

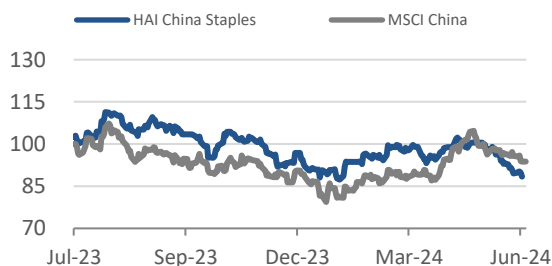
中国必需消费 China Staples

HTI 中国消费行业 7 月投资报告：下半年关注白酒中期分红和奶价拐点

Pay attention to the medium-term dividend of Baijiu and milk price inflection point in the second half of the year

观点聚焦 Investment Focus

股票名称	评级	股票名称	评级
贵州茅台	Outperform	口子窖	Outperform
五粮液	Outperform	安井食品	Outperform
山西汾酒	Outperform	舍得酒业	Outperform
泸州老窖	Outperform	水井坊	Outperform
海天味业	Outperform	中炬高新	Outperform
伊利股份	Outperform	老白干	Outperform
洋河股份	Outperform	珠江啤酒	Outperform
古井贡酒	Neutral	汤臣倍健	Outperform
东鹏饮料	Outperform	金龙鱼	Outperform
双汇发展	Outperform	洽洽食品	Outperform
青岛啤酒	Outperform	涪陵榨菜	Outperform
今世缘	Outperform	酒鬼酒	Outperform
迎驾贡酒	Outperform	千禾味业	Outperform
重庆啤酒	Outperform	天味食品	Outperform
燕京啤酒	Outperform	百润股份	Outperform
安琪酵母	Outperform	张裕 A	Outperform



资料来源: Factset, HTI

Related Reports

HTI 中国消费品 6 月需求报告：茅台批价压力短期化解

(Short term resolution of Maotai pricing pressure)(1 Jul 2024)

HTI 中国消费行业 6 月投资报告：继续建议关注高股息主线和软饮料行业 (Continue to recommend high dividend themes and the soft drink industry)(4 Jun 2024)

HTI 中国消费品 5 月需求报告：仅软饮料行业需求增速加快

(The demand growth rate in the soft drink industry is accelerating)(3 Jun 2024)

HTI 中国消费行业 5 月投资报告：分红率如期提高，资金面预期改善 (The dividend rate has increased as scheduled, and the improvement in funding is expected)(7 May 2024)

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

需求：6 月重点跟踪的 8 个行业中 5 个增速放缓，3 个增速加快。 实现双位数增长的行业仅剩次高端及以上白酒（主要受贵州茅台带动）；个位数增长的行业包括速冻食品、软饮料、调味品和餐饮；乳制品、大众及以下白酒、啤酒负增长。与上月相比，5 个保持正增长，3 个负增长。消费需求短期偏弱、进入传统消费淡季和去年高基数原因，导致 6 月消费行业依然弱增长，“6.18 购物节”并未产生明显效果。

成本：包材期货快速下行，小麦期货大跌 17%。 消费品现货成本小幅波动，期货成本快速下行，其中方便面、软饮料、啤酒期货单月跌幅达 5.3%/3.6%/3.2%。具体来看，包材方面，玻璃、塑料、纸浆和铝材期货价格下行 7.6%/5.7%/5.2%/4.1%，现货端仅 PET 塑料（-1.4%）跌幅超过 1%。直接原材料部分，小麦期货价格降幅超过 15%，生鲜乳、豆粕、棕榈油现货下跌 2.4%/1.6%/1.6%，白糖、大豆、大包粉现货及大米、棕榈油期货小幅波动。上涨品种中，大麦现货、期货涨幅达 4.9%/6.3%，玉米、鱼肉等价格微升。

资金：陆股通单月净流出创年内新高，食品饮料陆股通占比持续下降。 截至 6 月底，陆股通资金当月净流出 444.5 亿元（上月净流入 87.8 亿元），其中沪股通净流出 246.3 亿元，深股通净流出 198.2 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.01%，较上月降低 0.40pct。港股通资金当月净流入 807.03 亿元（上月净流入 645.01 亿元），必需消费板块市值占比为 3.68%，较上月下降 0.25pct。

估值：三大股指对应行业估值均走低，A 股回撤更为明显。 A 股食品饮料 PE（TTM）处于 2011 年至今的 15%分位（20.1x），子行业分位较低的是乳品（0%，14.3x）、烘焙食品（0%，19.1x）和啤酒（1%，24.1x）。H 股必需性消费行业处于 2%分位（15.9x），子行业分位较低的是乳制品（0%，10.4x）、酒精饮料（0%，15.3x）和包装食品（4%，11.5x）。美股日常消费品行业处于 77%分位（22.9x）；子行业分位较低的是葡萄酒（22%，19.7x）和食品加工与肉类（25%，17.8x）。

建议：H 股消费公司投资价值凸显。 如上所述，基本面角度，6 月消费行业需求依然弱增长，预计上市公司中报收入端难以出现催化剂；而且从历史规律来看，必需性消费复苏滞后于经济复苏，因此接下来一段时间也难免反转。资金方面，北上资金调头加速流出，南下资金继续积极流入，对港股行情影响力加大。三地市场比较而言，H 股消费公司的绝对估值和相对估值仍然最具吸引力。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。选股思路，目前仍以高股息为首推主线，继续建议关注康师傅、统一企业、双汇发展、伊利股份、中国飞鹤、重庆啤酒，同时建议关注具备高股息潜力的白酒公司。另外在猪价拐点出现之后，奶价拐点何时出现值得高度关注。其他消费行业标的，建议关注中国中免、宋城演艺、海澜之家、科沃斯、欧派家居、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，人民币贬值。

闻宏伟 Hongwei Wen
hongwei.wen@htisec.com

肖伟俐 Weili Xiao
wl.xiao@htisec.com

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

1 6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
4月营收	275	168	367	145	355	75	490	134
5月营收	289	192	384	157	340	66	553	159
6月营收	313	150	405	192	335	82	612	156
4月同比%	15.1%	-0.6%	-7.9%	0.8%	5.7%	15.0%	5.2%	12.0%
5月同比%	15.0%	-1.5%	-6.3%	-1.3%	3.0%	8.5%	6.1%	8.1%
6月同比%	14.4%	-2.6%	-3.8%	-0.9%	3.7%	6.0%	5.0%	3.2%
年初至今同比%	15.2%	-1.6%	-3.5%	-0.8%	4.8%	11.8%	5.6%	8.8%

资料来源：HTI

据海通国际预测，24 年 6 月重点跟踪的 8 个行业中 5 个保持正增长，3 个负增长。实现双位数增长的行业仅剩次高端及以上白酒（主要受贵州茅台带动）；个位数增长的行业包括速冻食品、软饮料、调味品和餐饮；乳制品、大众及以下白酒、啤酒负增长。与上月相比，5 个行业增速下滑，3 个增速加快。消费需求短期偏弱、进入传统消费淡季和去年高基数原因，导致 6 月消费行业依然弱增长，“6.18 购物节”并未产生明显效果。

6 月国内次高端及以上白酒行业收入为 313 亿元，同比增长 14.4%。1-6 月累计收入为 2276 亿元，同比增长 15.2%。端午期间白酒消费平淡，近期茅台批价出现快速回落，在厂家控制发货、停止企业直销及拆箱令等多重措施下，当前批价已企稳。头部酒企在股东会均表达了当前行业困境期稳字当头的决心，我们预计 6 月行业单月收入增幅收窄。

6 月国内大众及以下白酒行业收入为 150 亿元，同比降低 2.6%。1-6 月累计收入为 1215 亿元，同比降低 1.6%。端午假期对需求催化比较有限，经销商反馈中秋活动预计提前开启，批价存在进一步下行风险。当前行业供需失衡矛盾仍旧存在，但行业集中度提升趋势不改，中小型酒企的出清速度相较于去年跌幅或有缓和。

6 月国内啤酒行业收入为 192 亿元，同比下滑 0.9%。1-6 月累计收入为 961 亿元，同比降低 0.8%。6 月北方气温显著升高，欧洲杯等体育赛事陆续开赛，啤酒行业逐渐步入旺季。但南方多地持续大暴雨，现饮渠道表现不及预期，销量同比仍有压力。根据渠道反馈，目前库存整体健康，厂商费投力度略有增加，旺季终端需求有望修复，产品升级节奏趋缓但方向不变。

图1 次高端及以上白酒行业收入预测（亿元）

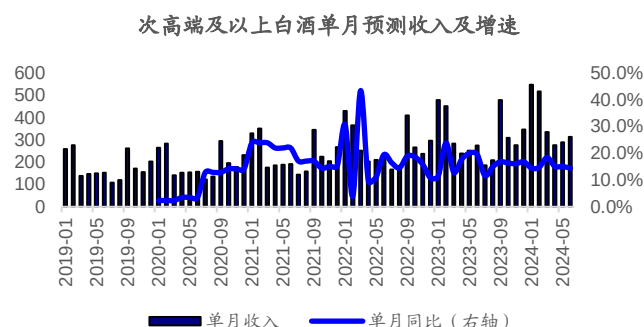
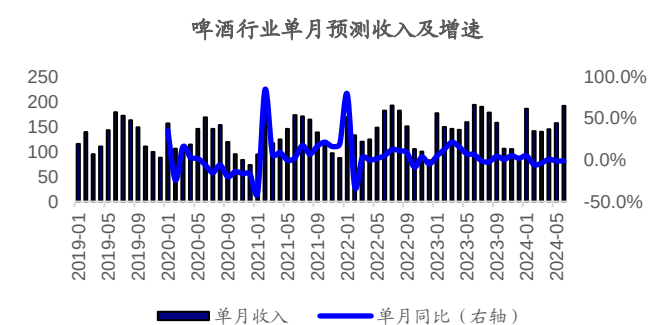


图2 啤酒行业收入预测（亿元）



6月国内调味品行业收入为335亿元，同比提升3.7%。1-6月累计收入为2209亿元，同比增长4.8%。6月调味品伴随餐饮景气度回落，叠加多区域天气影响，动销增长环比减弱。目前行业整体渠道库存有所上涨，终端建设逐步完善，复调C端需求有所回暖，高端产品逐渐提升渗透。

6月国内乳制品行业收入为405亿元，同比下降3.8%。1-6月累计收入为2424亿元，同比下降3.5%。6月仍为乳制品淡季，收入同比仍有中低个位数下跌，但下滑幅度较4-5月已有收窄。主要因为促销较多、价格表现较弱。原奶价格持续下行的大背景下，中小厂商竞争较为激烈。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，在今年上半年持续进行库存合理化。

图3 调味品行业收入预测（亿元）

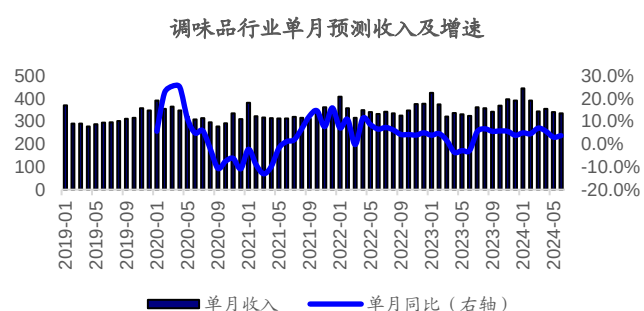


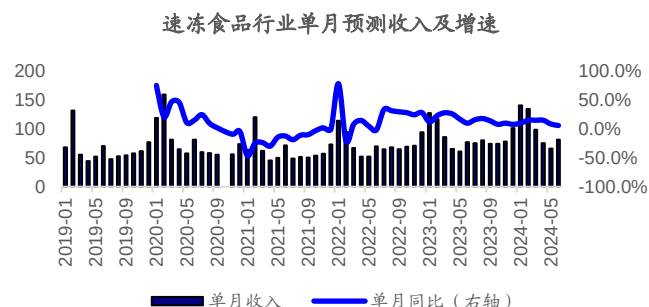
图4 乳制品行业收入预测（亿元）



6月国内速冻行业收入为82亿元，同比增长6.0%。1-6月累计收入为596亿元，同比增长11.8%。需求逐渐进入淡季，终端出货表现平稳。二季度以来逐渐进入餐饮淡季，因此速冻产品需求环比转弱。大单品如火山石烤肠经过培育表现亮眼，处于高速发展期。目前行业渠道和应用场景更加细分并聚焦，如团餐、宴饮和烧烤逐渐成为热门场景，预制菜接受程度有所提升，并需求相对稳定。

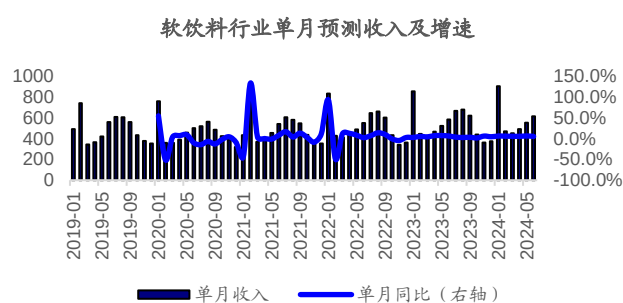
6月国内软饮料行业收入为612亿元，同比增长5.0%。1-6月累计收入为3477亿元，同比增长5.6%。6月华东、华中等地区持续降雨对户外消费有影响，但华北地区天气转热，软饮料旺季动销良好，全国整体呈现良性增长态势。目前旺季竞争激烈，多家企业加码陈列、搭赠、走访等市场活动，部分品类零售价格有所下探，如包装水、无糖茶。

图5 速冻食品行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

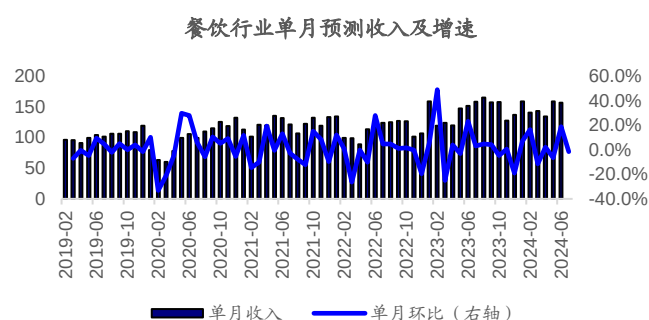
图6 软饮料行业收入预测（亿元）



资料来源：HTI

6月国内餐饮上市公司总计收入为156亿元，同比增长3.2%。1-6月累计收入为889亿元，同比增长8.8%。暑期旺季尚未完全来临，餐饮需求尚未出现较高景气度，直播平台等线上促销活动渗透有所提升客单价或短期承压。新开店方面，行业表现相对谨慎。连锁餐饮经营具有较强韧性，经营表现平稳，低线城市市场及特色餐饮需求较好，但经营稳定性相对较弱。

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（6月17日至6月24日），飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价为 2410/2125/770 元，较上周-190/-165/-30 元，较上月-330/-385/-90 元。中长期来看，今年年初以来飞天整箱、散瓶和茅台 1935 批价-550/-595/-180 元，较去年同期-480/-615/-260 元。

五粮液：本周八代普五批价为 945 元，较上周-5 元，较上月-8 元。中长期来看，今年年初以来八代普五批价-3 元，较去年同期+2 元。

泸州老窖：本周国窖 1573 批价为 870 元，较上周持平，较上月+5 元。中长期来看，今年年初以来国窖 1573 批价+20 元，较去年同期-20 元。

山西汾酒：本周复兴版、青花 20 批价为 860/350 元，较上周持平/持平，较上月持平/+7 元。中长期来看，今年年初以来复兴版、青花 20 批价+50/+30 元，较去年同期+80/+15 元。

洋河股份：本周 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价为 535/380/266 元，较上周持平/持平/-12 元，较上月+10/+5/-12 元。中长期来看，今年年初以来 M6+、M3 水晶版、天之蓝批价+5/持平/-12 元，较去年同期-65/-25/-30 元。

古井贡酒：本周古 20、古 16、古 8 批价为 470/310/200 元，较上周持平/持平/持平，较上月持平/-10 元/持平。中长期来看，今年年初以来古 20、古 16、古 8 批价+15/-10/+5 元，较去年同期持平/-10 元/持平。

