



國證國際
S D I C S I

中美关税政策落地后 对内需消费的影响及投资机会展望

国证国际证券(香港)有限公司•研究部

2025年4月16日

分析师：曹莹(BPE391)

请参阅本报告尾部免责声明

政策及消费宏观数据





中美关税政策（截止2025/4/13）

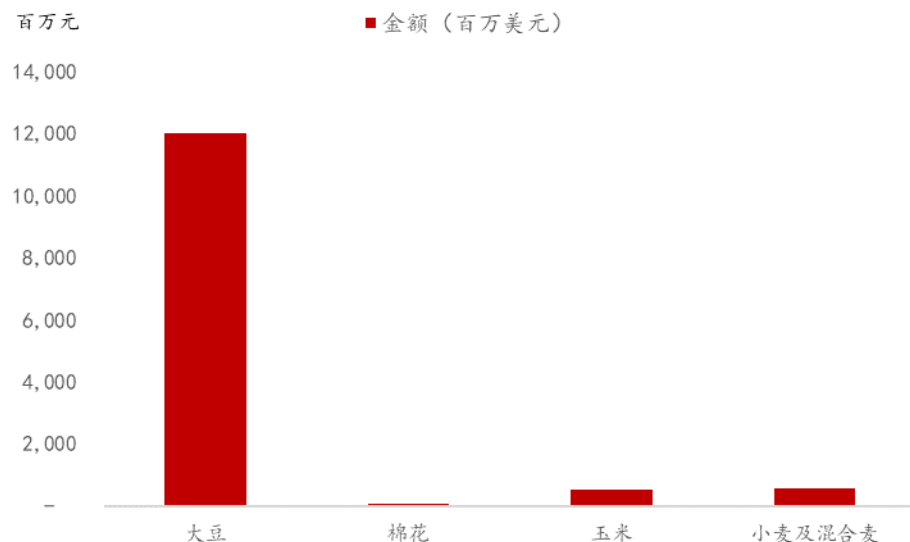
- 2025年4月2日，美国白宫正式宣布实施“对等关税”政策，对中国商品加征34%关税。
- 4月4日，作为回应，中国启动系统性反制机制，对原产于美国的全部进口商品加征34%对等关税。
- 4月9日，中国对美国的关税政策正式生效，总税率达到84%。美国宣布对中国额外加征50%关税，总税率达到145%。
- 4月12日，中国对所有原产于美国的进口商品加征关税，关税从84%提高至125%，并表示“美国输华商品已无市场接受可能性”。
- 4月12日，美国海关系统出现“故障”，系统故障持续了10多个小时，目前已恢复运行。
- 4月13日，美国政府豁免智能手机、电脑、半导体晶片等进口电子产品的对等关税，减缓美国消费者面对的物价冲击。但一些产品的豁免可能非常短暂，很快就会被征收特定行业关税。



涉及内需消费的部分

- 根据中国海关总署相关数据显示，2024年农产品占中国对美进口总额的比重约为28%，是占比最大的行业，加征关税落地将增加农产品进口成本，短期将导致农产品价格上涨。其中，大豆占进口比重最大，占中国进口大豆总量的21%。大豆主要用于动物饲料，中国对大豆有极大的需求。按进口额排序其次为小麦、玉米、棉花。
- 近年来中国对美国大豆的依赖已经在减少，逐步向巴西转移。24年自美国进口大豆2213万吨，同比下降5.7%，占中国大豆总进口量的21%；同年自巴西进口大豆7465万吨，同比增长6.7%，占中国大豆总进口量的71%。自关税政策出台之后，国内大豆价格已经呈现明显上升趋势，但尚未达到25年初的高点，近五年来看也处于低位，我们认为关税对国内农产品价格的影响有限。

