

中国食品饮料 China (A-share) Food & Beverage

HTI 中国消费行业 8 月投资报告：用贪婪迎接“恐惧时刻”

Embrace the 'moment of fear' with greed

观点聚焦 Investment Focus

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

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：7 月重点跟踪的 8 个行业中 5 个增速加快，3 个增速放缓。 实现双位数增长的行业仅剩次高端及以上白酒（主要受贵州茅台带动）；个位数增长的行业包括速冻食品、餐饮、啤酒、软饮料和调味品；大众及以下白酒和乳制品负增长。与上月相比，6 个行业正增长，2 个负增长，略有好转。由于去年下半年基数降低，同比增速可能继续改善，但消费需求依然偏弱、进入传统消费淡季，环比改善迹象并不明显。

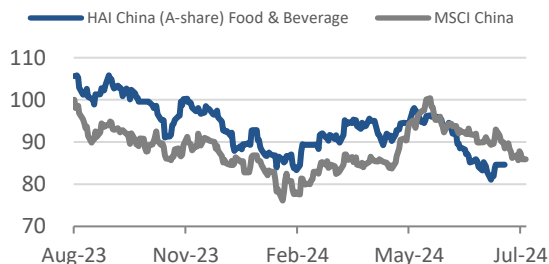
成本：包材价格持续下行，6 类消费品成本指数全面下跌。 本月啤酒/乳制品/调味品/软饮料/方便面/速冻食品现货成本指数跌 4.4%/3.5%/2.7%/1.5%/1.4%/1.3%，期货成本指数下行快于现货。具体来看，包材期货价格继续下探，本月玻璃/塑料/铝材/纸浆下行 10.4%/5.7%/5.3%/4.9%。现货方面，玻璃大幅下跌 9.0%，较年初已下跌 23.7%，铝材涨 4.9%，较年初涨 10.4%，塑料和纸浆小幅波动。直接原材料价格涨跌互现，蔬菜/棕榈油/鸡肉现货上涨 12.8%/3.1%/1.9%，大包粉/豆粕/原奶/大豆现货下跌 7.4%/3.8%/1.8%/1.2%。期货方面，棕榈油/白糖涨幅 3.9%/0.9%，棕榈油较年初涨 11.2%。小麦/大麦/大豆跌 6.4%/2.9%/1.9%，小麦较年初跌 16.9%。

资金：陆股通月内净流出收窄，食品饮料陆股通占比持续下降；港股通年内持续净流入，食品饮料陆股通占比持续上升。 截至 7 月底，陆股通资金当月净流出 166.3 亿元（上月净流出 444.5 亿元），其中沪股通净流入 119.1 亿元，深股通净流出 285.4 亿元；食品饮料板块市值占比为 4.97%，较上月降低 0.04pct。港股通资金当月净流入 441.52 亿元（上月净流入 807.03 亿元），必需消费板块市值占比为 4.48%，较上月上升 0.39pct。

估值：A、H 股对应行业估值均走低，H 股回撤更为明显。 A 股食品饮料 PE (TTM) 处于 2011 年至今的 14%分位 (19.6x)，较上月末降低 1pct，子行业分位较低的是乳品 (0%，14.1x)、啤酒 (1%，23.9x) 和烘焙食品 (3%，19.0x)。H 股必需性消费行业处于 0%分位 (14.5x)，较上月末降低 2pct，子行业分位较低的是酒精饮料 (0%，15.3x)、乳制品 (1%，10.4x)、包装食品 (5%，11.5x)。美股日常消费品行业处于 84%分位 (23.5x)，较上月末上升 7pct；子行业分位较低的是葡萄酒 (22%，19.7x) 和食品加工与肉类 (25%，17.8x)。

建议：用贪婪迎接“恐惧时刻”。 A、H 消费行业指数均连续下跌了 4 年，且近期又经历一波较快下跌。公司股价、市场预期、估值水平、机构持仓等指标均处于近几年甚至十几年来最低水平。投资消费股的风险已然明显降低。从积极方面看，必需性消费复苏虽然滞后于经济复苏，但其必需性特征意味着即使业绩不佳，更多表现为增速放缓或者小幅下滑，连续下滑或大幅下滑概率较低。另一方面，A、H 必需性消费品公司股息率越来越有吸引力，且有可能进一步提高分红率，在目前全球央行普遍降息的背景下，高股息标的有望长期受益。港股通资金持续流入或可见一斑。综上所述，我们短期谨慎，中长期乐观，建议长线资金积极配置两市消费龙头公司。选股思路，目前仍以高股息为首推主线，继续关注康师傅、统一企业、双汇发展、伊利股份、中国飞鹤、重庆啤酒，同时建议关注具备高股息潜力的白酒公司。另外在猪价拐点出现之后，奶价拐点何时出现值得高度关注。其他消费行业标的，建议关注中国中免、同程旅行、海澜之家、美的集团、雅迪控股、牧原股份等，详见投资建议部分。

风险提示：消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币明显贬值。



资料来源：Factset, HTI

Related Reports

4 月全国乳制品产量同比-6.5%

April National Dairy Production Down 6.5% YoY (23 Jun 2024)

24 年 5 月食品 CPI 同比-2.0%

May 2024 Food CPI YoY -2.0% (19 Jun 2024)

4 月消费者信心指数同比+1.3%

April Consumer Confidence Index Up 1.3% YoY (14 Jun 2024)

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖伟俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

1 7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
5月营收	289	192	384	157	340	66	553	159
6月营收	313	150	405	192	330	82	612	156
7月营收	213	127	398	201	370	82	695	170
5月同比%	15.0%	-1.5%	-6.3%	-1.3%	3.0%	8.5%	6.1%	8.1%
6月同比%	14.4%	-2.6%	-3.8%	-0.9%	2.2%	6.0%	5.0%	3.2%
7月同比%	14.2%	-4.9%	-3.5%	5.8%	2.5%	8.1%	4.5%	7.6%
年初至今同比%	15.1%	-1.9%	-3.5%	0.3%	4.3%	11.3%	5.4%	8.6%

资料来源：HTI

据海通国际预测，24年7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仅剩次高端及以上白酒（主要受贵州茅台带动）；个位数增长的行业包括速冻食品、餐饮、啤酒、软饮料和调味品；大众及以下白酒和乳制品负增长。与上月相比，5个增速加快，3个行业增速下滑，略有好转。由于去年下半年基数降低，同比增速可能继续改善，但消费需求依然偏弱、进入传统消费淡季，环比来看改善迹象并不明显。

7月国内次高端及以上白酒行业收入为213亿元，同比增长14.2%。1-7月累计收入为2488亿元，同比增长15.1%。7月仍是白酒消费淡季，企业更多精力用于维护渠道关系和产品价盘。一方面完成上半年打款后，7月打款要求相对降低，另一方面对消费者和渠道商的激励持续，同时注重费效考核。我们认为今年下半年处于白酒行业中期调整的下半场，特征是前期业绩增速持续较高的企业开始出现压力，而在上半场暴露风险的企业经营逐步企稳。如水井坊近日发布中报，上半年公司营业收入增长12.6%，归母净利润增长19.6%。

7月国内大众及以下白酒行业收入为127亿元，同比降低4.9%。1-7月累计收入为1342亿元，同比降低1.9%。在白酒行业中期调整过程中，大众及以下白酒企业市场相对分散、抗风险能力弱、业绩波动大。整体收入规模在2023年下降近三成后，今年依然小幅下跌。同时群体内部持续分化，大量中小企业业绩下滑甚至亏损倒闭，而其中省级或者市级龙头企业反而逆势提升份额。预计多数区域性白酒上市公司今年上半年仍能保持收入正增长。

7月国内啤酒行业收入为201亿元，同比增长5.8%。1-7月累计收入为1162亿元，同比增长0.3%。今年1-6月，我国规模以上企业累计啤酒产量1908.8万千升，同比增长0.1%，上半年行业产量相对稳定。7月以来，啤酒销售进入旺季，北方多地持续高温，巴黎奥运会和国内多地啤酒节陆续开幕，均促进了啤酒消费，叠加去年7月基数较低，各大厂商销量同比有望显著改善。目前啤酒板块估值较低，但从基本面上来看，行业库存整体健康，产品升级趋势不改，且今年以来包材等成本持续下行，全年利润预计录得稳健增长。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）

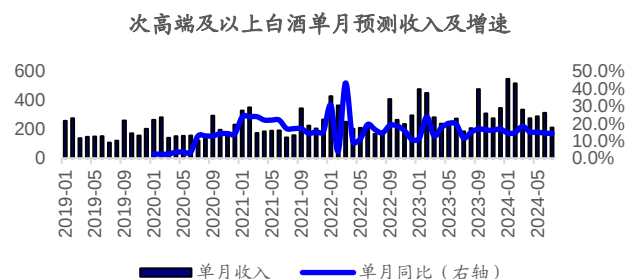
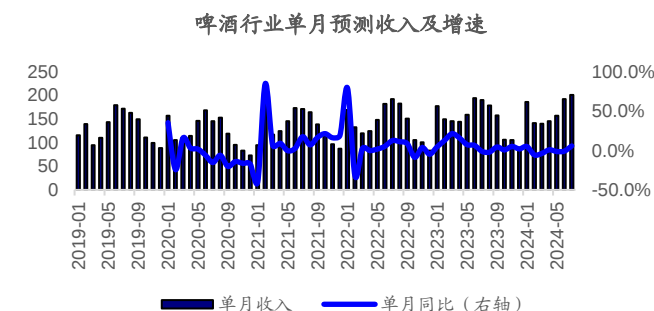


图2 啤酒行业收入预测（亿元）



7月国内调味品行业收入为370亿元，同比提升2.5%。1-7月累计收入为2574亿元，同比增长4.3%。暑期餐饮旺季来临，餐饮端调味品需求改善较为明显，7月B端表现优于C端，其中大众餐厅需求表现优于高端餐厅。此外，中小餐饮复苏带动食杂批发渠道需求改善。C端表现相对疲软。厂商方面，海天精耕细作营销策略逐步推广，中炬高新加大对渠道环节的支持，并对B端定制产品态度逐渐开放，以提升在餐饮端的竞争力。

7月国内乳制品行业收入为398亿元，同比下降3.5%。1-7月累计收入为2822亿元，同比下降3.5%。7月仍为乳制品淡季，收入同比仍有中低个位数下跌，但下滑幅度较第二季度已有收窄。主要因为促销较多、价格表现较弱。原奶价格持续下行的大背景下，中小厂商竞争较为激烈。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，目前库存已进入合理范围。进入三季度，我们预计乳制品表现较二季度将有环比改善。

图3 调味品行业收入预测（亿元）

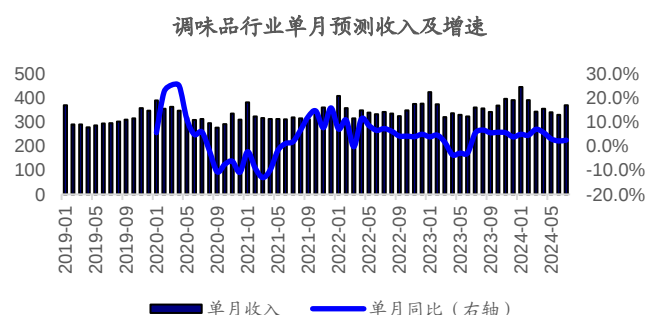
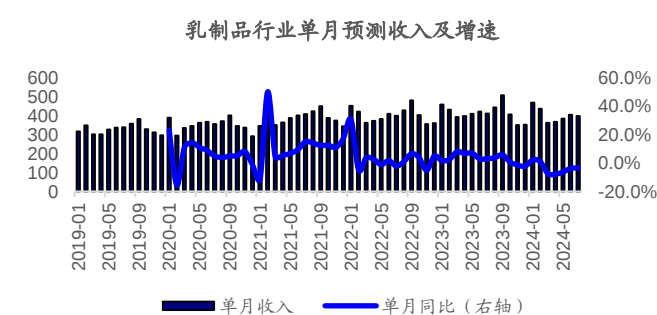


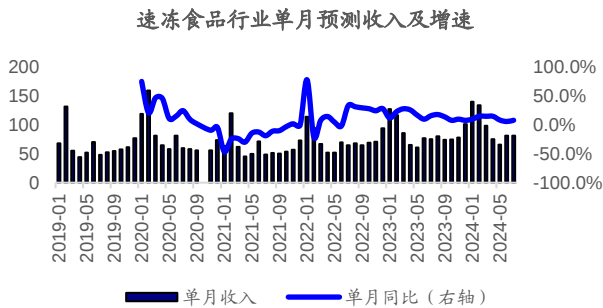
图4 乳制品行业收入预测（亿元）



7月国内速冻行业收入为82亿元，同比增长8.1%。1-7月累计收入为678亿元，同比增长11.3%。近期速冻产品各厂商促销力度增加，出厂价有所下行。抢眼表现的新品较少，行业产品结构相对稳定，促销力度增加对单品的销售表现有较好的提振作用。下游环节中，大型餐饮/商超表现较弱，中小商超表现稳定，中小餐饮表现优于大型餐饮，线上动销有所增长。暑期餐饮旺季来临，火锅料需求改善，头部厂商通过较强的品牌影响力以及规模优势，对小厂形成挤压。

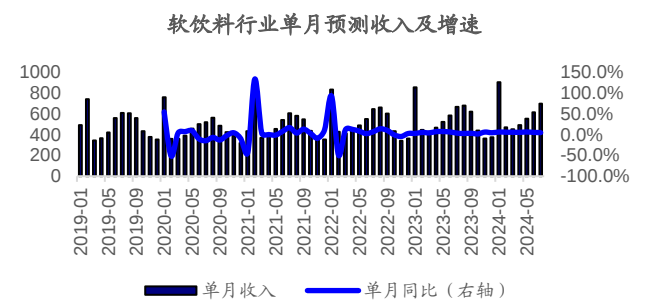
7月国内软饮料行业收入为695亿元，同比增长4.5%。1-7月累计收入为4172亿元，同比增长5.4%。7月因暑期出游场景带动，软饮料旺季动销良好，全国整体呈现良性增长态势。目前旺季竞争激烈，多家企业加码陈列、搭赠、走访等市场活动，部分品类零售价格在5-6月下行后，目前仍在低位，如包装水、无糖茶，龙头厂商持续抢占市场份额。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

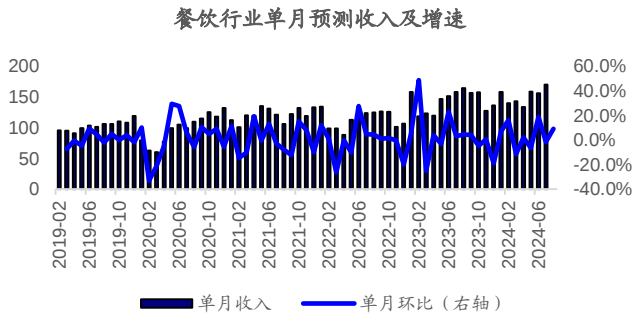
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

7月国内餐饮上市公司总计收入为170亿元，同比增长7.6%。1-7月累计收入为1059亿元，同比增长8.6%。暑期出游迎来旺季，避暑等相关目的地景气度较高，并且团客恢复程度高于去年同期，散客出游表现平稳，人员出行带动大众餐饮表现回暖，产品及服务具有高性价比的餐厅竞争优势体现。政策方面，中央政治局召开会议，重点强调以提振消费为重点扩大国内需求，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。要进一步调动民间投资积极性，扩大有效投资。餐饮作为“类必选”消费，有望受益于文旅等产业的快速发展，充分体现服务性消费韧性。

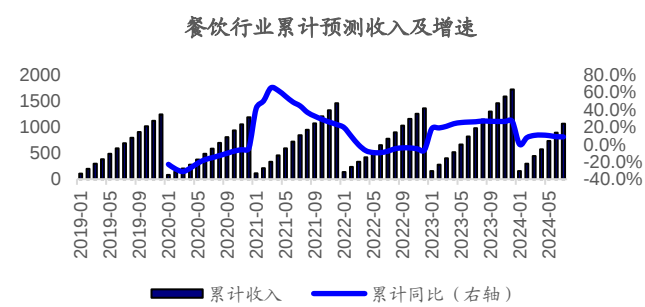
图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



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（7月22日至7月29日），飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2590/2370/795 元，较上周+10/-10/-15 元，较上月+50/+80/+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-370/-350/-155 元，较去年同期-355/-370/-235 元。

五粮液：本周八代普五批价为 933 元，较上周持平，较上月-5 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-15 元，较去年同期-2 元。

泸州老窖：本周国窖 1573 批价为 860 元，较上周+20 元，较上月持平。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价+10 元，较去年同期-20 元。

