



消费行业 2025 年中期展望：新常态下的新趋势带来新的机遇

- 1H25 回顾：消费环境整体有所回暖，新消费异军突起：**尽管外部环境充满挑战，但在政策刺激下，2025 年上半年整体消费环境边际有所改善，主要体现在消费者信心有所恢复、消费品零售总额增速环比提升。尽管大部分传统消费赛道的终端需求依然偏弱，但以泡泡玛特、老铺黄金和蜜雪冰城为代表的新消费或新零售企业异军突起，不仅业绩高速增长，股价也突飞猛进，成为 1H25 消费市场最大的亮点。
- 2H25 展望：新趋势带来新机遇：**2H25 的宏观大环境依然将面临较大的不确定性，因此终端需求的恢复能见度依然不高。但各个消费子行业经过一年的供给侧改革，行业供需关系有望重回平衡，利好行业竞争格局的改善。我们认为中国新的消费环境已经催生出新的消费趋势，从而为中国消费企业带来新的发展机遇。我们认为，相较传统必选消费，可选消费企业有更多机会来适应新的消费趋势，从而带来新的增长机遇。因此，我们短期更看好可选消费的股价表现，尤其是那些积极迎合以下消费趋势的新零售消费公司。
 - （一）低线市场成为兵家必争之地：**根据我们的调研，低线城市及农村的消费者短期消费信心恢复较为显著。同时，低线市场消费者的品牌意识和对品质的诉求仍在持续提升，对传统消费产品仍有消费升级的空间。我们认为积极迎合低线市场的消费趋势将为消费企业带来更大的扩张空间。（代表企业：蜜雪冰城、瑞幸咖啡）。
 - （二）传统消费赛道持续聚焦性价比：**较弱的经济大环境导致消费者更理性的消费意识，消费者中长期将持续聚焦大众消费品的性价比。对传统消费企业来说，想要扩大市场份额，就要不断提升产品的质价比，以较低的价格向消费者提供更大的产品价值。（代表企业：蜜雪冰城、瑞幸咖啡）。
 - （三）悦己消费与情绪消费需求旺盛：**在物质生活丰富的当下，人们的消费重点从基本的生理需求转向更高层次的心理需求（包括社会需求和自我实现）。这就要求消费品企业能够通过产品设计、品牌文化、品牌营销等方面与消费者产生更多的情感共鸣，从而为消费者带去更大的情绪价值。（代表企业：泡泡玛特、老铺黄金）。
 - （四）行业去库存有望进入尾声：**在经历了痛苦的清库存以后，大部分消费品企业的库存已经回到相对健康的水平。我们预测各个消费子行业 2H25 的库存压力将边际缓解，整体的促销环境一定程度上将得到改善。我们认为主要消费品企业在市场需求显著恢复之前都会采取较为谨慎的发货策略，加大对渠道库存的管理。（代表企业：蒙牛、李宁）。
 - （五）关税战无法阻止中国消费企业出海脚步：**尽管中美贸易战短期会带来较大的不确定性，但中国消费企业出海寻求新的增长曲线从长期来看是大势所趋。我们认为成熟的海外供应链是消费品企业出海的基础，而有竞争力的产品和强大的品牌知名度是决定出海成败的关键。（代表企业：泡泡玛特、蜜雪冰城、瑞幸咖啡）。
- 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

2025 年 6 月 3 日

行业指数表现

注：数据截至 2025 年 5 月 29 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

扫码关注浦银国际研究

目录

2025 年上半年回顾：消费环境整体有所回暖，新消费异军突起	5
2025 年中期展望：新趋势带来新机遇	10
(一) 低线市场成为兵家必争之地	13
(二) 传统消费赛道持续聚焦性价比	15
(三) 悦己消费与情绪消费需求旺盛	17
(四) 行业去库存有望进入尾声	21
(五) 关税战无法阻止中国消费企业出海脚步	23
重点消费行业 2025 年中期展望	30
运动服饰行业：需求弱复苏，消费分级明显	30
啤酒行业：短期高端化受阻，长期消费场景多样化	33
液态奶行业：上游正积极去产能，有望达到供需平衡	37
奶粉行业：结构性挑战持续，行业集中度将持续提升	41
化妆品行业：从研发和核心成分出发，盈利重要性提升	44
餐饮行业：弱复苏下，餐饮品牌盈利能力恐持续分化	47
酒店旅游行业：旅游市场火热，运营指标有望企稳回升	50
浦银国际消费行业覆盖公司	53

图表目录

图表 1: 中国消费者信心指数.....	5
图表 2: 城镇居民人均可支配收入同比增长.....	5
图表 3: 中国总体社会消费品零售总额增速, 2022 年至今.....	6
图表 4: 中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速, 2022 年至今.....	6
图表 5: 2025 年 1-4 月社会零售总额分品类同比增长.....	6
图表 6: MSCI 中国指数、MSCI 中国可选消费和必选消费指数变化.....	7
图表 7: 恒生指数走势.....	7
图表 8: 中国消费子板块股价自 2025 年年初至今表现.....	7
图表 9: 中国 2021 年以来推出的促进消费和房地产政策.....	8
图表 10: 必选消费与可选消费的前瞻市盈率对比.....	10
图表 11: 消费子行业 2025 年中期展望及建议关注标的.....	12
图表 12: 嗨捞火锅门店.....	14
图表 13: 必胜客 WOW.....	14
图表 14: 瑞幸门店.....	14
图表 15: 肯德基小店模式.....	14
图表 16: 瑞幸直营门店的平均单杯价格.....	15
图表 17: 古茗和蜜雪冰城的柠檬水产品.....	15
图表 18: 肯德基与必胜客的同店销售、同店客流以及客单价同比变化, 1Q23-1Q25.....	16
图表 19: 肯德基饼汉堡 OK 三件套.....	16
图表 20: 必胜客 WOW 菜单.....	16
图表 21: 泡泡玛特收入增长.....	17
图表 22: 泡泡玛特中国与海外收入分布.....	17
图表 23: 泡泡玛特 Molly 广告.....	18
图表 24: 泡泡玛特 Labubu 3.0.....	18
图表 25: “五一”期间国内旅游人数.....	18
图表 26: “五一”国内旅游收入及人均出游消费.....	18
图表 27: 洛阳汉服旅拍.....	19
图表 28: 山东临沂景区沉浸式抗战演出.....	19
图表 29: 社零及化妆品社零当月同比增长趋势.....	20
图表 30: 蒙牛 2015-2024 收入同比增速.....	21
图表 31: 伊利 2015-2024 收入同比增速.....	21
图表 32: 各品牌渠道库销比.....	22
图表 33: 消费企业招股书中的海外业务拓展计划.....	23
图表 34: 中国主要消费品品类 2025 年 1-4 月出口额.....	25
图表 35: 中国主要商品品类 2025 年 1-4 月出口额同比增长.....	25
图表 36: 泡泡玛特、特海、名创优品等企业海外收入按地区分布, 2024.....	27
图表 37: 消费行业估值表.....	28
图表 38: 主要运动服饰品牌 1Q23-1Q25 零售流水表现.....	30
图表 39: 各品牌渠道库销比.....	31
图表 40: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2024 复合增长率.....	32
图表 41: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2024.....	32
图表 42: 啤酒行业产量同比增长.....	33

图表 43: 各啤酒玩家销量表现	33
图表 44: 各啤酒玩家吨价表现.....	33
图表 45: 主要啤酒玩家各渠道的销量占比 (疫情前)	34
图表 46: 主要啤酒玩家各渠道的销量占比 (疫情后)	34
图表 47: 各国啤酒零售价格比较, 2024.....	35
图表 48: 中国啤酒单吨零售价以及同比增长.....	35
图表 49: 各啤酒玩家单吨成本同比变化, 2023-1Q25.....	35
图表 50: 澳洲大麦价格走势.....	36
图表 51: 中国小麦价格走势.....	36
图表 52: 中国长江铝价格走势.....	36
图表 53: 中国玻璃价格指数.....	36
图表 54: 中国牛奶零售价.....	37
图表 55: 中国乳制品当月产量.....	37
图表 56: 中国原奶价格走势.....	38
图表 57: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势.....	38
图表 58: 中国液态奶以及白奶的零售价格同比变化, 2011-2024	38
图表 59: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2024 销售额复合增长率	39
图表 60: 各国人均奶类产品销量比较, 2024.....	39
图表 61: 乳制品行业前两名市场集中度, 2019-2024	40
图表 62: 中国白奶前两名市场集中度, 2019-2024	40
图表 63: 中国出生人口	41
图表 64: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速.....	42
图表 65: 不同国家奶粉行业集中度 (前三名) 比较, 2024.....	42
图表 66: 飞鹤历史市盈率估值.....	43
图表 67: 澳优历史市盈率估值.....	43
图表 68: 中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比.....	44
图表 69: 天猫 2024-2025 年大促美妆排名	45
图表 70: 中国餐饮行业收入同比变化.....	47
图表 71: 中国主要餐饮品牌 2024 与 1Q25 同店销售同比表现.....	47
图表 72: 中国主要餐饮品牌客单价的同比变化, 2024 与 1Q25.....	48
图表 73: 中国主要餐饮品牌餐厅利润率, 2023-2024	49
图表 74: 中国境内、境外旅游人次对比 2019 年情况.....	50
图表 75: 中国居民人均消费支出 CAGR 增长.....	51
图表 76: 中国移动互联网用户城市线级占比分布, 2024.....	51
图表 77: 累计国际航班客运量对比 2019 年同期水平.....	51
图表 78: 中国酒店设施数量.....	52
图表 79: 国内和国际航线客运量对比 2019 年水平.....	52
图表 80: SPDBI 消费行业覆盖公司	53

消费行业 2025 年中期展望：新常态下的新趋势带来新的机遇

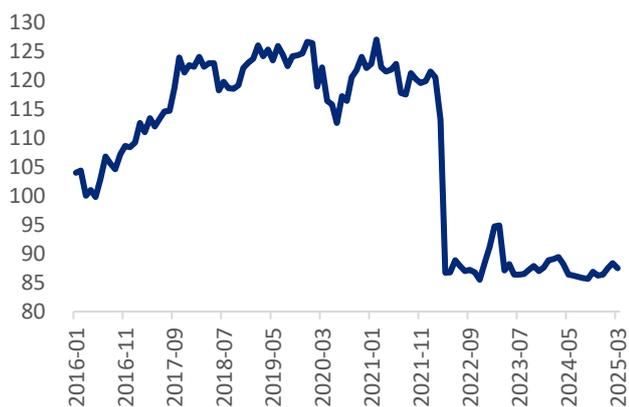
2025 年上半年回顾：消费环境整体有所回暖，新消费异军突起

2025 年初至今（截至 5 月 29 日），动荡的国际形势和多变的外部环境给国内的经济形势带来一定的不确定性。特朗普政府点燃中美贸易战，令中国外贸行业和制造业承压，也间接影响了整体的就业环境。

尽管如此，我们欣慰地看到，中国消费者信心指数并没有因为经济大环境承压而有所恶化，反而在 2025 年至今有小幅的反弹。我们认为这在很大程度上是由于中国在中美贸易战中沉稳的表现为消费者带来了较大的信心，同时也归功于国家出台的一系列促消费、扩内需的政策。另外，城镇居民的人均可支配收入同比增速相较 2024 年也有所回升。

基于以上，2025 年 1-4 月的社会消费品零售总额的增速相较 2024 年下半年有所改善。具体来看，2025 年 3-4 月的社会消费品零售总额增速达到 5% 以上，在 1-2 月的基础上继续加速。

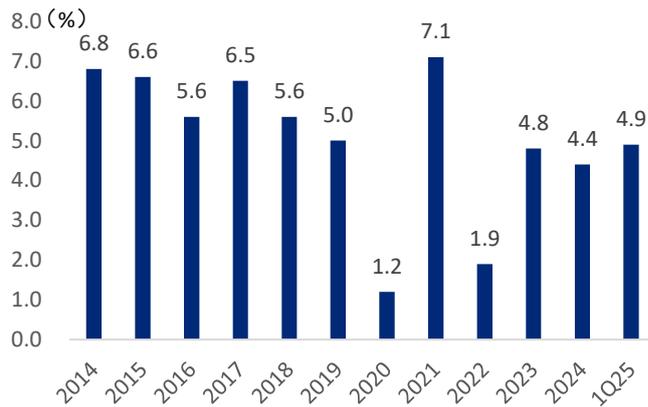
图表 1：中国消费者信心指数



注：截至 2025 年 3 月

资料来源：国家统计局、同花顺、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 2025 年一季度

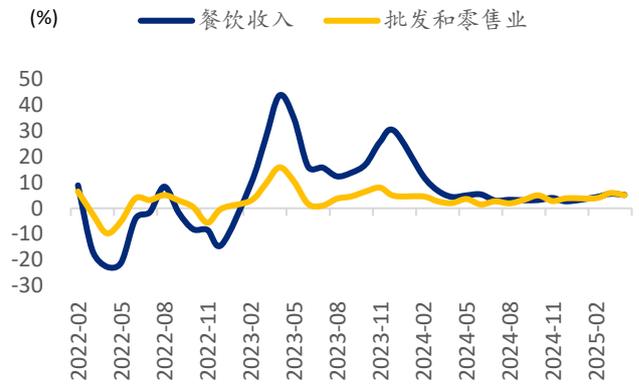
资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 3: 中国总体社会消费品零售总额增速, 2022 年至今



注: 截至 2025 年 4 月数据
资料来源: 国家统计局、同花顺、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, 2022 年至今

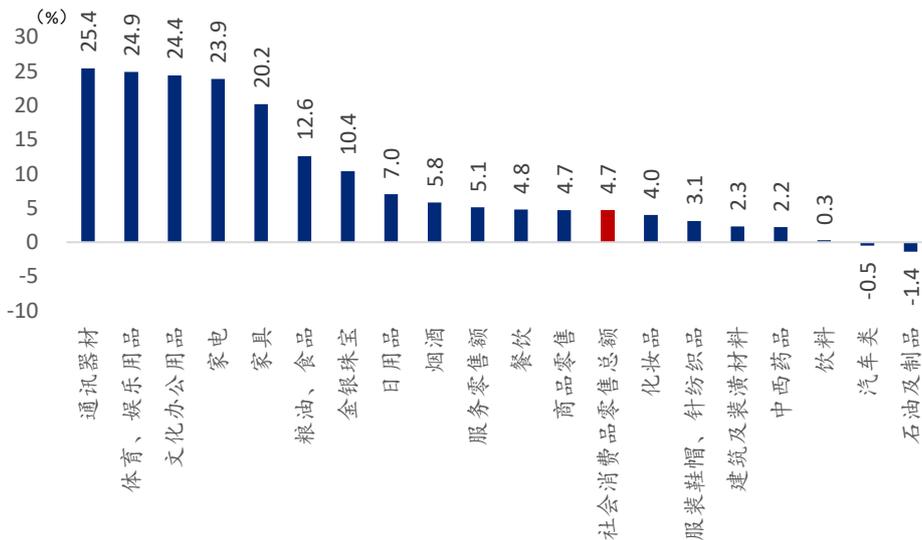


注: 截至 2025 年 4 月
资料来源: 国家统计局、同花顺、浦银国际

分消费板块来看, 受益于以旧换新政策的不断扩容, 通讯器材、文化办公用品、家电、家具都录得远高于均值的增速。体育、娱乐用品的高增长可能是受益于当前文旅深度融合以及全民健身意识的提升。

除此之外, 粮油食品和金银珠宝的增速较高, 而其他传统消费品类的增速都维持在中单位数。金银珠宝增速较高主要是金价上涨所驱动的。

图表 5: 2025 年 1-4 月社会零售总额分品类同比增长

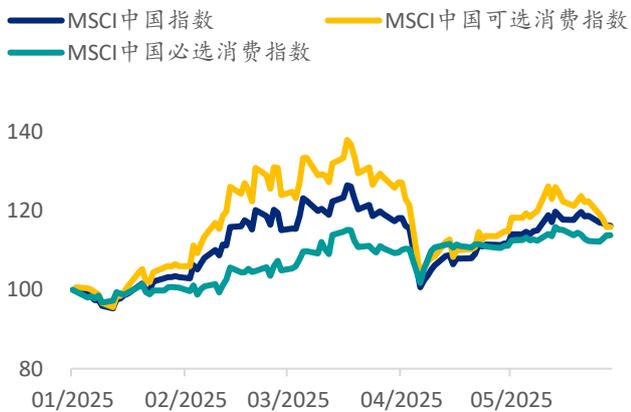


资料来源: 同花顺、国家统计局、浦银国际

另外，2025 年以来中国消费行业继续表现出较大的分化。一方面，大部分的传统消费赛道的终端需求依然较弱，比如乳制品、啤酒、运动服饰等。较弱的终端需求通常会导致较高的渠道库存水平，而企业不得不加大促销力度来降低库存水平。这也是为什么我们观察到不少传统消费子行业整体的促销力度较大，竞争较为激烈。

另一方面，以泡泡玛特、老铺黄金以及蜜雪冰城为代表的新零售企业在 2025 年至今录得较高的收入与利润增长。相较传统消费企业，年初以来新零售企业的股价突飞猛进，帮助整体可选消费指数表现好于必选消费。

图表 6: MSCI 中国指数、MSCI 中国可选消费和必选消费指数变化



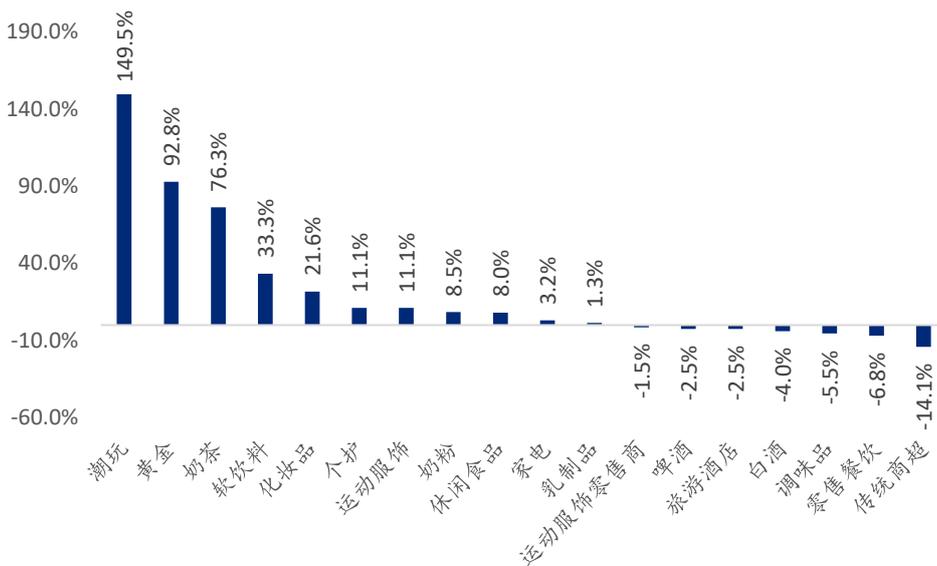
注：数据截至 2025 年 5 月 29 日，资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7: 恒生指数走势



