

中信证券研究部

重点推荐



丁奇
云基础设施行业首席分析师
S1010519120003



陈聪
基础设施与现代服务产业首席分析师
S1010510120047



陈聪
基础设施与现代服务产业首席分析师
S1010510120047



盛夏
农林牧渔和食品饮料行业首席分析师
S1010516110001

科技产业行业 AI 系列报告—算力产业链研究框架 2024

科技产业 | 算力产业链环节多、规模大、成长性好，仍是资产配置的良好选择。算力芯片、服务器、网络通信环节是算力产业链最大的子领域，我们测算得到 2025 年芯片、AI 服务器相比 2023 年均有 4 倍以上业绩弹性，光模块有 2 倍以上业绩弹性。国产替代方面，24H2 有望迎来芯片经济性拐点，或将促进商业正循环。我们建议关注全球和国产算力芯片龙头、芯片厂商核心合作的服务器厂商、光模块龙头企业。

房地产行业 2024 年中报总评—正视旧周期走低，期待新模式黎明

房地产与物业服务 | 房地产市场的风险还在继续发酵，房价在继续下降，房企的盈利能力可能继续下降，经营性现金流入可能进一步萎缩。大多数房地产企业新拓项目规模不足，尽管已经决策谨慎，但近期仍受到房价下降冲击。准确评估房企的资产质量和融资能力较为关键，纠结房企的利润表现已经意义不大，PE 估值已经不适合房地产开发企业。经过一段时间的探索，我们注意到市场形成三条有代表性的转型新模式发展路径，即华润路径，美的路径和龙湖路径。不同路径背后的股东禀赋不同，但都离不开企业稳健掌舵现金流量表和持续培育核心运营服务能力。当然我们也认为，房地产企业最终的成功转型，还是离不开房价企稳。全国房地产市场政策潜力仍然不小，如在政策努力之下核心城市房价能在 2024 年底企稳，则一些地产公司的价值已经明显低估。

物业服务行业 2024 年中报总评—收入利润稳健增长，继续提升整体分红

房地产与物业服务 | 2024 年中报，物业服务企业核心业务保持增长，外拓质量有所提升，效率也维持稳定，体现类公用事业属性。影响企业估值的最核心因素依然是公司治理问题。独立性风险较小的公司、高分红的公司，能够获得更高的估值溢价。我们相信，伴随企业主动控制增量关联交易，逐渐消化存量关联占款，并提高分红水平，物业服务企业的独立性担忧能够有所减轻。我们看好核心主业发展稳健、分红率较高的物业服务企业。

食品饮料行业大众品 2024 年中报总结—自由现金流良好，关注 H2 低基数下的改善

食品饮料 | 终端需求疲软、渠道库存消化背景下，2024Q2 大众品整体呈现需求环比走弱，虽有成本降价利好，但出厂价下行、终端竞争加剧，大众品成本红利不明显、利润端同样较弱。2024H1 大众品行业现金流层表现较好，资本开支主动收缩、经营现金流表现好于利润，自由现金流同比扩张，后续板块现金回报可期。展望 H2，去年同期低基数走低、渠道库存恢复良性水平下，板块有望同比出现改善。

投资建议：1) 低估值，推荐蒙牛乳业、安井食品、洽洽食品；2) 高股息，推荐双汇发展、康师傅控股，关注颐海国际、中国飞鹤、万洲国际；3) 成长，关注东鹏饮料、劲仔食品、千禾味业、中炬高新。



姜娅
消费产业首席分析师
S1010510120056

酒类行业 2024 年中报总结—白酒放缓，啤酒筑底

酒类 | 2024H1 白酒整体营业收入/归母净利润增速分别为 13.4%/14.5%，对应 24Q2 增速分别为+11%/+15%（剔除茅台后+7%/+8%），受需求走弱影响，业绩增速回落明显。其中高端酒相对稳健，次高端继续承压，区域酒分化加大。白酒板块即将迎来中秋国庆双节旺季动销检验，在需求疲弱、酒企竞争加剧背景下，如何动态平衡增长和库存压力将变得更为重要，建议紧密跟踪批价走势。啤酒因消费宏观环境扰动叠加天气因素，24Q2 销量表现承压。展望 24H2，恶劣天气影响减弱、成本下行趋势持续，啤酒企业持续推进产品结构优化、和缓竞争，有望带动销量增长恢复、低基数下盈利回升。



祖国鹏
氢能行业首席分析师
S1010512080004

煤炭行业 2024 年中报总结—中报业绩同比下滑，板块底部预期有望明确

煤炭 | 受煤价下跌、安全监管等因素影响，上半年样本公司净利润同比下降约 24%，Q2 净利润环比下降约 8%。尽管业绩下跌，但板块的股息率仍具备吸引力。展望下半年，红利风格或依然是板块上涨的推动力。随着煤价底部预期逐步明确，板块情绪和红利预期企稳，我们判断年内后续阶段，板块将继续具备超额收益。

晨会一览

研究报告

科技产业行业 AI 系列报告—算力产业链研究框架 2024	4
房地产行业 2024 年中报总评—正视旧周期走低，期待新模式黎明	5
物业服务行业 2024 年中报总评—收入利润稳健增长，继续提升整体分红	6
食品饮料行业大众品 2024 年中报总结—自由现金流良好，关注 H2 低基数下的改善	8
酒类行业 2024 年中报总结—白酒放缓，啤酒筑底	9
煤炭行业 2024 年中报总结—中报业绩同比下滑，板块底部预期有望明确	10
债市启明系列—日元还有升值空间吗？	11
养老金专题研究系列之一——英国 NEST 发展经验对二支柱投资管理的启示	12

会议提示

- 2024 年 09 月 04 日 10:00 | 名创优品 2024 年中报业绩交流会
- 2024 年 09 月 04 日 15:30 | 默沙东投资价值分析报告解读
- 2024 年 09 月 06 日 09:00 | 京沪高铁近期经营情况更新
- 2024 年 09 月 10 日 | 中信证券基金配置研讨会（第十期）

