

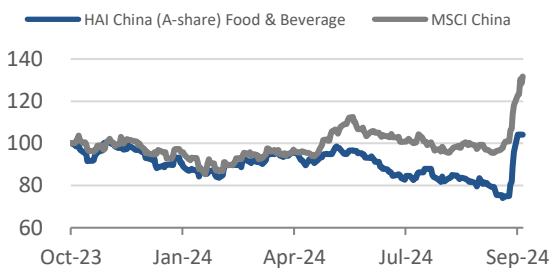
# 中国 & 中国食品饮料 China (A-share) & China (Overseas) Food & Beverage

## 政策红利提前兑现，消费值得长期持有

Policy Dividends are Realized in Advance, and Consumption is Worth Holding for the Long Term

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	今世缘	Outperform
贵州茅台	Outperform	康师傅	Outperform
五粮液	Outperform	迎驾贡酒	Outperform
五粮液	Outperform	重庆啤酒	Outperform
海天味业	Outperform	重庆啤酒	Outperform
山西汾酒	Outperform	燕京啤酒	Outperform
泸州老窖	Outperform	安井食品	Outperform
泸州老窖	Outperform	口子窖	Outperform
洋河股份	Outperform	水井坊	Outperform
洋河股份	Outperform	珠江啤酒	Outperform
百威亚太	Neutral	老白干	Outperform
东鹏饮料	Outperform	舍得酒业	Outperform
东鹏饮料	Outperform	金龙鱼	Outperform
华润啤酒	Outperform	中炬高新	Outperform
古井贡酒	Neutral	汤臣倍健	Outperform
青岛啤酒	Outperform	汤臣倍健	Outperform



资料来源: Factset, HTI

### Related Reports

- 8月酒、饮料和精制茶制造业收入同比+0.9%
- August Revenue in Alcohol, Beverage, and Refined Tea Manufacturing Up 0.9% YoY (3 Oct 2024)
- 8月餐饮零售额同比+3.3%
- August Restaurant Retail Sales Up 3.3% YoY (24 Sep 2024)
- 今世缘(603369 CH): 智慧工厂投产开酿, 产品矩阵持续完善—维持优于大市 (Jiangsu King's Luck Brewery Joint: Smart Factory Begins Production, Product Portfolio Continues to Improve—Maintain OP) (24 Sep 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**需求: 9月重点跟踪的8个行业中3个增速加快或降幅收窄, 5个行业增速下滑。**本月没有实现双位数增长的行业; 增长的行业包括次高端以及上白酒、速冻食品、餐饮、调味品、软饮料和啤酒; 大众及以下白酒和乳制品负增长。与上月相比, 3个增速加快或降幅收窄, 5个行业增速下滑。由于去年下半年基数降低, 同比增速可能改善, 但消费需求依然偏弱, 中秋节效应不明显, 预计国庆节有所改善。

**成本: 棕榈油和蔬菜继续涨价, 包材价格止跌企稳。**9月速冻食品/乳制品/方便面/调味品/软饮料/啤酒现货成本指数变动+0.8%/-1.0%/-1.1%/-2.5%/-3.2%/-5.0%, 期货成本指数变动+1.5%/-1.0%/+1.6%/+0.9%/+1.2%/+1.2%。具体来看, 玻璃、塑料现货价格领跌, 本月分别跌13.8%/7.1%。本月包材期货价格多数反弹。直接原材料中, 本月棕榈油和蔬菜继续领涨, 现货价格较月初涨5.6%/5.6%。原奶价格继续下跌, 较月初跌1.0%, 同比跌15.8%。

**资金: 港股通持续净流入, 食品饮料港股通占比上升。**截至9月30日, 港股通资金当月净流入385.29亿元(上月净流入384.45亿元), 必需消费板块市值占比为5.02%, 较上月上升0.35pct。子板块中食品添加剂行业港股通占比为12.26%, 较月初增持0.51pct; 乳制品港股通市值占比为11.03%, 排名次之; 港股通持股占比靠后的子行业分别为酒精饮料(7.24%)、包装食品(2.20%)和非酒精饮料(1.61%)。

**估值: A股食品饮料行业估值大幅反弹。**A股食品饮料的PE历史分位数为25%(24.2x), 较上月末提升12pct, 子行业分位较低的是啤酒(5%, 26.6x)、乳品(6%, 19.3x)、调味发酵品(14%, 30.5x)。H股必需性消费行业PE历史分位数为40%(19.3x), 分位数较上月末提升40pct, 子行业分位较低的是农产品(3%, 11.1x)、禽畜肉类(5%, 11.6x)、酒精饮料(8%, 20.3x)。美股日常消费品的PE历史分位数为99%(25.9x), 较上月末上升1pct, 子行业分位较低的是葡萄酒(24%, 20.1x)、烟草(27%, 14.6x)、啤酒(35%, 19.0x)。

**建议: 政策红利提前兑现, 消费值得长期持有。**我们在8月投资月报《用贪婪迎接“恐惧时刻”》中提出: “A、H消费行业指数均连续下跌了4年, 且近期又经历一波较快下跌。公司股价、市场预期、估值水平、机构持仓等指标均处于近几年甚至十几年来最低水平。投资消费股的风险已然明显降低。从积极方面看, 必需性消费复苏虽然滞后于经济复苏, 但其必需性特征意味着即使业绩不佳, 更多表现为增速放缓或者小幅下滑, 连续下滑或大幅下滑概率较低。另一方面, A、H必需性消费品公司股息率越来越有吸引力, 且有可能进一步提高分红率, 在目前全球央行普遍降息的背景下, 高股息标的有望长期受益。港股通资金持续流入或可见一斑。综上所述, 我们短期谨慎, 中长期乐观, 建议长线资金积极配置两市消费龙头公司。”目前来看, 这些观点无需变化。考虑到近期股市大涨主要是政策面和资金面驱动的估值修复行情, 重点行业为乳制品、白酒、软饮料、啤酒, 继续关注龙头公司, 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, 建议关注中国中免、小商品城、安踏体育、海澜之家、TCL电子、雅迪控股、牧原股份等, 详见投资建议部分。

**风险提示:** 消费恢复不及预期, 原材料价格反弹, 人民币明显贬值。

宋琦 Qi Song  
q.song@htisec.com

阚宏伟 Hongwei Wen  
hongwei.wen@htisec.com

芮雯 Raven Rui  
raven.w.rui@htisec.com

肖伟俐 Weili Xiao  
wl.xiao@htisec.com

## 1 9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
7月营收	208	127	386	201	362	80	691	163
8月营收	229	170	425	175	368	84	701	170
9月营收	525	145	485	161	358	80	640	160
7月同比%	11.8%	-4.9%	-6.4%	5.8%	0.3%	6.0%	3.9%	6.0%
8月同比%	10.1%	-9.1%	-4.3%	-1.7%	3.1%	5.3%	3.7%	7.0%
9月同比%	9.8%	-9.4%	-4.5%	1.9%	4.5%	7.4%	3.6%	5.6%
年初至今同比%	12.9%	-3.4%	-7.2%	-1.4%	4.2%	7.6%	4.4%	5.4%

资料来源: HTI

据海通国际预测, 24年9月重点跟踪的8个行业中6个保持正增长, 2个负增长。本月没有实现双位数增长的行业; 个位数增长的行业包括次高端及以上白酒、速冻食品、餐饮、调味品、软饮料和啤酒; 大众及以下白酒和乳制品负增长。与上月相比, 3个增速加快或降幅收窄, 5个行业增速下滑。由于去年下半年基数降低, 同比增速可能改善, 但消费需求依然偏弱, 中秋节效应不明显, 预计国庆节有所改善。

9月国内次高端及以上白酒行业收入为525亿元(出厂口径), 同比增长9.8%。1-9月累计收入为3214亿元, 同比增长12.9%。9月进入白酒消费小旺季, 然而据多家酒业媒体和多位酒商反馈, 今年中秋节前后白酒消费普遍降幅20-30%, 部分地区或渠道甚至30-50%; 约90%的经销商销售下滑, 对国庆节消费预期也较为悲观; 从消费场景来看, 送礼和宴席下滑严重, 特别是企业团购渠道; 厂家政策并不积极, 大部分取消传统节前订货会, 名酒回款比例70-85%。目前情况与我们认为“目前处于白酒行业中期调整的下半场”的判断基本相符, 预计前期业绩增速持续较高的企业开始出现压力。

9月国内大众及以下白酒行业收入为145亿元, 同比降低9.4%。1-9月累计收入为1657亿元, 同比降低3.4%。从5月开始, 连续5个月降幅扩大。8月全国白酒产量同比下降10.2%, 从6月开始增速下降并转负。1-8月累计同比下降2.1%, 预计全年降幅扩大, 这是从2019年开始连续第六年同比负增长。在白酒行业中期调整过程中, 大众及以下白酒企业市场相对分散、抗风险能力弱、业绩波动大。在前文提到的经销商大比例亏损情况下, 商家对非名酒企业减少打款甚至停止合作成为普遍选择, 进一步挤压中小企业生存空间。

9月国内啤酒行业收入为161亿元, 同比上升1.9%。1-9月累计收入为1473亿元, 同比下滑1.4%。今年以来, 受多重外部因素影响, 现饮渠道销量持续承压。8月, 我国规模以上企业啤酒产量358.5万千升, 同比下降3.3%。1-8月, 我国规模以上企业累计啤酒产量2637.6万千升, 同比下降1.2%。进入9月, 行业基数走低, 预计全年销量低单位数下滑, 吨价延续上半年低单位数增长趋势, 全年收入持平而结构升级, 且受益于成本下行和降本增效, 酒企净利率将进一步改善。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测 (亿元)

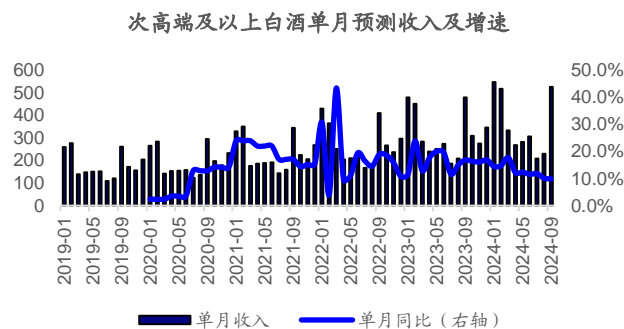
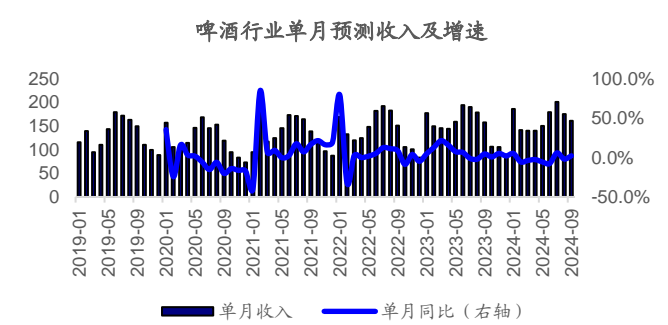


图2 啤酒行业收入预测 (亿元)



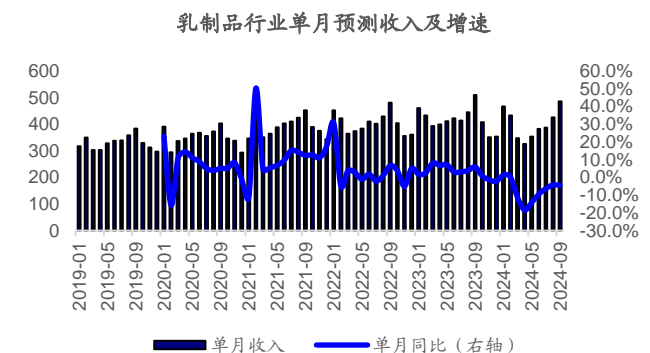
9月国内调味品行业收入为358亿元，同比增长4.5%。1-9月累计收入为3300亿元，同比增长4.2%。行业库存逐步消化，行业出货恢复，其中中炬高新对酱油以及鸡精鸡粉等产品进行提价从而加快出货，千禾味业升级或淘汰部分低端产品，避免恶性低价竞争。海天味业逐渐摆脱年终天气原因带来的对出货与库存节奏的影响，进入良性状态。龙头厂商接触更多元的渠道，协助经销商提升盈利能力，争取到了更多的市场份额，竞争优势凸显。

9月国内乳制品行业收入为485亿元，同比下降4.5%。1-9月累计收入为3598亿元，同比下降7.2%。9月中秋国庆旺季备货开启，自前期去库存后，经销商库存恢复良性，节庆前渠道进货意愿有所增加，9月出库环比继续改善。原奶价格持续下行的大背景下，中小厂商竞争较为激烈，行业整体促销仍然较多、价格表现较弱。但9月目前喷粉情况基本消失、部分区域散奶价格企稳，相较前期环比改善。近日，农业农村部等七部门联合印发通知，要求稳定肉牛奶牛生产、鼓励学生奶和消费券等方式拉动牛奶消费。预计随着乳业供需接近平衡，奶价拐点在未来6个月有望出现，乳企盈利也将企稳回升。

图3 调味品行业收入预测 (亿元)



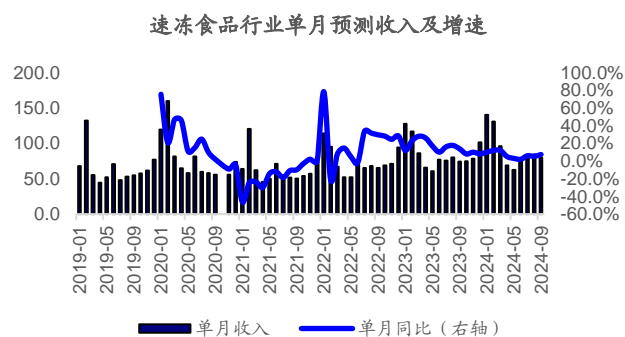
图4 乳制品行业收入预测 (亿元)



