

中国消费行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

拥抱不确定性

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 7 月 29 日发布的题为《Embrace the uncomfortable》的报告，市场对中国消费板块兴趣重燃。在避险情境下，选股的常见标准包括强劲现金流及估值合理。除少数例外，多数消费股现金流稳健，但该优势已反映在股价中。许多低估值个股可能仅因基本面恶化而显得便宜。中信里昂不建议仅因低估值而选股，并寄望其基本面在缺乏确凿证据下改善。对短期基本面改善但持续性存疑的个股亦需保持审慎。研究指出优先顺序为美的集团、瑞幸咖啡与亚朵酒店，三者均有望规避下行风险。

家电行业：问题对市场显而易见，竞争格局健康

中国家电企业面临两大问题：(1)国内销售下滑；(2)原材料价格上涨。销售下滑源于以旧换新政策导致的需求前置。但目前尚无迹象显示中国自然家电增长率将跌破低个位数百分点同比增速。原材料价格上涨可解释板块年内估值下调。近期事件或加剧恶化，但中国产品凭借价格优势在海外市场份额提升可抵消此风险。家电出口增速正在回升，美的集团出口能力为行业最强。

餐饮行业：同店增速指标存疑，门店扩张更为关键

市场关注餐饮行业同店销售额增速（SSSG）。但今年海底捞估值快速上修与下修表明，仅凭 SSSG 难以判断拐点。SSSG 作为开店前置指标虽重要，但决定估值倍数的是门店扩张预期。若 SSSG 回升主因基数效应，估值修复或难持续。不幸的是，基数效应是多数餐饮企业 SSSG 的主要驱动因素。分析指出应更关注门店扩张强劲的企业：仅瑞幸咖啡与百胜中国符合此标准。百胜中国正加速特许经营店扩张，即使门店增长持稳，其营收增速亦将放缓。因此瑞幸咖啡成为首选标的。尽管 SSSG 为负，其逆势加速开店的策略值得关注。尽管可持续性存疑，但自营店占比较高使其对扩张节奏更具掌控力。

酒店行业：RevPar 波动趋缓，供给增速下降

酒店 RevPar（每间可售房收入）反映行业供需结构变化，其波动呈现周期性特征。个股估值倍数与 RevPar 变动高度相关。但研究认为此关联将改变，因业主已意识到 RevPar 上行周期实际较短。行业将长期处于供过于求状态，导致供给增速放缓且 RevPar 同比增速围绕零轴波动。当前 RevPar 同比虽持续下滑，转正或提振板块，但研究指出估值修复幅度或不及过往。毕竟酒店扩张才是行业增长更重要的驱动力。历史估值倍数对合理估值的参考意义将减弱，供给放缓的负面影响尚未完全定价。在此背景下，亚朵酒店较华住集团更受青睐。前者因半数新开业酒店来自品牌转换，门店增速放缓较不明显。抖音加强税务合规抬升小品牌进入门槛，其零售业务存在上行惊喜空间。

调味品行业：并非真正稳健的生意

海天味业正实现中个位数销售增长。但在餐饮疲软背景下需投入费用刺激需求，利润率扩张空间有限。颐海国际今年有望实现双位数销售增长。但分析指出复合调味料并非中式厨房必需品，销售增长存在波动性。

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资／产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资／产品专员个人观点，或投资／产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和／或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和／或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和／或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。