



消费行业 2022 年全年展望：谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

- 2022 年消费品行业五大关注要素：**2021 年下半年，整体消费行业再次遭受了疫情的重击，消费情绪陷入低潮。进入 2022 年上半年，考虑到（1）疫情不确定性依然较高、（2）消费动力有待恢复消费、（3）供应链可能受阻、（4）原材料价格持续处于高位以及（5）较高的基数，整体消费行业依然将面对较高的不确定性。在这一背景下，我们总结了 2022 年消费行业投资需要重点关注的五大因素，帮助投资者在不确定的消费环境中寻找确定性较高的投资标的。我们预计，体育用品、啤酒、白酒、乳制品、化妆品等行业中具有较强品牌力与运营能力的企业将在 2022 年继续维持增长并扩大市场份额。而餐饮、调味品、现制茶饮、超市、百货等行业短期的不确定性依然较强，但有望在 2022 年下半年出现较强的恢复信号。
- 一、所处消费行业的增长确定性：**在整体市场的投资环境处于较高风险的状态时，公司所处消费子行业的增长确定性（certainty）与韧性（resilience）对于降低投资风险保障投资回报就变得尤为重要。这主要体现在（1）较为明显的增长潜力与动力、（2）较为刚性的需求与（3）较低的政策风险。我们认为，在所有消费板块中，乳业、运动服饰、啤酒、化妆品等具有较高的确定性。
- 二、强大的品牌力：**品牌力一方面衡量了消费者对品牌的认知程度，另一方面也代表了消费者对消费企业的产品、服务与文化的认同度。强大的品牌力帮助企业市场整体需求下降的时候，依然能够通过抢夺对手的市场份额来维持销售收入的增长。我们调研显示，李宁在所有运动服饰品牌中具有最强的品牌力，这也解释了它为什么能在行业逆境中维持较快的增速。
- 三、对渠道与终端的掌控能力：**对渠道有效的掌控很大程度上决定了消费品公司的实力。随着物流产业的发展与数字化的不断深入，直营零售及全渠道电商成为消费品行业未来的发展方向，因为他们能帮助品牌触达更多消费者，提供个性化及定制化的消费体验，同时获取更多有价值的消费者洞察来对品牌进行反哺。
- 四、抵御原料价格上涨的能力：**2020 年下半年开始至今，各类大宗商品价格大幅上涨。我们预计原材料价格上涨带来的成本压力至少将会在 2022 年上半年持续。我们认为，集中度较高、产品替代性低、价格弹性小、竞争壁垒高、产品高端化空间大的消费板块更容易将成本压力通过提价或者产品结构提升的方式转嫁给下游消费者。
- 五、财务报表质量与估值：**我们认为，在市场整体确定性不高风险较大的情况下，选择财务报表质量（包括盈利质量与净现金水平）较高的消费品公司作为投资标的是较为明智的选择。

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

林琰

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 12 月 01 日

年初至今行业指数表现



截至 2021 年 11 月 30 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《中国运动服饰：新趋势与全渠道推动行业龙头持续高速增长》
(2021-07-06)

《奈雪的茶 (2150.HK)：行业竞争带来较大盈利不确定性》
(2021-09-01)

《消费行业 2021 年中期展望：后疫情时代四大结构性消费趋势》
(2021-06-04)



扫码关注浦银国际研究

目录

一、所处消费行业的增长确定性	9
较为明确的增长潜力与动力	9
较为刚性的需求	11
较低的政策风险	12
二、强大的品牌力	15
高质量的产品与服务	17
独特的品牌文化与价值	18
强大的品牌营销能力	20
三、对于渠道与终端的掌控能力	23
传统批发模式下的渠道掌控力	23
从传统批发模式转直营 DTC	26
加速电商以及全渠道的发展	27
四、抵御原料价格上涨的能力	30
五、财务报表质量与估值	35
财务报表质量	35
估值	37
重点消费行业 2022 年展望	40
运动服饰行业：短期高基数不改长期增长逻辑	40
白酒行业：高端价格短期见顶，次高端提价进行时	43
啤酒行业：提价与高端化有望抵消原材料上涨压力	46
乳制品行业：行业集中度提升，竞争格局改善	50
奶粉行业：产品高端化与渠道多元化促进行业整合	52
化妆品行业：全方位受益消费趋势，持续高速增长	55
餐饮行业：依然是确定性最低的消费板块	59
调味品行业：能否走出低潮期取决于需求端的恢复	62
软饮料行业：原材料价格上涨将继续影响利润率水平	65
高端现制茶饮行业：强大竞争压力将限制盈利能力	67
消费行业覆盖公司	71

图表目录

图表 1: 中国消费者信心指数	6
图表 2: 中国总体社会零售总额增速	6
图表 3: 主要消费行业头部上市公司 2021 年至今股价表现	7
图表 4: 主要消费行业头部上市公司 2021 年下半年至今股价表现	7
图表 5: 消费子行业 2022 年全年展望及建议关注标的	8
图表 6: 各国啤酒零售价格比较	9
图表 7: 啤酒企业单吨收入比较	9
图表 8: 中国人均乳制品销售远低于其他国家 (2020)	10
图表 9: 各国家或地区运动服饰人均消费对比 (2020 年)	10
图表 10: 中国人口出生率	10
图表 11: 中国液态奶市场零售额同比增长	11
图表 12: 中国包装水市场零售额同比增长	11
图表 13: 主要消费品子行业于 2020 年的零售收入同比增长及 2021 年预测	12
图表 14: 中国推出的刺激体育行业增长的政策	13
图表 15: 中国主要承办的国际体育赛事	13
图表 16: 电子烟相关政策	14
图表 17: 2021 年中国 500 强品牌中排名靠前的消费品品牌	15
图表 18: 百度指数运动服饰排名	16
图表 19: 中国主要运动服饰品牌 1Q21-3Q21 零售流水同比增速比较	16
图表 20: 统一开小灶	17
图表 21: 雪花脸谱啤酒	17
图表 22: Supreme 产品	18
图表 23: Supreme 店铺	18
图表 24: 中国李宁产品 (1)	19
图表 25: 中国李宁产品 (2)	19
图表 26: “中国李宁”成都宽窄巷子旗舰店 (1)	19
图表 27: “中国李宁”成都宽窄巷子旗舰店 (2)	19
图表 28: 肖战代言李宁产品	20
图表 29: 王一博代言安踏产品	20
图表 30: 李佳琦直播为花西子代货	21
图表 31: 薇娅直播代货 Colorkey	21
图表 32: 橘朵与泡泡玛特联名眼影盘	22
图表 33: 喜茶与九阳联名款豆浆机	22
图表 34: 中国主要啤酒企业经销商数量	23
图表 35: 汾酒经销商数量	23
图表 36: 百威亚太在韩国合作的酒吧外悬挂着百威的标志	24
图表 37: 百威亚太在韩国合作的酒吧内推广百威的 instagram 账号	24
图表 38: 李宁的渠道库存水平	25
图表 39: 李宁的渠道库存年龄	25
图表 40: 传统批发模式流程	26
图表 41: 传统批发模式的风险分析	26
图表 42: 中国各消费子行业电商渠道对零售占比	27

图表 43: 各运动品牌 2020 年电商收入占比	28
图表 44: 滔搏小程序界面	29
图表 45: 滔搏 APP 界面	29
图表 46: 中国消费品行业主要原材料 2021 年初至今价格变动	30
图表 47: 棕榈油价格	30
图表 48: 中国小麦价格	30
图表 49: PET 价格	31
图表 50: 中国铝价格	31
图表 51: 主要消费子行业集中度 (前三名市场占有率) (2020)	32
图表 52: 华润啤酒销售平均单价	32
图表 53: 华润在中国市场推出的喜力旗下啤酒品牌: 喜力星银, 虎牌, 苏尔, 亡命之徒	33
图表 54: 华润国产高端啤酒产品: 雪花脸谱、Super X、匠心营造、马尔斯绿产品	33
图表 55: 华润啤酒与青岛啤酒毛利率对比	34
图表 56: 李宁公司的现金周转周期	35
图表 57: 李宁营运现金流与净利润对比	35
图表 58: 主要消费企业净负债权益比 (net debt to equity ratio)	36
图表 59: 消费行业估值表	38
图表 60: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2020 复合增长率	40
图表 61: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比	40
图表 62: 耐克/阿迪达斯中国市场份额	41
图表 63: 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	41
图表 64: 国内运动服饰品牌市场份额变化	41
图表 65: 高端白酒市场份额 (销量)	43
图表 66: 次高端白酒市场份额 (销量)	43
图表 67: 主要白酒企业各季度收入同比增长	44
图表 68: 飞天茅台出厂价、一批价和零售价	44
图表 69: 八代五粮液出厂价、一批价和零售价	44
图表 70: 中国啤酒总产量	46
图表 71: 各国啤酒零售价格比较 (2020 年)	46
图表 72: 啤酒企业单吨收入比较 (2020 年)	46
图表 73: 啤酒吨价 vs 人均 GDP (2020 年)	47
图表 74: 中国啤酒市场产品级别销量分布	47
图表 75: 中国啤酒市场产品级别销售分布	47
图表 76: 中国啤酒市场价格带上移	48
图表 77: 中国铝价格走势	48
图表 78: 中国玻璃价格指数	48
图表 79: 中国人均乳制品销售远低于其他国家 (2020)	50
图表 80: 中国乳制品行业市场份额变化, 2010-2020	51
图表 81: 中国原奶价格走势	51
图表 82: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势	51
图表 83: 中国出生率	52
图表 84: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速	52
图表 85: 中国乳制品行业前十玩家市场份额变化, 2015-2020	53
图表 86: 中国婴幼儿配方奶粉行业产品分布	53

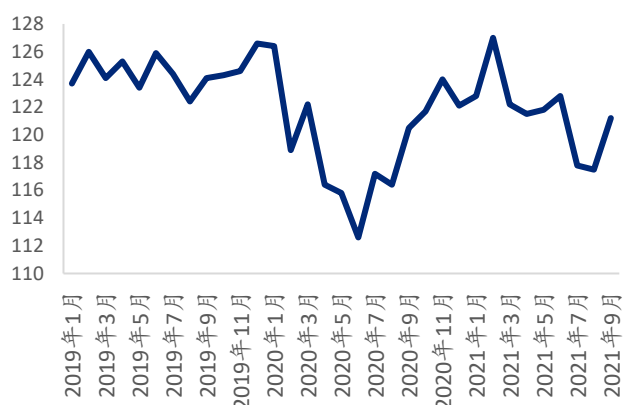
图表 87: 主要国内婴幼儿配方奶粉企业产品分布 (2020)	53
图表 88: 奶粉渠道分布, 2018-1H21	54
图表 89: 主要国家或地区化妆品市场规模	55
图表 90: 各个国家化妆品人均销售额 (2020)	55
图表 91: 中国高端与大众化妆品市场增速	56
图表 92: 高端化妆品占中国化妆品市场的比例	56
图表 93: 中国 2020 年高端彩妆行业市场份额	56
图表 94: 中国 2020 年高端护肤品行业市场份额	56
图表 95: 中国高端彩妆行业渠道分布	57
图表 96: 中国高端护肤品行业渠道分布	57
图表 97: 中国大众彩妆行业市场份额: 国际品牌与中国品牌	57
图表 98: 中国大众护肤品行业市场份额: 国际品牌与中国品牌	57
图表 99: HomeFacial Pro 与 SkinCeutical 零售额增长	58
图表 100: 华熙生物旗下功能性护肤品牌 2020 年与 1H21 同比增长	58
图表 101: 中国餐饮行业收入规模	59
图表 102: 中国餐饮行业收入同比变化	59
图表 103: 连锁餐饮品牌年底店数, 2018-1H21	60
图表 104: 主要餐饮企业 2020 年收入与利润同比变化情况	60
图表 105: 主要餐饮企业 1H21 收入与利润相对 1H19 的变化情况	60
图表 106: 中国餐饮行业竞争格局	61
图表 107: 主要中国调味品行业玩家 2021 年至今股价表现	62
图表 108: 大豆价格	63
图表 109: 瓦楞纸价格	63
图表 110: 主要调味品公司 2021 年 1-3 季度收入同比变化	63
图表 111: 主要调味品公司 2021 年 1-3 季度净利润同比变化	63
图表 112: 各企业软饮料品类销售同比变化, 1H20、2H20 和 1H21	65
图表 113: PET 价格走势	65
图表 114: 各软饮料品类前五大玩家市场份额占比 (2020)	65
图表 115: 即饮茶前五大玩家分别市场份额占比 (2020)	65
图表 116: 中国即饮茶零售额复合增速: 含糖茶与无糖茶	66
图表 117: 中国即饮茶市场分布: 含糖茶与无糖茶	66
图表 118: 高端现制茶饮五力分析 (Porter's five forces)	68
图表 119: 奈雪的茶 2018-2020 主要盈利数据	69
图表 120: 奈雪店数同比变化, 2018-2020	69
图表 121: 奈雪平均单店日均销售额同比变化, 2018-2020	69

消费行业 2022 年展望：谁无暴风劲雨时，守得云开见月明

2021 年，对于消费行业是异常严峻的一年。尤其从下半年 8 月份开始，疫情余震不断，自然灾害频发，这些都在很大程度上给市场和消费者带来极大的负面情绪，降低消费者的消费意愿。我们可以看到，中国消费者信心指数从 7 月开始下滑，8 月维持低位，并在 9 月略有反弹。疫情的影响结合消费者较低的消费意愿，造成下半年整体零售增速较为疲软。

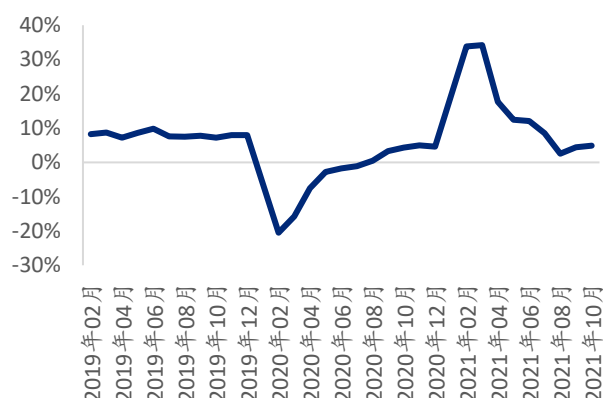
因此，除了乳制品以外，其他各个消费板块在 2021 年下半年的股价表现都出现不同程度的下滑。

图表 1: 中国消费者信心指数



注：截至 2021 年 9 月 资料来源：Wind，浦银国际

图表 2: 中国总体社会零售总额增速



注：截至 2021 年 10 月 资料来源：Wind，浦银国际

进入 2022 年上半年，基于以下因素，消费行业整体很可能将继续面对较为困难的环境：

- (1) 疫情不确定性依然较高；
- (2) 消费动力有待恢复；
- (3) 供应链持续受阻；
- (4) 原材料价格持续处于高位；
- (5) 面对较高的基数

因此，2022 年上半年的市场情绪可能依然较为低落，市场在做投资决策的时候可能偏向谨慎和理性。在这一背景下，我们希望帮助投资者建立一个 2022 年消费行业的投资框架。

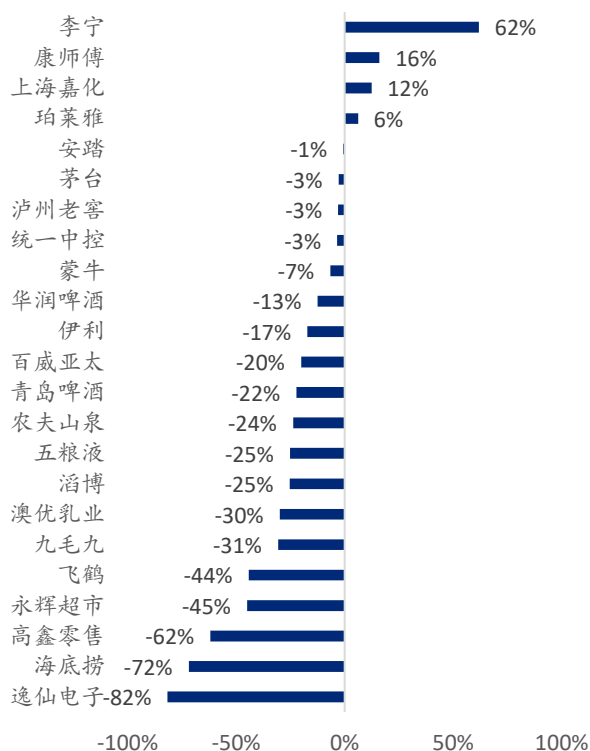
我们认为，在市场不确定性较高的情况下，以下五大因素将很大程度上决定消费公司 2022 年的股价表现：

- (1) 所处消费子行业的增长确定性
- (2) 强大的品牌力
- (3) 对于渠道的掌控能力
- (4) 抵御原料价格上涨的能力
- (5) 财务报表质量与估值

我们预计，体育用品、啤酒、白酒、乳制品、化妆品等行业中具有较强品牌力与运营能力的企业将在 2022 年继续维持增长并扩大市场份额。而餐饮、调味品、现制茶饮、超市、百货等行业短期的不确定性依然较强，在有明显的恢复信号之前，建议市场谨慎抄底。

