

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

HTI 中国消费行业 9 月投资报告：多数白酒中报未分红，奶价拐点预计后移

Most Baijiu did not Pay Dividends in the Mid Report, the Inflection Point of Milk Price is Expected to Move Backward

观点聚焦 Investment Focus

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

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：8 月重点跟踪的 8 个行业中 3 个增速加快或降幅收窄，5 个行业增速下滑。 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餐饮、速冻食品、软饮料和调味品；大众及以下白酒、乳制品和啤酒负增长。与上月相比，5 个行业正增长，3 个负增长。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，环比看改善并不明显。

成本：蔬菜大幅涨价，包材和粮食价格下跌为主。 本月速冻食品/乳制品/方便面/软饮料/调味品/啤酒现货成本指数变动+1.1%/+0.7%/-0.9%/-1.9%/2.6%/-2.9%，期货成本指数变动+1.3%/+0.1%/+0.2%/-1.6%/-5.3%/-3.8%。具体来看，包材现货价格继续下探，玻璃/塑料领跌，环比下降 6.2%/5.4%，今年累计下降 28.4%/5.3%。直接原材料中，本月棕榈油现货/期货涨 1.3%/2.5%，较年初涨 13.7%/14.0%。蔬菜价格持续上涨，环比/同比上涨 23.7%/19.6%。大麦/大豆/糖现货较上月下跌 2.6%/2.3%/1.5%，今年累计下跌 1.7%/8.4%/3.8%。

资金：陆股通持续净流出，食品饮料陆股通占比持续下降；港股通持续净流入，食品饮料陆股通占比持续上升。 截至 8 月 16 日，陆股通资金当月净流出 287.3 亿元（上月净流出 166.3 亿元），其中沪股通净流出 65.08 亿元，深股通净流出 222.19 亿元；食品饮料板块市值占比为 4.88%，较上月末降低 0.09pct。截至 8 月 31 日，港股通资金当月净流入 384.45 亿元（上月净流入 441.52 亿元），必需消费板块市值占比为 4.67%，较上月上升 0.19pct。

估值：A 股行业估值继续走低，H 股行业估值已至历史底部。 A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 13%（19.1x），较上月末降低 1pct，子行业分位较低的是为啤酒（0%，20.9x）、乳品（1%，13.9x）、烘焙食品（2%，18.6x）。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 0%（13.6x），分位数较上月末持平，子行业分位数较低的是酒精饮料（1%，15.2x）、非酒精饮料（2%，20.1x）、包装食品（2%，10.6x）、乳制品（2%，10.8x）。美股日常消费品的 PE 历史分位数为 98%（25.6x），较上月末上升 14pct，子行业分位较低的是葡萄酒（21%，18.8x）、啤酒（26%，17.7x）、烟草（31%，15.0x）。

建议：短期催化剂未兑现，中长期逐步加仓。 我们在 7 月投资月报中提出，下半年可能出现两个重要催化剂：一是白酒公司的中期分红，二是原奶价格的向上拐点。从今年中报和业绩交流看，只有贵州茅台、洋河股份两家公司公告了中长期高分红计划，未能形成板块效应。另外乳业上市公司纷纷调整了原奶价格拐点时间，预期延后 1-2 个季度。因此，9 月开始进入业绩和催化剂的空窗期，股价将更多由资金面主导。而目前 A、H 两市成交低迷，资金流入意愿不强，因此我们短期继续谨慎，不过中长期继续乐观。主要基于两点：一是在接下来 6-12 个月，国内外经济环境不确定性加大，必需性消费行业业绩稳定性相对较优；二是未来几个季度，大概率进入全球降息大周期，国内在低利率基础上仍可能跟随。选股思路，目前继续以“业绩稳、股息高”为标准，建议重点关注康师傅、统一企业、双汇发展、伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、贵州茅台、五粮液。其他消费行业标的，建议关注中国中免、同程旅行、华利集团、海澜之家、TCL 电子、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

- HTI 中国消费品 8 月需求报告：多数行业增速在正负个位数水平
Most industries have growth rates in the positive and negative single digits (2 Sep 2024)
- 周黑鸭(1458 HK): 短期业绩承压，以提升门店质量为核心目标—上调至优于大市；下调目标价 70%(Zhou Hei Ya International Holdings: Short-term Performance Under Pressure, Focusing on Improving Store Quality—UG to OP & Cut TP by 70%) (1 Sep 2024)
- 李子园(605337 CH): 上半年电商表现亮眼，单二季度费用大增拖累盈利—维持优于大市；下调目标价 28%(Zhejiang Li Zi Yuan Food: E-commerce Shines in First Half, Q2 Expenses Weigh on Profits—Maintain OP & Cut TP by 28%) (31 Aug 2024)

阚宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖韦俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

1 8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
6月营收	305	150	381	179	330	79	607	157
7月营收	208	127	386	201	370	80	691	163
8月营收	229	170	425	175	368	84	701	170
6月同比%	11.5%	-2.6%	-9.5%	-7.6%	2.2%	2.0%	4.1%	4.0%
7月同比%	11.8%	-4.9%	-6.4%	5.8%	2.5%	6.0%	3.9%	6.0%
8月同比%	10.1%	-9.1%	-4.3%	-2.0%	3.1%	5.0%	3.7%	7.0%
年初至今同比%	13.5%	-2.8%	-7.6%	-1.9%	4.1%	7.6%	4.6%	5.4%

资料来源: HTI

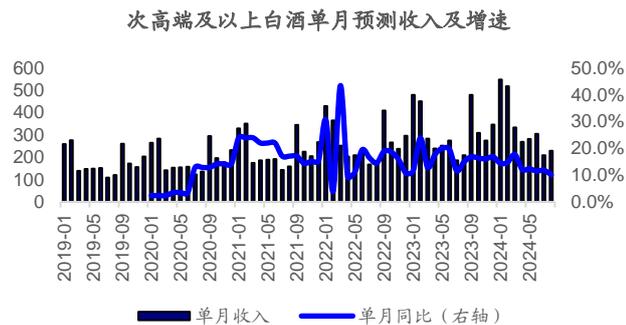
据海通国际预测, 24年8月重点跟踪的8个行业中5个保持正增长, 3个负增长。实现双位数增长的行业仅剩次高端及以上白酒(主要受贵州茅台带动); 个位数增长的行业包括餐饮、速冻食品、软饮料和调味品; 大众及以下白酒、乳制品和啤酒负增长。与上月相比, 3个增速加快或降幅收窄, 5个行业增速下滑。由于去年下半年基数降低, 同比增速可能继续改善, 但消费需求依然偏弱、进入传统消费淡季, 环比来看改善迹象并不明显。

8月国内次高端及以上白酒行业收入为229亿元, 同比增长10.1%。1-8月累计收入为2689亿元, 同比增长13.5%。8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, 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。经销商反馈茅台酒批价先扬后抑, 五粮液跟渠道沟通1019新打款价。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。从半年报来看, 前期硕果仅存的几家高增长公司, 在第二季度均出现营收增速、净利润增速、合同负债、产品批价等一个或多个关键指标下降。

8月国内大众及以下白酒行业收入为170亿元, 同比降低9.1%。1-8月累计收入为1512亿元, 同比降低2.8%。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。今年第二季度, 老白干酒、金徽酒、伊力特等公司营收、净利润双增长, 而天佑德酒、金种子酒、皇台酒业营收、净利润双下降。

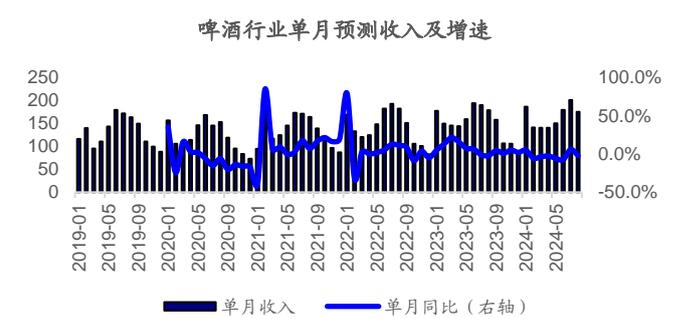
8月国内啤酒行业收入为175亿元, 同比下滑2.0%。1-8月累计收入为1312亿元, 同比下滑1.9%。今年以来, 受多重外部因素影响, 现饮渠道销量持续承压。7月规模以上企业啤酒产量358.6万千升, 同比下降10.0%, 1-7月规模以上企业累计啤酒产量2267.4万千升, 同比下降1.6%。8月份随着奥运会和欧洲杯等夏季赛事热度散去, 行业销量重回自然增长。根据各上市公司中报披露及渠道反馈, 我们预计年初至今行业销量累计同比下滑3%-4%。考虑到下半年基数走低, 预计全年销量低单位数下滑, 吨价延续上半年低单位数增长趋势, 全年收入持平而结构升级, 且受益于成本下行和降本增效, 酒企净利率将进一步改善。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

8月国内调味品行业收入为368亿元，同比提升3.1%。1-8月累计收入为2942亿元，同比增长4.1%。暑期餐饮旺季结束，餐饮端调味品需求改善有限，8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，餐饮消费降级压力传导至调味品阶段。此外，中小餐饮复苏带动食杂批发渠道需求改善。C端竞争激烈程度加剧。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。

8月国内乳制品行业收入为425亿元，同比下降4.3%。1-8月累计收入为3113亿元，同比下降7.6%。8月中秋国庆旺季备货开启，自前期去库存后，经销商库存恢复良性，节庆前渠道进货意愿有所增加，8月下滑幅度相较前期有收窄。原奶价格持续下行的大背景下，中小厂商竞争较为激烈，行业整体促销仍然较多、价格表现较弱。但8月目前喷粉情况基本消失、部分区域散奶价格企稳，相较前期环比改善。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

图4 乳制品行业收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

8月国内速冻行业收入为84亿元，同比增长5.0%。1-8月累计收入为742亿元，同比增长7.6%。速冻产品各厂商促销力度增加，出厂价有所下行。抢眼的新品表现较少，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，大型餐饮或商超表现较弱，中小商超表现稳定，中小餐饮表现优于大型餐饮，宴席场次有所减少，呈现下滑趋势，线上动销有所增长。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。

8月国内软饮料行业收入为701亿元，同比增长3.7%。1-8月累计收入为4846亿元，同比增长4.6%。8月随着暑期出游等热度走弱、天气开始转凉，软饮料旺季即将进入尾声，我们预计需求环比增速自双位数下行至低单。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5-7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）

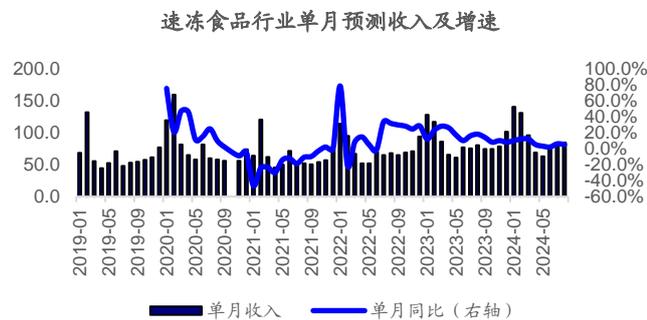
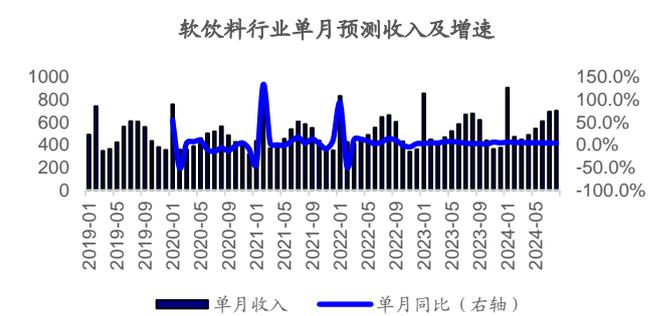


图6 软饮料行业收入预测（亿元）



8月国内餐饮上市公司总收入为170亿元，同比增长7.0%。1-8月累计收入为1205亿元，同比增长5.4%。暑期出游旺季逐渐结束，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。连锁餐饮的堂食频次以及外卖量均有明显提升，但由于促销活动增加，客单价有所下滑。为了降低成本，餐饮公司重视成本控制，如百胜中国进行了菜单简化以及恢复一些低成本产品的促销活动，来对冲包装成本的上升。

图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）

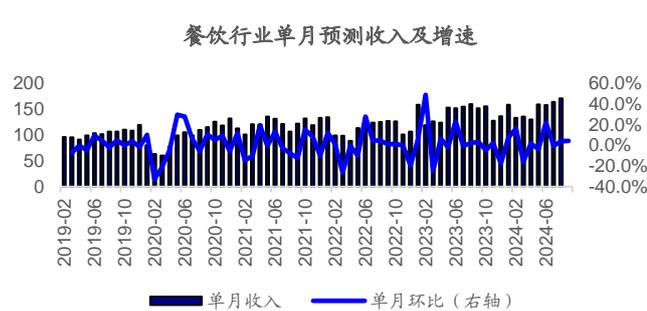


图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



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（8月26日至9月2日），飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2650/2360/800 元，较上周-80/-50/+45 元，较上月-10/-50/+10 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-310/-360/-150 元，较去年同期-360/-410/-210 元。

五粮液：本周八代普五批价为 938 元，较上周+3 元，较上月+3 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-10 元，较去年同期+13 元。

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

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/持平。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/+25 元。

洋河股份：本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 540/375/275 元，较上周持平/持平/+9 元，较上月+5/-5/+9 元。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价+10/-5/-3 元，较去年同期-35/-25/-3 元。

古井贡酒：本周古 20、古 16、古 8 批价为 470/310/200 元，较上周持平/持平/持平，较上月+5 元/持平/持平。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价+15/-10/+5 元，较去年同期+10/-15/+10 元。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/09/02	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)	2650	-80	-10	-310	-360
	飞天53°(散)	2360	-50	-50	-360	-410
	茅台精品53°	3030	-30	-80	-300	-270
	王子普王53°	245	0	5	-10	-10
	茅台1935	800	45	10	-150	-210
五粮液	第八代普五52°	938	3	3	-10	13
	交杯52°	1350	0	10	125	90
	161852°	935	5	-5	35	20
泸州老窖	国窖157352°	860	-10	0	10	0
	窖龄6052°	240	0	0	0	20
山西汾酒	青花30复兴版	860	0	0	50	80
	青花2053°	355	0	0	35	25
洋河股份	梦之蓝M6+52°	540	0	5	10	-35
	梦之蓝水晶版52	375	0	-5	-5	-25
	天之蓝52°	275	9	9	-3	-3
	海之蓝52°	110	0	0	-15	-20
今世缘	国缘四开42°	380	5	5	0	20
	国缘对开42°	205	0	0	35	0
古井贡酒	古2052°	470	0	5	15	10
	古1650°	310	0	0	-10	-15
	古845°	200	0	0	5	10
	古550°	90	-5	-5	-10	-15
口子窖	口2041°	305	0	0	15	35
	口1041°	200	0	0	0	0
	口641°	90	0	0	-20	0
舍得酒业	品味舍得52°	315	0	5	10	5
酒鬼酒	内参52°	720	-5	-20	10	-20
	红坛52°	300	0	10	-15	-10
水井坊	井台52°	415	0	0	-10	-15
	臻酿八号52°	300	0	0	25	20
珍酒李渡	珍十五53°	300	5	-5	-40	-30
	窖藏198853°	440	-5	-10	-25	-35
习酒	青花郎2053°	820	0	5	0	0
	红花郎1553°	425	-5	10	-65	-45
郎酒	国台15年53°	610	10	30	20	-30
	国台国标1553°	300	0	0	0	0
剑南春	水晶剑52°	380	0	10	10	0
金沙酒业	摘要53°	480	10	-20	-60	-65