山西汾酒：本周复兴版、青花 20 批价为 860/355 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/+35 元，较去年同期+80/+15 元。

洋河股份：本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 550/380/266 元，较上周持平/持平/持平，较上月+15 元/持平/持平。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价+20/持平/-12 元，较去年同期-30/-25/-22 元。

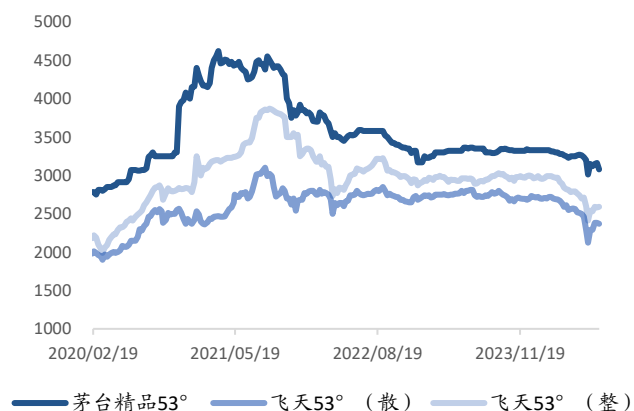
古井贡酒：本周古 20、古 16、古 8 批价为 465/310/200 元，较上周持平/持平/持平，较上月持平/持平/持平。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价+10/-10/+5 元，较去年同期-5/-10/+5 元。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/07/29	产品	批价（元）	周涨幅	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
茅台	飞天53°（整）	2590	10	50	-370	-355
	飞天53°（散）	2370	-10	80	-350	-370
	茅台精品53°	3080	-80	-70	-250	-220
	王子普王53°	240	0	0	-15	-15
	茅台1935	795	-15	15	-155	-235
五粮液	第八代普五52°	933	0	-5	-15	-2
	交杯52°	1340	10	10	115	40
	1618 52°	940	-5	0	40	15
泸州老窖	国窖1573 52°	860	20	0	10	-20
	窖龄60 52°	240	-5	0	0	15
山西汾酒	青花30复兴版	860	0	0	50	80
	青花20 53°	355	0	5	35	15
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	550	0	15	20	-30
	梦之蓝水晶版52	380	0	0	0	-25
	天之蓝52°	266	0	0	-12	-22
	海之蓝52°	110	-10	-10	-15	-10
今世缘	国缘四开 42°	370	0	-10	-10	10
	国缘对开 42°	205	0	0	35	0
古井贡酒	古20 52°	465	0	0	10	-5
	古16 50°	310	0	0	-10	-10
	古8 45°	200	0	0	5	5
	古5 50°	95	-5	-5	-5	-15
口子窖	口20 41°	305	0	0	15	35
	口10 41°	200	0	0	0	0
	口6 41°	95	0	0	-15	0
舍得酒业	品味舍得 52°	310	-10	-10	5	0
酒鬼酒	内参 52°	740	0	-5	30	-25
	红坛 52°	280	0	-5	-35	-30
水井坊	井台 52°	425	0	0	0	15
	臻酿八号 52°	305	0	0	30	30
珍酒李渡	珍十五 53°	310	10	-15	-30	-40
习酒	窖藏1988 53°	455	-5	0	-10	-20
	青花郎 20 53°	820	0	0	0	-30
郎酒	红花郎 15 53°	420	0	-30	-70	-50
	国台 15年 53°	610	20	0	20	-20
国台	国台国标 15 53°	300	0	0	0	0
	水晶剑 52°	370	0	-10	0	5
剑南春	摘要 53°	500	10	2	-40	-40

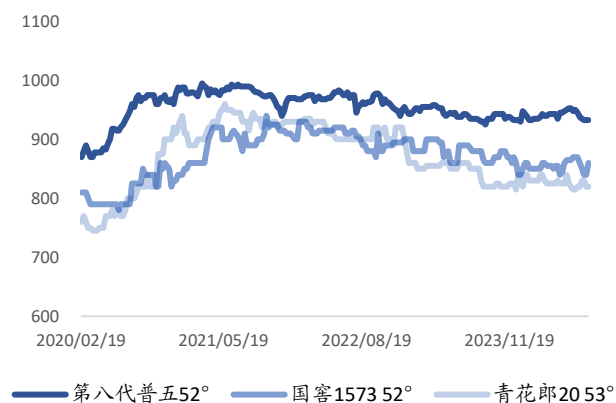
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周茅台精品、飞天散瓶、整箱批价--80/-10/+10 元



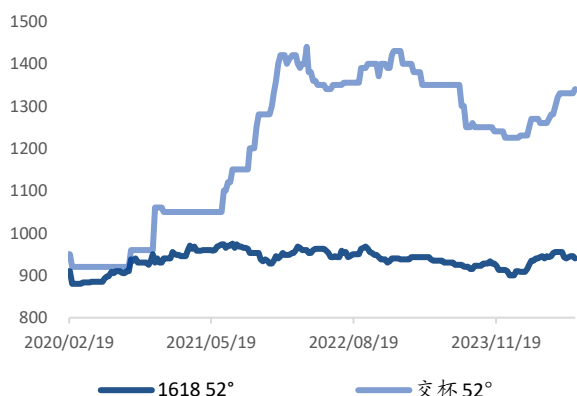
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周八代普五、青花郎批价持平



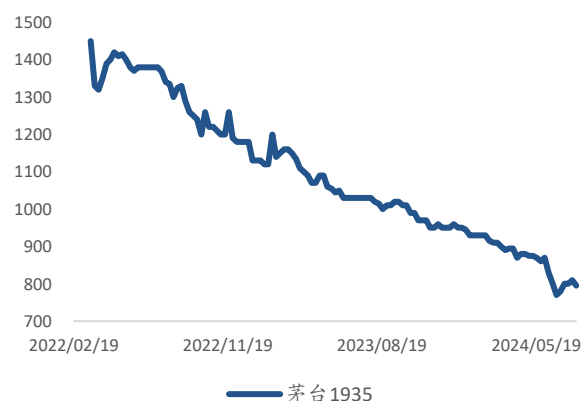
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618、交杯批价-5/+10 元



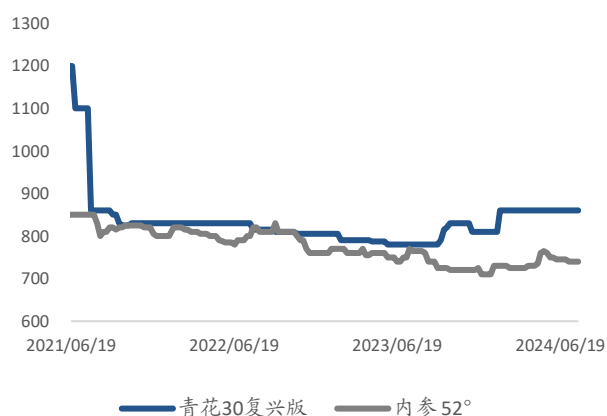
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价-15 元



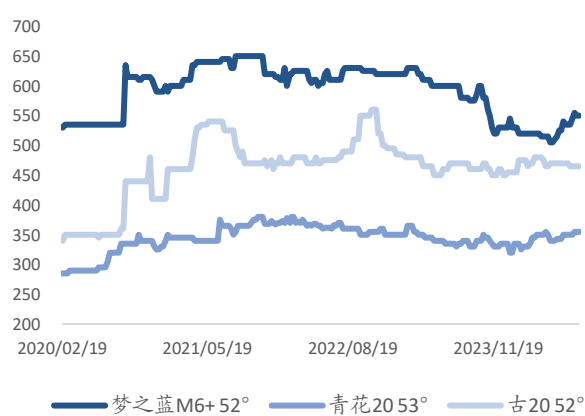
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周青花 30 复兴版、内参批价持平



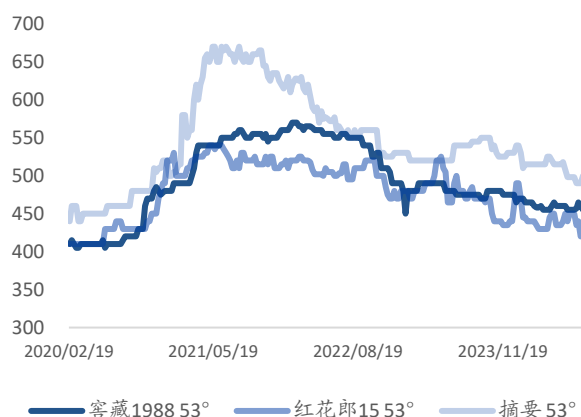
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周梦之蓝 M6+、青花 20、古 20 批价持平



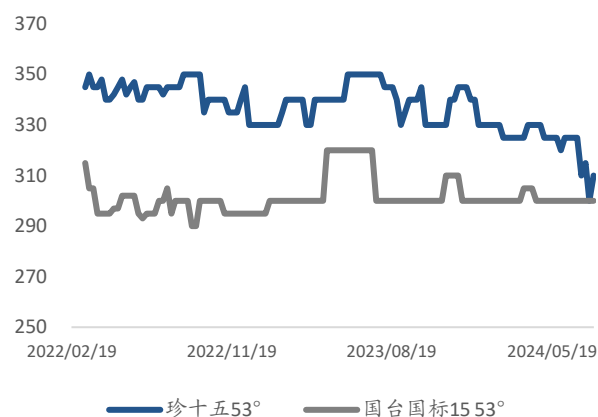
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988、摘要批价-5/+10元



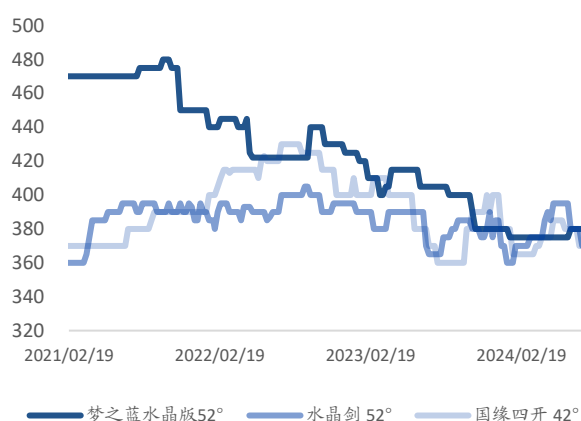
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五批价+10元



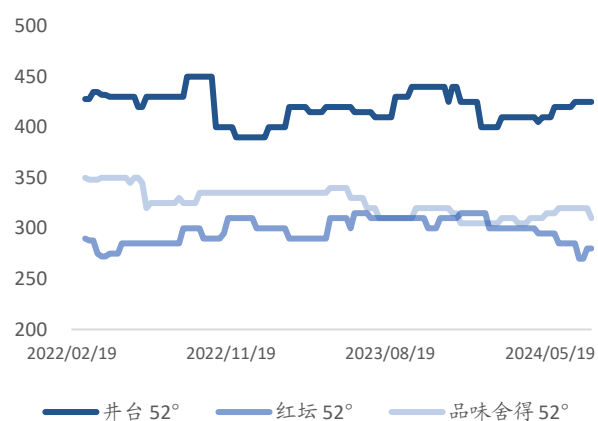
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周梦之蓝水晶版/水晶剑/国缘四开批价持平



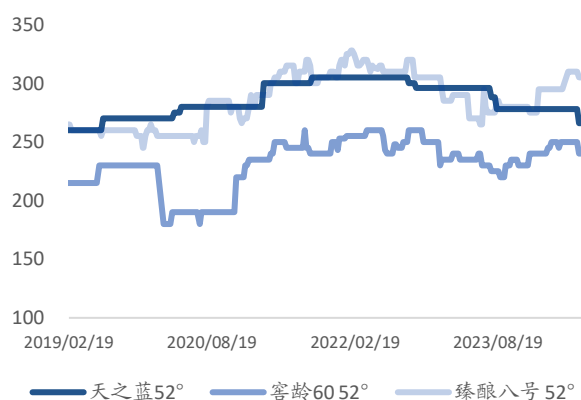
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周品味舍得批价-10元



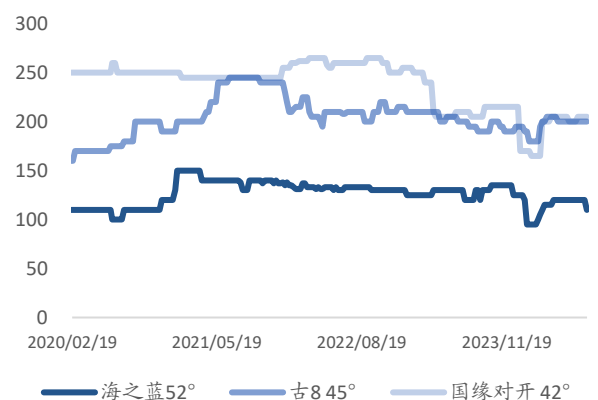
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周窖龄60批价-5元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周海之蓝批价-10元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

软饮料代表产品较 6 月末折扣力度有所减小。

软饮料代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 6 月末的 92.2%/97.1%变化至本周的 95.3%/100%。

调味品与液态奶代表产品较 6 月末折扣力度有所加大。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 6 月末的 91.2%/95.7%变化至本周的 85.2%/89.9%。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 6 月末的 77.8%/78.6%变化至本周的 74.1%/74.7%。

婴配粉、方便食品及啤酒代表产品折扣力度表现平稳。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 6 月末的 95.4%/98.4%变化至本周的 95.1%/98.0%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 6 月末的 94.9%/95.0%变化至本周的 94.6%/94.8%。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 6 月末的 81.2%/85.3%变化至本周的 80.3%/80.6%。

表3 大众品类整体折扣率一览（20240729）

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	74.1%	75.5%	77.8%	84.8%
液态奶折扣率中位值	74.7%	73.2%	78.6%	83.3%
啤酒折扣率平均值	80.3%	81.6%	81.2%	80.6%
啤酒折扣率中位值	80.6%	82.6%	85.3%	81.4%
方便食品折扣率平均值	94.6%	97.5%	94.9%	89.9%
方便食品折扣率中位值	94.8%	99.0%	95.0%	93.2%
调味品折扣率平均值	85.2%	89.8%	91.2%	87.1%
调味品折扣率中位值	89.9%	90.0%	95.7%	90.0%
软饮料折扣率平均值	95.3%	96.6%	92.2%	91.4%
软饮料折扣率中位值	100%	100%	97.1%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	95.1%	95.4%	95.4%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	98.0%	98.4%	98.4%	100%

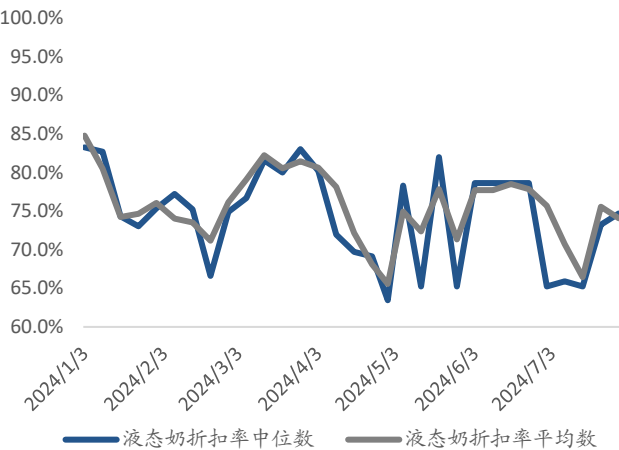
资料来源：资料来源：多个电商平台， HTI
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览（20240729）

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	48.6%	42.7%	54.4%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	51.3%	63.2%	75.6%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	53.9%	53.9%	61.0%
千禾头道原香 280 天	500ml/1 瓶	调味品	60.0%	69.9%	70.0%
伊利金典牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	62.8%	65.2%	100.0%
重啤乐堡	500ml*12/箱	啤酒	64.7%	32.3%	32.6%
SUPER X	500ml*12/箱	啤酒	65.9%	79.3%	72.2%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	67.8%	100%	72.7%
海天味极鲜	750ml/瓶	调味品	72.0%	80.0%	75.0%

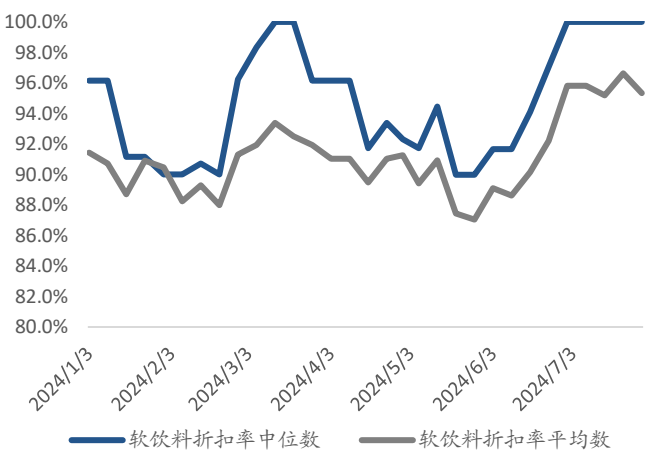
资料来源：多个电商平台， HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