9月国内速冻食品行业收入为79.5亿元，同比增长7.4%。1-9月累计收入为821亿元，同比增长7.6%。今年旺季备货有所延后，出游相关的酒店和景区渠道的销售表现优于学校团餐渠道，C端需求相对平稳。火锅料目前尚未迎来旺季，此外店铺闭店率较高，因此表现较为疲软。面点、烤肠类产品表现相对较优。市场竞争有所加剧，拥有大单品的区域性中小品牌表现同样强势。

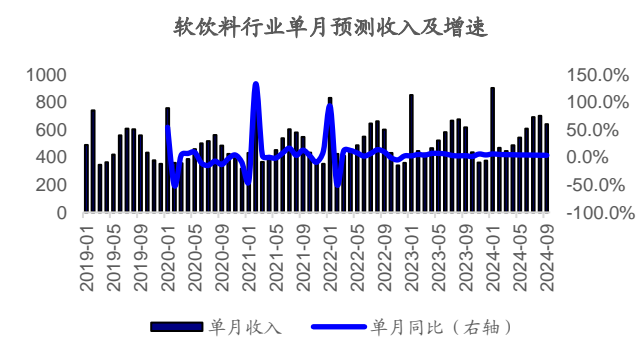
9月国内软饮料行业收入为640亿元，同比增长3.6%。1-9月累计收入为5486亿元，同比增长4.4%。另据国家统计局数据，8月全国软饮料产量下降3.2%，连续两个月同比下降，我们认为主要是软饮料消费具有季节性，生产端在旺季结束后“多退少补”。1-8月累计同比增长5.7%，在食品饮料各子行业中名列前茅。9月随着暑期出游等热度走弱、天气开始转凉，软饮料旺季即将进入尾声，我们预计需求环比增速将由正转负。部分品类零售价格在5-7月下行业后，8月有企稳迹象（详见下文价格分析）。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

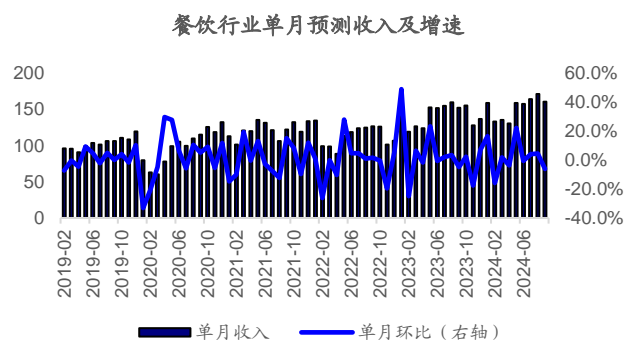
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

9月国内餐饮上市公司总计收入为162亿元，同比增长5.6%。1-9月累计收入1365亿元，同比增长5.4%。目前百胜中国与海底捞在高基数背景下整体表现稳健，优于整体行业表现。未来4Q24百胜中国基数较低，同店表现有望呈向上趋势，海底捞同店翻台水平稳步提升。九毛九同店短期表现仍承压，达势股份依靠新品同店实现正增长。目前百胜中国推出肯悦咖啡以及必胜客WOW店两种新模型，走高性价比路线，应对消费环境变化，海底捞发布红石榴计划覆盖更多的价格区间与消费者群体。龙头连锁餐饮品牌面对消费偏好以及消费力的改变，能够在产品及定价方面快速调整并应对，才较低景气度环境中抢占市场份额，实现整体经营稳定增长。

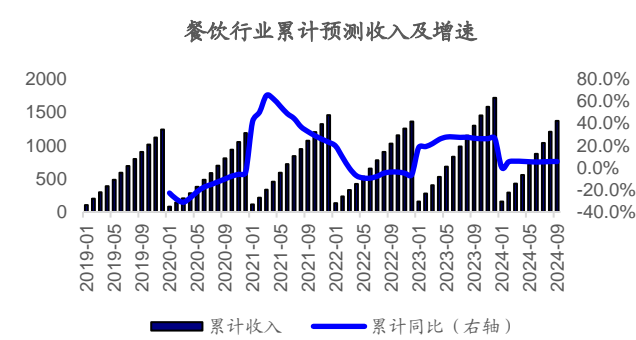
图7 餐饮行业单月收入预测（亿元）



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（9月23日至9月30日），飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2380/2280/730 元，较上周-10/+10/-10 元，较上月-270/-80/-70 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-580/-440/-220 元，较去年同期-610/-455/-280 元。

**五粮液：**本周八代普五批价为 943 元，较上周持平，较上月+5 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-5 元，较去年同期持平。

**泸州老窖：**本周国窖 1573 批价为 850 元，较上周-10 元，较上月-10 元。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价持平，较去年同期-20 元。

**山西汾酒：**本周复兴版、青花 20 批价为 860/355 元，较上周持平/持平，较上月持平/持平。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价+50/+35 元，较去年同期+45/+5 元。

**洋河股份：**本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 540/375/269 元，较上周持平/持平/持平，较上月持平/持平/-6 元。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价+10/-5/-9 元，较去年同期-40/-25/-9 元。

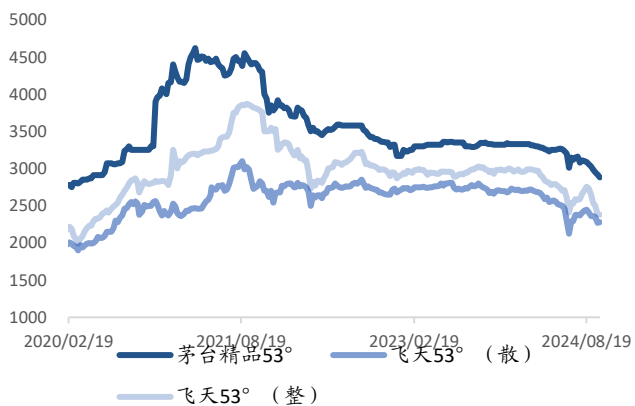
**古井贡酒：**本周古 20、古 16、古 8 批价为 465/300/200 元，较上周持平/-10/持平，较上月-5/-10/持平。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价+10/-20/+5 元，较去年同期-5/-30/持平。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/09/30	产品	批价 (元)	周涨幅	月涨幅	年初至今涨幅	年涨幅
茅台	飞天53° (整)	2380	-10	-270	-580	-610
	飞天53° (散)	2280	10	-80	-440	-455
	茅台精品53°	2880	-40	-150	-450	-470
	王子普王53°	245	0	0	-10	-5
	茅台1935	730	-10	-70	-220	-280
五粮液	第八代普五52°	943	0	5	-5	0
	交杯52°	1365	0	15	140	115
	1618 52°	943	0	8	43	20
泸州老窖	国窖1573 52°	850	-10	-10	0	-20
	窖龄60 52°	240	0	0	0	10
山西汾酒	青花30复兴版	860	0	0	50	45
	青花20 53°	355	0	0	35	5
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	540	0	0	10	-40
	梦之蓝水晶版52	375	0	0	-5	-25
	天之蓝52°	269	0	-6	-9	-9
	海之蓝52°	115	0	5	-10	-20
今世缘	国缘四开 42°	380	0	0	0	20
	国缘对开 42°	205	0	0	35	-10
古井贡酒	古20 52°	465	0	-5	10	-5
	古16 50°	300	-10	-10	-20	-30
	古8 45°	200	0	0	5	0
	古5 50°	95	5	5	-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	-5	-25	-5
舍得酒业	品味舍得 52°	315	0	0	10	-5
酒鬼酒	内参 52°	700	0	-20	-10	-25
	红坛 52°	300	0	0	-15	-10
水井坊	井台 52°	420	0	5	-5	-20
	臻酿八号 52°	305	0	5	30	25
珍酒李渡	珍十五 53°	305	0	5	-35	-35
习酒	窖藏1988 53°	425	-5	-15	-40	-55
	青花郎 20 53°	830	0	10	10	10
郎酒	红花郎 15 53°	420	0	-5	-70	-50
	国台 15年 53°	590	-10	-20	0	-30
国台	国台国标 15 53°	305	0	5	5	5
	剑南春	水晶剑 52°	385	0	5	15
金沙酒业	摘要 53°	485	0	5	-55	-65

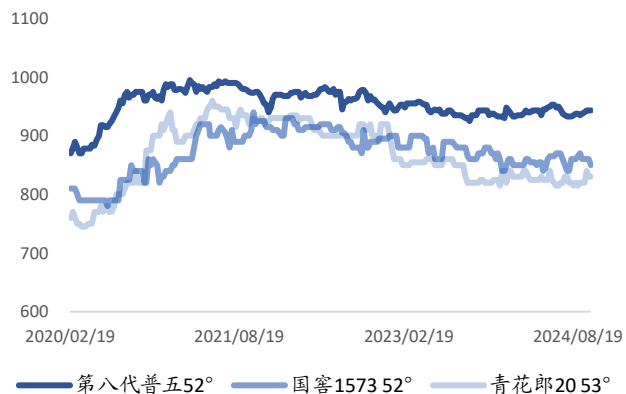
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周茅台精品、飞天整箱、散瓶批价-40/-10/+10元



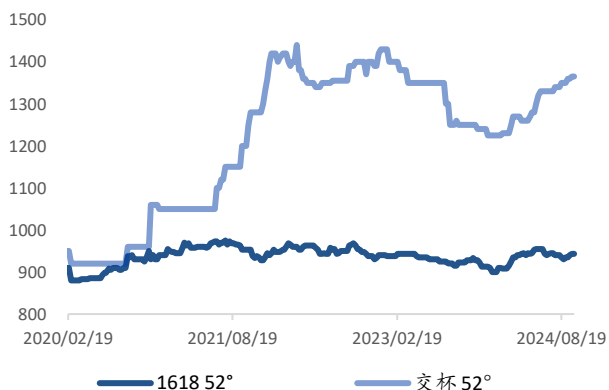
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周国窖 1573 批价-10元



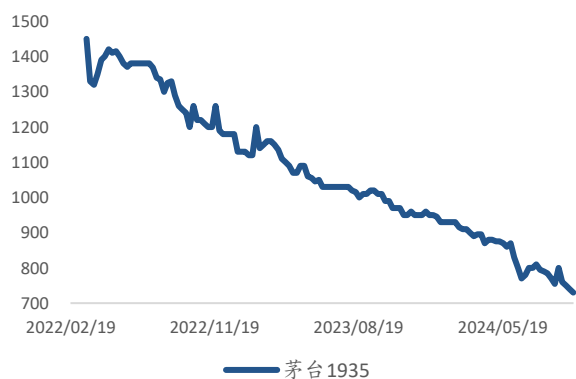
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618、交杯批价持平



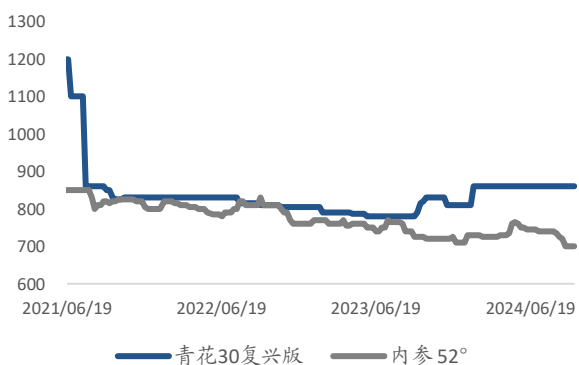
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价-10元



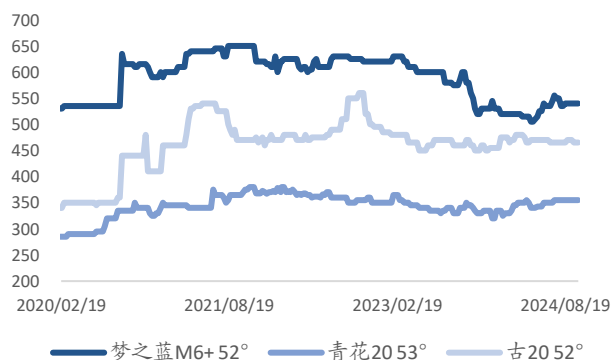
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周青花 30 复兴版、内参批价持平



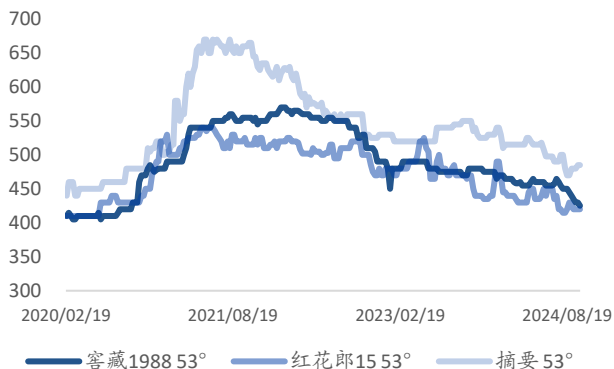
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周梦之蓝 M6+、青花 20、古 20 批价持平



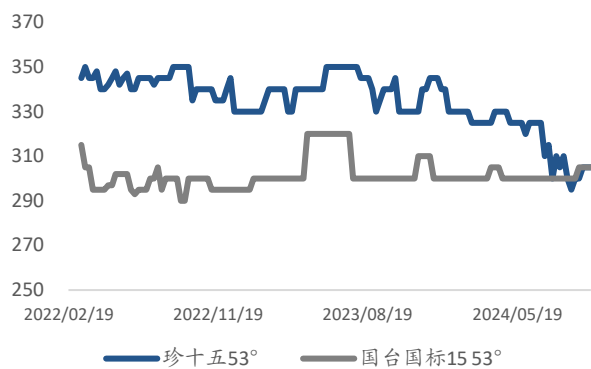
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988批价-5元