表2 重点白酒公司批价一览

2024/06/24	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）	2410	-190	-330	-550	-480
	飞天53°（散）	2125	-165	-385	-595	-615
	茅台精品53°	3010	-190	-260	-320	-340
	王子普王53°	240	0	-5	-15	-15
	茅台1935	770	-30	-90	-180	-260
五粮液	第八代普五52°	945	-5	-8	-3	2
	交杯52°	1330	0	30	105	-20
	1618 52°	943	-12	-12	43	13
泸州老窖	国窖1573 52°	870	0	5	20	-20
	窖龄60 52°	240	-10	-10	0	10
山西汾酒	青花30复兴版	860	0	0	50	80
	青花20 53°	350	0	7	30	15
洋河股份	梦之蓝M6+ 52°	535	0	10	5	-65
	梦之蓝水晶版52	380	0	5	0	-25
	天之蓝52°	266	-12	-12	-12	-30
	海之蓝52°	120	0	0	-5	-10
今世缘	国缘四开 42°	380	0	-5	0	0
	国缘对开 42°	200	0	-5	30	-10
古井贡酒	古20 52°	470	0	0	15	0
	古16 50°	310	0	-10	-10	-10
	古8 45°	200	0	0	5	0
	古5 50°	100	5	5	0	-10
	口20 41°	300	0	-5	10	0
口子窖	口10 41°	200	0	-3	0	-20
	口6 41°	90	0	0	-20	-10
舍得酒业	品味舍得52°	320	0	5	15	-10
酒鬼酒	内参52°	745	0	-5	35	5
	红坛52°	285	0	-10	-30	-30
水井坊	井台52°	420	0	0	-5	5
	臻酿八号52°	305	-5	-5	30	10
珍酒李渡	珍十五53°	325	0	0	-15	-25
习酒	窖藏1988 53°	455	0	-5	-10	-20
	青花郎20 53°	820	5	-5	0	-40
郎酒	红花郎15 53°	450	0	10	-40	-50
	国台15年 53°	610	0	-10	20	-55
国台	国台国标15 53°	300	0	0	0	-20
剑南春	水晶剑52°	380	0	-15	10	-10
金沙酒业	摘要53°	498	0	-20	-42	-42

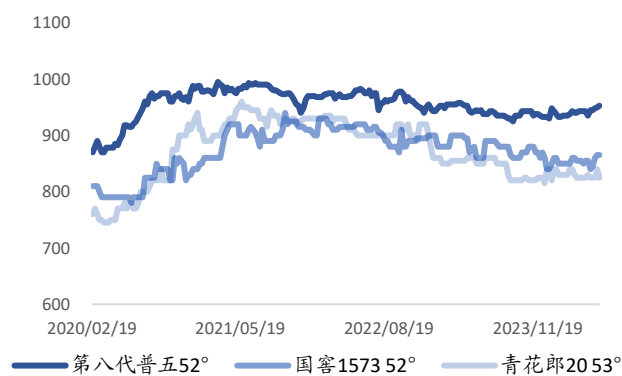
资料来源：酒业媒体，wind，HTI，按照上市公司、非上市公司排序

图9 本周茅台精品、飞天散瓶、整箱批价-190/-165/-190 元



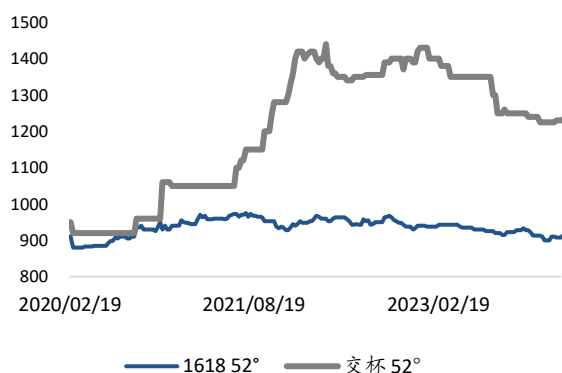
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图10 本周八代普五、青花郎批价-5/+5 元



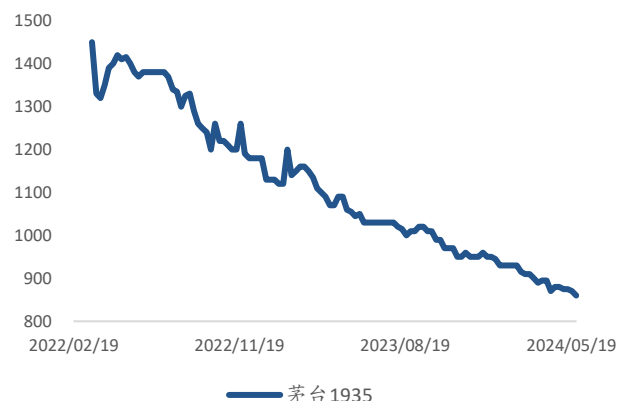
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图11 本周五粮液 1618 批价-12 元



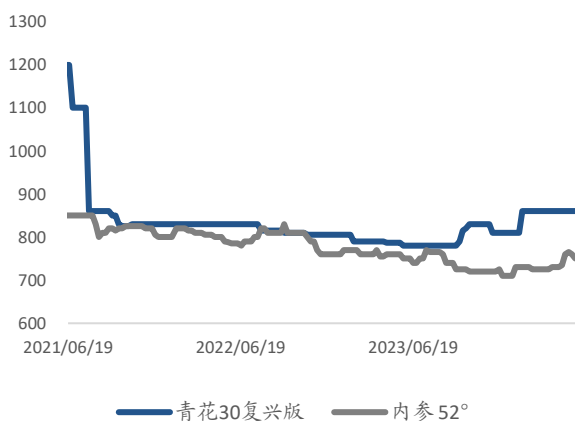
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图12 本周茅台 1935 批价-30 元



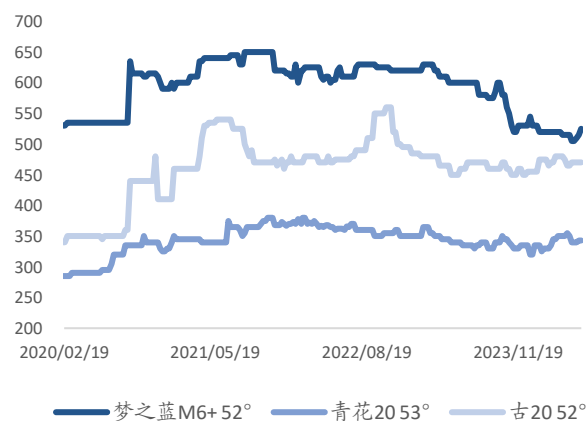
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图13 本周青花 30 复兴版、内参批价持平



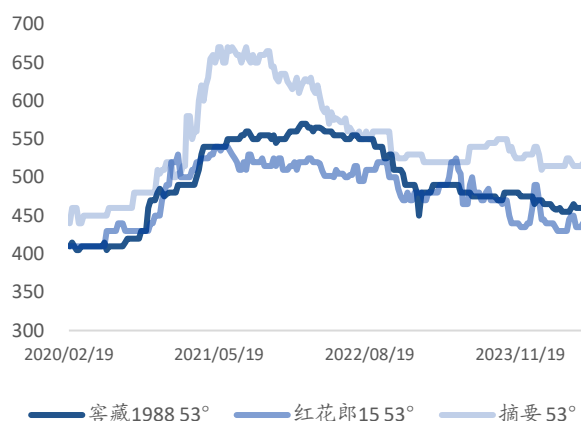
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图14 本周梦之蓝 M6+、青花 20、古 20 批价持平



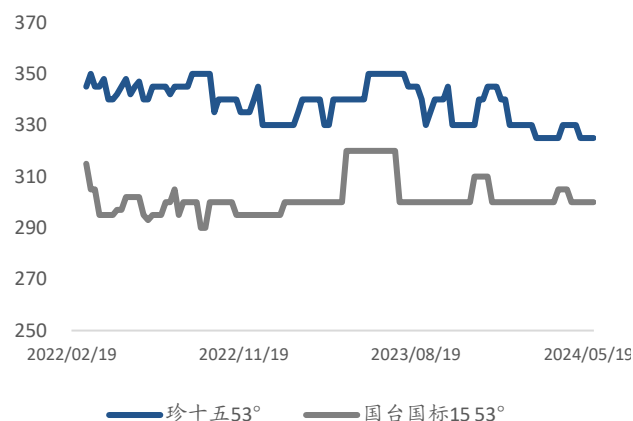
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图15 本周窖藏1988、红花郎15、摘要批价持平



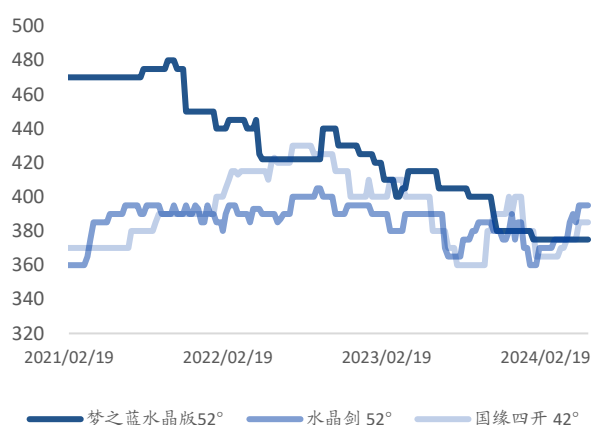
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图16 本周珍十五、国台国标15批价持平



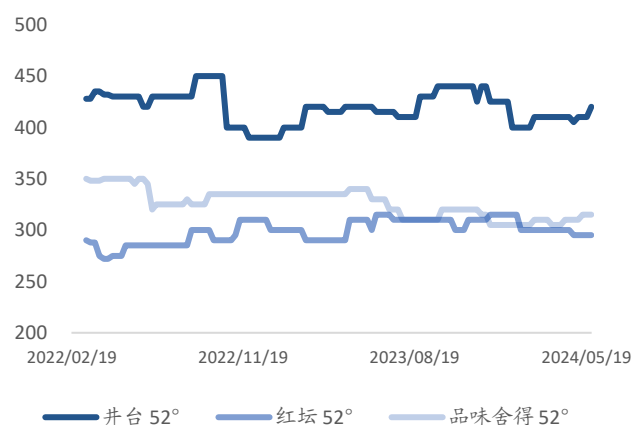
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图17 本周梦之蓝水晶版/水晶剑/国缘四开批价持平



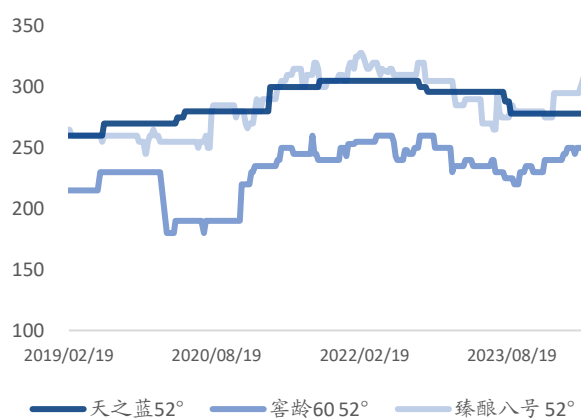
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图18 本周井台、红坛、品味舍得批价持平



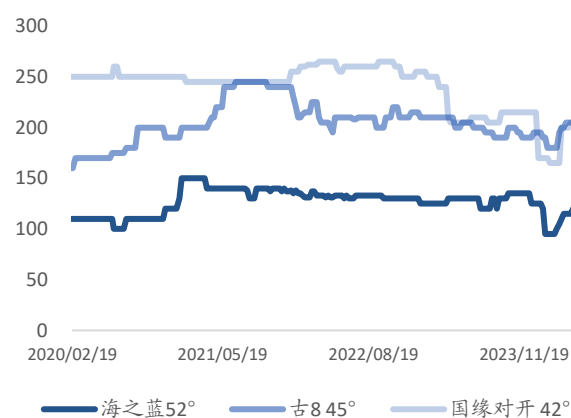
资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图19 本周天之蓝、窖龄60、臻酿八号批价-12/-10/-5元



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

图20 本周海之蓝、古8、国缘对开批价持平



资料来源：酒业媒体，wind，HTI

1.2.2 大众品零售价格追踪

软饮料与液态奶代表产品较 5 月末折扣力度有所减小。

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 5 月末的 87.0%/90.0%变化至本周的 92.2%/97.1%。

液态奶代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 5 月末的 71.3%/65.2%变化至本周的 77.8%/78.6%。

调味品代表产品较 5 月末折扣力度有所加大。

调味品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 5 月末的 98.1%/95.4%变化至本周的 91.8%/100%。

啤酒、婴配粉及方便食品代表产品折扣力度表现平稳。

啤酒代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 5 月末的 81.2%/82.6%变化至本周的 81.2%/85.3%。

婴配粉代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 5 月末的 95.1%/100%变化至本周的 95.4%/98.4%。

方便食品代表产品的折扣率平均值/中位值分别由 5 月末的 96.7%/97.5%变化至本周的 94.9%/95.0%。

表3 大众品类整体折扣率一览（20240625）

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	77.8%	78.5%	71.3%	84.8%
液态奶折扣率中位值	78.6%	78.6%	65.2%	83.3%
啤酒折扣率平均值	81.2%	84.1%	81.2%	80.6%
啤酒折扣率中位值	85.3%	82.7%	82.6%	81.4%
方便食品折扣率平均值	94.9%	97.5%	96.7%	89.9%
方便食品折扣率中位值	95.0%	97.5%	97.5%	93.2%
调味品折扣率平均值	91.8%	89.0%	98.1%	87.1%
调味品折扣率中位值	100%	90.0%	95.4%	90.0%
软饮料折扣率平均值	92.2%	90.1%	87.0%	91.4%
软饮料折扣率中位值	97.1%	94.1%	90.0%	96.2%
婴配粉折扣率平均值	95.4%	94.7%	95.1%	95.8%
婴配粉折扣率中位值	98.4%	98.0%	100%	100%

资料来源：多个电商平台， HTI

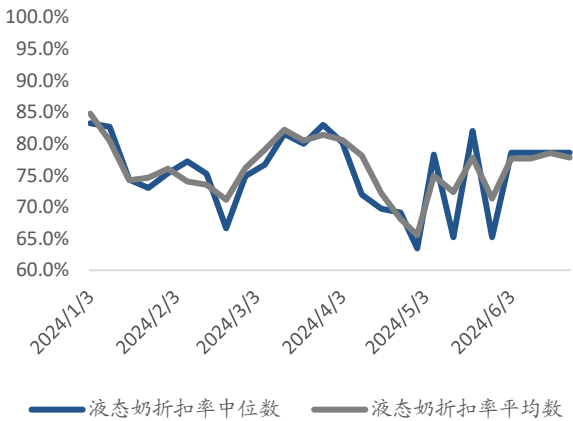
注：折扣率=实际到手价格/平台标注原价

表4 折扣力度最大的代表产品一览（20240625）

品名	规格	品类	当期折扣率	上月折扣率	年初折扣率
重啤乐堡	500ml*12/箱	啤酒	32.3%	76.6%	32.6%
百威哈啤小麦王	450ml*15/1 箱	啤酒	42.7%	NA（缺货）	54.4%
伊利金典牛奶	250ml*12/1 箱	液态奶	46.6%	50.7%	70.0%
华润雪花纯生	500ml*24/箱	啤酒	53.9%	53.9%	61.0%
伊利全脂纯牛奶	250ml*16/1 箱	液态奶	63.2%	63.2%	75.6%
百威经典	450ml*20/箱	啤酒	65.1%	72.9%	79.8%
海天金标生抽	500ml/瓶	调味品	66.4%	66.4%	66.4%
康师傅包装饮用水	550ml*12/1 箱	软饮料	66.6%	66.6%	63.2%
千禾头道原香 280 天	500ml/1 瓶	调味品	69.9%	69.9%	70.0%
喜力	330ml*24/箱	啤酒	69.9%	69.8%	76.5%

