

Huijing Yan  
 hj.yan@htisec.com

 Bisheng Cheng  
 bs.cheng@htisec.com

 Yuxuan Zhang  
 yx.zhang@htisec.com

 Jasmine Wu  
 jasmine.wu@htisec.com

# 调味品营收环比加速，乳品&休食盈利改善

## 投资要点：

- 调味品板块：24Q3 收入增长环比加速，盈利能力延续修复。** 24Q1-3 调味品板块上市公司总计收入/扣非归母净利润分别同比+7.53%/+9.2%至 456.31/76.95 亿元，Q3 单季度分别同比 11.03%/+14.3%至 148.55/23.45 亿元，收入增长环比 Q2 有所加速，大豆、包材等原材料成本下降带动毛利率延续修复，同时销售费用、管理费用管控良好，共同驱动扣非归母净利率同比提升。Q3 各细分板块收入表现看，酱油板块增长环比 Q2 有所加速，其中海天凸显龙头韧性，延续稳健增长；中炬改革成效初步显现，收入恢复正增长；千禾受高基数、主动控货等影响，有所承压。复调板块均实现正增长，其中 2B 为主的日辰、宝立受部分餐饮客户需求较差影响，增长环比放缓；天味中式复调快速增长、火锅调料止跌回升，恢复双位数增长；安琪受益于国内下游需求回暖、国外渠道效率提升，增长亮眼；涪陵榨菜改革初见成效，动销环比改善，收入止跌回升。
- 乳制品板块：营收增速短期承压，降本增效释放盈利弹性。** 24Q3 乳制品行业受终端需求较弱等因素影响，整体板块营收同比承压，然而环比表现由负转正，春节备货 Q4 收入有望进一步改善；利润表现方面，受益于原奶价格下行及整体费用率管控良好，整体板块利润端表现亮眼。展望 24 年四季度及 25 年，我们认为随着消费复苏情况逐步回暖，低基数下常温液奶有望恢复增长，且原奶供需有望达到新平衡，我们预计行业整体表现将有望进一步改善。24Q1-3 乳制品板块上市公司总计收入/归母净利润分别同比-8.26%/+10.88%至 1298.32/118.22 亿元，其中 24Q3 单季分别同比-7.43%/+4.45%至 421.16/34.16 亿元。
- 休闲食品板块：单三季度收入有所放缓，但盈利能力明显改善。** 24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业（A 股）总计收入/归母净利润分别同比+14.44%/ +19.07%至 294.88/21.59 亿元，其中 24Q3 单季分别同比+4.73%/+30.18%至 97.03/7.22 亿元。24Q3 休闲食品板块整体营收表现较上半年有所放缓，不过整体盈利能力较上半年有所提升，判断或主要系休闲食品企业在 25 年农历春节较早背景下，三季度主动调整销售库存节奏并优化费效比所致。此外分不同商业模式来看，24Q1-Q3 单品型公司/渠道型公司营收分别同比+13.92%/ +14.74%，24Q3 营收分别同比+9.05%/+2.04%。前三季度渠道型公司表现优于单品型公司表现，不过单品型公司 24Q3 表现有明显复苏。
- 投资建议。** 我们建议关注大众品板块中经营韧性更强，成本端有望逐步改善的龙头企业。建议重点关注海天味业、中炬高新、天味食品、伊利股份、洽洽食品。
- 风险提示。**（1）食品安全风险，（2）市场竞争加剧，（3）新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，（4）上游原材料成本大幅波动。

## 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2023	2024E	2025E	上期	本期
603288	海天味业	1.01	1.13	1.29	优于大市	优于大市
600872	中炬高新	2.17	0.98	1.12	优于大市	优于大市
603317	天味食品	0.43	0.56	0.66	优于大市	优于大市
600887	伊利股份	1.64	1.88	1.82	优于大市	优于大市
002557	洽洽食品	1.58	1.98	2.19	优于大市	优于大市

资料来源：Wind, HTI

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，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

## 目 录

---

1. 调味品板块：24Q3 收入增长环比加速，盈利能力延续修复 .....	6
2. 乳制品：营收增速短期承压，降本增效释放盈利弹性 .....	16
3. 休闲食品：单三季度收入有所放缓，但盈利能力明显改善 .....	26
4. 投资建议 .....	36
5. 风险提示 .....	36

## 图目录

图 1	调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况.....	6
图 2	调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利润情况.....	6
图 3	调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况.....	9
图 4	调味品行业成本指数走势（2015.1-2024.9）.....	9
图 5	主要包材、原材料价格走势（元/吨，2015.4-2024.10）.....	9
图 6	菜籽油、辣椒价格走势（2019.1-2024.9）.....	10
图 7	涪陵榨菜青菜头收购价格（元/吨，2022-2024）.....	10
图 8	调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率.....	11
图 9	调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率.....	11
图 10	调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率.....	12
图 11	调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率.....	12
图 12	调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利率情况.....	14
图 13	乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况.....	17
图 14	乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况.....	17
图 15	乳制品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况.....	19
图 16	国内主产区原奶价格及同比增速.....	20
图 17	恒天然原奶价格及同比增速.....	20
图 18	进口奶粉单价及同比增速.....	20
图 19	恒天然奶粉拍卖价（美元/吨）.....	20
图 20	大洋洲、欧盟脱脂奶粉价格（美元/吨）.....	20
图 21	美国脱脂奶粉价格（美元/吨）.....	20
图 22	大洋洲、欧盟全脂奶粉价格（美元/吨）.....	20
图 23	乳制品板块上市公司 2018 年以来销售费用率情况.....	21
图 24	乳制品板块上市公司 2018 年以来管理费用率情况.....	21
图 25	乳制品板块上市公司 2018 年以来研发费用率情况.....	22
图 26	乳制品板块上市公司 2018 年以来期间费用率情况.....	22
图 27	乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况.....	24
图 28	休闲食品上市公司（A 股）2018 年以来营业总收入情况.....	27
图 29	休闲食品上市公司（A 股）2018 年以来归母净利润情况.....	27
图 30	休闲食品上市公司（A 股）中单品型公司 2018 年以来毛利率情况.....	28

图 31	休闲食品上市公司（A 股）中渠道型公司 2018 年以来毛利率情况.....	29
图 32	休闲食品主要包材、原材料价格走势.....	30
图 33	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2018 年以来销售费用率.....	31
图 34	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2018 年以来销售费用率.....	31
图 35	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2018 年以来管理费用率.....	31
图 36	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2018 年以来管理费用率.....	31
图 37	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2018 年以来研发费用率.....	31
图 38	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2018 年以来研发费用率.....	31
图 39	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2018 年以来期间费用率.....	32
图 40	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2018 年以来期间费用率.....	32
图 41	休闲食品上市公司（A 股）单品型公司 2018 年以来归母净利率情况.....	33
图 42	休闲食品上市公司（A 股）渠道型公司 2018 年以来归母净利率情况.....	33

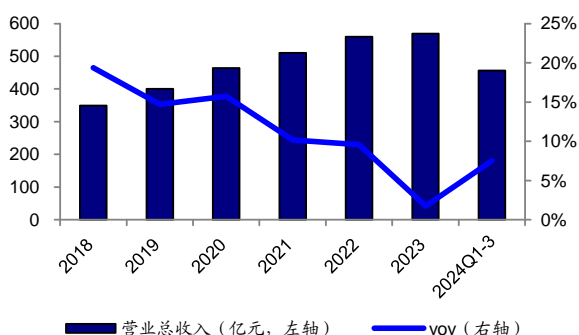
## 表目录

表 1	调味品板块上市公司营业总收入及同比增速情况.....	8
表 2	调味品板块上市公司毛利率情况.....	10
表 3	调味品板块上市公司销售费用率及同比变动情况.....	12
表 4	调味品板块上市公司管理费用率及同比变动情况.....	13
表 5	调味品板块上市公司期间费用率及同比变动情况.....	13
表 6	调味品板块上市公司扣非归母净利率及同比变动情况.....	15
表 7	调味品板块上市公司现金流情况.....	15
表 8	调味品行业可比公司估值表.....	16
表 9	乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况.....	18
表 10	乳制品板块上市公司毛利率情况.....	19
表 11	乳制品板块上市公司销售费用率情况.....	22
表 12	乳制品板块上市公司管理费用率情况.....	23
表 13	乳制品板块上市公司期间费用率情况.....	23
表 14	乳制品板块上市公司归母净利率情况.....	25
表 15	乳制品板块上市公司现金流情况.....	25
表 16	乳制品行业可比公司估值表.....	26
表 17	休闲食品上市公司(A股)营业总收入及同比增速情况(24Q1-Q3 以及 24Q3) .....	27
表 18	休闲食品上市公司(A股)毛利率情况(24Q1-Q3 以及 24Q3) .....	29
表 19	休闲食品上市公司(A股)销售/管理/期间费用率情况(24Q1-Q3 以及 24Q3) .....	32
表 20	休闲食品上市公司(A股)归母净利率情况(24Q1-Q3 以及 24Q3) .....	33
表 21	休闲食品上市公司(A股)合同负债/预收账款以及存货情况(24Q1-Q3) .....	34
表 22	休闲食品上市公司(A股)现金流情况(24Q1-Q3 以及 24Q3) .....	35
表 23	休闲食品行业可比公司估值表(截止 2024/11/01) .....	35

## 1. 调味品板块：24Q3 收入增长环比加速，盈利能力延续修复

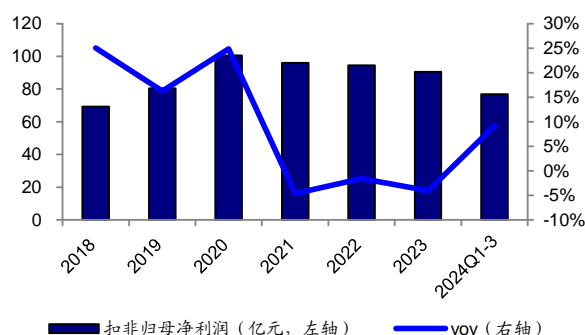
24Q3 调味品板块收入增长环比 Q2 有一定加速，各细分板块的增长环比均有一定加速，扣非利润端也呈现环比加速趋势。24 年前三季度调味品板块上市公司总计收入/扣非归母净利润分别同比+7.53%/+9.2%至 456.31/76.95 亿元。单季度看，24Q1、24Q2、24Q3 收入增速分别为 6.61%、5.15%、11.03%，扣非归母净利润增速分别为 10.82%、2.51%、14.3%，Q3 收入、利润增长环比 Q2 均有所加速。

图1 调味品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind，HTI

图2 调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利润情况



资料来源：Wind，HTI

具体各细分板块的 Q3 收入表现看，酱油板块增长环比 Q2 有所加速，其中海天延续稳健增长，中炬收入恢复正增长，但因为仍处改革期，增长缓慢，千禾因为高基数、主动控货调整，收入同比有所下滑；食醋板块，恒顺因为仍处改革调整期，收入仍旧承压；复调板块均实现正增长，其中日辰、宝立因为下游部分客户受消费环境疲软影响所致，收入增长放缓，天味因为中式复调快速增长、火锅调料止跌回升，收入恢复双位数增长；安琪酵母因为国内、国外需求恢复较好，收入增长较快；涪陵榨菜益于公司强化针对性推广、重塑 2 元价格带产品以及改革优化成果逐步显现，收入止跌回升。

### ➤ 酱油：海天表现稳健，彰显龙头优势

① **海天味业**：24Q3 收入实现稳健增长，同比+9.83%，各产品增速为酱油（8.72%）、调味酱（10.17%）、蚝油（7.83%）、其他（15.08%）。前三季度和 Q3 海天收入表现均优于酱油子板块，其中其他产品表现较为亮眼，我们认为或与公司积极丰富产品矩阵、推进渠道变革，强化在产品 and 渠道端的竞争力有关。

② **中炬高新**：24Q3 收入恢复正增长，同比+2.23%，各产品增速为酱油（0.47%）、鸡精鸡粉（13.99%）、食用油（-9.16%）、其他（-9.05%）。Q3 收入弱于酱油子板块，我们认为主要系公司仍处在内部变革期，期待后续改革成效进一步显现。

③ **千禾味业**：24Q3 收入下滑，同比-12.63%。24Q3 表现弱于酱油子板块，主要系去年同期基数较高（23Q3 收入增速为 48.45%），另外也受公司主动控货调整等影响。公司正在积极强化营销网络建设，加快渠道开发，期待后续经营改善。

➤ **食醋：恒顺仍处调整期**

**恒顺醋业：**24Q3 收入同比+5.64%，各产品增速为醋系列（-0.3%）、酒系列（0.23%）、酱系列（26.11%）。Q3 表现承压，我们认为主要系内部仍处于改革调整期。

➤ **复合调味品：天味恢复双位数增长**

①**天味食品：**24Q3 收入恢复双位数增长，同比+10.93%，各产品增速为火锅调料（1.14%）、中式菜品调料（18.07%）、香肠腊肉（19.68%）。24Q3 中式菜调收入快速增长，我们认为或受益于食萃食品表现亮眼，我们预计随着火锅底料旺季来临、冬调发力，公司全年 10% 收入激励目标有望顺利达成。

②**日辰股份：**24Q3 收入同比+6.45%，各主要渠道增速为餐饮（20.83%）、食品加工（-9.06%）、品牌定制（18.91%）。24Q3 增长环比放缓，我们预计主要系部分老客户受消费环境疲软影响所致，老客户的后续恢复、新客户的突破值得期待。

③**宝立食品：**24Q3 收入同比+4.06%，各产品增速为复合调味料（0.7%）、轻烹解决方案（9.64%）、饮品甜点配料（-5.69%）。24Q3 增长环比放缓，主要系复调老客户受消费环境疲软影响所致。

➤ **酵母：安琪海外增速亮眼**

**安琪酵母：**24Q3 收入同比+27.17%，其中酵母及深加工产品收入增速为 17.76%。分市场来看，国外增速 30.2%、国内增速 20.7%，我们认为主要系国内需求有所回暖，同时国外市场突破取得较好成效。

➤ **榨菜：收入止跌回升**

**涪陵榨菜：**24Q3 收入止跌回升，同比+6.8%，我们认为或受益于公司强化针对性推广、重塑 2 元价格带产品以及改革优化成果逐步显现。

表 1 调味品板块上市公司营业总收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)				同比增速			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>								
海天味业	203.99	62.43	64.62	76.94	9.38%	9.83%	7.98%	10.21%
中炬高新	39.46	13.28	11.34	14.85	-0.17%	2.23%	-11.96%	8.64%
千禾味业	22.88	6.99	6.94	8.95	-1.85%	-12.63%	-2.53%	9.28%
<b>合计</b>	<b>266.34</b>	<b>82.71</b>	<b>82.90</b>	<b>100.73</b>	<b>6.81%</b>	<b>6.25%</b>	<b>3.83%</b>	<b>9.89%</b>
<b>食醋</b>								
恒顺醋业	15.31	5.27	5.44	4.60	-6.51%	5.64%	3.36%	-24.89%
<b>复合调味品</b>								
天味食品	23.64	8.97	6.14	8.53	5.84%	10.93%	-6.80%	11.34%
日辰股份	2.97	1.10	0.96	0.92	11.78%	6.45%	15.58%	14.73%
宝立食品	19.30	6.57	6.49	6.24	9.72%	4.06%	10.29%	15.72%
<b>合计</b>	<b>45.92</b>	<b>16.63</b>	<b>13.59</b>	<b>15.69</b>	<b>7.81%</b>	<b>7.82%</b>	<b>2.16%</b>	<b>13.24%</b>
<b>酵母</b>								
安琪酵母	109.12	37.38	36.92	34.83	13.05%	27.17%	11.31%	2.53%
<b>榨菜</b>								
涪陵榨菜	19.62	6.57	5.57	7.49	0.56%	6.81%	-3.37%	-1.53%
<b>板块合计</b>	<b>456.31</b>	<b>148.55</b>	<b>144.43</b>	<b>163.34</b>	<b>7.53%</b>	<b>11.03%</b>	<b>5.15%</b>	<b>6.61%</b>