■ 研究报告

科技产业行业 AI 系列报告—算力产业链研究框架 2024

科技产业 | 丁奇,许英博,杨泽原,徐涛,黄亚元,陈俊云,刘易,孙竟耀

- **核心观点：**算力产业链环节多、规模大、成长性好，仍是资产配置的良好选择。算力芯片、服务器、网络通信环节是算力产业链最大的子领域，我们测算得到 2025 年芯片、AI 服务器相比 2023 年均有 4 倍以上业绩弹性，光模块有 2 倍以上业绩弹性。国产替代方面，24H2 有望迎来芯片经济性拐点，或将促进商业正循环。我们建议关注全球和国产算力芯片龙头、芯片厂商核心合作的服务器厂商、光模块龙头公司。
- **算力产业链概况：从半导体到云服务，全球万亿美元产值。**算力产业链具备如下特性：1) 环节多，上游半导体行业赋能算力芯片的设计制造，下游的网络设备、供电、散热等为算力芯片提供大规模运行环境，最终形成算力服务等形式。2) 空间大：根据我们测算，2025 年全球 AI 算力芯片市场规模或接近 3000 亿美元，服务器市场规模或达到 6000 亿美元以上，全产业链市场规模或达到万亿美元以上。3) 弹性高：我们计算 2025 市场规模相对 2023 市场规模的增幅作为营收弹性指标，算力芯片、AI 服务器、HBM 的弹性可达 4 倍，数通光模块也可达到 2 倍以上。
- **产业链整体投资背景：需求稳固，估值合理，CAPEX 可持续，货币环境改善。**1) 需求持续：超大模型仍有能力问题待解决，Scaling Law 仍然持续，对算力的需求也将持续增长。2) 估值合理：大多数核心公司的 2025 PE 一致预期估值倍数处在 20-35 倍之间，明显低于互联网泡沫时期。3) CAPEX 可持续：2023 年以来，全球互联网大厂利润表现明显复苏，从 2022 年的谷底跃升至历史新高，CAPEX 与净利润之比仍处于历史上的合理位置，有增长空间。4) 货币环境改善：7 月美联储多次表达降息可能性，与互联网泡沫时期的利率走势完全相反。
- **产业链价值量分析：芯片为利润核心，产业链多环节协同。**
- **1) 算力芯片：当前算力芯片出货仍受先进封装产能制约，后续料将缓解。**我们估算 2025 年英伟达训练卡出货有望接近 600 万，全球算力芯片出货约 1600 万片，市场规模 3000 亿美元；
- **2) CPU：我们测算 2025 年 AI 服务器 CPU 出货有望接近 700 万颗，市场空间 200 亿美元以上，与传统服务器 CPU 空间相近；**
- **3) 服务器整机：2024 年 AI 服务器收入有望达到 2500 亿美元，超过传统服务器，2025 年市场规模或达到 4500 亿美元，占服务器整体的 3/4；**
- **4) 光模块&交换机：Scale out 网络当中，网络设备在集群中的价值量占比只与网络层数有关，无论是 H100 还是 GB200 集群，计算侧光模块（H100 光模块等效折算为 800G，GB200 的统一折算为 1.6T）与 GPU 的配比都等于网络层数。**我们测算得到 AI 光模块和交换机带来的 2025 市场规模分别为 180 亿美元和 280 亿美元，弹性分别为 200%+和 70%。
- **5) 铜连接：铜连接在短距离商相比光模块更节约成本和功耗，我们测算得到 NVL72/NVL36*2 的单机柜铜连接总价值量 10 万美元左右，相当于光连接方案的 1/6，与黄仁勋在 GTC2024 的表述基本一致。**我们认为 2025 年 AI 带来高速铜连接的市场增量有望超 200 亿人民币。
- **6) PCB：PCB 中封装基板和 HDI 板的价值增量相对较大，我们测算得到 NVL72 机柜中芯片载板和 HDI 板的价值量均在 2 万美元上下，市场增量均有望达到 20 亿美元**

以上，而传统多层板受到 HDI 的替代效应，其市场增量不如 HDI。

- **7) 散热&电源&数据中心：**作为核心硬件的能量支持环节，散热、电源、数据中心的**市场增量均与功率挂钩**，我们测算得到 2025 年 AI 对服务器内部电源带来的功率需求增量达 27GW，假设均价 1 元/W，市场增量 50 亿美元左右；散热功率需求大约需要 20GW，按照冷板式系统每 kW 1200 美元左右的售价，2025 市场增量也在 50 亿美元附近；数据中心环节，考虑 PUE 水平后，功率增量约 30GW，按照 1 元/W 的月租金计算，2025 市场增量或达到 500 亿美元。
- **产业链展望：芯片国产化迎拐点，服务器垂直整合。**1) 芯片：芯片环节利润占比仍在不断提升，我们测算得到芯片环节毛利润占产业链的比例有望从 2023 年的 1/3 提升到 2025 年的近 60%。国产芯片目前有望迎来经济性拐点，我们测算得到 2024 年底国产产品有望首次在购置成本方面低于 A100，实现初步商业可用性。2) 服务器：AI 服务器开始独立于云服务器发展，从模块化走向高密度集成化，对于服务器厂商的上下游垂直整合能力要求更高，且要求服务器厂商必须早期介入芯片厂商的整机平台研发。3) 网络：当前属于光铜并进，铜连接的增加并不影响光模块的使用量。随着交换机的扩容，相同网络层数下的算力卡数量极限大幅增加，2 层网络在 A100 时代最多承载 800 卡，H100 时代 2048 卡，GB200 时代已经可达万卡以上。
- **风险因素：**宏观经济增长乏力导致国内政府与企业 IT 支出不达预期的风险；国际贸易摩擦加剧的风险；相关产业政策不达预期的风险；全球流动性不及预期的风险；企业新业务投资导致利润与现金承压的风险；技术创新不及预期的风险；产业细分热门方向竞争加剧的风险；全球产业链核心企业业绩不达预期的风险；AI 算力需求不及预期的风险。
- **投资策略。**我们认为算力产业链仍然是具备高配置价值的板块。1) 芯片：利润体量最大，建议关注全球龙头 NVIDIA、AMD；国产芯片迎来经济拐点，建议关注国产算力芯片龙头海光信息；HBM 环节建议关注全球龙头 SK 海力士、三星电子、美光科技；制造层面建议关注全球龙头台积电。2) 服务器：AI 服务器呈现垂直整合趋势，复杂度明显提升，建议关注具备垂直整合能力的芯片平台研发合作厂商工业富联、中科曙光以及浪潮信息。3) 网络设备：光铜并进，光模块市场空间弹性较大，建议关注全球光模块领先厂商中际旭创、新易盛、天孚通信；铜连接环节建议关注全球龙头安费诺以及国内厂商沃尔核材、神宇股份等。4) PCB：封装基板和 HDI 增量，建议关注全球基板龙头 IBIDEN、欣兴电子，国内基板企业兴森科技、深南电路，建议关注深度融入全球供应链的 HDI 板供应商沪电股份、胜宏科技以及海外供应商迅达科技、金像电等。5) 散热/电源/数据中心：均受益于 AI 带来的功率提升，建议关注全产业链液冷厂商英维克，曙光数创，以及全球主要供应商 Vertiv、奇鋆科技、双鸿等。

房地产行业 2024 年中报总评—正视旧周期走低，期待新模式黎明

房地产与物业服务 | 陈聪,张全国,刘河维,王天瑜,朱舸,李俊波

- **核心观点：**房地产市场的风险还在继续发酵，房价在继续下降，房企的盈利能力可能继续下降，经营性现金流入可能进一步萎缩。大多数房地产企业新拓项目规模不足，尽管已经决策谨慎，但近期仍受到房价下降冲击。准确评估房企的资产质量和融资能力较为关键，纠结房企的利润表现已经意义不大，PE 估值已经不适合房地产开发企业。经过一段时间的探索，我们注意到市场形成三条有代表性的转型新模式发展路径，即华润路径，美的路径和龙湖路径。不同路径背后的股东禀赋不同，但都离不开企业稳健掌舵现金流量表和持续培育核心运营服务能力。当然我们也认为，房地产企业最终的成功转型，还是离不开房价企稳。全国房地产市场政策潜力仍然不小，如在政策努力之下核心城市房价能在 2024 年底企稳，则一些地产公司的价值已经明显低估。