以下是我们对 2022 年主要消费子行业偏好的排序：啤酒、乳制品、运动服饰、化妆品、白酒、软饮料、调味料、奶粉、现制茶饮、餐饮。

图表 3: 主要消费行业头部上市公司 2021 年至今股价表现



图表 4: 主要消费行业头部上市公司 2021 年下半年至今股价表现



注：截至 2021 年 11 月 26 日收盘价 资料来源：Bloomberg、浦银国际

注：截至 2021 年 11 月 26 日收盘价 资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：消费子行业 2022 年全年展望及建议关注标的

消费子行业	2022 年全年展望	建议关注标的
啤酒行业	虽然原材料价格很可能在 2022 年持续处于高位，但是啤酒行业的集体提价以及龙头企业持续的产品高端化，将在 2022 年很大程度上缓解啤酒企业的利润率压力。我们相信在高端与超高端有较强品牌与渠道布局的中国啤酒龙头企业在 2022 年依然将通过持续的产品结构提升取得毛利率的扩张。	建议重点关注华润啤酒 (291.HK)、百威亚太 (1876.HK) 和重庆啤酒 (600132.SS)。可以关注青岛啤酒 (600600.SS)。
乳制品行业	近期，随着原奶价格趋于稳定，行业确定性逐渐体现，伊利与蒙牛的股价有高于市场的表现。面向 2022 年，我们认为龙头乳企有能力通过持续产品高端化和涨价平抑原材料带来的压力，利润率将获得进一步扩展。	建议关注伊利 (600887.SS)、蒙牛 (2319.HK)、光明 (600597.SS)。
运动服饰行业	中国运动服饰品牌在 2021 年三季度受到疫情的影响，零售流水增速大幅放缓。随着气温的逐渐下降，中国运动服饰品牌在四季度的零售流水有望得到一定程度的修复。然而，面临超高的基数，整体行业的增速在 2022 年上半年依然充满挑战。我们认为李宁凭借其较高的品牌力与产品创新力，很可能在 2022 年继续录得优于竞争对手的零售表现。	维持李宁 (2331.HK)、安踏 (2020.HK)、滔搏 (6110.HK) 买入评级，维持宝胜 (3813.HK) 持有评级。可以关注特步 (1368.HK)。
化妆品行业	我们认为中国护肤品行业未来 3-5 年依然将维持较快增速，且行业高端化将持续。从普通护肤品向功效护肤品及医美产品的升级也将继续。短期来看，护肤品企业的股价依然与收入的增速呈较强相关性。长期来看，国潮概念品牌以及专业功能性品牌更有可能受到消费者的追捧。	建议重点关注珀莱雅 (603605.SS)、华熙生物 (688363.SS)，可以关注上海家化 (600315.SS)、丸美 (603983.SS)、逸仙电子 (YSG)。
白酒行业	相比高端白酒行业，次高端名酒依然有较大的涨价空间。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%)。我们认为次高端白酒企业在 2022 年的股价表现会更强。	可以重点关注贵州茅台 (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)。
软饮料行业	短期来看，我们认为受原材料价格上涨影响，2022 年上半年整体软饮料行业的股价表现可能会较为疲软。进入下半年以后，随着基数变低、原材料价格稳定、消费情绪恢复，软饮料行业股价有望得到一定程度的修复。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。	可以关注农夫山泉 (9633.HK)、康师傅 (322.HK)、统一中控 (220.HK)。
调味品行业	行业整体提价确定性高。然而，提价虽然能改善公司的盈利水平，却无法解决行业需求端疲软的问题。目前渠道库存水平依然较高，这个时候提价很可能为渠道带来更大的现金周转压力。我们认为行业是否能在 2022 年年底走出低潮期，有赖于餐饮行业以及整体消费情绪的恢复。	可以关注海天味业 (603288.SS)、中炬高新 (600872.SS)、恒顺醋业 (600305.SS)、千禾味业 (603027.SS)、涪陵榨菜 (002507.SZ)。
奶粉行业	展望 2022 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)、H&H (1112.HK)、伊利 (600887.SS)。
现制茶饮	尽管行业本身处于高速增长期，但我们认为，高端现制茶饮行业竞争格局较为复杂，不确定性较高。要想在中国高端现制茶饮市场保持长期的竞争力，需要品牌具有可持续的打造爆款新品的研发能力、强大的产品营销推广能力、高效的供应链管理能力和经过市场验证有效的盈利模型。而奈雪是否具备以上提到的这些能力，我们认为仍然需要时间去验证。	维持奈雪的茶 (2150.HK) 持有评级。
餐饮行业	尽管餐饮行业中不乏像九毛九这样表现优异的玩家，但在行业释放出强烈增长信号之前，市场对餐饮行业整体较为疲弱的情绪很可能将在 2022 年持续，估值短期内难以得到修复。建议投资者继续谨慎观望。	可以关注海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK)、呷哺呷哺 (520.HK)、百胜中国 (YUMC)。

资料来源：浦银国际

一、所处消费行业的增长确定性

在整体市场的投资环境处于较高风险的状态时，公司所处消费子行业的增长确定性（certainty）与韧性（resilience）就变得尤为重要。确定性高的行业意味着较低的投资风险以及稳健的投资回报。我们认为每个消费子行业的确定性与韧性主要表现为三个方面：1) 较为明确的增长潜力与动力；2) 较为刚性的需求；3) 较低的政策风险。我们认为，乳制品行业、啤酒行业、运动服饰行业等将在 2022 年表现出较高的增长确定性。

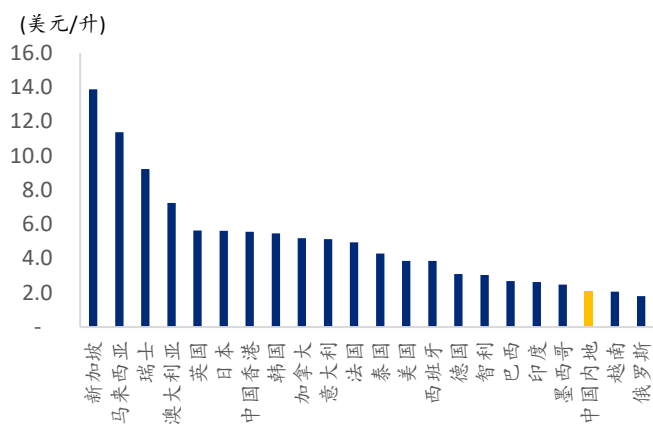
● 较为明确的增长潜力与动力

具有明确增长逻辑的消费子行业通常更容易受到市场青睐。这些行业具有较强的韧性，即使短期内销量可能受到消费情绪的影响，但往往在影响过后会有较快的恢复与反弹，并在长期增长逻辑下继续维持较快速的增长。

我们认为，那些高度符合中国整体消费大趋势，并且不与中国经济发展以及人口结构发展背道而驰的消费行业往往具有较强的增长潜力与动力。

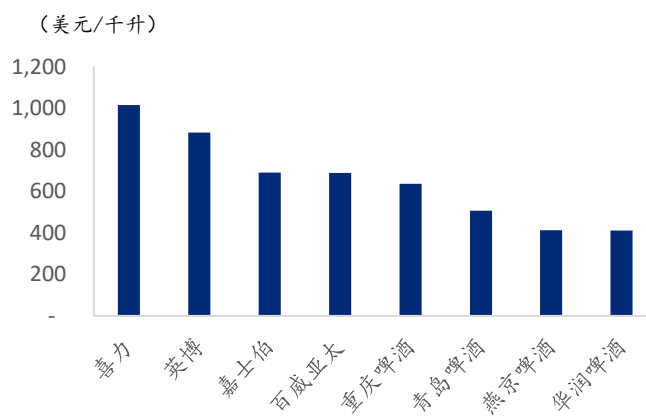
举例来说，中国啤酒行业未来的发展就与中国消费高端化的趋势高度契合。中国啤酒行业整体的吨价水平相比其他经济体处于较低的水平。随着中国经济持续发展以及中国消费者持续的消费升级，中国啤酒的吨价在未来将有较大的上升空间。

图表 6: 各国啤酒零售价格比较



资料来源: Euromonitor、浦银国际

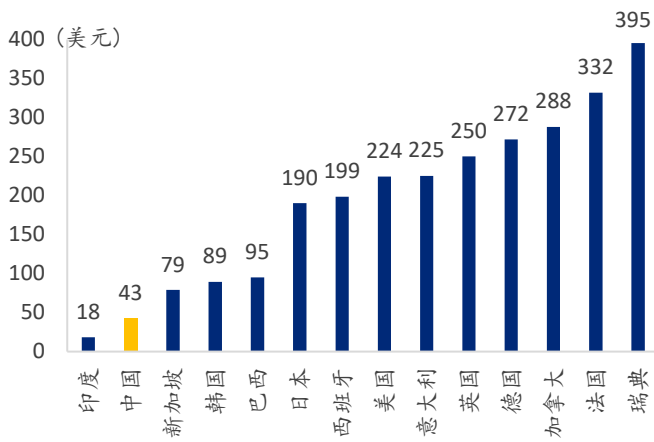
图表 7: 啤酒企业单吨收入比较



资料来源: 公司资料、浦银国际

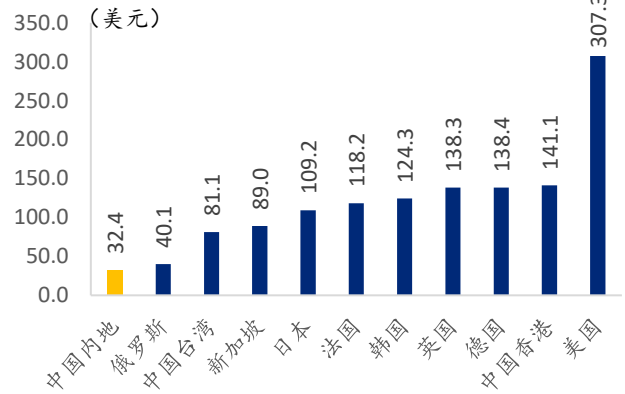
而中国乳制品与体育行业未来的增长也将受益于中国消费者日益提升的健康意识与运动参与度。中国人均乳制品销量以及中国体育运动参与度都大幅低于国际水平，这都意味着行业未来较大的增长潜力。

图表 8: 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

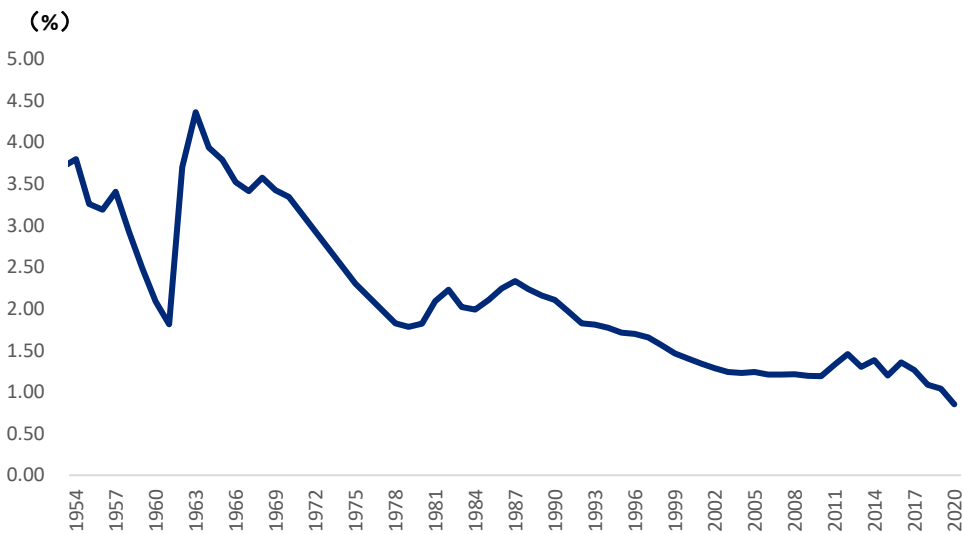
图表 9: 各国家或地区运动服饰人均消费对比 (2020年)



资料来源: Euromonitor、浦银国际

相较而言, 婴童产品与奶粉长期受到中国人口出生率不断下降的影响, 未来长期的增长趋势则具有较高的不确定性。

图表 10: 中国人口出生率



注: 截至 2020 年 资料来源: WIND、浦银国际

● 较为刚性的需求

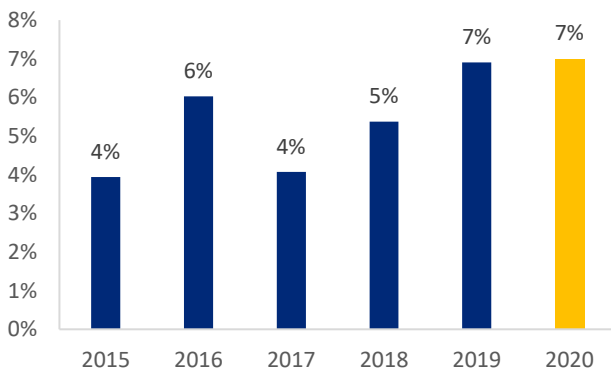
这一类消费品在消费者的生活中起着必不可少的作用，具有较小的需求弹性。较高的刚性需求意味着它在面对疫情或恶劣气候等突发状况时：

- (1) 能保持较稳定的市场需求，避免较大的收入波动；
- (2) 即需求在短期内有一定的下滑，但能够迅速反弹；
- (3) 不会产生结构性需求下滑，整体维持良性的、可持续的增长态势。

举例来说，牛奶的需求相对而言就具有一定的刚性，不会因为疫情反复而有太大的下降。面对疫情的严重打击，液态奶在零售端的销售额在 2020 年依然维持稳定增长。

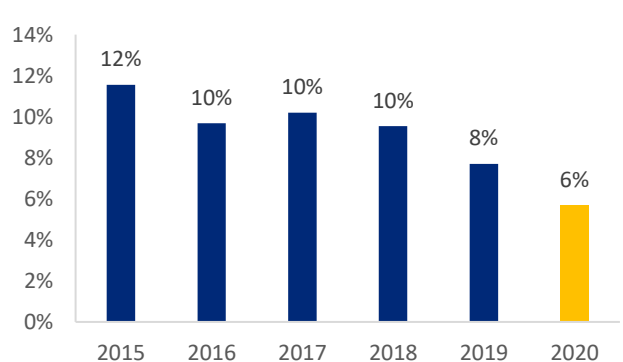
再比如，相比其他软饮料类别，瓶装水的消费场景更加多元化，包括户外与家庭，因此市场对瓶装水的需求相对更加的稳定。在疫情期间，领头玩家（尤其是农夫山泉）加大了对大瓶装家庭用水的推广，希望能够抵消户外消费场景的缺失。因此，在 2020 年，中国瓶装水的销售依然能维持 6% 的正增长，并在 2021 年有加速增长的趋势。

图表 11: 中国液态奶市场零售额同比增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 12: 中国包装水市场零售额同比增长

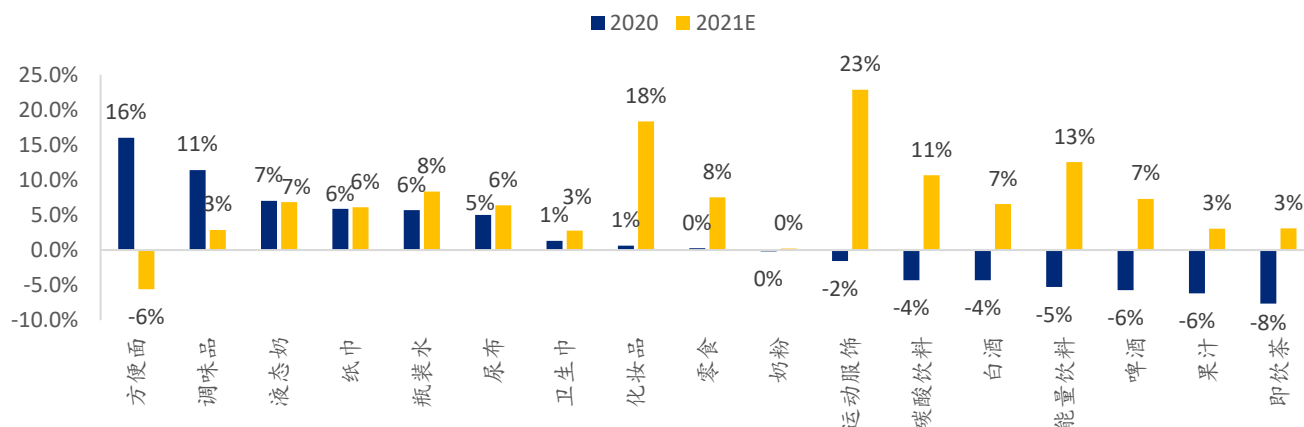


资料来源：Euromonitor、浦银国际

另一方面，疫情虽然对运动服饰与化妆品等可选消费行业造成短期的需求下滑或增速放缓，但却不影响消费者对其长期的需求增长。这也解释了为什么化妆品与运动服饰的零售收入能够在 2021 年看到强劲的反弹。

调味品 2020 年在零售端收入的大幅上涨主要是由于疫情促使很多消费者更倾向于在家里做饭，然而调味品在餐饮端的收入却受到了极大的打击。由于零售端收入的增长无法完全弥补餐饮端收入的下跌，我们并不认为调味品是较为刚性的消费行业。方便面在 2020 年的高速增长是由于疫情期间消费者大量囤货以备不时之需。

图表 13：主要消费品子行业于 2020 年的零售收入同比增长及 2021 年预测



E=Euromonitor 预测

资料来源：Euromonitor、浦银国际

综上所述，我们建议关注本身受疫情影响较小的消费行业（比如液态奶、个人护理、化妆品、瓶装水等）以及在受到疫情影响以后相对反弹恢复较快的消费行业（比如运动服饰、啤酒、白酒及碳酸/能量饮料等）。

