

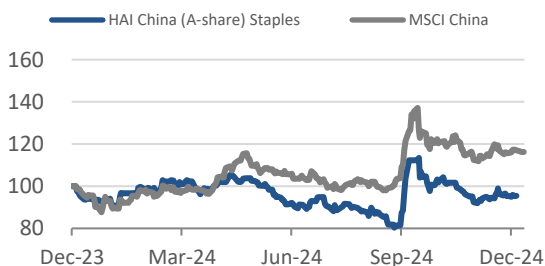
# 中国必需消费 China (A-share) Staples

## 中国消费行业 2025 年 1 月投资策略报告：基本面改善前先关注估值修复

### Valuation precedes improvement in fundamentals

#### 观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	古井贡酒	Neutral
贵州茅台	Outperform	今世缘	Outperform
五粮液	Outperform	迎驾贡酒	Outperform
五粮液	Outperform	燕京啤酒	Outperform
海天味业	Outperform	安琪酵母	Outperform
海天味业	Outperform	重庆啤酒	Outperform
山西汾酒	Outperform	重庆啤酒	Outperform
伊利股份	Outperform	安井食品	Outperform
泸州老窖	Outperform	安井食品	Outperform
泸州老窖	Outperform	水井坊	Outperform
东鹏饮料	Outperform	口子窖	Outperform
东鹏饮料	Outperform	珠江啤酒	Outperform
洋河股份	Outperform	舍得酒业	Outperform
洋河股份	Outperform	百润股份	Outperform
双汇发展	Outperform	老白干	Outperform
青岛啤酒	Outperform	盐津铺子	Outperform



资料来源: Factset, HTI

#### Related Reports

HTI 中国消费行业 2025 年投资策略报告: 虽迟到不缺席, 先乳业后白酒  
Although late is not absent, first dairy before liquor (6 Dec 2024)

HTI 中国消费行业 2025 年投资策略报告: 虽迟到不缺席, 先乳业后白酒

Although late is not absent, first dairy before liquor (6 Dec 2024)

(本报告有误, 请阅读后续修订版报告) HTI 中国消费行业 11 月投资报告: 软饮料之后关注乳业、白酒

After Soft Drinks, Focus on Dairy and Wine (5 Nov 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**需求:** 1-12 月我们重点跟踪的 8 个行业中 5 个实现正增长, 3 个负增长。正增长的行业包括次高端及以上白酒 (+6.7%)、速冻食品 (+5.9%)、软饮料 (+4.5%)、餐饮 (+3.9%) 与调味品 (+3.4%); 负增长的行业包括啤酒 (-3.1%)、乳制品 (-7.9%)、与大众及以下白酒 (-11.1%)。尽管 9 月底中央政府出台多项刺激经济政策, 但对我们监测的必选消费品而言, 需要比可选消费品更长时间和更多环节传导方能见效。同时考虑基数原因, 我们预计多数行业增速改善将从今年第二季度开始, 且全年增速略高于 2024 年。

**价格:** 12 月底, 我们跟踪的六类大众品折扣率平均值分别为液态奶 (72.7%)、啤酒 (78.8%)、调味品 (86.0%)、软饮料 (94.4%)、婴幼儿粉 (92.5%)、方便食品 (94.9%)。年初以来, 折扣率变大的商品依次为液态奶 (12.0pct)、婴幼儿粉 (3.3pct)、啤酒 (1.8pct)、调味品 (1.2pct), 方便食品 (5.0pct) 和软饮料 (3.0pct) 折扣率变小。白酒价格多数继续下跌, 甚至较 11 月底 30-50 元。价格下跌受需求不振、产业周期、成本下行等因素影响。预计今年多数产品价格前低后高, 温和上行。

**成本:** 12 月底, 调味品/啤酒/软饮料/乳制品/速冻食品/方便面现货成本指数同比变动 -13.3%/-12.9%/-5.8%/-5.1%/-2.6%/-1.2%, 期货成本指数同比变动 -14.5%/-14.2%/-7.1%/-3.6%/-1.9%/-3.3%。包材方面, 玻璃/塑料/纸浆现货价格同比 -30.5%/-14.5%/-1.2%, 铝材现货价格同比 +4.4%。直接原材料方面, 大豆/玉米/原奶现货价格同比 -19.2%/-17.2%/-15.0%, 棕榈油/大包粉现货价格同比 +40.6%/+21.3%。考虑企业采购周期, 至少今年一季度仍有成本红利。

**资金:** 截至 2024 年 12 月 31 日, 港股通资金当月净流入 897.40 亿元 (上月净流入 1160.87 亿元), 必需消费板块市值占比为 4.24%, 较上月下降 0.06pct。食品添加剂行业港股通占比为 12.38%, 较月初减持 0.27pct; 乳制品港股通市值占比为 11.26%, 排名次之。

**估值:** 12 月底, A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 17% (21.3x), 较上月末下降 1pct, 子行业分位数较低的是乳品 (7%, 19.1x)、啤酒 (7%, 26.7x)。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 3% (15.3x), 分位数较上月末下降 9pct, 子行业分位数较低的是酒精饮料 (3%, 15.9x)、包装食品 (4%, 10.7x)。美股日常消费品的 PE 历史分位数为 90% (24.9x), 较上月末下降 10pct, 子行业分位较低的是啤酒 (20%, 14.4x)、烟草 (21%, 13.8x)。

**建议: 准备为中国资产重新定价。** 我们认为在消费基本面改善前, 应先关注估值修复带来的投资机会。原因: 一是中国资产整体吸引力可能大幅上升; 二是资本市场上的资金流可能继续改善; 三是部分行业、品牌作为中国优质资产代表的认识可能会重现; 四是上市公司通过提高分红、回购进一步加大股东回报。我们维持上月投资建议, 从长期趋势和周期阶段角度, 更看好乳制品和白酒。其次从股东回报角度, 相对看好软饮料、乳制品和啤酒。因此首推乳制品, 中期可考虑白酒, 个股以龙头公司为主, 如蒙牛乳业、伊利股份、中国飞鹤、贵州茅台、山西汾酒、金徽酒、康师傅、统一企业。其他消费行业标的, 建议关注小商品城、滔搏、美的集团、雅迪控股、牧原股份等。

**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。

闻宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

宋琦 Qi Song  
q.song@htisec.com

肖韦俐 Weili Xiao  
wl.xiao@htisec.com

芮雯 Raven Rui  
raven.w.rui@htisec.com

## 1 12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
10月营收	303	129	477	152	352	75	640	156
11月营收	265	158	381	105	372	78	455	160
12月营收	330	185	330	104	404	82	380	130
10月同比%	-1.9%	-1.4%	-6.1%	-3.5%	2.8%	1.4%	3.6%	3.4%
11月同比%	-3.6%	-2.0%	-6.2%	-1.9%	1.1%	4.7%	4.1%	2.2%
12月同比%	-2.6%	-2.3%	-5.7%	-1.4%	2.0%	4.4%	5.3%	1.3%
年初至今同比%	6.7%	-9.1%	-7.5%	-3.5%	3.4%	5.9%	4.5%	3.9%

资料来源: HTI

据海通国际预测, 24年12月重点跟踪的8个行业中5个保持正增长, 3个负增长。个位数增长的行业包括啤酒、软饮料、速冻食品、调味品和餐饮; 次高端及以上白酒、大众及以下白酒和乳制品负增长。与上月相比, 3个增速加快或降幅收窄, 5个行业增速下滑。尽管9月底中央政府出台多项刺激经济政策, 但从经济规律角度, 对我们监测的必选消费品而言, 需要比可选消费品更长时间和更多环节传导方能见效, 所以12月监测数据整体延续前期趋势。

12月国内次高端及以上白酒行业收入为330亿元, 同比下滑4.6%。1-12月累计收入为4030亿元, 同比增长6.7%。临近元旦和春节, 次高端及以上白酒消费环比改善, 同比延续前几个月的低迷态势。需求弱化导致批价下行, 加之年底厂家的奖励和优惠政策出台, 急需资金周转的经销商不得不以价换量, 部分产品实际成交价环比上月下跌30-50元。相对利好的消息是多数名酒产品库存存在下降, 四季度末较三季度末降幅约有一个月水平。尽管如此, 经销商对库存的接受度也在下降, 所以对厂家的打款要求响应并不积极。近期已有多家酒企表态不追求“开门红”, 预计也会调低明年收入增长目标。

12月国内大众及以下白酒行业收入为250亿元, 同比降低24.2%。1-12月累计收入为2208亿元, 同比降低11.1%。从5月开始, 连续8个月降幅扩大。另据国家统计局数据, 11月全国白酒产量同比下降15.2%, 从6月开始增速下降并转负, 1-11月累计同比下降0.6%。春节备货对大众及以下白酒产品影响相对较小, 目前商家经营重心仍放在降库存、保现金上, 同时淘汰低利润产品, 提高100-200元价位产品比例, 也有酒商开始布局黄酒、精酿啤酒、低度果酒等, 努力挖掘新增长点。与次高端及以上产品相比, 经销商库存压力较小。

12月国内啤酒行业收入为88亿元, 同比上升4.0%。1-12月累计收入为1734亿元, 同比下滑3.1%。据国家统计局, 2024年11月, 中国规模以上企业啤酒产量169.5万千升, 同比增长5.7%。1-11月中国规模以上企业累计啤酒产量3277.4万千升, 同比下降1.5%。去年四季度行业销量基数较低, 预计今年四季度收入微增, 目前行业渠道库存压力较低, 产品升级空间仍然较大, 非现饮渠道需求较为稳定, 2025年餐饮渠道复苏有望进一步刺激啤酒需求。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)

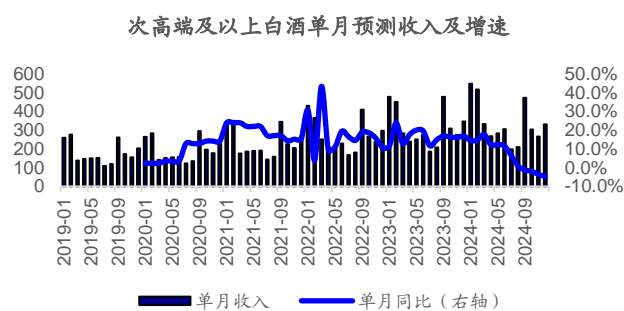
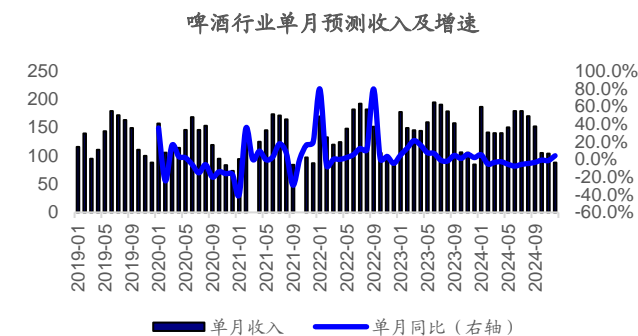


图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



12月国内调味品行业收入为405亿元，同比提升3.6%。1-12月累计收入为4472亿元，同比增长3.4%。目前已进入年底备货季，过年时间同比提前，因此12月行业增速有所提升。调味品行业整体需求景气度有所回升，其中C端需求表现相对稳健，但四季度以来线上购物节持续促销，竞争较为激烈，线上尤其新零售渠道表现亮眼。目前行业成本下行，渠道库存趋于良性，头部集中趋势进一步凸显。厂商方面，海天精耕细作营销策略逐步推广从而在景气度承压的环境中获得了更多市场份额，中炬高新加大对渠道环节的支持并对产品价格进行了调整，对B端定制产品态度逐渐开放，以提升在餐饮端的竞争力。

12月国内乳制品行业收入为321亿元，同比下降8.8%。1-12月累计收入为4592亿元，同比下降7.9%。另据国家统计局数据，11月全国乳制品产量同比下降4.1%，环比10月降幅扩大，年初以来累计同比下降2.4%。据渠道反馈，12月部分经销商放弃2024年度任务量，且为实现2025年开门红，将春节备货计入1月数据。目前乳制品已开始春节备货排单，预计1月集中提货2025年新日期产品，以防2024年旧日期产品于春节期间销售折价过大。总体而言，经销商备货较为谨慎，对2025年春节预期不高，担心库存周转和降价问题。好的方面在于，品牌企业主动调减收入和库存指标。2024年预计是乳制品产量十几年来首次负增长，2025年有望恢复正增长，预计1月春节期间乳品销售将环比向上。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)

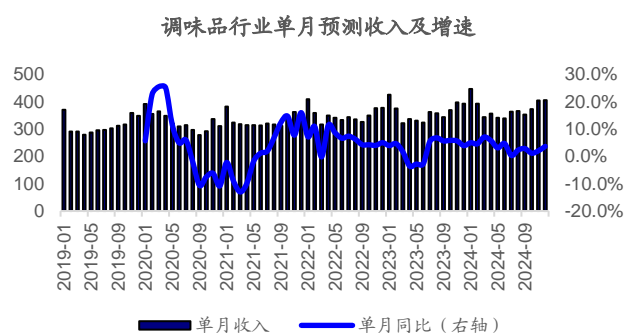
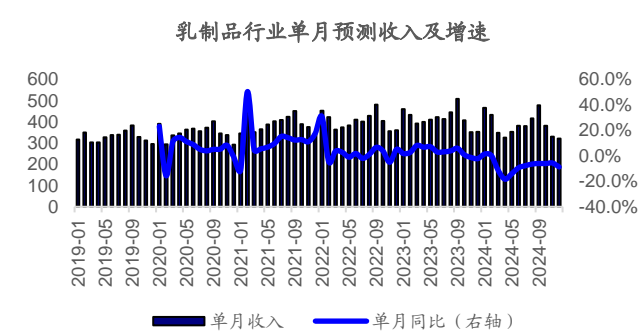


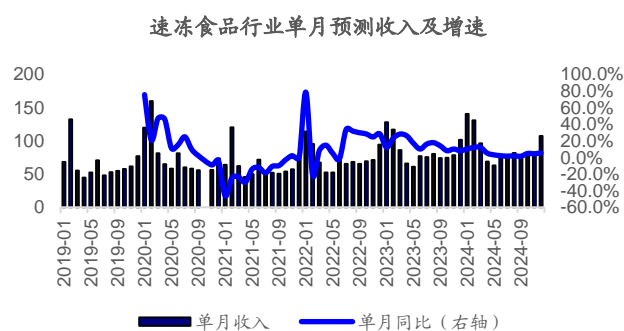
图4 乳制品行业收入预测 (亿元)



12月国内速冻行业收入为107亿元，同比增长5.4%。1-12月累计收入为1077亿元，同比增长5.9%。春节备货旺季早于去年同期节奏到来，12月增速提升，但1Q25需求增长情况或将承压。四季度持续进行的线上购物节期间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，目前大B客户肯德基率先开启提价，行业内卷程度中长期有望得到缓解。大型商超表现较弱，中小商超表现稳定，中小餐饮表现优于大型餐饮，客单价持续承压，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。进入年末备货季，行业基数较低，需求旺季来临，景气度触底回升。

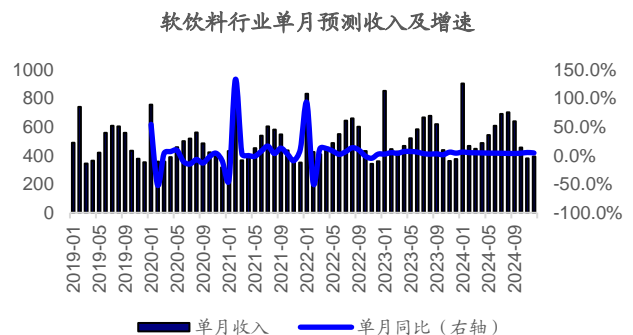
12月国内软饮料行业收入为392亿元，同比增长4.5%。1-12月累计收入为6713亿元，同比增长4.5%。另据国家统计局数据，11月全国软饮料产量同比增长5.0%，1-11月累计同比增长6.1%。据渠道反馈，12月软饮料仍为销售淡季，品牌分化较大，如康师傅、统一、农夫、怡宝等龙头企业饮料销售增长均在个位数，但如养元、椰树、承德露露等老字号品牌销售仍有双位数下滑。各家企业力争2025年开门红，水头时间相较往年提前，积极拼抢各级通路的资金和库容，预计1月是各企业销售检验的窗口期。2024年饮料行业是少有的销量增长的行业，出行和出游人群的增长带动了饮料需求。我们认为2025年饮料需求表现仍将延续，但竞争压力亦较大，部分品类如包装水的价格战或延续，企业拼抢该品类份额，分化背景下建议择优。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

