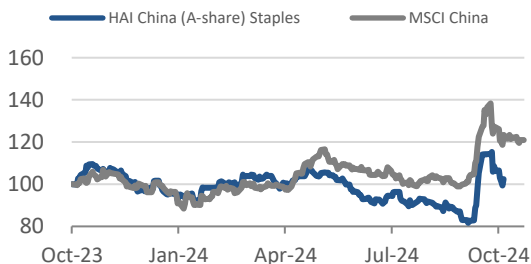


# 中国必需消费 China (A-share) Staples

## 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

### 观点聚焦 Investment Focus

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



资料来源: Factset, HTI

### Related Reports

HTI 中国消费品 7 月需求报告：啤酒增速改善较为明显  
The growth rate of beer has improved significantly (2 Aug 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**需求：10 月重点跟踪的 8 个行业中 3 个增速加快，4 个行业增速下滑，1 个持平。** 个位数增长的行业包括速冻食品、软饮料、餐饮和调味品；大众及以下白酒、乳制品、啤酒和次高端及以上白酒负增长。与上月相比，4 个行业正增长，4 个负增长。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。三季度以来，我们看到更多行业和公司立足长期、稳健、可持续发展的目标，对增长速度、产品价格、渠道库存等问题进行了主动控制。

**棕榈油价格攀升，生鲜乳降幅收窄。** 10 月方便面/软饮料/乳制品/啤酒/速冻食品/调味品现货成本指数变动+2.2%/+1.2%/+1.1%/+0.7%/-0.5%/-0.8%，期货成本指数变动+0.9%/+0.1%/+0.0%/+7.5%/-1.0%/+1.5%。具体来看，10 月包材现货价格环比基本持平，玻璃/纸/塑料/易拉罐同比-41.6%/-12.8%/-10.9%/+8.7%。玻璃期货价格较上月反弹 17.1%，同比下降 13.3%。直接原材料中，蔬菜价格环比跌 14.2%，同比涨 18.1%。原奶价格环比跌 0.3%，同比跌 15.9%。棕榈油现货/期货价格环比+7.1%/+7.6%。

**资金：3Q24 陆股通资金净流入，食品饮料板块占比较 2Q24 提升；港股通持续净流入，必需消费板块占比持续上升。** 截至 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。截至 10 月 31 日，港股通资金当月净流入 768.81 亿元（上月净流入 385.29 亿元），必需消费板块市值占比为 4.50%，较上月上升 0.61pct。

**估值：A 股、H 股及美股行业估值均走低。** A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 17% (21.0x)，较上月末下降 8pct，子行业分位数较低的是啤酒 (1%，22.8x)、乳品 (4%，17.5x)、调味发酵品 (9%，27.1x)。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 1% (15.1x)，分位数较上月末下降 39pct，子行业分位数较低的是酒精饮料 (2%，16.6x)、包装食品 (3%，11.1x)、非酒精饮料 (5%，21.6x)。美股日常消费品的 PE 历史分位数为 94% (25.2x)，较上月末下降 5pct，子行业分位数较低的是啤酒 (23%，16.1x)、烟草 (30%，14.9x)。

**建议：忽略短期基本面，立足中长期思考。** 9 月底以来中央政府各主要部门相继出台一系列经济刺激政策，尽管市场预期有所反复，但是相较 9 月中旬以前，对经济预期和股市预期已然发生较大转变。落脚到必需消费行业，尽管不是直接显著受益于近期政策，但是经过传导基本面也将受益。而且 A、H 股消费行业指数均连续下跌 4 年，在 9 月中旬前又经历一波较快下跌，投资风险明显降低。在目前情况下，我们建议首先结合各子行业的长期趋势和周期阶段进行选股，相对看好乳制品和白酒行业。其次是 9 月前的逻辑——根据高股息选股，相对看好软饮料、乳制品和啤酒。鉴于 9 月底前软饮料龙头公司已有明显绝对收益，进入淡季难以出现基本面催化剂，因此 11 月首推乳制品，中长期可考虑白酒，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、五粮液、康师傅、统一企业。其他消费行业标的，建议关注小商品城、波司登、TCL 电子、索菲亚、牧原股份。

**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

芮雯 Raven Rui  
raven.w.rui@htisec.com

肖伟俐 Weili Xiao  
wl.xiao@htisec.com

## 1 10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
8月营收	210	156	415	170	365	82	701	165
9月营收	472	129	477	152	352	75	640	156
10月营收	303	158	381	102	372	78	455	160
8月同比%	0%	6.6%	6.6%	4.9%	2%	9%	7%	2.9%
9月同比%	-3%	-19.4%	5.1%	-5.5%	8%	4%	6%	3.4%
10月同比%	-9%	-21.0%	6.2%	-8.8%	1%	7%	1%	3.4%
年初至今同比%	8%	7.4%	7.6%	8.8%	6%	1%	4%	4.3%

资料来源: HTI

据海通国际预测, 24年10月重点跟踪的8个行业中4个保持正增长, 4个负增长。个位数增长的行业包括速冻食品、软饮料、餐饮和调味品; 大众及以下白酒、乳制品、啤酒和次高端及以上白酒负增长。与上月相比, 3个增速加快或降幅收窄, 4个行业增速下滑, 1个持平。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。三季度以来, 我们看到更多行业和公司立足长期、稳健、可持续发展的目标, 对增长速度、产品价格、渠道库存等问题进行了主动控制。

10月国内次高端及以上白酒行业收入为303亿元, 同比下滑1.9%。1-10月累计收入为3435亿元, 同比增长8.8%。据渠道反馈, 国庆节白酒消费降幅较中秋节收窄, 但仍有双位数下滑; 高端酒中茅台、五粮液需求较为平稳, 次高端酒需求降幅依然较大。国庆节后回归淡季特征, 从茅台酒价格节后再次回落也可见一斑。10月底白酒上市公司三季报披露完毕, 营业收入3283亿元, 同比增长10.6%; 净利润1314亿元, 同比增长10.4%。24Q3白酒上市公司营业收入936亿元, 同比增长2.4%; 净利润362亿元, 同比增长2.1%。单三季度营业收入和净利润增速双双骤降, 增速超过20%的公司数量为零; 10-20%之间的公司有金徽酒、贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒、今世缘; 酒鬼酒、金种子酒、洋河股份、舍得酒业降幅超过30%。

10月国内大众及以下白酒行业收入为158亿元, 同比降低21.0%。1-10月累计收入为1773亿元, 同比降低7.4%。从5月开始, 连续6个月降幅扩大。10月底第111届秋季糖酒会在深圳召开。据渠道反馈, 本届糖酒会整体氛围较为平淡, 布展厂商、产品数量、参展人数均较去年同期有所下降。另据国家统计局数据, 9月全国白酒产量同比下降9.9%, 从6月开始增速下降并转负。从三季报情况来看, 大众及以下白酒公司营业收入和净利润增速明显低于高端和次高端公司; 同时内部分化明显, 既有增速第一的金徽酒, 也有降幅较大的金种子酒、伊力特和天佑德酒。

10月国内啤酒行业收入为105亿元, 同比下降0.9%。1-10月累计收入为1542亿元, 同比下滑3.6%。9月以来, 餐饮渠道景气度逐步向好, 根据国家统计局数据, 9月餐饮收入同比增长3.1%, 其中限额以上餐饮收入同比增长0.7%。9月规模以上企业啤酒产量290.4万千升, 同比增长1.4%。国庆假期餐饮回暖对现饮渠道啤酒消费有催化作用。根据商务部数据, 国庆假期前7天商务部重点监测餐饮企业销售额同比增长近两成。另一方面, 各大餐饮上市公司的翻台率和同店收入也有显著改善。前三季度由于天气等外部原因导致需求不振, 啤酒行业销量面临中低单位数下滑, 且结构升级节奏放缓。随着四季度基数走低以及现饮渠道逐步回暖, 全年收入降幅有望收窄。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）

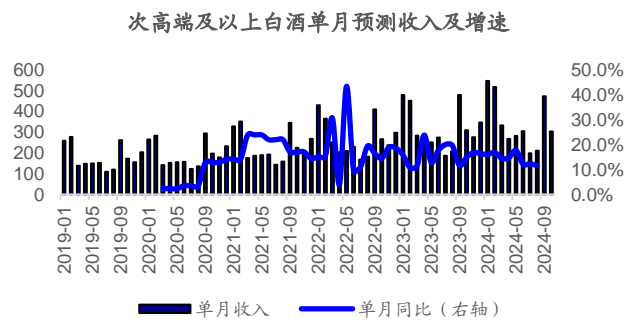
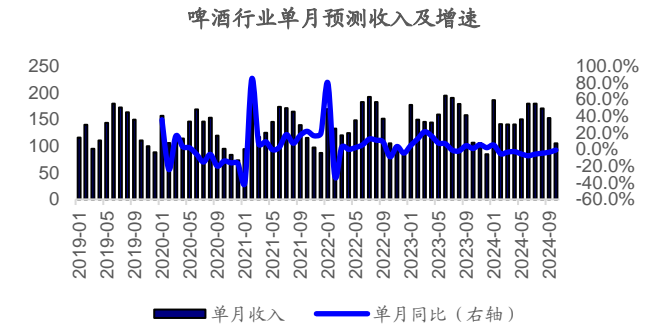


图2 啤酒行业收入预测（亿元）



10月国内调味品行业收入为372亿元，同比提升1.1%。1-10月累计收入为3663亿元，同比增长3.6%。餐饮端由于中秋与国庆假期不相连，宴饮需求表现较弱。C端需求表现相对稳健，尤其是“双十一”活动提早开始，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，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。

10月国内乳制品行业收入为381亿元，同比下降6.2%。1-10月累计收入为3955亿元，同比下降7.6%。据渠道反馈，尽管国庆节乳制品需求好于中秋节，但依然面临一定下行压力，而且由于担心低价和周转，多数经销商备货谨慎。好的方面在于，品牌企业主动调解库存和收入目标，另外龙头企业婴配粉收入逆势增长。据国家统计局数据，9月全国乳制品产量同比增长2.1%，已连续两个月增长。第三季度，A股乳制品上市公司营业收入403亿，同比下降7.8%，降幅比第二季度收窄。龙头公司伊利营业收入同比下降6.7%，其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品营业收入同比-10.3%/+6.6%/-16.7%。

图3 调味品行业收入预测（亿元）

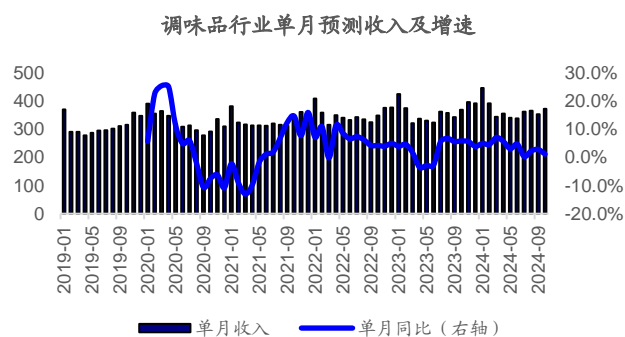
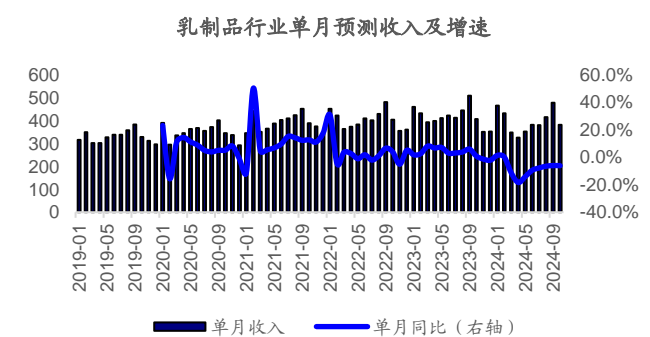


图4 乳制品行业收入预测（亿元）



10月国内速冻行业收入为78亿元，同比增长4.7%。1-10月累计收入为888亿元，同比增长6.1%。速冻产品各厂商促销力度增加，出厂价有所下行。抢眼的新品表现较少，行业产品结构相对稳定，促销力度增加对单品的销售表现有较好的提振作用。下游环节中，大型餐饮或商超表现较弱，中小商超表现稳定，中小餐饮表现优于大型餐饮，宴席场次有所减少，呈现下滑趋势，线上动销有所增长。头部厂商通过较

强的品牌影响力以及规模优势，对小厂形成挤压。进入四季度，行业基数较低，需求旺季来临景气度有望触底回升。

10月国内软饮料行业收入为455亿元，同比增长4.1%。1-10月累计收入为5941亿元，同比增长4.4%。10月随着天气开始转凉，软饮料消费进入淡季，同时传统品类，特别是包装水和无糖茶竞争加剧现象延续，呈现量增价减的情况。据我们监测，10月软饮料代表产品的线上渠道折扣率平均值/中位值分别由9月末的94.7%/100%变化至10月末的93.3%/97.3%。另据国家统计局数据，9月全国软饮料产量同比增长10.4%，已连续两个月增长；1-9月累计同比增长6.0%。第三季度，A股软饮料上市公司多数收入下滑，仅有东鹏饮料异军突起。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）

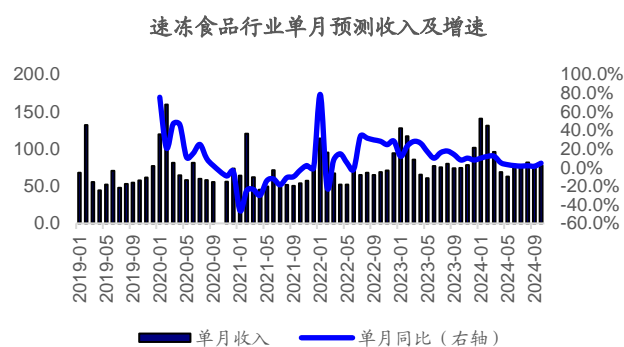
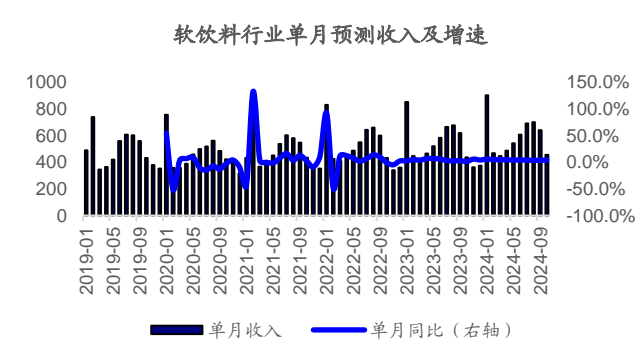
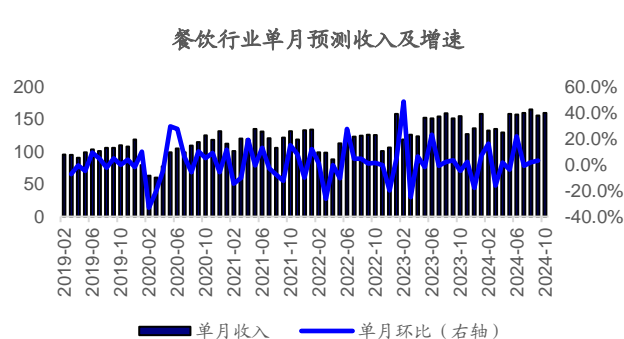


图6 软饮料行业收入预测（亿元）



10月国内餐饮上市公司总计收入为160亿元，同比增长3.4%。1-10月累计收入为1513亿元，同比增长4.3%。餐饮板块由于中秋与国庆假期不相连，宴饮需求表现较弱。同店维度来看，今年以来连锁餐饮的堂食频次以及外卖量均有所提升，但由于促销活动增加，客单价有所下滑。为了降低成本，餐饮公司重视成本控制，如百胜中国进行了菜单简化以及恢复一些低成本产品的促销活动，来对冲包装成本的上升。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。