- **房地产开发行业正在经历艰难时刻。**房价下跌影响企业回款与盈利能力，也客观上影响企业资产负债表安全。高周转、高杠杆、高负债模式之下的问题，此刻也更加暴露出来。房地产行业报表特殊性交织着行业运行周期特殊性，对财务报表分析提出更高的要求，也使得本期的中报分析和历史相比在方法论上有所不同。当然，资产负债表和现金流量表的重要性仍然远超利润表。
- **融资模式换挡，母公司货币资金科目大幅下降，区域离心力可能成为关注点。**2020年年中，样本企业（见表1）母公司货币资金占合并报表货币资金比例达35.3%，而截至2024年6月底数据下降至10.5%，较高点下降24.8个百分点。这说明在房地产行业走向新融资模式的过程中，企业总部的信用融资重要性持续下降，总部作为资金的借入方和分配者作用下降，大量资金在区域和项目公司内部运转。
- **融资性资金流入差别化复苏。**我们看到2024年上半年样本企业整体融资得到边际修复，合计筹资性现金流净流出70亿元，同环比均大幅改善（2023年上半年和下半年分别净流出798亿元和560亿元），取得借款收到的现金合计2850亿元，同比增长7%，环比2023年下半年增长21%。很多企业避免了恶性去杠杆，金融系统没有雨天收伞，继续支持房地产融资。企业的融资能力恢复主要体现在项目融资端，尤其是拥有大量持有物业的公司得以大量借入物业经营贷，保证了资产负债表的安全。
- **经营活动开源不易，继续节流也难度不小。**6家样本房企2024年上半年合计经营性净现金流净流出204亿元，2023年同期为净流入966亿元，拆分而言，样本企业销售商品、提供劳务收到的现金同比下降40%至3586亿元，而样本企业购买商品、接受劳务支付的现金同比下降20%至2741亿元。在房价持续下降的背景下，企业想要开源难度不小，继续节流也充满挑战，毕竟供应商资产负债表也呈现紧绷。样本公司在建面积下降，我们推测有一些项目处于停滞状态。
- **利润表税负大幅下降，但现金流量表减负尚待时日。**2024年上半年13家样本企业所得税总规模194亿元，同比下降30%，占总营收规模比例降至2.5%。土地增值税下降更为显著，2024年上半年样本企业土地增值税总额100亿元，同比下降41%。不过由于企业经营开支大幅收紧，支付税费占经营性现金流出比例呈上升趋势。我们预计许多房企未来可能应有可能获土地增值税结算返还，从而一定程度上缓解现金流压力。
- **我们认为，PE估值不适合当前的房地产开发企业。**由于目前周期所处的特殊历史阶段，房地产企业的利润表尤其脆弱。在房价企稳前，我们主张应采用PB或者NAV给房地产企业估值。我们也建议投资者多关注资产负债表和现金流的变化，不必对地产企业今年的业绩过多关注。
- **风险因素：房地产支持性政策出台节奏与效果不及预期，房价持续下行的风险；居民收入和财富预期难以扭转，二手房挂牌量持续增长的风险；部分房企资产质量较弱，若房地产市场持续下行，会面临现金流紧张的风险；部分房企资产持续大幅度减值的风险；部分房企盈利能力持续下降，利润长期大幅同比下滑乃至亏损的风险；部分房企经营性资产出租率和租金下行，业务模式转型受阻的风险。**
- **投资策略。**经过一段时间的探索，我们看到了市场形成了三条有代表性的转型新模式发展路径，即华润路径，美的路径和龙湖路径。不同路径背后的股东禀赋不同，但都离不开企业稳健掌舵现金流量表和持续培育核心运营服务能力。当然，最终房地产市场的复苏仍有赖于房价的企稳。我们认为全国房地产市场政策空间仍然不小，若在政策努力之下核心城市房价能在2024年底企稳，则一些地产公司的价值已经低估。我们推荐华润置地，美的置业，太古地产和招商蛇口，建议关注保利发展。

物业服务行业 2024 年中报总评—收入利润稳健增长，继续提升整体分红

房地产与物业服务 | 陈聪,张全国,刘河维,王天瑜,朱翀佚,李俊波

- **核心观点：**2024 年中报，物业服务企业核心业务保持增长，外拓质量有所提升，效率也维持稳定，体现类公用事业属性。影响企业估值的最核心因素依然是公司治理问题。独立性风险较小的公司、高分红的公司，能够获得更高的估值溢价。我们相信，伴随企业主动控制增量关联交易，逐渐消化存量关联占款，并提高分红水平，物业服务企业的独立性担忧能够有所减轻。我们看好核心主业发展稳健、分红率较高的物业服务企业。
- **独立性、分红和治理仍是资本市场对物业服务企业的核心关切。**当前市场投资者对于物业服务公司主业的类公用事业和受经济周期影响小的属性认同度高，对解决企业资金被占用和关联方占款增加问题的信心弱。高分红的公司估值更高，独立程度高的公司估值更高。关联方在物业服务公司的占款总规模确实有所增加，根据各样本公司公告（样本公司如表 9 所列，本报告公司数据除额外注明外均来自各样本公司公告），2024 年中期样本企业关联方贸易应收款相较于去年同期增长 20.6%，增速相较于 2023 年全年增长 3.7 个百分点，存量贸易应收款相对于企业净利润比例庞大。当然，企业也开始控制和压降关联方交易规模，到 2024 年中期，非业主增值服务收入和毛利占比已经下降至 7.2%和 6.5%。
- **许多企业顺应市场需求提升分红比例。**提升分红是减轻资金占用风险的重要举措。2024 年中期，众多企业宣派中期股息，并有企业提升了分红水平，并获得投资者认可，重点公司中，有 4 家提升了中期分红水平，华润万象生活、万物云的 2024 年中期分红率都不低于 100%。不过，提升股利支付率普遍采取特殊股息的名义。我们认为，作为现金牛行业，70%左右的股利支付率是匹配行业运营特点的。
- **企业回归基础服务，行业稳步提质拓展。**2024 年上半年，样本企业营收增速达到 7.3%，其中基础物业服务增速达到 11.8%，依然是行业规模增长的主要推动因素。企业保持一定的外拓规模，但拓展更加谨慎，合约质量明显提升，样本企业上半年在管面积同比增长 12%，住宅方面的拓展更加注重项目密度，非住宅方面的拓展更注重拓展大额合同。合同质量提升叠加提效动作，2024 年上半年重点企业（剔除开发商出险及亏损的企业）基础物业服务毛利率 14.1%，比去年同期增长 0.1 个百分点，在行业压力较大背景下逆势保持较好的效率。整体而言，叠加销管费率下降，重点企业 2024 年上半年净利润同比增长 12%，与收入增速保持持平。
- **企业进一步加强应收款和现金流管理。**2024 年上半年，宏观经济不确定性之下各类业态的业主支付意愿都有所下降。企业应收款整体规模相较去年均有所增长，大多数企业的应收款增长幅度都高于收入的增长幅度。我们统计，2024 年上半年样本企业贸易应收款增长幅度达到 7.9%，大于营收 7.3%的增速，但小于 2023 年全年贸易应收款 12.2%的同比增速。这说明虽然应收款确实面临挑战，但整体而言企业已经在努力控制应收款增长水平。2024 年上半年，企业应收账款周转天数和应付款周转天数分别同比增加 10 天和 7 天，现金循环周期没有明显恶化。
- **风险因素：部分企业股利支付率过低，账面资金运用过于低效的风险。**应收风险积累，运营回款在 2024 年下半年进一步放慢的风险。开发行业下行，企业有可能在非业主增值服务带来亏损状态下继续开展该项业务的风险。企业毛利率进一步下行的风险。存量时代下，企业外拓竞争加剧的风险。
- **投资策略。**2024 年中报，物业服务企业核心业务保持增长，外拓质量有所提升，效率也维持稳定，体现类公用事业属性。影响企业估值的最核心因素依然是公司治理问题。独立性风险较小的公司、高分红的公司，能够获得更高的估值溢价。我们相信，伴随企业主动控制增量关联交易，逐渐消化存量关联占款，并提高分红水平。当前股利支付率不及 50%的公司，一旦提升股利支付率，我们预计市值也有不小的向上弹性。从行业整体而言，我们预计当前重点关注企业的 2024 年股利支付率为 53%，具备投资价值。我们推荐华润万象生活、保利物业、绿城服务、中海物业、万物云等。

