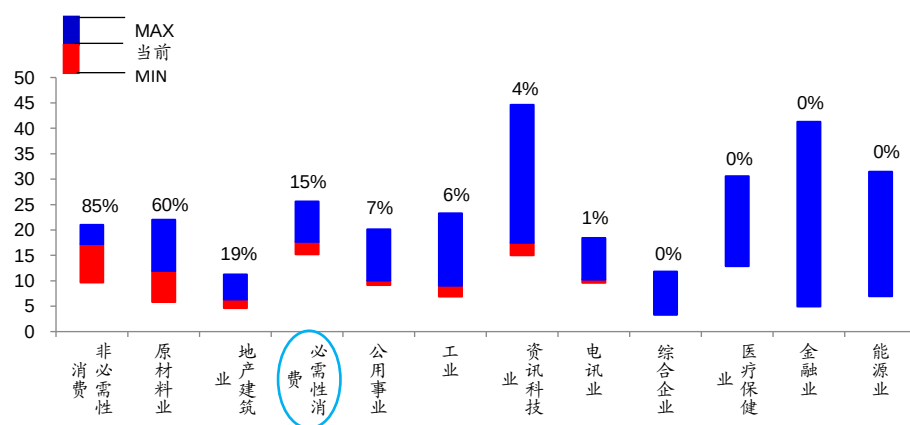
图54 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

截至 2024 年 3 月 29 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有综合企业、医疗保健业、金融业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 12%（17.7x），历史分位数较上月末（16%，18.1x）下降 4%，在 12 个一级行业中排名第 9 名。

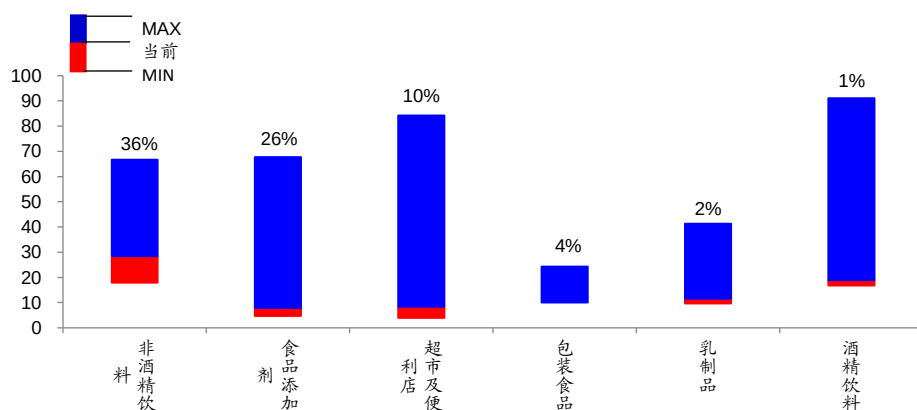
图55 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

H 股一级行业中 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年 10% 以下的行业有能源业、金融业、医疗保健业等。必需性消费的 PE 历史分位数为 15%，较上个月下降 4pct，在 12 个行业中排名第 4 名。

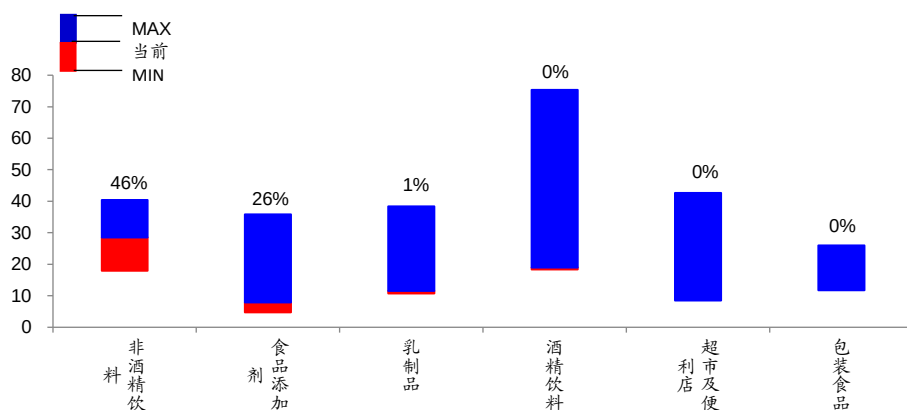
图56 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年3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（1%）、乳制品（2%）、包装食品（4%）等。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（7.9x）和超市及便利店（8.5x）。

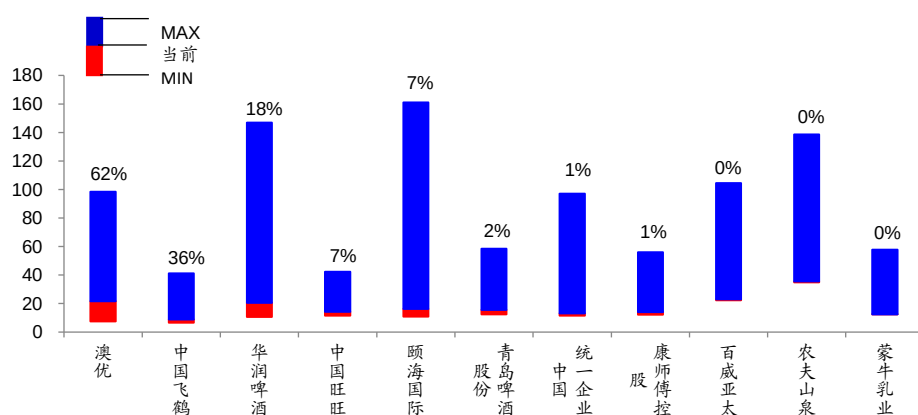
图57 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年至2019年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年3月29日