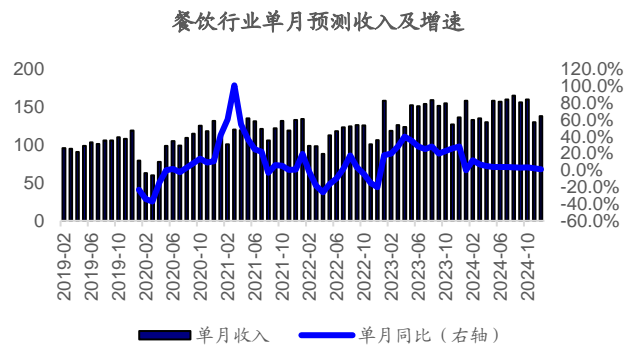
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

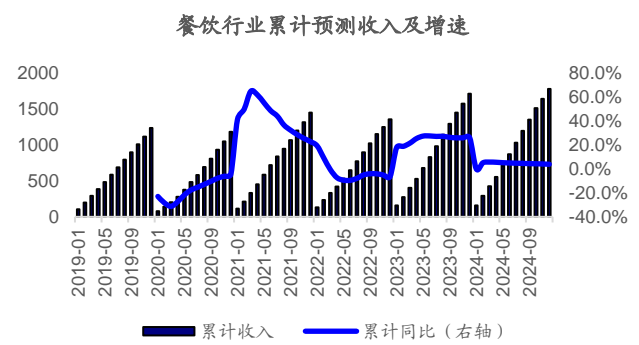
12月国内餐饮上市公司总计收入为138亿元，同比增长1.3%。1-12月累计收入为1781亿元，同比增长3.9%。由于今年元旦并未形成“小长假”假期，节假日餐饮需求预计同比有所减弱。连锁餐饮头部企业海底捞由于基数原因，四季度翻台表现同比走弱，环比较为稳定，且下半年关店量有所减少，肯德基11月月度店效同比转正，并在12月启动两年来首次涨价。行业整体店铺数量维持增长态势，支撑行业整体规模增长。目前餐饮行业竞争依然激烈，为了降低成本，餐饮公司重视成本控制，如百胜中国进行了菜单简化以及恢复一些低成本产品的促销活动，来对冲包装成本的上升。龙头企业持续扩张，太二与海底捞均在上半年开放加盟，此外海底捞在中报提出了“红石榴计划”从而孵化新的品牌与产品。

图7 餐饮行业单月收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

图8 餐饮行业累计收入预测 (亿元)



资料来源: HTI

## 1.2 消费行业价格跟踪

### 1.2.1 白酒批发价格追踪

据多家酒业媒体报道，近日白酒批发价格如下：

**贵州茅台：**本周（12月23日至12月30日），飞天整箱、散瓶和茅台1935批价为2350/2220/670元，较上周+30/-30元/持平，较上月+110/+20元/持平。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台1935批价-610/-500/-280元，较去年同期-610/-500/-280元。

**五粮液：**本周八代普五批价为910元，较上周-38元，较上月-33元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-38元，较去年同期-38元。

**泸州老窖：**本周国窖1573批价为840元，较上周持平，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-10元。

**山西汾酒：**本周复兴版、青花20批价为750/350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-60/+30元，较去年同期-60/+30元。

**洋河股份：**本周M6+、M3水晶版、天之蓝批价为545/340/269元，较上周持平/持平/持平，较上月持平/持平/持平。中长期来看，今年年初以来M6+、M3水晶版、天之蓝批价+15/-40/-9元，较去年同期+15/-40/-9元。

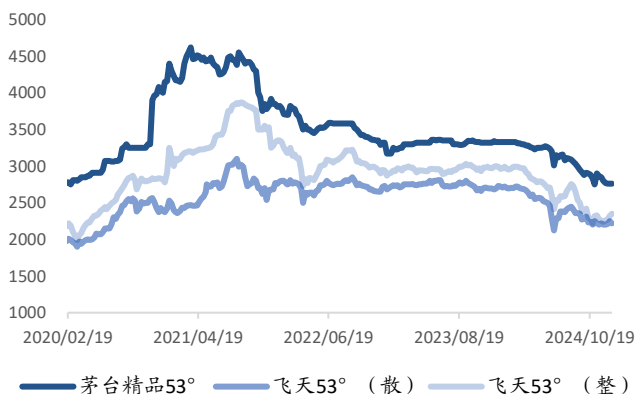
**古井贡酒：**本周古20、古16、古8批价为460/290/200元，较上周持平/持平/持平，较上月持平/持平/持平。中长期来看，今年年初以来古20、古16、古8批价+5/-30/+5元，较去年同期+5/-30/+5元。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/12/30	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)	2350	30	110	-610	-610
	飞天53° (散)	2220	-30	20	-500	-500
	茅台精品53°	2760	0	-40	-570	-570
	王子普王53°	245	0	0	-10	-10
	茅台1935	670	0	0	-280	-280
五粮液	第八代普五52°	910	-38	-33	-38	-38
	交杯52°	1365	0	0	140	140
	1618 52°	900	-48	-40	0	0
泸州老窖	国窖1573 52°	840	0	0	-10	-10
	窖龄60 52°	240	0	0	0	0
山西汾酒	青花30复兴版	750	0	0	-60	-60
	青花20 53°	350	0	0	30	30
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	545	0	0	15	15
	梦之蓝水晶版52	340	0	0	-40	-40
	天之蓝52°	269	0	0	-9	-9
	海之蓝52°	115	0	0	-10	-10
今世缘	国缘四开 42°	385	0	0	5	5
	国缘对开 42°	205	0	0	35	35
古井贡酒	古20 52°	460	0	0	5	5
	古16 50°	290	0	0	-30	-30
	古8 45°	200	0	0	5	5
	古5 50°	95	0	0	-5	-5
口子窖	口20 41°	305	0	0	15	15
	口10 41°	200	0	0	0	0
	口6 41°	85	0	0	-25	-25
舍得酒业	品味舍得 52°	315	0	0	10	10
酒鬼酒	内参 52°	680	0	0	-30	-30
	红坛 52°	300	-5	-5	-15	-15
水井坊	井台 52°	415	0	0	-10	-10
	臻酿八号 52°	300	0	0	25	25
珍酒李渡	珍十五 53°	305	-5	-5	-35	-35
	窖藏1988 53°	400	0	0	-65	-65
郎酒	青花郎 20 53°	810	-10	-10	-10	-10
	红花郎 15 53°	410	-5	-5	-80	-80
国台	国台15年 53°	590	0	0	0	0
	国台国标 15 53°	300	-5	-5	0	0
剑南春	水晶剑 52°	375	0	0	5	5
金沙酒业	摘要 53°	450	0	0	-90	-90

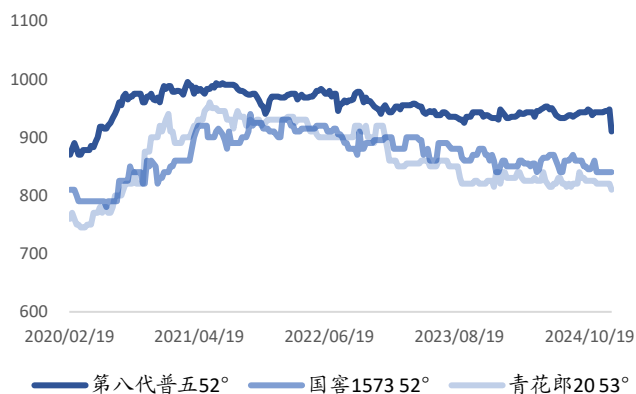
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周茅台飞天整箱、散瓶批价+30/-30元



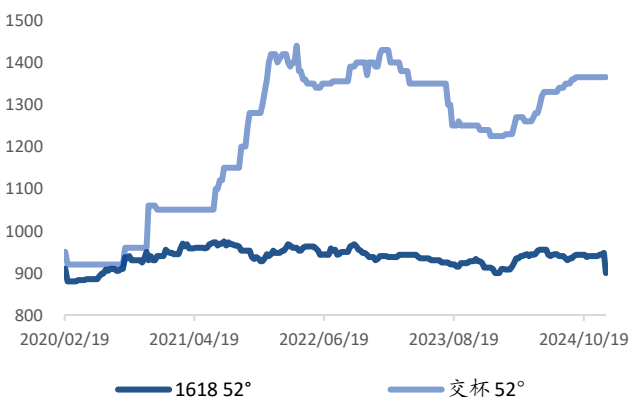
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周第八代普五、青花郎 20 批价-38/-10元



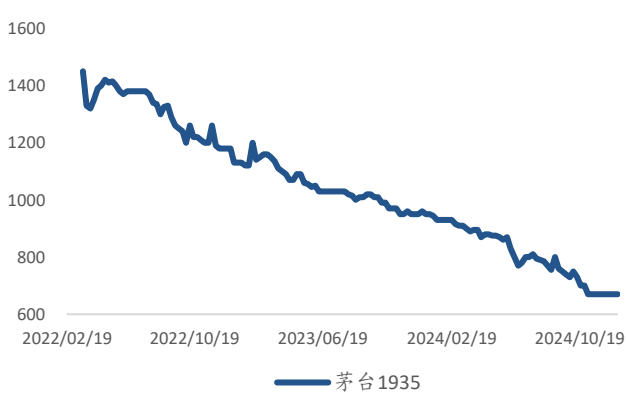
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618 批价-48元



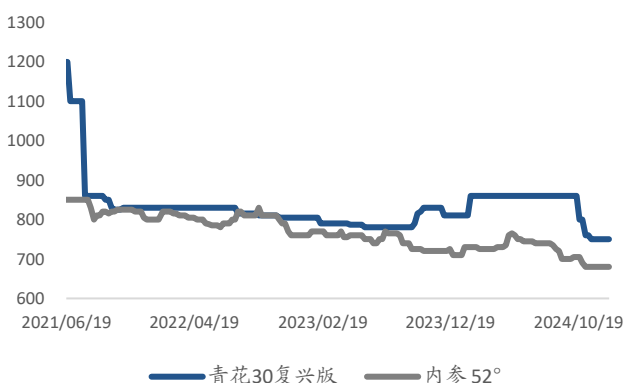
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价持平



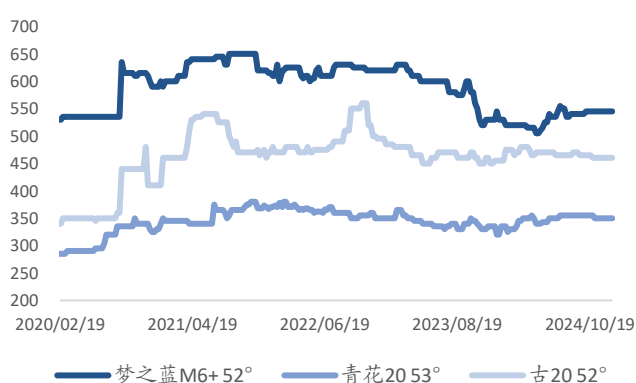
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周青花 30 复兴版、内参批价持平



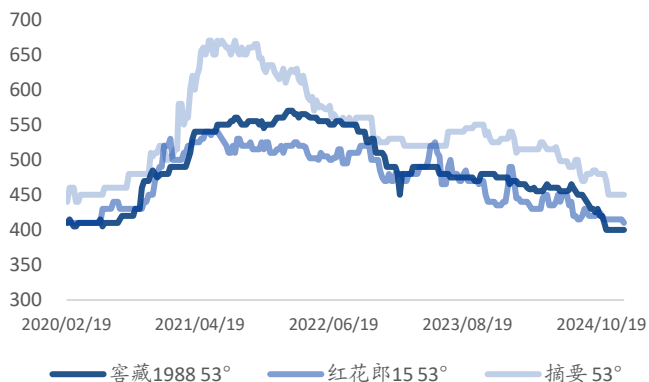
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周梦之蓝 M6+、青花 20、古 20 批价持平



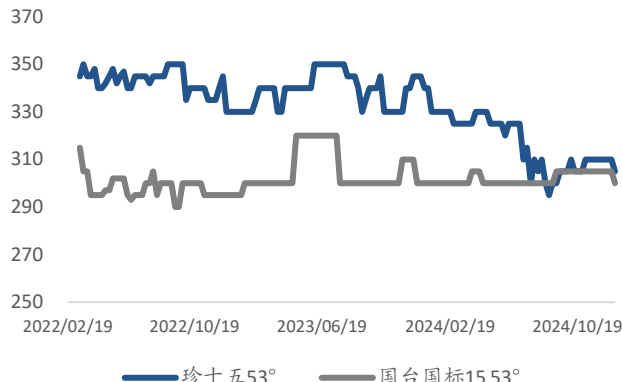
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周红花郎 15 批价-5 元



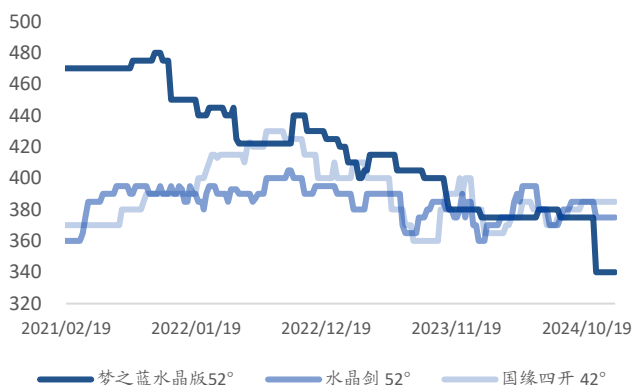
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五、国台国标批价-5/-5 元



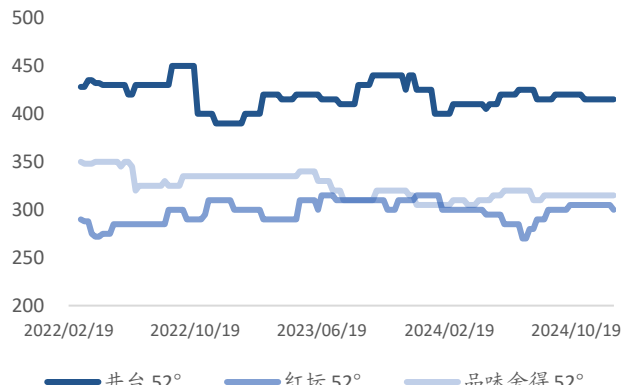
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周梦之蓝水晶版、水晶剑、国缘四开批价持平



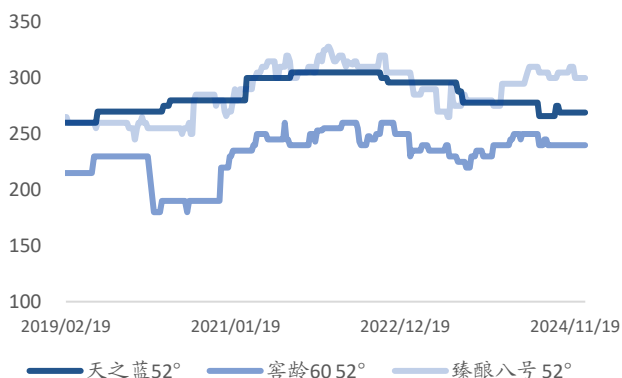
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周红坛批价-5 元



