



# 消费行业 2021 年中期展望： 后疫情时代四大结构性消费趋势

- 疫情大趋势下消费子行业表现持续分化：**进入 2021 年下半年，疫情所带来的短期低基数效应将逐渐消失，而疫情带来的中长期结构性消费趋势变化将使各个消费子行业在疫情以后的增速产生一定分化。我们预计，体育用品、乳制品、酒精饮料、化妆品等行业相对 2019 年将继续维持高速的增长，而餐饮、旅游、酒店、超市、百货等行业的恢复速度将依然相对较为缓慢。另一方面，我们预计大部分消费子行业中的龙头企业将在 2021 年下半年有相对更加优异和稳定的表现。
- 趋势一、疫情加快消费升级步伐：**中国积极有效的防疫措施使中国消费者在疫情期间拥有远高于其他国家的安全感，也使其对疫情以后的生活和经济前景抱持更加乐观的态度。疫情使中国消费者更加注重生活品质，也更加关注内心的需求，促使消费者培养更复杂和高级的消费升级心理。我们认为，消费升级将继续帮助乳业、奶粉、调味品、啤酒、白酒、运动服饰等消费行业中的龙头企业和领先品牌继续抢占市场份额，进一步提升各消费行业集中度。
- 趋势二、疫情提升健康与安全意识：**中国消费者的健康意识随着收入水平、教育水平以及医疗水平的提升而不断增强。而疫情的暴发使人们更加体会到健康和安全感对生活的重要性。在政府和媒体的大力宣传下，我们预计中国消费者将开始追求更合理和营养的膳食结构，加大对乳制品以及保健品的需求。同时，民众对体育运动的热情以及参与度将得到进一步提升，利好运动服饰行业持续快速发展。
- 趋势三、疫情推动电商持续渗透：**电子商务（包括 O2O 和电子支付）完美地契合了消费者在疫情期间的希望在无接触的条件下完成消费的需求。因此，疫情的暴发加快了消费者从线下往线上迁移的步伐。为了迎合这一趋势，更多的消费品公司将更多的资源投入到线上渠道，寻求和电商平台合作（比如社区团购）或积极布局数字化营销（比如直播）。我们更看好那些在电商或者全渠道方面布局较早的消费品公司。
- 趋势四、疫情加速民族品牌崛起：**中国不断提升的国际地位和经济实力使中国消费者内心的民族自豪感愈发强烈，也使中国消费者对本土品牌的偏向性不断增加。而中国在疫情防控方面远胜于欧美国家的执行力很大程度上激发了国民的爱国情绪，导致中国消费者在一些子行业里的心理偏好进一步从进口品牌往本土品牌转变。我们持续看好那些带有中国元素和民族情怀，其具有较强品牌力的消费品企业。

林闲嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

胡泽宇 CFA

助理分析师

ryan\_hu@spdbi.com  
(852) 2808 6446

林琰

研究部主管

sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

2021 年 06 月 04 日

## 年初至今行业指数表现



截至 2021 年 6 月 2 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

# 目录

趋势一、疫情加速消费升级步伐 .....	5
消费分级愈发明显 .....	6
年轻消费者成消费升级主力 .....	7
趋势二、疫情提升健康以及安全意识 .....	8
趋势三、疫情推动电商渗透率持续提升 .....	12
社交商务崛起 .....	14
社区团购持续抢占线下市场份额 .....	15
直播：新的数字化营销模式 .....	17
趋势四、对中国民族品牌更强的自信 .....	19
重点消费行业 .....	21
运动服饰行业：行业增长强劲，龙头表现突出 .....	21
白酒行业：市场需求稳定，提价空间打开 .....	24
啤酒行业：原料价格上升，消费升级持续 .....	27
乳制品行业：高原奶价格促使竞争格局改善 .....	30
奶粉行业：高端化趋势利好国内龙头企业 .....	32
餐饮行业：客流及翻台率持续恢复 .....	34
化妆品行业：社交媒体与 Z 世代推动国货崛起 .....	37
软饮料行业：原材料价格上涨持续影响利润率水平 .....	40

# 消费行业 2021 年中期展望： 后疫情时代四大结构性消费趋势

作为全球最快从新冠疫情中恢复的国家，大部分中国人的生活貌似已经重回正轨。然而，海外疫情依然严峻，全球很多国家与地区依然笼罩在疫情的阴霾之下。即使在国内，输入病例不断，疫情地区性小规模暴发的概率依然存在。在此大环境下，广大消费者仍抱持相对谨慎的生活和消费态度。

在我们看来，中国消费者在心理上并没有完全摆脱疫情的影响，只是学会了如何与疫情共处，而这种心理也将对中国未来中长期的消费趋势产生深远的影响。我们认为，在后疫情时代，以下四点结构性消费趋势将变得尤为突出：

- (1) 加快消费升级的步伐；
- (2) 不断提升的健康以及安全意识；
- (3) 更紧密地拥抱电子商务；
- (4) 对中国品牌以及产品更强的自信。

进入 2021 年下半年，疫情所带来的短期低基数效应将逐渐消失，而疫情带来的中长期结构性消费趋势变化将使各个消费子行业在疫情以后的增速产生一定分化。

我们预计，今年下半年体育用品、白酒、啤酒、乳制品、奶粉、化妆品等行业相比 2019 年同期将继续维持高速增长，而餐饮、旅游、酒店、超市、百货等行业的恢复速度将依然相对较为缓慢。另一方面，我们预计大部分消费子行业中的龙头企业将在 2021 年下半年有相对更加优异和稳定的表现。

以下是我们对 2021 年下半年主要消费子行业倾向性排序：运动服饰、白酒、啤酒、乳制品、奶粉、餐饮、化妆品、软饮料。

图表 1: 消费子行业 2021 年中期展望及建议关注标的

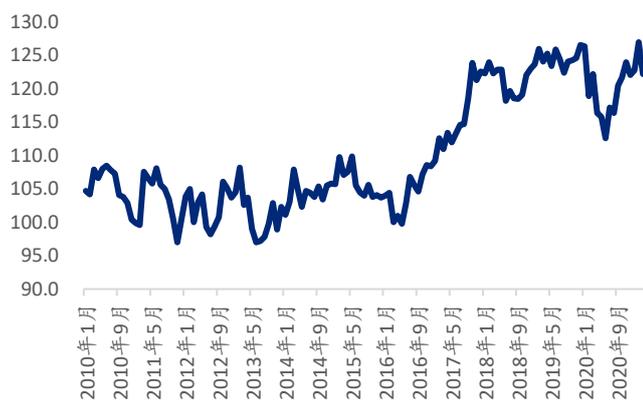
消费子行业	2021 年中期展望	建议关注标的
<b>运动服饰行业</b>	我们认为中国品牌在 2021 年下半年将继续受益于新疆棉事件的余波, 但影响将逐渐减弱, 而国际品牌零售商将逐渐从事件的影响中恢复, 估值有修复的机会。我们相信大部分中国运动服饰品牌将在 2021 年下半年上调全年指引, 对股价有一定刺激作用。我们长期看好那些致力于强化品牌力、优化产品品质、聚焦产品创新且重视渠道库存管理的国内龙头运动服饰企业。	建议关注李宁 (2331.HK)、安踏 (2020.HK)、滔搏 (6110.HK)、特步 (1368.HK)、宝胜 (3813.HK)。
<b>白酒行业</b>	我们认为在 2021 年下半年, 次高端酒企放量的空间要高于高端白酒企业。另一方面, 我们认为相比高端白酒企业, 次高端白酒企业在 2021 年下半年涨价的机会更大。以此, 我们认为次高端白酒企业在 2021 年下半年的股价变现会更强。	建议重点关注贵州茅台 (600519.SS)、五粮液 (000858.SZ)、泸州老窖 (000568.SZ)、山西汾酒 (600809.SS) 和今世缘 (603369.SS)。
<b>啤酒行业</b>	啤酒行业消费升级将在 2021 年下半年继续。我们认为 2021 年下半年, 在高端与超高端啤酒领域有较强品牌和产品布局, 并且有一定渠道优势的啤酒企业将继续抢夺大众啤酒企业的市场份额, 从而录得高于行业的收入增长。	建议重点关注华润啤酒 (291.HK)、青岛啤酒 (600600.SS)、百威亚太 (1876.HK) 和重庆啤酒 (600132.SS)。
<b>乳制品行业</b>	短期来看, 乳制品行业面对的最大的挑战就是高企的原奶价格给利润率带来的压力。市场对主要乳企 2021 年的利润率水平存在一定的担忧, 造成上半年股价表现相对较为疲弱。然而, 我们认为龙头乳企有能力通过涨价和成本控制来平抑原材料带来的压力, 使上半年的利润率水平超出市场预期。	建议关注伊利 (600887.SS)、蒙牛 (2319.HK)、光明 (600597.SS)。
<b>奶粉行业</b>	2021 年下半年, 借助渠道上的优势 (母婴店与线上渠道), 我们相信那些较早布局超高端奶粉领域的中国奶粉公司将继续抢夺国际奶粉企业的市场份额。长期来看, 二胎的开放相对将更加利好低线城市收入占比较高的奶粉品牌。	建议关注飞鹤 (6186.HK)、澳优 (1717.HK)、君乐宝 (未上市)、H&H (1112.HK)、伊利 (600887.SS)。
<b>餐饮行业</b>	餐饮是 2021 年上半年股价受打击最大的行业。由于恢复慢于市场预期, 市场普遍对餐饮的信心较为疲弱。然而, 主要餐饮上市公司的估值已经回到一个比较有吸引力的水平。鉴于市场对餐饮公司的关注度依然较高, 而主要餐饮公司的基本面并没有太大的变化, 在翻台率持续恢复和宏观利好消息的刺激下, 餐饮行业在 2021 年下半年的股价有机会收获一定程度的修复和反弹。	建议关注海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK)、呷哺呷哺 (520.HK)、百胜中国 (YUMC)。
<b>化妆品行业</b>	我们认为中国大众护肤品行业目前竞争较为激烈, 短期缺乏较强的催化动力, 而主要的上市公司的估值依然处于较高的水平。我们估计 2021 年下半年, 中国化妆品上市公司的股价可能依然处于短期震荡的状态。而长期来看, 主要国内化妆品品牌将受益于 Z 世代年轻人对国货国潮的追捧。	建议关注珀莱雅 (603605.SS)、上海家化 (600315.SS)、丸美 (603983.SS)、逸仙电子 (YSG)、花西子 (未上市)、薇诺娜 (未上市)。
<b>软饮料行业</b>	短期来看, 我们认为受原材料价格上涨影响, 2021 年下半年整体软饮料行业的股价表现可能会较为疲软。长期来看, 我们更看好产品创新力强、聚焦新品研发、具有互联网营销能力并有较强渠道库存管理能力的软饮料企业。	建议重点关注农夫山泉 (9633.HK)、康师傅 (322.HK)、统一中控 (220.HK)、元气森林 (未上市)。

资料来源: 浦银国际

## 趋势一、疫情加速消费升级步伐

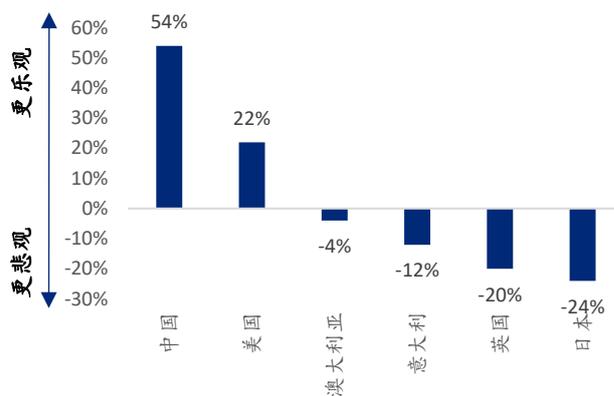
疫情虽然短期内对中国经济造成了一定的负面影响，但中国积极有效的防疫措施使中国消费者在疫情期间拥有远高于其他国家的安全感，也对疫情以后的生活和经济前景抱持更加乐观的态度。

图表 2: 中国消费者信心指数



资料来源: 浦银国际

图表 3: 各国家消费者对疫情后国家经济恢复的乐观程度 (2020年)



资料来源: 麦肯锡, 浦银国际

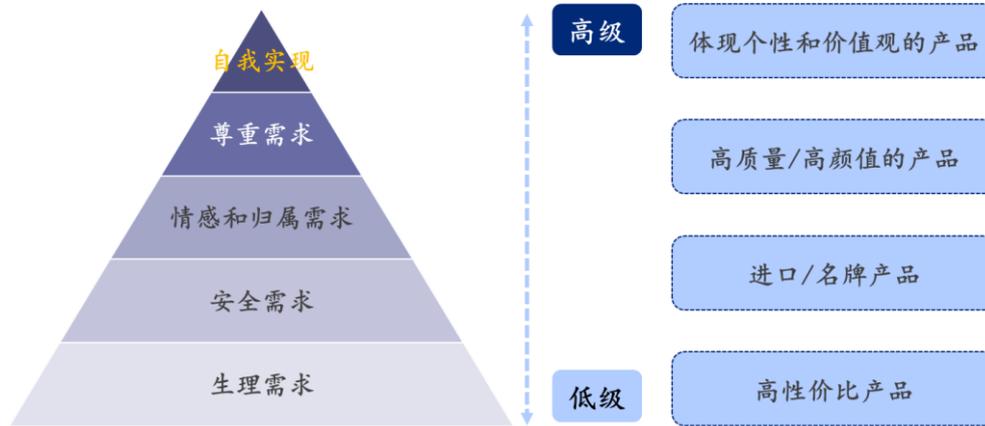
因此, 我们并不认为疫情会拖累中国消费者消费升级的步伐。相反地, 疫情使中国消费者更加注重生活质量, 也更加关注内心的需求。结合过去几十年收入增长带来的更好的物质条件以及基于快速发展的社交媒体所带来的更加丰富的信息资源, 中国消费者的消费态度和心理正在变得更加复杂、老练、高级和世故。

尽管每个个体对消费升级的表现形式不尽相同, 但是疫情无疑对中国消费者整体消费升级的趋势有一定的推动作用。我们认为, 消费升级趋势将帮助乳业、奶粉、调味品、啤酒、白酒、运动服饰等消费行业中的龙头企业和领先品牌继续抢占市场份额, 使行业集中度继续提升。

## ● 消费分级愈发明显

在中国，消费升级已经无法单纯和狭隘地用对名牌产品或者高价商品的偏好来定义。在我们看来，只要符合马斯洛消费需求金字塔从低到高的趋势便是消费升级的体现。不同年龄、性别、市场层级和社会地位的消费者处在金字塔不同的等级，因此所表现出来的消费升级的形式大相径庭。

图表 4：马斯洛需求金字塔与消费升级的关系



资料来源：浦银国际

举例说明，低线城市的消费者正在从不知名品牌升级到知名品牌，高线城市消费者从知名品牌升级到高端品牌。而受过高等教育且社会地位较高的人群更偏好个性化和定制化的产品，或者品牌文化与自身价值观高度相符的品牌和产品。

未来，低线城市消费者的消费升级将推动行业整体需求继续往龙头与知名品牌迁移。而高线城市消费者的消费升级将助力特定消费行业往高端定制化的方向前进，催生出更多具有创新力的小众产品和细分品类。

图表 5：不同层级城市消费者的消费升级趋势

	过去	未来
高线城市	崇尚进口产品与名牌	个性化和定制化的产品
低线城市	三四线品牌	追求品牌力较高的产品
农村区域	低价/高性价比产品	聚焦产品质量与食品安全

资料来源：浦银国际

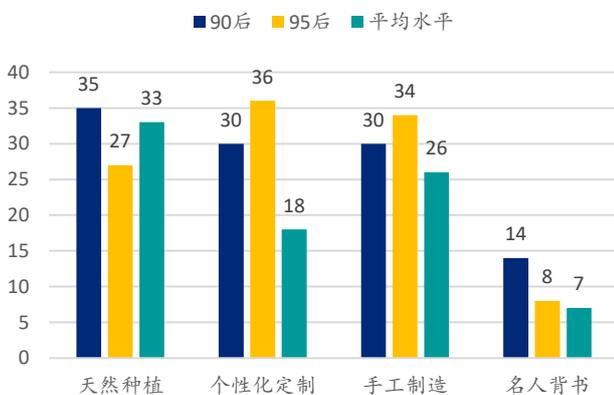
## ● 年轻消费者成消费升级主力

尽管疫情使许多年轻人对于消费变得相对谨慎,但是与 70 后和 80 后相比,年轻一代对物质生活追求更高,对生活更有自己独特的态度,消费力更强大,消费意愿也更强。我们相信 90 后以及 95 后未来将成为中国消费升级的生力军。