资料来源: Wind, HTI

**24Q3 毛利率延续提升。**成本端，因为大豆、包材等部分原材料成本下降，24Q3 调味品板块整体毛利率同比+0.91pct。24Q3 各细分子板块毛利率分别同比酱油+2.37pct、食醋+9.47pct、复合调味品+0.12pct、酵母-3.62pct、榨菜+10.48pct。

➤ **酱油：成本下降，中炬毛利率提升最为显著**

①**海天味业**：24Q3 毛利率同比+2.07pct 至 36.61%，延续 H1 提升态势，我们预计主要系原材料成本下降，同时公司进行提质增效也有一定贡献。②**中炬高新**：24Q3 毛利率同比+4.95pct 至 38.82%，延续 H1 提升态势，我们预计主要系原材料成本下降、产品结构优化所致。③**千禾味业**：24Q3 毛利率同比+0.67pct 至 37.54%，我们预计主要系成本下降、产品结构有所优化等影响。

➤ **食醋：恒顺毛利率修复明显**

**恒顺醋业**：24Q3 毛利率同比+9.47pct 至 35.61%，我们预计主要系 23Q3 同期基数较低，同时原材料成本下降、产品结构变化所致。

➤ **复合调味品：天味毛利率有所修复**

①**天味食品**：24Q3 毛利率同比+0.76pct 至 38.83%，主要系原材料成本回落与产品结构优化。②**日辰股份**：24Q3 毛利率同比+0.61pct 至 39.04%，我们预计主要系成本下降所致。③**宝立食品**：24Q3 毛利率同比-1.06pct 至 31.28%，我们预计主要系产品结构变化、促销力度有所加大影响。

➤ **酵母：产品结构变化、促销力度加大，安琪毛利率同比下降**

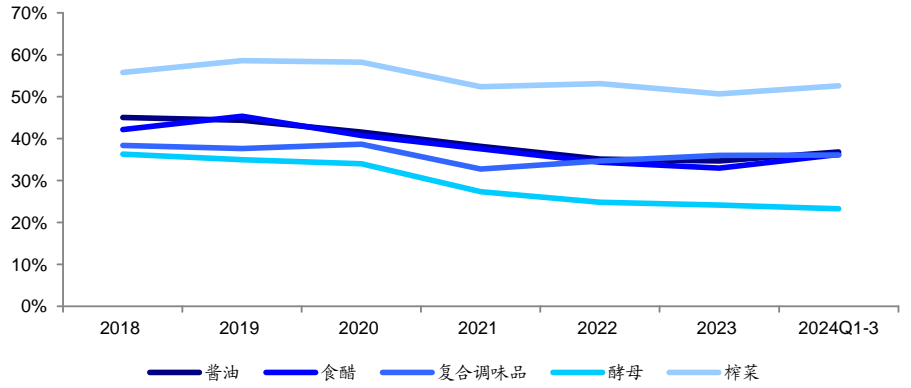
**安琪酵母**：24Q3 毛利率同比-1.06pct 至 21.35%，我们预计主要系产品结构变化、促销力度加大等原因所致。



➤ 榨菜：青菜头成本回落、榨菜占比提升，毛利率提升显著

涪陵榨菜：24Q3 毛利率同比 10.48pct 至 56.17%，我们认为受益于青菜头成本回落与高毛利率榨菜收入占比提升。

图3 调味品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况

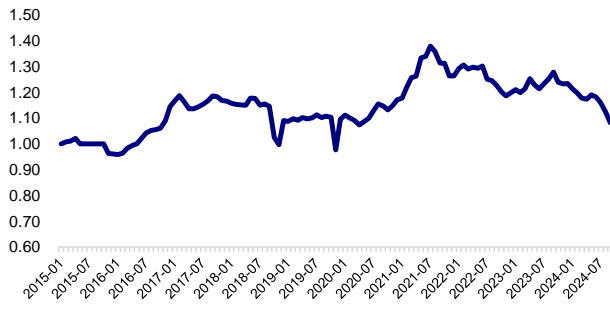


资料来源：Wind, HTI

成本端，酱油行业主要原材料大豆、白砂糖、塑料瓶、玻璃瓶、纸箱等，2024Q3 大豆、白砂糖、塑料瓶、玻璃瓶价格同比 23Q3 均有一定下降。

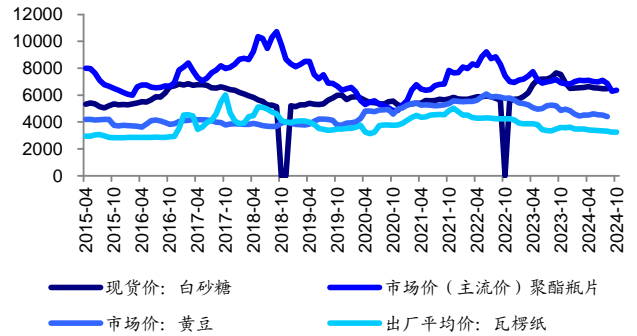
另外，据 2023.3.29、2024.4.7 涪陵榨菜投资者关系活动记录表披露，涪陵榨菜 2022、2023、2024 年收购青菜头的平均价格分别为 800 元/吨、1100 元/吨、800 元/吨。

图4 调味品行业成本指数走势 (2015.1-2024.9)



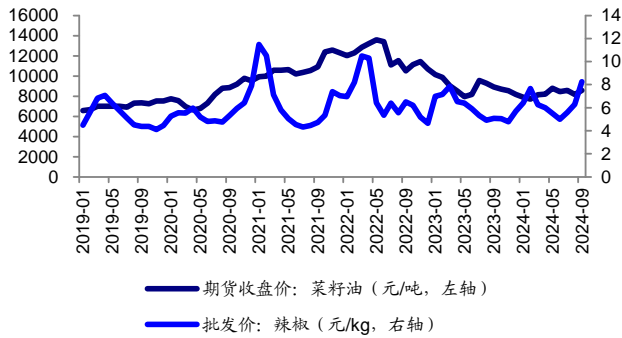
资料来源：wind, HTI

图5 主要包材、原材料价格走势 (元/吨, 2015.4-2024.10)



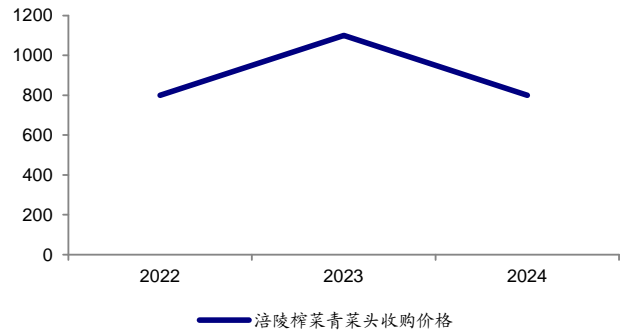
资料来源：Wind, HTI

图6 菜籽油、辣椒价格走势（2019.1-2024.9）



资料来源: wind, HTI

图7 涪陵榨菜青菜头收购价格 (元/吨, 2022-2024)



资料来源: 2023.3.29、2024.4.7 涪陵榨菜投资者关系活动记录, HTI

表2 调味品板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率				毛利率同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>								
海天味业	36.78%	36.61%	36.33%	37.31%	1.29	2.07	1.60	0.38
中炬高新	37.36%	38.82%	36.17%	36.98%	4.79	4.95	3.64	5.57
千禾味业	36.20%	37.54%	35.16%	35.96%	-1.60	0.67	-2.28	-3.07
合计	36.82%	37.04%	36.21%	37.14%	1.57	2.37	1.60	0.85
<b>食醋</b>								
恒顺醋业	36.22%	35.61%	32.46%	41.38%	3.42	9.47	-4.00	6.29
<b>复合调味品</b>								
天味食品	39.28%	38.83%	33.33%	44.05%	2.39	0.76	2.19	3.44
日辰股份	38.49%	39.04%	38.05%	38.28%	-0.68	0.61	-2.49	-0.43
宝立食品	31.80%	31.28%	32.10%	32.04%	-2.10	-1.06	-2.38	-3.05
合计	36.09%	35.86%	33.07%	38.94%	0.29	0.12	-0.12	0.58
<b>酵母</b>								
安琪酵母	23.28%	21.35%	23.92%	24.66%	-1.39	-3.62	0.28	-0.74
<b>榨菜</b>								
涪陵榨菜	52.63%	56.17%	49.18%	52.11%	1.90	10.48	0.38	-4.17
板块合计	34.17%	33.76%	33.13%	35.46%	0.65	0.91	0.64	0.45

资料来源: Wind, HTI

24Q3 销售费用率、管理费用率保持平稳，财务费用率提升导致期间费用率略有提升。24Q3 调味品板块期间费用率略有上行，主要系财务费用率提升，销售费用率、管理费用率保持平稳。24Q3 调味品板块期间费用率同比+0.22pct 至 13.63%，销售费用率同比-0.16pct 至 7.55%、管理费用率同比-0.04pct 至 6.55%，财务费用率同比+0.41pct 至-0.48%，销售费用率、管理费用率下行，我们预计或与相关公司进行费用精细化管理、降本增效有关。

➤ 酱油：中炬销售费用率控制明显

①海天味业：24Q3 销售费用率同比-0.01pct 至 5.58%；管理费用率同比+1.08pct 至 5.98%。②中炬高新：24Q3 销售费用率同比-1.86pct 至 6.26%，我们预计主要系公司主动收缩市场投入；管理费用率同比+0.39pct 至 9.84%。③千禾味业：24Q3 销售费用率同比+2.98pct 至 14.93%，我们预计主要系竞争加剧，相关市场费用增加所致；管理费用率同比-0.37pct 至 6.63%。

➤ **食醋：加大市场投入，恒顺销售费用率提升**

**恒顺醋业：**24Q3 销售费用率同比+6.04pct 至 18.81%，我们预计为了收入增长，加大费用投放所致；管理费用率同比+0.85pct 至 10.05%，主要系研发费用率提升。

➤ **复合调味品：天味销售费用率显著下降**

①**天味食品：**24Q3 销售费用率同比-7.78pct 至 7.81%，我们认为或与公司费用投放结构调整、广告费用季度间波动有关；管理费用率同比-0.55pct 至 6.48%。

②**日辰股份：**24Q3 销售费用率同比+1.13pct 至 7.1%，我们预计为了收入增长，加大费用投放所致；管理费用率同比-8.23pct 至 3.23%。

③**宝立食品：**24Q3 销售费用率同比+0.93pct 至 13.14%，我们预计主要系加大了空刻的市场费用投放所致；管理费用率同比+0.08pct 至 4.57%。

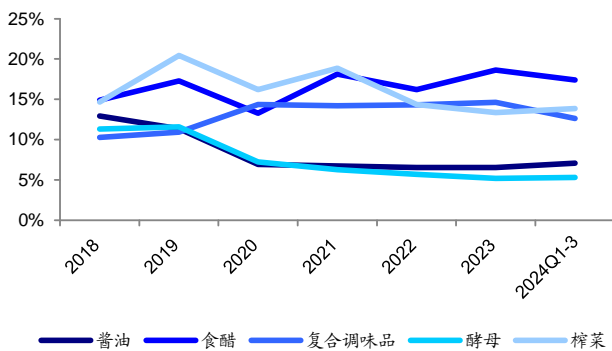
➤ **酵母：规模效应显现，安琪管理费用率下降较多**

**安琪酵母：**24Q3 销售费用率同比-0.1pct 至 5.59%；管理费用率同比-2.04pct 至 6.82%，我们预计主要系收入增长较快，带来了较强的规模效应。

➤ **榨菜：加强市场推广，销售费用率提升明显**

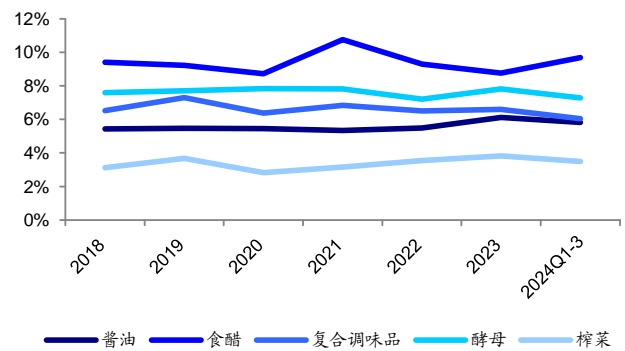
**涪陵榨菜：**24Q3 销售费用率同比+5.5pct 至 17.24%，我们认为主与旺季公司加强地面推广力度有关；管理费用率同比+0.13pct 至 3.55%。

图8 调味品板块上市公司 2018 年以来销售费用率



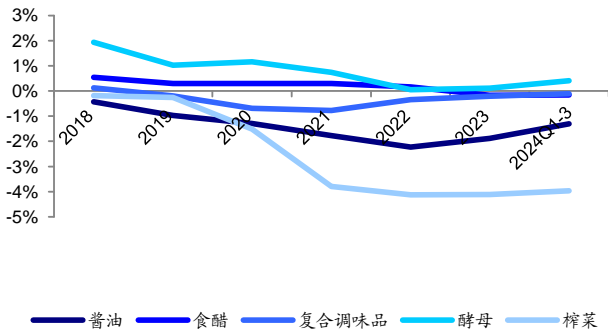
资料来源：Wind，HTI

图9 调味品板块上市公司 2018 年以来管理费用率



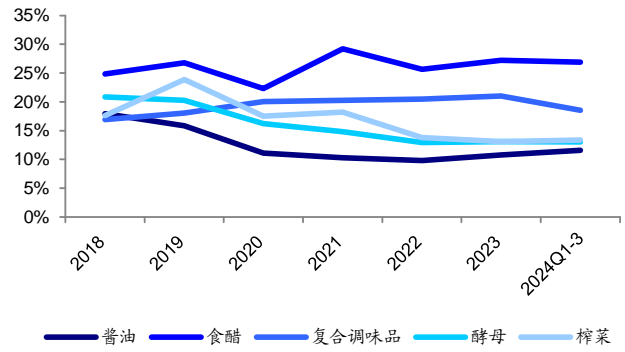
资料来源：Wind，HTI

图10 调味品板块上市公司 2018 年以来财务费用率



资料来源: Wind, HTI

图11 调味品板块上市公司 2018 年以来期间费用率



资料来源: Wind, HTI

表 3 调味品板块上市公司销售费用率及同比变动情况

证券简称	销售费用率				销售费用率同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>								
海天味业	5.87%	5.58%	6.60%	5.50%	0.43	-0.01	1.03	0.27
中炬高新	9.27%	6.26%	14.83%	7.73%	0.90	-1.86	6.43	-0.85
千禾味业	14.02%	14.93%	15.96%	11.82%	1.70	2.98	2.48	0.12
合计	7.08%	6.48%	8.51%	6.39%	0.52	-0.18	1.78	0.08
<b>食醋</b>								
恒顺醋业	17.39%	18.81%	16.32%	17.02%	3.63	6.04	0.07	4.61
<b>复合调味品</b>								
天味食品	11.88%	7.81%	10.70%	17.02%	-2.22	-7.78	-0.72	2.18
日辰股份	7.37%	7.10%	6.96%	8.11%	0.22	1.13	-1.21	0.49
宝立食品	14.34%	13.14%	15.06%	14.85%	0.07	0.93	0.25	-1.24
合计	12.62%	9.87%	12.52%	15.64%	-1.11	-3.70	-0.20	0.73
<b>酵母</b>								
安琪酵母	5.32%	5.59%	5.49%	4.84%	0.06	-0.10	0.56	-0.37
<b>榨菜</b>								
涪陵榨菜	13.86%	17.24%	12.09%	12.21%	0.45	5.50	2.74	-5.63
板块合计	7.85%	7.55%	8.55%	7.51%	0.28	-0.16	1.20	-0.14