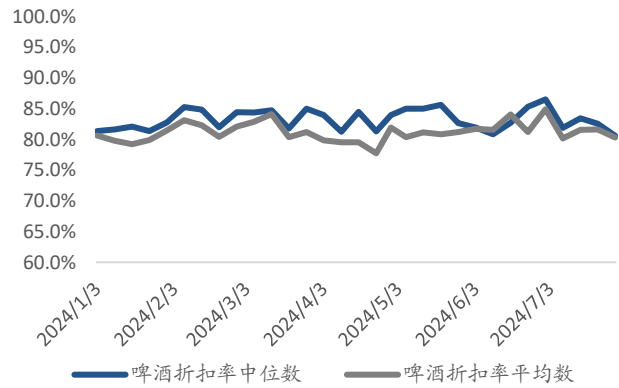
资料来源：多个电商平台， HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



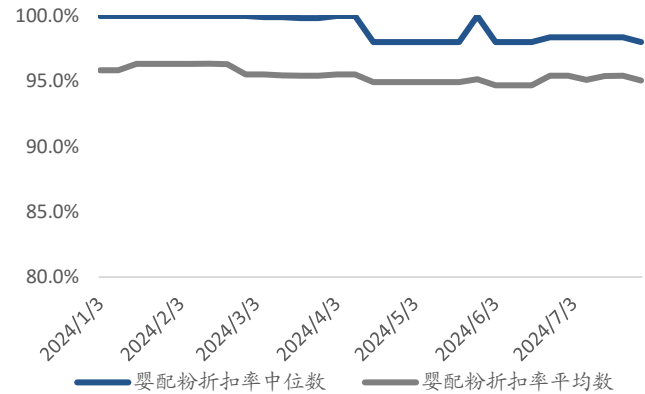
资料来源：多个电商平台， HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



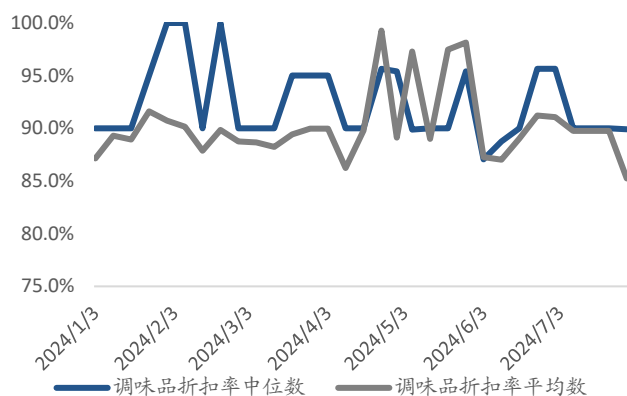
资料来源：多个电商平台， HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



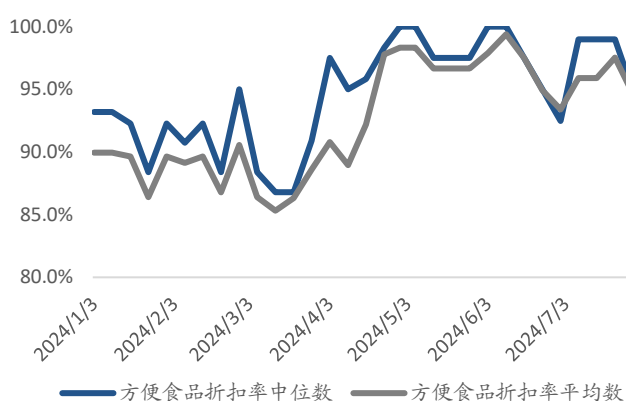
资料来源：多个电商平台， HTI

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	2024/7/26	121.82	110.57	102.54	103.77	121.41	114.74
上周	2024/7/19	123.68	111.69	102.69	103.83	120.98	115.15
上月	2024/6/25	127.45	113.60	106.21	105.22	122.99	116.51
今年年初	2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期	2023/7/26	131.44	120.50	109.93	106.39	122.38	117.90
较上周		-1.51%	-1.00%	-0.14%	-0.06%	0.35%	-0.35%
较上月		-4.42%	-2.66%	-3.45%	-1.38%	-1.29%	-1.52%
较今年年初		-9.58%	-7.06%	-6.90%	-3.28%	-1.80%	-3.84%
较去年同期		-7.32%	-8.24%	-6.72%	-2.47%	-0.79%	-2.68%

资料来源：Wind，HTI

截至7月26日，啤酒成本现货指数为121.82，较上周下降1.51%；啤酒成本期货指数为126.73，较上周下降1.81%。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降4.42%，啤酒成本期货指数下降7.04%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降9.58%，啤酒成本期货指数下降13.2%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降7.32%，啤酒成本期货指数下降8.47%。

调味品成本现货指数为110.57，较上周下降1.00%；调味品成本期货指数为117.18，较上周下降0.96%。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降2.66%，调味品成本期货指数下降4.54%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降7.06%，调味品成本期货指数下降8.65%，较去年同期，调味品成本现货指数下降8.24%，调味品成本期货指数下降9.63%。

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 102.54，较上周下降 0.14%；乳制品成本期货指数为 95.57，较上周下降 0.33%。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 3.45%，乳制品成本期货指数下降 4.18%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 6.9%，乳制品成本期货指数下降 3.69%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 6.72%，乳制品成本期货指数下降 5.39%。

方便面成本现货指数为 103.77，较上周下降 0.06%；方便面成本期货指数为 109.13，较上周下降 1.30%。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 1.38%，方便面成本期货指数下降 4.48%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 3.28%，方便面成本期货指数下降 2.72%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 2.47%，方便面成本期货指数下降 7.54%。

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 121.41，较上周提升 0.35%；速冻食品成本期货指数为 120.74，较上周下降 0.15%。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 1.29%，速冻食品成本期货指数下降 2.33%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 1.8%，速冻食品成本期货指数下降 1.71%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 0.79%，速冻食品成本期货指数下降 3.65%。

软饮料成本现货指数为 114.74，较上周下降 0.35%；软饮料成本期货指数为 127.23，较上周下降 0.93%。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 1.52%，软饮料成本期货指数下降 4.76%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 3.84%，软饮料成本期货指数下降 2.24%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 2.68%，软饮料成本期货指数下降 4.84%。

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 7 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
7.2	快消品	快速消费品市场销量加速增长，但价格持续承压 https://mp.weixin.qq.com/s/GV00Lr0RiyabqTzn0lebQ
7.4	原奶	奶价下滑，原奶行业亏损面被指超过 8 成 https://www.yicai.com/news/102176917.html
7.9	包装水	纯净水价格下探 1 元，瓶装水打起价格战 https://mp.weixin.qq.com/s/KuxhVWa-0Br6hRJfIKVdxQ
7.9	白酒	6 月基酒价格指数上涨 http://lzbjgzs.com/ArticleView.aspx?id=F63371438C5D6FAB
7.10	软饮料	二季度即饮茶的同比增长依然最快 https://mp.weixin.qq.com/s/9zWI8NaH-ZCLoMQRF5hqzA
7.11	软饮料	1-5 月全行业饮料总产量同比增长 8.99% https://mp.weixin.qq.com/s/vGKR8LmX5McMaau4mUy5g
7.12	食品	6 月食品价格下降 2.1% https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fwww.stats.gov.cn%2Fxxgk%2Fsifb%2Fzxfb2020%2F202407%2FP020240710328810311557.xlsx&wdOrigin=BROWSELINK
7.13	奶粉	中国婴配粉市场超高端增长强劲 https://mp.weixin.qq.com/s/TmmtTdZeFLZHwRUPs7SJnw
7.14	啤酒	1-5 月啤酒行业利润同比增 2.9% https://www.cls.cn/detail/1731901
7.16	牛奶	上半年牛奶产量同比增长 3.4% https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202407/t20240715_1955618.html
7.17	软饮料	无糖 / 有糖即饮茶消费者正进一步区隔 https://mp.weixin.qq.com/s/1hym7yK2ozALDkDjvg-oMw
7.22	洋酒	商务部召开白兰地反倾销案听证会 https://trb.mofcom.gov.cn/gzdt/art/2024/art_4a71df2ce86a40368af4f6d6259ca7f5.html
7.23	液态奶	渠道调查 5-6 月液态奶销售双位数下跌 https://finance.sina.com.cn/stock/bxii/2024-07-19/doc-incervxe5624152.shtml
7.26	茶饮	6 月新茶饮开店速度企稳 https://mp.weixin.qq.com/s/RF0GRpTH5s2SGMD2MxbhLg
7.26	饮料	上半年天猫淘宝茶饮料销售额同比增长 64.1% https://mp.weixin.qq.com/s/UCPNswSduGwt9rHtp25zTQ

资料来源：wind，HTI

表7 2024 年 7 月消费公司公告

日期	公司	摘要
7.1	伊利股份	伊利股份：股份回购进展公告 伊利股份发布公告称，截至 2024 年 6 月底，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 5,804,866 股，占公司总股本的比例为 0.0912%，购买的最高价为 27.07 元/股、最低价为 25.41 元/股，已支付的总金额为 152,698,197.64 元人民币（不含交易费用）。
7.1	养元饮品	养元饮品：股份回购进展公告 养元饮品发布公告称，2024 年 6 月，公司通过集中竞价交易方式已累计回购股份 838,900 股，占公司总股本的比例为 0.0663%，购买的最高价为 21.41 元/股、最低价为 21.13 元/股，支付的资金总额为人民币 17,855,303.00 元（不含交易佣金等交易费用）。截至 2024 年 6 月 30 日，公司已累计回购股份 2,062,068 股，占公司总股本的比例为 0.1629%，购买的最高价为 25.00 元/股、最低价为 21.13 元/股，已支付的资金总额为人民币 45,202,472.54 元（不含交易佣金等交易费用）。
7.2	东鹏饮料	东鹏饮料：股东天津君正创业投资合伙企业（有限合伙）减持股份计划公告 东鹏饮料发布公告称，公司持股 5%的股东天津君正创业投资合伙企业（有限合伙）（简称“君正投资”）因自身资金需求，计划以集中竞价交易方式和大宗交易方式减持公司合计不超过 1200.03 万股股份，即不超过公司总股本的 3%。
7.7	新希望	新希望：半年度业绩预告 新希望发布公告称，2024 年上半年，新希望归属于上市公司股东的净利润预计亏损 12 亿元，同比减亏 59.77%，上年同期亏损 29.83 亿元。扣除非经常性损益后的净利润预计亏损 13.4 亿元，同比减亏 55.21%，上年同期亏损 29.92 亿元。基本每股收益预计亏损 0.28 元，上年同期亏损 0.67 元。对于业绩变动的原因，新希望表示，二季度生猪行情回暖，猪价较同期有所上涨，结合公司生产管理改善，养殖成本稳步下降，二季度单季盈利预计约 7.5 亿，使上半年整体业绩同比减亏 50%以上。
7.8	香飘飘	香飘飘：半年度业绩预告 香飘飘发布公告称，公司预计 2024 年上半年实现营业收入 11.79 亿元左右，同比增长 0.72%左右；预计实现归属于上市公司股东的净利润-2900 万元左右，同比将减亏 1504.26 万元左右。香飘飘表示，报告期内，冲泡业务处于销售淡季，随着下半年进入冲泡业务的销售旺季，公司的营收和净利润将得到持续的改善。
7.9	妙可蓝多	妙可蓝多：半年度业绩预告 妙可蓝多发布公告称，公司预计 2024 年半年度实现归属于母公司股东的净利润为 6500 万至 9000 万元，同比增长约 128%至 215%。业绩增长主要由于原材料采购成本下降、毛利率上升及降本增效措施的推进。
7.9	农夫山泉	农夫山泉：控股股东增持公告 农夫山泉发布公告称，控股股东养生堂计划于约六个月内，在公开市场以其自有资金收购增持公司 H 股股份，预计总金额不超过 20 亿港元。
7.10	劲仔食品	劲仔食品：半年度业绩预告 劲仔食品发布公告称，2024 年上半年预计净利润为 13300.66 万元至 14963.24 万元，同比增长 60%-80%。扣除非经常性损益后的净利润为 11217.05 万元至 12879.63 万元，同比增长 56.04%-79.17%。公司持续深耕休闲鱼制品、禽类制品、豆制品三大优质蛋白健康品类，加大研发投入与产品创新，推动品牌化升级和海外市场开发。净利润增长主要因营业收入增长和供应链效益优化，以及主要原材料价格下降。
7.10	东鹏饮料	东鹏饮料：半年度业绩预告 东鹏饮料发布公告称，预计 2024 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润在 16 亿元到 17.3 亿元之间，与上年同期相比，将增加约 4.92 亿元到约 6.22 亿元，增幅为 44.39%到 56.12%。业绩变动主要原因是，主营业务影响。业绩预告期间内，公司预计实现营业收入 78.6 亿元到 80.8 亿元，与上年同期约 54.6 亿元相比，同比增长约 24 亿元到约 26.2 亿元，增幅为 43.95%到 47.98%。
7.11	燕京啤酒	燕京啤酒：半年度业绩预告 燕京啤酒发布公告称，预计 2024 年上半年归母净利润 7.19 亿元至 7.97 亿元，同比增长 40%-55%；扣非净利润预计 7 亿元至 7.75 亿元，同比增长 60%-77%；基本每股收益 0.2553 元/股-0.2826 元/股。
7.14	金种子酒	金种子酒：人事变动 金种子酒发布公告称，侯孝海拟不再担任公司第七届董事会董事，以及董事会战略委员会、薪酬与考核委员会委员相关职务。经公司股东推荐和公司董事会提名委员会审查，同意提名赵伟为公司第七届董事会非独立董事候选人。
7.16	燕京啤酒	燕京啤酒：利润分配计划 燕京啤酒发布公告称，拟按 2023 年 12 月 31 日总股本约 28.19 亿股为基数，每 10 股派现金 1 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。股权登记日为 2024 年 7 月 23 日。除权除息日为 2024 年 7 月 24 日。
7.18	张裕 A	张裕 A：股份回购进展 张裕 A 发布公告称，截至 2024 年 7 月 17 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司境内上市外资股(B 股)19,999,993 股,占公司 B 股的比例约为 8.6206%，占公司总股本的比例约为 2.8891%，本次回购最高成交价格为 10.16 港元/股，最低成交价格为 9.26 港元/股，支付总金额为 191,585,678.23 港元（含交易费用），折合人民币 175,028,843.9 元，未超过 2 亿元人民币。
7.21	立高食品	立高食品：股份回购进展 立高食品发布公告称，截至 2024 年 7 月 18 日，公司通过股票回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购股份数量为 174.17 万股，占公司目前总股本的 1.03%，回购的最高成交价为 38.23 元/股，最低成交价为 25.75 元/股，成交总金额为 5856 万元。
7.25	好想你	好想你：股份回购进展公告 好想你发布公告称，2024 年 2 月 5 日至 2024 年 7 月 24 日，公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 14993504 股，回购股份数占公司目前总股本的 3.31%。
7.26	东鹏饮料	东鹏饮料：君正投资不再是公司持股 5%以上股东 东鹏饮料发布公告称，天津君正创业投资合伙企业（有限合伙）于 2024 年 7 月 25 日通过集中竞价卖出公司股份 100 股，合计持有公司的股份占当前总股本的比例降低至 4.999975%，不再是公司持股 5%以上的股东。
7.28	永辉超市	永辉超市：调整出售资产方案 永辉超市发布公告称，其拟对出售大连万达商业管理集团股份有限公司股份的方案进行调整，剩余约 36.39 亿元将分八期支付。

		对于调整方案的原因，永辉超市称，因购买方目前存在短期资金周转困难，其正积极处置资产以回笼资金用以支付本次交易股份转让价款。经过综合评估，该股份转让价款支付分期进度的调整对公司的日常经营和可持续经营没有重大影响，经各方协商，永辉超市拟与大连御锦、王健林、孙喜双、大连一方集团有限公司签署《转让协议之补充协议》，本次《补充协议》调整了购买方支付剩余股份转让价款的分期进度并补充王健林、孙喜双、大连一方集团有限公司为交易担保方。
7.29	海大集团	海大集团发布公告称，7月29日，海大集团发布2024年半年报，实现营业收入522.96亿元，同比减少0.84%；实现净利润21.25亿元，同比增加93.15%。海大集团表示，营业收入下降，主要是由于饲料大宗原材料农产品价格下跌，导致饲料产品单价跟随下调、营业收入微降；净利增长，主要是由于饲料主业市场份额和盈利均得到较好增长，同时养殖业务扭亏为盈。
7.30	百润股份	百润股份：半年度报告 百润股份发布公告称，公司2024年半年度实现营业收入为16.28亿元，同比下降1.38%；归母净利润4.02亿元，同比下降8.36%；基本每股收益0.39元。报告期内，公司预调鸡尾酒业务及香精香料业务板块稳健运营，在去年同期高基数下实现主营业务收入16.07亿元，同比降低0.52%。2024年下半年公司经营业绩有望保持良好发展。