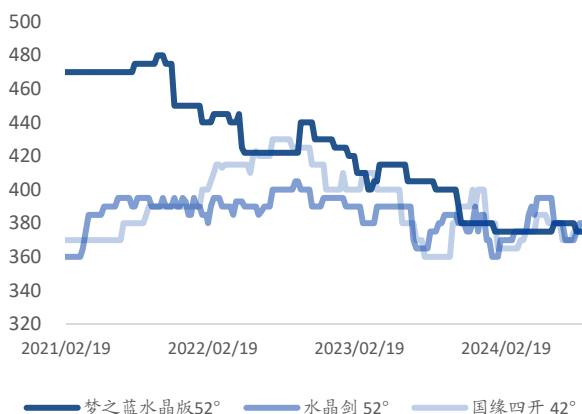
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五、国台国标批价持平



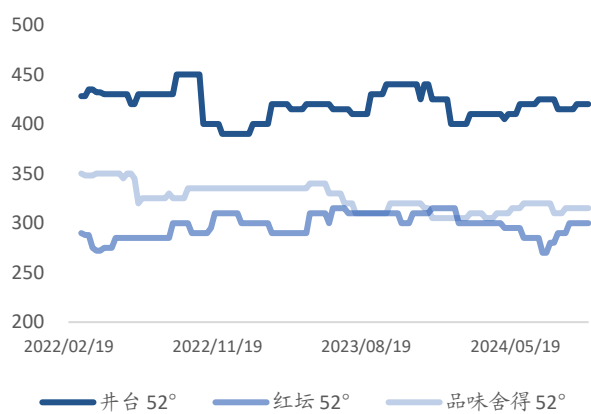
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周梦之蓝水晶版、水晶剑、国缘四开批价持平



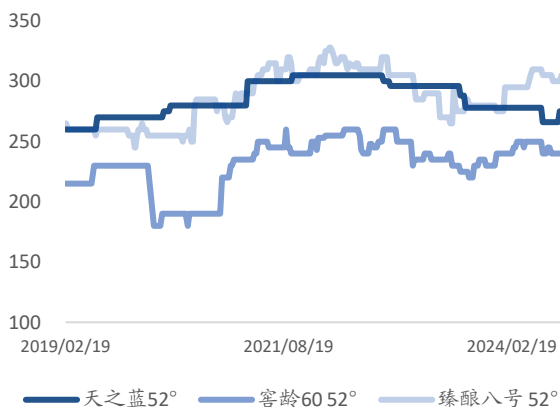
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周井台、红坛、品味舍得批价持平



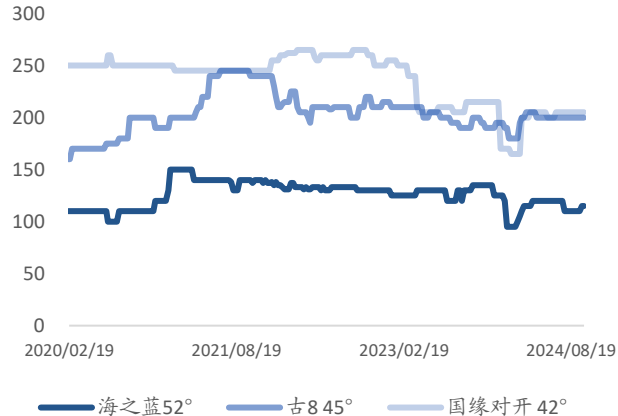
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周天之蓝、窖龄60、臻酿八号批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周海之蓝、古8、国缘对开批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

### 1.2.2 大众品零售价格追踪

液态奶、调味品和方便食品代表产品较 8 月末折扣力度有所减小。

液态奶代表产品的折扣率（实际到手价格/平台标注原价）平均值/中位值分别由 8 月末的 73.2%/67.7%变化至本周的 75.5%/73.9%。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 8 月末的 88.9%/92.8%变化至本周的 90.1%/92.8%。

啤酒代表产品折扣力度有所增加。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 8 月末的 80.9%/81.2%变化至本周的 87.4%/80.0%。

方便食品、婴配粉以及软饮料折扣力度表现平稳。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 8 月末的 96.8%/97.6%变化至本周的 97.6%/100%。

软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 8 月末的 94.2%/99.7%变化至本周的 93.7%/99.7%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 8 月末的 95.0%/97.8%变化至本周的 94.7%/98.0%。

表3 大众品类整体折扣率一览（当期数据日期 20240930）

指标	当期折扣率	上周折扣率	上月折扣率	年初折扣率
液态奶折扣率平均值	75.5%	78.1%	73.2%	84.8%
液态奶折扣率中位值	73.9%	80.0%	67.7%	83.3%
啤酒折扣率平均值	77.4%	79.1%	80.9%	80.6%
啤酒折扣率中位值	80.0%	80.0%	81.2%	81.4%
方便食品折扣率平均值	97.6%	97.6%	96.8%	89.9%
方便食品折扣率中位值	100%	100%	97.6%	93.2%
调味品折扣率平均值	90.1%	90.7%	88.9%	87.1%
调味品折扣率中位值	92.8%	92.8%	92.8%	90.0%
软饮料折扣率平均值	93.7%	93.7%	94.2%	91.4%
软饮料折扣率中位值	99.7%	99.7%	99.7%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	94.7%	94.9%	95.0%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	98.0%	98.0%	97.8%	100%

资料来源：资料来源：多个电商平台，HTI

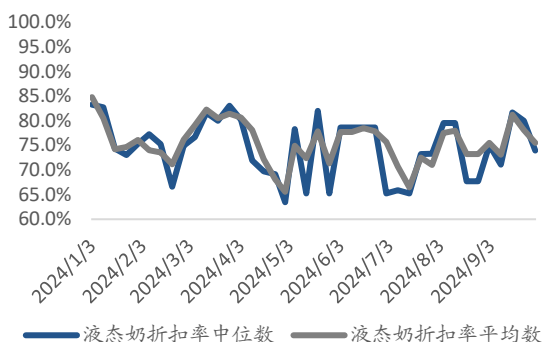
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览(当期数据日期 20240930)

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
百威哈啤小麦王	450ml*15/箱	啤酒	48.3%	78.9%	94.0%
燕京 10 度清爽	330ml*24/箱	啤酒	52.4%	80.0%	85.9%
珠江纯生	500ml*12/箱	啤酒	53.3%	80.0%	81.4%
重啤乐堡	500ml*12/箱	啤酒	54.3%	95.0%	85.7%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	55.3%	100%	75.0%
伊利金典牛奶	250ml*12/箱	液态奶	56.1%	64.6%	100%
中炬高新味极鲜	900ml/瓶	调味品	65.4%	100%	100%
蒙牛特仑苏牛奶	250ml*12/箱	液态奶	66.7%	94.3%	83.3%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/箱	液态奶	69.0%	55.7%	75.6%
千禾头道原香 280 天	500ml/瓶	调味品	70.0%	100%	100%

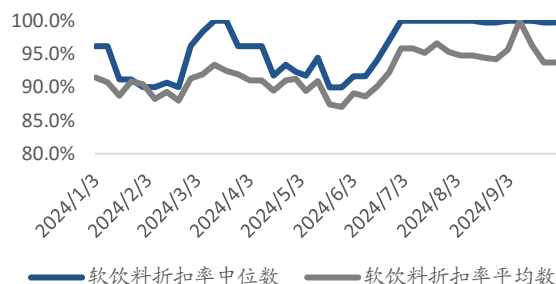
资料来源: 多个电商平台, HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



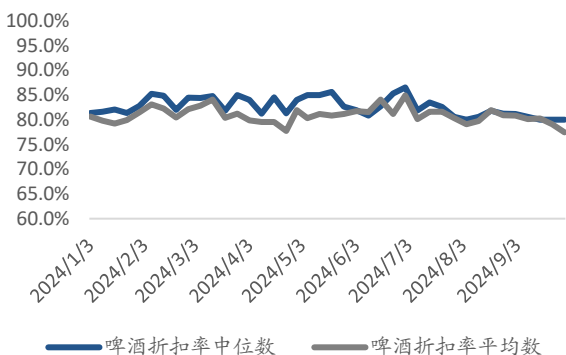
资料来源: 多个电商平台, HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



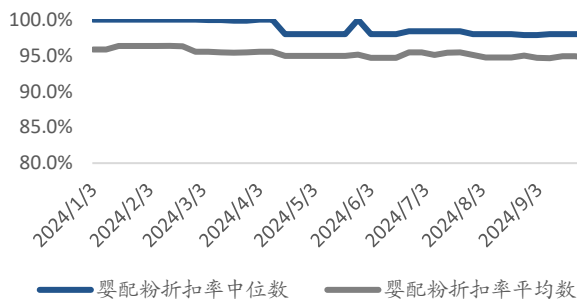
资料来源: 多个电商平台, HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



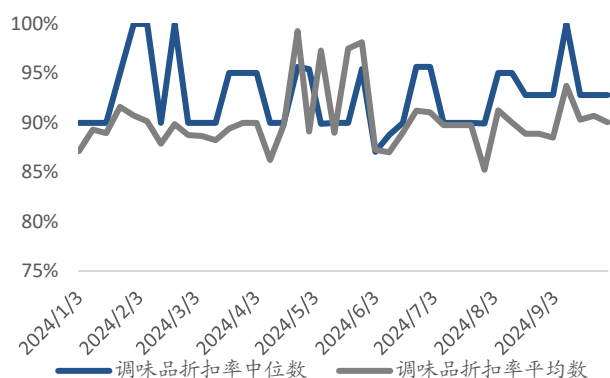
资料来源: 多个电商平台, HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



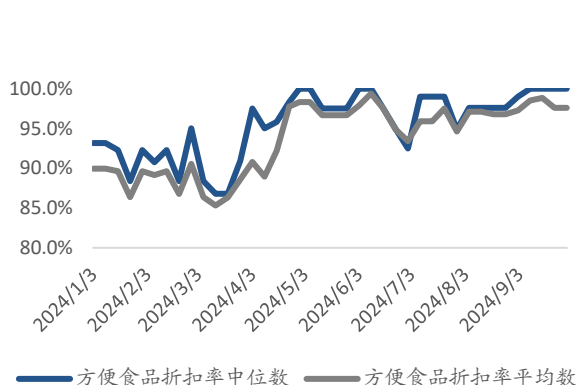
资料来源: 多个电商平台, HTI

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 2024/9/30	112.16	104.18	101.59	101.89	123.79	109.59
上周 2024/9/23	111.68	103.91	101.45	101.50	123.31	109.38
上月 2024/8/30	118.00	107.58	102.60	102.99	122.78	112.40
今年年初 2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期 2023/9/30	139.30	125.42	111.64	109.86	126.50	121.34
较上周	0.43%	0.27%	0.15%	0.38%	0.39%	0.19%
较上月	-4.95%	-3.15%	-0.98%	-1.06%	0.83%	-2.50%
较今年年初	-16.75%	-12.43%	-7.76%	-5.03%	0.13%	-8.17%
较去年同期	-19.48%	-16.93%	-9.00%	-7.25%	-2.14%	-9.69%

资料来源：Wind，HTI

截至9月30日，啤酒成本现货指数为112.16，较上周提升0.43%；啤酒成本期货指数为123.98，较上周提升8.32%。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数下降4.95%，啤酒成本期货指数提升1.17%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降16.75%，啤酒成本期货指数下降15.07%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降19.48%，啤酒成本期货指数下降11.89%。

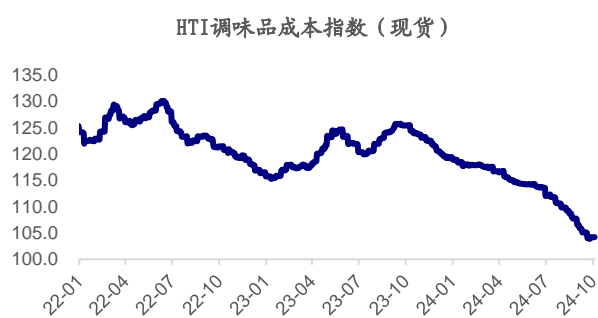
调味品成本现货指数为104.18，较上周提升0.27%；调味品成本期货指数为112.47，较上周提升5.54%。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降3.15%，调味品成本期货指数提升0.85%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降12.43%，调味品成本期货指数下降12.32%，较去年同期，调味品成本现货指数下降16.93%，调味品成本期货指数下降14.38%。

图27 啤酒行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图28 调味品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

乳制品成本现货指数为 101.59, 较上周提升 0.15%; 乳制品成本期货指数为 94.73, 较上周提升 0.4%。月度来看, 较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.98%, 乳制品成本期货指数下降 0.98%。中长期看, 今年年初以来乳制品成本现货指数下降 7.76%, 乳制品成本期货指数下降 4.26%, 较去年同期, 乳制品成本现货指数下降 9%, 乳制品成本期货指数下降 10.07%。

方便面成本现货指数为 101.89, 较上周提升 0.38%; 方便面成本期货指数为 111.72, 较上周提升 3.07%。月度来看, 较上月同期方便面成本现货指数下降 1.06%, 方便面成本期货指数提升 1.61%。中长期看, 今年年初以来方便面成本现货指数下降 5.03%, 方便面成本期货指数下降 0.42%, 较去年同期, 方便面成本现货指数下降 7.25%, 方便面成本期货指数下降 3.24%。

图29 乳制品行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

图30 方便面行业成本现货指数



资料来源: Wind, HTI

速冻食品成本现货指数为 123.79，较上周提升 0.39%；速冻食品成本期货指数为 124.67，较上周提升 0.39%。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 0.83%，速冻食品成本期货指数提升 1.46%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数提升 0.13%，速冻食品成本期货指数提升 1.28%，较去年同期，速冻食品成本现货指数下降 2.14%，速冻食品成本期货指数提升 0.82%。

软饮料成本现货指数为 109.59，较上周提升 0.19%；软饮料成本期货指数为 126.78，较上周提升 5.03%。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 2.5%，软饮料成本期货指数提升 1.18%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 8.17%，软饮料成本期货指数下降 2.58%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 9.69%，软饮料成本期货指数下降 9.22%。