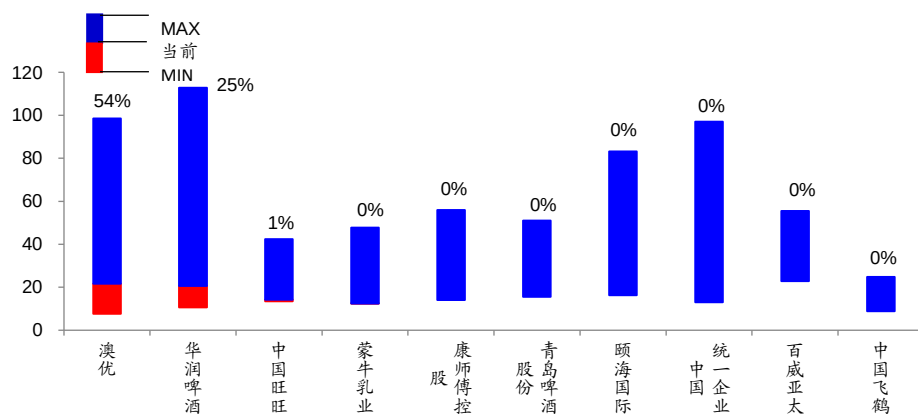
除非酒精饮料和食品添加剂以外，其他H股必需消费行业PE历史分位数均处于2011年至2019年10%以下。

图58 H 股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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）

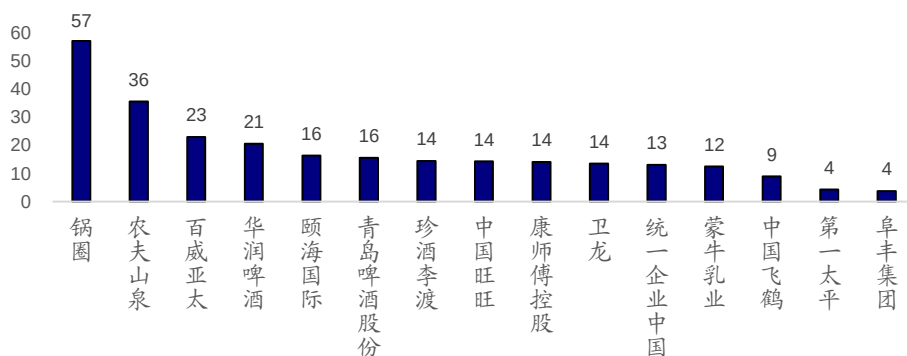
图59 H 股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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 3 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（相较上月持平）。

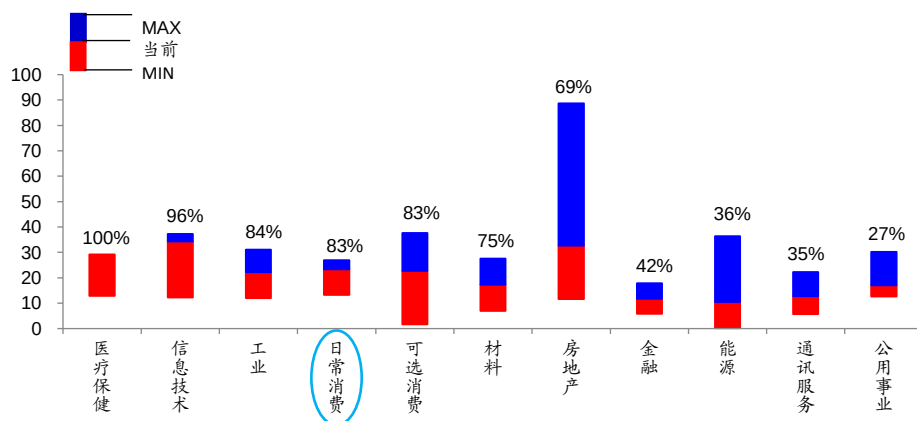
图60 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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

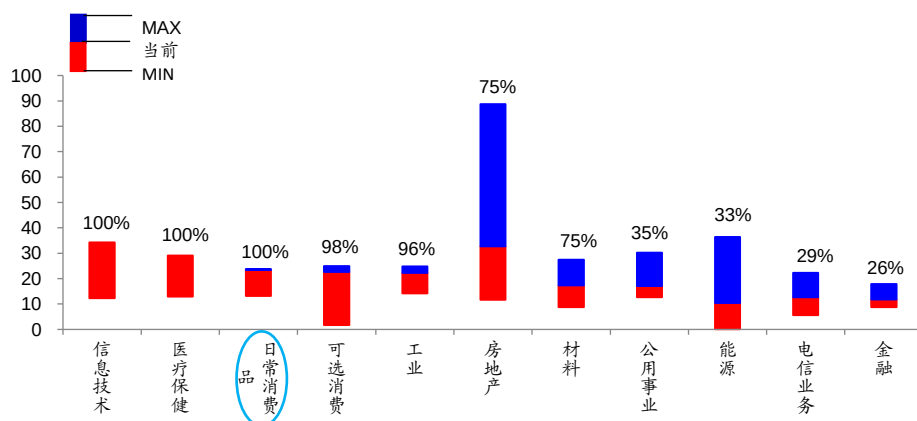
图61 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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 3 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（27%）、通讯服务（35%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 83%（23.4x），历史分位数与上月末（76%，22.6x）提升 7pct，在 11 个行业中排名第 4 名。