食品饮料行业大众品 2024 年中报总结—自由现金流良好，关注 H2 低基数下的改善
食品饮料 | 盛夏,顾训丁,汤学章,王加熊,齐月

- **核心观点：**终端需求疲软、渠道库存消化背景下，2024Q2 大众品整体呈现需求环比走弱，虽有成本降价利好，但出厂价下行、终端竞争加剧，大众品成本红利不明显、利润端同样较弱。2024H1 大众品行业现金流层表现较好，资本开支主动收缩、经营现金流表现好于利润，自由现金流同比扩张，后续板块现金回报可期。展望 H2，去年同期低基数走低、渠道库存恢复良性水平下，板块有望同比出现改善。投资建议：1) 低估值，推荐蒙牛乳业、安井食品、洽洽食品；2) 高股息，推荐双汇发展、康师傅控股，关注颐海国际、中国飞鹤、万洲国际；3) 成长，关注东鹏饮料、劲仔食品、千禾味业、中炬高新。
- **中报总结：自由现金流趋势良好，关注 H2 低基数效应下的改善。**2024H1 大众品整体基本面趋弱，其中饮料、零食板块景气较高，板块利润分别同增 14%/30%。2024Q2 终端需求走弱、渠道库存承压，大众品收入环比 Q1 进一步走低。大众企业收入疲软带来的经营负杠杆、吨价下行、竞争加剧导致费投加大，抵消了原料成本下行红利，利润整体表现一般。2024H1 大众品企业主动缩减 Capex，同时经营现金流表现稳健，自由现金流同比增长亮眼，支撑板块持续现金分红，2024 板块中期分红率（已公告未实施）同比提升 4Pcts 至 17%。展望 H2，我们认为去年同期基数走低、渠道库存恢复、费用投入保持理性、春节错期下，大众品板块有望环比改善。
- **乳制品：Q2 需求环比走弱、原奶相关损失对利润扰动较大，H2 有望环比改善。**2024Q2 渠道库存积压、终端需求走弱，乳企则主动控制发货、增加渠道费用投入、推动去库，这导致乳企 Q2 收入跌幅环比 Q1 扩大。原奶同比跌幅扩大，各家乳企毛利率同比提升，但去库动作带来费率整体攀升，叠加牧场的投资收益减少、喷粉减值损失、淘牛损失等原奶相关的损益科目负面扰动，乳企 Q2 利润整体较弱。展望 H2，随着去年同期基数走低、渠道库存恢复正常，预计下半年乳企收入跌幅有望环比收窄，同时去库费用投入减少、原奶供需边际改善，预计公司费用端以及原奶相关损失也有望环比趋缓，利润料也将环比改善。
- **调味品：需求承压竞争加剧，成本向好但盈利仍弱，H2 望环比改善。**2024Q2 传统调味品 B 端下游需求较为低迷，C 端需求平稳但竞争加剧明显，叠加 Q1 末渠道库存偏高进一步增加 Q2 增长压力；复合调味品由于可选属性较强其对消费力要求更高，C 端需求 Q2 同样压力较大，小 B 端需求较为疲软，大 B 端则存在分化。从成本端看，由于大豆、油脂、玻璃包材等原材料价格持续下行，原材料下降利好各单品毛利率改善，但由于收入降速导致规模效应削弱、竞争加剧导致多数销售费用率上升、理财收益&政府补助等金额下降等原因，板块盈利能力提升并不明显，从各企业看，龙头海天味业业绩表现最为平稳，充分彰显龙头韧性，其余多数企业则有所承压。推荐具备股息率支撑及远期潜在催化的颐海国际，关注千禾味业、中炬高新调整成效。
- **速冻食品：行业景气偏弱，期待持续改善。**2024H1 在餐饮业疲软+消费力低迷的背景下，速冻食品 B 端&C 端景气度均较低，Q2 环比 Q1 需求进一步走弱。安井食品主业收入维持双位数增长充分彰显龙头韧性，立高食品、千味央厨虽增速放缓但具备结构性亮点。盈利端，受到原材料价格/行业竞争/产品结构/市场投放策略等影响，各公司表现不同，其中安井食品&千味央厨盈利平稳，立高食品&三全食品承压。展望 H2，我们认为行业 B 端&C 端渠道压力短期仍将持续，核心关注各公司产品&渠道层面的独立增长点，同时考虑到企业间原材料材料&竞争格局差异，预计盈利将持续分化。推荐业绩具备韧性、估值具备性价比、H2 业绩基数较低的安井食品，关注千味央厨、立高食品。
- **休闲零食：渠道&品类红利趋弱，关注大单品公司。**2024H1 量贩零食、社交电商等

渠道红利以及鹌鹑蛋、魔芋等品类红利虽然延续，但渠道和品类红利有所走弱，零食绝大部分企业 Q2 收入虽保持成长，但成长环比持续放缓。上半年卫龙、洽洽、劲仔等零食企业受益原材料回落，保持利润率提升，而电商渠道、量贩渠道竞争加剧对部分零食企业的盈利造成一定影响。随着渠道结构趋于稳定，大单品零食企业的长期稳健性优势将凸显出来。展望 H2，我们认为 Q3 零食板块成长将环比进一步放缓，但 Q4 春节错期下，零食板块有望提速增长。推荐大单品模式、品牌力不俗的洽洽食品、卫龙美味及劲仔食品，关注盐津铺子、三只松鼠。

- **软饮料：行业景气度较高，盈利同比改善。** 2024H1，受益户外出行增加，饮料行业景气度较高，2024Q1/H1 饮料行业全渠道增速分别为 10.6%/6.9%（尼尔森 IQ，转引自官方微信小程序）。分品类来看，茶饮料表现最优，功能饮料、即饮咖啡延续较快增长，碳酸表现较弱。具体到上市公司，东鹏饮料收入增速领先；康师傅受碳酸、包装水拖累，叠加 1L 装提价，收入表现较弱；农夫山泉包装水受舆情压力承压，茶饮料表现亮眼。盈利端，原材料价格同比有利，部分企业有提价/减促等行为，多数企业毛利率、净利率均同比改善。展望 H2，预计行业有望延续较快增长，但因竞争加剧，需密切关注各家旺季饮料销售和费投情况。推荐高股息龙头康师傅控股，建议关注高成长能量饮料龙头东鹏饮料。
- **轻餐连锁：需求持续承压，关注店效拐点。** 2024H1 轻餐连锁行业整体景气度偏弱，各企业店效压力仍存且普遍拓店放缓/净关店，导致收入增速承压。盈利端受益于成本回落，毛利率普遍有所改善，但费用率表现分化。其中，①绝味食品/周黑鸭 24H1 店效双位数下滑，且均有净关店，随着鸭副成本回落，成本压力显著缓解；②紫燕食品开店速度放缓，24Q1 店效同比双位数下滑但 24Q2 降幅明显收窄，牛肉&牛副价格回落释放盈利弹性；③巴比食品开店相对稳健，店效&团餐需求承压，盈利端受益于成本回落&控费成效显现。展望 H2，我们预计外部压力短期将持续，但各企业放缓拓店，持续聚焦店效提升，叠加基数回落，我们预计店效缺口逐季收窄，重点关注店效拐点。预计各企业盈利走势将根据原材料价格、费投举措等差异发生分化。建议关注短期估值回调较多的绝味食品。
- **其他。** 1.保健品，2024H1 同期高基数、需求走弱、药店渠道流量下滑下，保健品企业收入同比转弱。同时线上渠道竞争加剧，头部保健品企业盈利走弱。保健品代工企业整体好于品牌商。2.桃李面包，2024H1 受到终端消费力疲软、核心市场人口外流、核心渠道人流量下滑等因素影响，公司收入端持续承压，但公司通过多重手段提振盈利能力，期待利润率持续优化。3.双汇发展，2024H1 由于猪价、鸡价均处于较低位置，叠加肉制品需求较为疲软导致公司业绩承压，2024H2 受益于猪价、白羽鸡价格改善及去年同期业绩基数较低，公司业绩有望环比改善，股息率亦具备吸引力。
- **风险因素：消费景气度下行；餐饮恢复不及预期；提价成效不及预期；行业竞争加剧；新兴渠道冲击超预期；原材料价格持续上行；食品安全问题。**

酒类行业 2024 年中报总结—白酒放缓，啤酒筑底

酒类 | 姜娅,蒋祎,江旭东

- **核心观点：**2024H1 白酒整体营业收入/归母净利润增速分别为 13.4%/14.5%，对应 24Q2 增速分别为+11%/+15%（剔除茅台后+7%/+8%），受需求走弱影响，业绩增速回落明显。其中高端酒相对稳健，次高端继续承压，区域酒分化加大。白酒板块即将迎来中秋国庆双节旺季动销检验，在需求疲弱、酒企竞争加剧背景下，如何动态平衡增长和库存压力将变得更为重要，建议紧密跟踪批价走势。啤酒因消费宏观环境扰动叠加天气因素，24Q2 销量表现承压。展望 24H2，恶劣天气影响减弱、成本下行趋势持续，啤酒企业持续推进产品结构优化、和缓竞争，有望带动销量增长恢复、低基数

