

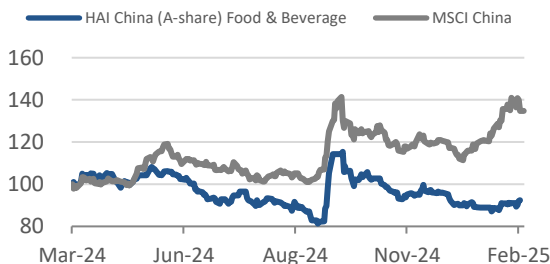
中国食品饮料 China (A-share) Food & Beverage

中国消费行业 2025 年 3 月投资策略：行情初现，未完待续

The upward trend of market is to be continued

观点聚焦 Investment Focus

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



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

安德利(605198 CH): 首次覆盖: 中国浓缩苹果汁龙头之一, 历史盈利能力持续向好(Yantai North Andre Juice: Leading Chinese Apple Juice Concentrate Producer Shows Sustained Profitability Improvement: Initiation) (14 Feb 2025)

中国消费行业 2025 年 2 月投资策略: 科技牛市已到, 消费还会远吗? The tech bull market has arrived, will consumption still be far away? (7 Feb 2025)

中国消费品 1 月需求报告: 必选消费短期依然承压 Staple Consumption Remains under Pressure in the Short Term (6 Feb 2025)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求: 2 月我们重点跟踪的 8 个行业中仅 3 个保持正增长, 5 个负增长。个位数增长的行业包括餐饮 (+3.9%)、啤酒 (+2.8%) 和软饮料 (+1.5%); 个位数下降的行业包括次高端及以上白酒 (-7.2%)、速冻食品 (-4.5%)、调味品 (-3.8%) 和乳制品 (-2.5%); 大众及以下白酒 (-13.5%) 出现双位数下降。与上月相比, 6 个行业增速下滑, 2 个增速改善。今年 2 月同比基数较高, 加之去年下半年以来的惯性因素, 所以数据低迷。1-2 月累计同比看, 除白酒行业外数据较为平稳。

价格: 2 月下旬我们跟踪的六类大众品折扣率平均值水平如下: 软饮料/调味品/方便食品/液态奶/婴配粉/啤酒分别为 94.7%/88.0%/98.2%/77.4%/93.8%/78.9%, 其中软饮料、液态奶与啤酒折扣力度增加, 其他品类折扣力度表现稳定。白酒批价涨跌互现, 茅台小幅下滑, 飞天散瓶环比-20 元, 五粮液控货挺价, 第八代普五环比+14 元。综合来看, 高端和大众价位比较平稳, 超高端和次高端价位多数下跌。

成本: 2 月底, 方便面/软饮料/调味品/啤酒/乳制品/速冻食品现货成本指数分别环比变动+1.2%/+1.0%/+0.9%/+0.7%/+0.4%/-1.2%, 期货成本指数变动为+2.7%/-0.3%/-1.3%/-4.7%/+0.1%/-0.5%。包材方面, 玻璃/塑料现货价格环比提升 2.0%/1.1%, 同比下降 31.5%/12.9%。直接原材料方面, 豆粕现货价格环比上涨 10.9%, 同比下降 5.9%。期货市场中, 棕榈油/小麦/大豆/糖价格分别环比上涨 11.1%/9.2%/2.7%/2.5%, 较去年同期+25.8%/+4.2%/-10.9%/-5.0%。

资金: 截至 2 月 28 日, 港股通资金当月净流入 1430.37 亿元 (上月净流入 1185.11 亿元), 必需消费板块市值占比为 5.56%, 较上月下降 0.05pct。食品添加剂行业港股通占比为 12.66%, 较月初增持 0.13pct; 乳制品港股通市值占比为 11.50%, 排名次之, 较上月增持 0.07pct。按持股比例排名, 青岛啤酒 (42.8%) 最高, 华宝国际 (19.8%) 和百果园 (19.2%) 次之。

估值: 2 月底, A 股食品饮料的 PE 历史分位数为 17% (20.7x), 较上月末 (16%, 19.9x) 上升 1pct, 子行业分位数较低的是乳品 (6%, 18.6x)、啤酒 (4%, 24.2x) 等。龙头公司 (市值前 30) 的估值中位数为 19x (较上月持平)。H 股必需性消费行业 PE 历史分位数为 5% (15.7x), 较上月末上升 2pct。子行业分位数较低的是酒精饮料 (4%, 16.1x)、包装食品 (6%, 11.2x) 等。龙头公司 (市值前 15) 的估值中位数为 17x (较上月上升 2x)。

建议: 前期预判初步兑现, 后市空间依然可观。 2 月 A 股、H 股继续震荡上行, 继科技、制造板块之后, 消费板块也出现上涨。A 股食品饮料指数和 H 股必需性消费指数分别上涨 5.2% 和 0.4%, 两市乳业指数分别上涨 15.8% 和 13.2%, 均列子行业首位。我们近三个月投资策略报告题目分别为: 《虽迟到不缺席, 先乳业后白酒》、《基本面改善前先关注估值修复》、《科技牛市已到, 消费还会远吗?》, 对目前行情做了较好预判。最新观点不变, 关注伊利股份、蒙牛乳业、中国飞鹤、贵州茅台、山西汾酒、康师傅、统一企业、华润啤酒。其他消费行业标的, 关注小商品城、滔搏、石头科技、居然智家、温氏股份。

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

肖书俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

宋琦 Qi Song
q.song@htisec.com

芮雯 Raven Rui
raven.w.rui@htisec.com

1 25年2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
24年12月营收	330	250	321	88	405	107	392	138
25年1月营收	510	220	455	183	460	145	925	165
25年2月营收	480	160	421	145	376	125	475	138
12月同比%	-4.5%	-24.2%	-8.3%	4.3%	3.3%	5.4%	4.5%	1.3%
1月同比%	-6.3%	-21.4%	-2.2%	-1.6%	3.4%	3.2%	2.4%	4.6%
2月同比%	-7.2%	-13.5%	-2.5%	2.8%	-5.3%	-4.5%	1.5%	3.9%
年初至今同比%	-7.0%	-18.8%	-2.3%	0.8%	0.0%	-0.5%	2.1%	4.3%

资料来源: HTI

表2 主要消费品产量同比数据 (%)

产量	白酒		啤酒		葡萄酒		乳制品		软饮料		食用植物油	
	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比	当月	同比
2019-12	1.10	-0.80	17.10	1.10	1.30	-10.20	13.30	5.60	16.80	7.00	-0.10	1.00
2020-12	9.10	-2.50	-12.10	-7.00	-26.90	-6.10	-1.90	2.80	-9.60	-7.70	-1.00	2.50
2021-12	-12.30	-0.60	10.90	5.60	-14.90	-29.10	11.80	9.40	8.30	12.00	-8.50	-5.00
2022-12	-8.60	-5.60	8.50	1.10	-23.80	-21.90	-6.10	2.00	4.60	0.30	-0.20	-4.60
2023-02		-8.50		-1.20		-38.20		5.50		0.50		12.60
2023-03	-29.20	-19.00	20.40	4.50	-5.90	-26.50	7.40	4.60	5.00	1.00	3.40	9.90
2023-04	-28.10	-29.60	21.10	8.80	-18.20	-26.80	8.10	5.30	9.50	5.00	4.80	9.10
2023-05	-14.70	-13.60	7.00	8.40	0.00	-22.70	3.50	7.00	8.90	6.00	7.50	7.40
2023-06	-4.50	-14.80	1.60	7.00	0.00	-16.50	-0.10	4.60	4.80	6.00	10.90	5.90
2023-07	-3.70	-13.30	-3.40	4.90	-9.10	-17.80	3.10	4.50	-0.30	6.10	7.80	5.70
2023-08	-5.30	-13.20	-5.80	3.10	-16.70	-16.70	3.40	3.60	-0.10	4.00	10.30	6.40
2023-09	12.60	-9.00	-8.00	2.10	7.10	-14.50	2.10	3.80	-0.50	3.50	2.90	6.30
2023-10	2.50	-7.70	0.40	2.20	-8.30	-14.00	0.90	3.70	-3.80	3.60	3.80	6.30
2023-11	7.10	-6.00	-8.90	1.60	0.00	3.40	-1.90	3.30	4.30	4.00	1.10	6.30
2023-12	4.00	-2.80	-15.30	0.30	-12.00	2.90	1.60	3.10	4.00	4.10	0.70	5.90
2024-02		2.60		12.10		17.60		1.30		8.00		0.70
2024-03	6.70	6.00	-6.50	6.10	-7.70	3.20	-4.80	1.00	3.30	7.00	7.20	3.10
2024-04	2.60	5.90	-9.10	2.10	-11.10	0.00	-6.50	-0.70	9.70	7.80	3.00	3.00
2024-05	4.90	6.50	-4.50	0.70	-11.10	0.00	-8.90	-2.40	7.90	8.00	0.20	4.10
2024-06	2.20	3.00	-1.70	0.10	-26.70	-6.30	-4.90	-3.00	6.50	7.90	3.20	4.70
2024-07	-5.10	1.40	-10.00	-1.60	0.00	-4.20	-5.70	-3.40	-7.10	3.40	-0.20	4.50
2024-08	-10.20	-2.10	-3.30	-1.20	-11.10	-6.30	1.10	-2.60	3.10	5.70	-1.10	4.10
2024-09	-9.90	2.30	1.40	-1.50	-21.40	-8.60	2.10	-1.90	10.40	6.00	7.40	4.90
2024-10	-12.10	0.90	-2.30	-1.80	-11.10	-9.80	-3.00	-2.30	14.00	6.50	2.00	4.50
2024-11	-15.20	-0.60	5.70	-1.50	-33.30	-14.20	-4.10	-2.40	5.00	6.10	4.80	4.50
2024-12	-7.60	-1.80	12.20	-0.60	-28.60	-14.50	4.40	-1.90	7.50	6.30	5.20	4.70

资料来源: wind, HTI

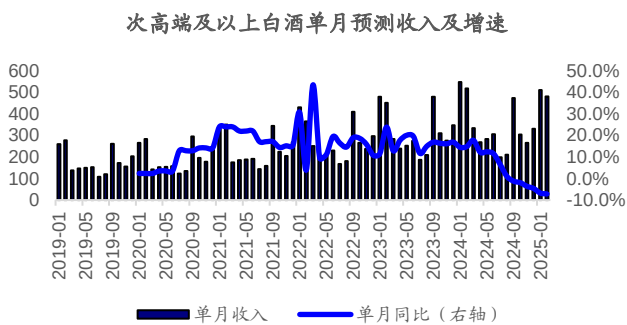
据海通国际预测, 25年2月重点跟踪的8个行业中仅3个保持正增长, 5个负增长。个位数增长的行业包括餐饮、啤酒和软饮料; 个位数下降的行业包括次高端及以上白酒、速冻食品、调味品和乳制品; 大众及以下白酒出现双位数下降。与上月相比, 6个行业增速下滑, 2个增速改善。因为今年春节主要在1月, 而去年在2月, 导致今年2月同比基数较高, 加之去年下半年以来的惯性因素, 所以数据低迷。1-2月累计同比看, 除白酒行业外数据较为平稳。

2月国内次高端及以上白酒行业收入为480亿元, 同比下滑7.2%。1-2月累计收入为990亿元, 同比下滑7.0%。春节过后, 次高端及以上白酒的宴席场景需求回落, 同时由于去年同期基数较高, 同比降幅进一步扩大。供给方面, 山西汾酒、洋河股份、今世缘等越来越多企业对部分产品、部分地区控制发货。反映在价格方面, 尽管批价跌多涨少, 但跌幅多数在5-20元区间, 春节前后呈现“节前少涨节后少跌”的特点。库存方面, 多数名酒库存逐渐下降, 但是由于对持续涨价缺乏信心, 经销商还是优先考虑多去库存, 少打款, 少进货。

2月国内大众及以下白酒行业收入为160亿元，同比下滑13.5%。1-2月累计收入为380亿元，同比下滑18.3%。从24年2月开始，连续13个月负增长。但我们此前已表明，如此降幅不代表实际开瓶情况，我们的监测口径是生产企业的出厂数据，二者的偏差主要来自社会库存的去化。与次高端及以上产品相比，经销商库存压力较小。不过由于品牌力弱，渠道力弱，回款压力更大，收入降幅也大于次高端及以上白酒企业。

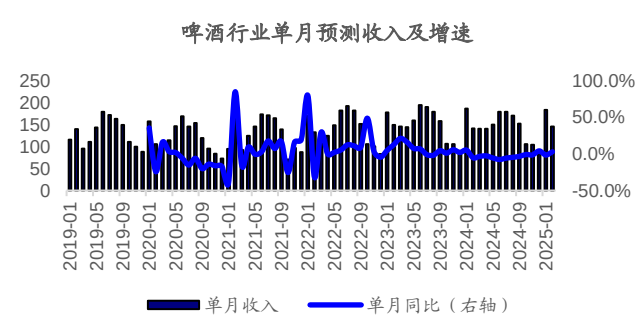
2月国内啤酒行业收入为145亿元，同比增长2.8%。1-2月累计收入为328亿元，同比增长0.3%。啤酒销量同比降幅自2024年Q4起持续收窄，春节档期市场表现与往年同期持平。当前行业库存维持历史低位，叠加3月起低基数效应显现，为全年业绩修复创造重要窗口期。头部企业持续深化高端化战略，主推高端产品，与此同时，更加注重对于费用额控制，费用投放效率提升。目前啤酒行业渠道结构正经历从现饮向非现饮的转型，2024年啤酒市场竞争格局已显现重构端倪，头部企业市场份额动态调整加剧，未来行业竞争将聚焦于企业渠道变革能力与品类创新效能的双重维度。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

图2 啤酒行业收入预测（亿元）

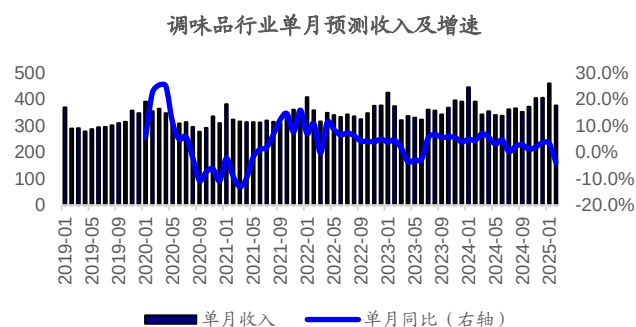


资料来源：HTI

2月国内调味品行业收入为376亿元，同比下滑3.8%。1-2月累计收入为836亿元，同比持平。春节动销及开门红期间需求表现稳健，各品牌动销表现符合预期。春节期间餐饮端需求表现亮眼，过年时间同比提前，因此1-2月累计表现同比平稳。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。

