



2H20 消费行业展望：

乘风踏浪，坚守优质赛道和赢家

消费升级的真正含义是，各收入层级的中国消费者均更有意愿、更有条件在不同消费场景中配置更优性价比的商品和服务。需求分级和消费升级的进程正酝酿出许多结构性的增长机会。我们看到越来越多的新晋企业切入新赛道打造局部优势，龙头企业则通过内部变革与合纵连横，加固护城河。我们认为，品牌定价权和复购率是优秀消费企业的核心指标。建议投资者关注农夫山泉（即将上市）、颐海国际（1579 HK）、涪陵榨菜（002507 CH）、京东（JD US，9618 HK）和拼多多（PDD US）等。

- **顺应趋势，优选赛道。**伴随全球利率中枢的下移，消费股的投资应该更加侧重对赛道和赢家的选择。消费升级大周期下中国消费市场潜力巨大，不少区域品牌有望晋身为全国品牌，而具备与时俱进推新能力、拥有消费黏性和韧性的优秀国产品牌，更有望成长为全球领先的消费巨头。在消费升级（功能性和舒适便利性提升）、线上线下深度融通、以及国潮趋势下，我们认为有望持续高增长的赛道包括：**去糖饮料**（天然水、气泡水、无糖茶）、**新型方便食品**（原料、技术、口味三升级）、**复合调味品**（B端标准化和C端懒宅）、**体育用品和代餐**（积极健康生活方式）、**护肤美妆**（颜值经济、悦己经济），以及**电商**等。
- **顺沿赛道，挑选赢家。**增量市场比渗透率，存量市场看市占率。无论是增量抑或存量市场的竞争，我们相信会有更多企业渐渐从**单纯流量思维转向品牌张力、消费黏性、用户留存**等指标。高复购率下，公司可用更长的周期去摊销单位获新成本，旗下产品矩阵拥有更长的生命周期，品牌更具主动定价权，企业盈利也更具持续性和稳定性。此外，通过战略结盟或并购及时切入新赛道，从而弥补短板、加强护城河的做法，预计也将越来越多地为新旧时期的头部企业所采用。
- **个股选择。**建议投资者重点关注：**1、农夫山泉**—饮料行业健康化和高端化趋势的主要赢家；**2、颐海国际**—复合调味品和新型方便食品高速发展的受益者；**3、涪陵榨菜**—包装化佐餐开胃菜的全国品牌，具有品牌定价权；**4、京东**—继续受益于国民数字化程度上升，中国最大零售商和盈利电商之一，以体验和物流为护城河；**5、拼多多**—低层级城市消费升级的获利者，从流量思维转为用户留存和复购。

王惟颖 CFA

消费分析师

summer_wang@spdbi.com
(852) 2808 6433

2020年6月19日

相关报告：

《饮料行业系列一：初读农夫山泉—可甜可盐盈利佳；未来看新品和收购》（2020年5月13日）

目录

追随消费大趋势择取赛道和赢家	3
饮料行业：去糖化、健康化、高端化	4
新型方便食品：“渗透率”的故事	7
调味品行业：复合调味品加速渗透扩容	9
电商行业：从流量思维到存量思维	11
积极上市和结盟，消费企业加固护城河	12
扩容提质，消费政策重在执行	14
消费行业估值	15

追随消费大趋势择取赛道和赢家

2020年上半年至今，MSCI中国必需品和非必需品指数分别跑赢MSCI中国指数7.4%和9.4%。股价表现尤其突出的消费子板块包括：**调味品**（诸如千禾味业、天味食品、颐海、恒顺醋业、安琪酵母等）、**休闲零食**（诸如良品铺子、盐津铺子、洽洽食品）、**电商**（诸如拼多多、京东）、**个人美护清洁**（诸如珀莱雅、维达、中顺洁柔）等等。

下半年，在全球资金充裕甚至泛滥的大环境下，我们认为，消费股的投资应该更加侧重大容量、高增长赛道以及潜在赢家的挑选，而相对以往可以略微看淡估值。一方面，全球基准利率中枢的下移将推高现金流估值，另一方面，升级大周期下中国消费市场的潜力巨大，不少区域品牌有望晋身为全国品牌，而一些全国性的本土领头羊则有望晋级为全球领先的消费公司。我们总结了以下核心消费趋势及其主要受益的赛道和公司。

图表 1: 追随消费大趋势择取赛道和公司（部分）

消费趋势	受益行业/赛道	部分主要受益上市公司	部分主要受益非上市公司
去糖化、健康化	天然水、矿泉水	农夫山泉（即将上市）	景田百岁山
	低糖、无糖茶饮；气泡水	康师傅、统一、农夫山泉	元气森林
饮品高端化	现制茶饮（成分和包装双升级）	暂无	喜茶、奈雪
	咖啡（从格调消费变为日常消费）	星巴克、雀巢	尚不明晰
	短保纯果汁	农夫山泉	味全
功能性消费升级	智能家电、高端小家电	美的、格力、小米	戴森
	护肤	雅诗兰黛、欧莱雅	本土医美品牌
	复合调味品	颐海、海天、千味、天味	老干妈、李锦记
	家居和个人清洁	恒安、维达、中顺洁柔	威露士
积极健康生活方式	体育鞋服	耐克、阿迪达斯、李宁、安踏	
懒宅经济、单身经济	新型方便食品	颐海	自嗨锅
	复合调味品	颐海、海天、千味、天味	老干妈、李锦记
	休闲零食	良品铺子、三只松鼠	尚不明晰
	生鲜电商	高鑫零售	朴朴、叮咚买菜、每日优鲜
悦己经济、颜值经济	护肤美妆	上海家化、珀莱雅	百雀羚、花西子、完美日记
国潮	护肤、美妆	上海家化、珀莱雅	百雀羚、花西子
	体育鞋服	中国李宁、安踏、特步	回力
	中华老字号	涪陵榨菜、恒顺、海天	王致和、六必居
线上线下融通	综合电商	京东、拼多多、高鑫零售、阿里巴巴	

资料来源：浦银国际

饮料行业：去糖化、健康化、高端化

中国饮料市场是一个万亿规模级别的市场，健康化、去糖化、高端化是饮料消费的核心趋势。一方面，消费者愈加排斥糖，推崇天然成分、低糖、无糖、少添加、无添加的饮品；另一方面，消费者更为注重饮品的功能、颜值和潮流特性，以及饮料属性以外的附加值（社交分享、自我表达）。

我们认为，未来增速较快的饮料细分品类包括：

- 天然水和矿泉水（健康意识和收入提升；居家消费比例亦上升）；
- 低糖低卡、清淡口味气泡水（健康意识和口感要求；替代传统碳酸）；
- 无糖茶（趋势所在，但目前市场规模仍较小，尚需培育）；
- 纯果汁（目前，果汁市场集中化程度较低，胜负未分）；
- 咖啡（渐渐从之前的格调型消费向日常消费转变）。

