

消费行业 2024 年中期展望：期待政策释放驱动内需边际改善

- **1H24 回顾：行业持续弱复苏，资金流影响大于基本面：**2024 年上半年，中国经济继续呈现弱复苏趋势，疲弱的房地产市场以及不容乐观的就业形势导致中国消费者信心持续在低位徘徊，整体内需受到抑制。从市场表现来看，在基本面变化不大的情况下，受益于资金流的变化，消费行业的股价整体表现相对较为稳健。
- **2H24 展望：消费趋势有望边际改善，但市场不确定性可能加大：**中国政府上半年推出的一系列提振房地产市场、拉动内需的政策有望在下半年逐步落实，促使下半年消费数据在低基数下实现加速增长。然而，下半年恐将有更多的不确定性因素影响资本对中国市场的投资情绪，左右全球资金的走向。基于更强的防御性以及更高的股息率，我们预计必选消费下半年的股价表现可能优于可选消费。同时，我们认为符合以下条件的消费企业有望有更好的股价表现：
 - **一、通过出海驱动收入增长：**考虑中国消费市场消费力持续疲弱，积极通过出海来寻求新增长空间的消费品公司将受到市场的青睐。出海还能减小公司对单一市场的依赖，分散地域带来的政治与经济风险。我们认为，对于制造型企业，产品在功能、设计或营销上的独特性以及渠道的拓展是成功出海的关键，而对于零售型企业，供应链与门店运营效率将决定出海的成败。
 - **二、迎合低线市场消费需求：**随着各个消费赛道在高线城市的渗透日渐饱和，不少消费品企业将目光投向低线市场。我们认为从长期来看，低线市场消费者不断提升的消费意识以及消费升级的需求为消费企业带来广阔的发展空间。然而，面对短期消费力不足，消费企业必须能够在产品设计、性价比、营销、销售渠道等方面迎合低线市场消费者需求，才能有效拓展在低线市场的份额。
 - **三、低估值叠加优厚的股东回报：**面对较大的市场不确定性，长线投资者应该更加聚焦企业基本面的改善、盈利能力的提升以及股东回报（包括派息与回购）。稳健的利润表现以及运营效率的提升将保证良好的经营现金流，而高质量的现金流能够确保公司有能力维持较高的派息比例。较低的估值水平叠加较高的派息比例最终将为投资者带来丰厚的股东回报（表现为较高的股息率）。我们预计高股息率的消费企业在 2H24 大概率将持续跑赢行业。
 - **四、短期具有明显的业绩催化：**在资金流左右行业整体表现的大背景下，短期基本面显著改善或品牌向上趋势明显的消费品企业有望录得好于市场预期的业绩表现，从而为投资者带来超额收益。我们推荐：**安踏体育**（欧文篮球鞋发布以及奥运会推动品牌力持续提升）、**巨子生物**（重组胶原蛋白产品出圈并帮助品牌持续变现）、**特海国际**（翻台率持续提升，美股上市有望加速开店进程）。
- **投资风险：**消费复苏节奏持续放缓，消费者信心下行，高成长性企业估值继续下探。

林闻嘉

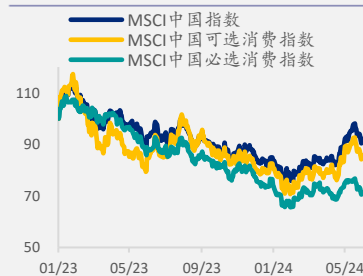
首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 6 月 14 日

年初至今行业指数表现



注：数据截至 2024 年 6 月 13 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

[《滔搏 \(6110.HK\)：全域零售保障短期收入韧性，多品牌驱动长期收入增长》](#) (2024-5-23)[《特海国际 \(9658.HK/HDL.US\)：翻台率趋势保持强劲，美股上市将释放估值与扩张潜力》](#) (2024-5-21)[《海底捞 \(6862.HK\)：翻台率趋势好于预期，但当前估值“高处不胜寒”》](#) (2024-5-16)

扫码关注浦银国际研究

目录

消费行业 2024 年中期展望：期待政策释放驱动内需边际改善	4
1H24 回顾：消费需求高基数下持续弱复苏，市场表现受益于资本回流	4
2H24 展望：消费趋势有望好于上半年，但市场不确定性却可能加大	8
一、通过出海驱动收入增长	11
二、迎合低线市场消费需求	15
三、低估值叠加优厚的股东回报	21
四、短期具有明显的业绩催化（alpha）	24
重点消费行业 2024 年中期展望	29
运动服饰行业：国产品牌性价比优势凸显，国际品牌趋势有望边际改善	29
啤酒行业：消费分级趋势持续，单吨成本下降助力盈利能力提升	32
液态奶行业：市场需求承压，清库存进行时，业绩不确定性增加	35
奶粉行业：出生人口回升利好短期市场需求，行业库存和价盘正逐步恢复	38
化妆品行业：行业需求疲软，研发力和差异化营销助力品牌突围	41
餐饮行业：消费力疲弱导致整体同店与客单价承压	44
浦银国际消费行业覆盖公司	47

图表目录

图表 1：中国消费者信心指数	4
图表 2：城镇居民人均可支配收入同比增长	4
图表 3：中国总体社会消费品零售总额增速	5
图表 4：中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速	5
图表 5：2024 年 1-4 月社会零售总额分品类同比增长	5
图表 6：乳制品和啤酒 2024 年 1-4 月产量同比变化	6
图表 7：中国牛奶零售价	6
图表 8：飞天茅台一批价	6
图表 9：MSCI 消费指数	7
图表 10：恒生指数走势	7
图表 11：各消费品板块 2024 年至今股价表现	7
图表 12：中国 2024 年上半年推出的政策支持	9
图表 13：必须消费与可选消费的股价表现	10
图表 14：中国主要消费品品类 2024 年 1-4 月出口额	12
图表 15：中国主要商品品类 2024 年 1-4 月出口额同比增长	12
图表 16：主要扫地机器人品牌海外业务同比增速	12
图表 17：美的和海尔海外业务同比增速	13
图表 18：名创优品海外收入同比增长	14
图表 19：名创优品海外门店扩张同比变化	14
图表 20：各国人均咖啡消费量与中国一、二线城市对比，2020	15

图表 21: 市场下沉策略可能造成的负面影响.....	16
图表 22: 嗨捞火锅门店.....	17
图表 23: 必胜客 Wow.....	17
图表 24: 李宁跑鞋矩阵.....	18
图表 25: 瑞幸门店.....	19
图表 26: 肯德基小店模式.....	19
图表 27: 瑞幸咖啡加盟门店数.....	20
图表 28: 瑞幸咖啡加盟与直营门店占比.....	20
图表 29: 中国生鲜乳价格.....	21
图表 30: 马来西亚棕榈油价格.....	21
图表 31: 消费行业主要高息股的股息率.....	22
图表 32: 统一收入同比增长, 2016-1Q24.....	22
图表 33: 统一的 PE band.....	22
图表 34: 飞鹤收入同比增长, 2016-2024E.....	23
图表 35: 飞鹤的 PE band.....	23
图表 36: 消费子行业 2024 年中期展望及建议关注标的.....	26
图表 37: 消费行业估值表.....	27
图表 38: 主要运动服饰品牌 1Q22-1Q24 零售流水表现.....	29
图表 39: 宝胜国际月度收入同比变化.....	30
图表 40: 各品牌渠道库销比.....	30
图表 41: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2023 复合增长率.....	31
图表 42: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2023.....	31
图表 43: 各啤酒玩家销量表现.....	32
图表 44: 各啤酒玩家吨价表现.....	32
图表 45: 各啤酒玩家单吨成本同比变化, 2022-1Q24.....	33
图表 46: 澳洲大麦价格走势.....	33
图表 47: 中国小麦价格走势.....	33
图表 48: 中国长江铝价格走势.....	34
图表 49: 中国玻璃价格指数.....	34
图表 50: 中国原奶价格走势.....	35
图表 51: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势.....	35
图表 52: 乳制品行业前两名市场集中度, 2019-2023.....	36
图表 53: 中国白奶前两名市场集中度, 2019-2023.....	36
图表 54: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2023 销售额复合增长率.....	36
图表 55: 各国人均奶类产品销量比较, 2023.....	36
图表 56: 中国出生人口.....	38
图表 57: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速.....	39
图表 58: 不同国家奶粉行业集中度(前三名)比较, 2023.....	39
图表 59: 飞鹤历史市盈率估值.....	40
图表 60: 澳优历史市盈率估值.....	40
图表 61: 中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比.....	41
图表 62: 2021-2024 年大促天猫美妆 GMV 前十排名.....	42
图表 63: 中国餐饮行业收入同比变化.....	44
图表 64: 中国主要餐饮品牌 1Q24 同店销售同比表现.....	44
图表 65: 中国主要餐饮品牌客单价的同比变化, 1Q24.....	45
图表 66: 1Q24 底新开店数相较全年的开店计划完成率.....	45
图表 67: 特海国际门店网络.....	46
图表 68: 浦银国际消费行业覆盖公司.....	47

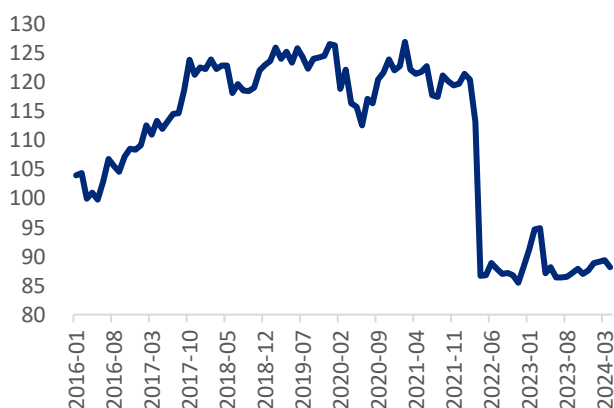
消费行业 2024 年中期展望： 期待政策释放驱动内需边际改善

1H24 回顾：消费需求高基数下持续弱复苏，市场表现受益于资本回流

回看 2023 年初，中国消费者刚刚从疫情的阴霾中走出来，被抑制了三年的消费欲望突然得到释放。因此，中国消费行业在 2023 年初迎来了一波爆发式的增长。然而，这也为 2024 年上半年的消费行业带来了较高的基数。

2024 年上半年以来，中国消费行业的产能、渠道、供应链等环节总体呈现稳中向好的趋势，但中国宏观环境依然有较大的不确定性、房地产市场持续疲软、就业形势不容乐观，以上因素都导致中国消费者的人均可支配收入承压，消费者的信心持续在低位徘徊。

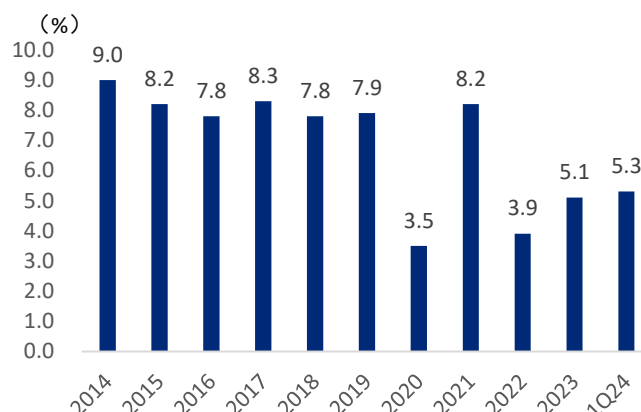
图表 1：中国消费者信心指数



注：截至 2024 年 4 月

资料来源：国家统计局、Wind，浦银国际

图表 2：城镇居民人均可支配收入同比增长

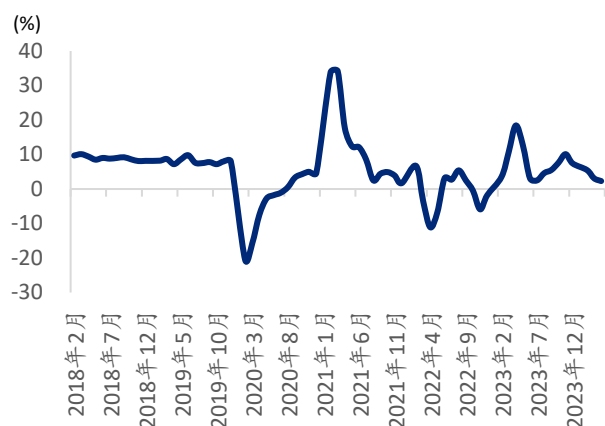


注：截至 2024 年 1 季度

资料来源：国家统计局、Wind，浦银国际

受 2023 年初较高的基数影响，2024 年上半年的终端消费需求整体偏弱。自从 2023 年 11 月开始，社会消费品零售总额的增速逐月减缓。在较多极端天气的影响下，2024 年 4 月的社会消费品零售总额同比仅增长 2.3%。这很大程度上是由于餐饮行业增速大幅放缓所造成的。

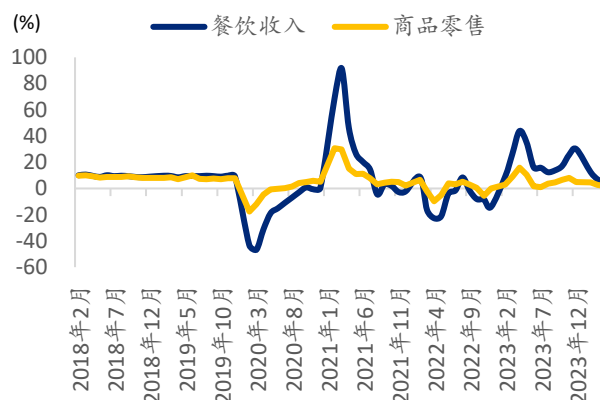
图表 3：中国总体社会消费品零售总额增速



注：截至 2024 年 4 月数据

资料来源：国家统计局、Wind，浦银国际

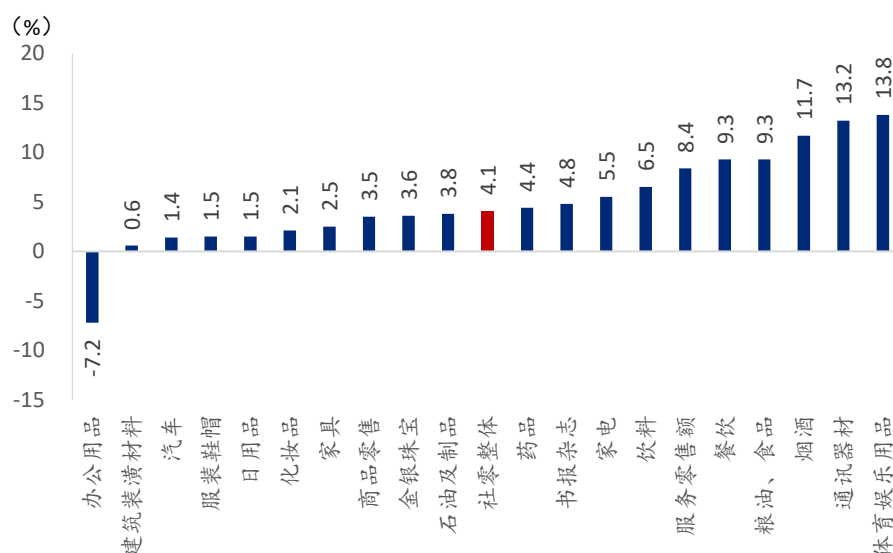
图表 4：中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速



注：截至 2024 年 4 月

资料来源：国家统计局、Wind，浦银国际

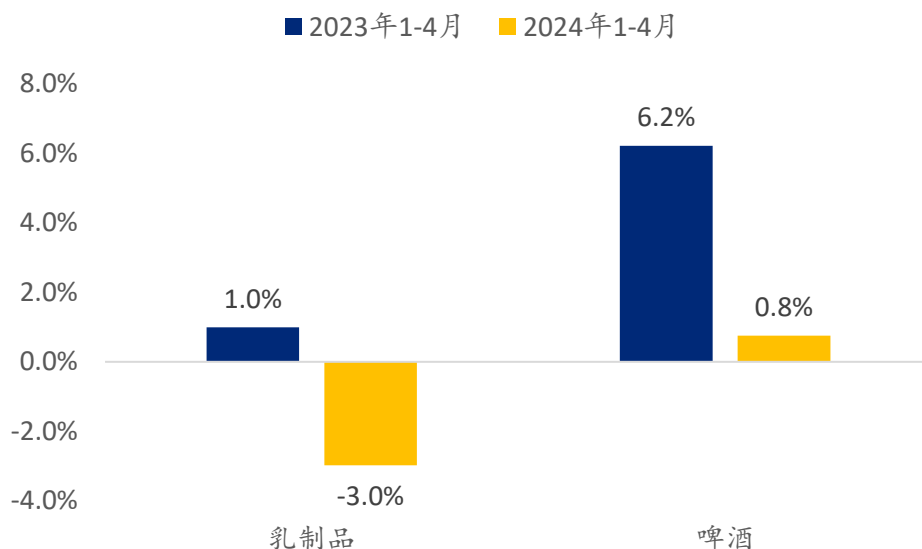
图表 5：2024 年 1-4 月社会零售总额分品类同比增长



资料来源：Wind，国家统计局，浦银国际

消费力不足首先导致消费者对部分商品的消费欲望降低，导致终端需求有所降低。举例来看，根据国家统计局的数据，中国乳制品的产量在 2024 年前四个月同比下滑 3%，而啤酒 2024 年 1-4 月的产量虽然同比小幅增长 0.8%，但是增速相较去年同期大幅放缓。