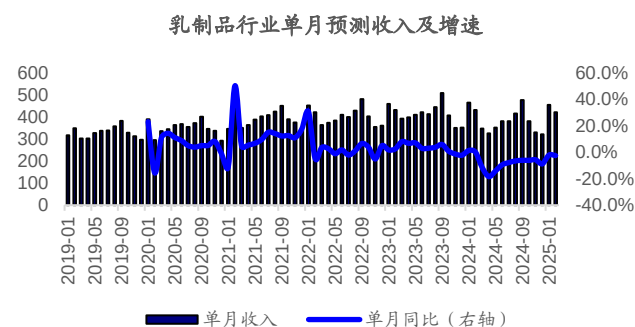
2月国内乳制品行业收入为421亿元，同比下滑2.5%。1-2月累计收入为876亿元，同比下滑2.3%。2025年Q1乳制品销售表现环比提振，优于2024年Q2-4，关注乳业边际向上变化。2月主要厂商出货端低个位数下降，今年头部厂商合理调降出货目标，渠道库存良性。根据渠道调研，经销商信心有所恢复，认为今年经营将好于去年。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)



资料来源：HTI

图4 乳制品行业收入预测 (亿元)

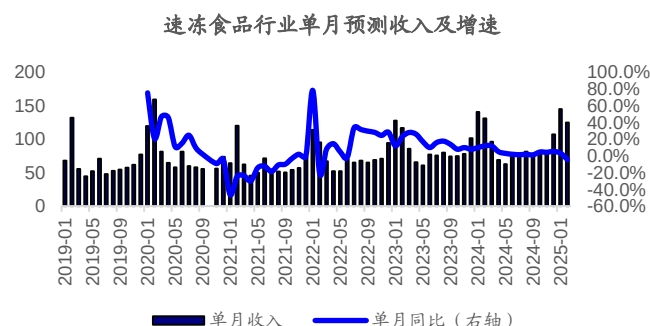


资料来源：HTI

2月国内速冻行业收入为125亿元，同比下滑4.5%。1-2月累计收入为270亿元，同比下滑0.5%。由于气候原因以及2023年末至2024年初的基数原因，春节备货旺季早于去年同期节奏到来，去年12月增速提升，春节期间及春节后期间整体表现平稳。传统速冻产品需求较为疲软，预制菜产品需求表现亮眼。4Q24以来持续进行的线上购物街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、麦当劳均有提价，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。

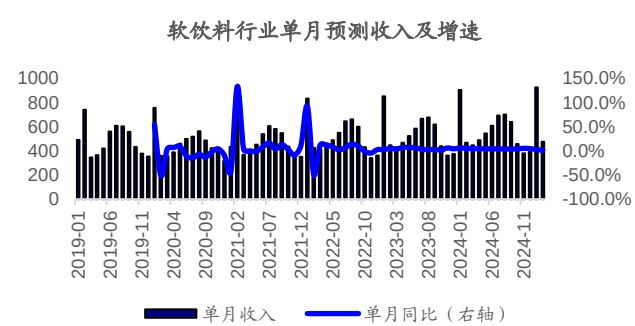
2月国内软饮料行业收入为475亿元，同比增长1.5%。1-2月累计收入为1400亿元，同比增长2.1%。春节后行业动销走弱，软饮料行业在去年高基数的背景下表现较为平淡，录得低个位数增长。2月下旬开始，各家企业陆续进入水头时间，在陈列签约、冰冻化投放、经销商和网点拓展等方面逐步展开工作，积极备战旺季。

图5 速冻食品行业收入预测 (亿元)



资料来源：HTI

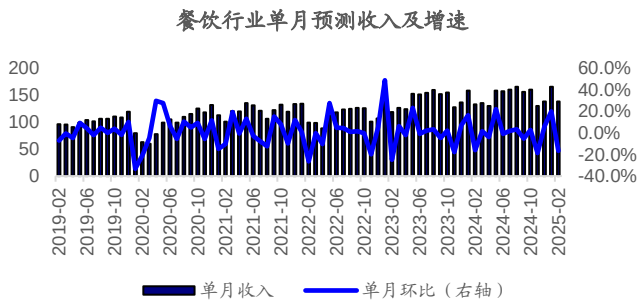
图6 软饮料行业收入预测 (亿元)



资料来源：HTI

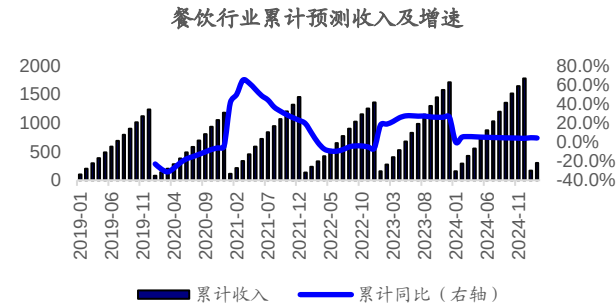
2月国内餐饮上市公司总计收入为138亿元，同比增长3.9%。1-2月累计收入为303亿元，同比增长4.3%。春节之后餐饮恢复经营，连锁餐饮品牌均有涨价情况，因此增速环比回升。行业整体摆脱“以价换量”的内卷竞争模式，4Q24以来，龙头餐饮品牌已开始调整竞争策略，KFC、麦当劳均上调部分SKU价格，根据渠道调研，蜜雪、古茗也于Q4调整了门店折扣率。此外，连锁餐饮开始关注品质经营，喜茶2月发布公开信宣布停止价格和规模内卷，暂停加盟，聚焦差异化和创新；古茗等二线品牌鼓励开夫妻店，对投资客开店接纳度下降。

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

据多家酒业媒体和互联网平台，近日白酒批发价格如下：

贵州茅台：本月飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2230/2210/700 元，较上月-10/-20/+10 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-10/-20/+10 元，较去年同期-760/-510/-215 元。

五粮液：本月八代普五批价为 935 元，较上月+14 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价+14 元，较去年同期-3 元。

泸州老窖：本月国窖 1573 批价为 860 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+10 元。

山西汾酒：本月复兴版、青花 20 批价为 743/354 元，较上月-9/+2 元。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价-9/+2 元，较去年同期-117/+19 元。

洋河股份：本月 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 532/341/273 元，较上月-11/-4 元/持平。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价-11/-4 元/持平，较去年同期+12/-34/-5 元。

古井贡酒：本月古 20、古 16、古 8 批价为 447/289/202 元，较上月-11/持平/+1 元。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价-11/持平/+1 元，较去年同期-23/-31/+22 元。

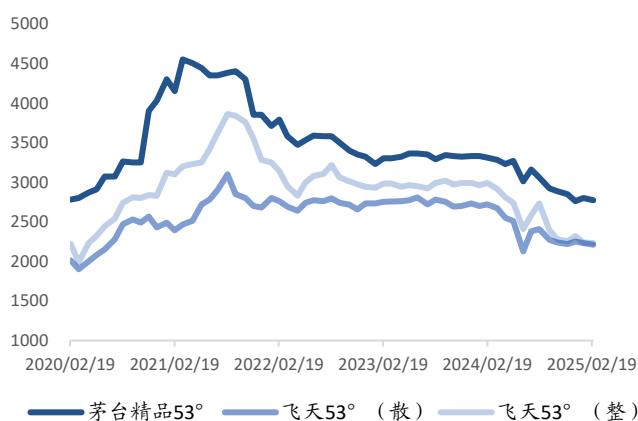
表3 重点白酒公司批价一览

2025/02/24	产品	批价（元）	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
2000元以上	飞天53°（整）	2230	-10	-10	-760
	飞天53°（散）	2210	-20	-20	-510
	茅台精品53°	2770	-30	-30	-540
700-1000元	青花郎20 53°	783	-17	-17	-57
	交杯 52°	1289	-36	-36	59
	第八代普五52°	935	14	14	-3
	1618 52°	920	9	9	5
	国窖1573 52°	860	0	0	10
	青花30复兴版	743	-9	-9	-117
500-700元	茅台1935	700	10	10	-215
	梦之蓝M6+ 52°	532	-11	-11	12
	内参 52°	672	2	2	-53
300-500元	摘要 53°	432	-12	-12	-83
	窖藏1988 53°	378	-9	-9	-82
	红花郎15 53°	407	-3	-3	-33
	国台15年 53°	592	0	0	-23
	水晶剑 52°	369	-8	-8	-1
	井台 52°	401	-11	-11	-9
	梦之蓝水晶版52°	341	-4	-4	-34
	国缘四开 42°	391	0	0	26
	古20 52°	447	-11	-11	-23
	古16 50°	289	0	0	-31
	青花20 53°	354	2	2	19
300元以下	王子普王 53°	245	0	0	-15
	珍十五 53°	300	-2	-2	-25
	国台国标15 53°	298	2	2	-2
	古8 45°	202	1	1	22
	古5 50°	96	-1	-1	1
	天之蓝 52°	273	0	0	-5
	海之蓝 52°	120	0	0	20
	国缘对开 42°	203	0	0	38
	窖龄60 52°	247	3	3	2
	品味舍得 52°	302	-11	-11	-8
	臻酿八号 52°	293	-7	-7	-2
	口20 41°	311	3	3	11
	口10 41°	201	0	0	1
	口6 41°	85	-1	-1	-10
	红坛 52°	293	-10	-10	-7

资料来源：多家互联网平台，wind，HTI，按照酱香型、浓香型、清香型和其他香型排序

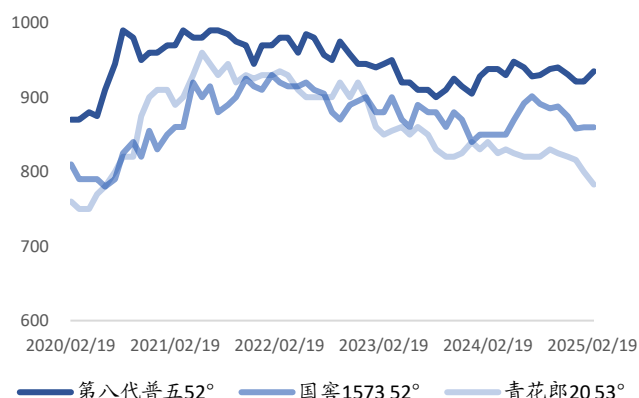
注：本月监测样本有所调整

图9 本月茅台精品、飞天散瓶、整箱批价-30/-20/-10 元



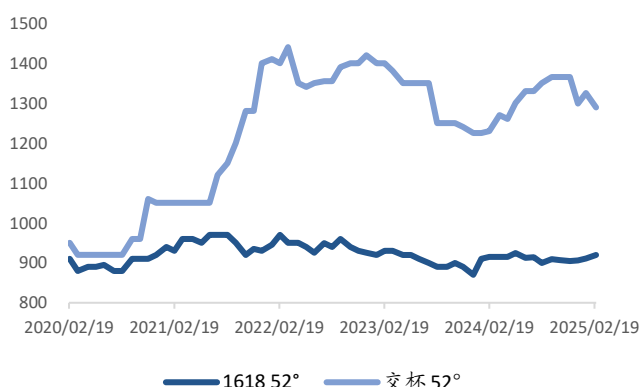
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本月八代普五、青花郎批价+14/-17 元



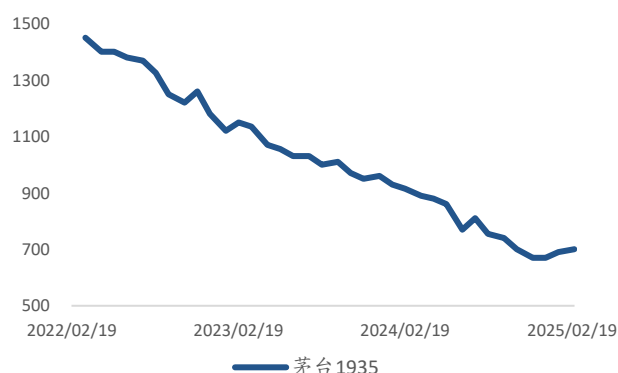
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本月五粮液 1618、交杯批价+9/-36 元



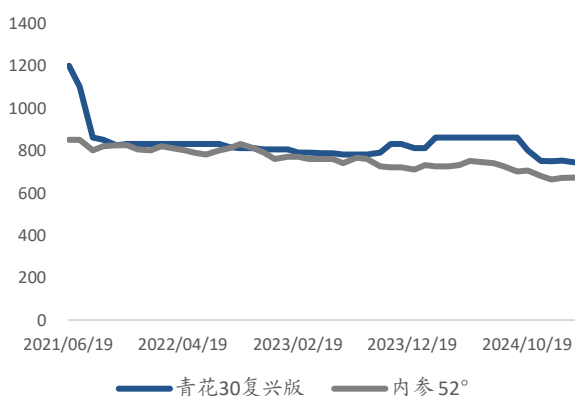
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本月茅台 1935 批价+10 元



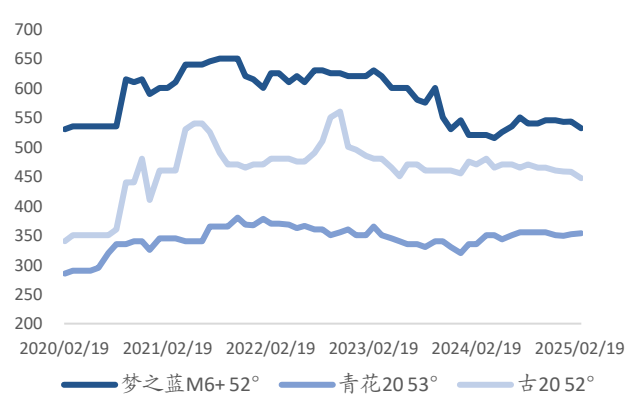
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本月内参/青花 30 复兴版批价+2/-10 元