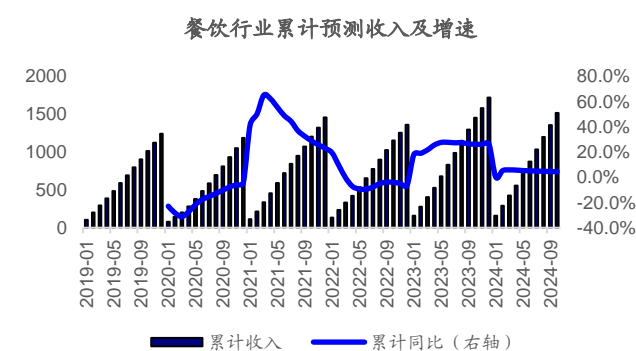
图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



资料来源：HTI

注：考虑到数据来源口径问题，我们采用环比增速作图来反映行业经营增长情况

图8 餐饮行业累计收入预测（亿元）



资料来源：HTI



## 1.2 消费行业价格跟踪

### 1.2.1 白酒批发价格追踪

据多家酒业媒体报道，近日白酒批发价格如下：

**贵州茅台：**本周（10月21日至10月28日），飞天整箱、散瓶和茅台1935批价为2220/2200/700元，较上周-60/-40元/持平，较上月-160/-80/-30元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台1935批价-740/-520/-250元，较去年同期-710/-460/-270元。

**五粮液：**本周八代普五批价为938元，较上周-7元，较上月-5元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-10元，较去年同期-5元。

**泸州老窖：**本周国窖1573批价为850元，较上周+5元，较上月持平。中长期来看，今年年初以来国窖1573批价持平，较去年同期-30元。

**山西汾酒：**本周复兴版、青花20批价为800/355元，较上周持平/持平，较上月-60元/持平。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花20批价-10/+35元，较去年同期-30/+20元。

**洋河股份：**本周M6+、M3水晶版、天之蓝批价为545/375/269元，较上周持平/持平/持平，较上月+5元/持平/持平。中长期来看，今年年初以来M6+、M3水晶版、天之蓝批价+15/-5/-9元，较去年同期+15/-5/-9元。

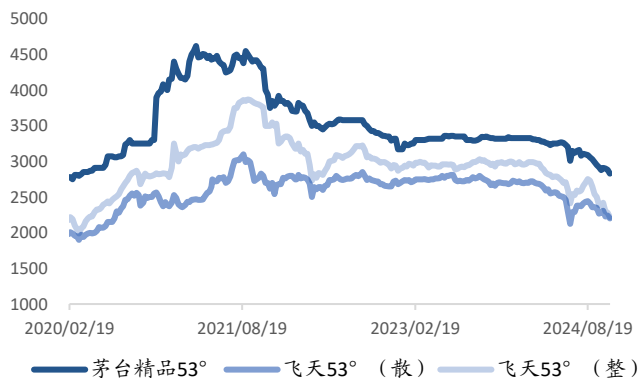
**古井贡酒：**本周古20、古16、古8批价为460/290/200元，较上周-5/-10元/持平，较上月-5/-10元/持平。中长期来看，今年年初以来古20、古16、古8批价+5/-30/+5元，较去年同期+10/-30/+5元。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/10/28	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)	2220	-60	-160	-740	-710
	飞天53° (散)	2200	-40	-80	-520	-460
	茅台精品53°	2830	-55	-50	-500	-490
	王子普王53°	245	0	0	-10	-5
	茅台1935	700	0	-30	-250	-270
五粮液	第八代普五52°	938	-7	-5	-10	-5
	交杯52°	1365	0	0	140	115
	1618 52°	938	-5	-5	38	5
泸州老窖	国窖1573 52°	850	5	0	0	-30
	窖龄60 52°	240	0	0	0	5
山西汾酒	青花30复兴版	800	0	-60	-10	-30
	青花20 53°	355	0	0	35	20
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	545	0	5	15	15
	梦之蓝水晶版52	375	0	0	-5	-5
	天之蓝52°	269	0	0	-9	-9
	海之蓝52°	115	0	0	-10	-20
今世缘	国缘四开 42°	385	0	5	5	-5
	国缘对开 42°	205	0	0	35	-10
古井贡酒	古20 52°	460	-5	-5	5	10
	古16 50°	290	-10	-10	-30	-30
	古8 45°	200	0	0	5	5
	古5 50°	95	0	0	-5	-10
口子窖	口20 41°	305	0	0	15	25
	口10 41°	200	0	0	0	0
	口6 41°	85	0	0	-25	-5
舍得酒业	品味舍得 52°	315	0	0	10	-5
酒鬼酒	内参 52°	690	-15	-10	-20	-30
	红坛 52°	305	0	5	-10	5
水井坊	井台 52°	420	0	0	-5	-20
	臻酿八号 52°	310	5	5	35	30
珍酒李渡	珍十五 53°	305	0	0	-35	-25
习酒	窖藏1988 53°	410	-10	-15	-55	-70
	青花郎 20 53°	825	0	-5	5	5
郎酒	红花郎 15 53°	415	-5	-5	-75	-25
	国台 15年 53°	610	10	20	20	10
国台	国台国标 15 53°	305	0	0	5	5
剑南春	水晶剑 52°	385	0	0	15	5
金沙酒业	摘要 53°	480	0	-5	-60	-50

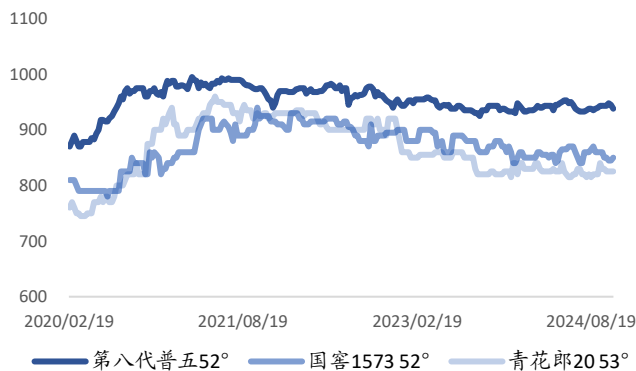
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周茅台精品、飞天整箱、散瓶批价-55/-60/-40元



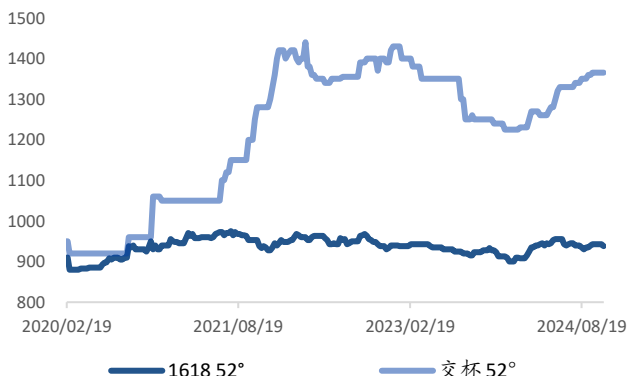
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周第八代普五、国窖 1573 批价-7/+5元



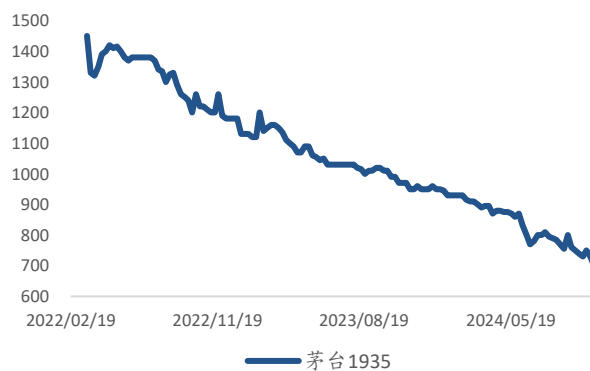
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618、交杯批价持平



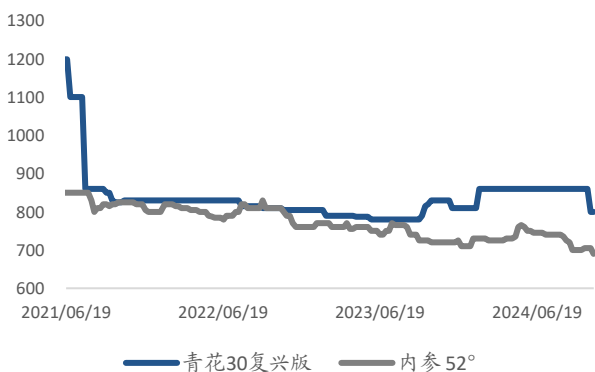
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价持平



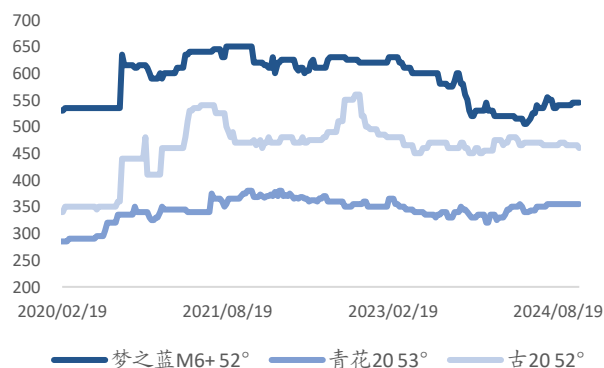
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周内参批价-15元



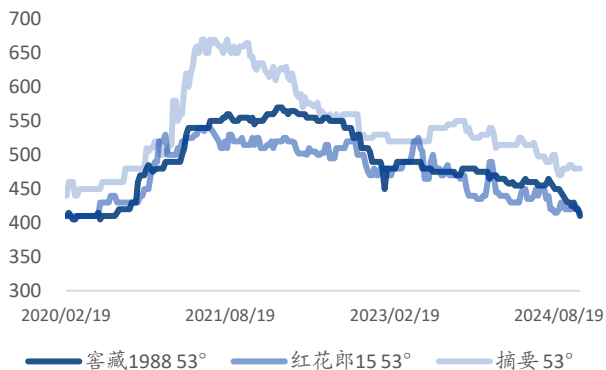
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周古 20 批价-5元



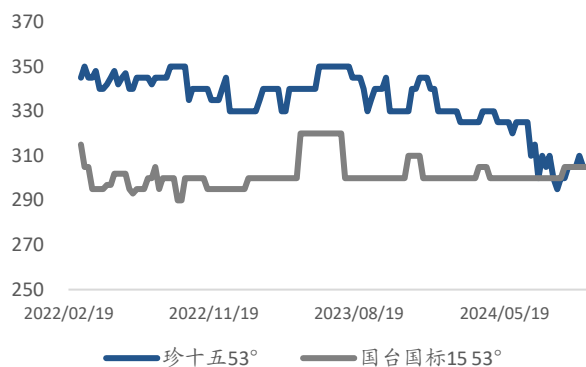
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988、红花郎15批价-10/-5元



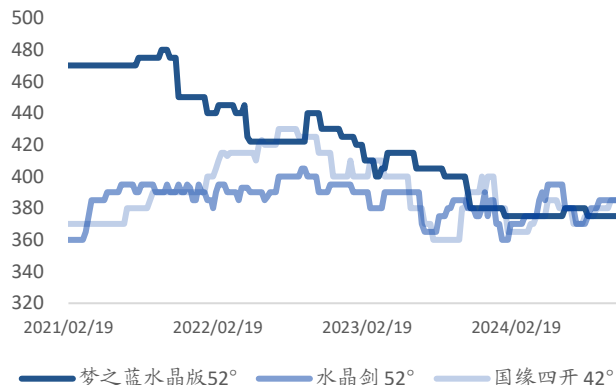
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五、国台国标批价持平



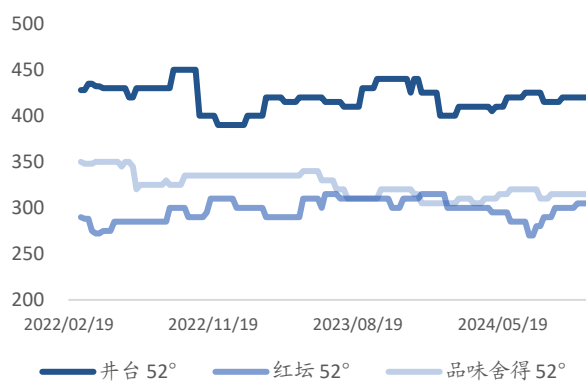
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周梦之蓝水晶版、水晶剑、国缘四开批价持平



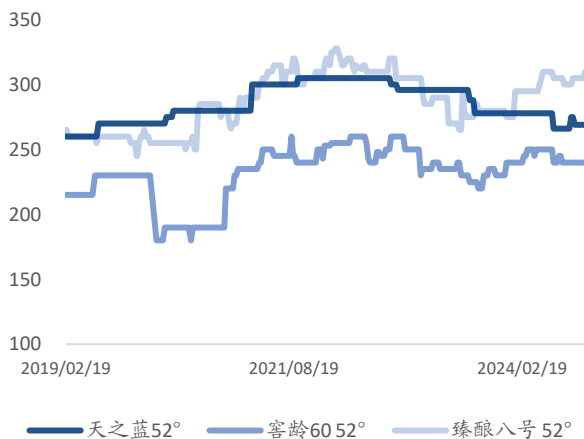
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周井台、红坛、品味舍得批价持平



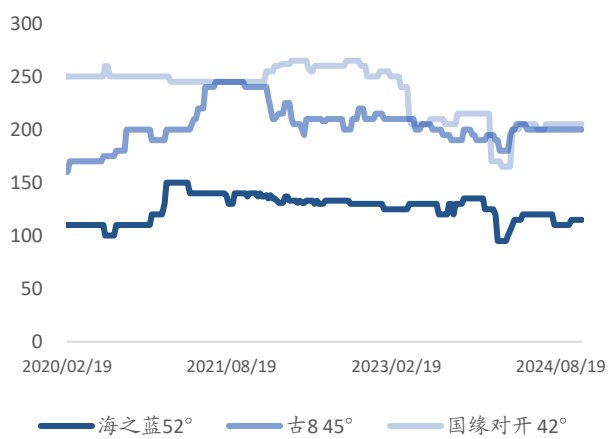
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周臻酿八号批价+5元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周海之蓝、古8、国缘对开批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI



### 1.2.2 大众品零售价格追踪

调味品、液态奶和软饮料代表产品较9月末折扣力度有所增加。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由9月末的94.7%/100%变化至本周的93.3%/97.3%。

液态奶代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由9月末的77.2%/75.0%变化至本周的75.8%/69.3%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由9月末的94.7%/100%变化至本周的93.3%/97.3%。

啤酒、婴配粉及方便食品代表产品折扣力度表现平稳。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由9月末的77.9%/80.0%变化至本周的79.5%/80.8%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由9月末的94.9%/99.0%变化至本周的93.8%/100%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由9月末的96.3%/100%变化至本周的97.9%/98.8%。

表3 大众品类整体折扣率一览（20241028）

指标	当期折扣率	上周折扣率	上月折扣率	年初折扣率
液态奶折扣率平均值	75.8%	70.5%	77.2%	84.8%
液态奶折扣率中位值	69.3%	66.6%	75.0%	83.3%
啤酒折扣率平均值	79.5%	80.3%	77.9%	80.6%
啤酒折扣率中位值	80.8%	81.0%	80.0%	81.4%
方便食品折扣率平均值	97.9%	90.9%	96.3%	89.9%
方便食品折扣率中位值	98.8%	93.0%	100%	93.2%
调味品折扣率平均值	88.8%	76.2%	90.7%	87.1%
调味品折扣率中位值	91.8%	85.9%	100%	90.0%
软饮料折扣率平均值	93.3%	87.1%	94.7%	91.4%
软饮料折扣率中位值	97.3%	85.6%	100%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	93.8%	93.1%	94.9%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	100%	98.3%	99.0%	100%