注：数据截至 2025 年 5 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8: 中国消费子板块股价自 2025 年年初至今表现



注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：中国 2021 年以来推出的促进消费和房地产政策

日期	标题	发布机构	概述
2021 年 3 月 13 日	“十四五规划”	中共中央、 国务院	依托强大国内市场，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，促进国民经济良性循环。深入实施扩大内需战略，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键性作用，建设消费和投资需求旺盛的强大国内市场。
2021 年 7 月 19 日	开展国际消费中心城市培育建设	商务部	经国务院批准，在上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市率先开展国际消费中心城市培育建设。
2022 年 4 月 25 日	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	国务院	聚焦促消费提出五方面 20 条政策举措，涵盖：1. 应对疫情影响，促进消费有序恢复发展；2. 全面创新提质，着力稳住消费基本盘；3. 完善支撑体系，不断增强消费发展综合能力；4. 持续深化改革，全力营造安全放心诚信消费环境；5. 强化保障措施，进一步夯实消费高质量发展基础。
2022 年 7 月 5 日	关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知	商务部等十 七部门	文件聚焦支持新能源汽车购买使用、加快活跃二手车市场等 6 个方面，提出要破除新能源汽车市场地方保护，降低新能源车使用成本，支持二手车流通规模化发展等政策措施。
2022 年 6 月 30 日	数字化助力消费品工业“三品”行动方案（2022—2025 年）	工信部等五 部门	提出数字化助力增品种、提品质、创品牌三个方面 10 项任务，并以专栏的形式设置创新能力提升、数字化设计能力提升、数字化绿色化协同能力提升、质量管控能力提升、智慧供应链管理能力提升、品牌培育能力提升六大工程。
2022 年 7 月 28 日	关于促进绿色智能家电消费的若干措施	商务部等十 三部门	将在全国开展家电以旧换新活动，推进绿色智能家电下乡，鼓励基本装修交房和家电租赁，实施家电售后服务提升行动，加强废旧家电回收利用
2022 年 12 月 14 日	扩大内需战略规划纲要（2022-2035 年）	中共中央、 国务院	对全面促进消费，加快消费提质升级作出了重要部署，提出顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，扩大服务消费，适当增加公共消费，着力满足个性化、多样化、高品质消费需求。
2023 年 6 月 8 日	商务部办公厅关于组织开展汽车促消费活动的通知	商务部	商务部将组织开展汽车促消费活动：1.“百城联动”汽车节，内容包括建立“百城联动”重点活动清单、聚焦全链条促进汽车消费、强化购车优惠政策支持；2.“千县万镇”新能源汽车消费季，内容包括举办消费季系列活动、推动适销对路车型下乡、推动售后服务网络下沉、推动完善农村充电基础设施。
2023 年 6 月 9 日	关于做好 2023 年促进绿色智能家电消费工作的通知	商务部等四 部门	统筹线上线下消费渠道，组织举办家电节、购物街、网购节等活动，营造绿色智能家电消费浓厚氛围
2023 年 6 月 21 日	关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告	财政部、税 务总局、工 业和信息化 部	对购置日期在 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间的新能源汽车免征车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车免税额不超过 3 万元；对购置日期在 2026 年 1 月 1 日至 2027 年 12 月 31 日期间的新能源汽车减半征收车辆购置税，其中，每辆新能源乘用车减税额不超过 1.5 万元。
2023 年 7 月 18 日	关于促进家居消费若干措施的通知	商务部等十 三部门	涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，针对大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境 4 个方面提出 11 条措施。对旧屋改造和家居消费和企业的金融支持是两大亮点。
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。
2024 年 7 月 25 日	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》发布	发改委、财 政部	1.设备更新支持范围扩大到能源电力、老旧电梯等领域。 2.对按照《汽车以旧换新补贴实施细则》要求，报废旧车并购买新车的个人消费者，补贴标准由购买新能源乘用车补 1 万元、购买燃油乘用车补 7000 元，分别提高至 2 万元和 1.5 万元。 3.对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视等 8 类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的 15%，对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格 5%的补贴。 4.统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。
2024 年 9 月 24 日	国新办发布会提出三举措稳定房地产市场	国务院	1.引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，平均降幅 50 个基点，每年减少约 1500 亿元家庭利息支出。 2.统一首套房和二套房的房贷最低首付比例的操作将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25%下调至 15%。 3.5 月央行创设的 3000 亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由 60%提高至 100%； 4.提出将支持收购房企存量土地，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地； 5.经营性物业贷款和“金融 16 条”这两项房地产金融政策文件的期限将延迟到 2026 年底
2024 年 9 月 26 日	《关于促进肉牛奶牛生产稳定发展的通知》	农业农村部 等 7 部门	对稳定肉牛奶牛生产作出部署，帮助养殖户渡过难关。《通知》明确有效降低养殖场户饲草成本、强化信贷保险政策支持、促进肉牛奶消费等政策措施。

2024年 9月26日	新闻通气会	上海市人民政府 新闻办	投入市级财政资金5亿元，面向餐饮、住宿、电影、体育等4个领域发放消费券
2024年 9月27日	《关于优化调整南沙区房地产政策的通知》	广州市南沙区住房和城乡建设局	全面放开广州南沙区内住房限购
2024年 9月29日	7条楼市新政	上海市住房和城乡建设管理委员会	1.调整住房限购政策：非本市户籍及单身人士购买外环外住房所需缴纳社保和个人所得税年限调整至1年；持《居住证》且积分达标、在本市缴纳社保或所得税满3年的非本市户籍居民，在购买住房套数方面享受沪籍待遇；在自贸港临港新片区实施差异化的购房政策，对于在新片区工作的群体，可在新片区增购1套住房； 2.优化住房信贷政策：3.调整住房税收政策：调整增值税征免年限，将个人对外销售住房增值税征免年限由5年调整为2年；按照国家部署，及时取消普通住房标准和非普通住房标准，减少住房交易成本。
2024年 9月29日	《关于调整房地产市场平稳健康发展措施的通知》	广州市人民政府办公厅	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策，本市户籍、非沪及居民家庭和单身人士在全是范围内购买住房的，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
2024年 9月29日	《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	深圳市住房和城乡建设局	首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付调整为不低于20%；购房居民家庭及成年单身人士名下已有住房无按揭抵押登记或只有一套按揭抵押登记，新购买的住房，在办理个人住房贷款业务时可适用第二套住房贷款政策。有两个及以上未成年子女的居民家庭，在购买第二套住房的，在办理个人住房贷款业务时可适用首套住房贷款政策。 将个人住房转让增值税征免年限由5年调整到2年。取消商品住房和商务公寓转让限制。
2024年 9月30日	《关于进一步优化我市房地产政策相关事项的通知》	厦门市促进房地产市场平稳健康发展领导小组办公室	全面取消住房限售；优化个人住房贷款政策：第二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为15%；优化住房套数设定：住房套数按拟购住房所在区辖区范围认定。
2024年 9月30日	《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》	北京市	1.落实国家关于降低存量房贷利率政策； 2.居民首套商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%；第二套商品住房最低首付比例调整为不低于20%； 3.非本市户籍居民家庭购买五环内商品住房的，缴纳社保或个人所得税的年限，调整为满3年及以上；购买五环外的商品住房的年限调整为2年以上；符合本市经济涉水发展需要的高层次和继续紧缺人才购买本市商品住房的，缴纳年限调整为1年； 4.通州区商品住房按全市统一政策执行； 5.本市户籍成年单身人士与未成年子女共同生活的，按本市户籍居民家庭执行住房限购政策； 6.对二孩以上本市户籍居民家庭购买商品住房，申请公积金个人住房贷款的，可贷款额度上浮40万元。 7.取消普通住房和非普通住房标准
2024年 9月30日	《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的十条措施》	湖南省株洲市人民政府 办公室	农村户口居民进城购房，根据本人意愿，可在办理户口迁移后，按相关政策办理子女入学政策
2024年 10月12日	《国务院新闻办新闻发布会》	财政部	允许专项债券用于土地储备，使用专项资金回收存量土地或新增储备。支持收购存量商品房，2项支持措施：1)用好专项债券收购存量商品房，2)继续用好保障性安居工程补助资金（以前以新建为主，现以消化存量房为主）。基石优化完善相关税收政策，目前正在抓紧研究明确和取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税政策。
2024年 11月9日	《全国人大常委会办公厅新闻发布会》	财政部	为了缓解地方政府的化债压力，除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模和债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务，加大力度支持地方化债风险。
2024年 11月9日	《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》	财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部	加大住房交易环节的契税优惠力度，将享受1%契税优惠税率的住房面积标准由90平方米提高到140平方米。对于购买首套房的家庭，购房面积在90—140平方米的，契税从1.5%降至1%；对于购买二套房的家庭，购房面积不超过140平方米的，契税统一降至1%；140平方米以上的，从3%降至2%。
2025年 1月5日	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发展改革委 财政部	通知提出：1)享受以旧换新补贴的家电产品，由去年的8类增加到12类（新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲），单件最高仍为享受销售价格20%的补贴。考虑到居民家庭实际需求，将每位消费者购买空调产品最多补贴1件增加到3件。2)将以旧换新政策延伸至手机、平板电脑和智能手表等三类数码产品，按产品销售价格的15%给予补贴，每件补贴不超过500元。3)扩大汽车报废更新支持范围并完善汽车置换更新补贴标准。
2025年 3月5日	2025年政府工作报告	中共中央	将2025年消费品“以旧换新”的资金支持额度从去年的1500亿元翻倍到3000亿元。
2025年 5月7日	《国务院新闻办新闻发布会》	中国人民银行、国家金融监督管理总局	央行将降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。5年期以上首套房利率从2.85%降至2.6%，其他期限利率同步调整。潘行长介绍该举措或每年节省居民公积金贷款利息支出超过200亿元。国家金融监督管理总局提出将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，以助力持续巩固房地产市场的稳定态势。

资料来源：政府部门网站、浦银国际整理

2025 年中期展望：新趋势带来新机遇

展望 2025 年下半年，宏观大环境依然将面临较大的不确定性。我们预计国家将在下半年推出力度更大的货币政策和财政政策来刺激经济活力和改善就业环境，从而提升消费者的安全感和对未来的信心。同时，我们预计政府将持续出台有效的促消费扩内需的政策，提升消费者的消费意愿。

经过过去一年积极的供给侧改革，我们认为各个消费子行业的供需关系有望在下半年重回平衡点。与此同时，各个消费子行业在努力地清理渠道库存后，其库存水平也在逐步降低。因此，我们预计消费行业整体的竞争格局在 2025 年下半年将有所改善。

尽管传统消费品的市场需求尚待恢复，但我们在过去一年里观察到，以泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪冰城以及瑞幸咖啡为代表的新零售企业的收入经历了高速增长。这很大程度上归功于这些新零售企业顺应了当下的消费趋势，迎合了消费者不同的消费心理需求，包括但不限于（1）低线市场的消费升级，（2）越来越注重质价比，以及（3）对悦己体验和情绪价值的聚焦。

我们认为中国消费已经进入新的常态，而新的消费环境催生新的消费趋势，从而为中国消费企业带来新的发展机遇。只有那些能够快速和积极地调整运营策略来适应新的消费趋势的消费品企业，才能够继续取得收入和市场份额的扩张。

图表 10：必选消费与可选消费的前瞻市盈率对比



注：截至 2025 年 5 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际



尽管必选消费的整体估值低于可选消费，但必选消费在当下的消费环境下较难对产品和市场策略做出调整来适应新的消费趋势，且必选消费更容易受到渠道库存等因素的影响。相较必选消费，可选消费品牌在产品定位以及消费体验等方面的调整空间更大，可操作性更强。

可选消费：后续更强的刺激政策有望驱动旅游和餐饮（包括奶茶、咖啡）等可选子行业的持续复苏。同时，消费者对悦己消费与情绪消费的旺盛需求有望继续拉动潮玩、运动健康、医美、宠物和黄金珠宝等行业的持续增长。尽管可选消费的股价和估值在 1H25 已有大幅提升，但基于未来较高的收入与利润增长空间，可选消费的股价表现在 2H25 依然有望好于其他行业。我们看好品牌力强、基本面稳健、且在国内外有完善供应链布局的可选消费企业。

必选消费：我们认为政策支持对必选消费的帮助相对有限。另外，受宏观经济影响，消费者对传统必选消费品的性价比关注度持续提升，导致部分必选消费品子行业的客单价承压，竞争加剧。我们认为主要必选消费赛道的渠道库存已基本回到正常水平，2025 年的行业收入有望与终端销售同步增长。同时，必选消费整体估值相对较低、股息率相对较高，所以股价下行空间有限。一旦出现需求的回暖，必选消费股价弹性会比较大。

目前，**泡泡玛特 (9992.HK)**、**瑞幸咖啡 (LKNCY.US)**、**老铺黄金 (6181.HK)**、**亚朵集团 (ATAT.US)** 是我们 2025 年下半年在消费行业的首选。

图表 11：消费电子行业 2025 年中期展望及建议关注标的

细分板块	2025 年中期展望	建议关注
运动服饰行业	进入 2025 年下半年，我们认为运动服饰行业的渠道库存将基本回到相对正常的水平，各个品牌的促销力度有望环比减小。另外，我们预计主要品牌将在下半年纷纷推出新产品，因此新产品的销售占比有望提升。因此，我们判断 2025 年下半年的行业零售折扣有望同比保持稳定或小幅改善。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。	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。
啤酒行业	啤酒行业短期销售单价承压，主要是由于消费力下降很大程度上打击了现饮渠道的客流和销量，导致行业整体的渠道结构发生变化。我们认为，中国啤酒行业长期的高端化趋势与中国消费者的消费力以及消费意愿成正比。展望 2025 年下半年，我们认为原材料价格的压力依然不大，甚至对主要玩家的毛利率有正向的贡献。另外，啤酒企业将积极开拓大麦的采购来源，同时继续通过优化自身的生产效率来降低生产成本。	华润啤酒 (291.HK)、重庆啤酒 (600132.CH)、青岛啤酒 H 股 (168.HK) “买入”评级，百威亚太 (1876.HK)、青岛啤酒 A 股 (600600.CH) “持有”评级
液态奶行业	展望 2025 年下半年，我们预计：(1) 在乳企更谨慎的发货策略下，渠道库存有望维持健康水平。(2) 中国乳制品行业需求可能在奶价见底后表现出弱复苏的态势，行业规模有望实现低速增长。(3) 行业整体销售价格有望在促销力度减小的情况下维持稳定。白奶产品结构有望持续升级，但行业整体高端化空间不大。(4) 产品结构继续向白奶倾斜，白奶增速有望继续好于酸奶与乳饮料。我们依然认为，蒙牛的经营效率相较伊利有更大的改善空间，因此经营利润率未来提升的空间也略大于主要竞争对手。	蒙牛 (2319.HK) 的“买入”评级，维持伊利 (600887.CH) “持有”评级。
奶粉行业	我们认为中国人口出生率持续下降的大趋势短期难以逆转，并且可能令中国整体婴配粉行业的终端需求维持疲弱状态。长期来看，中国婴配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。中长期来看，我们认为中国婴配粉行业的市场集中度有望持续提升，头部企业有望通过较强的品牌力与营销能力继续抢占市场份额，从而取得高于行业的增长	飞鹤 (6186.HK) “买入”评级，澳优 (1717.HK)、伊利 (600887.CH) “持有”评级。
化妆品行业	2025 年下半年的中国化妆品行业进入增长轨道的确定性增强。同时，行业和消费者更加关注产品背后的科技和研发壁垒，并且纷纷大促中减少了促销比例，转向盈利导向。	维持巨子生物 (2367.HK)、珀莱雅 (603605.CH)、“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	我们观察到餐饮行业的消费趋势环比有所好转，客流与翻台率边际改善。展望 2025 年，在我国持续促消费、扩内需的大方向下，餐饮行业的整体表现有望继续触底反弹。同时，我们也看好中国餐饮品牌出海的趋势。	维持海底捞 (6862.HK)、瑞幸咖啡 (LKNCY.US) *、百胜中国 (YUMC.US/9987.HK) “买入”评级以及九毛九 (9922.HK)、特海国际 (9658.HK/HDL.US) “持有”评级。
酒店旅游行业	我们预计 2025 年下半年国内旅游市场出行人次仍有可观的增长空间。而 2025 年下半年国内旅游市场主要是由以下因素驱动：(1) 庞大的低线市场渗透空间；(2) 银发经济带量价同增；(3) Z 世代成为消费出行主力军；(4) 出境、入境游趋势恢复。我们认为尽管旅游人群的出行意愿仍较强，但旅游群体的结构性改变的趋势中增量以年轻和较低消费力的消费者为主，将抵消银发族所带动的消费力的提升。	酒店行业中，维持亚朵集团 (ATAT.US) * 和华住 (1179.HK/HTHT.US) “买入”评级，首旅酒店 (600258.CH) 和锦江酒店 (600754.CH) “持有”评级。OTA 行业中，维持携程集团 (9961.HK/TCOM.US) 以及同程旅行 (780.HK) “买入”评级。

注：*为行业首推；
资料来源：浦银国际

（一）低线市场成为兵家必争之地

根据麦肯锡调查，消费者信心基本保持稳定，有四分之三的受访者对中国经济保持乐观情绪。值得注意的是，不同区域消费者的信心恢复程度差异明显：

- （1） 相较城镇居民，农村居民的信心有较为显著的改善。
- （2） 三线城市的消费者是所有消费者中最为乐观的。
- （3） 年龄较长且较为富裕的城镇消费者的消费信心下降较为明显。
- （4） 生活在一二线城市、工资较低的千禧一代是最为悲观的一群人，主要是由于较高的工作不确定性、不断上升的居住成本以及房价的下降。

总体来看，低线城市以及农村的消费者的信心恢复较为显著，主要是由于政府推出的一系列政策有效地刺激了低线城市以及农村消费者的消费信心。相较而言，高线市场的消费者本身较为富裕，对政策刺激较不敏感，但高线城市消费者的就业压力更大、房价下跌导致资产缩水更严重、关税战的潜在影响也更大。

与此同时，不少消费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。然而，低线市场的渗透率却远低于高线市场，仍有许多消费者未被成功触达。

以现饮咖啡为例，中国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，但中国整体现饮咖啡的渗透率却远低于高线城市。

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，向下沉市场渗透、抢占低线市场消费者的心智成为了许多消费品企业这几年的重要战略目标。未来 2-3 年，我们持续看好那些积极开拓新产品，调整运营模式，从而努力迎合低线市场消费趋势的消费企业。