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-30/-50/-80元



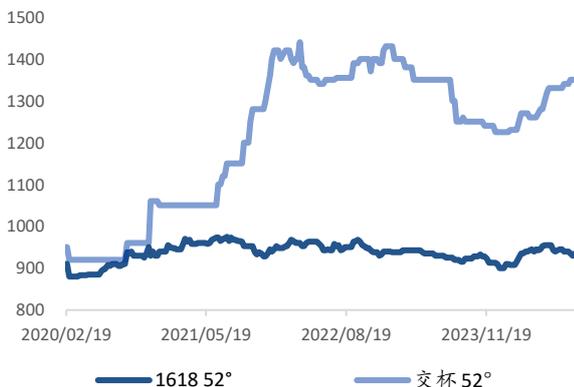
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周八代普五、国窖 1573 批价+3/-10元



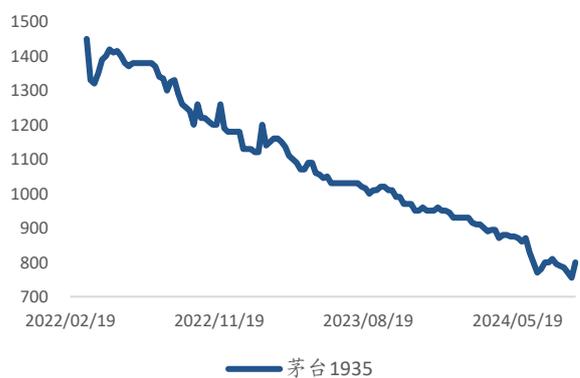
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618 批价+5元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价+45元



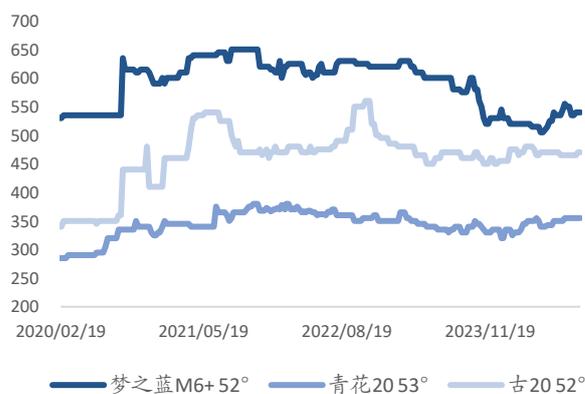
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周内参批价-5元



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



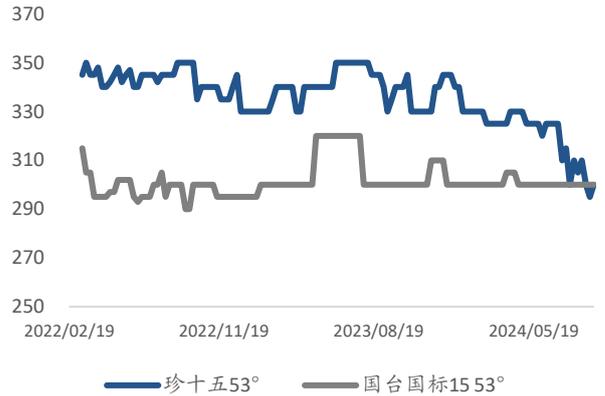
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988、红花郎15、摘要批价-5/-5/+10元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五批价+5元



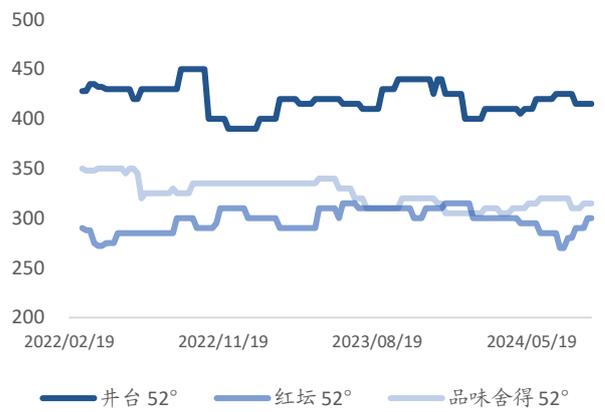
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周国缘四开批价+5元



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 本周天之蓝批价+9元



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

液态奶、调味品和方便食品代表产品较7月末折扣力度有所减小。

液态奶代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由7月末的71.0%/73.3%变化至本周的75.5%/75.1%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由7月末的85.2%/89.9%变化至本周的88.5%/92.8%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由7月末的94.6%/94.8%变化至本周的97.3%/99.0%。

啤酒、软饮料及婴配粉代表产品折扣力度表现平稳。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由7月末的80.3%/80.6%变化至本周的80.8%/81.2%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由7月末的95.3%/100%变化至本周的95.6%/100%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由7月末的95.1%/98.0%变化至本周的94.7%/97.8%。

表3 大众品类整体折扣率一览（20240902）

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	75.5%	75.5%	74.1%	84.8%
液态奶折扣率中位值	75.1%	73.2%	74.7%	83.3%
啤酒折扣率平均值	80.8%	81.6%	80.3%	80.6%
啤酒折扣率中位值	81.2%	82.6%	80.6%	81.4%
方便食品折扣率平均值	97.3%	97.5%	94.6%	89.9%
方便食品折扣率中位值	99.0%	99.0%	94.8%	93.2%
调味品折扣率平均值	88.5%	89.8%	85.2%	87.1%
调味品折扣率中位值	92.8%	90.0%	89.9%	90.0%
软饮料折扣率平均值	95.6%	96.6%	95.3%	91.4%
软饮料折扣率中位值	100%	100%	100%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	94.7%	95.4%	95.1%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	97.8%	98.4%	98.0%	100%

资料来源：资料来源：多个电商平台，HTI

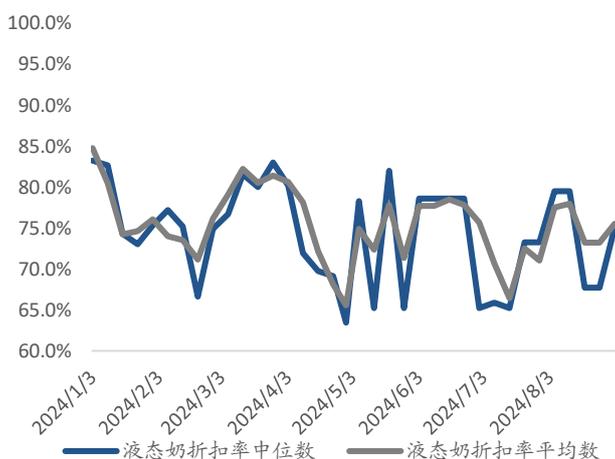
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览 (20240902)

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
燕京 10 度清爽	330ml*24/箱	啤酒	47.1%	缺货	100%
百威哈啤小麦王	450ml*15/箱	啤酒	48.3%	48.6%	54.4%
伊利金脂纯牛奶	250ml*16/箱	液态奶	55.7%	51.3%	75.6%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	58.3%	53.9%	61.0%
伊利金典牛奶	250ml*12/箱	液态奶	64.6%	62.8%	100%
蒙牛特仑苏牛奶	250ml*12/箱	液态奶	64.6%	75.7%	83.2%
中炬高新味极鲜	900ml/瓶	调味品	65.4%	72.0%	75.0%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
农夫引用天然水	550ml*24/箱	软饮料	69.9%	85.0%	86.9%
千禾头道原香 280 天	500ml/瓶	调味品	70.0%	60.0%	70.0%

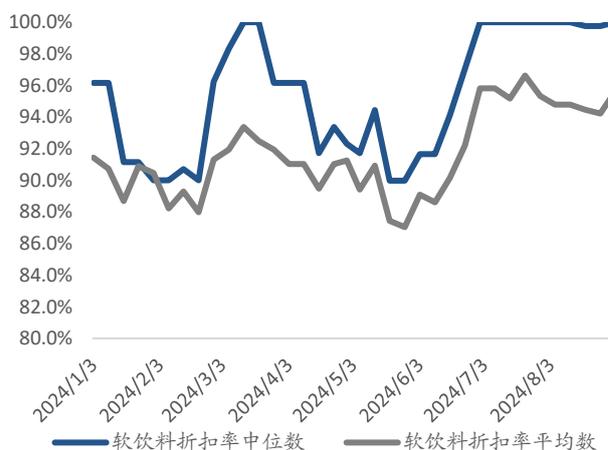
资料来源：多个电商平台，HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



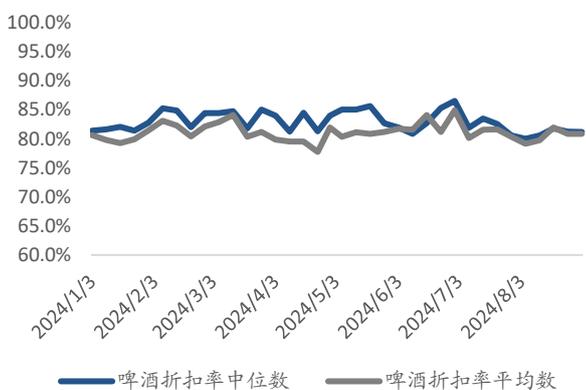
资料来源：多个电商平台，HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



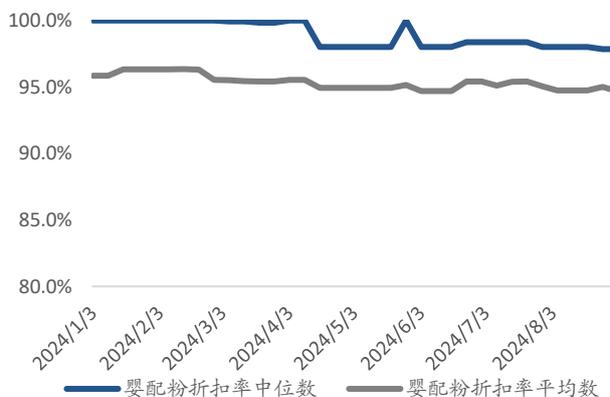
资料来源：多个电商平台，HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



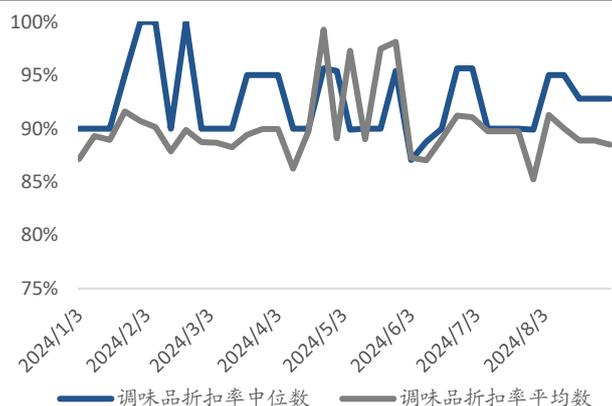
资料来源：多个电商平台，HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



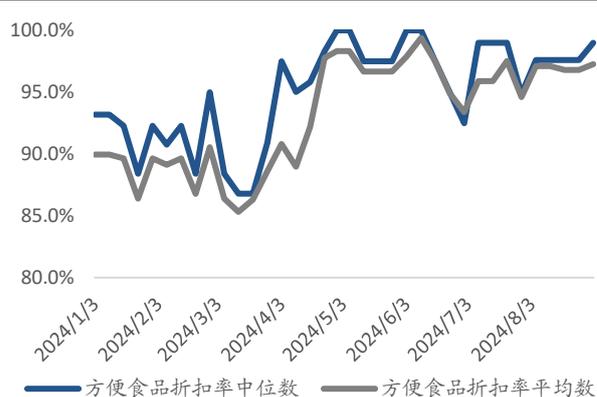
资料来源：多个电商平台，HTI

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	2024/8/26	118.24	107.71	103.12	102.81	122.73	112.5
上周	2024/8/19	118.91	108.68	102.42	102.05	122.97	113.1
上月	2024/7/26	121.82	110.57	102.43	103.77	121.41	114.7
今年年初	2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.3
去年同期	2023/8/26	136.73	124.10	108.96	108.42	125.05	118.4
较上周		-0.57%	-0.89%	0.69%	0.74%	-0.20%	-0.54%
较上月		-2.94%	-2.59%	0.68%	-0.92%	1.08%	-1.90%
较今年年初		-12.24%	-9.47%	-6.38%	-4.17%	-0.73%	-5.67%
较去年同期		-13.52%	-13.20%	-5.36%	-5.17%	-1.85%	-4.93%

资料来源：Wind，HTI

截至8月26日，啤酒成本现货指数为118.24，较上周下降0.57%；啤酒成本期货指数为121.93，较上周提升1.05%。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降2.94%，啤酒成本期货指数下降3.78%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降12.24%，啤酒成本期货指数下降16.48%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降13.52%，啤酒成本期货指数下降10.25%。

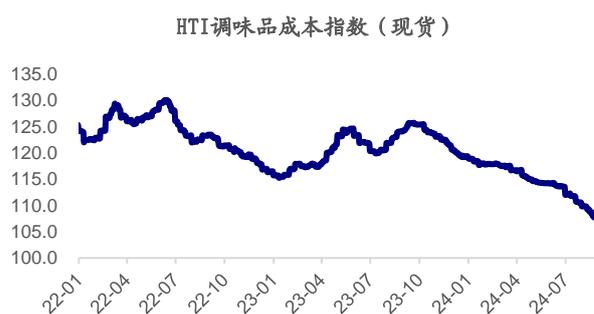
调味品成本现货指数为107.71，较上周下降0.89%；调味品成本期货指数为110.98，较上周提升0.43%。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降2.59%，调味品成本期货指数下降5.29%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降9.47%，调味品成本期货指数下降13.49%，较去年同期，调味品成本现货指数下降13.2%，调味品成本期货指数下降14.86%。

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 103.12, 较上周提升 0.69%; 乳制品成本期货指数为 95.61, 较上周提升 1.56%。月度来看, 较上月同期乳制品成本现货指数提升 0.68%, 乳制品成本期货指数提升 0.11%。中长期看, 今年年初以来乳制品成本现货指数下降 6.38%, 乳制品成本期货指数下降 3.37%, 较去年同期, 乳制品成本现货指数下降 5.36%, 乳制品成本期货指数下降 5.48%。

方便面成本现货指数为 102.81, 较上周提升 0.74%; 方便面成本期货指数为 109.29, 较上周提升 1.25%。月度来看, 较上月同期方便面成本现货指数下降 0.92%, 方便面成本期货指数提升 0.15%。中长期看, 今年年初以来方便面成本现货指数下降 4.17%, 方便面成本期货指数下降 2.58%, 较去年同期, 方便面成本现货指数下降 5.17%, 方便面成本期货指数下降 5.91%。