图31 速冻食品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

图32 软饮料行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

#### 1.4 消费行业及公司重点新闻

表6 2024年9月消费行业新闻

日期	行业	标题及链接
9.30	白酒	国庆节白酒价格集体回暖 <a href="https://www.toutiao.com/i7420413051771290148/">https://www.toutiao.com/i7420413051771290148/</a>
9.27	餐饮	锅圈收购速冻虾记，聚焦“社区央厨”新战略打造餐饮“大航母” <a href="http://www.yemacaijing.com/Index/view/id/80887">http://www.yemacaijing.com/Index/view/id/80887</a>
9.26	啤酒	欧亚经济联盟拟统一啤酒及啤酒饮料的标签规则 <a href="http://www.beerw.com/3g/list.asp?id=101030">http://www.beerw.com/3g/list.asp?id=101030</a>
9.27	软饮料	在海外狂揽 200 亿后杀回国内，饮料新风口来了 <a href="https://www.jiemian.com/article/11776269.html">https://www.jiemian.com/article/11776269.html</a>
9.18	调味品	下游需求放缓 调味品龙头逆势谋增长 <a href="http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzkwMzE4NTU3MQ==&amp;mid=2247556561&amp;idx=3&amp;sn=a33aac57c8f094e821b2d098cf35fd94&amp;chksm=c1bfd5f860a07cbfc407453f56c7df7feaa65ac5c13d59c9a5c78374b4a7ca70a58c6a1a53d0&amp;scene=0&amp;xtrack=1#rd">http://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzkwMzE4NTU3MQ==&amp;mid=2247556561&amp;idx=3&amp;sn=a33aac57c8f094e821b2d098cf35fd94&amp;chksm=c1bfd5f860a07cbfc407453f56c7df7feaa65ac5c13d59c9a5c78374b4a7ca70a58c6a1a53d0&amp;scene=0&amp;xtrack=1#rd</a>
9.30	乳制品	七部门联发通知刺激乳制品消费，渠道调整结束奶价或将反转 <a href="https://www.zhitongcaiing.com/content/detail/1188783.html">https://www.zhitongcaiing.com/content/detail/1188783.html</a>

资料来源：wind，HTI

表7 2024年9月消费公司公告

日期	公司	摘要
9.30	中炬高新	关于持股5%以上股东所持部分公司股份将被司法拍卖的提示性公告 本次将被司法处置的标的为中炬高新持股5%以上股东中山润田所持有的公司无限售流通股2,435,843股，占总股本的0.31%。
9.20	贝因美	关于控股股东部分股权被轮候冻结的公告 公司控股股东贝因美集团有限公司被司法冻结的股份数量为44,200股（占其所持公司股份总数的0.03%），司法再冻结的股份数量为41,969,743股（占其所持公司股份总数的31.64%），被轮候冻结28,331,646股（占其所持公司股份总数的21.36%）。
9.20	贵州茅台	关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告 本次回购股份的资金总额不低于人民币30亿元（含）且不超过人民币60亿元（含）、回购价格上限1795.78元/股测算，预计本次回购股份数量约为1,670,583股—3,341,164股，约占公司于本公告日已发行总股本的0.1330%—0.2660%。
9.19	海天味业	2024年-2028年员工持股计划 公司2024年-2028年员工持股计划已经公司2024年第一次临时股东大会审议通过，参与人员合计不超过800人，其中参与2024年计划的董事、监事及高级管理人员总持股比例合计不超过15%。
9.5	桃李面包	公司2024年半年度权益分派实施公告 2024年半年度利润分配以方案实施前的公司总股本1,599,719,155股为基数，每股派发现金红利0.12元（含税），共计派发现金红利191,966,298.60元。

资料来源：wind，HTI

表8 2024年9月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
9.30	锅圈	锅圈发布即时零售战略 <a href="https://www.chinastarmarket.cn/detail/1814814">https://www.chinastarmarket.cn/detail/1814814</a>
9.30	瑞幸	瑞幸咖啡获“2024品质消费创新案例”奖 <a href="https://www.bjnews.com.cn/detail/1727690803168945.html">https://www.bjnews.com.cn/detail/1727690803168945.html</a>
9.27	海底捞	一起嗨，海底捞！海底捞鸿蒙原生应用上架 <a href="https://www.jiemian.com/article/11773944.html">https://www.jiemian.com/article/11773944.html</a>
9.26	三得利	三得利总裁：日本已走出失落的30年日企应改变姿态 <a href="https://www.zhitongcaijing.com/immediately.html">https://www.zhitongcaijing.com/immediately.html</a>
9.3	华润啤酒	华润啤酒侯孝海：中国最自由幸福的群体就是退休老人，要发掘他们的消费需求 <a href="https://finance.sina.com.cn/chanjing/jync/2024-09-03/doc-incmvzcr7133880.shtml">https://finance.sina.com.cn/chanjing/jync/2024-09-03/doc-incmvzcr7133880.shtml</a>
9.6	明治	明治关闭宫城县等3家工厂并重组酸奶生产（wind）

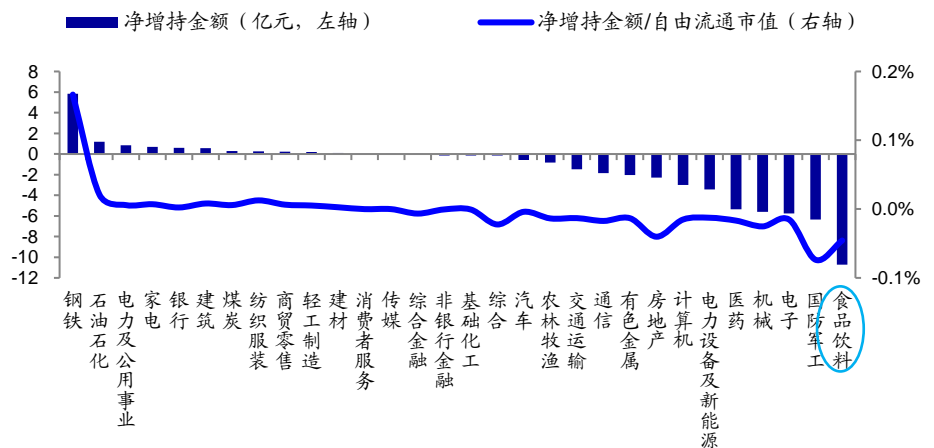
资料来源：wind，HTI

## 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，2024年9月钢铁和石油石化行业净增持额最大，分别为5.8和1.2亿元，净增减持额/自由流通市值分别为0.17%和0.02%；食品饮料和国防军工行业净减持额最大，分别为10.7和6.3亿元，净增减持额/自由流通市值分别为-0.05%和-0.07%。

图33 2024年9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9月30日

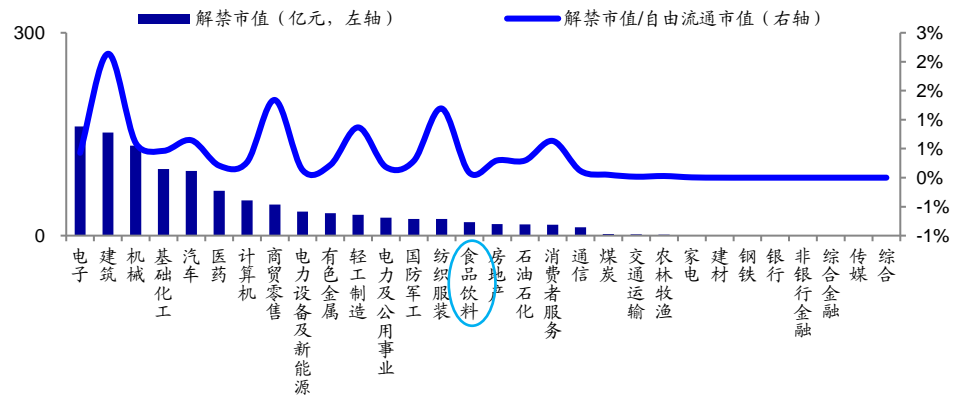
表9 2024年9月产业资本增减持股

个股	增减持市值 (亿元)	占流通市值比 (%)
东鹏饮料	-7.19	-2.42
山西汾酒	-2.85	-0.38
安井食品	-0.60	-0.35
品渥食品	-0.32	-6.27
泉阳泉	-0.03	-0.10
洽洽食品	0.03	0.05
宝立食品	0.05	0.30
阳光乳业	0.08	3.66
海欣食品	0.12	1.20

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照24年9月30日的股价估算：10月电子、建筑、机械等行业解禁金额最大，解禁金额分别为161、153、133亿元，解禁市值/自由流通市值分别为0.43%、2.14%、0.60%。

图34 2024年10月各行业解禁市值&amp;解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2024年9月30日

表10 2024年10月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
泸州老窖	0.2	0.5
骑士乳业	1.1	0.4
春雪食品	6.8	0.1
青岛食品	11.8	0.01

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

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

表11 一级行业大额买入与资金流向（20240826-20240830）

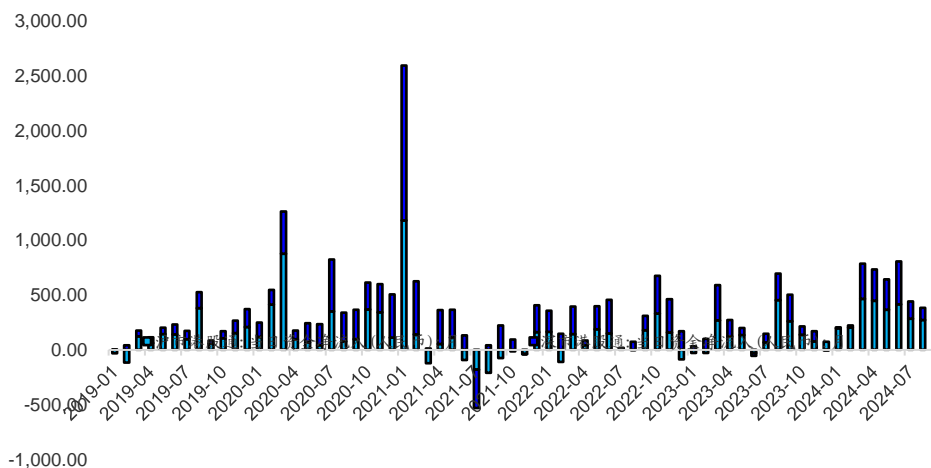
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5日均值	5日均值分位数	5日均值	5日均值分位数
房地产	81.50%	8.60%	15.20%	0.40%
银行	80.90%	61.90%	-10.60%	0.40%
钢铁	80.50%	8.60%	13.20%	26.60%
非银行金融	80.30%	6.60%	15.50%	54.50%
综合	80.30%	23.40%	11.60%	36.50%
石油石化	79.60%	58.20%	7.80%	22.50%
商贸零售	79.50%	29.50%	6.70%	0.80%
电力及公用事业	79.00%	1.60%	0.60%	2.00%
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

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

## 2.2 港股通跟踪

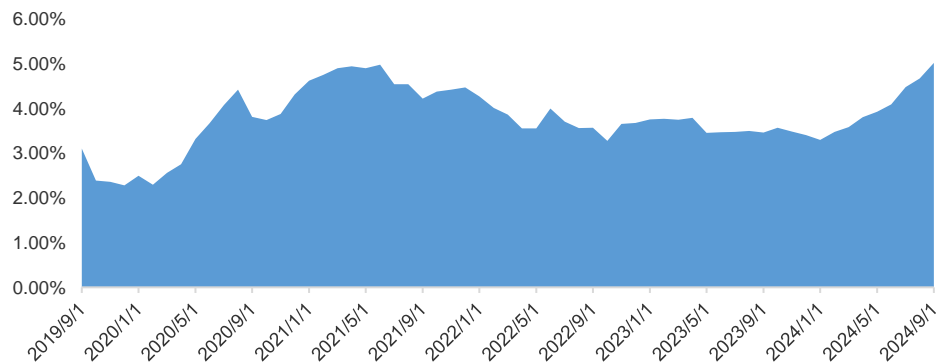
截至 2024 年 9 月 30 日，港股通资金当月净流入 385 亿元（上月净流入 385 亿元），必需消费板块市值占比为 5.02%，较上月上升 0.35pct。

图35 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 9 月 30 日

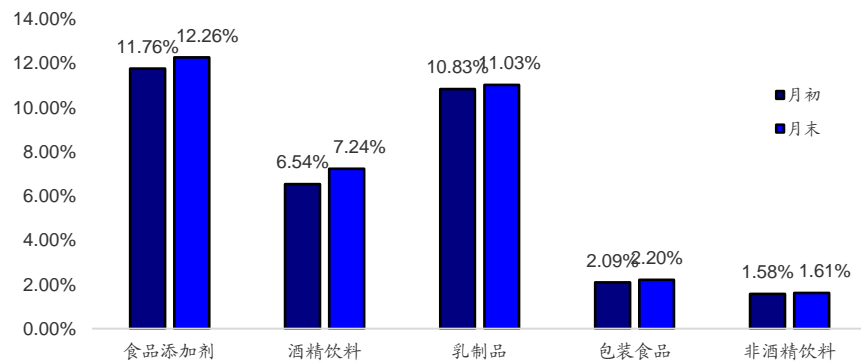
图36 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 9 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 12.26%，较月初增持 0.51pct；乳制品港股通市值占比为 11.03%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为酒精饮料（7.24%）、包装食品（2.20%）和非酒精饮料（1.61%）。

图37 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 9 月 30 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（2.8%）、百威亚太（0.3%）、华润啤酒（11.0%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（33.4%）港股通比例最高，华宝国际（20.3%）和周黑鸭（15.6%）次之。

表12 食饮板块港股通持股情况

	总市值排名				港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)	
1	农夫山泉	2.8	2.3	0.45	1	青岛啤酒	33.4	32.1	1.30
2	百威亚太	0.3	0.5	-0.16	2	华宝国际	20.3	20.4	-0.07
3	华润啤酒	11.0	10.1	0.87	3	周黑鸭	15.6	15.8	-0.18
4	青岛啤酒	33.4	32.1	1.30	4	颐海国际	14.3	14.1	0.23
5	蒙牛乳业	13.0	2.8	10.23	5	蒙牛乳业	13.0	12.5	0.53
6	康师傅	2.5	0.2	2.31	6	优然牧业	11.2	10.7	0.52
7	中国旺旺	0.3	12.5	-12.25	7	华润啤酒	11.0	10.7	0.27
8	中国飞鹤	10.2	10.7	-0.48	8	中烟香港	10.6	10.5	0.07
9	珍酒李渡	6.0	4.9	1.12	9	中国飞鹤	10.2	10.1	0.12
10	统一	4.9	6.6	-1.68	10	百果园	10.1	8.7	1.36