资料来源：资料来源：多个电商平台，HTI

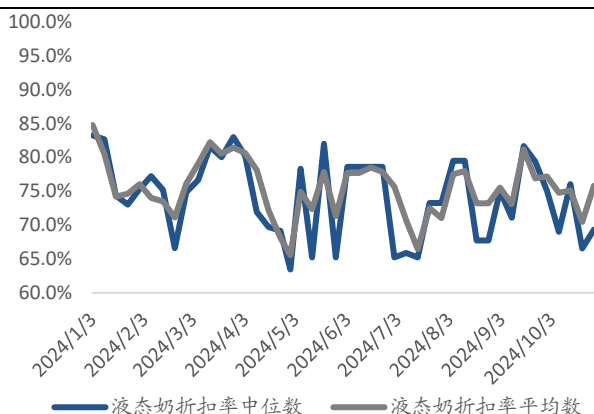
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览 (20241028)

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	37.3%	54.3%	32.6%
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	53.3%	53.3%	72.7%
燕京 10 度清爽	330ml*24/箱	啤酒	55.6%	55.6%	85.9%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/箱	液态奶	56.3%	66.3%	75.6%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	58.3%	55.3%	61.0%
伊利金典牛奶	250ml*12/箱	液态奶	63.8%	81.1%	70.0%
中炬高新味极鲜	900ml/瓶	调味品	65.4%	65.4%	75.0%
百威哈啤小麦王	450ml*15/箱	啤酒	66.3%	48.3%	54.4%
飞鹤星飞帆卓耀 3 段	758g*1/罐	婴配粉	68.6%	82.8%	82.8%
蒙牛特仑苏牛奶	250ml*12/箱	液态奶	69.3%	66.7%	83.2%

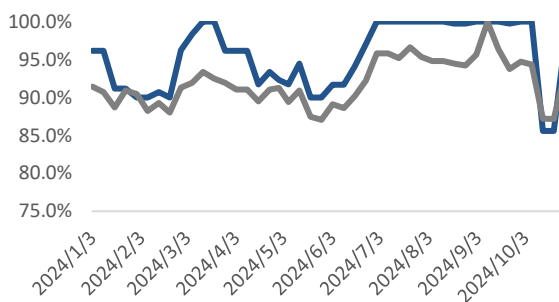
资料来源: 多个电商平台, HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



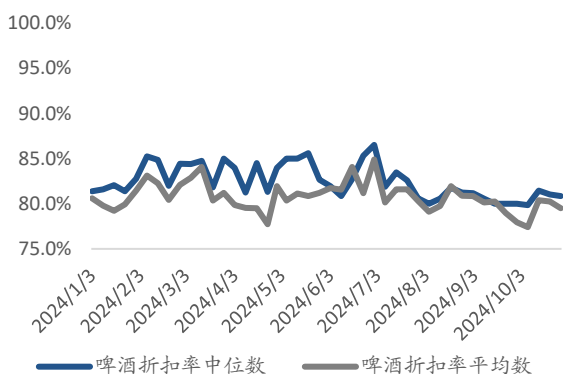
资料来源: 多个电商平台, HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



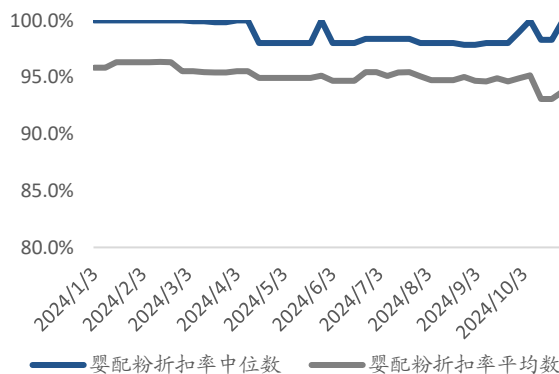
资料来源: 多个电商平台, HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



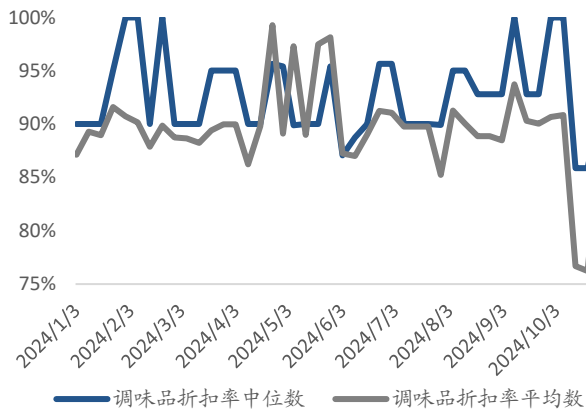
资料来源: 多个电商平台, HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



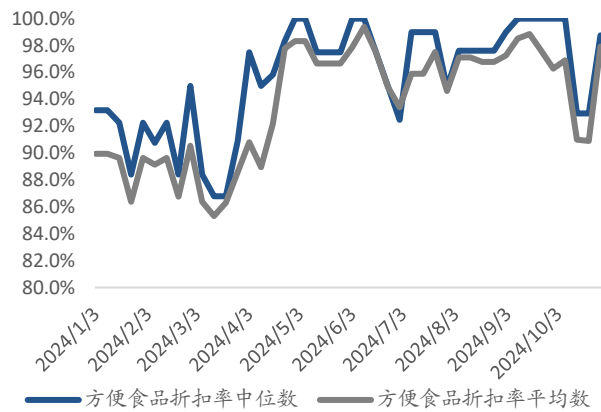
资料来源: 多个电商平台, HTI

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 2024/10/28	112.76	103.38	102.66	104.33	123.32	110.86
上周 2024/10/21	112.37	103.38	102.67	103.58	123.14	110.83
上月 2024/9/27	112.03	104.18	101.59	102.12	123.93	109.59
今年年初 2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期 2023/10/28	138.98	123.66	112.28	109.57	125.74	121.54
较上周	0.35%	0.00%	-0.02%	0.73%	0.15%	0.02%
较上月	0.66%	-0.77%	1.05%	2.16%	-0.49%	1.16%
较今年年初	-16.30%	-13.11%	-6.80%	-2.76%	-0.25%	-7.10%
较去年同期	-18.86%	-16.40%	-8.57%	-4.78%	-1.93%	-8.79%

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 2024/10/28	129.26	113.12	95.30	112.69	123.84	125.47
上周 2024/10/21	123.98	110.50	95.77	112.02	124.20	124.15
上月 2024/9/27	120.24	111.45	95.28	111.69	125.11	125.38
今年年初 2024/1/1	146.20	129.38	99.67	113.21	123.49	130.94
去年同期 2023/10/28	138.48	130.03	104.21	115.87	124.02	137.84
较上周	4.26%	2.37%	-0.49%	0.60%	-0.29%	1.07%
较上月	7.50%	1.49%	0.02%	0.90%	-1.02%	0.07%
较今年年初	-11.59%	-12.57%	-4.38%	-0.46%	0.29%	-4.18%
较去年同期	-6.66%	-13.01%	-8.54%	-2.74%	-0.15%	-8.97%

资料来源：Wind，HTI

截至10月28日，啤酒成本现货指数为112.76，较上周提升0.35%；啤酒成本期货指数为129.26，较上周提升4.26%。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升0.66%，啤酒成本期货指数提升7.5%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降16.3%，啤酒成本期货指数下降11.59%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降18.86%，啤酒成本期货指数下降6.66%。

图27 啤酒行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

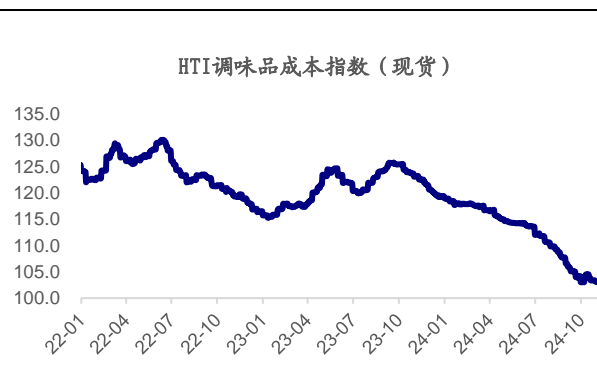
图28 啤酒行业成本期货指数



资料来源：Wind，HTI

调味品成本现货指数为 103.38，较上周持平；调味品成本期货指数为 113.12，较上周提升 2.37%。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 0.77%，调味品成本期货指数提升 1.49%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降 13.11%，调味品成本期货指数下降 12.57%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 16.4%，调味品成本期货指数下降 13.01%。

图29 调味品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

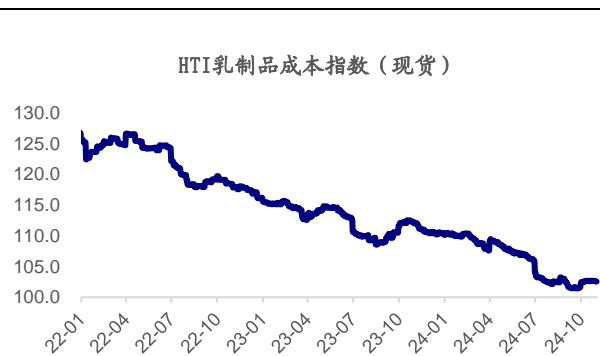
图30 调味品行业成本期货指数



资料来源：Wind，HTI

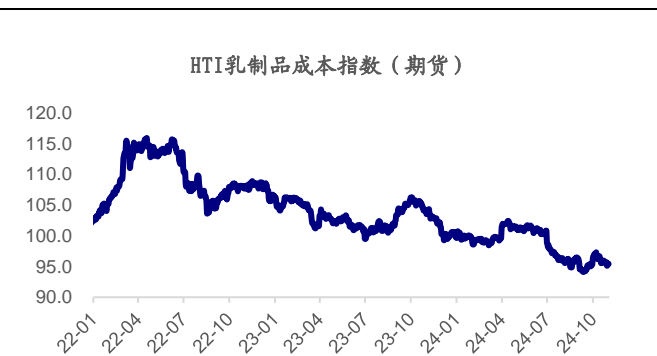
乳制品成本现货指数为 102.66，较上周下降 0.02%；乳制品成本期货指数为 95.3，较上周下降 0.49%。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升 1.05%，乳制品成本期货指数提升 0.02%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 6.8%，乳制品成本期货指数下降 4.38%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 8.57%，乳制品成本期货指数下降 8.54%。

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

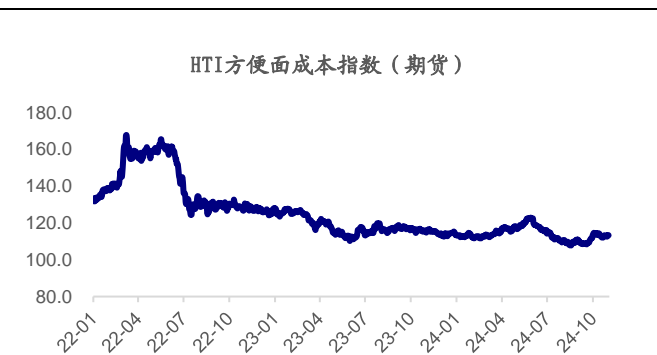
方便面成本现货指数为 104.33，较上周提升 0.73%；方便面成本期货指数为 112.69，较上周提升 0.6%。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 2.16%，方便面成本期货指数提升 0.9%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 2.76%，方便面成本期货指数下降 0.46%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 4.78%，方便面成本期货指数下降 2.74%。

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

速冻食品成本现货指数为 123.32，较上周提升 0.15%；速冻食品成本期货指数为 123.84，较上周下降 0.29%。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降 0.49%，速冻食品成本期货指数下降 1.02%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.25%，速冻食品成本期货指数提升 0.29%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 1.93%，速冻食品成本期货指数下降 0.15%。

图35 速冻食品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

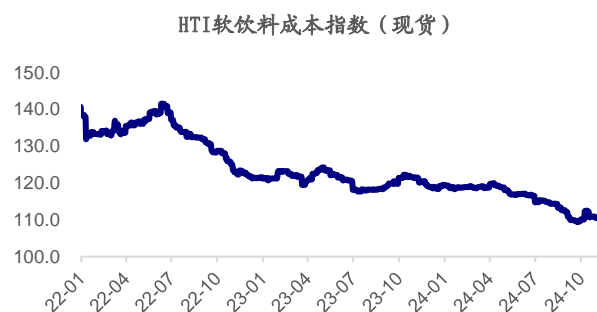
图36 速冻食品行业成本期货指数



资料来源: Wind, HTI

软饮料成本现货指数为 110.86, 较上周提升 0.02%; 软饮料成本期货指数为 125.47, 较上周提升 1.07%。月度来看, 较上月同期软饮料成本现货指数提升 1.16%, 软饮料成本期货指数提升 0.07%。中长期看, 今年年初以来软饮料成本现货指数下降 7.1%, 软饮料成本期货指数下降 4.18%, 较去年同期, 软饮料成本现货指数下降 8.79%, 软饮料成本期货指数下降 8.97%。

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10月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
11.2	白酒	“双11”线上白酒价格倒挂, 品牌方“冷眼旁观” <a href="https://cj.sina.com.cn/articles/view/1650111241/625ab30902001agz0?finpagefr=p_104">https://cj.sina.com.cn/articles/view/1650111241/625ab30902001agz0?finpagefr=p_104</a>
11.1	白酒	白酒企业三季报业绩普遍失速, 压货式增长成“过去式” <a href="https://www.tmtpost.com/7319472.html">https://www.tmtpost.com/7319472.html</a>
10.31	白酒	五粮液:助力“中国酒都”宜宾崛起,引领中国白酒书写新篇章 <a href="http://www.investorscn.com/2024/10/31/117787/">http://www.investorscn.com/2024/10/31/117787/</a>
11.2	调味品	粮油调味品消费追求品质 <a href="http://paper.ce.cn/pc/content/202411/02/content_303652.html">http://paper.ce.cn/pc/content/202411/02/content_303652.html</a>
9.3	调味品	以惊人速度增长, 百山祖黑松露酱作为调味品赛道中的一匹黑马一跃而起 <a href="http://baby.ifeng.com/c/8cZpAKQ5ugP">http://baby.ifeng.com/c/8cZpAKQ5ugP</a>
11.4	啤酒	数读「啤酒」: 加码零售渠道, “头部玩家”高端化路上求新、求变 <a href="https://www.tmtpost.com/7321659.html">https://www.tmtpost.com/7321659.html</a>
11.3	啤酒	2024年1-9月江苏省啤酒产量154.5万千升, 下降11.5% <a href="http://www.haicent.com/list.asp?id=101324">http://www.haicent.com/list.asp?id=101324</a>
10.25	乳业	商务部贸易救济调查局发放相关乳制品反补贴案调查问卷 (wind)
10.18	乳业	未来十年全球乳制品市场形势向好 <a href="http://www.cinic.org.cn/hy/qg/1558630.html">http://www.cinic.org.cn/hy/qg/1558630.html</a>