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 122.73，较上周下降 0.2%；速冻食品成本期货指数为 122.28，较上周下降 0.57%。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 1.08%，速冻食品成本期货指数提升 1.28%。中长期看，今年年初以来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 0.66%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 1.85%，速冻食品成本期货指数下降 1.44%。

软饮料成本现货指数为 112.56，较上周下降 0.54%；软饮料成本期货指数为 125.17，较上周提升 1.53%。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 1.9%，软饮料成本期货指数下降 1.62%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 5.67%，软饮料成本期货指数下降 3.82%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 4.93%，软饮料成本期货指数下降 8.64%。

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8月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
8.2	白酒	贵州白酒占全国利润 37.3% https://gxt.guizhou.gov.cn/gxdt/gzdt/202407/t20240731_85181388.html
8.8	白酒	中国酒协：上半年全国白酒实现量价利齐升 https://www.stcn.com/article/detail/1279611.html
8.8	餐饮	调查：一季度餐饮促销能有效提升人均花销 https://mp.weixin.qq.com/s/4aMPe2C6LGb-2X-68_N8-w
8.9	白酒	7月全国白酒环比价格指数 99.95 http://www.lzbjigzs.com/ArticleView.aspx?id=67977580D2FA5542
8.9	餐饮	二季度访日游客人均饮食费用达 2565 元 https://cn.nikkei.com/industry/tradingretail/56349-2024-08-07-05-00-58.html
8.10	啤酒	澳大利亚啤酒涨价 http://www.haicont.com/list.asp?id=100561
8.12	葡萄酒	法国葡萄酒生产遭遇产能过剩 https://mp.weixin.qq.com/s/owSJ5gBIGE9RXkQvUbSKuA
8.14	乳业	多地原奶收购呈现“价低、量少”，去产能或将持续 http://www.zqrb.cn/shipin/shipinhangye/2024-08-11/A1723380909805.html
8.15	软饮料	报告：中国市场的即饮茶、果汁和运动饮料在家内外涨势显著 https://mp.weixin.qq.com/s/73dtIN5OmRA2U6dMewK_XQ
8.17	社零	中国 7 月消费品零售总额增速回升 https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202408/t20240815_1955981.html
8.17	蔬菜	多地因暴雨天气菜价上涨 https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_28411846
8.22	农业	国内豆粕价格突破 5000 元 / 吨 https://mp.weixin.qq.com/s/HFVIU9UpmVLQ4Ukms1aijw
8.27	软饮料	瓶装水市场争夺之战持续加码 https://www.foodtalks.cn/news/53563
8.28	乳业	2024 全球乳业 20 强公布：Lactalis 第一，伊利第五，蒙牛第九 https://www.foodtalks.cn/news/53582
8.29	冰淇淋	5 元冰淇淋嫌贵，50 元一球的 Gelato 却抢着吃 https://mp.weixin.qq.com/s/lBdTJfX1P6ULL_Br48UqwQ

资料来源：wind, HTI

表7 2024年8月消费公司公告

日期	公司	摘要
8.2	百威亚太	百威亚太: 中期业绩 百威亚太发布公告称, 上半年实现收入 33.99 亿美元; 持有人应占溢利 5.41 亿美元。2024 年上半年, 百威亚太啤酒总销量 46.57 亿公升。从第二季度来看, 百威亚太实现营业收入 17.56 亿美元; 实现净利润 2.54 亿美元, 同比下降 8.63%; 实现销量 254.58 万千升。其中, 2024 年第二季度, 百威亚太销量及收入分别同比下滑 7.3% 及 7.8%。
8.5	新希望	新希望: 拟定增募资不超过 38 亿元 新希望发布公告称, 拟向特定对象发行 A 股股票, 募集资金总额不超过 38 亿元 (原为 73.5 亿元), 用于猪场生物安全防控及数字化升级项目和偿还银行债务。新希望拟使用本次募集资金升级现有猪场, 对公司现有猪场在生物防疫设施设备、智能化设备、信息化平台、种猪等方面进行全面更新升级, 提高现有猪场的生物防疫水平、环境舒适度、智能化水平、信息化水平和种群质量, 项目投资总额 343055.47 万元, 拟使用募集资金 270000 万元。本次发行拟使用募集资金不超过 110000 万元用于偿还银行债务。
8.5	甘源食品	甘源食品: 半年度报告 甘源食品发布公告称, 2024 年上半年营业收入约 10.42 亿元, 同比增加 26.14%; 归属于上市公司股东的净利润约 1.67 亿元, 同比增加 39.26%; 基本每股收益 1.83 元, 同比增加 40.77%。
8.6	牧原股份	牧原股份: 半年度报告 牧原股份发布公告称, 2024 年上半年, 牧原股份实现营业收入约 568.66 亿元, 同比增长 9.63%; 归属于上市公司股东的净利润约 8.29 亿元, 同比扭亏为盈。报告期内, 牧原股份共销售生猪 3238.8 万头, 同比增长 7%, 其中商品猪 2898.2 万头, 仔猪 309.3 万头, 种猪 31.2 万头。今年上半年, 牧原股份共计屠宰生猪 541.5 万头。截至 2024 年 6 月末, 牧原股份能繁母猪存栏为 330.9 万头。
8.6	汤臣倍健	汤臣倍健: 半年度报告 汤臣倍健发布半年度报告, 2024 年上半年公司实现营业收入 46.13 亿元, 同比下降 17.56%; 实现净利润 8.91 亿元, 同比下降 42.34%; 基本每股收益 0.52 元; 加权平均净资产收益率 ROE 为 7.37%。
8.6	好想你	好想你: 股份回购进展 好想你发布公告称, 公司于 2024 年 2 月 5 日审议通过回购股份方案, 拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分 A 股股份, 回购价格不超过 7.00 元/股, 回购金额不低于 0.5 亿元, 不超过 1 亿元。截至 2024 年 8 月 4 日, 回购股份方案已实施完毕, 累计回购股份 15,666,404 股, 占公司总股本的 3.46%, 成交总金额为 8,616.99 万元。本次回购股份用于股权激励计划或员工持股计划。
8.7	新希望	新希望: 2024 年 7 月生猪销售情况简报 新希望发布公告称, 公司 2024 年 7 月销售生猪 126.20 万头, 环比变动 -1.90%, 同比变动 -8.59%; 收入为 23.91 亿元, 环比变动 3.33%, 同比变动 16.12%; 商品猪销售均价 18.80 元/公斤, 环比变动 4.04%, 同比变动 33.43%。商品猪销售均价同比变化较大的原因是前期生猪产能持续去化, 造成行业供给有所减少。
8.8	统一企业中国	统一企业中国: 中期业绩 统一企业中国发布中期业绩, 报告期内, 公司收益为人民币 154.49 亿元, 同比上升 6.0%; 集团毛利率为 33.8%, 上升 2.7 个百分点; 未计利息、税项、折旧及摊销前盈利为人民币 18.94 亿元, 同比上升 5.6%; 公司权益持有人期间应占溢利为人民币 9.66 亿元, 同比上升 10.2%。
8.8	安琪酵母	安琪酵母: 半年度报告 安琪酵母发布半年度报告, 2024 年上半年公司实现营收 7,174,617,778.00 元, 同比增长 6.86%; 归属于上市公司股东的净利润 691,127,489.00 元, 同比增长 3.21%。基本每股收益 0.80 元。
8.9	贵州茅台	贵州茅台: 半年度报告 贵州茅台发布中期业绩, 1-6 月公司实现营业收入 819.31 亿元, 同比提升 17.76%; 实现归属于上市公司股东的净利润 416.96 亿元, 同比提升 15.88%; 经营活动产生的现金流量净额为 366.22 亿元, 同比提升 20.52%。对于业绩提升, 贵州茅台在公告中指出, 主要是本期销量增加及主要产品销售价格调整。
8.9	盐津铺子	盐津铺子: 半年度报告 盐津铺子发布半年度报告, 2024 年上半年公司营业收入约 24.59 亿元, 同比增加 29.84%; 归属于上市公司股东的净利润约 3.19 亿元, 同比增加 30%; 基本每股收益 1.18 元, 同比增加 29.67%。
8.12	盐津铺子	盐津铺子: 股份回购 盐津铺子食品股份有限公司在 2024 年 8 月 9 日首次通过集中竞价交易的方式回购了公司股份 52.5 万股, 占公司总股本 2.74 亿股的比例为 0.19%。回购成交的最高价为 38.474 元/股, 最低价为 37.525 元/股, 已支付的总金额为人民币 1997.79 万元 (含交易费用)。公司称, 此次回购的资金来源为自有资金, 且此次回购的股份将全数注销以减少注册资本。
8.13	桃李面包	桃李面包: 半年度报告 桃李面包发布半年度报告, 公司在上半年实现营业收入 30.21 亿元, 同比下降 5.79%; 实现净利润 2.9 亿元, 同比下降 0.6%; 扣非净利润 2.78 亿元, 同比下降 1.19%; 基本每股收益 0.18 元/股。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.2 元 (含税)。
8.14	万洲国际	万洲国际: 中期业绩 万洲国际发布公告称, 2024 年上半年, 由于销量下跌, 集团的收入减少 6.3% 至 122.93 亿美元。经营利润则大幅上升 78.4% 至 11.40 亿美元, 主要原因是猪肉业务扭亏为盈。
8.14	金龙鱼	金龙鱼: 半年度报告 金龙鱼发布公告称, 上半年公司实现营业收入 1,094.78 亿元, 同比下降 7.78%。归属于上市公司股东的净利润为 10.97 亿元, 同比增长 13.57%。

8.15	重庆啤酒	重庆啤酒: 半年度报告 重庆啤酒发布公告称, 上半年公司实现营业收入 88.61 亿元, 同比增长 4.18%; 归属于上市公司股东的净利润 9.01 亿元, 同比增长 4.19%; 基本每股收益 1.86 元。报告期内, 公司实现啤酒销量 178.38 万千升, 比上年同期 172.68 万千升增长 3.3 %。
8.16	双汇发展	双汇发展半年度报告 双汇发展 2023 年半年度报告显示, 上半年实现营业收入约 304.27 亿元, 同比增长 9.05%; 归属于上市公司股东的净利润约 28.37 亿元, 同比增长 3.89%。随着生猪屠宰规模上升以及禽业新建项目的逐步投产, 公司肉类产品总外销量 164 万吨, 同比上升 7.2%; 受销量上升影响, 再加上猪价同比增长 5.1%, 本期实现营业总收入 305 亿元, 同比上升 9.2%。本期实现归属于上市公司股东的净利润 28.4 亿元, 同比上升 3.9%。
8.17	迎驾贡酒	迎驾贡酒: 半年度报告 迎驾贡酒发布半年报, 2024 年上半年营业收入 3,785,405,284.83 元, 同比增长 20.44%; 归属于上市公司股东的净利润 1,378,642,468.37 元, 同比增长 29.59%; 基本每股收益 1.72 元。
8.20	燕京啤酒	燕京啤酒: 半年度报告 燕京啤酒发布半年度报告, 公司 2024 年半年度实现营业收入 80.46 亿元, 同比增长 5.52%; 归母净利润 7.58 亿元, 同比增长 47.54%; 基本每股收益 0.27 元。公司实现啤酒销量 (含托管经营) 230.49 万千升。
8.20	华润啤酒	华润啤酒: 半年度报告 华润啤酒发布 2024 年半年报, 1—6 月公司实现未经审计之综合营业额 237.44 亿元, 经粗略计算, 相较于去年同期 238.71 亿元, 同比减少 0.5%; 股东应占溢利 47.05 亿元, 较去年同期上升 1.2%。
8.23	劲仔食品	劲仔食品公布 2024 年半年度报告, 今年上半年, 公司实现营业收入 11.30 亿元, 同比增长 22.17%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.43 亿元, 同比增长 72.41%; 实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.22 亿元, 同比增长 70.31%。
8.28	康师傅	康师傅 2024 年半年报 康师傅控股发布 2024 年半年报, 上半年公司实现收入 412.01 亿元, 同比增长 0.7%; 实现股东应占溢利 (净利润) 18.85 亿元, 同比增长 15.1%。上半年, 康师傅饮品业务表现强劲收益达 270.6 亿元人民币, 同比增加 1.7%, 占总收益 65.7%。饮品业务中又包括茶饮料、水、果汁、碳酸及其他。根据康师傅半年报, 饮品业务中, 茶饮料实报告期现营收 113.92 亿元, 同比增长 13%。其余水、果汁、碳酸及其他上半年营收分别同比下滑 5.6%、10.1%、3.2%。
8.29	农夫山泉	农夫山泉 2024 年半年报 2024 年上半年, 农夫山泉整体营收 221.73 亿元, 同比增长 8.4%。报告期内, 公司包装饮用水产品营收较去年同期下降 18.3%, 饮料产品收益同比增长 36.7%, 其中茶饮料同比增长 59.5%。
8.29	海底捞	海底捞 2024 年半年报 上半年, 海底捞实现营业收入 214.91 亿元, 同比增长 13.8%; 核心经营利润达 27.99 亿元, 较去年同期增长 13%。受净汇兑损益变动和中国大陆增值税加计抵减优惠政策取消的影响, 海底捞净利润 20.33 亿元。截至 6 月 30 日, 海底捞在大中华区共经营 1343 家餐厅, 其中 1320 家位于中国大陆地区, 23 家位于港澳台地区。大中华区上半年所有餐厅接待顾客总数超过 2 亿人次, 翻台率达 4.2 次/天, 接近 2019 年的 4.8 次/天, 而彼时海底捞全球门店数量为 768 家。