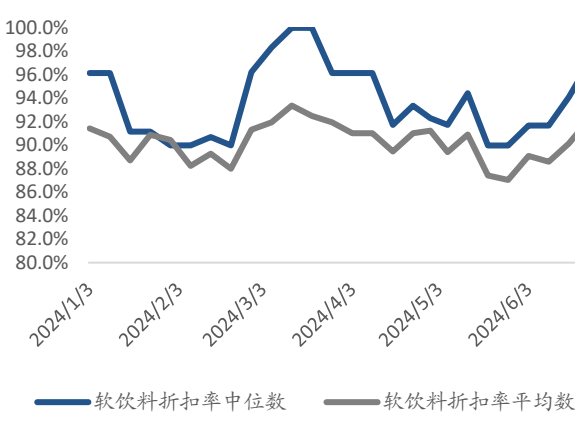
资料来源：多个电商平台， HTI

图21 液态奶代表产品折扣率周度变化



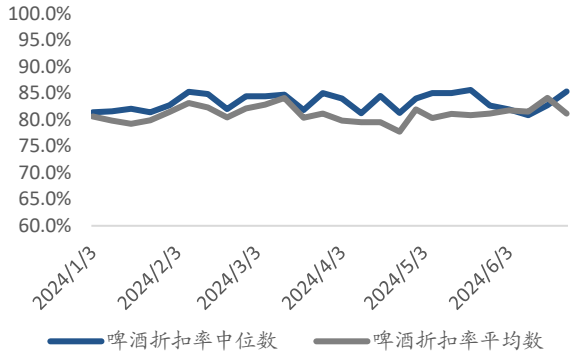
资料来源：多个电商平台， HTI

图22 软饮料代表产品折扣率周度变化



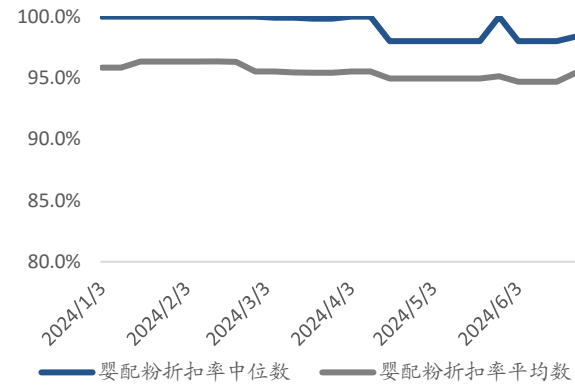
资料来源：多个电商平台， HTI

图23 啤酒代表产品折扣率周度变化



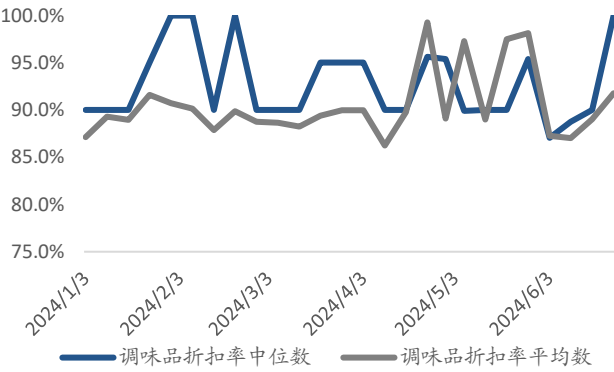
资料来源：多个电商平台， HTI

图24 婴配粉代表产品折扣率周度变化



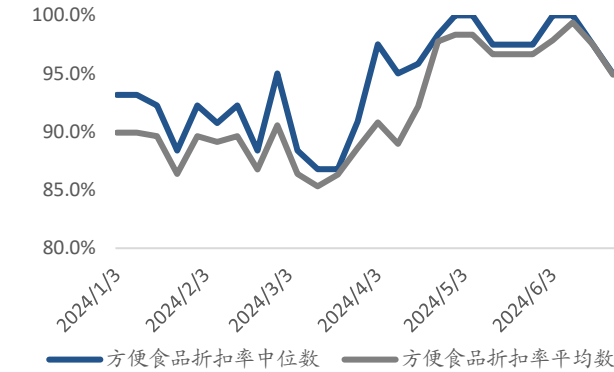
资料来源：多个电商平台， HTI

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

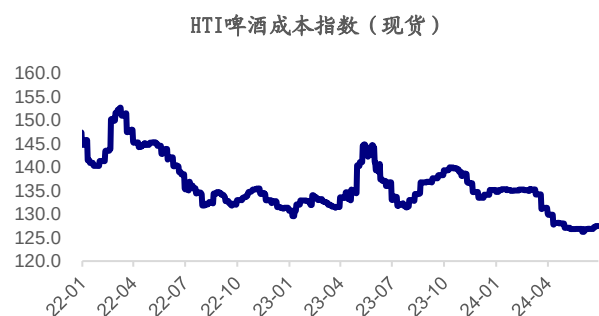
日期		HTI消费品成本指数（现货指数）					
		啤酒	调味品	乳制品	方便面	速冻食品	软饮料
基准日	2024/6/28	127.45	113.57	106.19	105.48	123.17	116.49
上周	2024/6/21	127.25	113.70	106.22	105.60	123.20	116.76
上月	2024/5/28	126.83	114.27	107.21	106.14	122.77	116.98
今年年初	2024/1/1	134.73	118.98	110.15	107.29	123.64	119.33
去年同期	2023/6/28	136.73	121.88	112.70	108.13	125.06	120.59
较上周		0.16%	-0.12%	-0.03%	-0.12%	-0.02%	-0.24%
较上月		0.49%	-0.62%	-0.95%	-0.62%	0.33%	-0.42%
较今年年初		-5.40%	-4.55%	-3.59%	-1.69%	-0.37%	-2.38%
较去年同期		-6.79%	-6.82%	-5.77%	-2.45%	-1.50%	-3.40%

资料来源：Wind，HTI

截至 6 月 28 日，啤酒成本现货指数为 127.45，啤酒成本期货指数为 136.8。月度来看，较上月同期啤酒成本现货指数提升 0.49%，啤酒成本期货指数下降 3.2%。中长期看，今年年初以来啤酒成本现货指数下降 5.4%，啤酒成本期货指数下降 6.3%，较去年同期，啤酒成本现货指数下降 6.79%，啤酒成本期货指数提升 3.47%。

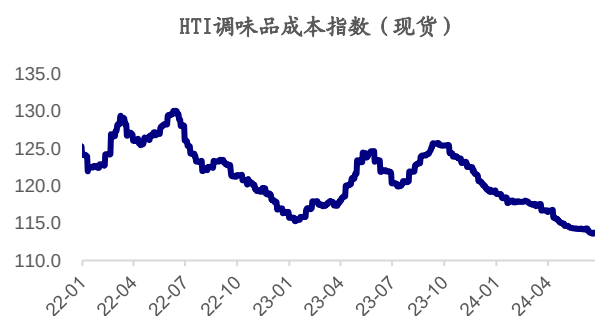
调味品成本现货指数为 113.57，调味品成本期货指数为 123.63。月度来看，较上月同期调味品成本现货指数下降 0.62%，调味品成本期货指数下降 2.89%。中长期看，今年年初以来调味品成本现货指数下降 4.55%，调味品成本期货指数下降 3.62%，较去年同期，调味品成本现货指数下降 6.82%，调味品成本期货指数下降 0.83%。

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 106.19，乳制品成本期货指数为 100.04。月度来看，较上月同期乳制品成本现货指数下降 0.95%，乳制品成本期货指数下降 0.85%。中长期看，今年年初以来乳制品成本现货指数下降 3.59%，乳制品成本期货指数提升 1.11%，较去年同期，乳制品成本现货指数下降 5.77%，乳制品成本期货指数下降 0.09%。

方便面成本现货指数为 105.48，方便面成本期货指数为 115.2。月度来看，较上月同期方便面成本现货指数下降 0.62%，方便面成本期货指数下降 5.34%。中长期看，今年年初以来方便面成本现货指数下降 1.69%，方便面成本期货指数提升 2.68%，较去年同期，方便面成本现货指数下降 2.45%，方便面成本期货指数提升 0.87%。

图29 乳制品行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

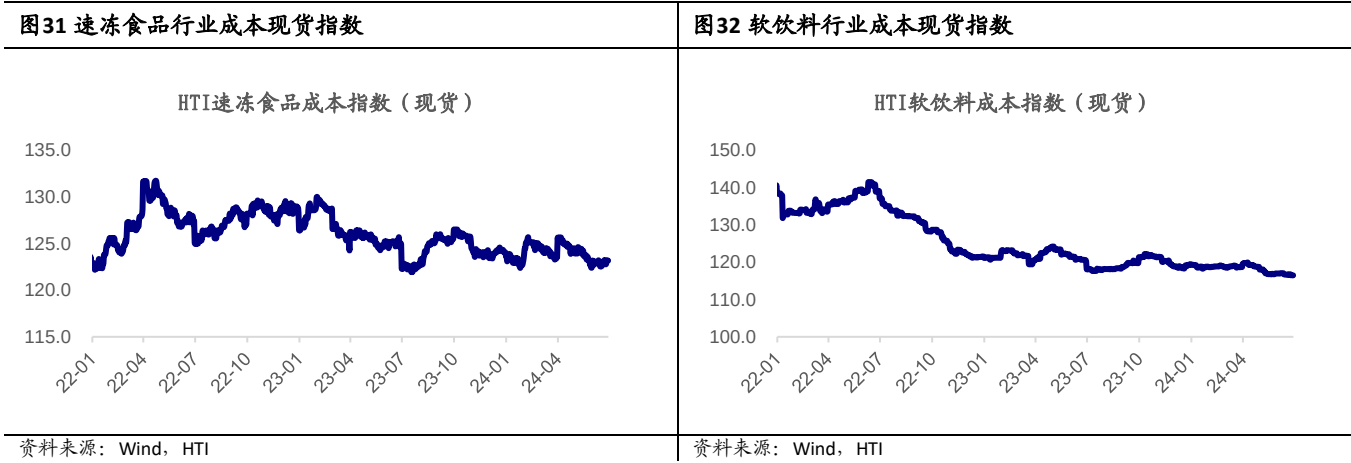
图30 方便面行业成本现货指数



资料来源：Wind，HTI

速冻食品成本现货指数为 123.17，速冻食品成本期货指数为 124.24。月度来看，较上月同期速冻食品成本现货指数提升 0.33%，速冻食品成本期货指数下降 1.86%。中长期看，今年年初以来速冻食品成本现货指数下降 0.37%，速冻食品成本期货指数提升 0.93%，较去年同期，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 1.45%。

软饮料成本现货指数为 116.49，软饮料成本期货指数为 133.62。月度来看，较上月同期软饮料成本现货指数下降 0.42%，软饮料成本期货指数下降 3.62%。中长期看，今年年初以来软饮料成本现货指数下降 2.38%，软饮料成本期货指数提升 2.67%，较去年同期，软饮料成本现货指数下降 3.4%，软饮料成本期货指数提升 2.61%。



1.4 消费行业及公司重点新闻

表6 2024 年 6 月消费行业新闻		
日期	行业	标题及链接
6.4	乳制品	1-4 月份乳制品贸易情况 https://mp.weixin.qq.com/s/ZBlrSE5wWBP1FUzhcCUNdQ
6.5	烈酒	欧洲烈酒公司股价最近一年下跌明显 https://www.ft.com/content/ff67a0c1-ac3d-48d8-b1d8-dd2951ea2773
6.6	乳制品	一季度母婴品类整体跌幅呈现收窄 https://mp.weixin.qq.com/s/HrKkMIhWKiKZM6UTQD5XRA
6.7	软饮料	前两月无糖即饮茶集中度有所下降 https://mp.weixin.qq.com/s/IF_lSeKl8xpgTtrOKnhVCQ
6.14	白酒	1-4 月中国白酒出口持续增长 https://mp.weixin.qq.com/s/-Rs-qqOj3Vcmd8ik5rTqw
6.15	可可	世界第二大可可生产国被指推迟交付 35 万吨可可豆 https://www.reuters.com/markets/commodities/ghana-delay-more-cocoa-deliveries-supply-crisis-worsens-2024-06-12/
6.18	乳制品	1-5 月中国进口乳制品 319.9 亿元 https://www.21jingji.com/article/20240613/herald/1dd592fb06931b4914f2b0485671d5f6.html
6.21	食品	618 全网销售额为 7428 亿元，部分食品赛道排名出炉跌 https://mp.weixin.qq.com/s/MurO2Ky1nBRNXOrtYnJsUA
6.25	奶粉	截至去年已有 1028 个奶粉新国标产品获注册 https://mp.weixin.qq.com/s/ld_f2ARkX32Rv-2AeUYAIA
6.29	冰淇淋	今夏雪糕主打平价 https://www.dahecube.com/article.html?artid=203676?recid=1

资料来源：wind, HTI

表7 2024 年 6 月消费公司公告

日期	公司	摘要
6.2	安琪酵母	安琪酵母：2024 年限制性股票激励计划（草案） 安琪酵母发布公告称，计划授予限制性股票 1,189 万股，约占目前公司股本总额 86,866.9779 万股的 1.37%；计划授予的激励对象为 1,006 人，约占公司当前员工总人数的 9.03%。
6.4	甘源食品	甘源食品：关于回购公司股份的进展公告 甘源食品发布公告称，截至 2024 年 5 月 31 日，公司累计通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购公司股份数量 1,121,472 股，占公司目前总股本的 1.20%，最高成交价为 86.00 元/股，最低成交价为 67.68 元/股，成交总金额为 86,687,721.51 元（不含交易费用）。
6.5	泸州老窖	泸州老窖：关于董事会换届选举的公告 泸州老窖发布公告称，公司第十届董事会提名刘淼先生、林锋先生、张宿义先生、陈有安先生、吕先铠先生、李国旺先生、李良琛先生、钱旭先生、应汉杰先生、熊波先生为公司第十一届董事会非职工董事候选人（其中陈有安先生、吕先铠先生、李国旺先生、李良琛先生为独立董事候选人，钱旭先生、应汉杰先生、熊波先生为外部董事候选人）。
6.5	好想你	好想你：关于股份回购进展公告 好想你发布公告称，截至 2024 年 5 月 31 日，公司已通过股份回购专用证券账户以集中竞价方式回购公司股份 12,824,404 股，回购股份数占公司目前总股本的 2.83%，最高成交价为 6.67 元/股，最低成交价为 4.92 元/股，回购总金额为 71,980,420.20 元（不包含交易费用）。
6.6	牧原股份	牧原股份：2024 年 5 月份生猪销售简报 牧原股份发布公告称，2024 年 5 月份，公司销售生猪 586.0 万头（其中商品猪 491.2 万头，仔猪 88.1 万头，种猪 6.6 万头），销售收入 104.50 亿元。其中向全资子公司牧原肉食品有限公司及其子公司合计销售生猪 92.9 万头。2024 年 5 月份，公司商品猪价格相比 2024 年 4 月份有所上升，商品猪销售均价 15.52 元/公斤，比 2024 年 4 月份上升 4.86%。
6.7	新希望	新希望：2024 年 5 月份生猪销售简报 新希望发布公告称，公司 2024 年 5 月销售生猪 136.68 万头，环比变动 -7.41%，同比变动 -5.27%；收入为 20.98 亿元，环比变动 -10.23%，同比变动 -6.26%；商品猪销售均价 15.42 元/公斤，环比变动 1.92%，同比变动 8.59%。
6.13	伊利股份	伊利股份：股份回购进展 伊利股份发布公告称，2024 年 6 月 12 日，公司通过集中竞价交易方式首次回购股份数量为 2,694,966 股，已回购股份占公司总股本的比例为 0.0423%，购买的最高价为 27.07 元/股，最低价为 26.80 元/股，已支付的总金额为 72,699,318.64 元人民币（不含交易费用）。
6.14	妙可蓝多	妙可蓝多：关于现金收购内蒙古蒙牛奶酪有限责任公司 100% 股权的公告 妙可蓝多发布公告称，妙可蓝多发布公告称，公司拟以 4.48 亿元现金收购控股股东内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司所持有的内蒙古蒙牛奶酪有限责任公司 100% 股权。本次交易将解决公司在奶酪业务上与控股股东及其关联方之间的同业竞争问题，不会新增同业竞争。
6.17	优然牧业	优然牧业：非执行董事即董事会主席变更 优然牧业发布公告称，自 2024 年 6 月 14 日起，武翔先生已辞任公司非执行董事兼董事会主席；杨慧成先生已获委任为公司非执行董事；及袁军先生已获委任为公司董事会主席。
6.21	洽洽食品	洽洽食品：股份回购计划 洽洽食品发布公告称，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股份（A 股），公司拟回购股份用于后期实施股权激励计划或员工持股计划的股份来源；回购的资金总额不低于人民币 5,000 万元（含），且不超过人民币 10,000 万元（含）；回购价格不超过人民币 50.70 元/股（含）；按照回购金额上下限、回购价格上限测算回购数量约为 986,193 股—1,972,386 股，约占公司总股本为 0.19%—0.39%。
6.25	桃李面包	桃李面包：关于控股股东及实际控制人股票质押的公告 桃李面包发布公告称，控股股东及实际控制人之一的吴学群先生持有公司股份 389,402,093 股，占公司总股本的 24.34%；本次质押后，吴学群先生累计质押公司股份 292,442,000 股，占其所持公司股份总量的 75.10%，占公司总股本的 18.28%。吴学群先生及其一致行动人持有本公司股份总数为 901,578,662 股，占公司总股本的 56.36%。本次股份质押完成后，吴学群先生及其一致行动人控制的股份累计质押 292,442,000 股，占其持有公司股份的 32.44%，占公司总股本的 18.28%。
6.26	东鹏饮料	东鹏饮料：关于拟签署投资协议暨设立全资子公司的公告 东鹏饮料发布公告称，公司拟与云南滇中新区管理委员会签订《投资协议书》，在昆明市滇中新区设立全资子公司昆明东鹏维他命饮料有限公司，注册资本 1 亿元。该子公司将负责推进和实施东鹏饮料集团昆明生产基地项目，总投资 10 亿元，其中固定资产投资 8 亿元。项目计划用地面积约 248 亩，建设周期约 24 个月，预计竣工验收后 6 个月实现投产。
6.26	中国旺旺	中国旺旺：2023 财年年度报告 FY2023，中国旺旺集团总收益同比增长 2.9%，达到 235.86 亿元；公司权益持有人应占利润同比增长 18.4%，达到 39.90 亿元；毛利率提高 2.7 个百分点，达到 46.6%。