● 较低的政策风险

为了给中国长期、稳定、可持续发展的经济发展打下坚实的基础，政府在过去一年对许多行业做出了政策性的调整。这使中国证券市场的政策风险短期内有所加大。应对这种情况，我们建议投资者在选择投资板块的时候将行业的潜在政策风险作为重要的参考因素之一。

举例来说，中国体育运动行业在十四五期间将是中国政府重点推动发展的行业之一，非但不存在政策风险，更享有较强的政策红利。

今年 8 月，国务院推出《全民健身计划 2021-2025》，重申 2025 年全国体育产业总规模要达到五万亿的目标，更进一步提出到 2025 年经常参与体育锻炼的人数要到达总人口的 38.5%。

中国目前的体育运动参与率相对较低，以及政府未来对体育产业的大力扶持，都为中国的体育行业及其周边行业（包括中国运动服饰行业）未来的增长趋势带来较大的确定性。

图表 14：中国推出的刺激体育行业增长的政策

政策	发布时间	政策目标
《国务院关于加强发展体育产业，促进体育消费的若干意见》	2014 年 10 月	中国计划到二零二五年，建立门类齐全的体育产业，提供完善的体育机制，同时合理分配体育资源。到二零二五年，中国体育产业的市场规模有望超过人民币 5.0 万亿元。
《国家体育总局体育产业发展“十三五”规划》	2016 年 7 月	中国计划到二零二零年，体育产业的市场规模增至人民币 3.0 万亿元，从业人员总数超过 6 百万人。此外，到二零二零年，人均体育场地面积有望超过 1.8 平方米，中国的人均体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016 年 10 月	中国健身休闲产业是体育产业的重要子行业，到二零二五年，其市场规模有望超过人民币 3.0 万亿元。
《“十三五”公共体育普及工程 2020 年第一批中央预算内投资》	2020 年 3 月	共安排中央资金 24 亿元，支持 24 个省（区、市）及 15 个社会足球场地设施建设重点推进城市的社会足球场地、易地扶贫搬迁安置点全民健身中心等项目建设。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021 年 3 月	计划于 2035 年建成体育强国、健康中国。
《国务院全民健身计划 2021-2025》	2021 年 7 月	目标到 2025 年，经常参加体育锻炼人数比例达到 38.5%，全国体育产业总规模达到 5 万亿元。

资料来源：浦银国际

图表 15：中国主要承办的国际体育赛事

年份	地点	体育项目
2008	北京	2008 年奥运会
2009	哈尔滨	2009 年冬季世界大学生运动会
2010	广州	2010 亚运会
2011	深圳	2011 年夏季世界大学生运动会
2011	上海	2011 年世界游泳锦标赛
2013	南京	2013 年亚洲青年运动会
2014	南京	2014 年夏季青年奥林匹克运动会
2014	武汉	2014 年亚洲杯篮球赛
2014	南宁	2014 年世界体操锦标赛
2015	武汉	2015 年亚洲田径锦标赛
2015	武汉	2015 年东亚杯男子足球赛
2015	苏州	2015 年世界乒乓球锦标赛
2018	无锡	2018 年世界剑击锦标赛
2019	北京	2019 年国际篮联篮球世界杯
2019	绍兴	2019 世界女子排球锦标赛
2021E	汕头	2021 年亚洲青年运动会
2022E	北京	2022 年冬季奥林匹克运动会
2022E	杭州	2022 年亚运会
2023E	北京、天津等 10 个城市	2023 年亚足联亚洲杯

资料来源：浦银国际

相较而言，电子烟行业就存在较大的政策风险。今年3月，中国工信部再次发布文件，强调电子烟对年轻人的伤害，并提出未来将电子烟纳入统一烟草行业管理办法中。这为电子烟行业未来在中国的发展带来极大不确定性。

图表 16：电子烟相关政策

发布日期	相关文件	主要内容
2018年7月	《国家烟草专卖局2018年全面深化改革工作要点》	(1) 推进新型烟草制品监管的政策法规研究。从政策法规方面，加强研究新型烟草制品的分类管理措施，积极推进电子烟等新型烟草制品纳入监管。(2) 推进新型烟草制品全产业链创新发展。加快推进新型烟草制品技术、产品、装备研发创新，加强新型烟草制品标准研究与布局。(3) 推进新型烟草制品产品国际拓展。开拓国际市场投放渠道，推进新型烟草制品产品国际市场投放试销，并开展配套政策研究。
2018年8月	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局联合发布，明确要求各市场主体、电商平台，不得向未成年人出售电子烟产品。
2019年1月	《关于驾驶舱内全面禁止吸烟的通知》	包含对于一般烟草与电子烟的限制。
2019年11月	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	明确要求不得向未成年人销售电子烟，不得通过互联网销售电子烟，不得通过互联网发布电子烟广告
2020年7月	《关于印发电子烟市场专项检查行动的方案的通知》	开展电子烟信息全面清理、电子烟实体店全面检查、电子烟自动贩卖机等新型渠道全面检查。
2020年10月	《中华人民共和国未成年人保护法》	未成年人的父母或者其他监护人不得放任、唆使未成年人吸烟（含电子烟）、饮酒、镀膜流浪乞讨或者欺凌他人
2021年3月	《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定(征求意见稿)》	将电子烟等新型烟草制品参照实施条例中关于卷烟的有关规定执行
2021年6月	《保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案》	全面从严监管电子烟经营行为。

资料来源：浦银国际

另外，现制茶饮行业虽然享有较高的增速，但同时也伴随着较大的食品安全隐患。政府近期就加大了对现制茶饮行业食品安全的管控力度，例如：奈雪的茶在8月因为食品安全问题被官媒点名批评，10月又因为一家店存在食品安全问题被上海市市场监督管理局罚款。

二、强大的品牌力

对于消费品行业来说，品牌是企业最重要的标签，是企业对自身所提供的产品、服务与文化的定义，也是企业向消费者传递自己与竞品之间的差异与自身优势的最主要的平台。换言之，品牌为消费者认识了解企业提供了重要的媒介，品牌包含了消费者对一家企业的所有认知。

品牌力一方面衡量了消费者对品牌的认知程度，另一方面也代表了消费者对消费企业的产品、服务与文化的认同度。强大的品牌力将支撑消费品企业获得更多消费者的青睐，使其成为消费者的首选。

图表 17：2021 年中国 500 强品牌中排名靠前的消费品品牌

排名	品牌名称	排名	品牌名称
12	茅台	133	康师傅
18	五粮液	151	旺旺
42	美的	155	老凤祥
44	伊利	169	青岛啤酒
49	格力	176	波司登
52	海尔	180	illumina 奶粉
56	洋河股份	198	苏泊尔
59	泸州老窖	201	光明乳业
72	周大福	205	双汇
74	蒙牛	209	李宁
75	海螺服饰	223	飘柔
84	安踏	251	维达
86	古井贡酒	264	自然堂
99	海天	270	维他奶
100	雪花啤酒	291	特步
111	百雀羚	297	脉动
126	统一		

资料来源：Brand Finance，浦银国际

所以，我们相信强大的品牌力是对销售表现的最大保障。拥有强大品牌力的企业即使在行业下行周期同样能够通过抢占对手的市场份额，从而获得较为优异的销售表现。

在中国运动服饰领域，李宁就是一个很好的例子。根据我们的渠道调研以及百度搜索指数显示，李宁目前在所有中国民族运动服饰品牌中具有最强的品牌力及消费者关注度。

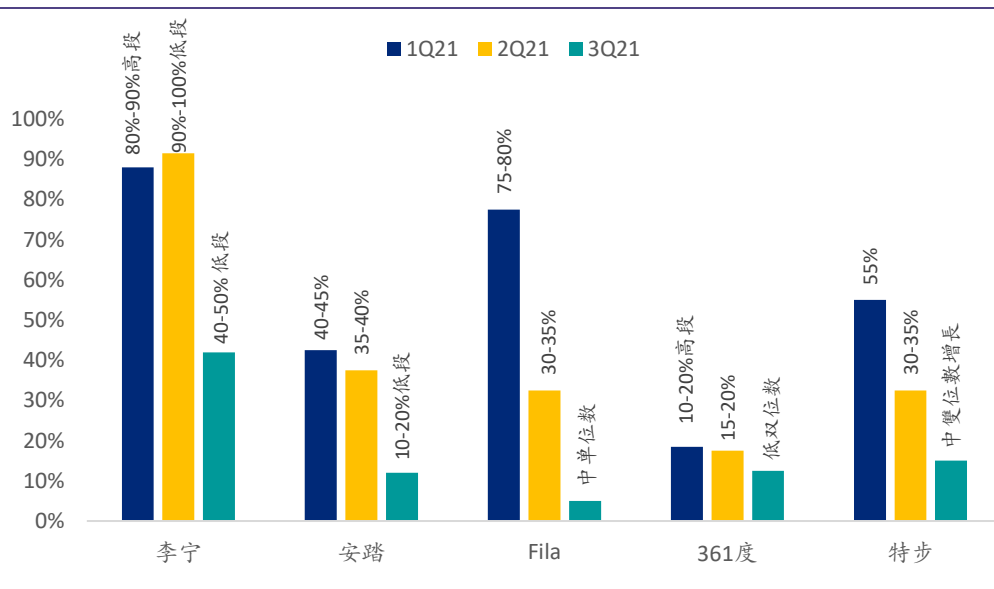
图表 18：百度指数运动服饰排名

排名	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.11
1	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	阿迪达斯	阿迪达斯
2	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	李宁	安踏	安踏
3	匡威	匡威	匡威	匡威	李宁	李宁	阿迪达斯	李宁	李宁
4	彪马	李宁	彪马	彪马	彪马	安踏	安踏	耐克	耐克
5	李宁	安踏	新百伦	李宁	匡威	彪马	彪马	匹克	安德玛
6	新百伦	彪马	李宁	新百伦	新百伦	新百伦	新百伦	安德玛	彪马
7	安踏	安德玛	安踏	安踏	安踏	匹克	匹克	特步	新百伦
8	匹克	新百伦	匹克	匹克	匹克	特步	安德玛	彪马	匡威
9	安德玛	特步	安德玛	安德玛	安德玛	安德玛	特步	新百伦	特步
10	特步	匹克	特步	特步	特步	匡威	匡威	匡威	匹克

资料来源：百度指数，浦银国际

中国体育运动服饰行业在今年三季度受到疫情与暴雨的双重影响，整体行业零售流水增速大幅放缓。然而，李宁依然凭借其强大的品牌力在三季度录得超过 40% 的零售流水增速，虽然相比上半年有大幅放缓，但依然远高于其他国产运动服饰品牌的表现。

图表 19：中国主要运动服饰品牌 1Q21-3Q21 零售流水同比增速比较



注：李宁数据不包括 LN Young

资料来源：公司数据，浦银国际

因此，我们认为在整体消费情绪较为低落且行业面对较多不确定因素的情况下，强大的品牌力很大程度上能够保障企业在整个行业中有较为优异的零售表现。

我们认为强大的品牌力主要建立在以下三大要素之上：(1) 高质量的产品与服务、(2) 独特的品牌文化与价值、(3) 强大的品牌营销能力。

● 高质量的产品与服务

产品与服务是消费企业的核心竞争力，是立身之本。高质量的产品与服务是建立强大品牌最基本的条件。空有品牌却没有好的产品作为基础，短期内也许可以哗众取宠，但很快会被消费者所唾弃，逐渐退出历史舞台。

我们认为在激烈的竞争环境中，聚焦产品创新与个性化的消费者体验是维持强大品牌力最关键的要素。消费企业必须不断推陈出新，通过有创意的产品和个性化的服务吸引消费者的目光，才能维持自身品牌力不随时间而减弱。

在食品饮料行业与啤酒行业中，统一与雪花啤酒分别具有很长的历史与较高的品牌知名度。但在很多年轻消费者心中，这两个品牌都相对较为传统与老化。面临不断涌现的竞争对手，统一与时俱进推出了不少创新性的新产品，包括自热类食品“开小灶”，而雪花也推出了类似于“Super X”这样针对年轻人的产品以及“匠心营造”与“雪花脸谱”这种针对高端餐饮消费的啤酒产品。在受到市场欢迎的同时，这些新产品也帮助重塑了品牌形象，使品牌重新焕发生机。

图表 20: 统一开小灶



资料来源：公司官网、浦银国际

图表 21: 雪花脸谱啤酒



资料来源：公司官网、浦银国际

● 独特的品牌文化与价值

如果说产品是建立品牌的基础，那品牌文化则是强化品牌忠诚度，加大消费者粘性的必要条件。许多消费子行业都面临着产品创新难度越来越大，产品同质化越来越严重，品牌所传递出的文化与价值成为了品牌差异化的关键因素。

除了产品本身以外，现在的年轻消费者越来越关注品牌所传递的文化与核心价值。他们热衷于寻求那些在精神层面与自身价值观高度契合（比如自由奔放、酷炫潮流、健康积极的生活方式以及民族自豪感等），并能够彰显自我个性的品牌与产品。

举例来说，著名潮牌 Supreme 通过与滑板运动和嘻哈文化的紧密结合以及与各种潮流艺术家的合作，成功将自己打造成为纽约街头文化的风向标以及引领时尚潮流的先锋品牌。尽管其产品设计经常受到很多时尚界人士的诟病，但它却因为其在街头潮牌文化中至高无上的地位受到无数年轻人追捧。

图表 22: Supreme 产品



资料来源：图片来自网络、浦银国际

图表 23: Supreme 店铺



资料来源：图片来自网络、浦银国际

同样的，李宁公司旗下的“中国李宁”品牌成功将各种民族与复古的元素融入其服装设计中，配以“中国李宁”带有怀旧色彩的大商标，并在品牌宣传时特意凸显创始人前奥运冠军的身份，成功将“中国李宁”品牌打造成为国潮文化的代表，并俘获了一大批追求时尚潮流，同时又具有强烈民族自豪感的年轻消费者。

图表 24: 中国李宁产品 (1)



资料来源: 李宁公众号、浦银国际

图表 25: 中国李宁产品 (2)



资料来源: 李宁公众号、浦银国际

图表 26: “中国李宁”成都宽窄巷子旗舰店 (1)



资料来源: 李宁公众号、浦银国际

图表 27: “中国李宁”成都宽窄巷子旗舰店 (2)



资料来源: 李宁公众号、浦银国际

● 强大的品牌营销能力

消费企业想要长期维持较高的品牌力，就必须持续对品牌进行投入，保持品牌在消费者心中的新鲜感。这就需要公司具有强大的品牌营销能力，包括品牌形象的建立与维护、品牌的传播、品牌代言人的选择等等。

最为人所熟知的品牌营销方式就是请代言人。一个形象健康、有人气、且与产品气质相符的代言人能够大幅提升品牌知名度，帮助品牌打开市场，从而推动销售的增长。比如在今年3月，李宁签约了肖战作为其品牌代言人，而不到一个月，安踏紧跟着签约了王一博作为品牌代言人。在新疆棉事件的影响下，肖战与王一博分别帮助李宁与安踏在 2Q21 取得了巨大的零售增长。

图表 28：肖战代言李宁产品



资料来源：李宁官网、浦银国际

图表 29：王一博代言安踏产品



资料来源：安踏官网、浦银国际

近年来，建立在社交媒体之上的营销方式层出不穷，直播带货无疑是其中最为流行的一种。很多新兴的国产化妆品品牌都是通过著名网红在他们直播间的背书而最终成为爆款，火遍全国。

图表 30：李佳琦直播为花西子代货



资料来源：点淘、浦银国际

图表 31：薇娅直播代货 Colorkey

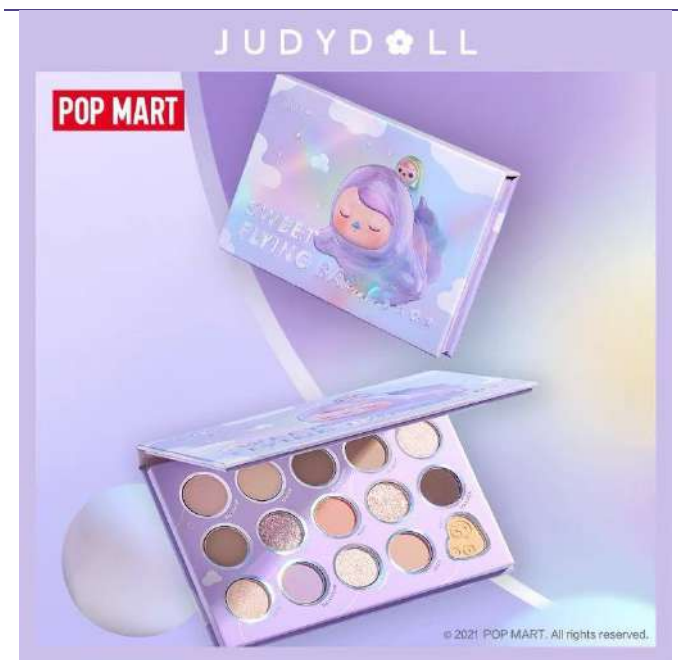


资料来源：点淘、浦银国际

另外，对于潮流消费品牌来说，与其他有一定知名度的消费品牌跨界合作并推出联名款产品也是近几年非常热衷的一种营销方式。跨界联名合作会那么受欢迎，主要是因为它会带来以下这些好处：