资料来源: Wind, HTI

表 4 调味品板块上市公司管理费用率及同比变动情况

证券简称	管理费用率				管理费用率同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>								
海天味业	4.98%	5.98%	5.14%	4.02%	0.32	1.08	0.42	-0.38
中炬高新	10.08%	9.84%	11.45%	9.24%	0.43	0.39	1.59	-0.38
千禾味业	5.91%	6.63%	5.80%	5.44%	-0.80	-0.37	-0.74	-1.15
<b>合计</b>	<b>5.81%</b>	<b>6.66%</b>	<b>6.06%</b>	<b>4.91%</b>	<b>0.17</b>	<b>0.78</b>	<b>0.35</b>	<b>-0.46</b>
<b>食醋</b>								
恒顺醋业	9.69%	10.05%	8.29%	10.93%	1.29	0.85	0.15	2.97
<b>复合调味品</b>								
天味食品	6.97%	6.48%	8.86%	6.13%	-0.83	-0.55	-0.78	-0.90
日辰股份	8.99%	3.23%	11.19%	13.60%	-4.20	-8.23	-1.96	-1.87
宝立食品	4.44%	4.57%	4.46%	4.30%	-0.47	0.08	-1.12	-0.39
<b>合计</b>	<b>6.04%</b>	<b>5.51%</b>	<b>6.92%</b>	<b>5.84%</b>	<b>-0.90</b>	<b>-0.78</b>	<b>-1.14</b>	<b>-0.77</b>
<b>酵母</b>								
安琪酵母	7.28%	6.82%	7.22%	7.84%	-0.71	-2.04	-0.90	0.74
<b>榨菜</b>								
涪陵榨菜	3.49%	3.55%	4.30%	2.83%	0.05	0.13	0.61	-0.44
<b>板块合计</b>	<b>6.22%</b>	<b>6.55%</b>	<b>6.45%</b>	<b>5.70%</b>	<b>-0.09</b>	<b>-0.04</b>	<b>-0.08</b>	<b>-0.17</b>

资料来源: Wind, HTI

表 5 调味品板块上市公司期间费用率及同比变动情况

证券简称	期间费用率				期间费用率同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>								
海天味业	9.28%	10.46%	9.45%	8.19%	1.20	1.77	1.95	0.11
中炬高新	19.39%	16.14%	26.51%	16.86%	1.49	-1.30	8.38	-1.27
千禾味业	18.65%	20.38%	20.33%	15.99%	0.56	2.47	2.09	-2.14
<b>合计</b>	<b>11.59%</b>	<b>12.21%</b>	<b>12.70%</b>	<b>10.16%</b>	<b>1.01</b>	<b>1.11</b>	<b>2.52</b>	<b>-0.31</b>
<b>食醋</b>								
恒顺醋业	26.92%	28.72%	24.43%	27.79%	4.94	7.12	0.17	7.46
<b>复合调味品</b>								
天味食品	18.66%	14.23%	19.26%	22.88%	-2.83	-8.05	-1.22	1.36
日辰股份	17.05%	10.90%	18.83%	22.54%	-3.93	-7.25	-3.06	-1.13
宝立食品	18.66%	17.72%	19.30%	18.97%	-0.36	1.01	-0.81	-1.56
<b>合计</b>	<b>18.56%</b>	<b>15.39%</b>	<b>19.25%</b>	<b>21.31%</b>	<b>-1.88</b>	<b>-4.33</b>	<b>-1.15</b>	<b>0.04</b>
<b>酵母</b>								
安琪酵母	13.01%	13.23%	12.57%	13.25%	-0.31	-1.98	0.29	0.54
<b>榨菜</b>								
涪陵榨菜	13.38%	17.08%	12.54%	10.77%	0.36	5.56	3.53	-6.51
<b>板块合计</b>	<b>13.22%</b>	<b>13.63%</b>	<b>13.72%</b>	<b>12.41%</b>	<b>0.48</b>	<b>0.22</b>	<b>1.55</b>	<b>-0.26</b>

资料来源: Wind, HTI

**24Q3 毛利率提升带动扣非归母净利率上行。**24Q3 调味品板块毛利率同比+0.91%至 33.76%，销售费用率同比-0.16pct 至 7.55%，管理费用率同比-0.04pct 至 6.55%，毛利率上行带来扣非归母净利率同比+0.45pct 至 15.79%。

➤ **酱油：中炬提升显著**

①**海天味业**：24Q3 扣非归母净利率同比-0.14pct 至 20.65%，其中毛利率和期间费用率均有所提升；②**中炬高新**：24Q3 扣非归母净利率同比+3.19pct 至 16.01%，主要系毛利率提升、销售费用率下降。③**千禾味业**：24Q3 扣非归母净利率同比-1.94pct 至 14.35%，主要系销售费用率提升较多所致。

➤ **食醋：恒顺修复明显**

**恒顺醋业**：24Q3 扣非归母净利率同比+1.83pct 至 4.59%，主要系 23Q3 同期基数较低，毛利率有所修复所致。

➤ **复合调味品：天味提升明显**

①**天味食品**：24Q3 扣非归母净利率同比+7.19pct 至 19.94%，主要系销售费用率缩减明显所致。②**日辰股份**：24Q3 扣非归母净利率同比+6.55pct 至 22.8%，主要系管理费用率下降较多所致。③**宝立食品**：24Q3 扣非归母净利率同比-2.02pct 至 9.04%，主要系销售费用率提升所致。

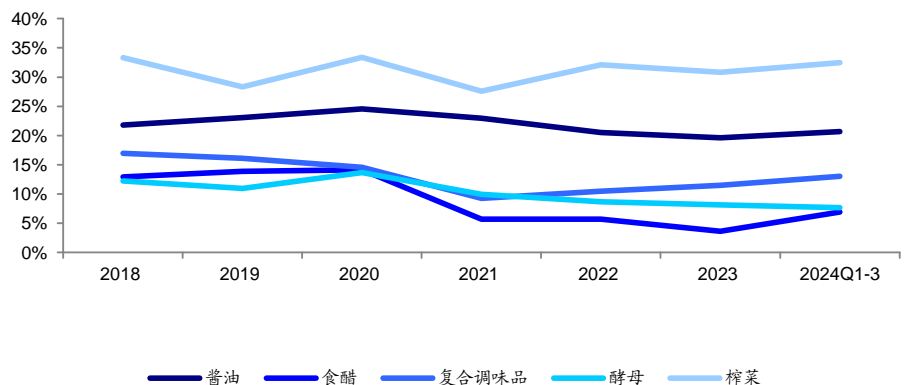
➤ **酵母：安琪略有下降**

**安琪酵母**：24Q3 扣非归母净利率同比-0.24pct 至 6.51%，主要系毛利率下降较多所致。

➤ **榨菜：毛利率提升，修复明显**

**涪陵榨菜**：24Q3 扣非归母净利率同比+4.44pct 至 32.32%，主要系毛利率提升显著所致。

图12 调味品板块上市公司 2018 年以来扣非归母净利率情况



资料来源：Wind，HTI

表 6 调味品板块上市公司扣非归母净利率及同比变动情况

证券简称	扣非归母净利率				扣非归母净利率同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>酱油</b>								
海天味业	22.62%	20.65%	22.67%	24.18%	0.36	-0.14	0.46	0.67
中炬高新	13.99%	16.01%	9.07%	15.94%	2.28	3.19	-2.74	5.37
千禾味业	15.15%	14.35%	13.63%	16.95%	-1.42	-1.94	-1.95	-0.74
<b>合计</b>	<b>20.70%</b>	<b>19.37%</b>	<b>20.06%</b>	<b>22.32%</b>	<b>0.64</b>	<b>0.38</b>	<b>0.12</b>	<b>1.26</b>
<b>食醋</b>								
恒顺醋业	6.90%	4.59%	6.63%	9.86%	-1.14	1.83	-2.34	-1.66
<b>复合调味品</b>								
天味食品	16.44%	19.94%	10.26%	17.22%	3.84	7.19	1.24	1.69
日辰股份	17.65%	22.80%	15.99%	13.22%	3.08	6.55	1.18	1.04
宝立食品	8.21%	9.04%	7.21%	8.39%	-2.08	-2.02	-2.12	-2.05
<b>合计</b>	<b>13.06%</b>	<b>15.82%</b>	<b>9.20%</b>	<b>13.47%</b>	<b>1.29</b>	<b>3.53</b>	<b>-0.31</b>	<b>0.12</b>
<b>酵母</b>								
安琪酵母	7.69%	6.51%	8.16%	8.46%	-0.69	-0.24	-0.30	-1.26
<b>榨菜</b>								
涪陵榨菜	32.46%	32.32%	29.78%	34.57%	1.55	4.44	-2.87	2.54
<b>板块合计</b>	<b>16.86%</b>	<b>15.79%</b>	<b>15.86%</b>	<b>18.73%</b>	<b>0.26</b>	<b>0.45</b>	<b>-0.41</b>	<b>0.71</b>

资料来源: Wind, HTI

**24Q3 经营性净现金增长显著。**24 前三季度调味品板块上市公司总计经营性净现金流/销售回款分别同比+0.05%/+1.23%至 68.77/471.24 亿元。单季度来看, 24Q3 经营性净现金流同比+39.22%至 41.07 亿元, 销售回款同比+9.25%至 169.25 亿元。

表 7 调味品板块上市公司现金流情况

证券简称	经营性净现金流量 (亿元)				同比增速			销售回款 (亿元)				同比增速				
	24Q1-3	Q3	Q2	Q1	24Q1-3	Q3	Q2	Q1	24Q1-3	Q3	Q2	Q1	24Q1-3	Q3	Q2	Q1
<b>酱油</b>																
海天味业	27.53	16.26	6.81	-5.54	-20.36%	87.14%	10.32%	-152.14%	196.38	72.59	66.15	57.65	-2.04%	12.48%	2.17%	-19.02%
中炬高新	9.14	3.22	1.89	4.03	8.20%	-16.32%	-28.53%	106.43%	43.97	13.87	13.46	16.64	0.38%	-7.12%	-5.35%	13.60%
千禾味业	3.77	0.98	1.17	1.63	20.09%	-45.61%	-10.95%	519443%	25.51	7.99	8.00	9.52	0.57%	-12.92%	2.00%	14.04%
<b>合计</b>	<b>40.44</b>	<b>20.46</b>	<b>19.87</b>	<b>0.11</b>	<b>-12.38%</b>	<b>42.68%</b>	<b>3.51%</b>	<b>-99.12%</b>	<b>265.86</b>	<b>94.45</b>	<b>87.60</b>	<b>83.81</b>	<b>-1.40%</b>	<b>6.55%</b>	<b>0.92%</b>	<b>-11.02%</b>
<b>食醋</b>																
恒顺醋业	2.89	0.95	2.32	-0.38	89.57%	275.03%	221.77%	-168.54%	15.99	5.36	6.30	4.33	-5.59%	7.67	4.24%	-26.77%
<b>复合调味品</b>																
天味食品	5.99	3.02	1.09	1.88	16.01%	-14.41%	147.71%	57.09%	26.06	10.02	7.05	8.98	-0.95%	-7.19%	-6.69%	12.96%
日辰股份	0.45	0.18	0.10	0.16	4.91%	-13.87%	13.54%	30.04%	3.03	1.02	0.87	1.14	9.87%	6.91%	0.18%	21.85%
宝立食品	2.90	1.13	0.99	0.77	10.05%	233.99%	102.75%	29.06%	21.53	7.23	7.37	6.93	11.30%	6.98%	21.77%	6.07%
<b>合计</b>	<b>9.34</b>	<b>4.33</b>	<b>2.19</b>	<b>2.82</b>	<b>33.03%</b>	<b>6.28%</b>	<b>114.05%</b>	<b>46.59%</b>	<b>50.62</b>	<b>18.27</b>	<b>15.29</b>	<b>17.05</b>	<b>4.56%</b>	<b>-1.29%</b>	<b>5.63%</b>	<b>10.58%</b>
<b>酵母</b>																
安琪酵母	11.19	12.08	5.70	-6.59	-2.20%	44.11%	217.18%	-622.85%	118.21	44.20	3.70	35.31	7.65%	22.19%	8.72%	-7.17%
<b>榨菜</b>																
涪陵榨菜	4.91	3.25	1.99	-0.34	88.93%	32.68%	21.87%	-77.25%	20.56	6.97	6.32	7.27	-0.84%	5.28%	-5.77%	-1.84%
<b>板块合计</b>	<b>68.77</b>	<b>41.07</b>	<b>32.08</b>	<b>-4.38</b>	<b>0.05%</b>	<b>39.22%</b>	<b>31.60%</b>	<b>-129.46%</b>	<b>471.24</b>	<b>169.25</b>	<b>154.21</b>	<b>147.78</b>	<b>1.23%</b>	<b>9.25%</b>	<b>3.07%</b>	<b>-8.20%</b>

资料来源: Wind, HTI

表 8 调味品行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE			PB		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
<b>酱油</b>												
603288.SH	海天味业	44.23	2,459.45	1.01	1.12	1.24	43.79	39.41	35.58	8.62	7.67	6.84
600872.SH	中炬高新	22.34	174.97	2.20	0.97	1.19	10.15	22.96	18.77	3.72	3.30	2.90
603027.SH	千禾味业	12.14	124.77	0.54	0.54	0.62	22.68	22.54	19.60	3.42	3.08	2.83
均值				1.25	0.88	1.02	25.54	28.31	24.65	5.25	4.68	4.19
<b>食醋</b>												
600305.SH	恒顺醋业	7.80	86.50	0.08	0.13	0.15	95.71	60.23	50.49	2.62	2.60	2.58
<b>复合调味品</b>												
603317.SH	天味食品	14.10	150.18	0.43	0.54	0.62	32.42	25.98	22.70	3.47	3.28	3.04
603755.SH	日辰股份	24.45	24.11	0.57	0.74	0.88	42.89	33.23	27.81	3.44	3.24	3.02
603170.SH	宝立食品	12.71	50.84	0.75	0.60	0.70	16.95	21.12	18.05	3.76	3.44	3.02
均值				0.58	0.63	0.73	30.75	26.78	22.85	3.56	3.32	3.03
<b>酵母</b>												
600298.SH	安琪酵母	36.74	319.14	1.47	1.57	1.81	24.99	23.38	20.28	3.17	2.88	2.61
<b>榨菜</b>												
002507.SZ	涪陵榨菜	15.18	175.16	0.72	0.75	0.81	21.08	20.25	18.64	2.12	1.99	1.85
均值				0.86	0.77	0.89	34.52	29.90	25.77	3.81	3.50	3.19

资料来源 Wind, HTI

注：收盘价为 2024 年 11 月 1 日价格，估值为 Wind 一致预期

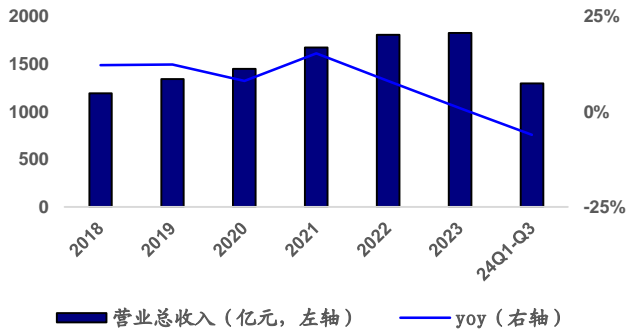
## 2. 乳制品：营收增速短期承压，降本增效释放盈利弹性

24Q3 乳制品行业受终端需求较弱等因素影响，整体板块营收同比承压，然而环比表现由负转正，春节备货 Q4 收入有望进一步改善；利润表现方面，受益于原奶价格下行及整体费用率管控良好，整体板块利润端表现亮眼。展望 24 年四季度及 25 年，我们认为随着消费复苏情况逐步回暖，低基数下常温液奶有望恢复增长，且原奶供需有望达到新平衡，我们预计行业整体表现将有望进一步改善。