尤其是对于一出生就拥有优厚生活条件的 Z 世代们 (95 后),他们对自己未来的财务状况充满信心,缺乏危机意识,存款的意愿相对较低,因此更容易产生冲动型消费。根据麦肯锡对 95 后年轻人的调查显示,36% 的受调查者表示他们的开销会时常超出预算。事实上,大部分 95 后都是月光族,对借贷有很强的容忍度。

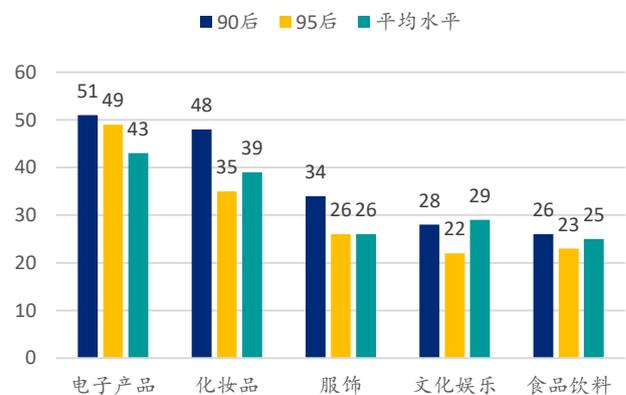
另一方面,中国年轻一代兴趣广泛,普遍受过良好教育,有广泛的渠道来获取新的知识和信息。这就使他们有更强的意愿为了自己的兴趣而买单。调查显示,95 后对个性化产品和定制化产品有很强的偏好,但由于初入职场,受经济能力的限制,对于高端产品的购买力相对 90 后偏弱。但随着经济能力的提升,我们相信 95 后将引领中国消费市场未来 10 年的消费升级趋势。

图表 6: 年轻人对产品属性的偏好 (2020 年)



资料来源: 尼尔森, 浦银国际

图表 7: 年轻人对各消费品类高质量产品支付溢价的意愿 (2020 年)

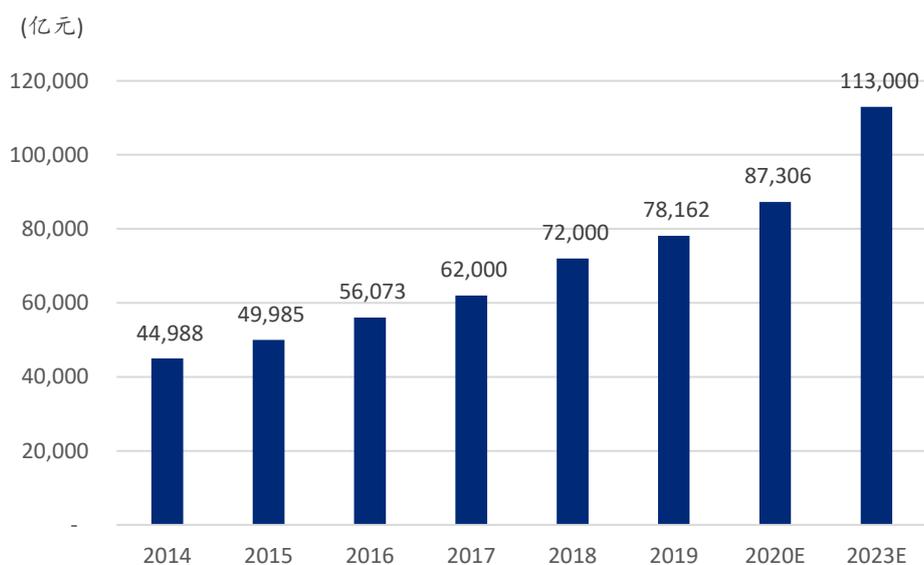


资料来源: 尼尔森, 浦银国际

## 趋势二、疫情提升健康及安全意识

早在新冠疫情之前，中国消费者的健康意识已经随着中国物质水平、教育水平以及医疗水平的提升而不断增强。根据我们的内部数据显示，中国大健康产业 2014-18 年的复合增长率达到 11.7%。

图表 8：中国大健康行业销售额增长

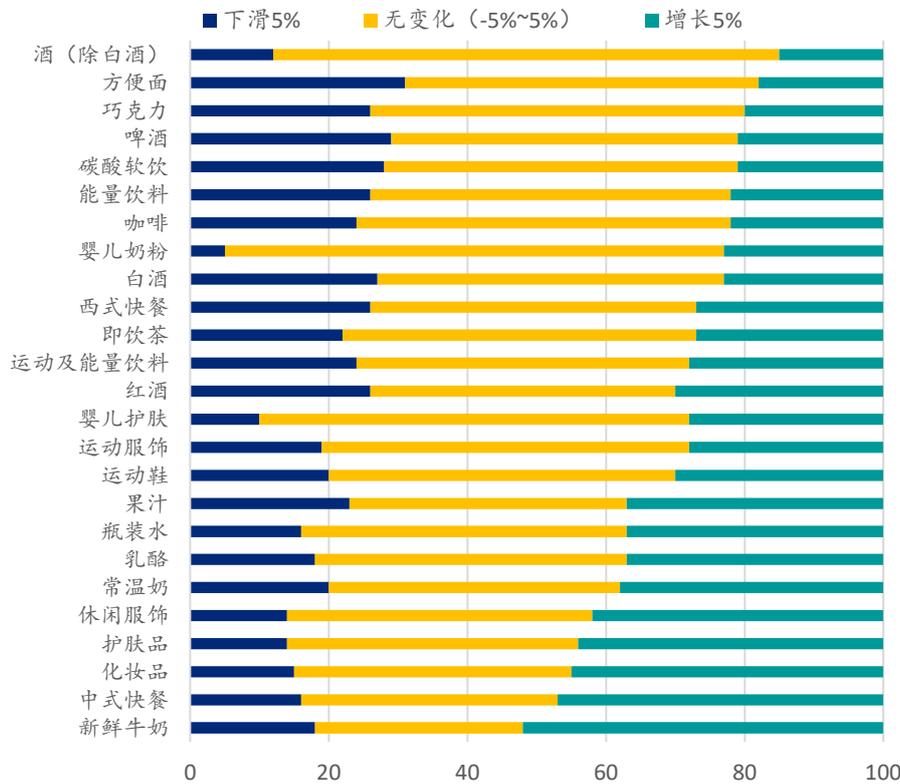


E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

根据麦肯锡于 2018 年对中国消费者做的调查显示，健康意识的提升推动了消费者对乳制品（鲜奶、UHT 奶、酸奶）、护肤品以及运动鞋服的消费需求，同时也减弱了对方便面、酒精饮料和碳酸饮料的消费意愿。

图表 9：中国消费者对不同消费品类的实际开支变化，2018 相比 2017



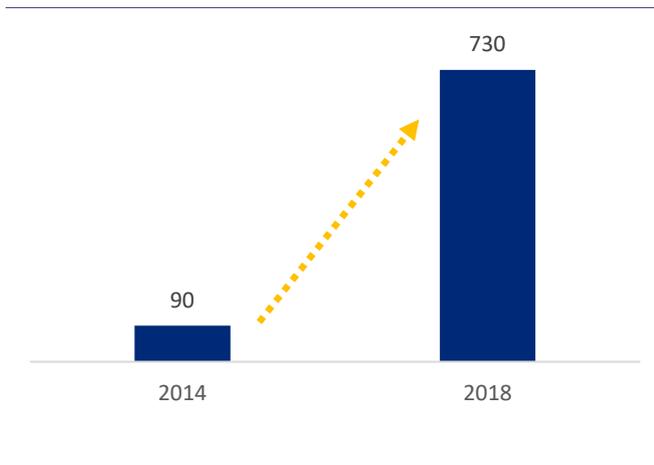
资料来源：麦肯锡，浦银国际

而疫情的暴发使人们更加体会到健康和安​​全对生活的重要性。疫情期间，对于卫生和健康防疫类相关产品（比如口罩、洗手液、酒精、消毒液等）的需求大幅上升。另一方面，在媒体和专家的教育下，消费者对于健康均衡饮食的意识大幅提高。对于乳制品，蔬菜和鸡蛋的需求也大幅增加。疫情稳定以后，对于健康食品的需求有所放缓，但依然高于疫情以前的水平。

另一方面，健康意识的提升也会使全民体育运动参与度持续提升。许多年轻人开始越来越关注自己的身体健康状况，也更加意识到运动对健康的重要性。这一趋势促使更多年轻人开始采取更健康的生活方式，并积极投身到健身运动中。

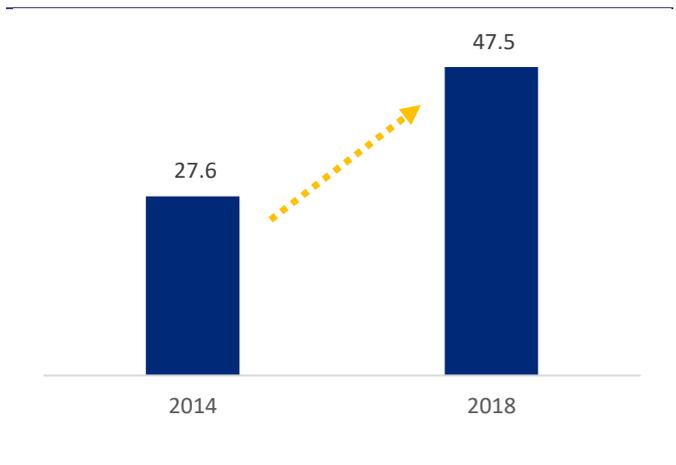
以马拉松为例。中国在 2014 年举办了 51 场马拉松，参与人数是 90 万。而到了 2018 年，中国马拉松活动激增到 1441 场，参与人数达到了空前的 730 万人。另外，中国健身房的数量也从 2014 年的 45,465 家增长到 2018 年的 80,106 家，会员数也从 2014 年的 2,760 万增长到 2018 年的 4,750 万。

图表 10: 中国马拉松参与人数 (万)



资料来源: 浦银国际

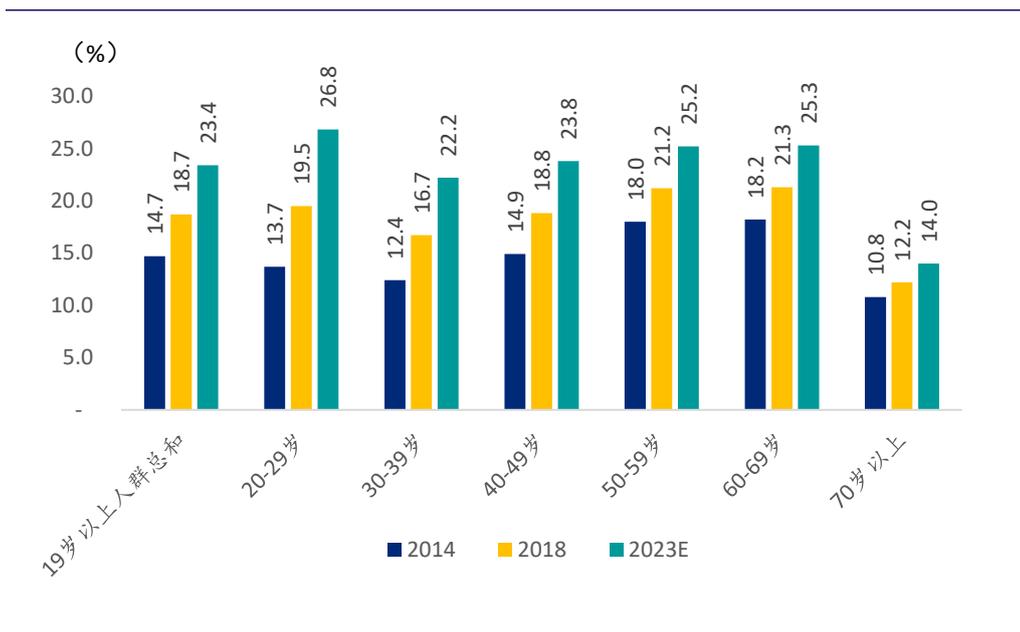
图表 11: 中国健身房会员数 (百万)



资料来源: 浦银国际

根据 Frost Sullivan 的报告, 中国全民常规体育运动参与率由 2014 年的 14.7% 增长至 2018 年的 18.7%。另外, 中国在体育方面的人均消费支出由 2014 年的 RMB204 元增长至 2018 年的 290 元。

图表 12: 中国不同年龄段人群体育运动参与度

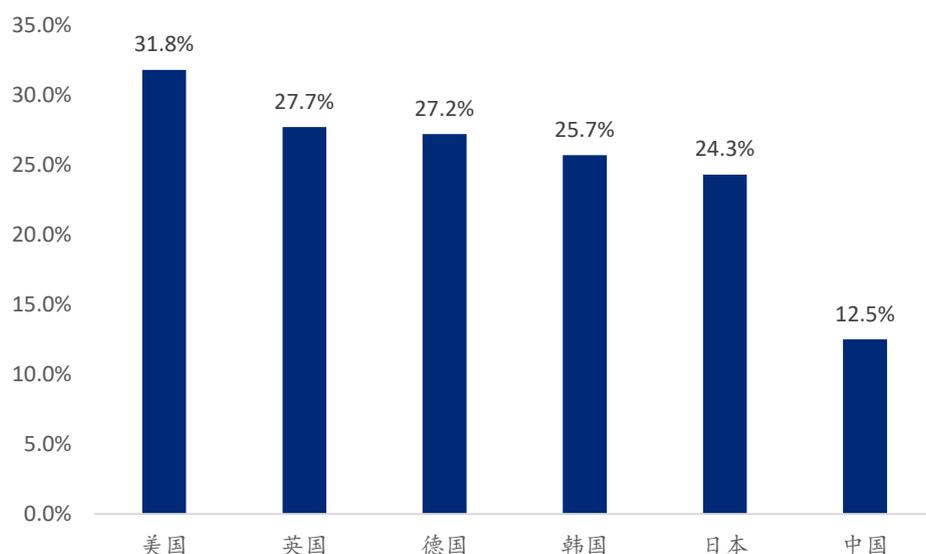


E=Frost Sullivan 预测

资料来源: Frost Sullivan, 浦银国际

然而, 即便中国消费者的体育运动参与度已经有了大幅的上升, 但是相比发达国家, 依然有相当大的差距 (比如美国的运动参与度在 2018 年已经达到 35.9%)。相对较低的体育参与度造成了中国较低的运动鞋服购买力。根据 Frost Sullivan, 中国居民 2018 年的运动服饰购买量占总体鞋服类消费的 12.5%, 远低于其他发达国家。

图表 13: 各国家运动服饰购买量占总体鞋服类消费比例 (2018)



资料来源: Frost Sullivan, 浦银国际

Frost Sullivan 预计中国体育运动参与率将在 2023 年继续提升至 23.4%，进一步缩小与欧美之间的差距。我们认为持续提升的体育运动参与度将助力人均体育服饰销售额的提升，推动行业未来继续高速增长。

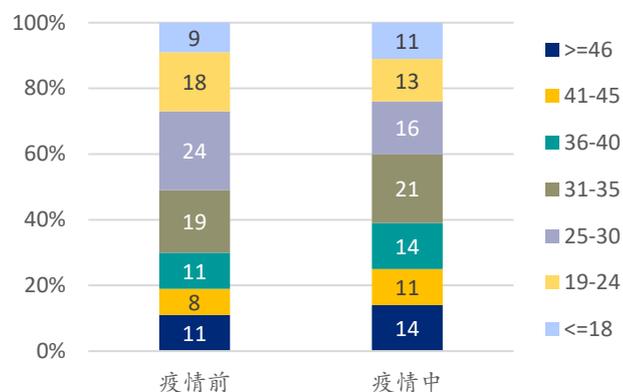
我们认为，乳制品和运动服饰行业将受惠于中国消费者健康意识的持续提升。另外，我们相信消费者对健康生活的逐渐重视也将推动一些新的消费产业在中国崛起。建议关注有机食品，人造肉以及电子烟等新兴行业。

## 趋势三、疫情推动电商渗透率持续提升

电子商务（包括 O2O 和电子支付）完美地契合了消费者在疫情期间希望在不接触的条件下完成消费的需求。因此，新冠疫情的暴发加快了消费者从线下往线上迁移的步伐。

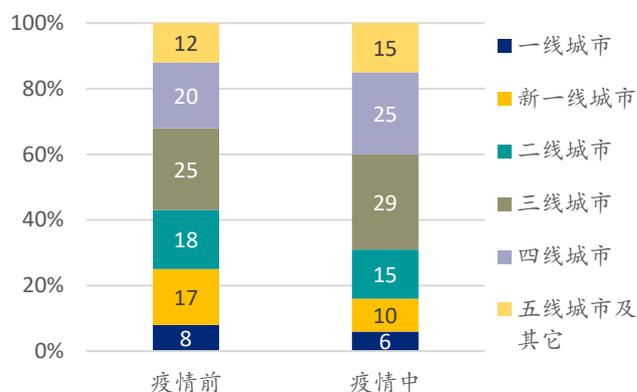
麦肯锡的数据显示，疫情使 30 岁以上的网购用户占比上升，同时疫情加速了网购往低线城市渗透的速度。