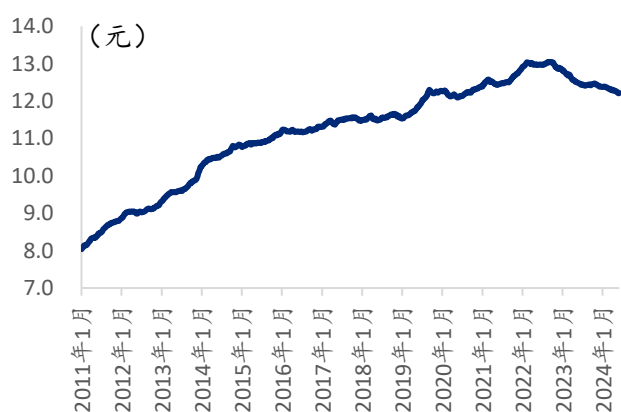
图表 6：乳制品和啤酒 2024 年 1-4 月产量同比变化



资料来源：Wind，国家统计局、浦银国际

与此同时，部分消费赛道的产品结构和单价也面临较大的压力。行业数据显示，中国牛奶的零售价从 2023 年至今持续下滑。另外，作为中国消费力的风向标，飞天茅台的一批价在进入 2024 年以后开始持续下滑，并在 6 月大幅下跌至 2,550 元/瓶（散装 2,230 元/瓶）。

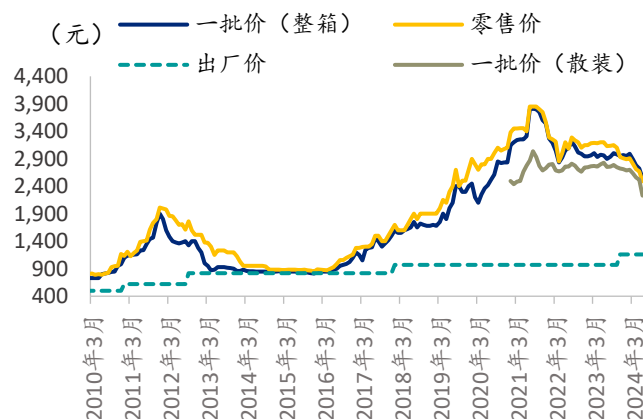
图表 7：中国牛奶零售价



注：截至 2024 年 6 月数据

资料来源：Wind，商务部、浦银国际

图表 8：飞天茅台一批价



注：截至 2024 年 6 月数据

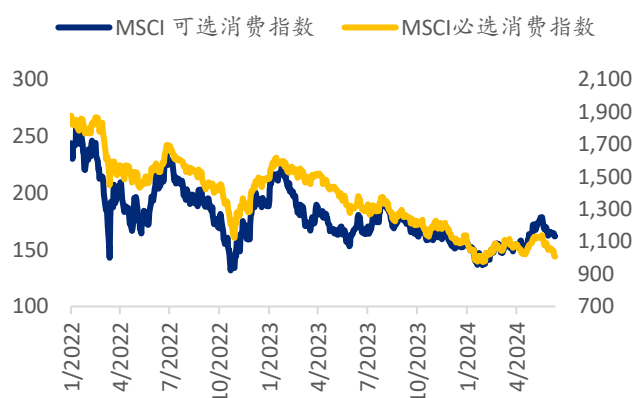
资料来源：浦银国际整理

虽然内需尚待恢复、基本面未见显著好转，但消费板块的股价表现好于我们的预期。这主要归功于资金面和流动性的改善，而资金面的改善则得益于海外资金（尤其是外资长线基金）在美国推迟降息及港股较低的估值水平的大背景下回流中国市场（尤其是港股）。

在海外资金回流的驱动下，MSCI 消费指数在 4 月底至 5 月上半月出现一波较好的行情。据我们观察，回流海外资金的交易策略和交易逻辑以超低为主（即寻找估值低，交易拥挤度低，运营相对稳健，基本面趋势性改善或有短期催化的股票）。这导致同一消费赛道里不同玩家的估值差在近期有所收窄。

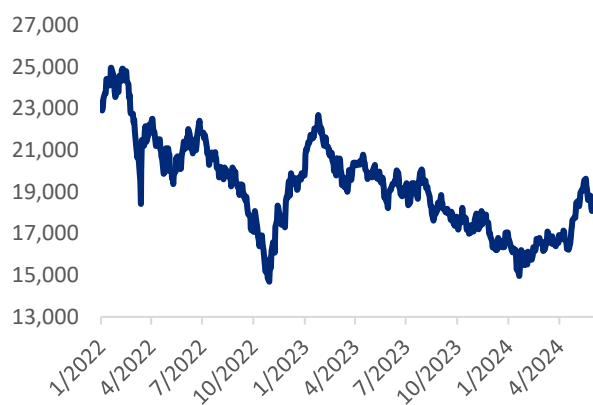
然而，在没有坚实的基本面支撑的情况下，短期海外资金回流很可能难以持续。因此，从 5 月下半月开始，资金再次从港股流出，导致消费板块的整体股价表现再次出现明显颓势。

图表 9：MSCI 消费指数



注：截至 2024 年 6 月 13 日数据
资料来源：Wind，浦银国际

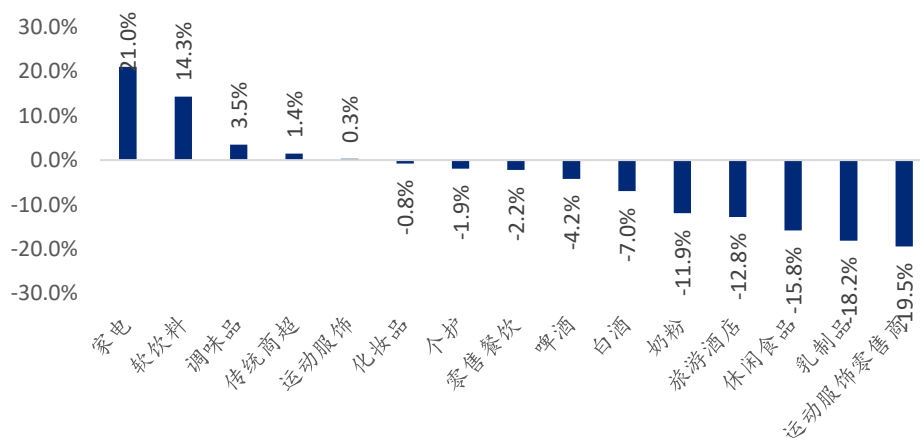
图表 10：恒生指数走势



注：截至 2024 年 6 月 13 日数据
资料来源：Wind，浦银国际

各消费赛道的股价表现在 2024 年上半年的表现大相径庭。其中，同时有“以旧换新”政策支持以及出海概念的家电板块表现尤其突出。防御性比较强的软饮料与调味品表现也优于大部分其他板块。运动服饰企业由于 2023 年下半年股价下跌较多，所以在 2024 年上半年受益于外资回流港股抄底，股价表现相对较强。

图表 11：各消费品板块 2024 年至今股价表现



注：截至 2024 年 6 月 13 日。
资料来源：Bloomberg，浦银国际

2H24 展望：消费趋势有望好于上半年， 但市场不确定性却可能加大

中国政府在 1H24 推出了不少提振房地产市场、促进消费、拉动内需的宏观措施（图表 12）。这些措施的效果有望在 2H24 逐步体现，使消费情绪环比有所改善。另外，消费行业恢复趋势从 2023 年下半年开始放缓。这也使 2024 年下半年相较上半年有着更低的基数，从而为 2H24 终端零售同比增速改善创造了条件。

然而，中国在 2H24 将面临较多的地缘政治不确定性。两岸关系的进展，美国大选的结果，以及美联储降息预期的变化都将直接或间接左右全球资金的走向，影响全球资金对中国市场的投资情绪。

考虑到依然有不少海外长线基金尚未撤出中国市场甚至近期有回流港股的现象，我们不排除港股在 2H24 依然可能面临较大的资金外流风险。我们判断中国消费板块在 2H24 的股价表现依然将面临较大的波动与挑战。

在消费力弱复苏的大环境下，整体消费板块都承受较大的压力。我们认为，相较可选消费，必选消费在 2H24 可能有相对更稳健的表现，主要是出于以下原因：

- (1) 必选消费（尤其面向大众消费者的产品）的终端需求受消费力下降的影响相对可选消费更小；
- (2) 必选消费品利润率相对较低，因此原材料价格下行有望帮助必选消费的盈利能力得到大幅改善；
- (3) 由于成长性较弱，必选消费的整体估值较低。稳定的现金流和较低的估值令必选消费的高派息率优势得以凸显；
- (4) 必选消费的海外资金持股比例相对较低，受资金流的影响较小。

图表 12：中国 2024 年上半年推出的政策支持

日期	标题	发布部门	要点
促消费			
2024 年 3 月 13 日	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》公布	国务院	提出一系列设备更新和废旧家电和汽车以旧换新的硬性指标，据我们估算每年可以拉动固定资产投资和消费品零售各 1 个百分点。
2024 年 4 月 12 日	《推动消费品以旧换新行动方案》公布	商务部等 14 部门	以提高技术、能耗、排放等标准为牵引、以政策为激励，以畅通循环为驱动、在充分尊重消费者意愿的基础之上，逐步建立“去旧更容易、换新更愿意”的有效机制，鼓励更换使用智能型、绿色型、低碳型消费品。
2024 年 4 月 26 日	《汽车以旧换新补贴实施细则》发布	商务部等 7 部门	补贴幅度和中央政府补贴比例均高于此前市场预期。对报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车并购买符合条件的新能源乘用车的，补贴 1 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 7000 元。
降成本			
2024 年 2 月 5 日	降低准备金率 0.5 个百分点	央行	向市场提供长期流动性 1 万亿元。
2024 年 4 月 7 日	设立科技创新和技术改造再贷款	央行	额度 5000 亿元，利率 1.75%，旨在激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。
促基建			
2024 年 3 月 5 日	宣布今年起今后几年发放超长期国债	政府工作报告	2024 年额度为一万亿元。该资金将专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，帮助系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题。
2024 年 4 月 30 日	政治局会议要求加快政策债券发行	NA	要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度。
2024 年 5 月 13 日	超长期国债发行计划公布	财政部	财政部公布了 2024 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排。一万亿元的超长期特别国债 5 月 24 日首次发行，发行跨度近半年——最后一次发行时间计划在 11 月 15 日。
稳地产			
2024 年 1 月 11 日	支持试点城市购买商品房作为长租房用途	央行	批复 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款，支持 8 个试点城市购买商品房用作长租房。
2024 年 1 月 24 日	放松经营性物业贷款发放条件	央行等	明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，银行发放的经营性物业贷款除了可以用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可用于偿还房企存量房地产相关贷款和公开市场债券。
2024 年 1 月 26 日	加快筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单	金融监管总局	召开会议部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作，要求按照公平公正原则，筛选确定可给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。
2024 年 2 月 19 日	降低 5 年期 LPR 利率	央行	下调 25 个基点，成史上最大降息幅度。一年期 LPR 利率维持不变。
2024 年 5 月 17 日	降首付比、公积金贷款利率，取消住房贷款利率下限，设立保障性住房再贷款，用于收购已建未出售商品房	央行	1. 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。2. 首套和二套住房商业性个人贷款最低首付比降至 15% 和 25%（此前为 20% 和 30%）。3. 下调个人住房工资公积金贷款利率 0.25 个百分点。4. 设立保障性住房再贷款，初始额度 3000 亿元。
2024 年 5 月 17 日	召开保交房工作视频会议	国务院	国务院副总理何立峰指出商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。

资料来源：政府部门网站，浦银国际整理

图表 13：必须消费与可选消费的股价表现



注：截至 2024 年 6 月 13 日。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

另外，基于品牌力及产品力趋势、运营能力、公司发展战略方向以及股东回报等因素的差异，我们预计同一消费子行业中不同玩家的股价表现将在下半年继续分化。

根据不同的投资策略，我们认为符合以下一点或同时满足多个条件的消费企业未来有望有更好的股价表现：

- (1) 通过出海驱动收入增长；
- (2) 迎合低线市场消费需求；
- (3) 低估值叠加优厚的股东回报；
- (4) 短期具有较明显的业绩催化。

目前，安踏（2020.HK）、巨子生物（2367.HK）、中国飞鹤（6186.HK）、特海国际（9658.HK/HDL.US）是我们 2024 年下半年在消费行业的首选。

一、通过出海驱动收入增长

在国内消费力整体较弱、竞争环境恶化、消费市场趋于饱和的大环境下，将目光投向海外市场去寻求更广阔的发展前景成为消费品公司当前重要的发展策略之一。消费品公司向海外扩张也符合国家“一带一路”倡议和中国制造的战略规划。

消费品公司出海在当前形势下已经成为许多消费品公司积极寻求新增长曲线的方法。海外业务收入增速强势或扩张潜力较大的消费品公司无疑将更受到市场的青睐。

我们认为，中国企业出海主要具有以下益处：

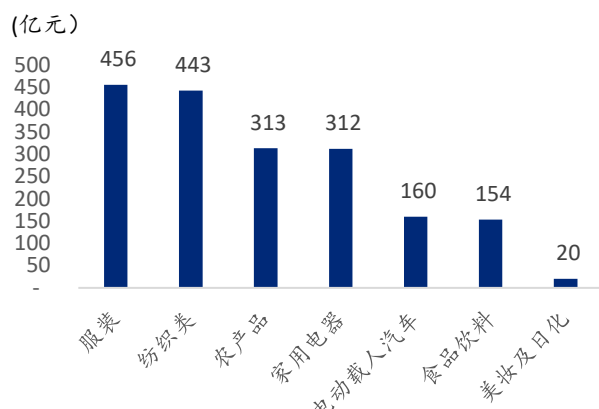
- (1) 海外市场可以为企业提供更广阔的发展空间和商业机遇，为企业的收入增长带来额外的驱动力。
- (2) 多市场布局和发展有助于降低对单一市场的依赖度，分散可能的地域政治和经济风险。
- (3) 中国企业在海外市场的定价通常高于国内。因此向海外市场拓展有望为公司带来更强的盈利能力。
- (4) 基于生产上的成本优势，中国品牌在海外的定价往往低于国际品牌。这也为中国品牌在海外带来一定的价格竞争优势。

然而，中国企业出海既面临机遇也面临挑战。主要的挑战包括品牌知名度在海外市场较弱、产品力不如国际品牌、产品和服务的本土化较差、缺乏当地渠道资源、供应链成本过高等。只有克服以上这些挑战，才能真正让中国品牌走出去，为企业带来额外的收入和利润。同时，复杂的地缘政治情况（比如潜在关税的增加）也可能成为消费品出口的阻力之一。

中国制造出海

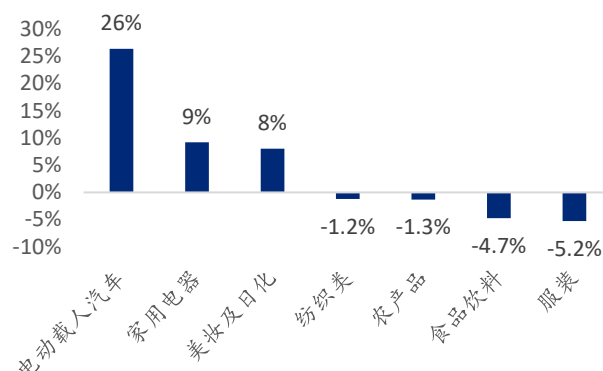
中国目前出海的终端消费品牌主要集中在食品饮料、服装饰品、美妆日化、电子产品及家电、新能源汽车及两轮车、生活方式与娱乐等六大类。其中，家电及新能源汽车是近年来出海势头最猛的两大品类。2024 年 1-4 月，中国主要商品出口品类中，新能源汽车以及家电的出口额分别同比增长 26% 和 9%。