- (1) 能够为一个品牌吸引到另一个品牌的忠实消费者，打开新的市场；
- (2) 能够将另一个品牌的基因或者特质移植到自己身上，为品牌注入新的活力；
- (3) 不同的品牌之间很可能碰撞出灵感的火花，产生新鲜的有趣的创意，从而进一步吸引更多年轻消费者的关注。

图表 32：橘朵与泡泡玛特联名眼影盘



资料来源：橘朵淘宝店铺、浦银国际

图表 33：喜茶与九阳联名款豆浆机



资料来源：苏宁易购、浦银国际

无论使用何种营销方式，最重要的是能够吸引目标消费者的眼光，投其所好，从而激起消费者强烈的购买欲望。

三、对于渠道与终端的掌控能力

对于消费品公司来说，对消费者触达的重要性不亚于产品本身，而渠道就是产品从生产者往消费者转移的路径。掌控更多渠道与终端零售网点 (point of sales) 就意味着更丰富的消费者触达，更多与消费者沟通的机会与渠道，从而提升品牌对消费者的影响力，最终提高市场份额。因此，对于渠道的掌控力，很大程度上决定了一家消费品公司的实力，也就是常说的“渠道为王”。

● 传统批发模式下的渠道掌控力

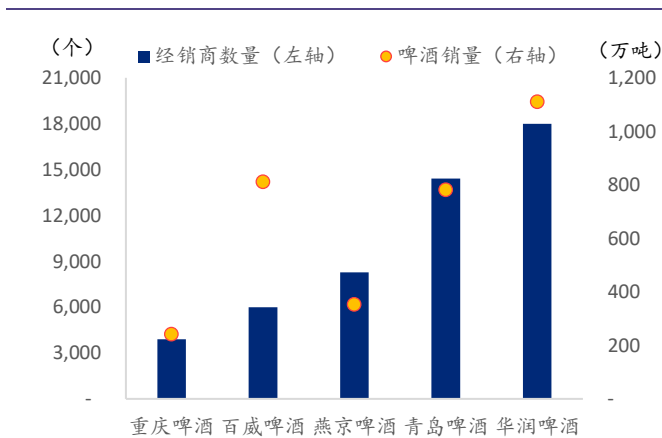
传统的消费品公司对批发模式有很强的依赖性，大部分的消费者触达需要靠经销商将产品传导到零售终端来完成。这种情况下，对渠道的掌控力主要表现在：

1. 经销商的数量

在批发模式中，经销商的数量往往决定了企业所覆盖市场的广度和深度。尤其对于那些以向低线城市下沉作为主要增长驱动力的消费品公司，经销商的数量尤为关键。

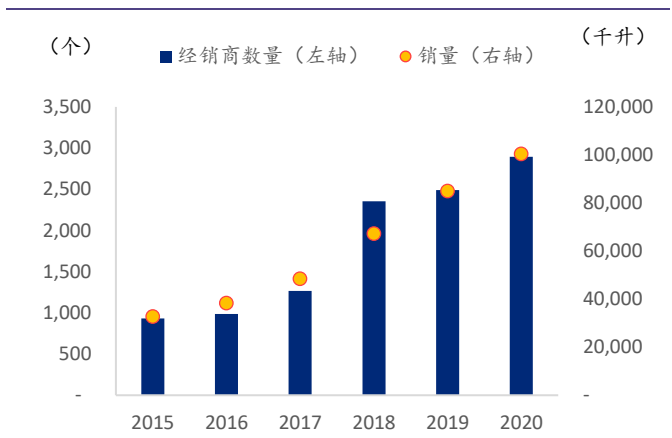
在中国酒精饮料行业中，经销商数量与企业整体销量有很大的关系。作为中国销量最大且覆盖区域最广的啤酒企业，华润拥有数量最多的经销商。而百威亚太是其中的一个特例，原因是百威在中国很多市场采用大商模式，主要通过一批商主导市场开拓的工作。而作为近年来增速最快的白酒企业，汾酒为了拓展全国市场，在过去三年里大幅增加了其经销商的数量。

图表 34: 中国主要啤酒企业经销商数量



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 35: 汾酒经销商数量



资料来源：公司数据，浦银国际

2. 与经销商以及渠道终端的关系

在批发模式中，品牌在市场上的推广和促销常常需要依靠经销商以及渠道终端网点来完成。品牌与渠道之间良好的合作关系使渠道更有意愿与动力帮助品牌做市场推广。

除了渠道利润与本身的品牌力之外，企业与渠道（包括经销商与终端零售商）之间的关系也决定了渠道是否愿意给到品牌更多的营销资源（比如现代渠道中的海报、堆头、货架成列等以及餐饮渠道中菜单上更显著的位置）。

更重要的是，品牌与经销商之间紧密的联系能够帮助品牌获取更多来自渠道的信息反馈与消费者洞察，从而帮助公司更及时的做出产品或渠道相关的决策。

图表 36: 百威亚太在韩国合作的酒吧外悬挂着百威的标志



资料来源：浦银国际

图表 37: 百威亚太在韩国合作的酒吧内推广百威的 Instagram 账号



资料来源：浦银国际

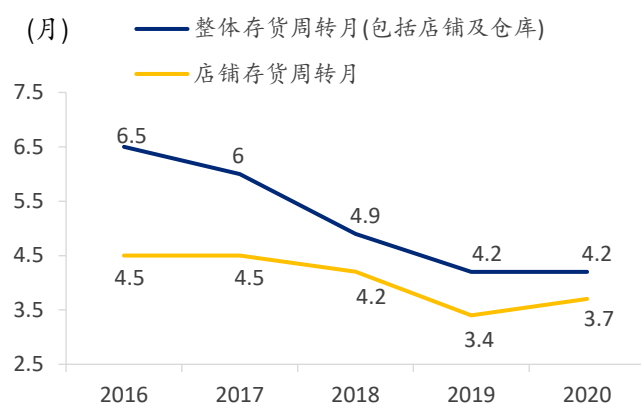
3. 渠道库存的管理

渠道库存过高将对消费品公司甚至整个消费品行业造成致命的影响。过高的渠道库存将造成产品滞销，最终不得不通过巨大的零售折扣来完成库存的清理。这将对品牌造成巨大的伤害。

中国运动服饰行业就在 2012-2014 经历了巨大的库存危机，不少品牌都因为缺乏有效的现金流管理而资金链断裂，在接下来大规模的行业清库存的过程中品牌形象受到严重损坏，最后积重难返。

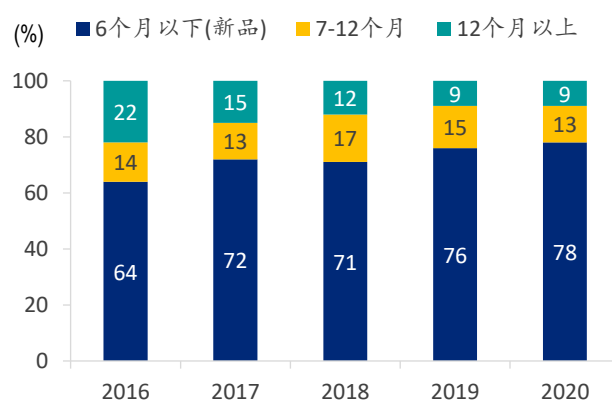
由于意识到渠道库存带来的风险，李宁自从 2014 年以来不断加强对渠道库存的管理，维持安全的渠道库存水平并不断提升库存年龄结构。

图表 38: 李宁的渠道库存水平



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 39: 李宁的渠道库存年龄

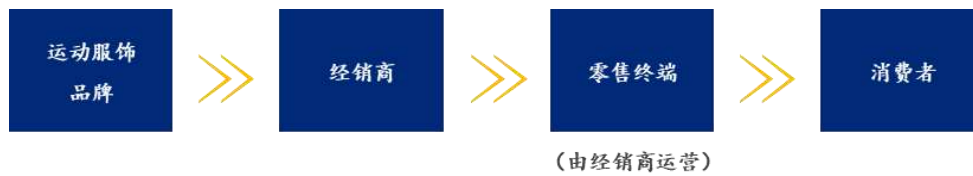


资料来源：公司数据，浦银国际

● 从传统批发模式转直营 DTC

在传统批发模式下，由于品牌公司对经销商以及零售终端缺乏有效管理和掌控，整个流程只包含货品的单向传递，而不存在信息的逆向反馈。这就导致品牌公司与消费者之间相对的脱节，公司对渠道和市场都缺乏足够的了解，对消费者消费习惯的变化缺乏及时的更新，造成公司无法制定出有效的品牌战略。

图表 40: 传统批发模式流程



资料来源：浦银国际

另一方面，在批发模式下，产品一旦出货运到经销商端，即被计入公司的收入（权责发生制会计原则）。这给品牌公司通过往渠道塞货来操控报表收入提供了空间，为渠道带来极大的风险。

一旦市场需求放缓，品牌公司通过批发模式卖给经销商的产品（sell-in）无法在零售终端转换为实际销售（sell-through），就会造成商品堆积在渠道，渠道库存高企。在这种情况下，经销商为了保证自身现金流周转，不得不选择大幅打折清理手中的库存，从而对品牌的价格体系和品牌形象造成巨大伤害，陷入恶性循环。

图表 41: 传统批发模式的风险分析



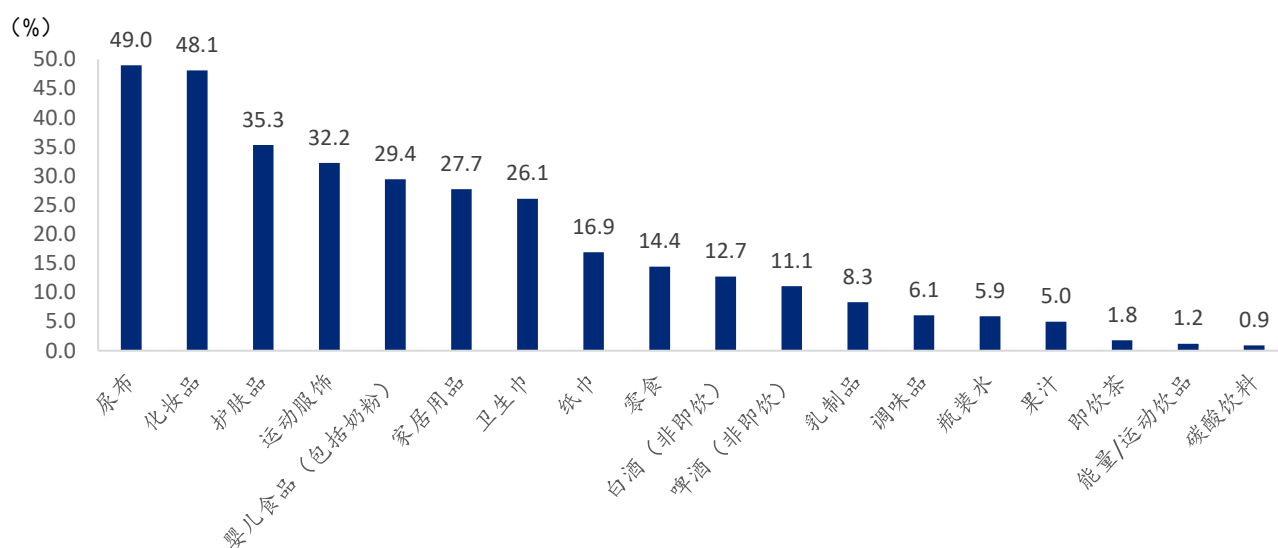
资料来源：浦银国际

随着中国消费者的消费趋势与消费心理不断进化与演变，对渠道的掌控已经不仅仅局限于触达消费者，而是要从消费者身上获得更多的反馈，从而获取更全面的客户画像以及更丰富的消费者洞察，用以帮助消费企业为消费者提供更优质的产品、更个性化的服务以及更完美的消费体验。为达到这一目的，从传统批发模式向直营模式（direct-to-consumer）转变成为了许多消费品企业未来重点的发展方向。

● 加速电商以及全渠道的发展

在大数据时代，发展电商是品牌公司直面消费者并获取更多消费者信息的另一个途径。在过去的十年里，电商从无到有，经历了高速的增长，并且已经逐渐发展成许多消费子行业（包括运动服饰、奶粉、化妆品、个人护理等）最重要的零售渠道之一。

图表 42：中国各消费子行业电商渠道对零售占比



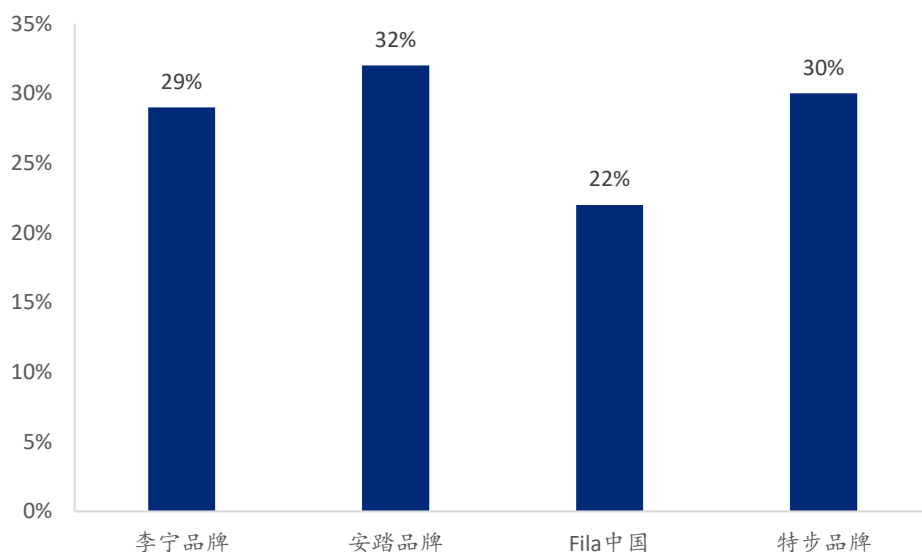
资料来源：Euromonitor、浦银国际

注：所有酒精饮料与非酒精饮料都以销量作为计算标准，其余类别以销售额作为计算标准

在发展初期，传统电商主要被视为线下门店的补充，同时也扮演着清理库存的主要渠道之一。然而，随着电商逐渐变成许多年轻人购物的首选，许多消费品牌不得不开始将更多的精力聚焦在电商渠道。品牌公司不仅大量在电商渠道售卖正价新品，甚至开始在电商推出电商专有产品，开展电商营销活动来吸引特定年轻消费者。

在 2020 年，李宁的电商在零售端的流水同比增长超过 30%，而安踏同比增长超过 50%。大部分国内运动服饰品牌的电商收入占整体收入的比例都达到了 20% 以上。

图表 43：各运动品牌 2020 年电商收入占比



资料来源：公司数据，浦银国际估算

除了传统电商之外，社交媒体也已经成为许多消费品企业重要的针对年轻人的销售渠道之一。无论是基于微信的小程序，还是基于直播平台的直播聊天室，都已经逐渐发展成为消费品牌或者消费零售商与消费者互动、交流、带货的重要平台。

这种基于社交媒体的互动社区通常是以店为单位，由店员担任主要的组织主持的角色。店员会在社区内与消费者进行深度的沟通，甚至会组织一些线下的活动来激发消费者对品牌的热情。与传统电商相比，社交媒体上面对面的互动能够更好地将消费者的消费过程从实体门店延伸到店外，使消费者在足不出户的情况下也能享受到个性化的消费体验。

比如，作为最大的运动服饰零售商，滔搏甚至直接将微信小程序接入其店铺系统，允许消费者直接通过小程序里的聊天室进入特定的店铺系统下单购买特定产品。

图表 44: 滔搏小程序界面



资料来源: 滔搏小程序、浦银国际

图表 45: 滔搏 APP 界面



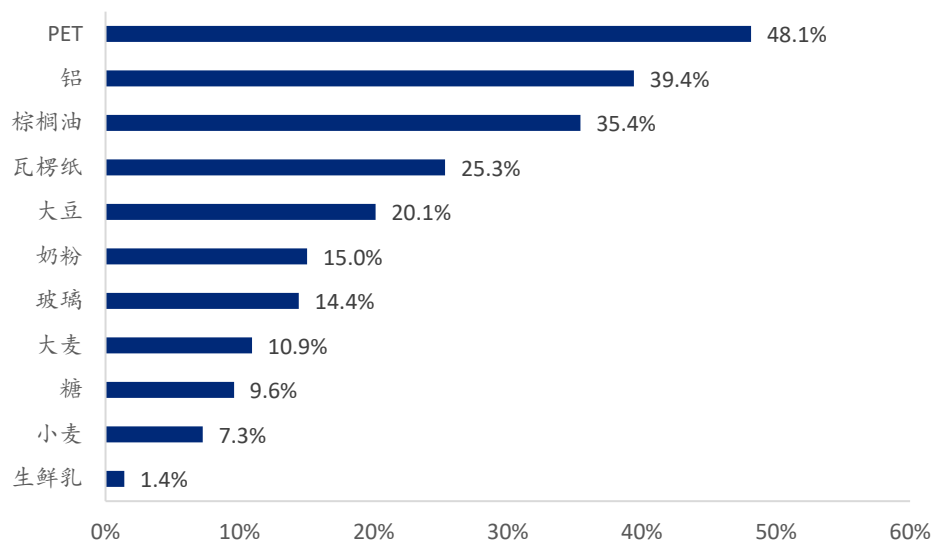
资料来源: 滔搏 APP、浦银国际

我们认为，基于社交媒体的私域运营流量（包括微信小程序、抖音直播、自有 APP 等）将会在不久的将来取代传统电商成为消费品公司数字化营销的主力，因为私域运营给了品牌更多的空间来实施更个性化与定制化的营销策略，为消费者带去更好的购物体验，从而带来更有质量、零售折扣与线下基本一致的线上订单。