图表1 2024年中国自美国进口主要农产品金额



资料来源：iFind，国证国际证券研究

图表2 国内大豆市场价（元/吨）



资料来源：iFind，国证国际证券研究

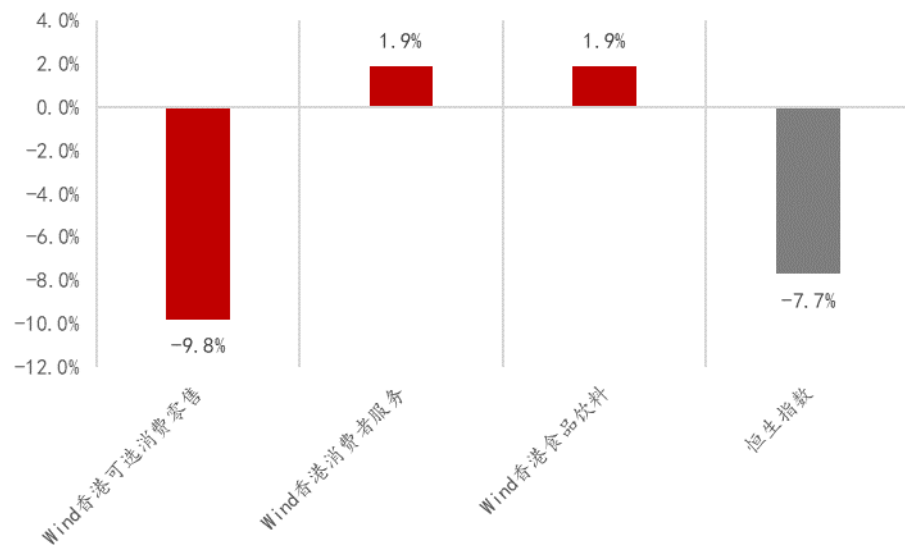
请参阅本报告尾部免责声明



港股消费板块股价表现较为坚挺

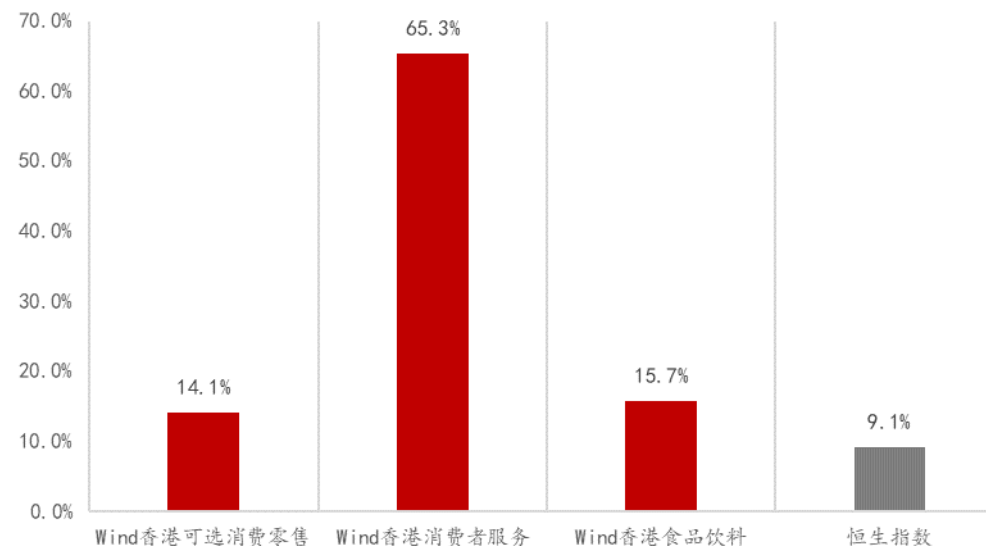
- ❖ 自4月2日美国关税政策落地以来，港股的消费者服务和食品饮料板块表现较为坚挺，明显好于恒生指数，主要是从基本面来看受到关税的影响较小。
- ❖ 龙头公司的表现：海底捞-1.5%，蜜雪集团+3.6%，古茗-8%，百胜中国-12%，华住集团-10%，银河娱乐-8.5%，农夫山泉+9%，华润啤酒-2.3%，康师傅控股+9.1%，统一中控+3.8%，中国飞鹤+6.6%。
- ❖ 今年年初至今，消费者服务板块上涨65%，主要受益于一季度消费出现边际改善，以及市场情绪面向好，带动估值修复。
- ❖ 龙头公司表现：海底捞+10%，蜜雪集团+50%，古茗+84%，百胜中国-4%，华住集团+1.9%，银河娱乐-15%，农夫山泉+6.8%，华润啤酒+9.5%，康师傅控股+34%，统一中控+15%，中国飞鹤+15%。

图表3 2025-4-2至2025-4-14板块股价表现



资料来源：iFind，国证国际证券研究

图表4 2025-1-1至2025-4-14板块股价表现



资料来源：iFind，国证国际证券研究



25年初消费边际改善

- ❖ 2024年居民人均累积收入为4.1万元，同比增长5.3%，较23年的增速略有回落，环比二、三季度基本持平。经过疫情三年，居民收入的增速在经历了较大波动后开始企稳，尽管距离疫情以前的增速有较大的差距，但我们认为收入预期的稳定是建立消费信心的基础。
- ❖ 25年1-2月社会零售总额8.3万亿，同比增长4%，较11、12月增速有所提升。

图表5 居民人均收入增速逐步抬升



资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：数据截止2024年12月

图表6 25年1-2月社会零售总额同比增长4.0%



资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：数据截止2025年2月



消费信心指数略升，存款持续增长

- ❖ 截止25年1月，消费者信心指数为87.5，处于疫情之后较为低谷的水平，相较24年四季度略有提升，但还是表明目前的消费者信心仍旧较为疲软，我们认为与收入增速放缓有关。
- ❖ 2025年一季度，居民累计新增人民币存款9.22万亿，比24年同期增加7%，增幅较高。就这个数据来看，我们认为居民的消费意愿依旧不强。

图表7 消费者信心指数处于低位



资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：数据截止2025年1月

图表8 今年居民新增人民币存款增长7%



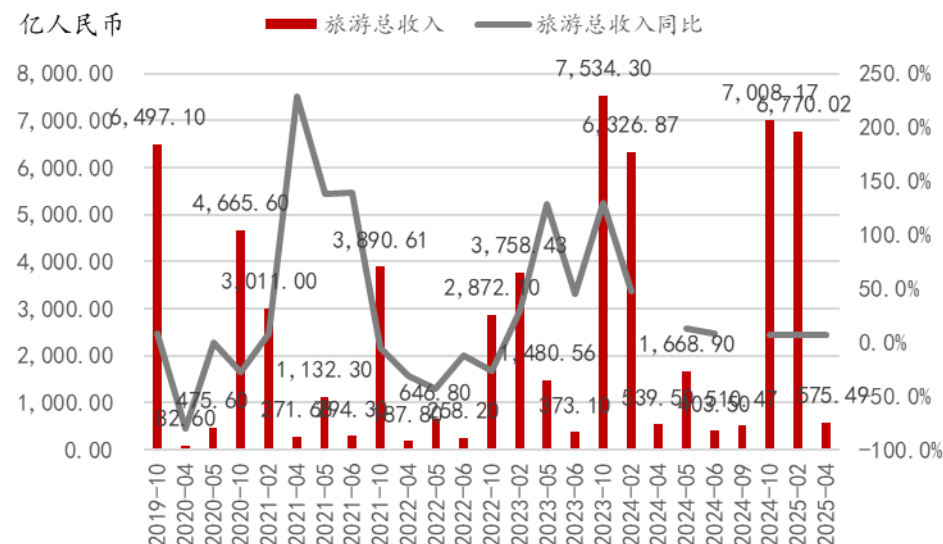
资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：数据截止2025年3月



旅游数据表现相对较好

❖ **旅游数据持续高涨。**自24年以来旅游数据算是消费里面比较出彩的一块。25年春节期间旅游总收入6770亿元，同比增长7%，游客数量5.01亿，同比增长5.9%，人均消费1351元，同比增长1.2%，超过19年春节的水平，人均消费在逐步修复。从客运量来看，24年10月份客运量终于恢复到19年时期的水平，出行可以说是恢复正常了。