图表 14:中国主要消费品品类 2024 年 1-4 月出口额



资料来源: Wind, 海关总署、浦银国际

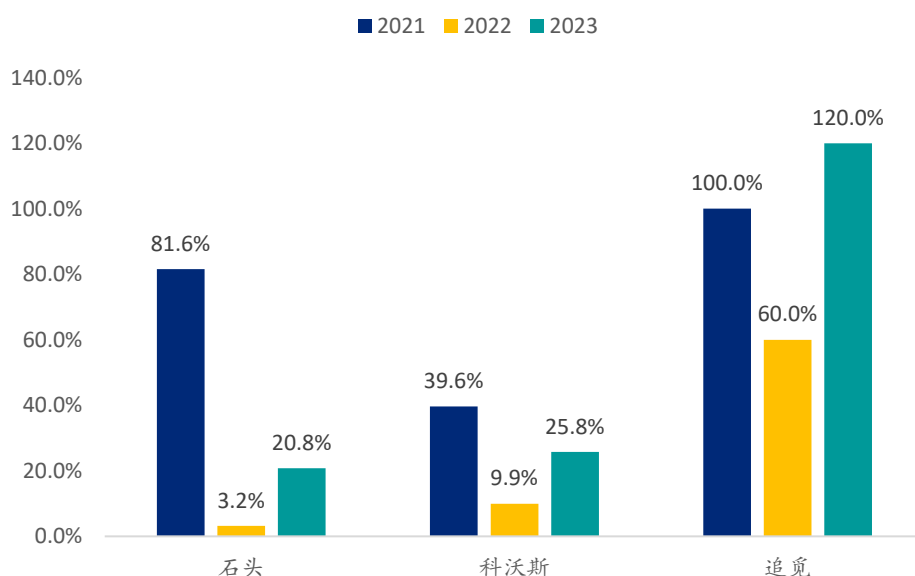
图表 15:中国主要商品品类 2024 年 1-4 月出口额同比增长



资料来源: Wind, 海关总署、浦银国际

对于产品力相较海外本土品牌有显著优势的企业，可以选择将自主品牌的产品直接销售至海外市场。在这种情况下，中国品牌有能力凭借产品设计和功能上的明显优势抢夺市场份额。最好的例子为国产扫地机器人。以 iRobot 为代表的海外扫地机器人产品虽然具有先发优势，但在产品技术和功能迭代方面明显慢于国产品牌。这为国产扫地机器人品牌出海抢夺市场份额提供了良好的条件。石头、科沃斯、追觅等品牌在近三年海外业务均有较为强劲的增长，其中 2023 年追觅海外业务收入同比增长超 120%。石头科技在韩国、澳大利亚、德国的扫地机器人市场份额已分别达到 15%、20%和 22%。

图表 16: 主要扫地机器人品牌海外业务同比增速

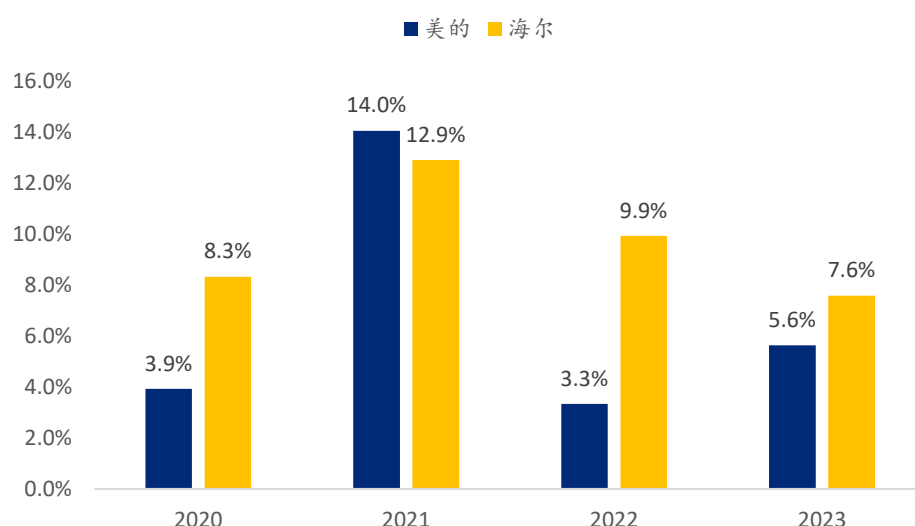


注释: 追觅数据来源为公司新闻稿, 且 2021 年增速为公司整体业务收入增长。资料来源: 公司年报、浦银国际估算

相较于小家电，大家电在产品力上缺乏明显竞争优势，同时品牌知名度在海外市场较弱，因此直接通过自主品牌的产品出海很可能面临较大的阻力。以美的为例，尽管美的海外业务占收入的比例在 2023 年已经达到了 40%，但其中超过 60%的比例是来自于 OEM/ODM（帮国际品牌做代工贴牌）。

在这种情况下，通过收购海外已有一定知名度的品牌来拓展海外业务就成为企业出海的另一种选择。早在 2016 年，海尔通过收购通用电气家电业务（GEA）在美国站稳了脚跟。这次收购不仅提升了海尔品牌在美国的知名度，同时帮助公司获取了美国市场成熟的销售网络渠道。这也为海尔自主品牌在美国打开市场打下了坚实的基础。目前，海尔在海外的所有收入都来自自有产品的销售，而非代工业务。

图表 17：美的和海尔海外业务同比增速



资料来源：公司年报、浦银国际

中国零售品牌出海

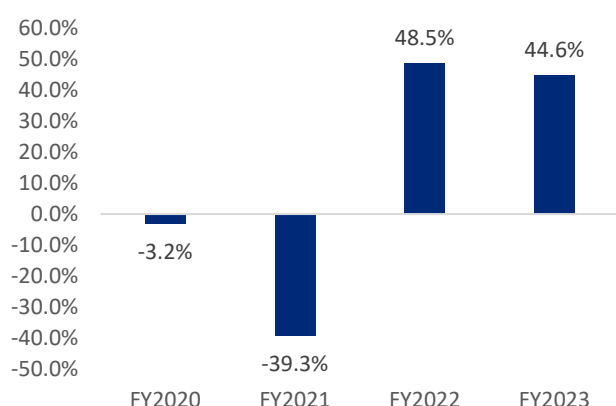
除了“中国制造”出海以外，零售品牌出海也是中国消费行业的一大趋势。其中主要代表为名创优品、泡泡玛特和海底捞。相较单纯的产品出海，零售出海的关键除了产品与品牌之外，还有供应链和门店运营效率。

名创优品深度绑定优质供应商，通过规模化与直采模式，大幅降低了采购成本，使产品更具性价比。同时，依托高效数字化供应链系统，公司加快了库存周转，降低了库存风险。与供应商的深度绑定也帮助公司能够高频地更新产品组合，加快产品上新和迭代的速度。

名创优品 FY23 海外业务收入同比增长 45%，达到 38.22 亿元，占整体收入的三分之一。目前海外收入主要来自于除中国以外的亚洲市场（占海外收入 42%）以及北美及拉丁美洲（占海外收入的 24%）。名创优品除了依托强大的供应链能力，还凭借代理商或加盟商模式，在海外市场实现快速扩张。

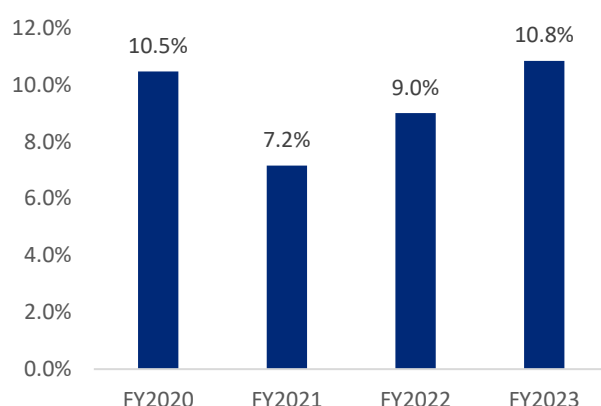
同时，海外市场收入的增长也离不开名创优品在海外品牌力以及产品力的提升。公司通过在核心商圈开 400 平米旗舰店以及与知名 IP 联名，强化在海外市场的品牌力。在产品方面，公司加强海外门店货盘产品的适配度，同时加快海外市场产品上新节奏，从而吸引更多海外消费者的关注。

图表 18：名创优品海外收入同比增长



资料来源：公司年报，浦银国际

图表 19：名创优品海外门店扩张同比变化



资料来源：公司年报，浦银国际

餐饮品牌在海外开店也是中国零售品牌出海的典型。其中，最具代表性、最成功的例子无疑是特海国际（海底捞海外业务）。截至 1Q24 末，特海在全球拥有 119 家门店，门店网络覆盖东南亚、东亚及北美等地区。

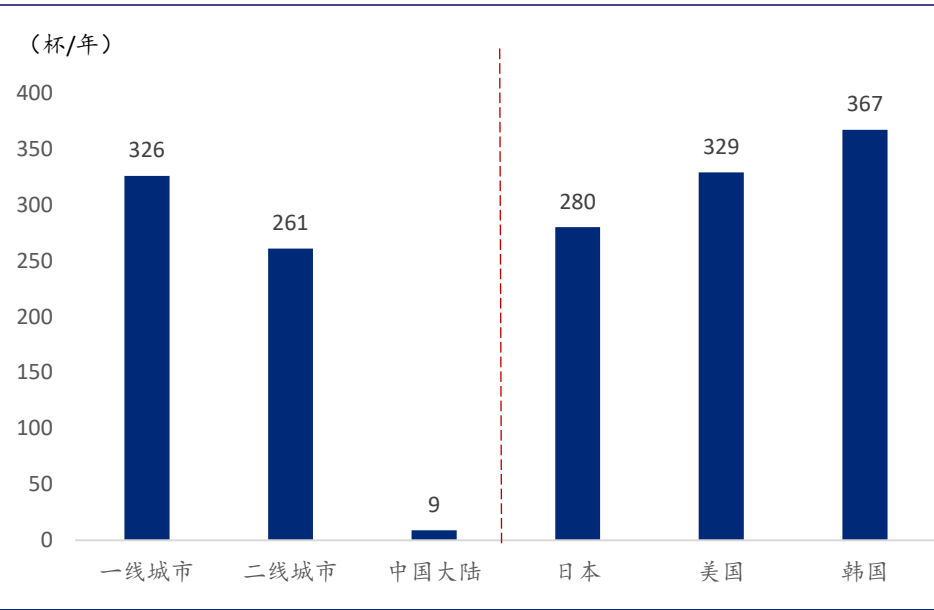
一方面，随着门店运营和内部管理机制的不断成熟，特海国际的客流大幅提升，翻台率在过去两个季度大幅上升至 3.9 次/天。另一方面，特海国际在美股的上市也为公司注入更多资金，助力特海在未来几年加快扩张的步伐。

二、迎合低线市场消费需求

考虑到高线城市的消费者相对具有较高的消费力水平，许多消费品品牌一开始便将目光策略性聚焦于高层级市场。然而，不少消费品赛道在高线城市的渗透率已接近饱和，市场继续扩容的空间已经不大。随着越来越多玩家的涌入，高层级市场的竞争变得异常激烈。

以现饮咖啡为例，一二线城市消费者消费现饮咖啡的频次已接近日韩和西方国家，现饮咖啡在高线城市的竞争已趋于白热化。

图表 20：各国人均咖啡消费量与中国一、二线城市对比，2020

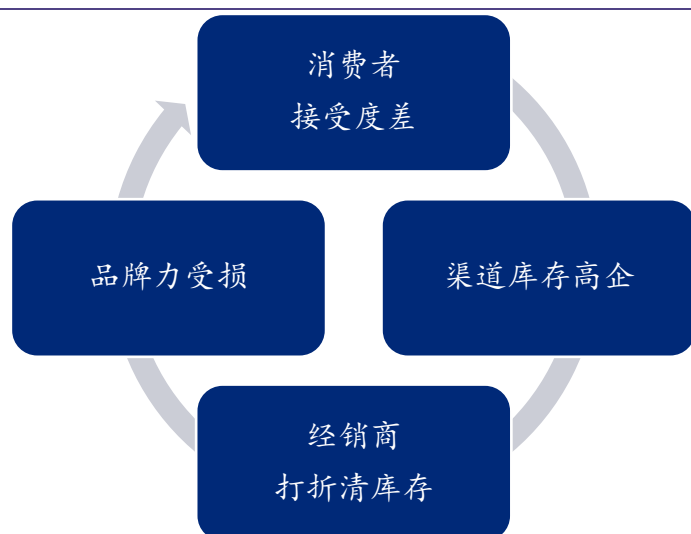


资料来源：德勤、浦银国际

疫情以后，随着消费力的下降以及竞争的日益激烈，各玩家在高线城市的增长空间受到较大的阻力。然而，尽管低线城市的消费力同样受到经济下行的影响，但相对高层级市场，低线城市消费者的品牌意识和对产品品质的诉求仍在提高的过程中，对高性价比产品的消费意愿仍有上升空间。

基于以上考虑，不少企业纷纷将目光转向低线市场。我们认为，向下沉市场渗透是不少消费品企业在 2024 年的重要战略目标。然而，在没有做好充分准备的情况下轻易地向下沉市场拓展渠道，很可能导致一系列的问题，最坏情形下有可能导致品牌力受损。

图表 21：市场下沉策略可能造成的负面影响



资料来源：浦银国际整理

我们认为，判断一家企业是否能够成功在低线市场抢占市场份额，很大程度上取决于以下几个关键要素：

1. 产品是否有足够高的性价比？

由于整体可支配收入较低，低线城市消费者的平均消费能力远低于高线城市消费者。消费能力的差异导致低线市场整体消费品市场的定价（包括产品和服务）都低于高线市场。收入水平的差距也导致低线城市消费者对于产品的价格更敏感。因此，对于想要在低线城市抢占市场份额的消费品牌，合理且具有性价比的定价是企业首先需要考虑的因素。

拿餐饮行业举例，不少原本主要聚焦高线市场的餐饮企业都在筹划向低线城市扩张。但如果餐饮公司不因地制宜对价格进行调整，只是盲目地在低线市场开店，很可能令消费者无法接受。

海底捞曾于 2020 年在低线城市大举扩张。然而，较高的菜品价格导致海底捞在低线城市的客流与翻台率达不到理想的水平。因此，公司不得不在 2021 年启动“啄木鸟计划”来关停那些未达预期的门店，从而保障公司的盈利水平。

为了更好地迎合低线市场消费者对性价比的要求，不少餐饮玩家开始调整自己的菜品价格与菜单结构，甚至通过推出具有更高性价比的副餐饮品牌来攻占低线市场。

图表 22：嗨捞火锅门店



资料来源：大众点评，浦银国际

图表 23：必胜客 Wow



资料来源：大众点评，浦银国际

2. 是否有专门针对低线城市的差异化产品？

低层级市场的消费者与高层级市场的消费者在消费者画像上不同，原本定位中高线市场的品牌，若直接以现有的产品矩阵去攻占低层级市场显然是不合理的。

另外，低线城市的消费者在对产品的偏好上与高线城市的消费者是存在差异的。直接拿现有高线市场的产品去营销低线市场很可能会被消费者拒绝买单。

举例来说，低线城市大部分的消费者的健康意识相较于高线城市可能还有一定的差距，饮食上暂时还没有很强的控糖需求。因此，在高线市场需求旺盛的无糖即饮茶产品（比如农夫山泉的茶派和东方树叶）恐怕较难被低线城市的消费者广为接受。

因此，我们认为企业想要攻占低线层级市场，较为明智的做法是开发设计专门针对低线城市的产品线，在保证与原有品牌之间较强关联性的基础上，一定程度上在产品线方面与现有产品制造区隔。

举例来看，李宁在跑鞋品类里具有丰富的产品矩阵。不同层级的消费者都能找到适合自己运动需求、设计审美和消费能力的跑鞋产品。

图表 24：李宁跑鞋矩阵



资料来源：李宁官网，浦银国际整理

3. 是否找到合适低线市场的门店模型？

消费品牌在低线城市的产品定价普遍偏低。因此，如何保证零售门店在低线市场的盈利水平是消费品企业（尤其是零售与餐饮企业）进入低线市场前需要迫切考虑的问题。这就要求消费企业基于高线与低线城市消费水平与消费理念上的差异，对终端门店的运营模式、门店店型、营销手法等进行本土化调整。

举例来说，考虑到低线市场消费者对于产品性价比和功能性比较看重，但对于终端门店消费体验的要求普遍不高，不少餐饮企业在低线城市开设的门店都以小店为主，减小堂食空间的同时加大外卖与外送的占比。这种模式可以大幅度缩短门店的回本周期，同时减小终端门店的人力成本与租金成本。这样解释了一些餐饮品牌在低线城市的门店具有比高线城市门店更高的餐厅利润率。