图表 2：中国软饮料市场规模和增长概览

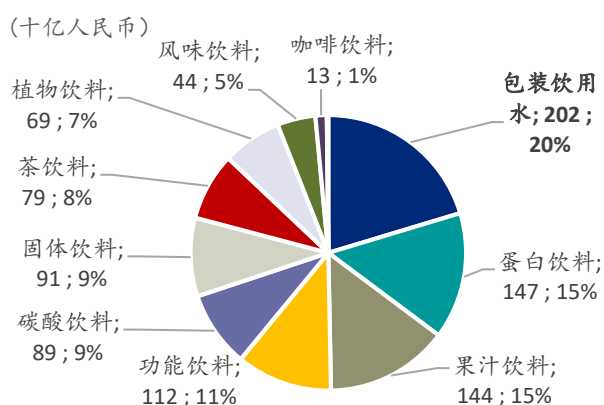
(十亿人民币)	2014	2019	2024E	2014-19 年 实际复合年增长	2019-24 年 预测复合年增长
软饮料	743	991	1,323	5.9%	5.9%
包装饮用水	120	202	337	11.0%	10.8%
天然水	12	37	76	24.8%	15.4%
天然矿泉水	7	15	29	18.4%	14.2%
饮用纯净水	66	122	216	13.2%	12.1%
其他饮用水	35	28	16	-4.9%	-10.5%
蛋白饮料	124	147	175	3.5%	3.4%
果汁饮料	128	144	160	2.4%	2.2%
纯果汁	5	10	16	12.9%	9.8%
中浓度果汁	16	26	35	9.4%	6.6%
低浓度果汁	106	108	109	0.4%	0.2%
功能饮料	58	112	176	14.0%	9.4%
运动饮料	6	13	20	15.1%	9.6%
营养饮料	9	16	23	11.1%	7.6%
能量饮料	40	79	125	14.4%	9.7%
其他功能饮料	2	5	8	15.3%	11.1%
固体饮料	82	91	96	2.1%	0.9%
碳酸饮料	79	89	98	2.3%	2.1%
茶饮料	65	79	94	3.8%	3.5%
含糖茶饮料	64	75	82	3.0%	1.9%
无糖茶饮料	1	4	12	32.6%	22.9%
植物饮料	51	69	93	6.3%	6.2%
风味饮料	32	44	59	6.9%	5.7%
咖啡饮料	4	13	34	29.0%	20.8%
其他饮料	1	2	2	9.1%	4.3%

资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

按品类分，水是最大的品类。根据 Frost & Sullivan 预测，包装饮用水在中国整体饮料市场的占比将从 2019 年的 20% 上升至 2025 年的 25%。而根据 Euromonitor 的统计，2019 年包装水占整体软饮料市场的比例已经达到 35%。

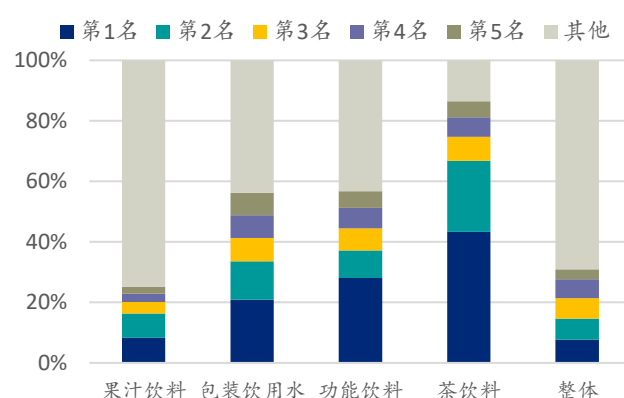
目前，中国包装饮用水市场上的头部玩家包括：农夫山泉（即将香港上市）、怡宝（未上市）和景田百岁山（未上市），这三家公司也是近年来中国饮料市场上的市占率赢家。

图表 3: Frost & Sullivan 数据显示 2019 年中国软饮料市场零售规模接近 1 万亿人民币，包装饮用水是最大的品类



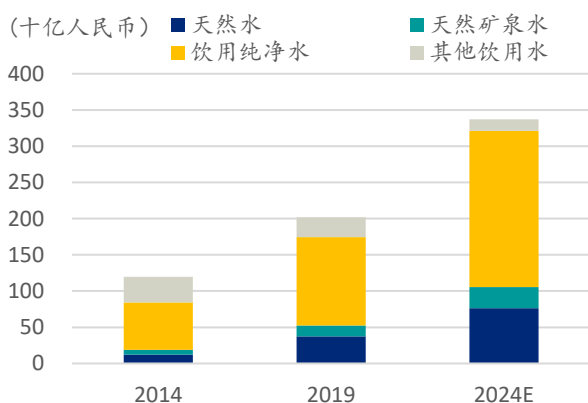
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据、浦银国际

图表 4: 2019 年中国软饮料市场前五名市占率共计 31%；包装饮用水、茶饮、果汁和功能饮料品类的集中度比较，茶饮最高，果汁最分散



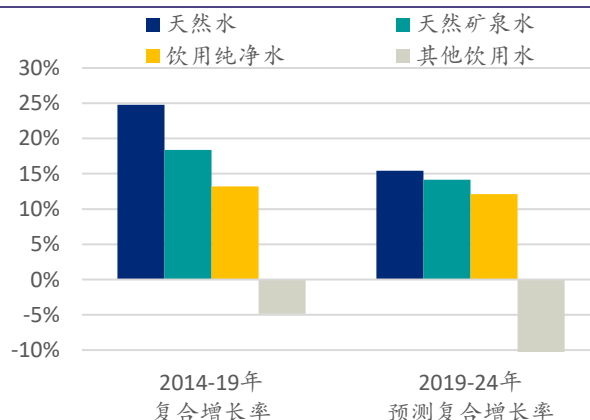
资料来源：Frost & Sullivan 历史数据、浦银国际

图表 5: 2019 年中国包装饮用水市场规模超过 2,000 亿人民币，Frost & Sullivan 预计 2019-24 年复合年增长 10.8%，到 2024 年达到 3,370 亿



资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 6: 伴随消费者健康意识增强，天然水和天然矿泉水是增长最快的水品类，预计 2019-24 年分别增长 15.4% 和 14.2%，超过整体水品类的 10.8%