图表9 25年春节假期旅游收入同比增长7%



图表10 24年10月份的客运量回到19年高点



资料来源：iFind，国证国际证券研究

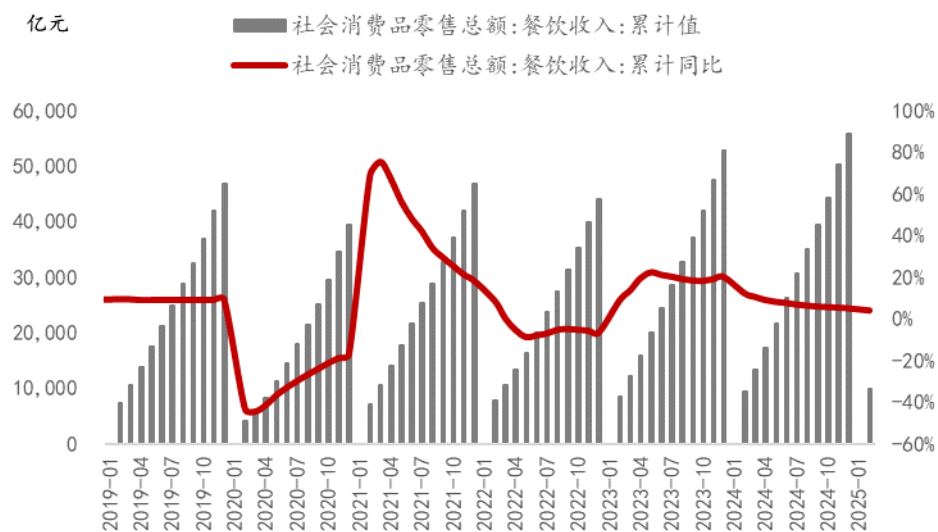
注：数据截止2025年4月



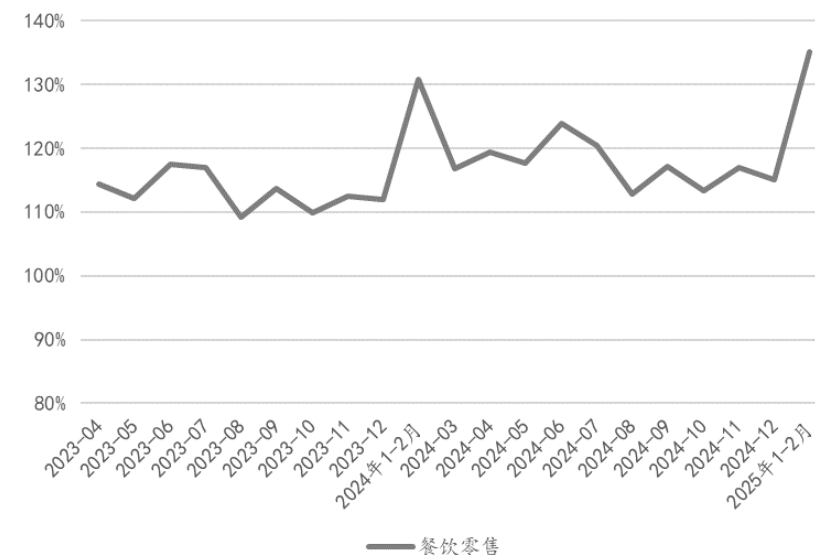
餐饮行业缓慢恢复

❖ 25年1-2月餐饮消费累积同比增长4.3%，增速较前几个月继续下滑，主要来自于24年初的高基数。与19年同期相比，餐饮行业已经恢复到127%，仍处于缓慢修复的阶段。我们观察到头部品牌在拓店方面变得更加保守，客单价在过去几年出现了比较明显的下滑，但是到24年下半年下滑幅度有所收窄。

图表11 餐饮行业收入25年1-2月增长5.7%



图表12 25年1-2月餐饮行业恢复至19年同期约127%



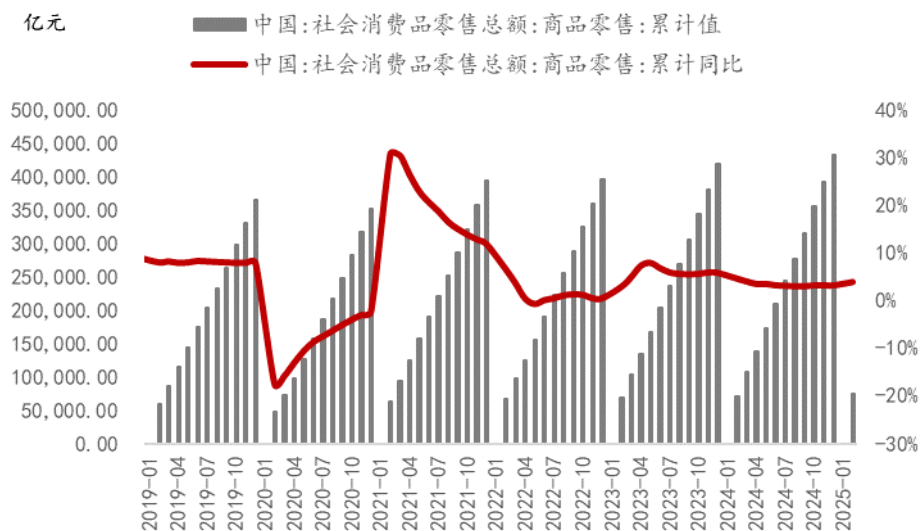
资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：数据截止2025年2月



商品零售边际改善，CPI仍有压力

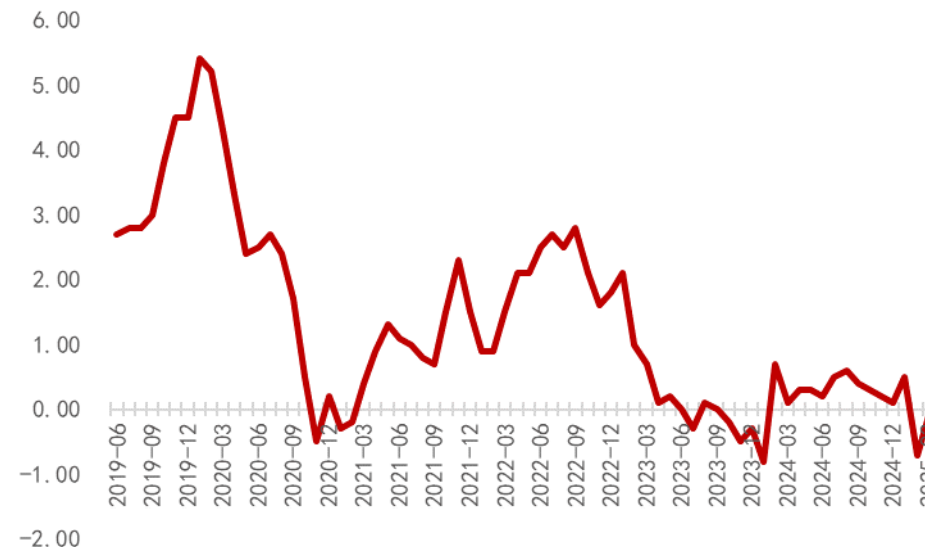
❖ 25年1-2月商品零售总额7.39万亿，同比增长3.9%，增速较24年四季度略有抬升。但是CPI仍有压力，25年2月和3月CPI都由正转负，3月下降0.1%，我们认为尽管商品零售出现边际改善，但一定程度是“以价换量”的结果，消费处于弱复苏状态。

图表13 25年1-2月商品零售额增速略有抬升



资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：社零数据截止2025年2月

图表14 25年3月CPI下降0.1%



资料来源：iFind，国证国际证券研究
注：社零数据截止2025年3月

投资策略及标的介绍





食品饮料投资策略

- ❖ 今年一季度消费出现边际改善，但是节后看到消费意愿再次转冷。尽管关税大战对消费板块并不造成直接的打击，但是宏观环境压力以及不确定性会体现在企业经营中。在政策尚未明朗的局势下，我们推荐优先关注需求相对刚性的必需消费品，叠加高股息属性的板块。
- ❖ 推荐标的：关注股息率超过5%的公司，需求相对刚性，包括统一中控 0220、康师傅 0322、中国飞鹤 6186。
- ❖ 其次推荐有业绩增长的标的，提估值仍有空间：蜜雪集团2097、卫龙9985
- ❖ 基本面承压，但是在消费改善的预期下，业绩掉头速度快的龙头企业，当下市场也提供了很好的安全边际。海底捞 6862、百胜中国 9987，华润啤酒 0291、百威亚太1876。