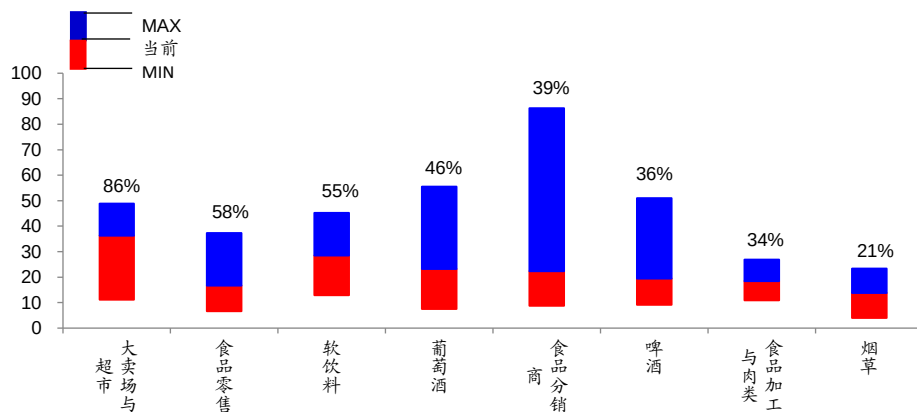
图62 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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（26%）、电信业务（29%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 100%，较上月提升 4pct，在 11 个行业中排名第 3 名。

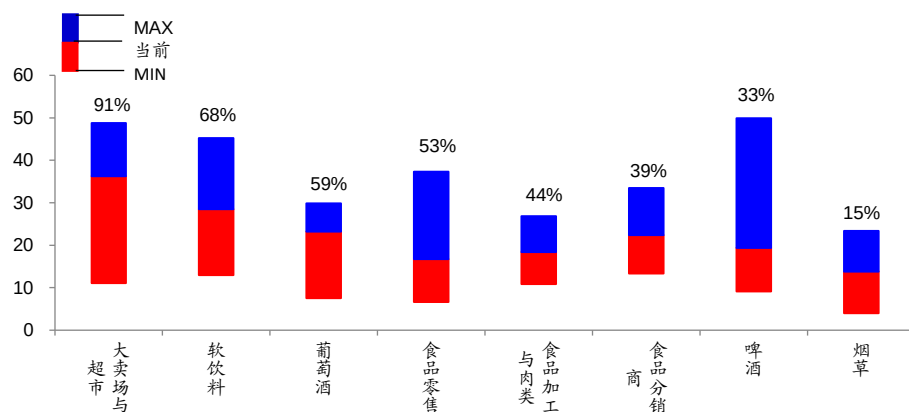
图63 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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（21%）、食品加工与肉类（34%）和啤酒（36%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（13.8x）、食品零售（16.7x）和食品加工与肉类（18.4x）。

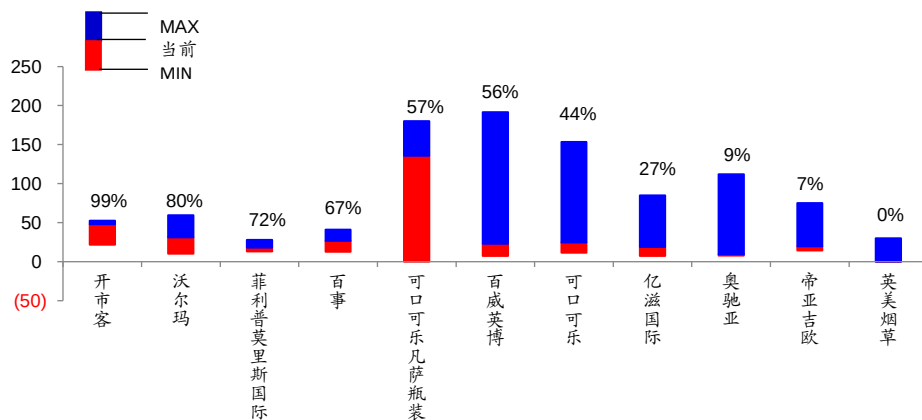
图64 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 月 29 日

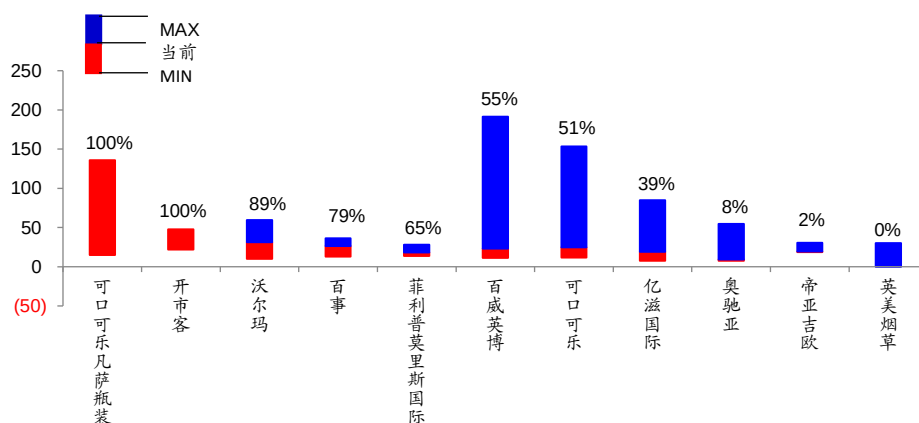
美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年至 2019 年较低的行业为烟草（15%）和啤酒（33%）。

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



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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）