24Q1-3 乳制品板块上市公司总计收入/归母净利润分别同比-8.26%/+10.88%至 1298.32/118.22 亿元，其中 24Q3 单季分别同比-7.43%/+4.45%至 421.16/34.16 亿元。24Q1-3 乳制品板块毛利率同比+1.58pct 至 31.39%，其中 Q3 单季同比+2.50pct 至 31.11%。24Q1-3 乳制品板块销售/管理/研发/财务/期间费用率同比+1.15pct/-0.02pct/+0.06pct/-0.19pct/+0.99pct 至 17.92%/3.93%/0.65%/-0.13%/22.36%，其中 24Q3 单季分别同比+1.16pct/-0.10pct/+0.13pct/-0.29pct/+0.89pct 至 18.11%/3.85%/0.79%/-0.30%/22.45%。行业归母净利率延续上行，24Q1-3/24Q3 分别同比+1.57pct/+0.92pct 至 9.11%/8.11%。

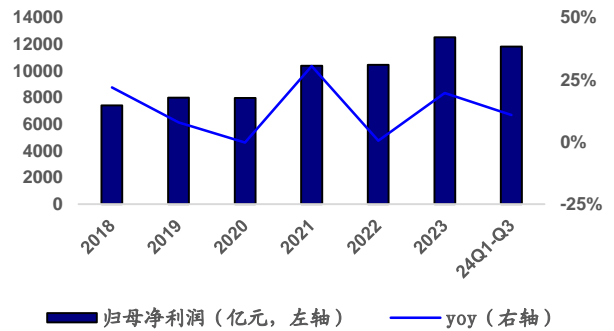


图13 乳制品板块上市公司 2018 年以来营业总收入情况



资料来源：Wind，HTI

图14 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利润情况



资料来源：Wind，HTI

24Q1-Q3、24Q3 乳制品行业上市公司整体收入同比-8.26%、-7.43%，各细分子板块表现有所分化，乳企及奶酪企业承压较为明显。24Q1-Q3、24Q3 的龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉收入同比增速分别为 -8.61%/-8.13%/-9.40%/+8.91%、-6.66%/-10.52%/-6.74%/+16.59%。

- **龙头乳企：伊利股份：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比-8.61%、-6.66%，分产品看，24Q3 液态奶降幅环比收窄，我们认为主要系公司控货去库存所致；奶粉及奶制品业务持续表现良好，我们认为或因生育率回暖叠加小品牌出清所致；冷饮表现单三季度较为承压，我们认为或系消费疲软，库存压力较大所致。具体看 24Q1-Q3、24Q3 的液态奶/奶粉及奶制品/冷饮收入增速分别为 -12.09%/+7.07%/-19.64%、-10.31%/+6.56%/-16.65%。
- **区域乳企：①光明乳业：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比-10.89%、-12.66%，我们认为营收承压主要受上游牧场经营承压、海外业务经营不及预期，及消费复苏节奏较弱等因素影响。分产品看，24Q1-Q3、24Q3 的液态奶/其他乳制品/牧业产品收入同比增速分别为 -9.22%/-1.03%/-44.25%、-8.35%/+2.63%/-47.58%。**②新乳业：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比-0.54%、-3.82%，我们认为主要受常温奶需求不振所致。**③天润乳业：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比+3.50%、+2.73%，分产品看，24Q1-Q3、24Q3 的常温乳制品/低温乳制品/畜牧业产品/其他业务收入同比增速分别为 -1.61%/+3.92%/+8.35%/+22.02%、-4.66%/+4.84%/-40.63%/+44.99%，低温板块表现亮眼。**④燕塘乳业：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比-12.03%、-13.10%。**⑤三元股份：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比-11.96%、-17.59%，我们认为增速承压主要系下游需求端复苏不及预期所致。分产品看，24Q1-Q3、24Q3 的液态奶/固态奶/冰淇淋及其他业务收入同比增速分别为 -7.57%/-3.08%/-12.47%、-11.52%/-12.73%/-37.61%。
- **奶酪：妙可蓝多：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比-9.40%、-6.74%（以上数据采用去年同期调整后口径）。我们认为增速放缓主要系宏观环境影响。分产品看，24Q1-Q3、24Q3 的奶酪/贸易/液态奶收入增速分别为 +16.40%/-11.07%/+15.38%、+23.52%/-9.55%/+18.24%，24Q3 蒙牛奶酪业务并表，贡献收入增量。
- **奶粉：贝因美：**24Q1-Q3、24Q3 收入分别同比+8.91%、+16.59%，我们认为增速良好主要系生育率转好、行业内小品牌出清，以及公司库存状况良好所致。

表 9 乳制品板块上市公司营业收入及同比增速情况

证券简称	营业总收入 (亿元)				同比增速			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>龙头乳企</b>								
伊利股份	887.33	290.37	273.38	325.77	-8.61%	-6.66%	-16.54%	-2.58%
<b>合计</b>	887.33	290.37	273.38	325.77	-8.61%	-6.66%	-16.54%	-2.58%
<b>区域乳企</b>								
光明乳业	184.13	56.99	62.97	64.17	-10.89%	-12.66%	-10.92%	-9.25%
新乳业	81.50	27.85	27.51	26.14	-0.54%	-3.82%	-0.94%	3.66%
天润乳业	21.56	7.13	8.03	6.41	3.50%	2.73%	5.90%	1.47%
燕塘乳业	13.03	4.51	4.74	3.79	-12.03%	-13.10%	-11.36%	-11.55%
三元股份	53.97	15.44	18.11	20.41	-11.96%	-17.59%	-13.24%	-5.85%
<b>合计</b>	354.18	111.92	121.35	120.92	-8.13%	-10.52%	-8.24%	-5.68%
<b>奶酪</b>								
妙可蓝多	35.94	12.17	9.73	9.50	-9.40%	-6.74%	-6.74%	-7.14%
<b>合计</b>	35.94	12.17	9.73	9.50	-9.40%	-6.74%	-6.74%	-7.14%
<b>奶粉</b>								
贝因美	20.87	6.70	6.96	7.20	8.91%	16.59%	9.30%	2.28%
<b>合计</b>	20.87	6.70	6.96	7.20	8.91%	16.59%	9.30%	2.28%
<b>板块合计</b>	1298.32	418.97	411.42	463.39	-8.26%	-7.91%	-13.68%	-3.44%

资料来源: Wind, HTI

毛利率整体延续上行, Q3 单季同比+2.50pct 至 31.11%。24Q1-Q3 板块整体毛利率同比+1.58pct 至 31.39%, 其中 Q3 单季同比+2.50pct 至 31.11%。龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉 24Q1-Q3 毛利率同比 +1.90pct/+0.77pct/+3.82pct/-4.14pct 至 34.81%/22.41%/28.93%/42.88%, Q3 单季毛利率同比+2.48pct/+2.06pct/+5.91pct/-6.81pct 至 34.85%/21.52%/22.45%/45.13%。

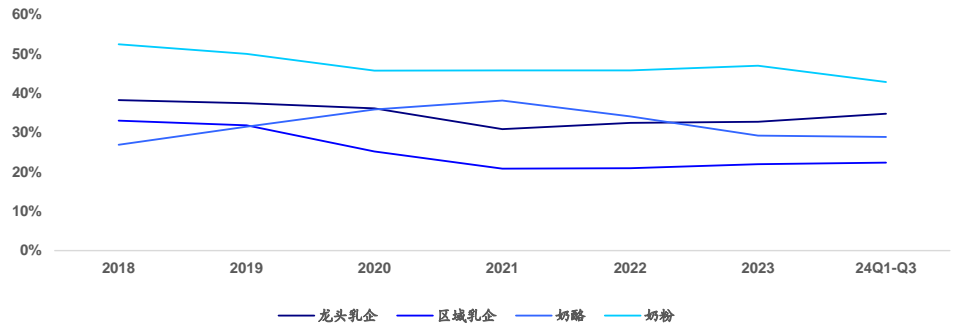
- **龙头乳企: 伊利股份:** 24Q1-Q3 毛利率同比+1.90pct 至 34.81%; 24Q3 毛利率同比+2.48pct 至 34.85%, 我们认为毛利率提升主要受益于原奶价格下行及产品价格折扣收缩所致。
- **区域乳企: ①光明乳业:** 24Q1-Q3 毛利率同比+0.61pct 至 19.28%; 24Q3 毛利率同比+2.54pct 至 18.06%, 我们认为毛利率提升主要系原奶价格下行所致。②**新乳业:** 24Q1-Q3 毛利率同比+1.67pct 至 29.09%; 24Q3 毛利率同比+2.40pct 至 28.83%, 我们认为主要系原奶成本下行及产品结构优化所致。③**天润乳业:** 24Q1-Q3 毛利率同比-1.43pct 至 18.15%; 24Q3 毛利率同比+2.25pct 至 19.87%, 我们认为主要系原奶成本下行所致。④**燕塘乳业:** 24Q1-Q3 毛利率同比-1.63pct 至 25.76%; 24Q3 毛利率同比-2.18pct 至 25.40%。⑤**三元股份:** 24Q1-Q3 毛利率同比+0.66pct 至 23.86%; 24Q3 毛利率同比-0.11pct 至 20.71%。
- **奶酪: 妙可蓝多:** 24Q1-Q3 毛利率同比+3.82pct 至 28.93%, 24Q3 毛利率同比+5.91pct 至 22.45%, 我们认为毛利率提升或与高毛利率奶酪收入占比提升有关。
- **奶粉: 贝因美:** 24Q1-Q3 毛利率同比-4.14pct 至 42.88%; 24Q3 毛利率同比-6.18pct 至 45.13%, 环比+5.92pct。

表 10 乳制品板块上市公司毛利率情况

证券简称	毛利率				同比增速(pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>龙头乳企</b>								
伊利股份	34.81%	34.85%	33.84%	36.02%	1.90	2.48	1.11	2.02
<b>合计</b>	34.81%	34.85%	33.84%	36.02%	1.90	2.48	1.11	2.02
<b>区域乳企</b>								
光明乳业	19.28%	18.06%	20.03%	19.64%	0.61	2.54	-0.26	-0.32
新乳业	29.09%	28.83%	29.09%	29.38%	1.67	2.40	0.29	2.32
天润乳业	18.15%	19.87%	17.99%	16.43%	-1.43	2.25	-2.99	-3.62
燕塘乳业	25.76%	25.40%	27.26%	24.31%	-1.63	-2.18	-1.52	-1.10
三元股份	23.86%	20.71%	26.60%	23.81%	0.66	-0.11	2.19	-0.29
<b>合计</b>	22.41%	21.52%	23.21%	22.43%	0.77	2.06	0.10	0.18
<b>奶酪</b>								
妙可蓝多	28.93%	22.45%	36.01%	33.09%	3.82	5.91	2.70	0.40
<b>合计</b>	28.93%	22.45%	36.01%	33.09%	3.82	5.91	2.70	0.40
<b>奶粉</b>								
贝因美	42.88%	45.13%	39.21%	44.34%	-4.14	-6.81	-6.65	0.28
<b>合计</b>	42.88%	45.13%	39.21%	44.34%	-4.14	-6.81	-6.65	0.28
<b>板块合计</b>	31.39%	31.11%	30.85%	32.54%	1.58	2.50	0.60	1.56

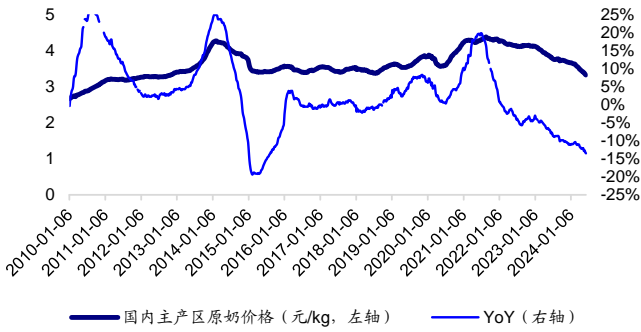
资料来源: Wind, HTI

图 15 乳制品板块上市公司 2018 年以来毛利率情况



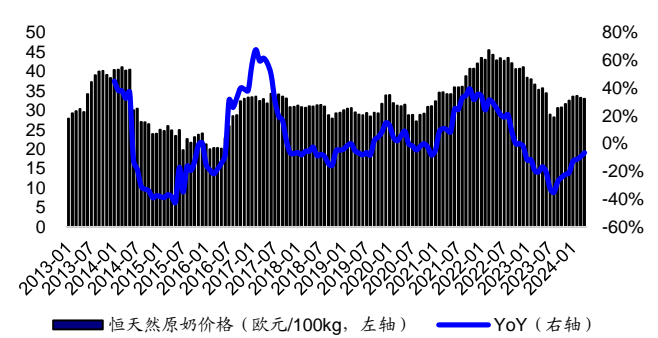
资料来源: Wind, HTI

图16 国内主产区原奶价格及同比增速



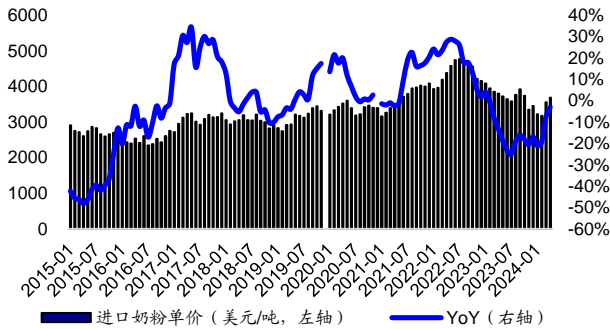
资料来源: Wind, HTI

图17 恒天然原奶价格及同比增速



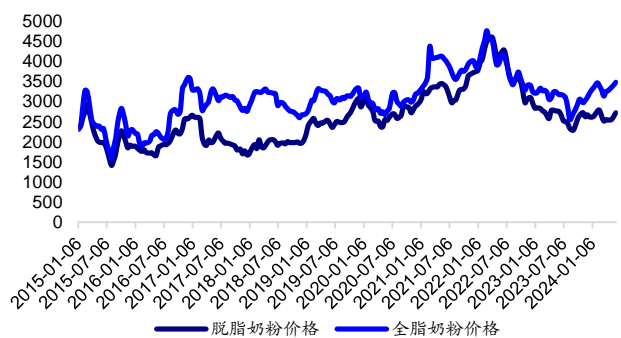
资料来源: Wind, HTI

图18 进口奶粉单价及同比增速



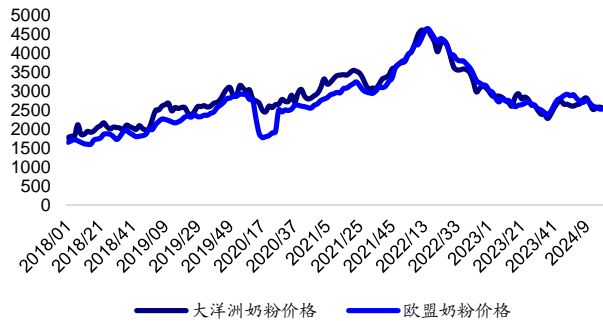
资料来源: Wind, 国家奶牛产业技术网, HTI

图19 恒天然奶粉拍卖价 (美元/吨)



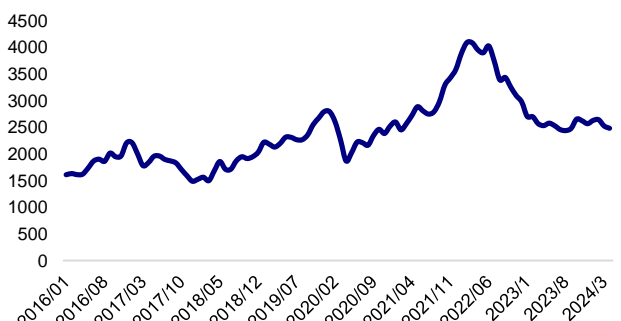
资料来源: GDT 官网, HTI

图20 大洋洲、欧盟脱脂奶粉价格 (美元/吨)