图表 14: 疫情后高年龄层网购用户渗透率加大



注：疫情前指 2020 年 1 月 14 至 31 日，疫情中指 2020 年 2 月 3 日至 16 日  
资料来源：麦肯锡，QuestMobile，浦银国际

图表 15: 疫情后低线城市网购用户渗透率加大

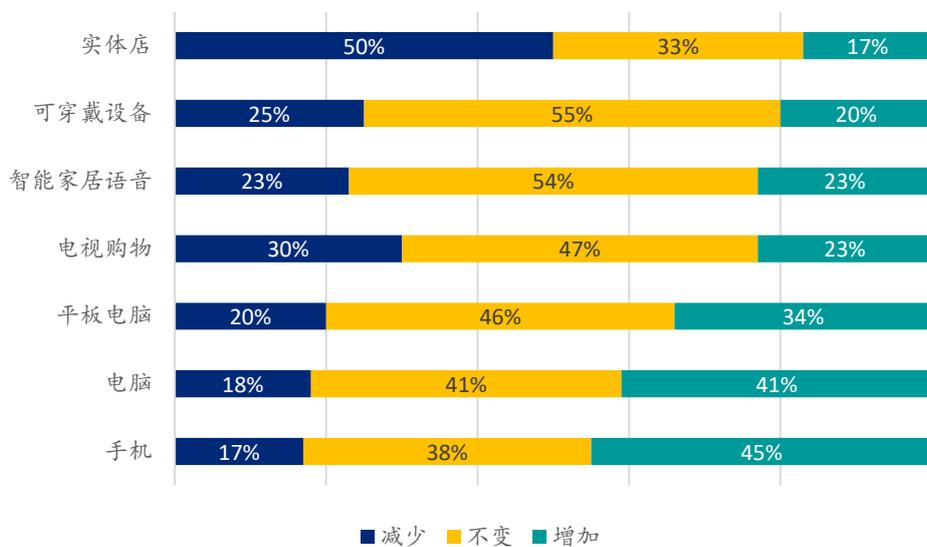


注：疫情前指 2020 年 1 月 14 至 31 日，疫情中指 2020 年 2 月 3 日至 16 日  
资料来源：麦肯锡，QuestMobile，浦银国际

而 PwC 的数据则显示，疫情暴发以后，电子商务（包括手机和电脑）变得更受消费者欢迎，而实体店消费的受欢迎程度则大幅下降。

因此，疫情也成为很多企业发展电商和全渠道的契机。后疫情时代，更多的消费品公司将更多的资源投入到线上渠道，寻求和电商平台合作，或者在线上开展数字化营销。我们更看好那些在电商或者全渠道方面布局较早的消费品公司。

图表 16: 疫情以后电子商务（包括手机和电脑）在全球的流行度上升

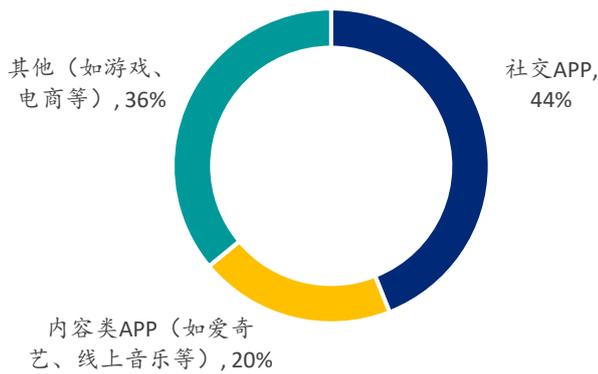


资料来源: PwC, 浦银国际

## ● 社交商务崛起

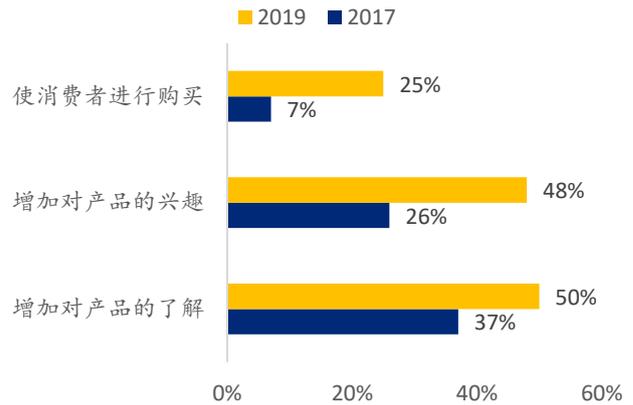
线上社交媒体（包括微信，小红书，抖音等）已经成为年轻人生活的重要组成部分。其天然的社交属性使其成为品牌宣传和推广产品的最佳平台，并很大程度上影响消费者的购买决定。

图表 17: 不同类型 APP 占中国用户上网时间比例



资料来源：麦肯锡，艾瑞咨询，QuestMobile，Trustdata，浦银国际

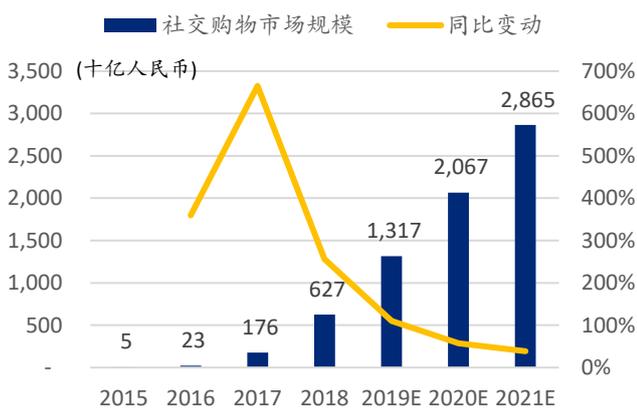
图表 18: 社交媒体对消费行为的影响



资料来源：麦肯锡，艾瑞咨询，QuestMobile，Trustdata，浦银国际

社交商务是依托于社交媒体的移动电子商务，最典型的代表就是拼多多。与传统电商不同，社交商务依然保持着较高的增长势头，且 MAU（月度活跃用户数）还在不断上升中。

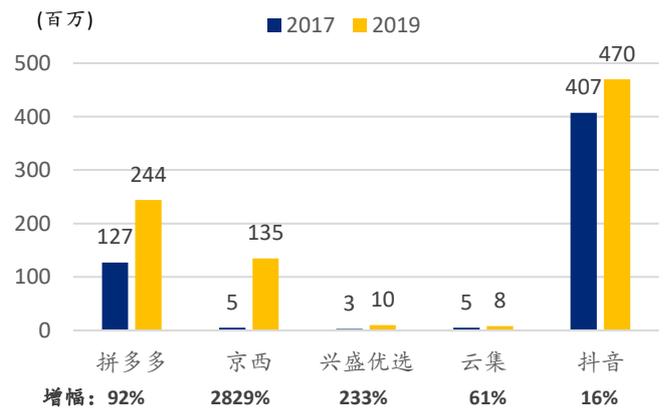
图表 19: 社交商务市场规模



E=麦肯锡预测

资料来源：麦肯锡，艾瑞咨询，QuestMobile，Trustdata，浦银国际

图表 20: 主要社交商务平台 MAU



资料来源：麦肯锡，艾瑞咨询，QuestMobile，Trustdata，浦银国际

更重要的是，基于社交媒体平台强大的社交功能，电商平台或互联网企业依然在不断孵化出新的社交电商模型来进一步蚕食线下实体零售的份额，甚至威胁到传统电商的地位。社区团购就是最好的例子。

## ● 社区团购持续抢占线下市场份额

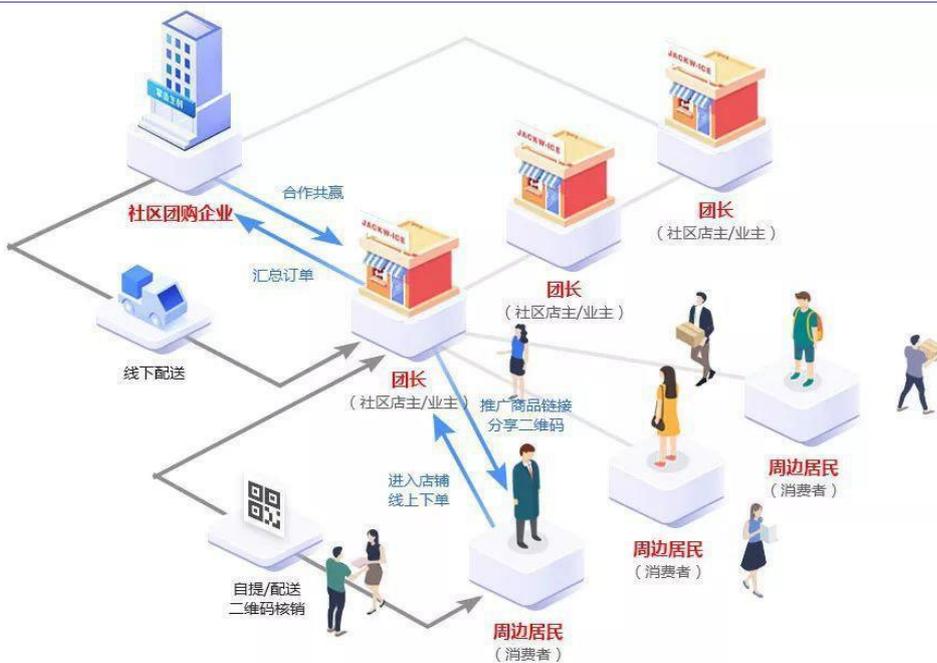
社区团购的商业模式最早出现于 2018 年，位于湖南的兴盛优选是最早开始从事社区团购的企业。社区团购是基于微信聊天群的社交商务模式。社区团购企业以社区为单位招募团长，而团长将扮演产品推广、订单汇总、物流协调以及小区提货点的功能。整个流程可以归纳为以下几个步骤：

- (1) 每个社区的团长负责建立微信群，并定期通过微信群将商品链接分享给社区居民；
- (2) 居民点击链接进入店铺下单购买所需商品；
- (3) 团长将汇总好的订单发送给公司；
- (4) 公司收到订单后向供应商进货，并将商品配送至每个社区的团长处；
- (5) 商品送达社区后，居民前往团长处（或特定提货点）提取所购商品。

社区团购最大的优势是没有实体店铺，团长充当了小区提货点的功能，省去了租金和最后一公里的配送费用，从而大幅降低了运营成本。在强大的物流能力的支撑下，用户通常能够购买到品质较好，但价格较低的生鲜产品。

另一方面，拼团自带裂变属性，基于社区人脉关系可以快速获客，而平台可同时覆盖多个社区，通过拼团走量进一步提升了与供货商的议价能力。因此，社区团购在发展初期实现了“厚利多销”的盈利模式。

图表 21：社区团购商务模型



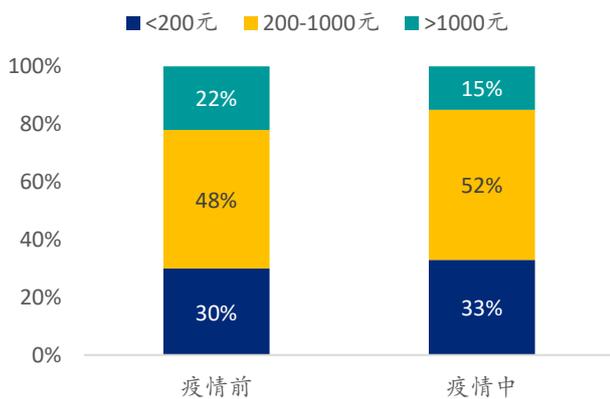
资料来源：百度，浦银国际

不幸的是，疫情暴发以后，互联网巨头纷纷进入社区团购赛道，以极低的价格吸引消费者并抢占市场份额。如今的社区团购早已成为互联网巨头烧钱拼抢流量的战场，致使兴盛优选和十荟团这样原本盈利的社区团购企业也不得不加入其中。

2020年下半年开始，社区团购给线下商超再次带来巨大的冲击。高鑫零售管理层在其2021财年（截至2021年3月31日止12个月）业绩电话会上表示，社区团购在2021年3-4月给公司的客流量、客单价和同店表现都带来巨大的挑战。尽管互联网巨头在社区团购领域的低价策略并不可持续，且政府针对互联网巨头在社区团购领域的不正当价格竞争进行了处罚与批评，但高鑫管理层预计短期内来自社区团购的竞争压力并不会有所缓解。

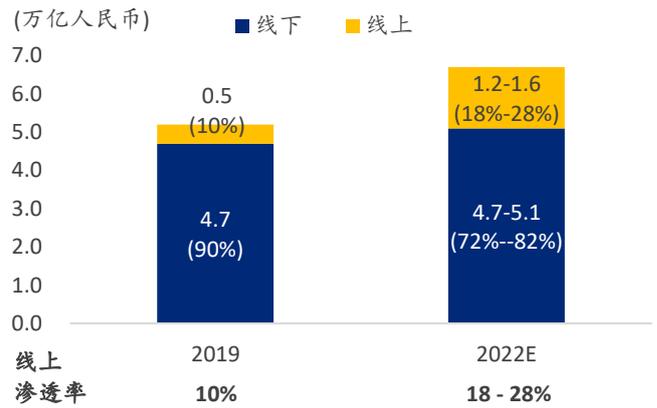
社区团购以生鲜产品为主，具有较高的购买频次。因此社区团购的出现导致消费者网购的频率有所增加，而每一次网购的客单价则有所下降。我们认为社区团购等新的生鲜电商消费模式的出现将在未来继续加大生鲜食品在线上的渗透率。

图表 22: 疫情后网购客单价有所下降



资料来源：麦肯锡，浦银国际

图表 23: 中国食品杂货网购市场规模与渗透率

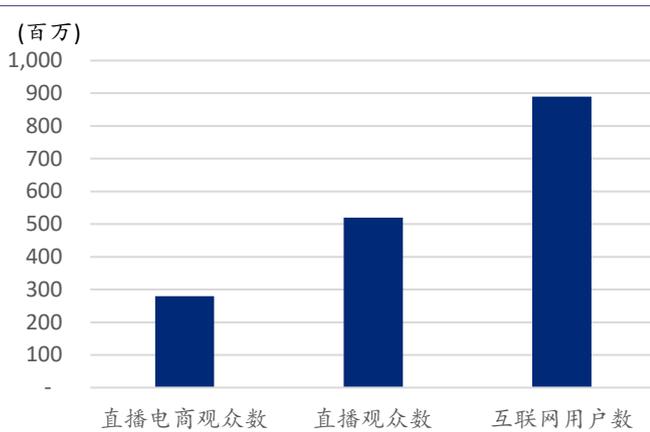


资料来源：麦肯锡，浦银国际

## ● 直播：新的数字化营销模式

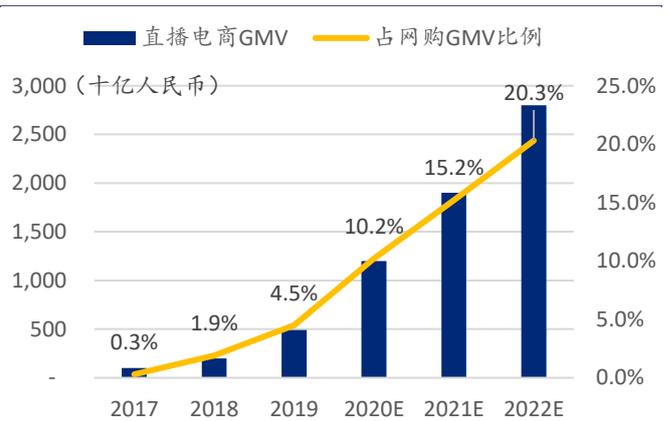
在过去两三年间，我们见证了视频直播带货的兴起，而疫情的暴发又加速了直播带货的发展。依托电商平台的流量，直播电商有相当巨大的潜在观众。根据 CNNIC 的数据，截止 2020 年 3 月，中国有 2.65 亿直播电商用户，大概占整体直播用户的 50%左右，占整体电商用户的 30%左右。

图表 24:中国直播以及直播电商用户数(2020.03)



资料来源：麦肯锡，浦银国际

图表 25: 中国直播电商 GMV 及其占整体网购 GMV 的比例



E=麦肯锡预测

资料来源：麦肯锡，浦银国际

与线下购物相比，直播最主要的优势包括：

- 具有更强的互动性和娱乐性，容易与消费者产生情感链接，加深消费者的信任度；
- 更全面和细致的商品展示、介绍以及操作示范，快速传达出商品的优势与卖点；
- 建立在网红文化和粉丝经济之上，依赖主播（通常是 KOL）个人影响力和巨大的粉丝群体提升用户转化率；
- 直播间下单具有时效性，且会在直播期间提供短期折扣。这就促使消费者需要在短时间内做出购买决定，导致更多冲动型消费的可能。