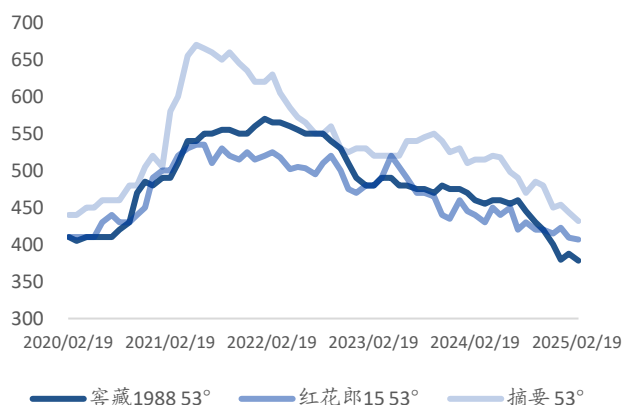
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本月青花 20/梦之蓝 M6+/古 20 批价+2/-11/-11 元



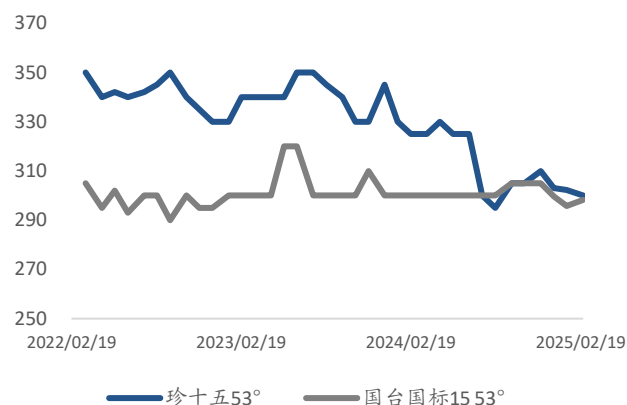
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本月摘要、窖藏 1988、红花郎 15 批价-12/-9/-3 元



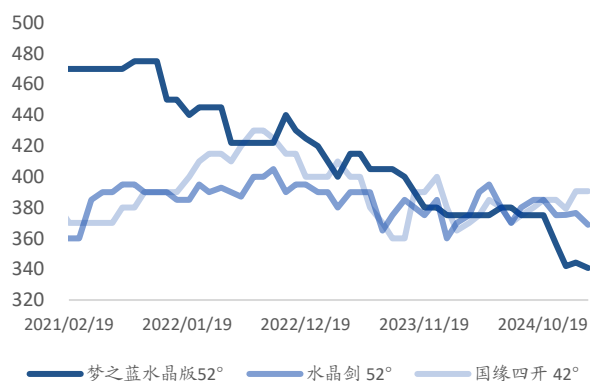
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本月国台国标 15、珍十五批价+2/-2 元



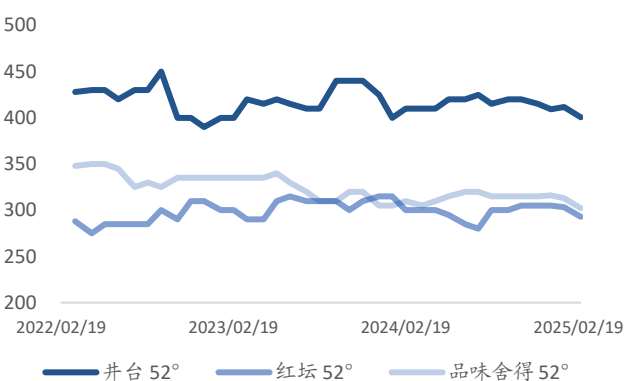
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本月水晶剑、梦之蓝水晶版批价-8/-4 元



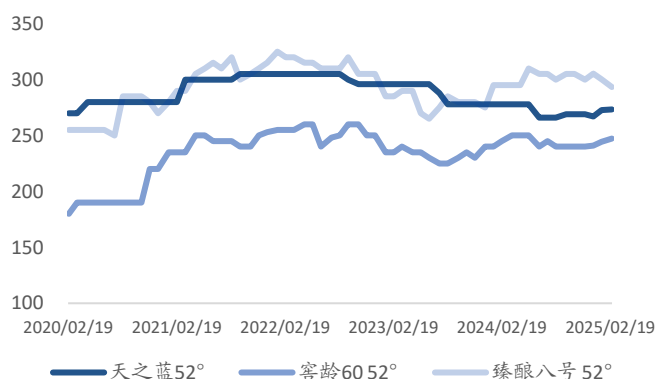
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本月井台、品味舍得、红坛批价-11/-11/-10 元



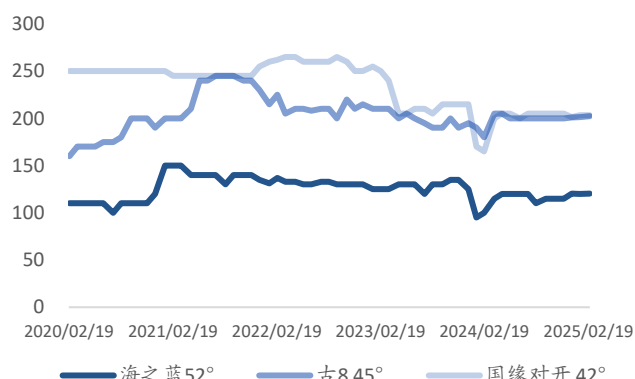
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本月窖龄 60、臻酿八号批价+3/-7 元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本月古 8 批价+1 元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

近期大众品价格折扣力度跟踪如下：

软饮料、液态奶与啤酒代表产品折扣力度加大。

软饮料代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 1 月末的 96.7%/100%变化至本周的 94.7%/97.1%。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 1 月末的 79.2%/80.9%变化至本周的 77.4%/70.2%。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 1 月末的 80.4%/80.2%变化至本周的 78.9%/78.7%。

调味品、婴配粉与方便食品代表产品折扣力度表现平稳。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 1 月末的 88.0%/87.8%变化至本周的 88.0%/87.8%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 1 月末的 93.8%/100%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 1 月末的 98.5%/100%变化至本周的 98.2%/99.0%。

表4 大众品类整体折扣率一览（20250224）				
指标	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率	去年同期折扣率
液态奶折扣率平均值	77.4%	79.2%	73.7%	76.1%
液态奶折扣率中位值	70.2%	80.9%	70.6%	74.9%
啤酒折扣率平均值	78.9%	80.4%	81.3%	82.1%
啤酒折扣率中位值	78.7%	80.2%	83.1%	84.4%
方便食品折扣率平均值	98.2%	80.4%	99.1%	90.5%
方便食品折扣率中位值	99.0%	80.2%	100%	95.0%
调味品折扣率平均值	88.0%	88.0%	86.5%	88.7%
调味品折扣率中位值	87.8%	87.8%	87.8%	90.0%
软饮料折扣率平均值	94.7%	96.7%	95.5%	91.3%
软饮料折扣率中位值	97.1%	100%	100%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	93.8%	93.8%	93.8%	95.5%
婴配粉折扣率中位值	100%	100%	100%	100%

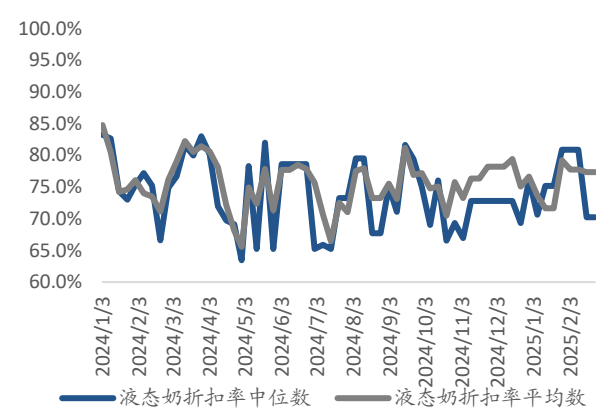
资料来源：多个电商平台， HTI 注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表5 折扣力度最大的代表产品一览（20250224）

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
珠江纯生	500ml*12/1 箱	啤酒	40.0%	39.9%	40.0%
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	51.7%	55.1%	55.1%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	58.3%	58.3%	58.3%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	60.2%	45.6%	42.9%
伊利金典牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	65.3%	72.2%	58.3%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
蒙牛特仑苏	250ml*12 盒/箱	液态奶	66.7%	80.0%	69.3%
飞鹤星飞帆卓耀3段	758g/罐	婴配粉	68.6%	68.6%	68.6%
千禾头道原香 280 天	500ml/1 瓶	调味品	70.0%	67.0%	66.4%
10度鲜啤	330ml*24/箱	啤酒	71.7%	81.0%	82.6%

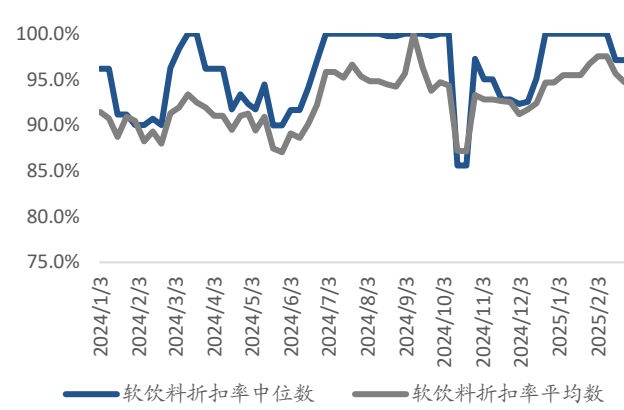
资料来源：多个电商平台， HTI 注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



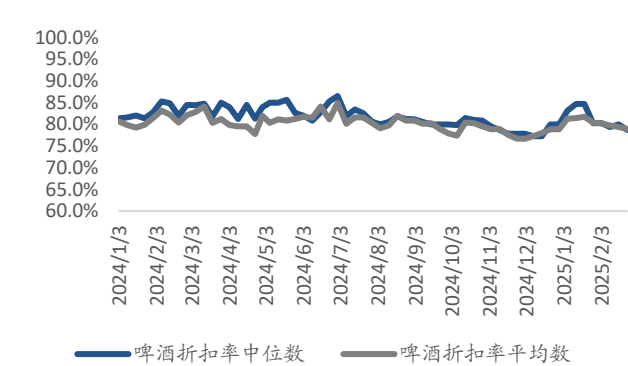
资料来源：多个电商平台， HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



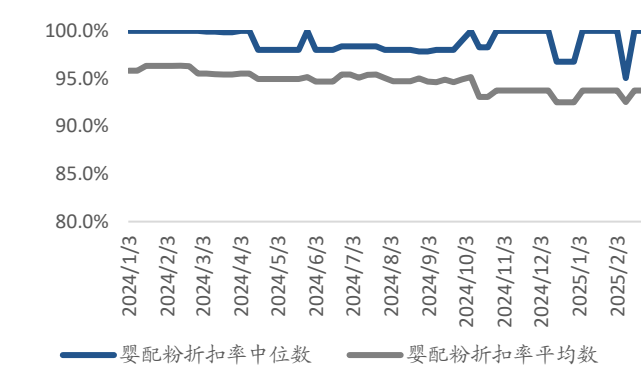
资料来源：多个电商平台， HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



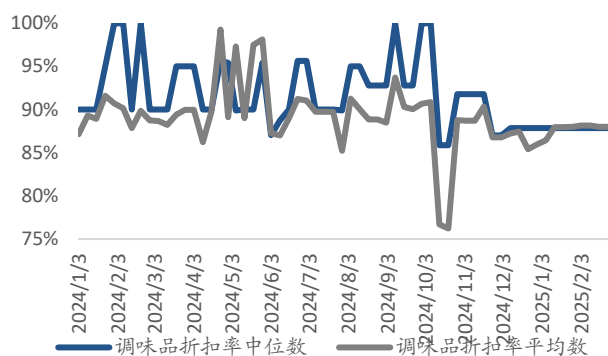
资料来源：多个电商平台， HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



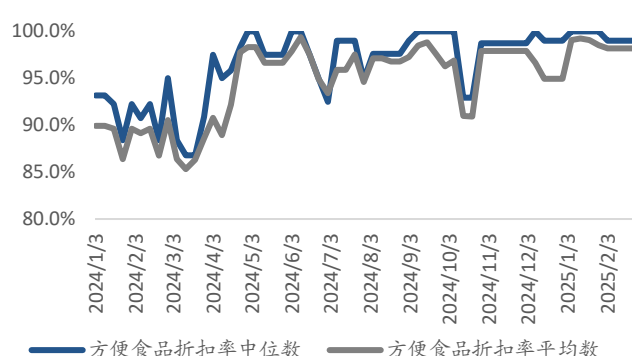
资料来源：多个电商平台， HTI

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6 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	2025/2/25	116.71	104.26	105.30	106.42	117.38	113.15
上周	2025/2/18	116.69	104.04	105.43	106.14	117.37	112.90
上月	2025/1/25	115.92	103.29	104.86	105.18	118.82	112.78
今年年初	2025/1/1	116.39	103.27	104.43	105.43	119.16	112.08
去年同期	2024/2/25	134.20	118.00	109.58	107.06	123.70	118.31
较上周		0.01%	0.21%	-0.12%	0.27%	0.01%	0.22%
较上月		0.68%	0.93%	0.42%	1.18%	-1.21%	0.33%
较今年年初		0.27%	0.96%	0.83%	0.94%	-1.50%	0.96%
较去年同期		-13.04%	-11.64%	-3.90%	-0.60%	-5.11%	-4.36%

资料来源：Wind，HTI

表7 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	2025/2/25	120.92	108.56	94.58	109.57	118.49	119.29
上周	2025/2/18	122.88	109.16	95.02	110.35	119.00	120.52
上月	2025/1/25	126.93	110.02	94.49	106.73	119.11	119.59
今年年初	2025/1/1	123.34	108.92	93.80	107.40	119.40	119.81
去年同期	2024/2/25	136.96	123.35	96.73	110.36	121.97	130.01
较上周		-1.59%	-0.55%	-0.46%	-0.70%	-0.43%	-1.02%
较上月		-4.74%	-1.33%	0.09%	2.66%	-0.52%	-0.25%
较今年年初		-1.96%	-0.33%	0.83%	2.03%	-0.76%	-0.43%
较去年同期		-11.71%	-11.99%	-2.22%	-0.72%	-2.85%	-8.24%