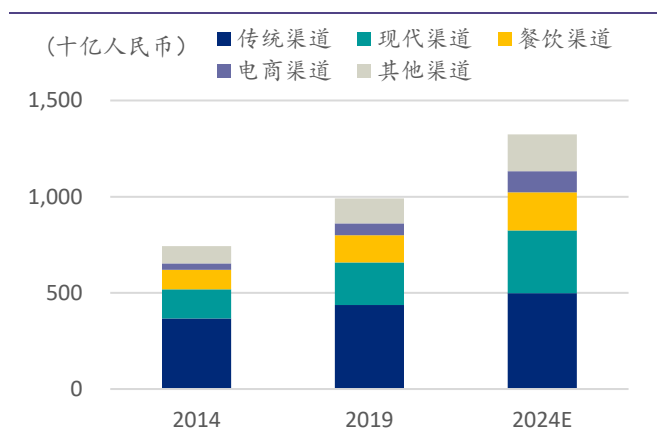


资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

按渠道分，传统市场（包括小型杂货店和非连锁便利店）依然占据大头，但重要性下降（2019年：44%；2024年：38%）。因消费场景多元化和碎片化，线上渠道（包括直播卖货、社交电商等）、现代渠道（包括购物商场、超市和连锁便利店等）、新兴渠道（包括以交通枢纽为主的特通渠道和以自动贩卖机为代表的新渠道等），以及餐饮渠道增速较快。

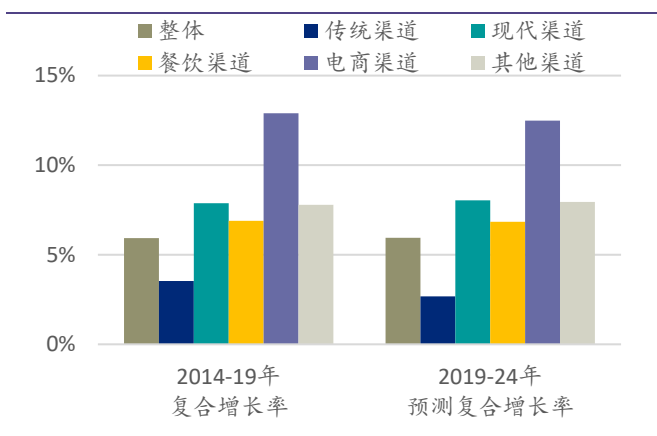
相对于农夫山泉和康师傅（322 HK）这样更加依靠经销商渠道的传统饮料巨头，诸如元气森林（未上市）此类的新晋企业往往更注重通过新兴渠道和流量入口，例如电商、抖音、小红书等，在更快时间内触及年轻消费者。

图表 7：中国软饮料市场按渠道分，传统渠道占比依然最大，但重要性逐渐下降，而现代和电商渠道占比预计将由2019年的22%和6%升至2024年的25%和8%，餐饮渠道企稳于14-15%



资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

图表 8：电商、现代和其他新兴渠道是增长较快的包装饮料销售渠道，预计未来五年复合年增长分别为12.5%，8.0%和7.9%，高于整体市场的5.9%和传统渠道的2.7%



资料来源：Frost & Sullivan 历史数据及预测、浦银国际

风险方面，饮料属于冲动型消费，且消费者喜欢不断迁徙（对产品有健康、颜值、口味、社交等多点诉求），转换成本又几乎为零，所以潮流风险颇高。领跑者保持优势地位不易，爆款产品的生命周期越来越短，成为常青款的不多。此外，包装饮料生产商还要面对来自喜茶和奈雪（2018年3月A+轮的投后估值为60亿人民币）等一众新兴现制茶饮企业的挑战。现制茶饮极速提升了饮品的口味丰富度及其社交属性，令包装饮料公司打造爆款的难度进一步加剧。

饮料赛道，我们看好产品布局前瞻和高端、全渠道全品类运营的饮料公司，因其可以更好地覆盖不同消费需求和场景，对抗潮流风险的能力更强。下半年重点关注即将在港上市的农夫山泉。

新型方便食品：“渗透率”的故事

受益于消费升级、懒宅经济、疫情因素，新型方便食品是食品饮料行业中增长较快的赛道之一（淘系方便速食行业消费规模在 2017-19 年期间的两年复合年增长超过 50%），也是近期一级市场资金较为追捧的赛道。

新方便食品主要相对于传统方便面和速冻水饺之类的旧方便食品而言，目前以自热火锅、自热米饭、升级版方便面，以及诸如螺蛳粉的地区美食为主。新方便食品的主要消费场景包括：懒宅一人食、办公室加班、校园、旅途、野餐等等。

- 相对于外卖，新方便食品更为自由便捷，并且可以全时段享用（例如没有外卖快递的半夜）。
- 相对于传统方便面，新方便食品口味和原料升级明显。例如，自热火锅一般内含 7-8 包酱料蔬菜汤包（普通方便面仅含 2-3 包），食物生产技术也有所升级，例如采用冻干技术。相对应地，客单价也大幅提升。自热火锅的零售单价一般在人民币 15-35 元之间，远高于主流传统方便杯面 5 元左右的均价。尽管如此，购买者依然乐此不疲。
- 相对于亲自下厨，新方便食品更加省时省力，不插电，不用火，只需一瓶饮用水，15 分钟煮开即食，不用洗碗。

图表 9：方便速食在十大平价零食和轻食品类中销售额和消费人群增速最快 MAT2019



资料来源：CBNData 消费大数据、天猫美食消费趋势报告

虽然疫情提振需求，但我们认为，新型方便食品品类绝不止步于此。新型方便食品需求端旺盛(和传统方便面不同)，尚处于发展早期，未来会成为一个大品类，且品类延展空间很大，是一个“渗透率”的故事。

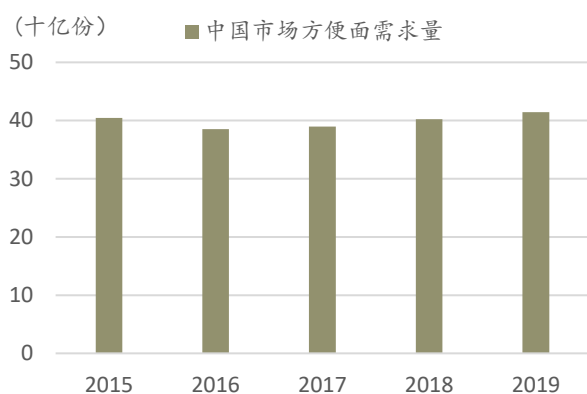
我们预计，未来会有一批新型方便食品公司上市。一来，该品类增长很快，且延展性很大，新晋企业纷纷切入。二来，一级市场资金对该赛道非常追捧，过去数月，我们已然看到自嗨锅、莫小仙、食族人和白家食品均获得资本垂青(见下图)。二级市场方面，目前尚没有单纯的新型方便食品标的，最相关的上市标的当属颐海国际(1579 HK)。传统的食品饮料巨头包括康师傅(322 HK)和统一(220 HK)以及休闲零食企业包括良品铺子(603719 CH)和三只松鼠(300783 CH)也均有涉足，但是收入占比很小。