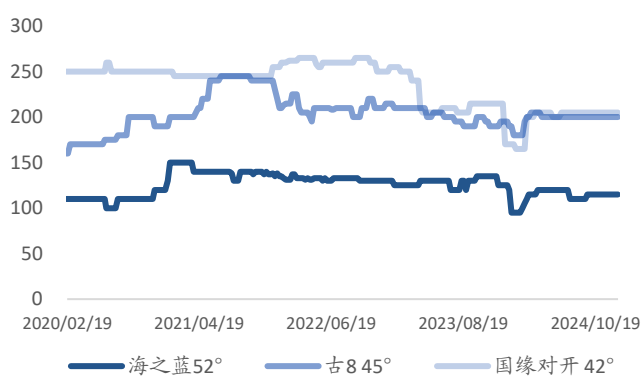
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周天之蓝、窖龄 60、臻酿八号批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周海之蓝、古 8、国缘对开批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI



### 1.2.2 大众品零售价格追踪

方便食品、液态奶代表产品较 11 月末折扣力度有所增加。

方便食品代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 11 月末的 97.9%/98.8%变化至本周的 94.9%/99.0%。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 78.2%/72.8%变化至本周的 72.7%/72.7%。

啤酒代表产品较 11 月末折扣力度有所减少。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 76.7%/77.8%变化至本周的 78.8%/80.0%。

软饮料、调味品和婴配粉代表产品折扣力度表现平稳。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 92.5%/92.8%变化至本周的 94.4%/100%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 86.8%/87.0%变化至本周的 86.0%/87.8%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 11 月末的 93.8%/100%变化至本周的 92.5%/96.8%。

表3 大众品类整体折扣率一览（20241230）

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	72.7%	70.9%	78.2%	84.8%
液态奶折扣率中位值	72.7%	67.0%	72.8%	83.3%
啤酒折扣率平均值	78.8%	78.9%	76.7%	80.6%
啤酒折扣率中位值	80.0%	80.0%	77.8%	81.4%
方便食品折扣率平均值	94.9%	94.9%	97.9%	89.9%
方便食品折扣率中位值	99.0%	99.0%	98.8%	93.2%
调味品折扣率平均值	86.0%	85.4%	86.8%	87.1%
调味品折扣率中位值	87.8%	87.8%	87.0%	90.0%
软饮料折扣率平均值	94.4%	94.7%	92.5%	91.4%
软饮料折扣率中位值	100%	100%	92.8%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	92.5%	92.5%	93.8%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	96.8%	96.8%	100%	100%

资料来源：资料来源：多个电商平台，HTI

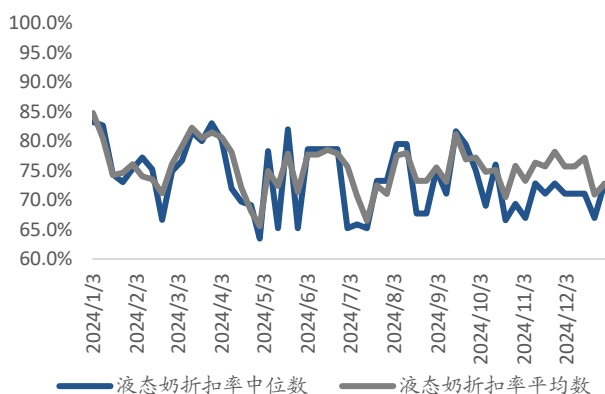
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览 (20241202)

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
重啤乐堡	500ml*12/箱	啤酒	34.2%	37.3%	32.6%
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	42.0%	42.0%	72.7%
伊利金典纯牛奶	250ml*12/箱	液态奶	43.9%	72.8%	70.0%
百威哈啤小麦王	450ml*15/箱	啤酒	55.1%	50.6%	54.4%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	58.3%	58.3%	61.0%
海天金标生抽	500ml*1/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
燕京 10 度清爽	330ml*24/箱	啤酒	65.7%	52.6%	85.9%
千禾头道原香	500ml*1/瓶	调味品	66.4%	67.0%	70.0%
飞鹤星飞帆卓耀 3 段	758g*1/罐	婴配粉	68.6%	68.6%	82.8%
蒙牛特仑苏牛奶	250ml*12/箱	液态奶	69.3%	69.3%	83.2%

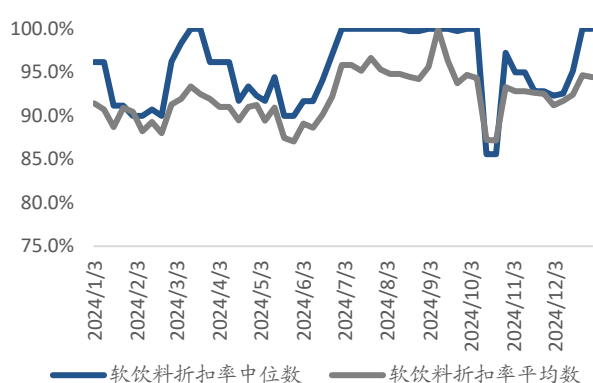
资料来源: 多个电商平台, HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



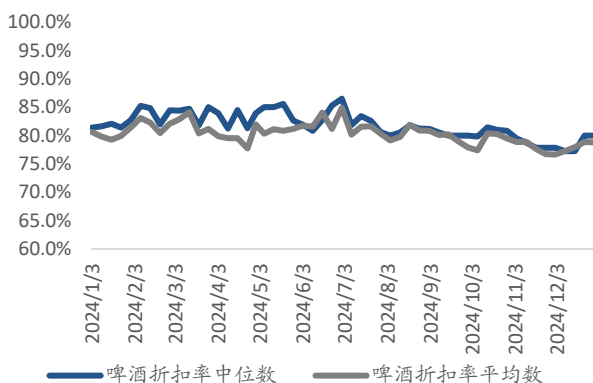
资料来源: 多个电商平台, HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



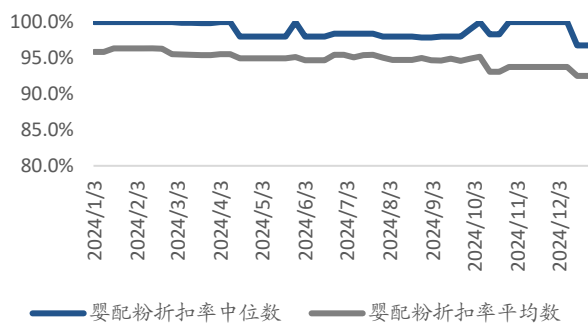
资料来源: 多个电商平台, HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



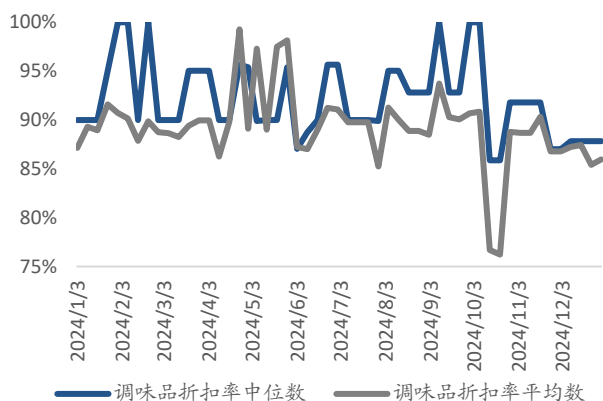
资料来源: 多个电商平台, HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



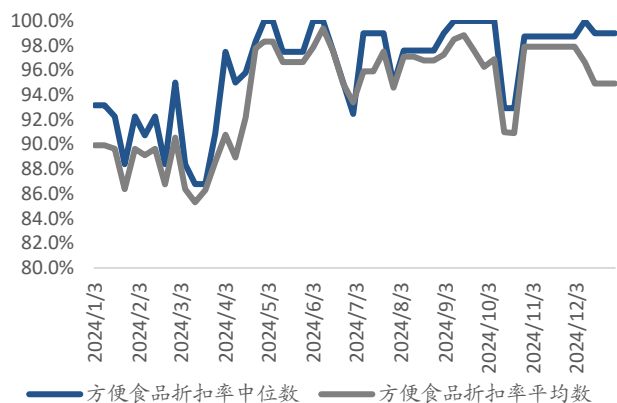
资料来源: 多个电商平台, HTI

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 2024/12/30	117.72	103.45	104.58	106.29	120.78	112.55
上周 2024/12/23	117.63	103.60	104.60	105.72	121.15	112.78
上月 2024/11/29	118.83	104.30	103.40	106.05	121.80	110.42
今年年初 2024/1/1	134.73	118.98	109.95	107.29	123.64	119.33
去年同期 2023/12/30	135.12	119.38	110.16	107.52	124.03	119.47
较上周	0.07%	-0.14%	-0.03%	0.53%	-0.30%	-0.20%
较上月	-0.93%	-0.82%	1.14%	0.22%	-0.84%	1.93%
较今年年初	-12.62%	-13.05%	-4.89%	-0.93%	-2.31%	-5.68%
较去年同期	-12.88%	-13.34%	-5.07%	-1.15%	-2.62%	-5.79%

资料来源：Wind，HTI

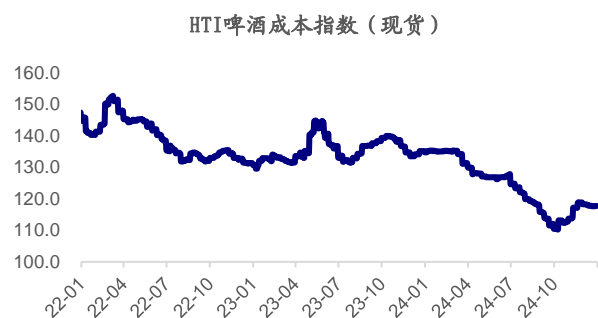
表6 HTI 消费品期货成本指数

日期	HTI消费品成本指数（期货指数）					
	啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日 2024/12/30	125.28	109.80	95.34	108.75	121.15	121.12
上周 2024/12/23	125.92	109.55	94.80	108.20	121.06	120.55
上月 2024/11/29	123.03	109.56	95.49	111.98	121.87	122.57
今年年初 2024/1/1	145.99	128.28	98.75	112.19	123.10	130.14
去年同期 2023/12/30	146.00	128.38	98.93	112.41	123.45	130.35
较上周	-0.51%	0.23%	0.57%	0.51%	0.07%	0.47%
较上月	1.83%	0.21%	-0.16%	-2.89%	-0.59%	-1.18%
较今年年初	-14.19%	-14.40%	-3.45%	-3.07%	-1.58%	-6.93%
较去年同期	-14.19%	-14.47%	-3.63%	-3.26%	-1.86%	-7.08%

资料来源：Wind，HTI

截至12月30日，啤酒成本现货指数为117.72，较上周提升0.07%；啤酒成本期货指数为125.28，较上周下降0.51%。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降0.93%，啤酒成本期货指数提升1.83%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降12.62%，啤酒成本期货指数下降14.19%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降12.88%，啤酒成本期货指数下降14.19%。

图27 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

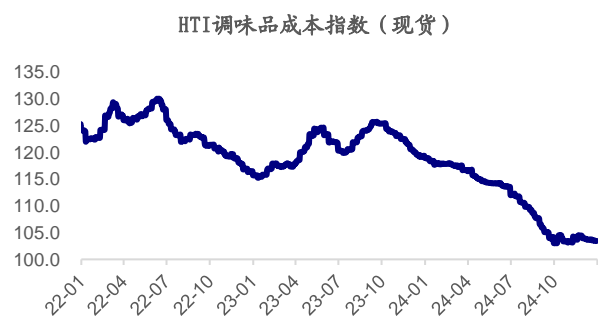
图28 啤酒行业成本期货指数



资料来源：Wind，HTI

截至12月30日，调味品成本现货指数为103.45，较上周下降0.14%；调味品成本期货指数为109.8，较上周提升0.23%。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降0.82%，调味品成本期货指数提升0.21%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降13.05%，调味品成本期货指数下降14.4%，较去年同期，调味品成本现货指数下降13.34%，调味品成本期货指数下降14.47%。

图29 调味品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图30 调味品行业成本期货指数



资料来源：Wind，HTI

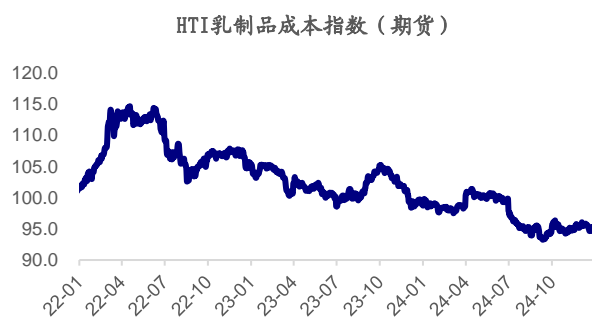
截至12月30日，乳制品成本现货指数为104.58，较上周下降0.03%；乳制品成本期货指数为95.34，较上周提升0.57%。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升1.14%，乳制品成本期货指数下降0.16%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降4.89%，乳制品成本期货指数下降3.45%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降5.07%，乳制品成本期货指数下降3.63%。

图31 乳制品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

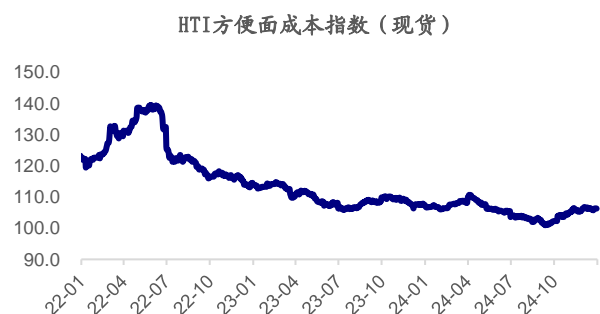
图32 乳制品行业成本期货指数



资料来源：Wind，HTI

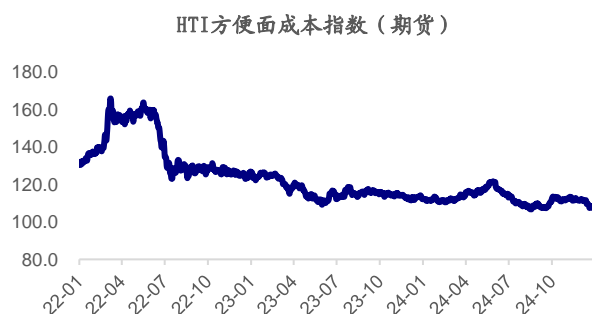
截至12月30日，方便面成本现货指数为106.29，较上周提升0.53%；方便面成本期货指数为108.75，较上周提升0.51%。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升0.22%，方便面成本期货指数下降2.89%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降0.93%，方便面成本期货指数下降3.07%，较去年同期，方便面成本现货指数下降1.15%，方便面成本期货指数下降3.26%。

图33 方便面行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图34 方便面行业成本期货指数



资料来源：Wind，HTI

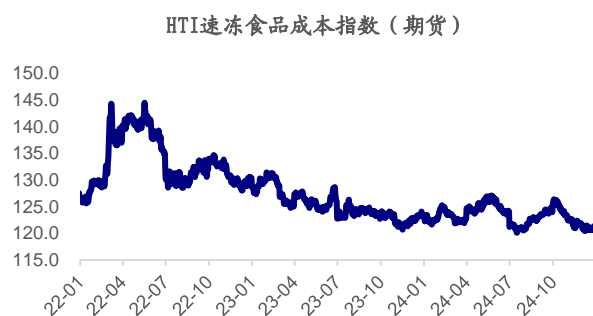
截至12月30日，速冻食品成本现货指数为120.78，较上周下降0.3%；速冻食品成本期货指数为121.15，较上周提升0.07%。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降0.84%，速冻食品成本期货指数下降0.59%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降2.31%，速冻食品成本期货指数下降1.58%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降2.62%，速冻食品成本期货指数下降1.86%。