四、抵御原料价格上涨的能力

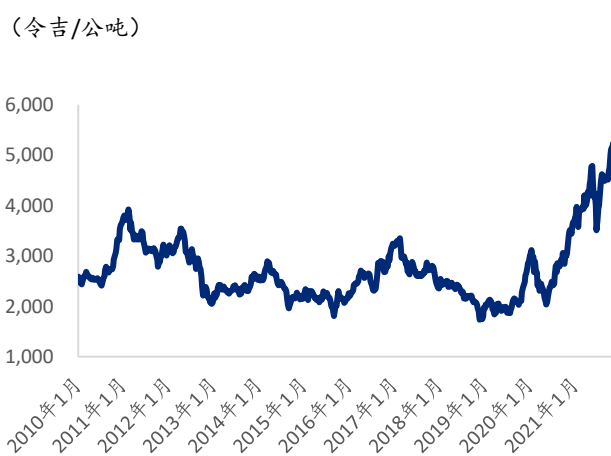
2020年下半年开始至今，受疫情的影响，各类大宗商品价格大幅上涨。不少消费子行业短期内的生产成本大增，利润率受到巨大的压力。考虑到美国试图通过财政政策来刺激经济以及欧洲随着疫苗的普及从而有望进一步的放开管制，原材料上涨的趋势很可能短期内不会改变。

图表 46：中国消费品行业主要原材料 2021 年初至今价格变动



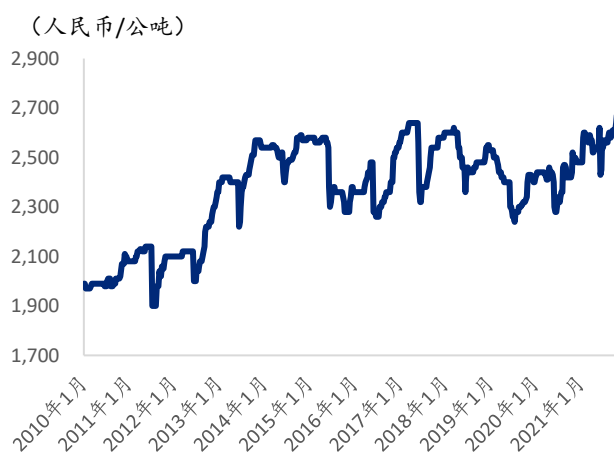
注：截至 2021 年 10 月 30 日
资料来源：Wind、Bloomberg、浦银国际

图表 47：棕榈油价格



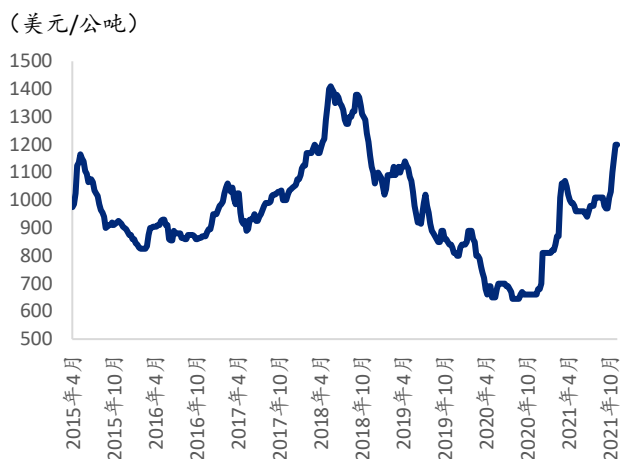
注：截至 2020 年 10 月 30 日 资料来源：Wind、浦银国际

图表 48：中国小麦价格



注：截至 2020 年 10 月 30 日 资料来源：Wind、浦银国际

图表 49: PET 价格



注：截至 2020 年 10 月 30 日 资料来源：Wind、浦银国际

图表 50: 中国铝价格



注：截至 2020 年 10 月 30 日 资料来源：Wind、浦银国际

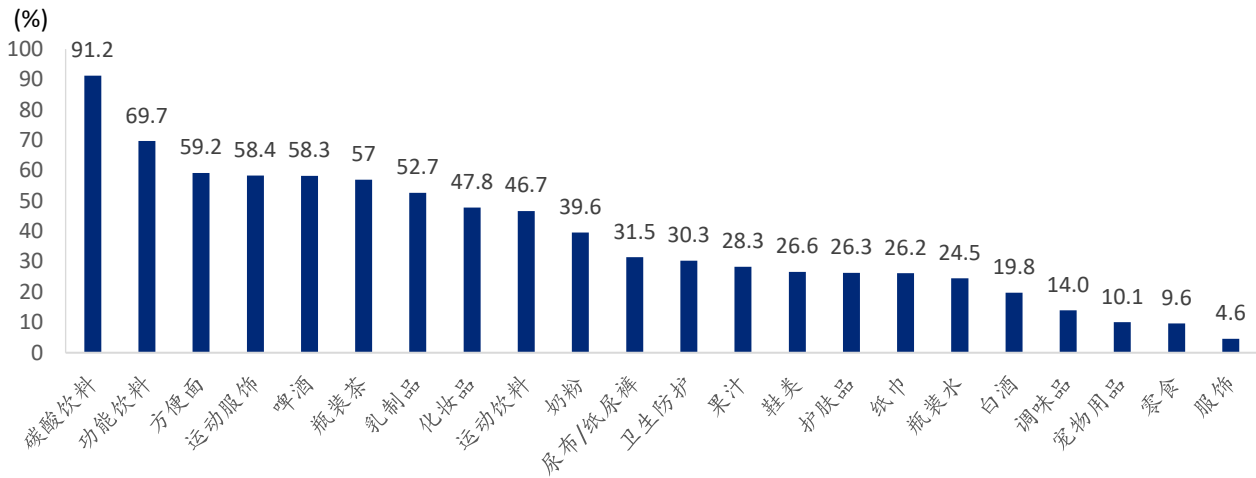
另一方面，随着近期疫情在中国大陆不同区域有所反复，我们预计中国短期内不会放松对疫情的管控措施。这将使中国整体的消费情绪在短期内很可能维持在较低的水平，因此总体的消费需求不会有大幅的上升。在这种情况下，如果消费企业无法成功将成本转嫁给下游的企业，利润率水平很可能将会有大幅的下滑。

消费企业通常通过产品结构的提升或者直接提价来转嫁原材料成本压力。那么，哪些消费企业更有可能在维持稳定销量的情况下，成功将原材料价格压力向下传导至消费者呢？我们从消费子行业与消费企业两个角度来分析这个问题。

首先，从行业角度来看，我们认为符合以下条件的消费子行业相对更容易将成本向下传递给消费者：

- (1) 行业整体的集中度相对较高，在部分市场有寡头玩家
- (2) 行业竞争格局总体趋于缓和
- (3) 产品在需求端的可替代性差，价格弹性较小
- (4) 行业有较大竞争壁垒，准入门槛较高
- (5) 行业产品升级与高端化空间较大

图表 51：主要消费子行业集中度（前三名市场占有率）（2020）



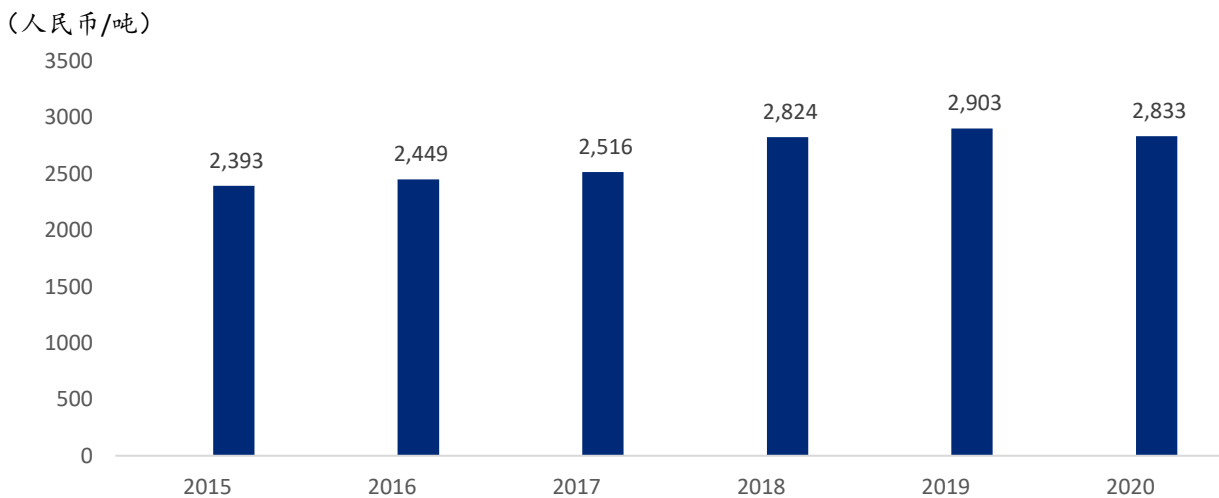
资料来源：Euromonitor，浦银国际

基于以上条件对各个消费子行业进行评估，我们认为：乳制品、啤酒、次高端以上白酒、高端运动服饰、调味品等行业相对更容易抵御原材料涨价的风险，而软饮料、零食、方便食品等行业相对较难将原材料成本转嫁给消费者。

从公司角度来看，我们认为那些具有强大品牌力、在行业中具有领导甚至统治地位、具有强大品牌矩阵、产品研发和创新力强并能够迎合消费者消费升级的消费企业，更容易通过持续的高端化来提升产品结构，从而推动平均单价的上升。

在我们看来，华润啤酒就是这样一个例子。华润啤酒在收购喜力中国业务以后，将喜力旗下的进口啤酒品牌引入到自己的产品矩阵，包括喜力、虎牌，苏尔，亡命之徒等。同时，华润依然不遗余力的研发并推出自己的国产高端产品，包括“雪花脸谱”、“Super X”、“匠心营造”与“马尔斯绿”。

图表 52：华润啤酒销售平均单价



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 53：华润在中国市场推出的喜力旗下啤酒品牌：喜力星银，虎牌，苏尔，亡命之徒



资料来源：各品牌官网，浦银国际

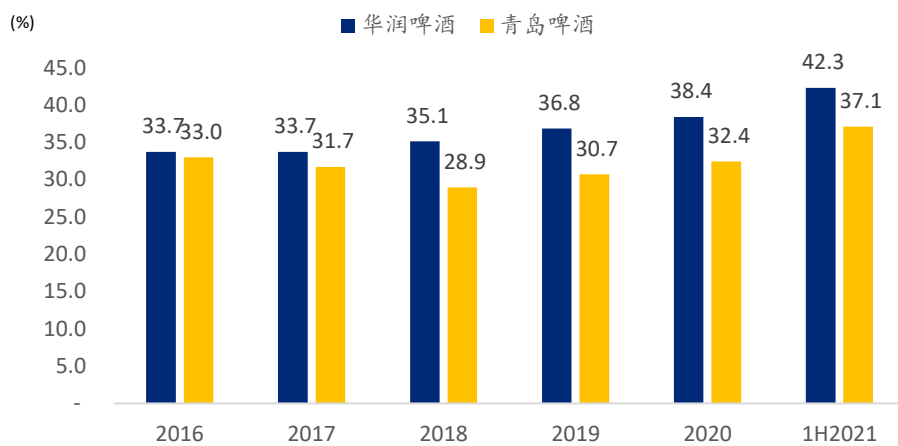
图表 54：华润国产高端啤酒产品：雪花脸谱、Super X、匠心营造、马尔斯绿产品



资料来源：各品牌官网，浦银国际

相比竞争对手，华润是目前在中国高端啤酒市场唯数不多同时拥有国产品牌和进口品牌的啤酒企业。对不同的价格带细分以及不同的消费场景，华润都有至少一个雪花啤酒产品与一个喜力产品同时进行覆盖。这既满足了一些消费者对进口啤酒品牌的追求，同时也满足了某些消费者对国产啤酒品牌的坚持。复杂又先进的品牌战略使华润能够不断通过产品组合的高端化推升整体的产品价格，来抵消原材料价格上升对毛利率带来的压力。

图表 55: 华润啤酒与青岛啤酒毛利率对比



资料来源: 公司数据, 浦银国际

五、财务报表质量与估值

我们认为，在市场整体确定性不高风险较大的情况下，选择财务报表质量较高的消费品公司作为投资标的是较为明智的选择。

● 财务报表质量

财务报表质量主要体现在以下两个方面：

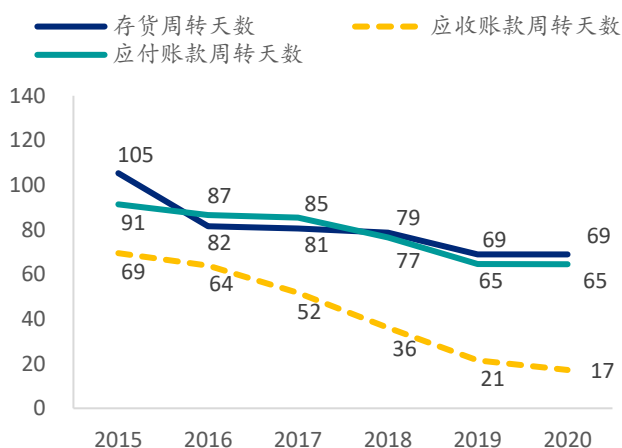
1. 盈利质量 (quality of earnings)

在消费需求较弱的时候，以批发模式为主的消费公司有可能通过向渠道塞货，延长经销商账期，从而提早计提收入的方式来提升盈利表现。这种情况下，研究在权责发生制会计准则 (accrual accounting) 下的盈利与实际运营现金流之间的差异就非常有必要。

- **盈利质量较强：**当公司报表口径的盈利与运营现金流之间有较强的匹配度，那我们认为公司具有较强的盈利质量；
- **盈利质量较弱：**如果盈利表现大幅好于实际运营现金流表现，我们则认为公司的盈利质量较弱。

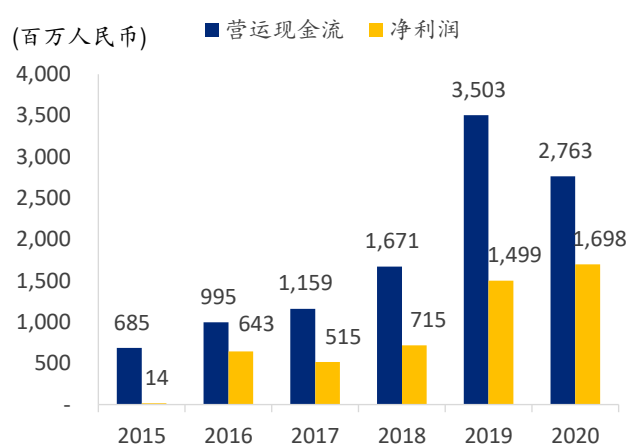
盈利质量与营运资本的使用效率有很强的联系，通常营运资金周转率不断提升的企业，盈利质量相对较高。以李宁为例，凭借李宁品牌力的不断提升以及管理层对库存管理的高度重视，李宁在过去几年的营运资金周转率得到持续优化，现金周转周期持续缩短。这也保证了李宁在过去几年都表现出相当高的盈利质量，营运现金流持续高于报表净利润。

图表 56: 李宁公司的现金周转周期



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 57: 李宁营运现金流与净利润对比



资料来源：公司数据、浦银国际

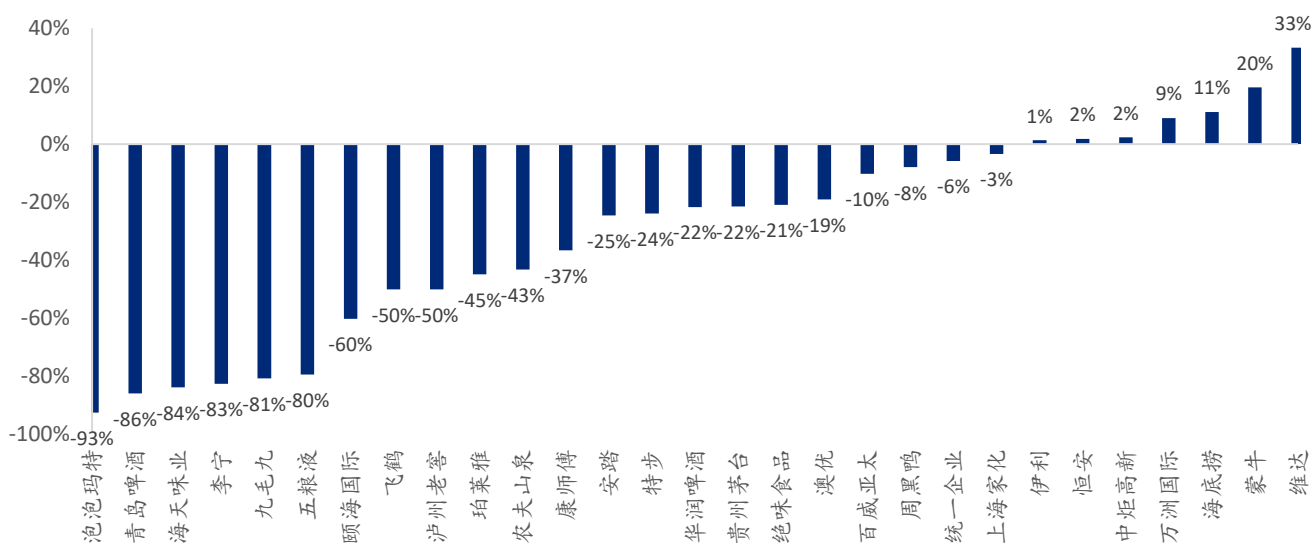
2. 净负债率水平 (net gearing ratio)