资料来源: wind, HTI

表8 2024年8月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
8.5	可口可乐	可口可乐仍坚信将在美国赢得税务案件 https://www.coca-colacompany.com/media-center/us-tax-court-enters-decision-in-ongoing-dispute
8.5	红牛	天丝集团和中国红牛继续互发声明 http://www.redbull.com.cn/event/news_d/id/278
8.5	瑞幸	瑞幸重申市场占有率为发展核心目标 https://mp.weixin.qq.com/s/2wf7az3i51GarXnO4vyl4A
8.6	玛氏	玛氏被指考虑收购品客薯片母公司 https://www.reuters.com/business/retail-consumer/kellanova-jumps-report-buyout-interest-snickers-maker-mars-2024-08-05/
8.7	重庆啤酒	重庆啤酒回应被重庆嘉威喊话 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1806363069253262742&wfr=spider&for=pc
8.8	华润饮料	华润饮料被指估值目标最高达 60 亿美元 https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-06/china-resources-said-to-face-valuation-pushback-on-beverage-unit-s-hong-kong-ipo
8.9	三得利	三得利中国总经理：价格因素非决定性 https://www.mrixiw.com/articles/2024-08-07/3495040.html
8.10	联合利华	联合利华任命陈戈为中国市场新高管 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1806823888110538725&wfr=spider&for=pc
8.12	玛氏	玛氏收购家乐氏的交易被指应经得起监管审查 https://www.reuters.com/markets/deals/mars-mulled-deal-kellanova-should-withstand-regulatory-scrutiny-2024-08-07/
8.13	RBI 集团	RBI 集团第二季度收入超预期 https://www.reuters.com/business/retail-consumer/restaurant-brands-beats-quarterly-revenue-estimates-resilient-demand-2024-08-08/
8.14	宝矿力	宝矿力水特将在中国市场大幅扩产 https://www.teda.gov.cn/contents/19/67214.html
8.15	肯德基	肯德基肯悦咖啡开出 300 店 https://mp.weixin.qq.com/s/z3QoEGe-ZrZyZgTQZmyKsA
8.16	卡夫亨氏	卡夫亨氏宣布换帅 https://mp.weixin.qq.com/s/xxan7SRV_HHptKORdxZXiA
8.17	星巴克	星巴克授予新 CEO 高达 1.13 亿美元薪酬方案 https://www.ft.com/content/ef7a08f5-5d70-4bbe-9bdd-37340ab10887
8.17	沃尔玛	沃尔玛提高全年业绩预期目标 https://www.cnbc.com/2024/08/15/walmart-reports-its-earnings-before-the-bell-heres-what-to-expect.html?&qsearchterm=walmart
8.20	华润饮料	怡宝温州基地拟设 4 条生产线 https://www.wencheng.gov.cn/art/2024/8/16/art_1229265071_59044196.html
8.21	华润饮料	华润怡宝长沙工厂将竣工 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1774466747325524039&wfr=spider&for=pc
8.23	农夫山泉	农夫山泉黄山工厂第二条生产线投入试生产 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1807377125579875664&wfr=spider&for=pc
8.24	札幌控股	札幌控股希望将啤酒市场份额提高至 25% http://www.haicent.com/list.asp?id=100728
8.27	雀巢	雀巢集团时隔 8 年首次任命新 CEO https://mp.weixin.qq.com/s/Z9oogSft4AUG7jn8MOE7lQ
8.29	全家	全家想在二三线城市“大干一场” https://www.foodtalks.cn/news/53592

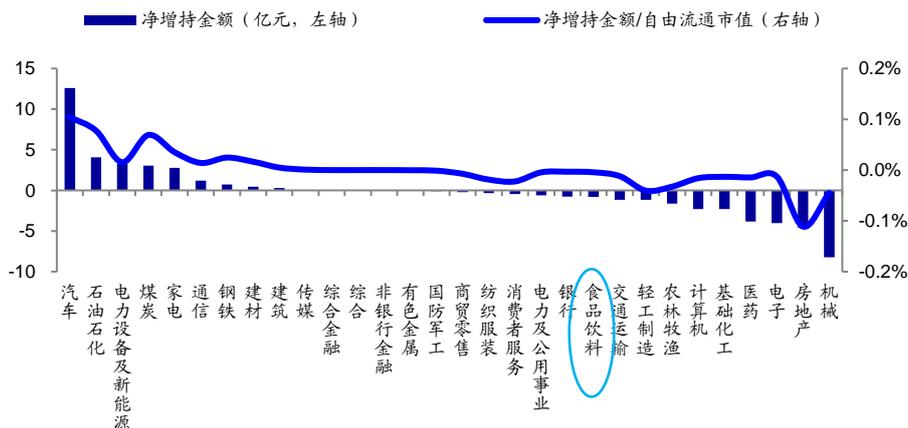
资料来源：wind，HTI

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 8 月汽车和石油石化行业净增持额最大，分别为 12.59 和 4.05 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.10%和 0.08%；机械和房地产行业净减持额最大，分别为 8.25 和 4.62 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.04%和-0.11%。

图33 2024年8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8月31日

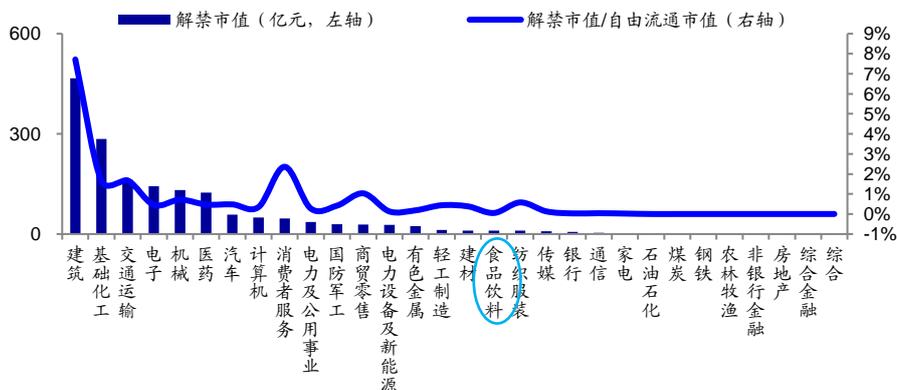
表9 2024年8月产业资本增减持个股

个股	增减持市值（亿元）	占流通市值比（%）
安德利	-0.63	-9.43
巴比食品	-0.28	-2.19
皇氏集团	-0.27	-1.56
宝立食品	0.01	0.04
仙乐健康	0.01	0.06
洽洽食品	0.05	0.07
庄园牧场	0.14	2.10
莫高股份	0.16	1.56

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照24年8月31日的股价估算：9月建筑、基础化工、交通运输等行业解禁金额最大，解禁金额分别为467、285、162亿元，解禁市值/自由流通市值分别为7.71%、1.64%、1.68%。

图34 2024年9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8月31日

表10 2024年9月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值(亿元)	占总市值比(%)
千味央厨	9.9	40.2%

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: 石油石化、房地产、钢铁、银行、非银行金融。

表11 一级行业大额买入与资金流向 (20240826-20240830)

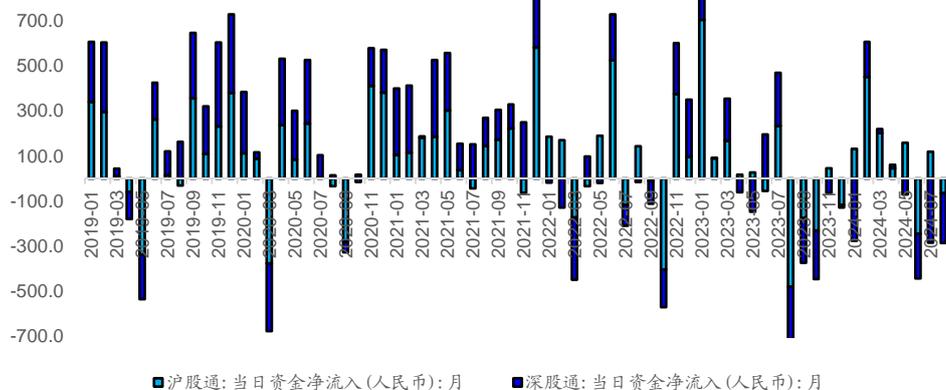
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
房地产	81.50%	8.60%	15.20%	0.40%
银行	80.90%	61.90%	-10.60%	0.40%
钢铁	80.50%	8.60%	13.20%	26.60%
非银行金融	80.30%	6.60%	15.50%	54.50%
综合	80.30%	23.40%	11.60%	36.50%
石油石化	79.60%	58.20%	7.80%	22.50%
商贸零售	79.50%	29.50%	6.70%	0.80%
电力及公用事业	79.00%	1.60%	0.60%	2.00%
建筑	79.00%	28.70%	4.50%	0.40%
建材	79.00%	8.60%	6.30%	0.40%
轻工制造	78.50%	32.00%	7.00%	5.30%
纺织服装	78.40%	23.80%	4.90%	0.40%
农林牧渔	78.40%	0.40%	5.40%	0.40%
交通运输	78.40%	25.00%	5.20%	0.40%
有色金属	78.30%	70.10%	3.00%	4.50%
消费者服务	77.80%	66.00%	8.20%	4.90%
传媒	77.80%	98.40%	13.40%	0.80%
煤炭	77.20%	0.40%	8.80%	52.50%
综合金融	76.90%	20.90%	9.90%	9.40%
家电	76.80%	68.40%	11.30%	80.70%
基础化工	76.50%	13.50%	6.10%	0.80%
机械	76.30%	48.80%	2.80%	0.40%
汽车	76.20%	47.10%	10.50%	24.60%
电子	76.20%	98.40%	7.50%	2.00%
计算机	76.20%	75.00%	8.90%	0.80%
国防军工	76.00%	17.20%	6.20%	58.60%
电力设备及新能源	75.70%	36.10%	6.90%	0.80%
通信	75.70%	79.50%	3.20%	5.70%
医药	74.50%	15.20%	2.20%	0.40%
食品饮料	72.50%	21.30%	13.80%	24.60%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

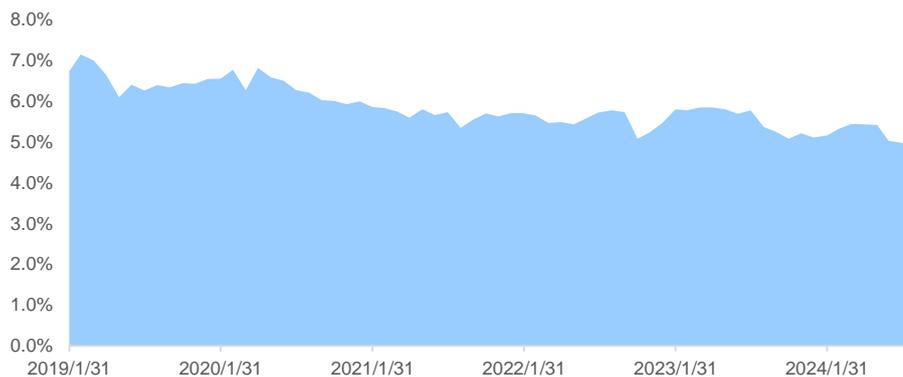
截至 2024 年 8 月 16 日，陆股通资金当月净流出 287.3 亿元（上月净流出 166.3 亿元），其中沪股通净流出 65.08 亿元，深股通净流出 222.19 亿元；截止 8 月 16 日，食品饮料板块市值占比为 4.88%，较上月末降低 0.09pct。

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 8 月 16 日
从 8 月 19 号开始，北向资金不再按日公布数据，改为按季公布

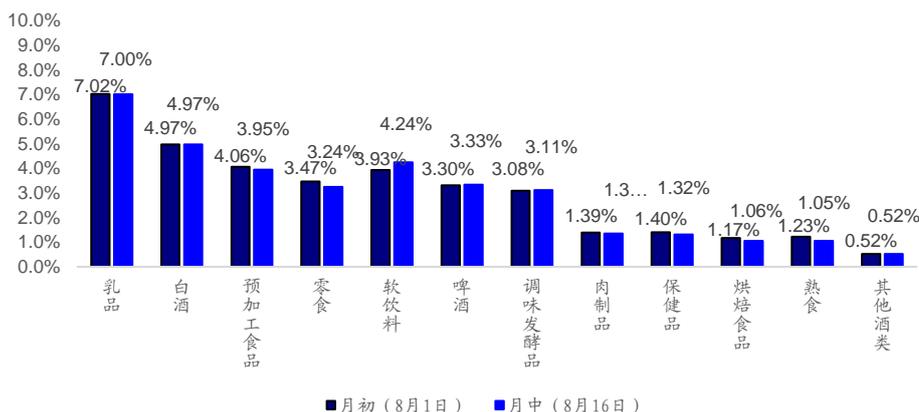
图36 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 月 16 日
从 8 月 19 号开始，北向资金不再按日公布数据，改为按季公布

截止 8 月 16 日，乳品行业陆股通占比为 7.0%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，软饮料（+0.31pct）、啤酒（+0.03pct）、调味发酵品（+0.03pct）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（0.52%）和烘焙食品（1.06%），月末较月初减持最多的子行业为零食（-0.23pct）。

图37 食饮子板块陆股通持股市值占比月初月中对比



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 月 16 日
从 8 月 19 号开始, 北向资金不再按日公布数据, 改为按季公布

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 (4.2%)、山西汾酒 (2.9%); 按陆股通持股比例排名, 伊利股份 (9.9%) 陆股通占比最高, 安井食品 (8.8%) 次之, 其中三只松鼠 (4.6%) 月末较月初减持最多 (-0.8pct), 东鹏饮料增持最多 (0.4 pct)。

表12 食饮板块陆股通持股情况

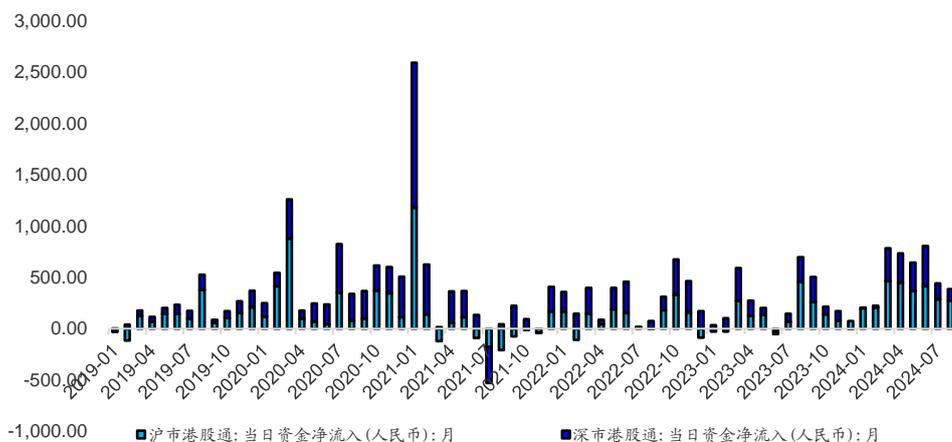
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月中持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月中持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.6	6.5	0.01	1	伊利股份	9.9	9.9	0.0
2	五粮液	4.2	4.4	-0.16	2	安井食品	8.8	9.1	-0.3
3	山西汾酒	2.9	2.8	0.09	3	洽洽食品	7.8	8.2	-0.5
4	海天味业	3.5	3.5	0.05	4	中炬高新	7.1	7.0	0.1
5	泸州老窖	2.6	2.7	-0.12	5	贵州茅台	6.6	6.5	0.0
6	伊利股份	9.9	9.9	0.0	6	重庆啤酒	6.2	6.4	-0.2
7	洋河股份	2.4	2.5	-0.11	7	东鹏饮料	6.0	5.6	0.4
8	东鹏饮料	6.0	5.6	0.45	8	三只松鼠	4.6	5.5	-0.8
9	古井贡酒	1.7	1.7	-0.02	9	五粮液	4.2	4.4	-0.2
10	双汇发展	1.7	1.8	-0.1	10	今世缘	4.2	4.1	0.1