图35 速冻食品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

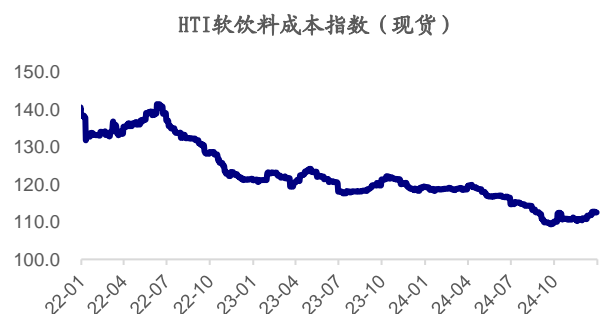
图36 速冻食品行业成本期货指数



资料来源: Wind, HTI

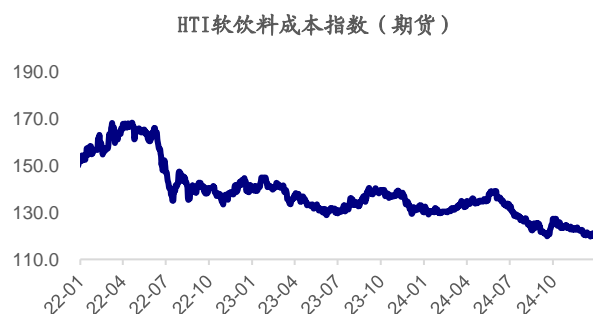
截至12月30日,软饮料成本现货指数为112.55,较上周下降0.2%;软饮料成本期货指数为121.12,较上周提升0.47%。月度来看,较上月同期软饮料成本现货指数提升1.93%,软饮料成本期货指数下降1.18%。中长期看,今年年初以来软饮料成本现货指数下降5.68%,软饮料成本期货指数下降6.93%,较去年同期,软饮料成本现货指数下降5.79%,软饮料成本期货指数下降7.08%。

图37 软饮料行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图38 软饮料行业成本期货指数



资料来源: Wind, HTI

#### 1.4 消费行业及公司重点新闻

表7 2024年12月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
12.31	白酒	美团歪马送酒: 进一步增加茅台等中高端白酒供应, 14省市最快15分钟达
12.20	白酒	茅台集团总经理王莉: 中国白酒要打开新增长“突破口”“走出去”是一条重要路径
12.31	啤酒	国民啤酒燕京携手国民闺女关晓彤, 以淡季“旺”做打破啤酒消费怪圈
12.31	啤酒	喜力啤酒携手成都万象城举办新年有星喜年末盛典
12.06	调味品	手机短视频平台掀起百山祖九菇鲜分享热潮, 新型调味品开始受追捧
1.3	零食	量贩零食卷向2025: 喊出“春节1月抵3月”, 加盟商却减少囤货, 新开店回本或需3年
12.24	乳业	伊利股份与顺丰签署战略合作框架协议 联手构建乳业供应链新生态
12.23	葡萄酒	“鲜”时代的推动者: 2025年茅台葡萄酒以新品开新局

资料来源: wind, HTI

表8 2024年12月消费公司公告

日期	公司	摘要
1.03	贵州茅台	2024年度,公司生产茅台酒基酒约5.63万吨,系列酒基酒约4.81万吨;预计实现营业总收入约1738亿元,同比增长约15.44%;预计实现归属于上市公司股东的净利润约857亿元,同比增长约14.67%。
12.31	安井食品	安井食品集团股份有限公司公布了2024年前三季度利润分配方案的进展。每股分配比例为A股每股派发现金红利0.95元(含税)。
12.24	绝味食品	绝味食品终止H股上市计划公告
12.12	海天味业	海天味业官方发布公告称计划发行H股股票并在香港联合交易所上市,目前已经获得董事会和监事会的全票通过。

资料来源: wind, HTI

表9 2024年12月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
12.30	金龙鱼	金龙鱼: 调味品业务目前专注于国内市场 (wind)
12.10	伊利	伊利股份: 2024年将在美国上市多品类乳制品 (wind)
12.27	库迪	库迪咖啡荣获“2024年度时代先锋品牌”
12.17	嘉士伯	嘉士伯收购英国软饮巨头碧域获英国监管机构批准
12.3	华润啤酒	啤酒企业积极探索绿色低碳方案 华润啤酒打造绿色领航者 (wind)
12.3	星巴克	星巴克首次在中国推出联名信用卡 (wind)
12.31	可口可乐	太古集团收购泰国、老挝可口可乐装瓶业务并出售柬埔寨越南少数权益

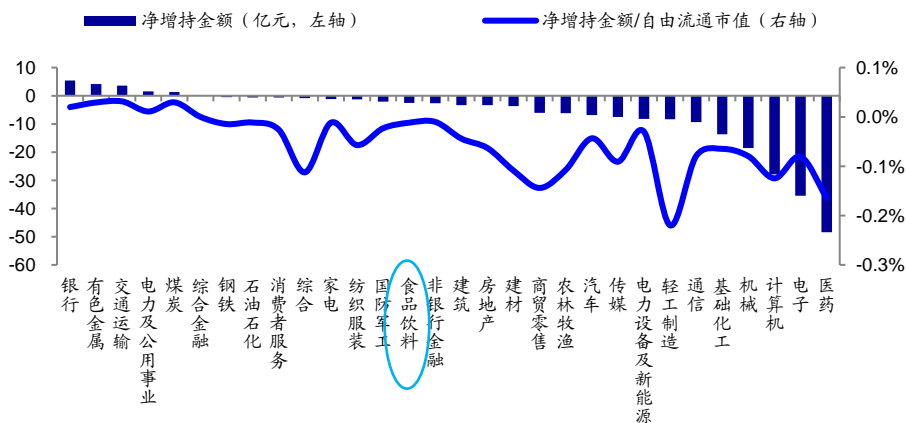
资料来源: wind, HTI

## 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

24年12月银行和有色金属行业净增持额最大,医药和电子净减持额最大。从行业来看,24年12月银行和有色金属行业净增持额最大,分别为5.44和4.1亿元,净增减持额/自由流通市值分别为0.02%和0.03%;医药和电子行业净减持额最大,分别为48.42和35.43亿元,净增减持额/自由流通市值分别为-0.16%和-0.08%。

图39 2024年12月行业净增持额&amp;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12月31日

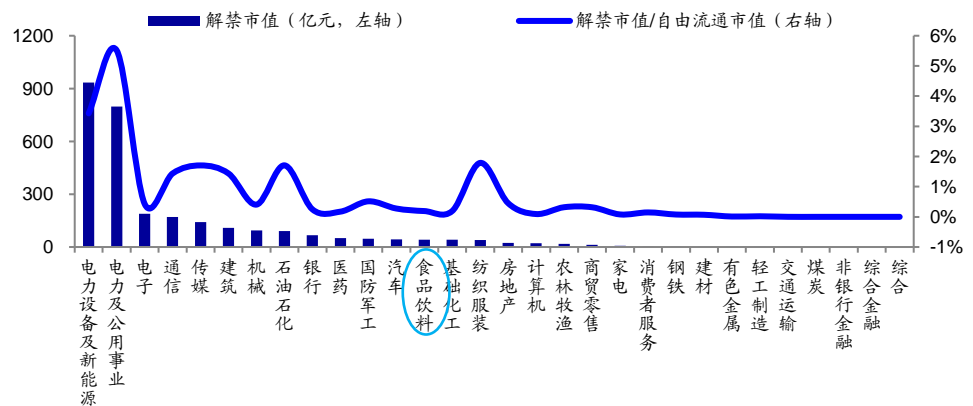
表10 2024年12月产业资本增减持个股

个股	增减持市值(亿元)	占流通市值比(%)
三只松鼠	-0.99	-1.38
良品铺子	-0.61	-2.67
科拓生物	-0.46	-1.73
李子园	-0.44	-2.20
甘源食品	-0.14	-0.44
春雪食品	-0.11	-1.01
五芳斋	0.03	0.19
宝立食品	0.04	0.17
古越龙山	0.16	0.30

资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI

25年1月电力设备及新能源、电力及公用事业、电子等行业解禁金额最大。按照24年12月31日的股价估算:1月电力设备及新能源、电力及公用事业、电子等行业解禁金额最大,解禁金额分别为935、798、188亿元,解禁市值/自由流通市值分别为3.43%、5.52%、0.43%。

图40 2024年12月各行业解禁市值&amp;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12月31日

表11 2025年1月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值(亿元)	占总市值比(%)
益客食品	41.43	25.95
百合股份	0.03	55.92

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、煤炭、有色金属、电力及公用事业、钢铁。



表12 一级行业大额买入与资金流向 (20241125-20241129)

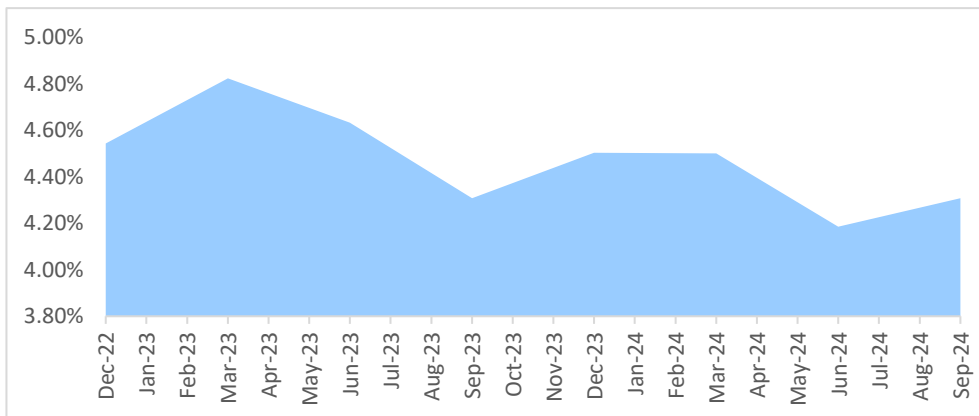
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
石油石化	78.7%	53.1%	-0.5%	4.9%
煤炭	77.7%	94.2%	2.4%	5.3%
有色金属	77.1%	5.8%	2.8%	0.4%
电力及公用事业	79.2%	66.7%	-2.3%	2.5%
钢铁	78.9%	48.6%	0.8%	3.3%
基础化工	76.1%	34.2%	0.2%	0.8%
建筑	78.3%	15.2%	-1.0%	0.8%
建材	78.2%	91.8%	-0.5%	2.1%
轻工制造	76.5%	49.4%	-1.7%	3.7%
机械	76.1%	68.7%	3.0%	2.5%
电力设备及新能源	76.3%	94.2%	3.0%	3.7%
国防军工	74.9%	95.5%	3.4%	32.1%
汽车	76.6%	89.7%	5.5%	33.7%
商贸零售	79.3%	85.2%	3.0%	23.5%
消费者服务	76.5%	32.1%	-0.2%	0.8%
家电	76.3%	1.2%	0.9%	0.8%
纺织服装	78.6%	62.6%	2.4%	23.5%
医药	74.5%	84.4%	2.9%	3.7%
食品饮料	73.7%	100.0%	8.1%	0.8%
农林牧渔	78.5%	75.3%	1.6%	0.4%
银行	81.0%	96.7%	3.0%	30.9%
非银行金融	79.9%	25.9%	4.0%	93.8%
房地产	79.0%	22.2%	0.1%	6.6%
交通运输	77.1%	60.5%	-1.3%	6.2%
电子	73.6%	72.0%	2.7%	39.5%
通信	75.3%	70.8%	0.5%	0.4%
计算机	75.9%	76.5%	3.8%	21.8%
传媒	78.0%	97.5%	-0.2%	2.1%
综合	78.1%	5.8%	-3.5%	34.6%
综合金融	78.2%	44.9%	4.8%	63.4%

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 9 月 30 日，陆股通资金当季净流入 76.89 亿元（上季净流出 187.70 亿元）；截止 9 月 30 日，食品饮料板块市值占比为 4.31%，较上季末增长 0.12pct。

图41 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 9 月 30 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（6.9%）、五粮液（4.5%）、海天味业（3.7%）；按陆股通持股比例排名，伊利股份（11.0%）陆股通占比最高，安井食品（8.3%）次之，其中伊利股份季末较季中增持最多（+1.1pct），洽洽食品减持最多（-0.97 pct）。

表13 食品饮料板块陆股通持股情况

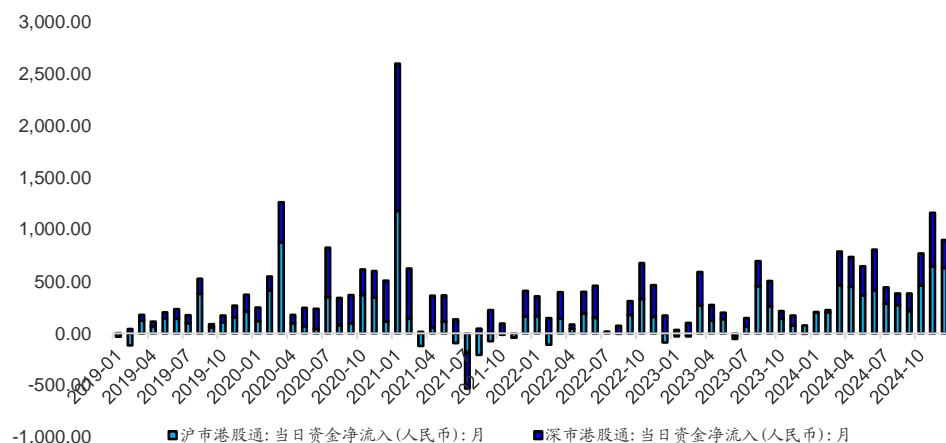
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	季末持股占比 (%)	季中持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	季末持股占比 (%)	季中持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.91	6.55	0.36	1	伊利股份	10.98	9.92	1.06
2	五粮液	4.48	4.23	0.25	2	安井食品	8.25	8.77	-0.52
3	海天味业	3.68	3.51	0.17	3	中炬高新	7.03	7.12	-0.09
4	山西汾酒	2.97	2.86	0.11	4	东鹏饮料	6.96	6.02	0.94
5	泸州老窖	3.27	2.58	0.69	5	贵州茅台	6.91	6.55	0.36
6	伊利股份	10.98	9.92	1.06	6	洽洽食品	6.78	7.75	-0.97
7	洋河股份	2.47	2.36	0.11	7	重庆啤酒	6.77	6.23	0.54
8	东鹏饮料	6.96	6.02	0.94	8	五粮液	4.48	4.23	0.25
9	古井贡酒	1.72	1.65	0.07	9	今世缘	4.12	4.23	-0.11
10	青岛啤酒	3.27	2.96	0.31	10	燕京啤酒	3.92	3.62	0.30

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 9 月 30 日，季中数据为 8 月 16 日数据

### 2.3 港股通跟踪

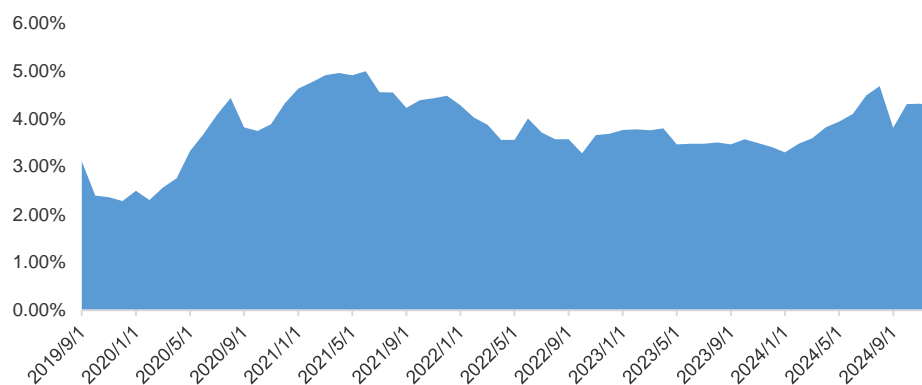
截至2024年12月31日，港股通资金当月净流入897.40亿元（上月净流入1160.87亿元），必需消费板块市值占比为4.24%，较上月下降0.06pct。