图表 12: 嗨捞火锅门店



资料来源: 大众点评、浦银国际

图表 13: 必胜客 WOW



资料来源: 大众点评、浦银国际

图表 14: 瑞幸门店



资料来源: 瑞幸官网、浦银国际

图表 15: 肯德基小店模式



资料来源: 搜狐、浦银国际

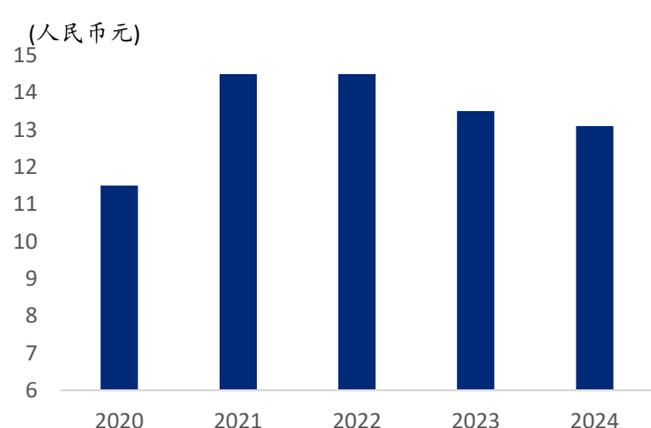
（二）传统消费赛道持续聚焦性价比

在传统消费品领域，消费力不足导致消费者对高端价格带产品的消费意愿减弱，对性价比的关注度不断增加。换言之，消费者对于传统消费品的价格变得更为敏感，更倾向于购买高性价比的产品。

面对消费降级的大趋势，用价格来换取销量或客流是许多消费品企业做出的选择。

从去年开始，许多消费品企业主动加大了促销力度，希望以此来驱动销量的增长以及保持市场份额的稳定。比如在现饮咖啡行业，库迪目前依然维持其全场 9.9 元的促销活动，而瑞幸也表示短期内不会减小促销力度，希望以更高的性价比来满足消费者的需求。除此以外，我们观察到乳制品与运动服饰等品类的终端零售折扣都有不同程度的加大。

图表 16：瑞幸直营门店的平均单杯价格



资料来源：公司资料、浦银国际估算

图表 17：古茗和蜜雪冰城的柠檬水产品



资料来源：小红书、浦银国际整理

另外，许多消费品企业也将更多资源用于高性价比产品的开发。以百胜中国为例，肯德基过去两年里策略性地推出了不少低价格带的产品（比如售价 19.9 元的饼汉堡 OK 三件套以及 9.9 元的经典美式热狗两件套），从而加大了产品覆盖的价格带范围，成功吸引了更多消费者的关注。必胜客更是推出了副品牌必胜客 WOW，希望在以更低的产品价格来满足消费者对性价比的追求的同时，优化供应链与门店的服务流程，来实现门店的盈利。在公司持续性下调客单价的情况下，肯德基与必胜客的同店客流持续录得正增长，抵消了客单价的下降，令同店销售额基本维持在较为稳定的水平。

在较弱的消费环境下，肯德基与必胜客更低的客单价也为其日后在低线市场的门店扩张打开了空间。

图表 18: 肯德基与必胜客的同店销售、同店客流以及客单价同比变化, 1Q23-1Q25

	肯德基								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
同店销售变化	8%	15%	4%	3%	-2%	-3%	0%	-1%	0%
同店客流变化	6%	21%	9%	16%	4%	4%	1%	3%	4%
客单价变化	2%	-5%	-5%	-11%	-6%	-7%	-3%	-4%	-4%

	必胜客								
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
同店销售变化	7%	13%	2%	6%	-5%	-8%	2%	-2%	0%
同店客流变化	13%	27%	12%	15%	8%	2%	4%	9%	17%
客单价变化	-5%	-11%	-9%	-8%	-12%	-9%	-9%	-10%	-14%

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19: 肯德基饼汉堡 OK 三件套



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 20: 必胜客 WOW 菜单



资料来源: 公司资料、浦银国际

（三）悦己消费与情绪消费需求旺盛

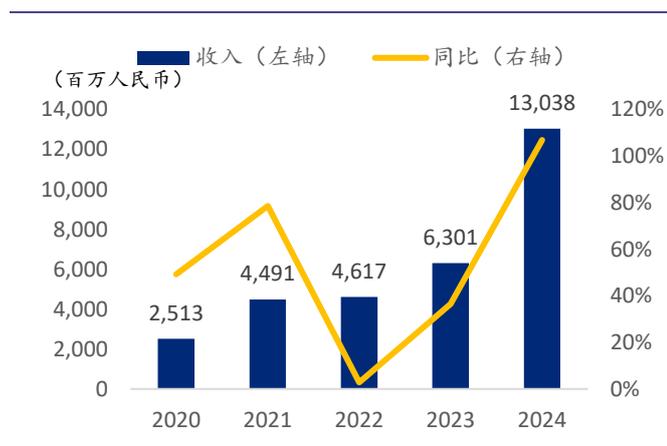
在物质生活丰富的当下，人们的关注重点从基本的生活需求转向高层次的心理需求（包括社会需求和自我实现）。这也解释了为什么消费者对于传统消费品（比如食品饮料、酒类、餐饮、运动服饰等）的消费需求有所降低，但对于那些能够带来较高情绪价值的悦己消费品（比如旅游、护肤品、潮玩等）的消费热情和消费欲望越来越强。

这就要求消费品企业能够通过产品设计、品牌文化、品牌营销等方面与消费者产生更多的情感共鸣，从而为消费者带去更大的情绪价值。

1. 潮玩高速增长

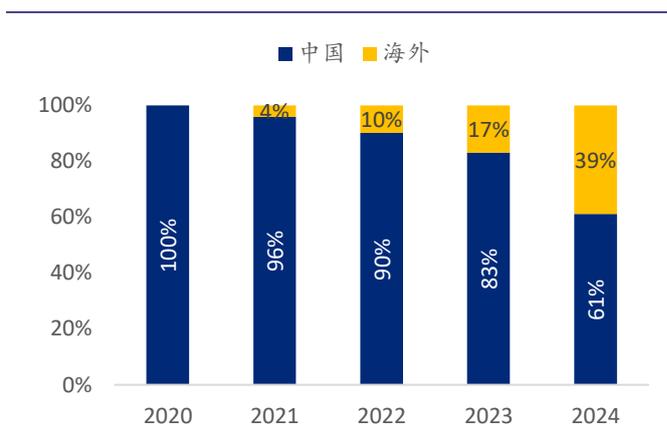
随着泡泡玛特过去几年的高速增长以及旗下 IP 的热度在全球范围持续高涨，整个中国潮玩行业都受到市场的高度青睐与追捧。

图表 21：泡泡玛特收入增长



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 22：泡泡玛特中国与海外收入分布



资料来源：公司数据，浦银国际

潮玩的全称是“潮流玩具”，而潮流玩具的英文是“art toy”。在我们看来，潮玩就是融合了艺术和潮流元素的玩具，必须以潮流文化为核心，由设计师和艺术家精心设计制作，注入丰富文化内涵和时尚创意的玩具。

泡泡玛特完美地契合了潮玩的定义，可以说是潮玩的典型代表。泡泡玛特的每个自有 IP 产品都是由艺术家精心设计，具有较高的艺术鉴赏性。因此，除了普通玩具的娱乐功能以外，泡泡玛特的产品对消费者来说还具有一定的收藏价值，能为消费者提供较高的情感体验。

图表 23：泡泡玛特 Molly 广告



资料来源：Shopee, 浦银国际

图表 24：泡泡玛特 Labubu 3.0



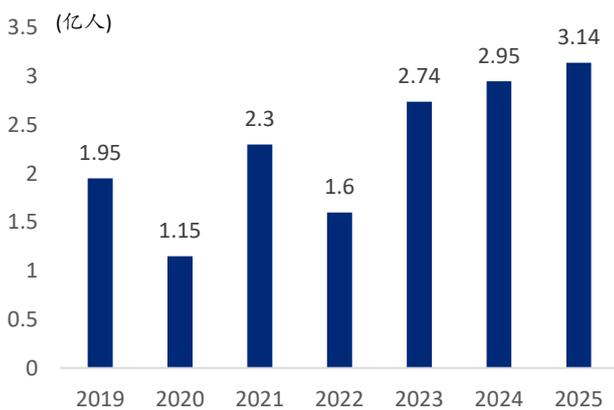
资料来源：南华早报, 浦银国际

我们认为潮玩行业的市场需求相较传统消费行业在一定程度上对经济周期具有更大的防御性，因为许多消费者在经济不确定性中倾向于通过潮玩产品来寻求精神寄托和情绪的释放。因此，在经济大环境持续表现出较高不确定性的情况下，潮玩行业的市场需求和收入增速将持续强于整体消费行业。

2. 旅游补充能量

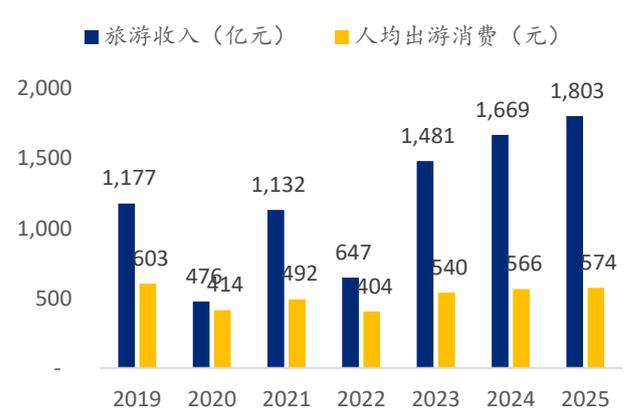
刚刚过去的“五一”长假的出行旅游带动各地的消费市场持续增长。根据文化和旅游部数据中心测算，“五一”期间全国国内出游人数达 3.14 亿人次，同比增长 6.4%，国内游客出游总花费同比增长 8%。

图表 25：“五一”期间国内旅游人数



资料来源：文旅部, 浦银国际

图表 26：“五一”国内旅游收入及人均出游消费



资料来源：文旅部, 浦银国际

同时随着年轻消费群体进入旅行大军，假期出行也出现新模式，包含“文化活动+旅行”、深度游、特种兵旅行等等。

消费者更愿意为体验、情绪价值买单。随着经济的持续发展，年轻一代的消费行为常常受到情绪主导。根据深蓝智库的调研，超9成的年轻消费者会为了一张演唱会、比赛等门票而奔赴一座城。在观看演唱会或比赛之余，年轻群体常选择参观当地的景区。又或者根据假期的长短，深入体验一座城市的烟火气，或者利用快节奏的打卡满足自身对于旅游的不同需求。

整体来看，当下的旅游消费呈现体验化、悦己化的特点。消费者需要有温度、有参与感的旅游体验，例如古城中的古装旅拍以及景区沉浸式体验，都给予游客更高的情绪链接。

图表 27：洛阳汉服旅拍



资料来源：河南省文旅厅，浦银国际

图表 28：山东临沂景区沉浸式抗战演出

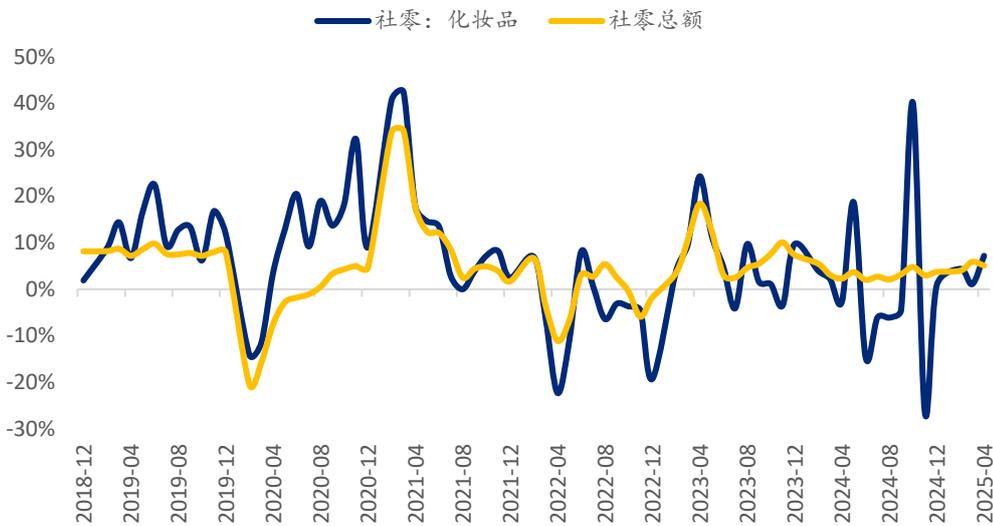


资料来源：湖北日报，浦银国际

3. 护肤行业逐步回暖

消费者对于美的追求和不断增强的护肤意识，促进着中国化妆品行业的增长。根据国家统计局数据，化妆品商品销售额在2025年1-4月同比增长4%，低于整体社零增幅（4.7%）。但进入4月，我们惊喜地看到化妆品在销售淡季同比增长7.2%（超社零5.1%的增幅），回暖信号逐步显现。

图表 29：社零及化妆品社零当月同比增长趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

在对自身形象、皮肤健康的追求下，消费者通过对外形的雕琢，对自我更多的关注来达到自我奖励、解压的效果。而随着悦己消费的延伸，悦己主义消费品也从美妆和服饰搭配，延展至护肤产品、面膜等品类中，带动悦己消费规模的进一步增长。

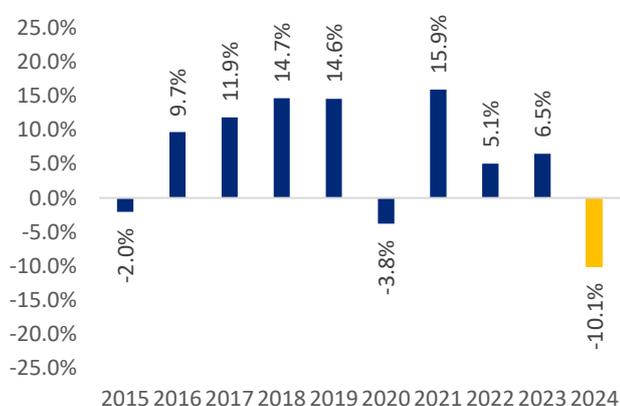
但我们必须指出的是，消费者对于悦己主义消费日趋理智。尽管过去几年中，国产护肤品品牌受益于消费降级以及国产替代的逻辑，但国际品牌重视消费者，仍拥有较强的消费者认可。我们认为这主要是由于：(1) 国产品牌通过市场营销和促销建立品牌力，但同样策略的玩家众多，市场竞争加剧；(2) 化妆品行业的降级和升级并存：消费者对于产品的性价比追求更甚，低价替代并不是长期竞争的道路，产品力是实力的体现。

（四）行业去库存有望进入尾声

当终端需求下降的时候，库存增加就会变成所有消费品公司不得不面对的棘手问题。我们看到不少消费板块的渠道库存自从 2024 年开始承受了较大的压力，不少企业短期有较大的清理库存的需求。

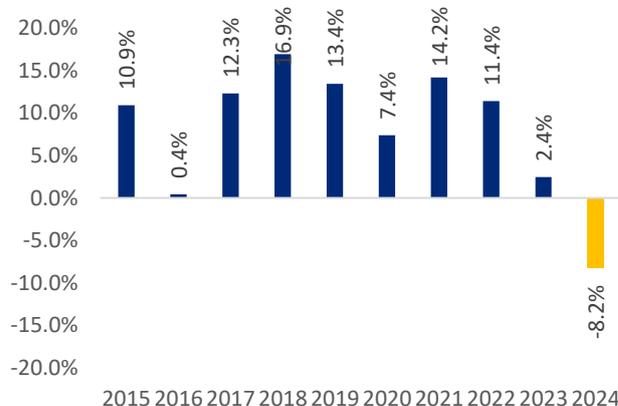
例如乳制品行业，由于 2024 年春节旺季期间的终端动销相较往年大幅放缓，导致乳制品行业一季度的渠道库存高企。为了保证渠道里产品的新鲜度，伊利与蒙牛等大型乳企不得不从 2024 年一季度末开始减少向渠道的发货来清理渠道库存。这也给伊利、蒙牛 2024 年上半年的收入带来较大的负面影响。

图表 30：蒙牛 2015-2024 收入同比增速



资料来源：公司数据、浦银国际

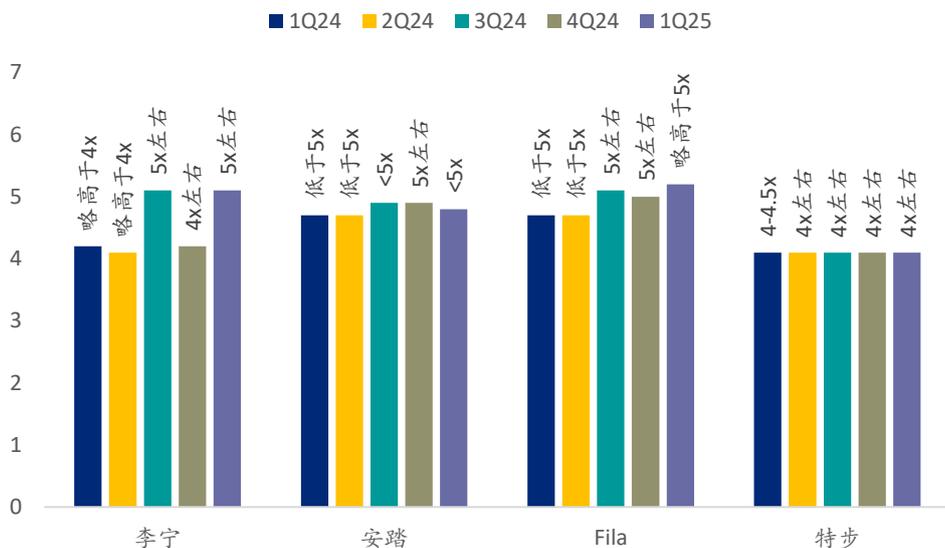
图表 31：伊利 2015-2024 收入同比增速



资料来源：公司数据、浦银国际

除了乳制品以外，运动服饰行业在 2024 年也承受了较高的库存压力。由于消费力下降令国际品牌的终端需求相较国产品牌更为疲弱，所以国际品牌零售商短期的库存压力比国产品牌更大。另外，中国啤酒企业在 2H24 与 1H25 也通过减少对渠道的发货，积极地清理渠道库存。