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 月 16 日

2.3 港股通跟踪

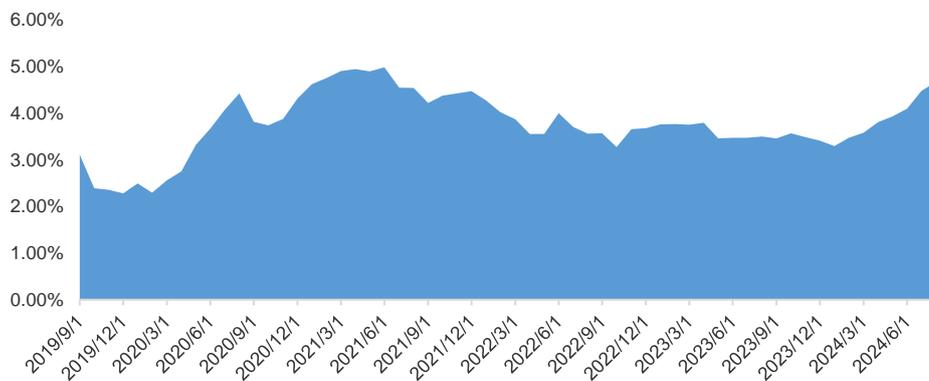
截至 2024 年 8 月 31 日，港股通资金当月净流入 384.45 亿元（上月净流入 441.52 亿元），必需消费板块市值占比为 4.67%，较上月上升 0.19pct。

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 8 月 31 日

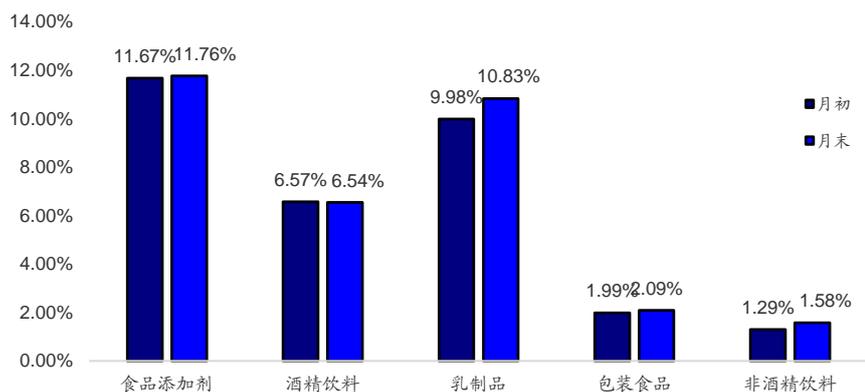
图39 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 月 31 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.76%，较月初减持 0.08pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.54%，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（1.58%）、包装食品（2.09%）和乳制品（10.83%）。

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 8 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（2.3%）、百威亚太（0.5%）、华润啤酒（10.1%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（32.1%）港股通比例最高，华宝国际（20.4%）和周黑鸭（15.8%）次之。

表13 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	2.3	1.6	0.69	1	青岛啤酒股份	32.1	31.9	0.15
2	百威亚太	0.5	0.4	0.07	2	华宝国际	20.4	20.5	-0.07
3	华润啤酒	10.1	10.5	-0.45	3	周黑鸭	15.8	15.8	-0.09
4	青岛啤酒股份	32.1	31.9	0.15	4	颐海国际	14.1	13.9	0.19
5	康师傅控股	2.8	2.8	-0.04	5	蒙牛乳业	12.5	10.9	1.62
6	中国旺旺	0.2	0.2	0.05	6	中烟香港	10.7	10.3	0.40
7	蒙牛乳业	12.5	10.9	1.62	7	中国飞鹤	10.7	10.7	-0.06
8	中国飞鹤	10.7	10.7	-0.06	8	优然牧业	10.5	10.6	-0.04
9	统一企业中国	4.9	4.8	0.17	9	华润啤酒	10.1	10.5	-0.45
10	珍酒李渡	6.6	6.4	0.14	10	阜丰集团	8.7	8.9	-0.22

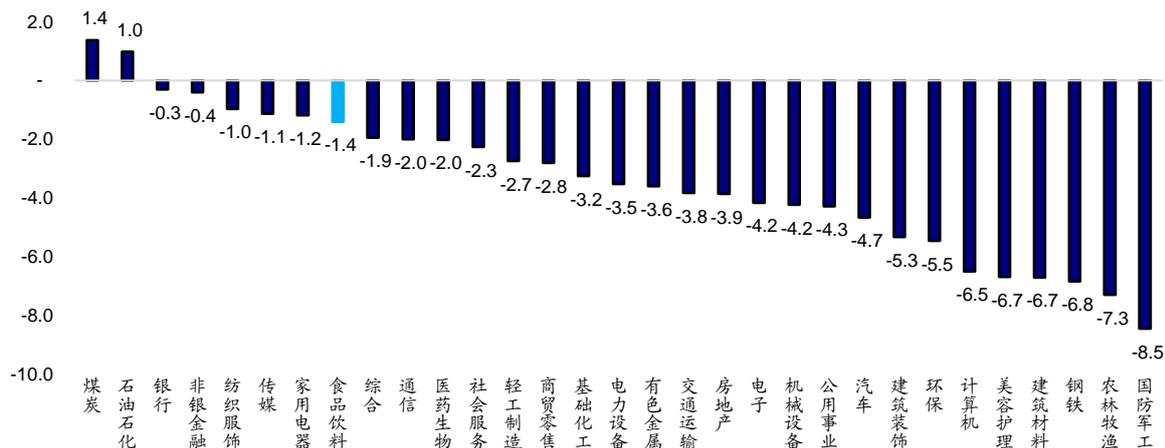
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 月 31 日

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，8 月煤炭（+1.4%）、石油石化（+1.0%）收涨，而国防军工（-7.6%）、农林牧渔（-7.3%）和钢铁（-6.8%）、建筑材料（-6.7%）跌幅靠前。食品饮料-1.4%，在 31 个行业分类中位居第 8 名，较上月（-1.9%）上升 17 名。

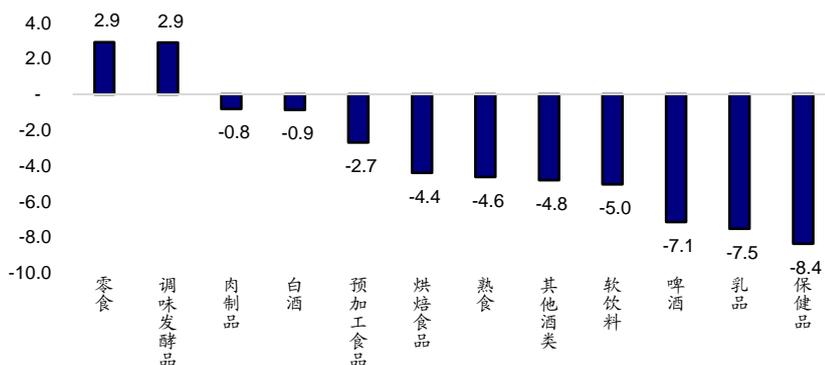
图41 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 月 31 日

8月食品饮料子行业涨跌互现，零食(+2.9%)、调味发酵品(+2.9%)涨幅领先，保健品(-8.4%)、乳品(-7.5%)、啤酒(-7.1%)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 8 月 31 日

表14 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	18129	1443	1.5	1	海天味业	2,057	37	5.3
2	五粮液	4776	123	-3.0	2	安琪酵母	272	31	4.4
3	山西汾酒	2157	177	-4.1	3	珠江啤酒	190	9	4.4
4	海天味业	2057	37	5.3	4	燕京啤酒	273	10	2.8
5	泸州老窖	1756	119	-4.5	5	老白干酒	165	18	2.3
6	伊利股份	1441	23	-9.8	6	贵州茅台	18,129	1443	1.5
7	洋河股份	1233	82	0.1	7	盐津铺子	106	38	1.3
8	东鹏饮料	912	228	-2.4	8	双汇发展	804	23	0.7
9	古井贡酒	818	172	-8.6	9	洋河股份	1,233	82	0.1
10	双汇发展	804	23	0.7	10	千禾味业	138	13	-1.8

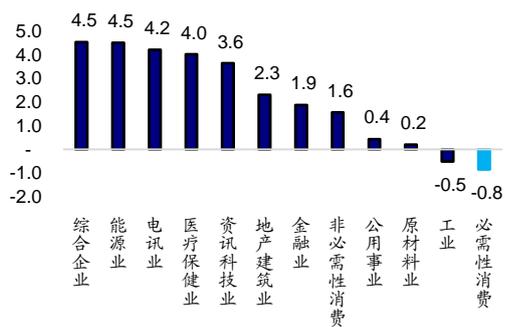
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 月 31 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

8 月 H 股一级行业, 综合企业 (+4.5%)、能源业 (+4.5%) 涨幅居前。必需性消费 (-0.8%) 在 12 个一级行业中排名倒数第一, 较上个月 (-6.4%) 下降 1 名。

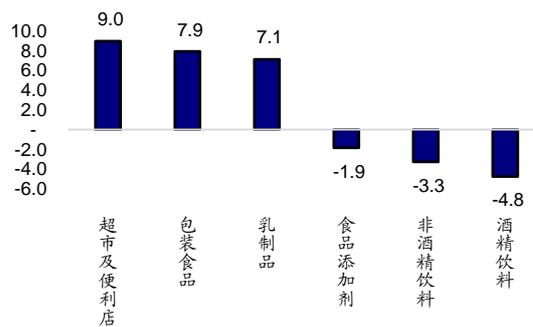
必需性消费子行业涨跌互现, 超市及便利店 (+9.0%)、包装食品 (+7.9%) 涨幅居前, 酒精饮料 (-4.8%)、非酒精饮料 (-3.3%) 跌幅居前。

图43 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 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 8 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15 恒生食饮板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	3194	28	-6.7	1	第一太平	177	4	19.8
2	百威亚太	1187	9	-5.8	2	中国飞鹤	380	4	18.4
3	华润啤酒	787	24	-0.6	3	万洲国际	729	6	13.9
4	青岛啤酒 股份	758	45	-9.5	4	卫龙	170	7.21	11.4
5	万洲国际	729	6	13.9	5	康师傅控股	590	10	10.0
6	康师傅控 股	590	10	10.0	6	统一企业中国	298	7	7.0
7	中国旺旺	533	5	1.7	7	中烟香港	116	17	6.9
8	蒙牛乳业	523	13	1.4	8	中国旺旺	533	5	1.7
9	中国飞鹤	380	4	18.4	9	蒙牛乳业	523	13	1.4
10	统一企业 中国	298	7	7.0	10	珍酒李渡	245	7	1.0

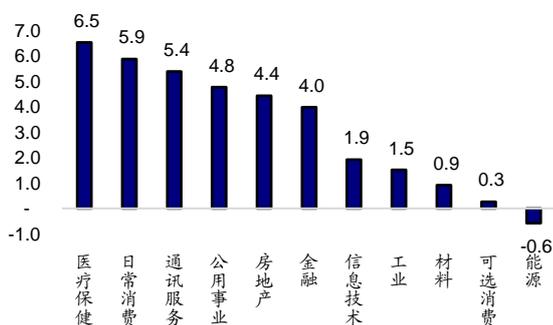
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 月 31 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

8 月美股一级行业基本全线收涨, 医疗保健 (+6.5%)、日常消费 (+5.9%) 等收涨, 仅能源 (-0.6%) 录得小幅下跌。日常消费品行业+5.9%, 在 11 个美股一级行业排第 2 名, 位次较上月 (+2.8%) 上升 6 名。

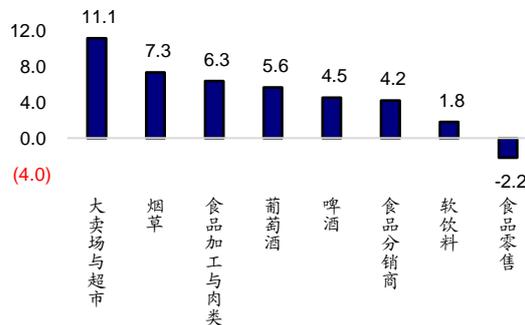
日常消费子行业大卖场与超市 (+11.1%)、烟草 (+7.3%) 收涨, 食品零售 (-2.2%)。

图45 美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 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 8 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16 美股日常消费板块个股涨跌幅

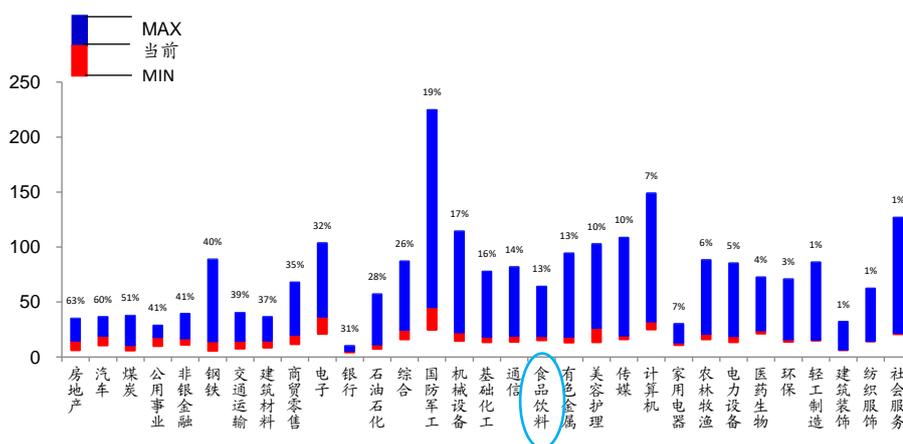
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	6208	77	12.8	1	家乐氏	276	81	38.6
2	开市客	3956	892	8.6	2	COCA-COLA CONSOLIDATED	118	1,342	17.1
3	帝亚吉欧	3629	131	6.8	3	PILGRIMS PRIDE	110	47	13.0
4	可口可乐	3123	72	8.6	4	沃尔玛	6,208	77	12.8
5	百事	2375	173	0.1	5	FRESHPET	66	136	11.8
6	菲利普莫 里斯国际	1917	123	7.1	6	安贝夫	358	2	10.2
7	可口可乐 凡萨瓶装	1416	84	-6.8	7	奥驰亚	917	54	9.7
8	百威英博	1241	61	3.3	8	可口可乐欧洲合伙	370	80	9.1
9	亿滋国际	959	72	5.1	9	BELLRING BRANDS	72	56	9.1
10	奥驰亚	917	54	9.7	10	US FOODS	145	59	8.9

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 月 31 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

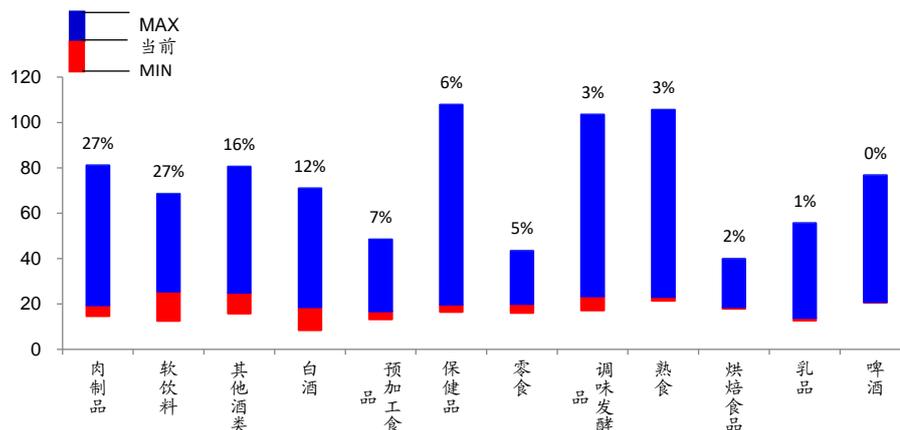
图47 A 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2024 年 8 月 31 日