下盈利回升。

- **白酒：二季度增速回落明显，压力开始传至报表。**24H1 白酒 19 家上市公司整体营业收入 2,434 亿元/+13.4%，归母净利润 957.6 亿元/+14.5%，对应 24Q2 增速分别为 +11%/+15%（剔除茅台后+7%/+8%）。受需求走弱影响，酒企 24Q2 业绩增速回落明显，且合同负债和销售收现等关键指标均有走弱迹象，当前渠道回款意愿较低，压力开始向财务报表传导。其中贵州茅台、五粮液、迎驾贡酒（利润端）、老白干（利润端）等酒企 24Q2 略超预期，舍得酒业、酒鬼酒、泸州老窖、山西汾酒、洋河股份等业绩表现不佳。此外，贵州茅台和洋河股份分红规划提高股东回报，提振市场信心。24H1 行业虽受益提价和规模效应盈利能力微升，净利率提升 0.3pcts 至 39.3%，但竞争明显加剧，公司普遍增大渠道费用投放，广宣&促销费用绝对值同比+19.9%（占营收比例 6.5%、同比+0.4pcts），拉高销售费用率 0.3pcts 至 9.5%。
- **白酒：高端表现稳健，次高端继续承压，区域酒分化加大。**高端酒：茅台和五粮液表现稳健，根据市场趋势动态调整渠道和产品打法，逆势取得靓丽表现，泸州老窖二季度主动调整节奏（收入/归母净利润同增 10.5%/2.2%），积极去库，行稳致远。次高端酒：上半年总体收入/净利润同增 12%/13%（剔除汾酒后为-9%/-38%），对应 Q2 收入/净利润同增 8%/-7%（剔除汾酒后-11%/-72%），受商务活动消费疲软影响，次高端压力显著，汾酒通过腰部产品发力维持收入快增，舍得和酒鬼酒上半年业绩出现大幅调整。区域酒：24H1 营业收入/归母净利润增速分别为+12%/+13%，对应 Q2 增速分别为+8%/+9%，环比 24Q1 的+15%/+14%降速明显，但分化加大，今世缘（24H1/24Q2 收入同增+22%/+22%，下同）、古井贡酒（+22%/+17%）、迎驾贡酒（+20%/+19%）凭借向上的品牌势能和较强的渠道推力维持良好表现。
- **啤酒：上半年量价承压，24H2 有望积极增长。**24H1 由于消费疲弱叠加雨水天气影响，啤酒行业整体承压。上半年规模以上企业啤酒产量 1908.8 万千升/+0.1%，其中 8 家啤酒上市公司（包括港股华润啤酒和百威亚太）24H1 营收 882.7 亿元/-2.83%，归母净利润 143.7 亿元/+3.1%；单 Q2（A 股 6 家上市公司）营收 210.9 亿元/-1.9%，归母净利润 35.5 亿元/+10.1%，受益于成本压力边际减弱，盈利能力相对改善。展望 24H2，恶劣天气影响减弱、成本下行趋势持续，啤酒企业持续推进产品结构优化、和缓竞争，有望带动销量增长恢复、低基数下盈利回升。
- **风险因素：宏观消费需求不及预期；白酒行业竞争加剧；白酒行业核心产品价格市场表现不及预期；渠道库存风险；食品安全问题等。**
- **投资策略：白酒行业即将迎来中秋国庆双节旺季动销检验，在需求疲弱、酒企竞争加剧背景下，如何动态平衡增长和库存压力将变得尤为重要。**虽然短期基本面表现承压且复苏节奏仍存在不确定性，但我们认为悲观预期已有一定释放，建议紧密跟踪批价走势，从长期视角配置动销相对较好、品牌优势明显的酒企：贵州茅台、五粮液；同时关注经济形势变化、批价走势，动态配置具备有效运营终端、释放较好动销动作的酒企：山西汾酒、泸州老窖、古井贡酒、今世缘、珍酒李渡、迎驾贡酒等。啤酒考虑到 2024 年下半年，在恶劣天气影响减弱以及成本下行趋势持续的背景下，销量有望恢复增长，低基数下表现料将回升。建议配置青岛啤酒、重庆啤酒。

煤炭行业 2024 年中报总结——中报业绩同比下滑，板块底部预期有望明确

煤炭 | 祖国鹏

- **核心观点：**受煤价下跌、安全监管等因素影响，上半年样本公司净利润同比下降约 24%，Q2 净利润环比下降约 8%。尽管业绩下跌，但板块的股息率仍具备吸引力。展望下半年，红利风格或依然是板块上涨的推动力。随着煤价底部预期逐步明确，板块情绪和红利预期企稳，我们判断年内后续阶段，板块将继续具备超额收益。

6bffd43e46c4b1d72b31f384f66a067f1ad81c87ae6553e18b296cd0116cb104

- **样本公司经营数据：样本公司煤价同比下降约 7%，产量同比下降约 1%。**我们跟踪的 23 家煤炭上市公司 2024 年上半年合计生产原煤 5.80 亿吨，同比下降 1.2%，上市公司产量降幅略好于同期全行业水平。煤炭销售均价同比下降 6.7%，其中动力煤/冶金煤/无烟煤公司销售均价同比分别下降 9.4%/2.7%/9.1%；各公司吨煤毛利算数平均同比下降 25.7%，其中动力煤/冶金煤/无烟煤吨煤毛利分别同比下降 27.5%/14.2%/35.2%。
- **样本上市公司净利润上半年同比下降约 24%，Q2 环比下降 8%。**2024 年上半年，受煤价下行影响，样本公司毛利率同比-4.76pcts，上半年共实现净利润 815 亿元，同比下降 24.2%，分季度来看，Q2 毛利率环比稳定（环比-0.15pct），但净利润仍环比下降（Q2 实现净利润 391 亿元，环比-7.7%）。上半年行业管理费用率有一定提升，2024H1 同比+0.72pct，2024Q2 环比+0.76%，销售费用率和财务费用率基本稳定。同时行业平均每股现金流也有所下降，2024H1 为 0.97 元，同比-15.1%，偿债能力指标亦有一定下降。此外，行业 Q2 库存有小幅增长，存货占营业成本比例环比+1.10pcts。
- **基本面展望：煤价年内底部预期逐步明确，动力煤公司 Q3 盈利能力环比或企稳。**6 月开始，煤价整体表现低于预期，动力煤夏季用煤旺季价格没有上涨，焦煤价格跌幅也超出预期，导致板块 7 月份集中调整。但进入 8 月份，高频数据显示水电同比增速明显放缓，对火电和电煤需求挤压减轻，加上 9~10 月份非电力行业季节性因素扩张，动力煤价有一定的上涨预期。焦煤价格 7 月份因钢铁价格的连续下跌和产业链利润压制下跌明显，目前部分钢材需求和价格回暖，盈利有所改善，焦煤价格也逐步止跌，煤价底部预期逐步明确。虽然焦煤公司 Q3 盈利环比还有下行压力，但动力煤公司盈利 Q3 环比或趋稳，上市公司全年业绩和股息预期的稳定性也在增强。
- **风险因素：宏观经济波动，影响煤炭需求和煤价；安监力度有所放松，导致供给增加；海外能源价格系统性下跌，压制国内煤价。**
- **投资策略：煤价底部预期逐步明确，利好板块进一步反弹。**板块中期业绩虽然同比下滑明显，但 Q2 单季也有公司存在超预期的表现，且后续在煤价底部预期明确、部分公司产量恢复正常等因素推动下，我们预期板块 Q3 业绩或逐步趋稳，利好估值提升。后续若煤价显著上涨，则有望强化板块反弹的持续性。我们认为，下半年板块的主要驱动力仍将是红利风格，后续在煤价企稳上涨或宏观政策叠加共振下，预计板块会有明显的超额收益，我们以红利预期和中报公布后的业绩预期为基础，沿三条主线推荐：1) 业绩稳定性相对较好的淮北矿业、中煤能源、陕西煤业及中国神华；2) 股息预期相对有优势的山煤国际、兖矿能源(H)；3) “破净”有估值修复潜力的平煤股份、华阳股份。