疫情的持续以及政策的突然变化都可能对许多消费企业的正常运营带来巨大的挑战，盈利能力被大幅削弱，甚至出现亏损的情况。在这一背景下，金融机构甚至可能会对一些企业的债务评级进行下调，从而引发企业的债务危机。

因此，我们认为，在行业波动的大背景下，企业偿债能力的重要性就变得尤为突出。较低的债务压力能够使企业更从容地面对突变的外部环境，为企业争取更多时间来对业务做出调整。

考虑到许多短期资产（包括库存、应收账款、短期投资等）实际上是无法在短期内变现的，我们认为在不确定性较大的情况下，净负债权益比率（net debt to equity ratio）要比负债权益比率（debt to equity ratio）更适合用来衡量一家企业的偿债能力。

图表 58：主要消费企业净负债权益比 (net debt to equity ratio)



资料来源：公司数据，浦银国际

● 估值

当然，上市公司的估值一定是投资者在做投资决策时必须要考虑的重要因素之一。但在市场确定性较差的情况下：

1. 不同消费子行业间的估值差距会被拉大

对于高确定性的消费板块，市场会倾向于给较为慷慨的估值；相反，对于确定性差风险性高的消费板块，估值短期内修复的可能性较小。

2. 同一消费子行业里，玩家之间的估值差距可能较大

考虑到安全性，市场更倾向于将资金投放于基本面强、增速快、确定性高的龙头企业。因此，龙头企业相对非龙头企业在估值上的溢价会加大。

图表 59: 消费行业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	52周		市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
			高	低		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
运动服饰														
2020.HK Equity	安踏体育	124.2	189.7	105.1	43,062.4	36.5	28.6	22.7	50.8	27.6	25.9	20.8	16.9	14.0
2331.HK Equity	李宁	88.6	107.7	41.0	29,732.3	50.2	39.5	31.5	111.9	27.0	25.5	33.1	26.4	21.5
6110.HK Equity	滔搏	9.1	13.6	8.3	7,205.8	18.5	15.0	12.7	9.3	11.5	18.1	7.9	7.0	6.7
1368.HK Equity	特步国际	10.6	15.9	3.1	3,562.5	24.1	18.9	15.0	64.2	27.5	25.7	13.1	10.5	8.5
3813.HK Equity	宝胜国际	1.1	2.0	1.1	755.8	6.2	4.1	3.2	155.7	51.0	27.9	2.9	2.4	2.1
1361.HK Equity	361度	3.9	4.4	0.9	1,034.2	11.8	10.5	9.6	46.6	12.2	8.9	3.4	3.1	2.9
NKE.US Equity	耐克公司	169.2	177.5	127.1	267,876.1	53.8	46.8	35.9	95.9	1.7	30.1	38	35	27.0
ADS.GR Equity	阿迪达斯公司	254.4	336.2	252.6	57,658.8	34.4	26.3	21.4	234.4	30.9	22.9	16	14	12.0
PUMA.GR Equity	彪马公司	10.4	11.8	7.8	17,742.2	5.1	3.6	2.9	N/A	40.2	24.1	19	15	12.5
UAA.US Equity	安德玛公司	23.6	27.0	16.3	10,280.3	31.3	29.6	24.9	389.6	5.8	18.7	15	14	12.1
FILA.IM Equity	Fila股份公司	8.7	11.7	8.3	421.0	11.7	9.6	8.7	63.0	22.5	10.3	8	7	6.7
平均值						38.7	30.4	24.3				23.3	18.8	15.6
啤酒														
1876.HK Equity	百威亚太	19.8	28.0	18.3	33,631.2	36.1	29.6	26.2	63.9	21.7	13.1	15.6	13.8	12.4
291.HK Equity	华润啤酒	63.8	75.4	53.5	26,546.3	39.6	35.9	29.2	103.3	10.3	23.1	21.4	19.6	16.7
600600.CH Equity	青岛啤酒	98.8	115.8	74.1	16,289.7	47.5	40.4	34.2	26.2	17.7	18.1	20.0	17.2	15.3
600132.CH Equity	重庆啤酒	144.6	205.0	91.0	10,995.0	64.3	50.4	40.9	3.8	27.6	23.2	25.0	20.0	16.6
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.8	9.6	6.2	3,011.4	68.1	61.9	52.4	42.9	10.0	18.2	11.3	11.3	10.5
平均值						43.6	37.0	31.2				19.1	16.8	14.6
白酒														
600519.CH Equity	贵州茅台	1,930.8	2,601.0	1,548.0	381,087.1	46.1	39.4	34.0	14.7	17.0	16.0	32.0	27.4	23.6
000858.CH Equity	五粮液	218.0	344.4	193.9	132,954.8	35.7	29.9	25.5	22.4	19.1	17.5	24.5	20.7	17.6
600809.CH Equity	山西汾酒	310.0	374.2	178.2	59,432.8	67.1	49.9	38.4	83.7	34.4	29.9	48.1	36.2	28.4
000568.CH Equity	泸州老窖	230.1	314.0	161.4	52,944.7	44.1	35.6	29.1	27.8	24.1	22.3	31.7	25.8	21.2
002304.CH Equity	洋河股份	174.3	263.7	150.5	41,270.8	33.3	27.2	23.2	4.4	22.4	17.2	22.5	18.8	16.4
000596.CH Equity	古井贡酒	253.7	292.0	180.4	17,946.1	55.5	44.3	36.2	24.7	25.3	22.6	31.5	24.7	20.1
000799.CH Equity	酒鬼酒	224.6	272.7	106.0	11,465.6	74.7	51.1	37.3	98.0	46.2	37.1	54.1	36.9	27.3
603369.CH Equity	今世缘	56.5	66.5	40.8	11,126.8	35.7	28.9	23.9	26.1	23.6	20.8	26.6	21.4	17.7
000860.CH Equity	顺鑫农业	32.1	76.5	30.9	3,741.2	49.1	38.9	28.4	16.1	26.3	37.0	28.1	25.7	20.1
平均值						45.6	37.7	31.7				31.6	26.3	22.2
奶粉														
6186.HK Equity	中国飞鹤	10.4	24.9	10.2	11,868.8	10.1	8.3	6.9	23.0	21.7	19.5	6.6	5.5	4.6
1112.HK Equity	H&H国际控股	14.3	39.4	14.1	1,181.7	6.7	5.9	4.9	(2.9)	14.0	20.0	5.5	4.8	4.2
1717.HK Equity	澳优	8.9	13.5	6.6	1,963.9	10.0	8.3	7.0	9.2	20.8	18.6	6.8	5.6	4.7
平均值						9.8	8.1	6.8				6.6	5.5	4.6
乳制品														
600887.CH Equity	伊利股份	39.2	51.7	31.5	37,432.5	26.0	22.1	19.0	26.4	17.7	16.4	18.8	15.8	13.5
2319.HK Equity	蒙牛乳业	43.5	52.0	39.4	22,054.6	27.0	22.4	18.7	49.9	20.5	19.8	20.9	17.4	15.0
600597.CH Equity	光明乳业	13.8	20.4	12.5	2,660.8	25.5	22.5	19.9	8.8	13.6	12.6	10.4	8.8	7.1
平均值						26.3	22.2	18.9				19.2	16.0	13.8
软饮料														
9633.HK Equity	农夫山泉	44.7	66.6	36.8	64,476.5	61.5	54.6	45.8	24.4	12.6	19.2	37.2	33.6	29.1
322.HK Equity	康师傅控股	15.1	16.3	12.8	10,900.7	18.7	16.6	15.1	(7.0)	12.8	9.9	7.5	7.0	6.5
220.HK Equity	统一企业中国	7.7	10.2	6.3	4,238.0	18.1	15.9	14.3	(9.1)	13.7	11.6	8.2	7.6	7.1
平均值						53.3	47.3	39.9				31.6	28.6	24.8
肉制品														
000895.CH Equity	双汇发展	28.5	53.5	24.0	15,492.9	19.4	15.9	14.8	(19.3)	22.0	7.0	13.3	11.5	10.8
288.HK Equity	万洲国际	4.9	7.4	4.9	8,046.8	7.6	6.3	5.8	50.3	20.7	8.1	4.1	3.7	3.3
平均值						15.4	12.6	11.8				10.1	8.8	8.2
调味品														
603288.CH Equity	海天味业	112.3	165.4	86.3	74,329.8	70.2	55.7	46.8	6.1	26.1	18.9	57.6	47.4	40.0
300999.CH Equity	金龙鱼	61.5	145.0	59.5	52,405.7	63.6	42.4	35.4	(20.9)	50.1	19.8	33.4	24.2	20.2
1579.HK Equity	颐海国际	41.8	142.7	39.1	5,612.5	36.9	32.3	26.7	5.4	14.3	20.8	25.4	20.5	17.0
600872.CH Equity	中炬高新	32.9	73.8	28.2	4,111.8	44.4	33.5	27.5	(34.7)	32.5	21.9	29.5	22.5	18.5
002507.CH Equity	涪陵榨菜	32.5	53.1	25.7	4,532.6	42.4	30.9	25.5	(22.8)	37.3	20.8	31.4	23.4	19.7
600305.CH Equity	恒顺醋业	15.2	26.5	13.9	2,389.0	71.0	51.3	40.9	(31.8)	38.3	25.3	44.6	36.1	28.2
603027.CH Equity	千禾味业	24.1	41.6	16.7	3,028.5	85.5	56.2	42.9	8.8	52.1	31.0	54.1	36.6	29.1
平均值						65.3	48.6	40.6				45.8	36.2	30.4

(接下页...)

(接上页...)

股份代号	公司名称	股价(LC)	52周		市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
			高	低		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
休闲食品														
151.HK Equity	中国旺旺	6.6	6.6	5.2	10,057.6	15.9	15.2	14.2	15.1	4.6	6.8	9.3	8.9	8.4
3799.HK Equity	达利食品	4.1	4.9	3.9	7,201.1	11.4	10.6	9.7	3.9	7.6	8.6	5.4	5.0	4.6
603517.CH Equity	绝味食品	64.9	104.4	58.7	6,265.3	33.0	29.7	24.4	67.5	11.2	21.7	24.2	20.6	17.0
002557.CH Equity	洽洽食品	53.6	68.5	36.3	4,268.2	29.3	24.3	20.8	12.5	20.4	16.8	21.1	17.5	15.0
1458.HK Equity	周黑鸭	7.2	11.2	5.7	2,209.9	28.0	18.6	14.5	192.7	50.0	28.8	12.6	9.1	7.6
603719.CH Equity	良品铺子	42.3	67.2	31.7	2,665.1	39.9	32.5	26.5	20.5	22.9	22.4	25.5	23.5	20.2
平均值						22.7	19.8	17.1				14.4	12.6	11.0
新零售														
9992.HK Equity	泡泡玛特	53.9	105.0	38.5	9,691.6	55.1	35.3	24.4	75.2	56.0	44.7	33.2	21.4	15.5
MNSO.US Equity	名创优品有限	13.3	34.8	12.4	4,075.0	54.6	38.1	20.7	(3,356.5)	32.1	84.4	22.5	16.6	10.1
平均值						54.9	36.1	23.3				30.0	20.0	13.9
传统商超零售														
601933.CH Equity	永辉超市	3.9	7.9	3.8	5,532.4	N/A	52.1	40.7	(160.0)	165.8	28.0	N/A	25.0	17.7
6808.HK Equity	高鑫零售	3.2	8.3	3.0	3,878.6	10.1	25.2	15.6	(18.8)	(60.2)	61.2	1.8	2.7	2.3
平均值						10.1	41.0	30.4				1.8	15.8	11.4
零售餐饮														
YUMC.US Equity	百胜中国	50.1	69.4	50.1	21,449.2	32.5	23.2	19.5	0.7	40.0	19.3	12.2	9.6	8.4
6862.HK Equity	海底捞	17.2	83.6	17.2	12,310.6	140.7	26.3	17.8	87.7	435.6	47.9	17.4	10.4	8.2
9922.HK Equity	九毛九	16.2	37.8	15.7	3,016.1	39.9	24.7	17.0	281.0	61.4	45.4	15.5	10.1	7.2
520.HK Equity	呷哺呷哺	5.4	27.2	5.3	750.4	28.3	11.1	8.6	438.0	155.8	29.4	4.5	3.4	2.8
平均值						68.5	24.1	18.5				14.0	9.8	8.1
旅游酒店														
HTHT.US Equity	华住集团	39.5	61.9	39.2	12,913.1	240.4	36.4	23.1	117.0	559.6	57.8	45.5	16.7	12.3
600754.CH Equity	锦江酒店	52.2	64.0	40.0	7,804.2	139.3	36.5	26.0	N/A	281.7	40.5	31.7	18.8	15.1
600258.CH Equity	首旅酒店	23.2	28.6	18.6	3,598.0	76.2	22.9	17.6	160.2	232.5	30.4	29.0	15.3	13.0
1992.HK Equity	复星旅游文化	9.5	16.0	7.7	1,502.4	N/A	29.3	11.7	20.7	114.8	149.8	59.5	8.6	6.7
GHG.US Equity	格林酒店集团	7.8	16.1	7.2	801.7	11.5	9.3	7.8	45.7	23.5	19.9	7.1	5.3	5.0
平均值						178.1	33.4	22.1				38.9	16.3	12.7
家电														
000333.CH Equity	美的集团	67.8	107.1	61.4	74,348.8	16.5	14.3	12.6	4.2	15.4	13.4	15.0	13.1	11.7
000651.CH Equity	格力电器	34.6	69.5	34.6	32,116.3	8.9	7.8	6.9	5.3	14.3	13.2	5.5	5.0	4.5
6690.HK Equity	海尔智家	29.2	37.5	25.4	37,975.9	17.0	14.3	12.6	37.6	18.8	14.0	12.7	10.8	9.7
600690.CH Equity	海尔智家	27.2	35.3	23.7	37,975.9	19.7	16.5	14.5	33.7	19.4	14.1	13.1	11.1	9.9
921.HK Equity	海信家电	7.5	16.3	7.5	2,051.0	6.0	4.5	3.8	(7.3)	32.4	19.8	5.5	4.5	3.8
平均值						15.8	13.5	11.9				12.4	10.7	9.6
化妆品														
YSG.US Equity	逸仙控股有限	2.6	24.6	2.6	1,648.5	(6.0)	(2.6)	(1.5)	57.1	57.5	39.5	(5.6)	(24.7)	30.1
600315.CH Equity	上海家化	41.9	62.0	34.4	4,471.1	53.5	36.2	26.9	22.3	47.6	34.6	33.6	24.4	18.7
603605.CH Equity	珀莱雅	198.7	214.7	153.7	6,274.0	65.7	52.2	41.6	24.3	25.9	25.5	48.0	38.6	30.6
688363.CH Equity	华熙生物	161.3	307.0	133.5	12,161.2	94.9	68.8	51.4	25.0	37.9	33.8	74.7	52.4	39.3
603983.CH Equity	丸美股份	30.2	61.2	29.1	1,907.9	47.4	37.2	31.2	(43.4)	27.4	19.4	33.7	24.8	21.6
平均值						71.2	52.6	40.2				53.5	37.6	31.9
个人以及家庭护理														
1044.HK Equity	恒安国际	37.7	58.3	37.7	5,611.7	9.6	9.2	8.6	(17.5)	4.5	7.2	6.6	6.3	6.0
002511.CH Equity	中顺洁柔	16.6	34.5	16.0	3,424.8	30.0	22.1	21.7	(20.3)	36.0	2.0	21.2	14.4	11.6
3331.HK Equity	维达国际	21.1	28.9	20.2	3,250.6	14.6	13.0	11.1	(6.1)	11.9	17.6	8.8	7.9	6.9
平均值						16.6	13.8	12.9				11.2	9.0	7.8

E=Bloomberg 预测 截至 2021 年 11 月 30 日收盘价

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

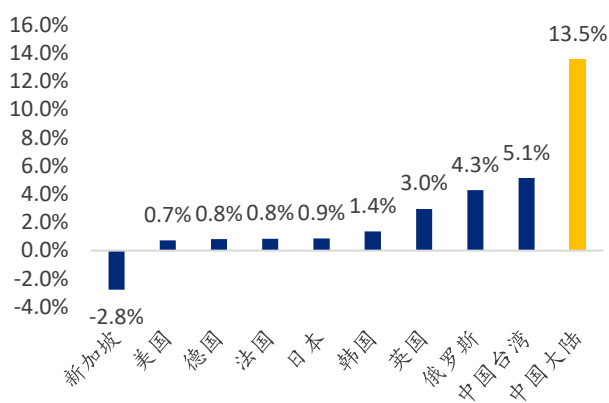
重点消费行业 2022 年展望

● 运动服饰行业：短期高基数不改长期增长逻辑

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。

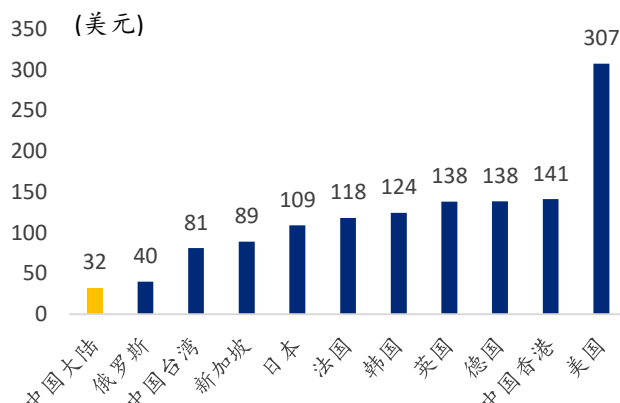
我们相信中国运动服饰行业在未来 5-10 年将继续保持强劲的增长。同时，中国市场也将继续充当各大国际体育服饰品牌主要的增长动力。