图表 25：瑞幸门店



资料来源：瑞幸官网，浦银国际

图表 26：肯德基小店模式



资料来源：搜狐，浦银国际

4. 是否有优质的渠道商或零售伙伴支持品牌下沉？

除了品牌力与产品力之外，优质的渠道资源也是企业向低线城市下沉必不可少的要素。因此，对于零售品牌而言，选择优秀的渠道商或零售合作伙伴就变得至关重要。

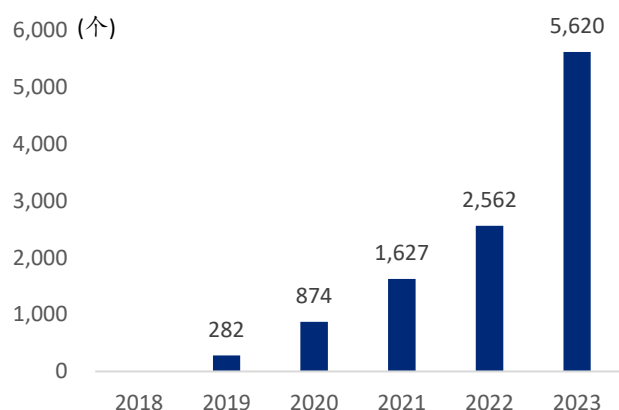
我们认为优秀的渠道商或零售伙伴应该具备以下所有或部分条件：

- (1) 在当地有较强的社会资源，包括自有的物业以及丰富的人脉关系；
- (2) 有较强的门店运营与零售管理能力，对库存有严格的管理系统；
- (3) 了解当地消费者的消费偏好，能够有针对性地制定有效的终端运营策略；
- (4) 最好有较为丰富的品牌资源（多品牌），这有助于提升渠道商在谈判时的议价能力。

对于餐饮玩家来说，加盟已经成为了公司向低线城市拓展市场的重要业务模型。加盟能够减少企业自身的资本支出投入，也能够减小市场扩张可能带来的巨大盈利风险。

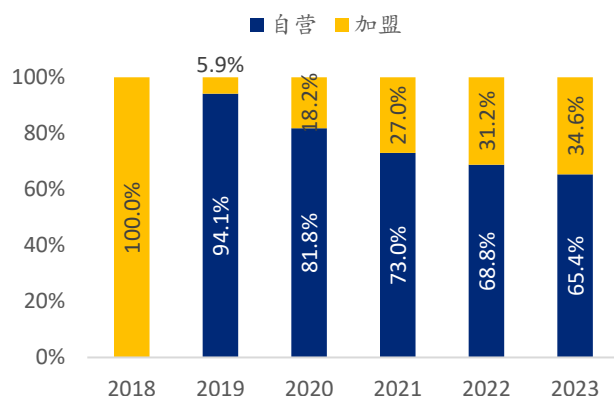
瑞幸能够迅速在低线市场扩张很大程度上归功于采取加盟的商业模式。过去 5 年，瑞幸咖啡通过加盟的方式向中低线市场迅速扩张，加盟门店数快速增长，目前已达到 5,620 家，占整体门店数的 34.6%。其他餐饮企业（包括九毛九、奈雪等）也都开始纷纷效仿瑞幸，积极通过加盟的业务模式向低线城市拓展。

图表 27：瑞幸咖啡加盟门店数



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 28：瑞幸咖啡加盟与直营门店占比



资料来源：公司数据，浦银国际

然而，加盟业务模式可能会对品牌带来一定的风险。我们认为，品牌必须对加盟商对产品质量、产品价格、折扣水平、门店运营、库存管理等都进行标准化的严格管理和培训，并进行常态化的监督，才能将加盟模式可能带来的风险维持在可控的范围。

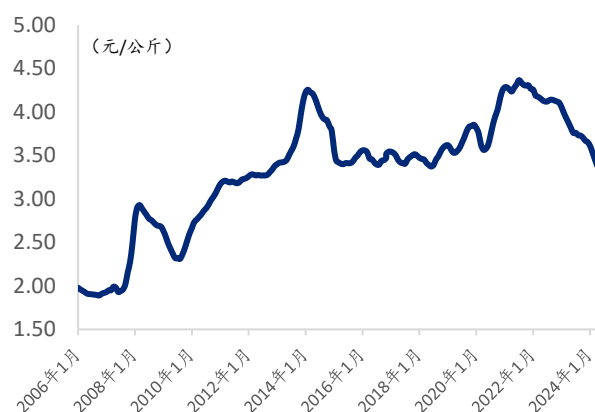
三、低估值叠加优厚的股东回报

在当前的经济环境下，消费者的消费意愿下降，市场整体内需较弱。这导致许多消费子行业都出现了销售增速大幅放缓甚至负增长的现象。

我们预计，中国啤酒行业一些主要的玩家（包括青岛啤酒与百威）2024 年前 5 个月的销量出现了不同程度的下滑，主要乳制品企业（包括伊利与蒙牛）年初至今的液态奶销售额也出现同比下降。

2024 年原材料价格有所下降虽然对提升消费品企业的毛利率有一定的帮助，但在内需较弱的情况下，也为一些规模相对较小的玩家提供了较大的促销空间，最终导致消费行业竞争加剧。

图表 29：中国生鲜乳价格



注：数据截至 2024 年 5 月末。资料来源：农业农村部，浦银国际

图表 30：马来西亚棕榈油价格



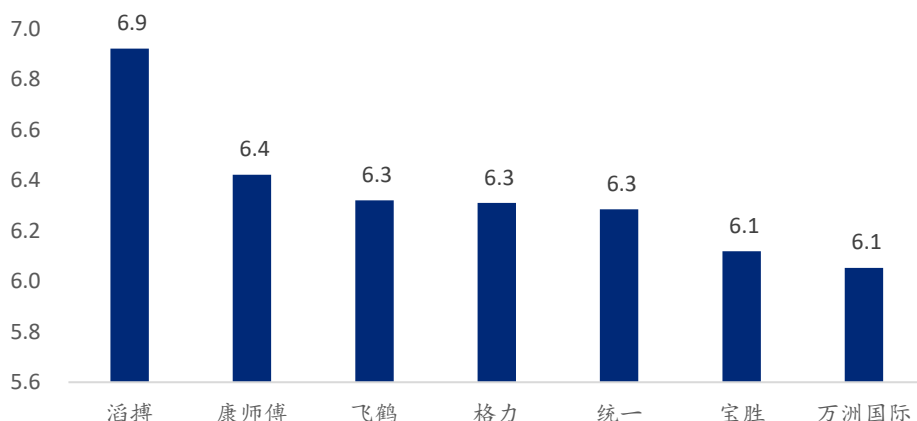
注：数据截至 2024 年 6 月 13 日。资料来源：Bloomberg，浦银国际

为了保证自身的市场份额不被蚕食，一些行业龙头企业也加入了价格战，加大了打折促销的力度。短期来看，价格战会对品牌的价盘带来负面影响，也会伤害企业的盈利能力。长期来看，价格战将对品牌形象带来较大的打击。

我们认为在当前的消费环境下，长线投资者与其关注消费品公司短期的收入增速，不如更多地聚焦企业基本面的改善、盈利能力的提升以及股东回报（包括派息与回购）的增加。

稳健的利润表现以及运营效率的提升能够保证良好的经营现金流，而高质量的现金流才能确保公司有能力和维持较高的派息比例。与此同时，较低的估值水平叠加较高的派息比例最终将为投资者带来丰厚的股东回报（表现为较高的股息率）。

图表 31：消费行业主要高息股的股息率



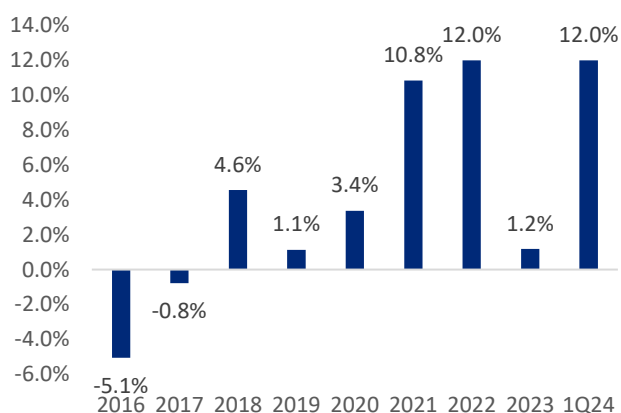
资料来源：Bloomberg，浦银国际

案例（1）：统一企业中国（220.HK）

中国传统的食品饮料行业过去两年由于竞争激烈、产品创新不足、行业增长缺乏故事性，叠加原材料价格上升导致盈利能力恶化，从而逐渐受到市场的冷落，估值水平也持续下降。然而，当市场进入通缩周期，传统食品饮料企业（包括统一、康师傅等）的收入相对稳定，而原材料价格回落令统一的利润率大幅回升，净利润同比有望大幅增长。

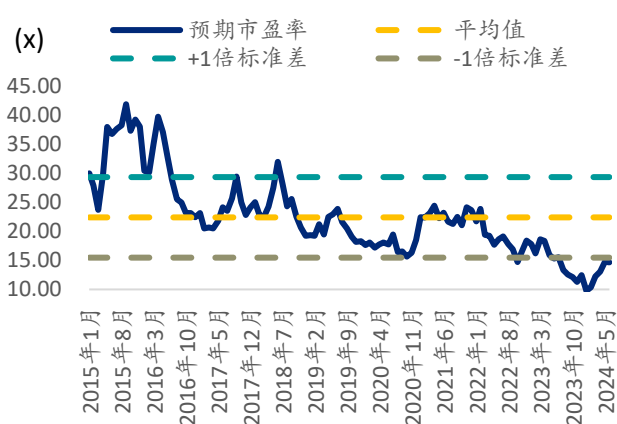
与此同时，公司加大了派息的力度。统一 2023 年的派息率达到 110%（相较于 2022 年的 120%）。较低的估值、稳健的利润和较高的派息率令统一的股息率一度达到 7%-8%。这令统一的股价短期内大涨，估值水平也出现大幅回升。

图表 32：统一收入同比增长，2016-1Q24



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 33：统一的 PE band



注：数据截至 2024 年 5 月末。资料来源：公司数据，浦银国际

案例 (2): 中国飞鹤 (6186.HK)

随着中国出生率的持续下降，奶粉行业的市场关注度持续下降。而作为中国婴配粉行业的龙头企业，飞鹤除了要面对行业负面的发展趋势，还要面对自身运营的问题：渠道库存过高与行业竞争加剧，导致终端大幅打折，整体价盘承压。价盘下行影响经销商的盈利水平，最后又进一步影响终端的销售。

从 2023 年起，飞鹤陆续通过数字化门店、电子围栏以及分货制等措施加强了对渠道库存以及终端货品销售价格的管控。我们认为飞鹤一系列加强和优化终端渠道运营的举措体现了公司管控渠道库存、恢复终端价盘的决心。

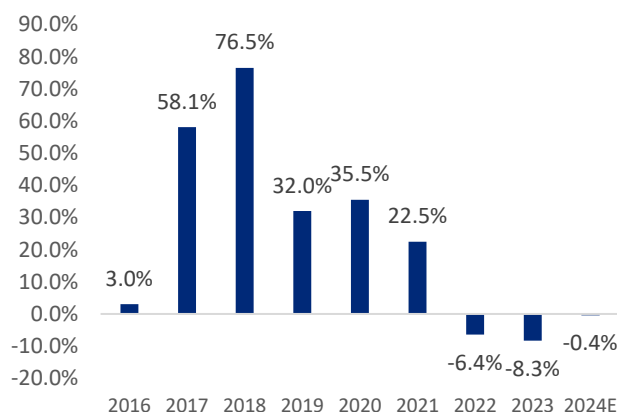
尽管价盘的提升短期可能对终端需求造成负面的影响，但长期将：

- (1) 大幅改善经销商的盈利能力，令经销商有更大的动力向消费者推荐飞鹤的产品；
- (2) 有利于稳固飞鹤产品在消费者心中的高端定位；
- (3) 为公司未来提升出厂价打开空间。

根据我们的调研，飞鹤目前的渠道库存水平已大幅改善、品牌势能稳中向好、主要产品的毛利率已止跌企稳、现金流有望同比转正。我们预计飞鹤 2024 年盈利能力有望同比改善、运营资本有望降低、资本开支有望大幅减小，帮助公司自由现金流同比提升。

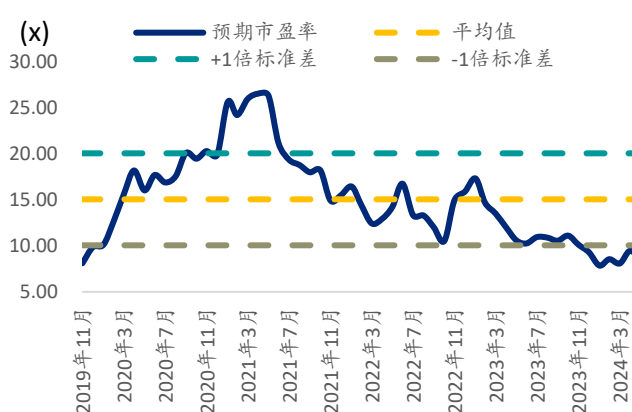
在这一基础上，管理层在业绩会上表示“若不出现极端恶劣情况”，公司将确保 2024 年派息的绝对值相较 2023 年继续增长。基于以上假设，公司的股息率一度达到 7% 以上，股价也在会后出现大涨。

图表 34：飞鹤收入同比增长，2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

图表 35：飞鹤的 PE band



注：数据截至 2024 年 5 月末。资料来源：公司数据，浦银国际

四、短期具有明显的业绩催化（alpha）

在当前消费整体疲弱的大趋势下，我们判断 2024 年消费板块大部分上市公司的股价表现主要都将跟随资金流行业 beta 的变化。投资者若想在较弱的市场情绪下获得超额收益，就必须寻找到短期具有明显成长或改善的趋势，且业绩有望好于市场预期与行业整体水平的消费品公司。尤其当公司的品牌力或基本面正在经历结构性的改善或提升，则公司的估值水平有望在低迷的市场环境下保持上升趋势。

我们认为 2024 年至今，以下几家公司在品牌力、产品力或运营效率等方面呈现出持续向好的趋势，数据表现持续好于行业平均水平，在发展趋势上为市场带来较大的想象空间，并有望在 2H24 录得好于市场预期的业绩表现。

1. 安踏体育（2020.HK）

进入 2024 年以后，尽管行业整体增速面临挑战，但安踏旗下的运动服饰品牌都表现出稳健的流水增长。其中，安踏主品牌 1Q24 的流水增速好于国际品牌，也好于主要对手李宁的流水增长。另外，基于新兴电商渠道的发展，Fila 在较高的基数下依然在 1Q24 录得高单位数的流水同比增长，好于市场预期。

我们认为安踏在 2024 年无论是品牌力还是产品力，都有望得到结构性的改善，从而录得好于市场预期的业绩表现。安踏 2024 年主要的业绩催化包括：

- （1）我们认为安踏品牌在新管理层的带领下，品牌力和产品力在持续增强，品牌调性也有所上升。
- （2）凭借欧文的人气，欧文篮球鞋的推出有望助力安踏品牌在篮球领域抢夺市场份额。同时，欧文篮球鞋有望帮助提升安踏品牌整体的影响力，打开海外的知名度。
- （3）Fila 在抖音渠道持续发力，带动 Fila 线上流水取得较高的增速，有望帮助品牌 2024 年实现高于预期的收入增长。
- （4）奥运会的举行有望在下半年进一步提升安踏的影响力，利好冠军系列的销售。

2. 巨子生物（2367.HK）

在 2024 年化妆品行业依旧依赖线上平台运营的大背景下，巨子生物凭借市场热度较大的重组胶原蛋白为原料的护肤品抢占蓝海市场先机。公司在 2023 年基本完成从线下敷料到线上核心护肤品的转变，并借带货超头和 KOL 的推荐，成功完成从出圈到销售额的高速增长。

尽管 2024 年 1-4 月中国化妆品销售额同比仅微增 2.1%，但是巨子生物旗下品牌可复美在三八节取得翻倍增长。而且，在天猫 618 大促第一阶段（5 月 21 日-5 月 28 日），可复美 GMV 首次进入美妆前十排行（第七名）。优异的销售表现彰显了巨子生物的品牌力和消费者认可度，进一步显示巨子生物未来业绩高速增长的可能性。

除了零售上的快速增长，巨子生物计划在 2024 年下半年推出医美注射类产品，进一步拓宽产品品类，并进一步以高关注度的重组胶原蛋白的研发优势以及利用医学辅料打开的医疗渠道，有望打造出收入第二曲线。

3. 特海国际 (9658.HK/HDL.US)

特海去年下半年完善了内部考核与激励机制，同时对开店选址采取更谨慎的态度。这帮助公司从去年四季度开始，翻台率得到了大幅的提升。进入 2024 年，公司 1Q24 翻台率达到 3.9 次/天，同比大幅增长（1Q23 为 3.3 次/天），环比 4Q23 持平。我们预测特海 2024 年全年翻台率有望同比录得较大幅度的同比增长。

我们认为较高的翻台率将带来更为显著的经营杠杆，从而带动公司 2024 年的门店经营利润率高于市场预期。我们预测特海 2024 年经营收益利润率有望达到高单位数（高于 2023 年的 6.3% 以及公司给的 2024 年中单位数的指引）。