我们已经看到，许多原本不知名的消费品品牌借助 KOL 直播带货的营销手段一炮而红（比如美妆品牌花西子）。我们同时也观察到，越来越多的知名品牌开始将直播作为旗下新产品的宣传工具以及创新消费渠道。随着头部电商的价格越来越贵，零售商和品牌商自己制作直播内容将成为未来的主流趋势。

图表 26: 头部主播 - 李佳琦



资料来源: 浦银国际

图表 27: 头部主播 - 薇娅



资料来源: 浦银国际

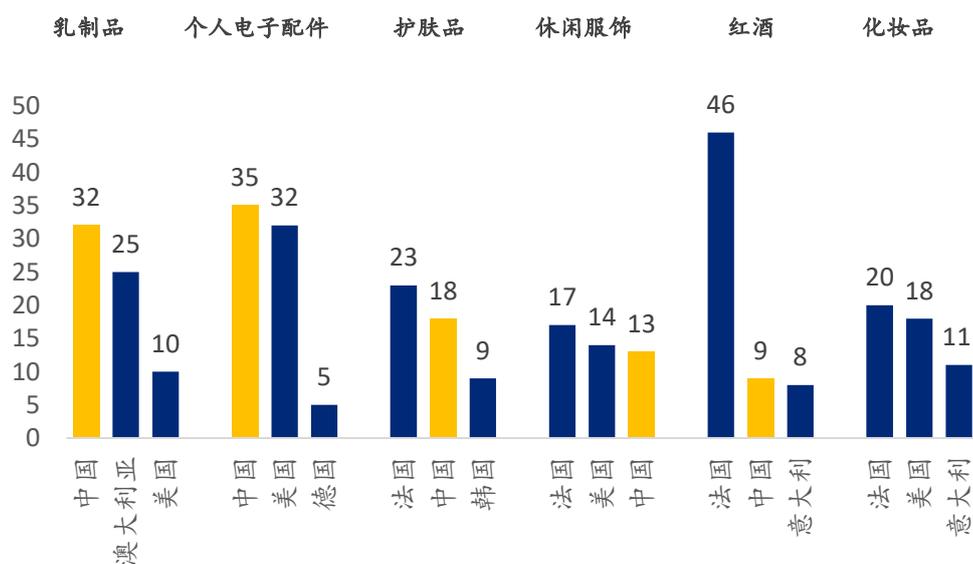
## 趋势四、对中国民族品牌更强的自信

过去十年间，中国在国际上的经济地位与日俱增，且不断缩小与欧美国家之间的差距。这使中国消费者内心的民族自豪感愈发强烈，也使中国消费者对本土品牌的偏向性不断增加。

2018 年中美贸易摩擦升级，导致中国刻意减少了经济上对出口的依赖。这一趋势在 2020 年的新冠疫情之后变得更加明显。疫情期间，由于人员流动性受到限制，跨国贸易与投资额大幅下降，减慢了全球化进程。另一方面，中国在疫情防控方面远胜于欧美国家的执行力，很大程度上激发了国民的爱国情绪，导致中国消费者的偏好进一步从进口品牌往本土品牌转变。

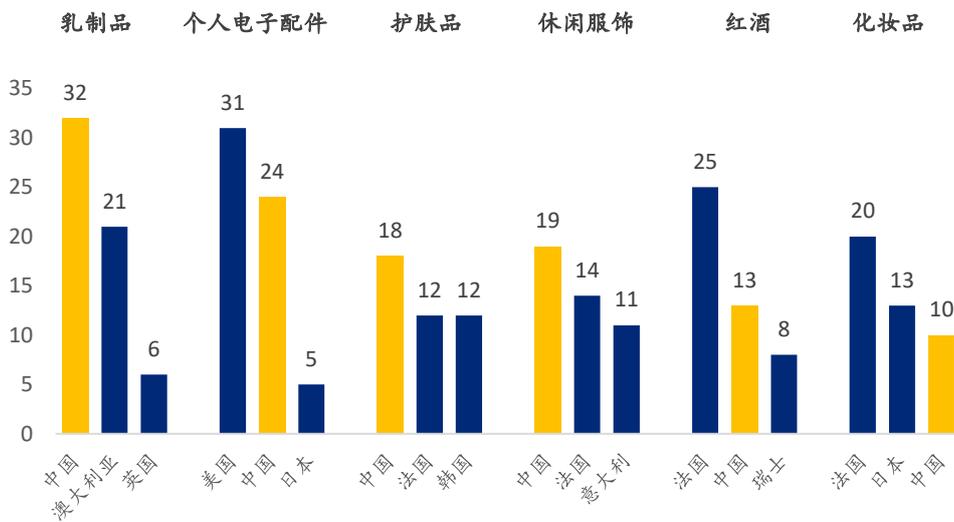
根据麦肯锡对中国消费者的研究显示，1-2 线城市的消费者在乳制品和数码产品行业更倾向于购买中国品牌，而 3-4 线城市的消费者在乳制品、护肤品和休闲服饰等子行业对中国品牌有所偏好。

图表 28: 1-2 线城市消费者购买不同消费子行业高端产品时最偏好的品牌产地



资料来源：麦肯锡，浦银国际

图表 29: 3-4 线城市消费者购买不同消费子行业高端产品时最偏好的品牌产地



资料来源: 麦肯锡, 浦银国际

调查也实现, 对中国品牌的偏爱在年轻人中间表现的尤为突显。具有强烈民族符号并融合当下时尚潮流元素的品牌或单品非常容易受到当下年轻人青睐。这也解释了为什么“国潮”的概念在近几年能够快速崛起。

我们持续看好那些带有中国元素和民族情怀, 其具有较强品牌力的消费品企业。

图表 30: 中国李宁



资料来源: 浦银国际

图表 31: 花西子



资料来源: 浦银国际

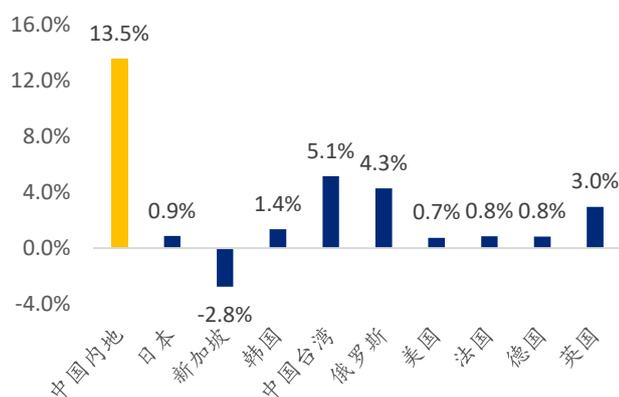
## 重点消费行业

### ● 运动服饰行业：行业增长强劲，龙头表现突出

就总体零售额而言，中国已经跃升为仅次于美国的全球第二大体育服饰市场，并在旺盛的市场需求下，中国运动服饰市场依然保持着全球领先的增长势头。然而中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比还是处于比较低的水平。这也表示中国消费者对运动服饰的需求未来还有巨大的上升空间。

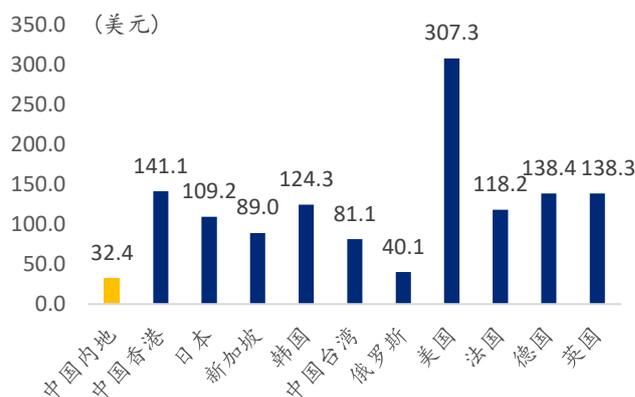
我们相信中国运动服饰行业在未来 5-10 年将继续保持强劲的增长。同时，中国市场也将继续充当各大国际体育服饰品牌主要的增长动力。

图表 32: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2020 复合增长率



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 33: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比



资料来源：Euromonitor，浦银国际

我们认为中国体育服饰过去 10 年的高速增长主要受益于：(1) 中国消费者人均可支配收入的大幅提高，(2) 持续提升的体育运动参与度，(3) 政府对体育行业的大力扶持，以及 (4) 中国消费者健康意识的不断提高。

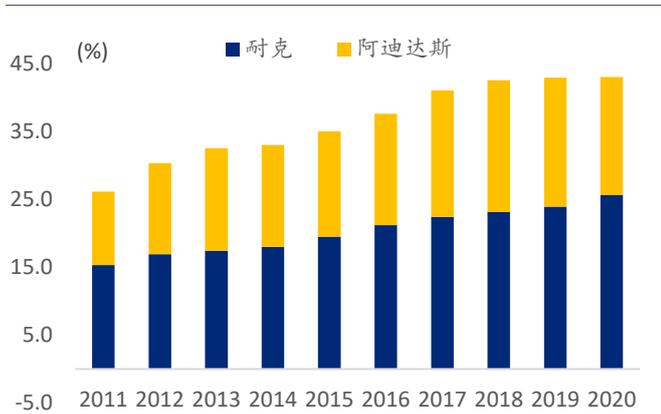
放眼未来 10 年，除了以上这些因素以外，新消费趋势的崛起将会是推动中国运动服饰进一步发展主要动力，包括：

- (1) 品类细分和产品科技创新带来更高的产品复购率；
- (2) 消费升级为国际品牌以及国内领先品牌带来更多机遇；
- (3) 社交媒体的崛起帮助品牌有效捕捉年轻消费族群；
- (4) 运动时尚 (Athleisure) 以及“国潮”品牌持续受到年轻人追捧。

随着中国运动服饰市场消费升级趋势愈加明确，国际品牌的市场份额在过去 10 年间持续升高，造成行业集中度不断提升。国际品牌耐克与阿迪达斯长年占据着市场份额第一和第二的位置，并且不断扩大其领先的地位。

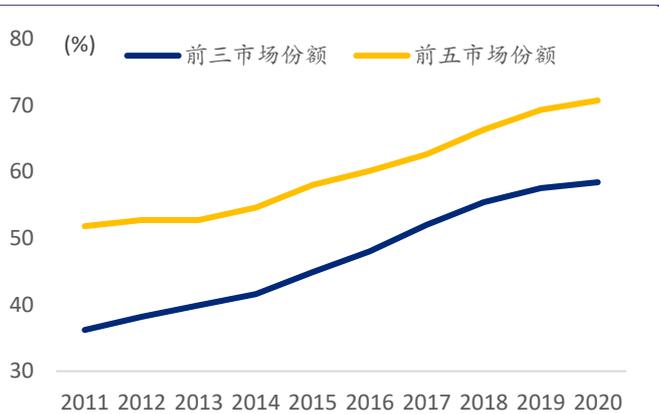
我们认为，国际运动服饰品牌市场份额的不断提升主要是基于其强大的品牌知名度以及高端的品牌形象。相比国内品牌，国际品牌具有更多的社会资源，赞助更多的运动赛事，同时有更多知名运动员以及社会名流的背书。

图表 34: 耐克/阿迪达斯中国市场份额



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

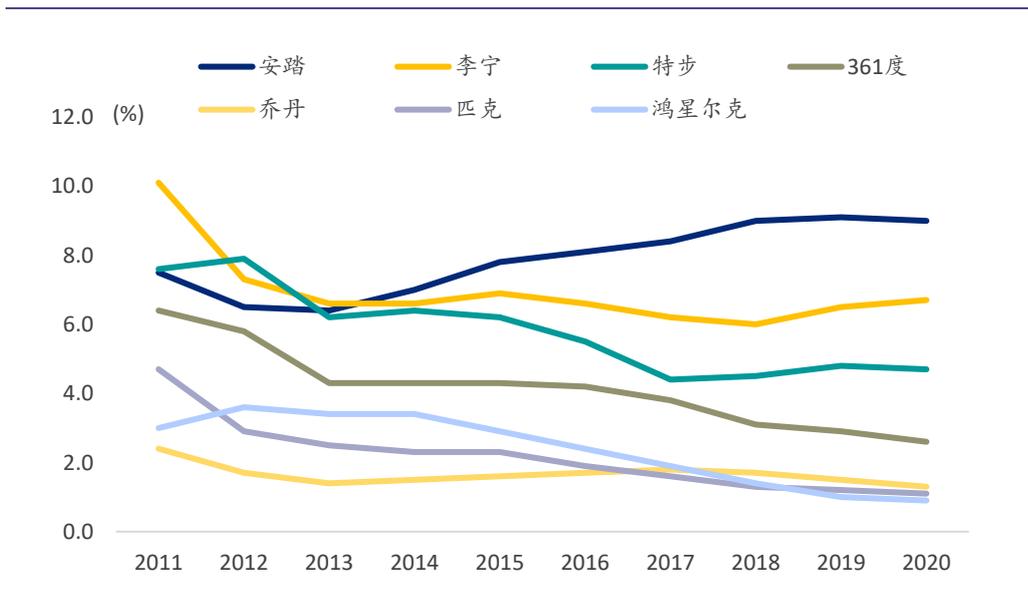
图表 35: 中国体育服饰行业集中度不断提升: 前五与前十的市场占比



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

中国运动服饰品牌在过去 20 年里表现持续分化。以李宁安踏为代表的龙头企业,在经受行业寒冬以后积极寻求自我转型,通过聚焦品牌塑造、产品创新、现代化的渠道库存管理以及收购兼并,不断扩大自身的市场份额,成为国内运动品牌的领导者。但与此同时,相当多的国内运动服饰品牌由于缺乏积极有效的库存管理机制,在大规模的行业清库存过程中品牌形象受到严重损坏,最后积重难返,被迫退出历史舞台。

图表 36: 国内运动服饰品牌市场份额变化



资料来源: Euromonitor, 浦银国际



随着中国运动服饰市场消费升级趋势愈加明确，中长期来看，我们认为中国运动服饰行业的竞争格局不会产生实质改变，而国际品牌在中国较快的增长步伐与国内运动服饰品牌表现的持续分化也将继续。

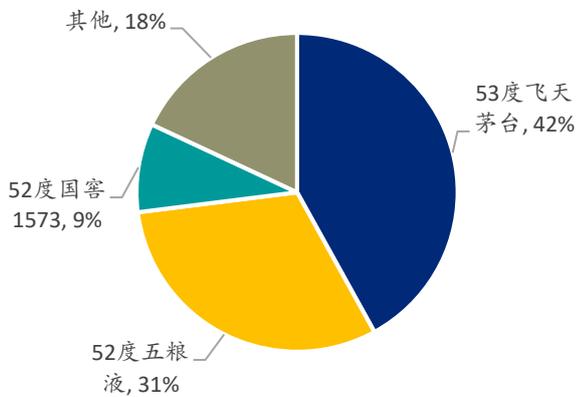
我们认为中国品牌在 2021 年下半年将继续受益于新疆棉事件的余波，但影响将逐渐减弱，而国际品牌零售商将逐渐从事件的影响中恢复，估值有修复的机会。我们相信大部分中国运动服饰品牌将在 2021 年下半年上调全年指引，对股价有一定刺激作用。我们长期看好那些致力于强化品牌力、优化产品品质、聚焦产品创新且重视渠道库存管理的国内龙头运动服饰企业。建议关注李宁 (2331.HK)、安踏 (2020.HK)、滔搏 (6110.HK)、特步 (1368.HK)、宝胜 (3813.HK)。

## ● 白酒行业：市场需求稳定，提价空间打开

白酒行业在疫情暴发前就已经开始了从非名酒往名酒的升级，而疫情的暴发加速了这种趋势。疫情期间，名酒与非名酒的表现分化明显。借助强大的品牌力与渠道力，大部分高端名酒在 2020 年下半年迅速从疫情中恢复，并录得全年收入和利润的正增长。而非名酒企业由于对渠道缺乏议价能力，在疫情的冲击下销售和现金流受到巨大影响。

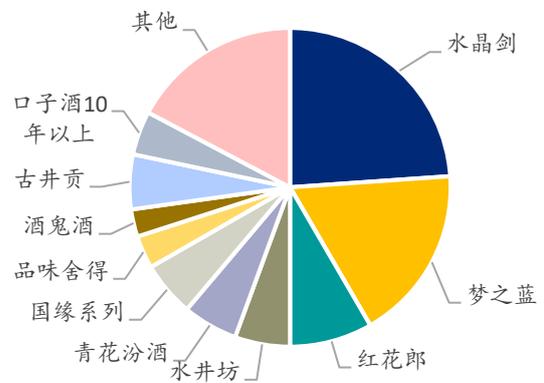
随着一些非名酒企业逐渐被市场淘汰，名酒企业将持续通过市场投入和品牌建设抢占市场份额，造成白酒行业整体集中度进一步提升。