图表 10:近期自热食品融资交易一瞥

时间	融资方	投资方	融资轮次	投资金额(人民币)	投后估值(人民币)
2020年6月	白家食品	高瓴创投领投, 老股东追投	B轮	2亿元	未披露
2020年2月	白家食品	同创伟业、前海母基金、彬复资本	A轮	1.1亿元	未披露
2020年5月	自嗨锅	经纬中国	B轮	超过亿元	8亿
2020年5月	莫小仙	金鼎资本	A轮	数千万元	未披露
2020年5月	食族人	众晖资本	A轮	数千万元	未披露

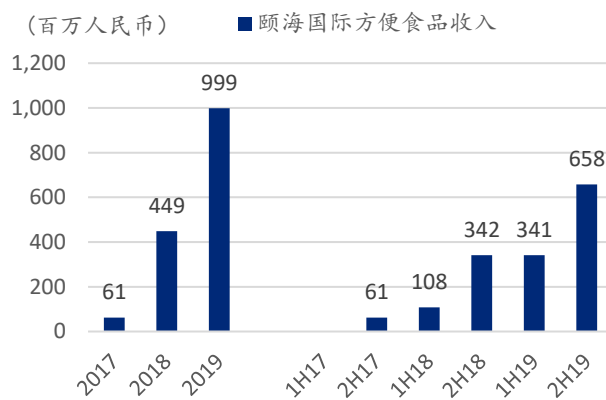
资料来源:媒体综合报道、浦银国际

图表 11:中国(包括香港)市场的方便面需求量已经稳定在400亿份左右



资料来源:世界方便面协会、浦银国际

图表 12:颐海国际2017-19年方便食品收入快速增长,2017-19两年复合年增长303%



资料来源:公司数据、浦银国际

投资风险方面，新型方便食品的新晋企业，和传统食品饮料公司不同，前者主要都是通过外包生产，所以食品安全检测和控制会是一个隐患。另外，自热火锅基本上属于高盐高油多添加剂的食物，与健康化趋势不符，所以我们预期未来或许会有更多品牌推出主打清淡口味的新型方便食品。但相对而言，重口味的食物更容易令人上瘾，黏性更大。

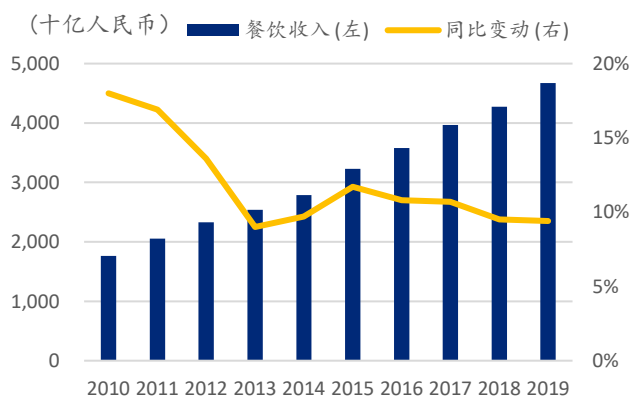
调味品行业：复合调味品加速渗透扩容

调味品具有高利润率、高消费粘性的属性，行业处于扩容期，拥有诞生长牛的沃土，是值得投资的消费赛道。以功能和原料升级为主的高端化和多元化是主要趋势。

- 调味品属日常高频刚需，习惯性消费属性强，冲动购买属性弱，一旦形成口味和记忆偏好，消费者会对产品和品牌形成口感依赖甚至情感联系。相对其他快消品品类，调味品产品生命周期长，消费者忠诚度高、粘度强，推新之外，品牌商有条件每隔几年直接提价。历史传承是调味品公司的护城河之一。
- 调味品亦是一个高利润率的行业。头部企业，一般毛利率 40-50%，经营利润率 20-30%，净利率 15-25%，股东回报率可达 30-40%，主要原因包括客群庞大且稳定，无需过多费用，以及市场竞争结构好，鲜有价格战（特别是复合调味品，消费者在意的是味道，而非价格）。
- 受需求细分和使用场景多样化驱动，中国调味品行业正从大单品阶段，向以功能细分和原料升级为主的品类扩充和产品矩阵阶段发展，品类均价向上。同时，消费者品牌意识逐渐增强，行业集中度步入上行期，利好具有品牌和渠道优势的头部品牌。

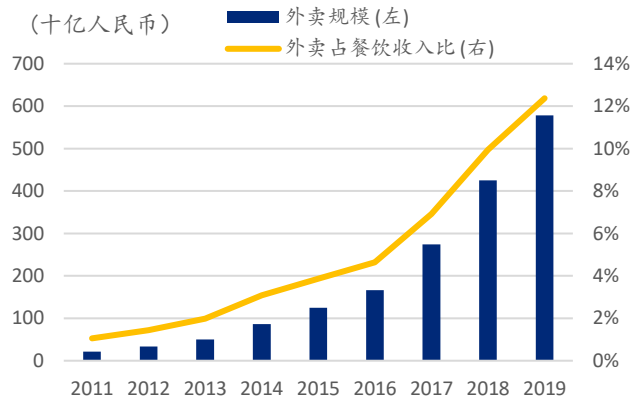
我们估算调味品行业现有规模人民币 5,000 亿左右，行业处于成长期，未来数年仍有近 10% 的年增长，量价齐增，均价提升主要受产品用料和功能性升级带动。按渠道分，餐饮、零售、食品加工业分别约占 40-50%、30% 和 20-30%。餐饮端是调味品的消耗大户，虽然 2020 年上半年全国餐饮收入受新冠肺炎疫情因素打击，但收入逐月恢复，降幅不断收窄（1-3 月降幅超过 40%；4 月降幅缩小至 31%；5 月降幅收窄至不到 19%）。并且，餐饮业作为整体来看，非常具有弹性和生命力，倒掉一批也会迅速起来一批。我们对中国餐饮行业未来几年以近 10% 左右的速度增长持乐观态度。

图表 13: 2019 年中国餐饮行业规模接近人民币 4.7 万亿，2009-19 年的 10 年复合年增长为 12%，约占中国消费品零售总额 11%



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 14: 2019 年中国餐饮外卖市场规模接近 6,000 亿，2011-19 年间 8 年复合年增长 51%，占餐饮收入比由 2011 年的 1% 升至 2019 年的 12.4%