另外，公司在 5 月完成了在美国纳斯达克的上市。我们认为特海美股上市具有以下重大的意义：

- (1) 提升品牌力和知名度，加速扩张的步伐。特海在美国上市无疑将有助于公司在全球范围提升海底捞的品牌力与知名度。运营层面，这将增加公司对外的议价能力，从而降低公司在海外的融资、采购及租金成本。品牌力与知名度的提升同时有助于提升海底捞海外门店的客流。
- (2) 改善股票流动性，提升估值水平。美股上市将为特海的股票带来更好的流动性，提升交易量。另外，美股上市后，市场对特海的估值将有望对标全球餐饮玩家，从而推升特海的估值水平，进一步释放公司作为全球餐饮玩家的投资价值。
- (3) 充足的资金将加速扩张的步伐。美股上市后，特海净现金将达到 2 亿美金以上。充足的资金能够支撑公司未来相对更激进的扩张策略。我们预测特海 2024 年的开店计划不会有太大变化（净增 10 家以上），但 2025 年-2026 年的扩张步伐有望快于预期。

图表 36：消费子行业 2024 年中期展望及建议关注标的

细分板块	2024 年中期展望	建议关注
运动服饰行业	2024 年上半年至今，行业整体增速在较高的基数下有所放缓，且在消费力和市场需求下降的情况下，国产品牌整体终端流水增长好于国际品牌。我们预计国产品牌下半年的整体零售流水增速将继续好于主要国际品牌。长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低水平。这也表示中国消费者对运动服饰的需求未来还有巨大的上升空间	维持安踏*（2020.HK）、滔搏（6110.HK）、宝胜（3813.HK）“买入”评级，以及李宁（2331.HK）、“持有”评级。可以关注特步（1368.HK）。
啤酒行业	2024 年至今，疲弱的消费力以及不利的天气情况，导致中国啤酒行业整体的市场需求持续减弱，整体销量增速不如预期，中国啤酒行业的高端化也受到了消费力不足的抑制。展望 2024 年下半年，假设天气状况相对正常，我们预测主要啤酒玩家的销量同比表现会在较低的基数上，相较上半年有所改善。另外，我们认为中国啤酒行业消费分级的趋势大概率将会在下半年持续。未来高端啤酒及超高端啤酒增速将继续保持高于中国啤酒行业平均增速的水平，因此对高端与超高端产品线的布局依然是中国啤酒玩家长期主要的竞争力。	维持百威亚太（1876.HK）、华润啤酒（291.HK）及重庆啤酒（600132.CH）“买入”评级，维持青岛啤酒 A 股（600600.CH）和青岛啤酒 H 股（168.HK）“持有”评级，维持燕京啤酒（000729.CH）“卖出”评级。
液态奶行业	随着疫情过去以及消费力的下降，中国乳制品行业的终端需求短期面临较大库存压力、终端需求下降、供需失衡的挑战。展望 2024 年下半年，我们预计渠道库存将回到相对健康的水平，且终端需求有望得到改善。因此，我们预测主要乳制品玩家下半年的收入表现将显著好于上半年。我们认为中国乳制品行业目前正处于周期底部，我们预测下半年原奶的供需有望逐渐回到平衡状态，原奶价格也有望逐渐企稳。我们预计主要乳制品玩家都会在下半年大幅下调全年的收入指引。同时，收入表现疲软可能带来加大的经营负杠杆，导致主要乳制品玩家的利润率也面临较大的压力。	维持蒙牛（2319.HK）、伊利（600887.CH）、妙可蓝多（600882.CH）“买入”评级，维持光明乳业（600597.CH）“持有”评级。
奶粉行业	市场普遍预期 2024 年出生人口数有望在去年较低的基数上实现回升，但考虑到过去两年出生人口数的连续下滑，我们预计婴配粉行业 2024 年的收入规模可能进一步收缩。我们认为行业龙头若能够维持健康的渠道库存和稳定的价盘，依然有空间通过较强的品牌力、更强的产品研发能力、发达的渠道网络来抢占市场份额，获取高于行业的收入增长。	维持飞鹤*（6186.HK）“买入”评级及澳优（1717.HK）“持有”评级。建议关注 H&H（1112.HK）、伊利（600887.CH）。
化妆品行业	受消费力和价格战的影响，中国化妆品零售额增长疲弱，消费者更为理智的消费驱动了国产品牌集中度的提升。但在百花齐放的化妆品市场中，品牌依赖大促、低价竞争和线上营销的模式难以突围，我们认为聚焦核心技术、必备差异化营销能力的企业，有可能获得高于行业的增长。	维持珀莱雅（603605.CH）、巨子生物（2367.HK）* “买入”评级，以及贝泰妮（300957.CH）、华熙生物（688363.CH）“持有”评级。
餐饮行业	疲软的消费力和激烈的竞争环境令主要餐饮玩家出现分化。品牌力越强的餐饮品牌相对而言同店销售表现越好，而新品牌的表现则面对较大的压力。且有不少餐饮玩家不得不策略性地调整产品组合来适度下调客单价水平。由于主要玩家的开店进程相较年初的开店计划也相对落后，我们不排除中国主要餐饮玩家可能后续下调全年的开店目标。	维持九毛九（9922.HK）、特海国际*（9658.HK/HDL.US）、百胜中国（9987.HK/YUMC.US）“买入”评级，以及海底捞（6862.HK）“持有”评级。

注：*为行业首推；
资料来源：浦银国际

图表 37：消费行业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS growth			EV/EBITDA		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
运动服饰												
2020.HK Equity	安踏体育	82.1	29,760	17.7	16.2	14.2	26.6	9.7	14.0	10.5	9.5	8.5
2331.HK Equity	李宁	19.3	6,387	14.6	12.8	11.4	8.4	14.3	12.6	8.4	7.3	6.6
2313.HK Equity	申洲国际	85.6	16,476	20.8	17.7	11.4	22.6	17.7	13.3	14.7	12.8	11.3
6110.HK Equity	滔搏	5.0	3,978	12.6	10.6	9.9	-47.6	-90.7	6.7	6.7	6.4	5.5
1368.HK Equity	特步国际	5.0	1,705	10.8	9.3	8.2	12.4	15.7	13.8	6.4	5.6	5.0
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	416	4.9	4.0	3.2	26.7	25.0	25.3	1.6	1.6	1.5
1361.HK Equity	361度	4.4	1,152	7.7	6.6	6.0	19.4	17.5	9.0	3.2	2.9	2.7
平均值				17.4	15.4	12.4				10.9	9.7	8.6
啤酒												
1876.HK Equity	百威亚太	9.3	15,787	15.7	13.8	12.7	14.3	13.9	8.9	6.5	5.9	5.5
291.HK Equity	华润啤酒	29.8	12,379	15.5	13.4	11.8	18.2	15.5	13.7	9.7	8.6	7.7
600600.CH Equity	青岛啤酒	78.0	12,147	21.4	18.8	17.1	18.4	13.7	10.0	9.4	8.4	7.8
168.HK Equity	青岛啤酒	53.9	12,147	14.1	12.5	11.3	16.2	12.8	10.3	9.6	8.6	8.1
600132.CH Equity	重庆啤酒	68.1	4,547	23.2	21.3	20.0	10.7	9.2	6.4	7.8	7.3	6.8
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.6	3,727	29.9	23.0	18.8	41.9	29.8	22.3	11.0	9.1	8.0
平均值				17.9	15.6	14.0				8.7	7.8	7.2
白酒												
600519.CH Equity	贵州茅台	1,555.0	269,353	23.1	20.0	17.5	17.8	15.6	14.3	16.1	13.9	12.3
000858.CH Equity	五粮液	134.6	72,021	16.3	14.5	12.9	12.2	12.5	11.9	9.8	8.7	7.8
600809.CH Equity	山西汾酒	228.4	38,421	22.2	18.2	15.0	25.2	21.7	21.6	16.2	13.3	11.1
000568.CH Equity	泸州老窖	155.9	31,641	15.2	12.8	10.8	20.9	19.5	18.4	10.3	8.7	7.4
002304.CH Equity	洋河股份	90.4	18,784	12.5	11.3	10.5	9.5	10.7	8.0	6.9	6.3	5.8
000596.CH Equity	古井贡酒	234.2	15,028	21.8	17.6	14.6	28.4	24.1	20.6	11.7	9.4	7.9
000799.CH Equity	酒鬼酒	50.0	2,241	26.2	21.4	20.0	14.1	22.1	6.9	17.8	13.4	10.5
603369.CH Equity	今世缘	49.7	8,589	16.9	13.9	11.7	21.7	21.8	18.8	11.2	9.1	7.9
000860.CH Equity	北京顺鑫农业股份有限公司	8.9	3,857	14.5	11.6	9.5	23.7	25.2	22.1	8.9	7.1	5.9
平均值				20.8	17.9	15.6				14.0	12.1	10.6
奶粉												
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.8	4,458	8.9	8.6	8.1	12.7	2.9	6.1	4.6	4.5	4.3
1112.HK Equity	H&H国际控股	10.2	841	7.0	5.8	5.2	51.8	21.1	11.5	6.0	5.6	5.3
1717.HK Equity	澳优	2.3	513	8.7	7.5	8.1	147.4	15.8	-6.5	4.7	4.1	4.0
平均值				8.6	8.1	7.7				4.9	4.6	4.4
乳制品												
600887.CH Equity	伊利股份	26.9	23,587	13.5	13.7	12.8	22.2	-1.4	7.3	10.2	9.9	9.2
2319.HK Equity	蒙牛乳业	13.3	6,692	9.5	8.5	7.7	14.4	12.4	10.0	7.4	6.8	6.5
600597.CH Equity	光明乳业	8.2	1,561	18.9	17.9	17.0	-37.0	5.4	5.8	6.9	6.4	6.2
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.3	940	46.7	32.6	27.8	129.4	43.3	17.4	17.7	13.1	11.5
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	709	7.0	5.0	6.0	343.9	39.4	-16.7	6.5	5.7	5.3
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	573	7.5	4.3	3.3	152.5	73.5	29.4	7.4	6.5	5.8
平均值				12.9	12.8	11.9				9.5	9.1	8.5
软饮料												
9633.HK Equity	农夫山泉	40.1	57,674	31.7	27.6	24.3	13.5	14.9	13.5	20.6	18.1	16.1
322.HK Equity	康师傅控股	9.5	6,861	15.2	13.7	12.7	9.4	11.4	7.7	7.4	7.2	6.6
220.HK Equity	统一企业中国	7.1	3,949	15.3	13.9	12.6	6.7	10.2	10.1	7.5	7.0	6.3
平均值				29.1	25.4	22.4				18.6	16.4	14.6
肉制品												
000895.CH Equity	双汇发展	25.4	12,149	15.0	14.3	13.8	13.8	4.9	3.4	10.7	10.2	9.9
288.HK Equity	万洲国际	5.2	8,493	7.7	6.7	6.2	81.6	13.5	7.9	4.5	4.2	3.8
平均值				12.0	11.2	10.7				8.1	7.8	7.4
调味品												
603288.CH Equity	海天味业	35.4	27,151	31.3	28.1	25.8	12.2	11.3	9.0	22.3	20.0	18.3
300999.CH Equity	金龙鱼	28.7	21,448	40.4	33.4	29.2	38.3	21.1	14.4	22.5	19.0	16.6
1579.HK Equity	颐海国际	14.1	1,872	14.2	12.7	11.5	9.1	12.0	10.6	8.2	7.4	6.8
600872.CH Equity	中炬高新	26.4	2,859	27.3	22.0	17.7	-55.6	24.4	24.2	20.2	16.7	13.4
002507.CH Equity	涪陵榨菜	13.4	2,127	17.0		14.1	10.7	10.7	9.2	8.8	8.1	7.6
600305.CH Equity	恒顺醋业	7.6	1,168	48.4	39.4	33.8	93.9	22.8	16.5	24.4	20.1	17.7
603027.CH Equity	千禾味业	14.6	2,063	23.3	19.7	16.5	18.6	18.6	19.4	15.4	13.1	11.7
平均值				33.4	29.2	25.6				21.1	18.4	16.4

(接下页...)

(接上页...)

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS growth			EV/EBITDA			Div yield 2024E
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
休闲食品													
151.HK Equity	中国旺旺	4.3	6,564	11.8	11.0	10.1	4.2	10.2	9.2	7.8	20.8	7.1	5.8
603517.CH Equity	绝味食品	16.9	1,445	13.9	11.8	10.9	116.6	18.1	8.0	7.6	6.8	6.3	3.4
002557.CH Equity	洽洽食品	30.8	2,153	14.8	12.8	11.2	31.6	15.9	13.6	9.4	8.2	7.3	3.7
1458.HK Equity	周黑鸭	1.7	516	14.6	12.2	11.4	120.0	20.0	6.8	4.5	3.9	3.7	4.6
603719.CH Equity	良品铺子	12.7	699	21.7	19.8	17.5	31.6	9.5	13.0	11.9	10.7	9.8	1.7
平均值				13.3	12.0	10.9				8.2	15.3	7.1	
新零售													
9992.HK Equity	泡泡玛特	39.0	6,706	31.7	24.9	20.6	28.6	27.1	21.1	18.6	14.7	12.2	1.1
MNSO.US Equity	名创优品有限公司	21.5	6,762	17.6	14.5	12.8	N/A	N/A	13.3	N/A	11.2	7.6	2.9
6683.HK Equity	巨星传奇	12.6	1,349	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				24.6	19.7	16.7				18.6	13.0	9.9	
传统商超零售													
601933.CH Equity	永辉超市	2.7	3,354	142.2	47.4	32.8	112.0	200.0	44.4	14.7	14.3	11.4	0.2
6808.HK Equity	高鑫零售	1.5	1,844	N/A	24.7	13.3	-168.6	77.1	85.5	1.7	1.7	1.4	1.4
平均值				142.2	39.4	25.9				10.1	9.9	7.8	
零售餐饮													
YUMC.US Equity	百胜中国	34.0	13,206	16.2	14.2	12.5	10.1	13.6	13.8	7.1	6.4	5.9	1.7
9987.HK Equity	百胜中国	267.0	13,279	16.1	14.2	12.4	10.1	13.6	13.8	7.1	6.4	5.9	1.8
6862.HK Equity	海底捞	16.8	11,976	16.7	14.9	13.4	11.2	12.1	11.0	9.0	8.3	7.7	3.5
9658.HK Equity	特海国际	14.5	1,207	23.0	17.8	14.3	76.4	29.3	24.5	10.0	8.3	7.1	0.0
HDL.US Equity	特海国际	17.8	1,160	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9922.HK Equity	九毛九	4.4	817	11.3	8.6	7.3	16.8	30.8	18.6	4.8	3.9	3.4	3.4
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.3	512	31.5	15.2	10.6	600.0	107.1	44.1	6.0	4.9	4.4	1.6
520.HK Equity	呷哺呷哺	1.7	229	14.7	7.4	7.9	156.4	97.2	-5.2	2.8	2.3	2.2	3.2
9869.HK Equity	海伦司	2.7	431	12.5	9.9	8.5	-6.4	26.1	16.1	8.7	6.9	5.5	5.0
603345.CH Equity	安井食品	81.7	3,304	14.3	12.2	11.8	18.0	17.0	2.9	7.2	6.2	6.1	2.7
001215.CH Equity	千味央厨	33.3	456	19.6	15.8	13.9	11.3	23.7	14.1	9.1	7.4	6.4	0.6
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡有限公司	22.5	7,550	120.1	78.9	62.9	-87.8	52.3	25.4	11.4	7.2	5.7	N/A
SBUX.US Equity	星巴克	79.4	89,914	22.7	20.0	17.8	1.4	13.6	12.2	14.3	13.0	11.8	2.8
THCH.US Equity	Tim Horton 中国	0.8	125	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				25.8	21.2	18.5				12.0	10.7	9.8	
旅游酒店													
600754.CH Equity	锦江酒店	26.0	3,499	19.3	16.6	14.8	50.8	16.4	11.9	10.9	9.8	7.9	2.2
600258.CH Equity	首旅酒店	13.7	2,112	16.9	15.1	13.6	17.1	11.9	11.1	9.1	8.7	7.1	1.7
1992.HK Equity	复星旅游文化	3.6	573	12.2	8.9	7.0	-7.2	37.4	27.5	6.2	5.9	5.5	0.9
ATAT.US Equity	亚朵生活控股有限公司	17.4	2,396	15.7	13.7	11.4	28.5	14.6	19.7	9.1	7.2	5.8	0.5
45.HK Equity	大酒店	6.0	1,259	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
69.HK Equity	香格里拉 (亚洲)	5.4	2,493	14.0	11.3	7.6	-2.5	24.0	48.4	14.1	13.3	12.3	2.9
1179.HK Equity	华住集团	27.0	11,021	19.0	16.4	14.3	N/A	16.4	14.4	11.4	10.1	9.1	1.7
HTHT.US Equity	华住集团	34.5	10,995	19.3	16.6	14.5	6.9	16.4	14.4	11.5	10.3	9.2	1.7
平均值				18.3	15.7	13.5				11.2	10.0	8.8	
家电													
000333.CH Equity	美的集团	63.9	61,480	12.0	10.9	9.9	9.8	10.5	9.6	9.8	9.1	8.4	4.9
000651.CH Equity	格力电器	40.2	31,239	7.4	6.9	6.4	6.6	7.4	8.3	5.5	5.2	4.9	6.2
6690.HK Equity	海尔智家	28.5	36,938	13.6	11.9	10.8	N/A	13.6	10.7	10.2	9.2	8.5	3.4
600690.CH Equity	海尔智家	29.9	36,938	15.0	13.4	11.9	N/A	12.0	12.6	10.1	9.1	8.3	3.1
921.HK Equity	海信家电	33.3	6,853	12.1	10.5	9.3	20.6	15.9	12.3	8.4	7.3	6.6	4.2
平均值				12.2	10.9	9.9				9.1	8.4	7.7	
化妆品													
YSG.US Equity	逸仙控股有限公司	8.0	345	67.0	20.9	22.8	113.7	220.2	-8.1	2.5	1.6	1.5	0.0
600315.CH Equity	上海家化	18.9	1,764	22.1	19.2	17.0	16.0	14.8	13.4	13.1	11.9	11.0	1.4
603605.CH Equity	珀莱雅	108.5	5,935	28.6	23.3	19.3	26.8	22.9	20.5	20.4	16.6	13.9	1.1
688363.CH Equity	华熙生物	59.1	3,925	31.2	25.4	21.6	46.5	23.2	17.7	20.9	17.3	15.3	0.9
300957.CH Equity	贝泰妮	52.3	3,052	19.4	15.8	14.3	50.2	22.8	10.8	14.2	11.5	10.8	1.6
2367.HK Equity	巨子生物	47.9	6,300	26.3	20.8	16.9	20.9	26.8	23.0	21.5	17.1	13.6	1.1
平均值				28.9	22.3	19.0				18.0	14.9	12.8	
个人以及家庭护理													
1044.HK Equity	恒安国际	25.7	3,824	9.2	8.8	8.4	9.8	4.9	4.0	5.1	4.9	4.7	5.7
002511.CH Equity	中顺洁柔	7.4	1,367	22.3	17.8	17.7	30.0	25.1	0.9	10.4	9.1	8.1	1.1
3331.HK Equity	维达国际	23.5	3,613	27.3	17.1	22.4	308.6	59.4	-23.5	11.1	9.4	9.5	1.2
平均值				18.7	13.6	15.6				8.4	7.4	7.2	