资料来源：Wind，HTI

截至2月25日，啤酒成本现货指数为116.71，较上周提升0.01%；啤酒成本期货指数为120.92，较上周下降1.59%。玻璃市场维持供需双弱，现货价格中枢下移。节后复产推动日熔量环比增2.4%至17.15万吨/日，但同比仍低6.8%，产能处于历史低位。地产竣工放缓压制需求释放，深加工订单复苏乏力，监测企业库存同比激增28.6%至6350万重箱，库存周转天数突破37天警戒线。玻璃期货主力合约本月跌11.45%，期现基差走扩至年内高位。铝市方面，国内电解铝产能维持4150万吨/年高位，叠加俄对美200万吨出口协议落地，供应宽松预期强化。需求端承压明显，1月乘用车零售同比降7%，建筑铝型材开工率同比降12pct至48.3%。成本端受欧洲能源危机缓解影响，LME铝现货溢价指数月环比回落9.2%，电力成本对电解铝价格的支撑力度减弱。

月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 0.68%，啤酒成本期货指数下降 4.74%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数提升 0.27%，啤酒成本期货指数下降 1.96%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 13.04%，啤酒成本期货指数下降 11.71%。

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 2 月 25 日，调味品成本现货指数为 104.26，较上周提升 0.21%；调味品成本期货指数为 108.56，较上周下降 0.55%。本月大豆期货价格上涨 2.73%，核心驱动为南美减产预期。巴西马托格罗索州因持续降雨导致收割进度滞后 5%，收割成本上升；阿根廷遭遇极端干旱，大豆产量预估从 5000 万吨大幅下调至 3500 万吨，创六年新低。中国作为全球最大进口国，2 月加速采购巴西大豆填补供应缺口，港口库存消费比降至 28%（去年同期 32%）。美国农业部 2 月报告将全球大豆期末库存调降至 8500 万吨，同比减少 12%。阿根廷宣布对大豆出口实施阶梯式关税，超 500 万吨部分税率从 30%上调至 33%，加剧市场对供应紧张的担忧。中国海关数据显示，1 月大豆进口量同比增加 15%至 820 万吨，但需关注后续采购节奏是否因价格高企而放缓。

月度来看，较上月同期调味品成本现货指数提升 0.93%，调味品成本期货指数下降 1.33%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数提升 0.96%，调味品成本期货指数下降 0.33%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 11.64%，调味品成本期货指数下降 11.99%。

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 2 月 25 日，乳制品成本现货指数为 105.3，较上周下降 0.12%；乳制品成本期货指数为 94.58，较上周下降 0.46%。生鲜乳延续供应宽松格局，2 月第三周主产区均价环比微降 0.3%至 3.10 元/公斤，同比跌幅扩大至 13.9%，乳企库存周转天数仍处于 25 天以上高位。饲料端呈现强支撑态势，豆粕市场受春节后养殖业补栏需求季节

性回升驱动，周度提货量增至 125 万吨，油厂开机率回升至 65%，推动豆粕库存较 1 月 20 日去化 20.5%至 62 万吨，本月现货价格提升超 10%。玉米市场则呈现区域分化，北方港口价格受持粮主体节后变现压力释放影响短暂回调至 2350 元/吨，但东北产区在中储粮库点提价 20-40 元/吨及深加工企业补库带动下，基层收购价突破 2200 元/吨关口，市场流通粮源同比减少 23%形成价格支撑。国际市场受南美玉米减产预期强化及东南亚饲用采购需求激增推动，CBOT 玉米主力合约月内累计上涨 2.75%。

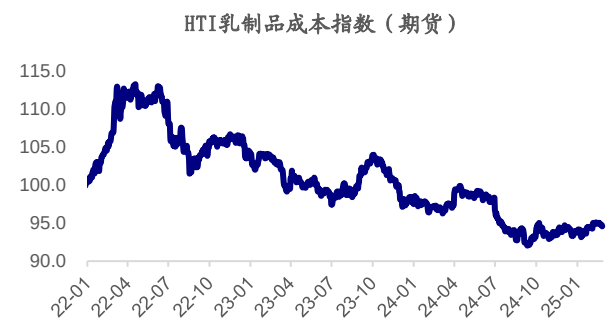
月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数提升 0.42%，乳制品成本期货指数提升 0.09%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数提升 0.83%，乳制品成本期货指数提升 0.83%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 3.9%，乳制品成本期货指数下降 2.22%。

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 2 月 25 日，方便面成本现货指数为 106.42，较上周提升 0.27%；方便面成本期货指数为 109.57，较上周下降 0.7%。棕榈油期货本月上涨 11.14%，主因印尼 B40 生物柴油政策正式实施，预计每年将增加 1500 万吨棕榈油需求，导致印尼出口供应减少。叠加春节、斋月消费旺季临近，印度、中国等主要进口国备货需求提升，进一步推高价格。国内小麦价格延续震荡上行趋势，华北地区主流收购价从 1 月 20 日的 1.22 元/斤涨至 2 月 25 日的 1.247 元/斤，涨幅约 2.21%。一方面，2024 年国内小麦产量因极端天气同比下降 3.5%，叠加农户惜售情绪浓厚，市场流通粮源同比减少 23%；另一方面，国家发改委上调 2025 年小麦最低收购价至 1.19 元/斤，政策托底增强市场信心。国际市场方面，阿根廷小麦产量调减 30%及地缘政治紧张导致小麦出口受限，CBOT 小麦期货价格本月上涨 9.15%。

月度来看，较上月同期方便面成本现货指数提升 1.18%，方便面成本期货指数提升 2.66%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数提升 0.94%，方便面成本期货指数提升 2.03%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 0.6%，方便面成本期货指数下降 0.72%。

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2月25日，速冻食品成本现货指数为117.38，较上周提升0.01%；速冻食品成本期货指数为118.49，较上周下降0.43%。春节后蔬菜市场呈现季节性回调，重点监测的28种蔬菜均价环比下跌9.24%，主因气温回升加速南北产区蔬菜集中上市叠加节后需求回落，市场供过于求。白条鸡价格延续弱势震荡，全国均价同比下跌3.1%，主因肉鸡存栏量维持高位，叠加节后餐饮消费复苏乏力，终端需求持续疲软。猪肉价格呈现节前冲高、节后深跌走势，春节前受养殖户惜售及节日备货提振，生猪均价一度突破16元/公斤，但节后需求快速回落叠加养殖端集中出栏，价格持续下探至14.78元/公斤。尽管中储粮启动第二轮冻猪肉收储及二次育肥阶段性入场提供支撑，但行业产能去化率仅1.2%，整体仍供过于求。成本端，饲料原料价格高位运行推升养殖成本，规模场完全成本达13.1元/公斤，行业利润空间被严重挤压。

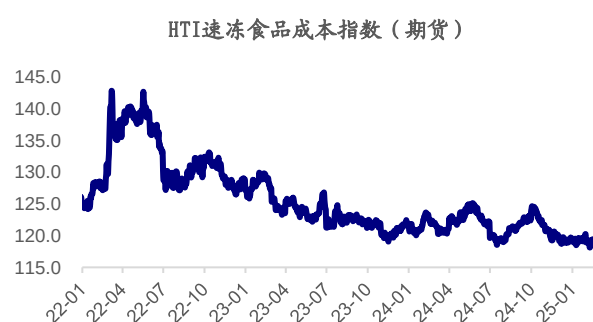
月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数下降1.21%，速冻食品成本期货指数下降0.52%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降1.5%，速冻食品成本期货指数下降0.76%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降5.11%，速冻食品成本期货指数下降2.85%。

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2月25日，软饮料成本现货指数为113.15，较上周提升0.22%；软饮料成本期货指数为119.29，较上周下降1.02%。PET塑料价格弱势震荡，华东、华南瓶级切片现货价6200-6350元/吨。原油下跌降低原料成本，叠加节后需求复苏乏力（农膜订单天数近五年同期最低），企业补库低迷。纸浆期货月跌2.39%，主因巴西、智利对华阔叶浆出口激增，港口库存累至219.4万吨。国际浆企3月提价20美元/吨短期支撑成本，但国内需求高价成交乏力，包装纸开工平稳，价格延续震荡。白糖现货回落至6000元/吨，主因2024/25榨季产量增12.5%至1120万吨。需求端消费量仅增10万吨至1560万吨，但糖浆进口关税上调至20%及巴西减产预期推升郑糖期货月涨2.49%。

月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数提升 0.33%，软饮料成本期货指数下降 0.25%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数提升 0.96%，软饮料成本期货指数下降 0.43%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 4.36%，软饮料成本期货指数下降 8.24%。

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8 2025 年 2 月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
2.6	零售	胖东来 170 亿，山姆 1005 亿 https://www.foodtalks.cn/news/55394
2.28	咖啡	云南咖啡飘香全球，出口量稳居全国第一 https://www.foodtalks.cn/news/55693

资料来源：wind，HTI

表9 2025 年 2 月消费公司公告

日期	公司	摘要
2.4	百事	2024 年全年百事公司净收入 918.54 亿美元（约合人民币 6680 亿元），成功实现了全年毛利润、运营利润率及每股收益的增长。
2.6	百胜中国	2024 年肯德基总收入为 85.09 亿美元（约合人民币 620.1 亿元），核心经营利润为 12.18 亿美元（约合人民币 88.76 亿元）。必胜客去年总收入为 22.6 亿美元（约合人民币 164.63 亿元），核心经营利润为 1.57 亿美元（约合人民币 11.44 亿元），撇除汇率因素分别同比增长 2%、19%。
2.11	可口可乐	2024 全年，公司营收 470.61 亿美元，增长 3%，超出市场预期的 462 亿美元；每股收益（非公认会计准则）为 2.88 美元，增长 7%，高于市场预期的 2.85 美元。全球单箱销量增长 1%。
2.14	雀巢	2024 年全年业绩：去年销售额约 914 亿瑞士法郎（折合人民币约 7467 亿元）。其中，在华收入达到了 445 亿元。雀巢大中华大区实现有机增长率 2.1%，其中实际内部增长率 4.3%，定价贡献率-2.1%，基础交易营业利润率为 16.1%。
2.21	蜜雪冰城	公司拟全球发售 1705.99 万股 H 股，中国香港发售股份 170.6 万股，国际发售股份 1535.39 万股，另有 15%超额配股权；2025 年 2 月 21 日至 2 月 26 日招股；发售价将为每股发售股份 202.50 港元，BofA Securities、高盛以及瑞银集团为联席保荐人；预期股份将于 2025 年 3 月 3 日开始在联交所买卖。
2.26	百威亚太	全球首席供应链运营官程衍俊将在今年 4 月 1 日起正式出任百威亚太首席执行官及联席主席一职，接替任职 7 年的杨克（Jan Craps）2024 年该公司实现收入 62.46 亿美元，同比减少 8.9%；股权持有人应占溢利 7.26 亿美元，同比减少 14.79%。
2.25	洽洽食品	公司实现营收 71.31 亿元（同比+4.79%）、净利润 8.52 亿元（同比+6.19%），扣非净利润增速达 9.73%。

资料来源：wind，HTI

表10 2025 年 2 月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
2.5	果子熟了	果子熟了正布局其第一家自有工厂 https://www.foodtalks.cn/news/55373
2.10	喜茶	喜茶拒绝门店规模内卷，暂停事业合伙申请 https://www.foodtalks.cn/news/55438
2.11	大窑	大窑年销 30 亿+ https://www.foodtalks.cn/news/55370
2.18	联合利华	冰淇淋业务将 IPO https://www.foodtalks.cn/news/55576
2.21	蜜雪冰城	好时公司宣布将要换新 CEO https://www.foodtalks.cn/news/55231
2.26	星巴克	星巴克裁员 1100 人 https://www.foodtalks.cn/news/55669
2.26	Seven&i 控股	伊藤洋华堂“易主”，7-11 母公司加速“瘦身” https://www.foodtalks.cn/news/55679
2.27	达能	脉动迈进 60 亿+大关、点赞中国龙年奶粉表现 https://www.foodtalks.cn/news/55685

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

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、银行、房地产、电力及公用事业、建筑。

表12 一级行业大额买入与资金流向（20250224-20250228）

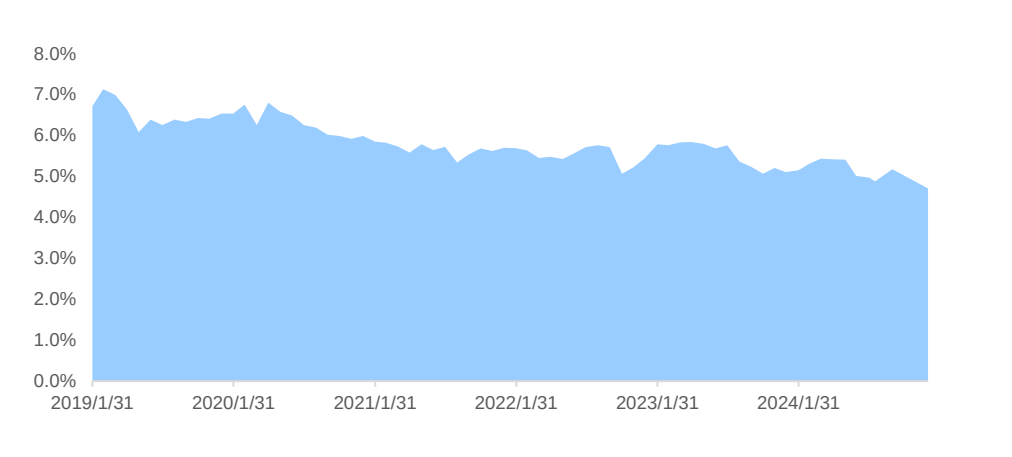
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
石油石化	78.20%	2.50%	2.40%	23.00%
银行	80.00%	57.20%	0.30%	96.70%
房地产	79.40%	56.80%	-5.90%	75.70%
电力及公用事业	78.90%	16.00%	-9.10%	40.30%
建筑	78.70%	86.40%	-5.90%	90.90%
综合	78.60%	9.90%	-18.10%	53.10%
纺织服装	77.60%	9.10%	-10.50%	26.30%
有色金属	77.30%	28.40%	-8.60%	77.40%
综合金融	77.00%	79.00%	-6.60%	95.10%
建材	76.80%	9.10%	-6.80%	30.90%
商贸零售	76.80%	12.30%	-11.80%	89.70%
交通运输	76.70%	59.30%	-7.90%	73.70%
钢铁	76.60%	2.90%	-13.50%	25.10%
轻工制造	76.30%	34.60%	-10.50%	63.80%
基础化工	76.00%	6.60%	-7.60%	82.30%
煤炭	75.80%	4.10%	-14.50%	28.40%
农林牧渔	75.80%	23.00%	-10.00%	48.10%
非银行金融	75.70%	22.20%	-13.50%	82.30%
消费者服务	75.00%	22.20%	-11.00%	47.70%
电力设备及新能源	74.10%	12.30%	-8.40%	89.30%
传媒	73.70%	72.40%	-14.90%	97.90%
家电	73.20%	23.00%	-8.70%	35.80%
医药	73.00%	2.90%	-11.50%	79.80%
国防军工	72.90%	11.90%	-13.30%	78.20%
食品饮料	72.90%	65.00%	0.10%	42.80%
机械	72.30%	11.50%	-10.10%	69.10%
汽车	72.00%	87.70%	-10.80%	99.60%
通信	71.30%	75.30%	-11.70%	98.80%
计算机	71.10%	69.10%	-10.90%	100.00%
电子	69.80%	23.00%	-10.80%	100.00%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