资料来源: wind, HTI



表8 2024年10月消费公司公告

日期	公司	摘要
10.30	酒鬼酒	1-3Q24 公司实现营收 11.91 亿元, 同比-44.41%, 归母净利润 0.56 亿元, 同比-88.20%; 3Q24 公司实现营收 1.97 亿元, 同比-67.24%; 归母净利润-0.65 亿元同比-213.67%。
10.30	古井贡酒	1-3Q24/3Q24 公司实现收入 190.69/52.63 亿元, 同比+19.53%/+13.36%; 实现归母净利润 47.46/11.74 亿, 同比+24.49%/+13.60%。
10.30	洋河股份	1-3Q24 公司实现营收 275.16 亿元, 同比-9.14%, 归母净利润 85.79 亿元, 同比-15.92%; 3Q24 公司实现营收 46.41 亿元, 同比-44.82%; 归母净利润 6.31 亿元, 同比-73.03%。
10.30	五粮液	1-3Q24 营收 679.16 亿元, 同比+8.60%, 归母净利润 249.31 亿元, 同比+9.19%; 3Q24 营收 172.68 亿元, 同比+1.39%, 归母净利润 58.74 亿元, 同比+1.34%。收入利润均略低预期。
10.25	贵州茅台	1-3Q24 营业总收入 1231.2 亿元, 同比+16.9%; 归母净利 608.3 亿元同比+15.0%。3Q24 营业总收入 396.7 亿元, 同比+15.6%; 3Q24 归母净利 191.3 亿元, 同比+13.2%
10.30	安琪酵母	1-3Q24 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 109.12/9.53/8.39 亿元 (同比+13.04%/+4.23%/+3.44%); 3Q24 公司营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 37.38/2.62/2.43 亿元 (+27.14%/+7.02%/+22.68%)。
10.29	涪陵榨菜	1-3Q24 实现收入/归母净利润 19.62/6.71 亿元, 同比 0.56%/1.74%; 3Q24 实现收入/归母净利润 6.57/2.23 亿元, 同比 6.81%/17.88%。
10.29	安井食品	1-3Q24 实现营业收入 110.77 亿元, 同比增长 7.84%; 归母净利润 10.47 亿元, 同比下降 6.65%; 3Q24 实现营收 35.33 亿元, 同比增长 4.63%, 归母净利润 2.44 亿元, 同比下降 36.76%。
10.28	海天味业	1-3Q24 实现收入/归母净利润 203.99/48.15 亿元, 同比 9.38%/11.23%; 24Q3 实现收入/归母净利润 62.43/13.62 亿元, 同比 9.83%/10.50%。
10.27	东鹏饮料	1-3Q24 实现营业收入 125.6 亿元, 同比增长 45.3%; 实现归母净利润 27.1 亿元, 同比增长 63.5%; 实现扣非归母净利润 26.6 亿元, 同比增长 77.3%。 3Q24 实现营业收入 46.8 亿元, 同比增长 47.3%实现归母净利润 9.8 亿元, 同比增长 78.4%; 实现归母净利润 9.6 亿元, 同比增长 86.9%。
10.30	伊利股份	1-3Q24 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 887.3 亿元/108.7 亿元/85.1 亿元, 分别同比-8.6%/+15.9%/-4.6%24Q3; 2Q24 实现营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 290.4 亿元/33.4 亿元/31.8 亿元, 分别同比-6.7%/+8.5%/+13.4%。
10.29	青岛啤酒	1-3Q24 实现营业总收入 289.59 亿元, 同比-6.52%; 实现归母净利润 49.90 亿元, 同比+1.67%; 3Q243 实现营业总收入 88.91 亿元, 同比-5.28%; 实现归母净利润 13.48 亿元, 同比-9.03%。
10.25	重庆啤酒	1-3Q24 公司实现营收 130.63 亿元, 同比+0.26%, 归母净利润 13.32 亿元, 同比-0.90%。 3Q243 公司实现营收 42.02 亿元, 同比-7.11%; 归母净利润 4.31 亿元, 同比-10.10%。
10.25	燕京啤酒	1-3Q24 营收/归母净利/扣非归母净利 128.5/12.9/12.6 亿元, 同比+3.5%/+34.7%/+45.7%; 3Q243 营收/归母净利/扣非归母净利 48.0/5.3/5.2 亿元, 同比+0.2%/+19.8%/+21.7%
10.24	洽洽食品	1-3Q24 实现收入 47.58 亿元, 同比增长 6.24%; 实现归母净利润 6.26 亿元, 同比增长 23.79%; 3Q24 实现收入 18.59 亿元, 同比增长 3.72%; 实现归母净利润 2.89 亿元, 同比增长 21.40%。
10.28	盐津铺子	1-3Q24 实现营业收入 38.61 亿元, 同比+28.49%; 实现归母净利润 4.93 亿元, 同比+24.55%; 3Q24 公司实现营业收入 14.02 亿元, 同比+26.20%; 实现归母净利润 1.74 亿元, 同比+15.62%
10.29	双汇食品	1-3Q24 实现总营收 441.12 亿元 (-4.82%), 归母净利 38.04 亿元 (-12.08%); 3Q24 实现总营收 164.40 亿元 (+3.90%), 归母净利 15.08 亿元 (+1.18%)。

资料来源: wind, HTI

表9 2024年10月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
11.4	玛氏	玛氏携手华润万家开创可持续发展跨界合作模式 <a href="https://www.cneo.com.cn/portal.php?mod=view&amp;aid=77583">https://www.cneo.com.cn/portal.php?mod=view&amp;aid=77583</a>
11.4	农夫山泉	农夫山泉红瓶受挫? “军令状”一下同行坐不住了 <a href="https://www.lanjinger.com/d/243698">https://www.lanjinger.com/d/243698</a>
11.3	可口可乐	世界上第一台氢动力自动售货机!可口可乐和日本富士电机联手出品 <a href="https://www.wedoany.com/zh-cn/shortnews/rpeMLogo.html">https://www.wedoany.com/zh-cn/shortnews/rpeMLogo.html</a>

11.1	瑞幸	库迪“吓退”瑞幸，难掩扩张后遗症 <a href="https://www.lanjinger.com/d/243630">https://www.lanjinger.com/d/243630</a>
10.31	星巴克	星巴克计划全面改革美国门店，包括缩短顾客等待时间、简化菜单等（wind）
10.30	沃尔玛	沃尔玛节日特惠大促正式定档，抢单大战一触即发 <a href="https://www.zhitongcaijing.com/content/detail/1205308.html">https://www.zhitongcaijing.com/content/detail/1205308.html</a>
10.22	雀巢	雀巢新帅上任后，中国市场不再是独立大区 <a href="https://www.huxiu.com/article/3604302.html">https://www.huxiu.com/article/3604302.html</a>
10.18	三得利	三得利配送基地将埼玉县的卡车等待时间缩短一半（wind）

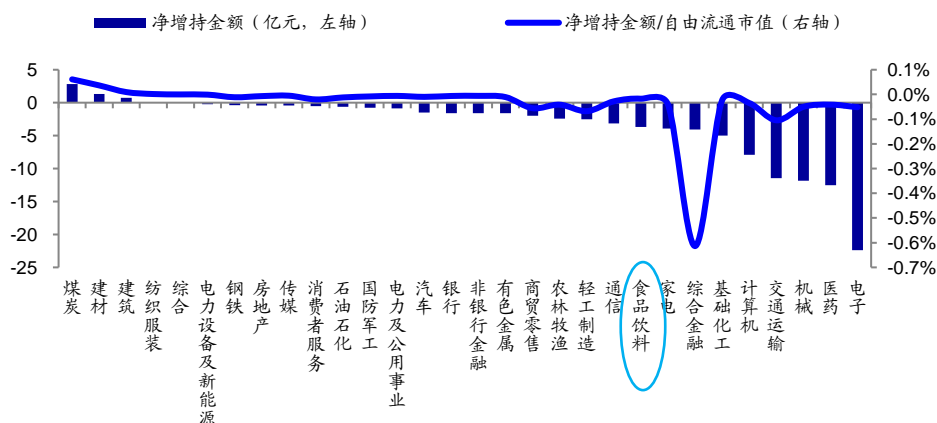
资料来源：wind，HTI

## 2 消费行业资金流向跟踪

### 2.1 A 股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，24 年 10 月煤炭和建材行业净增持额最大，分别为 2.83 和 1.32 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.06%和 0.04%；电子和医药行业净减持额最大，分别为 22.39 和 12.52 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.05%和-0.04%。

图39 2024 年 10 月行业净增持额&净增持额/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至 2024 年 10 月 31 日

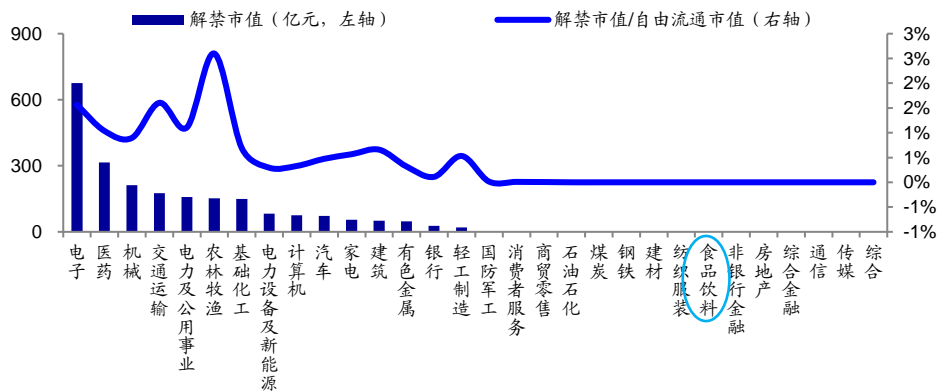
表10 2024 年 10 月产业资本增减持个股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
东鹏饮料	-3.95	-1.01
嘉必优	-0.002	-0.01
西王食品	0.00002	0.0001
仙乐健康	0.0005	0.002
宝立食品	0.01	0.04
伊力特	0.25	0.51

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照 24 年 10 月 31 日的股价估算：24 年 11 月电子、医药、机械等行业解禁金额最大。按照 24 年 10 月 31 日的股价估算：11 月电子、医药、机械等行业解禁金额最大，解禁金额分别为 676、315、212 亿元，解禁市值/自由流通市值分别为 1.56%、1.04%、0.90%。

图40 2024年11月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源: wind, 海通国际策略组, HTI, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

**行业大额买入跟踪:** 近5个交易日排名前5的中信一级行业为: 石油石化、房地产、钢铁、银行、非银行金融。

**表11 一级行业大额买入与资金流向 (20241028-20241101)**

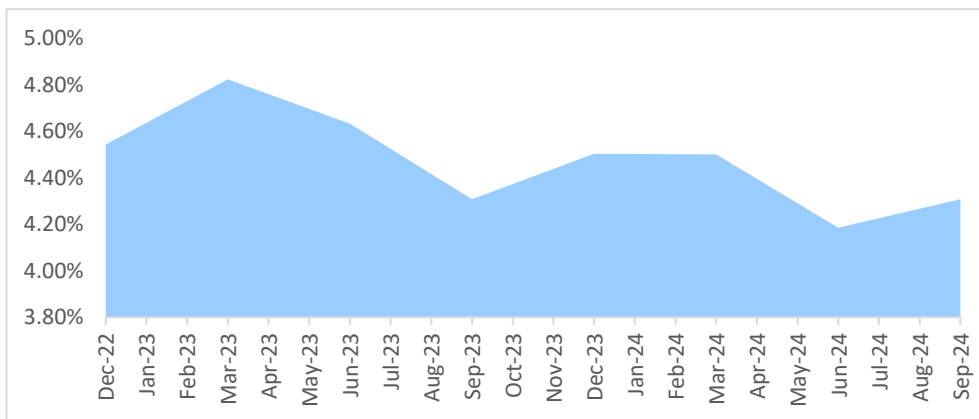
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
石油石化	79.3%	34.2%	4.4%	21.8%
煤炭	78.3%	85.6%	4.5%	10.7%
有色金属	80.5%	66.3%	5.8%	14.4%
电力及公用事业	77.5%	6.2%	-5.2%	12.8%
钢铁	82.0%	41.2%	2.5%	42.8%
基础化工	76.1%	1.2%	-6.9%	48.1%
建筑	77.4%	18.9%	-4.6%	28.8%
建材	76.2%	16.9%	-8.8%	21.0%
轻工制造	76.8%	39.1%	-10.1%	47.3%
机械	73.9%	2.5%	-8.8%	53.5%
电力设备及新能源	74.0%	34.6%	-7.4%	23.5%
国防军工	72.8%	64.6%	-13.1%	86.4%
汽车	74.5%	77.0%	-7.9%	48.6%
商贸零售	79.2%	51.0%	-4.2%	66.3%
消费者服务	76.4%	7.0%	-3.7%	21.0%
家电	73.4%	7.0%	-7.0%	12.3%
纺织服装	76.9%	0.4%	-11.7%	44.4%
医药	74.2%	49.0%	-3.8%	16.9%
食品饮料	72.4%	88.5%	2.6%	18.5%
农林牧渔	77.9%	32.5%	-2.1%	15.6%
银行	81.6%	100.0%	13.3%	14.0%
非银行金融	77.2%	57.6%	-3.3%	44.4%
房地产	77.9%	9.9%	-5.0%	8.6%
交通运输	76.5%	15.2%	-3.2%	11.5%
电子	71.5%	32.9%	-9.9%	66.7%
通信	72.3%	4.5%	-9.4%	33.3%
计算机	71.9%	28.8%	-11.8%	100.0%
传媒	74.9%	7.0%	-12.3%	94.2%
综合	76.2%	3.3%	-12.1%	57.6%
综合金融	75.3%	56.0%	-7.7%	100.0%

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12 食品饮料板块陆股通持股情况

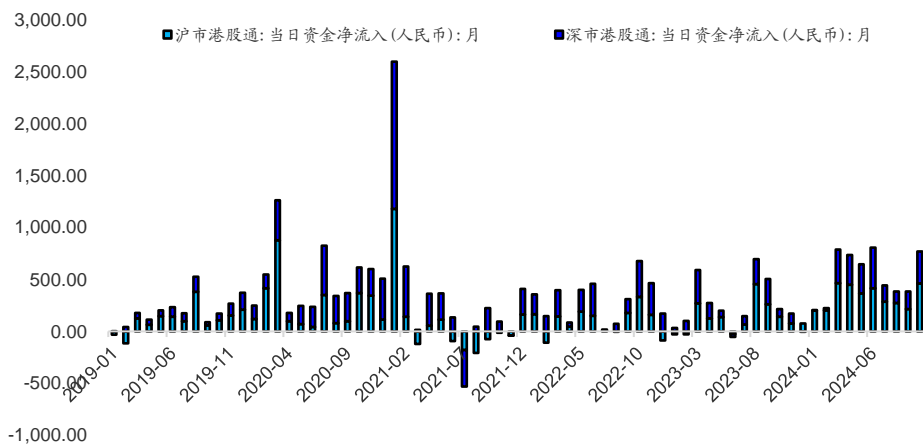
总市值排名				陆股通持股占比排名					
	证券简称	季末持股占比 (%)	季中持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	季末持股占比 (%)	季中持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.91	6.55	0.36	1	伊利股份	10.98	9.92	1.06
2	五粮液	4.48	4.23	0.25	2	安井食品	8.25	8.77	-0.52
3	海天味业	3.68	3.51	0.17	3	中炬高新	7.03	7.12	-0.09
4	山西汾酒	2.97	2.86	0.11	4	东鹏饮料	6.96	6.02	0.94
5	泸州老窖	3.27	2.58	0.69	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

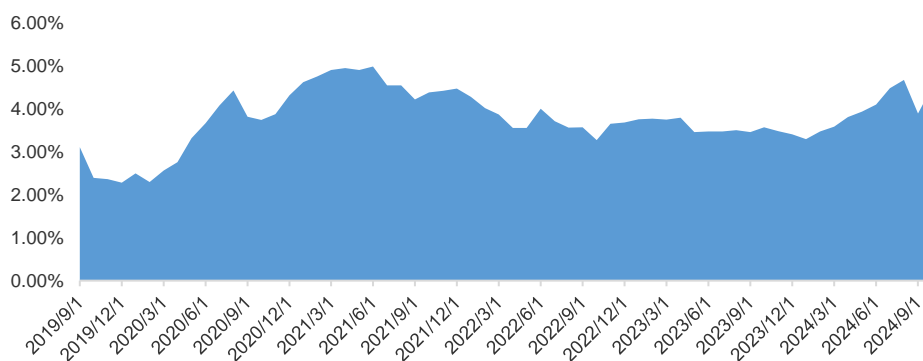
截至2024年10月31日，港股通资金当月净流入768.81亿元（上月净流入385.29亿元），必需消费板块市值占比为4.50%，较上月上升0.61pct。