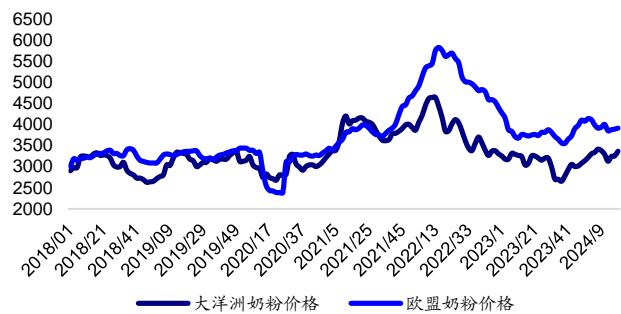
资料来源: Wind, HTI

图21 美国脱脂奶粉价格 (美元/吨)



资料来源: Wind, HTI

图22 大洋洲、欧盟全脂奶粉价格 (美元/吨)

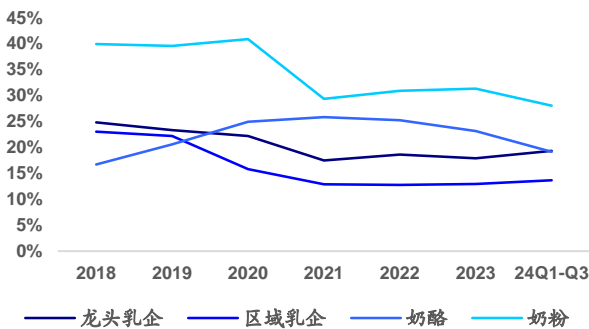


资料来源: 东方戴瑞乳业咨询, HTI

销售费用率管控良好，期间费用率维持稳健。24Q1-Q3 乳制品板块销售/管理/期间费用率分别+1.15pct/-0.02pct/+0.99pct 至 17.92%/3.93%/22.36%；24Q3 单季分别同比+1.16pct/-0.10pct/+0.89pct 至 18.11%/3.85%/22.45%。

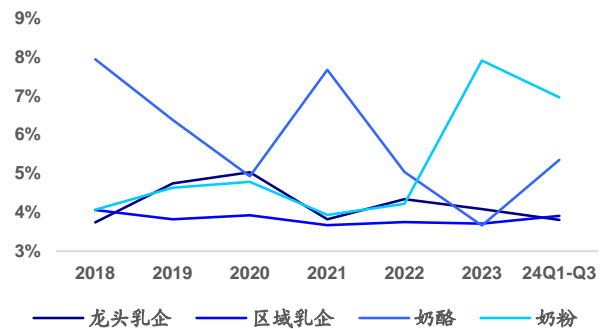
- **龙头乳企：伊利股份：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+1.62pct/-0.19pct/+1.10pct 至 19.33%/3.80%/23.09%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+1.09pct/-0.38pct/+0.27pct 至 19.02%/3.55%/22.40%。
- **区域乳企：①光明乳业：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+0.12pct/+0.56pct/+1.10pct 至 12.55%/3.79%/17.84%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+1.48pct/+1.14pct/+3.29pct 至 14.46%/4.08%/20.36%。**②新乳业：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+0.77pct/+0.01pct/+0.38pct 至 15.83%/4.30%/21.49%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+1.30pct/-0.24pct/+1.01pct 至 15.27%/3.95%/20.58%。**③天润乳业：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+0.65pct/+0.42pct/+1.76pct 至 6.11%/3.64%/11.93%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+0.72pct/+0.23pct/+1.57pct 至 6.40%/3.85%/12.73%。**④燕塘乳业：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+1.59pct/+0.58pct/+2.00pct 至 11.64%/5.08%/17.66%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+1.48pct/+0.79pct/+1.82pct 至 12.05%/5.38%/18.22%。**⑤三元股份：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+0.50pct/-0.03pct/+1.16pct 至 17.67%/3.53%/24.00%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比+2.36pct/+0.60pct/+5.12pct 至 18.73%/4.35%/26.66%。
- **奶酪：妙可蓝多：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比-1.13pct/+0.35pct/-0.03pct 至 19.17%/5.35%/26.69%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比-0.36pct/+0.87pct/+1.19pct 至 20.76%/7.03%/30.49%。
- **奶粉：贝因美：**24Q1-Q3 销售/管理/期间费用率分别同比-4.12pct/-0.38pct/-5.24pct 至 28.05%/6.96%/36.71%；24Q3 销售/管理/期间费用率分别同比-4.20pct/-4.09pct/-12.47pct 至 32.16%/6.45%/39.44%。

图23 乳制品板块上市公司 2018 年以来销售费用率情况



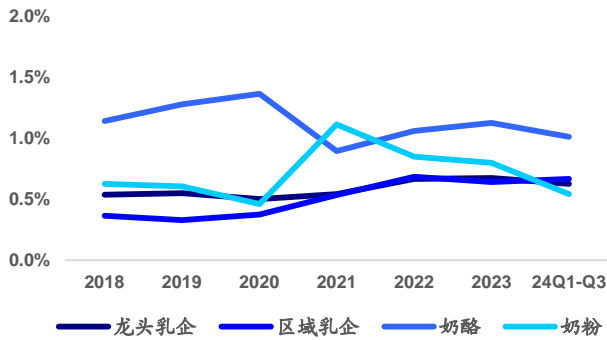
资料来源：Wind，HTI

图24 乳制品板块上市公司 2018 年以来管理费用率情况



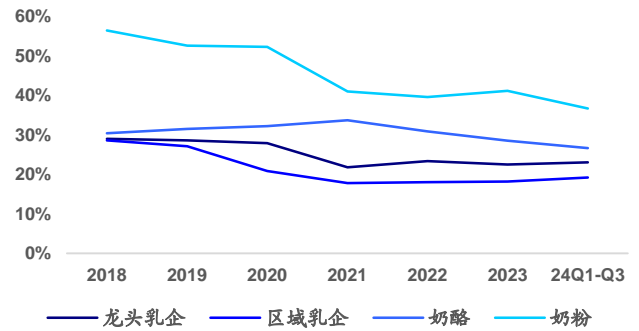
资料来源：Wind，HTI

图25 乳制品板块上市公司 2018 年以来研发费用率情况



资料来源: Wind, HTI

图26 乳制品板块上市公司 2018 年以来期间费用率情况



资料来源: Wind, HTI

表 11 乳制品板块上市公司销售费用率情况

证券简称	销售费用率				同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>龙头乳企</b>								
伊利股份	19.33%	19.02%	20.56%	18.45%	1.62	1.09	2.51	1.38
<b>合计</b>	19.33%	19.02%	20.56%	18.45%	1.62	1.09	2.51	1.38
<b>区域乳企</b>								
光明乳业	12.55%	14.46%	11.86%	11.52%	0.12	1.48	-0.69	-0.26
新乳业	15.83%	15.27%	15.21%	17.08%	0.77	1.30	-0.60	1.59
天润乳业	6.11%	6.40%	6.17%	5.72%	0.65	0.72	1.00	0.15
燕塘乳业	11.64%	12.05%	10.44%	12.65%	1.59	1.48	1.09	2.36
三元股份	17.67%	18.73%	17.49%	17.03%	0.50	2.36	0.89	-1.38
<b>合计</b>	13.66%	14.64%	13.03%	13.38%	0.39	1.43	-0.30	0.11
<b>奶酪</b>								
妙可蓝多	19.17%	20.76%	23.00%	22.40%	-1.13	-0.36	-4.02	-1.85
<b>合计</b>	19.17%	20.76%	23.00%	22.40%	-1.13	-0.36	-4.02	-1.85
<b>奶粉</b>								
贝因美	28.05%	32.16%	23.69%	28.45%	-4.12	-4.20	-7.98	-0.77
<b>合计</b>	28.05%	32.16%	23.69%	28.45%	-4.12	-4.20	-7.98	-0.77
<b>板块合计</b>	17.92%	18.11%	18.45%	17.36%	1.15	1.16	1.33	0.98

资料来源: Wind, HTI

表 12 乳制品板块上市公司管理费用率情况

证券简称	管理费用率				同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>龙头乳企</b>								
伊利股份	3.80%	3.55%	3.26%	4.47%	-0.19	-0.38	-0.57	0.27
<b>合计</b>	3.80%	3.55%	3.26%	4.47%	-0.19	-0.38	-0.57	0.27
<b>区域乳企</b>								
光明乳业	3.79%	4.08%	4.01%	3.33%	0.56	1.14	0.50	0.10
新乳业	4.30%	3.95%	3.88%	5.10%	0.01	-0.24	-0.38	0.67
天润乳业	3.64%	3.85%	3.05%	4.14%	0.42	0.23	0.00	1.16
燕塘乳业	5.08%	5.38%	4.74%	5.13%	0.58	0.79	0.61	0.29
三元股份	3.53%	4.35%	3.36%	3.07%	-0.03	0.60	0.19	-0.71
<b>合计</b>	3.91%	4.12%	3.85%	3.77%	0.35	0.67	0.24	0.17
<b>奶酪</b>								
妙可蓝多	5.35%	7.03%	5.73%	5.38%	0.35	0.87	0.03	-0.34
<b>合计</b>	5.35%	7.03%	5.73%	5.38%	0.35	0.87	0.03	-0.34
<b>奶粉</b>								
贝因美	6.96%	6.45%	7.82%	6.61%	-0.38	-4.09	2.65	-0.10
<b>合计</b>	6.96%	6.45%	7.82%	6.61%	-0.38	-4.09	2.65	-0.10
<b>板块合计</b>	3.93%	3.85%	3.57%	4.34%	-0.02	-0.10	-0.26	0.23

资料来源: Wind, HTI

表 13 乳制品板块上市公司期间费用率情况

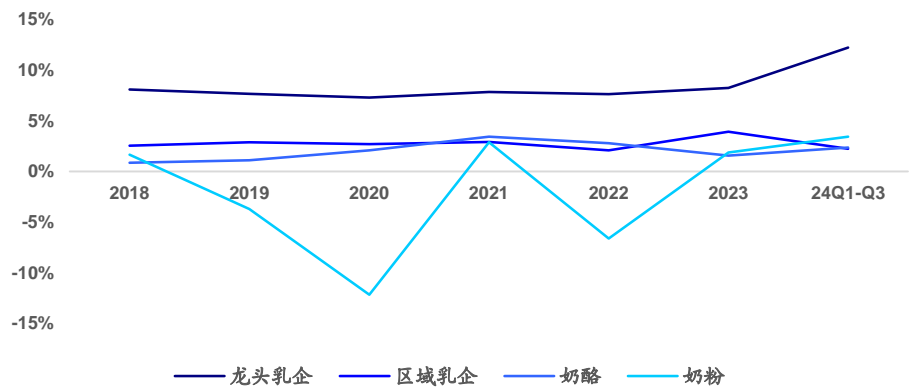
证券简称	期间费用率				同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>龙头乳企</b>								
伊利股份	23.09%	22.40%	24.28%	22.55%	1.10	0.27	2.08	1.04
<b>合计</b>	23.09%	22.40%	24.28%	22.55%	1.10	0.27	2.08	1.04
<b>区域乳企</b>								
光明乳业	17.84%	20.36%	17.25%	16.17%	1.10	3.29	0.08	0.18
新乳业	21.49%	20.58%	20.41%	23.60%	0.38	1.01	-1.54	1.64
天润乳业	11.93%	12.73%	10.94%	12.29%	1.76	1.57	1.54	2.28
燕塘乳业	17.66%	18.22%	15.99%	19.09%	2.00	1.82	1.60	2.74
三元股份	24.00%	26.66%	24.45%	21.57%	1.16	5.12	2.43	-3.16
<b>合计</b>	19.25%	20.71%	18.57%	18.58%	1.01	2.75	0.19	0.21
<b>奶酪</b>								
妙可蓝多	26.69%	30.49%	31.53%	29.65%	-0.03	1.19	-3.02	-1.37
<b>合计</b>	26.69%	30.49%	31.53%	29.65%	-4.44	-5.53	-3.02	-1.37
<b>奶粉</b>								
贝因美	36.71%	39.44%	32.65%	38.10%	-5.24	-12.47	-3.87	-0.65
<b>合计</b>	36.71%	39.44%	32.65%	38.10%	-5.24	-12.47	-3.87	-0.65
<b>板块合计</b>	22.36%	22.57%	22.91%	21.90%	0.99	0.89	1.31	0.78

资料来源: Wind, HTI

**Q3 乳制品板块净利率整体上行，龙头乳企盈利能力持续提升。**24Q1-Q3 乳制品板块整体归母净利率同比+1.57pct 至 9.11%，其中 Q3 单季同比+0.92pct 至 8.11%。龙头乳企/区域乳企/奶酪/奶粉 24Q1-Q3 归母净利率同比+2.59pct/-0.91pct/+2.05pct/+0.86pct 至 12.25%/2.25%/2.37%/3.44%。Q3 单季同比 +1.61pct/-1.08pct/+0.80pct/+2.13pct 至 11.49%/0.57%/-0.42%/3.02%。

- **龙头乳企：伊利股份：**24Q1-Q3 归母净利率同比+2.59pct 至 12.25%；24Q3 归母净利率同比+1.61pct 至 11.49%，我们认为主要系毛利率提升叠加所得税率同比减少（-1.32pct）所致。
- **区域乳企：①光明乳业：**24Q1-Q3 归母净利率同比-0.93pct 至 0.63%；24Q3 归母净利率同比-2.64pct 至-2.88%，我们认为归母净利率下降主要系费用率提升所致。**②新乳业：**24Q1-Q3 归母净利率同比+1.16pct 至 5.81%；24Q3 归母净利率同比+1.38pct 至 6.36%，主要系毛利率同比提升所致。**③天润乳业：**24Q1-Q3 归母净利率同比-5.81pct 至 1.03%；24Q3 归母净利率同比+4.63pct 至 7.04%，我们认为主要系回归常规淘汰水平后，淘牛损失同比减少所致。**④燕塘乳业：**24Q1-Q3 归母净利率同比-3.43pct 至 6.23%；24Q3 归母净利率同比-3.09pct 至 5.53%。**⑤三元股份：**24Q1-Q3 归母净利率同比-1.85pct 至 1.92%；24Q3 归母净利率同比-2.47pct 至-1.60%。
- **奶酪：妙可蓝多：**24Q1-Q3 归母净利率同比+2.05pct 至 2.37%，24Q3 归母净利率同比+0.80pct 至-0.42%（以上数据为调整后口径）。我们认为主要系毛利率提升所致。
- **奶粉：贝因美：**24Q1-Q3 归母净利率同比+0.86pct 至 3.44%；24Q3 归母净利率同比+2.13pct 至 3.02%。

图27 乳制品板块上市公司 2018 年以来归母净利率情况



资料来源：Wind，HTI



表 14 乳制品板块上市公司归母净利率情况

证券简称	归母净利率				同比变动 (pct)			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
<b>龙头乳企</b>								
伊利股份	12.25%	11.5%	5.9%	18.2%	2.59	1.61	-2.33	7.37
<b>合计</b>	12.25%	11.5%	5.9%	18.2%	2.59	1.61	-2.33	7.37
<b>区域乳企</b>								
光明乳业	0.63%	-2.9%	1.7%	2.7%	-0.93	-2.64	-0.41	0.03
新乳业	5.81%	6.4%	7.5%	3.4%	1.16	1.38	1.19	1.01
天润乳业	1.03%	7.0%	-4.0%	0.7%	-5.81	4.63	-13.39	-8.00
燕塘乳业	6.23%	5.5%	8.5%	4.3%	-3.43	-3.09	-4.64	-2.34
三元股份	1.92%	-1.6%	3.0%	3.6%	-1.85	-2.47	-5.26	1.66
<b>合计</b>	2.25%	0.6%	3.1%	2.9%	-0.91	-1.08	-1.73	0.03
<b>奶酪</b>								
妙可蓝多	2.37%	-0.4%	3.6%	4.3%	2.05	0.80	3.23	1.98
<b>合计</b>	2.37%	-0.4%	3.6%	4.3%	2.05	0.80	3.23	1.98
<b>奶粉</b>								
贝因美	3.44%	3.0%	4.2%	3.1%	0.86	2.13	-0.79	1.32
<b>合计</b>	3.44%	3.0%	4.2%	3.1%	0.86	2.13	-0.79	1.32
<b>板块合计</b>	9.11%	8.2%	5.0%	13.7%	1.57	0.96	-2.08	5.30