截止 2024 年 12 月 31 日（该数据按季度公布），食品饮料板块陆股通市值占比为 4.71%，24Q4 较 24Q3 下降 0.47pct。

图39 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 12 月 31 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（6.2%）、五粮液（4.0%）、山西汾酒（2.8%）；按陆股通持股比例排名，伊利股份（11.4%）陆股通占比最高，莲花健康（8.6%）次之，其中莲花健康季末较季初增持最多（+5.8pct），中炬高新减持最多（-1.15 pct）。

表13 食品饮料板块陆股通持股情况

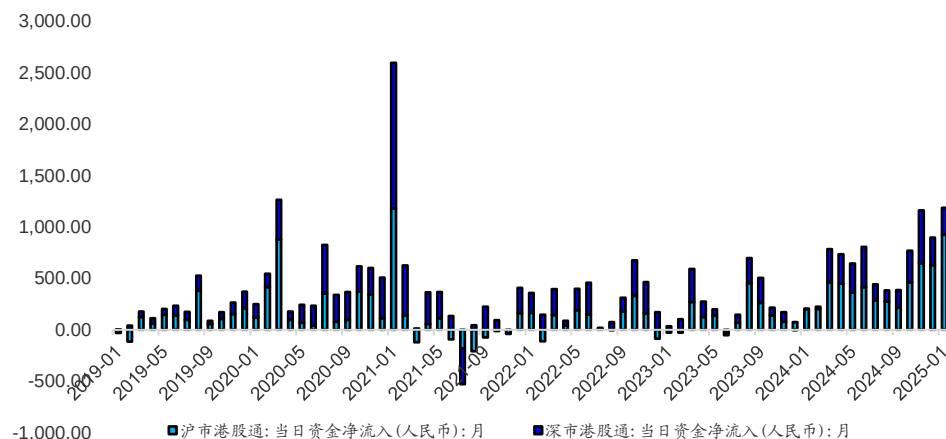
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	季末持股占比 (%)	季初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	季末持股占比 (%)	季初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.17	6.91	-0.74	1	伊利股份	11.40	10.98	0.42
2	五粮液	3.95	4.48	-0.53	2	莲花健康	8.62	2.79	5.83
3	山西汾酒	2.75	2.97	-0.22	3	东鹏饮料	7.68	6.96	0.72
4	海天味业	3.73	3.68	0.05	4	重庆啤酒	7.66	6.77	0.89
5	泸州老窖	2.43	3.27	-0.84	5	安井食品	7.28	8.25	-0.97
6	伊利股份	11.40	10.98	0.4	6	洽洽食品	6.33	6.78	-0.45
7	洋河股份	1.64	2.47	-0.83	7	贵州茅台	6.17	6.91	-0.74
8	东鹏饮料	7.68	6.96	0.72	8	中炬高新	5.88	7.03	-1.15
9	古井贡酒	1.55	1.72	-0.17	9	安琪酵母	4.27	4.39	-0.12
10	双汇发展	1.83	1.70	0.13	10	五粮液	3.95	4.48	-0.53

资料来源：wind，HTI，季末数据为 2024 年 12 月 31 日数据，季初数据为 9 月 30 日数据

2.3 港股通跟踪

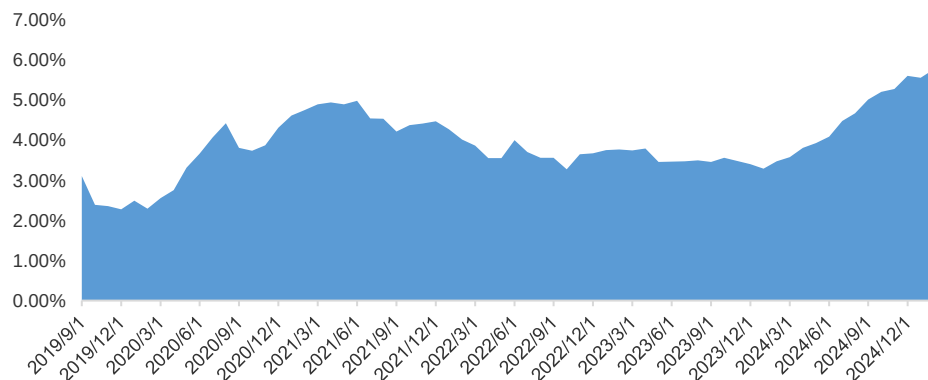
截至2025年2月28日，港股通资金当月净流入1430.37亿元（上月净流入1185.11亿元），必需消费板块市值占比为5.56%，较上月下降0.05pct。

图40 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2025年2月28日

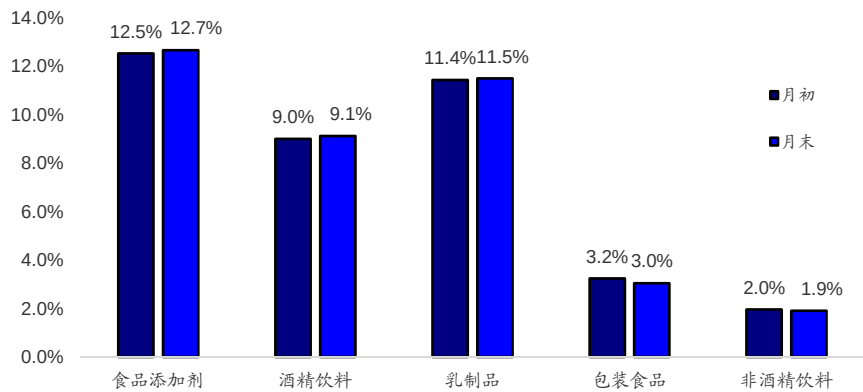
图41 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年2月28日

食品添加剂行业港股通占比为12.66%，较月初增持0.13pct；乳制品港股通市值占比为11.50%，排名次之，较上月增持0.07pct；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（1.90%）、包装食品（3.04%）和酒精饮料（9.12%）。

图42 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 2025 年 2 月 28 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（3.0%）、百威亚太（0.7%）、青岛啤酒（42.8%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（42.8%）港股通比例最高，华宝国际（19.8%）和百果园（19.2%）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	3.0	3.4	-0.38	1	青岛啤酒	42.8	40.1	2.73
2	百威亚太	0.7	0.9	-0.15	2	华宝国际	19.8	19.9	-0.17
3	青岛啤酒	42.8	40.1	2.73	3	百果园	19.2	19.9	-0.66
4	华润啤酒	13.0	13.2	-0.17	4	颐海国际	17.6	17.6	0.02
5	蒙牛乳业	13.7	13.3	0.43	5	优然牧业	15.3	15.2	0.02
6	康师傅	3.3	3.0	0.23	6	蒙牛乳业	13.7	13.3	0.43
7	中国旺旺	0.8	0.6	0.22	7	周黑鸭	13.4	14.5	-1.13
8	中国飞鹤	10.0	10.6	-0.57	8	华润啤酒	13.0	13.2	-0.17
9	统一	6.1	5.7	0.43	9	友宝在线	12.3	12.4	-0.07
10	珍酒李渡	7.8	7.8	0.06	10	中烟香港	12.1	12.3	-0.18

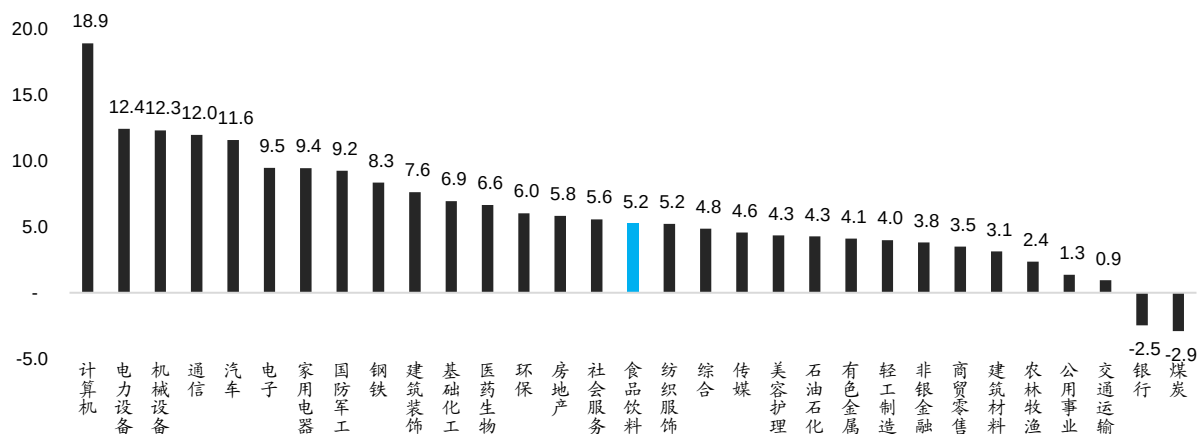
资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

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，2 月计算机（+18.9%）、电力设备（+12.4%）、机械设备（+12.3%）涨幅居前，而煤炭（-2.9%）、银行（-2.5%）跌幅居前。食品饮料 +5.2%，在 31 个行业分类中位居第 16 名，较上月（-5.9%）上升 10 名。

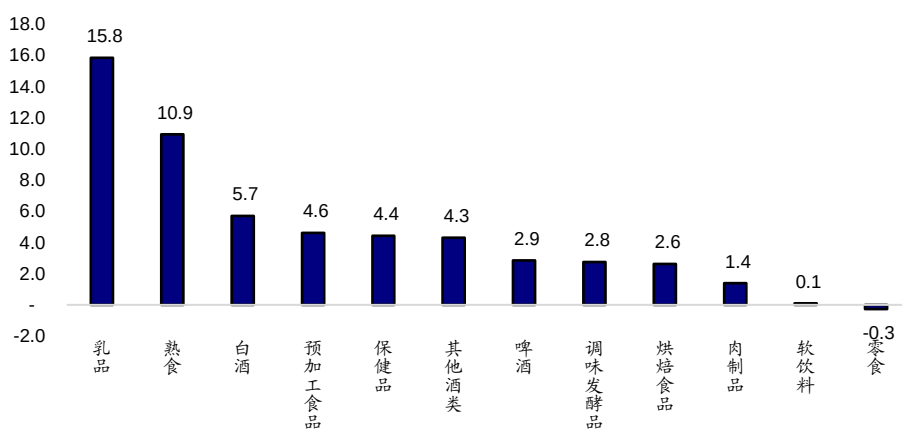
图43 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 2 月 28 日

2 月食品饮料子行业基本全线收涨, 乳品 (+15.8%)、熟食 (+10.9%) 涨幅靠前, 零食 (-0.3%) 微幅下跌。

图44 A股食饮子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 2 月 28 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	18853	1501	4.6	1	莲花健康	120	7	33.0
2	五粮液	5107	132	3.4	2	今世缘	661	53	21.9
3	山西汾酒	2485	204	18.4	3	山西汾酒	2485	204	18.4
4	海天味业	2286	41	0.3	4	泸州老窖	1861	126	9.4
5	泸州老窖	1861	126	9.4	5	酒鬼酒	158	49	9.1
6	伊利股份	1800	28	1.6	6	盐津铺子	155	57	6.8
7	洋河股份	1165	77	-1.3	7	安井食品	234	80	6.1
8	东鹏饮料	1150	221	-9.0	8	珠江啤酒	212	10	5.0
9	双汇发展	931	27	2.0	9	舍得酒业	187	56	4.8
10	古井贡酒	814	168	1.1	10	水井坊	237	49	4.7

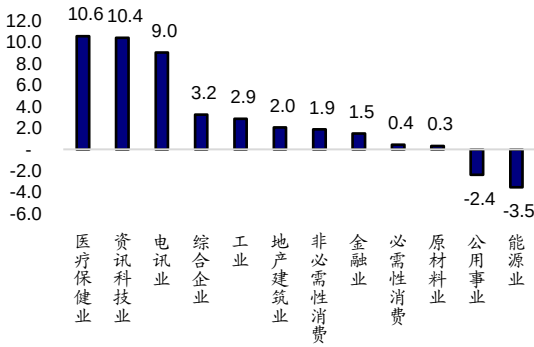
资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

2 月 H 股一级行业，医疗保健业（+10.6%）、资讯科技业（+10.4%）涨幅居前。公用事业（-4.7%）、能源业（-3.5%）、公用事业（-2.4%）跌幅靠前。必需性消费（+0.4%）在 12 个一级行业中排名第 9，与上个月（-1.4%）排名相比持平。

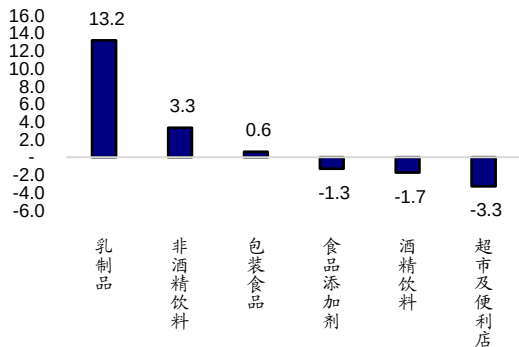
必需性消费子行业涨跌互现，乳制品（+13.2%）、非酒精饮料（+3.3%）涨幅居前。超市及便利店（-3.3%）、酒精饮料（-1.7%）跌幅靠前。

图45 H 股一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

图46 H 股必需消费二级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 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