资料来源：国家统计局、艾媒、浦银国际

我们看好低渗透率的复合调味品，包括料酒、火锅调味料、各类调味酱、中菜复合调味料（一菜一酱）等等。

- B端餐饮行业的**连锁化**（配置中央厨房，生产标准化半成品）和**去厨师化**（节省人力，提高菜肴口味的稳定性）、**外卖**的快速发展和渗透（2011-19年复合年增长51%）、C端的**懒宅经济**（年轻一族烹饪手艺有限），以及消费者对**食品安全**和质量的诉求，都给兼具**功能性和方便性**的复合调味品带来新的契机。
- 同时，相对于单一调味品，复合调味品**差异大**，较难被对手完全复制，产品生命周期更长。

我们认为，复合调味品是一个“渗透率”的故事。目前在中国的渗透率在20%左右，而在美国和日本，比率都超过50%。

建议重点关注：颐海国际（1579 HK）、涪陵榨菜（002507 CH）、海天味业（603288 CH）、恒顺醋业（600305 CH）。

投资风险方面，调味品行业主要有三个：

- 原材料价格压力。直接原材料一般可以占到销售成本的70-95%，因此主要原材料成本急剧上扬（例如恶劣天气影响收成、贸易战、新规则的出台）时，将对调味品的毛利率构成较大的负面影响。但与此同时，结构性产品升级和直接提价可以消化部门利润率压力；
- 消费者喜好变化。相对而言，调味品（醋除外），总免不了高钠高油高脂，特别是火锅调味料。如果消费者健康意识进一步提高，更加注重清淡口味或者食物原味，或许会对重口味的调味料销售产生影响。但我们也指出，人类的基因对中高糖高卡食物存在本能渴求，所以重口味的调味料始终会有它的市场和消费人群。当然，低盐和零添加的调味料也是行业趋势之一。
- 宏观环境。餐饮是调味品行业的最大渠道，近乎一半，对一些企业而言比例更高，例如海天和颐海分别有70%和50%的收入来自餐饮端。所以，消费回暖，下半年餐饮行业全面复苏（五一期间恢复了七成，部分因为政府管控餐厅内人流和食客距离）是支撑调味品行业的高估值的重要元素。但同时，承接疫情时期“全民在家钻研厨艺”之风，进一步发力家庭渠道消费，也是调味品企业的工作重点。调味品公司，家庭端收入比较高的包括恒顺醋业和千禾味业。

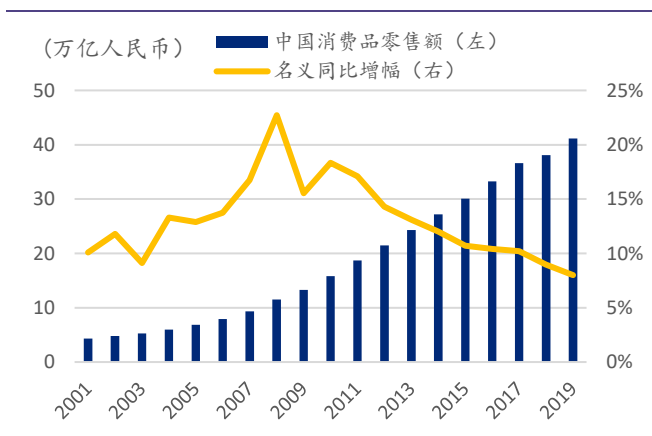
电商行业：从流量思维到存量思维

国家统计局数字显示，2019年中国零售市场拥有逾41万亿人民币的规模，为全球第二大。根据艾瑞的统计，2019年中国前20大零售商的市占率为19%，而在美国这一数字接近50%。鉴于（1）中国零售市场的高分散，（2）移动网络（促成信息流的扁平化）和移动支付的高渗透，（3）物流基建的完善和配送服务价格的低廉，加上（4）政策红利（包括扩大电商进农村覆盖面、升级“快递下乡”），以及（5）新冠疫情对网购习惯的深化，我们相信消费行为将继续向线上迁移（2019年为20.7%，2020年1-5月为24.3%），今年双十一线上占比或将超过1/3。

电商行业，我们总结有两个积极的主要变化：

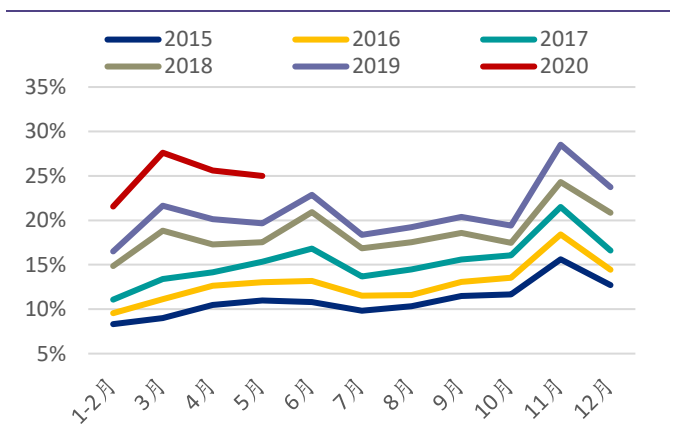
- **从流量思维到存量思维。**尽管主流思维依然是流量第一，但是我们看到越来越多电商掌门人开始从单纯流量思维转而重视留存、复购和黏性，例如拼多多的黄峥。增量市场看渗透率，存量市场看市占率。我们认为，电商龙头除了关注增量外，将对存量客群予以更多关注和投资，多维度、多场景地主动匹配消费者需求，同时配置更好的科技手段，去增强消费者购物体验以扩大市占率，使业务持续生存和盈利。
- **线上线下从敌对到伙伴。**我们认为，在流量红利逐渐弱化的电商市场，全渠道融合不单单是线上对线下企业的救助，更多是互相挖掘对方价值，参与方多赢的标配选择。线上效率必须基于强大的线下供应链和物流体系，不可能有超脱线下的线上繁荣。我们认为，头部电商企业将强化本土供应链优势（包括C2M），同时加强全球供应链的建设，更好地服务本土消费市场，在消费大升级的盛宴中继续分羹。

图表 15: 中国消费品零售市场规模和同比增幅



资料来源：国家统计局、浦银国际

图表 16: 线上实物零售占中国消费品零售总额的比例逐年上移



资料来源：国家统计局、浦银国际

电商行业，重点关注京东（9618 HK；JD US）和拼多多（PDD US）。

积极上市和结盟，消费企业加固护城河

新老消费公司竞相上市

越来越多的本土消费公司正加快上市步伐，利用资本加速护城河构建。此轮上市阵营中，传统型领头羊和新消费独角兽兼而有之。

除 1Q20 在香港上市的餐饮企业九毛九 (9892 HK) 和在 A 股上市的休闲零食企业良品铺子 (603719 CH) 外，京东 (JD US, 9618 HK) 已于 6 月 18 日是在港上市，而包括农夫山泉(详见我们于 2020 年 5 月 13 日发布的报告：[《初读农夫山泉：可甜可盐可御、盈利能力佳；未来看新品和收购》](#)) 和拼多多这样的头部企业也将于近期陆续在港公开募股。