注：截至 2024 年 6 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际

重点消费行业 2024 年中期展望

运动服饰行业：国产品牌性价比优势凸显，国际品牌趋势有望边际改善

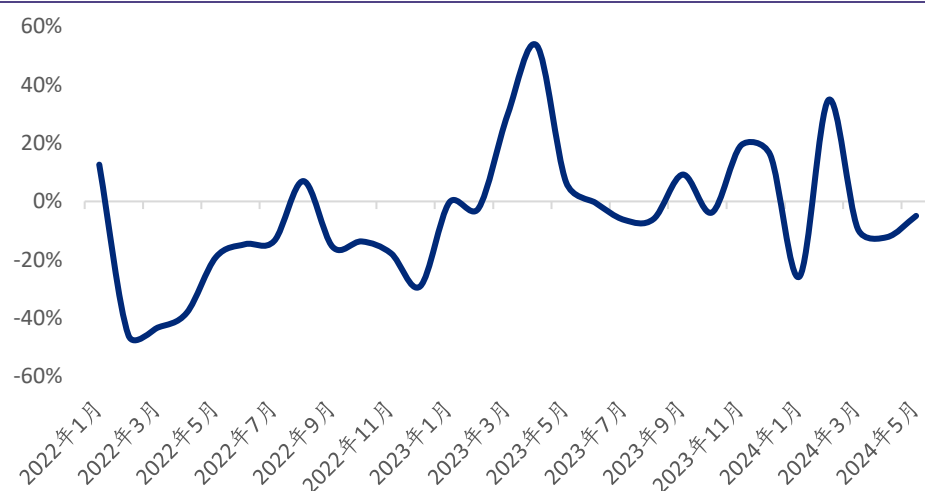
2024 年上半年至今，行业整体增速在较高的基数下有所放缓。回顾 1H24，国产运动服饰品牌的终端零售流水普遍录得不同程度的同比增长。从增速来看，规模越小、产品定位越大众的品牌，录得的增速越大。另一方面，两大国际运动服饰品牌（Nike 与 adidas）在 1Q24 的终端零售流水都面临较大的压力，预计录得同比下滑。

图表 38：主要运动服饰品牌 1Q22-1Q24 零售流水表现

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
李宁	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	20-30%		10-20%	10-20%		10-20%		10-20%	
	高段	高单位数	中段	低段	中单位数	中段	中单位数	低段	低单位数
安踏	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长
	10-20%								
	高段	中单位数	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	高单位数	高单位数	中单位数
安踏：Fila	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长
				10-20%		10-20%高段	10-20%低段	10-20%	
	中单位数	高单位数	低双位数	低段	高单位数			低段	高单位数
特步	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	30 %-35 %	10-20%	20%-25%		约 20%	10-20%高段	10-20%高段	高于 30%	
		中段		高单位数					高单位数
361 度	▲增长	▲增长	▲增长	—持平	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	10-20%	10-20%	10-20%		10-20%	10-20%			10-20%
	高段	低段	中段		低段	低段	15%	>20%	高段

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 39：宝胜国际月度收入同比变化



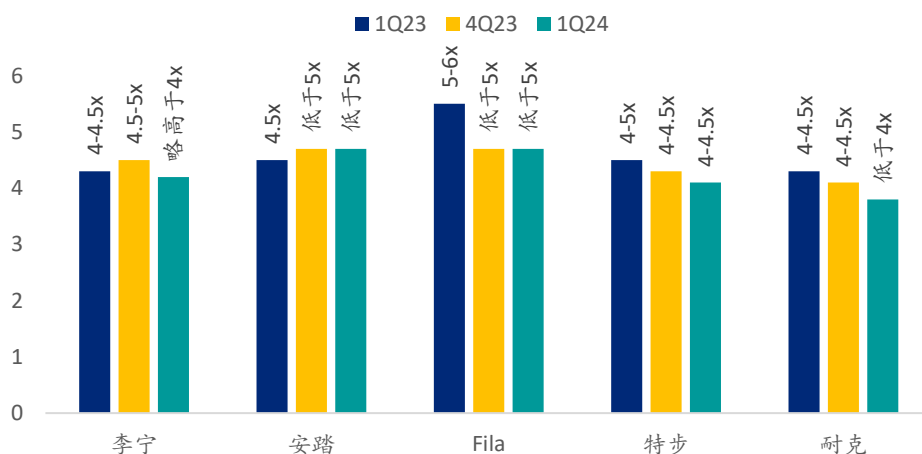
资料来源：公司数据、浦银国际

我们认为国产品牌整体终端流水增长好于国际品牌，主要是由于以下原因：

- (1) 消费力下降导致消费偏好有所转变，国产品牌性价比优势凸显；
- (2) 国产品牌在新品研发和市场营销方面表现得更为积极；
- (3) 国产品牌积极开拓新兴的线上渠道（比如抖音直播带货）；
- (4) 上半年长假期间，人群向低线城市聚集，利好国产品牌线下客流。

令人欣慰的是，在消费力与市场需求下降的情况下，无论是国际品牌还是国产品牌都聚焦零售折扣的稳定，市场并未出现大幅促销打折的情况。同时，行业整体的渠道库存水平同比去年有大幅的改善，2024 年至今始终保持在相对健康的水平。这也有利于各运动服饰企业在终端需求恢复的情况下，实现终端零售流水（sell-through）的增长快速反映到品牌批发收入（sell-in）的增长。

图表 40：各品牌渠道库销比



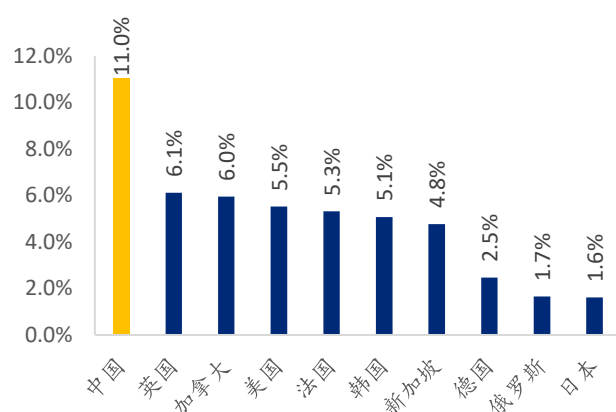
资料来源：浦银国际估算

进入 6 月之后，运动服饰行业基数开始下降。同时，随着消费情绪的逐步好转以及奥运会在 7 月的举办，市场对于运动服饰的需求有望在下半年得到提升。因此，我们预测各品牌下半年的零售流水增长有望在上半年的基础上出现改善或加速增长。

我们预计国产品牌下半年的整体零售流水增速将继续好于主要国际品牌。而在国产品牌中，根据我们的调研显示，安踏和 361 度的品牌力呈现持续提升的趋势，而李宁的品牌力相较疫情前有所减弱。

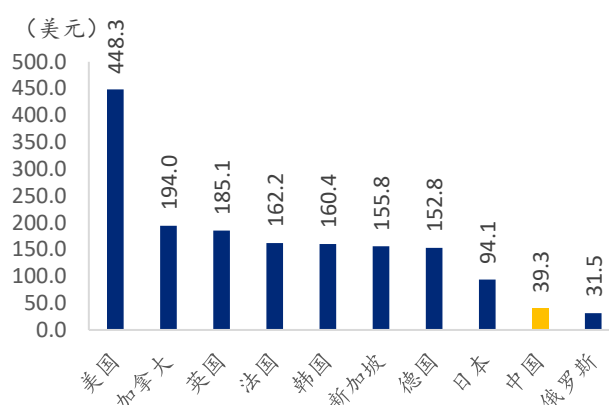
长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低水平。这也表明中国消费者对运动服饰的需求未来还有巨大的上升空间。

图表 41：各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2023 复合增长率



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 42：不同国家或地区运动服饰人均消费对比，2023



资料来源：Euromonitor，浦银国际

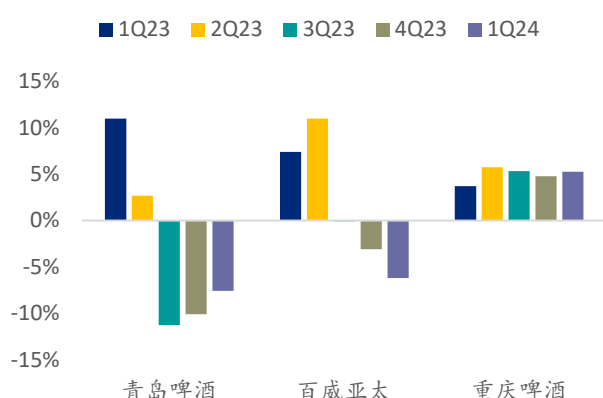
我们长期看好那些致力于强化品牌力、优化产品品质、聚焦产品创新且重视渠道库存管理的国内龙头运动服饰企业。我们维持安踏（2020.HK）、滔搏（6110.HK）、宝胜（3813.HK）的“买入”评级，以及李宁（2331.HK）的“持有”评级。安踏是我们 2024 年在运动服饰行业的首选。

啤酒行业：消费分级趋势持续，单吨成本下降助力盈利能力提升

2024 年至今，疲弱的消费力以及不利的天气情况，导致中国啤酒行业整体的市场需求持续减弱，整体销量增速不如预期。除了重庆啤酒以外，大部分中国啤酒玩家（包括青岛啤酒、华润啤酒以及百威亚太）2024 年至今中国市场的销量都延续了去年下半年同比下滑的趋势。

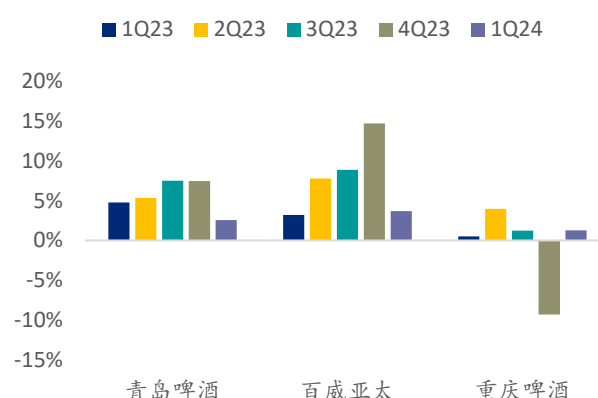
另外，中国啤酒行业的高端化也受到了消费力不足的抑制。各啤酒玩家的单吨价格虽然同比依然有提升，但提升幅度相较 2023 年下半年有所放缓。

图表 43：各啤酒玩家销量表现



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 44：各啤酒玩家吨价表现



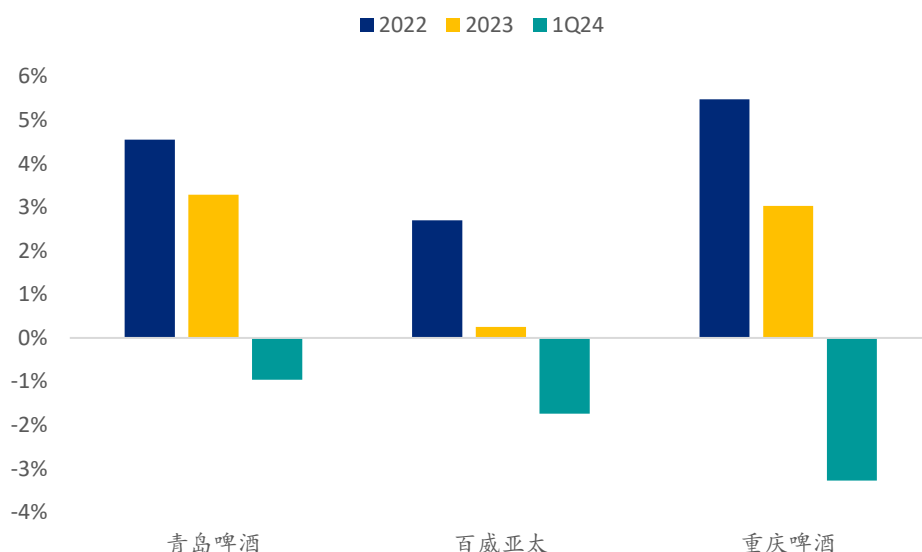
资料来源：公司数据，浦银国际

展望 2024 年下半年，假设天气状况相对正常，我们预测主要啤酒玩家的销量同比表现会在较低的基数上，相较上半年有所改善。另外，我们认为中国啤酒行业消费分级的趋势大概率将会在下半年持续。

我们认为，在消费分级的趋势之下，高端消费者依然保持较强的消费力水平。因此，高端及以上啤酒市场（人民币 10 元及以上）将依然享有持续产品结构升级的潜力和空间。因此，我们在 2024 年下半年依然更看好在高端与超高端价格带有较强的品牌与产品布局的啤酒企业，比如百威亚太(1876.HK)和华润啤酒（291.HK）。

相较而言，我们认为次高端价格带的产品受消费力下降的影响可能会更大，消费者从大众价格带升级至次高端价格带产品的意愿可能会有所减弱。因此，次高端（6-8 元）的产品可能在 2024 年面临较大的价格与竞争压力。

图表 45：各啤酒玩家单吨成本同比变化，2022-1Q24

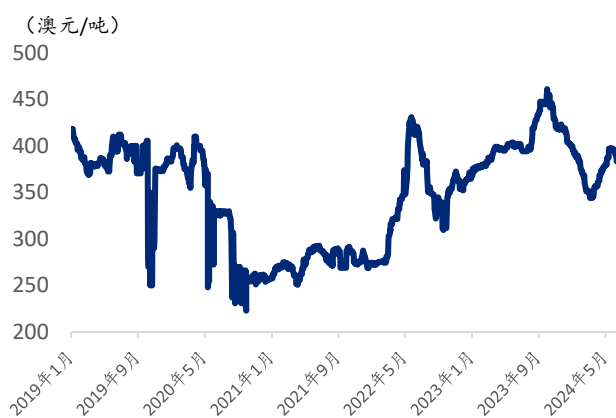


资料来源：公司数据，浦银国际

从成本端来看，大麦的价格从去年四季度开始回落。大部分的中国啤酒玩家已在年初签订新的原材料采购合同，并对大麦等主要原材料进行 12 个月的锁价或价格对冲。包材方面，铝价从今年 2 月开始出现上行趋势，但主要中国啤酒玩家在年初已提前锁定大部分需求量，因此铝价上行对 2024 年成本的影响有限。

华润啤酒管理层目前预计 2024 年全年单吨成本同比下降 3%。重啤管理层预计 2024 年全年单吨成本基本同比持平，主要是新的佛山工厂从二季度开始折旧，抵消了原材料下滑带来的正面影响。