图42 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年10月31日

图43 必需消费板块港股通持股市值占比

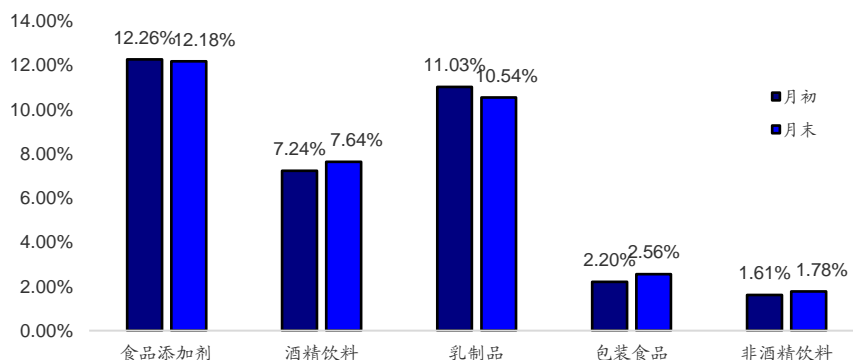


资料来源：wind，HTI，数据截至2024年10月31日

食品添加剂行业港股通占比为12.18%，较月初减持0.08pct；乳制品港股通市值占比为10.54%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（1.78%）、包装食品（2.58%）和酒精饮料（7.64%）。



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 10 月 31 日

上月港股通持股标的中，按市值排名的十大个股中，港股通持股比例居前的分别为农夫山泉（2.3%）、百威亚太（0.5%）、华润啤酒（10.1%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（32.1%）港股通比例最高，华宝国际（20.4%）和周黑鸭（15.8%）次之。

表13 食饮板块港股通持股情况

	总市值排名				港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)	
1	农夫山泉	3.2	2.8	0.46	1	青岛啤酒	32.7	33.4	-0.74
2	百威亚太	0.4	0.3	0.03	2	华宝国际	20.0	20.3	-0.34
3	华润啤酒	11.9	11.0	0.91	3	周黑鸭	15.3	15.6	-0.32
4	青岛啤酒	32.7	33.4	-0.74	4	颐海国际	15.1	14.3	0.79
5	蒙牛乳业	11.3	13.0	-1.71	5	百果园	14.3	10.1	4.21
6	康师傅	2.5	2.5	-0.04	6	优然牧业	13.0	11.2	1.73
7	中国旺旺	0.3	0.3	0.02	7	华润啤酒	11.9	11.0	0.91
8	中国飞鹤	11.0	10.2	0.77	8	中烟香港	11.4	10.6	0.80
9	统一	4.6	4.9	-0.30	9	蒙牛乳业	11.3	13.0	-1.71
10	珍酒李渡	6.5	6.0	0.49	10	中国飞鹤	11.0	10.2	0.77

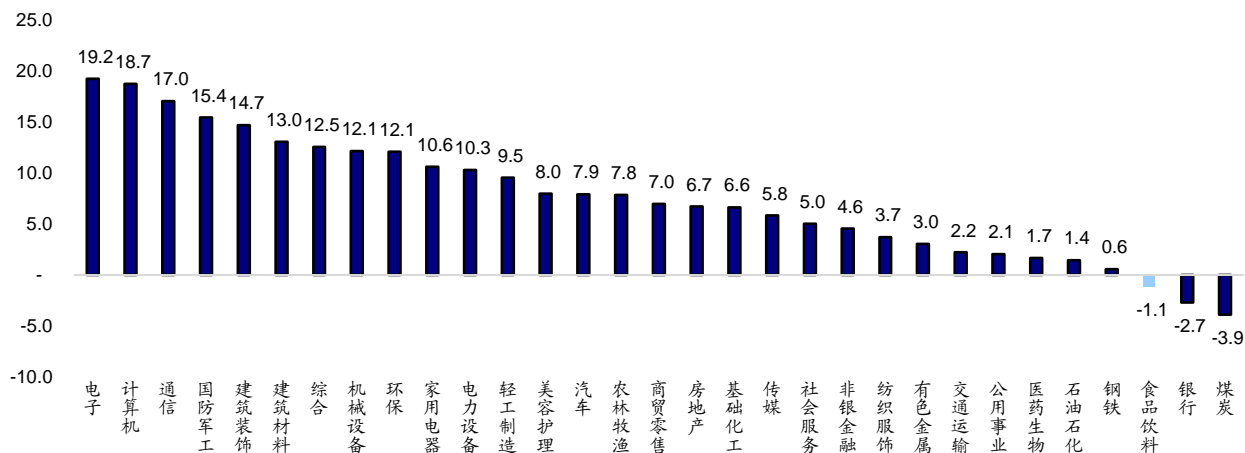
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 月 31 日

### 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，10 月电子（+19.2%）、计算机（+18.7%）、通信（+17.0%）涨幅居前，而煤炭（-3.9%）、银行（-2.7%）、食品饮料（-1.1%）跌幅靠前。食品饮料-1.1%，在 31 个行业分类中位居第 29 名，较上月（+24.6%）下降 19 名。

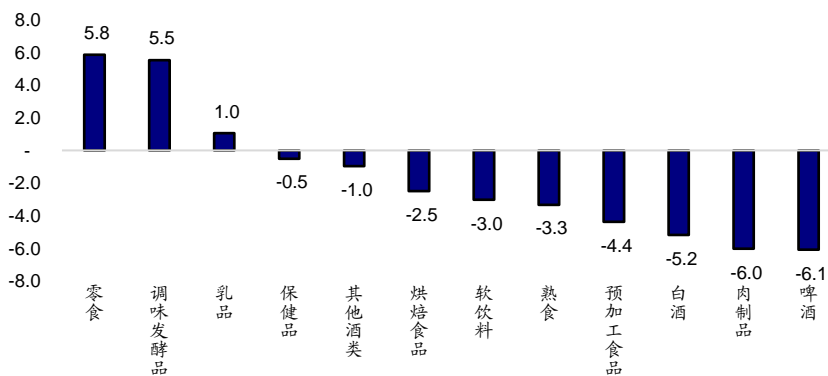
图45 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

10月食品饮料子行业全线收涨, 零食(+5.8%)、调味发酵品(+5.5%)、乳品(+1.0%)涨幅领先, 啤酒(-6.1%)、肉制品(-6.0%)、白酒(-5.2%)跌幅靠前。

图46 A股食饮子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

表14 A股食品饮料板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	贵州茅台	19192	1528	-12.6	1	万辰集团	127	71	73.6
2	五粮液	5699	147	-9.6	2	天味食品	151	14	16.5
3	山西汾酒	2451	201	-8.2	3	绝味食品	113	18	8.9
4	海天味业	2434	44	-9.1	4	舍得酒业	211	63	5.8
5	泸州老窖	1995	136	-9.5	5	金达威	100	16	3.3
6	伊利股份	1777	28	-4.0	6	东鹏饮料	1103	212	2.7
7	洋河股份	1211	80	-19.0	7	三只松鼠	102	26	0.8
8	东鹏饮料	1103	212	2.7	8	安琪酵母	316	36	-0.2
9	古井贡酒	901	188	-7.2	9	新乳业	106	12	-0.4
10	双汇发展	862	25	-8.2	10	中炬高新	179	23	-2.0

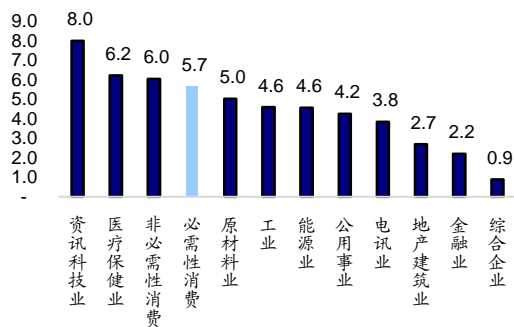
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

### 3.2 H股行业涨跌幅表现

10月H股一级行业，资讯科技业(+8.0%)、医疗保健业(+6.2%)、非必需性消费(+6.0%)涨幅居前。必需性消费(+5.7%)在12个一级行业中排名第4，较上个月(+7.7%)提升6名。

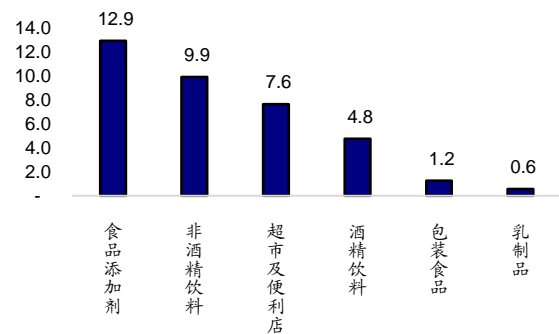
必需性消费子行业多数收涨，食品添加剂(+12.9%)、非酒精饮料(+9.9%)、超市及便利店(+7.6%)涨幅居前，乳制品(+0.6%)、包装食品(+1.2%)涨幅靠后。

图47 H股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 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 10 月 31 日 (上图剔除了必需消费子行业中的禽畜肉类、禽畜饲料、个人护理、农产品)

表15 恒生食饮板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值(亿港元)	最新收盘价(港元)	相对月初涨跌幅(%)		证券简称	最新市值(亿港元)	最新收盘价(港元)	相对月初涨跌幅(%)
1	农夫山泉	3250	29	-15.5	1	中烟香港	174	25	25.8
2	百威亚太	1074	8	-22.5	2	第一太平	186	4	1.6
3	华润啤酒	936	29	-15.1	3	康师傅控股	640	11	1.2
4	青岛啤酒股份	848	50	-17.5	4	统一企业中国	314	7	-0.1
5	万洲国际	778	6	-1.6	5	中国飞鹤	531	6	-0.3
6	蒙牛乳业	683	17	-7.0	6	万洲国际	778	6	-1.6
7	康师傅控股	640	11	1.2	7	蒙牛乳业	683	17	-7.0
8	中国旺旺	572	5	-9.4	8	中国旺旺	572	5	-9.4
9	中国飞鹤	531	6	-0.3	9	颐海国际	144	14	-13.8
10	统一企业中国	314	7	-0.1	10	恒安国际	267	23	-14.2

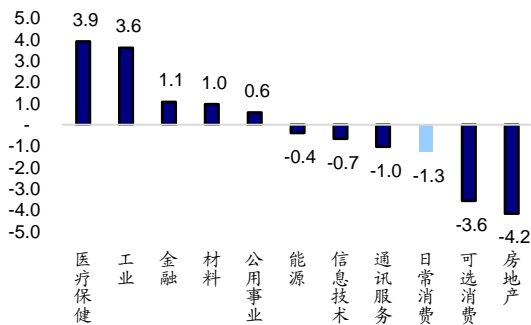
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

### 3.3 美股行业涨跌幅表现

10 月美股一级行业, 医疗保健(+3.9%)、工业(+3.6%)、金融(+1.1%)涨幅靠前, 房地产(-4.2%)、可选消费(-3.6%)、日常消费(-1.3%)跌幅居前。日常消费品行业-1.3%, 在 11 个美股一级行业排第 9 名, 位次较上月(+0.6%)持平。

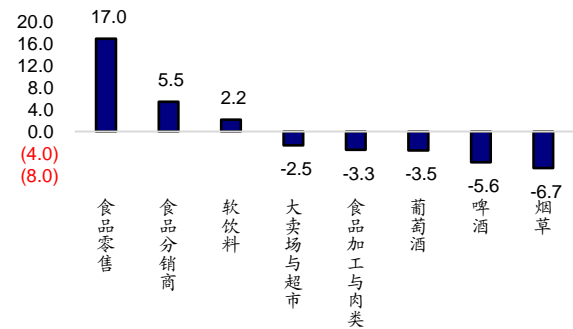
日常消费子行业食品零售(+17.0%)、食品分销商(+5.5%)、软饮料(+2.2%)涨幅靠前, 烟草(-6.7%)、啤酒(-5.6%)跌幅靠前。

图49 美股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 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 10 月 31 日 (上图剔除了日常消费品子行业中的家庭用品、个人用品、药品零售、农产品)

表16 美股日常消费板块个股涨跌幅

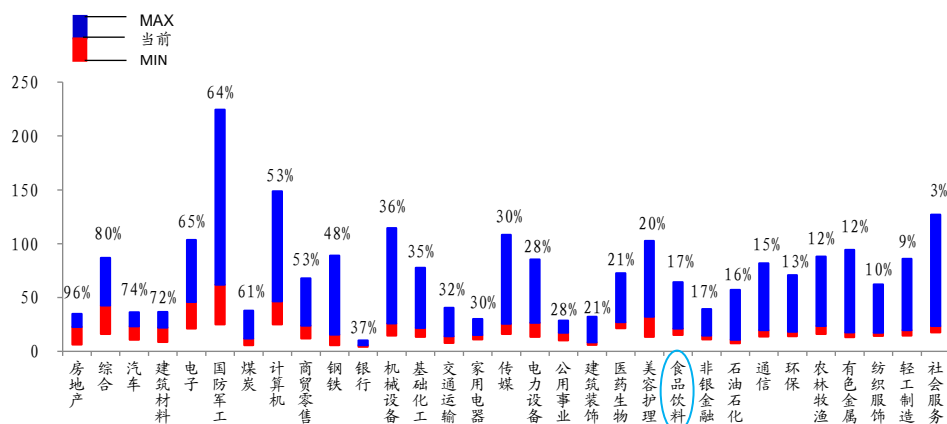
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	7063	82	1.5	1	蓝威斯顿	111	78	20.0
2	开市客	3873	874	-1.4	2	SPROUTS FARMERS MARKET	128	128	16.3
3	帝亚吉欧	3462	124	-11.5	3	菲利普莫里斯国际	2063	133	9.3
4	可口可乐	2813	65	-9.1	4	奥驰亚	923	54	6.7
5	百事	2279	166	-2.3	5	PILGRIMS PRIDE	115	48	5.2
6	菲利普莫 里斯国际	2063	133	9.3	6	CASEY'S GENERAL STORES	146	394	4.9
7	可口可乐 凡萨瓶装	1401	83	-5.2	7	PERFORMANCE FOOD	127	81	3.7
8	百威英博	1199	59	-10.4	8	沃尔玛	7063	82	1.5
9	奥驰亚	923	54	6.7	9	怪物饮料	516	53	1.0
10	亿滋国际	916	68	-7.0	10	US FOODS	151	62	0.2

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

## 4 估值水平对比

### 4.1 A 股行业估值表现

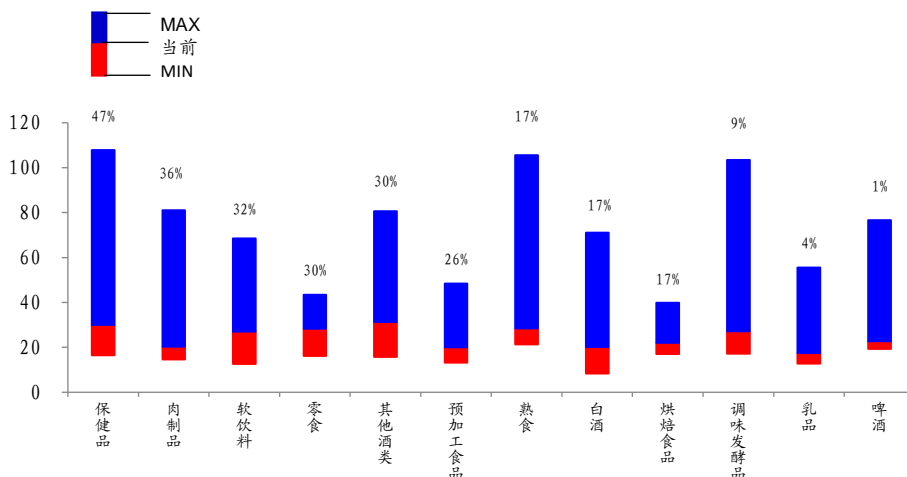
图51 A 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2024 年 10 月 31 日