图表 60: 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 61: 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：**

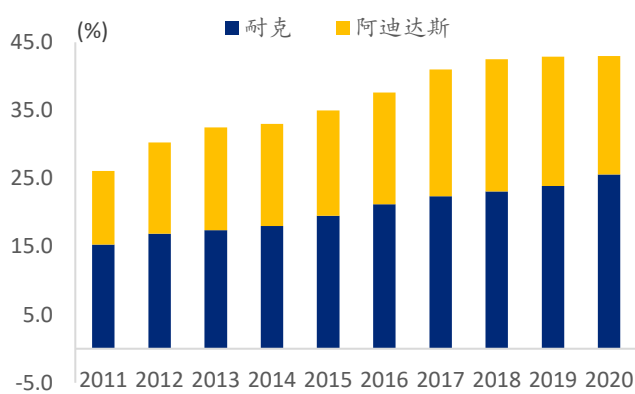
- (1) 品类细分和产品科技创新带来更高的产品复购率；
- (2) 消费升级为国际品牌以及国内领先品牌带来更多机遇；
- (3) 社交媒体的崛起帮助品牌有效捕捉年轻消费族群；
- (4) 运动时尚 (Athleisure) 以及“国潮”品牌持续受到年轻人追捧。

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。

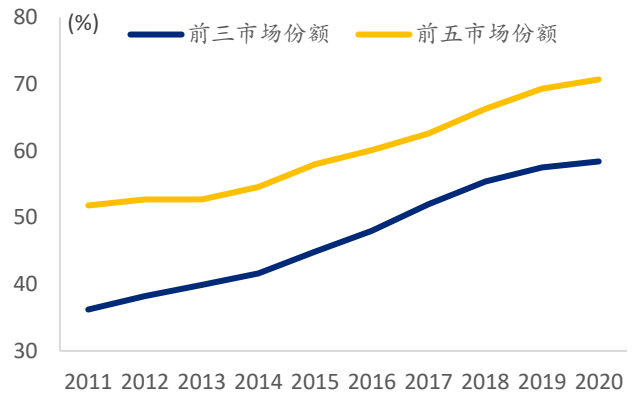
虽然国际品牌在 2021 年受到新疆棉事件与疫情的双重打击，但长期来看，我们认为国际品牌将继续受益于中国运动服饰市场消费升级趋势，并在中国市场维持较快增长。

图表 62: 耐克/阿迪达斯中国市场份额



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

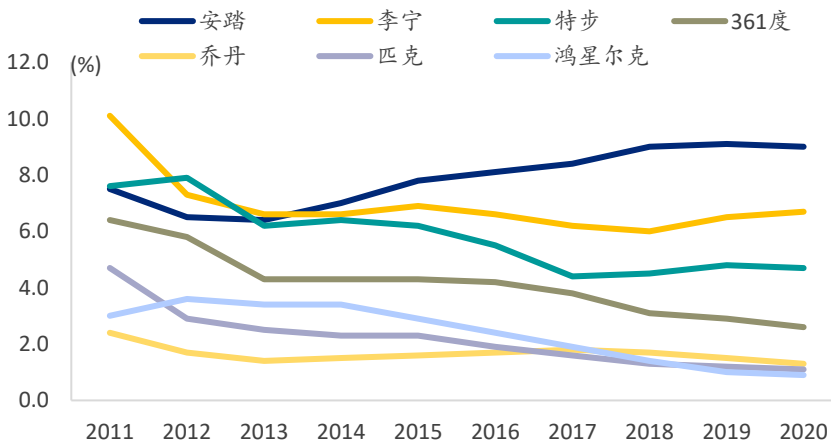
图表 63: 中国体育服饰行业集中度不断提升: 前五与前十的市场占比



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 64: 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。

中国运动服饰品牌在 2021 年三季度受到疫情的影响，零售流水增速大幅放缓。随着气温的逐渐下降，中国运动服饰品牌在四季度的零售流水有望得到一定程度的修复。然而，面临超高的基数，整体行业的增速在 2022 年上半年依然充满挑战。我们认为李宁凭借其较高的品牌力与产品创新力，很可能在 2022 年继续录得优于竞争对手的零售表现。

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。我们给予李宁 (2331.HK)、安踏 (2020.HK)、滔搏 (6110.HK) 买入评级；对宝胜 (3813.HK) 给予持有评级。李宁依然是我们在运动服饰行业的首选。

更多近期相关报告：

[《中国运动服饰：新趋势和全渠道推动行业龙头持续高速增长》](#)、

[《李宁 \(2331.HK\)：新股增发长期利好公司未来扩张，短期恐造成股价波动》](#)、

[《安踏体育\(2020.HK\)：3Q21 零售表现符合预期，Fila 新常态有助释放长远价值》](#)、

[《滔搏 \(6110.HK\)：上半年业绩好于预期，下半年持续恢复，长期基本面稳固》](#)、

[《宝胜国际 \(3813.HK\)：经营利润率失守，全年指引无望，不确定性上升，下调至“持有”评级》](#)

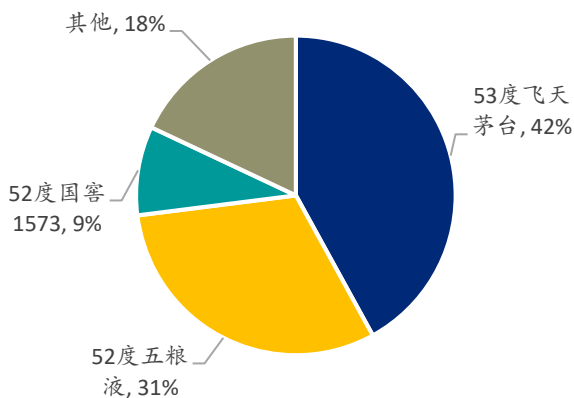
● 白酒行业：高端价格短期见顶，次高端提价进行时

2021年下半年，由于疫情、政策、消费税等多方面因素带来的不确定性，白酒行业整体股价较为疲软。尽管如此，我们认为白酒行业消费升级的趋势并未结束，未来提价与产品高端化依然将会扮演整体白酒行业主要的增长动力。

中国消费者对白酒的需求升级将继续促使整个白酒行业的需求向名酒集中，名酒与非名酒的表现将继续分化。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宣传抢占市场份额，造成白酒行业整体集中度进一步提升。

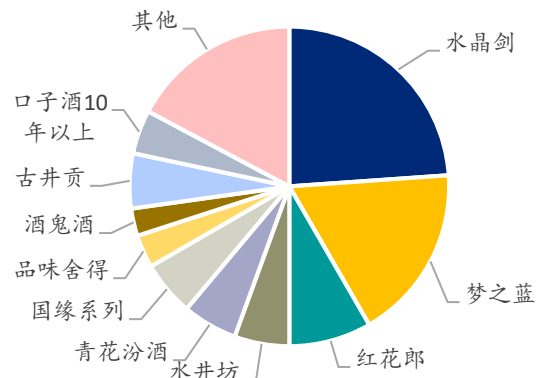
未来，我们预计将看到白酒行业需求高端化向次高端市场传导，次高端白酒产品在2022年将会有更多的提价空间。同时，次高端白酒行业的集中度也将得到进一步的提升。

图表 65: 高端白酒市场份额（销量）



资料来源：浦银国际估算

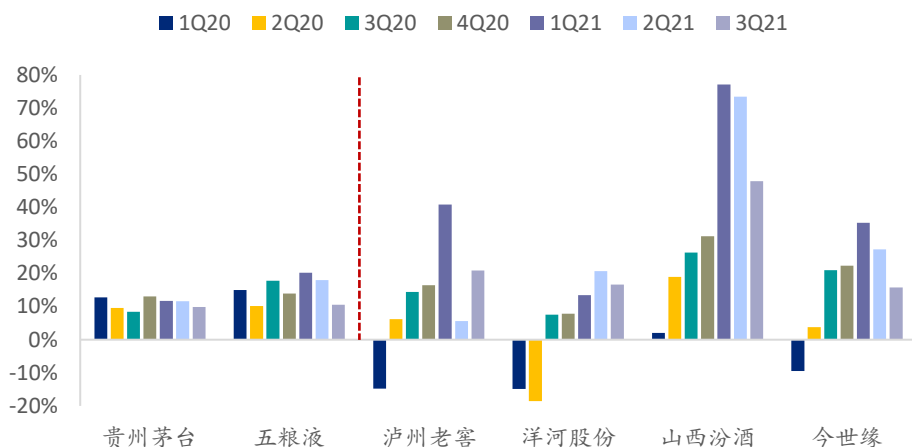
图表 66: 次高端白酒市场份额（销量）



资料来源：浦银国际估算

凭借强大的品牌力与渠道议价能力，高端白酒品牌（主要是茅台与五粮液）相比其他名酒企业在疫情初期（即2020年上半年）表现出强大的防御性，保持稳定的收入增长。但正如我们在[2021年中期展望](#)中所预测，进入疫情后期，随着渠道库存逐步恢复正常，次高端酒企（包括泸州老窖、汾酒、洋河和今世缘等）将表现出更强劲的增长动力。这一趋势在2021年前三季度表现得尤为明显。

图表 67：主要白酒企业各季度收入同比增长

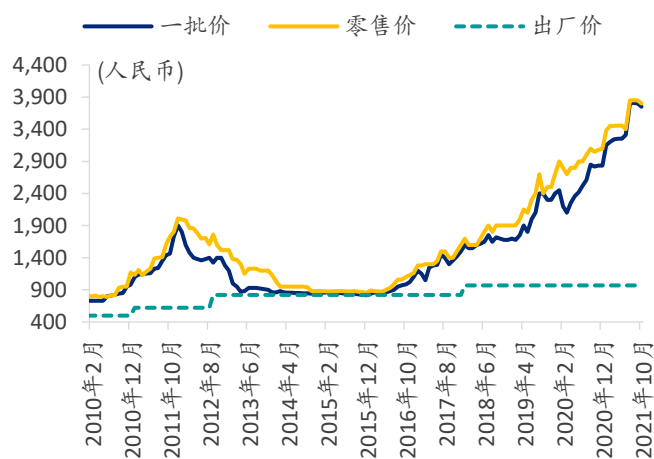


资料来源：公司财报，浦银国际

由于需求端受到疫情的影响，消费情绪减弱，高端白酒零售价与一批价短期内见顶。茅台一批价在 8 月份最高达到人民币 3,810 元，然后在 10 月回调至人民币 3,800 元以下。

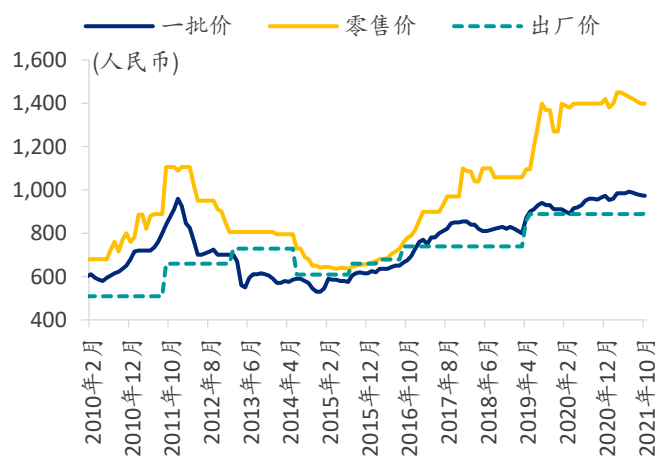
八代五粮液的一批价在 7 月份达到人民币 990 元左右，然后在 9 月回调至 980 元以下，短期继续上升动力不足，突破 1000 元的上限仍需时日。在五粮液价格上涨乏力的前提下，整个高端白酒的涨价空间将受到限制。

图表 68：飞天茅台出厂价、一批价和零售价



资料来源：浦银国际市场调研数据

图表 69：八代五粮液出厂价、一批价和零售价



资料来源：浦银国际市场调研数据

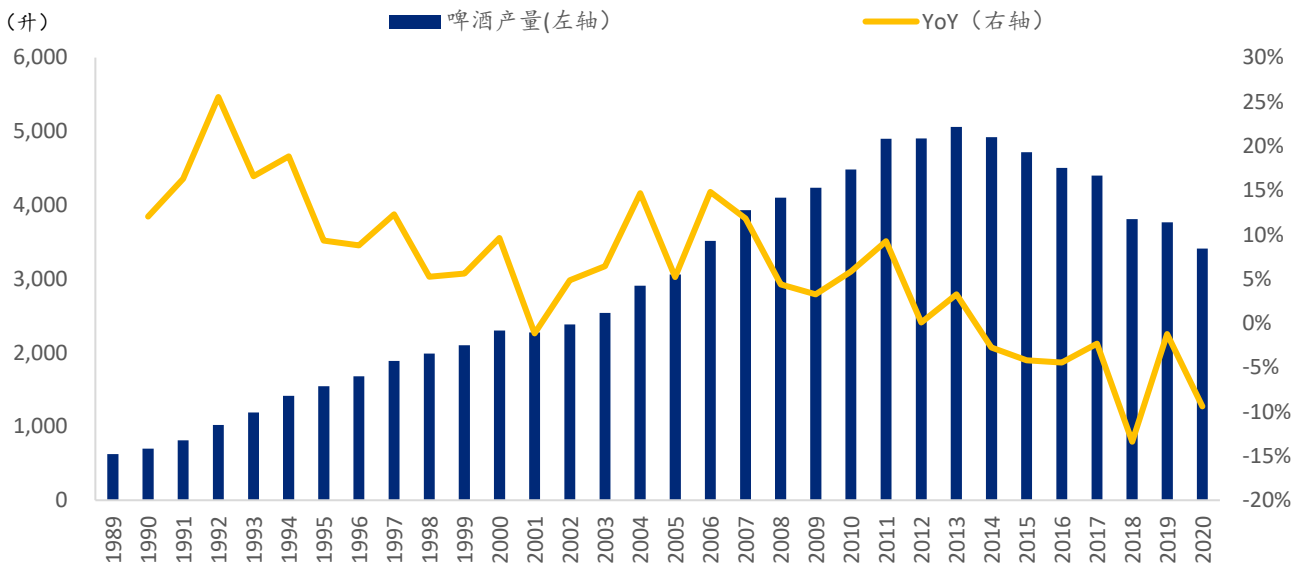
相比高端白酒行业，次高端名酒依然有较大的涨价空间。我们预计次高端价格带的白酒品牌（人民币 500-800 元）在未来三年将凭借市场扩张、产品结构提升以及涨价等策略获得较高的增速（20-30%）。随着市场情绪逐渐好转，我们认为次高端白酒的股价表现将继续优于高端白酒。因此，我们认为次高端白酒企业在 2022 年的股价表现会更强。

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：提价与高端化有望抵消原材料上涨压力

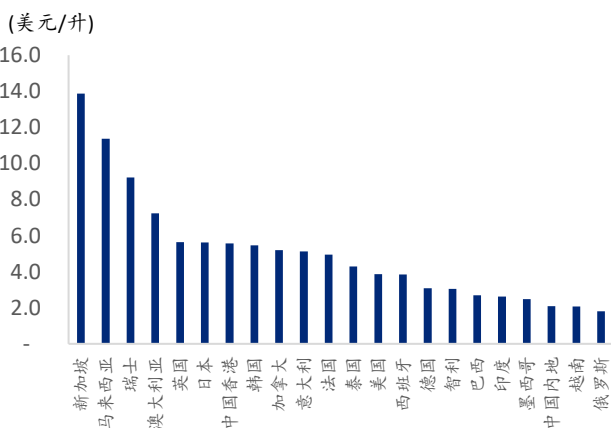
作为全球第二大经济体，中国啤酒行业的整体销量自从 2013 年见顶以后就开始逐年回落。然而，中国啤酒行业整体价格水平与发达国家之间有着巨大的差距，甚至低于许多发展中国家。而中国啤酒企业的单吨收入也远远低于大型国际啤酒制造商。