截至 2024 年 8 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、纺织服装、建筑装饰等。食品饮料的 PE 历史分位数为 13% (19.1x), 较上月末 (14%, 19.6x) 降低 1pct, 在 31 个行业中排名第 17 名。

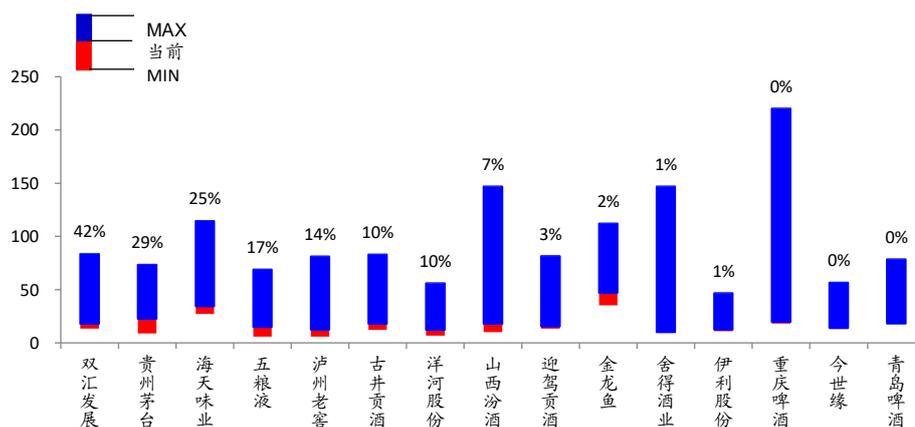
图48 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年8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啤酒（0%）、乳品（1%）、烘焙食品（2%）。PE绝对值最低的行业分别是乳品（13.9x）、预加工食品（16.8x）、烘焙食品（18.6x）、白酒（18.6x）。

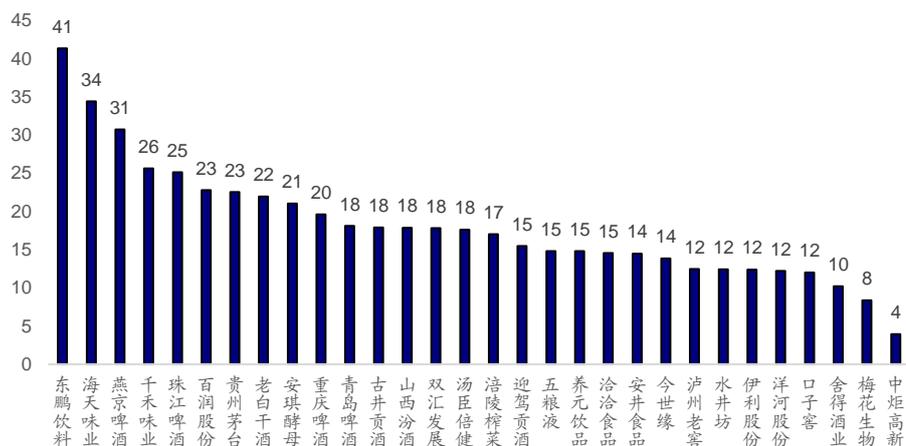
图49 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年8月31日

截至 2024 年 8 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）。

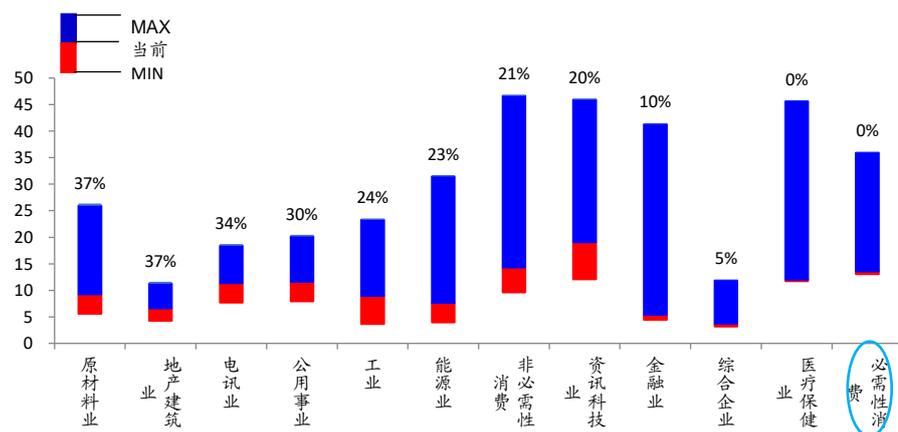
图50 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 月 31 日

4.2 H 股行业估值表现

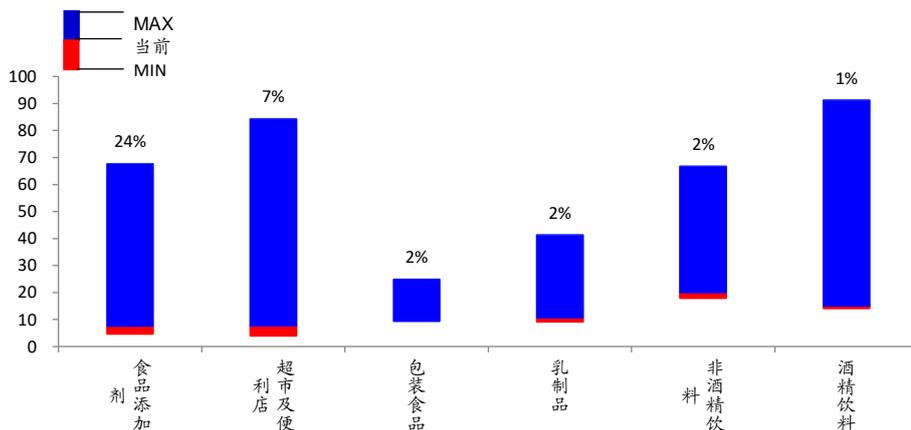
图51 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 月 31 日

截至 2024 年 8 月 31 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有必需性消费、医疗保健业、综合企业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 0%（13.6x），历史分位数较上月末（0%，14.5x）持平，在 12 个一级行业中排名第 12 名。

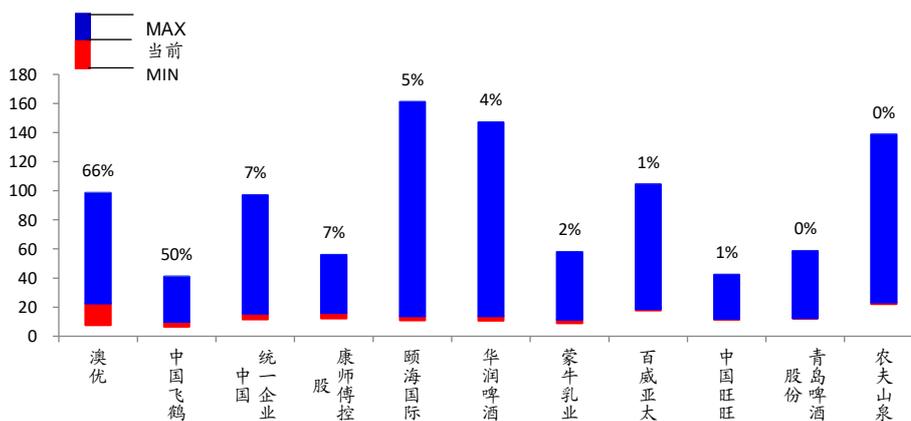
图52 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年8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（1%）、非酒精饮料（2%）、包装食品（2%）等。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（7.6x）、超市及便利店（7.8x）。

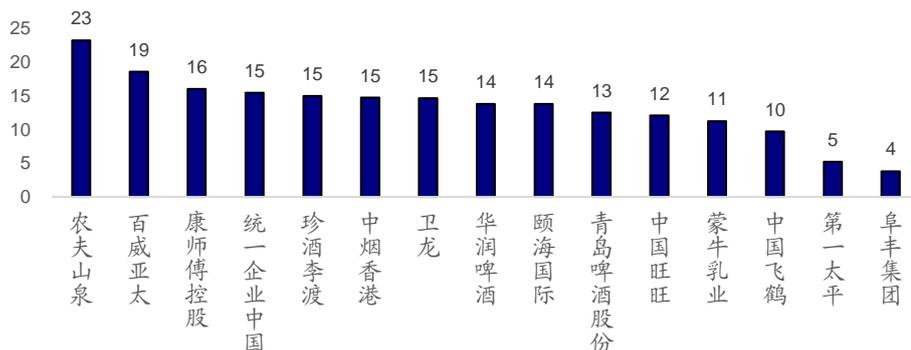
图53 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年8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8月31日，港股市场食品饮料板块估值中枢有所提升，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为14x（相较上月提升1x）。

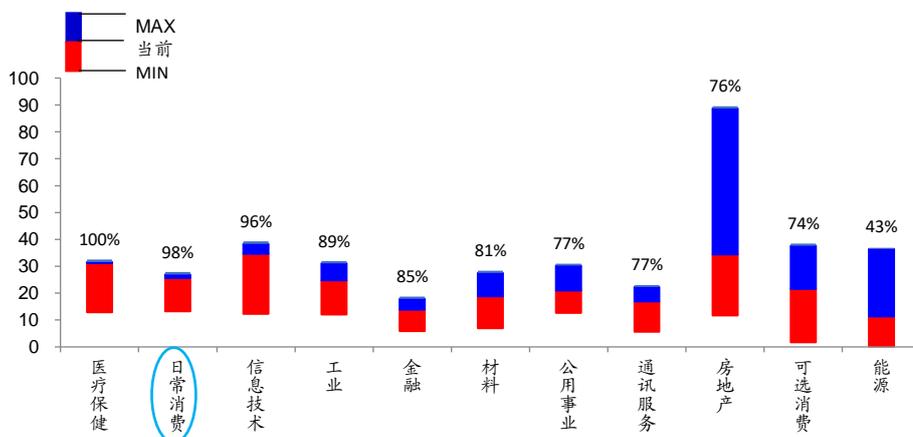
图54 恒生食饮板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 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

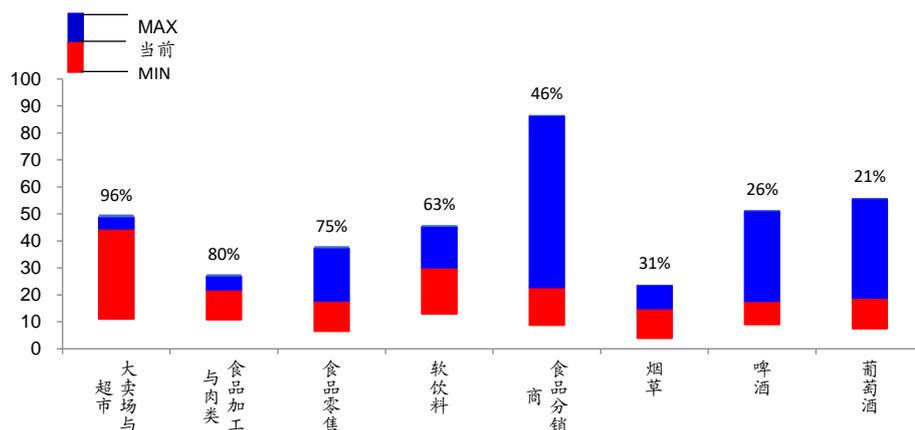
图55 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 8 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 8 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（43%）、可选消费（74%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 98%（25.6x），历史分位数与上月末（84%，23.5x）上升 14pct，在 11 个行业中排名第 2 名。

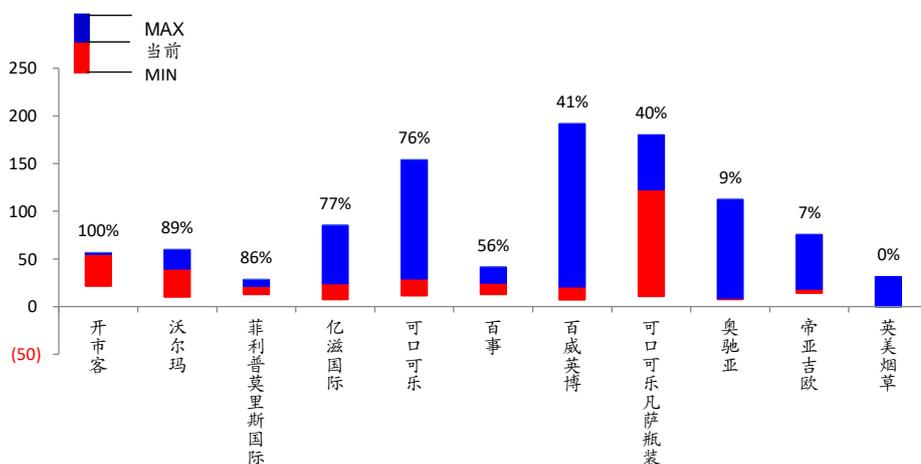
图56 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 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（21%）、啤酒（26%）、烟草（31%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（15.0x）、啤酒（17.7x）和食品零售（17.8x）。

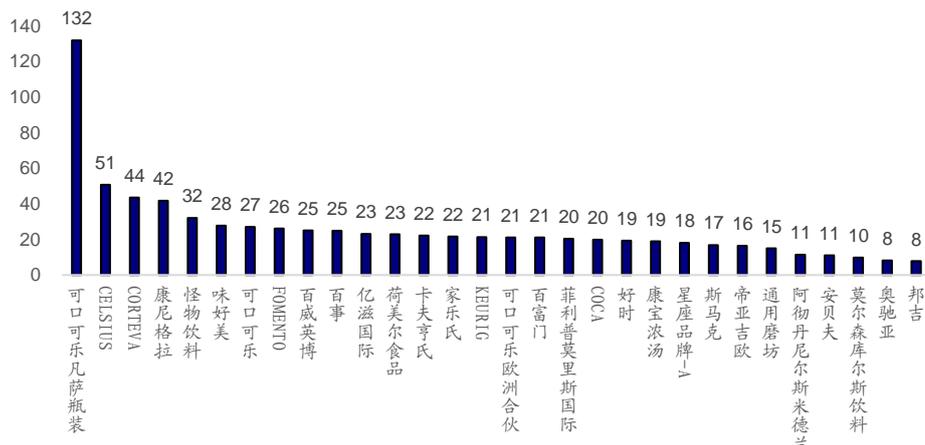
图57 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 8 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 8 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 22x（相较上月上升 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 8 月 31 日, 剔除估值为负的英美烟草、泰森食品

5 投资建议

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 8 月 31 日

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 8 月 31 日

白酒行业：闻宏伟认为 2024 年处于行业调整期的下半场。

8 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，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。8 月飞天茅台批价先扬后抑，五粮液跟渠道沟通 1019 新打款价。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。从半年报来看，前期硕果仅存的几家高增长公司，在第二季度均出现营收增速、净利润增速、合同负债、产品批价等一个或多个关键指标下降。

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。今年第二季度，老白干酒、金徽酒、伊力特等公司营收、净利润双增长，而天佑德酒、金种子酒、皇台酒业营收、净利润双下降。

截至 8 月 31 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 18.8X。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，反而可以考虑逐步建仓。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。今年中报，贵州茅台和洋河股份都做了长期高分红的承诺。