图表 37: 高端白酒市场份额（销量）



资料来源：浦银国际

图表 38: 次高端白酒市场份额（销量）

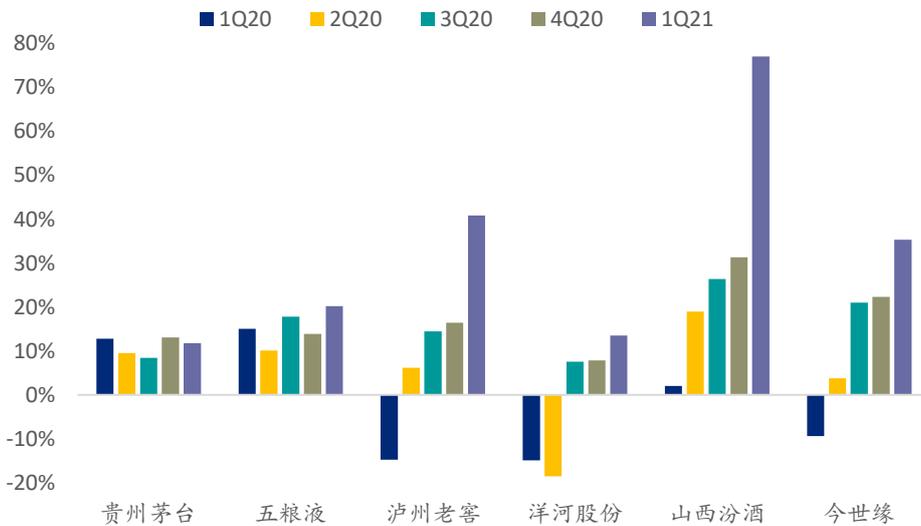


资料来源：浦银国际

茅台与五粮液属于高端白酒企业，相比其他名酒企业具有更强的品牌力和渠道议价能力。因此在整个疫情期间，茅台与五粮液都表现出强大的防御性和稳定性，即使在疫情最严重的 2020 年一季度，依然录得双位数的收入与利润增长。随着疫情逐步好转，渠道库存恢复正常以后，泸州老窖、汾酒和今世缘等扩张性次高端白酒企业则表现出更强劲的增长动力。

随着低基数的帮助逐渐减少，大部分白酒企业从 2021 年下半年开始将进入一个量价同时驱动的稳定增长阶段。

图表 39: 主要白酒企业各季度收入同比增长



资料来源: 公司财报, 浦银国际

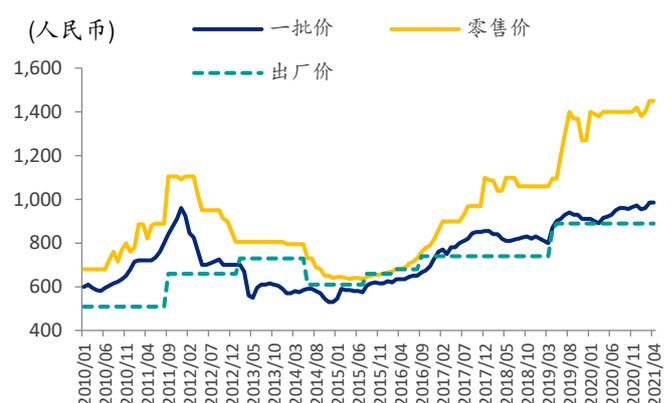
目前行业仍旧处于价格带持续上移的阶段。根据我们的调研显示, 市场对于高端白酒(人民币 1000 元以上)的需求依然强劲, 导致茅台五粮液的批价持续上行。截止 5 月底, 茅台飞天(整箱装)的批价已经达到了人民币 3300 元, 而普五的批价也已接近人民币 1000 元。

图表 40: 飞天茅台出厂价、一批价和零售价



资料来源: 浦银国际

图表 41: 普五出厂价、一批价和零售价



资料来源: 浦银国际

五粮液的批价上涨将为其其他名酒的批价上升打开了空间。然而，五粮液的出厂价目前仍然维持在人民币 889 元的水平，与茅台出厂价之间的差距并不大。我们认为五粮液未来对于涨价很可能会采取跟随茅台的策略。

我们预计次高端价格带的白酒品牌（人民币 500-800 元）在未来三年将凭借市场扩张、产品结构提升以及涨价等策略获得较高的增速（20-30%）。随着市场情绪逐渐好转，我们认为次高端白酒的股价表现将继续优于高端白酒。我们认为在 2021 年下半年，次高端酒企放量的空间要高于高端白酒企业。

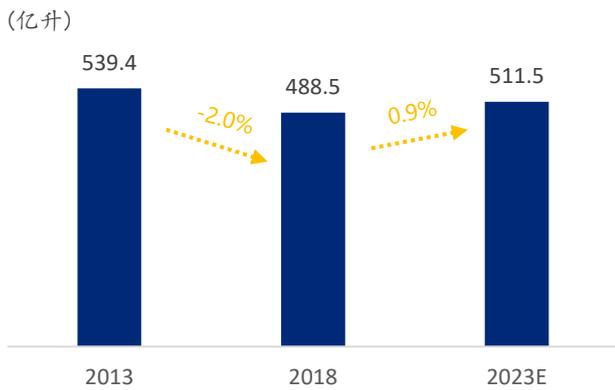
另一方面，我们认为相比高端白酒企业，次高端白酒企业在 2021 年下半年涨价的机会更大。因此，我们认为次高端白酒企业在 2021 年下半年的股价表现会更强。建议重点关注贵州茅台（600519.SS）、五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、山西汾酒（600809.SS）和今世缘（603369.SS）。

## ● 啤酒行业：原料价格上升，消费升级持续

2021年前四个月的啤酒产量同比增加33.6%，相比2019年前四个月的产量增长3%。我们认为受疫情的影响，餐饮和夜场的啤酒整体销量还没有完全回到疫情以前的水平，2021年下半年将持续恢复。

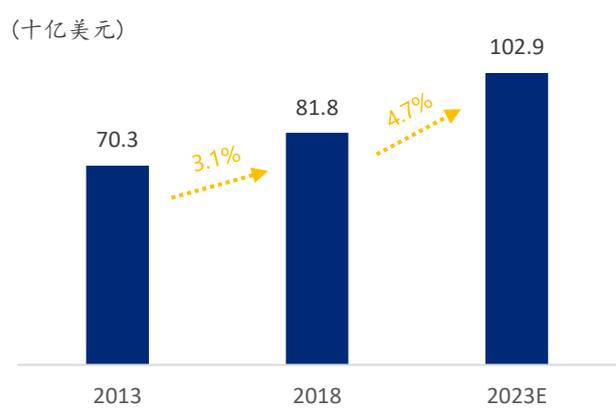
受益于消费升级与产品高端化，我们预计中国啤酒行业未来将维持每年中高单位数的收入规模增长，而行业产量将基本维持稳定。

图表 42: 中国啤酒市场销量规模



E=GlobalData 预测 资料来源: GlobalData, 浦银国际

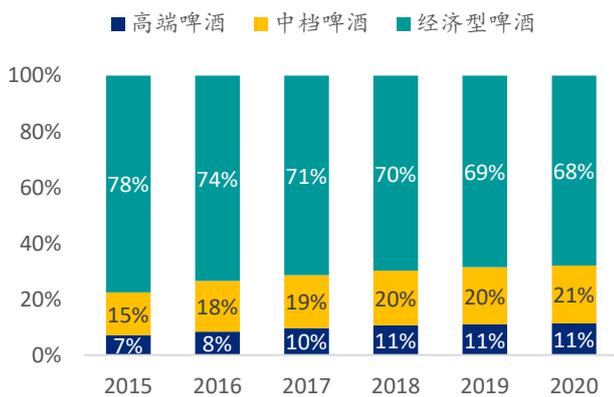
图表 43: 中国啤酒市场销售规模



E=GlobalData 预测 资料来源: GlobalData, 浦银国际

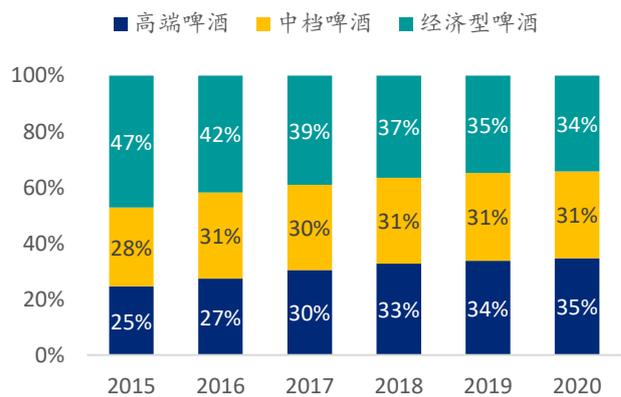
尽管高端啤酒的占比在过去几年有持续的上升，但主流型和经济型啤酒目前依然占据了中啤酒行业主要的收入和销量。

图表 44: 中国啤酒市场产品级别销量分布



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 45: 中国啤酒市场产品级别销售分布

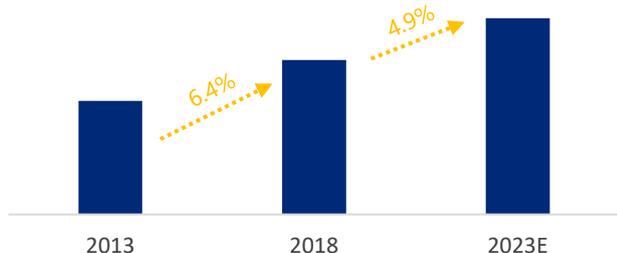


资料来源: Euromonitor, 浦银国际

我们预计，中国啤酒行业将在后疫情时代加速消费升级步伐，主要体现在消费者从经济型与大众型啤酒转向高档啤酒，及从瓶装转向罐装啤酒。我们认为，未来高端啤酒及超高端啤酒增速将远高于中国啤酒行业平均水平，因此成功布局高端与超高端产品线对啤酒生产企业竞争力起到至关重要的作用。

**图表 46: 中国高端与超高端啤酒市场销量规模**

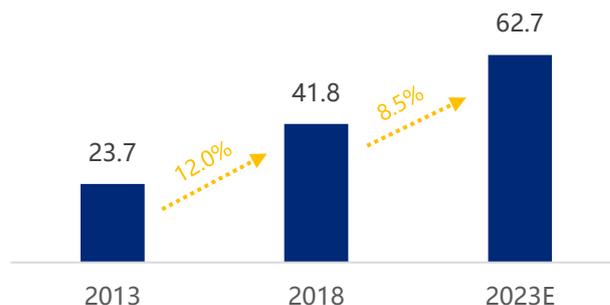
(亿升)



E=GlobalData 预测 资料来源: GlobalData, 浦银国际

**图表 47: 中国高端与超高端啤酒市场销售规模**

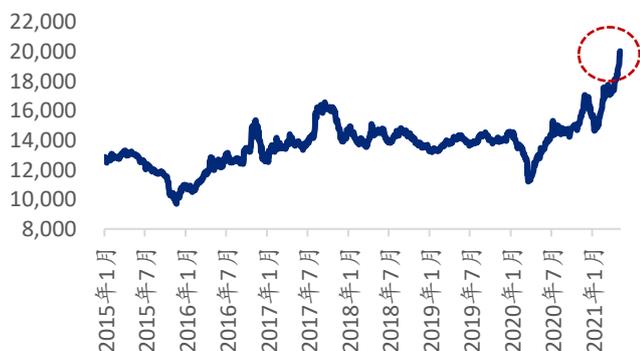
(十亿美元)



E=GlobalData 预测 资料来源: GlobalData, 浦银国际

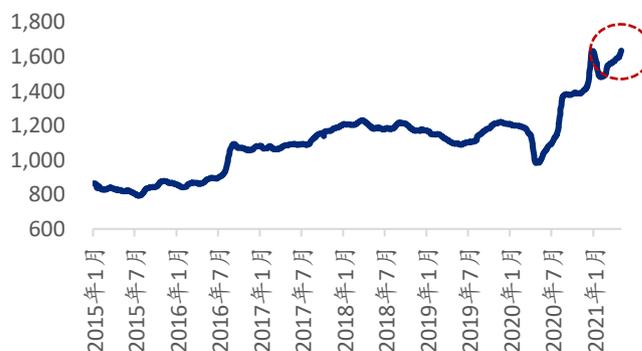
另一方面，啤酒行业从 2020 年下半年开始进入新一轮的原材料上涨周期，涉及大麦及包材。目前看来，大麦成本基本可控，而包材（包括玻璃、铝的成本）的上升幅度较大。2021 年 5 月，中国铝价同比上涨了 50%左右，而玻璃价格同比上涨超过 60%。

**图表 48: 中国铝价格走势 (元/吨)**



资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 49: 中国玻璃价格指数**



资料来源: Wind, 浦银国际

以过往的经验来说，啤酒企业很可能选择在原材料上行周期进行提价。比如在 2018 年，为了抵消大麦上涨的压力，雪花和青啤都选择了全国性的涨价。从去年年底开始，雪花啤酒对部分区域的一些 SKU 进行了价格调整。百威亚太在刚过去的一季度业绩会上表示其在 4 月前对旗下的百威品牌产品进行了调价，涨幅为 50% 的 CPI，并在 4 月初对旗下大众产品（主要为哈尔滨）进行了全国性的涨价，涨幅为 100% 的 CPI。如果原材料价格持续处于高位，我们不排除其他啤酒企业跟风大规模涨价的可能性。

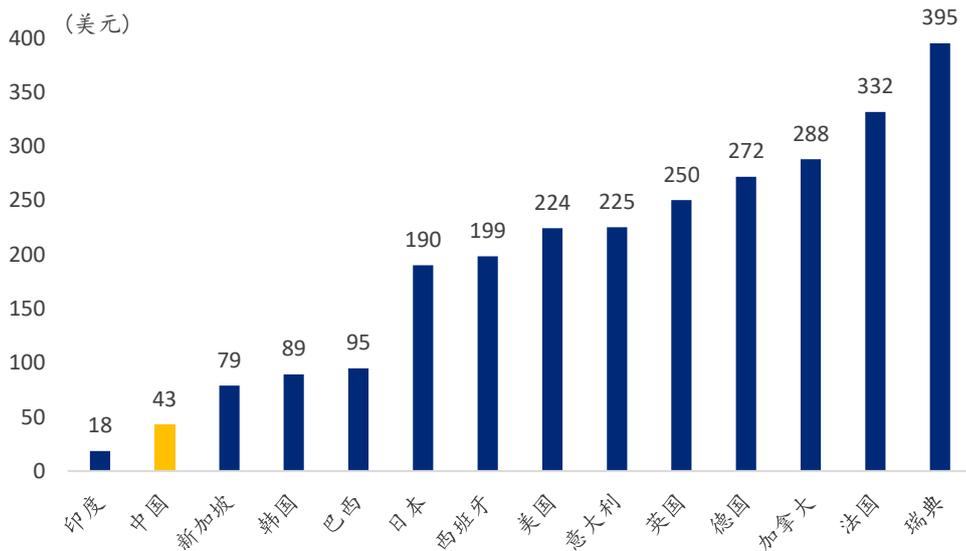
啤酒行业消费升级将在 2021 年下半年继续。我们认为 2021 年下半年，在高端与超高端啤酒领域有较强品牌和产品布局，并且有一定渠道优势的啤酒企业将继续抢夺大众啤酒企业的市场份额，从而录得高于行业的收入增长。

建议重点关注华润啤酒(291.HK)、青岛啤酒(600600.SS)、百威亚太(1876.HK)和重庆啤酒(600132.SS)。

## ● 乳制品行业：高原奶价格促使竞争格局改善

中国人均乳制品销售远低于发达国家水平。疫情暴发以后，政府大力倡导民众多饮奶来提高身体素质。随着人均饮奶量的逐步上升，乳制品行业未来长期销量增长可期。

图表 50：中国人均乳制品销售远低于其他国家（2020）

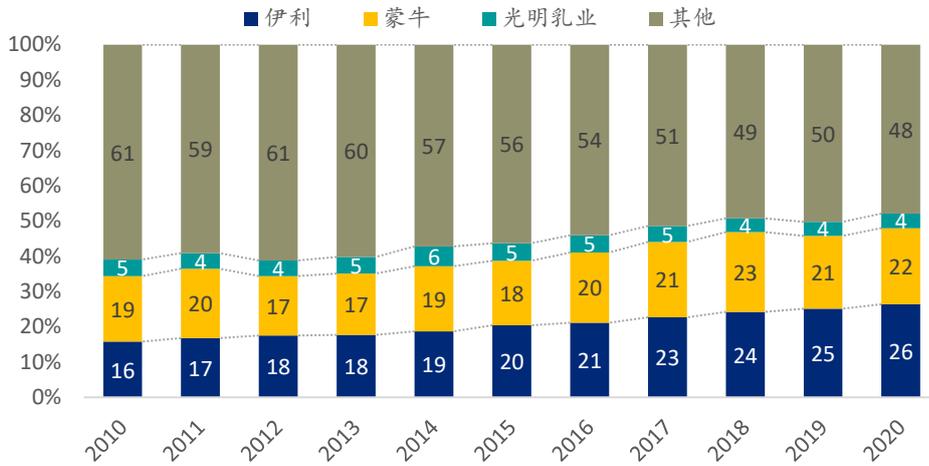


资料来源：Euromonitor，浦银国际

同时，随着收入和物质水平的不断提升，民众对于牛奶的质量安全问题也愈加重视。一方面，越来越多的消费者倾向于选择品牌力更强的乳企生产的产品。另一方面，低温鲜奶（巴氏奶）开始受到更多消费者的青睐。这也就造成整体乳制品行业的产品结构不断升级，平均单价不断上升。