图42 港股通每月净流入情况（人民币 亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年12月31日

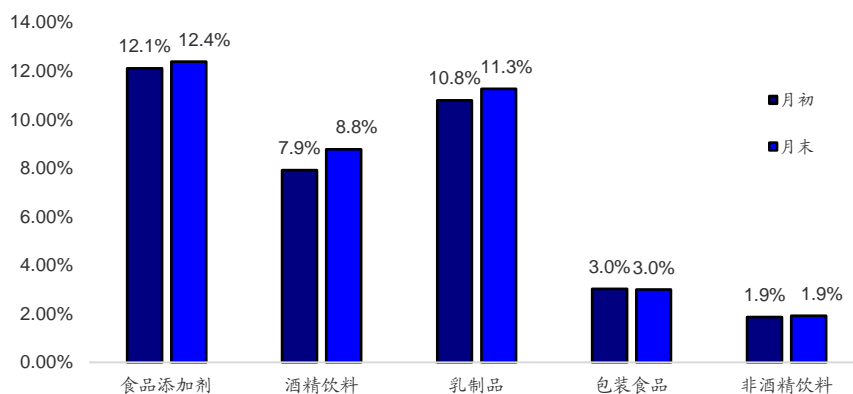
图43 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年12月31日

食品添加剂行业港股通占比为12.38%，较月初减持0.27pct；乳制品港股通市值占比为11.26%，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（1.92%）、包装食品（3.00%）和酒精饮料（8.78%）。

图44 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 12 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(3.4%)、百威亚太(0.8%)、青岛啤酒(38.1%);按港股通持股比例排名,青岛啤酒(38.1%)港股通比例最高,华宝国际(19.9%)和百果园(18.4%)次之。

表14 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	3.4	3.4	0.00	1	青岛啤酒	38.1	35.3	2.83
2	百威亚太	0.8	0.6	0.21	2	华宝国际	19.9	20.1	-0.12
3	青岛啤酒	38.1	35.3	2.83	3	百果园	18.4	18.1	0.29
4	华润啤酒	12.4	11.8	0.65	4	颐海国际	16.7	15.3	1.45
5	蒙牛乳业	12.6	11.9	0.74	5	优然牧业	15.2	15.2	0.05
6	康师傅	2.5	2.4	0.06	6	周黑鸭	14.6	15.1	-0.53
7	中国旺旺	0.4	0.3	0.14	7	中烟香港	12.7	12.6	0.17
8	中国飞鹤	10.8	10.7	0.13	8	友宝在线	12.7	12.6	0.17
9	统一	5.2	4.5	0.69	9	蒙牛乳业	12.6	11.9	0.74
10	珍酒李渡	7.4	7.1	0.29	10	华润啤酒	12.6	12.7	-0.16

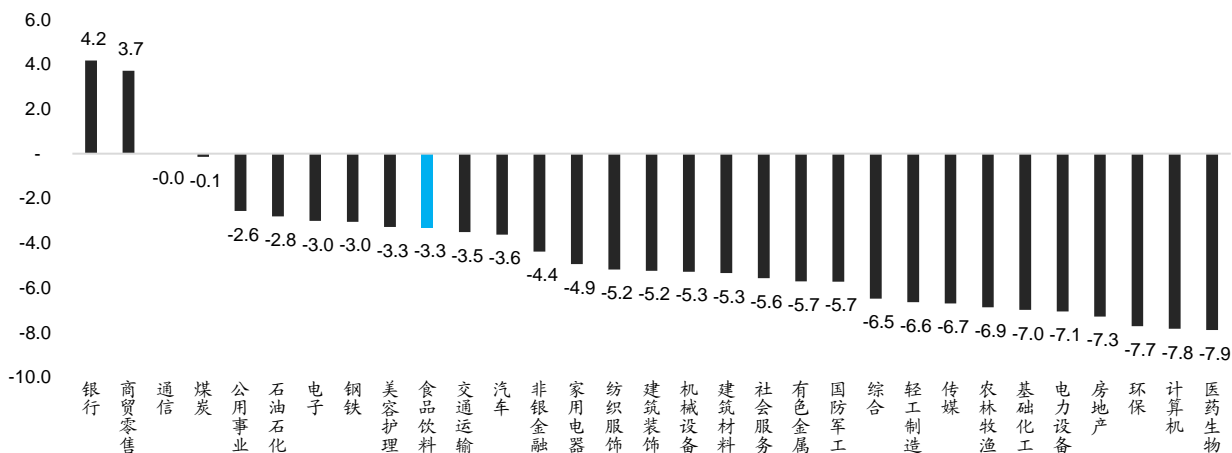
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

### 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,12 月银行(+4.2%)、商贸零售(+3.7%)涨幅居前,而医药生物(-7.9%)、计算机(-7.8%)、环保(-7.7%)跌幅居前。食品饮料-3.3%,在 31 个行业分类中位居第 10 名,较上月(+13.5%)下降 8 名。

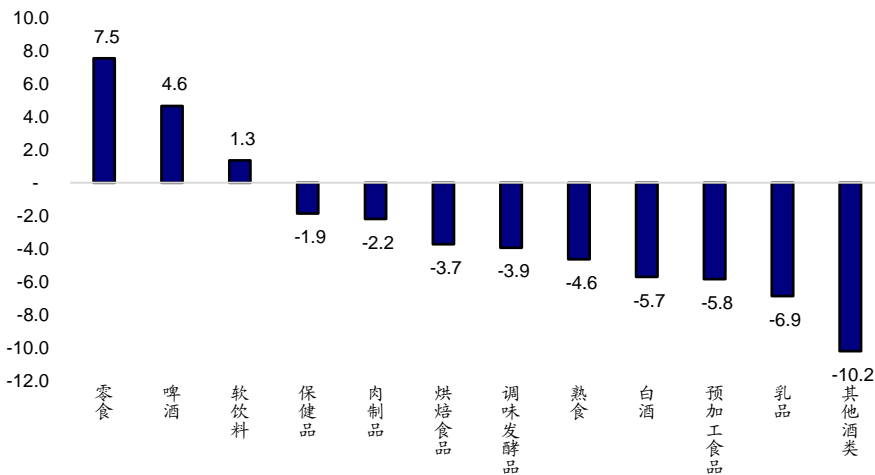
图45 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

12月食品饮料子行业涨跌互现, 零食(+7.5%)、啤酒(+4.6%)涨幅领先, 其他酒类(-10.2%)、乳品(-6.9%)、预加工食品(-5.8%)跌幅居前。

图46 A股食品饮料子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

表11 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	19144	1524	1.4	1	盐津铺子	171	63	20.8
2	五粮液	5436	140	-4.6	2	东鹏饮料	1292	249	16.2
3	海天味业	2552	46	1.7	3	燕京啤酒	339	12	16.0
4	山西汾酒	2247	184	-9.6	4	三只松鼠	148	37	15.5
5	伊利股份	1921	30	5.6	5	新乳业	125	15	11.5
6	泸州老窖	1843	125	-9.8	6	青岛啤酒	918	81	10.9
7	东鹏饮料	1292	249	16.2	7	百润股份	294	28	9.7
8	洋河股份	1258	84	-2.6	8	珠江啤酒	219	10	8.2
9	青岛啤酒	918	81	10.9	9	万辰集团	145	80	7.7
10	双汇发展	899	26	5.9	10	莲花控股	102	6	7.5

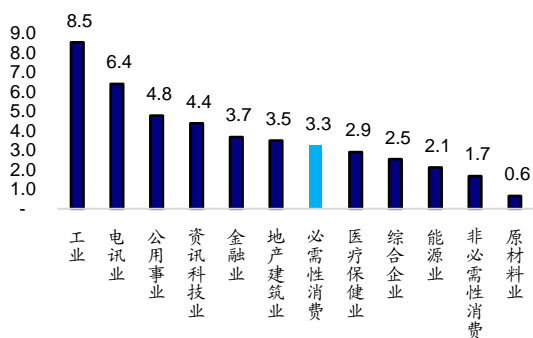
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

### 3.2 H 股行业涨跌幅表现

12 月 H 股一级行业，工业 (+8.5%)、电讯业 (+6.4%)、公用事业 (+4.8%) 涨幅居前。原材料业 (+0.6%)、非必需性消费 (+1.7%)、能源业 (+2.1%) 涨幅靠后。必需性消费 (+3.3%) 在 12 个一级行业中排名第 7，与上个月 (-3.0%) 排名相同。

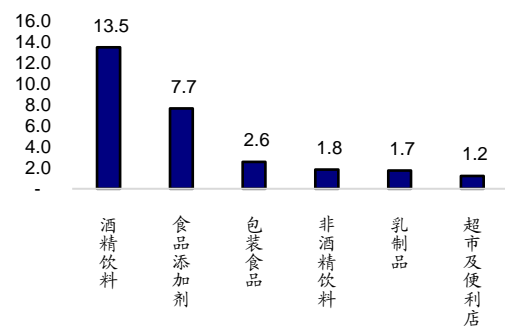
必需性消费子行业多数收涨，酒精饮料 (13.5%)、食品添加剂 (+7.7%) 涨幅居前。超市及便利店 (+1.2%)、乳制品 (+1.7%)、非酒精饮料 (+1.8%) 涨幅靠后。

图47 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

图48 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 12 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12 恒生食品饮料板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值(亿港元)	最新收盘价(港元)	相对月初涨跌幅(%)		证券简称	最新市值(亿港元)	最新收盘价(港元)	相对月初涨跌幅(%)
1	农夫山泉	3818	34	2.6	1	青岛啤酒股份	992	57	16.6
2	百威亚太	992	7	1.2	2	统一企业中国	337	8	13.5
3	青岛啤酒股份	992	57	16.6	3	颐海国际	156	15	11.0
4	华润啤酒	819	25	-3.6	4	中国旺旺	539	5	4.1
5	万洲国际	771	6	-2.6	5	康师傅控股	570	10	3.8
6	蒙牛乳业	688	18	3.4	6	蒙牛乳业	688	18	3.4
7	康师傅控股	570	10	3.8	7	高鑫零售	237	2	2.6
8	中国旺旺	539	5	4.1	8	农夫山泉	3818	34	2.6
9	中国飞鹤	494	5	-4.9	9	百威亚太	992	7	1.2
10	统一企业中国	337	8	13.5	10	恒安国际	261	22	0.9

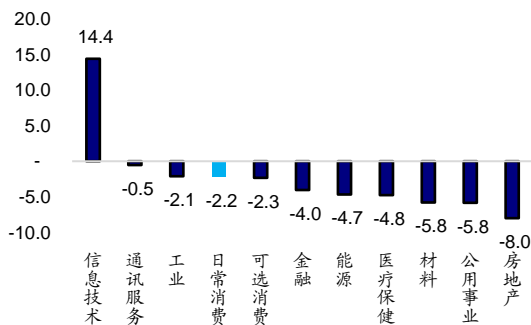
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

## 3.3 美股行业涨跌幅表现

12 月美股一级行业, 信息技术 (+14.4%) 涨幅靠前, 房地产 (-8.0%)、公用事业 (-5.8%)、材料 (-5.8%) 跌幅居前。日常消费品行业 -2.2%, 在 11 个美股一级行业排第 4 名, 位次较上月 (+6.1%) 提升 3 名。

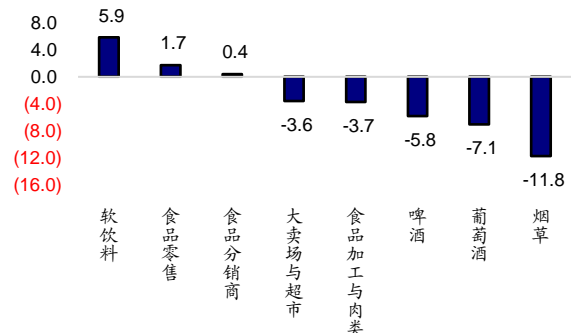
日常消费子行业软饮料 (+5.9%)、食品零售 (+1.7%) 涨幅靠前, 烟草 (-11.8%)、葡萄酒 (-7.1%)、啤酒 (-5.8%) 跌幅靠前。

图49 美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

图50 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 12 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13 美股日常消费板块个股涨跌幅

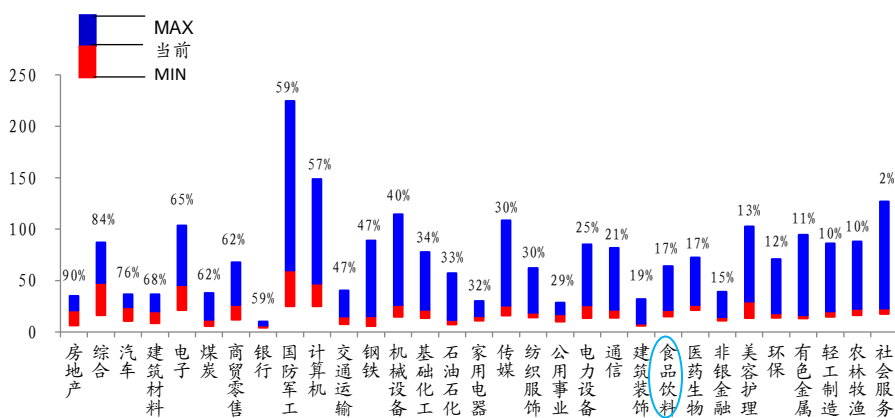
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	7724	90	-2.1	1	帝亚吉欧	3534	127	6.5
2	开市客	4067	916	-5.7	2	康尼格拉	132	28	0.7
3	帝亚吉欧	3534	127	6.5	3	KELLANOVA	279	81	0.3
4	可口可乐	2682	62	-2.8	4	克罗格	442	61	0.1
5	百事	2086	152	-6.2	5	西斯科	376	76	-0.8
6	菲利普莫里斯国际	1871	120	-8.5	6	可口可乐欧洲合伙	353	77	-1.0
7	可口可乐凡萨瓶装	1309	78	-1.3	7	ALBERTSONS COMPANIES	114	20	-1.1
8	百威英博	1011	50	-6.9	8	可口可乐凡萨瓶装	1309	78	-1.3
9	奥驰亚	886	52	-7.7	9	味好美	205	76	-1.6
10	英美烟草	803	36	-2.3	10	KEURIG DR PEPPER	436	32	-1.6

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

## 4 估值水平对比

### 4.1 A 股行业估值表现

图51 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)

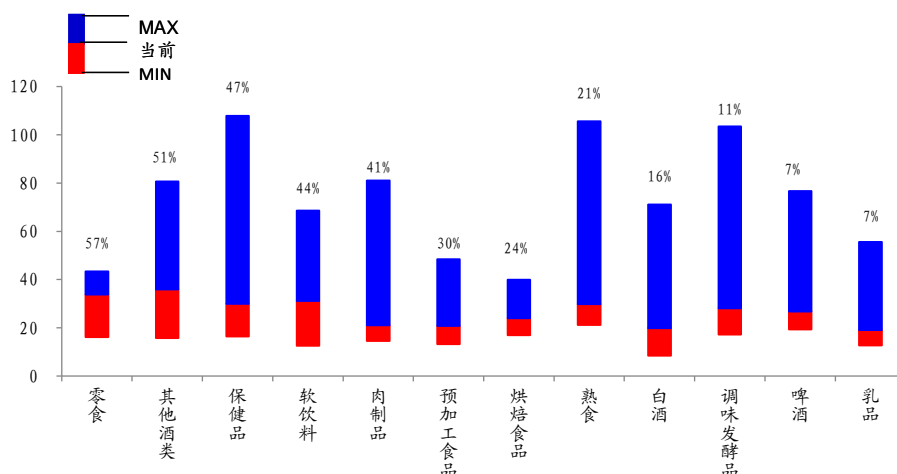


资料来源: wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2024 年 12 月 31 日

截至 2024 年 12 月 31 日, A 股一级行业 PE (TTM, 下同) 历史分位数处于 2011 年以来 10% 以下的行业有 1 个, 即社会服务。食品饮料的 PE 历史分位数为 17% (21.3x), 较上月末 (18%, 21.5x) 下降 1pct, 在 31 个行业中排名第 23 名。