资料来源：wind，HTI

表8 2024年7月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
7.2	雀巢	雀巢 CEO 称二季度起销量将带来稳定增长 https://www.reuters.com/business/retail-consumer/nestle-sees-stable-sales-growth-q2-ceo-tells-paper-2024-06-29/
7.2	Tims	Tims 天好中国获近 5 亿融资 https://mp.weixin.qq.com/s/upH1dQPb9TrNV7kkiSMPpA
7.3	可口可乐	可口可乐旗下 innocent 果汁在华公司决议解散 https://mp.weixin.qq.com/s/GHv2f8G5ivoH24RaTDCgOA
7.3	茅台	即日起茅台 1935 暂停发货 https://www.21jingji.com/article/20240703/herald/1ba7462a2ec23c055c35592001abc2a9.html
7.3	喜茶	喜茶全球门店突破 4000 家 https://www.jiemian.com/article/11352975.html
7.7	康师傅	康师傅经典系列方便面确已全国统一调价 https://mp.weixin.qq.com/s/V3cmeQ5AS_omycPLYz2DdQ
7.7	九毛九	九毛九回应怂火锅降价 https://www.zhitongcaiing.com/content/detail/1145464.html
7.8	库迪	库迪：公司成立以来累计闭店率 2.6% https://food.cnr.cn/focus/20240705/t20240705_526779379.shtml
7.9	赵一鸣	赵一鸣零食回应疑因涨价下架可口可乐 https://www.yicai.com/news/102174943.html
7.10	红牛	中国红牛湖北生产基地第 200 亿罐红牛下线生产 https://mp.weixin.qq.com/s/le-TCIgKA9kCore_GdtEcA
7.10	达势股份	达美乐中国上半年新开设 146 家门店 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1804001763522527008&wfr=spider&for=pc
7.11	瑞幸	瑞幸第 20000 家门店在北京中关村开出 https://mp.weixin.qq.com/s/z3QoEGe-ZrZyZgTQZmyKsA
7.16	东鹏饮料	东鹏“补水啦”有望飙至十亿 https://mp.weixin.qq.com/s/wcj-xTk77Ke2e9nF-e2EUA
7.17	农夫山泉	农夫山泉产出第一瓶采用黄山水资源的饮用水 https://mp.weixin.qq.com/s/OMN50VnvAZHliogZa8y6w
7.19	农夫山泉	香港消委会致歉，农夫山泉再回应 https://mp.weixin.qq.com/s/Gis9I0rWuBNyRGxJHZOuAg
7.23	联合利华	联合利华就出售冰淇淋业务开推介会 https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-19/unilever-said-to-start-sale-talks-for-15-billion-ice-cream-unit
7.24	娃哈哈	宗馥莉决定继续履行娃哈哈集团的相关管理职责 https://www.wahaha.com.cn/#/newsDetail/4223
7.24	华润饮料	怡宝华东基地将新增 8 条高速生产线 https://www.yixing.gov.cn/doc/2024/07/20/1243972.shtml
7.24	汇源	汇源果汁被国中水务控股收购 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1805318531763080361&wfr=spider&for=pc
7.24	农夫山泉	农夫山泉据报桶装水向经销商加价 20% https://www.gelonghui.com/p/877271
7.29	菲仕兰	网传菲仕兰中国总裁离职 https://www.jiemian.com/article/11468938.html
7.30	红牛	中国红牛诉讼案件新进展 http://www.redbull.com.cn/event/news_d/id/277

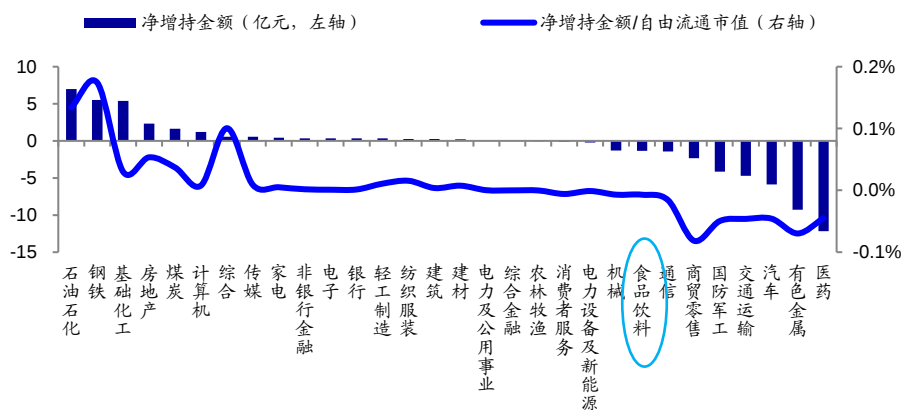
资料来源：wind，HTI

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 7 月石油石化和钢铁行业净增持额最大，分别为 6.98 和 5.52 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.13%和 0.17%；医药和有色金属行业净减持额最大，分别为 12.17 和 9.26 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.04%和-0.07%。

图33 2024 年 7 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 7 月 31 日

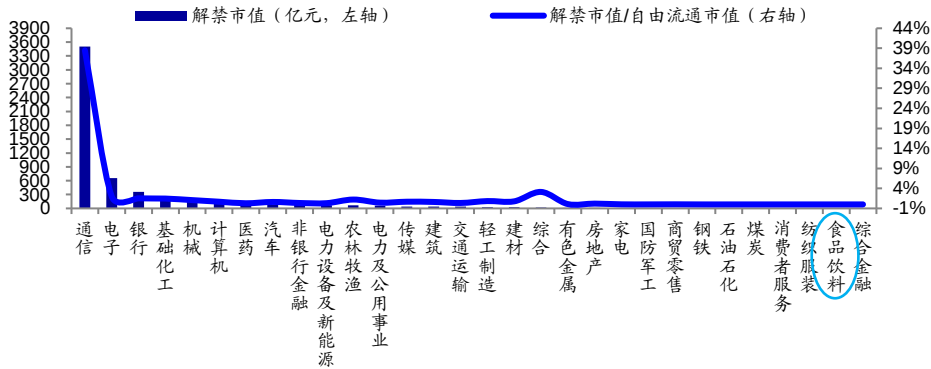
表9 2024 年 7 月产业资本增减持股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
盐津铺子	-0.92	-2.10
三只松鼠	-0.68	-1.23
春雪食品	-0.08	-0.89
宝立食品	0.01	0.06
中炬高新	0.01	0.01
仙乐健康	0.02	0.14
洽洽食品	0.28	0.37

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照 24 年 7 月 31 日的股价估算：8 月通信、电子、银行等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 3501、653、357 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 38.49%、1.98%、1.52%。

图34 2024 年 7 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 7 月 31 日

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：石油石化、房地产、钢铁、银行、非银行金融。

表10 一级行业大额买入与资金流向（20240722-20240726）

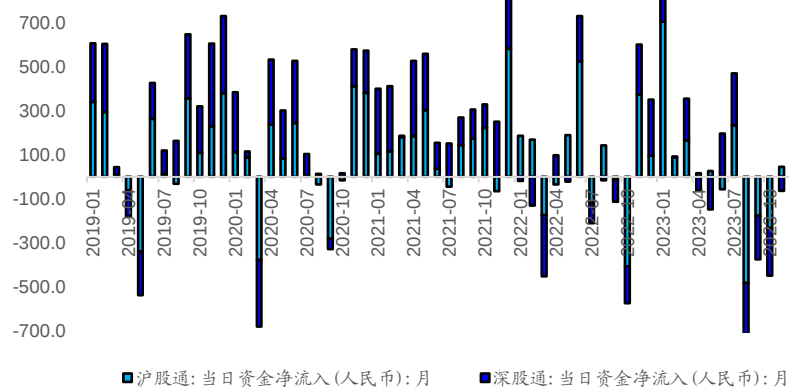
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
石油石化	77.40%	2.50%	-0.90%	2.50%
房地产	79.90%	15.60%	1.70%	5.70%
钢铁	78.70%	7.00%	1.80%	7.00%
银行	78.70%	98.40%	-21.80%	57.00%
非银行金融	78.70%	43.00%	5.40%	4.10%
纺织服装	78.30%	16.00%	4.60%	13.90%
商贸零售	78.20%	43.40%	-0.20%	1.60%
家电	78.10%	4.90%	9.00%	11.50%
综合金融	77.90%	70.90%	4.50%	39.80%
传媒	77.70%	43.40%	2.20%	1.20%
有色金属	77.60%	93.00%	4.70%	3.70%
电力及公用事业	77.30%	5.70%	-7.80%	0.40%
综合	77.30%	7.00%	-3.20%	0.40%
交通运输	77.20%	0.40%	-4.10%	65.60%
农林牧渔	77.00%	16.00%	-3.20%	4.10%
国防军工	76.90%	82.40%	12.90%	1.20%
建筑	76.80%	30.70%	-2.90%	2.90%
建材	76.80%	16.40%	1.20%	17.60%
汽车	76.70%	98.40%	0.10%	1.60%
轻工制造	76.60%	8.60%	1.40%	0.40%
消费者服务	76.20%	79.90%	-6.20%	2.00%
基础化工	75.50%	29.10%	1.80%	5.70%
煤炭	75.40%	3.70%	5.80%	4.10%
机械	75.00%	8.60%	2.40%	0.80%
电力设备及新能源	75.00%	22.50%	2.50%	8.60%
计算机	75.00%	22.10%	-4.50%	0.80%
通信	74.50%	25.00%	1.30%	7.80%
电子	72.80%	40.60%	0.10%	2.00%
医药	72.70%	4.10%	-5.20%	23.80%
食品饮料	66.20%	7.40%	-8.00%	2.50%

资料来源:Wind，海通国际金工组，HTI

2.2 陆股通资金跟踪

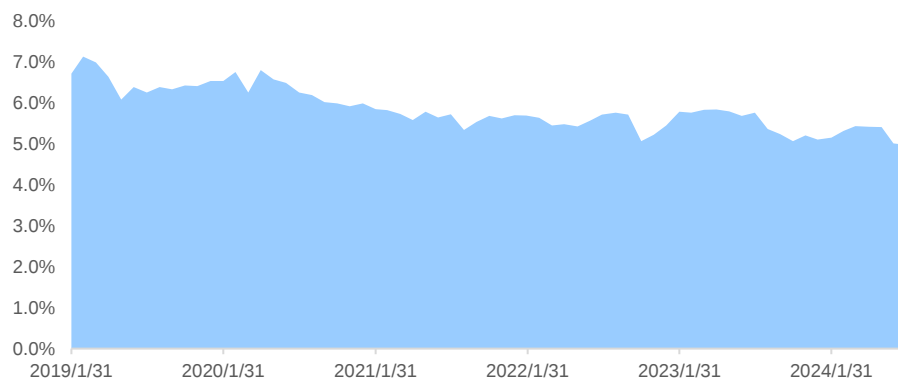
截至 2024 年 7 月 31 日，陆股通资金当月净流出 166.3 亿元（上月净流出 444.5 亿元），其中沪股通净流入 119.1 亿元，深股通净流出 285.4 亿元；食品饮料板块市值占比为 4.97%，较上月降低 0.04pct。

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 7 月 31 日

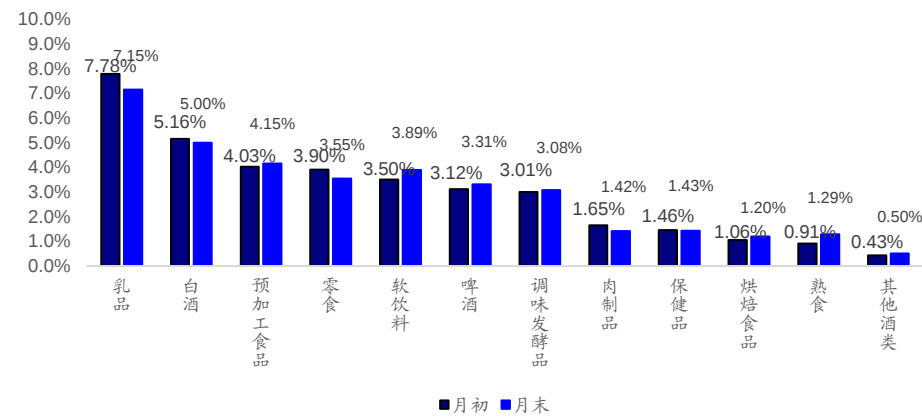
图36 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

乳品行业陆股通占比为 7.15%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，软饮料（+0.4pct）、啤酒（+0.19pct）等行业月度陆股通表现增持。陆股通持股占比靠后的子行业为其他酒类（0.50%）和烘焙食品（1.20%），月末较月初减持最多的子行业为乳品（-0.63pct）。

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 7 月 31 日

从陆股通持股标的来看，按市值排名的十大个股中，持股比例居前的分别为贵州茅台（6.6%）、五粮液（4.4%）、山西汾酒（2.9%）；按陆股通持股比例排名，伊利股份（10.1%）陆股通占比最高，安井食品（9.1%）次之，其中洽洽食品（8.3%）月末较月初减持最多（-1.4pct），中炬高新增持最多（0.7 pct）。

表11 食饮板块陆股通持股情况

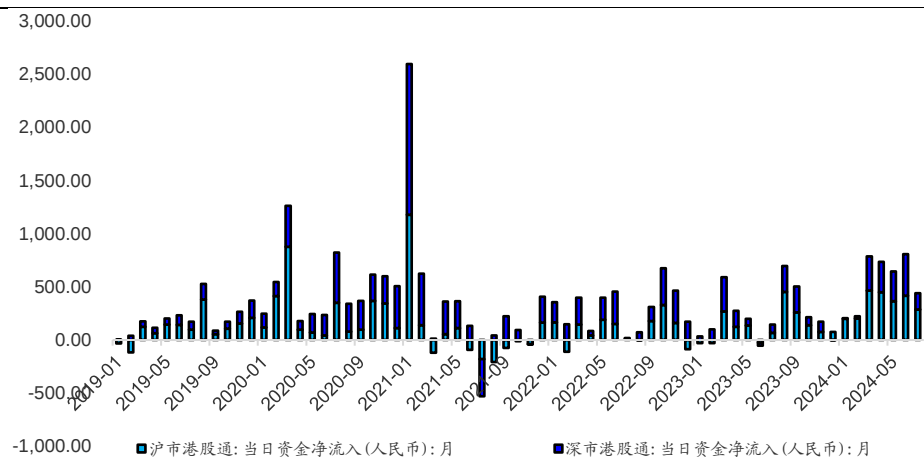
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.6	6.7	-0.16	1	伊利股份	10.1	10.7	-0.6
2	五粮液	4.4	4.8	-0.37	2	安井食品	9.1	9.5	-0.4
3	山西汾酒	2.9	3.3	-0.42	3	洽洽食品	8.3	9.8	-1.44
4	海天味业	3.5	3.4	0.05	4	中炬高新	6.8	6.1	0.67
5	泸州老窖	2.8	2.9	-0.11	5	贵州茅台	6.6	6.7	-0.16
6	伊利股份	10.1	10.7	-0.64	6	重庆啤酒	6.3	6.1	0.24
7	洋河股份	2.5	2.5	-0.03	7	东鹏饮料	5.5	5.0	0.52
8	东鹏饮料	5.5	5.0	0.52	8	三只松鼠	5.5	5.7	-0.19
9	古井贡酒	1.7	1.9	-0.16	9	五粮液	4.4	4.8	-0.37
10	双汇发展	1.8	2.2	-0.4	10	今世缘	4.1	4.2	-0.02