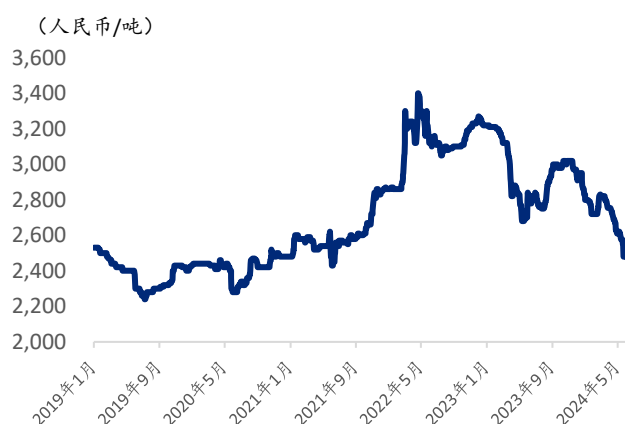
图表 46：澳洲大麦价格走势



注：截至 2024 年 6 月 13 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 47：中国小麦价格走势



注：截至 2024 年 6 月 13 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

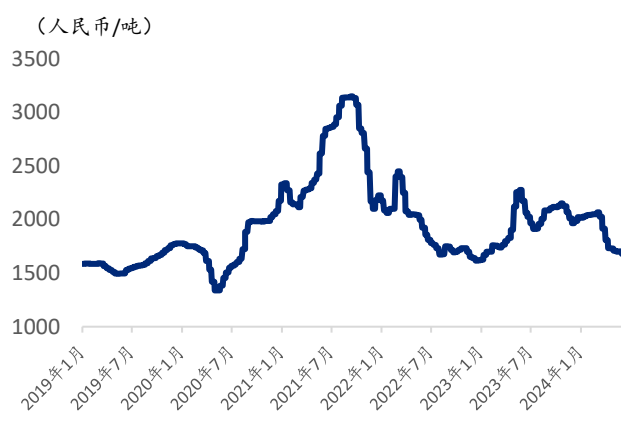
图表 48：中国长江铝价格走势



注：截至 2024 年 6 月 13 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 49：中国玻璃价格指数



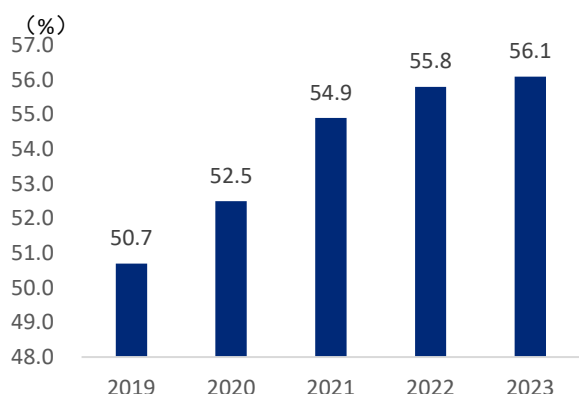
注：截至 2024 年 6 月 13 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

从大趋势来看，未来高端啤酒及超高端啤酒增速将继续保持高于中国啤酒行业平均增速的水平，因此对高端与超高端产品线的布局依然是中国啤酒玩家长期主要的竞争力。

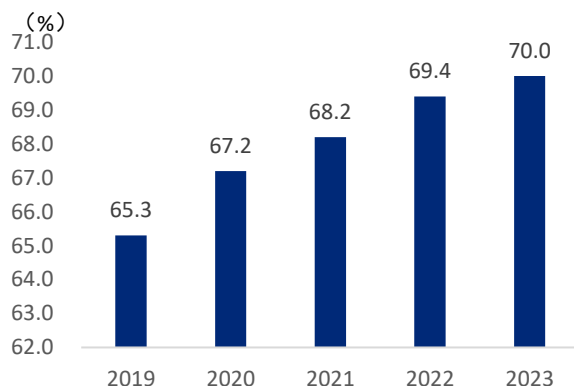
我们维持百威啤酒(1876.HK)、华润啤酒(291.HK)、重庆啤酒(600132.CH)“买入”评级，青岛啤酒(168.HK/600600.CH)“持有”评级。

图表 52：乳制品行业前两名市场集中度，2019-2023



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 53：中国白奶前两名市场集中度，2019-2023



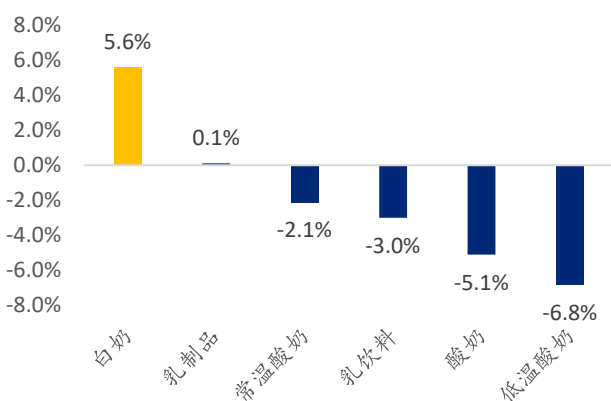
资料来源：Euromonitor、浦银国际

展望 2024 年下半年，我们预计渠道库存将回到相对健康的水平，且终端需求有望得到改善。因此，我们预测主要乳制品玩家下半年的收入表现将显著好于上半年。

另外，我们认为中国乳制品行业目前正处于周期底部。考虑到上游牧场已经开始在上半年通过降低原奶单产或者淘汰奶牛来降低原奶的供给，我们预测下半年原奶的供需有望逐渐回到平衡状态，原奶价格也有望逐渐企稳。

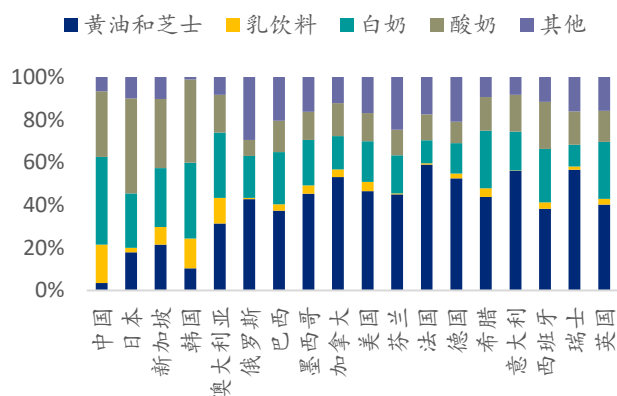
我们预计主要乳制品玩家都会在下半年大幅下调全年的收入指引。同时，收入表现疲软可能带来加大的经营杠杆，导致主要乳制品玩家的利润率也面临较大的压力。

图表 54：中国乳制品行业主要品类的 2019-2023 销售额复合增长率



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 55：各国人均奶类产品销量比较，2023



资料来源：Euromonitor、浦银国际



当前，中国市场白奶销量的占比相比其他国家依然处于较低的水平。随着消费需求继续向白奶倾斜，白奶销量占比有望进一步提升，而乳饮料的占比则可能逐渐降低。

展望未来，液态奶的刚需属性将持续释放，白奶的人均引用量将继续上升。同时，酸奶与乳饮料的增速取决于公司对产品创意以及产品功能性的开发与投入。在这一基础上，我们预测龙头乳制品企业有望维持稳健且可持续的收入增长，并继续扩大它们在液态奶行业的市场份额。

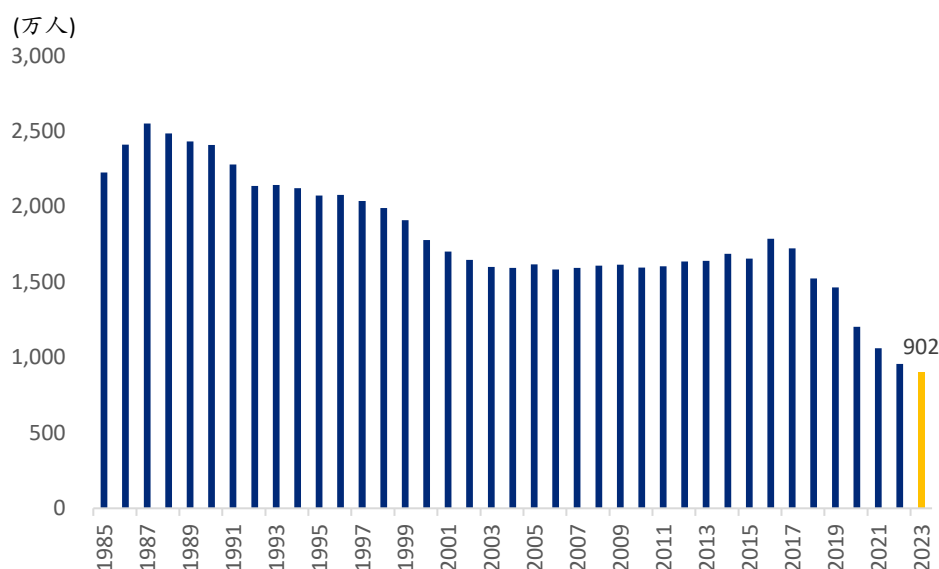
乳制品行业中，我们目前首推蒙牛（2319.HK），同时维持伊利（600887.CH）“买入”评级和光明乳业（600597.CH）“持有”评级。

奶粉行业：出生人口回升利好短期市场需求，行业库存和价盘正逐步恢复

考虑到 2023 年疫情结束后可能不少家庭重启了备孕计划，叠加龙年效应的帮助，市场普遍预期 2024 年出生人口数有望在去年较低的基数上实现回升。

然而，由于过去两年出生人口数连续录得显著下滑，我们判断即使 2024 年出生人口数真的如愿回升，也无法弥补整体婴配粉行业市场需求的下降。因此，我们预计婴配粉行业 2024 年的收入规模可能进一步收缩。

图表 56：中国出生人口

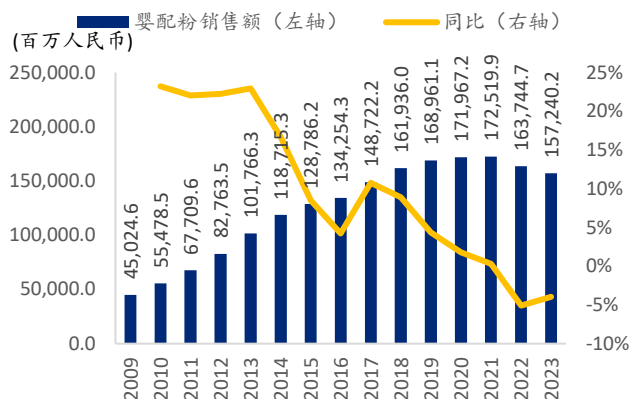


资料来源：Wind，国家统计局、浦银国际

中长期来看，在中国人口出生率持续下降的大趋势下，中国奶粉行业已进入存量市场竞争，行业整体的规模难有大幅的扩张。然而，中国婴配粉行业的集中度相较发达市场依然偏低，且行业集中度过去十年里在持续提升。

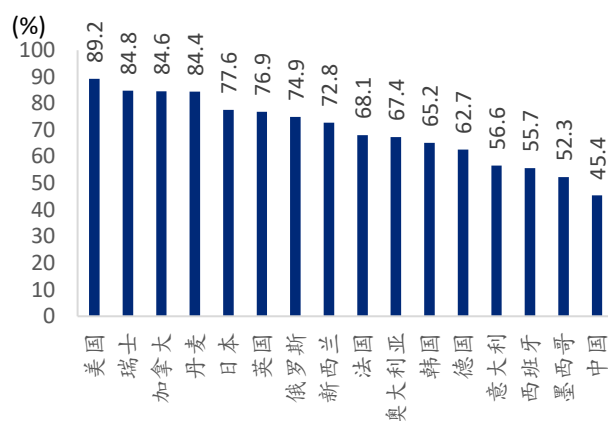
因此，我们认为行业龙头若能够维持健康的渠道库存和稳定的价盘，依然有空间通过较强的品牌力、更强的产品研发能力、发达的渠道网络来抢占市场份额，获取高于行业的收入增长。

图表 57：中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 58：不同国家奶粉行业集中度（前三名）比较，2023



资料来源：Euromonitor、浦银国际

值得欣慰的是，中国婴配粉行业整体的渠道库存已经恢复到相对健康的水平。行业领头羊飞鹤旗下主要产品（包括经典星飞帆及卓睿）的渠道库存已经在 2024 年初大幅下降至一个多月的水平。

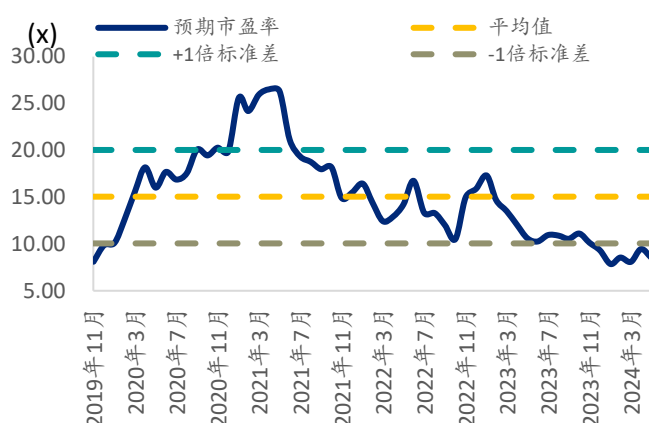
在较低的渠道库存下，大部分奶粉企业已达成共识，不盲目追求收入的增长，而是保持渠道库存水平的健康，同时加强对终端价盘的管控，减小终端促销，提高终端价盘，在保障经销商利润的同时，逐渐恢复品牌该有的价值。

基于以上因素，尽管行业终端需求依然具有较大的不确定性，但中国婴幼儿奶粉行业的价格战已结束，行业整体进入良性竞争状态。在较低的渠道库存水平下，终端需求会更快传导至企业的发货端。同时，经销商更好的盈利能力也能促使质量更高、品牌力更强的产品脱颖而出。

作为中国婴配粉行业的龙头企业，飞鹤过去两年受到渠道库存过高以及终端大规模促销的影响，品牌力受到一定的负面的影响，市场份额连续两年出现了下滑。在认识到问题以后，飞鹤相继推出数字化门店、电子围栏以及分货制等管理措施，来加强对渠道库存以及终端价盘的管控。

尽管短期销量可能面临不确定性，但我们认为飞鹤最挑战的阶段已经过去。随着后续价盘的恢复，飞鹤长期的品牌力与市场份额有望得到提升。同时，在加大派息力度后，公司 2024 年的股息率已上升至 6.3%，在消费品企业中名列前茅。派息比例的提升叠加股权回购计划有望进一步释放公司长期的价值，改善市场投资情绪，提升股权投资回报。

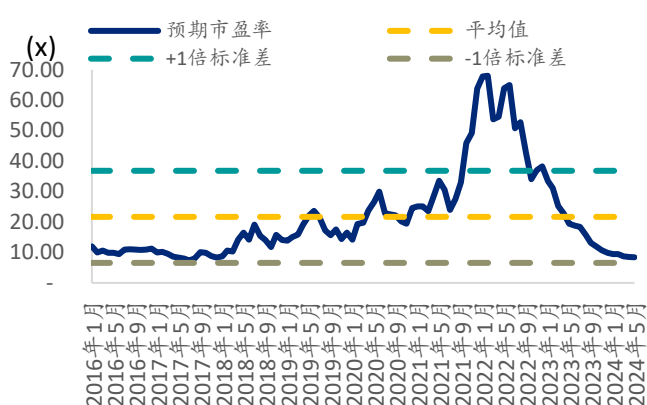
图表 59：飞鹤历史市盈率估值



注：截至 2024 年 5 月末

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 60：澳优历史市盈率估值



注：截至 2024 年 5 月末

资料来源：Bloomberg，浦银国际

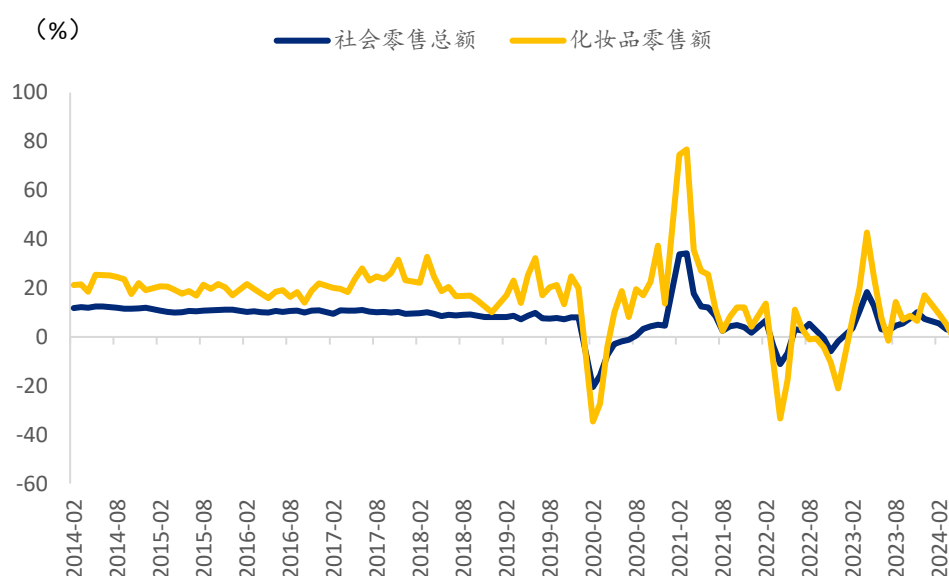
维持飞鹤（6186.HK）“买入”评级，飞鹤是我们在奶粉行业的首选。维持澳优（1717.HK）“持有”评级。建议关注伊利（600887.CH）、H&H（1112.HK）和君乐宝（未上市）。