截至 2024 年 10 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 2 个, 包括社会服务和轻工制造。食品饮料的 PE 历史分位数为 17% (21.0x), 较上月末 (25%, 24.2x) 下降 8pct, 在 31 个行业中排名第 22 名。

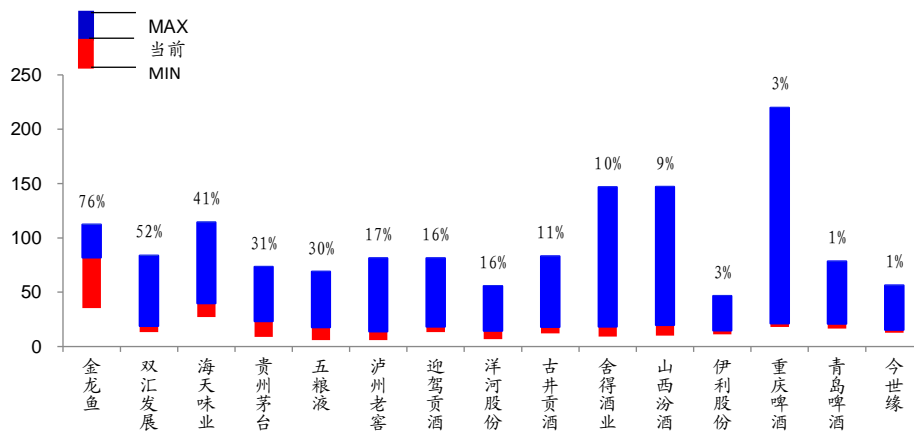
图52 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年10月31日

A股食品饮料子行业PE历史分位数处于2011年以来较低的分别为啤酒（1%）、乳品（4%）、调味发酵品（9%）。PE绝对值最低的行业分别是乳品（17.5x）、预加工食品（20.0x）、白酒（20.2x）。

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）

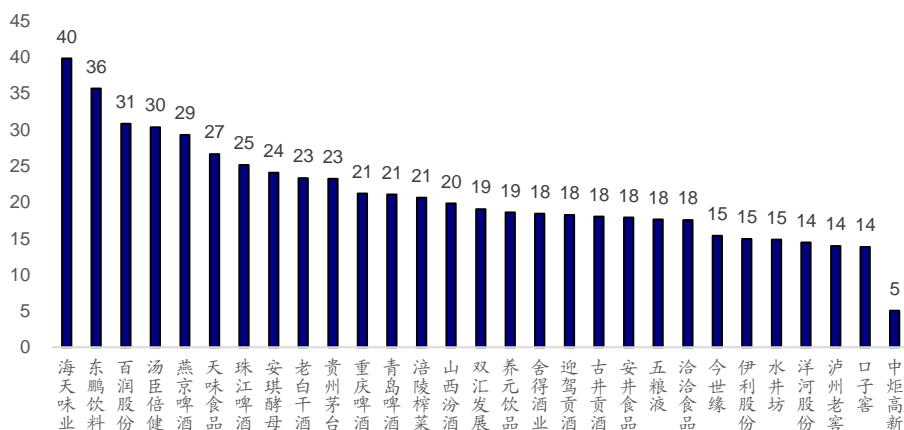


资料来源：wind，HTI，数据截至2024年10月31日



截至 2024 年 10 月 31 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢下降，A 股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 19x（较上月下降 2x）。

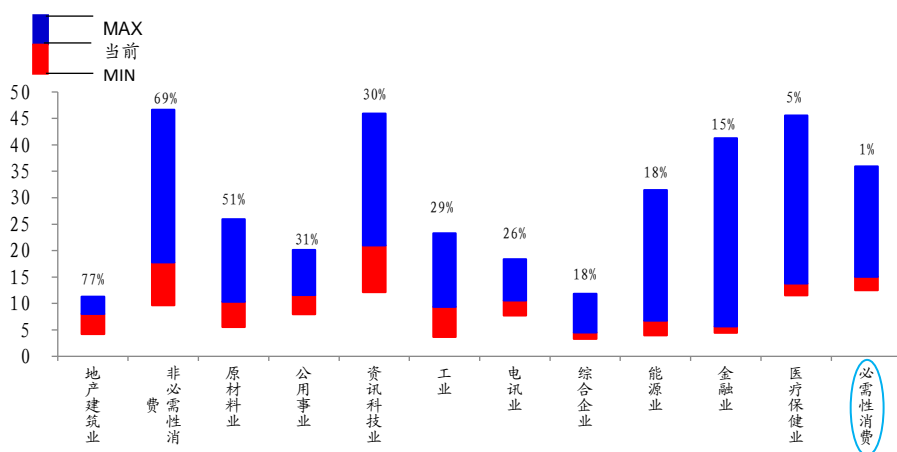
图54 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 月 31 日

#### 4.2 H 股行业估值表现

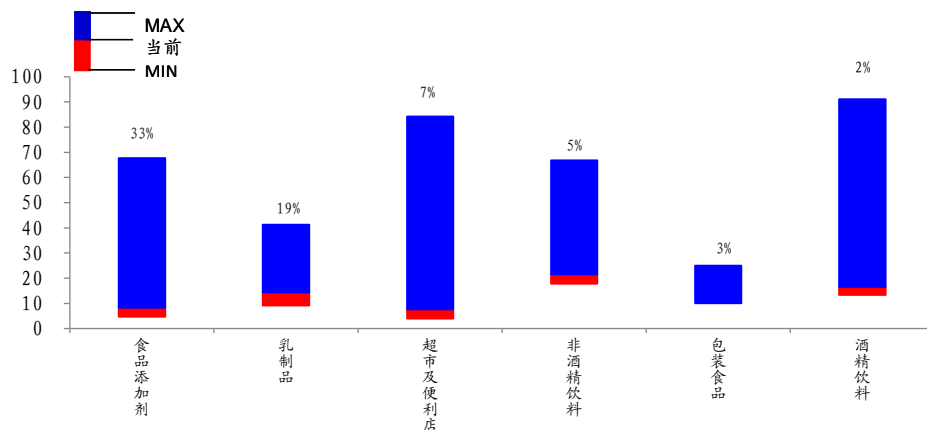
图55 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 月 31 日

截至 2024 年 10 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，包括必需性消费和医疗保健业。必需性消费行业 PE 历史分位数为 1%（15.1x），历史分位数较上月末（40%，19.3x）下降 39pct，在 12 个一级行业中排名第 12 名。

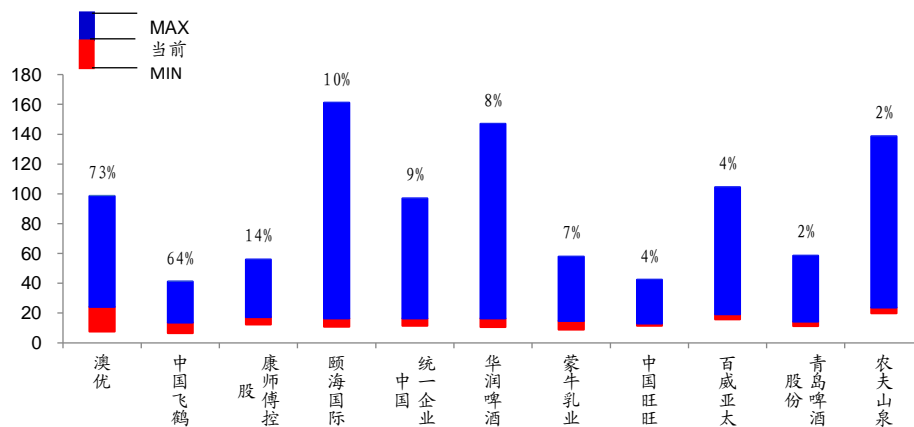
图56 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年10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（2%）、包装食品（3%）、非酒精饮料（5%）等。PE绝对值最低的行业分别是超市及便利店（7.6x）、食品添加剂（8.3x）。

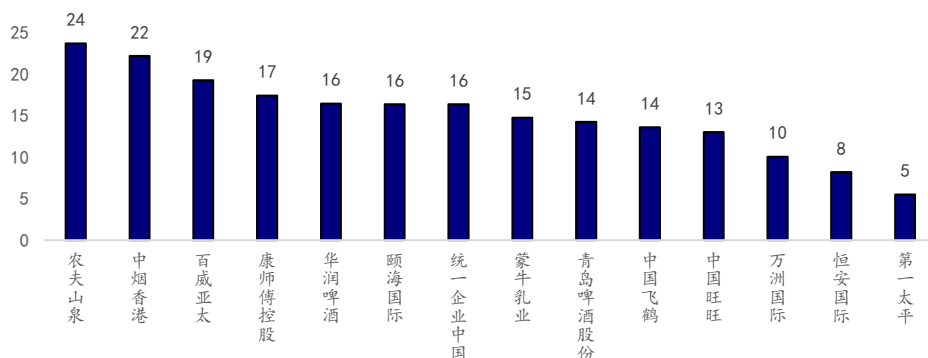
图57 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年10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10月31日，港股市场食品饮料板块估值中枢下降，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为15x（相较上月下降1x）。

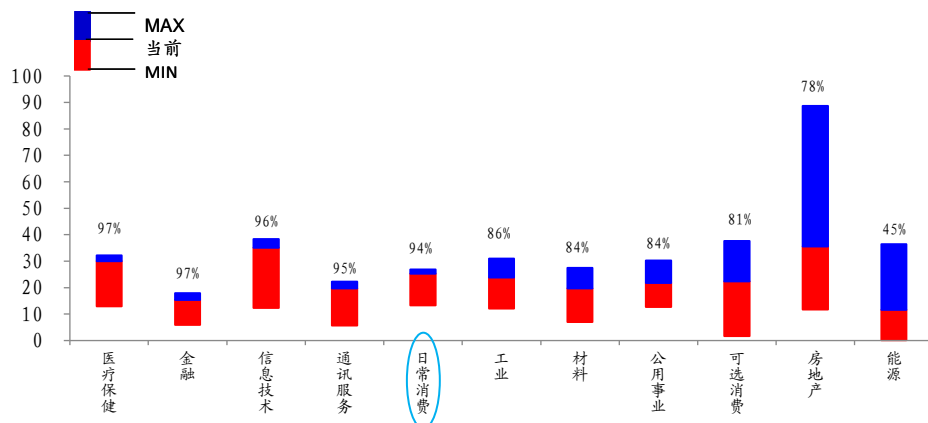
图58 恒生食饮板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 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

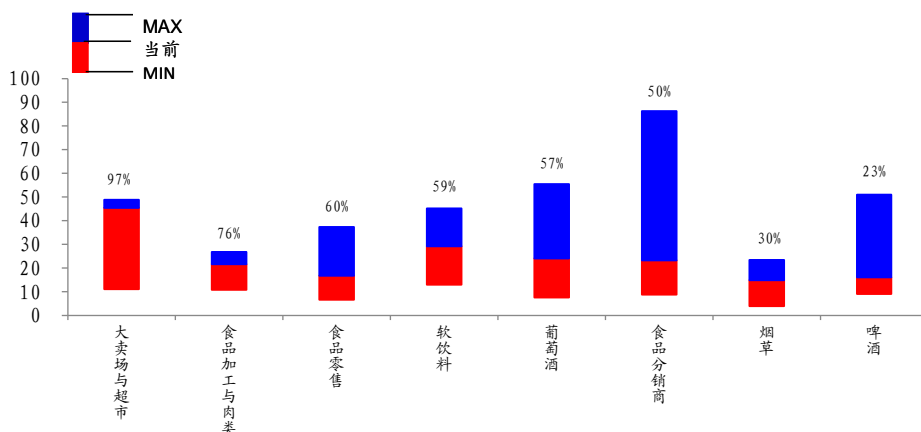
图59 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 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 10 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（45%）、房地产（78%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 94%（25.2x），历史分位数与上月末（99%，25.9x）下降 5pct，在 11 个行业中排名第 5 名。

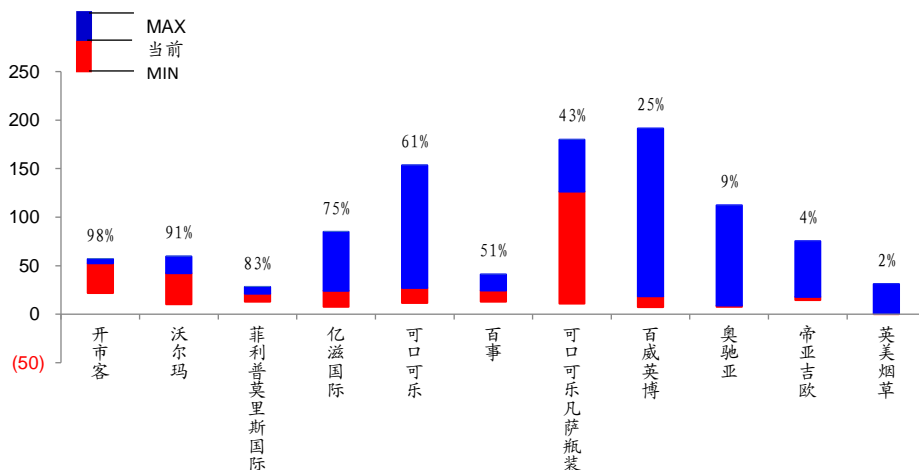
图60 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 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（23%）、烟草（30%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（14.9x）、啤酒（16.1x）和食品零售（16.8x）。

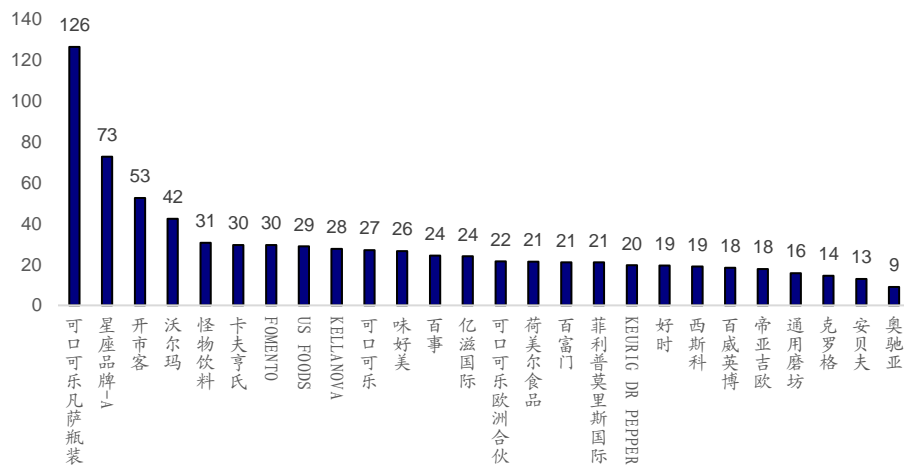
图61 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 10 月 31 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶装 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2024 年 10 月 31 日，美股食饮板块估值中枢与上月持平，美股食饮龙头（市值前 30）的估值中位数为 23x。

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 10 月 31 日, 剔除估值为负的英美烟草、泰森食品

## 5 投资建议

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

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

资料来源：wind, HTI, 数据截至2024年8月31日

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

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

资料来源：wind, HTI, 数据截至2024年8月31日

**白酒行业：闻宏伟认为三季报是绩优公司风险释放的开始，风险释放期正是投资布局期。**

今年白酒上市公司三季报总营业收入 3283 亿元，同比增长 10.6%；净利润 1314 亿元，同比增长 10.4%。24Q3 总营业收入 936 亿元，同比增长 2.4%；净利润 362 亿元，同比增长 2.1%。单三季度营业收入和净利润增速双双骤降，增速超过 20% 的公司数量为零；10-20% 之间的公司仅剩金徽酒、贵州茅台、古井贡酒、山西汾酒、今世缘 5 家；酒鬼酒、金种子酒、洋河股份、舍得酒业降幅超过 30%。