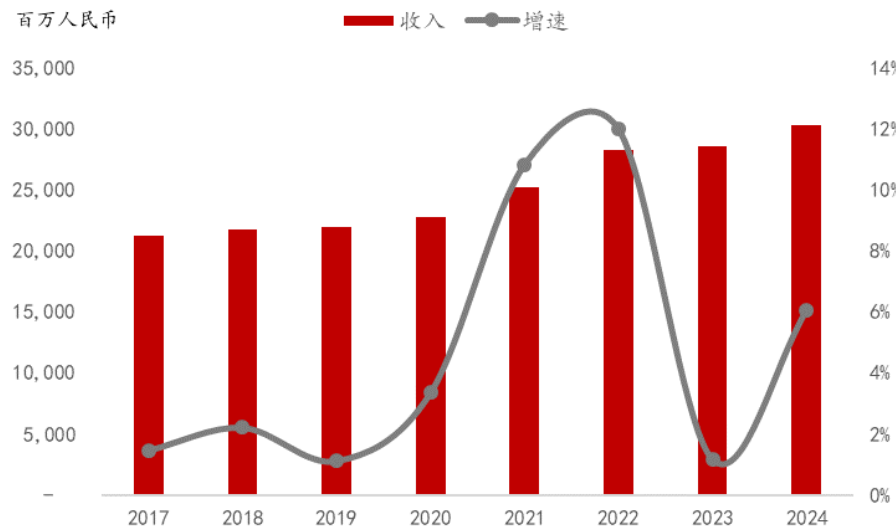




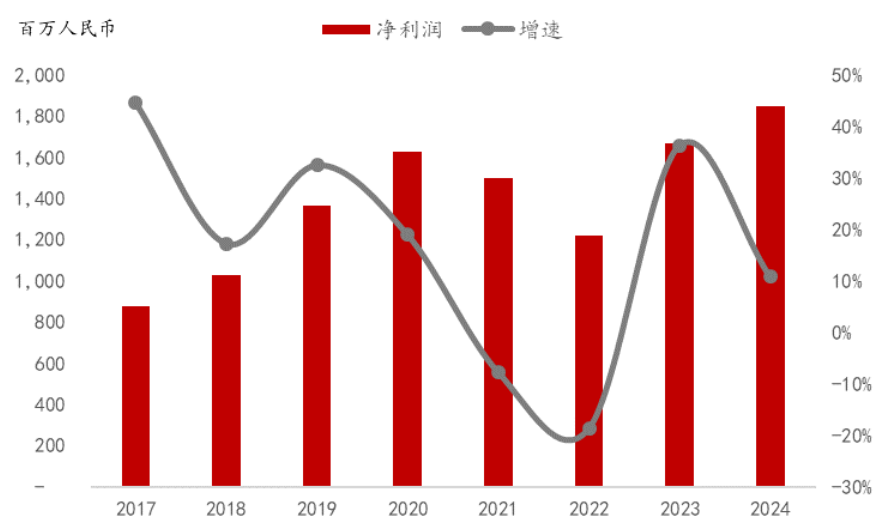
统一中控 0220.HK – 一季度增长良好

- **业绩情况：**24年公司实现营收303.3亿元，同比+6.1%；净利润18.5亿元，同比+10.9%。24年饮料业务营收同比+8.2%，茶饮料同比+13.1%，表现亮眼；24年食品业务营收同比+1.5%，下半年汤达人恢复增长。24年公司毛利率32.5%，同比+2.1pct，主要来自原材料成本下降，及效率提升。还原23年合肥地块处置收益后，24年扣非利润同比+31.8%。
- **推荐逻辑：**25年一季度收入双位数增长，体现了业务的韧性。24年派息率100%，当前股息率5%，股东回报较高。目前PE-TTM为17x。我们认为刚需+高股息是支撑公司股价的重要原因。

图表15 公司收入及增速



图表16 公司净利润及增速

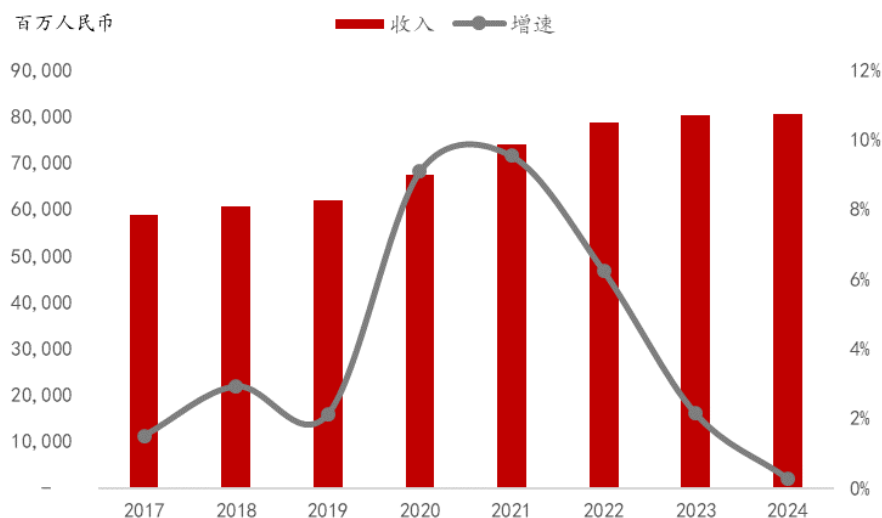




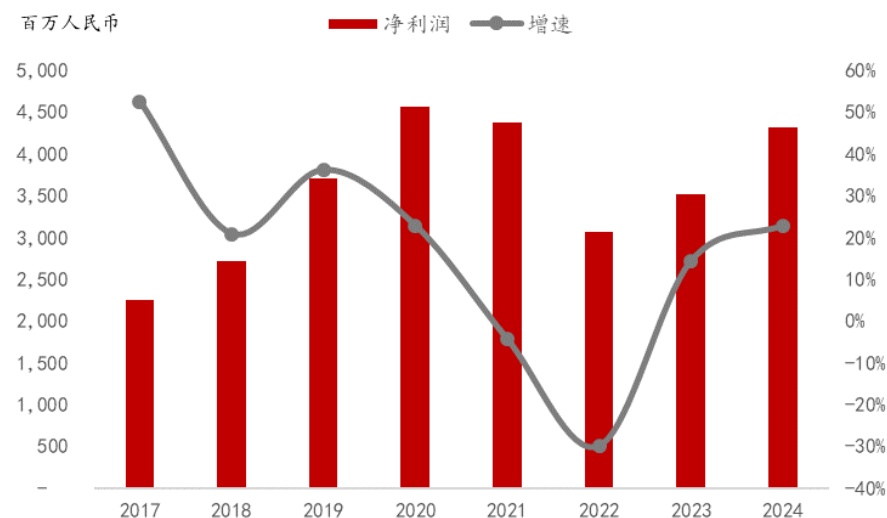
康师傅控股 0322.HK – 提价拉动毛利率增长

- 业绩情况：24年营收806.5亿/+0.3%，归母净利37.3亿/+19.8%。饮料业务营收同比+1.3%，茶饮料年收入同比+8.2%，表现亮眼；24年方便面业务营收同比-1.3%。24年毛利率同比+2.7pct，主要来自提价、减促、原物料价格同比下行
- 推荐逻辑：24年派息率100%，当前股息率5%，股东回报较高。目前PE-TTM为20x。我们认为刚需+高股息是支撑公司股价的重要原因。