资料来源：wind，HTI

表8 2024年6月消费公司新闻

日期	公司	标题及链接
6.2	开市客	开市客第三季度业绩超出预期 https://www.reuters.com/business/retail-consumer/costco-beats-quarterly-revenue-estimates-strong-grocery-demand-2024-05-30/
6.4	三只松鼠	章燎原：三只松鼠接下来的目标是三年 200 亿 https://mp.weixin.qq.com/s/1CxKgbkPxtLu4A1RGm6olw
6.4	农夫山泉	时隔 20 年，农夫山泉重做 100% 番茄汁 https://mp.weixin.qq.com/s/b4sMTaCIWGO_H7jxfrfg7Q
6.5	娃哈哈	娃哈哈突击城市线下市场 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800802269398368175
6.6	华润啤酒	侯孝海透露华润啤酒制定《关厂手册》 https://mp.weixin.qq.com/s/i49E6iyk1dpVDZFVsvr8-g?pc_token=HLg_YGai6ywdPn1aE5LFWHbTODKuB1gIE7r9pKzc
6.6	大窑	大窑扩产到陕西，杀入冰峰腹地 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1800927575020377303&wfr=spider&for=pc
6.7	元气森林	元气森林推出首款纯净水产品 https://mp.weixin.qq.com/s/SjoDVWwXZ3hzwGU6rQVFA
6.11	沃尔玛	沃尔玛预计美国电商业务两年内盈利 https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-07/walmart-wmt-e-commerce-to-be-profitable-in-a-year-or-two-company-says
6.12	奥乐齐	奥乐齐发力自有乳品品牌悠白 https://mp.weixin.qq.com/s/xbsUKo2veUcmKq5dbZNX9A
6.14	鸣鸣很忙	鸣鸣很忙集团全国门店突破 10000 家 https://mp.weixin.qq.com/s/KxmrGtGNJ96ANS_b6yobQdA
6.14	百事	百事公司西北首家食品生产基地正式动工 https://mp.weixin.qq.com/s/Lkx6PNe_98addYe_DnIXQQ
6.19	茅台	茅台经销商开会沟通“稳价” https://baijiahao.baidu.com/s?id=1802086200593416090&wfr=spider&for=pc
6.21	农夫山泉	农夫山泉披露 618 战绩 https://mp.weixin.qq.com/s/Q4cuz1XndaHjUXMaDi8Jcw
6.22	恒天然	恒天然宣布高层团队变动，拟剥离业务有了新领导 https://www.fonterra.com/cn/zh/our-stories/media/fonterra-announces-executive-team-changes.html
6.23	茅台	茅台 1935 部分渠道批发价跌破 800 元 https://baijiahao.baidu.com/s?id=1802447933477054225&wfr=spider&for=pc
6.26	蒙牛乳业	蜜雪冰城大咖国际与蒙牛达成多项合作意向 https://mp.weixin.qq.com/s/hcQOC740WPsl75IF8KUQ0A
6.26	海底捞	海底捞高层健康传言被指无根据 https://m.jrj.com.cn/madapter/24h/2024/06/24105741157696.shtml
6.29	统一	罗智先：统一大陆营收 500 亿人民币非口号 https://www.chinatimes.com/realtimenews/20240627001912-260410?chdtv

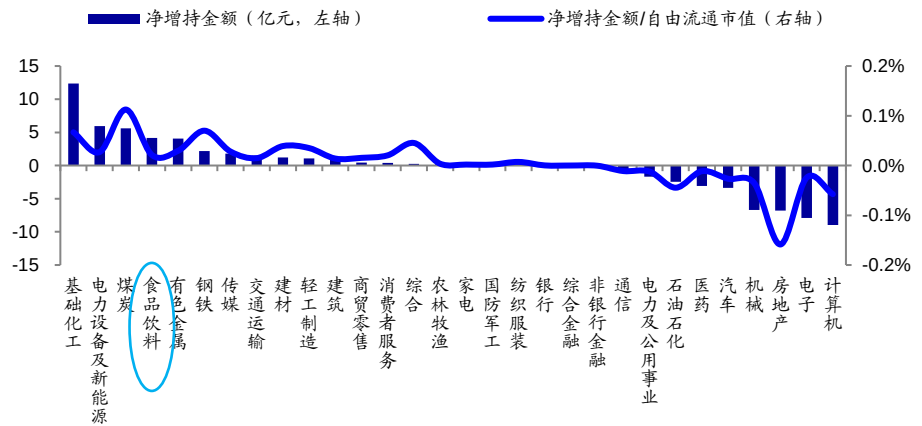
资料来源：wind，HTI

2 消费行业资金流向跟踪

2.1 A 股产业资本及解禁资金跟踪

从行业来看，24 年 6 月基础化工和电力设备及新能源行业净增持额最大，分别为 12.36 和 5.96 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 0.07% 和 0.03%；计算机和电子行业净减持额最大，分别为 8.98 和 7.91 亿元，净增减持额/自由流通市值分别为 -0.06% 和 -0.02%。

图33 2024年6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6月30日

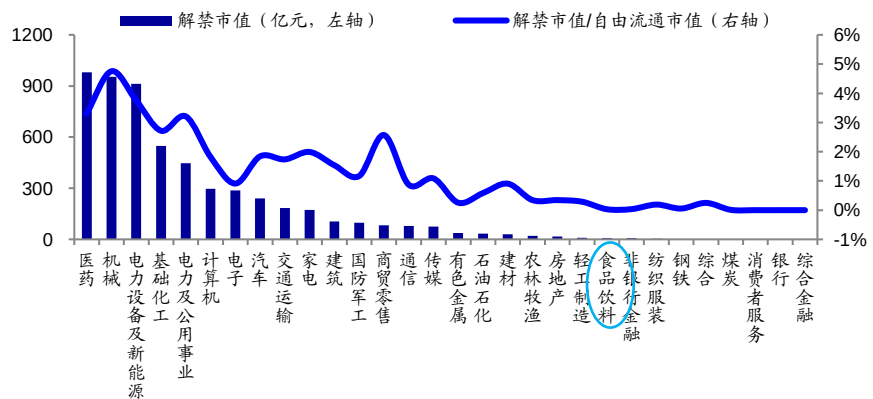
表9 2024年6月产业资本增减持个股

个股	增减持市值（亿元）	占流通市值比（%）
千禾味业	-0.66	-0.09%
五芳斋	-0.29	-0.06%
桃李面包	0.01	0.02%
泸州老窖	0.96	0.07%
仙乐健康	0.03	0.10%
五粮液	3.16	0.12%
阳光乳业	0.07	0.96%

资料来源：wind，海通国际策略组，HTI

按照24年6月30日的股价估算：7月医药、机械、电力设备及新能源等行业解禁金额最大，解禁金额分别为980、954、912亿元，解禁市值/自由流通市值分别为3.31%、4.75%、3.75%。

图34 2024年6月各行业解禁市值&解禁市值/自由流通市值



资料来源：wind，海通国际策略组，HTI，数据截至2024年6月30日

表10 2024 年 6 月食品饮料板块解禁个股

个股	解禁市值 (亿元)	占总市值比 (%)
千味央厨	3.6	12.8%

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: 银行、石油石化、综合、电力及公用事业、房地产。

表11 一级行业大额买入与资金流向 (20240624-20240628)

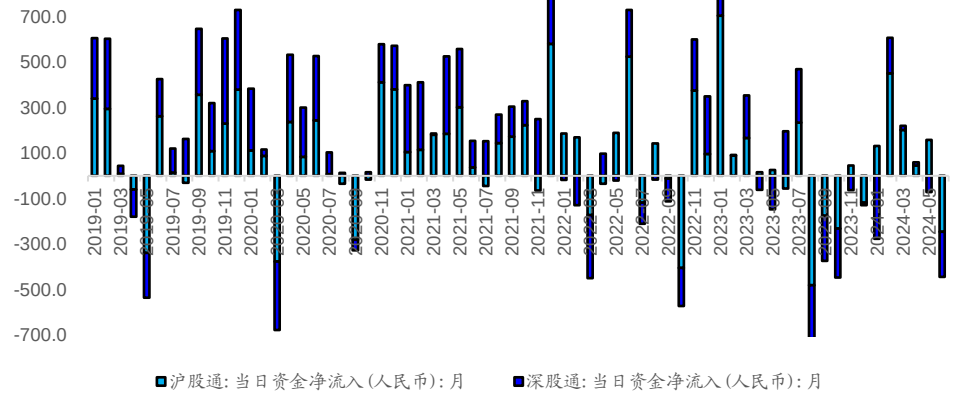
	大买单成交金额占比		净主动买入金额占比	
	5 日均值	5 日均值分位数	5 日均值	5 日均值分位数
银行	81.80%	83.60%	7.40%	88.50%
石油石化	80.50%	83.20%	13.30%	75.40%
综合	80.20%	79.50%	-1.90%	65.20%
电力及公用事业	79.60%	75.80%	14.60%	82.00%
房地产	79.20%	13.10%	-5.20%	53.70%
商贸零售	79.10%	25.80%	-3.60%	70.50%
钢铁	79.00%	6.60%	-0.40%	10.70%
农林牧渔	78.70%	19.30%	-2.40%	85.70%
建筑	78.50%	41.80%	5.40%	46.70%
煤炭	78.30%	25.80%	7.40%	70.50%
纺织服装	77.90%	0.40%	0.50%	83.60%
交通运输	77.80%	34.80%	12.00%	84.40%
有色金属	77.70%	87.70%	11.30%	73.80%
轻工制造	77.00%	9.40%	-1.90%	54.90%
传媒	76.80%	13.90%	-8.80%	26.60%
综合金融	76.70%	34.80%	-7.80%	49.20%
建材	76.60%	17.60%	-4.40%	61.90%
非银行金融	76.60%	49.20%	-2.00%	80.30%
家电	75.90%	0.40%	-0.20%	17.60%
基础化工	75.50%	1.20%	-0.50%	78.70%
国防军工	75.50%	56.60%	8.80%	22.10%
汽车	75.50%	41.00%	6.10%	81.10%
通信	75.50%	7.40%	8.40%	69.70%
计算机	75.30%	12.30%	-5.80%	54.10%
机械	75.20%	18.40%	4.00%	56.10%
消费者服务	75.20%	53.30%	-4.80%	78.70%
电力设备及新能源	75.00%	82.40%	1.90%	84.40%
电子	74.20%	95.50%	4.10%	16.00%
医药	73.10%	4.50%	-6.00%	82.80%
食品饮料	65.80%	2.50%	-8.00%	85.70%

资料来源:Wind, 海通国际金工组, HTI

2.2 陆股通资金跟踪

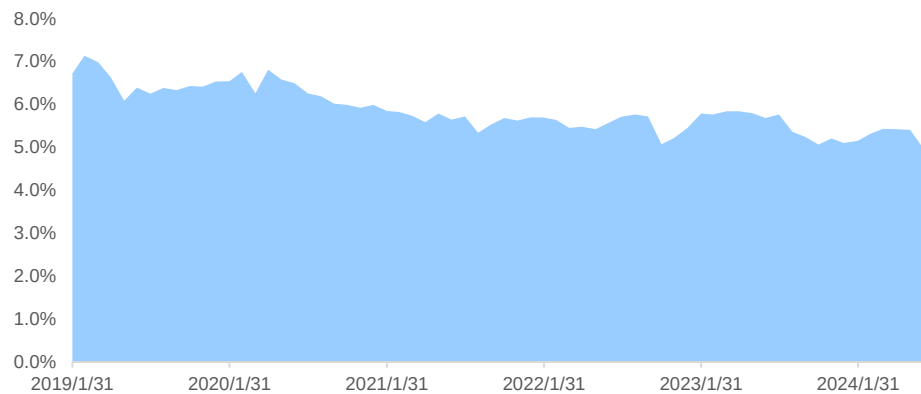
截至 2024 年 6 月 28 日，陆股通资金当月净流出 444.5 亿元（上月净流入 87.8 亿元），其中沪股通净流出 246.3 亿元，深股通净流出 198.2 亿元；食品饮料板块市值占比为 5.01%，较上月降低 0.40pct。

图35 陆股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

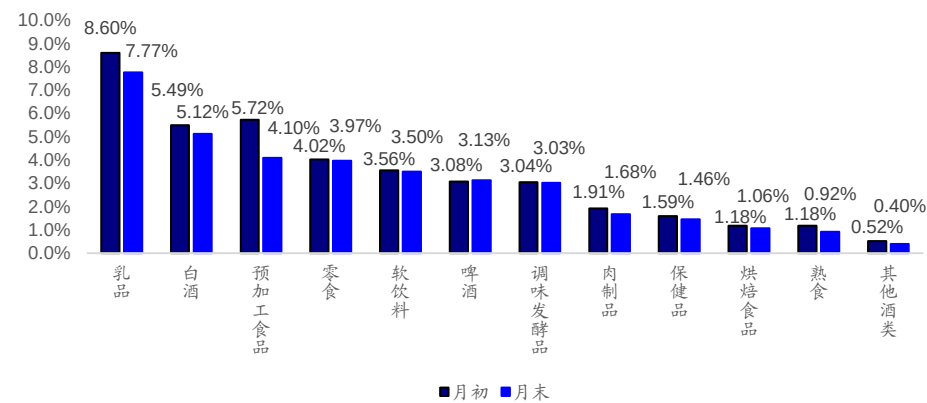
图36 食品饮料板块陆股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

乳品行业陆股通占比为 7.77%，在食品饮料子行业中受北向资金支持比例最大，仅有啤酒（+0.05pct）行业月度陆股通表现增持。陆股通持股占比靠后的子行业为其他酒类（0.40%）和熟食（0.92%），月末较月初减持最多的子行业为预加工食品（-1.63pct）。

图37 食饮子板块陆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 6 月 28 日

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（6.7%）、五粮液（4.8%）、山西汾酒（3.3%）；按陆股通持股比例排名，伊利股份（10.8%）陆股通占比最高，洽洽食品（9.9%）次之，其中，安井食品（9.5%）月末较月初减持最多（-3.3 pct），三只松鼠增持最多（0.9 pct）。

表12 食饮板块陆股通持股情况

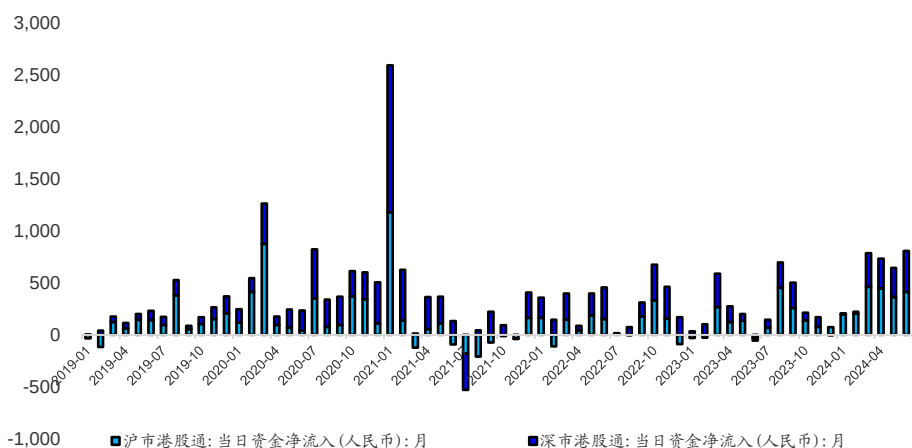
总市值排名					陆股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	贵州茅台	6.7	7.2	-0.53	1	伊利股份	10.8	12.0	-1.2
2	五粮液	4.8	5.5	-0.74	2	洽洽食品	9.9	10.6	-0.8
3	山西汾酒	3.3	3.0	0.32	3	安井食品	9.5	12.8	-3.3
4	泸州老窖	2.9	3.0	-0.08	4	贵州茅台	6.7	7.2	-0.5
5	海天味业	3.4	3.4	-0.02	5	中炬高新	6.2	6.2	-0.1
6	伊利股份	10.8	12.0	-1.24	6	重庆啤酒	6.1	5.5	0.6
7	洋河股份	2.6	2.8	-0.21	7	三只松鼠	5.6	4.8	0.9
8	古井贡酒	2.0	2.0	-0.05	8	东鹏饮料	5.0	5.1	-0.2
9	东鹏饮料	5.0	5.1	-0.16	9	五粮液	4.8	5.5	-0.7
10	青岛啤酒	2.8	2.9	-0.1	10	今世缘	4.2	4.3	-0.1