资料来源: Wind, HTI

**经营性现金流保持稳健，24Q3 同比提升 35.62%。** 24Q1-3 乳制品板块 (A 股) 经营性净现金流为 171.18 亿元，同比+17.22%，其中 24Q3 分别为 113.50 亿元，同比+35.62%。

表 15 乳制品板块上市公司现金流情况

证券简称	经营性现金净流量 (亿元)				同比增速			
	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1	24Q1-3	24Q3	24Q2	24Q1
伊利股份	138.70	85.44	30.58	22.68	18.46%	49.99%	-35.36%	76.99%
光明乳业	8.44	6.15	6.22	-3.94	-18.43%	46.71%	-17.54%	182.66%
新乳业	10.01	3.17	6.91	-0.08	-16.33%	4.21%	1.75%	-103.56%
天润乳业	4.35	1.88	2.53	-0.06	1038.07%	-403.59%	514.66%	-110.61%
燕塘乳业	0.94	0.66	0.47	-0.19	-60.66%	-16.88%	-55.32%	-136.51%
三元股份	0.64	1.11	-0.85	0.38	-221.27%	-19.87%	484.44%	-121.42%
妙可蓝多	4.82	2.41	0.20	2.20	239.02%	148.05%	-87.52%	-290.42%
贝因美	3.28	1.27	1.19	0.83	10.23%	4.86%	-22.36%	247.68%
<b>A 股合计</b>	171.18	113.50	35.86	21.82	17.22%	35.62%	-28.80%	82.25%

资料来源: Wind, HTI

表 16 乳制品行业可比公司估值表

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
<b>龙头乳企</b>									
60887.SH	伊利股份	28.3	1802	1.64	1.89	1.83	16.33	14.96	15.44
<b>区域乳企</b>									
600597.SH	光明乳业	8.42	116	0.70	0.37	0.41	12.44	22.62	20.61
002946.SZ	新乳业	12.41	107	0.50	0.64	0.78	23.07	19.25	15.92
600419.SH	天润乳业	9.15	29	0.44	0.18	0.34	26.44	51.95	27.08
002732.SZ	燕塘乳业	15.34	24	1.15	1.21	1.33	16.74	12.70	11.49
600429.SH	三元股份	4.29	65	0.16			27.87		
<b>奶酪</b>									
600882.SH	妙可蓝多	16.16	83	0.12	0.26	0.37	130.15	61.65	44.08
<b>奶粉</b>									
002507.SZ	贝因美	5.12	55	0.04	0.09	0.12	89.90	56.43	44.24
	均值			0.44	0.69	0.85	58.29	26.06	20.96

注：收盘价为 2024 年 11 月 1 日价格，估值为 Wind 一致预期。  
资料来源 Wind, HTI

### 3. 休闲食品：单三季度收入有所放缓，但盈利能力明显改善

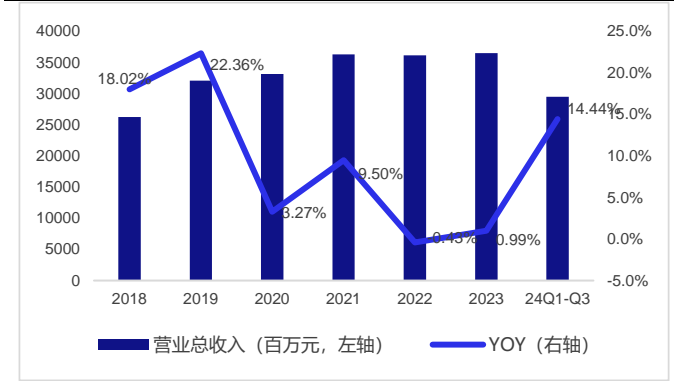
24Q3 休闲食品板块整体营收表现较上半年有所放缓，不过整体盈利能力较上半年有所提升。判断或主要系休闲食品企业在 25 年春节较早背景下，三季度主动调整销售库存节奏并优化费效比所致。此外前三季度渠道型公司表现优于渠道型公司表现，不过单品型公司 24Q3 表现有明显复苏。

24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业（A 股）总计收入/归母净利润分别同比+14.44%/+19.07%至 294.88/21.59 亿元，其中 24Q3 单季分别同比+4.73%/+30.18%至 97.03/7.22 亿元。24Q1-Q3 休闲食品板块毛利率同比-0.22pct 至 30.44%，其中 24Q3 单季毛利率同比+0.55pct 至 30.83%，较上半年毛利率表现改善。

24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业（A 股）销售/管理/研发/财务/期间费用率同比+0.32pct/-0.97pct/-0.15pct/+0.18pct/-0.62pct 至 17.19%/4.69%/0.71%/-0.14%/22.45%，其中 24Q3 单季分别同比 -0.69pct/-1.06pct/-0.03pct/+0.64pct/-1.15pct 至 16.68%/4.47%/0.73%/0.24% /22.12%，单三季度板块整体期间费用率水平较上半年下降，体现良好控费效果。

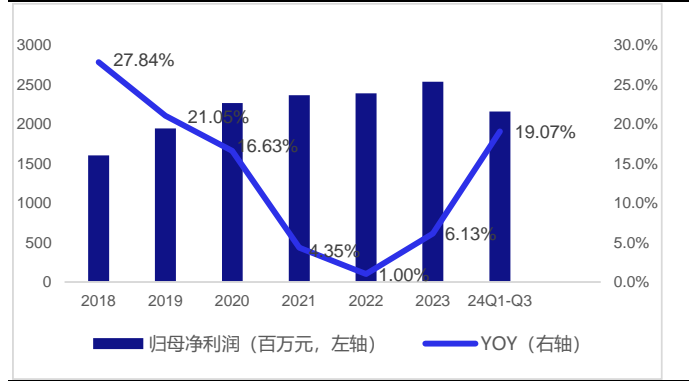
24Q1-Q3/24Q3 行业归母净利率分别同比+0.28pct/+1.45pct 至 7.32%/7.44%，单三季度整体板块盈利能力继续向好。

图28 休闲食品上市公司（A股）2018年以来营业总收入情况



资料来源：Wind，HTI

图29 休闲食品上市公司（A股）2018年以来归母净利润情况



资料来源：Wind，HTI

分不同商业模式来看，24Q1-Q3 单品型公司/渠道型公司营收分别同比+13.92%/+14.74%，24Q3 营收分别同比+9.05%/+2.04%，其中单品型公司表现单三季度有明显提升。

**（1）单品型公司：**单三季度整体均保持良好增长，其中单三季度有友食品营收增长较快。24Q1-Q3 洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品营收分别同比+6.24%/+18.65%/+22.23%/+26.49%/+16.77%，此外 24Q3 营收分别同比+3.72%/+12.94%/+15.58%/+6.47%/+27.98%。其中有友食品营收增长幅度较大，主要受益于公司开展“提质增效重回报”专项行动，加大新产品开发力度，研发上市有竞争力的新产品，建立覆盖国内大中型城市的全国性销售网络。

**（2）渠道型公司：**三只松鼠/盐津铺子全渠道发力营收快速增长，而门店型企业良品铺子/来伊份则继续承压。24Q1-Q3 来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子营收分别同比-15.96%/-8.66%/+56.46%/+28.49%，24Q3 营收分别同比-18.12%/-20.81%/+24.03%/+26.20%。其中三只松鼠营收增长幅度较大，主要系公司坚定且彻底地执行“高端性价比”总战略，较为彻底地形成了“全品类+全渠道”的全新基本盘，盐津铺子营收增长幅度较大，主要系公司聚焦七大核心品类，产品全规格发展，全渠道覆盖。而门店型企业良品铺子和来伊份收入端表现大幅承压，判断主要系受零食量贩系统开店导致竞争格局变化所致。

表 17 休闲食品上市公司（A股）营业总收入及同比增速情况（24Q1-Q3 以及 24Q3）

证券简称	营业总收入（亿元）		营收同比增速		还原合同负债后收入同比增速	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
<b>单品型公司</b>						
洽洽食品	47.58	18.59	6.24%	3.72%	3.54%	9.44%
劲仔食品	17.72	6.42	18.65%	12.94%	17.76%	40.92%
甘源食品	16.06	5.63	22.23%	15.58%	21.47%	31.65%
西麦食品	14.33	4.60	26.49%	6.47%	26.13%	34.52%
有友食品	8.87	3.57	16.77%	27.98%	15.92%	-1.68%
合计	104.55	38.82	13.92%	9.05%	12.22%	18.14%
<b>渠道型公司</b>						
来伊份	25.23	7.31	-15.96%	-18.12%	-15.96%	-4.72%
良品铺子	54.80	15.94	-8.66%	-20.81%	-7.86%	-6.36%
三只松鼠	71.69	20.95	56.46%	24.03%	54.72%	32.04%
盐津铺子	38.61	14.02	28.49%	26.20%	29.96%	41.57%
合计	190.33	58.21	14.74%	2.04%	14.58%	10.00%
板块合计	294.88	97.03	14.44%	4.73%	14.56%	13.04%

资料来源：Wind，HTI

原材料价格下行背景下，单品型公司毛利率改善拉动整体板块单三季度毛利率复苏。24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业（A 股）整体毛利率同比-0.22pct 至 30.44%，其中 24Q3 单季同比+0.55pct 至 30.83%。

进一步拆分来看，单品型公司/渠道型公司毛利率 24Q1-Q3 分别同比+2.86pct/-1.91pct 至 32.75%/29.17%，24Q3 单季毛利率分别同比+3.26pct/-1.28pct 至 33.91%/28.78%。因此板块毛利率改善主要系单品型公司毛利率提升拉动。

**（1）单品型公司。**24Q1-Q3 洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品毛利率分别同比 +4.81pct/+3.81pct/-0.73pct/-1.50pct/-0.56pct 至 +30.25%/+30.28%/+35.59%/+42.61%/+30.06%，24Q3 分别同比 +6.31pct/+3.26pct/-0.74pct/-3.43pct/+1.94pct 至 +33.11%/+30.06%/+36.80%/+42.82%/+28.90%。

**（2）渠道型公司。**24Q1-Q3 来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子毛利率分别同比 -1.74pct/-1.70pct/+0.70pct/-2.62pct 至 40.74%/26.84%/25.44%/31.84%，24Q3 分别同比 -3.05pct/+0.22pct/+0.11pct/-2.32pct 至 39.43%/27.95%/24.46%/30.62%。

对于单品型公司毛利率改善原因，我们判断主要系原材料成本改善所致，而渠道型公司毛利率有所降低，或来自于渠道收入结构变化所致。

休闲食品公司上游原材料/辅料主要包括棕榈油、白砂糖、小麦、瓦楞纸等。24Q3 虽然棕榈油价格有所抬升，但是其他成本价格均呈现明显下行趋势，因此总体成本依然维持向下。

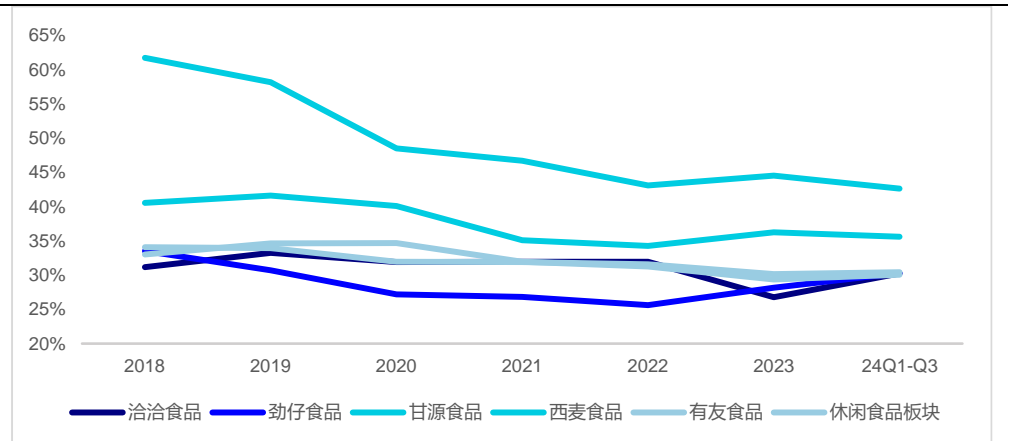
**（1）棕榈油价格变化：**2024Q1-Q3 棕榈油平均价格为 7914.38 元/吨，较去年同期上升 2.15%，单三季度棕榈油平均价格为 8025.50 元/吨，较去年同期上升 3.83%，但较 24Q2 环比下降 0.09%，价格趋于稳定。

**（2）小麦价格变化：**2024Q1-Q3 小麦平均价格为 2630.7 元/吨，较去年同期下降 10.85%，单三季度小麦平均价格为 2485.62 元/吨，较去年同期下降 14.35%，但较 24Q2 环比下降 4.78%，价格呈下降趋势。

**（3）白砂糖价格变化：**2024Q1-Q3 白砂糖平均价格为 6518.32 元/吨，较去年同期下降 3.94%，单三季度平均价格为 6438.46 元/吨，较去年同期减少 12.86%，较 24Q2 环比减少 1.97%，价格持续下降趋势。

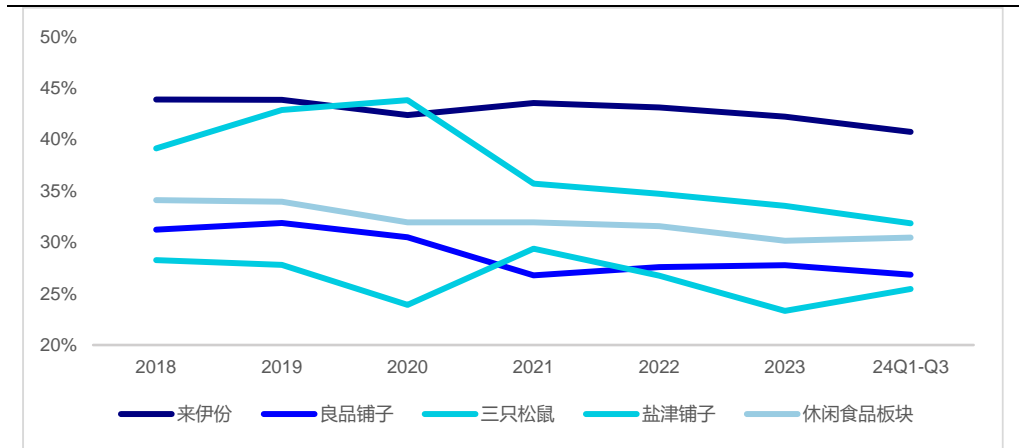
**（4）瓦楞纸价格变化：**2024Q1-Q3 瓦楞纸平均价格为 3337.09 元/吨，较去年同期下降 5.02%，单三季度平均价格为 3243.79 元/吨，较去年同期下降 2.26%，较 24Q2 环比下降 2.83%，价格持续下行趋势。