图表17 公司收入及增速



图表18 公司净利润及增速

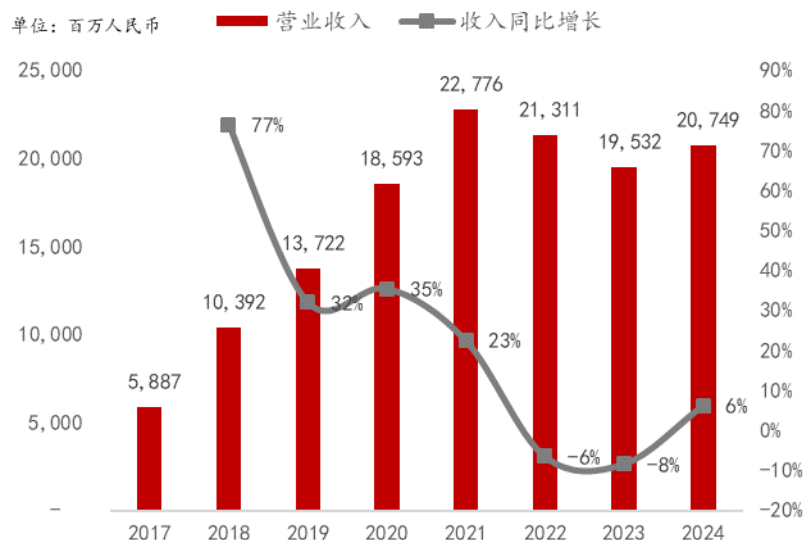




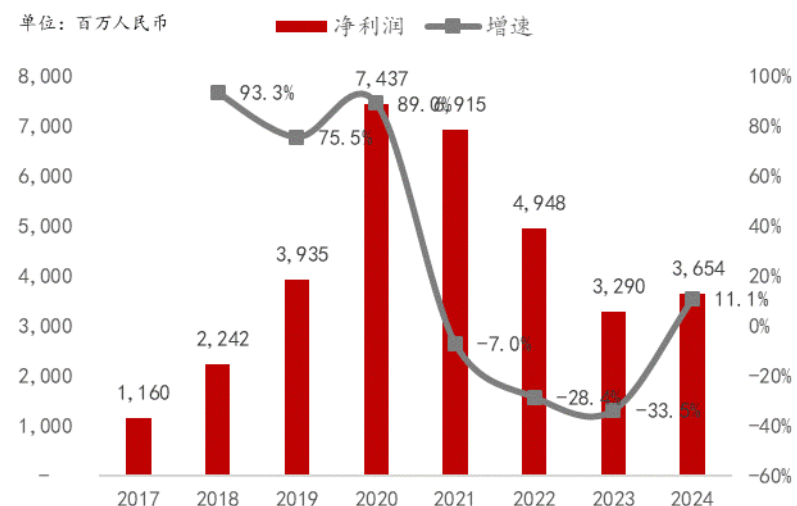
中国飞鹤 6186.HK – 业绩触底反弹

- **业绩情况：**公司是奶粉行业龙头，2024年市占率达到20.5%，排名第一。2024年飞鹤实现营收207.49亿元，同比+6.2%；归母净利润35.70亿元，同比+5.3%。24FY/24H2公司整体毛利率66.3%/64.9%，同比+1.6/+0.5pct，主要来自婴配粉产品结构优化及原材料成本下降。24FY/24H2公司归母净利率分别为17.2%/15.9%，同比-0.1/-1.4pcts，主要来自下半年销售费用同比增加和政府补助同比大幅减少。公司在业绩会上宣布，将会在25年投入12亿生育补贴计划，希望以此提升整体销售。
- **推荐逻辑：**2024年出生人口954万，比23年增加52万人，奶粉行业压力预计有所缓解。24年公司派息率达76%，目前股息率为5%，股东回报较高，PE-TTM为12.8x，处于较为低估的水平。

图表19 公司收入及增速



图表20 公司净利润及增速

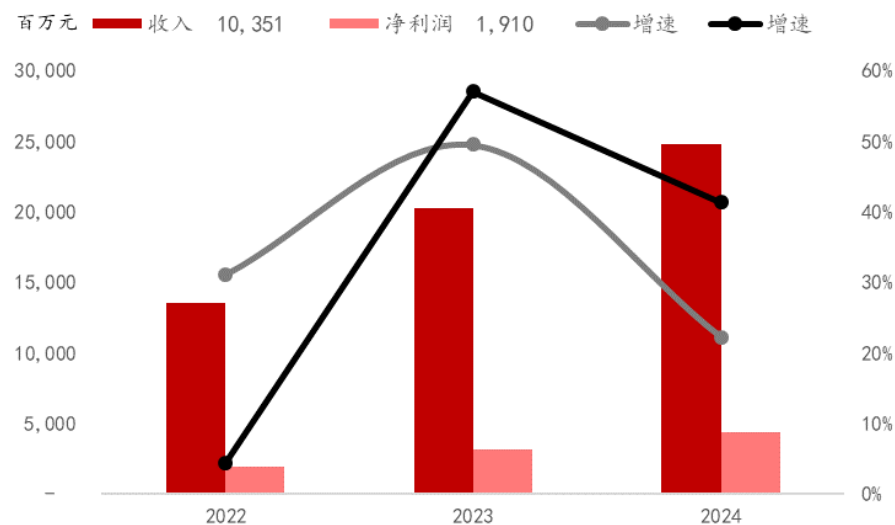




蜜雪集团 2097.HK – 平价奶茶王者

- **业绩情况：**蜜雪冰城是全国最大的奶茶企业，以加盟店形式经营，产品平均价格约为6元。24年全年收入248亿/+22%，净利润44亿/+41%。截止2024年12月，门店总数46479家/+23%，平均单店收入59万/-3.2%。作为平价奶茶的王者，公司仍保持着强劲的增长。
- **推荐逻辑：**开店仍然有空间，预期25年仍然能够保持正增长。市场预期25年净利润为50亿，增长14%，对应PE为31x。我们认为目前市场对于25年保持正增长的企业，给的估值较为慷慨，未来股价仍有上涨空间。