啤酒行业：芮雯认为中报奠定全年业绩稳增基调，关注非现饮渠道高端化趋势。

今年以来，受行业高基数、极端天气和宏观经济影响，啤酒现饮渠道销量持续承压。7 月规上企业啤酒产量 358.6 万千升，同比下降 10.0%，1-7 月规上企业累计啤酒产量 2267.4 万千升，同比下降 1.6%。8 月份随着奥运会和欧洲杯等夏季赛事热度散去，行业销量重回自然增长。根据各上市公司中报披露及渠道反馈，我们预计年初至今行业销量累计同比下滑 3%-4%。考虑到下半年基数走低，预计全年销量低单位数下滑，吨价延续上半年低单位数增长趋势，全年收入持平而结构升级，且受益于成本下行和降本增效，酒企净利率将进一步改善。

分析各上市公司中报，我们认为，1) 行业高端化方向不改但速度放缓，区域龙头量价更显韧性。珠江啤酒/燕京啤酒/华润啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒/百威亚太中国地区 H1 吨价+6.7%/+4.0%/+2.0%/+0.9%/+0.8%/-5.4%，销量+1.4%/+0.6%/-3.4%/+3.3%/-7.8%/-10.3%。各公司对中高档以上大单品持续发力，燕京啤酒 U8 上半年销量增长约 30%，公司中高端产品收入同比+10.6%。华润啤酒喜力、老雪、红爵均实现超 20%销量增长，公司中高端产品销量占比首次超过 50%。2) 成本下行叠加降本增效，盈利能力普遍提升。青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/百威亚太/华润啤酒吨成本-3.1%/-1.1%/-0.8%/-0.6%/-0.6%/+0.9%（华润啤酒和重庆啤酒受新工厂投产折旧影响），随着下半年成本红利持续释放，预计全年各公司吨成本平均下降 1%-2%。费用端，在行业整体销量下滑的背景下，酒企更加重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，同时精益管理提效，上半年各上市公司整体费用率均持平或微增，我们预计全年费用率将维持平稳。3) 资本开支末期和高端化新阶段，各公司更注重高质量发展与提升股东回报。存量竞争时代，头部啤酒厂商费投更趋理性，持续去化渠道库存，贴近终端消费者，推进非现饮渠道的高端化、包装小瓶化、以及品类和风味创新。同时，愈发注重提升股东回报，华润啤酒中期派息同比增长 30%，半年度分红率从 20.1%提升至 25.7%。展望未来，在业绩稳健增长的基础上，啤酒企业的分红率仍有提升空间。

调味品行业：宋琦认为餐饮需求仍待改善，B端C端均竞争加剧。

中性观点。调味品行业中报总结：调味品 2Q24 需求阶段性疲软，餐饮行业景气度低，消费降级压力传导至调味品环节，上市公司收入小幅承压，基础调味品板块毛利率表现稳定，但竞争加剧，销售费用有所提升，净利润承压。复调板块大 B 端需求量较为稳健，C 端需求淡季承压，原材料价格有所下行，毛利率同比有所改善，线上营销竞争激烈，部分企业销售费用率增加。

餐饮需求尚未迎来明显改善，消费降级压力传导至调味品环节。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，行业库存较年中有所降低，“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 B 端需求量表现稳定，但价格承压。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：宋琦认为需求承压待旺季，原材料价格下行。

中性观点。速冻行业中报总结：速冻 2Q24 火锅料表现稳健，速冻米面食品压力延续，小龙虾产品需求弱且价格下跌。从渠道看 KA 渠道客流量下降，增长压力较大，流通渠道表现稳健，大 B 需求因餐饮经营承压表现疲软，电商竞争加剧。板块整体收入承压，鱼糜等原材料价格下行，部分产品毛利率稳定，但促销如搭赠或折扣力度增加，部分企业毛利率下滑。

餐饮需求承压，中小 B 需求表现优于大 B 客户，渠道动销平稳。速冻肉制品表现稳健传统米面类速冻品增长乏力，小龙虾产品需求弱并价格下跌明显。鱼糜等原材料有所下行，毛利率有所改善。

餐饮客单价短期承压，传导至供应链环节；其中，大 B 渠道系数少数增量市场，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：肖韦俐认为今年液态奶需求疲软，婴配粉供给端变化有所体现，优选股东回报较好的标的。

液态奶：（1）24 年中报总结：24H1 乳业公司营收利润双双明显下滑。A 股/H 股主要上市企业实现营收 1286 亿元（包括伊利/蒙牛 2 家全国性乳企，及光明/新乳业/三元/天润/燕塘 5 家地方性乳企），同比下滑 10.2%；扣非归母净利润为 86 亿元，同比下滑 13.1%。

（2）24Q2 季报总结：24Q2 营收加速下滑、利润边际明显转弱、由正增长转为下滑。7 家乳业公司 24Q1 营收下滑约 4-5%，24Q2 营收下滑约 15%（A 股公司为实际值，H 股蒙牛 24Q1 下滑高单、24Q2 下滑高双）。A 股 6 家上市公司 24Q1 扣非归母净利润增长 12%，24Q2 扣非归母净利润下滑 29%，利润边际走弱明显。

表19 乳制品企业 2024H1 营收及归母净利润增速情况

	营收增速%			扣非归母净利润增速%		
	24H1	24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2
伊利股份	-9.5	-2.6	-16.5	-12.9	12.4	-35.6
蒙牛乳业	-12.6	-高单位数	-高双位数	-19.0		
光明乳业	-10.1	-9.2	-10.9	10.0	6.2	14.8
新乳业	1.3	3.7	-0.9	36.4	33.8	37.7
三元股份	-9.5	-5.2	-13.1	517.5	72.1	266.4
天润乳业	3.9	1.5	5.9	-79.6	-53.6	-98.1
燕塘乳业	-11.4	-11.6	-11.4	-45.6	-53.5	-42.4
加权平均	-10.2	-3.5	-14.2	-13.1	11.8	-29.1

资料来源: wind, HTI

8月需求环比有所改善,我们在需求月报中提到,预计8月乳制品收入同比仍有中个位数下跌,但下滑幅度较第二季度已有明显收窄。8月中秋国庆旺季备货开启,自前期去库存后,经销商库存恢复良性,节庆前渠道进货意愿有所增加。原奶价格持续下行的背景下,中小厂商竞争较为激烈,行业整体促销仍然较多、价格表现较弱。但8月目前喷粉情况基本消失、部分区域散奶价格企稳,相较前期环比改善。根据国家统计局数据,7月乳制品产量同比下降5.7%,1-7月累计产量同比下降3.4%。

长周期来看,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,我们预计中性情况明年中开始,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。

行业需求疲软情况下,公司加大股东回报力度。伊利2023年分红率达到73.25%,环比有所提升,预计2024年分红比例仍高于70%(出售矿产的一次性收益亦进入分红基数);公司还披露10-20亿的回购计划,进一步回报股东。蒙牛将派息比率从30%提升到40%后,同时宣布20亿港元回购计划。

婴配粉:需求仍在磨底,供给变化有所体现。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。虽然需求端2024年无明显利好,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。但随着行业整体价格战减少,利润企稳回升,供给侧变化有所体现。

飞鹤24H1实现营收100.9亿元,同比增长3.7%,净利润19.1亿元,同比增长18.1%;收入利润表现均超市场预期。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6.78%。

软饮料行业:肖韦俐认为软饮料增长优于其他大众品,但部分品类价格竞争激烈,优选股东回报较好的标的。

24年中报总结: A股/H股主要7家上市企业饮料业务实现营收942亿元(包括康师傅-饮料业务/农夫山泉/太古-中国大陆/中国食品/统一-饮料业务/东鹏/养元7家企业),同比增长4%,增速较其他大众品领先;7家公司归母净利润为112亿元,同比增长12.8%,表现同样较好。

表20 软饮料 2024H1 营收及归母净利润增速情况

	营业收入 (亿元)	营业收入增长率	归母净利润 (亿元)	归母净利润增长率
康师傅控股	412	0.7%	19	15.1%
康师傅控股-饮品	271	1.7%	11	26.9%
农夫山泉	222	8.4%	62	8.0%
太古可乐(内地)	128	-4.0%	5	-16.6%
中国食品	113	-9.0%	6	-5.9%
统一企业中国	154	6.0%	10	10.2%
统一企业中国-饮品	100	8.3%		
东鹏饮料	79	44.2%	17	56.2%
养元饮品	29	-2.0%	10	13.0%
加权平均		4.0%		12.8%

资料来源: wind, HTI

收入端看, 受益于出行等场景恢复, 无糖茶、能量饮料等细分赛道高速增长; 包装水则因价格战较为激烈, 各龙头企业以价换量趋势明显; 碳酸和果汁需求较为疲软。

8月随着暑期出游等热度走弱、天气开始转凉, 软饮料旺季即将进入尾声, 我们预计需求环比增速自双位数下行至低单。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5-7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。根据国家统计局数据, 7月软饮料产量同比下滑7.1%, 1-7月累计产量同比增长3.4%。

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/统一企业中国股息率 ttm 达到 5.7%与 6.9%。

批零社服行业: 李宏科、许樱之、汪立亭发布报告: 市内免税政策落地, 龙头卡位优势明显。

财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局发布《关于完善市内免税店政策的通知》: 该通知将于24年10月1日实施。随着出入境客流恢复, 市内免税有望吸引消费回流, 重点关注: 中国中免, 王府井。

龙头中国中免卡位优势明显: 中国中免: 北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚等6家市内免税店, 施行之日起适用。中出服运营的12家外汇商品免税店以及港中旅经营的哈尔滨外汇商品免税店, 通知施行之日起3个月内转型为市内免税店到期未完成转型的外汇商品免税店, 予以关闭, 免税店原经营主体需向海关申请终止经营并办理相关注销手续。通知施行后不再设立外汇商品免税店。中国中免持有中出服49%的股权, 在市内免税店布局上具有显著先发优势。其他免税运营商有望在增量城市布局: 广州、成都、深圳等8个城市, 各设立1家市内免税店

在市内免税店购买免税商品不设购物限额: 应当符合海关关于旅客携带行李物品进出境应当以自用、合理数量为限的规定。旅客将所购免税商品携带出境后, 再次携带进境的, 按照进境物品管理, 照章征(免)税。

市内免税店的进口商品免征关税、进口环节增值税和消费税: 国内商品进入市内免税店视同出口, 退(免)增值税、消费税, 市内免税店销售的上述商品免征国内环节增值税、消费税。

顾客购买准备时间充裕：持出入境有效证件即将于 60 日（含）内搭乘航空运输工具或国际邮轮出境的旅客（包括但不限于中国籍旅客）。旅客在即将离境口岸所属城市的市内免税店购物，应在设立于口岸出境隔离区内的免税商品提货点提取所购免税商品，并一次性携带出境。

市内免税店提货模式仅限出境：市内免税店采取市内提前购买，口岸离境提货的方式，旅客在市内免税店购物后，应当在设立于口岸出境隔离区内的免税商品提货点提取所购免税商品，并一次性携带出境，不允许寄存在口岸并于进境时提货市内免税店主要销售便于携带的消费品，鼓励市内免税店销售国货“潮品”，将具有自主品牌、有助于传播中华优秀传统文化的特色产品纳入经营范围。我们认为未来随着市场环境逐步成熟，参考海南“即购即提”、“担保即提”政策，提货流程仍有优化空间。

纺织服装行业：盛开发布报告：24H1 多家制造企业净利高增，部分企业提升股东回报。

中报陆续披露，制造&品牌均有亮点。①制造：头部企业 24H1 净利高增：华利集团/伟星股份/九兴控股/裕元集团 24H1 归母净利润分别同比增 29%/38%/65%/121%；②品牌：Saucony、始祖鸟、Salomon 品牌大中华增速亮眼，特步、361 度、李宁电商表现更优；③股东回报方案值得关注：九兴控股宣布三年内回馈 1.8 亿美元现金，晶苑国际派息率增 36pct，特步国际派发特别股息，伟星股份首次宣派中期股息。

多家制造企业中报净利高增。24H1 华利集团/伟星股份/九兴控股/裕元集团归母净利润分别同比增 29%/37.8%/65%/120.6%，归母净利率 16.4%/18.1%/11.9%/4.6%，同比提升 0.6/1.6/4.2/2.6pct。华利集团和伟星股份在 Q2 基数走高情况下，保持双位数增长，华利集团 Q1/Q2 归母净利润增 63.7%/11.9%，伟星股份 Q1/Q2 归母净利润增 45.2%/36.2%。裕元集团 Q2 较 Q1 提速，Q1/Q2 归母净利润增 96.6%/157.8%。我们判断制造企业净利高增主因产能利用率随订单回暖提升，经营杠杆改善。

品牌端线上线下仍有增长亮点。以 Saucony 为主的特步国际专业运动分部 24H1 收入同比增 72.2%，受惠于同店收入双位数增长+线上销售稳健。特步主品牌/361 度/李宁电商收入实现较快增长，分别同比增 20+%/16.1%/11.4%。Amer Sports 大中华收入增长 23Q3 以来逐季提速，24H1 大中华地区收入同比增 52.4%。24H1 科技服饰（始祖鸟为主）/户外性能（Salomon 为主）收入增 39.3%/8.2%。Salomon 鞋服 24H1 在中国增长良好，Q2 中国店铺数较 Q1 末增 24.8%，预计 H2 店铺数将增 47.1%。

九兴控股、晶苑国际、特步国际、伟星股份股东分红和回报提升。九兴控股拟在 70%派息率基础上额外于 24-26 年以特别股息或回购方式回馈股东最高 1.8 亿美元现金，过去 12 月股息率叠加每年额外现金回报率达 13.7%。晶苑国际宣派中期股息 13.8 港仙，派息率 61%，同比提升 36pct。特步国际中期派息率维持 50%，宣派特别股息每股 0.447 港元，假设全年维持分红比率 50%，24 股息率预计达 14%。伟星股份自 2007 年以来首次宣派年中现金分红。

投资建议。我们认为当前纺织服装板块应关注三条主线：1) 虽然关税政策目前具有不确定性，但仍然看好具有①拓展优质客户、②供应商份额提升、③盈利水平提升等阿尔法逻辑的优质纺织制造企业。建议关注华利集团、九兴控股、申洲国际、伟星股份、新澳股份。2) 国务院印发《国务院关于促进服务消费高质量发展的意见》明确指出要激发改善型消费活力，重点促进旅游消费、体育消费等，利好优质运动品牌与全球箱包龙头。建议关注安踏体育、李宁、特步国际、新秀丽。3) 我们认为市场对业绩确定性的偏好持续，继续看好低估值+高股息投资主线。建议关注富安娜、江南布衣、海澜之家。