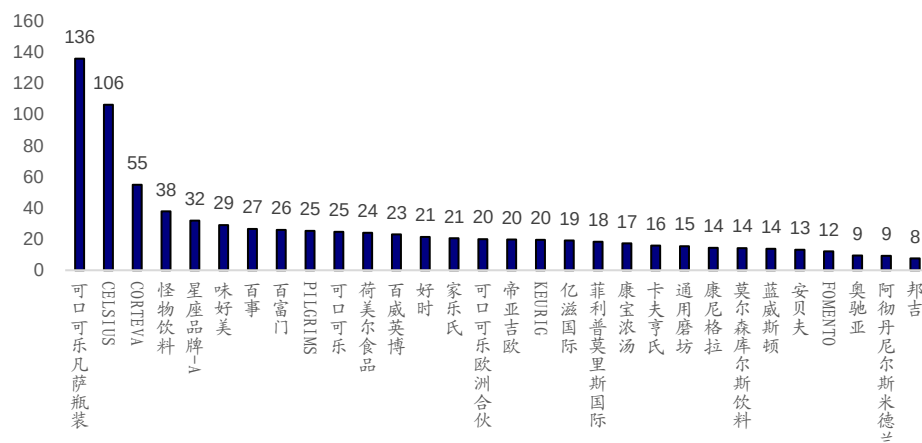
图66 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年至 2019 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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 3 月 29 日，美股食品饮料板块估值中枢有所提升，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 20x（相较上月下降 2x）。

图67 美股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 3 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18 消费公司 1Q24 业绩预测

股票代码	公司名称	收入增速			归母净利润增速		
		1Q24	2-4Q24	2024	1Q24	2-4Q24	2024
600519.SH	贵州茅台	15.0%	15.3%	15.2%	15.5%	17.1%	16.6%
000858.SZ	五粮液	10.0%	11.2%	10.7%	10.2%	14.2%	12.6%
000568.SZ	泸州老窖	20.0%	20.1%	20.1%	20.2%	21.3%	21.0%
000799.SZ	酒鬼酒	-8.0%	2.6%	-1.2%	-5.0%	5.9%	-0.1%
600809.SH	山西汾酒	21.0%	19.9%	20.3%	27.4%	23.0%	25.0%
002304.SZ	洋河股份	10.4%	15.8%	13.4%	10.3%	12.6%	12.6%
000596.SZ	古井贡酒	21.1%	20.1%	20.5%	27.0%	27.7%	27.4%
603369.SH	今世缘	23.8%	24.0%	23.9%	21.9%	24.4%	23.4%
603198.SH	迎驾贡酒	22.0%	21.9%	21.9%	26.9%	25.5%	25.5%
600600.SH	青岛啤酒	-2.0%	7.8%	4.7%	4.2%	23.6%	17.0%
1876.HK	百威亚太	3.2%	7.5%	6.5%	9.4%	32.3%	24.4%
600132.SH	重庆啤酒	4.8%	5.1%	5.0%	8.0%	9.0%	9.0%
605499.SH	东鹏饮料	30.0%	25.6%	26.6%	36.8%	32.4%	33.5%
603288.SH	海天味业	7.0%	11.4%	10.2%	7.5%	11.9%	10.7%
600872.SH	中炬高新	12.0%	14.1%	13.6%	19.6%	29.3%	26.6%
603345.SH	安井食品	15.0%	18.1%	17.4%	15.0%	17.5%	16.9%
000895.SZ	双汇发展	5.0%	7.1%	6.5%	2.0%	11.7%	8.9%
600887.SH	伊利股份	2.6%	2.9%	2.8%	4.0%	9.0%	7.2%

资料来源：HTI

其中伊利股份 Q1 归母净利润为内生预计，不包含出售昌吉盛新（煤矿）获得的转让价款 26.5 亿

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，春节白酒消费总体略超预期，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。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，各酒企经销商在一季度末基本完成打款目标，带动优质白酒企业 1Q24 业绩表现确定性高。

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；预期贵州茅台 1Q24 收入增长 15%，净利润增长 16%。我们预期五粮液 2024 年维持 10% 左右增长，五粮液计划内减量和提升结算价显著减少普五量增压力，帮助批价上行，双翼产品如五粮液 1618 和低度五粮液加大扫码红包力度，动销显著增加；预期 1Q24 五粮液收入增长 10%，归母净利润增长 10.2%。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%；预期 1Q24 泸州老窖收入和归母净利润均同比增长 20%。我们预期酒鬼酒 2024 年收入微跌，归母净利润增速好于收入增速。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。春节没有打款要求，以去库存和自然回款为主，我们预期 1Q24 酒鬼酒收入呈负增长，利润增速好于收入增速表现。

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 24.5X/17.6X/17.3X/13.6X/22.6X。2024 年春节旺季消费好于市场预期，白酒个股进一步分化，呈旺季脉冲式行情。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，优质标的股价仍有上行空间，推荐买入五粮液、泸州老窖、珍酒李渡。

表19 H股食品饮料股息率（TTM）及年度现金分红比例 2020-2023 年（%）

证券简称	股息率（TTM）	年度现金分红 比例 2023， %	年度现金分红 比例 2022， %	年度现金分红 比例 2021， %	年度现金分红 比例 2020， %
H股					
农夫山泉	1.7	70	91	68	37
百威亚太	3.6	82	55	42	73
华润啤酒	2.8	59	41	39	39
蒙牛乳业	2.6	40	29	29	31
康师傅控股	5.9	100	198	166	100
中国旺旺	3.6	78	106	40	100
中国飞鹤	7.9	69	47	50	30
统一企业中国	6.6	110	119	115	101
颐海国际	1.3	90	26	30	30
第一太平	5.5	25	31	31	21
阜丰集团	11.9	42	41	35	34
中烟香港	1.9	37	37	17	29
中国食品	4.5	50	50	50	50
周黑鸭	6.9	318		68	106