图表21 公司收入及净利润



图表22 门店布局

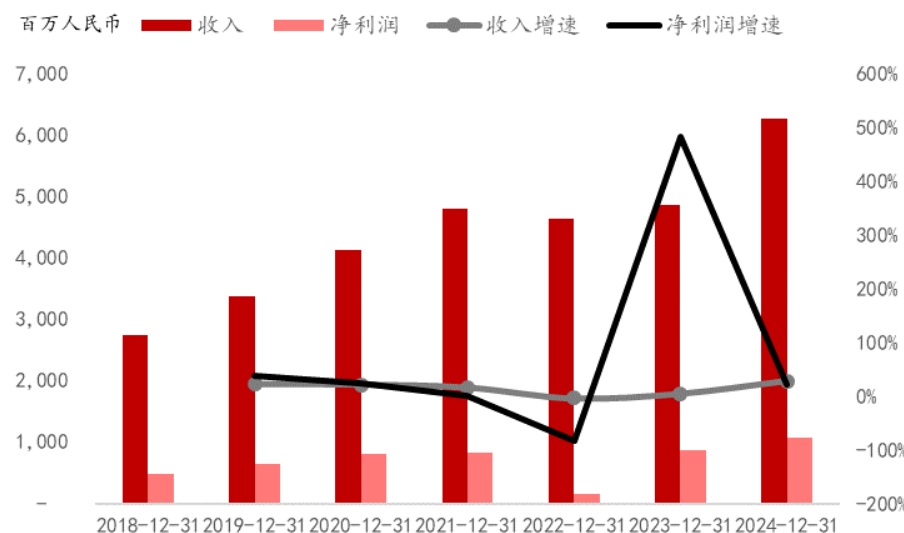




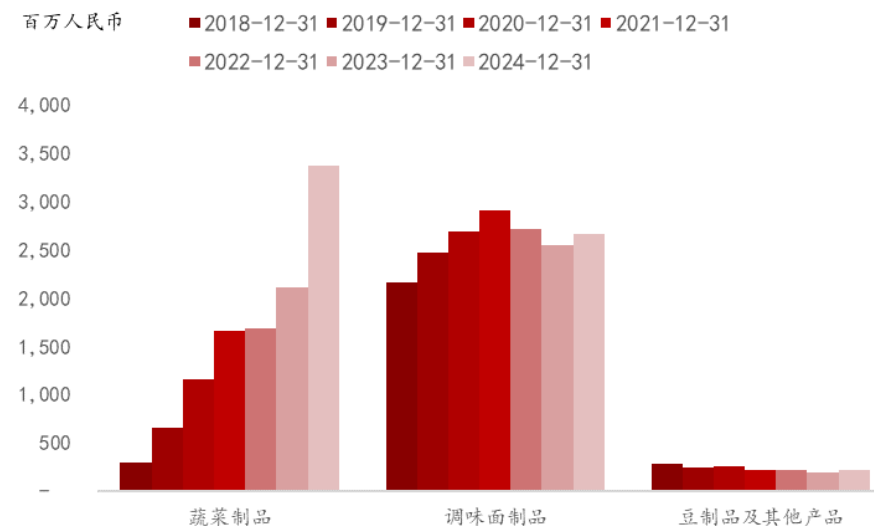
卫龙 9985.HK – 业绩向好

- ▶ **业绩情况：**公司品牌知名度高，在辣条和魔芋爽赛道的市占率第一。公司以辣条起家，成功打造魔芋爽第二增长曲线。23年逐步砍掉5毛钱的产品，导致面制品销量下滑明显。2024年实现营收62.66亿元/+28%，归母净利润10.69亿元/+21%。公司24FY调味面制品/蔬菜制品/豆制品及其它产品分别实现收入26.67/33.71/2.29亿元，收入分别同比+4.63%/+59.16%/+12.25%，面制品恢复增长，蔬菜制品保持高速增长，已经成为公司最大业务板块。
- ▶ **推荐逻辑：**我们认为卫龙已经走出渠道改革的低迷期，业绩表现持续向好。2024年派息率为99%，分红比例创新高，目前股息率2.8%。我们预期今年公司仍将保持良好的增长，25年市场一致预期净利润为13亿，对应PE为27x。结合市场情绪切换，我们认为公司的股价具备很大弹性。