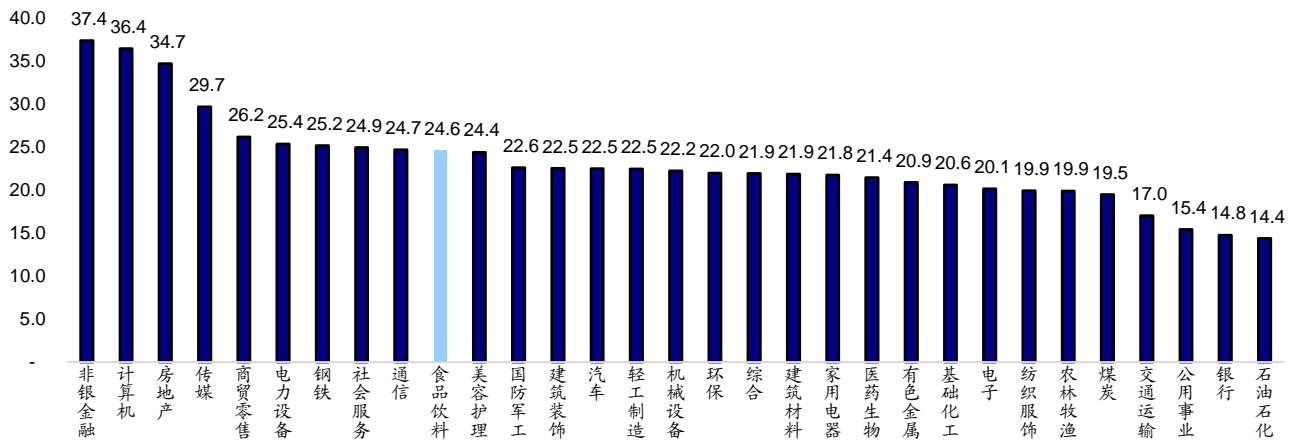
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 9 月 30 日

### 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，9 月非银金融 (+37.4%)、计算机 (+36.4%)、房地产 (+34.7%) 涨幅居前，而石油石化 (+14.4%)、银行 (+14.8%)、公用事业 (+15.4%) 涨幅靠后。食品饮料+24.6%，在 31 个行业分类中位居第 10 名，较上月 (-1.4%) 下降 2 名。

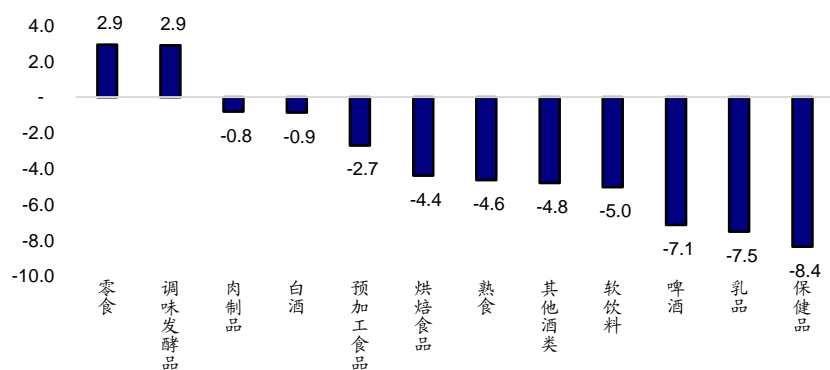
图38 A 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

9 月食品饮料子行业全线收涨，白酒 (+30.8%)、零食 (+30.3%)、乳品 (+29.9%) 涨幅领先，肉制品 (+15.7%)、啤酒 (+17.2%)、烘焙食品 (+20.1%) 跌幅靠后。

图39 A 股食饮子行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

表13 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	21958	1748	21.1	1	迎驾贡酒	583	73	45.0
2	五粮液	6308	163	32.1	2	三只松鼠	102	25	43.1
3	海天味业	2679	48	30.2	3	酒鬼酒	168	52	40.8
4	山西汾酒	2670	219	23.8	4	盐津铺子	145	53	39.8
5	牧原股份	2531	46	20.1	5	水井坊	224	46	38.2
6	泸州老窖	2204	150	25.5	6	百润股份	242	23	37.4
7	金龙鱼	1924	35	37.2	7	新乳业	106	12	37.3
8	伊利股份	1851	29	28.5	8	金龙鱼	1924	35	37.2
9	洋河股份	1494	99	21.1	9	舍得酒业	199	60	35.5
10	温氏股份	1340	20	18.2	10	洽洽食品	170	34	34.1

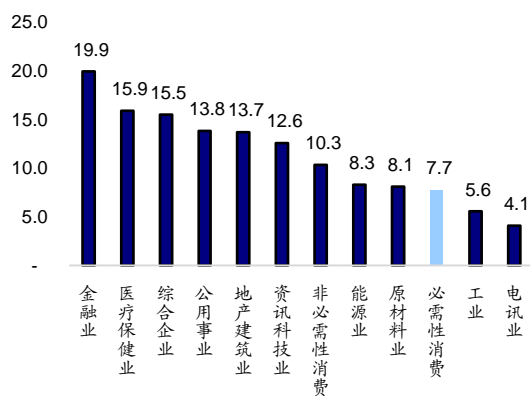
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

### 3.2 H 股行业涨跌幅表现

9 月 H 股一级行业，金融业 (+19.9%)、医疗保健业 (+15.9%)、综合企业 (+15.5%) 涨幅居前。必需性消费 (+7.7%) 在 12 个一级行业中排名倒数第三，较上个月 (-0.8%) 提升 2 名。

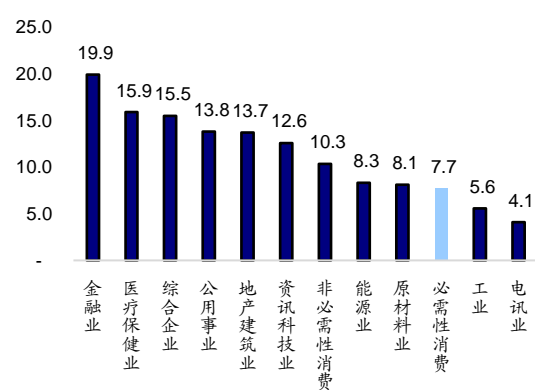
必需性消费子行业多数收涨，乳制品 (+26.4%)、超市及便利店 (+12.5%)、包装食品 (+10.0%) 涨幅居前，非酒精饮料 (+2.9%)、食品添加剂 (+5.7%) 涨幅靠后。

图40 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

图41 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 9 月 30 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14 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	3829	34	20.4	1	中国飞鹤	576	6	46.0
2	百威亚太	1369	10	16.7	2	华润啤酒	1140	34	42.6
3	华润啤酒	1140	34	42.6	3	颐海国际	177	16.1000	41.4
4	青岛啤酒	890	61	34.5	4	蒙牛乳业	807	19	40.8
5	万洲国际	816	6	8.5	5	青岛啤酒	890	61	34.5
6	蒙牛乳业	807	19	40.8	6	农夫山泉	3829	34	20.4
7	康师傅	685	11	7.1	7	中国旺旺	625	5	18.4
8	中国旺旺	625	5	18.4	8	百威亚太	1369	10	16.7
9	中国飞鹤	576	6	46.0	9	万洲国际	816	6	8.5
10	统一企业 中国	353	7	5.8	10	康师傅	685	11	7.1

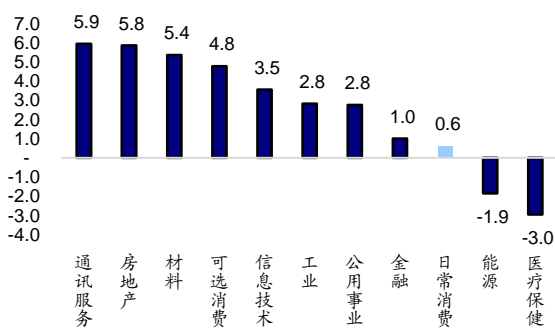
资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

### 3.3 美股行业涨跌幅表现

9 月美股一级行业多数收涨, 通讯服务 (+5.9%)、房地产 (+5.8%)、材料 (+5.4%) 涨幅靠前, 仅医疗保健 (-3.0%)、能源 (-1.9%) 录得下跌。日常消费品行业+0.6%, 在 11 个美股一级行业排第 9 名, 位次较上月 (+5.9%) 下降 7 名。

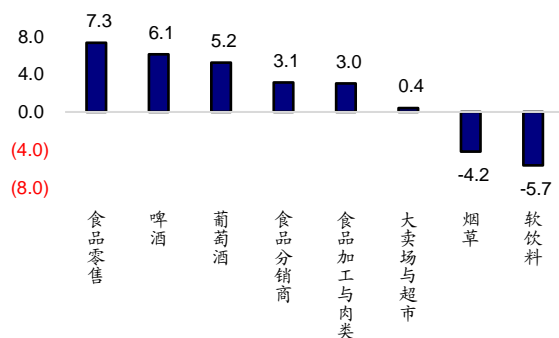
日常消费子行业食品零售 (+7.3%)、啤酒 (+6.1%)、葡萄酒 (+5.2%) 涨幅靠前, 软饮料 (-5.7%) 跌幅靠前。

图42 美股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

图43 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 9 月 30 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15 美股日常消费板块个股涨跌幅

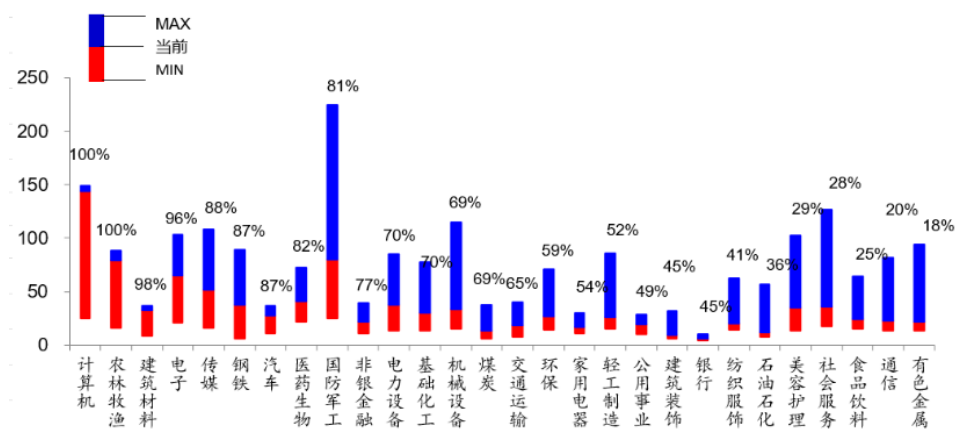
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	7016	81	4.6	1	怪物饮料	511	52	10.7
2	宝洁公司	4077	173	1.0	2	西维斯健康	791	63	9.9
3	开市客	3928	887	-0.7	3	雅诗兰黛	358	100	8.8
4	帝亚吉欧	3884	140	7.3	4	百富门-B	231	49	8.4
5	可口可乐	3097	72	-0.2	5	百威英博	1339	66	7.9
6	百事	2336	170	-0.9	6	克罗格	415	57	7.7
7	菲利普莫 里斯国际	1888	121	-0.4	7	安贝夫	384	2	7.5
8	联合利华	1611	65	0.3	8	帝亚吉欧	3884	140	7.3
9	百威英博	1339	66	7.9	9	星座品牌-A	468	258	7.1
10	亿滋国际	984	74	3.2	10	莫尔森库尔斯饮料	112	58	6.6

资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

## 4 估值水平对比

### 4.1 A 股行业估值表现

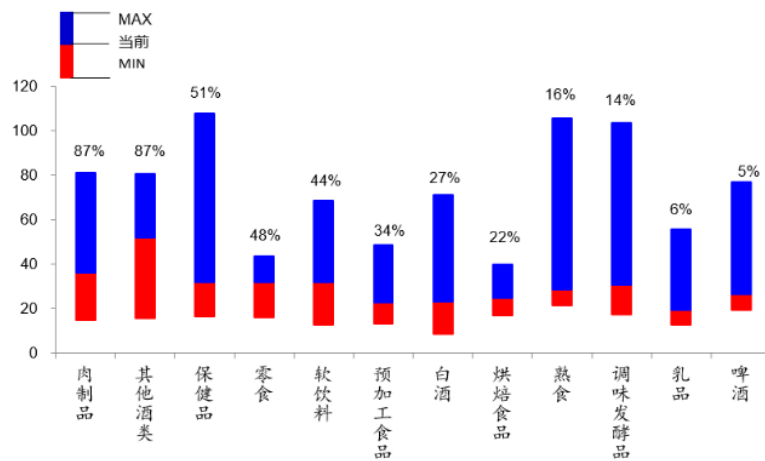
图44 A 股一级行业市盈率 (TTM) 处于 2011 年以来目前绝对位置 (从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序)



资料来源: wind, HTI, 海通国际策略组, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

截至 2024 年 9 月 30 日, A 股一级行业 PE (TTM, 下同) 历史分位数全部处于 2011 年以来 10% 以上。食品饮料的 PE 历史分位数为 25% (24.2x), 较上月末 (13%, 19.1x) 提升 12pct, 在 31 个行业中排名第 29 名。