图30 休闲食品上市公司（A 股）中单品型公司 2018 年以来毛利率情况



资料来源：Wind，HTI

图31 休闲食品上市公司（A股）中渠道型公司 2018 年以来毛利率情况



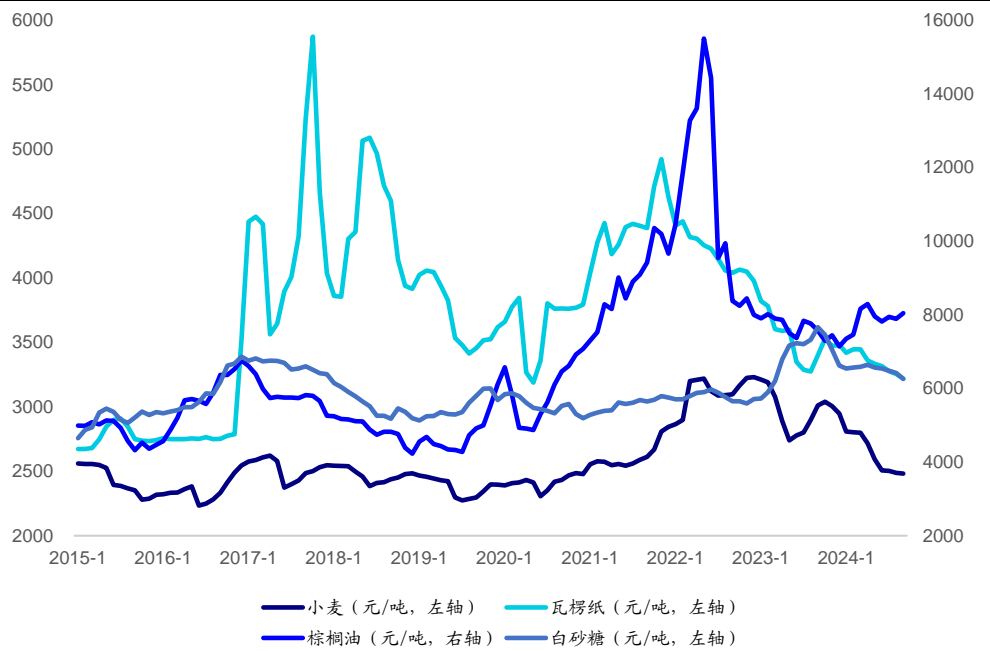
资料来源：Wind，HTI

表 18 休闲食品上市公司（A股）毛利率情况（24Q1-Q3 以及 24Q3）

证券简称	毛利率		毛利率同比变动 (pct)	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
<b>单品型公司</b>				
洽洽食品	30.25%	33.11%	4.81	6.31
劲仔食品	30.28%	30.06%	3.81	3.26
甘源食品	35.59%	36.80%	-0.73	-0.74
西麦食品	42.61%	42.82%	-1.50	-3.43
有友食品	30.06%	28.90%	-0.56	1.94
<b>合计</b>	<b>32.75%</b>	<b>33.91%</b>	<b>2.86</b>	<b>3.26</b>
<b>渠道型公司</b>				
来伊份	40.74%	39.43%	-1.74	-3.05
良品铺子	26.84%	27.95%	-1.70	0.22
三只松鼠	25.44%	24.46%	0.70	0.11
盐津铺子	31.84%	30.62%	-2.62	-2.32
<b>合计</b>	<b>29.17%</b>	<b>28.78%</b>	<b>-1.91</b>	<b>-1.28</b>
<b>板块合计</b>	<b>30.44%</b>	<b>30.83%</b>	<b>-0.22</b>	<b>0.55</b>

资料来源：Wind，HTI

图32 休闲食品主要包材、原材料价格走势



单三季度板块整体控费效果良好，。24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业（A 股）销售/管理/研发/财务/期间费用率分别同比+0.32pct/-0.97pct/-0.15pct/+0.18pct/-0.62pct 至 17.19%/4.69%/0.71%/-0.14%/22.45%，其中 24Q3 单季分别同比 -0.69pct/-1.06pct/-0.03pct/+0.64pct/-1.15pct 至 16.68%/4.47%/0.73%/0.24%/22.12%。

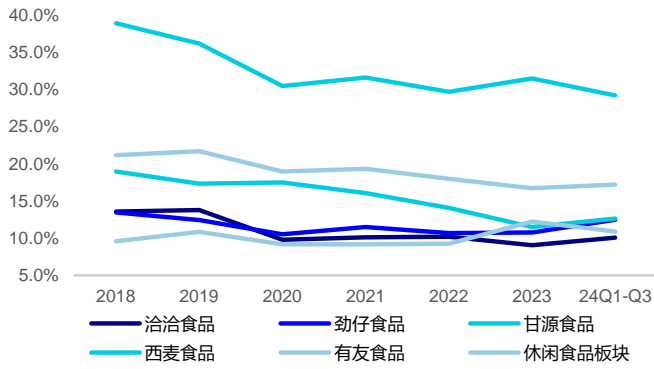
（1）单品型公司：西麦食品和有友食品费用管控最好。24Q1-Q3 洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品销售费用率分别同比 +0.96pct/+1.02pct/+0.97pct/-0.36pct/-0.64pct 至 10.07%/12.46%/12.64%/ 29.21%/10.87%，管理费用率分别同比 -0.27pct/-0.23pct/-0.27pct/-0.17pct/-0.54pct 至 4.71%/3.55%/3.75%/5.59%/3.68%，期间费用率分别同比 +1.22pct/+0.53pct/+0.92pct/+0.12pct/-0.97pct 至 14.85%/ 17.24%/17.02%/34.83%/14.90%。

24Q3 洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品销售费用率分别同比 -0.55pct /+0.30pct/+1.50pct/-4.48pct/-4.51pct 至 7.86%/12.24%/11.41%/28.96%/9.29%，管理费用率分别同比 -0.37pct/-0.37pct/+0.29pct/+0.72pct /-0.67pct 至 3.94%/3.40%/3.74%/5.95%/3.22%，期间费用率分别同比 +1.82pct/-0.16pct/+2.06pct/-2.89pct/-4.97pct/至 13.47%/17.35%/ 15.89%/35.16%/12.90%。

（2）渠道型公司：规模效益背景下，三只松鼠、盐津铺子费用率改善明显。24Q1-Q3 来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子销售费用率分别同比 +0.81pct/+1.41pct/+0.06pct/+0.56pct 至 29.03%/20.59%/18.05%/12.85%，管理费用率分别同比 -0.31pct/-0.30pct/-1.44pct/-0.32pct 至 16.17%/4.03%/2.52%/3.11%，期间费用率分别同比 +0.87pct/+0.93pct/-1.51pct/-0.51pct 至 43.27%/25.97%/20.50%/18.58%；

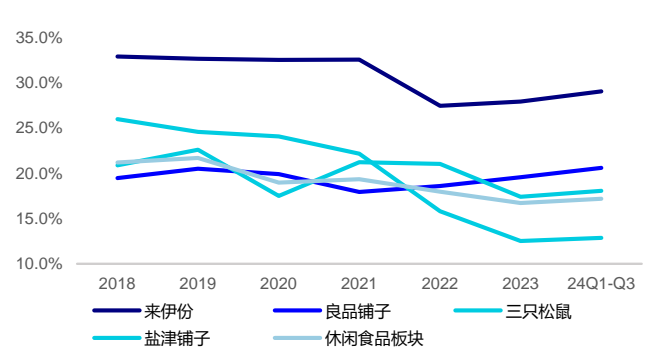
单三季度三只松鼠和盐津铺子的销售和期间费用率均有所下降，24Q3 销售费用率分别同比 -0.88pct/+2.26pct/-0.21pct/+0.29pct 至 31.07%/22.96%/19.08%/12.13%，管理费用率分别同比 -0.31pct/-0.30pct/-1.44pct/-0.32pct 至 -0.31%/-0.30%/-1.44%/-0.32%，期间费用率分别同比 -0.56pct/+0.48pct/-0.70pct/-1.45pct 至 48.25%/27.54%/21.96%/16.78%。

图33 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2018 年以来销售费用率



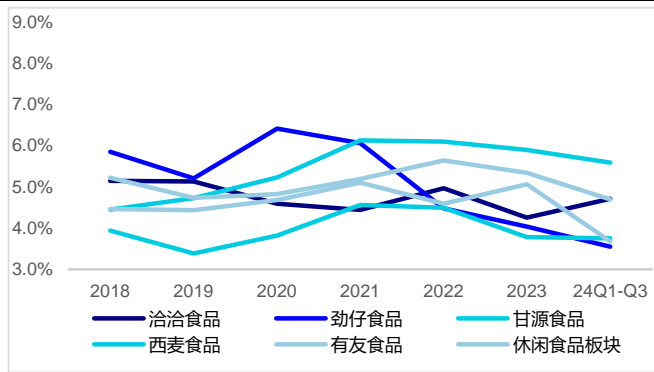
资料来源: Wind, HTI

图34 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2018 年以来销售费用率



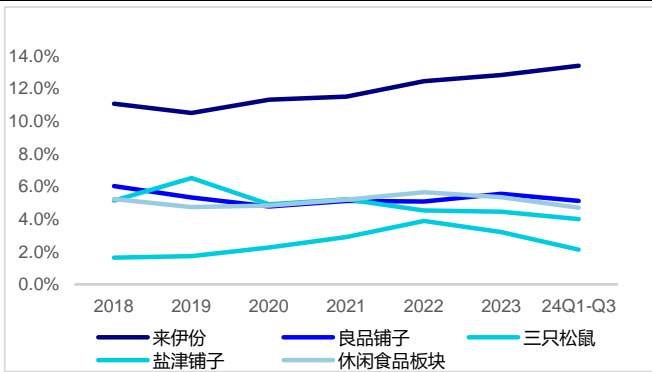
资料来源: Wind, HTI

图35 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2018 年以来管理费用率



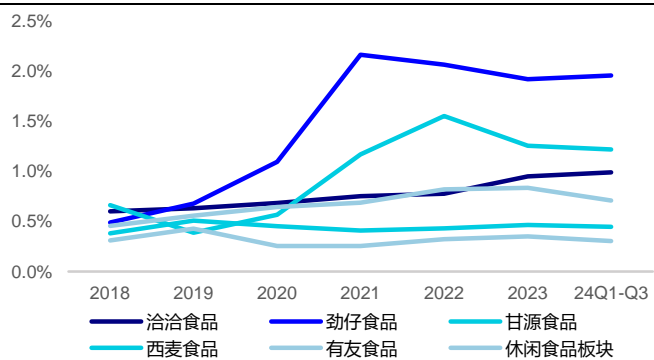
资料来源: Wind, HTI

图36 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2018 年以来管理费用率



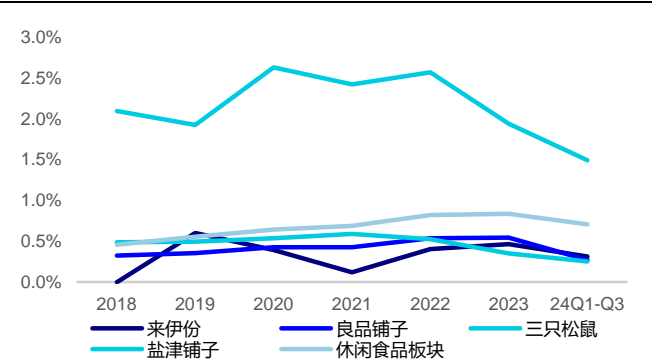
资料来源: Wind, HTI

图37 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2018 年以来研发费用率

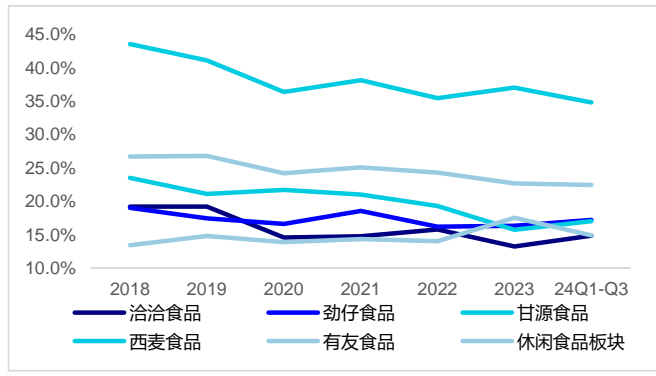


资料来源: Wind, HTI

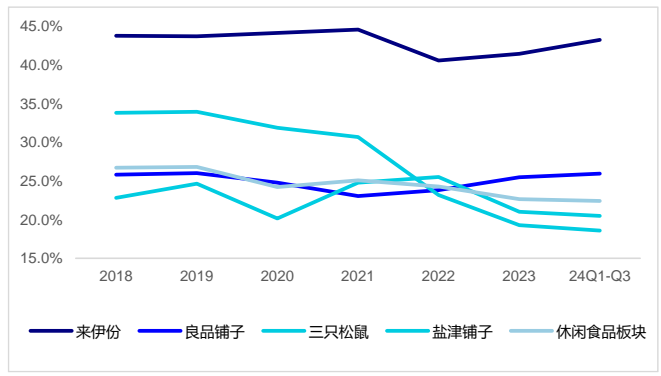
图38 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2018 年以来研发费用率



资料来源: Wind, HTI

**图39 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2018 年以来期间费用率**


资料来源：Wind，HTI

**图40 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2018 年以来期间费用率**


资料来源：Wind，HTI

**表 19 休闲食品上市公司（A股）销售/管理/期间费用率情况（24Q1-Q3 以及 24Q3）**

证券简称	销售费用率		同比变动 (pct)		管理费用率		同比变动 (pct)		期间费用率		同比变动 (pct)	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
<b>单品型公司</b>												
洽洽食品	10.07%	7.86%	0.96	-0.55	4.71%	3.94%	-0.27	-0.37	14.85%	13.47%	1.22	1.82
劲仔食品	12.46%	12.24%	1.02	0.30	3.55%	3.40%	-0.23	-0.37	17.24%	17.35%	0.53	-0.16
甘源食品	12.64%	11.41%	0.97	1.50	3.75%	3.74%	-0.27	0.29	17.02%	15.89%	0.92	2.06
西麦食品	29.21%	28.96%	-0.36	-4.48	5.59%	5.95%	-0.17	0.72	34.83%	35.16%	0.12	-2.89
有友食品	10.87%	9.29%	-0.64	-4.51	3.68%	3.22%	-0.54	-0.67	14.90%	12.90%	-0.97	-4.97
<b>合计</b>	<b>13.56%</b>	<b>11.73%</b>	<b>0.98</b>	<b>-0.91</b>	<b>4.40%</b>	<b>4.00%</b>	<b>-0.28</b>	<b>-0.19</b>	<b>18.33%</b>	<b>16.98%</b>	<b>1.06</b>	<b>0.40</b>
<b>渠道型公司</b>												
来伊份	29.03%	31.07%	0.81	-0.88	13.40%	16.17%	-0.31	-0.12	43.27%	48.25%	0.87	-0.56
良品铺子	20.59%	22.96%	1.41	2.26	5.11%	4.03%	-0.30	-1.86	25.97%	27.54%	0.93	0.48
三只松鼠	18.05%	19.08%	0.06	-0.21	2.11%	2.52%	-1.44	-0.45	20.50%	21.96%	-1.51	-0.70
盐津铺子	12.85%	12.13%	0.56	0.29	4.00%	3.11%	-0.32	-1.34	18.58%	16.78%	-0.51	-1.45
<b>合计</b>	<b>19.18%</b>	<b>19.98%</b>	<b>-0.06</b>	<b>-0.34</b>	<b>4.86%</b>	<b>4.79%</b>	<b>-1.35</b>	<b>-1.58</b>	<b>24.71%</b>	<b>25.54%</b>	<b>-1.56</b>	<b>-1.90</b>
<b>板块合计</b>	<b>17.19%</b>	<b>16.68%</b>	<b>0.32</b>	<b>-0.69</b>	<b>4.69%</b>	<b>4.47%</b>	<b>-0.97</b>	<b>-1.06</b>	<b>22.45%</b>	<b>22.12%</b>	<b>-0.62</b>	<b>-1.15</b>