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

2.3 港股通跟踪

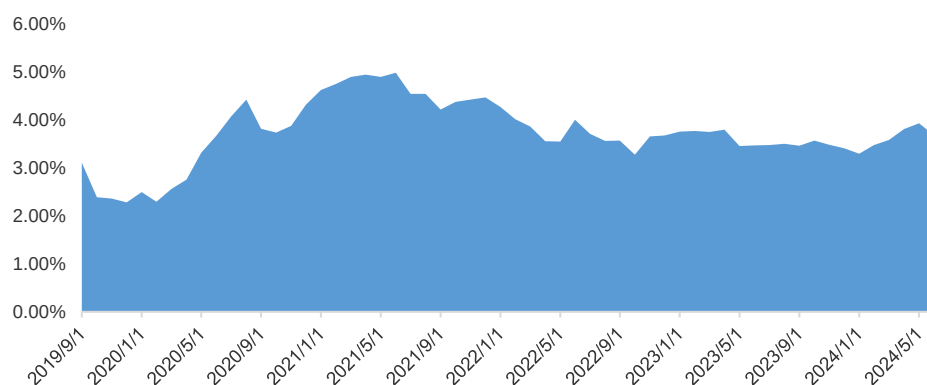
截至 2024 年 6 月 30 日，港股通资金当月净流入 807.03 亿元（上月净流入 645.01 亿元），必需消费板块市值占比为 3.68%，较上月下降 0.25pct。

图38 港股通每月净流入情况（亿元）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 30 日

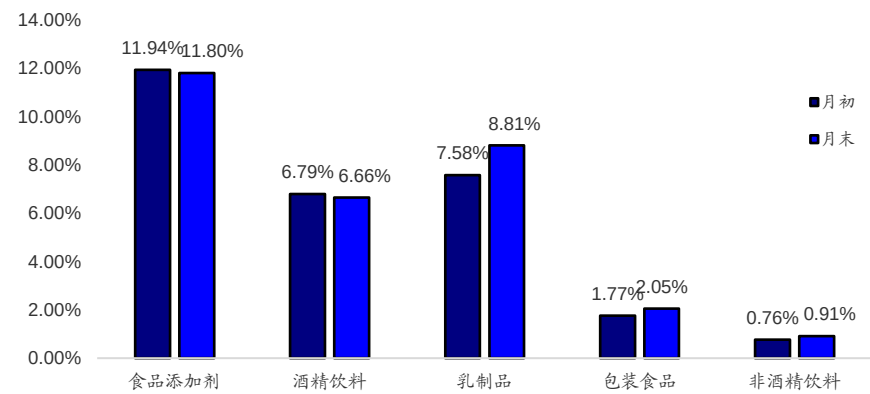
图39 必需消费板块港股通持股市值占比



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 30 日

食品添加剂行业港股通占比为 11.80%，较月初减持 0.13pct；酒精饮料港股通市值占比为 6.66%，排名次之；港股通持股占比靠后的子行业分别为非酒精饮料（0.91%）、包装食品（2.05%）和乳制品（8.81%）。

图40 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 6 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（0.9%）、百威亚太（0.1%）、华润啤酒（11.9%）；按港股通持股比例排名，青岛啤酒（28.5%）港股通比例最高，华宝国际（20.0%）和周黑鸭（17.0%）次之。

表13 食饮板块港股通持股情况

总市值排名					港股通持股占比排名				
	证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)		证券简称	月末持股占比 (%)	月初持股占比 (%)	持股变化 (pct)
1	农夫山泉	0.8	0.7	0.09	1	青岛啤酒股份	30.0	29.1	0.93
2	百威亚太	0.3	0.3	0.06	2	华宝国际	20.5	20.3	0.18
3	青岛啤酒股份	30.0	29.1	0.93	3	周黑鸭	16.0	16.1	-0.07
4	华润啤酒	11.0	11.4	-0.43	4	颐海国际	14.3	14.6	-0.22
5	中国旺旺	0.2	0.2	-0.03	5	华润啤酒	11.0	11.4	-0.43
6	蒙牛乳业	8.8	6.3	2.44	6	中烟香港	10.8	8.9	1.84
7	康师傅控股	2.5	2.2	0.30	7	中国飞鹤	10.6	10.7	-0.10
8	中国飞鹤	10.6	10.7	-0.10	8	优然牧业	10.5	10.1	0.39
9	统一企业中国	4.4	3.8	0.64	9	阜丰集团	9.1	9.0	0.07
10	珍酒李渡	6.5	6.9	-0.35	10	蒙牛乳业	8.8	6.3	2.44

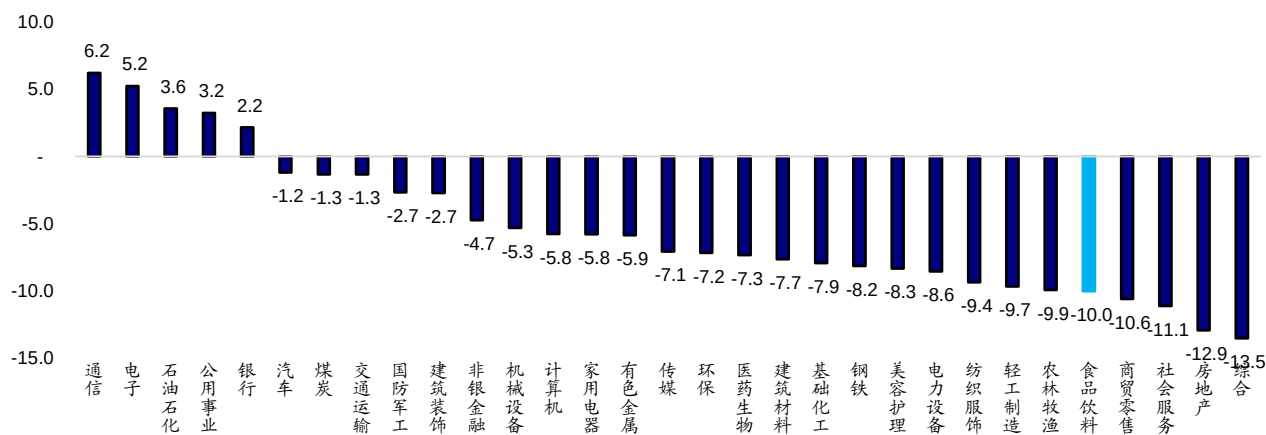
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 30 日

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，6 月仅通信（+6.2%）、电子（+5.2%）、石油石化（+3.6%）、公共事业（+3.2%）、银行（+2.2%）收涨，其他行业均录得不同程度的下跌，综合（-13.5%）、房地产（-12.9%）和社会服务（-11.1%）跌幅靠前。食品饮料-10.0%，在 31 个行业分类中位居第 27 名，较上月（-3.3%）后退 4 名。

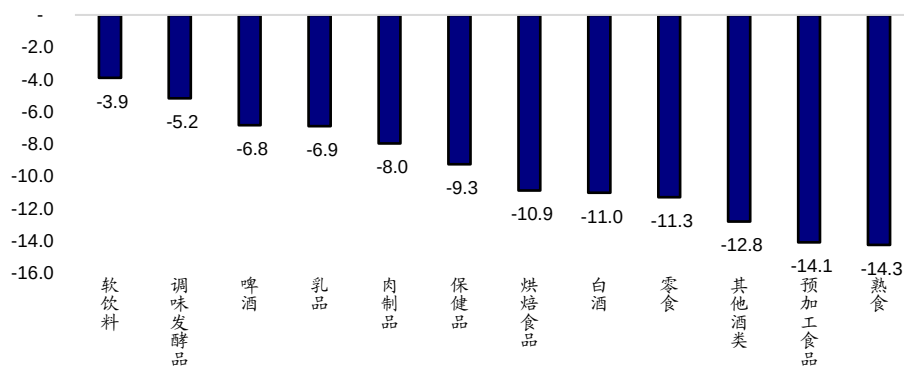
图41 A股一级行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 6 月 28 日

6月食品饮料子行业全线收跌, 熟食(-14.3%)、预加工食品(-14.1%)、其他酒类(-12.8%)跌幅领先。

图42 A股食品饮料子行业涨跌幅(%)



资料来源: wind, HTI, 数据截至 2024 年 6 月 28 日

表14 A 股食品饮料板块个股涨跌幅

按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿元)	最新收盘价 (元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	贵州茅台	18433	1467	-9.1	1	东鹏饮料	863	216	2.0
2	五粮液	4970	128	-12.7	2	张裕 B	129	9	0.4
3	山西汾酒	2573	211	-12.6	3	古井贡 B	1084	116	-0.6
4	泸州老窖	2112	143	-17.9	4	海天味业	1917	34	-1.9
5	海天味业	1917	34	-1.9	5	伊利股份	1645	26	-4.7
6	伊利股份	1645	26	-4.7	6	燕京啤酒	249	9	-5.7
7	洋河股份	1216	81	-8.6	7	双汇发展	824	24	-6.2
8	古井贡酒	990	211	-14.1	8	青岛啤酒	828	73	-6.3
9	东鹏饮料	863	216	2.0	9	口子窖	235	39	-6.7
10	青岛啤酒	828	73	-6.3	10	光明乳业	107	8	-7.5

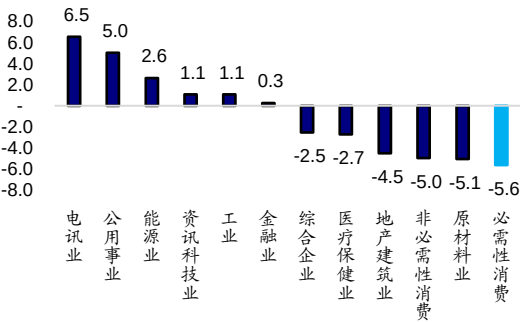
资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

3.2 H 股行业涨跌幅表现

6 月 H 股一级行业，电讯业 (+6.5%)、公共事业 (+5.0%) 涨幅居前。必需性消费 (-5.6%) 在 12 个一级行业中排名最后，较上个月 (+5.9%) 后退 4 名。

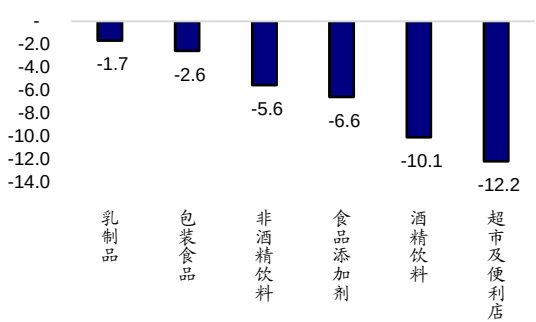
必需性消费子行业全线收跌，超市及便利店 (-12.2%)、酒精饮料 (-10.1%) 跌幅居前。

图43 H 股一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

图44 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 6 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15 恒生食品饮料板块个股涨跌幅

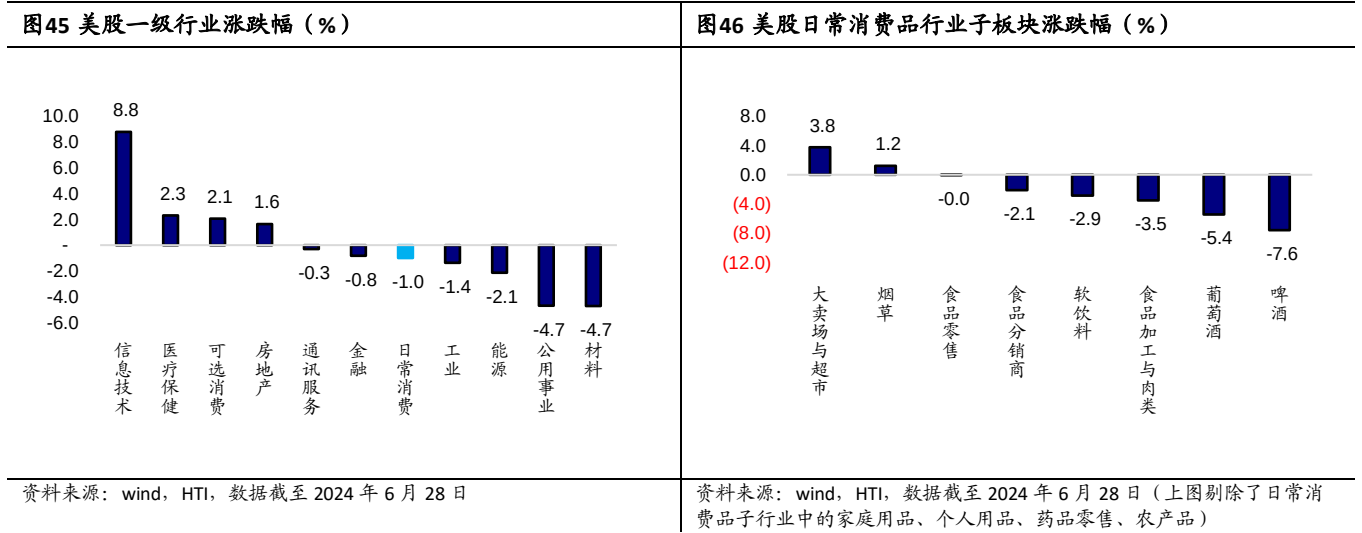
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿港元)	最新收盘价 (港元)	相对月初涨跌幅 (%)
1	农夫山泉	4167	37	-10.9	1	茶百道	192	13	29.7
2	百威亚太	1218	9	-6.9	2	中烟香港	115	17	21.9
3	青岛啤酒	907	52	-5.7	3	统一企业中国	308	7	11.5
4	华润啤酒	852	26	-16.3	4	巨星传奇	102	12	7.0
5	万洲国际	659	5	-3.4	5	康师傅控股	530	9	5.0
6	中国旺旺	558	5	0.2	6	蒙牛乳业	551	14	1.6
7	蒙牛乳业	551	14	1.6	7	卫龙	129	6	1.3
8	康师傅	530	9	5.0	8	中国旺旺	558	5	0.2
9	中国飞鹤	327	4	-6.7	9	第一太平	154	4	0.2
10	统一企业	308	7	11.5	10	万洲国际	659	5	-3.4

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

3.3 美股行业涨跌幅表现

6 月美股一级行业涨跌互现，信息技术（+8.8%）大幅领涨，材料（-4.7%）、公共事业（-4.7%）跌幅居前。日常消费品行业-1.0%，在 11 个美股一级行业排第 7 名，位次较上月（+4.0%）前进 2 名。

日常消费子行业超市与大卖场（+3.8%）、烟草（+1.2%）收涨，啤酒（-7.6%）、葡萄酒（-5.4%）跌幅领先。



本月美股消费板块中小市值公司普遍受到追捧，大部分公司涨幅居前。

表16 美股日常消费板块个股涨跌幅

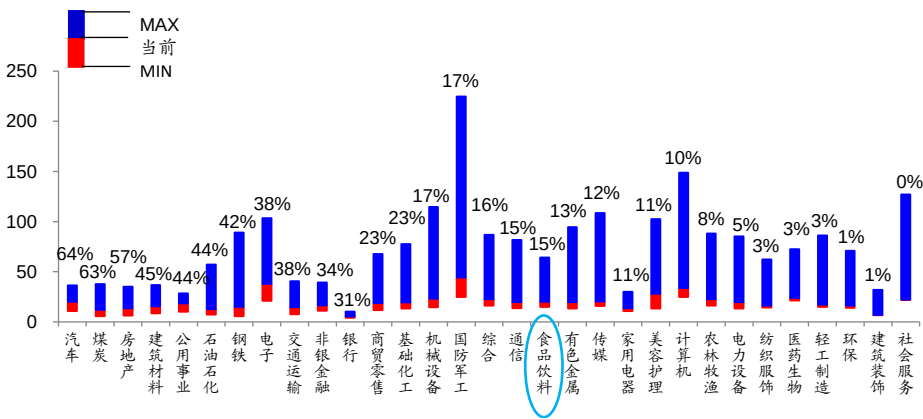
按市值排序					按涨幅排序				
	证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)		证券简称	最新市值 (亿美元)	最新收盘价 (美元)	相对月初涨 跌幅 (%)
1	沃尔玛	5446	68	3.0	1	CASEYS GENERAL STORES	142	382	15.0
2	开市客	3768	850	5.0	2	COCA-COLA CONSOLIDATED	102	1,085	10.6
3	帝亚吉欧	3507	126	-6.7	3	PILGRIMS PRIDE	91	38	7.1
4	可口可乐	2742	64	1.9	4	SPROUTS FARMERS MARKET	84	84	5.9
5	百事	2267	165	-3.9	5	开市客	3768	850	5.0
6	菲利普莫 里斯国际	1575	101	1.3	6	沃尔玛	5446	68	3.0
7	可口可乐 凡萨瓶装	1443	86	-8.3	7	星座品牌-A	469	257	2.8
8	百威英博	1174	58	-7.8	8	兰卡斯特食品	52	189	2.4
9	亿滋国际	878	65	-3.9	9	可口可乐	2742	64	1.9
10	奥驰亚	782	46	0.6	10	康宝浓汤	135	45	1.8