近期上市主要集中在食品饮料和零售业。我们预计，新型方便食品、复合调味品、健康代餐、无糖低卡饮料会成为食品饮料赛道的投资热点，而覆盖全场景、不断改造线下数字化程度的全渠道零售亦是资本追逐焦点。

我们认为，香港市场的消费股标的将较以往更加丰富和优质。此外，行业领头羊一旦上市后，或会诱发其主要竞争对手们也摩拳擦掌。例如，农夫山泉的成功上市或将带动怡宝、景田百岁山，甚至是元气森林这样的新晋网红考虑或加速上市。

图表 17: 近期拟陆港上市消费企业一览

公司名称	所属细分行业	(拟)上市地	(拟)上市日期
拟上市			
农夫山泉	食品饮料	香港	2020 年 6-7 月
拼多多	零售	香港第二上市	2020 年 7 月
东鹏特饮	食品饮料	大陆	
鲜丰水果	水果零售	大陆	
百果园	水果零售	香港	
物美	零售	香港	2021 年
蓝月亮	家清个护	香港	
丽人丽妆	化妆品零售	大陆	
郎酒	白酒	大陆	
贝泰妮	护肤品	大陆	
百胜中国	连锁餐饮	香港第二上市	
已上市			
京东	零售	香港第二上市	2020 年 6 月 18 日
九毛九	连锁餐饮	香港	2020 年 1 月 15 日
良品铺子	休闲零食	大陆	2020 年 2 月 24 日

资料来源：港交所、中国证监会、Financial Times、信报、浦银国际

企业合纵连横互补短板

与其火拼，不如互补。通过协同效应补缺自强是缔结战略结盟的主要原因。战术层面，更多企业牵手背后的底层动因无外乎：

- 商品和服务供应链整合；
- 渠道延伸和线上线下融合；
- 品类补充和互补。

我们预计，今后消费行业将出现更多联盟型并购交易，参与方充分挖掘对方的优势和价值为己所用。无论是自由现金充裕的传统领头羊还是风头正建的新晋企业，无论暂时领先抑或掉队落后，都有望通过合纵连横，弥补短板，拥有更强的现金流，提升用户粘度。

上半年有两起典型案例值得回味。

- **国美“左拥右抱”两大电商巨头。**拼多多（PDD US）和京东（JD US）分别于2020年4月和5月认购国美零售2亿美元和1亿美元可转债，转股数分别相当于国美扩大后已发行股本的5.8%和2.8%。我们认为，融资尚在其次，重点在于国美与拼多多和京东合纵连横，深化业务合作，形成供应链和流量的互补。例如，京东的强势在于家电标品、全国性大仓和物流，以及流量池，而国美的优势则包括线下门店、体验型商品、以及大家电送装解决方案等，双方联手有助于形成更加完整的家电供应链和物流体系，提升存货周转和运营效率。同样，拼多多也可以给国美带来流量，而国美则可以帮助拼多多弥补家电供应链和客单价短板。三方优势互补，各取所需。
- **“百百”联盟。**2020年2月，百事公司（PEP US）斥资7.05亿美金从好想你（002582 CH）手中买下百草味全部股权，百草味之后会作为百事的一个部门独立运作。百草味是中国休闲零食行业的头部企业，2019年收入人民币逾50亿（同比增长29%），95%以上来自线上，净利润人民币1.7亿（同比增长32%）。对百事而言，我们认为，这是一起拓展品类和补充渠道的交易，因为百草味的优势在于线上渠道，善用大数据分析消费者喜好，且拥有百事缺少的产品组合（包括坚果、果干、肉干等）。而线下和国际化运营是百事的强项。通过收购切入流行风口和高增长赛道一直是百事的策略之一。百事亦曾于2019年7月斥资1.31亿美金收购天然健康公司五谷磨房（1387 HK）26%的股权。

扩容提质，消费政策重在执行

我们认为，中国不缺消费政策红利，重点在于落地和执行。近年来，扩内需、提消费的政策着力点主要在于：支持国货、促进汽车、家电和信息消费、打造文旅消费体系、强化线上线下融合新消费模式，提振农村消费等。

- 2020年3月13日，国家发改委等23部门联合对外发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》。内容涉及六大方面：
(1) 优化国内市场供给，提升国产商品和服务竞争力，同时鼓励国际知名品牌在中国市场**首发**或同步上新；(2) 推进**文旅休闲消费**升级，丰富特色文化旅游产品，改善入境旅游与购物环境；(3) 建设**城乡融合**消费网络，打造区域消费中心，推动零售业创新和升级，同时丰富对农村消费者的商品供给，升级“**快递下乡**”；(4) 构建“**智能+**”消费生态体系，加快5G网络等信息基础设施建设和商用步伐，推进绿色智能产品，促进线上线下互动；(5) 持续提升居民**消费能力**，增加消费者工资性和财产性收入；(6) 营造放心消费环境，维护公平竞争市场环境。
- 2020年5月22日，李克强总理在两会政府工作报告中再次突出“**实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变**”。一方面，通过稳就业、促增收保民生，提高居民消费意愿和能力，支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合，发展养老、托幼服务，改造提升步行街，支持电商、快递进农村，拓展农村消费。**另一方面**，扩大有效投资，加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力，适应农民到县城就业安家需求。
- 2020年6月1日，中共中央、国务院印发《**海南自由贸易港建设总体方案**》。根据方案，在2025年全岛封关运作之前，率先对部分进口商品实行零关税政策，大幅提高离岛免税购物额度至每人每年**10万元**，并扩大免税商品种类。2011年4月海南离岛免税购物政策推出之际，每人每次免税购物金额为5,000元，2012年11月上调至每人每次8,000元；2016年1月调整为每人每年不超过16,000元，不限次，同时开设网上销售窗口，离境时提货离岛；2018年12月免税购物额再度提高至每人每年3万元。2019年，海南离岛免税品销售额同比增长35%，超过136亿元。**我们认为**，离岛免税政策的进一步放宽，以及市内免税店牌照（王府井近期获得了百货业的第一张免税牌照）的进一步放开，将有效刺激免税市场，进一步帮助消费回流，促进本土旅游产业和消费升级。