化妆品行业：行业需求疲软，研发力和差异化营销助力品牌突围

牌突围

自 2023 年起，化妆品销售并未展现如市场预期的爆发式增长，并且呈现较弱的走势。我们认为这是由于疫情后，消费者对非必选产品的选择更为谨慎，同时化妆品企业之间的价格战和营销战愈演愈烈，也令企业的销售额和盈利空间受到挑战。

图表 61：中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比



注：数据截至 2024 年 4 月

资料来源：Wind，浦银国际

消费者更为理智的消费习惯和对成分的熟悉促进了国产品牌集中度的提升，主要是由于消费者对外资品牌的盲目崇拜减少，转为更具性价比、更强成分、产品迭代最新的产品。

在 2024 年三八节大促中，国产美护产品的竞争力提升，在前十榜单中的席位也同比有所增加。其中，珀莱雅在过去的 4 次大促中获得三次第一，承接住了消费者更加理性的以及下沉的需求

图表 62：2021-2024 年大促天猫美妆 GMV 前十排名

排名	2021年			2022年			2023年			2024年
	三八节	618	双11	三八节	618	双11	三八节	618	双11	
1	欧莱雅	欧莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	欧莱雅	珀莱雅	欧莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	兰蔻	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛	欧莱雅	兰蔻	欧莱雅	欧莱雅
3	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻	欧莱雅	兰蔻	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛	兰蔻	兰蔻
4	后	玉兰油	后	珀莱雅	玉兰油	珀莱雅	雅诗兰黛	珀莱雅	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	玉兰油	资生堂	资生堂	海蓝之谜	珀莱雅	玉兰油	玉兰油	玉兰油	薇诺娜	玉兰油
6	SKII	海蓝之谜	薇诺娜	玉兰油	海蓝之谜	薇诺娜	娇韵诗	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可
7	海蓝之谜	SKII	玉兰油	资生堂	修丽可	SKII	修丽可	赫莲娜	玉兰油	娇韵诗
8	资生堂	后	SKII	薇诺娜	薇诺娜	海蓝之谜	海蓝之谜	SKII	修丽可	薇诺娜
9	科颜氏	赫莲娜	海蓝之谜	科颜氏	赫莲娜	赫莲娜	娇兰	修丽可	赫莲娜	肌肤之钥
10	雪花秀	科颜氏	赫莲娜	薇诺娜	资生堂	资生堂	赫莲娜	薇诺娜	娇兰	海蓝之谜

资料来源：天猫、CNBData、聚美丽、浦银国际

在国产化妆品的百花齐放中，尽管低价竞争、依赖大促和超头以及线上营销已经成为了中国美妆行业的共识，但我们认为，聚焦于核心技术、具备品牌差异化营销能力、渠道转化迅速的企业仍有机会脱颖而出。

1. 专注核心技术研发和产品迭代

中国化妆品行业发展至今，消费者的消费观已经较为成熟，对于成分和功效有了较为深刻的了解。中国化妆品行业也逐渐从简单的产品营销和抢占流量转向以核心技术和产品迭代作为品牌能力和形象的塑造。

正因为如此，巨子生物、薇诺娜等具备原料核心技术和生产能力的企业凭借先天的科研基础，打造科学的品牌形象，提升消费者的信赖度。其中，巨子生物的重组胶原蛋白原料研发能力让它在热度较高的蓝海中拥有先发优势。

同时，自研能力也促使品牌产品快速迭代，不断提升性能，保持产品竞争力，并为消费者带来新鲜感。例如，珀莱雅旗下的红宝石系列会在 1 年左右会进行产品升级，拉长大单品的生命周期，有利于企业加强品牌力，继而推动收入提升。

2. 独特的营销方式

化妆品的线上营销已经常态化，品牌大多通过超头推荐、KOL 种草等方式进行品牌推广，建立品牌力。但千篇一律的营销方式在信息量爆炸的互联网上已经难以抓住消费者的注意力，而那些跨出舒适圈的营销操作则更有记忆点。

近期，韩束红蛮腰礼盒凭借抖音短剧爆火，开拓线上营销的新方式。借此，韩束在抖音平台上 GMV 快速增长，更是在 1Q24 超越珀莱雅成为线上全渠道 GMV 第一的品牌。



在韩束迅速出圈后，不少拥有快速反应能力的国产化妆品公司跟风尝试复刻韩束在短剧上的成功。但可惜的是，众多品牌在短剧上的聚焦反而让品牌难以再以短剧的形式脱颖而出。

这一方面体现了国产化妆品品牌拥有成熟的线上运营能力，对于社会热点和消费者兴趣点能够精准捕捉；另一方面，它们高效的反应力也让单个品牌的成功可以快速复刻到其他品牌上，这也是营销的独特性成为塑造品牌力的关键。

例如，珀莱雅针对各个节日做出的情感共鸣式营销，或者巨子生物以科技为内核做的重组胶原蛋白质量保障的营销方式，都是以适合自身、适合受众的方式带领着品牌的出圈。

综上所述，我们建议投资者关注国产化妆品品牌中拥有较原料和产品研发并拥有差异化营销能力的企业。

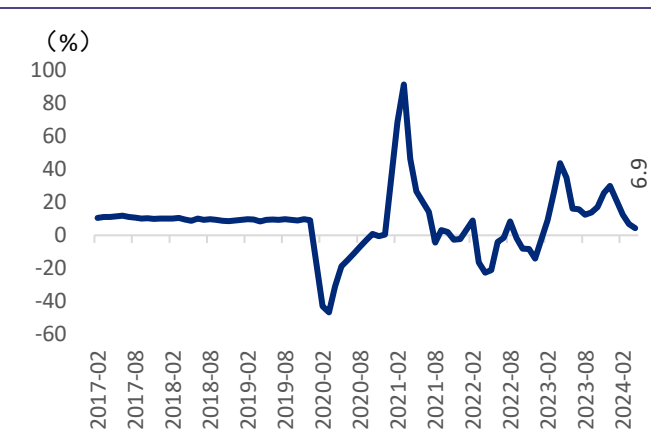
我们维持珀莱雅（603605.CH）、巨子生物（2367.HK）“买入”评级，以及贝泰妮（300957.CH）、华熙生物（688363.CH）“持有”评级。其中，巨子生物是我们在化妆品行业中的首选。

餐饮行业：消费力疲弱导致整体同店与客单价承压

较为疲软的消费力叠加激烈的竞争环境，导致中国餐饮行业整体的收入增长在 2024 年上半年承受较大的压力，也令主要餐饮玩家的表现出现分化。总体来看，品牌力越强的餐饮品牌相对而言同店表现越好，而新品牌的表现则面对较大的压力。

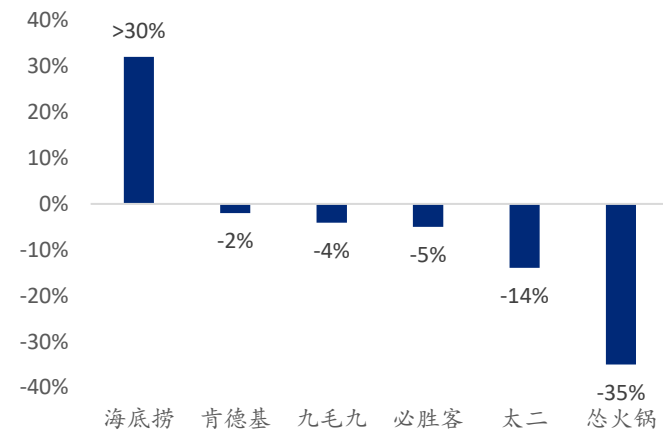
比如，我们预计海底捞在 1Q24 录得超过 30% 的同店增长，而九毛九旗下怂火锅的同店日均销售额同比大幅下滑 34.8%。

图表 63：中国餐饮行业收入同比变化



注：截至 2024 年 4 月
资料来源：Wind、国家统计局、浦银国际

图表 64：中国主要餐饮品牌 1Q24 同店销售同比表现



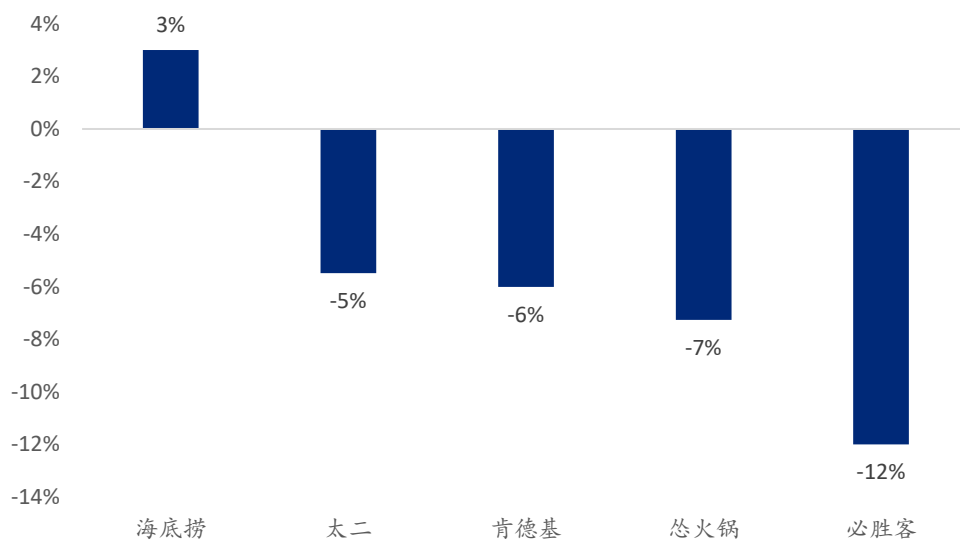
注：其中海底捞和九毛九旗下品牌数据为浦银国际估算。
资料来源：公司资料、浦银国际

为了维持客流量的稳定，不少餐饮玩家不得不策略性地调整产品组合来适度下调客单价水平，来迎合消费者对性价比关注度的提升。更低的价格也有助于餐饮玩家向下沉市场拓展。

举例来看，百胜中国和九毛九旗下各品牌 1Q24 的客单价都出现了同比较大幅度的下滑，且下滑幅度在 2Q24 有进一步的加大。这主要是由于百胜与九毛九正积极向低线市场扩张。我们担心百胜中国和九毛九在 2024 年主动下调客单价可能为门店带来运营负杠杆，使整体餐厅利润率承受较大下行压力。

与此同时，海底捞由于今年尚没有向低线市场扩张的计划，因此客单价同比依然维持在较为稳定的水平。

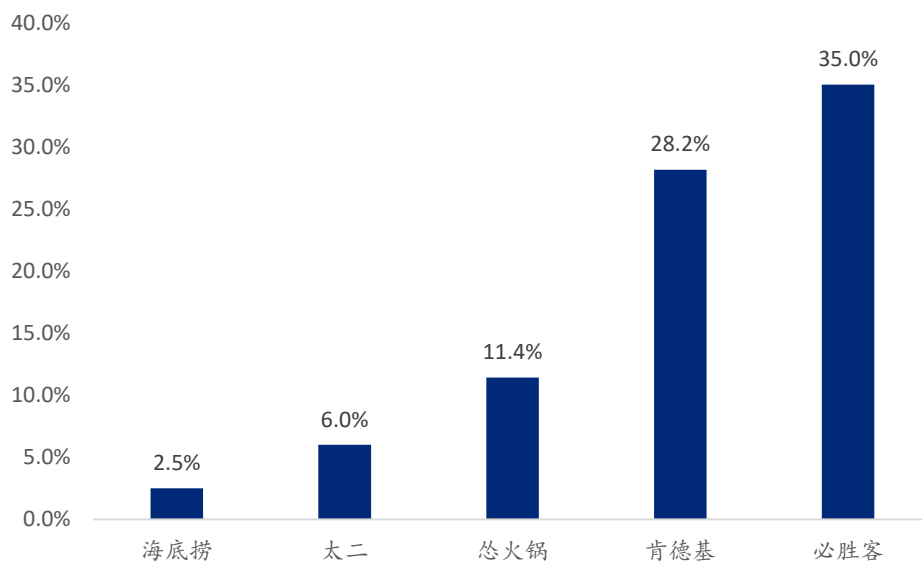
图表 65：中国主要餐饮品牌客单价的同比变化，1Q24



资料来源：公司数据，浦银国际整理

由于餐饮行业 2024 年的消费需求弱于预期，主要玩家的开店进程相较年初的开店计划也相对落后。我们不排除中国主要餐饮玩家可能后续下调全年的开店目标。

图表 66：1Q24 底新开店数相较全年的开店计划完成率



资料来源：公司数据，浦银国际整理

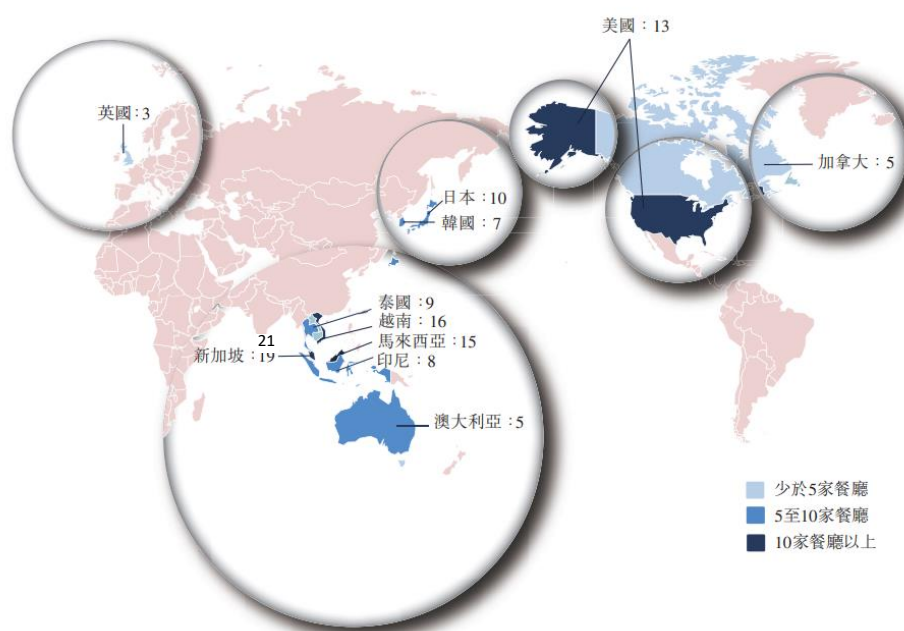
总体来看，除了海底捞以外，我们认为中国餐饮行业 2024 年无论是同店销售还是利润率都可能面对较大的压力。海底捞虽然同店与翻台率同比去年有大幅的攀升，但考虑到门店员工数同比大幅回升，我们预测海底捞 2024 年单店运营利润率同比基本维持稳定（上半年同比有所收缩，下半年同比扩张）。

相较中国餐饮市场的玩家，我们更看好中国餐饮品牌出海的趋势。作为中国餐饮品牌出海的代表，我们认为特海国际（海底捞海外门店）有以下优势：

- （1）特海布局全球市场，包括东南亚、东亚和北美。因此，公司的门店网络有较大的扩张空间。
- （2）海底捞在海外市场品牌力较强，竞争压力较小，因此翻台率有望长期稳定维持在相对较高的水平。
- （3）对标海外的消费水平，海底捞在海外市场的客单价相较国内更高，因此其海外成熟门店的利润率有望高于国内。

基于以上，我们认为特海无论是门店扩张空间、翻台率趋势以及利润率上限都好于中国市场的餐饮玩家，包括海底捞在中国的门店。因此，特海国际是我们目前在所有覆盖的餐饮上市公司中最看好的一家。

图表 67：特海国际门店网络



注：数据截至 2022 年 12 月末

资料来源：公司资料、浦银国际

维持九毛九（9922.HK）、百胜中国（YUMC.US/9987.HK）、特海（9658.HK/HDL.US）“买入”评级以及海底捞（6862.HK）“持有”评级。

浦银国际消费行业覆盖公司

图表 68：浦银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	19.3	持有	23.0	2024 年 4 月 30 日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育★	82.1	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	5.0	买入	7.0	2024 年 5 月 23 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.3	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	34.0	买入	49.9	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	267.0	买入	389.3	2024 年 4 月 30 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.8	持有	22.5	2024 年 5 月 16 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际★	14.5	买入	20.8	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际★	17.8	买入	26.7	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	4.4	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	22.5	买入	26.3	2024 年 5 月 7 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	29.8	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	68.1	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.3	买入	14.0	2024 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.9	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	78.0	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.6	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.9	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	13.3	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤★	3.8	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.3	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	12.6	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	108.5	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物★	47.9	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	59.1	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	52.3	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品

注：★=浦银国际消费行业首选；截至 2024 年 6 月 13 日收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