图表 32：各品牌渠道库销比



资料来源：公司资料、浦银国际

根据我们的调研，消费行业大规模清库存有望在今年 618 后基本告一段落。尽管部分消费品牌可能仍然面对较高的库存水平，但大部分消费品企业的库存水平已基本回到相对正常的水平。我们预测，进入到 2025 年下半年，各个消费赛道的库存压力环比有较大的缓解。

我们认为，在经历了痛苦的去库存后，大部分消费品企业在市场需求显著恢复之前都会采取较为谨慎的发货策略，并更加聚焦渠道库存的健康以及产品新鲜度的管理。健康的库存水平有望使消费品终端的零售折扣有所改善，行业竞争环境将在一定程度上得到改善。

（五）关税战无法阻止中国消费企业出海脚步

在国内消费力尚待恢复、竞争环境内卷、部分区域市场需求趋于饱和的大环境下，向海外市场去寻求更广阔的发展前景成为众多中国消费品企业当前重要的发展策略之一。

然而，特朗普 2.0 下多变的关税政策无疑将给中国出口的前景蒙上一层阴影。虽然近期的中美日内瓦经贸会谈后，中美贸易战有所缓和（美国将对华关税从峰值的 145% 降至 40%，而中国将对美加征关税从峰值 125% 降至 10%），并在 5 月 12 日起的 90 天内暂缓实施加征关税措施，但中美贸易未来的发展路径依然存在着较大的不确定性。

尽管如此，中美贸易战并未阻断中国企业的出海之路，中国消费企业出海的热情反而愈发高涨。近两年绝大部分港股新上市的消费企业以及近期已经递交上市申请的消费企业都在招股说明书中将拓展海外业务（比如建立海外销售网络或供应链）作为重要的募资目的之一。

图表 33：消费企业招股书中的海外业务拓展计划

企业名称	海外业务拓展计划
	海外开店计划： 以审慎的态度进行全球扩张，充分考虑消费群体、当地文化、商业资源整合能力、法律法规环境等因素，并在东南亚的马来西亚及菲律宾、北美等地开设海外门店。
沪上阿姨	优化会员管理制度以及扩张会员群体： 鉴于本公司于往绩记录期间注册会员群体的快速增长及中国现制茶饮行业的潜力，以及公司未来的海外扩张计划，计划持续优化及提升统一会员管理的能力，使其能够容纳十亿级的注册会员。
古茗	将考虑搭建供应链基础设施及扩展我们的平台，为海外门店网络提供支持。
蜜雪冰城	公司将搭建国际供应链平台以支持海外业务的扩张。 公司计划在东南亚建立一个多功能供应链中心。蜜雪冰城是东南亚市场最大的现制茶饮品牌，并且持续致力于培育该市场，搭建具备生产能力的当地供应链中心对支持公司不断增长的当地业务具有重要意义。例如，当地生产设施可以利用东南亚现有的原材料（如热带水果）采购能力进行成本管理，并且与从中国生产基地运输相比能够更有效地实现食材对东南亚门店网络的触达。新的供应链中心预计将位于可以为公司运营表现强劲的国家提供有效支持的地点，同时考虑成本和劳动力供给等其他因素。该中心的能力和功能包括(i)针对例如水果产品和小料等食材的本地生产能力，并侧重使用当地采购的原材料，(ii)研发中心，(iii)数字化供应链运营，及(iv)培训设施。该中心将提升本地生产能力和成本效率，使公司能够顺应海外消费者需求和市场趋势，并有效支持公司的全球化战略。

公司计划扩大研发团队，增添产品设计人才（例如具有玩具或相关产品结构设计经验或熟悉各种设计软件的人才），及产品开发人才（例如具有 IP 玩具开发经验的人才），以及兼具产品研发和海外市场经验的国际化人才，以更好地支持海外业务的扩张。

布鲁可

销售与营销活动：公司计划在美国、欧洲国家以及新加坡、马来西亚及泰国等东南亚国家建立及增强海外业务。计划开展更多内容驱动的互联网营销活动，以更高效的触达和维系广大的全球消费者、粉丝和 BFC 群体，从而建立深入人心的品牌形象并占据消费者心智。此外，公司也将持续扩大国内外经销及直销渠道，对销售网络进行投资。公司也计划于不久将来在选定的主要城市开设数家旗舰店。特别是，公司计划于 2025 年在选定的一线城市开设一家旗舰店，并于 2026 年开设二至四家旗舰店。该等门店可作为实体接触点，让客户亲身体验我们的产品并提供实时反应及意见。此外，旗舰店创造了一个与忠实客户建立更牢固关系的空间，培养更深的小区意识。公司也计划招募和留存在销售及营销尤其是线下渠道和海外市场扩张方面拥有丰富经验的人员，以支持进一步高效拓展在中国（特别是下沉市场）的线下网点和海外销售网点的数量及覆盖区域，实现多元、好而不贵、体验极佳的产品在全球市场的销量增长。

美的集团

公司将结合自主资本开支、合资企业投资和收购等方式，在大型家电市场或欧洲、拉美、非洲、印度及东南亚等极具增长潜力的市场扩大产能，提升海外生产规模及质量，以满足当地客户对于我们智能家居业务和商业及工业解决方案的需求。公司预期拓展海外产能：随着生产产品的产能扩大，公司也会扩建零部件制造中心、原材料采购中心等，从而提高海外市场的本地化供应比例，进而提升供应链的稳定性和效率。

公司预期在未来一至五年将用于完善全球分销渠道和销售网络，以及提高自有品牌的海外销售：预期将用于在海外市场建立及增强我们的品牌及产品组合：扩大及升级全球销售网络。

老铺黄金

公司计划在中国内地以外地区开设约五家新门店，包括香港、澳门及新加坡，并逐步扩大于东京等亚洲市场其他城市的足迹，提高我们品牌的海外知名度。公司计划循序渐进地进行国际化进程，寻找认可中国传统文化并与中国一线城市消费模式相近的客户群体。

公司计划：在中国内地境外，(i)于 2024 年开设一家新门店；及(ii)于 2025 年开设四家新门店。每家新开设门店的预期建筑面积约为 80 平方米。

海天味业

公司计划在东南亚及欧洲等地区拓展海外经销渠道，并向该等地区的经销商提供更优质的产品和支持，以提高市场渗透率和客户参与度。通过设立本土化供应链，我们预期可提高我们的营运效率及对当地市场需求的响应速度，从而增强我们在海外市场的竞争力。包含扩展及升级全球销售网络，以加强我们的品牌及市场影响力、在海外市场打造品牌形象。

三只松鼠

在中国境外，我们计划在越南设立一个工厂，通过采购原材料和参与国际合作来利用我们的规模经济和成本优势。

霸王茶姬

公司致力于将 CHAGEE 打造成全球优质现制茶饮品牌，将利用在东南亚取得的初步成功，在选定的海外市场寻求扩张机会。

资料来源：各公司招股书、浦银国际

我们认为，中国消费企业寻求向海外市场拓展在未来 10 年里都是大势所趋。同时，对于中国消费企业而言，只要战略清晰、战术得当，依然可以避开特朗普关税政策的影响，实现在海外市场的扩张。

1. 海外产能与供应链建设是出海的基础

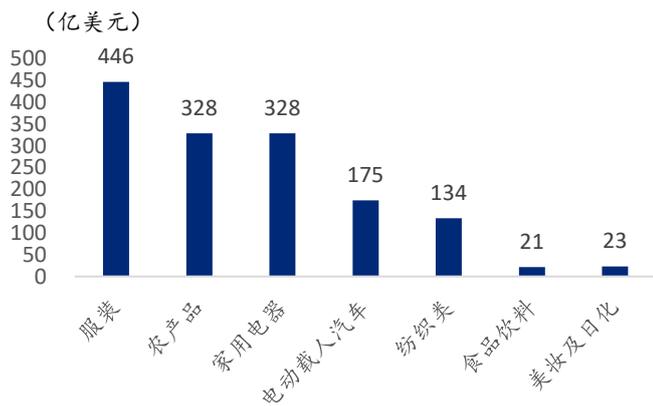
特朗普 2.0 的关税政策具有极大的不确定性，与美国之间存在贸易顺差的国家都有可能成为贸易战的袭击对象。虽然贸易战形势短期有所缓和，但后续战火重燃的可能性依然较大。

中国出口型（尤其是以美国为主要出口市场的）消费企业如果想要抵御贸易战带来的影响，首先需要在海外市场建立相对分散的产能以及供应链，从而分散贸易战带来的风险。比如说，部分消费品企业已经将供应链拓展至东南亚以外地区，包括墨西哥、印度等国家。

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 1-10 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 17% 和 14%。

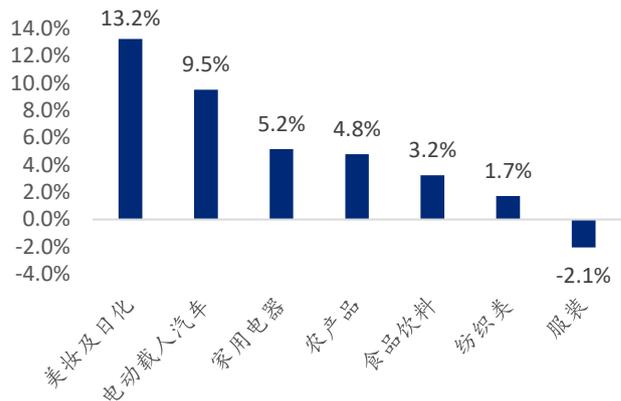
然而，电子产品、家电、新能源汽车等行业基本上都属于“中国制造”，也就是说这些行业的产能基本上都在国内，生产加工过程都在国内完成，而在海外并不具备成熟且完善的产能与供应链。因此，特朗普的关税政策对这些行业的出口可能会带来较大的负面影响。

图表 34：中国主要消费品品类 2025 年 1-4 月出口额



资料来源：同花顺、海关总署、浦银国际

图表 35：中国主要商品品类 2025 年 1-4 月出口额同比增长



资料来源：同花顺、海关总署、浦银国际

相反，对于大部分纺织品及服装生产加工企业来说，它们在海外（主要是东南亚）已经有相当完善的产能布局。拿申洲国际举例，其东南亚的产能（包括越南、柬埔寨、印尼的工厂）已经占到其总产能的 60% 左右。

另外，泡泡玛特在越南的合作工厂在 2024 年已经能满足其海外市场 10% 的订单需求，且这一比例在 2025 年将持续提升。而北美市场在 2024 年占泡泡玛特整体海外收入的 14.3%。目前泡泡玛特已经将大部分美国的订单转去越南工厂生产。同时，泡泡玛特也在寻求向其他国家或地区拓展其海外的产能与供应链，从而进一步分散贸易战可能带来的风险。

2. 品牌力和产品力是中国零售品牌出海的关键

如果中国消费品牌短期无法通过海外供应链的布局来规避关税的影响，那就不得不应对关税可能带来的影响。

大部分中国出口型消费品企业主要是以价格优势来抢占海外市场，在产品上并没有太大的优势。这类企业一旦选择涨价，就可能快速失去市场竞争力。因此，这类企业通常不得不自己消化关税带来的额外成本，导致海外业务的盈利水平大幅下降。

相反的，有些消费品企业具有较强的品牌力，产品在设计或功能性方面显著领先于同业竞品且具有较大的不可复制性，或是产品定位上与同类产品具有较大差异化。这些消费品企业的产品本身具有较高的产品溢价，能够通过涨价的方式将关税成本转嫁给终端的消费者。

拿泡泡玛特举例，凭借强大的 IP 运营和营销能力，泡泡玛特部分 IP 在全球范围具有非常大的影响力，并有能力收取较高的产品溢价。泡泡玛特旗下的知名 IP Labubu 已经在全球范围积累了强大的人气，受到众多年轻消费者的喜爱。这也解释了为什么泡泡玛特在美国涨价后，其 1Q25 在美国依然能录得接近 900% 的收入增长。

我们认为中美贸易战给中国消费企业出海提出更高的转型要求。展望未来，我们认为海外的供应链布局是中国品牌出海的基础，而更强的品牌知名度和更具竞争力的产品才是中国零售品牌出海的成败关键。

3. 东南亚才是中国零售品牌与餐饮企业出海的首选

由于美国是全世界最大的消费市场，所以美国自然成为很多“中国制造”企业出海的首选目的地之一。

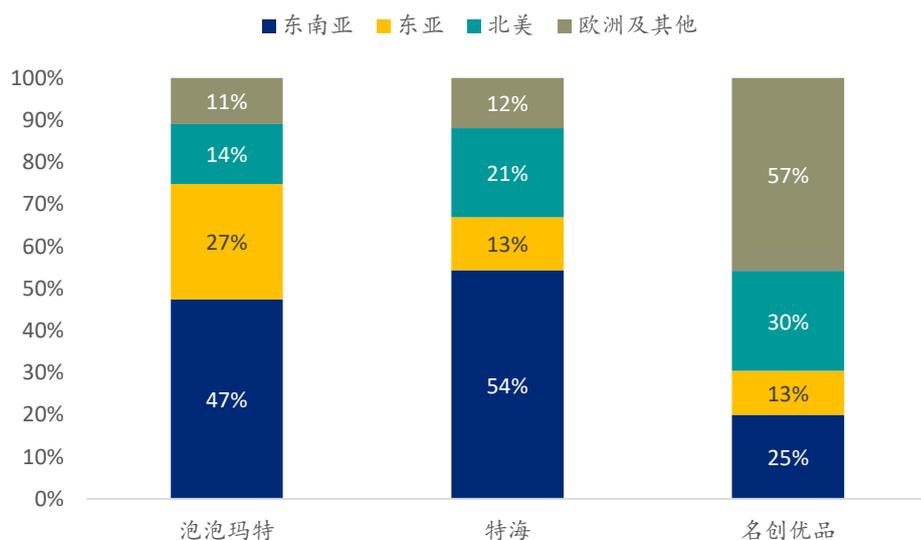
然而，对于中国零售品牌与餐饮企业而言，欧美市场通常不是它们出海的第一选择，主要原因包括：

- 欧美消费者对中国零售与餐饮品牌的认同度不高；
- 欧美消费者与中国消费者在产品偏好和消费体验上可能存在较大的差异，需要更强的本土化策略；
- 零售与餐饮出海除了渠道以外还涉及到终端门店的布局，而欧美较高的人工以及租金费用都可能使企业望而却步。

就我们的观察，中国零售品牌与餐饮企业出海的第一站，通常会选择距离更近的东南亚以及日韩。这样选择最根本的原因还是我们与东南亚以及日韩消费者在文化以及消费习惯上更相近一些。

与“中国制造”较长的发展历史不同，中国零售与餐饮品牌以自营的形式积极主动寻求出海只是近几年才开始的。因此，在它们的海外业务中，欧美市场占其海外收入的比例相对有限。因此，我们认为特朗普 2.0 之后针对中国的关税政策对中国零售与餐饮品牌出海的影响也相对有限。

图表 36：泡泡玛特、特海、名创优品等企业海外收入按地区分布，2024



资料来源：公司数据、浦银国际估算

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 (x)			EPS growth (%)			EV/EBITDA (%)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
运动服饰												
2020.HK Equity	安踏体育	99.6	35,659	18.1	16.1	14.4	-11.1	12.8	11.5	10.8	9.8	8.8
2331.HK Equity	李宁	15.5	5,110	13.3	11.8	10.7	-10.7	12.1	10.7	6.0	5.5	5.0
2313.HK Equity	申洲国际	59.3	11,359	11.9	10.7	10.7	5.6	11.2	13.0	7.6	6.9	6.1
6110.HK Equity	滔搏	2.9	2,286	13.4	9.9	9.0	-17.7	35.8	9.2	5.8	5.2	4.7
1368.HK Equity	特步国际	6.2	2,208	10.7	9.7	8.9	7.4	10.6	9.0	6.6	6.1	5.6
3813.HK Equity	宝胜国际	0.5	340	4.5	4.1	3.6	2.4	11.3	13.0	1.2	1.2	1.1
1361.HK Equity	361度	4.5	1,173	6.3	5.5	4.9	13.8	13.0	12.0	2.8	2.5	2.4
平均值				15.7	13.9	12.7				9.2	8.3	7.5
啤酒												
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	14,255	17.5	16.1	14.8	2.6	8.3	9.2	6.1	5.7	5.4
291.HK Equity	华润啤酒	25.8	10,675	13.8	12.6	11.5	14.1	10.0	9.0	8.0	7.4	6.9
600600.CH Equity	青岛啤酒	75.2	12,074	21.3	19.8	18.5	9.9	7.4	7.0	9.7	9.0	8.5
168.HK Equity	青岛啤酒	55.7	12,074	14.4	13.3	12.3	9.3	8.2	7.9	9.8	9.1	8.5
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.7	3,950	21.7	20.4	19.7	16.1	6.3	3.9	7.3	6.9	6.5
000729.CH Equity	燕京啤酒	14.1	5,539	28.6	23.9	20.6	32.0	20.0	15.8	13.8	12.0	10.5
平均值				18.3	16.7	15.3				8.8	8.1	7.5
白酒												
600519.CH Equity	贵州茅台	1,540.0	269,229	20.3	18.6	17.1	9.5	9.5	8.5	14.4	13.2	12.1
000858.CH Equity	五粮液	127.3	68,778	14.7	13.8	12.8	5.2	7.0	7.5	8.1	7.6	7.1
600809.CH Equity	山西汾酒	187.8	31,882	16.6	14.8	13.6	11.1	11.6	9.1	11.9	10.6	9.7
000568.CH Equity	泸州老窖	119.1	24,396	12.4	11.6	10.7	2.7	7.2	7.8	7.8	7.3	6.7
002304.CH Equity	洋河股份	66.0	13,843	14.9	14.3	15.2	-0.5	4.6	-6.0	8.0	7.5	7.8
000596.CH Equity	古井贡酒	154.1	10,600	12.8	11.4	10.1	12.6	12.1	12.9	6.6	5.9	5.1
000799.CH Equity	酒鬼酒	42.7	1,930	101.5	61.8	55.6	978.1	64.3	11.2	66.8	39.9	35.2
603369.CH Equity	今世缘	44.5	7,728	14.8	13.5	12.1	9.0	9.7	11.3	9.3	8.3	7.5
000860.CH Equity	顺鑫农业	6.5	2,818	12.8	11.3	9.5	N/A	14.2	18.6	6.3	5.5	4.4
平均值				18.6	16.9	15.6				12.6	11.4	10.5
奶粉												
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.1	7,066	12.7	11.8	11.2	12.6	7.7	5.5	7.1	6.7	6.4
1112.HK Equity	H&H国际控股	12.8	1,054	13.3	10.3	8.7	3.6	30.0	18.5	7.7	7.0	6.7
1717.HK Equity	澳优	2.0	445	10.5	9.1	8.0	28.2	15.9	13.2	5.7	5.3	5.0
平均值				12.7	11.5	10.7				7.1	6.6	6.3
乳制品												
600887.CH Equity	伊利股份	30.4	26,770	17.2	15.7	15.0	32.6	9.9	4.5	12.6	11.7	11.1
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.9	8,940	12.3	10.8	9.8	4,766.7	13.5	10.3	7.8	7.2	6.8
600597.CH Equity	光明乳业	8.7	1,661	19.3	18.1	17.0	-13.5	6.7	6.3	7.9	7.4	7.1
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.8	2,055	66.2	47.4	34.4	92.5	39.8	37.8	25.6	21.5	17.4
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	1,090	24.4	9.7	7.5	122.7	151.2	30.1	6.9	6.3	6.0
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	1,261	21.3	8.5	6.5	163.3	150.0	31.6	7.7	6.8	6.2
平均值				19.0	15.9	14.5				11.8	10.8	10.0
软饮料												
9633.HK Equity	农夫山泉	39.5	56,656	28.6	25.4	22.7	15.0	12.7	11.9	19.2	17.2	15.5
322.HK Equity	康师傅控股	13.6	9,747	15.9	14.6	13.4	11.9	8.9	9.0	7.6	7.2	6.8
220.HK Equity	统一企业中国	10.4	5,707	18.5	16.9	15.4	17.7	9.5	9.6	9.6	8.9	8.3
平均值				26.1	23.3	20.9				16.9	15.2	13.8
肉制品												
000895.CH Equity	双汇发展	24.4	11,741	16.3	15.5	14.9	4.2	5.1	3.6	10.3	9.9	9.6
288.HK Equity	万洲国际	7.1	11,651	8.1	8.0	7.9	-9.2	0.9	0.9	4.7	4.5	4.6
平均值				12.2	11.8	11.4				7.5	7.2	7.1
调味品												
603288.CH Equity	海天味业	44.6	34,538	35.0	31.3	28.8	11.6	11.6	8.8	25.1	22.6	20.7
300999.CH Equity	金龙鱼	30.6	23,096	44.4	33.9	30.7	48.9	31.1	10.5	22.0	18.1	15.6
1579.HK Equity	颐海国际	13.8	1,830	14.7	13.3	12.1	11.2	10.9	10.1	8.2	7.5	6.9
600872.CH Equity	中炬高新	19.0	2,071	16.7	15.0	13.2	-2.1	11.5	13.1	10.2	9.3	8.6
002507.CH Equity	涪陵榨菜	13.6	2,182	18.0	16.9	16.1	9.6	6.6	4.6	8.8	8.3	8.1
600305.CH Equity	恒顺醋业	8.1	1,249	48.0	42.9	35.8	40.0	11.9	19.7	23.3	20.5	18.8
603027.CH Equity	千禾味业	11.9	1,708	21.6	19.1	17.0	9.5	13.5	12.0	13.9	12.8	11.6
平均值				36.5	30.6	27.9				22.3	19.5	17.5

(接下页...)