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

2.3 港股通跟踪

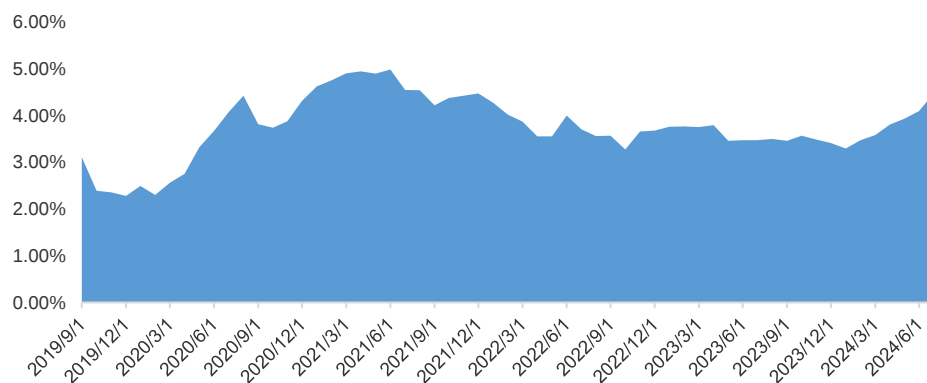
截至 2024 年 7 月 31 日，港股通资金当月净流入 441.52 亿元（上月净流入 807.03 亿元），必需消费板块市值占比为 4.48%，较上月上升 0.39pct。

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 7 月 31 日

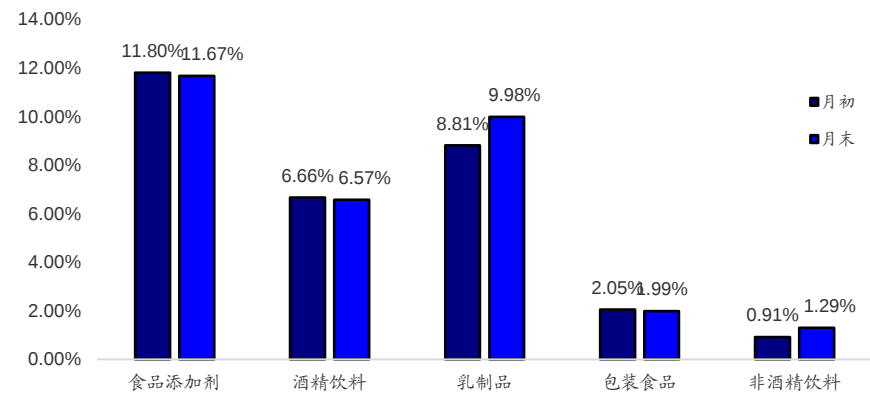
图39 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.67%，较月初减持 0.13pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.57%，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（1.29%）、包装食品（1.99%）和乳制品（9.98%）。

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 7 月 31 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（0.9%）、百威亚太（0.1%）、华润啤酒（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12 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	1.6	0.8	0.83	1	青岛啤酒股份	31.9	30.0	1.95
2	百威亚太	0.4	0.3	0.05	2	华宝国际	20.5	20.5	0.01
3	青岛啤酒股份	31.9	30.0	1.95	3	周黑鸭	15.8	16.0	-0.19
4	华润啤酒	10.5	11.0	-0.47	4	颐海国际	13.9	14.3	-0.47
5	中国旺旺	0.2	0.2	-0.02	5	蒙牛乳业	10.9	8.8	2.14
6	康师傅控股	2.8	2.5	0.34	6	中国飞鹤	10.7	10.6	0.10
7	蒙牛乳业	10.9	8.8	2.14	7	优然牧业	10.6	10.5	0.06
8	中国飞鹤	10.7	10.6	0.10	8	华润啤酒	10.5	11.0	-0.47
9	统一企业中国	4.8	4.4	0.33	9	中烟香港	10.3	10.8	-0.42
10	珍酒李渡	6.4	6.5	-0.08	10	百果园	10.0	8.6	1.37

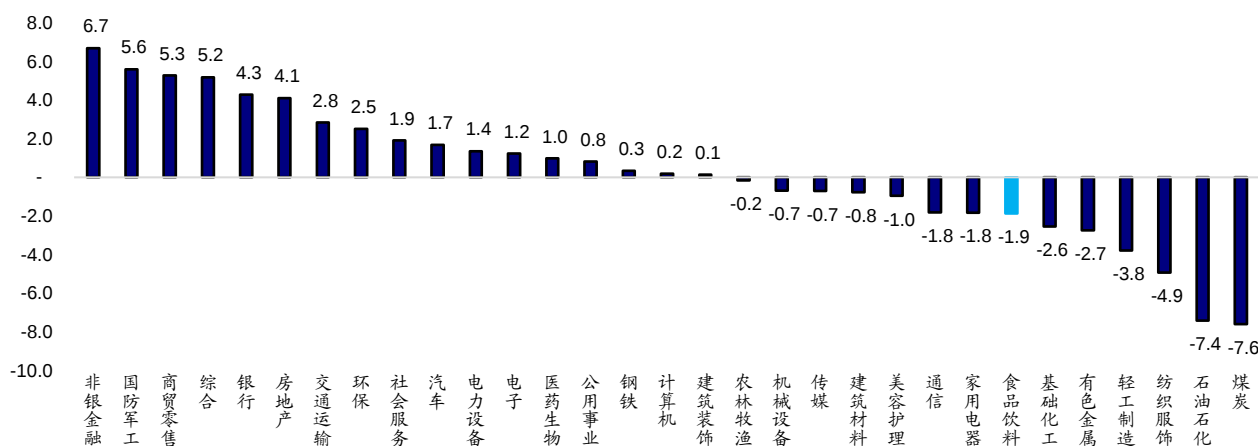
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

3 历史行情统计

3.1 A 股行业涨跌幅表现

从 A 股一级行业涨跌幅来看，7 月非银金融（+6.7%）、国防军工（+5.6%）、商贸零售（+5.3%）、综合（+5.2%）、银行（+4.3%）、房地产（+4.1%）等收涨，而煤炭（-7.6%）、石油石化（-7.4%）和纺织服装（-4.9%）、轻工制造（-3.8%）跌幅靠前。食品饮料-1.9%，在 31 个行业分类中位居第 25 名，较上月（-10.0%）上升 2 名。

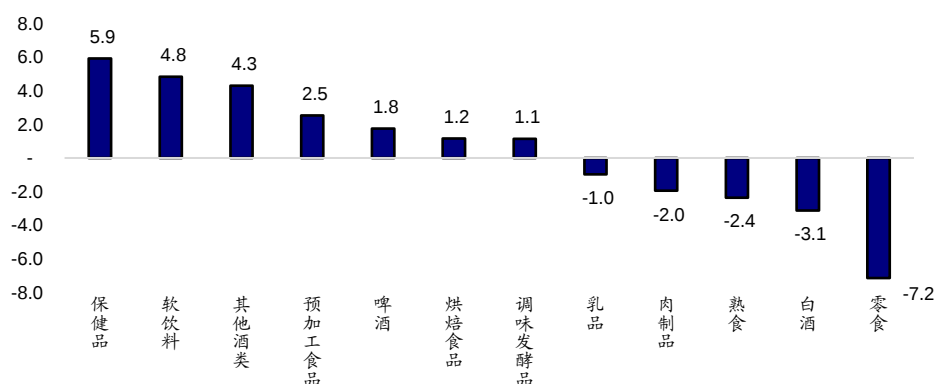
图41 A 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

7 月食品饮料子行业涨跌互现，保健品（+5.9%）、软饮料（+4.8%）、其他酒类（+4.3%）涨幅领先，零食（-7.2%）、白酒（-3.1%）、熟食（-2.4%）跌幅领先。

图42 A 股食饮子行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

表13 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	17854	1421	-3.1	1	珠江啤酒	182	8	11.1
2	五粮液	4924	127	2.8	2	东鹏饮料	934	233	8.2
3	山西汾酒	2249	184	-10.7	3	燕京啤酒	266	9	7.9
4	海天味业	1954	35	1.9	4	安琪酵母	260	30	7.2
5	泸州老窖	1923	131	-8.9	5	安井食品	233	79	6.8
6	伊利股份	1597	25	-2.9	6	百润股份	187	18	5.9
7	洋河股份	1232	82	1.3	7	光明乳业	113	8	5.8
8	东鹏饮料	934	233	8.2	8	张裕 A	121	22	3.7
9	古井贡酒	883	188	-10.8	9	千禾味业	141	14	3.2
10	双汇发展	799	23	-2.9	10	五粮液	4924	127	2.8

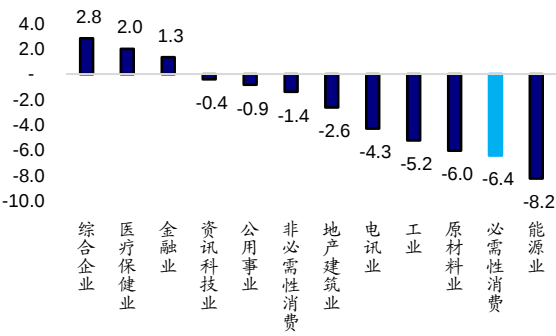
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

7 月 H 股一级行业，综合企业（+2.8%）、医疗保健业（+2.0%）涨幅居前。必需性消费（-6.4%）在 12 个一级行业中排名倒数第二，较上个月（-5.6%）提升 1 名。

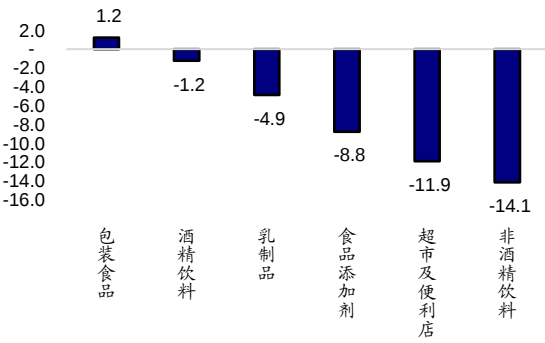
必需性消费子行业基本全线收跌，非酒精饮料（-14.1%）、超市及便利店（-11.9%）跌幅居前。

图43 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 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 7 月 31 日（上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品）

表14 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	3425	30	-17.8	1	卫龙	152	6	17.6
2	百威亚太	1259	10	3.4	2	友宝在线	129	16	16.9
3	青岛啤酒	861	50	0.2	3	百威亚太	1259	10	3.4
4	华润啤酒	792	24	-7.0	4	康师傅控股	537	10	1.3
5	万洲国际	652	5	-1.2	5	青岛啤酒股份	861	50	0.2
6	中国旺旺	554	5	-0.6	6	中国旺旺	554	5	-0.6
7	康师傅	537	10	1.3	7	万洲国际	652	5	-1.2
8	蒙牛乳业	516	13	-6.4	8	中国飞鹤	321	4	-1.9
9	中国飞鹤	321	4	-1.9	9	第一太平	148	3	-4.1
10	统一企业	278	6	-9.7	10	中烟香港	108	16	-6.2

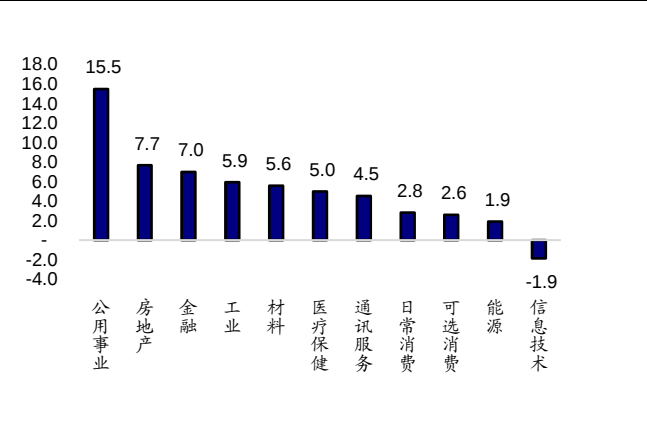
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

7 月美股一级行业基本全线收涨，公用事业（+15.5%）大幅领涨，仅信息技术（-1.9%）录得小幅下跌。日常消费品行业+2.8%，在 11 个美股一级行业排第 8 名，位次较上月（-1.0%）下降 1 名。

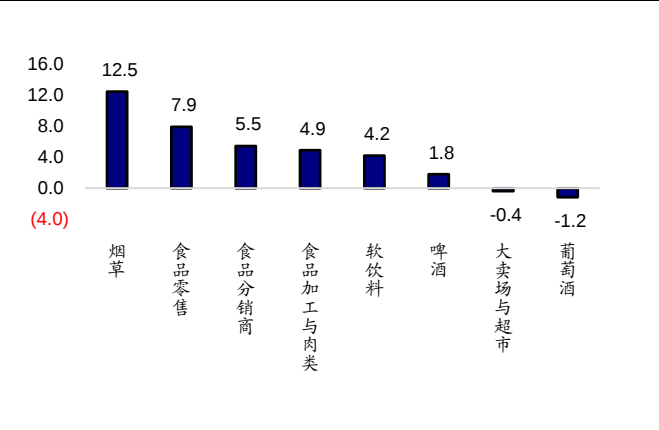
日常消费子行业烟草（+12.5%）、食品零售（+7.9%）收涨，葡萄酒（-1.2%）、大卖场（-0.4%）小幅收跌。

图45 美股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 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 7 月 31 日（上图剔除了日常消费品子行业中的家庭用品、个人用品、药品零售、农产品）

表15 美股日常消费板块个股涨跌幅

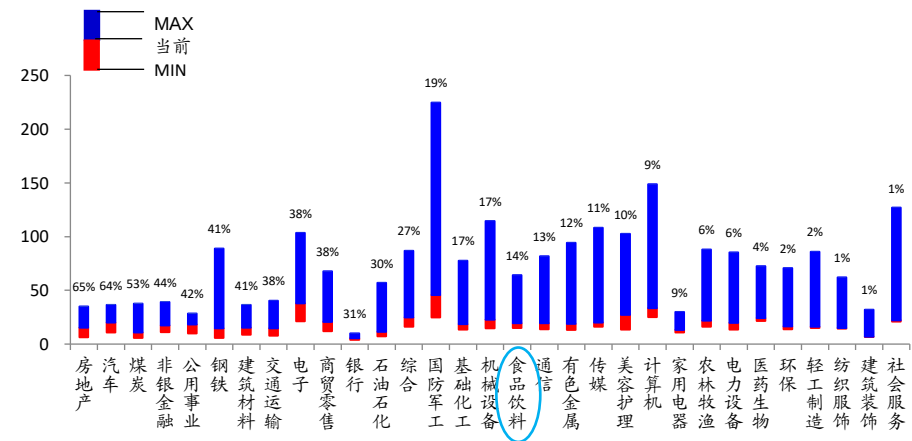
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	5507	68	-0.3	1	COCA-COLA CONSOLIDATED	112	1274	11.2
2	开市客	3645	822	0.0	2	UTZ BRANDS	23	16	9.5
3	帝亚吉欧	3407	123	-1.1	3	家乐氏(KELLOGG)	216	63	8.3
4	可口可乐	2988	69	3.9	4	百威英博	1280	63	6.5
5	百事	2446	178	3.1	5	VITA COCO	16	27	5.8
6	菲利普莫 里斯国际	1832	118	2.3	6	VECTOR	21	13	4.9
7	可口可乐 凡萨瓶装	1471	88	-3.2	7	康宝浓汤 (CAMPBELL SOUP)	147	49	4.8
8	百威英博	1280	63	6.5	8	MGP INGREDIENTS	19	85	4.4
9	亿滋国际	944	71	3.4	9	奥驰亚(ALTRIA)	871	51	4.2
10	奥驰亚	871	51	4.2	10	POST	66	114	4.0

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

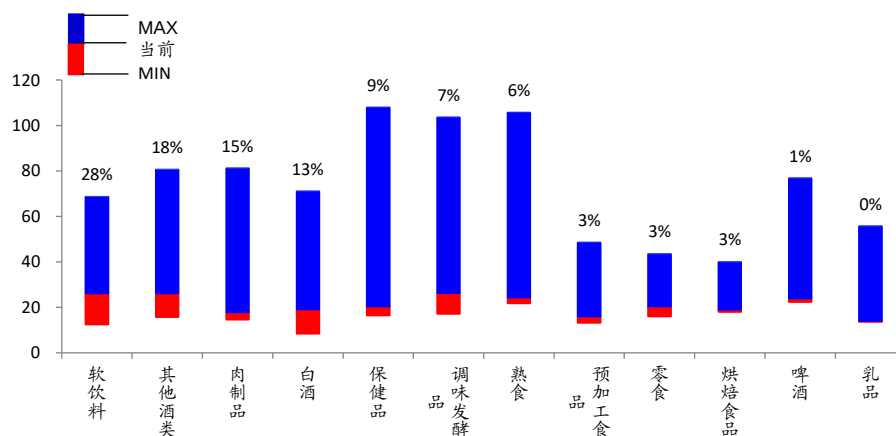
图47 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2024 年 7 月 31 日

截至 2024 年 7 月 31 日，A 股一级行业中，PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有 10 个，包括社会服务、建筑装饰、纺织服装等。食品饮料的 PE 历史分位数为 14%（19.6x），较上月末（15%，20.1x）降低 1pct，在 31 个行业中排名第 17 名。