过去 10 年间，随着中国乳业两大巨头伊利蒙牛的市场份额不断上升，行业集中度持续提升。

图表 51: 中国乳制品行业市场份额变化, 2010-2020

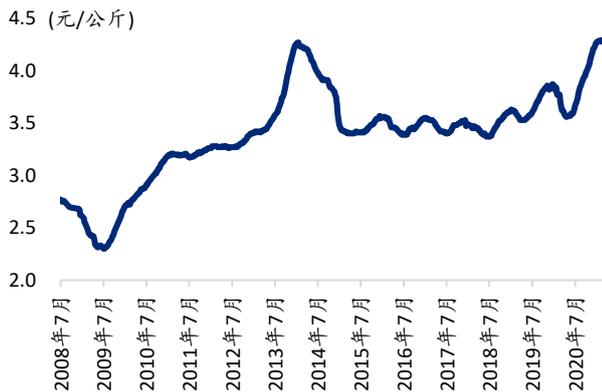


资料来源: Euromonitor, 浦银国际

原奶价格持续上涨, 造成乳企原材料成本压力上升。同时, 高企的原奶价格也使行业竞争环境改善, 促销力度大幅减小, 一方面抵消了一部分毛利率压力, 另一方面也令乳业龙头企业能够聚焦高端产品的研发与创新, 促进行业往更健康的方向发展。

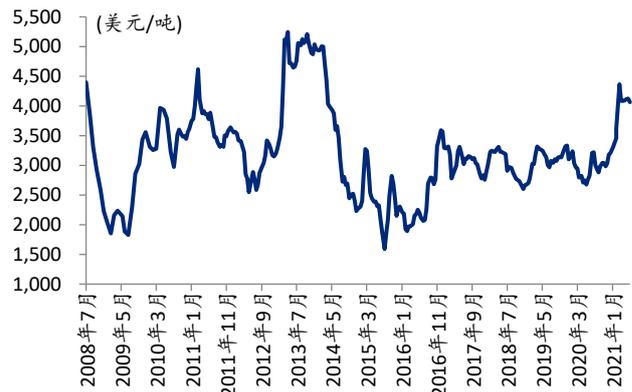
与此同时, 行业龙头蒙牛伊利也已经开始通过适度的涨价来平抑成本压力。我们认为, 对于中国乳制品这种双寡头行业来说, 两个龙头企业同时涨价并不会对企业的销量产生严重影响。

图表 52: 中国原奶价格走势



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 53: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势



资料来源: Fonterra, 浦银国际

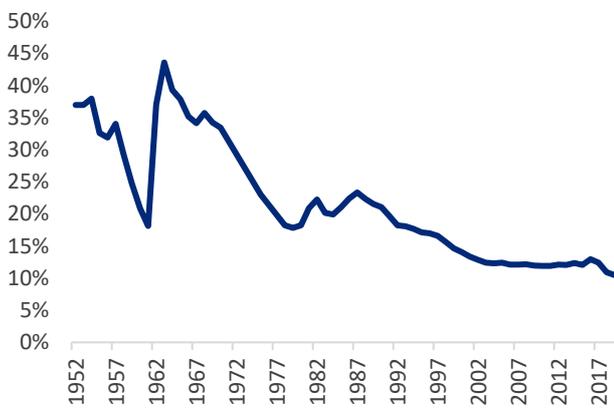
短期来看, 乳制品行业面对的最大的挑战就是高企的原奶价格给利润率带来的压力。市场对主要乳企 2021 年的利润率水平存在一定的担忧, 造成上半年股价表现相对较为疲弱。然而, 我们认为龙头乳企有能力通过涨价和成本控制来平抑原材料带来的压力, 使上半年的利润率水平超出市场预期。建议关注伊利 (600887.SS)、蒙牛 (2319.HK)、光明 (600597.SS)。

## ● 奶粉行业：高端化趋势利好国内龙头企业

由于中国出生率常年呈下降趋势，中国婴儿配方奶粉行业销量增速随之逐年放缓。

2018 年开始实施的奶粉配方注册制以及消费者对婴儿配方奶粉产品的消费升级推动配方奶粉行业开始大规模整合，行业集中度持续上升。而疫情的暴发严重考验各奶粉企业的品牌力、线上渠道资源、物流能力等，进一步加速了行业整合的步伐。

图表 54: 中国出生率



资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 55: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速

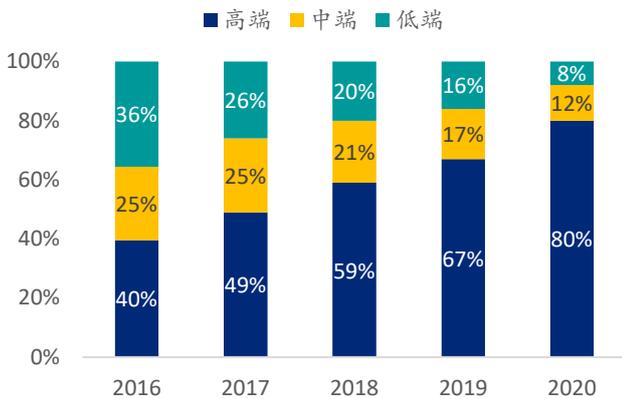


资料来源：Euromonitor，浦银国际

随着消费者健康意识和品牌意识的不断提升，奶粉行业内部高端化趋势愈发明显，高端配方奶粉（价格大于人民币 290/千克）的市场份额不断增加。在高端奶粉里，超高端（价格大于人民币 470/千克）的增速要比普通高端奶粉更高。

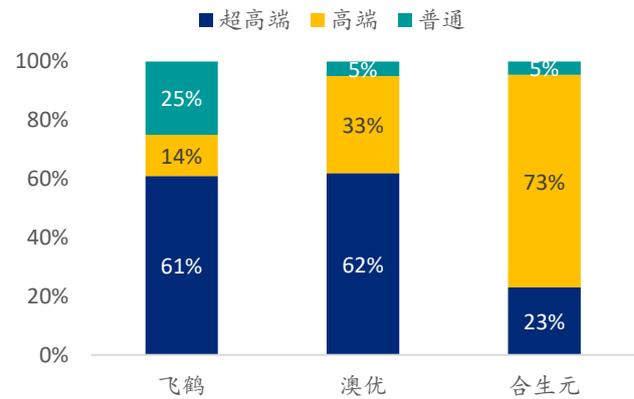
为了迎合行业内消费升级的趋势，主要国内奶粉企业都将业务重心转向超高端奶粉产品。飞鹤与澳优是国内品牌里面比较早布局超高端品类的奶粉企业。澳优除了羊奶粉以外，旗下海普诺凯 1897 又在 2019 年推出了超高端萃护系列，而飞鹤早在 2016 年就开始主推旗下超高端奶粉星飞帆。飞鹤与澳优超高端产品的占比在 2020 年都各自达到了总收入的 60%。

图表 56: 中国婴幼儿配方奶粉行业产品分布



资料来源: 国家统计局, 浦银国际

图表 57: 主要国内婴幼儿配方奶粉企业产品分布



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

值得注意的是, 在过去几年里, 中国配方奶粉行业出现了明显的从进口品牌往国内品牌转移的趋势。飞鹤、澳优、君乐宝、伊利等一众国内品牌的市场份额在不断增加, 而传统强势进口品牌的市场份额却在不断收缩。这一方面归功于国内品牌的质量和美誉度在消费者心中日渐提升, 另一方面也受惠于国内品牌在线上渠道和母婴店渠道的及早布局。

图表 58: 中国乳制品行业前十玩家市场份额变化, 2015-2020



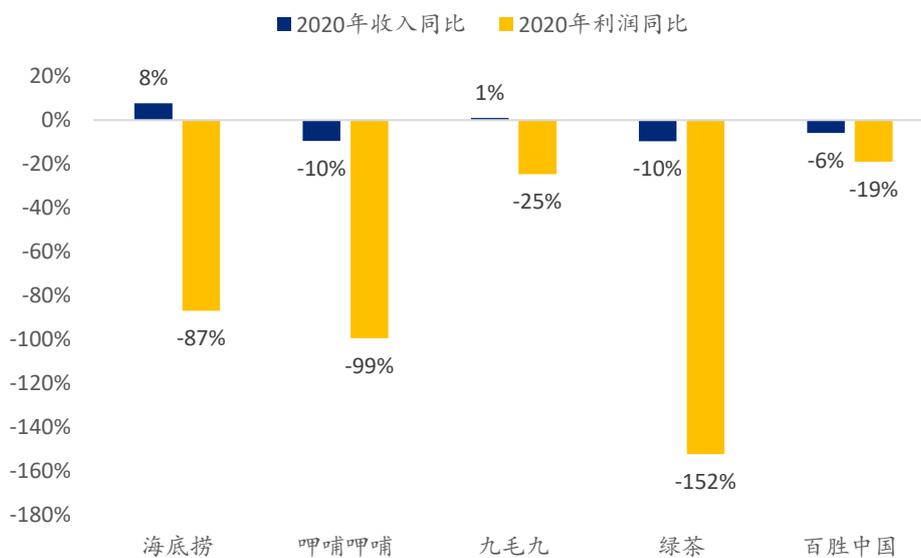
资料来源: Euromonitor, 浦银国际

2021 年下半年, 借助渠道上的优势 (母婴店与线上渠道), 我们相信那些较早布局超高端奶粉领域的中国奶粉公司将继续抢夺国际奶粉企业的市场份额。长期来看, 二胎的开放相对将更加利好低线城市收入占比较高的奶粉品牌。建议关注飞鹤 (6186.HK)、澳优 (1717.HK)、君乐宝 (未上市)、H&H (1112.HK)、伊利 (600887.SS)。

## ● 餐饮行业：客流及翻台率持续恢复

疫情期间长时间的强制隔离、客流限制、甚至封城导致餐饮行业成为受疫情打击最为严重的行业之一。对全方位服务餐饮公司（比如火锅）来说，固定费用相对较高，尤其是租金和人工。虽然疫情期间部分餐饮企业得到了一些租金减免和政府补贴，但收入变差还是造成运营杠杆急剧恶化，利润大幅下滑。

图表 59：主要餐饮企业 2020 年收入与利润同比变化情况



资料来源：Euromonitor，浦银国际

随着疫情的逐渐恢复，大部分的饭店已基本全面开放营业，并且由于低基数的关系，餐饮业零售总额在 2021 年初迎来了一波巨大的反弹。

根据统计局的数字显示，2021 年 1-2 月的累计餐饮零售总额仍然没有回到 2019 年同期的水平。但 2021 年 3 月的餐饮零售额要比 2019 年同期高了 3.5%。我们认为，中国餐饮业在 2021 年下半年能否持续恢复态势并且相对 2019 年的水平能否录得加速增长是市场关注的重点。

图表 60：疫情前后中国餐饮行业零售总额同比增长变化

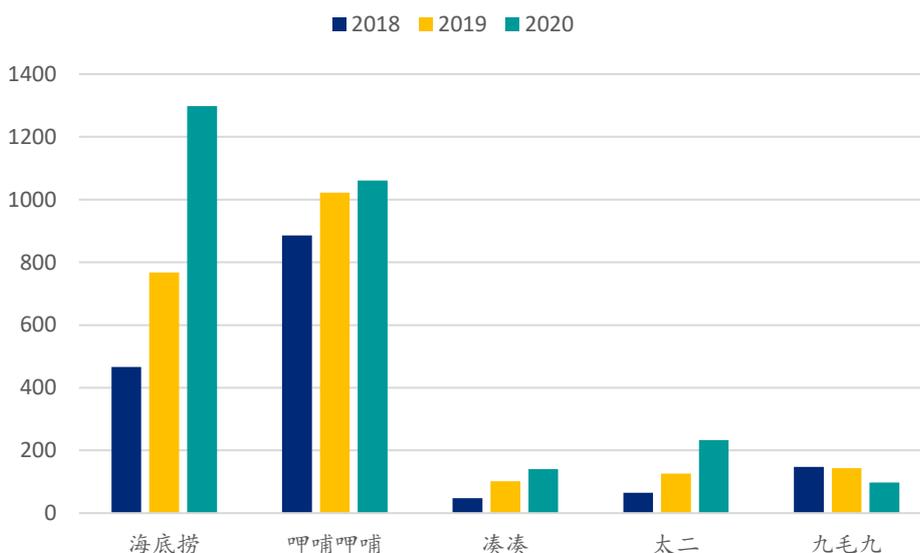


资料来源：Euromonitor，浦银国际

海底捞并未因为疫情而放缓开店步伐，反而在 2020 年加速扩店，以锁定优势地段以及较为低廉的租金水平。然而新店也拉低了整体的翻台率水平，使海底捞的恢复速度慢于同业。

海底捞 2021 年截止目前的总体翻台率依然在 3-3.5 倍，远低于疫情前的 4.8 倍。太二近期翻台率不到 4.0x (对比 2019 年全年 4.8x)，五月前四天的同店水平恢复到 2019 年的 108%。呷哺呷哺五月初翻台率回到 2019 年同期水平的 95%，而凑凑的翻台率超过 2019 年的同期水平。

图表 61：连锁餐饮品牌年底店数，2018-2020

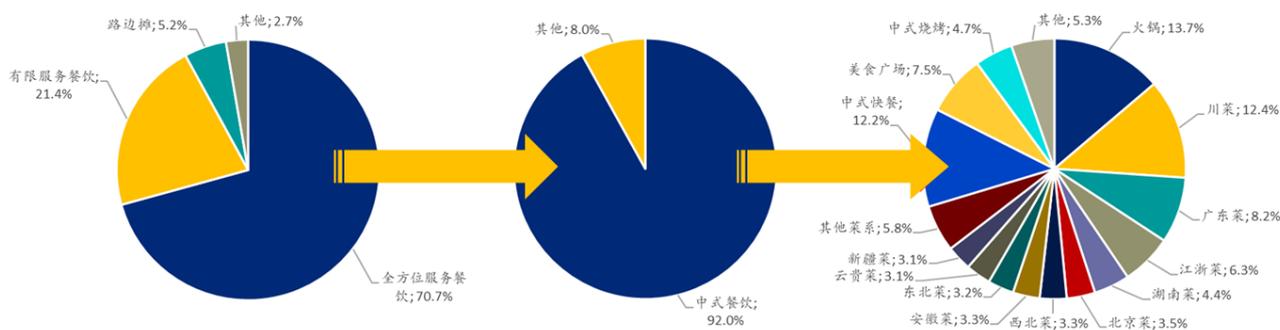


资料来源：公司公告，浦银国际

中式餐饮贡献了中国全方位服务式餐饮 92%的收入，其中火锅占比 14%，川菜占比 12%。目前火锅与川菜的菜品同质化较为严重，竞争较为激烈。

我们认为，对于大部分连锁餐饮企业而言，店铺网络的扩张依然是未来主要的增长动力。然而，如何通过强大的执行力将创新意识融入到菜品、服务、运营、供应链等各个环节，做到差异化竞争是餐饮品牌能够获得成功并长期不倒的关键因素。

图表 62：中国餐饮行业竞争格局



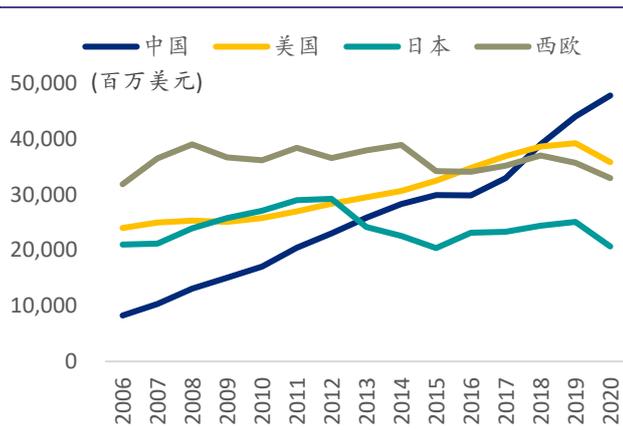
资料来源：Euromonitor, Forest and Sullivan, 浦银国际