债市启明系列—日元还有升值空间吗？

固定收益 | 明明,周成华,王楠茜

- **核心观点：**日本薪资谈判结果开始体现在日本薪资增速中，6 月实际工资同比由负转正，薪资增长强劲有望支撑日本消费好转，日本出口韧性有望保持，企业投资景气度持续上升，预计日本经济将逐步复苏，日本核心 CPI 与 CPI 同比或可稳定在 2%-3% 区间，日本央行年内仍有加息可能。此外，当前套息交易平仓产生的日元汇率波动已逐渐平息，未来日元仍有升值空间。
- **当前日本就业市场仍偏紧，但实际工资同比由负转正。**当前日本 6 月失业率为 2.6%，已连续 36 个月维持在 3% 以下。同时 6 月新增求人倍率为 2.26，较前值增加 0.1，实际求人倍率为 1.23，均处于历史较高水平，反映出日本就业市场仍然偏紧。6 月实际工资同比首次迎来近 26 个月以来的正增长，由负转正升至 1.1%，日本薪资谈判结果

开始体现在薪资增速中。预计实际工资正增长将切实支撑日本消费前景好转。

- **日本家庭支出整体呈现降幅进一步收窄态势，薪资增长有望支撑日本消费支出进一步好转。**日本 6 月家庭月度消费性支出同比增长-1.40%，虽然日本家庭支出仍为负增长，但降速放缓。在 GDP 统计中的消费支出（不变价）已经在二季度开始环比正增长，消费者信心在 7 月也有小幅回升。叠加 6 月开始的所得税、居民税减税政策实施，未来日本消费支出的复苏有望更为稳固。
- **日本出口规模持续上升，日本出口韧性有望保持。**经常账户旅行项差额自 2022 年 8 月开始快速提升，截至 2024 年 6 月，旅游项差额已升至 4417 亿日元。同时日本出口额也在不断上升，7 月日本出口值为 9.14 万亿日元，为 2023 年 1 月以来的最高值，日本出口上升主要由运输设备（主要为汽车）、机械、制成品等出口增加推动。在欧央行已开启降息，美联储降息在即的背景下，预计日本出口有望继续保持韧性。
- **日本消费复苏、日元升值以及企业利润较高预计将推动日本企业投资进一步增长。**在企业高利润的背景下，日本机械投资的领先指标机械订单中非制造业订单近期大幅提升，核心机械订单量也处于历史较高水平。并且日本建筑投资的领先指标已开工建筑面积也自 2024 年开始触底回升。日本投资景气度以及投资信心也在进一步恢复，2024 年 6 月日本央行的日本企业短期经济调查表明，2024 财政年度计划投资的增长率超过 10%。在日本国内需求有望提升、日元有所走强、企业利润较高的背景下，日本企业投资有望进一步增长。
- **2024 年日本核心 CPI 与 CPI 同比预计可稳定在 2%-3% 区间。**日元走强，日本输入型通胀风险预计将进一步缓解，同时近期日本政府重启能源价格补贴，并且未来原油价格震荡概率较高，商品价格上涨风险较低，预计未来日本通胀上行风险可控。服务价格预计将构成日本通胀的黏性，整体 CPI 同比以及核心 CPI 同比预计将保持稳定，2024 年下半年日本 CPI 同比与核心 CPI 同比或在 2%-3% 区间震荡。
- **日本经济有望逐步复苏，日本央行年内仍有加息的可能性。**日本核心通胀已经连续 28 个月保持在 2% 及以上水平，同时日本薪资高增速已经从大企业蔓延至小企业，物价与薪资螺旋上升的正循环在逐步得到验证。7 月底超预期加息导致的金融市场震荡可能会延缓加息日程但不会改变日本货币正常化的方向。展望未来，预计日本经济整体将在下半年进一步复苏，日本核心通胀可稳定在 2%-3% 的健康区间内，因而年内存在日本央行再次加息的可能性。
- **当前套息交易平仓产生的日元汇率波动已逐渐平息，未来日元仍有升值空间。**当前日元融资相关交易的波动逐渐平息，日元波动率快速回落，日元空头头寸开始趋于稳定。预计美联储 9 月开始降息，年内有 50-75bps 的降息空间。日本虽然短期加息节奏或放慢，但年内随着日本经济复苏态势企稳，存在日本央行继续加息的概率，年内美国和日本利差预计将进一步收窄，日元仍有升值空间。也需注意套息交易可能会放大日元波动，日元对全球经济变动较为敏感，因而不排除未来市场对美国等国家经济衰退担忧加剧推动日元快速升值的可能性。
- **风险因素：日本等海外经济变动超预期；日本货币政策超预期；地缘政治风险超预期等。**

养老金专题研究系列之一 —— 英国 NEST 发展经验对二支柱投资管理的启示

组合配置 | 刘方, 赵文荣, 刘笑天

- **核心观点：**资本市场震荡背景下，企业年金受产品体系、投资风格、可投范围等制约，投资管理面临挑战。本报告我们选取英国职业养老金 NEST 为研究对象，为国内企业年金乃至其他长期资金的投资管理提供有益经验。NEST 通过“五模块+四阶段”的生命周期配置，委托投资为主的落地形式，为成员创造了超过 8% 的年收益率，实现

覆盖企业和资金规模的持续扩张。我们总结的启示：(1) 年金产品设计引入多策略、多周期架构，重视个体差异、优化持有体验。(2) 适当承担短期市场风险，作为长期稳健收益的前提。(3) 年金管理人评估更加强调业绩指标、非业绩指标综合考察。(4) 形成组合面、动态化的风险管理体系，纳入 ESG 因素考虑。