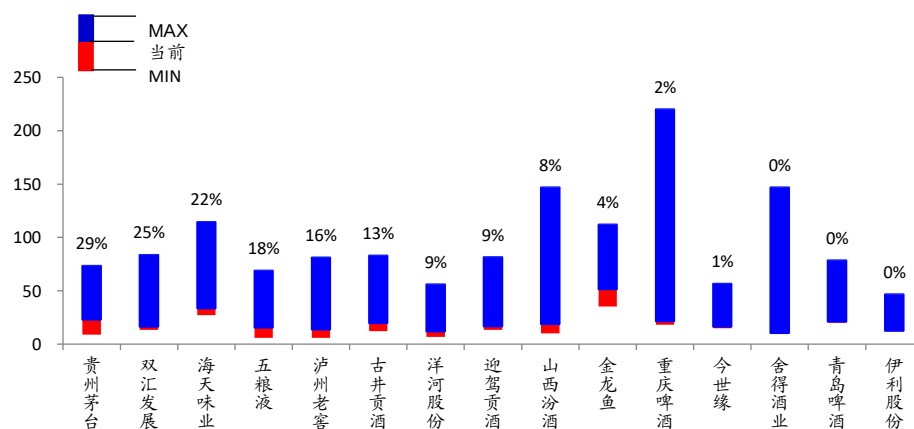
图48 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年7月31日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为乳品（0%）、啤酒（1%）、烘焙食品（3%）。PE绝对值最低的行业分别是乳品（14.1x）、预加工食品（16.1x）、肉制品（17.9x）。

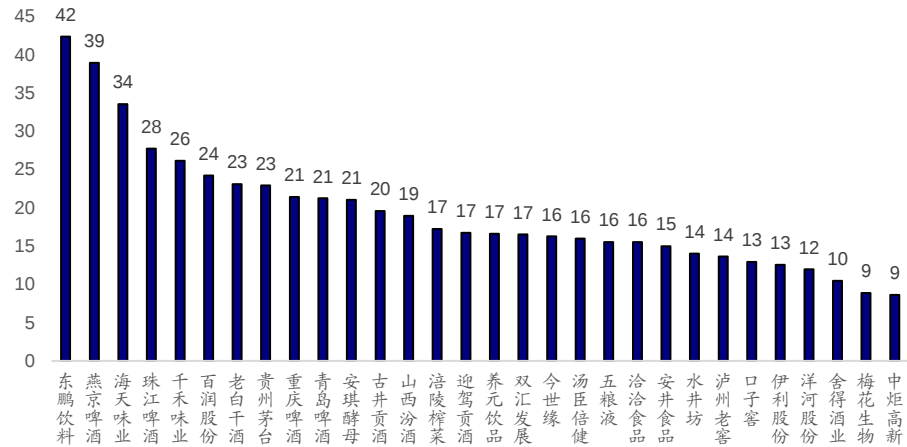
图49 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年7月31日

截至 2024 年 7 月 31 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢持平，A 股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 17x（相较上月持平）。

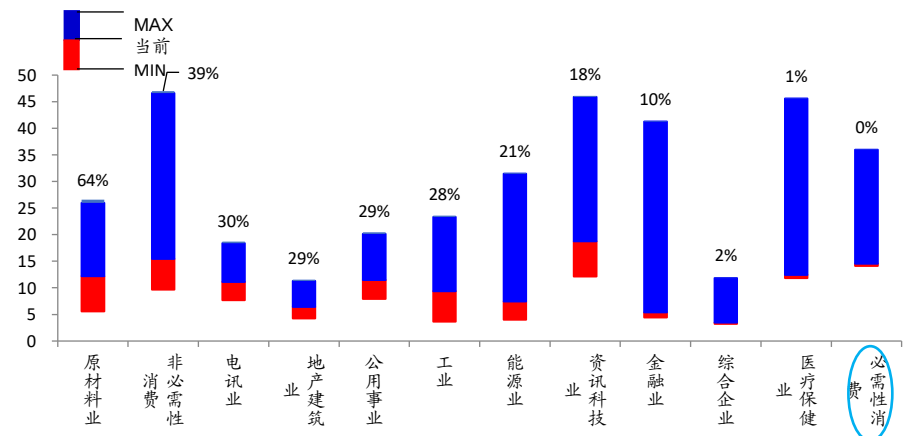
图50 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

4.2 H 股行业估值表现

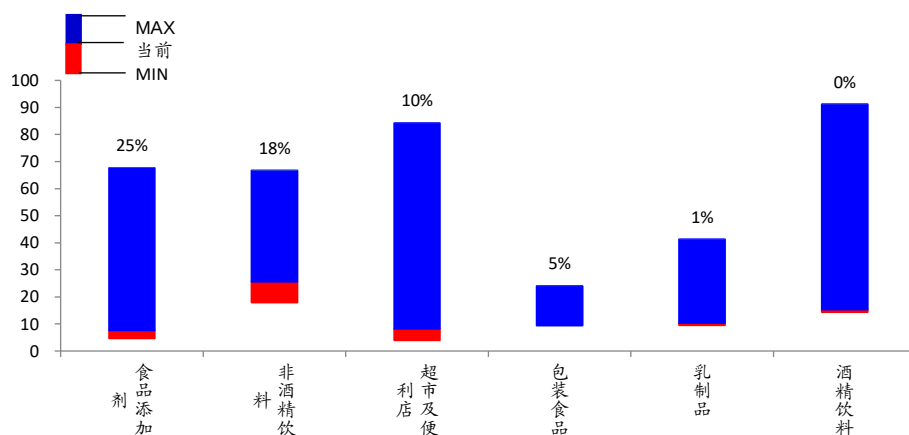
图51 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

截至 2024 年 7 月 31 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有综合企业、医疗保健业、必需性消费。必需性消费行业 PE 历史分位数为 0%（14.5x），历史分位数较上月末（2%，15.9x）下降 2pct，在 12 个一级行业中排名第 12 名。

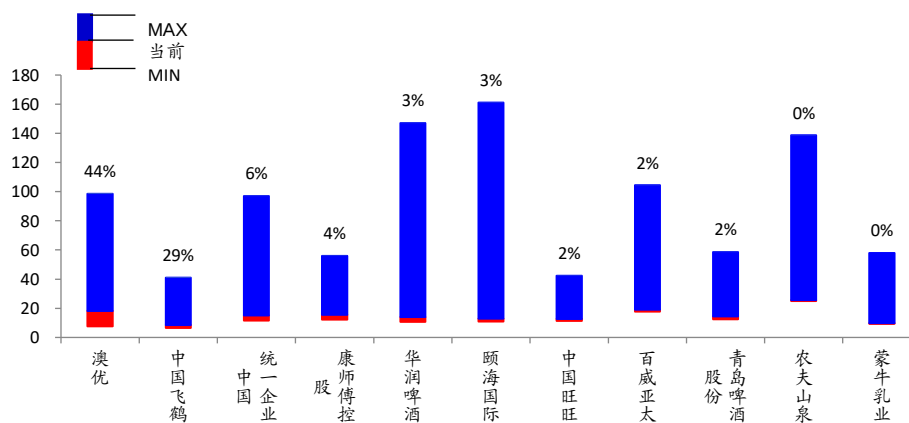
图52 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年7月31日

H股必需消费行业PE历史分位数处于2011年以来相对靠后的行业有酒精饮料（0%）、乳制品（1%）、包装食品（5%）等。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（7.7x）、超市及便利店（8.2x）。

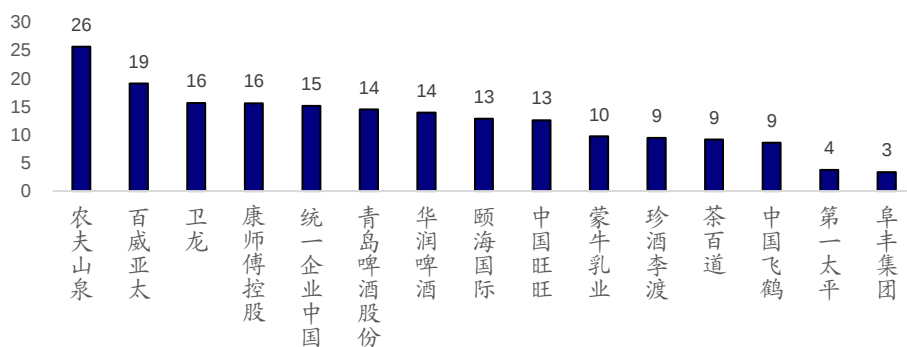
图53 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年7月31日（异常值剔除如下：华润啤酒 201503-201608；蒙牛乳业 201703-201803；澳优 201203-201408）

截至2024年7月31日，港股市场食品饮料板块估值中枢有所下降，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为13x（相较上月下降1x）。

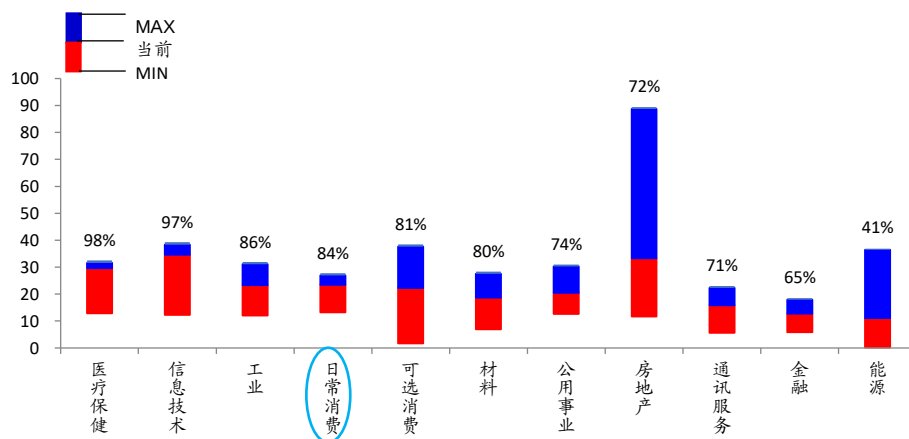
图54 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日，剔除估值为负的高鑫零售、友宝在线

4.3 美股行业估值表现

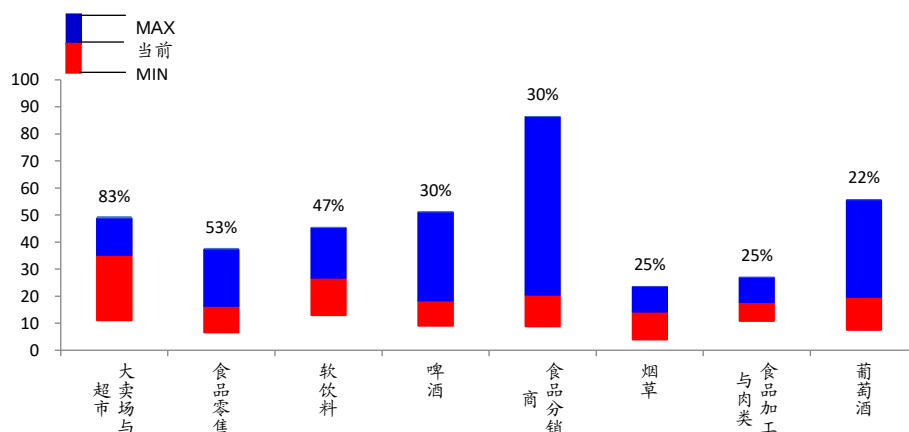
图55 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日（已剔除房地产行业 2013/03 至 2014/02，2015/4 至 2015/11 的异常数据）

截至 2024 年 7 月 31 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是能源（41%）、金融（65%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 84%（23.5x），历史分位数与上月末（77%，22.9x）上升 7pct，在 11 个行业中排名第 4 名。

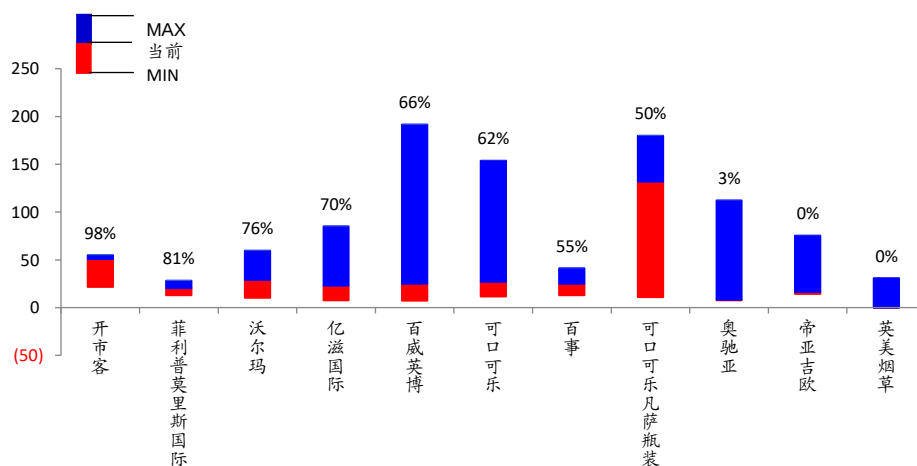
图56 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的行业为葡萄酒（22%）、食品加工与肉类（25%）、烟草（25%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（14.3x）、食品零售（16.4x）和食品加工与肉类（17.8x）。

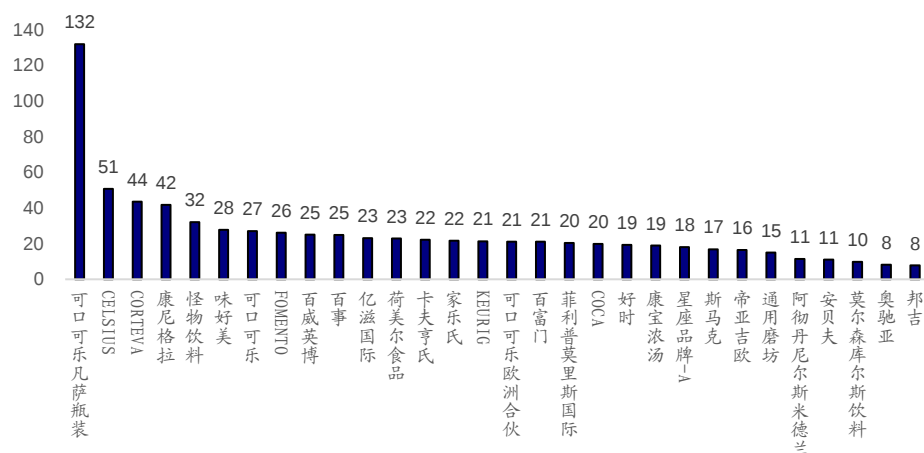
图57 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 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 7 月 31 日，美股食品饮料板块估值中枢有所上升，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 21x（相较上月下降 1x）。

图58 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 7 月 31 日，剔除估值为负的英美烟草、泰森食品

5 投资建议

表16 H股重点消费公司 24H1 及 24 全年业绩预测

股票代码	公司名称	营业收入增速				归母净利润增速			
		2023A	2024H1	2024H2	2024E	2023A	2024H1	2024H2	2024E
6979.HK	珍酒李渡	20.0%	20.0%	18.0%	19.0%	34.9%	20.0%	20.0%	20.0%
1876.HK	百威亚太	5.8%	-4.3%	7.5%	-0.4%	-6.7%	-5.9%	28.9%	5.4%
168.HK	青岛啤酒	5.5%	-5.0%	7.0%	2.4%	15.0%	5.8%	32.3%	11.0%
0291.HK	华润啤酒	10.4%	-2.1%	6.5%	1.4%	18.6%	8.0%	35.1%	10.6%
1579.HK	颐海国际	-0.1%	14.4%	5.8%	9.4%	14.9%	13.9%	8.6%	10.9%
9633.HK	农夫山泉	28.4%	7.0%	7.8%	7.4%	42.2%	7.0%	0.0%	3.3%
0322.HK	康师傅控股	2.2%	0.4%	5.2%	2.7%	10.1%	8.8%	6.9%	7.9%
0220.HK	统一企业	1.2%	7.1%	7.8%	7.1%	14.8%	34.8%	20.1%	26.6%
506.HK	中国食品	2.3%	-6.7%	-1.9%	-4.7%	26.2%	-1.0%	-18.3%	-5.6%
2319.HK	蒙牛乳业	2.6%	-10.0%	1.8%	-4.3%	-9.3%	-20.0%	22.4%	-4.2%
6186.HK	中国飞鹤	-8.3%	-7.0%	-2.6%	-4.8%	-31.4%	-5.0%	-4.7%	-4.9%
1717.HK	澳优	-5.3%	3.8%	8.3%	6.1%	-19.5%	-15.0%	1116.7%	60.9%
9985.HK	卫龙美味	5.2%	20.0%	21.2%	20.6%	6.3%	36.0%	18.6%	27.4%
MNST.US	怪物饮料	13.1%	11.7%	10.9%	11.3%	36.0%	13.2%	11.9%	14.1%
MKC.US	味好美	4.9%	0.7%	2.6%	1.7%	6.0%	11.1%	5.2%	7.7%
BUD.US	百威英博	2.8%	2.7%	-0.8%	0.9%	-10.5%	29.7%	4.2%	11.1%
2502.JP	朝日集团	10.3%	6.7%	4.6%	5.6%	8.3%	11.2%	24.0%	18.9%