餐饮是 2021 年上半年股价受打击最大的行业。由于恢复慢于市场预期，市场普遍对餐饮的信心较为疲弱。然而，主要餐饮上市公司的估值已经回到一个比较有吸引力的水平。鉴于市场对餐饮公司的关注度依然较高，而主要餐饮公司的基本面并没有太大的变化，在宏观利好消息的刺激下，餐饮行业在 2021 年下半年的股价有机会收获一定程度的修复和反弹。建议关注海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK)、呷哺呷哺 (520.HK)、百胜中国 (YUMC)。

## ● 化妆品行业：社交媒体与 Z 世代推动国货崛起

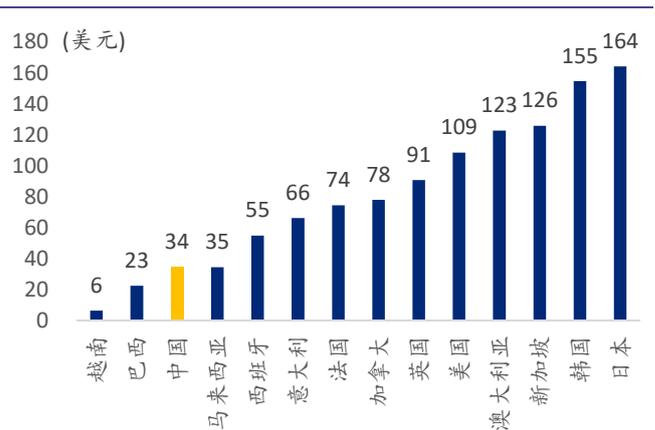
化妆品行业（包括美妆与护肤）是中国增速最快的可选消费品行业之一。根据 Euromonitor 数据，中国于 2018 年超过了美国成为全球最大的化妆品市场。然而中国人均化妆品消费量依然远低于发达国家水平。我们预计中国化妆品市场未来五年仍将保持较高的增速水平。

图表 63: 主要国家或地区化妆品市场规模



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

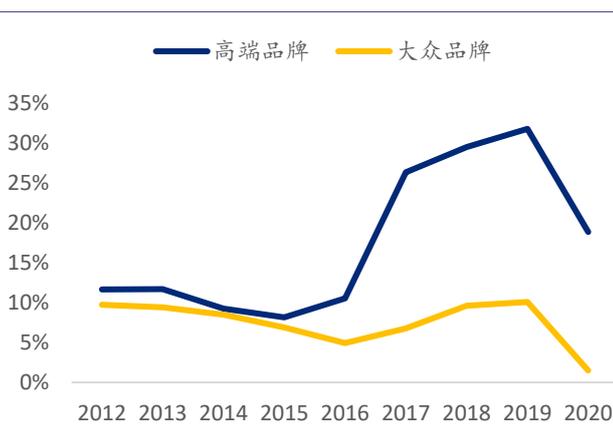
图表 64: 各个国家化妆品人均销售额 (2020)



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

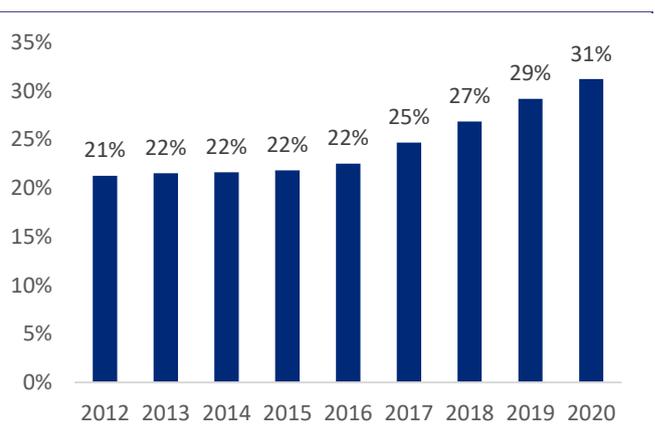
中国整体消费升级趋势推动高端化妆品市场增速在过去十年间高于大众化妆品。高端化妆品在中国整体化妆品市场的占比持续上升并达到 30% 以上。

图表 65: 中国高端与大众化妆品市场增速



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 66: 高端化妆品占中国化妆品市场的比例

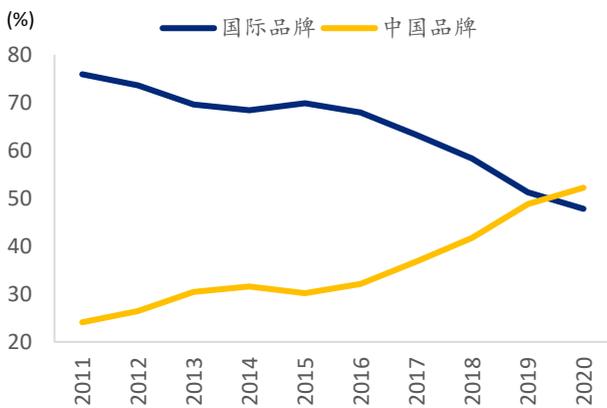


资料来源: Euromonitor, 浦银国际

在大众化妆品市场方面，过去 5 年间中国年轻化妆品品牌正在迅速崛起并抢占国外品牌的市场份额。我们认为这主要归功于以下几点原因：

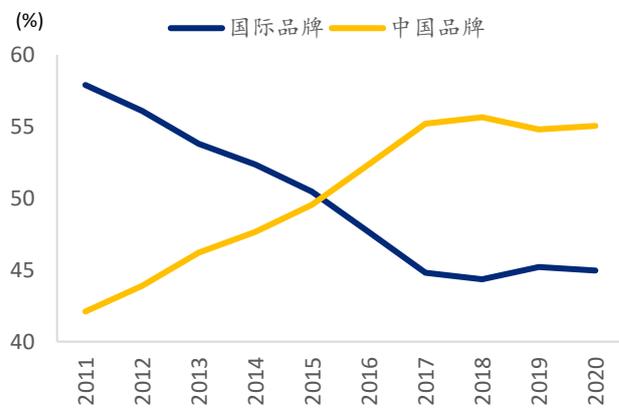
- (1) “国潮”文化兴起，带有中国元素的化妆品产品深受年轻消费者（90 后以及 95 后）的青睐；
- (2) 电商占比不断增加以及社交媒体兴起使年轻化妆品品牌更容易触达消费者；
- (3) 成熟的供应链体系（包括 OEM/ODM）大幅降低了行业进入门槛。

**图表 67: 中国大众彩妆行业市场份额：国际品牌与中国品牌**



资料来源：Euromonitor，浦银国际

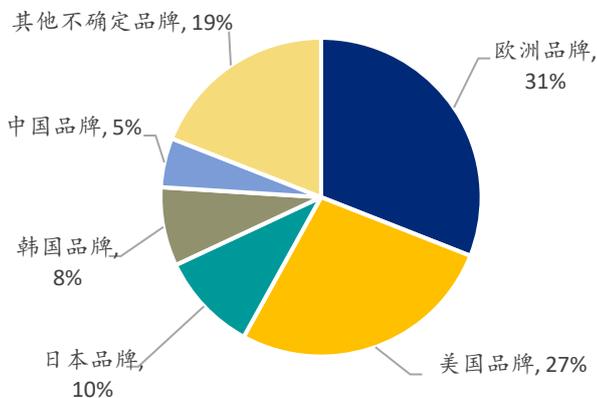
**图表 68: 中国大众护肤品行业市场份额：国际品牌与中国品牌**



资料来源：Euromonitor，浦银国际

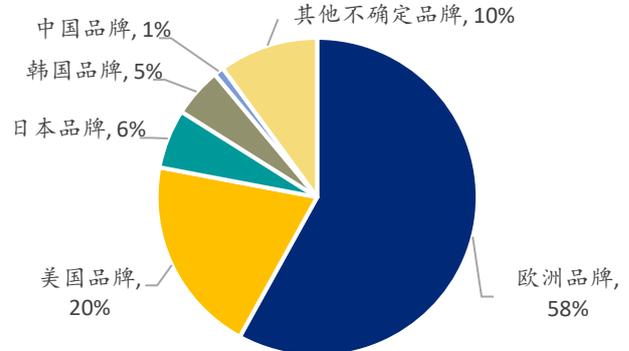
中国高端化妆品市场依然被欧洲、美国、日本的品牌牢牢占据，而中国化妆品品牌目前在高端化妆品市场的占比依然较低。电商对中国高端化妆品市场的收入贡献在过去十年里不断增加，并成为占比最大的渠道。

**图表 69: 中国 2020 年高端彩妆行业市场份额**



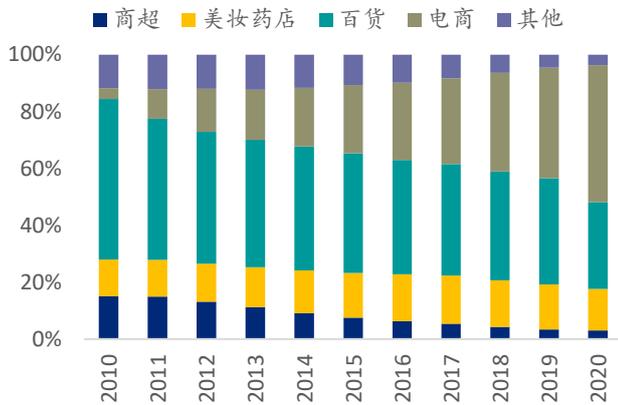
资料来源：Euromonitor，浦银国际

**图表 70: 中国 2020 年高端护肤品行业市场份额**



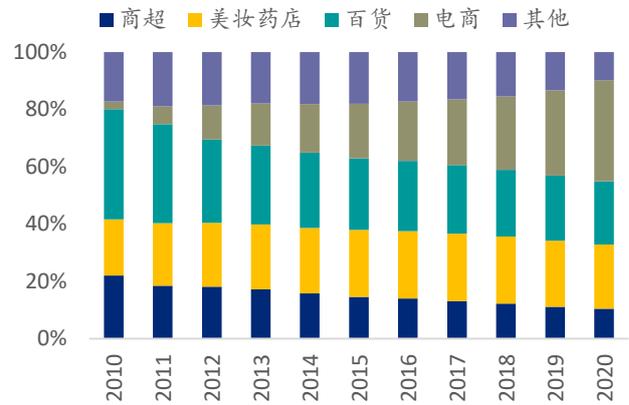
资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 71: 中国高端彩妆行业渠道分布



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 72: 中国高端护肤品行业渠道分布



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

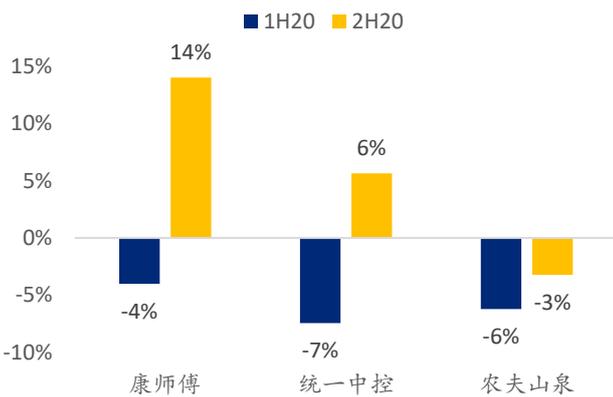
我们认为中国大众护肤品行业目前竞争较为激烈，短期缺乏较强的催化动力，而主要的上市公司的估值依然处于较高的水平。我们估计2021年下半年，中国化妆品上市公司的股价可能依然处于短期震荡的水平。而长期来看，主要国内化妆品品牌将受益于年轻人对国货国潮的追捧。建议关注珀莱雅（603605.SS）、上海家化（600315.SS）、丸美（603983.SS）、逸仙电子（YSG）、花西子（未上市）、薇诺娜（未上市）。

## ● 软饮料行业：原材料价格上涨持续影响利润率水平

软饮料的主要消费场景是户外。由于疫情期间强制隔离造成消费场景缺失，软饮料行业于 2020 上半年受疫情打击较为严重。而到了下半年，疫情逐渐稳定，消费者出行限制逐步放开，即饮茶的销售迅速恢复，然而包装水的销售依然保持颓势。康师傅与统一等以即饮茶为主的生产企业都在 2020 年下半年录得饮料收入的正增长，而农夫山泉 2020 年下半年收入继续同比下降 3%。

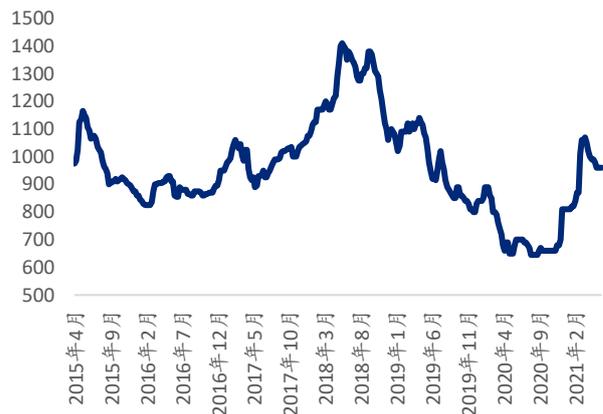
由于低基数的关系，我们预计软饮料行业 2021 年上半年整体增长较为强势。然而进入下半年以后，基数逐步恢复正常，整体行业的增长势必放缓。外加 2020 年底开始，PET 价格开始迅速上涨，使大部分软饮料公司的毛利率在 2021 年承受一定的压力。

图表 73: 各企业软饮料品类销售同比变化, 1H20 和 2H20



资料来源：公司数据，浦银国际

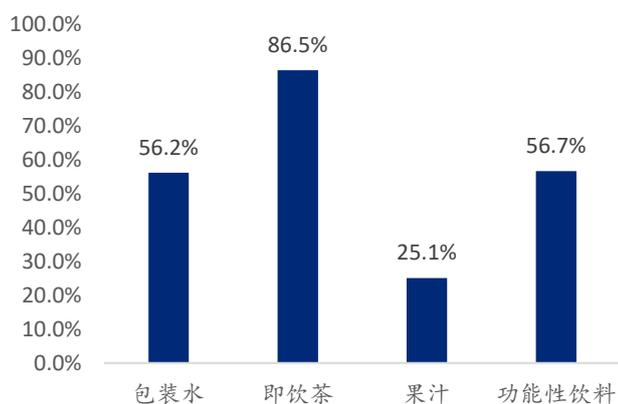
图表 74: PET 价格走势



资料来源：Wind，浦银国际

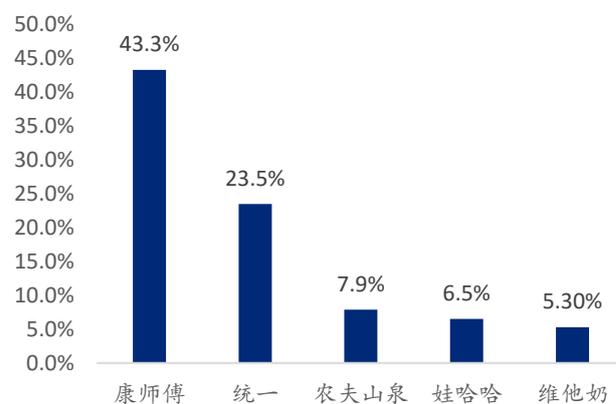
中国软饮料行业各品类的市场集中度都不低。以即饮茶行业举例，前五大品牌占总体市场收入的 86.5%。然而，软饮料的生产技术难度不高，行业竞争壁垒小，准入门槛偏低。另一方面，行业龙头企业品牌老化，缺乏创新力和互联网营销思维，而产品同质化较为严重。

**图表 75: 各软饮料品类前五大玩家市场份额占比 (2019)**



资料来源: Frost and Sullivan, 浦银国际

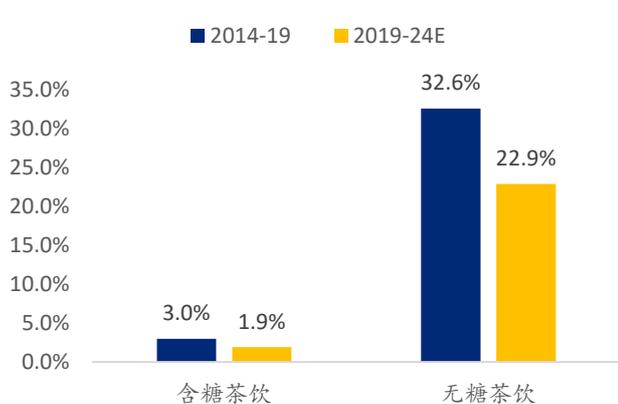
**图表 76: 即饮茶前五大玩家分别市场份额占比 (2019)**



资料来源: Frost and Sullivan, 浦银国际

而随着中国消费者健康意识的不断提高, 无糖茶异军突起, 不断抢占传统含糖茶的市场份额。这也就使以主打0糖0脂0卡的元气森林能够迅速崛起, 抢占市场。元气森林深谙互联网营销, 通过与小红书以及哔哩哔哩深度合作, 迅速占领年轻人心智。