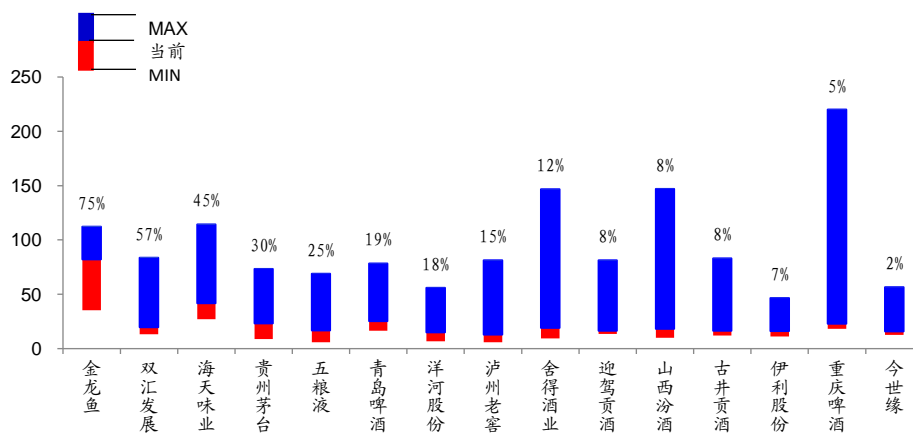
图52 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年12月31日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为乳品（7%）、啤酒（7%）等。PE绝对值最低的行业分别是乳品（19.1x）、白酒（19.8x）等。

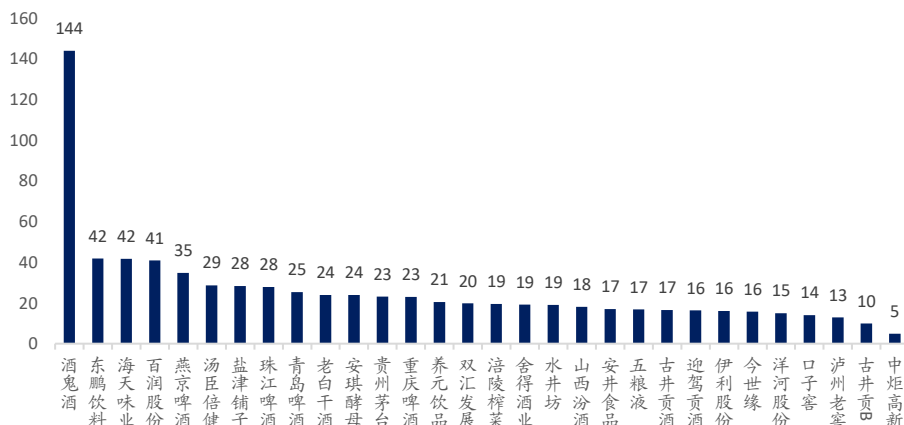
图53 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年12月31日

截至 2024 年 12 月 31 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢和上月持平，A 股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 20x。

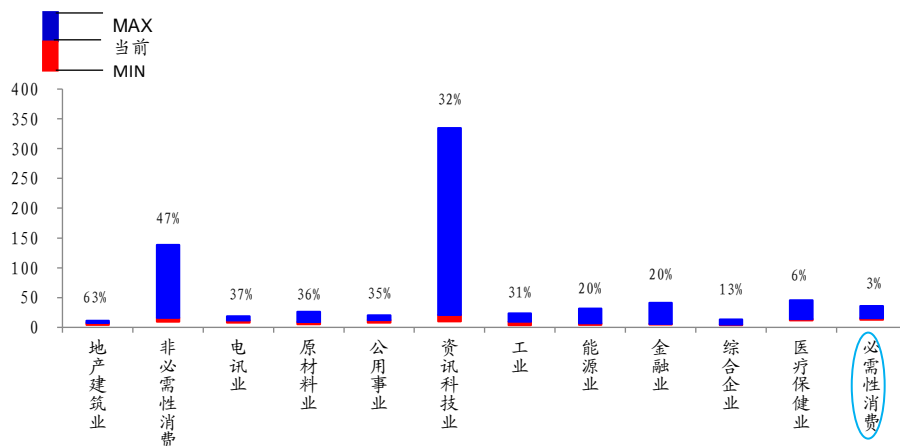
图54 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 12 月 31 日

## 4.2 H 股行业估值表现

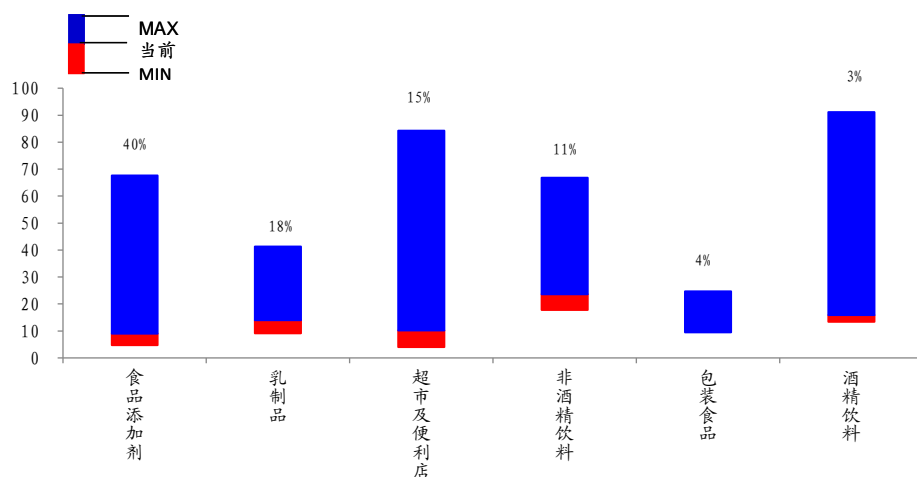
图55 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 12 月 31 日

截至 2024 年 12 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 2 个，即必需性消费（3%）和医疗保健业（6%）。必需性消费行业 PE 历史分位数为 3%（15.3x），历史分位数较上月末（12%，17.4x）下降 9pct，在 12 个一级行业中排名第 12 名。

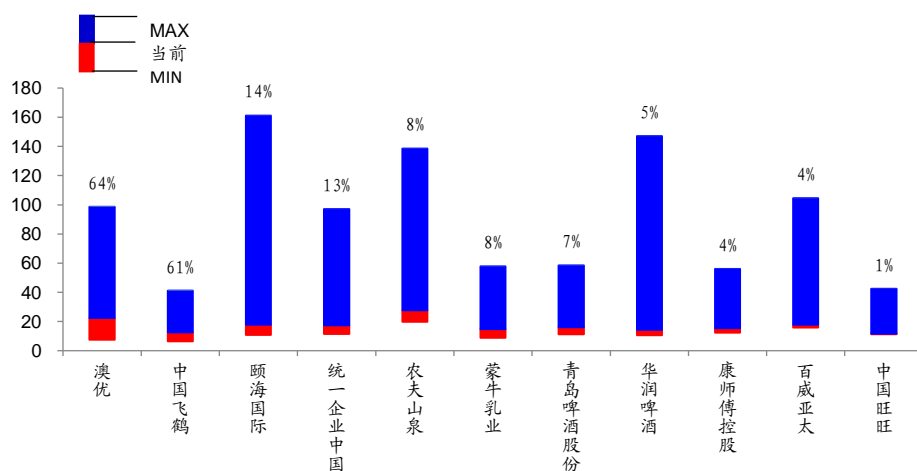
图56 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年12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（3%）、包装食品（4%）等。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（9.0x）、超市及便利店（10.2x）等。

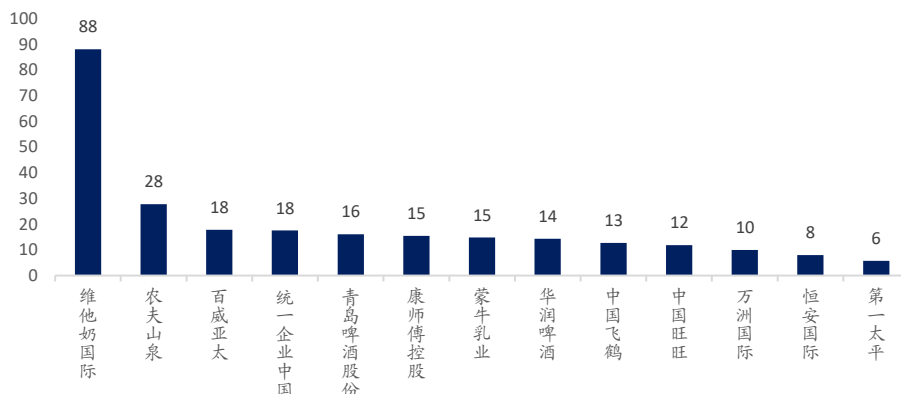
图57 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年12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12月31日，港股市场食品饮料板块估值中枢和上月持平，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为15x。

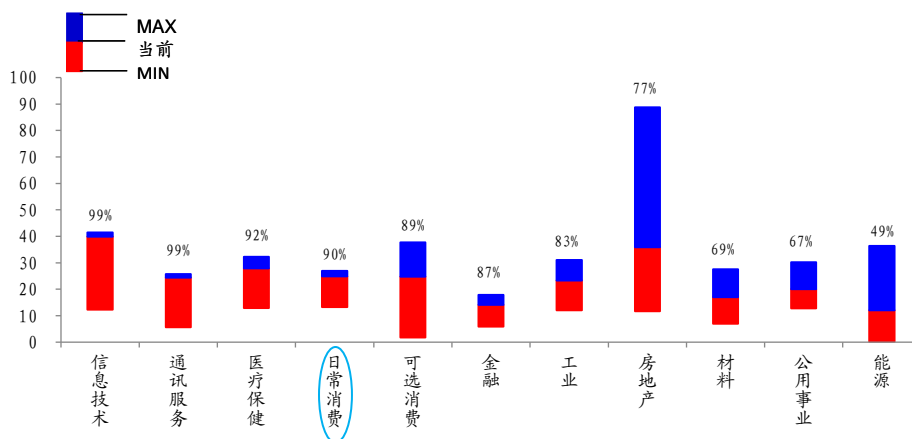
图58 恒生食饮板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 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

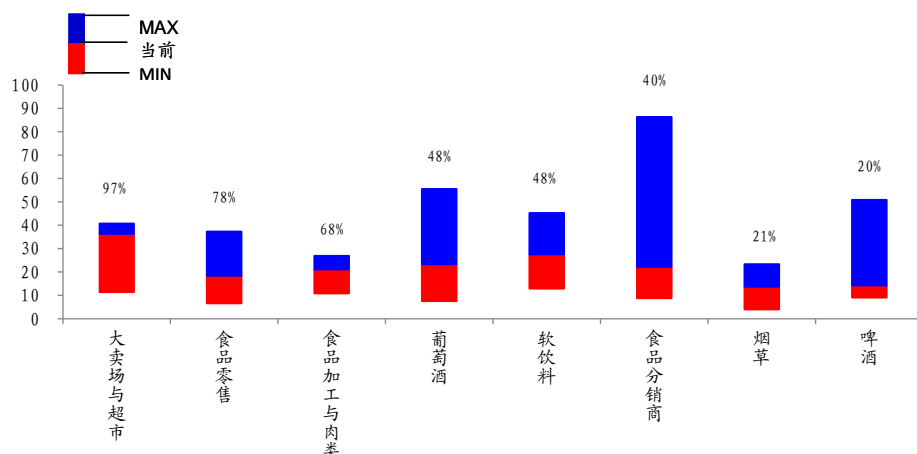
图59 美股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 12 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 12 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 (49%)、公用事业 (67%) 和材料 (69%)。日常消费品的 PE 历史分位数为 90% (24.9x), 历史分位数较上月末 (100%, 26.3x) 下降 10pct, 在 11 个行业中排名第 4 名。

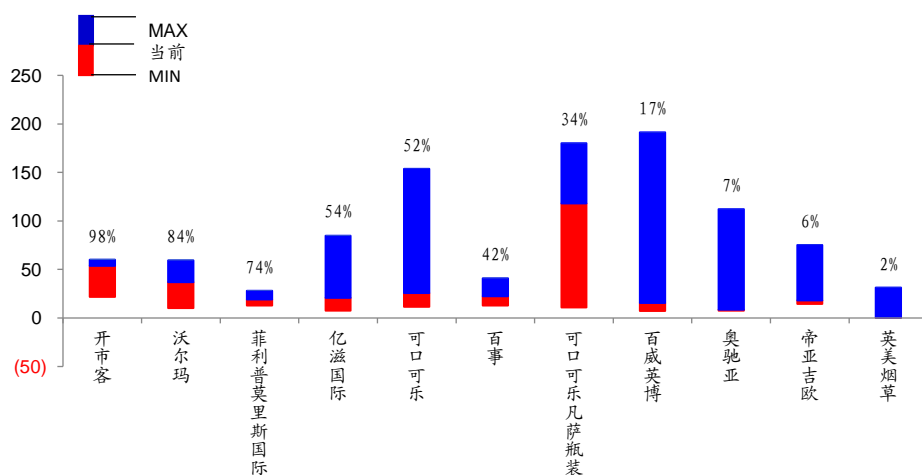
图60 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 12 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啤酒（20%）、烟草（21%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（13.8x）、啤酒（14.4x）和食品零售（18.5x）。

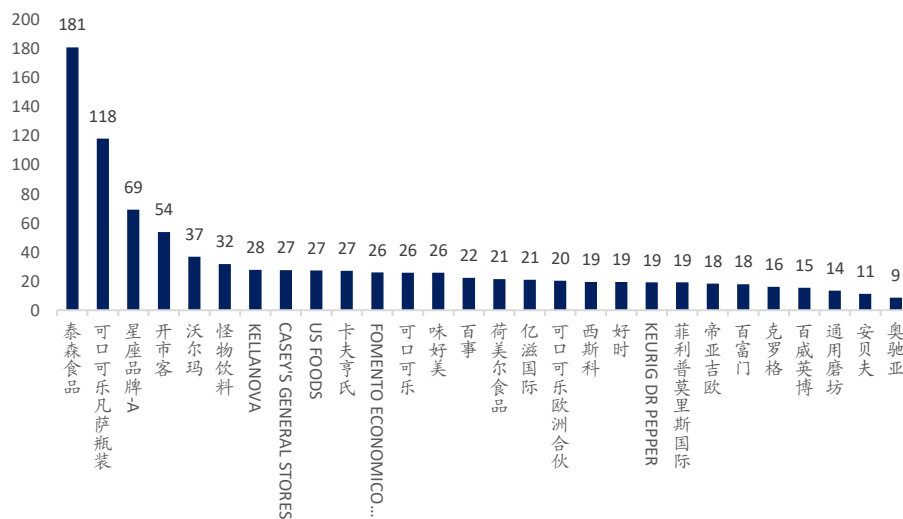
图61 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 12 月 31 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2024 年 12 月 31 日，美股食品饮料板块估值中枢较上月下降，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 22x（较上月下降 2x）。

图62 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 12 月 31 日, 剔除估值为负的英美烟草

## 5 投资建议

**白酒行业：闻宏伟认为绩优公司风险释放仍在继续，但价值重估需要提前关注。**

近期白酒行业出现几大共性事件：一是企业高管变动频繁；二是纷纷表态不追求“开门红”；三是多家上市酒企发布中期分红、股票回购、股东增持信息。这一方面反映白酒企业增长的压力，另一方面也看出企业更加注重股东回报。相似的行业环境和企业对策并不是中国酒企独有，美、欧、日等国家在历史上和眼下也有甚至长期存在，但上市公司的估值水平却大相径庭。所以我们强烈建议投资关注一个问题，就是白酒上市公司的价值重估：增长当然是重要驱动，但增长肯定不是唯一驱动，还有什么？什么时候会发生？