(接上页...)

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS growth (%)			EV/EBITDA (%)		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
休闲食品												
151.HK Equity	中国旺旺	5.2	7,828	13.2	12.7	11.8	4.9	4.1	7.3	35.4	70.4	7.7
603517.CH Equity	绝味食品	16.8	1,413	20.8	18.3	17.3	119.7	13.9	5.5	8.7	8.1	8.8
002557.CH Equity	洽洽食品	23.3	1,642	14.3	11.7	12.2	-3.6	21.9	-3.8	9.3	7.6	7.2
1458.HK Equity	周黑鸭	2.6	724	35.1	29.5	25.7	72.5	18.8	14.6	8.9	8.2	7.7
603719.CH Equity	良品铺子	13.4	747	66.7	30.0	35.7	265.0	122.2	-15.9	80.1	43.9	33.2
平均值				18.7	15.2	14.8				30.0	49.7	9.3
新零售												
9992.HK Equity	泡泡玛特	225.0	38,537	44.2	31.9	25.3	77.5	38.3	26.0	29.5	21.7	17.7
MNSO.US Equity	名创优品	17.5	5,481	13.8	10.9	9.1	5.3	26.3	19.3	8.0	6.6	5.6
6683.HK Equity	巨星传奇	5.1	560	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
6181.HK Equity	老铺黄金	900.0	19,820	36.3	25.8	19.9	133.8	40.8	29.7	27.4	19.7	15.2
平均值				40.4	29.3	23.3				26.9	19.8	16.2
传统商超零售												
601933.CH Equity	永辉超市	5.1	6,391	N/A	75.2	46.8	87.5	430.0	60.6	32.8	21.4	18.5
6808.HK Equity	高鑫零售	2.3	2,774	32.1	22.1	17.2	296.4	45.6	28.3	3.5	3.4	3.1
平均值				32.1	59.1	37.8				24.0	15.9	13.8
零售餐饮												
YUMC.US Equity	百胜中国	44.8	16,696	17.7	15.6	13.9	8.8	12.8	12.2	8.7	8.1	7.5
9987.HK Equity	百胜中国	348.0	16,551	17.4	15.4	13.7	8.8	12.8	12.2	8.6	8.0	7.4
6862.HK Equity	海底捞	15.3	10,877	14.4	13.2	12.1	9.4	9.7	8.6	7.8	7.4	7.0
9658.HK Equity	特海国际	15.6	1,297	30.0	23.7	19.6	70.0	26.5	20.9	8.7	7.5	7.2
HDL.US Equity	特海国际	19.9	1,291	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
9922.HK Equity	九毛九	2.5	442	18.3	12.4	9.8	49.5	48.4	26.0	4.7	4.0	3.5
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	270	N/A	375.9	14.5	83.8	103.4	2,500.0	9.3	6.6	3.6
520.HK Equity	呷哺呷哺	0.7	90	N/A	N/A	24.4	51.4	42.2	122.2	2.4	2.3	1.7
9869.HK Equity	海伦司	1.6	265	5.6	9.2	8.6	229.7	-38.9	6.3	3.7	20.3	N/A
603345.CH Equity	安井食品	83.3	3,401	15.0	13.7	14.0	9.8	9.6	-2.3	7.2	6.5	7.0
001215.CH Equity	千味央厨	28.3	383	24.4	21.4	23.3	32.3	13.8	-7.9	9.2	8.3	9.1
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	32.4	9,165	150.7	117.8	41.9	-85.0	28.0	181.0	11.2	9.2	7.7
SBUX.US Equity	星巴克	84.1	95,514	34.3	28.0	23.3	-25.9	22.5	19.9	18.8	16.2	14.2
THCH.US Equity	Tim Horton 中国	2.8	89	N/A	N/A	N/A	N/A	24.8	N/A	N/A	N/A	N/A
平均值				35.6	29.8	21.3				14.9	13.0	11.5
旅游酒店												
600754.CH Equity	锦江酒店	23.3	3,187	21.4	17.8	16.6	25.2	20.0	7.3	10.5	9.2	9.1
600258.CH Equity	首旅酒店	14.8	2,305	18.4	16.2	14.0	10.0	13.6	16.0	9.6	8.9	8.0
ATAT.US Equity	亚朵生活	31.9	4,407	23.7	18.6	17.4	208.8	27.2	6.9	12.2	9.9	8.2
1179.HK Equity	华住集团	28.2	11,039	18.7	16.1	14.6	N/A	15.7	10.3	10.1	9.1	8.4
HTHT.US Equity	华住集团	35.9	11,031	18.7	16.2	14.7	18.2	15.8	10.3	10.1	9.1	8.4
45.HK Equity	大酒店	5.4	1,150	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)	4.5	2,035	12.3	10.6	9.1	2.2	15.2	17.0	14.6	13.9	12.9
平均值				19.2	16.3	14.8				10.7	9.5	8.7
家电												
000333.CH Equity	美的集团	79.0	83,938	14.0	12.8	11.8	4.1	9.1	8.9	11.2	10.3	9.4
000651.CH Equity	格力电器	46.1	35,906	7.6	7.2	6.9	5.1	4.9	5.2	5.3	5.1	4.9
6690.HK Equity	海尔智家	23.5	31,235	9.4	8.6	7.8	9.7	10.0	9.2	7.7	7.1	6.6
600690.CH Equity	海尔智家	25.4	31,235	11.2	10.2	9.2	10.9	10.5	9.8	7.6	7.0	6.5
921.HK Equity	海信家电	26.8	5,226	8.7	7.7	6.9	11.7	12.2	11.4	5.4	4.9	4.4
平均值				11.4	10.5	9.6				8.7	8.1	7.5
化妆品												
YSG.US Equity	逸仙控股有限公司	5.4	567	28.6	10.7	7.8	208.3	168.5	36.9	18.0	8.4	N/A
600315.CH Equity	上海家化	23.9	2,231	45.8	35.5	21.8	141.9	29.0	62.6	26.1	21.8	19.4
603605.CH Equity	珀莱雅	90.5	4,991	19.2	16.4	14.5	17.9	17.2	12.8	13.3	11.7	10.4
688363.CH Equity	华熙生物	50.6	3,392	47.5	36.4	29.2	194.7	30.6	24.5	25.1	21.0	16.7
300957.CH Equity	贝泰妮	45.0	2,655	25.4	21.3	19.2	44.8	19.6	10.4	16.6	14.2	12.9
2367.HK Equity	巨子生物	68.1	9,294	25.9	20.9	17.2	16.6	24.0	21.6	20.7	16.6	13.6
2145.HK Equity	上美股份	66.9	1,816	15.2	11.7	9.5	88.6	30.0	23.2	11.8	9.4	7.7
平均值				29.5	23.4	18.8				19.8	16.2	13.9
个人以及家庭护理												
1044.HK Equity	恒安国际	21.9	3,238	9.9	9.3	9.0	-1.8	5.7	4.3	5.6	5.4	5.1
002511.CH Equity	中顺洁柔	7.3	1,308	34.0	28.1	27.3	253.3	21.2	2.7	14.2	12.6	10.2
平均值				16.8	14.7	14.2				8.1	7.4	6.5

注：截至 2025 年 5 月 29 日收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际

重点消费行业 2025 年中期展望

运动服饰行业：需求弱复苏，消费分级明显

我们认为中国运动服饰行业在 2025 年上半年继续呈现出弱复苏的态势，整体基本延续了 2024 年的趋势，包括：

- (1) 线下客流依然承压，促销力度较大；
- (2) 线上流水增长在抖音等新兴渠道的驱动下优于线下的表现；
- (3) 需求疲弱导致行业整体的库存水平依然较高，折扣水平依然较深；
- (4) 基于消费者更理性的消费心理，具有更高性价比的国产品牌整体表现优于国际品牌。

图表 38：主要运动服饰品牌 1Q23-1Q25 零售流水表现

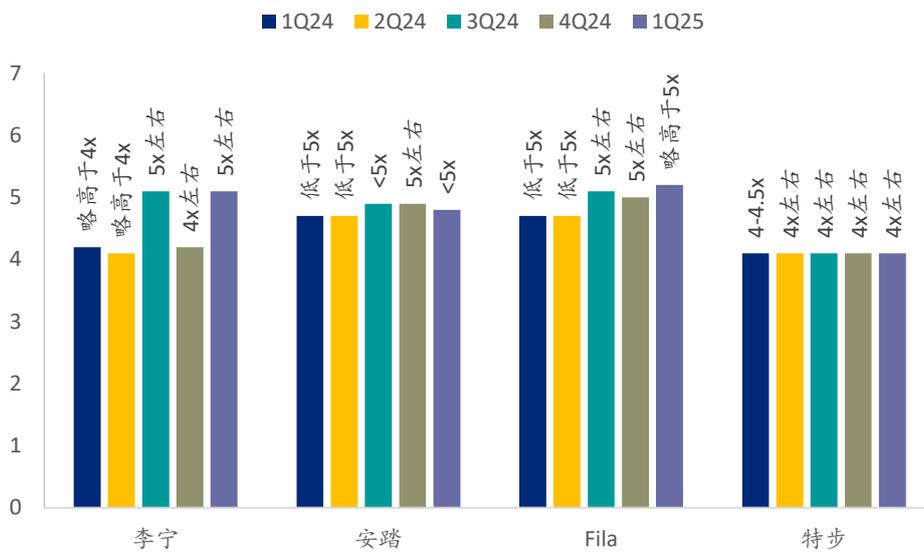
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
李宁	▲增长 中单位数	▲增长 10-20% 中段	▲增长 中单位数	▲增长 10-20% 低段	▲增长 低单位数	▼下降 低单位数	▼下降 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏 品牌	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▼下降 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数
安踏： Fila	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 低单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数
特步	▲增长 约 20%	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%高段	▲增长 高于 30%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 10%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数
361 度	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20% 低段	▲增长 15%	▲增长 >20%	▲增长 10-20% 高段	▲增长 约 10%	▲增长 约 10%	▲增长 约 10%	▲增长 10%-15%

资料来源：公司数据、浦银国际

分阶段来看，运动服饰行业今年 1-2 月在春节长假的刺激下录得较好的收入增长，但春节长假以后销售趋势明显减弱。进入 4 月后，在较弱的消费情绪以及不利的天气影响下，国际品牌的流水录得同比下滑，国产品牌的流水增速也有所放缓。更多消费者倾向于集中在假期或大促时段进行消费也是导致 4 月消费疲弱的原因之一。在长假促销以及 618 大促提前开始的帮助下，我们预计 5 月运动服饰行业整体的流水表现将出现较大的恢复。

进入 2025 年下半年，我们认为运动服饰行业的渠道库存将基本回到相对正常的水平，各个品牌的促销力度有望环比减小。另外，我们预计主要品牌将在下半年纷纷推出新产品，因此新产品的销售占比有望提升。因此，我们判断 2025 年下半年的行业零售折扣有望同比保持稳定或小幅改善。

图表 39：各品牌渠道库销比



资料来源：公司资料、浦银国际

新的消费环境也催生出新的消费趋势，比如：

- (1) 消费场景更加全域化和多样化；
- (2) 消费者更加注重消费体验和情绪价值；
- (3) 消费需求两极化明显。

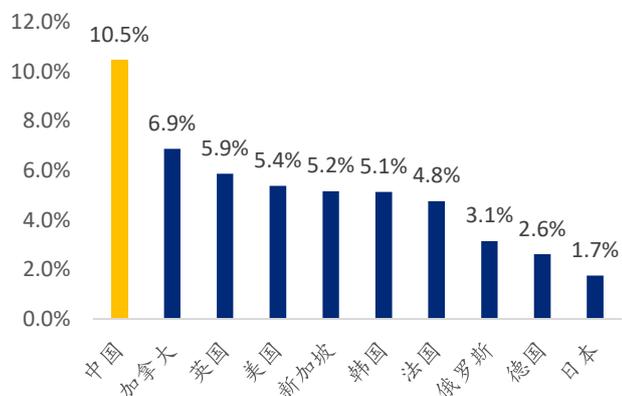
尤其值得注意的是，虽然整体来看市场需求依然较为乏力，但对于一些强调产品功能性的垂类细分赛道（比如户外、瑜伽、专业跑步、网球、高尔夫等），消费者的需求依然在持续高端化。

拿户外赛道举例，安踏收购的 Amer Sports 旗下的高端户外品牌始祖鸟和萨洛蒙过去几年在中国录得极高的销售增长，而安踏自己的高端户外品牌 Kolon 也录得较高的流水增长。

看到这一趋势后，不少运动服饰玩家开始布局高端小众垂类运动鞋服赛道。继牵手加拿大专业跑鞋品牌 Norda 之后，中国最大的运动服饰零售商滔搏也在近期与挪威顶级户外品牌 Norrøna 以及英国顶尖跑步品牌 Soar 达成合作，成为它们在中国市场的独家营运合作伙伴。

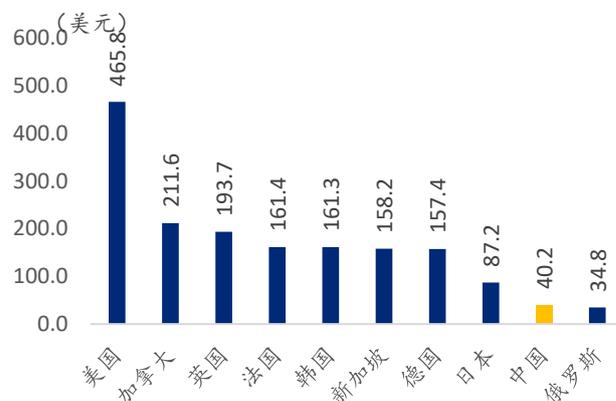
长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低的水准。这也表明中国消费者对运动服饰的需求未来还有较大的上升空间。

图表 40：各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2024 复合增长率



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 41：不同国家或地区运动服饰人均消费对比，2024



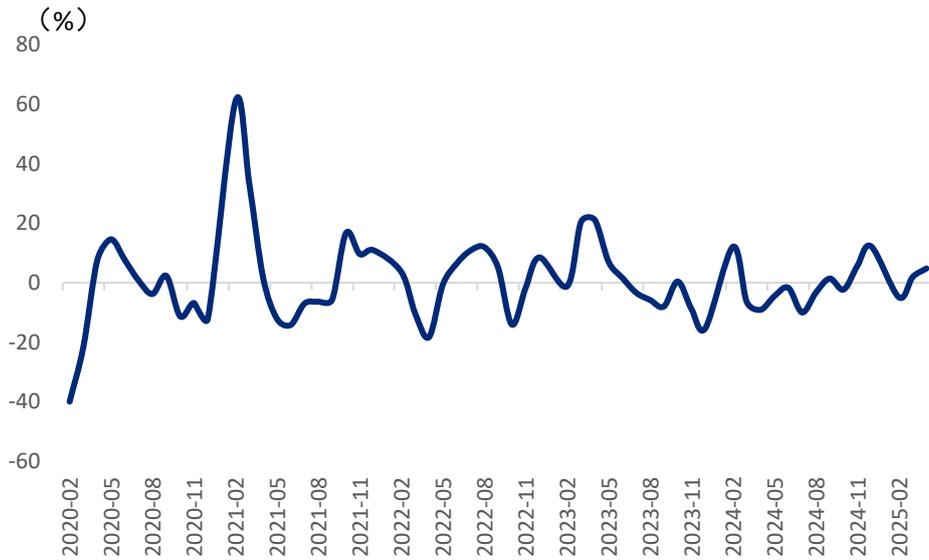
资料来源：Euromonitor、浦银国际

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。

啤酒行业：短期高端化受阻，长期消费场景多样化

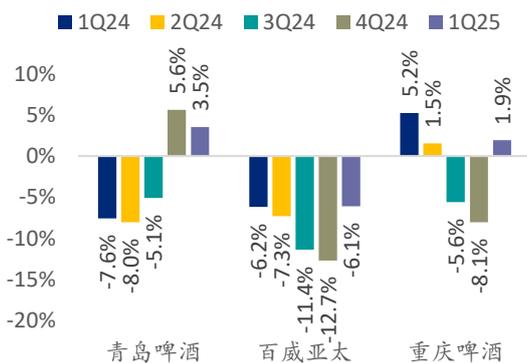
2025 年以来，中国啤酒行业的销量同比有小幅的反弹。除百威亚太由于清库存导致销量大跌，其他玩家 1Q25 的销量基本录得同比正增长。然而，主要啤酒玩家的单吨价格短期依然承压，并在 1Q25 录得不同程度的同比下滑。