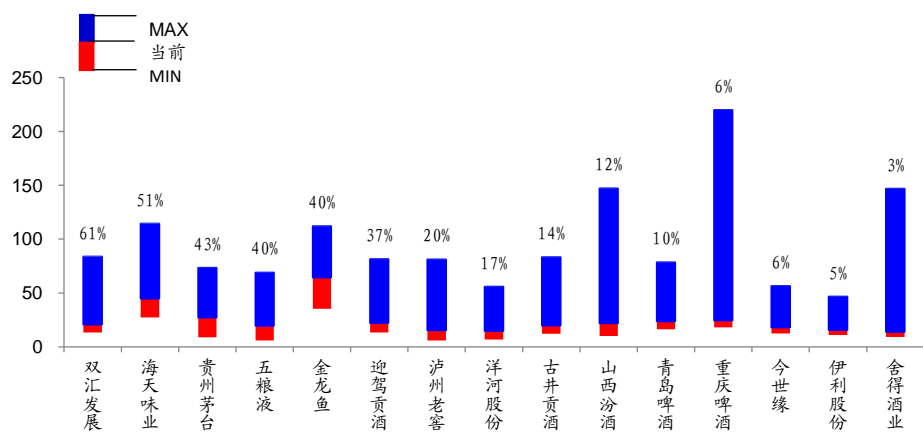
图45 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 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（5%）、乳品（6%）、调味发酵品（14%）。PE 绝对值最低的行业分别是乳品（19.3x）、预加工食品（22.7x）、白酒（23.1x）。

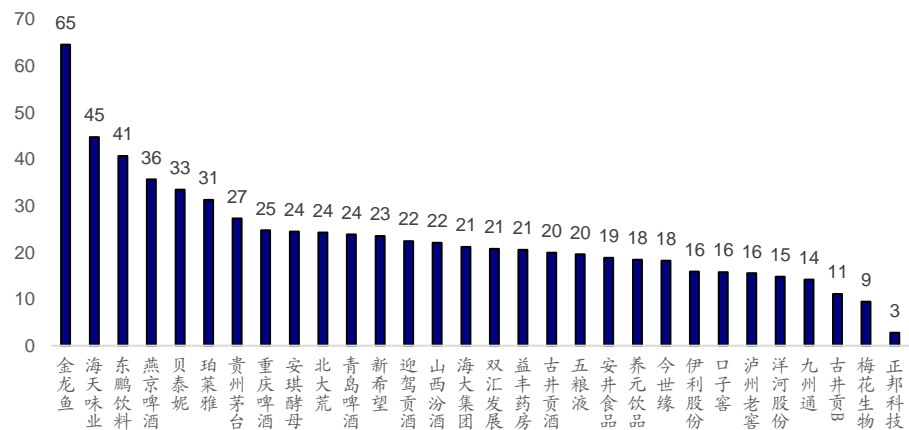
图46 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

2024年9月30日，A股市场食品饮料板块估值中枢上升，A股食品饮料龙头（市值前30）的估值中位数为21x（较上月提升4x）。

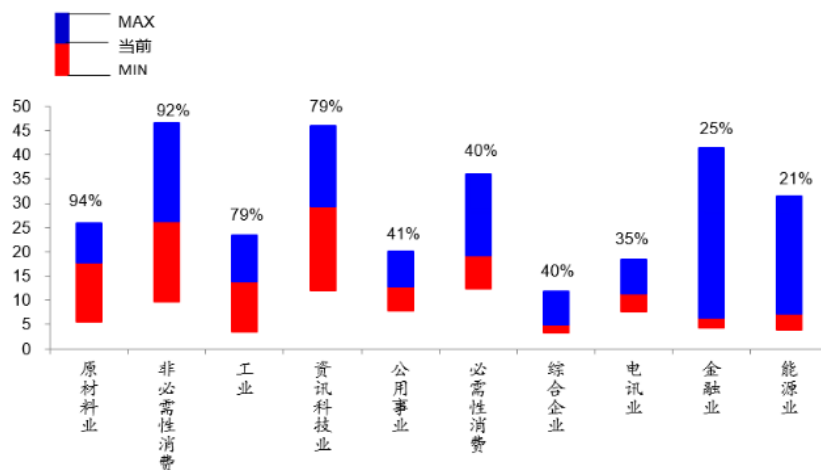
图47 A股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2024年9月30日

#### 4.2 H股行业估值表现

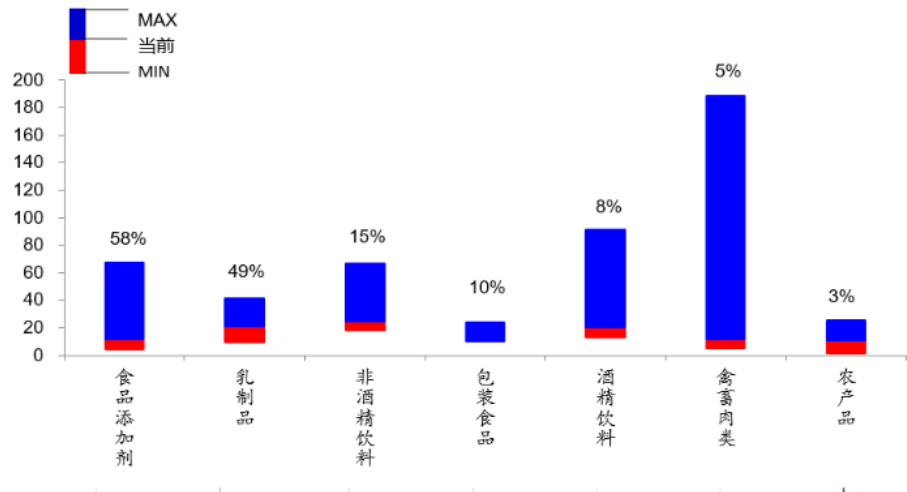
图48 H股一级行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind, HTI, 数据截至2024年9月30日

截至2024年9月30日，H股一级行业PE历史分位数全部处于2011年以来10%以上。必需性消费行业PE历史分位数为40%（19.3x），历史分位数较上月末（0%，13.6x）提升40pct，在12个一级行业中排名第6名。

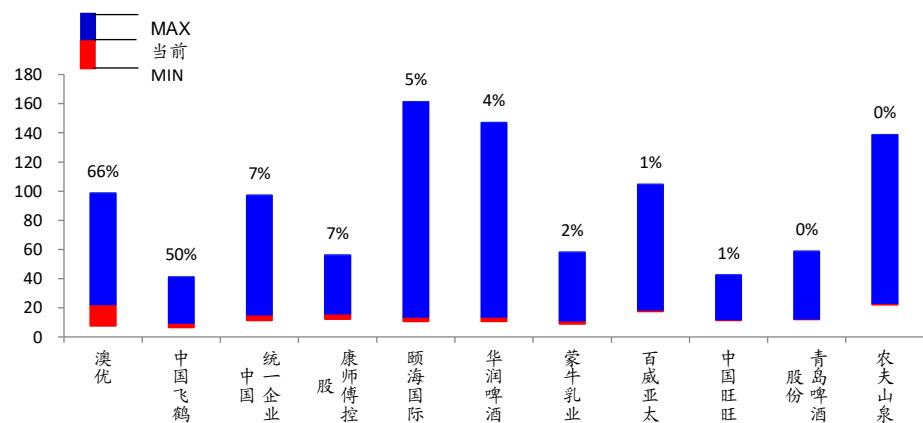
图49 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 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农产品 (3%)、禽畜肉类 (5%)、酒精饮料 (8%) 等。PE 绝对值最低的行业分别是农产品 (11.1x)、食品添加剂 (11.5x)、禽畜肉类 (11.6x)

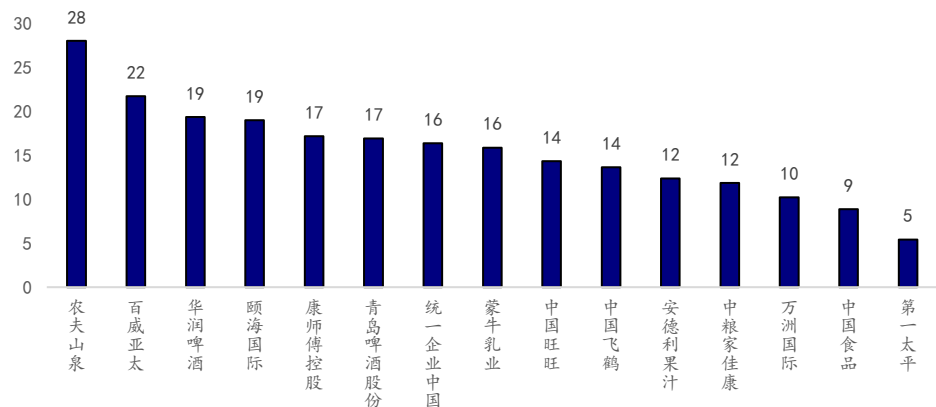
图50 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 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 9 月 30 日, 港股市场食品饮料板块估值中枢有所提升, H 股食品饮料龙头 (市值前 15) 的估值中位数为 16x (相较上月提升 2x)。

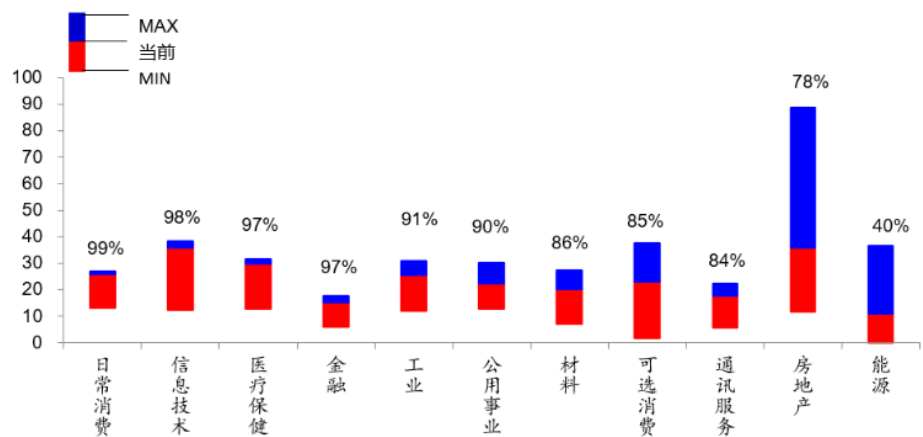
图51 恒生食饮板块重点个股（市值前15）最新估值水平（TTM）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 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

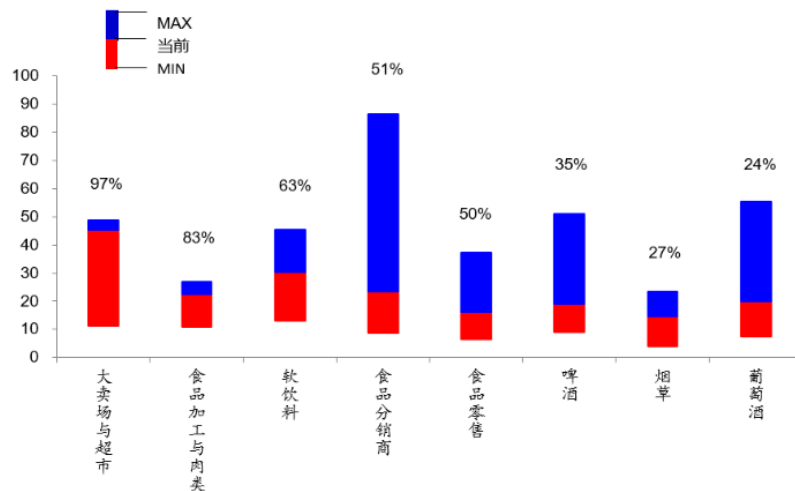
图52 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 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 9 月 30 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 (40%)、房地产 (78%)。日常消费品的 PE 历史分位数为 99% (25.9x), 历史分位数与上月末 (98%, 25.6x) 上升 1pct, 在 11 个行业中排名第 1 名。

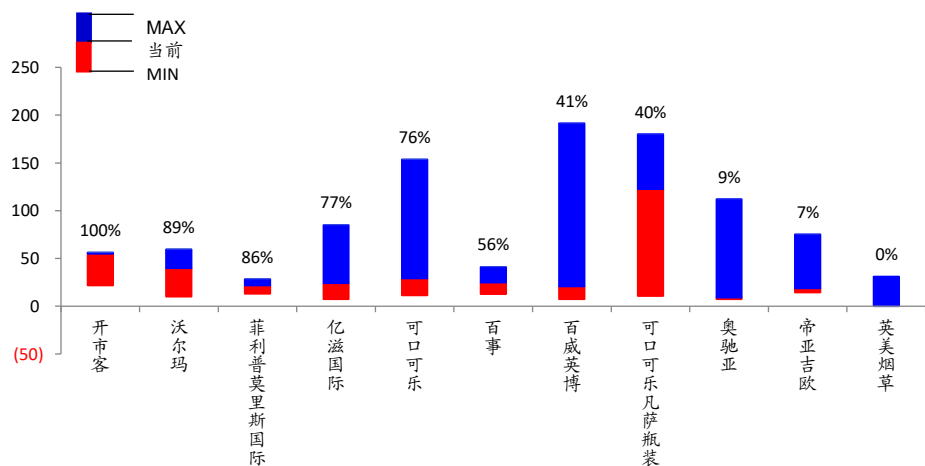
图53 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日

美股日常消费品行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的行业为葡萄酒 (24%)、烟草 (27%)、啤酒 (35%)。PE 绝对值最低的行业分别是烟草 (14.6x)、食品零售 (16.3x) 和啤酒 (19.0x)。