家电行业：陈子仪近期发布家用电器与器具行业深度报告：Mini LED 引领电视技术革命，产业链降本与终端需求共振有望持续提高渗透率。

2023Mini LED 电视逆市生长，技术特性推动加速渗透。2023Mini LED 电视逆市生长，技术特性推动加速渗透。全球和国内彩电出货量整体下滑趋势下，Mini LED 电视自 2020 年规模化后不断渗透，出货量从 2020 年 150 万台提升到 2023 年的 400 万台，在彩电市场渗透率稳定在 2% 以上。全球彩电格局保持“一超多强”的竞争格局，2023 年 CR4 保持在 50% 以上，中国品牌海信、TCL、小米出海业绩显著，尤其是在 Mini LED 电视品类，海信和 TCL 在 23Q3 分别在全球取得 27%26% 的市场份额。而国内彩电市场也表现出较强的“马太效应”，2023 年海信电视出货量超越小米以 800 万台拔得头筹，细分品类方面 Mini LED 及超大尺寸（98 吋）电视 TCL 都以超 50% 的份额稳居首位。

Mini LED 电视新进展。CES2024 中各大展商聚焦 Mini LED 技术的全新应用，将 Mini LED 与极致游戏、AI 智控、防眩光户外场景等高端领域结合，表现出 Mini LED 非凡的高端适配性。小米 S Pro 与雷鸟鹤 7 代表 Mini LED 背光电视巨大中低端市场渗透可能，而海信发布的 4 万+分区 Mini LED 背光电视代表了 Mini LED 技术对观影体验提升的无限潜力，自 2023 年开始新品频发，在售产品从 2022 年的 95 个跃升至 2023 年的 182 个，并且表现出向中低端渗透的倾向。2024 年随着体育大年和新兴经济体消费恢复，Mini LED 电视有望进一步拓展市场。

2023Mini LED 电视逆市生长，技术特性推动加速渗透。Mini LED 实质上就是微缩化 LED 芯片并大大缩小 LED 芯片间距，在电视显示技术中用于改进传统 LCD 电视背光模块，区域调光技术的应用全面提高观影体验。Mini LED 相较于 OLED 技术寿命和稳定性更高，更加适用于大尺寸电视屏幕；相较于 Micro LED 则生产工艺更加成熟，成本更低，同时对于现有高端概念适配性较高，可以说 Mini LED 是现在最适用于电视显示的 LED 技术，未来有望赶超 OLED 不断扩大市场份额

Mini LED 降本空间充足，符合终端需求趋向，有望持续渗透。从成本端来看，Mini LED 背光组成本重要组成部分是 PCB 基板、驱动 IC 和 Mini LED 芯片，三者一共占据了 90% 的灯板组成本，目前上游厂家的主要降本方式可以归结为使用异形 PCB 板或其他材质 PCB 板，利用高压芯片配合 AM 驱动以及各种封装、光学技术增大 Mini LED 芯片灯光出光角从而减少 Mini LED 芯片使用。销售端，奥维数据统计显示中国彩电市场大屏化趋势显著，而 Mini LED 的在售尺寸分布与这一趋势基本吻合，Mini LED 电视市场规模还具有充足上升空间。

投资建议。重点关注下游品牌海信视像；建议关注 TCL 电子。建议关注中、上游品牌 TCL 科技（电子）、兆驰股份（电子）、聚飞光电（电子）。

造纸轻工行业：郭庆龙发布报告：看好家居跨境电商海外扩展。

当前，中国跨境电商的发展正逐步从粗放的铺货类模式向垂直品类品牌化转型发展，成为了推动外贸转型升级、打造新经济增长点的重要突破口。根据中国政府网、人民日报援引中国海关数据，2023 年中国跨境电商出口额 1.83 万亿元，同比增长 19.6%；24Q1 中国跨境电商出口额 4480 亿元，同比增长 14%。

跨境电商发展支持政策的完善、综试区建设的推进，高等教育随着中国高等教育学生人口红利的不断释放，集结高素质研发和品牌营销的电商企业出海及全球化布局将成为未来国际贸易发展的必然大趋势，中国跨境电商发展前景广阔。

美国、欧洲等发达国家和地区是中国跨境电商出口主要市场。根据乐歌股份 2024 年半年度报告援引 Euromonitor 数据，全球零售电商渗透率在 2019-2020 年有明显拐点，线上购物渗透率在加速提升。2020 年以来各电商平台顺势构建起了完善的电商供应体系，网购也成为了各国民众日渐习以为常的一种购物方式，美国、欧洲等发达国家和地区的电商渠道规模实现快速增长，且电商渗透率在持续提升。根据美国商务部数据，预计 2023 年美国电商销售额为 11187 亿美元，同比增长 7.6%；24Q1 美国电商销售额预估为 2681 亿美元，同比增长 8.5%。

根据乐歌股份 2024 年半年度报告援引 eMarketer 数据，2023 年美国电商渗透率为 15.6%，有望在 2027 年上升至 20.6%，相较中国电商市场 47% 的渗透率未来还有很大发展空间。美国、欧洲等发达国家电商渗透率的持续提升，将为中国跨境电商行业的发展创造良好机遇和增长空间。

恒林股份是一家集研发、生产、销售办公椅、沙发、按摩椅等健康坐具及民用家具产品于一体的国家高新技术企业，连续 13 年办公椅行业出口第一。19-22 年间，公司先后收购 LO、厨博士、永裕家居，将业务拓展至板式家具、新材料地板领域。2020 年起，公司着力发展跨境电商，持续推动全球化战略布局。跨境电商销售渠道覆盖 Amazon、Wayfair、Walmart 等美国线上零售平台以及 TikTok、TEMU 等国内主要出海电商平台。同时，公司已在北美设立 5 个仓储配送中心，基本已经覆盖公司跨境电商终端消费者产品配送范围。公司目前在国内、越南、瑞士等地都建有生产基地。23 年实现营业收入 82 亿元，同增 25.8%，出口收入占比 81%。23 年 OEM/ODM 业务实现收入 48 亿元，同增 29%；OBM 业务实现收入 33.6 亿元，同增 21%。23 年电商业务实现营业收入 16.2 亿元，同增 61%，在 Tiktok 平台实现家居类目第一的销量。

乐歌股份主要业务模式为跨境电商，产品为智能家居/健康办公产品。为赋能自身跨境电商业务和服务广大中小外贸企业，延伸开拓了公共海外仓项目。23 年实现营业收入 39 亿元，同增 22%，出口收入占比 92%。23 年智能家居业务营收 29.5 亿元，海外仓业务营收 9.5 亿元。24H1 海外仓业务实现收入 8.5 亿元，同增 130%，占比总营收提升至 35%；毛利率 15%，同增 2.3pct。截止 24H1，乐歌海外仓已累计服务超过 778 家出海企业，上半年处理包裹超过 400 万个，同增 120%+。截止 24.07，公司在全球拥有 17 个自营海外仓，面积 48 万平方米。

23 年乐歌海外仓成为 Fedex 全球 Top100 客户，随着服务客户数量和全年发件量的增加，规模优势不断凸显。22-23 年期间，乐歌在“小仓换成大仓”过程中，提前以较低价格在美国核心港口区储备了 5000 亩工业物流用地，满足未来自建仓需求。自建海外仓持有成本是租赁海外仓成本的 1/3 到 1/2，通过提高自建海外仓占比，可以有效增加盈利空间。

农业：李淼、冯鹤发布农业行业周报：二育集中出栏导致猪价短期调整，上行趋势不变。

上周（8 月 19-25 日）农业板块下跌 7.2%。上周农业板块下跌 7.2%，位列申万一级行业第 30 名。子行业中，仅有水产养殖（+0.4%）有所上涨，其他子行业均有不同程度的下跌，生猪养殖（-9.5%）跌幅最大，动物保健（-6.6%）、种子（-5.7%）、畜禽饲料（-5.3%）、肉鸡养殖（-4.9%）也有不同程度的下跌。

二育阶段性集中出栏导致的猪价调整或已接近尾声，猪价仍处于上行趋势之中。根据 Wind 数据，全周生猪均价 20.4 元/公斤，环比-3.4%。涌益数据显示上周 15kg 仔猪价格为 685 元/头，环比-0.4%；50kg 二元母猪价格为 1661 元/头，环比持平。上周生猪出栏体重环比+0.30 至 126.47kg/头。上周猪价显著下跌，其背后或来自于二育的阶段性集中性出栏，数据上的证明来自于出栏体重：年初出栏均重显著上升之后，在 4 月中下旬和 6 月中下旬有过明显的冲高回落的过程，150kg 以上大体重猪出栏占比在

这一阶段也同样是冲高回落，而近期的 150kg 以上大体重猪出栏占比再度快速提升，7月底尚在 5%左右，而近期攀升至 6.9%的 2月以来的最高值。但是，虽然二育集中出栏会阶段性对猪价造成压力，但 4月和 6月均未改变猪价上行趋势，4月和 6月猪价最大跌幅分别在 0.5元/kg和 1.6元/kg。而 8月以来猪价最大跌幅已经达到 1.2元/kg。我们认为，二育短期性的集中出栏或已接近尾声，未来将逐渐进入开学、中秋、国庆等猪肉消费的旺季，猪价调整或也已经接近尾声，猪价将重新回到上行趋势当中，且高点和持续时间值得期待，市场预期也将向猪价的强现实靠拢，且当前主要公司的股价也已降至低点，建议重点关注生猪养殖板块。个股层面建议关注牧原股份、温氏股份、神农集团、天康生物、华统股份等。

上周普水上涨，特水小幅下跌，重点关注海大集团。普水方面，上周草鱼塘口均价为 6.3元/斤，环比+1.9%，同比+11%；鲫鱼塘口价 9.6元/斤，环比 0%，同比+26%；鲤鱼塘口均价为 6.1元/斤，环比+1.1%，同比+16%；罗非鱼塘口均价为 5.5元/斤，环比+3.8%，同比+22%。特水方面，生鱼塘口均价为 9.1元/斤，环比-3.2%，同比+8%，加州鲈鱼塘口均价为 19.0元/斤，环比-5.0%，同比+23%；黄颡鱼塘口均价为 15.3元/斤，环比-1.6%，同比+39%。对虾方面，全国对虾塘口均价为 20.7元/斤，环比+3.9%，同比+5%。原材料方面，上周鱼粉价格环比-1.4%，豆粕价格环比+0.3%，玉米价格环比-0.02%。我们认为，今年水产品供需格局改善，水产价格逐步上行，行业景气修复，水产饲料销售也将受益。同时，行业格局或将进一步向龙头集中，重点关注海大集团。

上周鸡苗和毛鸡价格环比小幅下降，关注下游养殖利润修复。根据 Mysteel 数据，上周白羽肉鸡苗均价为 3.2元/羽，环比-2.2%，毛鸡均价为 3.7元/羽，环比-3.6%。我们认为，随着需求的恢复和毛鸡价格的上涨，以及今年以来饲料成本的下降，白鸡的养殖、屠宰及肉制品加工业务的利润有望改善，行业整体景气度有望上行。建议关注圣农发展、禾丰股份、益生股份、民和股份等。

政策加强种子行业的金融支持，关注今年转基因种植、制种等进展。8月 5日人民银行等 5部门印发《关于开展学习运用“千万工程”经验加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，要求实施金融保障粮食安全专项行动、实施巩固拓展金融帮扶成效专项行动等。并“支持符合条件的种业企业上市、挂牌融资和再融资，开展投资并购和兼并重组，助力提升自主创新能力”。我们认为，近年来种业相关政策持续推进，种业发展进入到种业机遇期，其中转基因种子的发展是重点，23年底以来农业农村部先后发放了转基因玉米大豆种子生产经营许可证和转基因安全证书。我们认为，转基因相关政策持续推进，转基因推广将进入加速期，行业迎来新机遇，龙头公司得益于技术和资金实力将最为受益。关注今年转基因制种计划等。个股层面，建议关注拥有技术优势和先发优势的大北农、隆平高科、登海种业等。

宠物食品经营表现亮眼。海外销售方面，海外需求稳中向好，相关企业业绩稳定增长。国内销售方面，相关企业积极完善供应链、发力品牌建设，自主品牌快速发展。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

投资建议：1）、生猪养殖。猪价上涨仍在途中，且高点值得期待。关注具有成本优势的牧原股份、温氏股份、神农集团等。2）、水产饲料。主要水产品价格景气修复，水产饲料行业将逐步受益，建议关注海大集团。3）、白羽肉鸡。行业景气度有望修复，建议关注益生股份、圣农发展、禾丰股份、民和股份。4）、宠物食品。经营表现亮眼，建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。5）、种子板块。转基因商业化正式开启，关注拥有技术优势的大北农、隆平高科、登海种业。

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: The short-term catalyst is not realized, and we suggest gradually increase the medium and long-term positions. In our July investment report, we pointed out that there may be two important catalysts in the second half of the year: one is the medium-term dividend of liquor companies, and the other is the upward inflection point of raw milk prices. Judging from this year's interim report and performance exchanges, only Kweichow Moutai and Yanghe Co., Ltd. announced medium and long-term high dividend plans, which failed to form a plate effect. In addition, listed dairy companies have adjusted the inflection point of raw milk prices, which is expected to be postponed by 1-2 quarters. Therefore, September will begin to enter a no catalyst period of performance, and the stock price will be more dominated by capital. At present, the trading volume of A and H markets is sluggish, and the willingness of capital inflow is not strong, so we continue to be cautious in the short term, but continue to be optimistic in the medium and long term. It is mainly based on two points: first, in the next 6-12 months, the uncertainty of the domestic and foreign economic environment will increase, and the performance of the consumer staple industry will be relatively stable; Second, in the next few quarters, there is a high probability of entering a global interest rate cut cycle, and China may still follow on the basis of low interest rates. At present, we continue to take "stable performance and high dividends" as the criterion, and include Master Kong, Uni-President Enterprise, Shuanghui Development, Yili Shares, Mengniu Dairy, China Feihe, Kweichow Moutai, and Wuliangye on our watchlist. For other consumer industry targets, we prefer China Duty Free, Tongcheng Travel, Huali Group, Heilan Home, TCL Electronics, 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.

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, 000100.CH, 300303.CH 及 002311.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, 000100.CH, 300303.CH and 002311.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, 000100.CH 及 300303.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, 000100.CH and 300303.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的12个月中从603589.CH, 000100.CH, 300303.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, 000100.CH, 300303.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

评级分布 Rating Distribution

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.

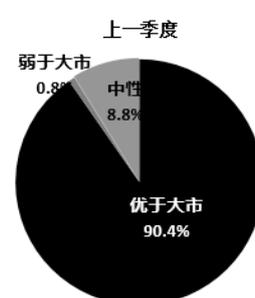
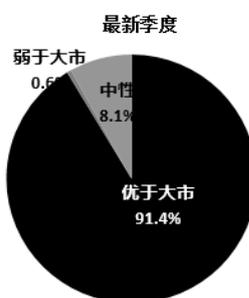
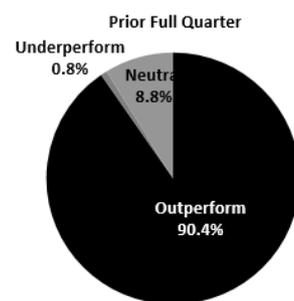
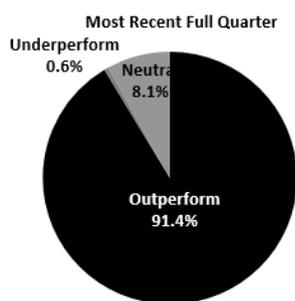
Analyst Stock Ratings

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.



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进行了股票评级、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 盟浪并不因此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:

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

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

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 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>