图表23 公司收入及净利润



图表24 分业务线收入

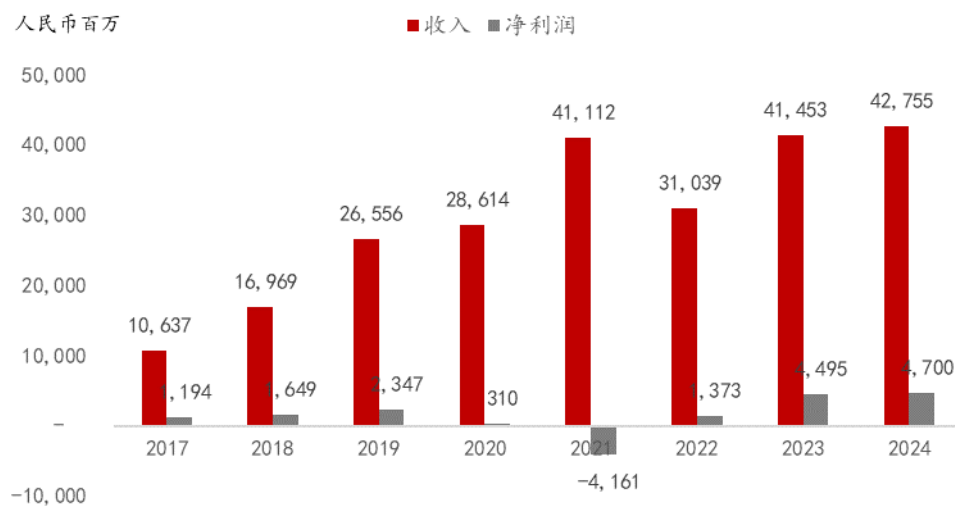




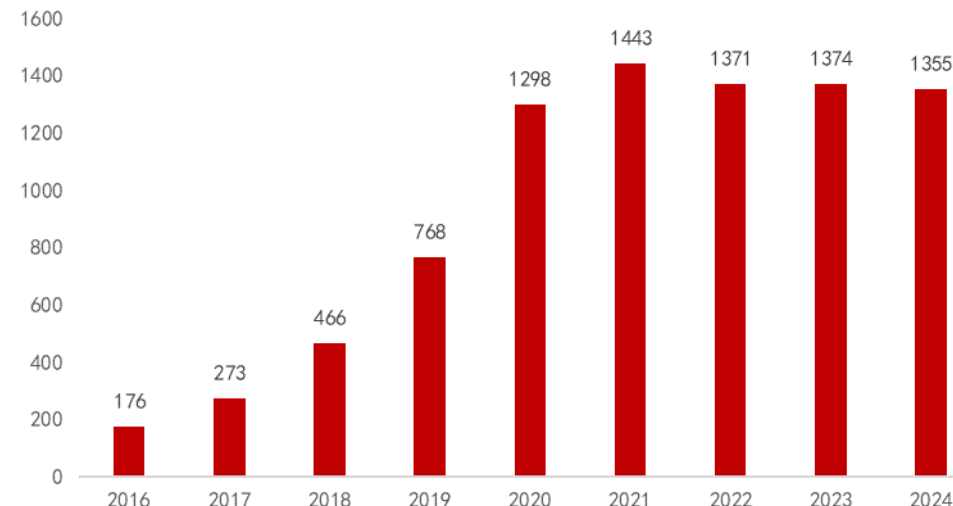
海底捞 6862.HK – 餐饮龙头，表现稳健

- **业绩情况：**海底捞整体门店翻台率1月翻台率环比小幅提升，同比持平。25年春节假期平均翻台率同比下降，降幅不超过5%，3月翻台率同比高单位数下降。2024年收入427.55亿元，同比增长2.72%；实现净利润47.08亿元，同比增长4.65%。截止12月底，门店数量1355家，加盟店13家，门店总数较23年净减少19家。24年客单价止跌回升，原材料价格的下行拉动核心净利润率提升1.9pct。
- **推荐逻辑：**海底捞仍是火锅行业中最具价值的品牌之一，在消费环境整体承压的背景下，24年还是实现了亮眼的业绩。尽管行业从下半年开始压力较大，但公司表现仍然好于同行。目前估值水平合理PE-TTM仅为17x。我们认为情绪好转的背景下海底捞股价将首先受益。

图表25 公司收入及净利润



图表26 海底捞门店数量

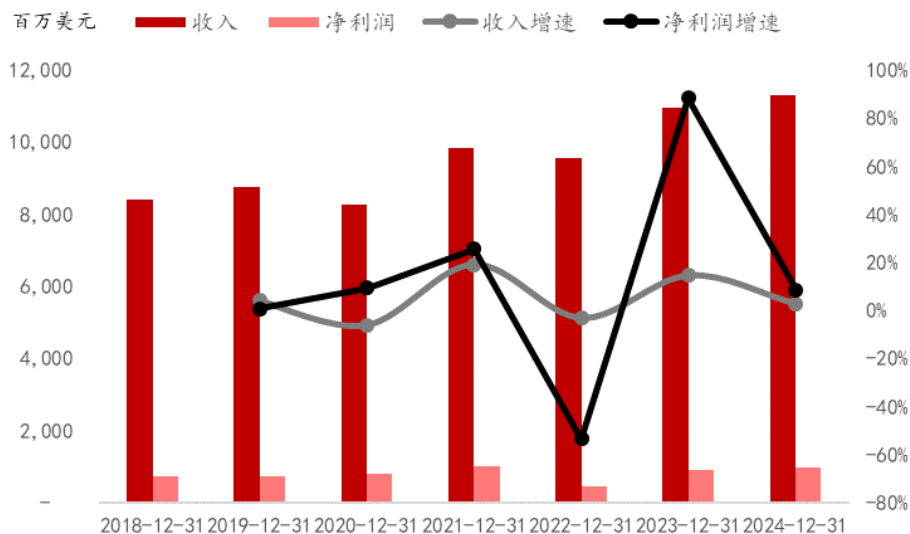




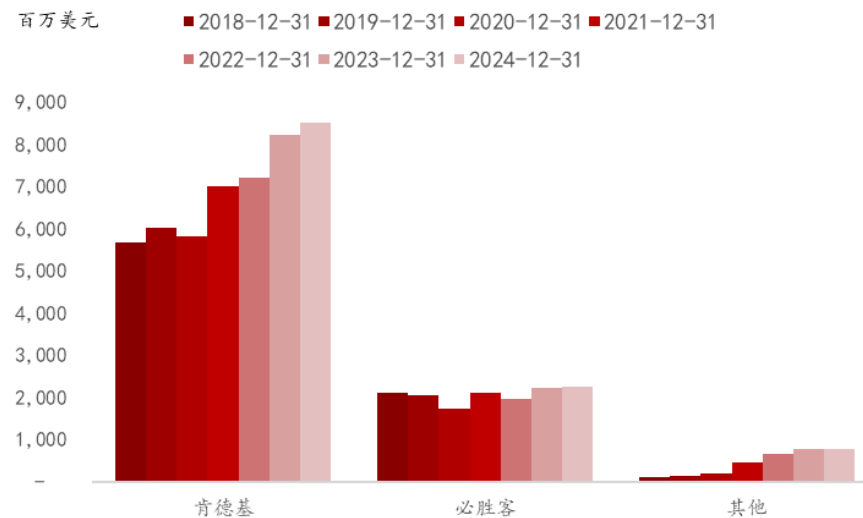
百胜中国 9987.HK – 餐饮龙头，表现稳健

- **业绩情况：**百胜中国第四季度总收入同比增长4%至26亿美元，系统销售额同比增长4%，核心经营利润同比增长36%，净利润同比增长18%至1.15亿美元。全年收入113亿，同比增长3%，净利润9.8亿，同比增长8.8%。肯德基客单价稳定在38元，环比持平，同比下降4%，交易量上升3%，同店收入下降1%。截止24年12月门店数量达到1.16万家，第四季度净新增365家门店，总门店数较去年同期增长13.1%，表现依旧非常优秀。
- **推荐逻辑：**在消费环境承压的当下，公司充分体现了它的韧性，有穿越周期的能力。我们认为百胜中国在快餐赛道具备相当大的竞争优势和品牌影响力，管理层经营能力卓越，公司抗风险能力强。目前PE-TTM为18.7x，处于较低估的状态。