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

4 估值水平对比

4.1 A 股行业估值表现

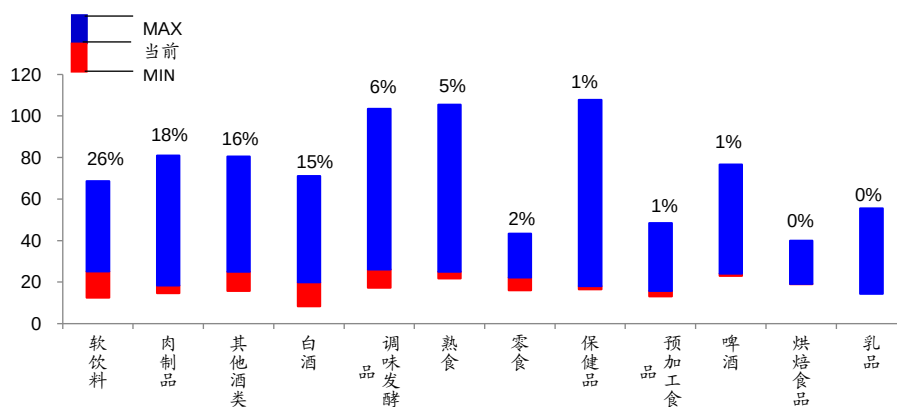
图47 A 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，海通国际策略组，数据截至 2024 年 6 月 28 日

截至 2024 年 6 月 28 日，A 股一级行业中，PE（TTM，下同）历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有 8 个，包括社会服务、建筑装饰、环保等。食品饮料的 PE 历史分位数为 15%（20.1x），较上月末（18%，22.7x）降低 3pct，在 31 个行业中排名第 18 名。

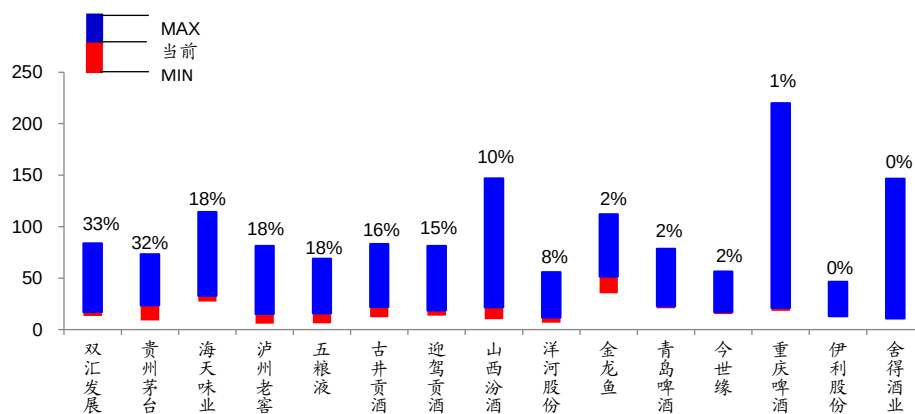
图48 A股食品饮料子行业市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年6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（0%）、烘焙食品（0%）、啤酒（1%）。PE绝对值最低的行业分别是乳品（14.3x）、预加工食品（15.8x）、保健品（18.1x）。

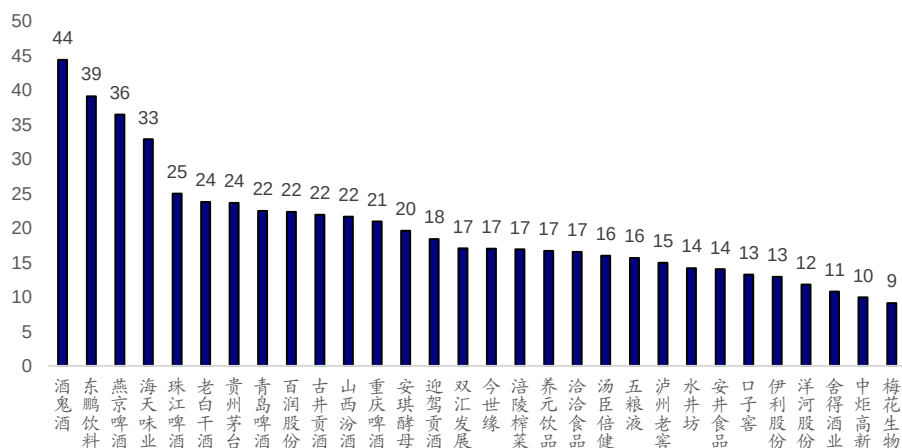
图49 A股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年6月28日

截至 2024 年 6 月 30 日，A 股市场食品饮料板块估值中枢有所下降，A 股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 17x（相较上月下降 3x）。

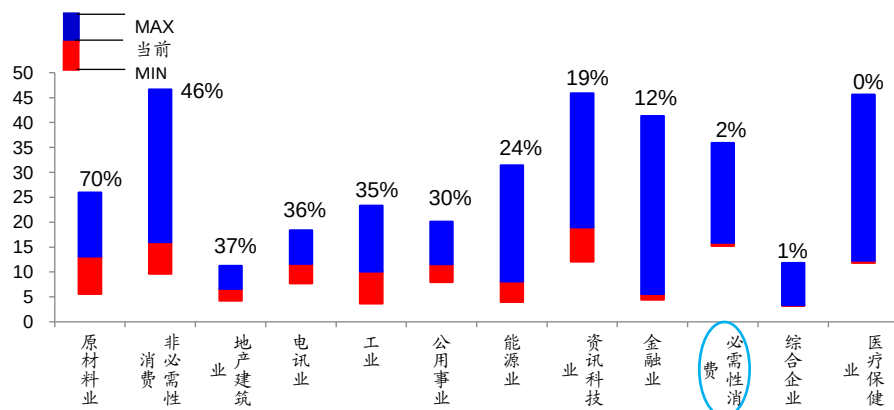
图50 A 股食品饮料板块重点个股（市值前 30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 30 日

4.2 H 股行业估值表现

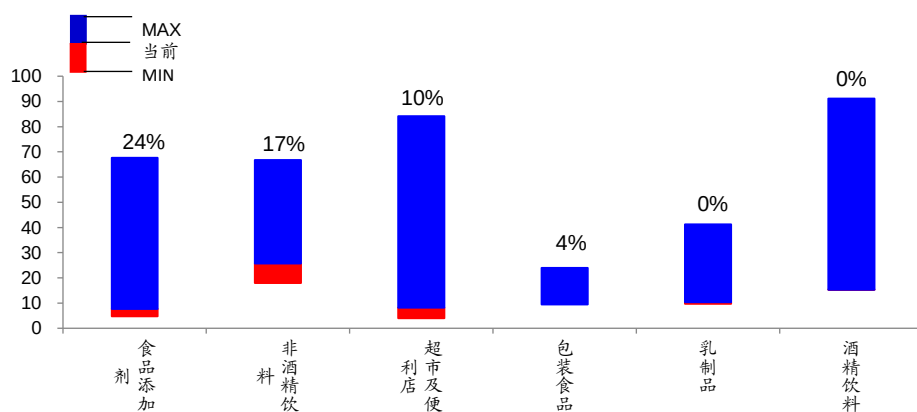
图51 H 股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

截至 2024 年 6 月 28 日，H 股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来 10%以下的行业有医疗保健业、综合企业、必需性消费。必需性消费行业 PE 历史分位数为 2%（15.9x），历史分位数较上月末（9%，17.3x）下降 7pct，在 12 个一级行业中排名第 10 名。

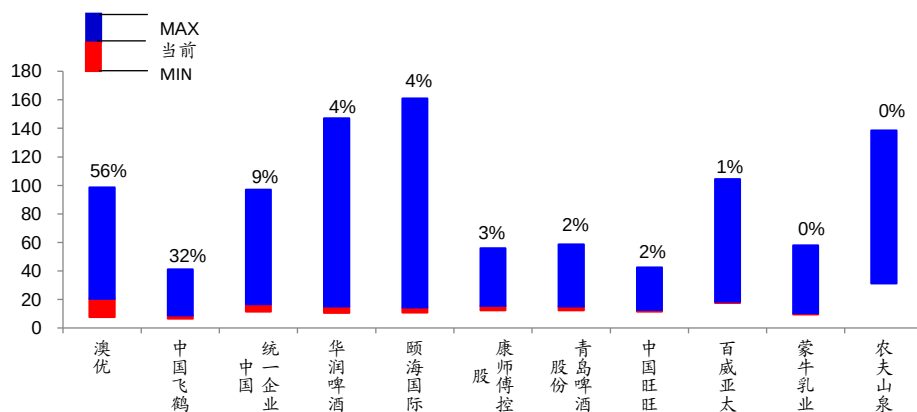
图52 H股必需消费行业子板块市盈率（TTM）处于2011年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年6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（0%）、乳制品（0%）、包装食品（4%）等。PE绝对值最低的行业分别是食品添加剂（7.7x）、超市及便利店（8.2x）。

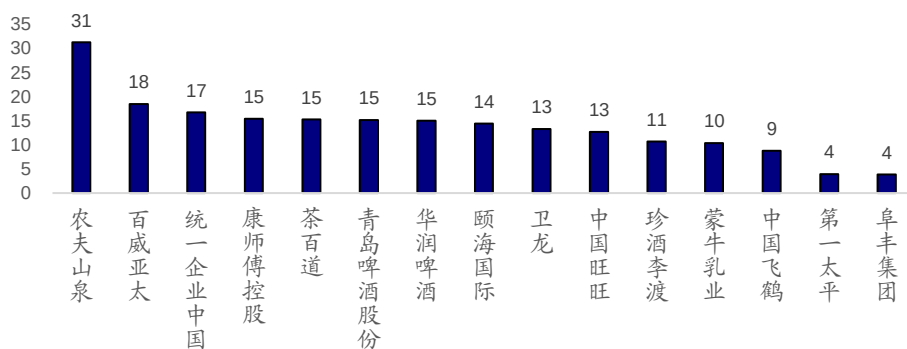
图53 H股重点公司市盈率（TTM）处于2011年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至2024年6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2024年6月30日，港股市场食品饮料板块估值中枢有所下降，H股食品饮料龙头（市值前15）的估值中位数为15x（相较上月下降1x）。

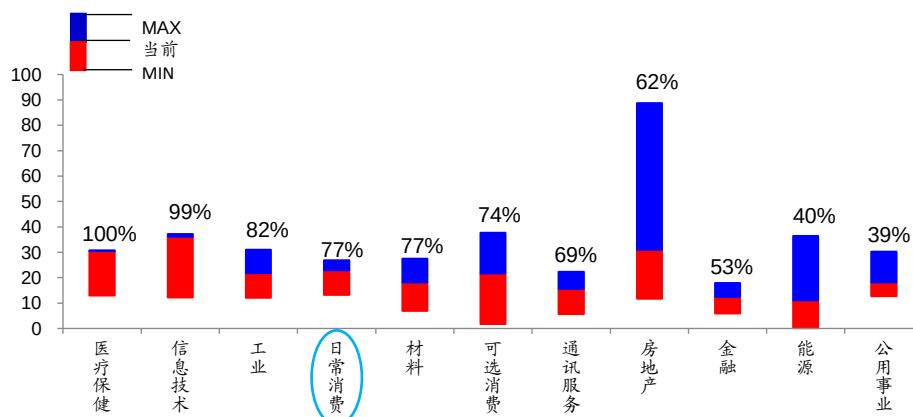
图54 恒生食品饮料板块重点个股（市值前 15）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 30 日，剔除估值为负的高鑫零售

4.3 美股行业估值表现

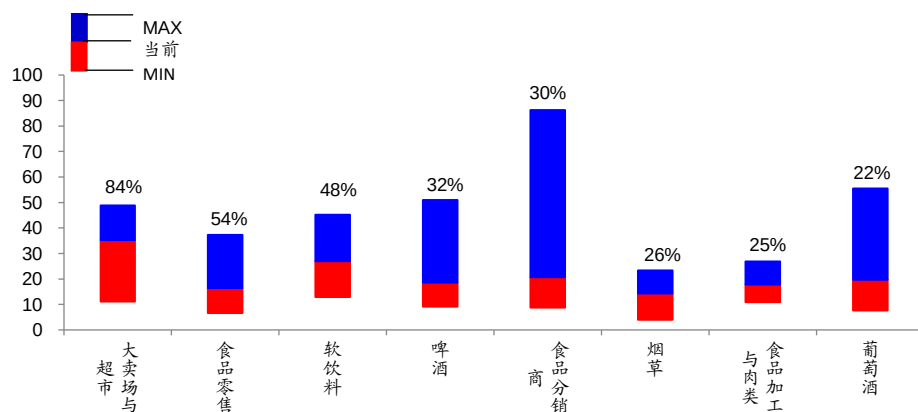
图55 美股一级行业市盈率（TTM）处于 2011 年以来目前绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 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 6 月 28 日，美股一级行业 PE 历史分位数处于 2011 年以来较低的是公共事业（39%）、能源（40%）。日常消费品的 PE 历史分位数为 77%（22.9x），历史分位数与上月末（80%，23.2x）降低 3pct，在 11 个行业中排名第 4 名。

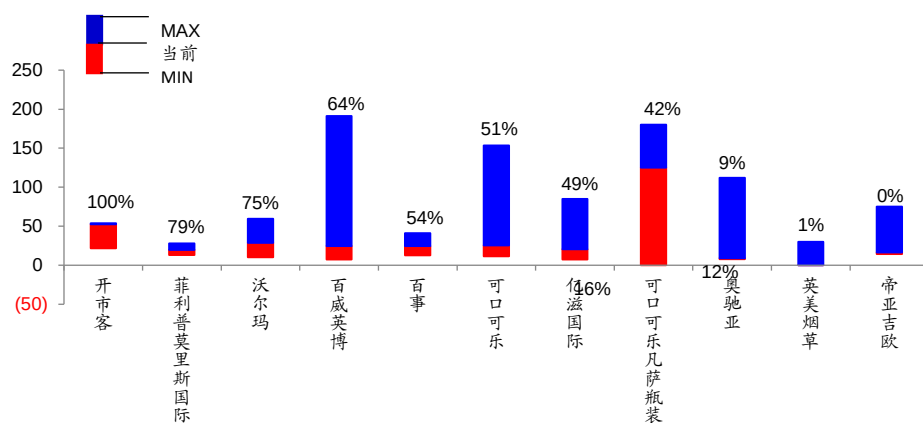
图56 美股日常消费品行业子板块市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 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（22%）、食品加工与肉类（25%）、烟草（26%）。PE 绝对值最低的行业分别是烟草（14.3x）、食品零售（16.5x）和食品加工与肉类（17.8x）。

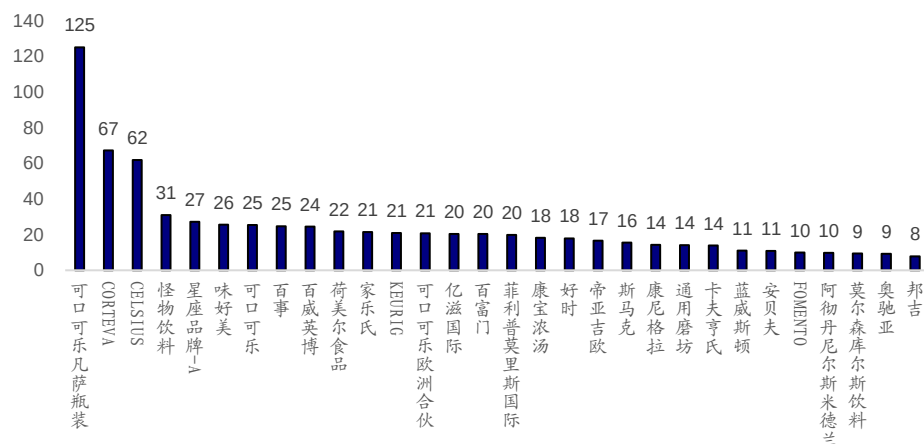
图57 美股重点公司市盈率（TTM）处于 2011 年以来绝对位置（从左至右行业为最新市盈率历史分位从高到低排序）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日（异常值剔除如下：可口可乐凡萨瓶装 201806-201904、201504-201704；百威英博 202101-202204；奥驰亚 202001-202010）