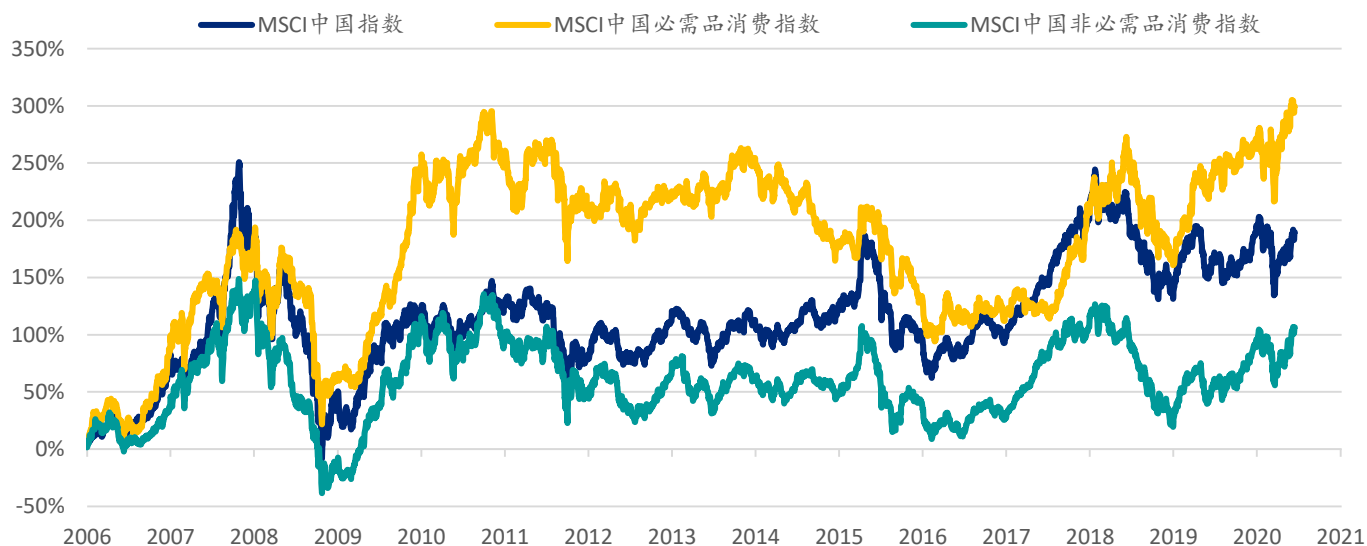
消费行业估值

图表 18:中国主要消费品牌估值表

消费行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅		市盈率		每股盈利增幅		股权回报率		息税前利润率		股息率		市净率	
			(%) CY19	(%) CY20E	(x) CY19	(x) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(x) CY19	(x) CY20E
家居个人护理																
恒安	1044 HK	9,517	9.6	7.4	17.1	15.4	4.1	11.4	22.6	23.1	25.3	25.7	4.0	4.3	3.8	3.5
丸美	603983 CH	4,870	NA	11.5	62.8	59.3	NA	5.8	25.5	18.6	29.5	31.1	0.5	0.4	12.9	11.0
珀莱雅	603605 CH	4,824	32.3	25.5	86.7	69.8	36.1	24.1	21.1	20.5	14.8	15.0	0.3	0.4	16.8	14.1
中顺洁柔	002511 CH	3,848	16.8	19.1	44.3	33.2	46.9	33.4	16.3	17.5	11.6	13.2	0.4	0.5	6.5	5.7
维达	3331 HK	3,831	8.0	8.8	26.0	17.7	75.5	47.1	12.5	16.2	9.8	12.4	1.1	1.6	3.1	2.8
家化	600315 CH	4,455	6.4	-0.8	56.7	65.9	2.5	-14.0	9.2	7.2	7.7	5.9	0.5	0.5	5.0	4.7
中值			9.6	10.2	50.5	46.3	36.1	17.7	18.7	18.0	13.2	14.1	0.5	0.5	5.8	5.2
调味品																
海天	603288 CH	52,979	16.2	14.7	70.2	59.3	22.2	18.4	35.2	32.4	32.2	30.6	0.8	0.9	22.6	18.7
颐海	1579 HK	9,888	59.7	31.3	90.8	71.4	38.1	27.2	31.1	30.1	25.0	24.8	0.2	0.4	26.8	19.6
中炬高新	600872 CH	6,128	12.2	14.7	60.5	50.8	18.2	19.0	19.0	18.6	19.9	19.7	0.5	0.6	11.0	9.3
天味	603317 CH	4,456	NA	32.4	102.7	86.0	NA	19.5	19.9	16.0	17.3	16.0	0.4	0.3	17.1	14.3
涪陵榨菜	002507 CH	3,810	3.9	13.2	44.4	36.9	-8.3	20.3	22.7	21.5	36.1	36.0	0.9	0.8	9.4	8.0
千禾味业	603027 CH	2,687	27.2	27.1	93.1	64.0	-18.2	45.5	13.7	15.7	NA	NA	0.3	0.5	11.6	10.2
恒顺醋业	600305 CH	2,565	8.2	13.9	56.0	46.5	6.4	20.6	15.1	14.4	18.6	18.9	0.9	0.7	8.1	7.2
中值			14.2	14.7	70.2	59.3	12.3	20.3	19.9	18.6	22.5	22.3	0.5	0.6	11.6	10.2
食品饮料																
旺旺	151 HK	9,772	-0.5	3.8	19.4	18.3	8.2	6.1	23.7	24.8	24.1	24.1	2.1	3.9	4.5	4.3
康师傅	322 HK	9,144	2.1	2.2	24.5	21.1	16.2	15.8	17.0	15.2	9.0	7.9	2.6	4.2	3.3	3.3
达利	3799 HK	8,287	2.5	1.8	15.3	14.9	3.7	2.9	24.2	23.4	19.9	21.3	3.5	4.6	3.6	3.5
桃李面包	603866 CH	4,810	16.8	16.6	49.9	41.2	6.7	21.1	19.1	20.7	NA	15.4	1.9	1.8	9.1	8.5
统一	220 HK	4,442	1.1	3.2	23.0	21.6	32.1	6.9	10.2	10.7	8.2	8.3	4.3	4.5	2.3	2.3
维他奶	345 HK	4,070	2.8	4.1	56.3	53.8	-16.4	4.5	17.8	17.6	10.9	10.7	1.2	1.3	9.8	9.2
养元饮品	603156 CH	3,865	-8.4	-23.6	10.2	13.2	-0.3	-23.2	22.1	15.9	NA	NA	7.7	NA	2.2	2.2
中值			2.1	3.2	23.0	21.1	6.7	6.1	19.1	17.6	10.9	13.1	2.6	4.1	3.6	3.5
休闲零食																
绝味食品	603517 CH	5,856	18.4	12.3	49.4	46.3	23.8	6.7	21.1	17.5	19.4	19.2	0.8	0.8	9.1	8.0
三只松鼠	300783 CH	4,604	NA	31.6	136.7	105.2	NA	29.9	15.9	13.3	3.2	3.1	0.0	0.3	17.2	15.6
良品铺子	603719 CH	4,366	NA	16.5	81.2	75.6	NA	7.5	27.3	19.5	5.0	5.4	0.3	0.3	19.6	15.7
洽洽食品	002557 CH	4,071	15.3	16.5	47.7	39.3	39.6	21.6	17.3	18.1	16.6	15.0	1.2	1.4	7.9	7.0
周黑鸭	1458 HK	1,940	-0.8	-10.2	32.0	50.2	-22.3	-36.2	9.7	6.7	13.9	9.9	1.7	0.9	3.2	3.1
煌上煌	002695 CH	1,734	11.6	19.5	55.8	43.2	26.2	29.1	10.9	11.0	12.8	14.4	0.4	0.4	5.6	4.7
盐津铺子	002847 CH	1,700	26.3	33.0	90.3	59.2	80.7	52.4	18.1	21.2	NA	NA	0.5	NA	14.9	12.3
中值			15.3	16.5	55.8	50.2	26.2	21.6	17.3	17.5	13.4	12.1	0.5	0.6	9.1	8.0
零售和电商																
阿里巴巴	BABA US	599,240	41.6	26.8	30.2	27.5	47.3	9.7	23.0	17.2	19.0	19.1	0.0	0.0	6.1	4.8
拼多多	PDD US	98,145	129.7	60.8	NA	NA	NM	NM	-32.1	-32.9	-19.8	-19.6	0.0	0.0	27.4	35.0
京东	JD US	95,230	24.9	23.4	60.3	48.7	208.5	23.8	17.2	10.1	1.6	1.6	0.0	0.0	7.8	6.7
高鑫零售	6808 HK	14,106	-4.0	5.5	34.7	32.1	12.0	7.8	12.3	12.5	5.1	4.8	1.3	1.4	4.2	3.8
唯品会	VIPS US	13,105	10.0	0.2	18.7	15.4	86.4	21.4	20.6	23.5	6.2	7.1	0.0	0.0	4.2	3.3
永辉	601933 CH	12,966	20.4	23.1	60.0	34.2	6.7	75.6	7.9	12.3	3.0	3.1	1.4	1.9	4.5	4.3
苏宁	002024 CH	11,628	9.9	6.9	8.3	61.9	-25.7	-86.6	11.7	1.1	-1.4	-0.4	0.6	0.4	0.9	0.9
中值			20.4	23.1	32.4	33.2	29.6	15.5	12.3	12.3	3.0	3.1	0.0	0.0	4.5	4.3
体育鞋服																
安踏	2020 HK	24,267	40.8	7.6	32.0	30.1	30.0	6.3	29.8	24.8	25.6	23.7	1.1	1.1	8.6	7.0
申洲	2313 HK	18,611	8.2	1.1	25.8	26.5	12.0	-2.4	21.5	18.6	21.8	22.5	1.9	1.9	5.2	4.8
李宁	2331 HK	7,740	32.0	9.4	34.5	34.9	116.8	-1.2	23.2	19.9	11.1	11.8	0.7	0.8	7.1	6.5
特步	1368 HK	866	28.2	0.6	7.9	10.7	1.7	-25.8	11.9	7.8	15.1	11.0	8.2	5.4	0.9	0.8
中值			30.1	4.4	28.9	28.3	21.0	-1.8	22.3	19.3	18.5	17.2	1.5	1.5	6.2	5.6