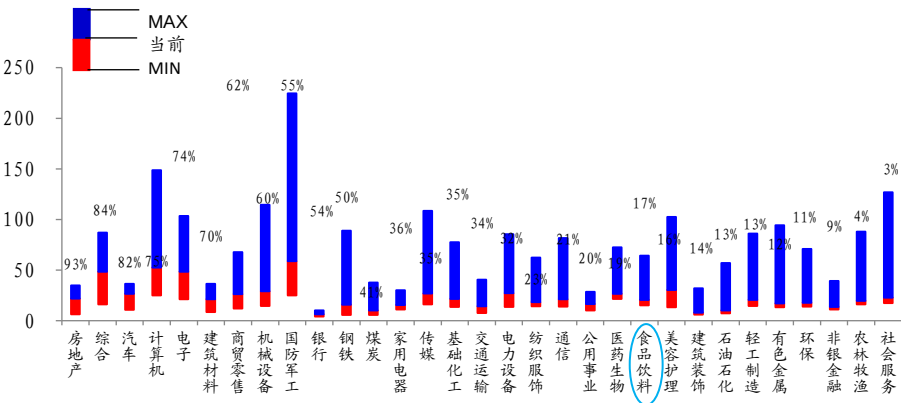
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	3903	35	-5.1	1	卫龙	228	10	33.0
2	百威亚太	1103	8	17.3	2	古茗	271	12	23.7
3	青岛啤酒股份	877	52	8.9	3	百威亚太	1103	8	17.3
4	万洲国际	813	6	4.4	4	蒙牛乳业	695	18	14.6
5	华润啤酒	808	25	6.2	5	华润饮料	313	13	9.4
6	蒙牛乳业	695	18	14.6	6	珍酒李渡	246	7	9.0
7	康师傅控股	638	11	-4.6	7	青岛啤酒股份	877	52	8.9
8	中国旺旺	554	5	-1.1	8	华润啤酒	808	25	6.2
9	中国飞鹤	510	6	5.4	9	颐海国际	147	14	5.8
10	统一企业中国	353	8	3.9	10	第一太平	194	5	5.6

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 2 月 28 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

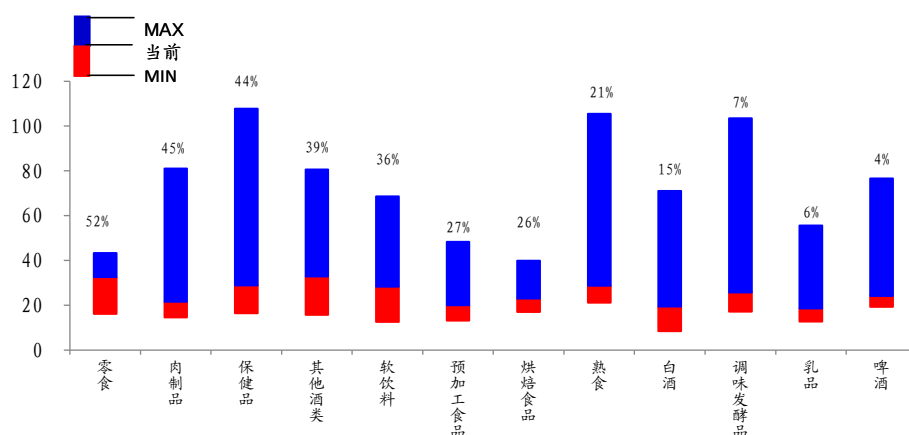
图47 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2025 年 2 月 28 日

截至 2025 年 2 月 28 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 3 个，即社会服务、农林牧渔、非银金融。食品饮料的 PE 历史分位数为 17%（20.7x），较上月末（16%，19.9x）上升 1pct，在 31 个行业中排名第 22 名。

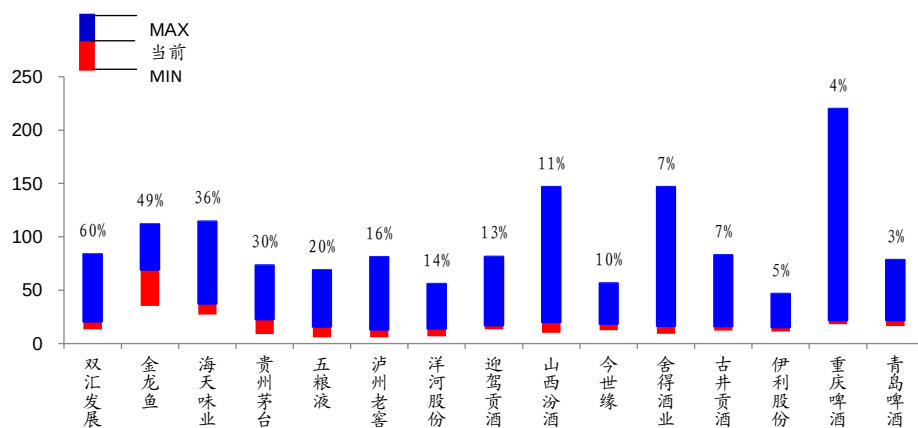
图48 A 股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 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（6%）、啤酒（4%）等。PE 绝对值最低的行业分别是乳品（18.6x）、白酒（19.5x）等。

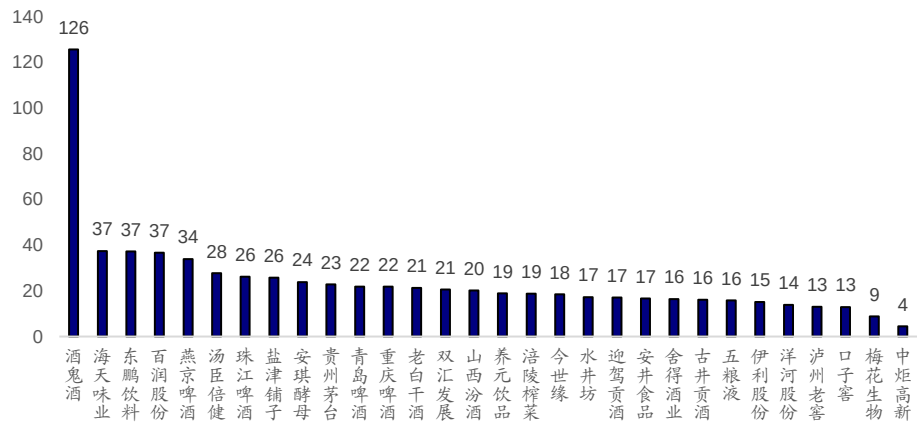
图49 A 股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

截至 2025 年 2 月 28 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢较上月持平，A 股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 19x（较上月持平）。

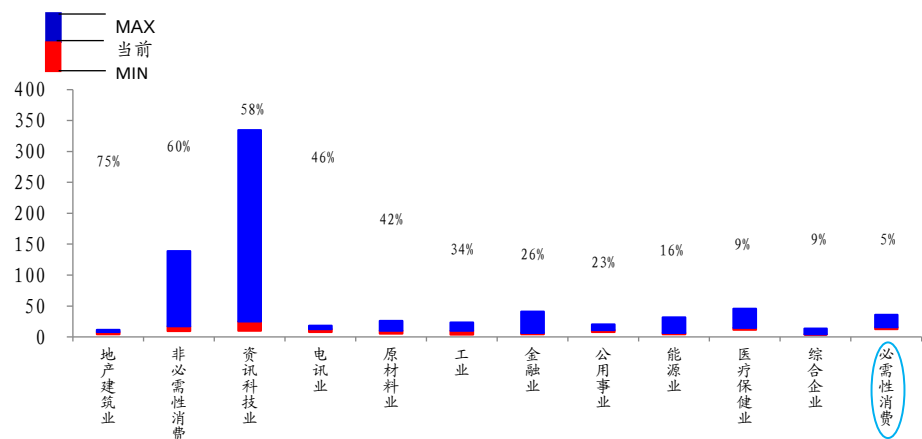
图50 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

4.2 H 股行业估值表现

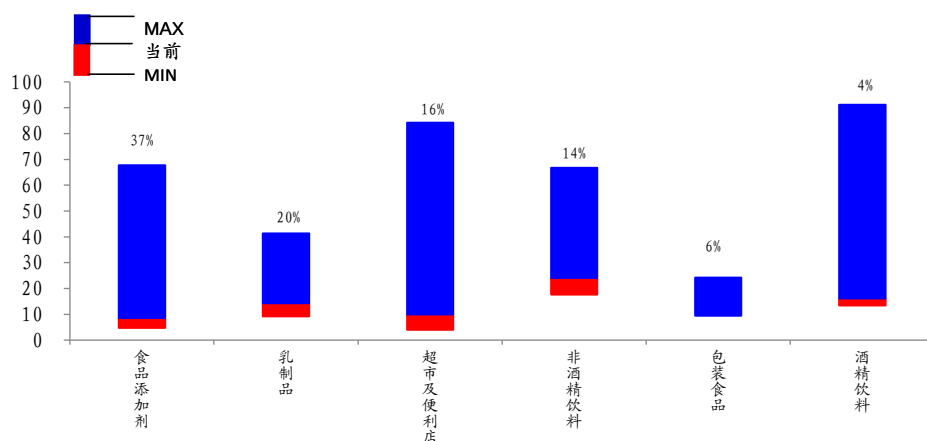
图51 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

截至 2025 年 2 月 28 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 3 个，即必需性消费（5%）、医疗保健业（9%）和综合企业（9%）。必需性消费行业 PE 历史分位数为 5%（15.7x），历史分位数较上月末（3%，15.3x）上升 2pct，在 12 个一级行业中排名第 12 名。

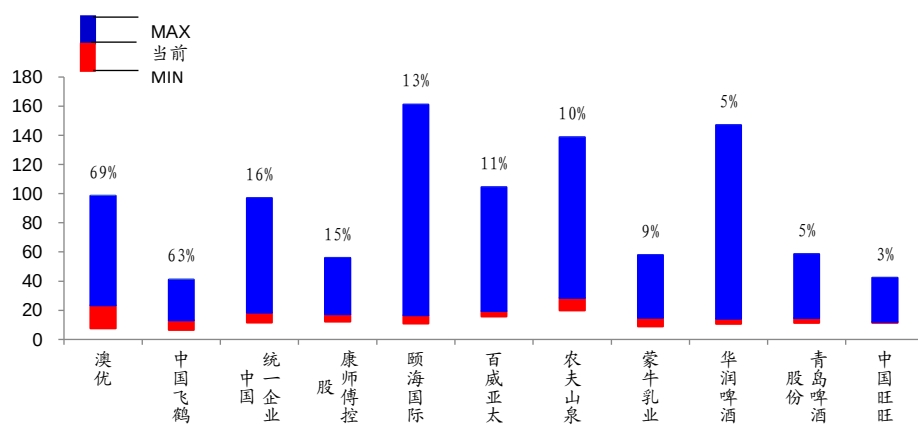
图52 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年2月28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（4%）、包装食品（6%）等。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（8.6x）、超市及便利店（10.0x）等。

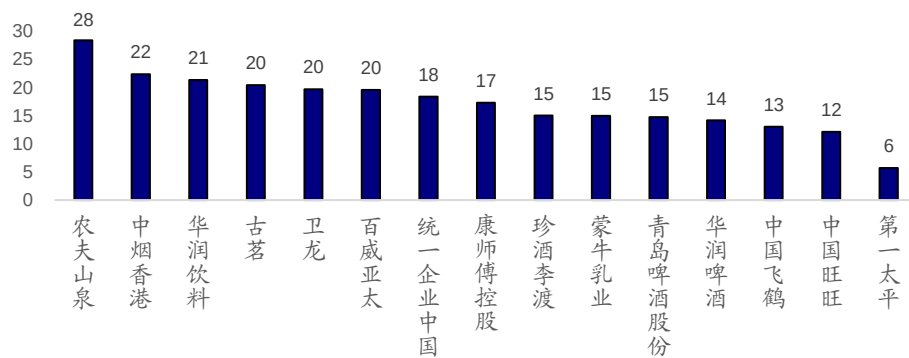
图53 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2025年2月28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2025年2月28日，港股市场食品饮料板块估值中枢较上月上升，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为17x（较上月上升2x）。

图54 恒生食品饮料板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2025 年 2 月 28 日

5 投资建议

白酒行业：闻宏伟再次提醒白酒上市公司的社会库存压力小于投资者预期。

近期路演我们经常听到客户对白酒渠道调研的反馈和社会库存的担忧。上个月月报中我们也表明观点，认为白酒上市公司的社会库存压力小于投资者预期。随后我们收到不少客户的咨询。看来这个问题的确受到关注，而且观点分歧较大，因此我们重申观点和依据：一是我们观察白酒行业的调整始于 22 年，至今已经 3 年多。白酒社会库存的去化大致也始于 22 年，高潮在 23-24 年，因此我们在 24 年听到很多坏消息，但 24 年不是开始。二是从历史经验看，越是名酒库存去化越晚。因为名酒的品牌力和渠道力更强，更能抵御行业调整的风险，直至彻底暴露。三是经销商的信息不是先行指标而是滞后指标，最多算是同步指标，而且他们反馈的信息可能因个人盈亏而放大。

另外最近 A 股、H 股部分白酒股票出现反弹，引起了投资者的关注。我们认为近期行情主要是资金在板块间轮动引起的，并不是基本面驱动；行情只是开始，接下来还有较大空间，当然也不是一蹴而就；投资者信心恢复需要时间，行业基本面恢复更需要时间；3-4 月年报季报披露前，不是太好的买入时点，除非资金面出现显著改善，中长线投资者可以在优质公司估值低位时布局。截至 3 月 4 日收盘，A 股白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 19.3X，历史分位数处于 2011 年以来的 26.2%。

啤酒行业：芮雯认为量缩价升时代，应更加关注渠道变革与品类创新带来的竞争格局变化

国内啤酒上市公司 2024 财年已公布的业绩呈现显著分化特征：燕京啤酒实现归母净利润同比增长 55.11%-70.62%；珠江啤酒销量/营收/归母净利润分别录得 2.62%/6.56%/30.32% 的同比增长；重庆啤酒销量/营收/归母净利润同比下滑 0.75%/1.15%/6.84%；百威亚太中国区销量/收入同比下降 11.8%/13.0%，市场份额减少 1.49 个百分点。我们测算 2024 年啤酒行业总销量有中单位数的同比下滑，从驱动因素看，短期外部变量包括气候异常及消费疲软等周期性因素，而长期结构性挑战则表现为：人口老龄化进程加速导致消费群体规模收缩，健康消费理念普及推动饮酒习惯转变，以及 RTD、无酒精啤酒、精酿啤酒等新兴品类对传统啤酒市场的分流效应。行业渠道结构正经历从现饮向非现饮场景的转型，2024 年啤酒市场竞争格局已显现重构端倪，头部企业市场份额动态调整加剧。胖东来等零售企业推出自有品牌精酿啤酒，嘉士伯收购英国饮料公司，日本啤酒企业朝日、麒麟等发展软饮料和烈酒业务，表明传统啤酒企业不仅面临同业间渠道存量的竞争压力，更遭遇来自跨界领域的冲击，非传统竞争主体正重构消费场景。未来行业竞争将聚焦于企业渠道变革能力与品类创新效能的双重维度，其中渠道精细化运营能力与差异化产品矩阵构建将成为企业获取市场增量的核心战略支点。