图表 42：啤酒行业产量同比增长



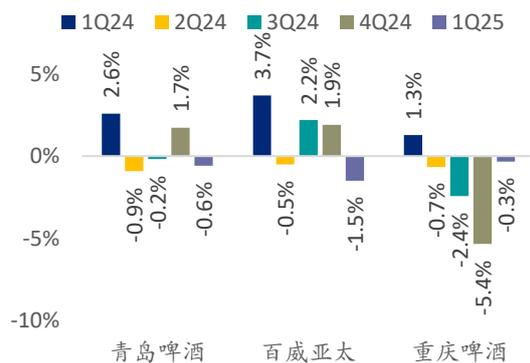
资料来源：国家统计局、同花顺、浦银国际

图表 43：各啤酒玩家销量表现



资料来源：公司数据、浦银国际

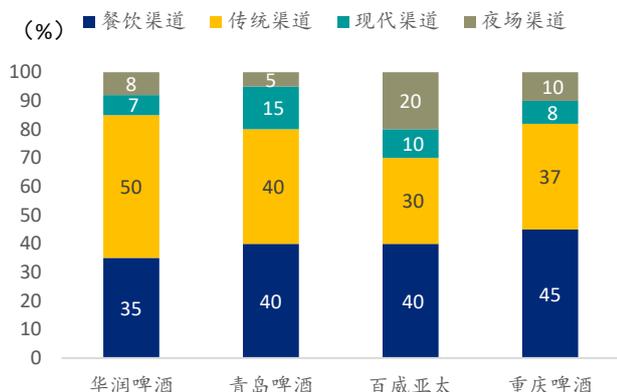
图表 44：各啤酒玩家吨价表现



资料来源：公司数据、浦银国际

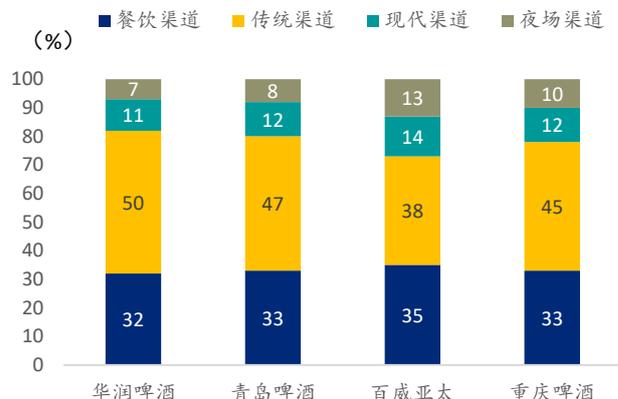
我们认为，啤酒行业短期销售单价承压，主要是由于消费力下降很大程度上打击了现饮渠道的客流和销量，导致行业整体的渠道结构发生变化。餐饮以及夜场渠道客流下滑给高端及超高端产品的销售带来较大负面影响，导致中国啤酒行业产品结构升级短期面对较大的挑战。

图表 45: 主要啤酒玩家各渠道的销量占比(疫情前)



资料来源: 公司数据、浦银国际估算

图表 46: 主要啤酒玩家各渠道的销量占比(疫情后)



资料来源: 公司数据、浦银国际估算

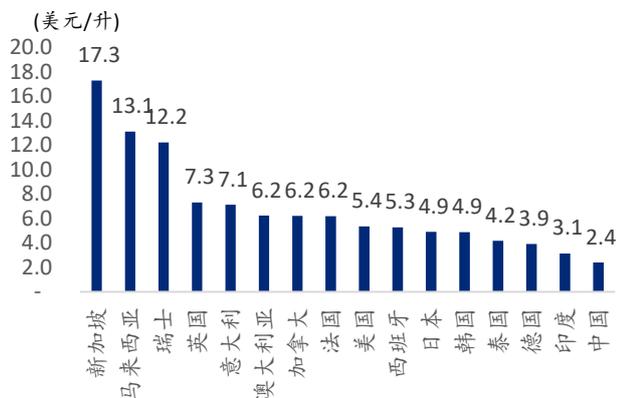
在消费力不足, 现饮渠道面临挑战的情况下, 主要啤酒企业开始积极调整策略来迎合当下的消费趋势, 包括:

- (1) 聚焦非现饮渠道的产品结构升级, 将更多的高端以及超高端产品引入家庭消费场景;
- (2) 聚焦次高端产品开发和营销, 来迎合大众消费者从主流产品向次高端产品升级的消费需求;
- (3) 继续通过小瓶化以及提升产品罐化率来实现产品结构优化。

我们认为, 中国啤酒行业长期的高端化趋势与中国消费者的消费力以及消费意愿成正相关。总体来看, 中国啤酒行业当前的平均销售价格相较发达市场依然处于较低的水平。尤其在中国较大的城市, 啤酒依然有非常大的高端化空间。

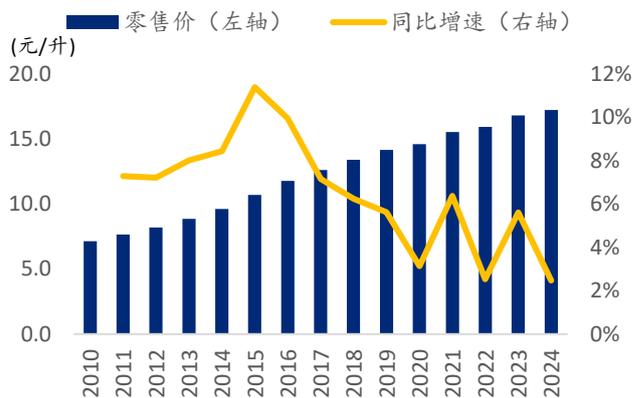
中长期来看, 消费场景多元化与消费需求细分化将会是中国啤酒行业面临的重要趋势。这一方面需要啤酒企业本身拥有丰富品牌组合和产品矩阵来覆盖不同的价格带, 另外也需要啤酒品牌具有较强的产品创新能力, 开发出不同类型(比如低度酒、零度酒、低热量啤酒)、不同口味(比如果味啤酒)、不同包装的产品来满足不同人群在不同消费场景下的需求。

图表 47：各国啤酒零售价格比较，2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

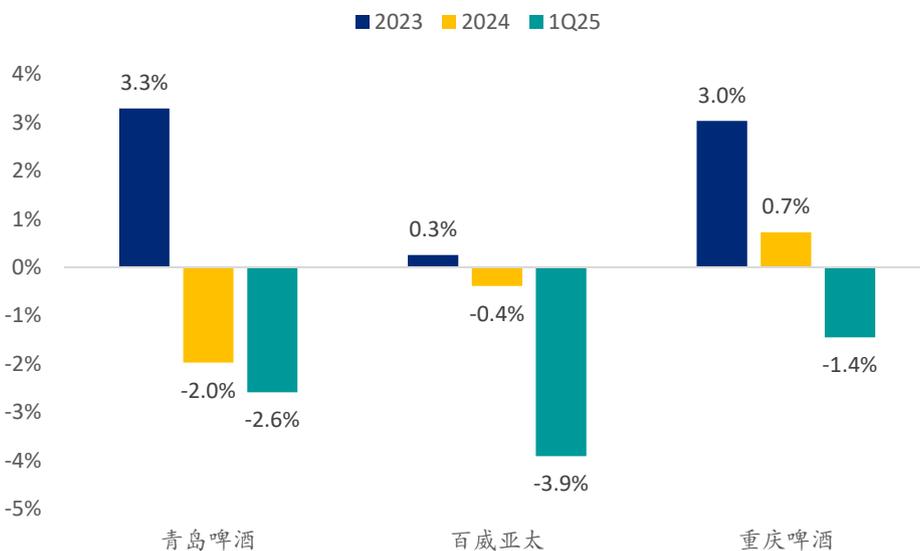
图表 48：中国啤酒单吨零售价以及同比增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

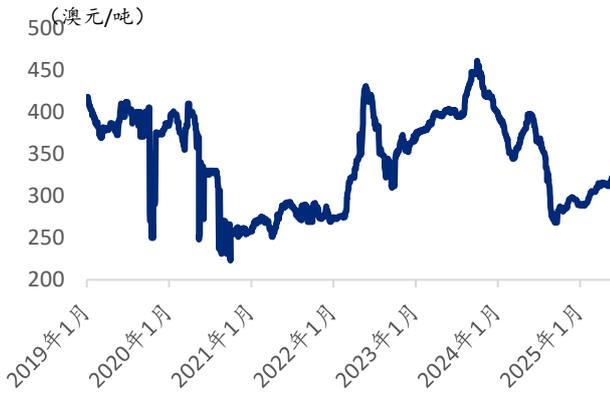
从成本端来看，各啤酒玩家 1Q25 的单吨成本基本同比稳中有降。展望 2025 年下半年，我们认为原材料价格的压力依然不大，甚至对主要玩家的毛利率有正向的贡献。另外，啤酒企业将积极开拓大麦的采购来源，同时继续通过优化自身的生产效率来降低生产成本。

图表 49：各啤酒玩家单吨成本同比变化，2023-1Q25



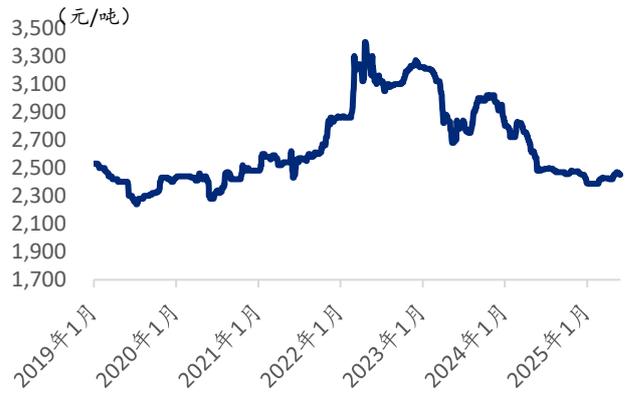
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 50: 澳洲大麦价格走势



注: 截至 2025 年 5 月 29 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 51: 中国小麦价格走势



注: 截至 2025 年 5 月 29 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 52: 中国长江铝价格走势



注: 截至 2025 年 5 月 29 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 53: 中国玻璃价格指数



注: 截至 2025 年 5 月 29 日
资料来源: Bloomberg、浦银国际

我们维持华润啤酒(291.HK)、重庆啤酒(600132.CH)、青岛啤酒 H 股(168.HK)“买入”评级, 青岛啤酒 A 股(600600.CH)和百威亚太(1876.HK)“持有”评级。

液态奶行业：上游正积极去产能，有望达到供需平衡

疫情期间，在媒体的宣传下，消费者提升免疫力的诉求大幅推动了牛奶的销量，短期内透支了市场对乳制品的需求。然而，随着疫情结束，消费者对牛奶的需求降温，再叠加消费力的下降，中国乳制品行业的终端需求从 2024 年开始面临较大的挑战。

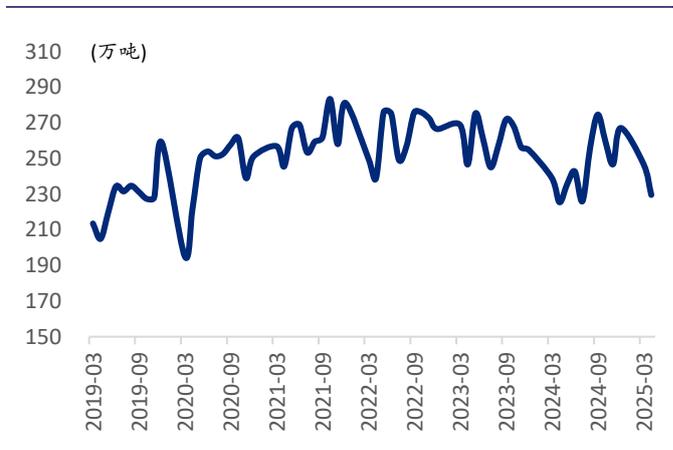
回看 2025 年上半年，液态奶整体市场需求依然较弱。根据我们的调研，两大乳制品企业伊利与蒙牛的终端液态奶动销依然录得同比下滑。具体来看，蒙牛 1Q25 终端销售同比下滑幅度大于伊利。

图表 54：中国牛奶零售价



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 55：中国乳制品当月产量



资料来源：Bloomberg、浦银国际

尽管需求端尚待恢复，但经过 2024 年痛苦的去库存以后，液态奶行业整体的渠道库存已回到相对正常的水平。与此同时，上游牧场从 2024 年年中就已经开始积极的进行淘牛，减少上游供给端的原奶供应。这使得 2025 年上半年的原奶价格跌幅收窄并逐渐趋于稳定，液态奶行业整体的供需关系逐渐回到相对平衡的状态。

基于当前的发展，市场普遍预期原奶价格将在 2025 年下半年（我们预计接近年终）企稳反弹。随着原奶价格的触底反弹，小型玩家的利润率水平将被挤占，促销空间将有所减小，这将有利于行业竞争格局的改善，同时利好伊利与蒙牛等大型乳企重夺市场份额。原奶价格回升也将降低伊利、蒙牛等大型乳企喷粉的规模，降低库存减值的风险。

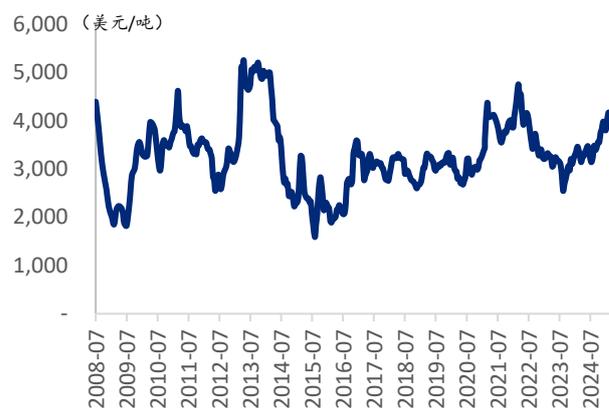
图表 56：中国原奶价格走势



注：截至 2025 年 5 月

资料来源：Wind、农业农村部、浦银国际

图表 57：新西兰恒天然全脂大包粉价格走势



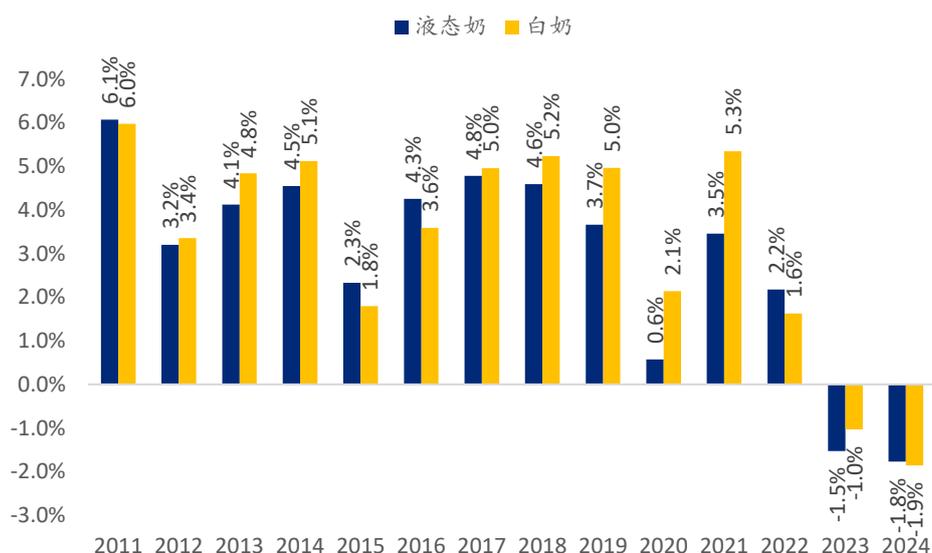
注：截至 2025 年 5 月

资料来源：Fonterra、浦银国际

根据我们的观察，液态奶行业正面临以下消费趋势变化：

- (1) 随着消费者健康意识的提升，白奶的刚需属性逐渐体现。因此，白奶的收入表现相较其他品类更稳健，也更具有韧性。相较而言，常温酸的整体销售趋势依然较为疲弱。
- (2) 消费者对液态奶的消费分级趋势愈加明显。高端产品（包括蒙牛的特仑苏和伊利的金典）的销售表现依然好于行业整体，且价盘稳定。但大众价位产品的促销力度依然较大。

图表 58：中国液态奶以及白奶的零售价格同比变化，2011-2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

展望未来，我们预计：

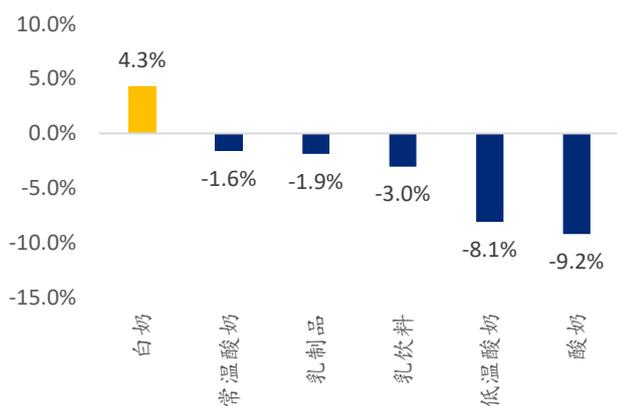
- (1) 在乳企更谨慎的发货策略下，渠道库存有望维持健康水平。
- (2) 中国乳制品行业需求可能在奶价见底后表现出弱复苏的态势，行业规模有望实现低速增长。
- (3) 行业整体销售价格有望在促销力度减小的情况下维持稳定。白奶产品结构有望持续升级，但行业整体高端化空间不大。
- (4) 产品结构继续向白奶倾斜，白奶增速有望继续好于酸奶与乳饮料。

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，白奶的人均饮用量将继续上升。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。我们预计未来两三年乳制品企业的行业增速将维持在低单位数的水平，但大型乳企有望凭借较强的品牌力、产品研发能力、市场营销能力以及渠道力继续扩大市场份额，从而录得高于行业的收入增长。