我们在 9 月投资月报中提到，前期硕果仅存的几家高增长公司，在第二季度均出现营收增速、净利润增速、合同负债、产品批价等一个或多个关键指标下降。到了三季度，这几家高增长公司几乎无一幸免，标志着绩优公司开始释放风险。从行业历史经验看，绩优公司相较其他公司往往最后进入调整期。尽管调整需要一定时间，但绩优公司调整结束也就意味着全行业调整进入尾声。因此对长线投资者而言，风险释放期正是投资布局期。

截至 10 月 31 日收盘，A 股白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 20.2X，历史分位数处于 2011 年以来的 17%。经过较长时间的股价下跌和预期下修，我们认为在投资上不应继续恐慌，反而可以考虑逐步建仓。特别是考虑到白酒上市公司股息率越来越有吸引力，同时有可能进一步提高分红率。今年中报，贵州茅台和洋河股份都做了长期高分红的承诺，三季报五粮液也做了类似承诺。

**啤酒行业：芮雯认为 Q3 行业结构升级承压，公司表现各异。**

受天气和消费环境影响，今年二季度以来啤酒需求持续承压。根据国家统计局数据，今年 1-9 月，我国规模以上企业累计啤酒产量 2930.2 万千升，同比下降 1.5%。今年三季度，我国规模以上企业累计啤酒产量同比下降 4.4%，环比下降 3.2%，同比和环比降幅均与去年 Q3 类似。根据各上市公司三季报，我们推测 24Q3 单季度行业销量同比增速延续了二季度中单位数下滑的趋势，而吨价提升则显著放缓。

24 年前三季度，珠江啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒收入同比 +7.4%/+3.5%/+0.3%/-6.5%，合计收入同比 -2.0%；燕京啤酒/珠江啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒扣非归母净利润同比 +45.7%/+27.2%/+2.0%/-1.6%，合计扣非归母净利润同比 +8.5%，盈利能力改善但 Q3 边际放缓。单 Q3，A 股主要啤酒企业营收同比 -3.3%，珠江啤酒/燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒 Q3 营收同比 +6.9%/+0.2%/-5.3%/-7.1%；A 股主要啤酒企业扣非归母净利润同比 -1.8%，燕京啤酒/珠江啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒 Q3 扣非归母净利润同比 +21.7%/+9.1%/-7.9%/-11.6%；量价拆分来看，珠江啤酒/燕京啤酒/青岛啤酒/重庆啤酒 Q3 销量同比 +4.8%/+0.2%/-5.1%/-5.6%，吨价同比 +2.0%/+0.1%/-0.2%/-1.6%。百威亚太中国区 Q3 销量/吨价同比 -14.2%/-2.1%。成本费用端，Q3 大麦价格继续回落但降幅有所收窄，同时铝材价格略有回升，珠江啤酒/青岛啤酒/燕京啤酒/重庆啤酒 Q3 毛利率同比 +4.0pct/+1.2pct/持平/-1.4pct。由于销售费投策略与基数差异，青岛啤酒/珠江啤酒 Q3 销售费用率提升，分别 +2.4pct/+2.1pct，燕京啤酒/重庆啤酒 Q3 销售费用率下降，分别 -2.0pct/-0.9pct。燕京啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒 Q3 归母净利率 +1.8pct/+0.5pct/-0.3pct/-0.6pct。

尽管前三季度啤酒行业量价均有所承压，但考虑到基数扰动和消费习惯改变，行业收入增速仍然相对平稳，且盈利能力显著改善。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：宋琦认为餐饮需求仍待改善，B 端 C 端均竞争加剧。**

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。

中长期来看,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。展望下半年国庆以及冬季腌腊需求将逐步释放,我们对需求量保持乐观但调味品价格年内预计承压。伴随餐饮需求复苏,各品牌在餐饮渠道的竞争加剧,厂商销售费用预计走高。

#### 速冻行业:宋琦认为景气度触底待旺季回升,市场竞争加剧。

中性观点。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。

餐饮需求承压,中小 B 需求表现优于大 B 客户,渠道动销平稳。速冻肉制品表现稳健传统米面类速冻品增长乏力,小龙虾产品需求弱并价格下跌明显。展望四季度至明年 3 月的销售旺季,我们预计下游餐饮有望逐季改善,十一假期出行进一步拉动消费复苏,叠加政策面利好,全年 B 端餐饮需求有望逐步回暖。此外,下游优质餐饮大客户复苏趋势较强,且推新加快拉动上游产业链增长。长期来看,连锁化率提升、降本提效趋势下,行业景气有望持续向上。

#### 乳制品行业:肖伟俐认为液态奶需求继续承压,婴配粉供需有积极变化,估值低位适合布局。

第三季度,A 股乳制品上市公司营业收入 403 亿,同比下降 7.8%,降幅比第二季度收窄。龙头公司伊利营业收入同比下降 6.7%,其中液体乳/奶粉及奶制品/冷饮产品营业收入同比-10.3%/+6.6%/-16.7%。另据国家统计局数据,9 月全国乳制品产量同比增长 2.1%,已连续两个月增长。

据我们监测,10 月国内乳制品行业收入为 381 亿元,同比下降 6.2%。1-10 月累计收入为 3955 亿元,同比下降 7.6%。据渠道反馈,尽管国庆节乳制品需求好于中秋节,但依然面临一定下行压力,而且由于担心低价和周转,多数经销商备货谨慎。好的方面在于,品牌企业主动调解库存和收入目标,另外龙头企业婴配粉收入逆势增长。

成本方面,乳制品成本现货指数为 102.66,较上周下降 0.02%;乳制品成本期货指数为 95.3,较上周下降 0.49%。月度来看,较上月同期乳制品成本现货指数提升 1.05%,乳制品成本期货指数提升 0.02%。中长期看,今年年初以来乳制品成本现货指数下降 6.8%,乳制品成本期货指数下降 4.38%,较去年同期,乳制品成本现货指数下降 8.57%,乳制品成本期货指数下降 8.54%。

价格方面,液态奶代表产品的线上折扣率(实际到手价格/平台标注原价)平均值/中位值分别由 9 月末的 77.2%/75.0%变化至本周的 75.8%/69.3%,优惠程度变大。婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 9 月末的 94.9%/99.0%变化至本周的 93.8%/100%,优惠程度稳定。

长周期来看,奶价拐点是重要信号。目前原奶价格仍在下行周期,综合乳制品消费需求及上游牧场供给情况,我们预计中性情况明年中开始,原奶价格进入上行周期;相对应地,乳制品制造企业的盈利情况将有改善。截至 10 月 31 日收盘,A 股乳制品指数(851243.SI)PE TTM 为 16.6X,历史分位数处于 2011 年以来的 4%,目前时点适合继续低位布局。



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

据我们监测，三季度软饮料行业销售收入增长 3.7%，已经连续两个季度减速。第三季度 A 股软饮料上市公司多数收入下滑，仅有东鹏饮料异军突起。10 月国内软饮料行业收入为 455 亿元，同比增长 4.1%；1-10 月累计收入为 5941 亿元，同比增长 4.4%。10 月随着天气开始转凉，软饮料消费进入淡季，同时传统品类，特别是包装水和无糖茶竞争加剧现象延续，呈现量增价减的情况。据我们监测，10 月软饮料代表产品的线上渠道折扣率平均值/中位值分别由 9 月末的 94.7%/100%变化至 10 月末的 93.3%/97.3%。另据国家统计局数据，9 月全国软饮料产量同比增长 10.4%，已连续两个月增长；1-9 月累计同比增长 6.0%。

成本方面红利仍在。10 月底软饮料成本现货指数为 110.86，较上周提升 0.02%；软饮料成本期货指数为 125.47，较上周提升 1.07%。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 1.16%，软饮料成本期货指数提升 0.07%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 7.1%，软饮料成本期货指数下降 4.18%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 8.79%，软饮料成本期货指数下降 8.97%。

截至 10 月 31 日收盘，A 股软饮料指数（851271.SI）PE TTM 为 26.6X，历史分位数处于 2011 年以来的 32%。进入淡季难以出现基本面催化剂，加之 9 月底前龙头公司已有明显绝对收益，因此我们认为接下来相对收益会弱化，长期投资者可继续持有高股息标的。

**批零社服行业：**李宏科、许樱之、汪立亭发布行业报告：《国庆跟踪：出行人次恢复度 110%，表现亮眼》。

国庆出行人次恢复度 110%，表现亮眼。据文旅部，①2024 年国庆总体出游 7.65 亿人次，同比增长 5.9%，恢复至 2019 年的 110.2%，恢复度环比中秋假期回升；旅游收入 7008.17 亿元，同比增长 6.3%，恢复至 2019 年的 107.9%，恢复度环比中秋基本持平。②2024 春节/清明/五一/端午/中秋/国庆客单分别恢复至 2019 年的 91%/101%/89%/86%/102%/98%，国庆客单恢复度虽然环比中秋小幅下滑，但对比春节、五一长假均有较大提升，整体趋势良好。随政策持续发力，看好出行消费进一步回暖向好。

交通：出行人次小幅同比增长。据交通运输部，2024.10.1-10.7（国庆 7 天）跨区域流动合计 20.03 亿人次，同比+4%，同比 2019 年+23%，其中，铁路/公路/水路/民航分别运送旅客 13125/184616/980/1610 万人次，同比+6%/+4%/+10%/+11%，同比 2019 年+28%/+23%/-28%/+22%。

景区：热门景区旅游热度持续高位运行。①宋城演艺(9.430, -0.22, -2.28%)：国庆接待游客超 260 万人次，同比增长 159.7%；千古情累计演出 481 场。②华山：假期主峰区接待游客 16.49 万人次，同比去年中秋国庆 8 天增长 26.8%。③峨眉山：假期期间接待游客 26.31 万人次，同比 23 年增长 19.35%，同比 19 年增长 83.45%。④长白山(33.540, 1.28, 3.97%)：假期接待游客 18.18 万人次，同比增长 18.05%。⑤黄山：假期接待游客 19.2 万余人次，日均客流同比增长 12%。⑥天目湖(11.080, -0.08, -0.72%)：假期累计接待游客 70.96 万人次，日均客流同比增长 4.3%，主要系后三天受阴雨天气影响客流有所回落。⑦西湖：长假期间接待游客 442.6 万人次，同比增长 30.92%。

海南免税：①离岛免税：据财联社，2024 年国庆期间海口海关共监管离岛免税销售金额 7.85 亿元，免税购物人数 11.02 万人次；日均销售额 1.12 亿元，同比 23 年中秋国庆长假下降 32.5%；转换率 22.5%，同比减少 7.5pct。②美兰、凤凰机场：国庆假期期间，海口美兰机场/三亚凤凰机场旅客吞吐量达 54.79/43.24 万人次，同比 23 年中

速国庆节假期后七日下降 0.1%/2.7%，旅客吞吐量与去年基本持平。

省市：一线城市增速平淡，其他省市基本呈双位数增长。①北京：假期七天，共接待游客 2159.64 万人次，同比增长 18.35%；旅游总收入 268.85 亿元，同比增长 11.67%。②广东：假期七天，累计接待游客 5848.1 万人次，按可比口径同比增长 6.2%。实现旅游收入 536.9 亿元，按可比口径同比增长 8.9%。③上海：假期七天，共接待游客 1862.25 万人次，同比基本持平；上海地区含吃、住、行、游、购、娱等全要素旅游消费交易总金额为 269.19 亿元，同比增长 4.60%。④四川：假期七天，共接待游客 5531.80 万人次，实现旅游消费总额 348.37 亿元，按可比口径计算，同比分别增长 11.09%和 9.48%。⑤浙江：假期七天，旅游人数累计达 3694.3 万人次，同比增长 16.6%。⑥江苏：假期七天，共接待游客 3883.74 万人次，游客消费 164.83 亿元，按可比口径日均同比增长 4.23%和 4.55%。⑦辽宁：假期七天，共接待游客 5597.6 万人次，按可比口径同比增长 16.3%；实现旅游综合收入 375.5 亿元，按可比口径同比增长 18.1%。

OTA：①旅游消费韧性较强。全国酒店预订量同比增长近六成，高星级酒店预订量增长近 40%。②长线旅游热度高。外省游占比超六成，东北和西部地区旅游热度增长迅速。③机票价格有所下降。国内机、酒预订均价同比下降约 13%、6%；国际机、酒预订均价同比下降约 19%、3%（飞猪）。出境短航线机票价格已与 2019 年持平。④小城居民出游占比高。三线小城居民消费实力“崛起”明显；四、五线城市居民日均出境游订单分别同比增长 1 倍、3 倍。⑤小众景区受追捧。小西天、哀牢山爆火；县城文旅成消费亮点。⑥入出境游日均订单量创历史新高。携程入境游日均人次增速近 80%；飞猪出境游预定量同比劲增超 50%，去哪儿出境机票预订量同比增长 1 倍左右。

投资建议：看好教育板块，关注顺周期赛道。我们建议围绕两条主线优选标的：一是教育板块，政策担忧减弱助推板块估值回升。非学科类课外培训及学科类高中培训有望显著受益于行业供给出清，竞争格局优化。职业教育延续一贯政策鼓励方向。二是修复弹性较高的顺周期品种。近期多地发放消费券用于促进服务类消费，餐饮酒店等出行相关子板块有望充分受益杠杆撬动效应。我们预计国内旅游市场有望保持稳步增长，入出境游在政策红利的影响下有望增长迅猛，板块信心逐步修复。优选景气度边际改善标的。

**纺织服装行业：**盛开发布行业报告：《多家海外运动公司上调全年指引，奢侈品增速进一步放缓》。

近期多家海外运动公司上调全年指引，奢侈品收入增速进一步放缓。上周运动公司 Deckers、Skechers 发布最新季度业绩，并均上调全年收入及盈利指引。奢侈品方面，中国籍客群消费不振持续拖累各公司亚洲收入增速。24Q3 LVMH、Kering 收入同比下降，显著不及 Bloomberg 一致预期；Hermès 保持双位数增长，但收入增速同样逐季放缓。

Deckers FY25Q2 业绩显著超预期，净利率提升 2.1pct。FY25Q2 收入增 20.1%至 13.1 亿美元，毛利率提升 2.5pct 至 55.9%，净利润增 35.7%至 2.4 亿美元，净利率提升 2.1pct 至 18.5%。收入/净利润较 Bloomberg 一致预期高 9%/28.7%。DTC、经销渠道收入均实现 20%以上同比增长，海外地区收入持续领涨，主要品牌 HOKA/UGG 收入分别增 34.7%/12%。

Skechers 24Q3 多数地区收入双位数增长，库存水平提高。24Q3 Skechers 收入增 15.9%至 23.5 亿美元，毛利率降 0.8pct 至 52.1%，净利润增 32.9%至 1.9 亿美元，净利率提升 1pct 至 8.2%。中国外地区均实现双位数增长，美洲/EMEA/APAC（除中国）收入同比增+13.6%/+30.2%/+21%，中国收入因消费疲软下降 5.7%。期末库存额同比增

23.5%，环比增 12.7%，主因中国库存水平较高+EMEA 在途库存高。

Adidas、Deckers、Skechers 上调全年收入及盈利指引。Adidas 预计 2024 全年收入汇率中性增 10%（原：高单位数增长），经营利润 12 亿欧元（同比增 347.8%，原：10 亿欧元）。Deckers 预计 FY2025 整体收入增 12%至 48 亿美元（原：增 10%），其中 HOKA 品牌收入增速 24%（原：20%），维持 UGG 品牌收入中单位数增长指引。因去年同期折扣较浅，公司预计 FY25H2 折扣将同比加深，结合高盈利品牌和产品占比提升预期，预计 FY2025 年毛利率 55-55.5%（原：54%，2023:55.6%）。Skechers 预计 2024 全年收入/EPS 增 11.9%/21.1%（原：11.6%/18.3%）。