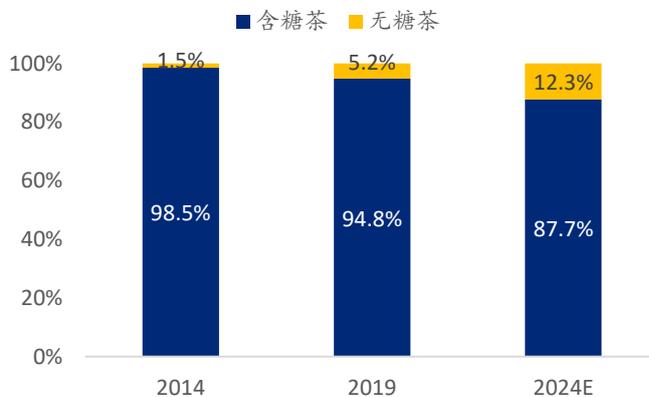
**图表 77: 中国即饮茶零售额复合增速: 含糖茶与无糖茶**



E=Frost and Sullivan 预测

资料来源: Frost and Sullivan, 浦银国际

**图表 78: 中国即饮茶市场分布: 含糖茶与无糖茶**



资料来源: Frost and Sullivan, 浦银国际

短期来看, 我们认为受原材料价格上涨影响, 2021 年下半年整体软饮料行业的股价表现可能会较为疲软。长期来看, 我们更看好产品创新力强、聚焦新品研发、具有互联网营销能力并有较强渠道库存管理能力的软饮料企业。建议重点关注农夫山泉 (9633.HK)、康师傅 (322.HK)、统一中控 (220.HK)、元气森林 (未上市)。

图表 79：消费行业估值表

公司名称	股价(LC)	52周		市值 (百万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS			EPS增速		
		高	低			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
百威亚太	26.2	29.2	21.9	44,716.4	12.8	44.4	37.1	33.1	6.7	6.2	5.8	0.1	0.1	0.1	80.5	19.7	12.1
华润啤酒	68.6	75.4	42.2	28,660.1	43.9	52.1	40.3	33.3	5.2	4.8	4.5	1.1	1.4	1.7	67.3	29.3	20.9
青岛啤酒	102.0	109.6	62.8	18,220.3	35.0	50.7	42.7	36.1	3.8	3.6	3.4	2.0	2.4	2.8	NA	18.8	18.2
重庆啤酒	171.5	176.1	58.0	12,995.5	27.0	76.1	60.4	51.3	6.4	5.6	5.0	2.3	2.8	3.3	1.1	26.0	17.7
燕京啤酒	7.7	9.6	6.2	3,394.2	32.7	68.1	57.0	51.3	1.8	1.8	1.7	0.1	0.1	0.2	61.4	19.5	11.1
<b>啤酒</b>						<b>52.1</b>	<b>42.3</b>	<b>36.4</b>	<b>5.6</b>	<b>5.2</b>	<b>4.8</b>						
贵州茅台	2,222.0	2,601.0	1,383.0	437,106.0	29.8	51.8	43.9	38.3	25.1	21.7	19.2	42.9	50.6	58.0	15.5	17.8	14.6
五粮液	311.8	344.4	155.9	189,551.9	34.0	49.6	41.3	35.0	17.8	15.3	13.3	6.3	7.6	8.9	22.2	20.2	17.9
泸州老窖	274.8	314.0	87.5	63,032.7	43.0	53.5	43.0	35.2	19.4	16.0	13.5	5.1	6.4	7.8	25.2	24.3	22.4
洋河股份	222.9	263.7	104.5	52,595.2	27.7	42.2	35.9	30.8	14.1	12.4	10.8	5.3	6.2	7.2	6.1	17.4	16.7
山西汾酒	454.5	462.9	130.0	62,029.8	28.9	88.3	66.7	51.3	21.3	16.9	13.8	5.1	6.8	8.9	44.9	32.4	30.0
古井贡酒	243.7	292.0	141.7	16,276.1	26.1	52.6	43.7	36.5	8.4	7.2	6.3	4.6	5.6	6.7	25.8	20.3	19.8
顺鑫农业	54.4	76.5	44.8	6,314.4	54.4	49.6	37.3	29.6	2.3	2.1	1.8	1.1	1.5	1.8	93.8	32.8	25.9
酒鬼酒	230.1	246.6	45.7	11,707.2	63.9	95.9	67.6	51.3	26.7	19.9	15.8	2.4	3.4	4.5	58.6	41.9	31.8
今世缘	59.1	66.5	36.6	11,614.2	32.3	38.7	31.6	26.2	11.6	9.6	8.0	1.5	1.9	2.3	22.2	22.6	20.7
<b>白酒</b>						<b>53.9</b>	<b>44.6</b>	<b>37.8</b>	<b>21.4</b>	<b>18.3</b>	<b>15.9</b>						
贝因美	6.1	9.2	4.3	981.6	56.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
H&H国际控股	30.3	39.4	27.3	2,513.0	32.7	12.1	10.4	8.7	1.3	1.2	1.1	2.1	2.4	2.9	16.0	17.3	18.7
澳优	11.8	17.4	10.2	2,613.4	45.5	12.9	10.7	9.1	1.8	1.5	1.4	0.8	0.9	1.1	14.2	20.9	18.1
中国飞鹤	21.5	24.9	14.2	24,694.9	25.6	21.3	17.4	14.4	6.6	5.4	4.5	0.8	1.0	1.2	23.3	22.5	20.6
<b>奶粉</b>						<b>19.8</b>	<b>16.2</b>	<b>13.5</b>	<b>5.7</b>	<b>4.7</b>	<b>3.9</b>						
光明乳业	15.9	21.9	14.7	3,046.9	40.1	28.5	24.9	21.6	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	11.4	14.7	14.9
蒙牛乳业	44.9	52.0	29.2	22,820.8	76.7	28.0	23.2	19.5	1.7	1.5	1.3	1.3	1.6	1.9	42.2	20.7	18.7
伊利股份	39.5	51.7	28.5	37,586.6	68.0	27.8	23.8	20.3	2.2	2.0	1.8	1.4	1.7	1.9	21.2	17.1	17.1
<b>乳制品</b>						<b>27.9</b>	<b>23.6</b>	<b>20.1</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>						
农夫山泉	44.5	66.6	21.5	64,425.0	34.5	65.8	56.2	38.1	15.0	12.8	11.0	0.6	0.7	1.0	14.9	17.1	47.5
康师傅控股	14.9	16.3	12.0	10,802.7	32.7	17.5	16.0	14.6	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	(3.1)	9.6	9.5
统一企业中国	8.6	10.2	6.7	4,792.8	28.8	17.8	16.1	14.7	1.2	1.2	1.1	0.4	0.4	0.5	5.7	10.3	10.0
<b>软饮料</b>						<b>56.4</b>	<b>48.4</b>	<b>33.5</b>	<b>12.3</b>	<b>10.5</b>	<b>9.1</b>						
双汇发展	35.1	65.2	34.6	19,054.6	21.2	18.4	16.6	15.0	1.5	1.6	1.4	1.9	2.1	2.3	2.4	10.7	10.9
万洲国际	6.9	7.5	6.0	13,169.3	64.2	9.7	8.9	8.2	0.5	0.5	0.5	0.1	0.1	0.1	68.6	8.7	9.0
<b>肉制品</b>						<b>14.8</b>	<b>13.5</b>	<b>12.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>						
海天味业	138.0	165.4	87.1	91,048.9	15.1	73.5	61.9	52.6	21.9	18.8	16.3	1.9	2.2	2.6	23.4	18.7	17.7
颐海国际	62.4	142.7	61.3	8,418.9	41.0	44.3	34.2	27.2	7.4	5.9	4.7	1.2	1.5	1.9	29.3	29.3	25.9
恒顺醋业	22.0	26.8	16.3	3,460.0	46.7	61.0	51.6	44.7	9.7	8.4	7.3	0.4	0.4	0.5	15.0	18.3	15.5
中炬高新	48.9	82.9	42.6	6,096.6	49.6	39.6	32.7	26.9	6.4	5.4	4.6	1.2	1.5	1.8	10.4	21.1	21.8
金龙鱼	90.7	145.0	25.7	77,022.0	7.0	63.8	54.3	46.0	2.2	2.0	1.9	1.4	1.7	2.0	17.4	17.6	18.1
涪陵榨菜	40.1	53.1	32.9	5,576.7	44.0	37.1	29.5	22.8	12.2	10.2	8.5	1.1	1.4	1.8	10.3	26.0	29.0
千禾味业	30.3	49.9	25.6	3,153.4	45.0	76.6	57.8	43.5	9.2	7.3	5.9	0.4	0.5	0.7	27.0	32.4	32.9
<b>调味品</b>						<b>66.1</b>	<b>55.6</b>	<b>46.9</b>	<b>12.3</b>	<b>10.6</b>	<b>9.1</b>						
周黑鸭	10.1	11.2	4.7	3,095.8	32.3	37.9	25.7	19.6	5.4	4.1	3.3	0.2	0.3	0.4	211.2	47.5	31.3
绝味食品	85.0	104.4	63.0	8,173.9	44.5	50.7	40.2	32.2	7.9	6.6	5.5	1.7	2.1	2.6	45.7	26.3	24.7
中国旺旺	5.9	6.2	5.1	9,205.5	36.8	14.4	14.0	13.3	2.7	2.6	2.5	0.3	0.3	0.4	15.4	2.9	5.2
达利食品	4.9	5.1	4.3	8,682.9	15.0	13.8	12.7	12.0	2.5	2.3	2.2	0.3	0.3	0.3	5.0	8.8	5.6
良品铺子	49.0	85.0	46.1	3,079.5	10.2	41.9	35.6	29.7	2.0	1.7	1.4	1.2	1.4	1.7	34.6	17.8	19.9
洽洽食品	50.0	70.3	47.4	3,967.4	44.8	26.4	22.4	19.1	4.1	3.6	3.1	1.9	2.2	2.6	18.4	17.8	17.4
<b>休闲食品</b>						<b>28.1</b>	<b>23.3</b>	<b>19.8</b>	<b>4.1</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>						
李宁	74.2	74.8	23.9	23,847.4	88.9	63.0	48.9	38.6	8.1	6.7	5.6	1.0	1.2	1.6	41.9	28.9	26.7
安踏体育	157.9	162.0	67.9	55,010.7	41.8	45.0	34.9	28.5	7.5	6.2	5.2	2.9	3.7	4.6	58.1	29.0	22.5
滔搏	12.1	13.6	9.0	9,670.1	37.3	24.6	19.0	15.9	1.7	1.5	1.3	0.4	0.5	0.6	7.2	17.1	20.1
特步国际	8.9	9.1	2.3	3,014.1	47.7	27.0	22.2	18.0	2.0	1.8	1.6	0.3	0.3	0.4	30.6	21.7	23.0
361度	3.5	3.6	0.9	932.6	34.7	13.3	11.9	11.1	1.1	1.0	0.9	0.2	0.2	0.3	17.8	12.0	7.0
<b>纺织服装</b>						<b>46.6</b>	<b>36.2</b>	<b>29.2</b>	<b>6.8</b>	<b>5.6</b>	<b>4.7</b>						
泡泡玛特	74.0	105.0	38.5	13,360.8	16.7	80.1	50.1	35.4	19.4	12.8	9.2	0.8	1.2	1.7	63.2	59.7	41.5
名创优品	22.5	34.8	18.0	6,881.6	NA	88.1	35.4	24.6	5.0	3.6	2.9	1.6	4.0	5.8	NA	148.6	44.2
<b>新零售</b>						<b>82.8</b>	<b>45.1</b>	<b>31.7</b>	<b>14.5</b>	<b>9.7</b>	<b>7.0</b>						

(接下页)

(接上页)

公司名称	股价(LC)	52周		市值 (百万美元)	自由流 通股%	PE			PS			EPS			EPS增速		
		高	低			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
高鑫零售	5.8	13.2	5.8	7,179.8	20.6	18.6	19.1	17.0	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	NA	NA	12.7
永辉超市	5.7	10.2	5.3	8,479.4	36.0	50.4	32.1	27.4	0.5	0.5	0.5	0.1	0.2	0.2	(40.5)	56.6	17.5
<b>传统商超零售</b>						<b>35.8</b>	<b>26.2</b>	<b>22.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>						
海底捞	45.1	83.6	32.7	30,804.8	17.3	45.9	32.1	25.4	3.6	2.7	2.2	0.8	1.2	1.5	1,403.4	43.1	26.2
百胜中国	68.7	68.7	47.3	28,895.1	95.6	33.6	28.9	25.6	2.8	2.6	2.3	2.0	2.4	2.7	33.5	16.5	13.0
九毛九	30.2	37.8	11.7	5,647.3	45.9	70.7	46.3	32.1	7.1	5.0	3.6	0.4	0.5	0.8	202.2	52.7	44.4
呷哺呷哺	9.5	27.2	7.3	1,324.7	44.0	17.0	13.7	11.0	1.0	0.8	0.7	0.5	0.6	0.7	1,107.3	24.0	24.1
<b>零售餐饮</b>						<b>40.9</b>	<b>30.5</b>	<b>25.2</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>						
首旅酒店	27.3	28.6	15.1	4,222.6	40.9	34.5	23.9	19.8	3.5	3.0	2.7	0.8	1.1	1.4	256.2	44.2	20.7
复星旅游文化	15.2	16.0	6.3	2,422.4	17.6	NA	22.7	17.3	1.2	0.9	0.7	(0.8)	0.6	0.7	63.6	167.6	31.3
格林酒店集团	14.9	14.9	11.9	1,539.6	NA	18.6	15.8	15.3	7.1	6.1	5.5	5.1	6.1	6.3	NA	17.9	3.3
大酒店	8.1	8.3	5.6	1,723.9	39.9	147.5	45.1	NA	3.1	2.3	NA	0.1	0.2	NA	110.4	227.3	NA
华住集团	463.4	484.4	297.0	19,218.1	62.2	67.0	40.8	33.5	8.1	6.5	5.8	5.7	9.3	11.4	NA	64.3	21.7
锦江酒店	63.4	64.0	26.9	9,387.1	36.7	62.9	37.2	29.0	4.3	3.6	3.2	1.0	1.7	2.2	NA	69.4	28.3
<b>旅游酒店</b>						<b>63.9</b>	<b>36.1</b>	<b>29.0</b>	<b>6.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>						
美的集团	79.5	107.1	57.9	87,708.7	43.4	19.0	16.5	14.5	1.8	1.6	1.5	4.2	4.8	5.5	6.6	14.9	14.3
格力电器	56.1	69.5	52.9	52,801.8	47.0	13.1	11.3	10.1	1.7	1.5	1.3	4.3	5.0	5.6	15.2	16.4	11.7
惠而浦	10.5	11.2	4.7	1,259.0	19.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
海信家电	11.7	16.3	7.8	2,805.7	72.9	7.7	6.4	5.5	0.3	0.3	0.3	1.3	1.5	1.7	11.3	19.8	15.2
海尔智家	30.3	35.3	16.0	42,539.9	45.6	22.3	18.4	16.0	1.2	1.1	1.0	1.4	1.6	1.9	1.4	21.2	15.0
海尔智家	33.1	37.5	25.4	42,539.9	99.9	19.6	16.1	14.1	1.2	1.1	1.0	1.4	1.7	1.9	3.6	22.0	13.9
<b>家电</b>						<b>18.2</b>	<b>15.5</b>	<b>13.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>						
逸仙控股	11.0	24.6	8.9	6,966.7	NA	NA	NA	NA	5.7	4.0	3.2	(1.6)	(0.7)	(0.1)	51.0	53.5	90.9
珀莱雅	166.3	214.7	137.0	5,237.8	23.5	55.4	44.4	36.2	7.1	5.7	4.7	3.0	3.7	4.6	26.8	24.7	22.6
上海家化	57.7	60.6	34.4	6,122.7	40.8	73.0	51.5	37.8	4.7	4.2	3.7	0.8	1.1	1.5	23.4	41.6	36.4
<b>化妆品</b>						<b>64.9</b>	<b>48.2</b>	<b>37.1</b>	<b>5.8</b>	<b>4.6</b>	<b>3.8</b>						
恒安国际	51.5	71.0	49.4	7,807.8	52.2	11.0	10.4	9.7	2.1	2.0	1.9	3.9	4.1	4.4	(0.4)	5.2	7.9
维达国际	25.2	31.8	20.2	3,890.6	26.4	13.7	12.4	11.2	1.6	1.5	1.3	1.8	2.0	2.3	17.0	10.9	11.0
中顺洁柔	34.1	34.1	19.1	7,008.9	40.2	35.6	29.2	24.2	4.7	4.0	3.4	1.0	1.2	1.4	37.0	21.8	20.7
<b>个人以及家庭护理</b>						<b>37.4</b>	<b>29.3</b>	<b>23.6</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>						

E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 6 月 2 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。

## 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

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy\_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