- **研究背景：国内企业年金投资管理面临挑战。**企业年金逐步成为多支柱养老保障体系的重要构成，但在净值化转型推进、资本市场震荡背景下，企业年金受产品体系单一、投资风格保守、可投范围局限等制约，使得投资管理难度加大，根据人社部数据，2022年、2023年、2024年中国企业年金收益中枢分别为-1.83%、1.21%和0.96%。如何实现企业年金的保值增值，提升其作为补充养老手段的吸引力，是年金管理人亟待解决的问题。
- **NEST 计划与 NEST Corporation：面向英国中小企业的养老“保护网”。**英国 2012 年引入“自动加入”机制，将符合条件的企业雇员自动纳入职业养老保障。NEST 计划承担该机制下的“公共服务义务”，为广大中小企业提供养老保值服务，以确定缴费制、信托制运作。NEST Corporation 作为 NEST 计划资金的受托管理机构，对接企业和管理规模均不断扩张。截至 2023 年 3 月，参与 NEST 计划的企业数增至 110 万家，超 98% 为私营中小企业；NEST Corporation 积累资金共 296 亿英镑（约合 2500 亿元人民币），其中投资资产 291 亿英镑。
- **NEST 的投资管理：生命周期配置，委托落地为主。**NEST Corporation 通过多元互补的产品设计，科学严谨的投资管理实现了计划资金的保值增值：
- **产品设计：目标日期系列为主，兼顾特殊需求。**产品谱系包括两部分，一是绝大多数成员默认投资的目标日期产品系列，根据成员退休年份决定资产配置，二是满足特殊风险偏好或投资内容的可选策略，包括高风险基金、道德基金等。通过多元设计，满足“自动加入”背景下成员的差异化需求。
- **产品业绩：适度承担短期波动，获取长期风险溢价。**截至 2024 年 3 月，NEST 代表产品近 10 年年化收益率达到 8.3%，虽然部分年份承担 5% 至 15% 的收益回撤，但 NEST Corporation 将风险承担作为获取长期溢价的必要前提，强调收益和风险共存。
- **投资制度：重视战略配置，强调责任投资。**在投资原则陈述中列明长期遵循的投资理念，强调以计划成员的长期利益最大化为主要目标，为此广泛配置于成长型、收入型资产，在全流程践行责任投资理念。
- **资产配置：“五模块+四阶段”下滑轨道策略。**NEST Corporation 广泛投资于股票、固收、房地产和其他另类，风险资产的组合占比超过 60%。将计划成员的生命周期划分为建立期、成长期、巩固期和退休后四个阶段，每阶段在成长型、收入型和保护型资产间调整配置，呈现先上升后下行的风险承担，贴合对应周期成员的财富积累和风险偏好，各阶段以实现相对通胀的长期超额为共同目标。
- **委托投资：聚焦主动管理，发挥机构专长。**NEST Corporation 超 99% 的投资落地以 FOF 和 MOM 结合的委托形式为主，先决定战略配置，再决定委托机构。管理人筛选上同时考虑业绩和非业绩因素，强调业绩持续性。策略布局上以主动主观、系统化为主，重视管理人投研能力带来的额外价值。
- **风险管理与责任投资：动态测度风险，多维度 ESG 整合。**通过“零基础风险审查”评估承担的各类风险，将外汇管理上升到组合配置层面，44% 敞口通过衍生品对冲。按照 TCFD 框架披露气候风险治理，退出特定行业投资，在管理人评估中考虑 ESG 因素，截至 2023 年 ESG 投资的占比达到 49.7%。
- **总结与启示：(1) 年金产品设计引入多策略、多周期架构，重视个体差异、优化持有体验。(2) 适当承担短期市场风险，作为长期稳健收益的前提。(3) 年金管理人评估更加强调业绩指标、非业绩指标综合考察。(4) 形成组合面、动态化的风险管理体系，**

纳入 ESG 因素考虑。

- 风险提示：机构成立运作时间短，业绩持续性有待验证；机构披露数据有限且滞后，反映维度不足；国内市场环境、投资制度、机构经营和海外存在差异。

b57a835f9b932736689ca8e43382d5c50e15e506e8add7c5a81662d4473aad0

市场数据

指数	主要市场指数				主要商品期货					
	收盘 点位	涨跌%	1日	5日	本年	收盘价	1日	5日	本年	
沪深 300	3273.43	0.26	-1.0	-1.0	-5	纽约期油	70.34	-4.36	-9.1	-2
上证指数	2802.98	-0.29	-1.6	-1.6	-6	纽约期金	2499.70	-0.19	-0.7	21
香港恒生	17651.49	-0.23	-1.2	-1.2	4	伦敦期铜	8853.98	-2.51	-5.4	4
H 股指数	6203.55	-0.13	-1.6	-1.6	8	伦敦期铝	2395.34	-0.67	-5.8	2
红筹股	3576.35	-0.05	-1.2	-1.2	7	伦敦期锌	2846.00	0.18	-3.3	7
日经 225	38686.31	-0.04	1.0	1.0	16	主要外汇商品				
道琼斯	40936.93	-1.51	-0.7	-0.7	9					
标普 500	5528.93	-2.12	-1.6	-1.6	16	美元指数	101.83	0.17	0.9	-0
纳斯达克	17136.30	-3.26	-3.3	-3.3	14	美元/人民币	7.12	0.06	-0.0	0
德国 DAX	18747.11	-0.97	0.3	0.3	12	美元/日元	145.37	-0.08	-0.2	3
法国 CAC	7575.10	-0.93	0.1	0.1	0	欧元/美元	1.10	0.03	0.0	-0
富时 100	8298.46	-0.78	-0.6	-0.6	7	英镑/美元	1.31	-0.03	-0.1	3

注：为最近交易日数据。期货商品收盘价单位为 USD

近期重点研报

- 2024-09-03 | 养老金：英国 NEST 发展经验对二支柱投资管理的启示
- 2024-09-03 | 债市启明：如何解读人民币与美元指数的“同涨”？
- 2024-09-03 | 能源化工：AI 驱动消费电子创新迭代，引领新材料市场发展
- 2024-09-03 | 大众品：2024 年中报总结：自由现金流良好，关注 H2 低基数下的改善
- 2024-09-03 | 酒类：2024 年中报总结：白酒放缓，啤酒筑底
- 2024-09-03 | 煤炭：2024 年中报总结：中报业绩同比下滑，板块底部预期有望明确
- 2024-09-03 | 电子：2024 年中报总结：行业复苏趋势确立，AI 创新拐点到来
- 2024-09-02 | 港股策略：“衰退” vs 降息预期如何影响港股市场
- 2024-09-02 | 美股：24Q2 美股财报回顾与展望：美股业绩动能放缓，顺周期行业堪忧
- 2024-09-02 | 债市聚焦：日本寿险业利差损危机的启示
- 2024-09-02 | 量化：2024 年中报数据指向哪类风格配置？
- 2024-09-02 | 债市启明：银行同业存单额度还充裕吗？
- 2024-09-02 | 宏观：2024 年 8 月经济金融数据前瞻：生产或有放缓，消费迎来支撑
- 2024-09-02 | 智能互联：AI 应用扫描：生态蓬勃发展，静待 AI 应用爆款
- 2024-09-02 | 消费：2024 年中报总结：Q2 总体表现疲弱，盈利端压力小于收入端
- 2024-09-02 | 新材料：软磁材料传统需求景气，新兴领域快速放量
- 2024-09-01 | 策略聚焦：悲观情绪修复，风格趋于平衡
- 2024-09-01 | 宏观：政策进入落地期
- 2024-09-01 | 银行：关于按揭贷款的六个热点讨论
- 2024-08-31 | 宏观：2024 年 8 月中采 PMI 数据点评：扩内需政策仍需进一步发力
- 2024-08-30 | 金融产品：基于红利基金探究基金高频次分红策略
- 2024-08-30 | 货币政策：如何理解央行 8 月国债买卖操作？
- 2024-08-30 | 债市启明：9 月债市展望
- 2024-08-30 | 电子：VCM 驱动芯片：受益光学创新普及趋势
- 2024-08-30 | ESG：拥抱绿色金融，聚力服务实体经济

中信证券研究部

陈聪 执业证书编号: S1010510120047
姜娜 执业证书编号: S1010510120056
李鑫 执业证书编号: S1010510120016
赵文荣 执业证书编号: S1010512070002
王苗 执业证书编号: S1010513110001
杨帆 执业证书编号: S1010515100001
盛夏 执业证书编号: S1010516110001
陈俊云 执业证书编号: S1010517080001
彭家乐 执业证书编号: S1010518080001
林劭 执业证书编号: S1010519040001
唐世民 执业证书编号: S1010519040004
郑一鸣 执业证书编号: S1010519120002
纪敏 执业证书编号: S1010520030002
曹俊成 执业证书编号: S1010520050003
汤学章 执业证书编号: S1010520090006
玛西高娃 执业证书编号: S1010520100001
汤可欣 执业证书编号: S1010520120002
沈懿钧 执业证书编号: S1010521010006
李越 执业证书编号: S1010521010008
徐焯烽 执业证书编号: S1010521050002
彭阳 执业证书编号: S1010521070001
李鹤 执业证书编号: S1010521070005
王亦霖 执业证书编号: S1010521080003
夏胤磊 执业证书编号: S1010521080005
丘远航 执业证书编号: S1010521090001
朱奕彰 执业证书编号: S1010521090004
王丹 执业证书编号: S1010521110002
王一涵 执业证书编号: S1010522050002
贾凯方 执业证书编号: S1010522080001
武平乐 执业证书编号: S1010522080002
宋广超 执业证书编号: S1010522090005
陈竹 执业证书编号: S1010516100003
汪一席 执业证书编号: S1010523020002
李康威 执业证书编号: S1010523040001
蔡慎志 执业证书编号: S1010523060001
陆斌 执业证书编号: S1010523100001
周的轲 执业证书编号: S1010523110002
单竹岭 执业证书编号: S1010523100004
杨森杰 执业证书编号: S1010524010001
李可扬 执业证书编号: S1010524040006
王加鼎 执业证书编号: S1010524030005
皮舜 执业证书编号: S1010524050001
杨宏宇 执业证书编号: S1010524040001
朱翀佚 执业证书编号: S1010524060002
张清源 执业证书编号: S1010524020003
孙亮耀 执业证书编号: S1010524080014