截至 2024 年 6 月 30 日，美股食品饮料板块估值中枢有所下降，美股食品饮料龙头（市值前 30）的估值中位数为 20x（相较上月下降 1x）。

图58 美股食品饮料板块重点个股（市值前30）最新估值水平（TTM）



资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 30 日，剔除估值为负的英美烟草、泰森食品

5 投资建议

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

证券简称	股息率 2023, %	年度现金分红 比例 2023, %	年度现金分红 比例 2022, %	年度现金分红 比例 2021, %	年度现金分红 比例 2020, %	回购金额 2023, 亿港元	回购金额 2024, 亿港元
H股							
农夫山泉	2.2	70	91	72	36		
百威亚太	0.6	82	55	42	73		
华润啤酒	3.8	59	40	40	40		
青岛啤酒股份	4.1	64	66	48	46		
蒙牛乳业	3.8	40	30	30	30	8	
康师傅控股	6.3	100	203	171	98		
中国旺旺	5.3	81	113	40	98	2	1
中国飞鹤	7.7	69	47	53	30		
统一企业中国	6.4	110	120	120	100		
顺海国际	6.1	90	26	31	30	2	
第一太平	0.9	25	30	31	21		
阜丰集团	10.8	43	41	36	34	0.5	0.2
中烟香港	2.1	37	37	17	29		
中国食品	5.6	50	51	52	49		
周黑鸭	9.9	321		71	104		

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

股息率 2023=2023 年宣告分红金额/最新收盘市值

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

证券简称	股息率 2023, %	年度现金分红 比例 2023, %	年度现金分红 比例 2022, %	年度现金分红 比例 2021, %	年度现金分红 比例 2020, %	回购金额 2023, 亿港元	回购金额 2024, 亿港元
A股							
贵州茅台	3.1	76	96	52	52		
五粮液	3.6	60	55	50	50		
泸州老窖	3.8	60	60	60	50		
山西汾酒	2.1	51	50	41	6		
海天味业	1.9	65	52	48	52	2.5	4.3
洋河股份	5.8	70	60	60	60		
伊利股份	4.6	73	70	71	70	7.1	
古井贡酒	2.4	52	50	51	41		
双汇发展	6.1	100	99	92	128		
青岛啤酒	2.8	64	66	48	46		
东鹏饮料	1.2	49	56	101	#N/A		
今世缘	2.2	40	36	36	36		
迎驾贡酒	2.2	45	52	52	59		
重庆啤酒	4.6	101	100	83	#N/A		
安井食品	1.0	15	30	30	30	0.5	0.6
舍得酒业	3.8	40	30	21	26	3.7	1.1
安琪酵母	1.8	34	33	32	30	1.5	3.8
汤臣倍健	6.6	87	22	68	73	0.2	2.3
水井坊	2.4	35	30	30	80		
养元饮品	7.5	138	155	120	96		
口子窖	3.8	52	58	52	56	0.1	0.2
燕京啤酒	1.1	44	64	49	31		
百润股份	3.0	64	#N/A	56	108	0.3	1.0
中炬高新	1.7	18	#N/A	31	61		
酒鬼酒	2.3	59	40	47	46		
老白干酒	2.5	62	39	35	43		
绝味食品	3.2	90	49	36	43	2.1	1.2
洽洽食品	3.5	63	52	46	50	0.9	0.8
涪陵榨菜	2.4	42	38	78			

资料来源：wind，HTI，数据截至 2024 年 6 月 28 日

股息率 2023=2023 年宣告分红金额/最新收盘市值

白酒行业：陈子叶认为 2024 年行业结构性分化延续，走出调整尚需时日。

年初各大酒企业陆续开展了大范围的拼抢工作，通过下发提价预期、加大返利、加码免息协议及费用支持等多样化的激励政策，促进渠道回款、发货如期进行。但对于渠道和终端而言，节前态度普遍谨慎，主观囤货意愿降低。节后酒媒调研显示，经销商普遍反映五粮液、山西汾酒和剑南春动销超预期，但库存去化效果并不显著。

当前二季度仍处于白酒消费淡季，经销商反馈端午的催化作用有限，终端补货率、消费频次和数量低于预期，叠加平台补贴、黄牛甩货及需求偏弱因素干扰，本月飞天批价出现恐慌式下跌，对整个板块造成了情绪压制。当前酒厂已出台暂停企业团购、暂停 375ml 巽风投放、控制渠道发货比例及暂停开箱令等一系列举措，本周飞天批价逐步回暖。然而行业的短期矛盾仍在动销端，消费力决定最终需求。展望中秋国庆，经销商表示本次节假日的平台补贴预计比 618 金额体量更大，补贴时间也较往年同期更长，渠道批价可能存在进一步下行风险。全年来看，在行业存量竞争加剧、供需背离趋势尚未改变的背景下，不同企业需要在销量、价格、费用之间做出取舍。预计 24 年行业结构性增长持续，消费者对产品性价比的追求将带动行业持续快集中、强分化。

截至 6 月 28 日收盘，白酒指数（851251.SI）PE TTM 为 19.9X，位于 2011 年以来的 26%分位。我们持续建议关注业绩确定性较高、强稳定性的高端白酒及基地市场成熟、具备强终端掌控力的区域龙头酒企，对前期汇量式增长、抗风险能力有待提升的全国性次高端维持谨慎观点。

啤酒行业：陈子叶、芮雯认为 2024 年行业维持量稳价增，板块估值处于历史低位。

6 月啤酒行业逐步进入销售旺季阶段，由于南方多地持续暴雨，餐饮消费不及预期，啤酒整体需求恢复较弱，但零售等非现饮表现尚佳。根据渠道反馈，当前大部分酒企的库存在 45-50 天，上半年行业整体销量略有承压，后期旺季销量有望跟随基数走低、体育赛事陆续开启而边际修复，成本下行红利持续兑现。6 至 9 月的啤酒消费约占全年的 40%左右，为在现存需求背景下拼抢份额增长，各家酒企费投力度边际加大，包括买赠、扫码红包、再来一瓶等，小瓶化策略越加凸显。

展望 2024 年，啤酒全年总量将维持平稳，节奏呈现前低后高；行业结构升级逻辑仍在，预计行业价增在中个位数，抓手主要基于 1) 酒企的主动提价或供给侧调整，对中高档以上大单品的持续发力，2) 23 年餐饮渠道表现弱于预期，例如关店率抬升，客单价、客流量有所下滑，24 年消费恢复节奏若有加快，现饮渠道占比仍有提升空间，3) 当前行业五强竞争格局相对稳定，各家酒企基于基地市场的升级空间仍旧充足，4) 中长期来看，头部企业高端化发展战略清晰且达成共识。如华润啤酒在雪花渠道伙伴大会中提出，“大高档”销量提升至 300-350 万千升，喜力实现 100 万千升，纯生实现 100 万千升，公司实现百亿盈利；青岛啤酒股东大会提出产品结构持续优化战略，经典目标 300-400 万吨，纯生目标 100 万吨，白啤目标 50 万吨；燕京啤酒积极推动 U8 放量，高速增长势能持续。

成本端，当前各家酒企已完成全年锁价工作，大麦降幅在高个位数至双位数之间；包材部分，瓦楞纸价格较年初跌幅达 9%，铝材和 PET 塑料价格在 2%以内小幅波动，成本下行趋势已定，预计吨成本小幅改善。费用端，各家酒企更加重视费效比，品牌建设与渠道活动持续推进，预计费用率保持稳定或小幅波动。

截至 6 月 28 日收盘，啤酒指数（851232.SI）PE TTM 为 25.3X，位于 2011 年以来的 0.2%分位，触及区间内最低点。我们建议关注啤酒行业配置机会，重点关注高端化确定性强、分红比例有望维持高位的青岛啤酒股份；次高及以上销量增长明确，吨价成长空间大的华润啤酒。根据 Wind 一致预期和最新股价，青岛啤酒 H/华润啤酒对应 2024 年 PE 估值为 12.9X/12.9X。

调味品行业：宋琦认为调味品整体需求短期走弱，因餐饮暑期旺季尚未来临。

中性观点。餐饮暑期旺季需求尚未完全开启，C端需求逐渐复苏但近期促销力度大且频次高，整体行业出货表现相对稳定，行业库存仍保持较为健康水平，“0添加、减盐”等产品持续渗透。供需错配导致行业整体出厂价整体承压，其中基调当前面临需求疲软、品牌竞争加剧；复调受益于B端连锁化、预制化，需求逻辑通顺、增长势能高；此外，调味酱行业同样存在品类机遇，并提振个股业绩表现。渠道方面厂商纷纷增加销售投入，补足渠道缺口以及加强终端控制能力，行业竞争加剧。

中长期来看，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2H24，暑期、中秋及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。

调味品重点建议关注安琪酵母：短期业绩边际改善、股权激励提振、全年营收或逐季提速、中期展望盈利能力持续改善。天味食品：复调板块效应好、主业成长逻辑顺、并购食萃打造B端新曲线。中炬高新：Q1业绩大超预期、改革红利持续兑现、未来业绩有望提速。

速冻行业：宋琦认为速冻行业中小B需求弹性较大，大B需求相对平稳。

中性观点。餐饮需求短期较弱，中小B需求表现优于大B客户，渠道动销平稳。传统米面类速冻品增长乏力，大单品表亮眼，新兴品类如轻食、减脂类食品等细分应用场景下的特色产品或迎来发展机会。

餐饮下游需求疲软、客单价承压传导至供应链。其中，大B渠道系少数增量市场，但短期格局有所恶化，影响供应链龙头部分品类份额。从中长期看，提前卡位的供应链龙头有望受益连锁化、工业化红利。调味发酵品方面，供需错配导致行业整体出厂价整体承压。

重点建议关注千味央厨：当前大B逐步恢复、小B引领成长，后续增长势能恢复将带动估值回归。龙大美食：生猪价格回暖带来主业增长预期改善、渠道规模优势显著。

乳制品行业：肖伟俐认为今年液态奶需求较为弱势，婴配粉供给端变化可以期待，优选股东回报较好的标的。

液态奶：6月淡季需求持续弱势，我们在需求月报中提到，预计6月乳制品收入同比仍有中低个位数下跌，但下滑幅度较4-5月已有收窄。主要因为促销较多、价格表现较弱。根据国家统计局数据，5月乳制品产量同比下降8.9%，1-5月累计产量同比下降2.4%。原奶价格持续下行的大背景下，中小厂商竞争较为激烈。头部厂商设定理性目标，控制出货节奏，在今年上半年持续进行库存合理化。

中长期乳业仍有做多机会，主要还是在股东回报角度。需求端随着居民消费力渐进式修复，我们预计2024液态奶行业规模虽然或有小幅下跌，但仍可保持绝对水平；其次成本端看，我们预计原奶价格下行今年将持续，仍利好原奶自给率较低、社会化收奶较多的乳企，而对自给率较高的乳企有毛利正面贡献，但也仍有大包粉存货减值，但整体对冲后对盈利的影响也将熨平；但竞争端需要注意的是，今年行业竞争较为激烈，促销降价大背景下，对行业毛利率或有负面影响，费用率也将有所走高。

而从成长性角度来看，建议关注奶价拐点。目前原奶价格仍在下行周期，综合乳制品消费需求及上游牧场供给情况，我们预计乐观情况今年年底，中性情况明年开

始，原奶价格进入上行周期；相对应地，乳制品制造企业的盈利情况将有改善。

在业绩稳定的基础上，分红可以期待，伊利 2023 年分红率达到 73.25%，环比有所提升，同时我们预计 2024 年分红比例仍高于 70%，考虑出售矿产的一次性收益进入分红基数，预计伊利 2024 年股息率达到约 5.5%。同时伊利还披露 10-20 亿的回购计划，进一步回报股东。蒙牛也将派息比率从 30%提升到 40%。配置双寡头的稳健属性明显。

婴配粉：需求仍在磨底，供给变化可以期待。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。如飞鹤自一季度开始实施“电子围栏”制度，此后卓睿等主要产品价格有价盘上升；澳优也在部分区域对悦白进行调价。随着行业整体价格战减少，利润将企稳回升，可以期待供给侧变化。需求端 2024 年无明显利好，虽然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。

飞鹤仍有做多机会，主要还是在股东回报角度。飞鹤 23 年分红比例大幅提升，高达 70%，相较同期的 45%+明显提振。目前公司股息率 TTM 达 7.9%，若未来业绩无大幅下滑，仍具有吸引力。

软饮料行业：肖伟俐认为饮料旺季全国整体增长良性，部分品类价格有所下行，优选股东回报较好的标的。

6 月华东、华中等地区持续降雨对户外消费有影响，但华北地区天气转热，软饮料旺季动销良好，全国整体呈现良性增长态势。目前旺季竞争激烈，多家企业加码陈列、搭赠、走访等市场活动，部分品类零售价格有所下探，如包装水、无糖茶。但整体来看，无糖茶、能量饮料等细分赛道仍继续维持高速增长态势。根据国家统计局数据，5 月软饮料产量同比增长 7.9%，1-5 月累计产量同比增长 8.0%，增长数据显著好于其他食品饮料子行业。

在业绩稳中有升背景下，建议关注股东回报优秀的标的，康师傅控股/统一企业中国 2023 股息率达到 6.3%与 6.4%，吸引力较强。

批零社服行业：李宏科、汪立亭、许樱之发布社服板块 2024 年中报前瞻。

1. 社服板块中报前瞻：出行价格中枢有所回落，高基数下业绩或承压。

(1) 免税：中国中免：据海口海关统计，2024 年 4 月及 5 月，海南离岛免税合计销售额 41.46 亿元，去年同期为 71.13 亿元，同比下滑 41.71%；预计 2Q24 收入 130-145 亿元，利润 12.8-14 亿元。

(2) 酒店：首旅酒店：24 年新开店目标 1200-1400 家。预计 2Q24 收入增-5%-0% 由 23 年新开门店驱动，归母净利润 1.9-2.0 亿元。

(3) 餐饮：4、5 月餐饮收入分别为 3915 亿元、4274 亿元，分别同比增长 4.4%、5.0%。考虑到 2Q23 高基数及 2Q24 需求端恢复不足、客单价仍在下行，我们判断板块收入端小幅增长（主要由开店驱动），而同店压力仍在，利润端增速相对承压。①百胜中国：预计 2Q24 收入增-5-5%，归母净利润增-10-0%；②海底捞：预计 1H24 收入增 0-10%，归母净利润增-5-5%；③九毛九：预计 1H24 收入增 0-10%，归母净利润增-10-0%；④特海国际：预计 2Q24 收入增 10-15%，归母净利润 0-0.1 亿元；⑤广州酒家：预计 2Q24 收入增 10-15%，归母净利润 0.1-0.2 亿元。

(4) 景区：①宋城演艺：五一小长假，全国 12 大千古情各大指标全面大幅超越 2019 年与 2023 年同期。12 大千古情合计演出 305 场，是 2023 年同期的 127%、2019

年同期的 187%；总接待游客量是 2023 年同期的 119%、2019 年同期的 138%；总营收是 2023 年同期的 128%、2019 年同期的 140%。预计 2Q24 收入 6.5-7.5 亿元，利润 2.9-4.0 亿元。②天目湖：五一小长假，天目湖旅游度假区接待游客 60.2 万人次，实现营业收入 7692.49 万元，同比 2023 年分别增长 16.17%和 8.01%。预计 2Q24 收入 1.6-1.8 亿元，利润 4000-4400 万元。③中青旅：五一小长假，乌镇景区接待游客超过 33 万人次，客均消费较 2019 年同期增长 28%。古北水镇景区接待游客近 13 万人次，客均消费较 2019 年同期增长超 26%。预计 2Q24 收入 35-40 亿元，利润 1.0-1.1 亿元。

(5) 人服：科锐国际：从 2024 年 4 月看，公司系统招聘订单新增高于 2024 年前三个月份，尤其是在灵活用工的招聘的岗位和净增人数上有明显的增加。考虑到四、五月份进入招聘旺季，预计 2Q24 收入同比增长 2%-20%，归母净利润同比持平或略降。

2. 投资建议：看好教育板块，关注“低估值+顺周期”赛道。我们建议围绕两条主线优选标的：一是教育板块，政策担忧减弱助推板块估值回升。非学科类课外培训及学科类高中培训有望显著受益于行业供给出清，竞争格局优化。职业教育延续一贯政策鼓励方向，助力于改善产业人才需求与人才供给的结构性矛盾。二是“低估值+顺周期”品种：暑期第一波出游高峰将至，我们预计暑期国内旅游市场有望保持稳步增长，入出境游在政策红利的影响下有望增长迅猛，板块信心逐步修复。优选低估值，景气度边际改善标的。