中国籍客群消费不振拖累品牌亚洲增速，奢侈品 24 年收入逐季降速。24Q3 Hermès/LVMH/Kering 收入同比变动+10.1%/-4.4%/-15.2%，较 Bloomberg 一致预期 +0.7%/-4.9%/-4.3%。LVMH、Kering Q1 以来收入持续同比下降、降幅逐季扩大，历史增速较高的日本及亚洲（除日本）地区增速环比显著降低，判断主因日元升值+中国籍客人海内外消费不振。Hermès 保持双位数增长，日本收入增速稳健，领跑行业，主因其日本客群中游客占比较低+产能提升+ASP 提升+欧美地区收入维持双位数高增，但整体收入增速仍因亚洲其他地区中国籍客流下降而逐季降速。Kering、Hermès 均表示中东及美国客人消费占比提升。

投资建议。品牌优选经营稳健或业绩筑底，制造端关注自身强 Alpha。品牌端：尽管 24Q3 国内服装鞋帽针纺织品类零售表现环比 Q2 有所下滑，但自 7 月以来零售同比增速呈现逐月改善趋势。建议重点关注业绩稳健向好，或有望充分筑底的优质品牌公司，建议关注波司登、滔搏。制造端：24Q3 海外出口环比 Q2 整体加速，9 月中国与越南纺织出口增速均环比下降、但相比之下中国更具韧性。伴随下半年基数开始逐步走高，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，建议关注申洲国际，裕元集团，九兴控股，华利集团。

**家电行业：**陈子仪发布行业报告：《龙头股息价值显著，后周期整体信心修复》。

中央政策积极支持，关注地产链龙头信心修复。9 月 29 日人民银行会同金融监管总局发布四项金融支持房地产政策，包括完善商业性个人住房贷款利率定价机制、优化个人住房贷款最低首付比例等，地方方面积极响应，其中上海降低购房所需缴纳社保年限，下调销售住房增值税免征年限等；广州限购政策放开等。我们认为房地产政策积极推进提振景气度+降息降准释放购买力+以旧换新刺激需求，多重积极因素组合下家电板块内地产链龙头将有效受益，且当前板块龙头市值及估值水平均在低位，安全边际保障下，积极关注估值及业绩修复。

以 2015-2024 年为计算区间、对应 9 月 29 日股价：传统厨电：老板电器/欧普照明/华帝股份/万和电器目前市值对应分位排名为 15%/17%/43%/58%，对应 PE-TTM 估值分别为 12.18x/14.36x/12.86x/14.28x。集成灶：火星人/浙江美大/亿田智能/帅丰电器目前市值对应分位排名为 11%/5%/6%/11%，以自身 21-23 年平均归母净利润为分母，对应 PE 估值分别为 18.09x/9.03x/15.12x/9.18x。

厨电板块整体估值处于低位，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，我们认为未来伴随地产景气度回升，长期成长性依旧，当前环境下市场信心有望修复。

同时参考当前家电行业核心企业，龙头股息率仍处优异水平。

以 2015 年-2024 年为计算区间，对应 9 月 29 日股价，目前家电代表性红利标的股息率平均处于 80%分位，当前股息率极具吸引力。其中美的集团/格力电器/海尔智



家/海信家电/苏泊尔股息率分别为 4.7%/6.1%/3.4%/3.7%/4.2%，股息率所处分位分别为 82%/37%/92%/74%/85%。

若按照最低股息率水平计算，美的集团/格力电器/海尔智家/海信家电/苏泊尔股息率最低曾达到过 1.6%/4.5%/1.2%/1.2%/1.6%，对应上涨空间分别为 191%/36%/186%/199%/157%。若按照中位数股息率水平计算，美的集团/格力电器/海尔智家/海信家电/苏泊尔股息率中位数分别为 3.2%/6.4%/2.3%/2.9%/2.2%，对应上涨空间分别为 45%/-5%/48%/25%/88%。

投资建议：重点关注：1) 伴随美国及国内利率下行，以及政策引导商业银行向上市公司和主要股东提供贷款用于回购增持上市公司股票，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。2) 关注在各自细分赛道中实现全球业务拓展+市场份额提升的成长型企业，石头科技、TCL 电子等 3) 地产链下业绩稳健、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。

**造纸轻工行业：**郭庆龙发布行业报告：《以旧换新政策出台，头部家居品牌有望受益》。

2024 年 7 月 24 日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，其中，第（七）条通知提及“支持地方提升消费品以旧换新能力”，旨在“直接安排超长期特别国债资金，用于支持地方自主提升消费品以旧换新能力。”详细内容涉及“各地区要重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新，家电产品和电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等。”

此次政策进一步明确了资金渠道，中央支付比例相对较高。与第（七）条通知相关的资金来源通知内容主要包括：1) “国家发展改革委直接向地方安排 1500 亿元左右超长期特别国债资金，用于落实第（三）、（四）、（五）、（七）、（八）、（九）条所列支持政策。”；2) “第（三）、（五）、（七）、（八）、（九）条涉及的支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金。各地区要严格执行本通知明确的相关领域支持标准，其他领域支持标准由各地区结合实际合理制定，确保资金投向符合政策要求，确保真金白银优惠直达消费者。若某地区用完中央下达资金额度，则超出部分由该地区通过地方资金支持，中央不再负担。截至 2024 年 12 月 31 日未用完的中央下达资金额度收回中央。”

以广东省为例，广州市“以旧换新”补贴涉及家电、家装厨卫、电动自行车、汽车等方面，活动日期截至 2024 年 12 月 31 日（若活动资金提前核销完毕，则活动提前结束）。从家装厨卫细分领域来看，补贴力度方面：个人消费者先在市以旧换新公共服务平台实名认证确认具备补贴资格，在参与本次活动的企业购置指定补贴品类的产品，可直接享受产品销售价格 15%或 20%的立减优惠（对购买 1 级及以上能效或水效标准的活动品类产品，补贴标准为产品销售价格的 20%；对个人消费者购买 1 级能效或水效标准以外的活动品类产品，补贴标准为产品销售价格的 15%。活动期间单人补贴金额上限为 20000 元）。

我们认为，在二手房交易占比提升、旧房改造需求有望逐步放量的情况下，叠加相关政策催化与支持，相关家居产品的销售有望进一步释放。头部家居品牌税收流水规范化程度高，此次以旧换新补贴力度较大，有望显著拉动销售。重点关注欧派家居、顾家家居、索菲亚、慕思股份、志邦家居、喜临门、金牌家居、江山欧派等。

风险提示：终端需求释放不及预期，市场竞争加剧。

**农业行业：**李淼、冯鹤发布行业报告：《肥猪供给相对偏紧，关注生猪养殖板块》。

上周农业板块上涨 4.0%。上周农业板块上涨 4.0%，位列申万一级行业第 12 名。子行业中，种子（+8.8%）、动物保健（+7.6%）、水产养殖（+6.8%）涨幅靠前。其他主要子行业中，畜禽饲料（+5.5%）、肉鸡养殖（+3.6%）、生猪养殖（+2.6%）也有不同程度上涨。

猪价小幅下滑。根据 Wind 数据，全周生猪均价 17.5 元/公斤，环比-1.7%。涌益数据显示上周 15kg 仔猪价格为 469 元/头，环比+2.2%；50kg 二元母猪价格为 1628 元/头，环比持平。上周生猪出栏体重为 126.07kg/头，环比下降 0.27kg/头。150kg 以上的大猪出栏占比为 5.42%，环比-0.23%。肥标价差方面，200kg 与标猪价差为 1.78 元/kg，环比-0.12 元/kg，175kg 与标猪价差为 1.4 元/kg，环比+0.28 元/kg。我们认为，1、出栏均重以及大猪出栏比例的下降，或反映出前期二育集中出栏导致当前肥猪供给相对紧缺。2、从统计局数据看，虽然生猪存栏环比上升，但同比仍有所下降，或同样指向未来猪价或仍保持在相对较高水平。3、今年能繁增长速度偏慢，行业对扩张产能持谨慎态度，或意味着猪价高景气的时间将被拉长。我们建议重点关注生猪养殖板块。个股层面建议关注牧原股份、温氏股份、神农集团、天康生物、华统股份等。

上周水产价格大多下跌，重点关注海大集团。普水方面，上周草鱼塘口均价为 5.8 元/斤，环比-1.8%，同比-1%；鲫鱼塘口价 8.5 元/斤，环比-6.1%，同比+16%；鲤鱼塘口均价为 5.1 元/斤，环比+0.5%，同比-3%；罗非鱼塘口均价为 5.3 元/斤，环比-1.1%，同比+2%。特水方面，生鱼塘口均价为 8.3 元/斤，环比-6.7%，同比+11%，加州鲈鱼塘口均价为 15.5 元/斤，环比-8.8%，同比+32%；黄颡鱼塘口均价为 11.3 元/斤，环比+0%，同比+1%。对虾方面，全国对虾塘口均价为 19.0 元/斤，环比+9%，同比+3%。原材料方面，上周鱼粉价格环比-0.8%，豆粕价格环比-0.6%，玉米价格环比-0.1%。我们认为，进入到四季度的消费旺季，南美白对虾投苗或将增加，明年特水投苗或也将增加，水产饲料行业或将整体景气修复。同时，行业格局愈发清晰，龙头优势持续体现。重点关注海大集团。

上周鸡苗和毛鸡价格小幅上涨，关注下游养殖利润修复。根据 Mysteel 数据，上周白羽肉鸡苗均价为 4.3 元/羽，环比-0.9%，毛鸡均价为 3.7 元/斤，环比+1.96%。我们认为，随着需求的恢复，以及今年以来饲料成本的下降，白鸡的养殖、屠宰及肉制品加工业务的利润有望改善，行业整体景气度有望上行。建议关注圣农发展、禾丰股份、益生股份、民和股份等。

转基因产业化持续推进，关注今年转基因种植、制种等进展。我国转基因产业发展持续推进，23 年 12 月 25 日，农业部公告发放了转基因玉米大豆种子生产经营许可证。24 年 1 月 18 日，农业部公告了新一批转基因安全证书。我们认为，转基因相关政策持续推进，转基因推广将进入加速期，行业迎来新机遇，龙头公司得益于技术和资金实力将最为受益。关注今年转基因制种计划等。个股层面，建议关注拥有技术优势和先发优势的大北农、隆平高科、登海种业等。

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

橡胶供需格局改善。供给端，受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。转基因商业化正式开启，关注拥有技术优势的大北农、隆平高科、登海种业。6）、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:** Among the eight key industries tracked in October, one industry is experiencing accelerated growth while seven are seeing a decline in growth rates. Industries with single-digit growth include frozen food, soft drinks, dining, and condiments; the categories of lower-end and mainstream liquor, dairy products, beer, and high-end liquor are experiencing negative growth. Compared to last month, there are four industries showing positive growth and four with negative growth. Despite the central government's introduction of several economic stimulus policies at the end of September, it will take longer and require more channels for these measures to impact the essential consumer goods sector compared to discretionary goods. Since the third quarter, we have observed more industries and companies focusing on long-term, stable, and sustainable development goals, proactively managing issues related to growth rates, product pricing, and channel inventory.

**Market Conditions:** Palm oil prices have risen, while the decline in fresh milk prices has narrowed. This month, the spot cost index changes for instant noodles, soft drinks, dairy products, beer, frozen food, and condiments are +2.2%, +1.2%, +1.1%, +0.7%, -0.5%, and -0.8%, respectively. The futures cost index changes are +0.9%, +0.1%, +0.0%, +7.5%, -1.0%, and +1.5%. Specifically, this month, packaging material spot prices remained relatively stable, with glass, paper, plastic, and aluminum can prices down by -41.6%, -12.8%, -10.9%, and up by +8.7% year-on-year, respectively. Glass futures prices rebounded by 17.1% month-on-month, while year-on-year prices decreased by 13.3%. Among direct raw materials, vegetable prices fell by 14.2% month-on-month, but increased by 18.1% year-on-year. Raw milk prices decreased by 0.3% month-on-month and fell by 15.9% year-on-year. Palm oil spot and futures prices increased by +7.1% and +7.6%, respectively.

**Capital Flow:** In Q3 2024, there was a net inflow of funds into the Chinese stock market, with the food and beverage sector's proportion in the stock connect program rising compared to Q2 2024. The Hong Kong stock connect also continued to see net inflows, with an increasing proportion for the food and beverage sector. As of September 30, the net inflow of mainland stock connect funds for the quarter was 7.689 billion yuan (compared to a net outflow of 18.770 billion yuan in the previous quarter); as of September 30, the market capitalization proportion of the food and beverage sector was 4.31%, an increase of 0.12 percentage points from the previous quarter's end. As of October 31, the net inflow of Hong Kong stock connect funds for the month was 76.881 billion yuan (compared to 38.529 billion yuan last month), and the essential consumer sector's market capitalization proportion rose to 4.50%, an increase of 0.61 percentage points from the previous month.

**Valuation:** Valuations for A-shares, H-shares, and US stocks in the industry have all declined. The PE historical percentile for A-share food and beverage is 17% (21.0x), down 8 percentage points from the end of last month. The sub-sectors with the lowest percentiles are beer (1%, 22.8x), dairy (4%, 17.5x), and fermented condiments (9%, 27.1x). The PE historical percentile for H-share essential consumer goods is 1% (15.1x), down 39 percentage points from the end of last month, with the lowest percentiles in alcoholic beverages (2%, 16.6x), packaged food (3%, 11.1x), and non-alcoholic beverages (5%, 21.6x). In the US stock market, the PE historical percentile for daily consumer goods is 94% (25.2x), down 5 percentage points from the end of last month, with the lowest percentiles in beer (23%, 16.1x) and tobacco (30%, 14.9x).

**Investment advice:** Ignore short-term fundamentals and focus on medium- to long-term considerations. Since the end of September, various key government departments have rolled out a series of economic stimulus policies. Although market expectations have fluctuated, there has been a significant change in economic and stock market expectations compared to before mid-September. In the essential consumer sector, while it may not directly benefit from recent policies, it will eventually gain from fundamental transmission. Moreover, the consumption sector indices in both A-shares and H-shares have declined for four consecutive years, experiencing a rapid decline before mid-September, which has significantly reduced investment risks. In the current situation, we suggest to focus on the long-term trends and cyclical stages of each sub-industry, with a relative optimism towards the dairy and liquor industries. Additionally, following the previous logic of selecting high dividend stocks, we are optimistic about soft drinks, dairy products, and beer. Given the significant absolute gains from leading soft drink companies before the end of September and the lack of fundamental catalysts entering the off-season, we prefer the prioritizing dairy products for November, with medium- to long-term consideration for liquor, focusing on leading companies such as Mengniu Dairy, Yili, China Feihe, Kweichow Moutai, Wuliangye, Master Kong, and Uni-President. For other consumer industry stocks, we suggest paying attention to Xiaoshangpin City, Bosideng, TCL Electronics, Sophia, and Muyuan Foods.

**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， 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.

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

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

### 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**

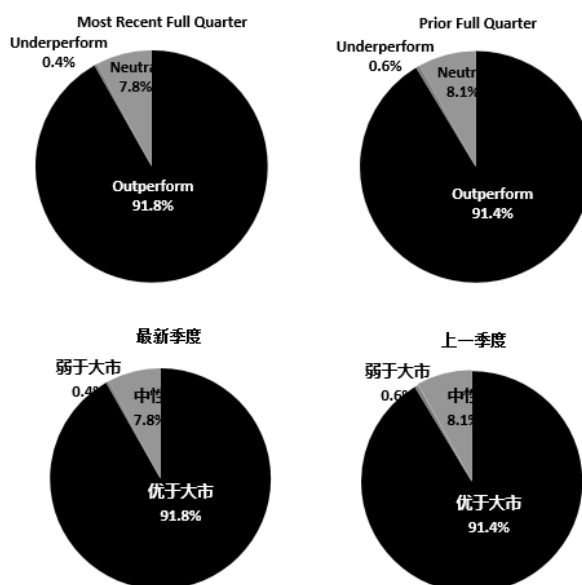
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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、HTISCL 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>

---