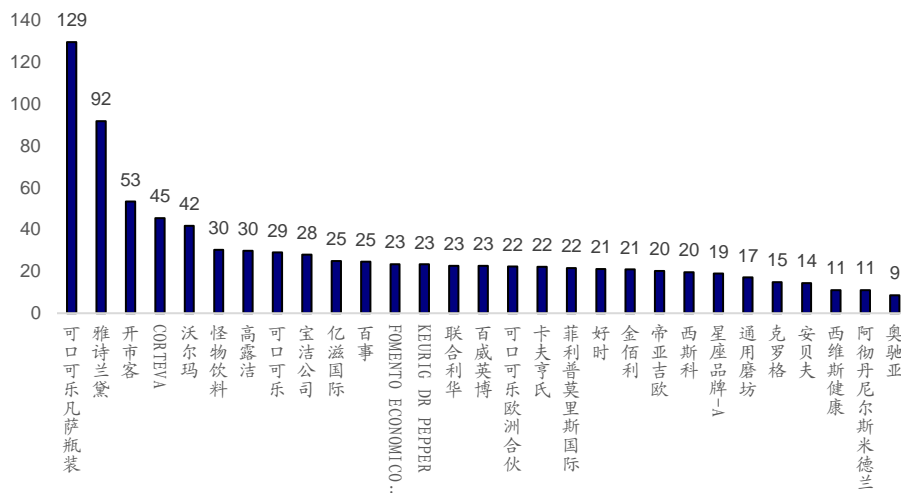
图54 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 9 月 30 日 (异常值剔除如下: 可口可乐凡萨瓶 201806-201904、201504-201704; 百威英博 202101-202204; 奥驰亚 202001-202010)

截至 2024 年 9 月 30 日, 美股食饮板块估值中枢有所上升, 美股食饮龙头 (市值前 30) 的估值中位数为 23x (相较上月上升 1x)。

图55 美股食饮板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 9 月 30 日，剔除估值为负的英美烟草、泰森食品

## 5 投资建议

**白酒行业：闻宏伟认为今年已处于调整期下半场，提高分红有望提振股价。**

9 月开始逐步进入白酒消费旺季，然而从中秋节前后的市场反馈来看，需求仍不乐观，多数产品价格和销量下滑。我们认为既有去年高基数，又有今年经济低迷的原因，更重要的是产业周期。我们认为今年下半年处于白酒行业中期调整的下半场，特征是前期业绩增速持续较高的企业开始出现压力，而前期出现调整的企业仍在进行中。

在这样的产业背景下，结合国内外经济大环境和降息大周期，我们认为上市酒企通过提高分红有望提振股价。今年中报，贵州茅台和洋河股份都做了长期高分红的承诺，预计接下来会有越来越多的酒企仿效。9 月投资月报中我们明确提出“经过较长时间的股价下跌和预期下修，在投资上不应继续恐慌，反而可以考虑逐步建仓。”近日上涨后，截至 9 月 30 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 23.0X，较上月提升 22%，仍有明显上行空间。

**啤酒行业：芮雯认为四季度基数压力减轻，全年盈利能力提升。**

今年以来，受多重外部因素影响，现饮渠道销量持续承压。8 月，我国规模以上企业啤酒产量 358.5 万千升，同比下降 3.3%。1-8 月，我国规模以上企业累计啤酒产量 2637.6 万千升，同比下降 1.2%。进入 9 月，行业基数走低，预计全年销量低单位数下滑，吨价延续上半年低单位数增长趋势，全年收入持平而结构升级，且受益于成本下行和降本增效，酒企净利率将进一步改善。分析各上市公司中报，我们认为，1) 行业高端化方向不改但速度放缓，区域龙头量价更显韧性。珠江啤酒/燕京啤酒/华润啤酒/重庆啤酒/青岛啤酒/百威亚太中国地区 H1 吨价+6.7%/+4.0%/+2.0%/+0.9%/+0.8%/-5.4%，销量+1.4%/+0.6%/-3.4%/+3.3%/-7.8%/-10.3%。各公司对中高档以上大单品持续发力，燕京啤酒 U8 上半年销量增长约 30%，公司中高端产品收入同比+10.6%。华润啤酒喜力、老雪、红爵均实现超 20%销量增长，公司中高端产品销量占比首次超过 50%。2) 成本下行叠加降本增效，盈利能力普遍提升。青岛啤酒/燕京啤酒/珠江啤酒/重庆啤酒/百威亚太/华润啤酒吨成本-3.1%/-1.1%/-0.8%/-0.6%/-0.6%/+0.9%（华润啤酒和重庆啤酒受新工厂投产折旧影响），随着下半年成本红利持续释放，预计全年各公司吨成本平均下降 1%-2%。

费用端，在行业整体销量下滑的背景下，酒企更加重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，同时精益管理提效，上半年各上市公司整体费用率均持平或微增，我们预计全年费用率将维持平稳。3) 资本开支末期和高端化新阶段，各公司更注重高质量发展与提升股东回报。存量竞争时代，头部啤酒厂商费投更趋理性，持续去化渠道库存，贴近终端消费者，推进非现饮渠道的高端化、包装小瓶化、以及品类和风味创新。同时，愈发注重提升股东回报，华润啤酒中期派息同比增长 30%，半年度分红率从 20.1% 提升至 25.7%。展望未来，在业绩稳健增长的基础上，啤酒企业的分红率仍有提升空间。

#### 调味品行业：宋琦认为行业库存消化，出货恢复稳定表现。

乐观观点。行业库存逐步消化，出货恢复，其中中炬高新对酱油以及鸡精鸡粉等产品进行提价从而加快出货，千禾味业升级或淘汰部分低端产品，避免恶性低价竞争。海天味业逐渐摆脱年终天气原因带来的对出货与库存节奏的影响，进入良性状态。龙头厂商接触更多元的渠道，协助经销商提升盈利能力，争取到了更多的市场份额，竞争优势凸显。

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预估，但调味品价格年内预计承压。伴随餐饮需求复苏，各品牌在餐饮渠道的竞争加剧，厂商销售费用预计走高。

#### 速冻行业：宋琦认为需求加速改善，行业景气度加速修复。

乐观观点。国家着力深化改革开放，扩大国内需求，促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。有望带来餐饮行业复苏，利好上游餐饮供应链公司。今年以来，各上市公司发力新品研发、渠道深耕，安井食品布局烤肠及锁鲜装 2.0，同时发力区域爆品；千味央厨持续开拓连锁餐饮业务；立高食品坚定推进多渠道、多品类发展策略；三全食品产品及渠道改革仍在进行中。

展望下半年至明年 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：肖伟俐认为需求端略有改善，养殖业产能去化。

液态奶：24Q2 营收加速下滑、利润边际明显转弱、由正增长转为下滑。7 家乳业公司 24Q1 营收下滑约 4-5%，24Q2 营收下滑约 15%。A 股 6 家上市公司 24Q1 扣非归母净利润增长 12%，24Q2 扣非归母净利润下滑 29%，利润边际走弱明显。

Q3 供需状况持续缓解。9 月因为中秋、国庆两节因素，我们预计乳制品收入环比增长 14.1%，高于 8 月的 10.1%；同比下降 4.5%，与 8 月的 -4.3% 接近。液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 8 月末的 73.2%/67.7% 回升至近期的 75.5%/73.9%。另据国家统计局数据，8 月乳制品产量同比增长 1.1%，过去 6 个月以来首次正增长；1-8 月累计产量同比下降 2.6%。原奶价格持续下行的大背景下，养殖行业产能持续去化，供给过剩问题即将缓解。

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

**婴配粉：**需求仍在磨底，供给变化有所体现。供给端来看，去年行业整体仍竞争激烈，多数厂家老产品价格松动，乱价现象较为严重；2024年，因市场操作难度大、利润吸引力减弱等因素，中小厂商退出，头部公司均有保利润诉求。虽然需求端2024年无明显利好，预期今年新生儿人口将有回升，但整体0-3岁人群仍在持续缩减中。随着行业整体价格战减少，利润企稳回升，供给侧变化有所体现。近期传出的鼓励生育政策如能落地，有望进一步改善投资者预期。

**软饮料行业：**肖韦俐认为软饮料增长优于其他大众品，价格竞争有所缓和，优选股东回报较好的标的。

据国家统计局数据，1-8月累计同比增长5.7%，在食品饮料各子行业中名列前茅。我们预测9月国内软饮料行业收入为640亿元，同比增长3.6%；1-9月累计收入为5486亿元，同比增长4.4%。我们监测的软饮料代表产品的折扣率平均值/中位值分别由6月末的92.2%/97.1%变化至本周的93.7%/99.7%。部分品类零售价格在5-6月下行后，7-9月开始有企稳迹象。软饮料成本现货指数为109.59，较上月同期下降2.5%，今年年初以来下降8.17%，较去年同期下降9.69%。

软饮料是我们今年前期首推的子行业，并取得良好的正收益。近日补涨行情中，涨幅相对偏小，但我们认为结合业绩增长和股息回报，依然值得重点关注。康师傅控股/统一企业中国股息率（ttm）仍接近5%与6%。

**批零社服行业：**李宏科、许樱之、汪立亭发布行业报告：8月社零总额增2.1%，可选消费仍承压

8月份，社零总额3.9万亿元增2.1%，除汽车以外的消费品零售额3.5万亿元增3.3%，限额以上消费品零售1.5万亿降0.6%，其中必选品增速仍优于可选，可选品中家电增速转正。

8月社零3.9万亿增2.1%，线下有所回暖，可选渠道和品类仍承压2024年1-8月社零总额31.2万亿元，同比增长3.4%；其中除汽车外消费品零售额28.2万亿元，同比增长3.9%，限额以上消费品零售额12.0万亿元，同比增2.3%。

2024年8月社零总额3.9万亿元，同比增长2.1%，增速同比减少2.5pct、环比减少0.6pct。其中除汽车外的消费品零售额3.5万亿元，同比增长3.3%，限额以上消费品零售额1.5万亿元，同比下降0.6%。限额以上商品零售额1.37万亿元，同比下降0.7%。按消费类型，8月份，商品零售3.4万亿元，名义同比增长1.9%，增速同比减少1.8pct、环比减少0.8pct；餐饮收入4351亿元，同比增长3.3%，增速同比减少9.1pct、环比增加0.3pct。

线上平稳，线下回暖。分渠道，1-8月网上零售额9.6万亿，名义同比增长8.9%，其中实物商品网上零售额8.0万亿，同比增长8.1%，占比社零总额25.6%（同比减少0.8pct），网上吃、穿、用类商品增速各19.1%、5.0%、7.0%。我们测算8月线下零售额增0.2%，网上零售额增5.1%，其中实物网上零售额增4.1%。

可选渠道承压。分业态，1-8月限额以上超市、便利店、专业店、百货店、专卖店零售额，各增2.1%、4.9%、4.3%、-3.3%、-1.9%。可选品类承压。分品类，8月粮油食品、饮料、烟酒、日用品各增10.1%、2.7%、3.1%、1.3%；可选品中服装、化妆品、珠宝各降1.6%、6.1%、12.0%，家电增3.4%。

投资建议：优选业绩确定性高标的，出口优于内需从社零数据来看，内需市场三季度仍整体承压，我们建议当下优选业绩确定性高的，出口虽然也受海运费等影响干扰，但龙头公司仍保持较优业绩增速。此外，关注前期回调充分且有望边际改善的子板块，比如黄金珠宝。

A股重点关注：小商品城、安克创新、老凤祥，关注重庆百货、华凯易佰、赛维时代、登康口腔、苏美达、大商股份、中国黄金、周大生。H股：阿里巴巴-SW、美团-W、巨子生物、名创优品，关注老铺黄金。

#### 纺织服装行业：盛开发布行业报告：看好政策利好下优质品牌修复行情

政策利好有望构筑估值底，看好优质品牌修复行情。本周国内一系列重磅利好政策接连出台，涵盖货币、资本市场、消费政策等多个方面。我们认为消费基本面数据仍需观察，但政策利好有望为板块估值提供支撑，且投资风险偏好有所提升。7月1日至9月20日，申万纺织服装指数累计下跌10.7%，在31个行业中排名第22位，我们判断主要由于内需信心较弱，叠加中报后业绩预期有所下调。对比纺服行业A/H股品牌与制造估值水平来看，当前申万纺织制造/申万服装家纺PE(TTM)分别为19.5X/15.7X，近5年中位数分别为18.9X/18.6X；PB(LF)分别为1.5X/1.4X，近5年中位数分别为1.6X/1.8X。

我们从港股纺服行业中挑选出18家具有代表性的重点公司考察估值水平，当前港股制造/港股品牌PE(TTM)分别为8.4X/9.0X，近5年中位数分别为11.9X/15.6X；PB(LF)分别为0.8X/1.8X，近5年中位数分别为0.8X/2.9X。当前品牌估值均低于历史平均水平，仍具较大估值修复空间。

优选运动景气赛道与行业龙头，回购&高股息提供稳健回报。展望后市，若各项利好政策落地、内需信心开始恢复，优质品牌企业有望释放盈利弹性。受益于国产运动品牌技术力&品牌力提升与全民健身热潮，首推运动景气赛道。2024年1-8月，体育、娱乐用品类零售额累计同比增长10.1%。24H1国内运动品牌收入与均实现同比正增长，消费回暖有望带动景气持续，优质运动渠道商也将因此获益。建议关注安踏体育，特步国际，滔搏，李宁。我们认为当前品牌板块股息率水平以及部分公司出台的回购政策有望支撑稳定回报。我们从纺服A/H股中分别挑选出13/12家具有代表性的优质品牌公司估算其2024年股息率，当前品牌A/H股2024年股息率中位数预计分别为5.6%/5.9%，较高的股息率水平以及回购政策有望支撑稳定回报。建议关注新秀丽，江南布衣，波司登，海澜之家，报喜鸟。

投资建议。当前政策利好为纺服行业估值筑底提供支撑，我们认为品牌估值修复空间更大。当前建议1)优选运动景气赛道与行业龙头，建议关注安踏体育，特步国际，滔搏，李宁。2)重视回购政策与高股息率能够提供稳定回报的优质公司，建议关注新秀丽，江南布衣，波司登，海澜之家，报喜鸟。

**家电行业：**陈子仪发布行业报告：8月扫地机量价齐升，石头增长环比Q2加速，洗地机以价换量

行业总量：扫地机量价齐升，洗地机以价换量。根据奥维云网，扫地机量价齐升，洗地机以价换量。根据奥维线上数据，8月扫地机行业销售量17.64万台(yoy+8.78%)，销售额5.37亿元(yoy+11.09%)，均价3043元(yoy+2.12%)；8月洗地机行业销售量20.85万台(yoy+15.67%)，销售额4.02亿元(yoy-5.76%)，均价1927元(yoy-18.53%)。