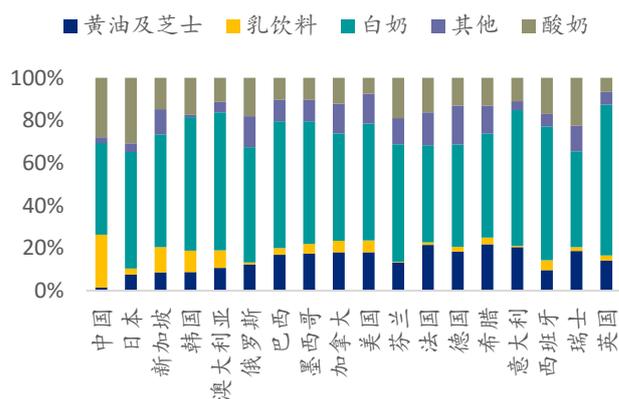
在整体乳制品行业从“高速增长”进入“稳健增长”的新常态后，我们认为龙头乳制品企业（包括蒙牛和伊利）将更加聚焦运营效率的提升，致力于通过降本增效来持续提升自己的经营利润率。我们依然认为，蒙牛的经营效率相较伊利有更大的改善空间，因此经营利润率未来提升的空间也略大于主要竞争对手。

图表 59：中国乳制品行业主要品类的 2019-2024 销售额复合增长率



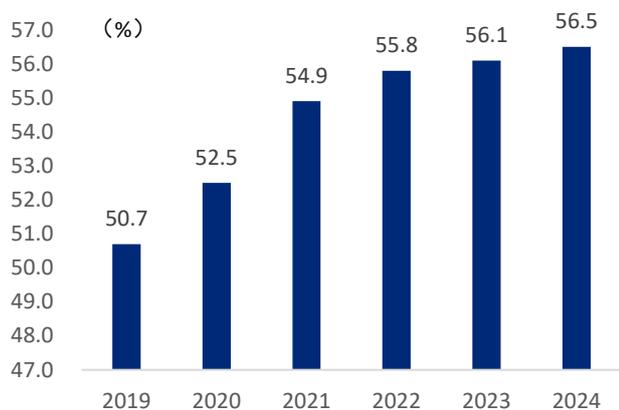
资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 60：各国人均奶类产品销量比较，2024



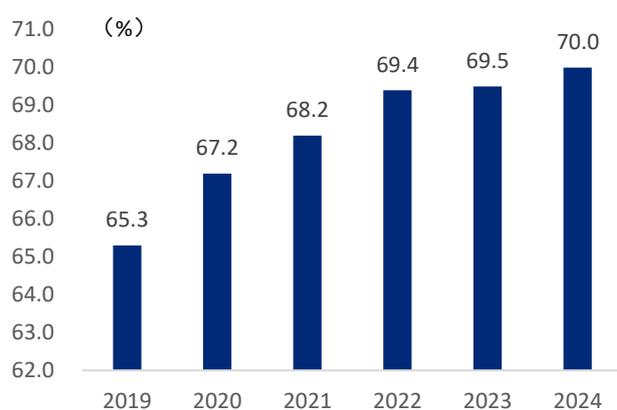
资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 61: 乳制品行业前两名市场集中度, 2019-2024



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 62: 中国白奶前两名市场集中度, 2019-2024



资料来源: Euromonitor、浦银国际

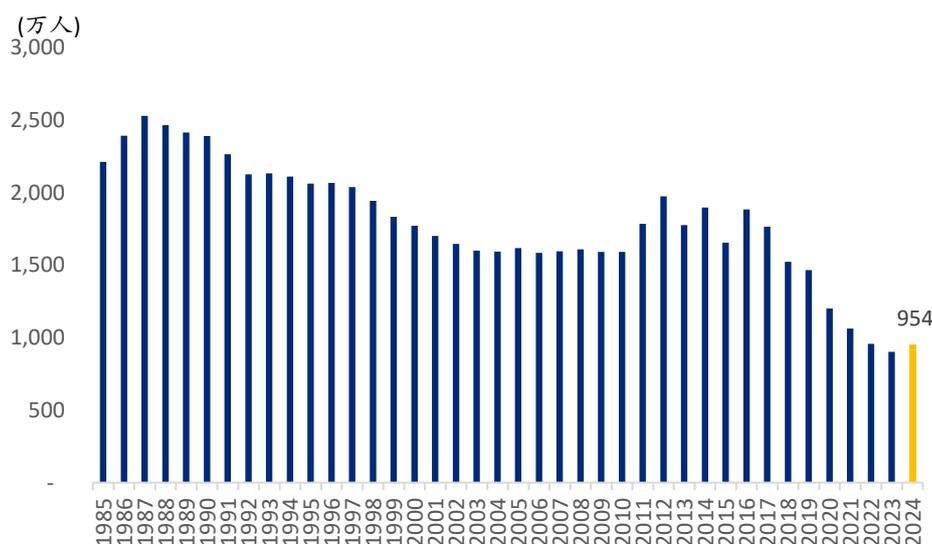
乳制品行业中, 我们维持蒙牛 (2319.HK) 的“买入”评级, 同时维持伊利 (600887.CH) “持有”评级。

奶粉行业：结构性挑战持续，行业集中度将持续提升

2024年全国新生儿人口数为954万，较2023年新增52万，出生率小幅回升至6.77‰，主要是由于龙年的生育偏好较强。然而，考虑到2024年全国结婚登记对数才610.6万对（相较2023年的768万对下降了20.5%），我们预计2025年的出生人口数不太乐观。除非政府推出更行之有效的政策来鼓励生育，否则2025年出生率继续下降可能是大势所趋。行业目前预计2025年的全国新生儿人口数或跌至900万以下，同比显著下降。这也就意味着婴配粉行业2025年的市场需求很可能将进一步收缩。

我们认为，当下的中国年轻人对生育下一代的观念已经发生质的转变。很多年轻人已经不再将生孩子当做结婚后的必选项，而是会基于自身意愿、经济条件、生活环境等具体情况来决定。在当前经济承压、房价下行、财富缩水、社会竞争加剧的大环境下，更多的年轻人在结婚后选择等待和观望。

图表 63：中国出生人口



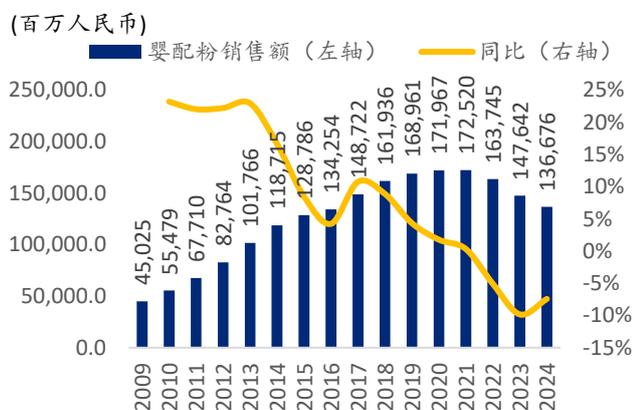
资料来源：同花顺、国家统计局、浦银国际

展望未来，我们认为中国人口出生率持续下降的大趋势短期难以逆转，并且可能令中国整体婴配粉行业的终端需求维持疲弱状态。长期来看，中国婴配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。中长期来看，我们认为中国婴配粉行业的市场集中度有望持续提升，头部企业有望通过较强的品牌力与营销能力继续抢占市场份额，从而取得高于行业的增长。

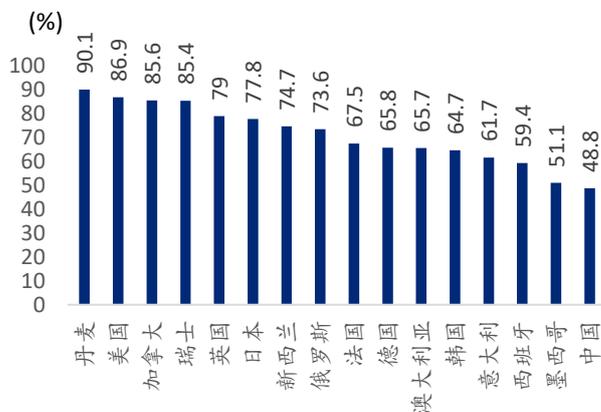
另外，随着消费者对国产品牌的信任度不断增强，国产婴配粉品牌（包括飞鹤和伊利）的市场地位和市场份额有望继续提升。这也符合国产替代的大趋势。

图表 64：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 65：不同国家奶粉行业集中度（前三名）比较，2024



资料来源：Euromonitor、浦银国际

更重要的是，婴配粉配方注册制对行业的影响已经基本过去，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。我们相信，行业发展到当前阶段，大部分头部奶粉企业已达成共识，不会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，我们认为中国婴配粉行业整体已经进入良性竞争状态。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，飞鹤过去几年里持续聚焦渠道库存健康度的管理，并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。2024 年至今，飞鹤主要的产品（包括星飞帆卓睿以及经典星飞帆产品）的渠道库存大概维持在一个月左右。

与此同时，公司在消费力疲弱的情况下依然积极通过强大的营销能力推进产品组合的结构升级。在婴配粉行业整体销量都面临结构性挑战的情况下，飞鹤正通过产品力和品牌力的恢复来提升市场份额。我们预计飞鹤 2025 年有望持续通过提升市场份额录得同比个位数收入增长。

图表 66：飞鹤历史市盈率估值



注：截至 2025 年 5 月末
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 67：澳优历史市盈率估值



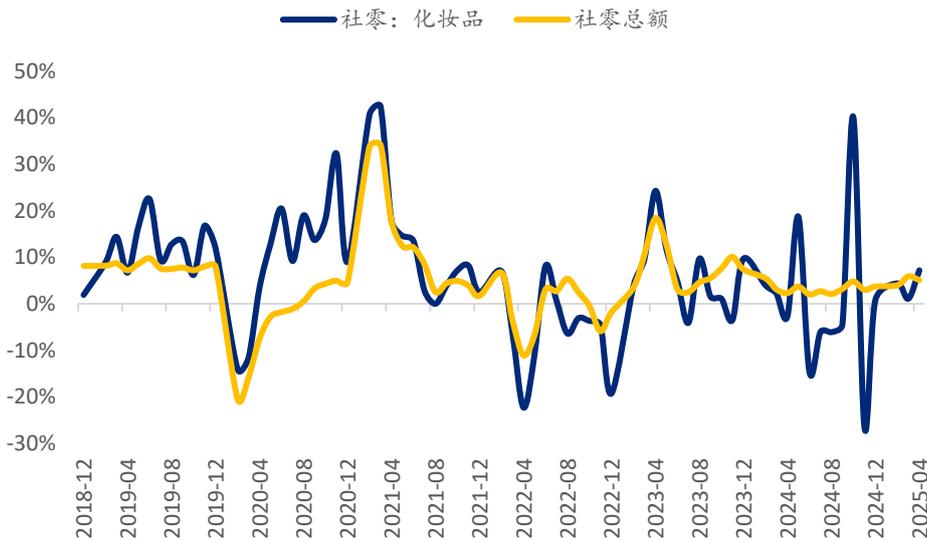
注：截至 2025 年 5 月末
资料来源：Bloomberg、浦银国际

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)、伊利 (600887.CH) “持有”评级。

化妆品行业：从研发和核心成分出发，盈利重要性提升

进入 2025 年，化妆品零售额触底回升，整体呈现改善趋势。2025 年 1-4 月累计化妆品零售额同比增长 4%。

图表 68：中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比



注：数据截至 2025 年 4 月
资料来源：Wind、浦银国际

在我们关注国产品牌的品牌力和销售的增长的同时，国际护肤品在中国市场的经营逐步承压。以欧莱雅为例，公司在 2024 年中国区销售额录得 10 年内的首个负增长（同比下降个位数）。

国际品牌在中国区的增长乏力主要是由于：（1）高端美妆走低，国际美妆崛起；（2）线下渠道和旅游渠道的销售面临压力。

尽管国际品牌在中国区域的销售承压，但进入 2025 年，各集团仍对中国市场抱有较大的期望，并未收缩对于中国市场的投入。从 2025 年“三八节”销售数据来看，国际品牌在 2025 年大促期间适当减少促销活动，转而注重高质量增长以及整体的盈利能力。2025 年的“618”抢先购期间（2025 年 5 月 16 日-5 月 26 日），国际品牌在天猫美妆榜单前十中占有 9 席。

图表 69：天猫 2024-2025 年大促美妆排名

排名	2024 年			2025 年	
	三八节	618	双 11	三八节	618
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	欧莱雅	兰蔻
3	兰蔻	兰蔻	兰蔻	兰蔻	欧莱雅
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	玉兰油	海蓝之谜	海蓝之谜	修丽可	修丽可
6	修丽可	修丽可	赫莲娜	海蓝之谜	海蓝之谜
7	娇韵诗	赫莲娜	修丽可	肌肤之钥	SKII
8	薇诺娜	SKII	SKII	可复美	赫莲娜
9	肌肤之钥	玉兰油	薇诺娜	圣罗兰	肌肤之钥
10	海蓝之谜	薇诺娜	玉兰油	娇韵诗	娇韵诗
11	资生堂	肌肤之钥	肌肤之钥	玉兰油	圣罗兰
12	圣罗兰	可复美	娇兰	资生堂	可复美
13	可复美	娇韵诗	可复美	赫莲娜	玉兰油
14	赫莲娜	资生堂	娇韵诗	薇诺娜	薇诺娜
15	理肤泉	娇兰	圣罗兰	SKII	资生堂
16	自然堂	科颜氏	科颜氏	毛戈平	科颜氏
17	娇兰	理肤泉	资生堂	科颜氏	毛戈平
18	SKII	自然堂	理肤泉	理肤泉	娇兰
19	科颜氏	圣罗兰	自然堂	彩棠	理肤泉
20	HBN	HBN	伊丽莎白雅顿	娇兰	彩棠

注：黄色标记为国产品牌。2025 年 618 数据为抢先购全周期榜单。
资料来源：天猫美妆微信公众号、浦银国际整理

国产护肤品方面，尽管过往国产护肤品行业受益于国产替代等消费趋势，但国产品牌之间的竞争日益激烈，尤其是新兴品牌在近年来的快速增长，抢占消费者心智。

我们认为 2025 年下半年的中国化妆品行业进入增长轨道的确定性增强。从行业趋势来看，我们认为以下趋势仍将延续：

(1) 国产品牌积极加强研发

随着消费者对于功效护肤的持续追求，中国化妆品企业也在通过产学研推动国产产品背后的科技力以及研发壁垒。

在研发能力加强的背景之下，国产化妆品企业得以在与国际品牌的竞争中增强产品的壁垒，获得消费者的青睐，补齐国产品牌的产品力的短板。这其中包含了如巨子生物、锦波生物等原料生产企业，更多的是如丸美、韩束等加大研发投入的企业。

(2) 放弃低价竞争，注重盈利能力

进入 2024 年下半年，电商平台纷纷主动放弃了利用低价策略来进行竞争，这一策略也传导至化妆品品牌。在低价竞争下，化妆品白牌通过降低产品质量等方式以低价获取流量和销售，迫使部分品牌也纷纷以满赠、折扣等方式加入这一价格战中，但长期来看这并不可持续。

因此，2025 年以来不论是国际品牌亦或是部分龙头国产品牌也在大促中减少了促销比例，转向盈利导向。因此，我们更希望化妆品行业通过良性的竞争方式，实现健康发展。

综上所述，我们建议投资者关注拥有较强研发能力、线上运营能力的龙头化妆品企业。

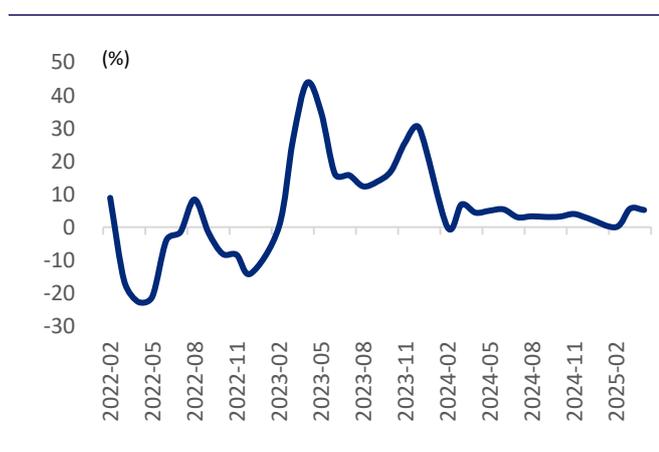
我们维持巨子生物 (2367.HK)、珀莱雅 (603605.CH)、上美股份 (2145.HK) “买入”评级，以及贝泰妮 (300957.CH)、华熙生物 (688363.CH) “持有”评级。

餐饮行业：弱复苏下，餐饮品牌盈利能力恐持续分化

进入 2025 年后，中国餐饮行业整体呈弱复苏趋势。尤其在进入 3 月以后，增长趋势进一步改善。另外，长假对线下餐饮行业的客流有较大的促进作用。

然而，中国餐饮行业的竞争依然较为激烈，行业内卷严重。在这样的竞争环境下，餐饮玩家的表现进一步出现分化。就上市餐饮企业 1Q25 的数据来看，除了海底捞以外，大部分品牌依然录得同店销售额的下降，且部分品牌降幅较大。