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 3 日

表20 H股食品饮料股息率（TTM）及年度现金分红比例 2020-2023 年（%）

证券简称	股息率（TTM）	年度现金分红 比例 2023， %	年度现金分红 比例 2022， %	年度现金分红 比例 2021， %	年度现金分红 比例 2020， %
A股					
贵州茅台	2.6	76	96	52	52
五粮液	2.4		55	50	50
泸州老窖	2.2		60	60	50
山西汾酒	1.3		50	41	6
海天味业	1.5		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	1.1		50	51	41
双汇发展	6.5	100	99	92	128
青岛啤酒	2.2	64	48	48	46
东鹏饮料	1.1		56	101	
今世缘	1.2		36	36	36
迎驾贡酒	1.7		52	52	59
重庆啤酒	3.9	101	100	83	
安井食品	2.1		30	30	30
舍得酒业	1.9		30	21	26
安琪酵母	1.7		33	32	30
汤臣倍健	1.1		22	68	73
水井坊	1.5		30	30	80
养元饮品	7.1		155	120	96
口子窖	3.6		58	52	56
燕京啤酒	0.8		64	49	31
百润股份	2.4			56	108
中炬高新				31	61
酒鬼酒	2.2		40	47	46
老白干酒	1.5		39	35	43
绝味食品	0.9		49	36	43
洽洽食品	2.7		52	46	50
涪陵榨菜	2.2		38	78	

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 4 月 3 日

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。

春节前后各大酒企业开展了大范围的市场拼抢工作，通过下发提价预期、加大返利、加码免息协议及费用支持等多样化的激励政策，促进渠道回款、发货如期进行。但对于渠道和终端而言，节前态度普遍谨慎，主观囤货意愿降低。节后酒媒调研显示，经销商普遍反映粮液、山西汾酒和剑南春春节动销超预期，但库存去化效果并不显著，渠道温和去库存仍需持续较长时间。3 月中下旬，2024 年春季糖酒会如期召开，名酒以宣传为主，招商功能有所减弱。当前处于节后白酒消费淡季，控量、提价政策的陆续落地对批价的短期抬升具备积极作用，但终端价格的修复仍需消费力的回暖作为支撑。在行业存量竞争加剧、供需背离趋势尚未改变的背景下，不同企业需要在销量、价格、费用之间做出取舍。预计 24 年大众消费价格带仍有结构提升空间，消费者对产品性价比的追求将带动行业持续快集中、强分化。

截至 3 月 29 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 25.5X，位于 2011 年以来的 44%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 21%/53%/12%/43%/45%分位。建议关注个股为洞藏系列产品起势、后阶段延续放量的迎驾贡酒，业绩确定性强、估值分位处于低位的山西汾酒，全年目标明确、股权激励彰显信心的今世缘，基酒储备充足、具备估值性价比的洋河股份。根据 Wind 一致预期和最新股价，迎驾贡酒/山西汾酒/今世缘/洋河股份对应 2024 年 PE 估值为 18.5X/22.8X/18.8X/11.9X。

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

除燕京啤酒，当前五家啤酒上市公司已完成 23 年的业绩披露（百威亚太未做中国区拆分，按 75%估算），共实现营收 1268 亿元，同比+6.4%，销量 3087 万千升，同比+1.9%，吨价提升 4.4%至 4107 元/吨。据中国酒业协会数据显示，2023 年全国啤酒行业实现酿酒总产量 3789 万千升，同比增长 0.8%，实现销售收入 1863 亿元，同比增长 8.6%，实现利润总额 260 亿元，同比增长 15.1%。经估算，五家啤酒上市公司收入/销量占比分别在 68%/80%以上，竞争格局基本稳定。具体来看，23 年百威亚太收入+5.8%（内生+11.1%），EBITDA +4.7%（内生+10.8%）；华润啤酒收入+10.4%，净利润+18.6%；青岛啤酒收入+5.5%，净利润+15.0%；重庆啤酒收入+5.4%，净利润+5.8%；珠江啤酒收入+9.1%，净利润+4.3%。

23H1 受疫后需求回补催化，厂商预期消费快速恢复，集体加大渠道铺货，上半年龙头酒企量价齐升，同比+6.3%/+3.6%，行业产量同比+7.0%；23H2 在旺季高基数下，叠加雨水天气扰动和消费力趋于疲软影响，头部酒企销量承压，同比-3.6%，行业产量同比-6.9%，但结构端产品升级的趋势依然明显，23H2 吨价同比+5.2%。全年来看，百威亚太西区量/价同比+5.3%/+7.7%，华润啤酒量/价同比+0.5%/+4.0%，青岛啤酒量/价同比-0.8%/+6.2%，重庆啤酒量/价同比+4.9%/+0.5%，珠江啤酒量/价同比+4.8%/+3.8%。由于 23H1 行业进去渠道去库存阶段，货折有所提升，叠加销量下滑带来的规模效应减弱影响，上市酒企的毛利率及销售费用率波动在一定程度上对盈利造成拖累，导致四季度由盈转亏或亏损幅度走扩。

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

截至 3 月 29 日收盘，啤酒指数（851232.SI）PE TTM 为 28.4X，位于 2011 年以来的 3.4% 分位，触及区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，推荐高端化确定性强、分红比例有望维持高位的青岛啤酒；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 22.4X/19.8X/17.5X。

乳制品行业：肖韦俐认为 2024 年液态奶需求稳定，婴配粉供给端变化可以期待。

液态奶：我们在 3 月份需求月报中提到，春节过后液态奶需求转弱，预计 3 月仅有微弱增长。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，渠道库存维持良性。

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 液态奶仍有低个位数增长。其次成本端看，我们预计原奶价格下行今年将持续，仍利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企，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更快。同时伊利有 3.75% 的股息率（TTM），蒙牛也将派息比率从 30% 提升到 40%。配置双寡头的稳健属性明显。