资料来源：Wind，HTI

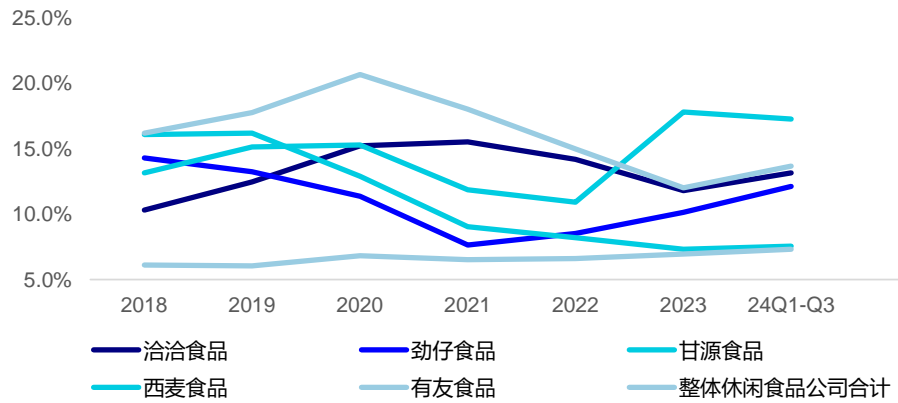
单三季度整体盈利能力向好，单品型公司盈利能力提升更快。24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业（A股）归母净利率同比+0.28pct 至 7.32%，其中单品型公司/渠道型公司归母净利率同比+1.43pct/-0.33pct 至 12.89%/4.26%。

24Q3 休闲食品板块上市企业（A股）归母净利率同比+1.45pct 至 7.44%，单品型公司/渠道型公司归母净利率同比+2.14pct/+0.73pct 至 14.38%/2.8%。

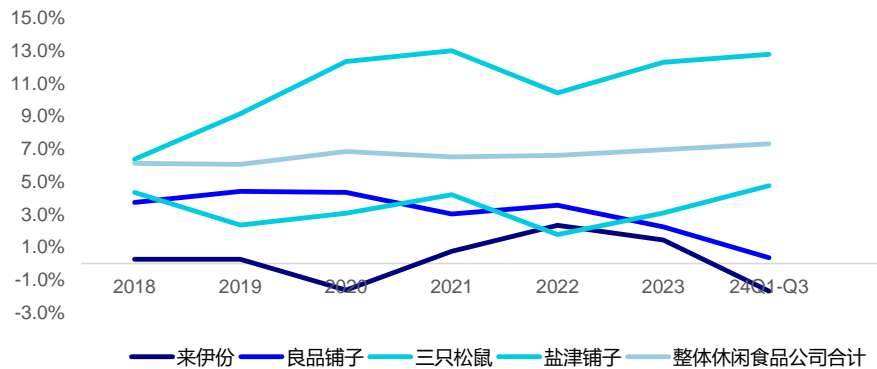
**（1）单品型公司：受益毛利率提升拉动+平穩费用率，盈利能力改善明显。**24Q1-Q3 洽洽食品/劲仔食品/甘源食品/西麦食品/有友食品归母净利率率分别同比+1.87pct/+3.20pct/+0.97pct/-0.60pct/-0.29pct 至 13.16%/12.12%/17.27%/7.56%/13.67%；24Q3 分别同比 2.27pct/2.31pct/0.25pct/2.80pct/3.41pct 至 15.57%/11.11%/19.66%/9.09%/ 12.63%。

**（2）渠道型公司：内部结构分化，其中门店型公司盈利大幅承压。**24Q1-Q3 来伊份/良品铺子/三只松鼠/盐津铺子归母净利率率分别同比-1.84pct/-2.83pct/+1.06pct/-0.40pct 至 -1.69%/0.35%/4.76%/12.77%；24Q3 分别同比-2.29pct/-0.38pct/+1.51pct/-1.13pct 至 -7.88%/-0.28%/2.46%/12.39%。



**图41 休闲食品上市公司（A股）单品型公司 2018 年以来归母净利率情况**


资料来源：Wind，HTI

**图42 休闲食品上市公司（A股）渠道型公司 2018 年以来归母净利率情况**


资料来源：Wind，HTI

**表 20 休闲食品上市公司（A股）归母净利率情况（24Q1-Q3 以及 24Q3）**

证券简称	归母净利率		同比变动 (pct)	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
<b>单品型公司</b>				
洽洽食品	13.16%	15.57%	1.87	2.27
劲仔食品	12.12%	11.11%	3.20	2.31
甘源食品	17.27%	19.66%	0.97	0.25
西麦食品	7.56%	9.09%	-0.60	2.80
有友食品	13.67%	12.63%	-0.29	3.41
<b>合计</b>	<b>12.89%</b>	<b>14.38%</b>	<b>1.43</b>	<b>2.14</b>
<b>渠道型公司</b>				
来伊份	-1.69%	-7.88%	-1.84	-2.29
良品铺子	0.35%	-0.28%	-2.83	-0.38
三只松鼠	4.76%	2.46%	1.06	1.51
盐津铺子	12.77%	12.39%	-0.40	-1.13
<b>合计</b>	<b>4.26%</b>	<b>2.80%</b>	<b>-0.33</b>	<b>0.73</b>
<b>板块合计</b>	<b>7.32%</b>	<b>7.44%</b>	<b>0.28</b>	<b>1.45</b>

资料来源：Wind，HTI

**板块合同负债/预收账款环比提升体现出良好下游需求。**24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业 (A 股) 整体合同负债/预收账款 9.24 亿元, 环比/同比分别+99.54%/-0.09%, 其中单品型公司/渠道型公司合同负债/预收账款分别环比+105.38%/+96.73%至 3.18/6.06 亿元 (同比-24.65%/+20.49%)。我们认为整体板块合同负债/预收账款环比增长继续体现出下游的良好需求。

**板块整体经营性净现金流表现稳定。**24Q1-Q3 休闲食品板块上市企业 (A 股) 经营性净现金流为 34.35 亿元, 同比+5.51%; 其中单品型公司/渠道型公司经营性净现金流分别同比+60.64%/-35.3%至 22.25/12.1 亿元。

24Q3 休闲食品板块上市企业 (A 股) 经营性净现金流为 13.71 亿元, 同比-10.44%; 其中单品型公司/渠道型公司经营性净现金流分别同比+0.79%/-29.9%至 9.78/3.93 亿元。

**表 21 休闲食品上市公司 (A 股) 合同负债/预收账款以及存货情况 (24Q1-Q3)**

证券简称	合同负债 (亿元)			存货 (亿元)		
	24Q1-Q3	同比变化	环比变化	24Q1-Q3	同比变化	环比变化
<b>单品型公司</b>						
洽洽食品	0.89	-56.15%	69.47%	6.32	-0.06%	71.54%
劲仔食品	1.06	4.58%	135.41%	2.11	-43.68%	94.53%
甘源食品	0.43	-1.21%	113.18%	1.46	17.48%	117.41%
西麦食品	0.52	16.86%	131.98%	1.53	-6.15%	84.78%
有友食品	0.28	-6.11%	156.40%	2.72	-11.85%	101.40%
<b>合计</b>	<b>3.18</b>	<b>-24.65%</b>	<b>105.38%</b>	<b>14.13</b>	<b>-11.79%</b>	<b>84.18%</b>
<b>渠道型公司</b>				<b>0.00</b>		
来伊份	2.22	17.34%	111.12%	2.38	-2.03%	121.14%
良品铺子	2.25	14.31%	92.97%	4.02	-10.94%	121.97%
三只松鼠	1.02	127.68%	73.85%	6.56	28.58%	121.53%
盐津铺子	0.57	-21.24%	123.02%	5.91	14.72%	117.63%
<b>合计</b>	<b>6.06</b>	<b>20.49%</b>	<b>96.73%</b>	<b>18.88</b>	<b>9.73%</b>	<b>120.32%</b>
<b>板块合计</b>	<b>9.24</b>	<b>-0.09%</b>	<b>99.54%</b>	<b>33.01</b>	<b>-0.65%</b>	<b>101.64%</b>

资料来源: Wind, HTI

表 22 休闲食品上市公司（A 股）现金流情况（24Q1-Q3 以及 24Q3）

证券简称	经营性现金净流量（亿元）		同比增速	
	24Q1-Q3	24Q3	24Q1-Q3	24Q3
<b>单品型公司</b>				
洽洽食品	12.35	5.47	48.22%	-2.14%
劲仔食品	4.06	1.63	107.26%	40.80%
甘源食品	2.93	1.38	49.82%	11.38%
西麦食品	1.30	0.90	8.30%	-2.50%
有友食品	1.60	0.39	304.56%	-50.00%
合计	22.25	9.78	60.64%	0.79%
<b>渠道型公司</b>				
		0.00		
来伊份	2.20	1.15	-7.07%	-30.82%
良品铺子	0.76	0.13	-92.06%	-95.17%
三只松鼠	0.32	-0.07	-86.82%	-90.00%
盐津铺子	8.82	2.71	104.38%	44.98%
合计	12.10	3.93	-35.30%	-29.90%
<b>板块合计</b>	<b>34.35</b>	<b>13.71</b>	<b>5.51%</b>	<b>-10.44%</b>

资料来源：Wind, HTI

表 23 休闲食品行业可比公司估值表（截止 2024/11/01）

代码	简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
<b>A 股</b>												
002557.sz	洽洽食品	32.70	165.79	1.69	1.94	2.24	19.39	16.87	14.62	3.39	2.74	2.47
003000.sz	劲仔食品	12.24	55.20	0.37	0.67	0.83	32.97	18.33	14.69	4.43	3.69	3.15
002991.sz	甘源食品	72.75	67.81	3.04	4.25	5.11	23.97	17.11	14.23	4.07	3.57	3.08
002956.sz	西麦食品	12.81	28.60	0.52	0.57	0.77	24.46	22.65	16.68	2.21	1.86	1.72
603697.sh	有友食品	8.63	36.91	0.36	0.35	0.43	23.71	24.61	20.27	2.18	1.89	1.75
603777.sh	来伊份	10.09	33.96	0.11	--	--	94.66	--	--	2.50	--	--
603719.sh	良品铺子	12.01	48.16	0.60	0.30	0.40	20.12	39.52	30.24	3.45	1.90	1.83
300783.sz	三只松鼠	26.71	107.11	0.51	0.98	1.36	52.20	27.38	19.70	2.95	3.81	3.34
002847.sz	盐津铺子	50.58	137.99	2.44	2.39	3.04	20.71	21.13	16.62	10.00	7.37	5.79

资料来源：Wind 一致预期, HTI

## 4. 投资建议

**调味品板块：**我们认为调味品具有刚需必选属性+低值低耗特点，行业仍处于较快发展期，目前行业格局分散，龙头企业有望持续提升市场份额。建议关注综合优势明显或者改善预期的细分龙头，建议重点关注海天味业、中炬高新、天味食品。

**乳制品板块：**我们认为伴随消费复苏以及产品持续结构化升级，乳制品企业有望加速回暖。我们建议关注乳制品板块中需求端稳健复苏，利润率有望持续提升的龙头企业。建议重点关注伊利股份、新乳业。

**休闲食品板块：**我们认为，随着春节备货旺季到来，以及 25 年农历春节较早对四季度备货的积极影响，看好休闲食品板块下半年保持良好稳健业绩。此外整体板块估值具备性价比。建议重点关注洽洽食品，劲仔食品、盐津铺子、西麦食品、三只松鼠。

## 5. 风险提示

(1) 食品安全风险，(2) 市场竞争加剧，(3) 新产品、新渠道、新市场拓展不及预期，(4) 上游原材料成本大幅波动。

## APPENDIX 1

## Summary

## Investment Highlights:

Seasoning Sector: Q3 revenue growth accelerated, profitability improved. From Q1 to Q3, seasoning sector issuers' total revenue/recurring NPATs increased by 7.53%/9.2% YoY to RMB 45.63 billion/7.70 billion. Q3 alone saw a YoY increase of 11.03%/14.3% to RMB 14.86 billion/2.35 billion. Revenue growth accelerated from Q2, driven by lower raw material costs and effective expense management, enhancing recurring NPATs margin. Soy sauce sector growth accelerated, with Foshan Haitian Flavouring & Food showing resilience. Jonjee Hi-Tech Industrial & Commercial Holding's reform showed initial success, while Chacha Food faced pressure. Compound seasoning saw positive growth, with Sichuan Teway Food Group's Chinese seasoning growing rapidly.

Dairy Sector: Short-term revenue pressure, cost reduction boosts profitability. Q3 dairy sector faced weak demand, with revenue under pressure but improved sequentially. Profitability benefited from lower raw milk prices and good expense control. Looking to Q4 and 2025, we expect recovery in ambient milk and a new balance in raw milk supply-demand, improving overall performance. From Q1 to Q3, dairy sector issuers' total revenue/net profit attributable to shareholders decreased by 8.26%/increased by 10.88% YoY to RMB 129.83 billion/11.82 billion, with Q3 alone decreasing by 7.43%/increasing by 4.45% to RMB 42.12 billion/3.42 billion.

Snack Food Sector: Q3 revenue slowed, profitability improved. From Q1 to Q3, snack food sector issuers' total revenue/net profit attributable to shareholders increased by 14.44%/19.07% YoY to RMB 29.49 billion/2.16 billion, with Q3 alone increasing by 4.73%/30.18% to RMB 9.70 billion/0.72 billion. Revenue growth slowed, but profitability improved due to inventory and cost optimization. Channel companies outperformed single-product companies, but single-product companies showed recovery in Q3.

Investment advice: We suggest paying attention to resilient leaders with improving cost structures, such as Foshan Haitian Flavouring & Food, Jonjee Hi-Tech Industrial & Commercial Holding, Sichuan Teway Food Group, Inner Mongolia Yili Industrial Group, and Chacha Food.

Risk Warning: (1) Food safety risks, (2) Intensified market competition, (3) Weaker than expected new product/channel/market expansion, (4) Significant raw material cost fluctuations.

## 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， 顾慧菁，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, Huijing Yan, 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， 程碧升，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, Bisheng Cheng, 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， 张宇轩，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, Yuxuan Zhang, 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， 吴岱禹，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, Jasmine Wu, 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@htsec.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@htsec.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.

600305.CH, 002507.CH 及 002557.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。

600305.CH, 002507.CH and 002557.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.

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

### 评级分布 Rating Distribution

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

### 分析师股票评级

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

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

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

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

### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

### Analyst Stock Ratings

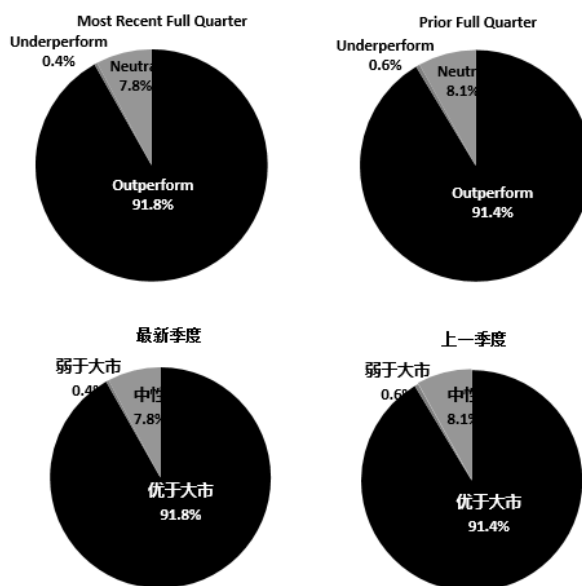
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

## Ratings Distribution



### 截至 2024 年 9 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	91.8%	7.8%	0.4%
投资银行客户*	3.5%	4.4%	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 September 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.8%	7.8%	0.4%
IB clients*	3.5%	4.4%	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股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution



can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

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

#### 重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

#### IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

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

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

to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://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策。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, 12<sup>th</sup> 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开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

**新加坡投资者的通知事项：**本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券，集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

**日本投资者的通知事项：**本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”)）第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项：**本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项：**Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：[www.legislation.gov.au](http://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](mailto: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](http://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](mailto: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>

---