调味品行业：宋琦认为下游餐饮摆脱“以价换量”的恶性竞争局面，需求预期持续回暖。

乐观观点。春节之后餐饮恢复经营，连锁餐饮行业整体摆脱“以价换量”的内卷竞争模式，4Q24 以来，龙头餐饮品牌已开始调整竞争策略，KFC、麦当劳均上调部分 SKU 价格，海底捞、太二品牌折扣力度有所收敛。此外，连锁餐饮开始关注品质经营，聚焦差异化和创新。综上，餐饮需求有望持续回暖。C 端需求表现稳定，电商平台动销平稳，价盘稳定，行业库存整体良性。

速冻行业：宋琦认为速冻板块动销平稳，受高基数影响承压。

中性观点。传统速冻产品需求较为疲软，预制菜产品需求表现亮眼。4Q24 以来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、麦当劳均有提价，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。

乳制品行业：肖韦俐认为乳制品估值低位建议首推，可看周期反转。

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。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。

看好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 3 月 4 日收盘，A 股乳品指数（851243.SI）PE TTM 为 16.7，历史分位数处于 2011 年以来的 4.3%，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或回归平淡，优选股东回报较好的标的。

首先，收入层面来看，2025 年饮料行业收入增速在高基数上不会比去年表现更优。软饮料部分赛道竞争压力较大，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。

其次，利润弹性来看，（1）成本：根据海通国际成本月报，软饮料成本现货指数较上月提升 0.33%，期货指数较上月下降 0.25%。今年年初以来现货、期货指数分别累计变动+0.96%/-0.43%，较去年同期现货、期货指数分别累计变动-4.36%/-8.24%。2025 年饮料行业的成本在低基数下难以继续下行。（2）价格：根据海通国际价格月报，软饮料代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 1 月末的 96.7%/100%变化至本周的 94.7%/97.1%。今年价格战趋缓时间或晚于预期，因此今年饮料行业的利润将较难呈现出去年类似的弹性。

截至 2025 年 3 月 4 日收盘，A 股软饮料指数（851271.SI）PE TTM 为 27.8，历史分位数处于 2011 年以来的 50.1%；H 股没有具体指数，不过康师傅、统一企业等龙头股 PE TTM 为 18-19 左右，目前股息率约 4.8-5.5%，仍较有吸引力。

批零社服行业：李宏科、许樱之、汪立亭发布报告《由渠道驱动至品牌驱动，关注金饰消费心智升级红利》。

2024 年以来，黄金珠宝终端消费呈现分化趋势，老铺黄金、潮宏基等品牌在行业需求承压下表现出了较强的终端韧性，我们认为，分化的核心在于行业正在由过往粗放的渠道驱动转向更精细化的品牌驱动，头部珠宝企业的估值范式应从渠道转向品牌，关注本轮金饰消费心智升级红利。

行业：行业承压下消费分化趋势明显。（1）2024 年行业需求承压：2024 年限额以上企业金银珠宝零售额 3300 亿元同比降 3.1%，同时根据世界黄金协会，2024 年主要中国金饰零售商销售网点数量 26633 家净增 10 家（2021-23 年分别净增 3310/3128/1618 家），行业需求与金饰零售商扩张速度均有较大放缓。（2）消费分化趋势明显：部分品牌在行业需求承压下表现出了较强的韧性，如老铺黄金（1H24 同店营收增速 104.2%，2024 年净利约 14-15 亿元同比增 236%-260%），潮宏基（1H24 珠宝分部收入/净利各同比增 17%/22%）。

分化背后：由渠道驱动转向产品&品牌驱动。2024 年金价快速上涨，影响终端消费趋势：如根据世界黄金协会，以轻量化和款式新潮为主打的硬足金产品则成为年轻一代的首选，零售商也制定了产品结构调整计划，56%的受访者选择增加 10 克以下产品的库存占比，82%的受访者将考虑增加更多 5000 元以下的产品。我们认为，终端需求的快速变化驱使行业由粗放的渠道驱动转向更加精细的品牌驱动。以潮宏基为例，其加盟商使用统一的应用系统，全域销售、库存情况实时同步到总部，便利对加盟商的日常赋能支持的同时保持对消费者需求的敏锐触达。我们认为，其确保在行业消费趋势变化中，能及时调整货品结构。

展望：2025 年金饰需求有望回暖，关注头部企业内部变革。（1）2025 年金饰需求有望回暖：根据世界黄金协会，其预测 2025 年金饰需求将下滑约 3%（相较于 2024 年起 20%跌幅大幅收窄）；同时基于该假设，若考虑到金价及基数效应，我们认为，4 月起行业终端零售额有望回暖转正。（2）关注头部企业内部变革：2024 年金价新高背景下品牌主动寻求变化，如周大生推出转珠阁新店型同时发力国家宝藏门店高端化升级；老凤祥开设天猫旗舰店并加大 IP 联名（蛋仔派对、野兽派、高达等），同时持续推进“藏宝金”“凤祥喜事”两大主题店型。

把握估值修复机遇，关注金饰消费心智升级红利。我们认为，行业正在由过往粗放的渠道驱动转向更精细化的品牌驱动，头部珠宝企业的估值范式应从渠道转向品牌，关注本轮金饰消费心智升级红利。重点关注潮宏基、老凤祥、周大生、菜百股份、中国黄金，关注老铺黄金、周大福。

投资建议：我们认为，基于品质零售调改、资产价值修复、政策预期三条投资主线，A 股核心关注：小商品城、永辉超市、大商股份、重庆百货、老凤祥；H 股：名创优品、阿里巴巴、美团、京东集团。①小商品城：市场业务量价齐升，新业务高速增长，探索进口业务打造第二曲线。②重视超市板块的调改势能，重点关注永辉超市、家家悦、红旗连锁，关注 ST 步步高。③并购重组主线，低估值&防御属性更强，可选属性也受益复苏弹性。重点关注大商股份、重庆百货，关注合百集团、杭州解百、天虹股份。④名创优品：关注海内外业绩拐点，预期 2025 年收入利润均有望提速，五年规划保障中期成长。⑤黄金珠宝：关注 2Q25 低基数或为业绩拐点，兼备低估值高股息，重点关注潮宏基、老凤祥、周大生、菜百股份、中国黄金，关注老铺黄金、周大福。⑥美护：受益扩内需政策拉动，缓解流量成本压力，关注细分成长赛道，重点关注润本股份、丸美生物、巨子生物、登康口腔。⑦母婴连锁：龙头积极推进业务转型，布局谷子经济、电商直播，关注生育政策对板块的估值提振，关注孩子王、爱婴室。⑧跨境电商：板块估值与业绩受出口景气度及关税政策等影响，首选龙头，重点关注安克创新、赛维时代，关注华凯易佰。此外，关注高股息标的，如富森美、苏美达，及分红稳定的百货和黄金珠宝个股。

纺织服装行业：盛开发布报告《24Q4 奢侈品行业普遍环比回暖，1 月台企出口整体表现稳定》。

24Q4 奢侈品行业普遍环比回暖，品牌之间表现分化。24Q4（自然年，下同）LVMH/KERING/Hermès/Moncler/Canada Goose 收入同比分别 +1.0%/-12.0%/+17.6%/+8.0%/-2.2%（货币中性口径，下同），与 Q3 相比（-3.0%/-16.0%/+11.3%/-3.0%/-6.3%）普遍回暖，但品牌之间出现分化。三家重奢龙头中 Hermès 表现优异，24 全年公司实现收入 151.7 亿欧元，同比增长 14.7%，超越彭博一致预期，核心品类皮具马具/成衣饰品收入分别同比增长 18.3%/15.4%。LVMH 表现平淡，24 全年收入 846.8 亿欧元，同比增长 1.0%，低于彭博一致预期。酒类/皮具为主要拖累，收入同比分别下降 8.0%/1.0%。KERING 全年收入 171.9 亿欧元，同比下降 12.0%，主要受其主力品牌 Gucci（收入同比下降 21.0%）影响，部分则被 Bottega Veneta（收入同比增长 6.0%）抵消。目前 Gucci 原创意总监已离职，公司重申其优雅品牌定位。而高端户外品牌中 Moncler 表现优于 Canada Goose，当前二者均处于 DTC 渠道转型期，24Q4 Moncler 品牌收入/DTC 收入/批发收入同比分别 +8.0%/+9.0%/-7.0%，24 全年存续 12 个月以上店铺同店同比增长 3%，DTC 战略有力驱动收入增长。而 Canada Goose 24Q4 收入/DTC 收入/批发收入同比分别 -2.2%/-1.4%/-8.1%，公司将 DTC 增长乏力归咎于 Snow Goose 系列较晚推出导致营销活动不足。

发达国家客户显示韧性，中国市场 Q4 环比 Q3 改善。分地区来看，欧美、日本客户仍显示出韧性，24Q4 LVMH 美国/日本/欧洲收入分别增长 3%/8%/4%，Hermès 反映其欧洲（+20.7%）、日本（+22.4%）市场业绩主要由本地客户驱动而非游客。此外多数品牌表示 24Q4 中国市场情况较 Q3 已有所好转，但仍待继续观察，KERING 认为中国消费者多赴日购物表示高端需求仍在。分品类来看，24Q4 LVMH 皮具收入同比下降 1.0%，较 Q3（-5.0%）有所收窄，而 Hermès 皮具马具收入同比增长 21.5%，环比加速。此外香化、珠宝等品类表现相对较好，腕表相对较弱。

多品牌 25 年展望乐观，必要时或涨价传导关税通胀压力。展望 2025 年，Moncler 预计增长中到高单位数，而 LVMH CEO 则表示 25 年开局表现良好。多个品牌谈及美国市场增长机会，如 LVMH 表示当前美国欢迎公司前往投资，将提供优惠税率与补贴；Moncler 认为美国市场拥有未来几年重要的增长机会，公司正在优化批发渠道并计划开设新店（计划 26 年开设纽约第五大道店）；Hermès 25 年计划新开 5 家店中有 2 家位于美国。此外谈及涨价问题，Hermès、Moncler 均表示涨价主要由通胀、生产成本驱动，而非以增长为目的，Hermès 表示未来若关税上升将涨价传导负面影响，而 LVMH 则表示当前消费意识已有提升，奢侈品涨价必须给出合理理由。

25 年 1 月台企出口表现整体稳定。25 年 1 月裕元/丰泰/钰齐/志强/儒鸿/收入同比分别 +1.1%/-6.2%/+15.1%/+30.5%/+26.7%，整体表现稳定，裕元/丰泰部分受去年同期基数（+12.5%/+16.5%）影响，与上月相比（+13.5%/-9.0%/+57.3%/+13.3%/+27.6%），丰泰、志强环比加速。

投资建议。品牌端：政策加码下今年消费有望加速复苏，看好四条投资主线：

- ①当前业绩筑底，后市业绩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，看好运动户外景气赛道，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，12 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：陈子仪发布报告《从业绩预告看小家电基本面表现》。

部分小家电公司发布 2024 年业绩预告。

厨房小家电：表现分化。（1）苏泊尔公告全年营业收入 224.27 亿元，同比增长 5.27%，归母净利润 22.3-22.6 亿元，同比增长 2.3%-3.68%；（2）九阳股份公告全年归母净利润 0.9 亿元-1.35 亿元，同比下降 76.87%-65.30%。

个护小家电：盈利承压。（1）飞科电器公告全年实现归母净利润 4.64 亿元，同比下降 54.45%；（2）倍轻松公告全年实现归母净利润 0.09 亿元-0.13 亿元，扭亏实现微盈。内销小家电行业表现分化，部分公司盈利能力短期有一定压力，出口小家电保持高景气度。内销方面，根据奥维云网数据，全年厨房小家电终端零售额 609 亿元，同比下滑 0.8%，电吹风线上终端零售额 100 亿元，同比增长 10.4%，电动剃须刀线上零售额 86.1 亿元，同比降低 8.1%，清洁电器终端零售额 423 亿元，同比增长 24.4%（其中扫地机销售额同比增长 41.4%，洗地机销售同比增长 15.4%）。清洁电器品类渗透率提升，全年增长表现优于其他品类。从业绩预告来看，部分小家电盈利承压，苏泊尔加强费用管控，盈利基本保持稳定，但九阳股份、飞科电器等公司全年归母净利润出现 50%以上下滑，盈利承压，我们判断主要受到整体需求不佳，行业竞争加剧影响。出口方面，根据海关总署数据，整体海外小家电（家电-彩电空冰洗）出口额人民币口径同比增长 14%，其中 Q1-Q4 增速分别为 11%、17%、8%和 12%，我们判断受益于补库存、抢出口等因素影响，出口高景气度仍在延续。

投资建议。优选高增长细分赛道，期待行业整体盈利改善。目前来看，内销清洁电器和出口仍是增长最快的细分领域，扫地机、洗地机受益于国家补贴实现快速增长，出口受益于补库存、抢出口等因素延续前期高增长态势，厨房小家电、个护小家电内需相对平淡，同时行业竞争加剧，整体表现相对不佳。展望未来，随着以旧换新逐步扩大补贴品类，我们期待小家电行业需求回暖及盈利回升。关注主线：（1）高增长细分赛道：重点关注行业渗透率提升、渠道快速拓展，收入有望快速增长的石头科技，（2）业绩稳健：建议关注外销景气度仍在持续，增长稳健的苏泊尔、新宝股份。

轻工行业：郭庆龙发布报告《AI 引领，居然智家坚持推进数智化转型》。

居然智家 AI 设计平台发展前景广阔。为提升行业智能化水平，居然智家和阿里网络共同打造了 AI 设计平台“居然设计家”，聚焦于为行业内客户提供 AI 设计工具、3D 业务和精准营销服务。居然设计家自研 AI 算法辅助人工操作，实现模型分级自动化初筛，优质模型判断准确率达 83%，大幅降低人工成本；自研 3D 换景支持手机直播，使用成本降低 50%；与火山引擎合作，基于 Omniverse 平台，推动数字资产格式互通、渲染效果优化及生成式 AI 能力的全面提升；基于设计分享理念，为专业设计师、设计爱好者、业主提供家居产品供应链支持，推动设计资产变现，共同推动家居设计的智能化进程。截至 2024 年 11 月末，居然设计家全球用户超 1800 万，已经为全球业主设计了 3850 万套空间，真实户型 1200 万套，模型超过 1600 万。