资料来源：HTI 预测
口径说明：（1）珍酒李渡：为扣非净利润口径，2023 年扣除金融工具公允价值变动、股权激励和上市费用。（2）统一企业中国：2023 年及 2024 年归母净利润增速为内生增速，不包含 2023Q1 合肥土地出让一次性损益（税后）2.6 亿元。（3）康师傅：2023 年及 2024 年归母净利润增速为内生增速，不包含 23H1 资产活化一次性税前收益 8500 万、23H2 资产活化税后收益 1.35 亿。（4）蒙牛乳业：2023 年收入利润增速为内生口径（剔除 22 年 11 月起并表妙可影响），2024 年收入利润增速为并表口径（2023 年计入妙可基数）。（5）卫龙美味：2023 年利润增速为调整后净利润（剔除 2022 年估值调整一次性补偿影响）。

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

证券简称	股息率 2023, %	年度现金分红比例 2023, %	年度现金分红比例 2022, %	年度现金分红比例 2021, %	年度现金分红比例 2020, %	回购金额 2023, 亿港元	回购金额 2024, 亿港元
H股							
农夫山泉	2.7	70	91	72	36		
百威亚太	0.6	82	55	42	73		
华润啤酒	4.2	59	40	40	40		
青岛啤酒股份	4.4	64	66	48	46		
蒙牛乳业	4.1	40	30	30	30	8	
康师傅控股	6.3	100	203	171	98		
中国旺旺	5.4	81	113	40	98	2	1
中国飞鹤	8.0	69	47	53	30		
统一企业中国	7.2	110	120	120	100		
颐海国际	6.9	90	26	31	30	2	
第一太平	0.9	25	30	31	21		
阜丰集团	12.6	43	41	36	34	0.5	0.2
中烟香港	2.2	37	37	17	29		
中国食品	5.9	50	51	52	49		
周黑鸭	10.6	321		71	104		2

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日
股息率 2023=2023 年宣告分红金额/最新收盘市值

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

证券简称	股息率 2023, %	年度现金分红 比例 2023, %	年度现金分红 比例 2022, %	年度现金分红 比例 2021, %	年度现金分红 比例 2020, %	回购金额 2023, 亿港元	回购金额 2024, 亿港元
A股							
贵州茅台	3.2	76	96	52	52		
五粮液	3.7	60	55	50	50		
泸州老窖	4.1	60	60	60	50		
山西汾酒	2.4	51	50	41	6		
海天味业	1.9	65	52	48	52	2.5	4.5
洋河股份	5.7	70	60	60	60		
伊利股份	4.8	73	70	71	70	7.1	3.0
古井贡酒	2.7	52	50	51	41		
双汇发展	6.3	100	99	92	128		
青岛啤酒	2.9	64	66	48	46		
东鹏饮料	1.1	49	56	101			
今世缘	2.3	40	36	36	36		
迎驾贡酒	2.5	45	52	52	59		
重庆啤酒	4.5	101	100	83			
安井食品	1.0	15	30	30	30	0.5	0.6
舍得酒业	3.9	40	30	21	26	3.7	1.2
安琪酵母	1.6	34	33	32	30	1.5	3.8
汤臣倍健	6.6	87	22	68	73	0.2	2.3
水井坊	2.4	35	30	30	80		0.9
养元饮品	7.6	138	155	120	96		0.6
口子窖	3.9	52	58	52	56	0.1	0.5
燕京啤酒	1.1	44	64	49	31		
百润股份	2.8	64		56	108	0.3	1.0
中炬高新	2.0	18		31	61		1.0
酒鬼酒	2.4	59	40	47	46		
老白干酒	2.6	62	39	35	43		
绝味食品	3.2	90	49	36	43	2.1	2.0
洽洽食品	3.7	63	52	46	50	0.9	1.7
涪陵榨菜	2.4	42	38	78			

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 7 月 31 日

股息率 2023=2023 年宣告分红金额/最新收盘市值

白酒行业：闻宏伟认为 2024 年处于行业调整期的下半场。

7 月仍是白酒消费淡季，企业更多精力用于维护渠道关系和产品价盘。一方面完成上半年打款后，7 月打款要求相对降低，另一方面对消费者和渠道商的激励持续，同时注重费效考核。我们认为今年下半年处于白酒行业中期调整的下半场，特征是前期业绩增速持续较高的企业开始出现压力，而在上半场暴露风险的企业经营逐步企稳。如水井坊近日发布中报，上半年公司营业收入增长 12.6%，归母净利润增长 19.6%。

在白酒行业中期调整过程中，大众及以下白酒企业市场相对分散、抗风险能力弱、业绩波动大。整体收入规模在 2023 年下降近三成后，今年依然小幅下跌。同时群体内部持续分化，大量中小企业业绩下滑甚至亏损倒闭，而其中省级或者市级龙头企业反而逆势提升份额。预计多数区域性白酒上市公司今年上半年仍能保持收入正增长。

截至 7 月 31 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 18.6X。经过较长时间的股价下跌和预期下修，我们认为在投资上不应继续恐慌，特别是考虑到白酒上市公司股息率越来越有吸引力，同时有可能进一步提高分红率，目前时点可以考虑逐步建仓。我们建议关注业绩确定性较高、稳定性强的高端白酒及基地市场成熟、终端掌控力强的区域龙头酒企。

啤酒行业：芮雯认为上半年利润率提升，旺季销量迎来催化。

7 月以来，啤酒销售进入旺季，全国多地持续高温，巴黎奥运会和国内多地啤酒节陆续开幕，均促进了啤酒消费，叠加去年基数较低，旺季销量有望显著改善。百威亚太于 8 月 1 日发布上半年业绩，其中中国上半年销量/吨价/收入同比-8.5%/-1.0%/-9.4%，主要受二季度行业疲软、高基数和主要高端市场广东、福建省强降雨拖累，单季度销量/吨价/收入同比-10.3%/-5.4%/-15.2%。虽然收入端承压，但中国区 EBITDA 利润率已恢复至疫情前水平。燕京啤酒、珠江啤酒发布业绩预告，上半年利润也有厚增。今年以来大宗商品尤其是包材价格持续下行，预计下半年成本红利继续兑现，啤酒企业全年利润稳健增长。

我们预计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，预计行业价增在中低单位数，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)非现饮渠道的高端化、包装小瓶化和品类、风味创新，3)当前行业五强竞争格局相对稳定，各家酒企基于基地市场的升级空间仍旧充足，4)中长期来看，头部企业高端化发展战略清晰且达成共识。如华润啤酒在雪花渠道伙伴大会中提出，“大高档”销量提升至 300-350 万千升，喜力实现 100 万千升，纯生实现 100 万千升，公司实现百亿盈利；青岛啤酒股东大会提出产品结构持续优化战略，经典目标 300-400 万吨，纯生目标 100 万吨，白啤目标 50 万吨；燕京啤酒积极推动 U8 放量，高速增长势能持续。

成本端，当前各家酒企已完成全年锁价工作，大麦降幅在高个位数至双位数之间；包材部分，玻璃价格较年初跌幅达 24%，瓦楞纸价格较年初跌幅达 10%，铝材和 PET 塑料价格小幅波动，成本下行趋势已定，预计全年吨成本改善。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。

调味品行业：宋琦认为餐饮暑期旺季开启，需求改善。

乐观观点。餐饮暑期旺季需求开启，伴随政策对出游以及餐饮等消费板块的关注，餐饮端调味品有望在餐饮景气度回升过程中迎来需求改善。C 端需求逐渐复苏但近期促销力度大且频次高，整体行业出货表现相对稳定，行业库存仍保持较为健康水平，“0 添加、减盐”等产品持续渗透。供需错配导致行业整体出厂价整体承压，其中

基调当前面临需求疲软、品牌竞争加剧；复调受益于 B 端连锁化、预制化，需求逻辑通顺、增长势能高；此外，调味酱行业同样存在品类机遇，并提振个股业绩表现。渠道方面厂商纷纷增加销售投入，补足渠道缺口以及加强终端控制能力，行业竞争加剧。

中长期来看，餐饮需求量增趋势有望维持，客单价短期承压，具备复苏空间。C 端需求预期表现平稳，季节性产品的阶段性表现值得关注。展望 2H24，暑期、中秋及国庆以及冬季腌腊需求将逐步释放，我们对需求量保持乐观预估，但调味品价格年内预计承压。伴随餐饮需求复苏，各品牌在餐饮渠道的竞争加剧，厂商销售费用预计走高。

速冻行业：宋琦认为餐饮需求复苏，中小 B 需求表现优于大 B 客户。

乐观观点。餐饮需求复苏，中小 B 需求表现优于大 B 客户，渠道动销平稳。传统米面类速冻品增长乏力，大单品表现亮眼，新兴品类如轻食、减脂类食品等细分应用场景下的特色产品或迎来发展机会。

餐饮客单价短期承压，传导至供应链环节；其中，大 B 渠道系少数增量市场，但短期格局有所恶化，影响供应链龙头部分品类份额。从中长期看，提前卡位的供应链龙头有望受益连锁化、工业化红利。调味发酵品方面，供需错配导致行业整体出厂价整体承压。

乳制品行业：肖伟俐认为今年液态奶需求较弱，婴配粉供给端变化可以期待，优选股东回报较好的标的。

液态奶：7 月淡季需求持续较弱，我们在需求月报中提到，预计 7 月乳制品收入同比仍有中低个位数下跌，但下滑幅度较第二季度已有收窄。主要因为促销较多、价格表现较弱。原奶价格持续下行的大背景下，中小厂商竞争较为激烈。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，目前库存已进入合理范围。进入三季度，我们预计乳制品表现较二季度将有环比改善。根据国家统计局数据，6 月乳制品产量同比下降 4.9%，1-6 月累计产量同比下降 3%。

中长期乳业仍有做多机会，主要还是在股东回报角度。需求端随着居民消费力渐进式修复，我们预计 2024 液态奶行业规模虽然或有小幅下跌，但仍可保持绝对水平；其次成本端看，我们预计原奶价格下行今年将持续，仍利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企，而对自给率较高的乳企有毛利正面贡献，但也仍有大包粉存货减值，但整体对冲后对盈利的影响也将熨平；但竞争端需要注意的是，今年行业竞争较为激烈，促销降价大背景下，对行业毛利率或有负面影响，费用率也将有所走高。

而从成长性角度来看，建议关注奶价拐点。目前原奶价格仍在下行周期，综合乳制品消费需求及上游牧场供给情况，我们预计乐观情况今年年底，中性情况明年开始，原奶价格进入上行周期；相对应地，乳制品制造企业的盈利情况将有改善。

我们预计伊利股份 24Q2 收入同比下降 7%，归母利润同比下降 11%；24 年全年收入同比微降 1.3%，归母利润同比微降 2%。我们预计蒙牛乳业 24H1 收入同比下降 10%，归母利润同比下降 20%；24 年全年收入同比降低 4.3%，归母利润同比降低 4.2%。

在业绩稳定的基础上，分红可以期待，伊利 2023 年分红率达到 73.25%，环比有所提升，同时我们预计 2024 年分红比例仍高于 70%，考虑出售矿产的一次性收益进入分红基数，预计伊利 2024 年股息率达到约 6%。同时伊利还披露 10-20 亿的回购计划，进一步回报股东。蒙牛也将派息比率从 30%提升到 40%。配置双寡头的稳健属性明显。

婴配粉：需求仍在磨底，供给变化可以期待。供给端来看，去年行业整体仍竞争激烈，多数厂家老产品价格松动，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。如飞鹤自一季度开始实施“电子围栏”制度，此后卓睿等主要产品价格上升；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。

我们预计中国飞鹤 24H1 收入同比下降 7%，归母净利润同比下降 5%；24 年全年收入同比降低 4.8%，归母净利润同比降低 4.9%。

飞鹤仍有做多机会，主要还是在股东回报角度。飞鹤 23 年分红比例大幅提升，高达 70%，相较同期的 45%+明显提振。目前公司股息率 TTM 达 7.9%，若未来业绩无大幅下滑，仍具有吸引力。

软饮料行业：肖韦俐认为饮料旺季全国增长良性，部分品类价格竞争激烈，优选股东回报较好的标的。

7 月因暑期出游场景带动，软饮料旺季动销良好，全国整体呈现良性增长态势。目前旺季竞争激烈，多家企业加码陈列、搭赠、走访等市场活动，部分品类零售价格在 5-6 月下行后，目前仍在低位，如包装水、无糖茶，龙头厂商持续抢占市场份额。但整体来看，无糖茶、能量饮料等细分赛道仍继续维持高速增长态势。根据国家统计局数据，6 月软饮料产量同比增长 6.5%，1-5 月累计产量同比增长 7.9%，增长数据显著好于其他食品饮料子行业。

我们预计农夫山泉 24H1 收入同比增长 7%，归母净利润同比增长 7%；24 年全年收入同比增长 7.4%，归母净利润同比增长 3.3%。我们预计康师傅 24H1 收入同比增长 0.4%，扣非归母净利润同比增长 8.8%；24 年全年收入同比增长 2.7%，扣非归母净利润同比增长 7.9%。我们预计统一企业中国 24H1 收入同比增长 7.1%，扣非归母净利润同比增长 34.8%；24 年全年收入同比增长 7.1%，扣非归母净利润同比增长 26.6%。

在业绩稳中有升背景下，建议关注股东回报优秀的标的，康师傅控股/统一企业中国 2023 股息率达到 6.3%与 7.2%，吸引力较强。

批零社服行业：李宏科、汪立亭、许樱之发布旅游服务业行业周报：暑期前瞻，出游旺季来临，出入境游强劲增长。

1. 交通：暑运期间，全国铁路发送旅客人数预计同比增 3.6%。①铁路：据中国铁路，暑运启动以来，自 7 月 1 日至 15 日，全国铁路累计发送旅客 2.11 亿人次，同比增长 6.5%，日均发送旅客 1403.4 万人次。国铁集团预测，7 月 1 日至 8 月 31 日，全国铁路预计发送旅客 8.6 亿人次，日均发送旅客 1387 万人次，同比增长 3.61%。

②公路：据证券时报，携程近期发布报告显示，2024 年暑期包车游的预订量比 2023 年同期增长 44%，比 2019 年同期增长近 303%。避暑游、旷野游、亲子包车以及出境包车游是今年暑期旅游的热门趋势。

③空路：据航班管家，暑运第一周（2024 年 7 月 1 至 7 日）、第二周（7 月 8 至 14 日），民航日均航班量 16002/16384 架次，同比提升 4.8%/5.9%，较 2019 年增 8.2%/8.5%；运输旅客量达 1473.6/1555.4 万人次，较 2019 年增 14.0%/16.1%。民航局预计称，暑运期间民航市场将延续旺季市场态势，旅客运输总量有望达到 1.33 亿人次，日均旅客运输量 215 万人次，同比增长 5%，比 2019 年增长 10%。

2. 旅游：OTA 平台预订量显著提高，入出境市场增长迅猛 OTA 平台预订量显著提高，长线游是暑期主力。①携程：长线游订单占比超过 7 成。传统热门的边疆长线游继续受追捧，东北、西南地区旅游订单同比各增长 40%、25%，暑期热门旷野游西北地区旅游订单同比增长超 20%。五线城市及县域等下沉市场依然表现活跃。暑假期间，五线城市旅游订单同比增长 34%，县域旅游订单同比增长 22%，均高于一线及新一线城市增速。②同程旅行：7 月以来，部分适宜避暑的山岳类景区旅游热度上涨超过 1 倍，成为户外爱好者的避暑胜地。国内各大滨海城市旅游热度全面上涨，其中，青岛、大连、秦皇岛等北方滨海目的地旅游搜索热度环比上涨均超过 50%，成为夏季最热门的海边避暑城市。

政策红利显现，入出境市场增长迅猛。根据同程旅行《2024 暑期旅游消费趋势报告》：①出境：需求旺盛，热门目的地集中在亚洲，新加坡、马来西亚、泰国等与中国互免签证的国家。长线出境游相关目的地的旅游预订热度增幅也较大。欧洲杯和巴黎奥运会的举办，带动柏林、巴黎等目的地暑期旅游预订热度进入前二十名。②入境：中国对全球多个国家免签和 72/144 小时过境免签政策，在海外社交平台形成“China Travel”热潮。暑期入境旅游订单同比增 1 倍，可免签入境中国的法国、意大利、德国、马来西亚等 14 国游客入境游订单整体同比增 1.5 倍。