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

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 14.50X/ 11.17X/ 8.11X，股息率 TTM 分别为 3.75%/2.57%/7.93%。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 3%/0%/36%。

调味品行业：寇媛媛、宋琦认为 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。

今年春节长假期时间久，出游人数超预期，餐饮消费尤其是连锁餐饮表现优异，带动调味品 B 端动销，行业库存逐渐进入健康水平。3 月餐饮环比表现弱于传统旺季 2 月，但考虑去年低基数，对应调味品行业动销延续。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。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。2024 年海天味业增速目标为 10%，我们预期净利润增速快于收入增长，主要受益于原材料价格下降带来的毛利率改善；预期 1Q24 海天味业收入为单位数增长，归母净利润增速快于收入增速。

中炬高新基本完成了组织结构变革，高管和中高层管理人员基本到位，股权激励已落地，收入和利润率双升确定性高。我们预期中炬高新 2024 年收入增长为低双位数，归母净利润增速为高双位数增长，主要受益于收入增长回到双位数轨道、毛利率扩展和费用率的控制；预期 1Q24 中炬高新收入增速为低双位数增长，归母净利润增速快于收入增速。

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 31.4X/28.7X/41.3X/26.1X。

运动鞋服行业：寇媛媛认为运动鞋服行业 24 年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。

我们预期运动行业 1-3 月总体表现较去年同期持平，线上因为低基数，表现略好于线下。我们预期 1-2 月增速为低单位数，3 月环比 1-2 月转弱。运动服饰公司重视对库存的把控，部分头部公司自 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。

展望 2024 年，我们预期运动鞋服行业增速呈中单位数增长，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，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。我们预期申洲国际 2023 年订单增速在 15% 左右或以上，主要受益于海外和国内客户去库存基本结束，主要客户之一的 ADIDAS 有望打开供应商供货比例的天花板，订单回暖将带动产能利润率和毛利率的提升。

根据最新股价和 Wind 一致预期，李宁/安踏体育/特步国际/申洲国际对应 2024 年 PE 估值为 13.7X/18.6X/9.9X/18.4。

养殖行业：宋琦 4 月月度观点为

1) 生猪养殖：中性。多因素导致短期供给收缩，预期二季度库存释放猪价有望回调。在疫病多发以及期货工具因素共同作用下，当前阶段仔猪育肥的兴起刺激了近期仔猪采购需求的旺盛，因此年初仔猪价格表现强势。此外，近期集团场缩量、散户

压栏&二育等行为使得猪价震荡偏强,可以观察到出栏均重持续提升,标肥价差持续收窄,说明短期累库增加。供应端目前供应量依旧充,短期行为使得市场阶段性缺猪;消费端需求维持平淡,日屠宰量略有下滑,清明节预计拉升部分区域需求但整体平淡。展望 2Q24 随着猪价上涨&天气转热抑制短期压栏&二育情绪,叠加前期累库供给或在 4 月份部分释放,在供强需弱的背景下猪价短时或出现回调。建议关注具有养殖成本优势以及成本持续优化的牧原股份与温氏股份。

2) 白羽鸡行业: 中性。2022 年引种量下降逐渐向下游传导,新增父母代数量或将处于低位,另外一方面,在产父母代将进入淘汰高峰。因而,我们预期 2H24,在产父母代将逐步下降,鸡苗供应趋紧,鸡苗价格或将继续上涨,建议关注圣农发展。

批零社服行业: 汪立亭、李宏科跟踪报告: 技术为基品牌向上,重组胶原龙头优享红利。

近年来重组胶原蛋白市场规模保持高速增长,根据弗若斯特沙利文预计,2023 年中国重组胶原蛋白市场规模为 271 亿元,2027 年可增至 1083 亿元,CAGR 为 41.4%;细分应用场景来看,重组胶原蛋白在功能性护肤品的渗透率将从 2023 年的 20.3%增至 2027 年的 30.5%,在轻医美领域的渗透率从 23 年的 5.6%增至 27 年的 9.7%,市场规模 CAGR 各 55.0%/34.5%。

技术迭代奠定多元潜能。①历史复盘: 医美胶原蛋白填充剂于 1981 年在美国首次批准上市,性价比和安全性问题致其未繁荣发展。2000 年范代娣教授团队用基因工程高密度发酵产生的重组胶原蛋白问世,行业逐步开启产业化进程;以双美为代表的国产胶原蛋白填充剂自 2010 年前后快速发展,改变此前国内进口为主的情况。②最新技术突破: 今年以来重组胶原蛋白领域研发进展迅速。锦波生物发现 A 型重组 III 型人源化胶原蛋白的 164.88°三螺旋结构,可进一步自交联成更高级的胶原蛋白纤维网结构,进而实现细胞重塑、组织重塑;创健医疗成功研发出氨基酸序列与人天然胶原蛋白完全一致且具有天然三螺旋结构的 III 型重组人胶原蛋白,解决重组胶原蛋白机械支撑力不足的问题巨子生物率先以 3D 全层皮肤模型&双光子显微成像技术,验证重组胶原蛋白的透皮吸收性,并能够促进人体自身胶原蛋白生成;3 月实现 CHO 细胞高效表达重组人胶原蛋白的技术突破。江苏吴中联合南京东万利用 CHO 细胞表达体系率先实现天然全长和三螺旋结构。