居然设计家正在从三个方面入手，优化商业模式。一是赋能设计，通过加入 OpenUSD 联盟，接入 VeOmniverse，推动数字资产格式互通，优化渲染效果，实现 AI 灵感获取、AI 生 3D 方案和模型。二是赋能供应链，构建一个集 AI 设计工具、商品交易、服务撮合为一体的商业模式，实现所见即所得。三是赋能营销，为用户提供全域投放、智能客资清洗、精准客资自动分发等服务。

作为家居产业服务平台，洞窝聚焦于赋能产业、服务用户，促进家装家居产业转型。截至 2024 年 11 月末，上线卖场 1098 家，入驻商户超 13 万家，其中非居然卖场及商户占比近 70%，注册用户 3,328.88 万。未来的发展重点是继续夯实产业数字化底

座、提升产业全链路效率、服务全球化布局。赋能产业方面，公司自研全渠道商业管理系统，全链路赋能品牌工厂、经销商和卖场，实现经营管理一体化，行业上下游数据的互联互通；通过数字化精准营销系统，赋能商户智能营销、智能投放、可视化分析，实现线上线下一体化全场景零售；建设海外商业管理系统，建立跨境供应链能力、海外全渠道营销能力。服务用户方面，通过数实融合，打通家居消费服务全周期，让用户体验智能设计、智慧生活、智能管家的服务；通过虚实共生，重构家居消费全链路体验，实现在线选品、云端逛店、到店体验、离店决策、到家服务。

智能化业务板块方面，居然智家以居然智慧家为平台发展智能化业务。通过构筑跨品牌、跨生态、跨终端的数字化通用智能家居操控系统，连接手机、汽车、家电、智能家居等各种智能终端设备，进而实现消费大数据的互通互联。截至 2024 年 11 月末，通用智能家居系统连接合作品牌超 300 家，接入智能终端设备超 30 万台，开设门店 138 家。未来，在不断提升操控系统能力，扩展手机、汽车和智能家居供应链体系的同时，将重点深化 3 大智能场景：通过车机系统中植入“居然智慧家 APP”，享受从车到家的智慧生活，打造“人车家智慧生活新场景”；通过能源监控与数据收集、设备优化与控制、整合可再生能源资源，打造智能家居“绿色环保生活新方式”；通过传感器+芯片+AI 算法，赋能智能家居提供个性化的健康管理、疾病预防，打造“生命健康管理新时代”。

农业行业：冯鹤发布报告《产能去化渐进，关注生猪养殖板块》。

上周农业板块下跌 0.4%。上周农业板块下跌 0.4%，位列申万一级行业第 17 名。子行业中种子（+4.4%）、粮油加工（+1.3%）涨幅靠前，肉鸡养殖（-4.3%）、动物保健（-3.4%）跌幅最大。其他主要行业中，生猪养殖（+0.02%）小幅上涨、畜禽饲料（-0.6%）、水产养殖（-1.3%）有不同程度下跌。

体重矛盾加剧，猪价仍面临下行压力。1 月能繁母猪环比下降，产能去化或是 25 年行业主题，当前时点建议重点关注。根据 Wind 数据，全周生猪均价 14.8 元/公斤，环比+0.3 元/kg，涌益数据显示上周 15kg 仔猪价格为 594 元/头，环比-5.7%；50kg 二元母猪价格为 1641 元/头，环比持平。上周生猪出栏体重为 125.7kg/头，环比+0.6kg/头，这一体重水平显著高于过去三年，其中散户和集团厂出栏体重分别上升 0.7 和 0.4kg/头。我们认为，短期来看，当前生猪体重矛盾突出，随着未来气温回升和肥猪消费的下降，肥标价差或将逐渐下降，猪价仍然承受压力。1 月能繁母猪存栏 4062 万头，环比-0.4%，全年来看，我们在 1 月 25 日发布的报告《猪周期：24 年像 22 年，那 25 年会像 23 年吗？》中提出，25 年能繁周期和效率周期均指向猪价面临压力，产能去化或是 25 年的主题。而随着仔猪价格的回落，产能去化逻辑的演绎或也将更为充分。长期来看，非瘟趋缓、行业竞争激烈、利润空间压缩，成本的重要性空前提升，不同成本公司间的差异将拉大，低成本公司有望获得更好的利润和发展空间，以及更高的估值溢价。结合短期、全年及长期的逻辑，同时考虑到当前主要生猪养殖个股估值处于相对低位，我们建议重点关注生猪养殖板块，个股建议关注牧原股份、温氏股份、巨星农牧、神农集团、华统股份、天康生物等。

水产价格稳中有涨，重点关注海大集团。普水方面，上周草鱼塘口均价为 6.3 元/斤，环比+3.7%，同比+7%；鲫鱼塘口价 8.6 元/斤，环比-1.8%，同比+1%；鲤鱼塘口均价为 5.2 元/斤，环比+2%，同比-8%；罗非鱼塘口均价为 4.7 元/斤，环比-4.5%，同比-18%。特水方面，生鱼塘口均价为 6.4 元/斤，环比-7%，同比-4%，加州鲈鱼塘口均价为 14.1 元/斤，环比+8.2%，同比+31%；黄颡鱼塘口均价为 12.7 元/斤，环比+10.5%，同比+19%。对虾方面，全国南美白对虾塘口均价为 23 元/斤，环比+2.5%，同比-4%。原材料方面，上周鱼粉价格环比+1%，豆粕价格环比+5.2%，玉米价格环比+0.7%。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，看好海大集团。

经营表现亮眼，看好宠物食品板块。国内自主品牌业务，相关企业积极完善供应链、夯实品牌力、发力研发端，品牌认可度明显上升。一方面，头部国产品牌销售表现超越传统海外优势品牌，国产替代趋势明显；另一方面，宠物赛道融资限制增多，上市公司优势显著。我们预计上市宠食公司的市占率将持续快速提升。海外业务，供给端相关企业已在海外布局优质产能，需求端客户结构多元化且稳中向好，预计海外业绩稳定增长。建议关注乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、路斯股份。

动保板块有望业绩修复。我们认为，动保需求端很大程度受到猪价影响，24 年能繁增长速度偏慢，行业对扩张产能持谨慎态度，或意味着猪价景气时间将被拉长，行业有望持续盈利，25 年免疫积极性有望仍较强。

进入政策密集催化期，建议关注种业板块。年末年初，农业板块，特别是种业板块进入政策密集期，中央农村工作会议 24 年 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”。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。

上周鸡苗价格修复，毛鸡价格继续走弱。根据 Mysteel 数据，本周白羽肉鸡苗均价为 2.0 元/羽，环比+15.8%，毛鸡均价为 2.9 元/羽，环比-2.5%。我们认为，鸡苗价格有望触底回升。同时，24 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或有明显好于行业的表现。建议关注圣农发展、益生股份、禾丰股份、民和股份等。

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，欧美补库需求仍在，整体需求仍有支撑。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。关注具有成本优势的牧原股份、温氏股份、巨星农牧、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、路斯股份。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: Only 3 of the 8 industries we focused on tracking in February maintained positive growth and 5 had negative growth. Sectors with single-digit growth included food and beverage (+3.9%), beer (+2.8%) and soft drinks (+1.5%); Sectors with single-digit declines included sub-high-end and above liquor (-7.2%), quick-frozen food (-4.5%), condiments (-3.8%) and dairy products (-2.5%); Liquor of the public and below (-13.5%) recorded a double-digit decline. Compared with the previous month, the growth rate of 6 industries declined, and the growth rate of 2 industries improved. The year-on-year base in February this year was high, coupled with the inertia factors since the second half of last year, so the data was sluggish. From January to February, the cumulative year-on-year data was relatively stable, except for the liquor industry.

Price: In late February, the average discount rate of the six categories of mass products we tracked was as follows: soft drinks/condiments/instant foods/liquid milk/infant formula/beer were 94.7%/88.0%/98.2%/77.4%/93.8%/78.9% respectively, of which the discounts for soft drinks, liquid milk and beer increased, and the discounts for other categories were stable. The batch price of liquor rose and fell, Moutai fell slightly, Feitian bottles were -20 yuan month-on-month, Wuliangye controlled the price of goods, and the eighth-generation Puwu was +14 yuan month-on-month. On the whole, the high-end and mass prices are relatively stable, and the ultra-high-end and sub-high-end prices mostly fall.

Cost: At the end of February, the spot cost index of instant noodles/soft drinks/condiments/beer/dairy products/quick-frozen food changed by +1.2%/+1.0%/+0.9%/+0.7%/+0.4%/-1.2% month-on-month, respectively, and the futures cost index changed by +2.7%/-0.3%/-1.3%/-4.7%/+0.1%/-0.5%. In terms of packaging materials, the spot price of glass/plastic increased by 2.0%/1.1% month-on-month and decreased by 31.5%/12.9% year-on-year. In terms of direct raw materials, the spot price of soybean meal increased by 10.9% month-on-month and decreased by 5.9% year-on-year. In the futures market, palm oil/wheat/soybean/sugar prices rose 11.1%/9.2%/2.7%/2.5% month-on-month, respectively, and +25.8%/+4.2%/-10.9%/-5.0% year-on-year.

Funding: As of February 28, the net inflow of Hong Kong Stock Connect funds in the month was 143.037 billion yuan (net inflow of 118.511 billion yuan in the previous month), and the market value of the consumer staples sector accounted for 5.56%, down 0.05 pct from the previous month. The food additives industry accounted for 12.66% of the Hong Kong Stock Connect, an increase of 0.13 pct from the beginning of the month, and the market value of the dairy products Hong Kong Stock Connect accounted for 11.50%, ranking second, with an increase of 0.07 pct from the previous month. Tsingtao Brewery (42.8%) has the highest shareholding, followed by Huabao International (19.8%) and Baiguoyuan (19.2%).

Valuation: At the end of February, the historical quantile of PE in A-share food and beverage was 17% (20.7x), an increase of 1pct from the end of the previous month (16%, 19.9x), and the lower quantiles of sub-sectors were dairy (6%, 18.6x) and beer (4%, 24.2x). The median valuation of the leading companies (top 30 by market capitalization) was 19x (unchanged from the previous month). The historical quantile of PE in the H-share consumer staple sector was 5% (15.7x), up 2pct from the end of the previous month. The lower quantiles of the sub-sectors are alcoholic beverages (4%, 16.1x), packaged foods (6%, 11.2x), etc. The median valuation of the leading companies (top 15 by market capitalization) was 17x (up 2x from the previous month).

Suggestion: The early prediction is initially realized, and the market outlook is still considerable. In February, A-shares and H-shares continued to fluctuate upward, and after the technology and manufacturing sectors, the consumer sector also rose. The A-share food and beverage index and the H-share consumer staples index rose by 5.2% and 0.4% respectively, while the dairy index of the two cities rose by 15.8% and 13.2% respectively, ranking first in the sub-sector. The topics of our investment strategy reports in the past three months are: "Although Late is Not Absent, Dairy First and Liquor Then", "Focus on Valuation Repair Before Fundamentals Improve", "Technology Bull Market Has Arrived, Will Consumption Be Far Away?" ", made a good prediction of the current market. The latest views remain unchanged, focusing on Yili shares, Mengniu Dairy, China Feihe, Kweichow Moutai, Shanxi Fenjiu, Master Kong, Uni-President Enterprise, and China Resources Beer. Other consumer industry targets, pay attention to Commodity City, Taobo, Rock Technology, Actually Zhijia, Wen's shares.

Risk warning: consumption recovery is less than expected, raw material prices rebound, and the RMB depreciates significantly.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

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

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

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.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

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

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

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

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

JD.US 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

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

000596.CH, 002311.CH, 600600.CH, 002705.CH 及 300592.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000596.CH, 002311.CH, 600600.CH, 002705.CH and 300592.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

002714.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。
002714.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 002311.CH 及 300592.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。
Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 002311.CH and 300592.CH.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

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

分析师股票评级

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

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

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

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

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

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

Analyst Stock Ratings

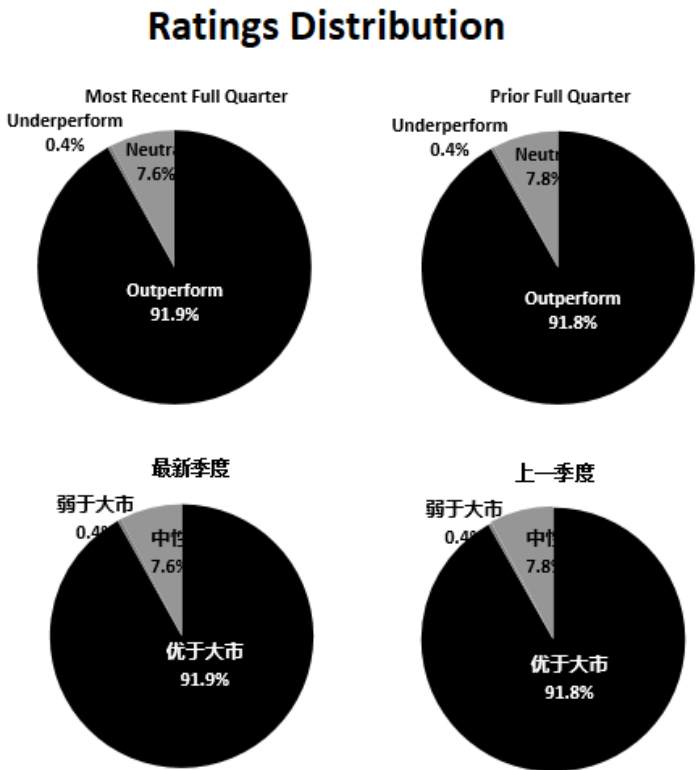
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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

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

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

评级分布 Rating Distribution



截至 2024 年 12 月 31 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	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	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 December 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

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

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

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

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

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

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

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

IMPORTANT DISCLAIMER

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

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

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

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

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

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

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

分发和地区通知:

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

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

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

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

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

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

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

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial

instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

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

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

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

电话: (65) 6713 0473

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

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

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

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

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>