肖雯雯 执业证书编号: S1010510120057
刘方 执业证书编号: S1010513080004
田良 执业证书编号: S1010513110005
李想 执业证书编号: S1010515080002
张若海 执业证书编号: S1010516090001
张全国 执业证书编号: S1010517050001
杨泽原 执业证书编号: S1010517080002
徐涛 执业证书编号: S1010517080003
李晗 执业证书编号: S1010517030002
明明 执业证书编号: S1010517100001
汪浩 执业证书编号: S1010518080005
薛姣 执业证书编号: S1010518110002
尹欣驰 执业证书编号: S1010519040002
冯童光 执业证书编号: S1010519040006
彭博 执业证书编号: S1010519060001
孙明新 执业证书编号: S1010519090001
商力 执业证书编号: S1010520020002
华夏 执业证书编号: S1010520070003
刘春彤 执业证书编号: S1010520080003
刘勇 执业证书编号: S1010520090002
何旺岚 执业证书编号: S1010520120005
刘济玮 执业证书编号: S1010521010002
华鹏伟 执业证书编号: S1010521010007
柯迈 执业证书编号: S1010521050003
刘笑天 执业证书编号: S1010521070002
拜俊飞 执业证书编号: S1010521070006
王子源 执业证书编号: S1010521090002
杜一帆 执业证书编号: S1010521100002
周家禾 执业证书编号: S1010522040002
张强 执业证书编号: S1010522050003
马庆刘 执业证书编号: S1010522090001
伍家豪 执业证书编号: S1010522090002
李振寰 执业证书编号: S1010523010001
常欣仪 执业证书编号: S1010523020003
刘河雄 执业证书编号: S1010523030004
王诗然 执业证书编号: S1010523040002
江旭东 执业证书编号: S1010523060002
林楠 执业证书编号: S1010523090001
史雨洁 执业证书编号: S1010523100002
裴子豪 执业证书编号: S1010523110001
任柳蓉 执业证书编号: S1010524030002
王楠茜 执业证书编号: S1010524020002
王天瑜 执业证书编号: S1010524050002
张琳 执业证书编号: S1010524060003
安家正 执业证书编号: S1010524080002
黎刘定吉 执业证书编号: S1010524090004

秦培景 执业证书编号: S1010512050004
林小地 执业证书编号: S1010510120031
邵子钦 执业证书编号: S1010513110004
王兆宇 执业证书编号: S1010514080008
徐晓芳 执业证书编号: S1010515010003
敖冲 执业证书编号: S1010515020001
崔嵘 执业证书编号: S1010517040001
顾晨曦 执业证书编号: S1010517110001
杨清朴 执业证书编号: S1010518070001
秦翔 执业证书编号: S1010518080002
周成华 执业证书编号: S1010519100001
顾训丁 执业证书编号: S1010519110002
丁奇 执业证书编号: S1010519120003
黄元元 执业证书编号: S1010520040001
李世豪 执业证书编号: S1010520070004
付宸硕 执业证书编号: S1010520080005
陈旺 执业证书编号: S1010520090003
唐栋国 执业证书编号: S1010520100002
宋硕 执业证书编号: S1010520120001
陈卓 执业证书编号: S1010521010004
杨家骥 执业证书编号: S1010521040002
王希明 执业证书编号: S1010521040001
蒋祎 执业证书编号: S1010521050004
吴晨辰 执业证书编号: S1010521060001
黄耀庭 执业证书编号: S1010521060003
王聪 执业证书编号: S1010522020001
韩世通 执业证书编号: S1010522030002
郑辰 执业证书编号: S1010522040003
刘意 执业证书编号: S1010522050004
郑逸坤 执业证书编号: S1010522060001
李家明 执业证书编号: S1010522070001
任杰 执业证书编号: S1010522100002
秦楚媛 执业证书编号: S1010523020001
沈思越 执业证书编号: S1010523030001
康凯 执业证书编号: S1010523030005
高飞翔 执业证书编号: S1010523060003
黄元夕 执业证书编号: S1010523060004
侯苏洋 执业证书编号: S1010523080001
张昕玥 执业证书编号: S1010523100003
朱昱锶 执业证书编号: S1010524030004
齐月 执业证书编号: S1010524040005
张子辰 执业证书编号: S1010524040003
李鑫 执业证书编号: S1010524030003
林永健 执业证书编号: S1010524030001
李俊波 执业证书编号: S1010524080020
赵滇 执业证书编号: S1010524090005

祖国鹏 执业证书编号: S1010512080004
许英博 执业证书编号: S1010510120041
刘海博 执业证书编号: S1010512080011
童成墩 执业证书编号: S1010513110006
章立聪 执业证书编号: S1010514110002
余经纬 执业证书编号: S1010517070005
胡叶倩雯 执业证书编号: S1010517100004
王冠然 执业证书编号: S1010519040005
唐川林 执业证书编号: S1010519060002
肖昊 执业证书编号: S1010519070002
于翔 执业证书编号: S1010519110003
李超 执业证书编号: S1010520010001
陆昊 执业证书编号: S1010519070001
张惟诚 执业证书编号: S1010520080007
梁楠 执业证书编号: S1010520090005
郭韵 执业证书编号: S1010520100003
潘儒琛 执业证书编号: S1010520110001
李景涛 执业证书编号: S1010520120003
冷威 执业证书编号: S1010521050005
王涛 执业证书编号: S1010521060002
田鹏 执业证书编号: S1010521010003
李子俊 执业证书编号: S1010521080002
潘远 执业证书编号: S1010521090003
张志强 执业证书编号: S1010521120001
廖原 执业证书编号: S1010522030004
赵新宇 执业证书编号: S1010522050001
王博隆 执业证书编号: S1010522050005
董军韬 执业证书编号: S1010522090003
魏鹏程 执业证书编号: S1010522090007
史周 执业证书编号: S1010522100003
刘锐 执业证书编号: S1010522110001
王凯旋 执业证书编号: S1010522120001
李翀 执业证书编号: S1010522100001
程子盈 执业证书编号: S1010523030002
罗寅 执业证书编号: S1010523050001
李雷 执业证书编号: S1010523070001
胡爽 执业证书编号: S1010521100001
张政 执业证书编号: S1010523090002
周宇迪 执业证书编号: S1010523100005
曾令鹏 执业证书编号: S1010523100006
周荣炎 执业证书编号: S1010524040004
郭佳昕 执业证书编号: S1010524020001
季达郎 执业证书编号: S1010524060001
贾天楚 执业证书编号: S1010524040002
李宇璇 执业证书编号: S1010524080012
李天雄 执业证书编号: S1010524080024

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ 指数或 KOSPI 指数为基准；日本市场以日经 225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国市场以法国 CAC 40 指数为基准；意大利市场以意大利富时 MIB 指数为基准；德国市场以德国 DAX 指数为基准；瑞士市场以瑞士 SMI 指数为基准；英国市场以英国富时 100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准；泰国市场以泰国 SET 指数为基准；印度尼西亚市场以印度尼西亚 JCI 指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡综合指数为基准；巴西市场以巴西 IBOVESPA 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India“关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2024 版权所有。保留一切权利。