图表27 公司收入及净利润



图表28 收入构成

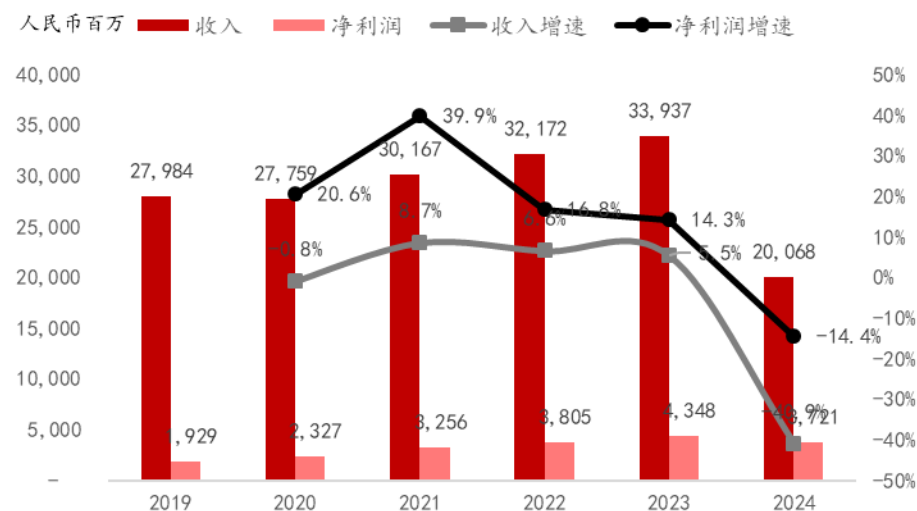




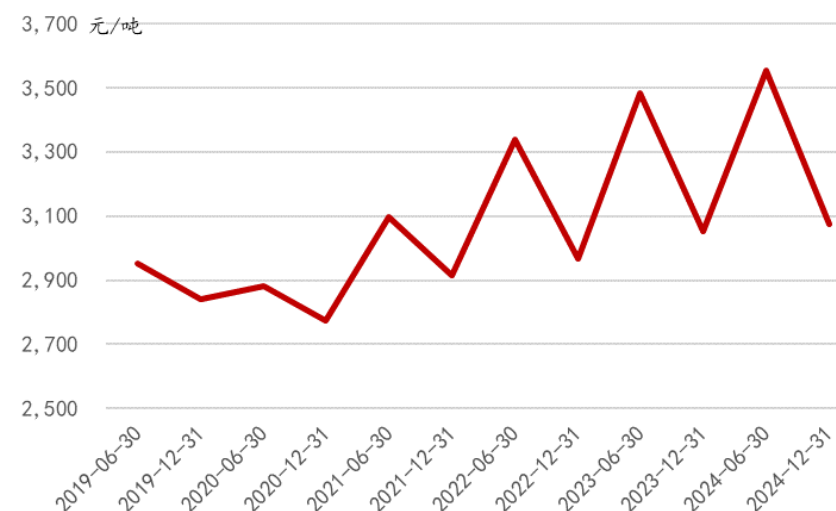
华润啤酒 0291.HK – 坡长雪厚

- **业绩情况：**24年实现总营业收入386.35亿元，同比减少0.8%；实现净利润47.6亿元，同比减少8.7%，扣除一次性收入及费用的EBIT为63.4亿，同比增长2.9%。啤酒高端产品仍在增长。整体销量下降2.5%，但高档以上销量同比增长9%，次高及以上产品销量基本持平，喜力增速近20%，老雪、红爵销量近翻倍，中档以上销量占比超过50%。销售单价同比增长1.5%，每千升毛利增长4.9%。
- **推荐逻辑：**我们认为啤酒和白酒业务都是坡长雪厚的优质赛道，行业格局明显改善。在优秀的管理层带领下，我们长期继续看好华润啤酒的发展前景，虽然短期有一定逆风，但是经过24年的低基数，25年行业有望迎来复苏。当下已经极为低估，PE-TTM为17x。

图表29 公司收入及净利润



图表30 销售单价 (元/吨)

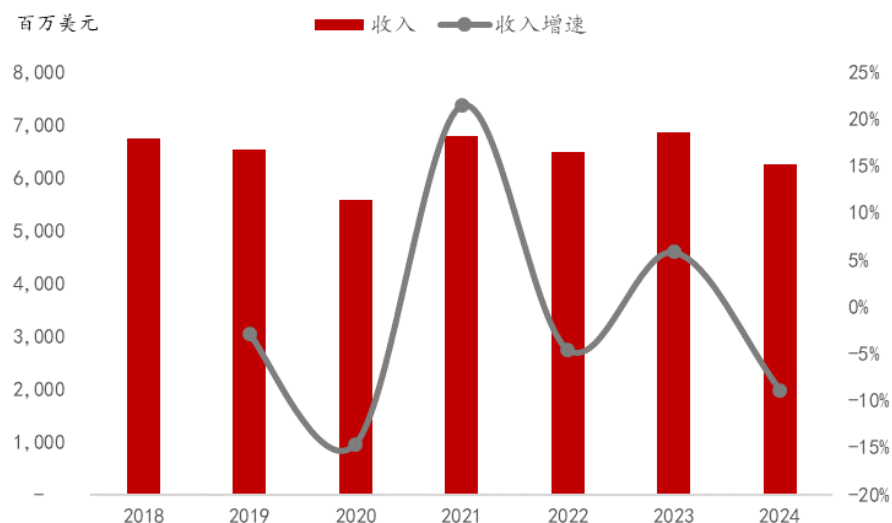




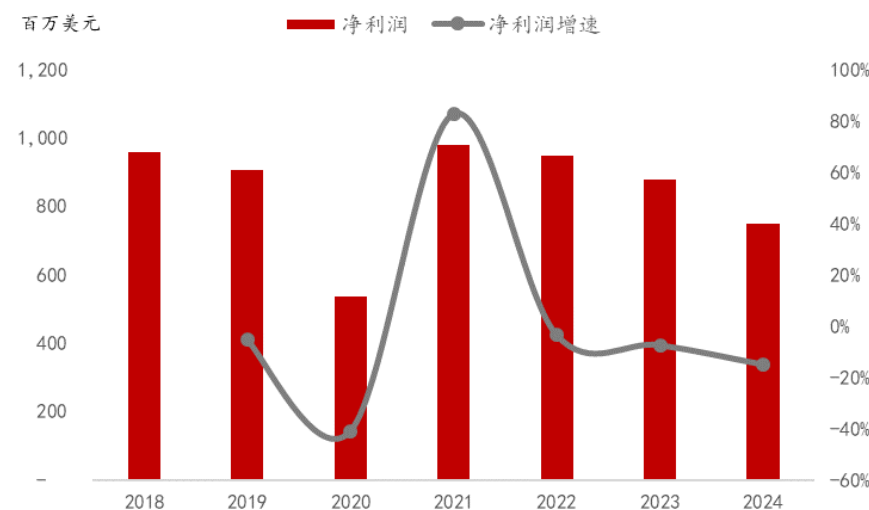
百威亚太 1876.HK – 股息率具有吸引力

- **业绩情况：**2024年全年实现营收62.46亿美元，内生同比-7.0%；正常化EBITDA为18.07亿美元，内生同比-6.3%。其中，24Q4实现营业收入11.42亿美元，内生同比-11.0%；正常化EBITDA为2.28亿美元，内生同比-7.2%。公司2024年全年销量848.11万千升/-8.8%，第四季度136.13万千升-12.7%，全年吨酒价同比+2.0%，第四季度+1.9%。四季度中国市场销量下滑18.9%，主要是主动去库存。
- **推荐逻辑：**百威亚太近几年受到消费环境及行业竞争，面临一定逆风。但我们认为行业竞争格局较好，且百威品牌仍极具价值。公司24年派息率102%，当下股息率5.1%，PE-TTM为20x。股东回报较有吸引力。

图表31 公司收入及增速



图表32 净利润及增速



多谢！
国证国际研究部

免责声明

客户服务热线 香港：22131888

国内：4008695517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；

增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；

中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；

减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；

卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000传真：+852-22131010