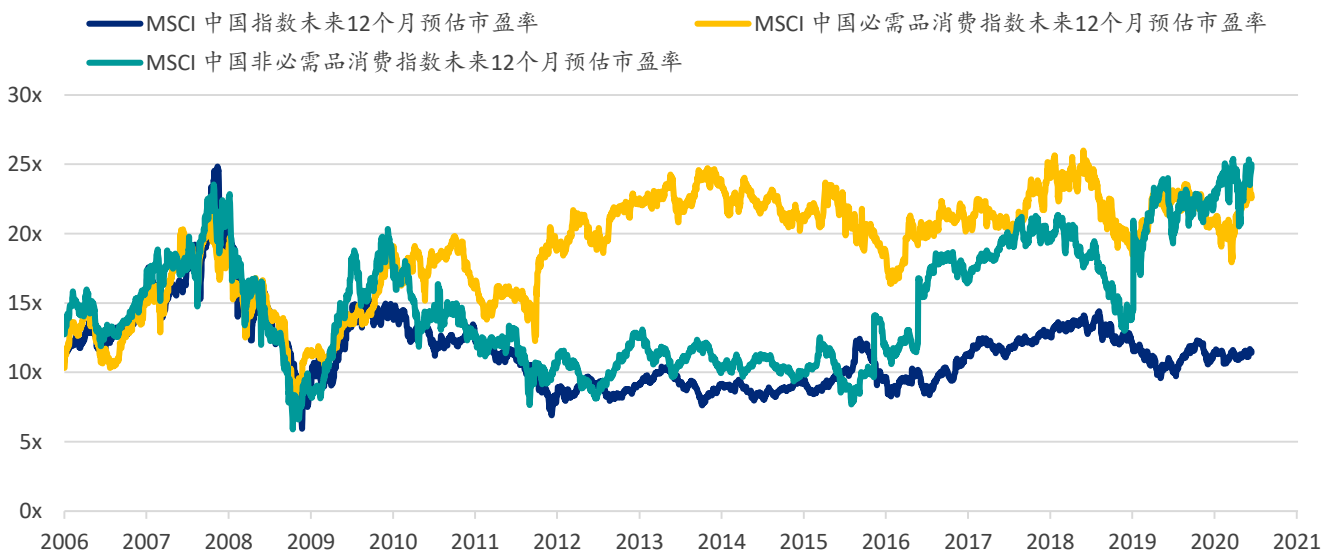
资料来源: Bloomberg 普遍预期 (截至 2020 年 6 月 17 日收盘)、浦银国际

图表 19: MSCI 中国必需品和非必需品消费指数变动 2006-2020; 2020 年年初至今, MSCI 中国必需品和非必需品指数分别跑赢 MSCI 中国指数 7.4%和 9.4%



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 2006-2020 年至今 MSCI 中国必需品和非必需品消费指数未来 12 个月个预估市盈率变动



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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

“维持”: 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):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 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。

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。

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) 浦银国际持有本报告所述公司京东集团(JD US, 9618 HK)的财务权益或持有股份。
- 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。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员,亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际控股有限公司

SPDB International Holdings Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