竞争格局：(1)扫地机领域，石头份额24.52%/提升3.42pct，科沃斯份额20.56%/降低10.44pct，云鲸份额17.95%/提升12.08pct，石头品牌份额持续第一。云鲸J4、石头P10s Pro(上下水)、石头P10s Pro、科沃斯T30 pro为畅销机型；增长态势上看，根据奥维Q2线上石头销售额增速为9%，目前7月及8月销售额增速为23%和29%，相比二季度增速更优。(2)洗地机领域，添可份额为41.55%/降低0.62pct，追觅份额为20%/提升1.44pct，新进入洗地机领域的云鲸目前份额达到6.18%/提升5.26pct。

投资建议。内销来看，扫地机行业自清洁产品性价比提升、行业底部加速回升，洗地机持续以价换量；海外方面，在中资品牌的引领推动下，海外产品近年产品结构升级带动行业均价的持续走高，中资品牌仍有渠道扩张、份额提升、结构升级的红利。持续重点关注具备全球竞争力、渠道拓展实现全球份额提升的石头科技，短期盈利改善并持续推出新品的科沃斯。

**造纸轻工行业：**郭庆龙发布半年报总结报告：造纸板块逐步修复，家具家居板块有所承压

造纸轻工行业总市值占全部 A 股总市值的 0.85%。我们选择造纸轻工行业中 123 只有代表性股票作为分析样本，按照 2024 年 9 月 2 日收盘价计算总市值 6492.79 亿元，占沪深两市 A 股总市值 0.85%。

2024 年半年报总览：造纸板块逐步修复，家具家居板块有所承压：整体来看，造纸轻工行业 2024Q2&2024H1 逐步复苏。增速来看，造纸轻工行业 2024Q2 营业收入同比增长 3%，2024H1 营业收入同比增长 4%；2024Q2 归母净利润同比下降 1%，2024H1 归母净利润同比增长 14%。

1) 造纸板块：2024Q2 营业收入同比增长 5%（增速同比+16pct，环比+1pct），归母净利润同比增长 62%（增速同比+122pct，环比+62pct）；2024H1 营业收入同比增长 4%（增速同比+14pct，环比-5pct），归母净利润同比增长 248%（增速同比+324pct，环比+45pct）。

2) 包装印刷板块：2024Q2 营业收入同比下降 1%（增速同比+3pct，环比-3pct），归母净利润同比下降 24%（增速同比-19pct，环比-14pct）；2024H1 营业收入同比增长 1%（增速同比+7pct，环比-7pct），归母净利润同比下降 18%（增速同比-6pct，环比+16pct）。

3) 家具家居版块：2024Q2 营业收入同比下降 10%（增速同比-12pct，环比-15pct），归母净利润同比下降 11%（增速同比-20pct，环比-3pct）；2024H1 营业收入同比下降 4%（增速同比持平，环比-31pct），归母净利润同比下降 11%（增速同比-15pct，环比-41pct）。

4) 轻工出口板块：2024Q2 营业收入同比增长 24%（增速同比+20pct，环比-4pct），归母净利润同比增长 2%（增速同比-10pct，环比+12pct）；2024H1 营业收入同比增长 26%（增速同比+29pct，环比+5pct），归母净利润同比下降 4%（增速同比-35pct，环比+14pct）。

5) 二轮车板块：2024Q2 营业收入同比增长 27%（增速同比+22pct，环比+22pct），归母净利润同比增长 34%（增速同比+12pct，环比+1pct）；2024H1 营业收入同比增长 17%（增速同比+6pct，环比+15pct），归母净利润同比增长 34%（增速同比-1pct，环比+31pct）。

6) 个护及其他板块：2024Q2 营业收入同比增长 1%（增速同比-9pct，环比-5pct），归母净利润同比下降 31%（增速同比-41pct，环比-50pct）；2024H1 营业收入同比增长 3%（增速同比-4pct，环比-18pct），归母净利润同比下降 9%（增速同比-19pct，环比+6pct）。

**农业：李淼、冯鹤发布农业行业周报：天气转凉刺激生猪消费，关注生猪养殖板块**

上周农业板块上涨 15.3%。上周农业板块上涨 15.3%，位列申万一级行业第 14 名。子行业中，生猪养殖(+17.4%)、动物保健(+15.5%)涨幅靠前，其他农产品加工(+11.9%)、种子(+11.1%)、其他种植业(+8.1%)涨幅靠后。其他主要子行业中，肉鸡养殖(+14.3%)、果蔬加工(+13.5%)、水产养殖(+13.2%)均大幅上涨。

猪价仍在持续调整。根据 Wind 数据，全周生猪均价 17.9 元/公斤，环比-4.3%。涌益数据显示上周 15kg 仔猪价格为 487 元/头，环比-12.3%；50kg 二元母猪价格为 1646 元/头，环比-0.2%。上周生猪出栏体重环比-0.29 至 125.68kg/头。我们认为，首先，从基准供给来看，10 月生猪供给取决于 23 年 12 月的能繁母猪，考虑到当时能繁母猪的去化和冬季非瘟疫病，当前基准供给量或相对低位。其次，秋冬季节都是肥猪消费的旺季，肥猪价差也往往走阔，未来随着气温下降，肥猪消费有望增加，肥猪价差有望重新上升。9 月以来，肥猪价差下降，二育存在阶段性集中出栏，这或也限制了未来肥猪供给。因此我们认为，未来随着肥猪价差的再度上升，二育及压栏增重行为有望增加，猪价有望开启新一轮上涨。此外，本轮周期行业整体补栏相对谨慎，产能恢复期拉长，对应养殖盈利景气窗口期或拉长。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 6.1 元/斤，环比-0.9%，同比+3%；鲫鱼塘口价 9.5 元/斤，环比-1.7%，同比+11%；鲤鱼塘口均价为 5.6 元/斤，环比-3.4%，同比+2%；罗非鱼塘口均价为 5.7 元/斤，环比-0.2%，同比+2.0%。特水方面，生鱼塘口均价为 8.9 元/斤，环比+1.1%，同比+2%，加州鲈鱼塘口均价为 18.0 元/斤，环比-5.3%，同比+42%；黄颡鱼塘口均价为 13.0 元/斤，环比-7.1%，同比+14%。对虾方面，全国对虾塘口均价为 17.4 元/斤，环比-8%，同比+7%。原材料方面，上周鱼粉价格环比-2.3%，豆粕价格环比基本持平，玉米价格环比-2.3%。我们认为，今年水产品供需格局改善，水产价格整体景气度好于去年，水产饲料销售也将受益。同时，行业格局或将进一步向龙头集中，重点关注海大集团。

上周鸡苗和毛鸡价格小幅下跌，关注下游养殖利润修复。根据 Mysteel 数据，上周白羽肉鸡苗均价为 3.5 元/羽，环比-1.1%，毛鸡均价为 3.5 元/斤，环比-1.1%。

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。3 月 19 日农业农村部公布了新一批审定会议初审通过的转基因玉米和大豆品种。我们认为，转基因相关政策持续推进，转基因推广将进入加速期，行业迎来新机遇，龙头公司得益于技术和资金实力将最为受益。关注今年转基因制种计划等。个股层面，建议关注拥有技术优势和先发优势的大北农、隆平高科、登海种业等。

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

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

## 6 风险提示

消费恢复不及预期，原材料价格反弹，人民币贬值。

## APPENDIX1

## Summary

**Demand:** Among the eight key industries tracked in September, three saw accelerated growth or narrower declines, while five experienced a slowdown. No industry achieved double-digit growth this month. Growth was observed in sectors such as high-end and premium baijiu, frozen foods, catering, condiments, soft drinks, and beer, while mass-market baijiu and dairy products reported negative growth. Compared to the previous month, three industries saw accelerated growth or smaller declines, while five industries experienced slower growth. Due to the lower base in the second half of last year, year-on-year growth may improve, but consumer demand remains weak. The Mid-Autumn Festival effect was not evident, and growth is expected to improve during the National Day holiday.

**Costs:** Palm oil and vegetables continued to rise in price, while packaging material prices stabilized. In September, the spot cost indices for frozen foods/dairy products/instant noodles/condiments/soft drinks/beer changed by +0.8%/-1.0%/-1.1%/-2.5%/-3.2%/-5.0%, while the futures cost indices changed by +1.5%/-1.0%/+1.6%/+0.9%/+1.2%/+1.2%, respectively. Specifically, glass and plastic spot prices led the decline, dropping by 13.8% and 7.1%, respectively. Most packaging material futures prices rebounded this month. Among raw materials, palm oil and vegetables continued to lead the gains, with spot prices rising 5.6% from the beginning of the month. Raw milk prices continued to fall, down 1.0% from the beginning of the month and down 15.8% year-on-year.

**Capital:** Southbound Stock Connect saw continued net inflows, with the proportion of funds allocated to food and beverage stocks increasing. As of September 30, Southbound Stock Connect saw a net inflow of RMB 38.53 billion for the month (compared to RMB 38.45 billion in the previous month). The market value share of the essential consumer sector rose to 5.02%, an increase of 0.35 percentage points from the previous month. Within sub-sectors, the proportion of Southbound Stock Connect allocated to the food additives industry was 12.26%, an increase of 0.51 percentage points from the beginning of the month, followed by dairy products at 11.03%. The sub-sectors with the lowest Southbound Stock Connect holdings were alcoholic beverages (7.24%), packaged foods (2.20%), and non-alcoholic beverages (1.61%).

**Valuation:** The valuation of A-share and Hong Kong-listed sectors rebounded significantly. The historical percentile of the PE ratio for A-share food and beverage was 25% (24.2x), up by 12 percentage points from the end of the previous month. Sub-sectors with lower percentiles include beer (5%, 26.6x), dairy (6%, 19.3x), and condiments & fermented products (14%, 30.5x). The historical percentile of the PE ratio for H-share essential consumer sectors was 40% (19.3x), up by 40 percentage points from the end of the previous month. Sub-sectors with lower percentiles include agricultural products (3%, 11.1x), poultry & meat (5%, 11.6x), and alcoholic beverages (8%, 20.3x). In the US market, the historical percentile of the PE ratio for consumer staples was 99% (25.9x), up by 1 percentage point from the end of the previous month. Sub-sectors with lower percentiles include wine (24%, 20.1x), tobacco (27%, 14.6x), and beer (35%, 19.0x).

**Investment advice:** Policy benefits have been realized ahead of time, and the consumer sector is worth holding for the long term. In our August investment report "Facing the 'Fear Moment' with Greed," we noted that "both A- and H-share consumer indices have declined for four consecutive years, and recently experienced another sharp decline. Company stock prices, market expectations, valuations, and institutional holdings are all at the lowest levels in several years or even decades. The risks of investing in consumer stocks are now significantly reduced. On the positive side, while the recovery of essential consumption lags behind the economic recovery, its essential nature means that even if performance is poor, it tends to manifest as slower growth or slight declines, with little likelihood of continuous or sharp declines. On the other hand, the dividend yield of A- and H-share essential consumer companies is becoming increasingly attractive, and there is potential for further increases in payout ratios. Against the backdrop of global central banks generally cutting interest rates, high-dividend targets are likely to benefit in the long term, as evidenced by the continued inflow of Southbound Stock Connect funds." Based on current conditions, these views remain valid. Given that the recent stock market surge is primarily driven by policy and capital factors leading to a valuation recovery, we believe the key sectors include dairy products, baijiu, soft drinks, and beer, with top picks like Mengniu Dairy, Yili Group, China Feihe, Kweichow Moutai, Wuliangye, Master Kong, and Uni-President Enterprises. For other consumer sector targets, we suggest attention to China Duty Free Group, Yiwu China Commodity City, Anta Sports, HLA Group, TCL Electronics, Yadea Group, Muyuan Foods, etc.

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

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

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

### IMPORTANT DISCLOSURES

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

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，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，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，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).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 600597.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 600597.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 600597.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

600597.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

600597.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 002507.CH, 002557.CH, 000100.CH, 300303.CH 及 002311.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

000596.CH, 000895.CH, 603589.CH, 002507.CH, 002557.CH, 000100.CH, 300303.CH and 002311.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

603589.CH, 002714.CH, 000100.CH 及 300303.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

603589.CH, 002714.CH, 000100.CH and 300303.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去的 12 个月中从 603589.CH, 000100.CH, 300303.CH 及 002311.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 603589.CH, 000100.CH, 300303.CH and 002311.CH.

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 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

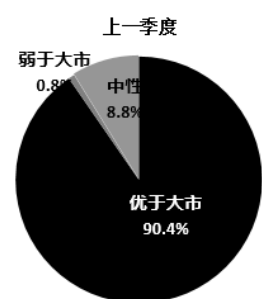
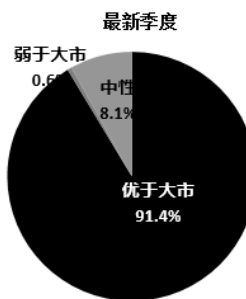
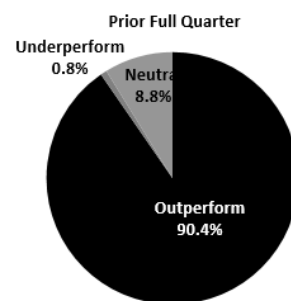
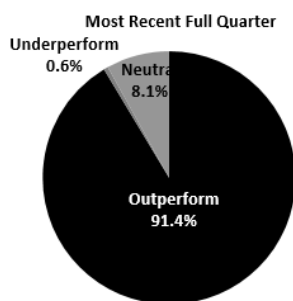
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**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 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

优于大市                      中性  
(持有)                      弱于大市

海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

**此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：**

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

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

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

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

**Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024**

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

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

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

**Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):**

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

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

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

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

**海通国际非评级研究：**海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、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 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

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

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他

协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

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

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

#### 重要免责声明:

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

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

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

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

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

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](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共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

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

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315  
电话: (65) 6713 0473

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

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

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

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>

---