护肤功效升级&医美扩容,终端应用广阔。①功能性护肤品: 重组胶原蛋白成为继胜肽、A 醇、玻色因之后的第四大抗衰成分,除可复美等以胶原为核心成分的国货外,多品牌借力重组胶原蛋白实现产品迭代。巴黎欧莱雅合作锦波生物升级小蜜罐 2.0;珀莱雅合作创健医疗升级源力面霜 2.0,升级配方添加 XVI 型重组胶原;资生堂旗下欧珀莱新品电动眼精华采用重组 III 型人源胶原蛋白(独家定制);瑷尔博士闪充水乳 2.0 采用小分子量 III 型重组胶原蛋白+腺苷协同褐藻醇粹等切入微生态抗老赛道。截至 3 月 31 日天猫面霜新品榜 TOP5 多与胶原成分相关,如雅诗兰黛夜胶原晚霜、欧莱雅小蜜罐 2.0、可复美焦点面霜、可丽金胶卷面霜。②医美注射材料: 截至 2024 年 3 月中国大陆已上市的胶原注射产品仅 8 款,III 类械仍相对稀缺,其中锦波生物于 2021 年获批全球首个 III 类人源胶原蛋白产品后,商业化步伐持续提速,薇旖美快速放量 23 年销售超 57 万瓶,并推出 III+XVII 型胶原蛋白的“维稳+修复+重塑+倍护”联合品项;3 月合作修丽可推出重组 III 型胶原蛋白溶液“铂研”胶原针。

我们认为,随着基因重组法制备的技术突破和产能建设布局加速,胶原蛋白有望在多场景打造差异化优势。近期锦波生物、巨子生物等发布年报业绩亮眼,成长性&盈利能力优异验证该细分赛道景气度,龙头享受红利;短期成分认知度仍有渗透空间,中长期关注多胶原亚型的研发突破及多适应症拓展。

家电行业：陈子仪近期发布专题报告：国内外家电公司估值比较分析。

从海外家电龙头的发展史看，无论是多元化发展的西门子、GE、东芝等企业，还是选择专业化路径的大金、赛博、惠而浦等，他们迄今大多拥有百年历史，且直到近期依然保持了中高个位数的复合增长。

【欧洲】西门子：剥离资产并逐步聚焦核心业务

西门子成立于 1847 年，已有超百年发展历史，业务涵盖电气化、自动化、数字化。2014 年西门子出售博西家电股份，退出家电领域，从而专注工业、能源、医疗等核心业务。从西门子发展阶段来看，2000 年以前，西门子持续发展自动化业务，收入及利润复合增速均在 10% 左右，分红相对不多，分红率除 94 年以外其余年份均在 30%-40%，1971-2000 年平均 PE 估值达到 21.6X。2000 年以后公司逐步聚焦核心业务，收入及利润增长降速，分红比例有所提升，PE 估值水平有所降低。

【欧洲】成熟期的伊莱克斯与持续并购实现扩张的赛博

伊莱克斯成立于 1919 年，主营业务以洗衣机、冰箱等为主，业务主要集中于欧美市场。公司在 2000 年以后逐步进入成熟期，公司营业收入与净利润基本保持稳定，1999-2021 年整体分红率为 56%，剔除利润异常年份后，公司 PE 估值水平在 15 倍左右。

赛博成立于 1857 年，逐步从炊具拓展至小家电领域。SEB 通过收购全面推进国际化，逐渐成长为全球小家电龙头，这期间，公司收入及净利润复合增速在 7% 左右，平均分红率 46%，仍处于稳健增长阶段，公司 PE 估值水平接近 20 倍。

【美国】GE：电气大时代造就的多元化巨人

通用电气（GE）的成长伴随着美国电气时代的大发展，百年历史中历经了业务从电气向家电、军工、航空、医疗、金融等方向的多元化延展，业务版图不断扩大至大型集团企业。截至家电板块出售时家电业务收入占 GE 总收入仅约 6.5%。从 GE 发展历史来看，1980-2000 年成熟稳增时期，收入及利润复合增速分别为 9% 和 11%，分红率可达 39%-57%，市场给予平均 PE 估值 19.4X。2001-2008 年公司收入及利润增长降速，相应提高了平均分红比例，PE 估值水平依然维持在 19X。2008 年金融危机后 GE 金融业务为主的板块大受打击，GE 大量业务面临长时间的调整，公司亦进行资产出售及改革重组，包括在这一时期将家电业务 GEA 出售给海尔。这一时期 GE 的 PE 估值及分红数据的参考价值逐渐降低。

造纸轻工行业：郭庆龙发布最新周报：木浆价格上涨，文化纸顺价较好，推荐太阳纸业。

针叶浆、阔叶浆国内价格 23 年下半年触底反弹，近期有所上涨。根据卓创数据截至 2024 年 3 月 29 日，针叶浆/阔叶浆外盘平均价格为 787/695 美元/吨，内盘平均价格 6177/5602 元/吨，同比回落 3.26%/15.48%，较年初上涨 6.04%/13.10%。根据 Wind 及卓创资讯，针叶浆方面南美银星 4 月价格上涨 35 美元/吨至 780 美元/吨；阔叶浆方面南美明星 4 月价格上涨 60 美元/吨至 710 美元/吨，金鱼上涨 40 美元至 690 美元/吨。

23 年四季度以来木浆进口成本有所回升。根据卓创数据，23 年针叶浆、阔叶浆化机浆进口价格呈现前三季度快速下行，四季度略有回升的走势，24 年 2 月针叶浆、阔叶浆、化机浆进口价格较 23 年 9 月分别回升 66.3、107.0、61.5 美元/吨至 734.3、604.9、520.7 美元/吨。