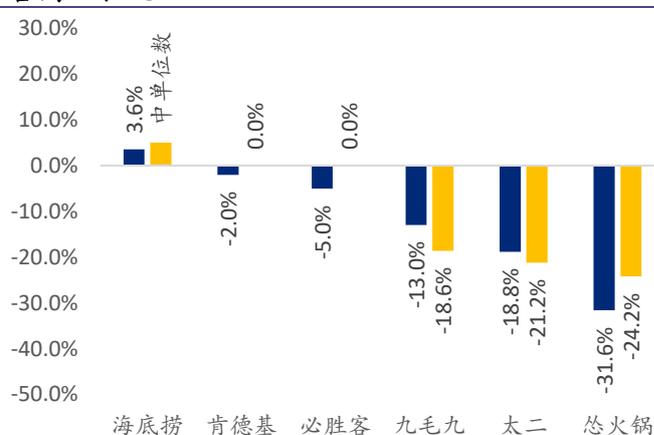
图表 70：中国餐饮行业收入同比变化



注：截至 2025 年 4 月

资料来源：Wind、国家统计局、浦银国际

图表 71：中国主要餐饮品牌 2024 与 1Q25 同店销售同比表现



资料来源：公司资料、浦银国际

我们认为，符合以下条件的餐饮玩家有更大的可能性保持客流增长，从而抢占市场份额：

(1) 较强的品牌力以及持续的产品创新

尽管中国餐饮行业新玩家层出不穷，但像海底捞、肯德基这样具有较强品牌力的老牌餐饮品牌依然能够维持稳定的线下客流和翻台率，未被不断涌现的新餐饮品牌抢了市场份额。

这主要归功于它们在常年的运营过程中，通过稳定的产品质量、不断创新的菜品或极致的服务，已成功占领消费者的心智，从而形成稳定的品牌护城河。

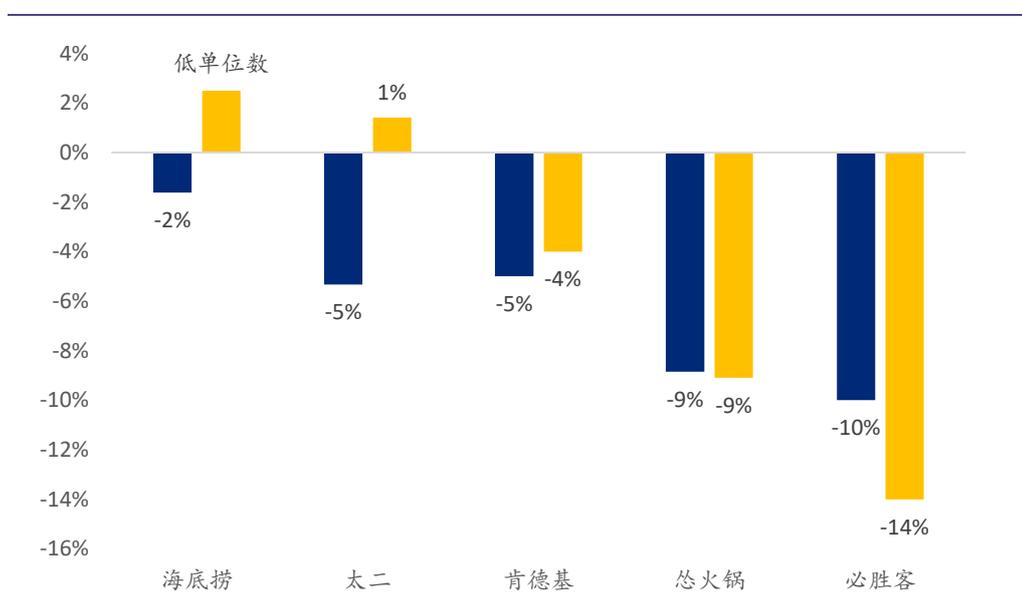
尽管海底捞与肯德基已进入品牌成熟期，但在较弱的终端市场需求以及激烈的行业竞争中，这些品牌的同店销售与翻台率反而会相对较新的餐饮品牌有更加稳健的表现。

(2) 灵活的运营策略迎合消费者对性价比的追求

在消费者越来越关注性价比的消费趋势下，为了维持客流量的稳定，不少餐饮玩家策略性地下调产品组合的平均客单价水平，主动迎合消费者对性价比关注度的提升。更低的客单价同时也有助于餐饮玩家向下沉市场拓展。

举例来看，必胜客和怂火锅在 1Q25 的客单价继 2024 年大幅下调后继续录得同比较大幅度的下滑，且下滑幅度在 2Q25 进一步加大。这主要是由于百胜与九毛九正积极向低线城市扩张。我们担心百胜中国和九毛九在 2025 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。

图表 72：中国主要餐饮品牌客单价的同比变化，2024 与 1Q25



资料来源：公司数据、浦银国际

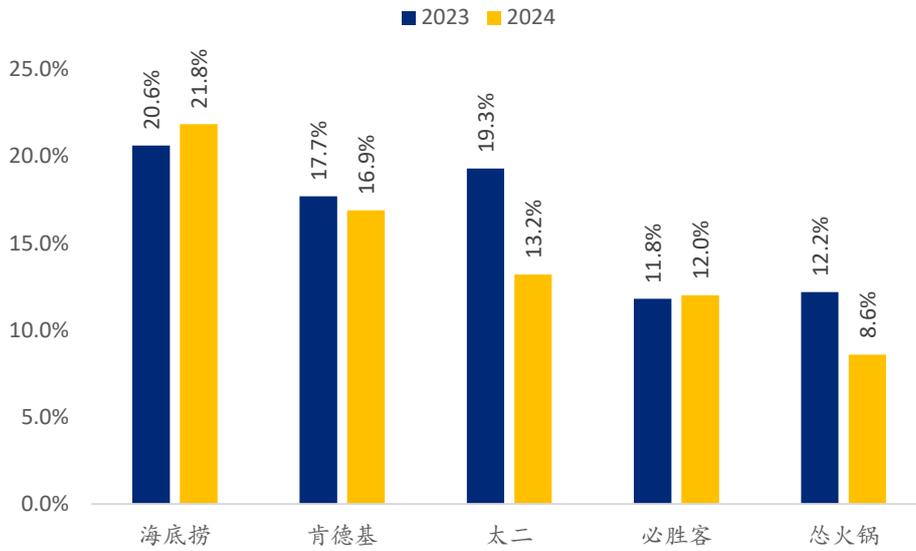
(3) 高效的门店运营和供应链体系

中国餐饮企业大部分还是以直营为主，这就意味着餐饮企业具有较高的运营杠杆。一旦收入端出现下滑，在负杠杆的影响下，利润率将承受巨大压力。

在终端需求疲弱、同店销售承压的情况下，餐饮企业更需要致力于提升门店以及供应链的运营效率，积极通过降本增效来抵消经营负杠杆对盈利能力的影响。

比如在门店端，餐饮企业可以通过数字化和自动化工具来优化员工的排班计划，在降低员工成本的同时改善员工的满意度。同时，公司应该积极与所在的商场协商采取可变租金，从而降低门店的经营杠杆。

图表 73：中国主要餐饮品牌餐厅利润率，2023-2024



资料来源：公司数据、浦银国际

展望 2025 下半年，在我国持续促消费、扩内需的大方向下，餐饮行业的整体需求有望继续维持稳定的恢复，终端销售额预计保持同比低至中个位数的增长。

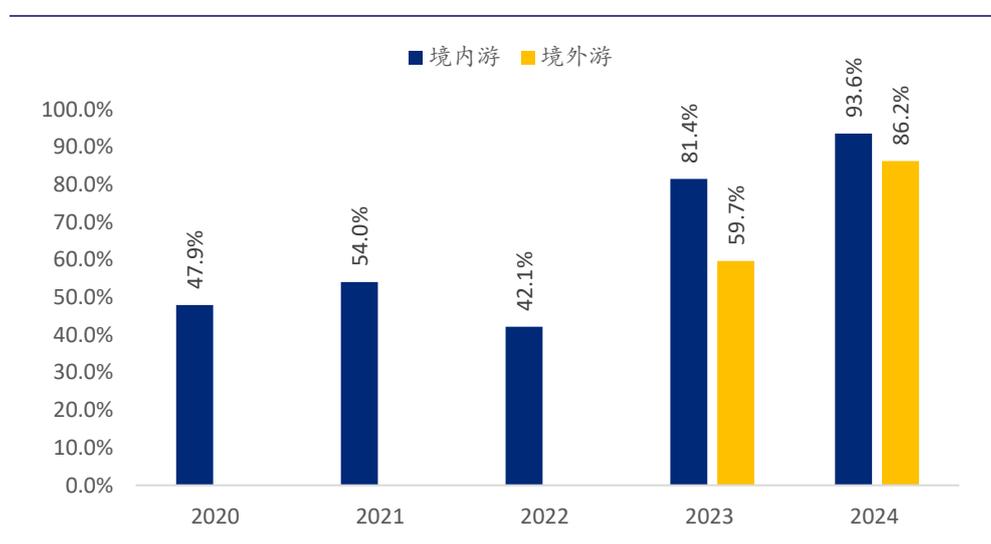
在中国餐饮行业中，百胜中国是我们 2025 年下半年餐饮行业的首选。百胜中国之所以能够在复杂多变的消费环境下不断取得业务突破，保持稳健的业绩表现，很大程度上归功于其强大的管理能力以及灵活的市场应变能力，使其能够快速且有效地调整运营策略（比如降低必胜客客单价、扩大肯德基价格范围）来迎合新的消费趋势，同时不断通过产品创新以及运营效率的提升来确保盈利能力的稳步提升。

维持海底捞（6862.HK）、百胜中国（YUMC.US/9987.HK）“买入”评级以及九毛九（9922.HK）、特海国际（9658.HK/HDL.US）“持有”评级。

酒店旅游行业：旅游市场火热，运营指标有望企稳回升

回顾 2024 年，中国旅游业经历了疫情后出行需求的持续增长以及市场供应的快速恢复，整体欣欣向荣。由于我国旅游市场快速复苏，国内 2024 年旅游市场出游人次已恢复至 2019 年的 93.6%。2025 年一季度国内出游人数达到 17.94 亿，同比增长 26.4%。从 2025 年“五一”假期出行数据来看，国内出游达到 3.14 亿人次，同比增长 6.4%，国内游客总花费达到 1802.69 亿元，同比增长 8%。2025 年，旅游市场在规模上仍有增长空间，而且本轮旅游市场的增长在量价的驱动作用具有差异性。我们预计 2025 年下半年国内旅游市场出行人次仍有可观的增长空间。

图表 74：中国境内、境外旅游人次对比 2019 年情况

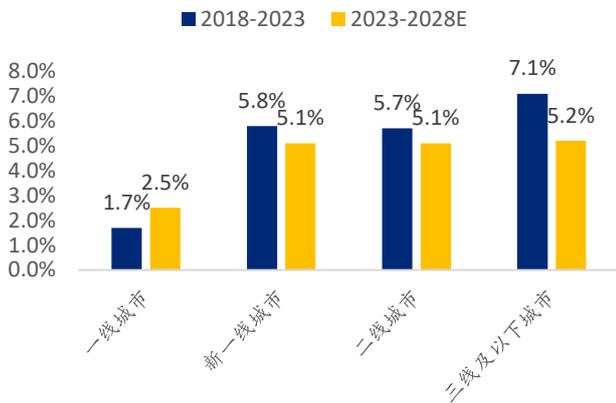


资料来源：同花顺、浦银国际

而 2025 年下半年国内旅游市场主要是由以下因素驱动：

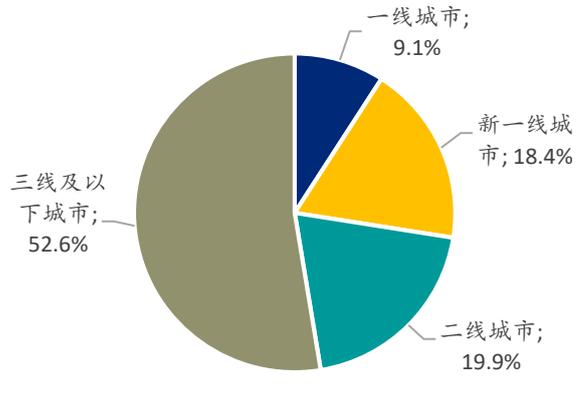
- (1) **庞大的低线市场渗透空间：**中国下沉市场人口规模约占全国人口的 7 成，下沉市场的人均消费支出增长超过高线城市。同时，下沉市场移动互联网渗透率持续加深。下沉市场成为旅游市场增长的重要驱动力。随着下沉市场居民消费水平提升，越来越多的低线城市居民开启旅行之路，为旅游市场以及 OTA 平台提供了新的消费以及用户增量。

图表 75：中国居民人均消费支出 CAGR 增长



E=均识咨询预测；资料来源：均识咨询、浦银国际

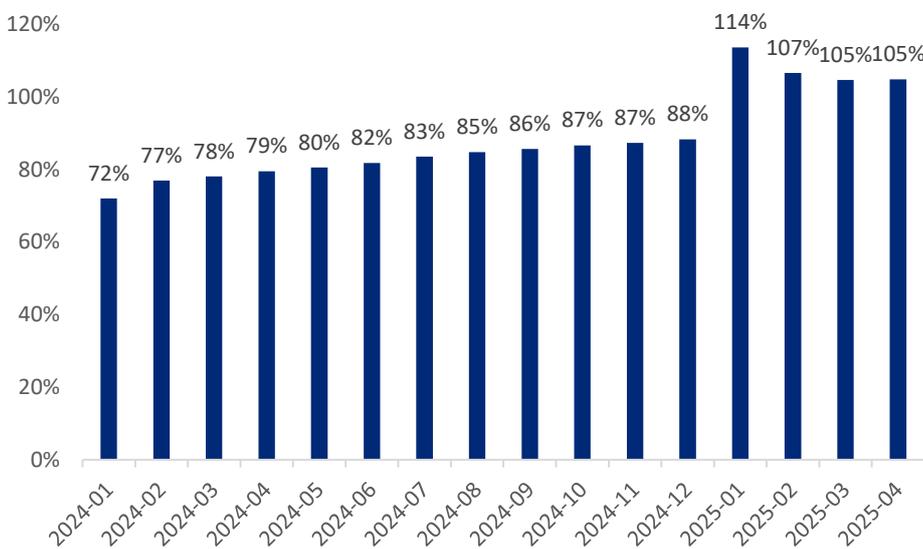
图表 76：中国移动互联网用户城市线级占比分布，2024



资料来源：QuestMobile、浦银国际

- (2) **银发经济带动量价同增：“有钱有闲”的银发一族成为了旅游市场的强力新增人口。**根据携程数据，截至 2024 年底，50 岁以上退休族旅行订单同比增长 34%，成为出行旅游的重要新增量。我们认为，随着越来越多的消费者步入退休生活，银发一族的出行需求将会持续增长。银发一族的高质量消费需求将带动旅游市场规模进一步扩大。
- (3) **Z 世代成为消费出行的主力军：**Z 世代对出游热情高涨，同时为了获得等价丰富的旅游体验，目的地更多的旅游打卡以及特种兵式旅游最能体现 Z 世代的旅行风格。Z 世代拉动了消费者出游量的增长。
- (4) **出境、入境游趋势恢复：**在国家出台双向免签政策和国际航班恢复的促进下，我们认为 2025 年出入境人数将持续增长，带动旅游人次的增长。截至 2025 年 4 月，我国累计国际航班的客运量已达到 2019 年同期的 105%，远超 2024 年水平。

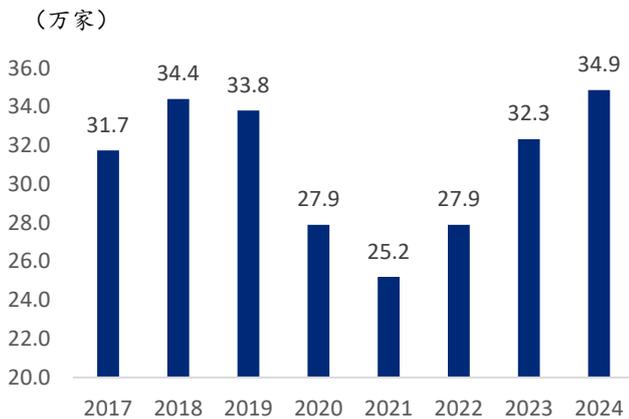
图表 77：累计国际航班客运量对比 2019 年同期水平



资料来源：中国民用航空局、浦银国际

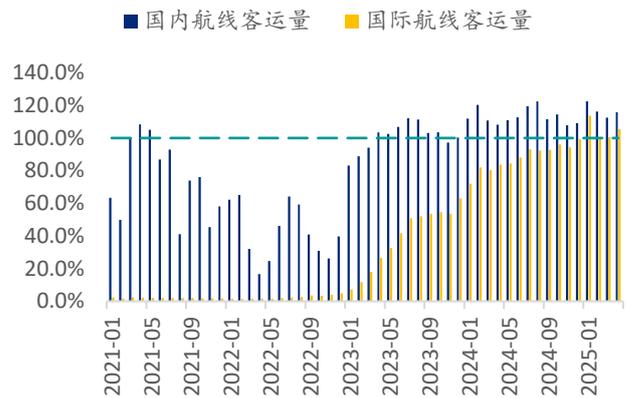
从客单价角度来看，由于酒店和航班供应量在疫情后的快速扩张，促使供应端快速增长，令酒店单价以及机票价格在 2024 年相较 2023 年大幅回落。但考虑到旅游行业的供需关系逐渐趋于平衡，我们预计单价下降的趋势将在 2025 年逐渐放缓，并且进入较为稳定水平。

图表 78：中国酒店设施数量



资料来源：中国饭店协会、浦银国际

图表 79：国内和国际航线客运量对比 2019 年水平



资料来源：中国民用航空局、浦银国际

同时，出行人群的结构变化带动整体人均旅游消费的改善。其中，银发族相对拥有更强的消费力，并愿意为服务支付更高的价格；但年轻群体以及低线城市消费者则由于经济实力的限制，一定程度上拉低旅游人均消费。

整体来看，我们认为尽管旅游人群的出行意愿仍较强，但旅游群体的结构性改变的趋势中增量以年轻和较低消费力的消费者为主，将抵消银发族所带动的消费力的提升。

按细分行业来看，酒店行业的门店规模扩张以及等级提升带来的结构优化和市场整合的必然趋势。在这一趋势下，酒店集团的中端酒店占比也将逐渐提升，带动平均每日房价和酒店集团整体收入的提升。

在酒店行业中，我们首推亚朵集团 (ATAT.US)，同时维持华住集团 (1179.HK/HTHT.US) “买入”评级，首旅酒店 (600258.CH) 和锦江酒店 (600754.CH) “持有”评级。

OTA 行业则更多是以旅游业务的延伸拓展为主，例如推出“旅行+”的服务、海外出游业务以及度假定制服务等，来为消费者提供更多的消费场景，满足更多的延伸消费需求。

在 OTA 行业中，我们维持携程集团 (9961.HK/TCOM.US) 以及同程旅行 (780.HK) “买入”评级。

浦银国际消费行业覆盖公司

图表 80: SPDBI 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	15.5	持有	17.66	2025年3月29日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	99.6	买入	118.8	2025年4月10日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.89	买入	3.60	2025年5月22日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	44.8	买入	61.5	2025年5月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	348.0	买入	479.7	2025年5月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.3	买入	20.3	2025年4月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.6	持有	16.6	2025年5月23日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.9	持有	21.3	2025年5月23日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡★	32.4	买入	43.2	2025年5月2日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.8	买入	34.3	2025年3月18日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.7	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	持有	9.2	2025年5月8日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.7	买入	72.6	2025年4月1日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	75.2	持有	81.4	2025年4月1日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.4	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.9	买入	23.0	2025年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.1	买入	6.65	2025年4月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.1	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特★	225.0	买入	293.9	2025年5月28日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金★	900.0	买入	857.0	2025年5月12日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	90.5	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	68.1	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	66.9	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.6	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.0	持有	39.1	2025年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团★	31.9	买入	41.1	2025年5月23日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.2	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	35.9	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.3	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.8	持有	14.8	2025年3月31日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	510.5	买入	610.6	2025年5月22日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	64.6	买入	78.0	2025年5月22日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	22.9	买入	26.6	2025年5月22日	线上旅游

注: 截至 2025 年 5 月 29 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

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附属公司、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人士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在过去 12 个月内并没有任何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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

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