建议关注：中国中免、宋城演艺、特海国际。关注：天目湖、首旅酒店、百胜中国、海底捞、凯文教育、学大教育、华图山鼎等。

纺织服装行业：盛发布报告：5 月纺服出口数据环比回暖，关注“618”开门红各平台战绩。

5 月中国&越南纺服出口环比改善，其中纺织品表现较好。5 月中国纺织品/服装/鞋靴/箱包出口金额同比分别+7.2%/-0.4%/-11.8%/+0.0%，4 月同比分别-4.3%/-9.1%/-18.3%/-13.5%。各品类出口均环比改善，其中纺织品同比转为正增长，服装/箱包同比基本持平，鞋靴仍有压力。1-5 月，中国纺织品/服装/鞋靴/箱包出口金额累计同比分别+0.6%/-4.2%/-9.4%/-4.9%。5 月越南纺织品/鞋类出口金额同比分别+3.9%/+0.0%，较上月同比+6.3%/-2.8%有所分化：纺织品环比走弱、鞋类环比走强。1-5 月，越南纺织品/鞋类出口金额累计同比分别+3.3%/+7.2%。整体来看，5 月中越两国纺服出口环比均有所改善，我们认为背后原因主要是国际品牌库存优化催生补库需求&去年同期基数不高。

5 月多家制造台企营收增长加速。目前已公布 5 月业绩的制造台企中，丰泰/钰齐/志强/儒鸿营收同比分别+16.6%/-11.6%/+33.8%/+27.8%，各企业营收同比均较上月有所改善（4 月各家同比分别+4.4%/-34.8%/+3.4%/+13.1%），其中丰泰、志强、儒鸿 5 月营收增长较 4 月有所加速。整体来看 5 月制造台企数据走势与中越两国纺服出口数据相似，我们认为国际品牌库存优化催生补库需求&去年同期基数不高共同塑造了 5 月强劲的纺服出口数据。

618“开门红”销售战绩出炉，时尚、功能性品类表现亮眼。目前各电商平台已公布 618“开门红”销售战绩，从天猫公布的各品类 Top10 榜单来看：女装品牌 Top5 依次为优衣库/UR/MOCO/TennieWeenie/三彩，优衣库从去年第三登上今年榜首，隶属于 BestSeller 的伊芙丽、ONLY 今年掉出 Top10 榜单；男装品牌 Top5 依次为优衣库/海澜之家/太平鸟/GXG/Ralph Lauren，去年位列第三的 Jack&Jones 掉出前五；运动品牌 Top5 依次为 NIKE/FILA/adidas/lululemon/安踏，其中 lululemon 排名从去年第八跃升为今年第四；户外品牌 Top5 依次为北面/骆驼/迪卡侬/蕉下/可隆；床上用品品牌 Top5 依次为罗莱/水星/亚朵星球/博洋/黄古林。据金融界百家号援引京东数据显示，618 开门红前

4 小时服饰板块整体迎来爆发，其中时尚防晒衣/儿童休闲鞋、篮球鞋/顶奢品类成交额同比分别超 100%/200%/100%。据金融界百家号援引唯品会数据显示，女士时尚防晒衣/新中式服饰/极简、工装风格服饰销量同比增长了 4 倍/3 倍/50%以上，或体现出当下消费者对于时尚、功能性品类的偏好。

海外重点公司 INDITEX & lululemon 披露 24Q1 业绩。INDITEX 24Q1 录得营收 82 亿欧元/同比+7.1%，净利润 13 亿欧元/同比+10.8%，呈现稳健增长态势。公司春夏产品销售良好有望延续至 Q2，Q2 开始至今线上线下销售同比+12%。lululemon 24Q1 录得营收 22 亿美元/yoy+10%（此前指引为 9-10%），摊薄 EPS2.54 美元/yoy+11.4%（略超此前指引 2.35-2.40 美元）。公司在美国/加拿大/中国大陆/其他地区营收同比+2%/+11%/+45%/+27%，美国市场较为疲软，增长主要由中国与其他地区驱动。

投资建议。品牌服饰：我们认为市场对业绩确定性的偏好高于业绩成长性，低估值+高股息仍是投资主线之一。由于各品牌经营分化较大，品牌力的持续提升+销售渠道的扩张优化决定品牌增长后劲。建议关注海澜之家、富安娜、江南布衣、滔搏、波司登、新秀丽。优质制造：重点关注出口景气度回升&海外企业补库进度，我们认为当前优质制造企业拥有三条投资主线：①具备优质客户开拓能力，②能在核心客户中持续提升供应商份额，③现金储备充足、资本开支稳健，具备高分红能力。建议关注华利集团、九兴控股、申洲国际、伟星股份、新澳股份、裕元集团。

家电行业：陈子仪近期发布家用电器中期策略报告：兼具成长与高股息，估值性价比仍具吸引力。

白电板块：出海保障成长，高股息增厚收益

低利率背景下，白电龙头高股息稳增长低估值优势依旧突出。行业成长方面，白电行业内销表现稳健，外销规模持续扩张。白电一线龙头经营稳健，整体规模稳中保增，二线龙头自身 alpha 催化下弹性更佳，持续建议关注白电龙头美的集团、海尔智家、海信家电、格力电器、TCL 智家等。产业链方面关注制冷技术协同下布局新能源汽车、涉足机器人领域的三花智控、以及受益冰箱能效+高端化推动下的隔热材料细分龙头赛特新材等。

小家电板块：期待内外销共振，清洁电器底部加速回升

建议关注国内市场在产品性价比大幅提升背景下有望放量增长，建议关注全球份额持续提升的石头科技、关注盈利能力有望修复的科沃斯。建议关注通过拓展新品类及新渠道，费用把控实现盈利能力恢复的小熊电器、关注高速电吹风放量及子品牌博锐逐步承接的飞科电器。

厨电及地产链：地产政策持续推进，行业估值有望修复

厨电作为家电行业中地产后周期关联性最强板块，在当前环境下整体成长仍处于承压状态，但我们认为，伴随地产政策的持续优化，板块未来成长信心有望进一步加强，当前阶段整体估值水平有望逐步复苏，行业龙头深耕细作，通过品类扩张以及渠道下沉等方式保障自身成长性。重点关注品类扩张持续，品牌份额领先龙头老板电器；自身产品渠道持续优化的华帝股份。关注集成灶细分龙头火星人、亿田智能、浙江美大、帅丰电器等。

黑电板块：长期格局持续优化，短期面板价格逐渐趋稳

黑电整体估值水平有望逐渐复苏，行业龙头不断开拓海外市场，通过品牌优势以及垂直一体化构筑盈利护城河。建议关注行业龙头海信视像、TCL 电子、小米集团以及投影品类龙头极米科技。

造纸轻工行业：郭庆龙发布报告：床垫产品差异化发展，行业智能化趋势明显。

床垫产品实现差异化，推动行业发展。床垫行业重视产品品质的持续提升，更为重视产品的研发投入，实现产品的差异化。差异化主要体现在“内在”，即相关的填充材质、弹簧装置、床垫面料等。行业内各公司的投入中，除了有形成本（原材料、人工、制造费用）以外，投入的无形成本亦相对较多，因此行业毛利率相对较高。2018-2023 年，慕思股份、喜临门、顾家家居的床垫毛利率均保持在 33%以上，慕思股份毛利率均近 60%。另外，慕思股份的研发费用率保持在 1.9%之上，2023 年公司研发费用率为 3.3%；但与此同时，产品表现上的“同质化”导致消费者对产品的差异化区分难度较大，因此品牌商需要投入一定的力度进行消费者教育，推广及宣传相关产品的差异化，导致净利率水平并不算突出。因此，头部品牌仍需要进行大量的消费者教育，以使得市场充分了解到自身产品的优质。2018-2023 年，慕思股份、喜临门、顾家家居为代表的龙头软体家具公司的销售费用率保持在 16%之上，2023 年慕思股份的销售费用率达到 25.2%。

智能化趋势持续，AI 技术带来发展机遇。智能床垫与 AI 技术的结合为床垫行业带来了新的发展机遇，有助于各公司持续推出智能新品以实现差异化。行业中多家公司已将床垫产品和 AI 智能技术及算法相结合，以满足不同客群的睡眠习惯和睡眠特点，引领床垫行业的技术创新。其中，床垫行业内的领先品牌都推出了自主研发的 AI 智能床垫产品，抓住智能化发展机遇：慕思股份已推出 T11ProAI 和 T10 等智能床垫产品，将人体工程学、睡眠环境学融入健康睡眠适应调节算法、睡眠监测算法、睡眠分期算法等 AI 智能技术。让顾客拥有舒适睡感，有效提高睡眠质量；喜临门也致力于 AI 智能床垫的研发，联手诺贝尔物理学奖得主，在 2023 年推出了 iSleep Ai 空气能助眠床垫，在舒适度、深睡监测管理、睡前引导助眠、抗菌防螨抗病毒等方面实现更智能的睡眠健康管理，维持用户的深度睡眠状态。

慕思股份成长性好，收入端“纵横开拓”，利润端“降本增效”。慕思股份作为家具行业的龙头企业，从收入端的成长性来看，1）公司覆盖的消费群体持续扩张。高端产品线定位较高。慕思核心主品牌较为高端，消费者覆盖面拓展空间广阔，有望通过适当拓展产品核心价格带，推动高端品牌内生增长加速。年轻化产品同步推进。年轻消费者在家居消费中的比重持续上升，公司陆续开辟了部分新品牌、新系列，如中高端沙发品牌慕思“美慕和 V6 家居，以抓住消费者群体逐渐年轻化的机遇。2）客单价提升。主业床垫业务仍有望受益于行业需求的稳定增长。品类扩张有望带动公司客单价实现大幅提升，套餐营销保障业务稳定增长。从盈利能力的持续改善空间来看，1）公司销售毛利率触底回升，规模效应有望持续凸显。23Q2 公司毛利率大幅回升，达 52.2%，同比提升 5.3pct。

长期来看，床垫标准化程度相对较高，原材料成本占比较高，是规模效应有望更为凸显的家具细分赛道。2）公司成长性突出，费用摊薄效应有望更为显著。

家具企业引流成本负担较大，龙头企业通过多品类的扩张、渠道的快速下沉，带动收入快速扩张，部分固定的营销投入有望分摊。慕思股份风险提示：渠道开拓不及预期，新品推广不及预期，市场竞争加剧。

农业：李淼、冯鹤 6 月 24 日发布周报：猪价调整，长期上涨趋势不改。

上周农业板块下跌 3.3%。上周农业板块下跌 3.3%，位列申万一级行业第 23 名。

子行业全部下跌，其中动物保健（-2.3%）和生猪养殖（-2.9%）跌幅最小，果蔬加工（-6.5%）和水产养殖（-5.2%）相对跌幅最大。其他主要子行业中，种子、畜禽

饲料、肉鸡养殖分别下跌 3.3%、4.8%和 4.8%。

猪价调整。根据 Wind 数据，全周生猪均价 18.4 元/公斤，环比-2.5%。涌益数据显示上周 15kg 仔猪价格为 793 元/头，环比-1.7%；50kg 二元母猪价格为 1622 元/头，环比-0.1%。上周生猪出栏体重环比基本持平。据农业农村部，5 月全国能繁母猪存栏 3996 万头，环比由降转升。我们认为，猪价调整，主要系二育出栏，短期供给有所增多。但长期来看，猪价上涨趋势或不变。供给方面，今年各月份所对应的 10 个月前能繁母猪数量持续下降，这指向今年下半年，特别是 Q3 猪价仍将继续上涨，高点值得期待。建议重点关注生猪养殖板块，个股层面建议关注牧原股份、华统股份、温氏股份等。

水产行业整体仍处于景气修复之中，重点关注海大集团。根据水产前沿公众号数据，普水方面，上周草鱼塘口均价为 6 元/斤，环比-0.8%，同比+9%；鲫鱼塘口均价为 9.9 元/斤，环比-0.6%，同比+6%；鲤鱼塘口均价为 5.9 元/斤，环比-9%，同比基本持平；罗非鱼塘口均价为 5.7 元/斤，环比+0.4%，同比+33%。

特水方面，生鱼塘口均价为 9 元/斤，环比持平，同比+27%；黄颡鱼塘口均价为 14.5 元/斤，环比-1.7%，同比+46%。原材料方面，上周鱼粉价格环比-0.1%，豆粕价格环比-3.1%，玉米价格环比基本持平。我们认为，当前上周普水价格小幅回调，但水产供需格局改善，行业景气修复的趋势不变，水产饲料销售也将受益。同时，在行业面临一定压力的背景下，行业格局或将进一步向龙头集中，重点关注海大集团。

鸡苗价格季节性回落，重点关注白鸡养殖板块。根据 Mysteel 数据，上周白羽肉鸡苗均价为 2.0 元/羽，环比-5.7%，毛鸡均价为 3.5 元/羽，环比+2.1%。当前逐渐进入补栏淡季，鸡苗价格季节性回落，进入到 7 月份之后或也将重回上涨。

整体而言，鸡苗价格中枢短期仍将处于高位，一方面，22 年引种量下降逐渐向下游传导，新增父母代数量将继续处于低位，另外一方面，在产父母代将进入淘汰高峰。与此同时，随着消费环境的恢复，白鸡的屠宰和肉制品加工业务也有望改善。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，24 年上半年同比去年低基数，预计将实现较快增长。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。猪价上涨仍在途中，关注成本管控优异、资金相对安全的牧原股份、华统股份、温氏股份等。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。鸡苗价格有望维持高位运行，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

Suggestion: The investment value of H-share consumer companies is highlighted. As mentioned above, from a fundamental point of view, the demand of the consumer industry remained weak in June, and it is expected that it will be difficult for listed companies to report a catalyst on the mid-term revenue side; Moreover, from the perspective of historical patterns, the recovery of essential consumption lags behind the economic recovery, so it is difficult to say a reversal in the next period of time. In terms of funds, the outflow of northbound funds accelerated, and southbound funds continued to flow inactively, which increased its influence on the Hong Kong stock market. In terms of the three markets, the absolute and relative valuations of H-share consumer companies remain the most attractive. To sum up, we are cautious in the short term and optimistic in the medium and long term, and recommend long-term funds to actively allocate to leading consumer companies in the two cities. At present, we still take high dividends as the main line of stock selection, and continue to recommend Master Kong, Uni-President Enterprise, Shuanghui Development, Yili Shares, China Feihe, Chongqing Beer, and at the same time, it is recommended to pay attention to liquor companies with high dividend potential. In addition, after the inflection point of pig prices, it is worth paying close attention to when the inflection point of milk prices will appear. For other consumer industry targets, it is recommended to pay attention to China Duty Free, Songcheng Performing Arts, Heilan Home, Ecovacs, Opai Home, Muyuan Shares, etc., for details in the investment advice section.

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

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, 603877.CH, 600060.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, 603877.CH, 600060.CH 和 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 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 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603589.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 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建议关注我们覆盖的公司：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

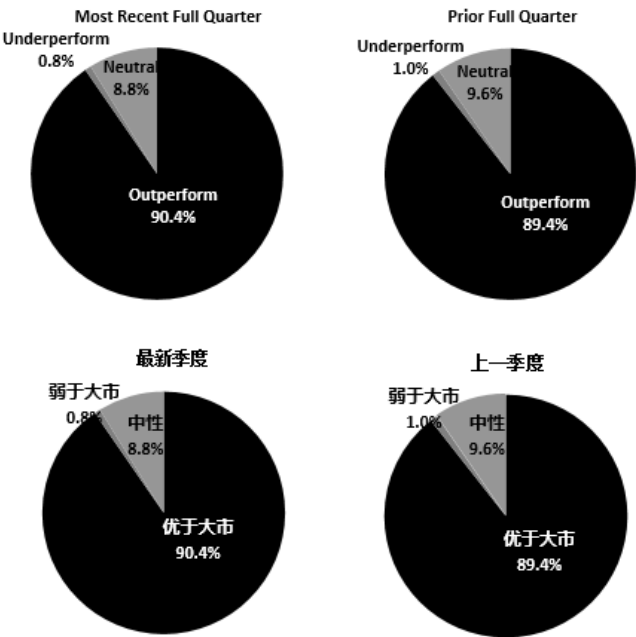
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

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 3 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	90.4%	8.8%	0.8%
投资银行客户*	3.3%	4.9%	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 March 31, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	90.4%	8.8%	0.8%
IB clients*	3.3%	4.9%	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。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权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

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

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“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》(第 289 章) 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

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

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”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

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

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this

research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“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 (Cap. 289). 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) 6536 1920

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>