3. 酒店：市场供给平稳增长，平均房价小幅下降根据驿镜数据，2024 年暑运前两周（2024 年 07 月 01 日至 7 月 14 日），全国酒店入住率 65.54%，同比下滑 2.5%，全国酒店平均房价 216.31 元，同比下降 4.85%。截止至 2024 年 7 月 14 日，全国酒店数量（15 间及以上房量）为 36.92 万家，同比增长 9.36%；全国酒店房量（15 间及以上房量）为 1836 万家，同比增长 6.92%。

4. 投资建议：看好教育板块，关注“低估值+顺周期”赛道。我们建议围绕两条主线优选标的：一是教育板块，政策担忧减弱助推板块估值回升。非学科类课外培训及学科类高中培训有望显著受益于行业供给出清，竞争格局优化。职业教育延续一贯政策鼓励方向。二是“低估值+顺周期”品种：我们预计暑期国内旅游市场有望保持稳步增长，入出境游在政策红利的影响下有望增长迅猛，板块信心逐步修复。优选低估值，景气度边际改善标的。

重点关注：中国中免、同程旅行、宋城演艺、特海国际。关注：众信旅游、首旅酒店、百胜中国、海底捞、学大教育、华图山鼎等。

纺织服装行业：盛开发布报告：2024 年纺服行业中报前瞻。

看好强 alpha 优质制造和品牌布局多元的服装零售企业。品牌端：我国服装类零售额 4、5 月分别同比变动-2.0%/+4.4%（基数：23 年 4/5 月：+32.4%/+17.6%），①我们看好零售表现突出的中高端品牌，建议重点关注江南布衣，②我们预计部分运动品牌利润端中报将实现双位数以上增长，建议重点关注安踏体育、特步国际。制造端：①5 月多家美股服装企业财报超预期/调增指引，包括 Deckers、On running、Crocs、A&F、GAP 等，我们仍看好年内头部制造企业的订单能见度和景气度，建议重点关注华利集团、申洲国际、伟星股份；②我们看好具备低估值及高股息属性、且具有一定盈利弹性的公司，建议重点关注九兴控股、裕元集团。

品牌端：线上增长回暖明显。2024 年以来服装类零售额在高基数下维持正增长，截至 2024 年 5 月，服装社零同比累计增长 2.0%（基数：14.1%），5 月同比增速显著环比改善（4、5 月：-2.0%/+4.4%），为今年以来单月最高增速。线上零售方面，截至 2024 年 5 月，全国网上穿类商品零售额同比增长 9%（基数：14.6%），我们判断部分品牌公司在去年电商相对承压的情况下，今年已显明显反弹。

制造端：国际品牌库存优化催生补库需求。截至 2024 年 5 月，6 家中国台湾鞋服制造企业中，多数实现同比累计良好增长，其中鞋、服各一家达成双位数以上增长，6 家企业 5 月单月均较此前环比改善。截至 2024 年 5 月，我国纺织纱线类/服装类累计出口同比分别增长 2.6%/0.2%，5 月单月同比增速环比 4 月均转正、明显改善；截至 2024 年 6 月，越南纺织品/鞋类累计出口同比分别增长 3.1%/10.0%，上半年整体表现良好。我们认为制造与出口呈现改善态势，主因国际品牌库存优化催生补库需求、以及去年同期基数相对较低。

中报前瞻。我们预计，品牌端：①中高端服饰：江南布衣 24H1 收入/归母净利润同比增速：17%/18-20%，歌力思 24Q2 收入/归母净利润同比增速：中双位数/持平；②运动：安踏体育 24H1 收入 10%+，净利润预计高速增长（包括因 Amer 上市，集团预计在 24 年录得非现金会计利得约 16 亿），特步国际 24H1 收入/归母净利润同比增速：4-5%/双位数增长，李宁 24H1 收入 0~3%，盈利水平短期仍承压，361 度 24H1 收入/归母净利润同比增速：15-20%/15%+；③出行：新秀丽 24Q2 收入 4-5%，盈利水平环比 Q2 小幅提升。制造端：九兴控股 24H1 收入/归母净利润同比增速：约 10%/35%+，裕元集团 24Q2 收入/归母净利润同比增速：-3%~0%/150%+，华利集团 24Q2 收入接近 20%，盈利水平环比 24Q1 保持稳定。

家电行业：陈子仪近期发布家用电器行业跟踪报告：以旧换新政策进一步落实，支持资金央地共担。

以旧换新政策进一步落实。国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，推动《大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

家电补贴力度有所加大。对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5% 的补贴，每位消费者每类产品可补贴 1 件，每件补贴不超过 2000 元。相对于前期多数地方补贴约 10% 且不超过 1000 元的力度有所提升。

支持资金中央 9:1 原则共担。直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金，用于落实营运货车、农业机械、汽车、家电等支持政策。支持资金总体按照中央地方 9:1 的原则实现央地共担（其中东部、中部、西部中央承担比例分别为 80%、90%、95%）。若某地区用完中央下达资金额度，超出额度由地方财政支持。2024 年 12 月 31 日未用完的额度收回中央。

拉动测算：取决于最终家电支持额度及政策刺激下能拉动的新增更新需求。根据产业在线数据，按照 10 年左右的更新时间，我们测算 2024 年的空调、冰箱、洗衣机的更新需求约为 6507 万台、5249 万台、3813 万台，占据 2023 年销售量的 65%、121%、91%，由于家电保有量处于较高水平，目前更新需求在家电销售中占据绝大多数比例，本次补贴有利于进一步激活存量更新需求。若假设家电获补贴额度 100 亿元，按照 15%-20% 的补贴力度，可刺激终端需求 500 亿元-667 亿元，按照 2023 年家电社零总额万亿规模测算，刺激比例约为 5-6.67%。

投资建议。本次补贴力度及中央财政支持力度较大，有利于激活存量更新需求、优化产品结构，利好行业龙头。关注方向：1）低利率背景下，白电龙头高股息稳增长低估值优势依旧突出，持续关注白电龙头美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电等。2）黑电方面，行业长期格局持续优化，短期面板价格逐渐趋稳，行业龙头全球份额提升，通过品牌优势以及垂直一体化构筑盈利护城河，关注海信视像和 TCL 电子。

造纸轻工行业：郭庆龙发布报告：龙头企业出海加速，二轮车东南亚市场大有可为。

全球摩托车需求总量较为稳定，2014 年以来，年销量保持在 5000 万辆左右。根据 statista 数据，2023 年全球摩托车销售额约为 1371 亿美元，预计 2029 年可以达到 1728 亿美元，年均复合增长率为 3.9%。从渗透率来看，2023 年东南亚地区摩托车家庭渗透率高达 76%，位居第一，远高于世界平均水平 28%。世界摩托车渗透率排名前 5 的国家及地区中有 4 个地处东南亚，排名前 15 的国家及地区中有 8 个地处东南亚。越南和印尼位居摩托车渗透率前两位，分别为 90%及 84%。

千亿蓝海市场，东南亚得天独厚。东南亚是全球摩托车保有量最高的地区。据 ASEANstats 统计，东南亚目前摩托车保有量约 2.5 亿辆。从渗透率来看，东南亚地区摩托车家庭渗透率高达 76%，位居第一，远高于世界平均水平 28%。低渗透率和高市场潜力是东南亚电动二轮车市场的主要特征。得益于一系列政府激励措施和市场需求的增加，东南亚地区的电动二轮车市场正在经历快速增长。

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

自行车是短距离出行最传统的交通工具，产业链遍布全球。根据 Statista 数据，2022 年全球自行车销量 2.5 亿辆，预计到 2027 年增长到 3 亿辆，年复合增长率 4.2%；2022 年全球自行车销售额 555.4 亿美元，预计到 2027 年增长到 755.7 亿美元，年复合增长率 6.4%。全球自行车平均销售单价从 2015 年的 177.4 美元增长到 2022 年的 222.3 美元，年复合增长率 3.3%。从渗透率来看，2023 年亚太、北美、欧洲地区自行车渗透率最高，分别为 64.4%、61.1%和 55.4%，高于世界平均水平 53%。分国家看，世界自行车渗透率（拥有自行车的家庭占总家庭户数的比率）前 5 名的国家及地区中有 3 名位于欧洲，前 20 名的国家及地区中有 14 名位于欧洲。

中国已发展成为世界第一大自行车出口国和第一大摩托车出口国。中国自行车出口量从 1998 年的 1761 万辆增长至 2021 年的 6923 万辆，年复合增长率 6.1%。加入世贸组织前后中国自行车出口迎来了黄金时期，2000-2002 年中国自行车出口数量年复合增长率高达 26.8%，2018 年中国自行车出口比例达 89.4%。中国摩托车出口比例也在 21 世纪初期大幅攀升，2021-2023 年分别为 34.8%、35.9%、58.79%。

目前我国国内电动两轮车市场已较为成熟，电动两轮车出口业务刚刚起步。根据中国报告大厅统计，2020 年中国电动自行车出口量占整体出货量比例仅为 5.2%，仍有较大提升空间。我国头部电动两轮车企业在国内深耕多年，已培育形成完善的供应链体系和技术壁垒，在品质和价格方便具备极高竞争力。我们认为，中国电动二轮车有望复刻自行车、摩托车出口发展趋势，抢占国外市场，承接全球需求。当前，海外电动二轮车市场处于发展初期，各品牌积极布局，我国两大电动两轮车龙头雅迪、爱玛全速发力，海外工厂及渠道稳步铺设。凭借先发的战略布局、灵活的战术调整速度和高效的供应链效率、资深的渠道运营经验，国外二轮车市场星辰大海，龙头雅迪&爱玛扬帆正当时，有望再造一个中国市场。

农业：李淼、冯鹤发布农业行业跟踪报告：从饲料数据看 Q3 的生猪供给缺口。

饲料工业协会披露了上半年全国饲料生产情况。上半年全国饲料总产量 14539 万吨，同比-4.1%。猪饲料产量 6630 万吨，同比-7.3%。其中，仔猪、母猪、育肥猪饲料产量同比分别-13.5%、-9.4%、-5.0%。进入 3 月以来，生猪价格逐步回升，猪饲料需求改善，二季度猪饲料产量环比呈现“降幅逐月收窄、由降转升”走势，4 月、5 月分别环比下降 3.6%、0.7%，6 月环比增长 1.1%。

饲料的同比变化比绝对量更有参考意义。从猪料产量绝对值上看，其存在一定的偏差。比如，23年猪料产量达到1.5亿吨，比2018年高出了54%，但出栏总量近些年相对平稳；年饲料产量/年出栏量这一数据也从18年的0.14吨/头上升至23年的0.21吨/头。其背后可能是来自于行业集中度快速提升之后，饲料产量数据统计的准确度和代表性也显著提高。因此饲料产量的绝对值参考意义并不大。但同比增速可以在一定程度上减少这一因素的影响，饲料产量的同比变化与出栏量的同比变化就有着相对更好的相关性。

近些年饲料月度产量数据呈现出明显的波动规律。从年内不同月份的饲料产量走势上看，20年以来也存在着一些明显的规律。1、饲料销量在上半年会经历一次见顶回落，比如21-24年分别大概在5月，3月，3月，3月见顶。2、饲料产量年中会见底，比如21-23年分别均大概是在6月见底。3、下半年均会有非常显著的饲料产量上升，比如22年从6月的1000万吨左右上升至11月的约1300万吨以上；而二育体量相对较小的23年，也从6月的不足1200万吨上升至10月的接近1400万吨。4、年末饲料产量再度回落，比如21年和22年是在11月份见顶，23年是在10月份见顶。

饲料产量的规律变化与我们在近期强调的生产效率的影响是一致的。我们在6月4日发布的报告《该如何理解和预判猪周期？——从历史到现在》中详细讨论了猪周期的核心推动力，非瘟前的猪周期主要是由生产效率和能繁母猪共同推动，前者在很大程度上决定了年内的猪价走势，而后者则更多体现在同比的变化之中。非瘟之后，年内的生产规律和效率的季节性波动被进一步放大，冬季非瘟的影响导致年内供给的低点从Q2后移至Q3，从而在Q3形成供给的缺口。从饲料数据来看，大致在3月至6月期间饲料产量的环比下降，其对应的出栏时间大致在Q3，与Q3生猪供给缺口的现实相一致。

今年饲料产量表现或同样指向Q3将出现供给缺口。一是，上半年猪料产量同比下降7.3%，若与13-23年间饲料产量年度同比变化看，这一降幅位列第二，降幅仅小于19年；二是从月度产量看，3-5月间的下降幅度在近几年中也属于较高水平；三是仔猪数据饲料产量同比-13.5%，降幅大于猪料整体产量，这也在一定程度上预示着未来出栏量将进一步收缩。因此，我们认为，今年Q3或仍将出现供给缺口，猪价有望继续上涨，且高点值得期待。

建议当前重点关注生猪养殖板块。我们认为未来猪价继续上行，高点值得期待。同时，我们认为，今年板块表现也会好于22年：一方面是今年猪价高点持续时长好于22年，另外一方面，当前猪周期运行的规律较22年也更为清晰，市场信心或更为充足。个股层面，建议关注牧原股份、温氏股份、神农集团、华统股份、天康生物、巨星农牧、唐人神等。

6 风险提示

消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

APPENDIX1

Summary

Suggestion: Embrace the 'moment of fear' with greed. The A and H consumer industry indices have both fallen for four consecutive years, and have recently experienced a wave of rapid decline. The company's stock price, market expectations, valuation level, institutional holdings and other indicators are at the lowest level in recent years or even more than ten years. Investing in consumer stocks has become significantly less risky. On the positive side, although the recovery of consumer discretionary consumption lags the economic recovery, its necessity characteristics mean that even if the performance is poor, it is more likely to be a slowdown or a slight decline in growth, and the probability of a continuous decline or a sharp decline is low. On the other hand, the dividend yields of consumer staple companies are becoming more and more attractive, and there is the possibility of further increasing the dividend ratio, and in the current context of general interest rate cuts by central banks around the world, high-dividend targets are expected to benefit in the long run. The continuous inflow of funds through Hong Kong Stock Connect may be evident. To sum up, we are cautious in the short term and optimistic in the medium and long term, and prefer long-term funds to actively allocate to leading consumer companies in the two cities. At present, we still take high dividends as the main line of stock selection, and suggest attention on Master Kong, Uni-President Enterprise, Shuanghui Development, Yili Shares, China Feihe, Chongqing Beer, and at the same time, it is suggested to pay attention to liquor companies with high dividend potential. In addition, after the inflection point of pig prices, it is worth paying close attention to when the inflection point of milk prices will appear. For other consumer industry targets, it is suggested to pay attention to China Duty Free, Tongcheng Travel, Heilan Home, Midea Group, Yadea Holdings, Muyuan Shares, etc., see the investment advice section for details.

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， 肖韦俐，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.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

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

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

600597.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

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

000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 002507.CH, 002557.CH, 002311.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。

000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 002507.CH, 002557.CH, 002311.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.

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

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

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH 及 002311.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH and 002311.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

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

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

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

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

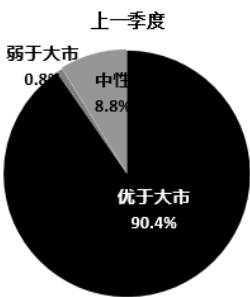
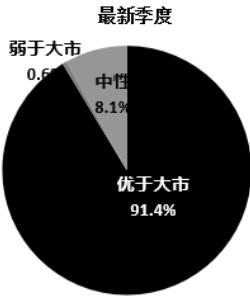
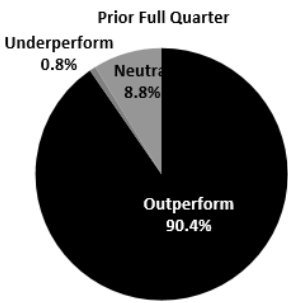
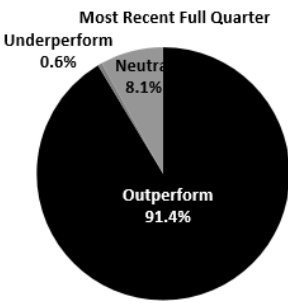
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

评级分布 Rating Distribution



截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

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

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

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

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

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

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

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading

strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

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

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

分发和地区通知:

除下文另有规定, 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

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

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。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”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“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》2001 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
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315
电话: (65) 6713 0473

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"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("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 2001. 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) 6713 0473

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>