我们认为至少有以下几点需要关注：一是中国资产整体吸引力可能大幅上升；二是资本市场上的资金流可能继续改善；三是白酒行业作为中国优质资产代表的认识可能会重现；四是白酒上市公司可能进一步加大股东回报力度。截至 12 月 31 日收盘，A 股白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 19.9X，历史分位数处于 2011 年以来的 16%。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，反而可以考虑择机建仓。

**啤酒行业：芮雯认为行业估值处于历史低谷，具备长期配置价值。**

当前啤酒行业持仓和市场预期双低，但近年来非现饮啤酒消费平稳，政策刺激下餐饮复苏有望带动啤酒消费量价齐升，增厚企业收入与业绩。同时，酒企普遍无意增加竞争费用，自 Q3 后市场费用投放回落，预计 2025 年啤酒行业竞争缓和，头部酒企不会大幅提升费用率，而是聚焦运营效率提升和场景营销。自 9 月政治局会议后，促消费、扩内需政策将逐步发力，国内消费有望加速复苏，餐饮景气度回升将推动啤酒高端化步入新阶段。2025 年酒企吨成本预计仍降，虽幅度弱于 24 年，啤酒行业业绩稳增长有底。结合产品升级，毛利率有望提高，预计头部公司会进一步提高分红比例，当前股价对应 2025 年股息率可观。总结来说，行业渠道库存压力缓解，产品升级未止，政策刺激将推动 ASP 持续提升，且国内主要啤酒厂商均进入资本开支末期，稳定的现金流为进一步提高分红奠定了基础。在行业成本下行、费投趋于理性、经营趋于精细化、更加注重股东回报的基调下，建议关注盈利弹性高、量价更具韧性的个股。

**调味品行业：政策刺激有望成为关键上行因素，持续获得份额的标的值得关注。**

乐观观点。3Q24 表现回顾：龙头呈现挤压式增长，海天去库存&渠道改革阶段性获得成效；酵母国内复苏叠加海外超预期。定制餐调企业 Q3 收入端降速，主要与下游餐饮端承压相关。To C 的天味食品 2Q24 业绩显著超预期，主要系旺季动销改善、促销活动收窄。

宏观调控力度加大背景下消费力趋稳，渠道库存趋于良性，调味品行业景气度将逐步回暖；同时头部集中趋势将会进一步凸显。因此看好头部龙头中长期的超额收益。受政策推动，经济复苏加速，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。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。我们对调味品需求量保持乐观但调味品价格年内预计承压，展望 2025，原材料下行利好将会有所减弱，刺激政策有望成为关键的上行因素，执行力强，积极应对销售渠道变化从而获得更多市场份额的公司更值得关注。

**速冻行业：大 B 客户肯德基率先涨价，供应链环节量价内卷有望缓解。**

乐观观点。3Q24 表现回顾：在需求疲软的背景下，板块收入端 Q3 持续承压，但龙头企业市占率仍在稳步提升、同时渠道库存同比优化。安井积极横向扩张品类&加大促销力度,中长期看利好公司规模效应的持续提升。千味央厨由于大客户竞争加剧、以价换量策略下毛利仍有承压。

餐饮大 B 客户肯德基率先涨价，有望由外向内改善供应商内卷趋势。根据证券时报，12 月 24 号肯德基中国启动了 2 年来的首次提价，据悉，此次调价平均涨幅为 2%，具体调整范围在 0.5 元至 2 元不等，旨在更好地适应市场成本变化，确保企业能够持续稳定健康发展。3Q23 以来受累于餐饮需求的持续疲软，餐饮供应链企业既随着下游需求的减弱同等规模丢失订单，又受累于下游压价造成的内卷丢失利润，从而量价齐跌，当前估值、预期均处于历史底部。此次针对终端的直接提价有望由外向内扭转 2024 年以来的内卷趋势，餐饮供应链板块的利润压力将得到改善。此外，近期开展的中央经济工作会议强调通过实施更加积极有为的宏观政策、更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策促销费、提振居民消费需求，预计将自上而下带动消费的整体复苏，从而产品需求量有所增长。长期来看，我国餐饮连锁化率提升、餐饮工业化趋势明确，叠加餐饮企业降本增效诉求增强，标准化产品渗透持续提升确定性高。

**乳制品行业：肖韦俐认为乳制品需求短期承压，但估值低位建议首推，可看周期反转。**

产量方面据国家统计局数据，11 月全国乳制品产量同比下降 4.1%，环比 10 月降幅扩大，年初以来累计同比下降 2.4%。价格方面据我们监测，12 月液态奶代表产品的线上渠道折扣率平均值/中位值分别自 11 月末的 78.2%/72.8%变化至 12 月末的 72.7%/72.7%。收入方面据我们监测，12 月国内乳制品行业收入为 321 亿元，同比下降 8.8%。1-12 月累计收入为 4592 亿元，同比下降 7.9%。成本方面据我们监测，乳制品成本现货指数为 104.58，较上月上升 1.14%，今年年初以来下降 4.89%，较去年同期下降 5.07%。

乳制品 2024 年面临量价齐跌的双重困境，这是需求端和供给端双重施压的结果。展望 2025 年，供给端的压力有望明显缓解，需求端的压力预计逐步改善，而原奶价格是重要信号。

原奶周期对龙头乳企的影响越来越大，基于上游牧场逐渐与龙头乳企一体化。若上游产能实现明显去化，原奶价格开始进入上行周期，对龙头乳企的盈利能力有明显正向催化。（1）首先，库存压力及产业链压力明显减小：龙头乳企在原奶下行周期承担全产业链责任，“应收尽收”过剩奶源并进行喷粉，同时对上游牧场提供融资支持，导致产生数额几亿的大包粉喷粉减值损失、保理风险准备和小额贷款损失准备，直接影响利润表现。（2）其次，销售价格将有回暖：原奶过剩背景下，散奶价格极低，中小乳企与上游绑定较弱，成本明显下行，因此产品销售价格低、价格战严重，一定程度上影响了龙头乳企的市场销售秩序，产品价格也有较为明显的下探，影响其盈利能力。原奶若开始上行周期，价格战将减少，竞争格局趋好。

综上所述，供给周期反转之后，之前对盈利的压制因素将均转化为催化因素。同时，需求层面有望受到政策提振，但即使不做政策强假设，2025 年供需格局亦优于 2024 年。



重点关注乳业亦基于其历史低位的估值，为投资提供较大的安全垫。截至 12 月 31 日收盘，A 股乳品指数（851243.SI）PE TTM 为 17.6，历史分位数处于 2011 年以来的 6%，目前时点适合继续低位布局，是我们首推的行业。

**软饮料行业：**肖韦俐认为软饮料基本面优于其他大众品，优选股东回报较好的标的。

产量方面据国家统计局数据，11 月全国软饮料产量同比增长 5.0%，1-11 月累计同比增长 6.1%。价格方面据我们监测，12 月软饮料代表产品的线上渠道折扣率平均值/中位值分别自 11 月末的 92.5%/92.5% 变化至 12 月末的 94.4%/100%。12 月国内软饮料行业收入为 392 亿元，同比增长 4.5%。1-12 月累计收入为 6713 亿元，同比增长 4.5%。成本方面据我们监测，软饮料成本现货指数为 121.12，较上月下降 1.18%，今年年初以来下降 6.93%，较去年同期下降 7.08%。上述指标在我们监测的多个行业中均数一数二。

2024 年饮料基本面稳健，需求表现优于其他大众品。展望 2025 年，饮料需求表现仍将延续，但竞争压力亦较大，部分品类如包装水的价格战或延续，企业提前水头时间，拼抢该品类份额，分化背景下建议择优。

截至 12 月 31 日收盘，A 股软饮料指数（851271.SI）PE TTM 为 30.1，历史分位数处于 2011 年以来的 58%；H 股没有具体指数，不过康师傅、统一企业等龙头股 PE TTM 仅有 15-17 左右，且股价在 11 月出现快速调整，目前股息率约 6%。我们认为如果考核期在 6-12 个月，可以考虑逐步加仓康师傅、统一企业等 H 股。

**批零社服行业：**李宏科、许樱之、汪立亭发布《商业贸易行业化妆品月度数据点评：大促拉动线上企稳，国货占据优势排位》。

大盘：平台蓄力大促催化，抖音抢跑延续高增。综合 10-11 月来看，天猫+抖音销售额 917 亿元，同比增长 10.7%，环比 3Q 增长 39.4%；护肤/彩妆各 715/202 亿元，环比 3Q 各增长 53.6%/4.9%。其中，天猫累计销售额 425 亿元，同比下降 11.7%，增幅环比 3Q 提升 2.6pct；护肤/彩妆各 335/90 亿元，同比各下降-15.8%/增长 8.2%；抖音累计销售额 493 亿元，同比增长 41.5%，增幅环比 3Q 提升 12.6pct；护肤/彩妆各 380/112 亿元，同比各增长 46.5%/26.9%。从 11 月单月数据来看，天猫+抖音销售额 359 亿元，同比下降 6.7%，其中，天猫销售额 141 亿元，同比下降 34.0%；护肤/彩妆各 108/33 亿元，同比各下降 39.9%/4.0%；抖音销售额 218 亿元，同比增长 27.5%；护肤/彩妆各 165/53 亿元，同比各增长 27.9%/26.6%。

品类：套盒热销、医用敷料高增，抗衰偏好提升。天猫平台：根据炼丹炉数据，护肤方面，10-11 月面部护理套装销售额居于首位，赫莲娜、资生堂、珀莱雅在该品类销售排名前三；彩妆方面，10-11 月面部彩妆品类同比增长 44%，其中，粉饼增速达 80%；抖音平台：根据蝉魔方数据，护肤方面，10-11 月面部护理套装销售额居首，同比增长 38%，医用敷料类同比增长 24%；11 月面部护肤品类同比增长 26.68%，占比 88.5%，医用敷料类销售额同比增长 356.12%，卖点集中于“紧致、保湿、抗皱、淡纹”；彩妆方面，11 月面部彩妆品类同比增长 33%，占比 59.25%，其中，气垫同比增长 54.03%。

品牌：增速分化，外资大促发力追赶。外资①欧美彩妆&功效型护肤品牌维持增长，迪奥、3CE、美宝莲、理肤泉、YSL、欧莱雅保持增长趋势，销售额同比增速分别 58.4%/51.4%/49.3%/45.9%/31.6%/12.8%，后、雅诗兰黛、兰蔻、资生堂销售额同比下降 49.6%/32.6%/16.5%/14.5%；②天猫平台销量增长乏力，各品牌持续加码抖音，10-11 月部分外资品牌天猫销售额同比下降，降幅位于-5%~-55%区间，而在抖音平台呈高速增长，如 YSL、3CE、美宝莲、OLAY 等增速均突破 100%。国货整体增速更优，福瑞

达与丸美股份旗下所有品牌、上美股份旗下韩束、珀莱雅旗下彩棠、巨子生物旗下可丽金、华熙生物旗下的夸迪、米蓓尔、肌活 11 月销售额同比增速均超 50%，其中福瑞达旗下瓊尔博士与颐莲销售额同比增长 106%/153.5%，华熙生物旗下米蓓尔同比增速 94.2%，丸美股份旗下恋火同比增速 94.1%。

根据青眼情报公众号，11 月抖音美妆韩束登顶，珀莱雅由 10 月下滑一位现居第二，国货品牌在 TOP5 占 3 席、TOP20 占 11 席，较去年同期均有所增加；外资小众品牌 HEXKIN 和 HERBMODA 依靠达人推广首次上榜 TOP20。各细分品类榜单：美容护肤方面，国货品牌与外资品牌平分 TOP10 席位，国货总体排名靠前，海蓝之谜、赫莲娜和兰蔻均跌出前 5；彩妆/香水/美妆工具方面，国货强势占据 TOP20 中的 16 席，较去年同期增加 1 位，TOP1 与 TOP2 为外资品牌 YSL 和香奈儿，去年同期为国货品牌花西子和 AKF。

投资建议：消费预期修复+新一轮调优变革开启，重视边际变化。我们整体预计，3Q24 零售各子板块继续分化，其中美妆个护和跨境电商龙头公司有望延续上半年的稳健增长，而商超和珠宝受制于终端需求预计仍有一定压力，静待后续政策加码后，随着消费预期和消费能力逐渐修复后的经营拐点。看好美护作为顺周期优质品种，估值底部、把握龙头性价比。板块前期估值回调充分，但基本面仍有较强韧性。医美低渗透&强粘性长期逻辑不变，化妆品国货崛起主线明确，势能向上&高性价比的品牌增速领先。A 股重点关注：小商品城、永辉超市、安克创新、老凤祥，关注重庆百货、大商股份、王府井、珀莱雅、爱美客、登康口腔、华凯易佰、赛维时代。H 股重点关注：名创优品、巨子生物、阿里巴巴-SW、美团-W，关注老铺黄金。

**纺织服装行业：**盛开发布《纺织与服装行业周报：京东奥莱线下开店加速，关注海澜之家新业务扩张》。

京东奥莱线下开店加速。海澜之家与京东合作打造的京东奥莱线下开店加速，近日新增两家店铺分别位于山东省滕州市与河南省安阳市，已于 12 月 28 日试营业，并将于 1 月 1 日正式开业。两家京东奥莱选址分别位于山东省滕州市中万购物中心 L2 层与河南省安阳市万意广场。2024 年 7 月，海澜之家宣布与京东集团达成战略合作，将在无锡海澜飞马水城开设京东奥莱线下首店，并在京东同步上线“京东奥莱官方旗舰店”。2024 年 9 月 25 日，京东奥莱线下首店在无锡海澜飞马水城正式开业，京东奥莱采取多品牌集合店形式，设有运动鞋服、户外、男女装、童装、轻奢、美妆等专区，已入驻 Adidas、Nike、Puma、Kappa、Givenchy、Dior、Chanel、Coach、MCM 等国际知名品牌。

京东奥莱属于海澜之家、京东、购物中心三方合力打造的新业态。对京东而言，打造奥莱业态的意义在于构建起覆盖新品、爆品、奥莱品在内的商品全生命周期平台。京东曾于 2023 年上线大牌奥莱频道，在京东线上平台售卖主要来自其品牌自营以及官方旗舰店的奥莱商品；对购物中心而言，1-11 月全国百货消费品零售额累计下降 2.9%，线下消费增长面临压力，购物中心亟待引入新业态、好项目；对海澜之家而言，公司强大的渠道开拓、运营、管理能力，自身智慧供应链体系带来的仓储物流优势让公司得以与京东、购物中心强强联合，共同打造京东奥莱新业态，以期带来新的利润增长点。

“轻资产、更下沉、全域打通壁垒高”，京东奥莱潜力可期。与传统奥莱项目动辄上万平方米规模、上亿投资额相比，京东奥莱店铺面积通常在 5000 平方米左右，选址在购物中心现有店面，并享有现成的餐饮娱乐设施配套，更轻的资产意味着更小的前期投资与风险。此外，传统奥莱多开设在一二线城市的郊区，京东奥莱选址以低线城市的购物中心为主，一方面触达更多潜在消费者，另一方面为底线城市居民提供在家门口即可享受奥莱业态的机会。最后，京东奥莱由京东官方背书，我们预计未来线上线下将完全打通、实现相互导流、全域运营。根据京东奥莱运营商上海京新海商业

发展有限公司目前所设子公司情况，我们推测京东奥莱未来可能将在河北省石家庄市、廊坊市，山东省济宁市、临沂市，河南省平顶山市、南阳市，安徽省太和县等 7 个城市落地，预计将很快形成线下 10 店规模。店铺达到一定数量后，京东奥莱作为奥莱渠道商的体量与话语权势必上升，更多品牌将踊跃加入，实现筑巢引凤。