24 年初来自越南进口阔叶木片增加，整体进口均价小幅回落。根据卓创数据，2023 年中国累计进口阔叶木片 1420.9 万吨，同比减少 19.2%，23 年上半年进口均价呈现逐月下行的趋势，23 年 7 月进口均价 174.94 美元/吨，较 22 年 12 月回落 25.68%，23 年下半年木片价格有所回升，23 年 12 月进口均价 193.11 美元/吨，进口量 122 万吨，环比均有所提升。24 年 1-2 月阔叶木片进口量环比持续提升，分别为 134/149 万吨，其中来自越南的进口量环比分别增加 12.3/11.2 万吨，进口均价分别为 167/169 美元/吨，进口成本较低的越南木片增加使得 1-月整体进口均价降至 188.6/187.9 美元/吨。

文化纸春节后顺价较好，库存处于较低水平。根据卓创数据，截至 2024 年 3 月 29 日，双胶纸/双铜纸价格为 5913/5840 元/吨，同比变动-11.75%/+1.92%较春节后上涨 4.42%/1.74%。根据我们测算，由于 23 年四季度以来浆价回升纸价跟涨幅度不及浆价涨幅，文化纸行业盈利水平有所回落，目前仍在盈亏平衡线附近。库存方面，2024 年 2 月国内双胶纸/双铜纸企业库存天数同比减少 4.96/11.09 天至 15.29/22.79 天，环比减少 0.07/0.15 天，整体处于较低水平。

包装纸春节后价格相对疲软，库存有所上升。根据卓创数据，截至 2024 年 3 月 29 日，白卡纸/箱板纸价格为 4745/3722 元/吨，同比回落 0.32%/6.22%，较春节后回落 0.11%/3.05%，包装纸价格表现较为疲软。根据我们测算，白卡纸行业盈利仍处于较低水平，箱板纸盈利 23 年下半年以来基本保持平稳。库存方面，2024 年 2 月国内白卡纸/箱板纸企业库存天数同比减少 0.82/2.14 天至 21.63/11.44 天，环比增加 5.81/0.97 天，春节期间包装纸库存有所上升。

总体来说，24 年初以来浆价走强，我们预计在芬兰运输工会罢工等影响下，供给端将支撑浆价，需求端目前国内下游木浆系纸种开工率不及去年同期，或制约浆价持续上涨，判断二季度浆价持稳为主，造纸环节文化纸春节后顺价较好包装纸相对疲软，整体仍有盈利压力，我们认为主要由于造纸环节供需格局目前仍弱于制浆环节，预计未来几年制浆环节仍将是浆纸一体化企业重要的利润和竞争优势来源，推荐林浆纸一体化布局领先的太阳纸业，我们认为 24 年国内需求有望继续修复，木片、木浆、成品纸价格或均呈稳中有升趋势，公司凭借较高的原料自给率，有望充分受益。

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: The dividend rate of consumer stocks will increase as a whole, and the main line of high dividends is expected to pick up again. In March, the main line of high dividends, which had a good rally in the early stage, showed a pullback. On the one hand, because the cumulative increase is relatively large, and on the other hand, because the latest performance has fluctuated. We believe that short-term performance fluctuations will have little impact on dividend yields, and the dividend yield of consumer stocks in the 23 annual report will increase overall. The return of funds with low expectations in the early stage and the main line of economic recovery with low expectations have been active one after another. It is mainly due to the timely support of domestic long-term funds, the continuous inflow of northbound funds from February to March, and the latest PMI exceeding market expectations. We believe that the sustainability of these two main lines is unclear and remains to be seen. In April, we recommend continuing to pay attention to four main lines: (1) high dividends or high buybacks: Shuanghui Development, Master Kong, Yili Shares, Chongqing Beer, China Feihe;(2) Cost or rate decline: mainly dairy products, soft drinks, grain and oil products, beer, such as Yili shares, Mengniu Dairy, Master Kong, Arowana, China Resources Beer, Tsingtao Beer; (3) Expected capital repatriation: mainly the leaders of various sub-industries, such as Kweichow Moutai, Wuliangye, China Resources Beer, Tsingtao Beer, Yili Shares, Mengniu Dairy, (4) Expected economic recovery: Liquor with selective consumption characteristics will benefit the most, such as Luzhou Laojiao, Shanxi Fenjiu, Yingjiagong Liquor, and Jinhui Liquor.

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

附录 APPENDIX

重要信息披露

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

IMPORTANT DISCLOSURES

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

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

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

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

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

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, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R, 002695.CH, 内蒙古蒙牛乳业(集团)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 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, 嘉谟证券有限公司-海底捞国际金融私人有限公司 R, 嘉谟证券有限公司-海底捞控股私人有限公司 R, 002695.CH, 内蒙古蒙牛乳业(集团)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 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.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 603517.CH 及 002695.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 603517.CH and 002695.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.

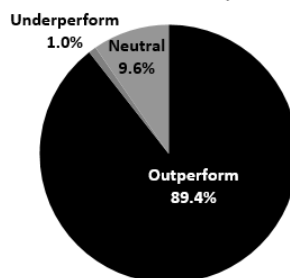
Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

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.

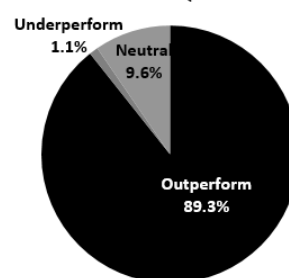
Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution

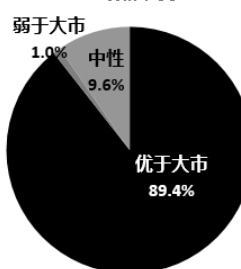
Most Recent Full Quarter



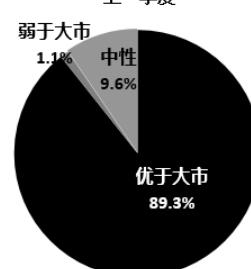
Prior Full Quarter



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

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

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

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

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

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

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

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

prediction of future return.

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, 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实权益。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>