投资建议。品牌端：政策加码下明年消费有望加速复苏，看好四条投资主线：①当前业绩筑底，后市反弹潜力较大的低估值标的，建议关注滔搏，新秀丽；②具有逆市拓店规划，渠道精细化改革，或积极布局新渠道新业态，建议关注海澜之家，富安娜，森马服饰；③全民健身、户外风潮延续，重点关注运动户外景气赛道，建议关注安踏体育，李宁，特步国际，波司登；④低估值、高股东回报率标的仍具吸引力，建议关注江南布衣。制造端：24Q3 海外出口环比 Q2 整体加速，11 月中国/越南纺织服装出口同比延续前一月正增长，伴随基数逐步回归正常，我们仍然看好①能在核心客户中持续提升供应商份额，②自身核心客户经营景气度稳健的优质制造企业，③关税加征情况下，有税负转嫁能力的优质企业，建议关注华利集团，九兴控股，申洲国际，裕元集团。

**家电行业：**陈子仪发布《家电行业：行业前三季度表现稳健，24Q4 收入及业绩增速有望回升深度》。

核心观点：行业前三季度表现稳健，24Q4 收入及业绩增速有望回升；25 年行业政策关键变量：国补&关税；白电板块：全球布局抵抗经营风险，高股息低估值提供安全边际；小家电板块：关注高景气细分赛道，聚焦成长；厨电板块：顺应政策，市场情绪有望持续修复；黑电板块：短期看面板价格逐渐趋稳，长期看格局持续优化。

**【白电板块】**全球布局抵抗经营风险，高股息低估值提供安全边际。在美国及国内利率下行趋势中，白电龙头高股息稳增长低估值优势突出。行业成长方面，白电行业内销表现稳健，有效受益于国补所带来的消费提振；外销规模持续扩张，全球化布局有效抵抗地缘政治风险。白电龙头经营稳健，整体收入及利润稳中求进，持续看好高股息稳增长低估值的家电龙头标的，美的集团、格力电器、海尔智家、海信家电等，看好制冷产业链龙头地位稳固，积极布局新能源汽车及机器人领域的三花智控等。

**【小家电板块】**内销改善弹性大，关注高景气细分赛道，聚焦成长。小家电各细分品类增长表现分化，国补政策下内销增长靓丽，改善弹性大。（1）清洁电器仍处于快速渗透的发展阶段，中资龙头可通过渠道扩张和品牌力提升持续挤压海外龙头份额实现快速增长；国内市场在产品性价比大幅提升及国补背景下有望放量增长，持续重点关注全球份额跃升第一的石头科技。（2）厨房及个护小家电行业表现稳健，新品类及新渠道贡献增量，建议关注小熊电器、飞科电器。

**【厨电板块】**厨电作为家电行业中地产后周期关联性最强板块，我们认为其整体估值处于低位，市值分位排名亦处于较低水平，整体安全边际较强，虽然短期业绩成长仍然承压，但伴随相关地产政策的积极释放，板块信心有望继续顺势修复，且未来伴随地产景气度回升，长期成长性依旧。重点关注市场地位稳固的龙头企业老板电器、华帝股份、欧普照明等；短期业绩筑底，具备成长弹性的集成灶龙头火星人、浙江美大、亿田智能等。

**【黑电板块】**从成本端来看，面板价格环比稳定，成本压力有所减轻；从刺激终端需求角度看，行业内不断实现产品结构升级，Mini Led、OLED 等新技术以及大屏化趋势引领行业走向全新增长模式。长期看，产品结构持续优化，成本下降，中资品牌份额提升，黑电盈利及估值水平有望逐渐修复，建议关注行业龙头海信视像、TCL 电子、小米集团、康冠科技以及投影品类龙头极米科技。

**造纸轻工行业：**郭庆龙发布：《轻工制造行业周报：全国电动自行车以旧换新数量突破 100 万辆，龙头引领高质量发展》。

投资要点：根据人民网，从商务部获悉，截至 12 月 19 日，全国电动自行车实现售旧、换新各 102.3 万辆，带动新车销售 27.3 亿元。今年 9 月以来，电动自行车以旧换新工作有序推进，进度不断加快，铅酸电池动力车辆占比显著上升，有效降低了存量安全隐患。

①参与主体不断增加。参加电动自行车以旧换新的销售门店数量由 10 月初的 2.6 万家增至目前的 4.1 万家，增长 57.7%。

②活动数量持续增多。各地电动自行车以旧换新活动数量由 10 月初的 532 场增至目前的 3534 场，增长 564.3%。

③覆盖范围不断扩大。31 个省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团均已开展了电动自行车以旧换新工作，除少数禁行地区外，基本实现地市全覆盖。

④置换进度不断加快。9 月、10 月、11 月以旧换新数量分别为 1.6 万辆、29.1 万辆、34.1 万辆，12 月 1 日至 19 日达 37.5 万辆，且进度仍在持续加快。

⑤简化电动自行车以旧换新流程，探索成熟经验做法。如河北省加强部门协调，由销售门店提供回收、销售、协助上牌等“一站式”服务，推广企业承诺制度；江西省通过公安部门补登记实现无牌电动自行车确权，鼓励销售门店政策图解、价格公示、监督电话“三上墙”；云南省统筹省直机关工委等联合开展电动自行车以旧换新政策进机关、进企业、进社区、进农村活动，力求政策家喻户晓；江苏省协调有资质的汽车回收企业开展老旧电动自行车回收，畅通工作链条。

⑥安全导向更加凸显。当前通过以旧换新工作回收的老旧电动自行车中，铅酸电池动力车辆占比约 85%，同步销售的新车中，铅酸电池动力车辆占比约 96%，上升超 10 个百分点。

我们认为，24 年以来相关部门出台一系列管理办法和技术规范，对电动二轮车行业生产标准和锂电池使用标准等提出了更高的安全要求。电动二轮车涉及安全隐患问题，相较其他消费品或更为紧迫。目前雅迪、爱玛多厂进入电动自行车企业白名单，监管背书意义较大。且头部品牌知名度更高、资金优势更强，此次以旧换新有望充分受益。供给端优化加速下，重点关注雅迪控股、爱玛科技。

**农业行业：**李淼、冯鹤发布：《农业行业周报：政策密集催化，重点关注转基因板块》。

本周农业板块下跌 0.3%。本周农业板块下跌 0.3%，位列申万一级行业第 12 名。子行业跌多涨少，其中种子（+1.6%）、肉鸡养殖（+1.4%）涨幅较前，水产养殖（-6.3%）、果蔬加工（-4.8%）跌幅靠前。其他主要行业中，生猪养殖（+0.3%）、畜禽饲料（+0.2%）有所上涨，动物保健（-1.9%）有所下跌。

进入政策密集催化期，重点关注种业板块。中央农村工作会议 12 月 17 日至 18 日召开，会议强调“推进农业科技力量协同攻关，加快科技成果大面积推广应用，因地制宜发展农业新质生产力”，12 月 19 日，农业农村部召开全国种业企业座谈会，会议强调“把种业振兴摆上农业强国建设的突出位置”，“多措并举培强育优一批高水平种业企业，打造以企业为主体、产学研深度融合的商业化育种体系”，“种业振兴关键是大力培育具有核心研发能力、产业创新能力、国际竞争力的种业企业”。12 月 25 日，中国政府网报道，“2025 年我国将坚持提高单产和品质并举，把大面积单产提升作为粮食生产的关键举措”。我们认为，不论是提高单产，还是发展农业新质生产力，短期

内能够有效落地的主要是包括转基因在内的生物育种方向。我们认为转基因政策或将持续推进，转基因种子的销售和种植有望在去年试点的基础上进一步扩大和深化，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。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。

库存压力减小，猪价短期反弹。根据 Wind 数据，全周生猪均价 15.6 元/公斤，环比-0.6%，但周内猪价明显反弹，从周初的 15.4 元/kg 上涨至最高 15.8 元/kg。涌益数据显示本周 15kg 仔猪价格为 446 元/头，环比-1.1%；50kg 二元母猪价格为 1618 元/头，环比持平。本周生猪出栏体重为 127.76kg/头，环比-2.9kg/头，其中主要是集团和散户出栏体重分别-0.9kg/头和 6.6kg/头。与此同时，本周肥标价差上升，200kg 与标猪价差为 1.52 元/kg，环比+0.08 元/kg，175kg 与标猪价差为 1.22 元/kg，环比+0.26 元/kg。我们认为，随着前期二育的积极出栏，出栏体重也快速上升至 130kg 以上，库存压力也得到缓解。短期而言，生猪仍处于供需两旺的状态，猪价短期内将更多是在底部震荡。同时从长期来看，此前几年的全行业扩张或已经结束，行业进入发展新阶段，具有养殖成本优势的企业有望享受更多红利。建议关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团、华统股份、天康生物等。

水产价格低位运行，重点关注海大集团。据通威农牧，普水方面，本周草鱼塘口均价为 5.6 元/斤，环比+0.2%，同比-1%；鲫鱼塘口价 7.9 元/斤，环比+0.6%，同比-4%；鲤鱼塘口均价为 5.1 元/斤，环比-0.4%，同比持平；罗非鱼塘口均价为 4.8 元/斤，环比+0.9%，同比-4%。特水方面，生鱼塘口均价为 7.8 元/斤，环比持平，同比+16%，加州鲈鱼塘口均价为 13.1 元/斤，环比+1.1%，同比+23%；黄颡鱼塘口均价为 10.8 元/斤，环比-1%，同比+5%。对虾方面，全国对虾塘口均价为 17.5 元/斤，环比-3%，同比-32%。原材料方面，本周鱼粉价格环比-0.3%，豆粕价格环比+2.0%，玉米价格环比-0.3%。我们认为，25 年随着投苗量的增加，水产饲料行业有望迎来修复；同时，龙头优势持续体现，集中度有望继续提升。重点关注海大集团。

关注禽养殖板块。我们认为，短期而言，稀缺优质鸡苗价格偏强的局面或不会改变。同时，今年以来饲料成本的显著下降也推动白鸡养殖成本的下降，养殖成本优秀的企业在当前市场价格下仍有望获得不错的盈利水平。建议关注圣农发展、禾丰股份、益生股份、民和股份等。

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。

橡胶供需格局改善。供给端，受 24 年年初以来的天气影响，目前全球橡胶主产区产量均出现下滑；欧洲 EUDR 政策试行，不符合环保要求的产品无法进入欧洲。需求端，欧美补库需求强劲，带动整体需求增加。预计橡胶价格持续上行。关注海南橡胶。

投资建议：1)、生猪养殖。猪价高景气持续时间拉长。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。水产饲料行业景气修复，龙头优势持续发挥，建议关注海大集团。3)、白羽肉鸡。行业景气度有望修复，建议关注圣农发展、禾丰股份、益生股份、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。种业政策密集催化，关注拥有技术优势的大北农、隆平高科、登海种业。6)、橡胶。橡胶价格有望继续上行，关注海南橡胶。

## 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

**Demand Overview:** From January to December 2024, 5 of the 8 industries we tracked achieved positive growth and 3 had negative growth. Industries with positive growth include sub-premium and above baijiu (+6.7%), frozen foods (+5.9%), soft drinks (+4.5%), restaurants (+3.9%) and condiments (+3.4%); industries with negative growth include Beer (-3.1%), dairy products (-7.9%), and mainstream and below baijiu (-11.1%). Although the government introduced a number of economic stimulus policies at the end of September, the consumer staples goods we monitor require a longer period of time and more links to be effective than consumer discretionary goods. At the same time, considering the comps, we expect that the growth of most industries will accelerate in the second quarter of 2025, and the full-year growth rate will be slightly higher than that in 2024.

**Market Conditions:** At the end of December, the spot cost index of condiments/beer/soft drinks/dairy products/frozen foods/instant noodles changed -13.3%/-12.9%/-5.8%/-5.1%/-2.6%/-1.2% year-on-year, and the futures cost index changed -14.5%/-14.2%/-7.1%/-3.6%/-1.9%/-3.3% year-on-year. In terms of packaging materials, the spot prices of glass/plastic/paper pulp were -30.5%/-14.5%/-1.2% year-on-year, and the spot price of aluminum was +4.4% year-on-year. In terms of direct raw materials, the spot prices of soybeans/corn/raw milk were -19.2%/-17.2%/-15.0% year-on-year, and the spot prices of palm oil/big bag milk powder were +40.6%/+21.3% year-on-year. Considering the corporate procurement cycle, there will still be cost reduction at least in the first quarter of this year.

**Capital Flow:** As of December 31, 2024, the net inflow of Hong Kong Stock Connect funds for the month was 89.740 billion yuan (the net inflow last month was 116.087 billion yuan), and the market value of the consumer staples sector accounted for 4.24%, a decrease of 0.06pct from the previous month. The food additives industry's share of the Hong Kong Stock Connect's market capitalization was 12.38%, a reduction of 0.27pct from the beginning of the month; the dairy products industry accounted for 11.26% of Hong Kong Stock Connect's market capitalization, ranking second.

**Valuation:** At the end of December, the historical PE percentile of A-share food and beverages was 17% (21.3x), down 1pct from the end of the previous month. The sub-sectors with lower percentiles were dairy products (7%, 19.1x) and beer (7%, 26.7x). The historical PE percentile of the H-share consumer staples industry was 3% (15.3x), and the percentile dropped by 9pct from the end of the previous month. The sub-sectors with lower percentiles were alcoholic beverages (3%, 15.9x) and packaged food (15.9x), 4%, 10.7x). The historical PE percentile of US daily consumer goods was 90% (24.9x), down 10pct from the end of the previous month. The sub-sectors with lower percentiles were beer (20%, 14.4x) and tobacco (21%, 13.8x).

**Investment advice:** Prepare to reprice Chinese assets. We believe investors should focus more on valuation repair opportunities before the fundamentals improve. First, the overall attractiveness of Chinese assets may rise significantly; second, capital flows in the market may continue to improve; third, the perception of some industries and brands as representatives of China's high-quality assets may resurface; and fourth, listed companies are further ramping up shareholder returns through higher dividends and buybacks. We maintain last month's investment opinion, and are more optimistic about dairy and baijiu from a long-term trend and cycle stage perspective. Secondly, from the perspective of shareholder returns, we are relatively optimistic about soft drinks, dairy products and beer. Therefore, we prefer the dairy products, and then the baijiu in the medium term, especially leading companies, such as Mengniu, Yili, China Feihe, Kweichow Moutai, Shanxi Fenjiu, Jinhui liquor, Tingyi, Uni-President. As for other consumer sub-industries, we suggest to pay attention to Zhejiang Commodities City, Topsports, Midea, Yadea, Muyuan Foods and so on.

**Risk Warnings:** Risks include consumption recovery falling short of expectations, raw material prices rebounding, and significant depreciation of the RMB.

## 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， 宋琦， 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, Qi Song, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

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

我， 芮雯， 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, Raven Rui, 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).

### No disclosure

### 评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

### 分析师股票评级

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

**中性**， 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大， 基准定义如下。根据

### 评级分布 Rating Distribution

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**

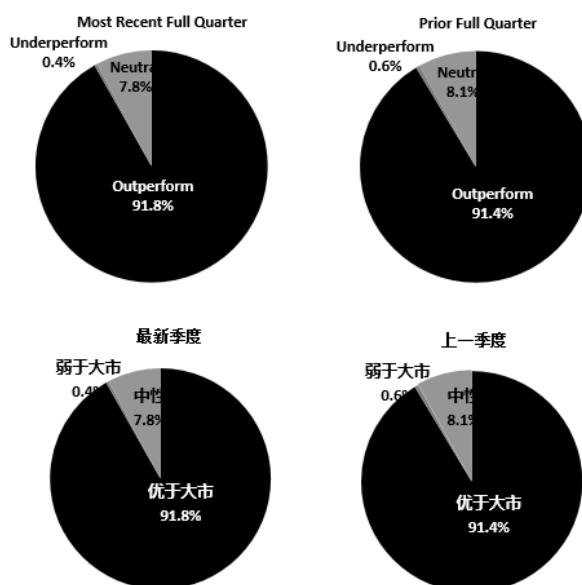
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

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

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

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

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

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

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

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

第二条 盟浪并不因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, 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](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, 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、广告或公开发行。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>

---