图表 70：中国啤酒总产量



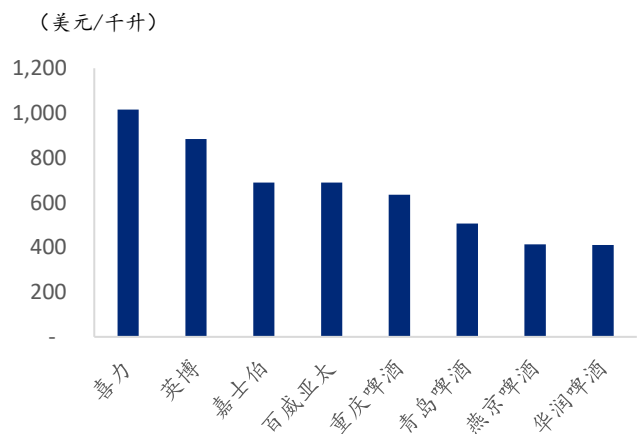
资料来源：Wind、浦银国际

图表 71：各国啤酒零售价格比较（2020 年）



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 72：啤酒企业单吨收入比较（2020 年）



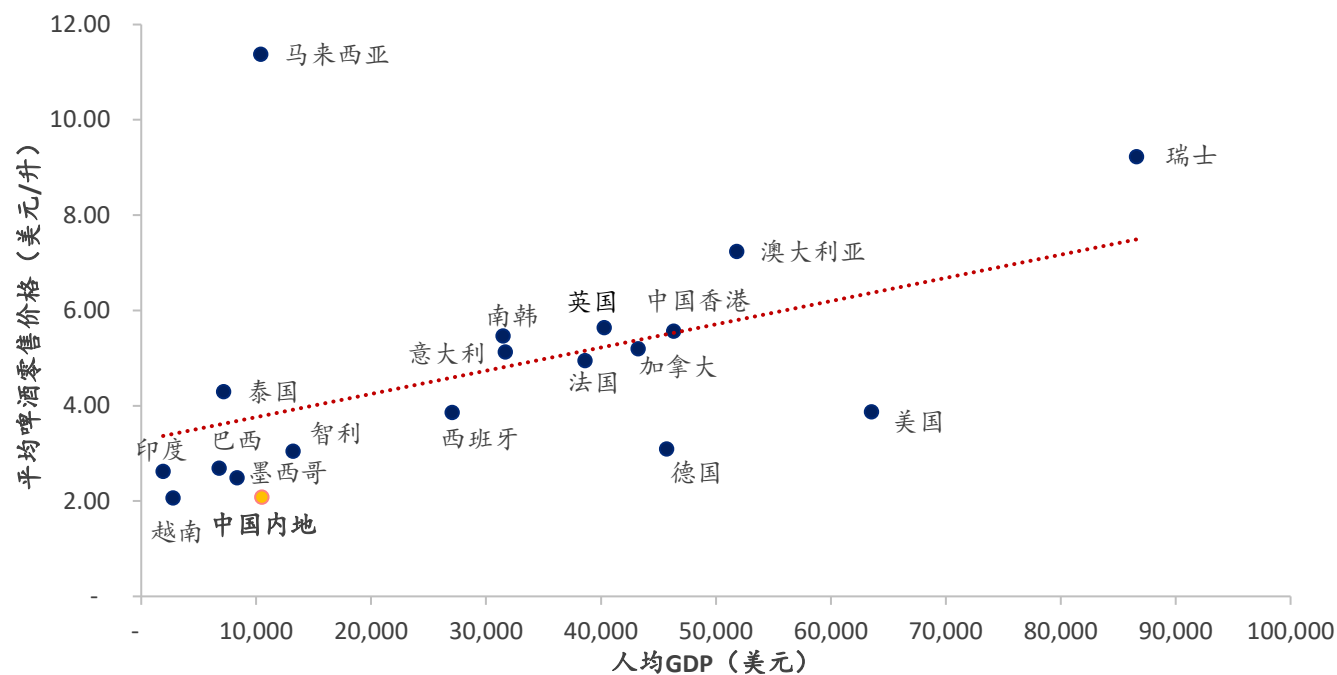
资料来源：公司资料、浦银国际

根据我们的回归分析，啤酒的吨价水平一定程度上与一个经济体的人均可支配收入正相关，而从下图可以看出，中国啤酒行业的平均吨价显著低于中国人均可支配收入所对应的水平。这意味着中国啤酒行业目前的整体价格

水平与中国消费者的整体消费力是不匹配的，未来有巨大的上升空间。

随着中国经济的继续提升以及中国消费者整体消费升级趋势的持续深化，中国啤酒行业的价格水平将会得到进一步的上升，并抵消销量的下滑，带动啤酒行业销售额的持续扩张。

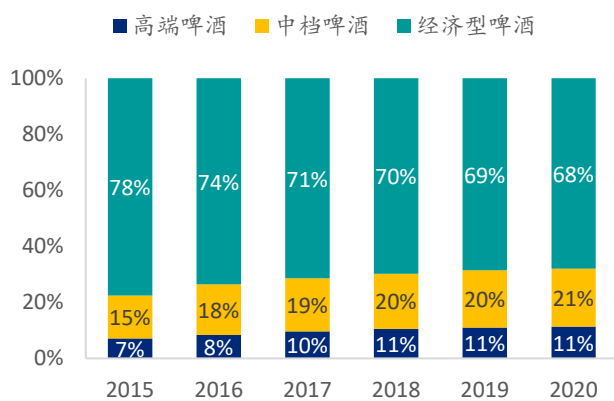
图表 73：啤酒吨价 vs 人均 GDP（2020 年）



资料来源：Euromonitor、世界银行、浦银国际

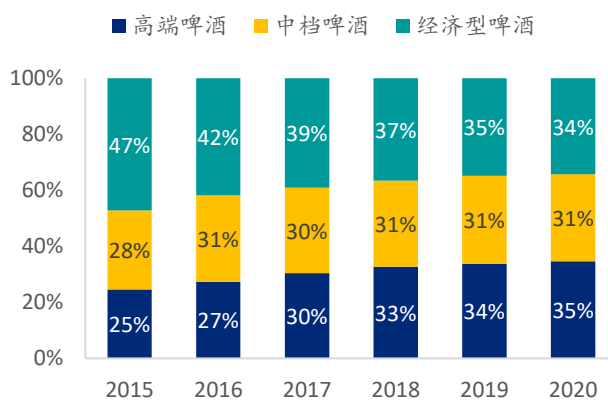
尽管高端啤酒的销量占比在过去几年有持续的上升，但主流型（中档）和经济型啤酒目前依然占据了中啤酒行业主要的收入和销量。

图表 74：中国啤酒市场产品级别销量分布



资料来源：Euromonitor，浦银国际

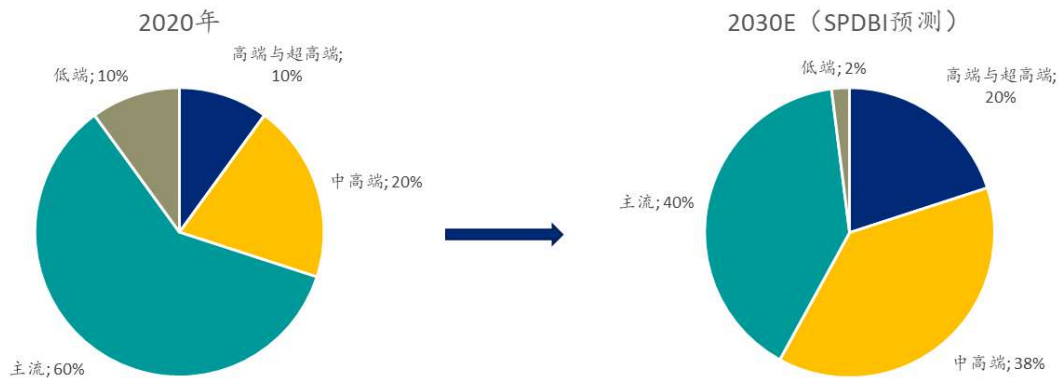
图表 75：中国啤酒市场产品级别销售分布



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升级。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。

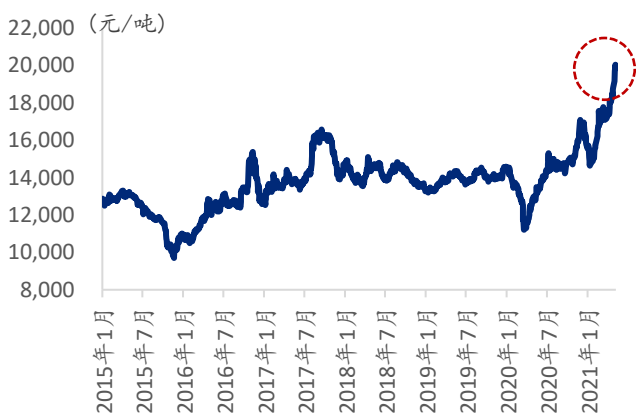
图表 76：中国啤酒市场价格带上移



资料来源：Euromonitor、浦银国际

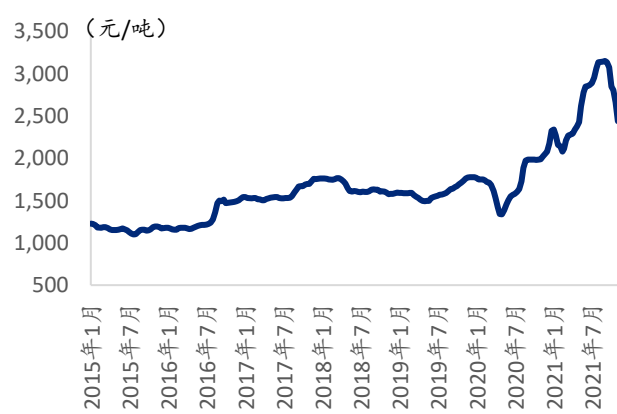
另一方面，啤酒行业从 2020 年下半年开始进入新一轮的原材料上涨周期，涉及大麦及包材。目前看来，大麦成本基本可控，而包材（包括玻璃、铝的成本）的上升幅度较大。2021 年初至今，中国铝价上涨了 40%左右，而玻璃价格上涨近 10%。

图表 77：中国铝价格走势



注：截至 2021 年 10 月 30 日 资料来源：Wind，浦银国际

图表 78：中国玻璃价格指数



注：截至 2021 年 10 月 30 日 资料来源：Wind，浦银国际

进入到 2021 年下半年，大部分啤酒企业都已经开始对旗下主要产品做出了价格调整，来抵御原材料价格带来的成本压力。

百威亚太在 2020 年 12 月 1 日对百威品牌产品进行了提价，2021 年 4 月 1 日对旗下大众品牌进行了提价，而在今年 11 月初对旗下核心+ (core plus) 产品进行了提价。

另一方面，继华润啤酒 2021 年二季度对旗下主流产品进行了提价之后，其又在 9 月份又对旗下中档品牌勇闯天涯进行了提价，零售价提升幅度在 10% 左右，出厂价提升幅度在 5% 左右。华润不排除未来对次高端及以上产品提价的可能。

我们预计 2021 年下半年至 2022 年这一期间，中国啤酒行业总的提价幅度将大于 2018 年（仅提价 4-5%）。啤酒行业虽然原材料价格很可能在 2022 年持续处于高位，但是啤酒行业的集体提价以及龙头企业持续的产品高端化，将在 2022 年很大程度上缓解啤酒企业的利润率压力。我们相信在高端与超高端有较强品牌与渠道布局的中国啤酒龙头企业在 2022 年依然将通过持续的产品结构提升取得毛利率的扩张。

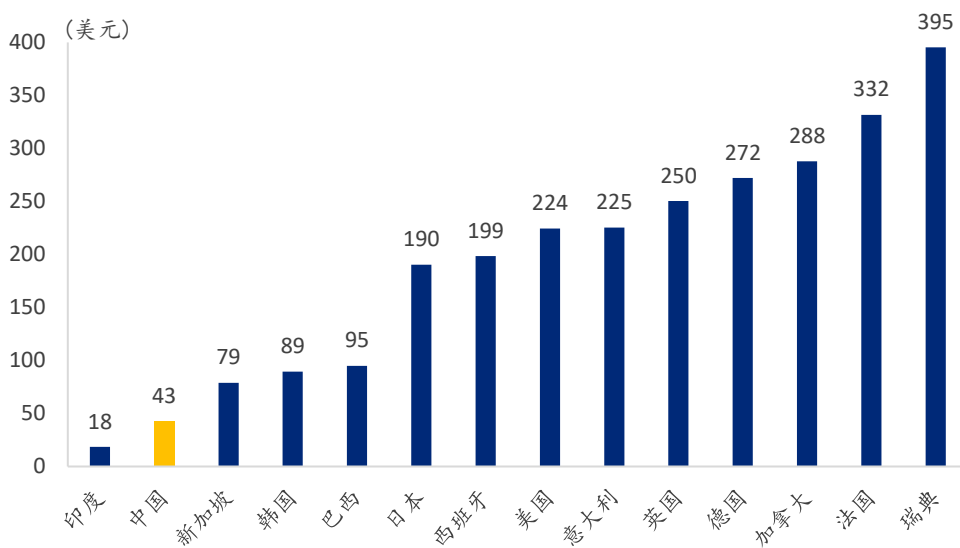
建议重点关注华润啤酒(291.HK)、青岛啤酒(600600.SS)、百威亚太(1876.HK)和重庆啤酒(600132.SS)。

● 乳制品行业：行业集中度提升，竞争格局改善

我们认为乳制品行业是中国确定性最强的消费子行业之一。这也解释了为什么在今年下半年市场情绪受到疫情强烈冲击的情况下，乳制品龙头企业伊利和蒙牛依然能实现股价的正增长。

中国人均乳制品销售远低于发达国家水平。疫情期间，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有巨大的空间。

图表 79：中国人均乳制品销售远低于其他国家（2020）



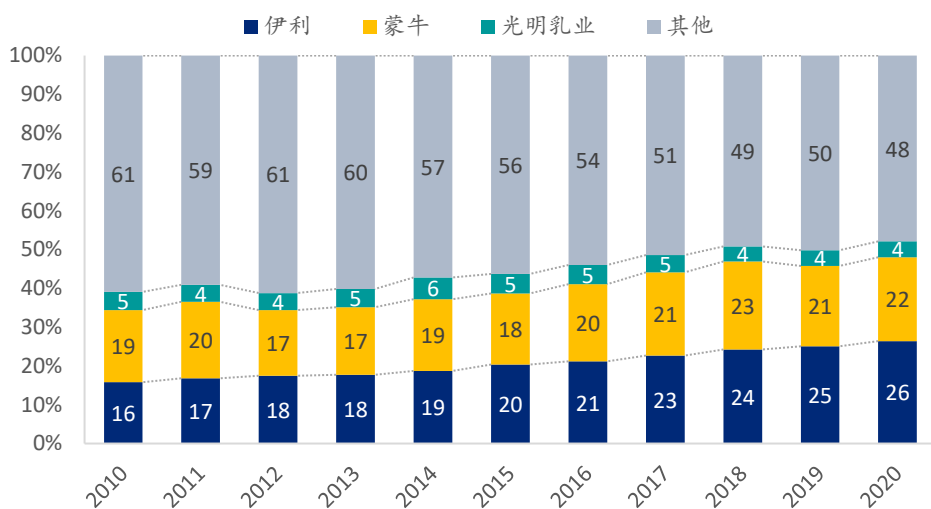
资料来源：Euromonitor，浦银国际

除了人均销量的增长，平均单价的上升也将同时驱动行业持续增长。随着收入和物质水平的不断提升，中国消费者对乳制品的要求越来越高，价格弹性却越来越低。一方面，消费者愈加偏向于质量好品牌力强的产品，另一方面，低温鲜奶（巴氏奶）开始更多受到消费者的青睐。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。

然而，中国优质的上游原奶资源供应相当有限，而高端乳制品的生产离不开充足的优质原奶供应。这也就引起下游乳制品龙头企业（尤其是伊利与蒙牛）在过去十年里对上游奶源资源的争夺。对奶源的控制使龙头企业能够更好的聚焦产品的高端化，迎合市场消费升级的需求。

过去十年间，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。

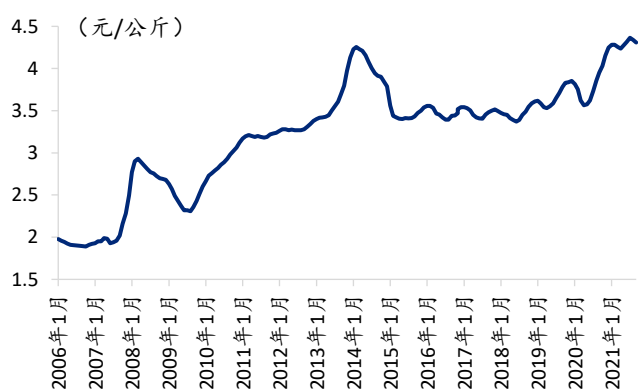
图表 80: 中国乳制品行业市场份额变化, 2010-2020



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

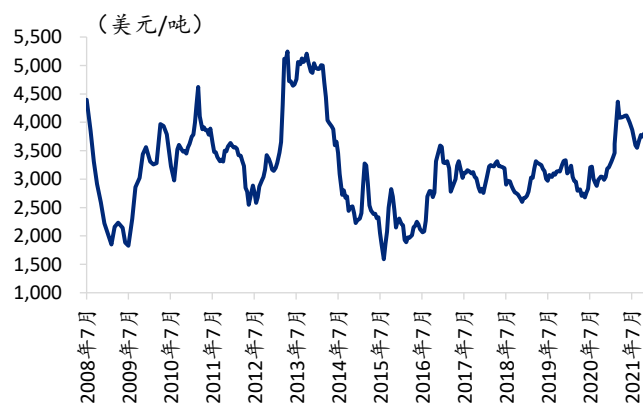
过去两年, 原奶价格持续上涨, 造成乳企原材料成本压力上升。同时, 高企的原奶价格也使行业竞争环境改善, 促销力度大幅减小, 一方面抵消了一部分毛利率压力, 另一方面也令乳业龙头企业能够聚焦高端产品的研发与创新, 促进行业往更健康的方向发展。与此同时, 行业龙头蒙牛伊利也开始通过适度的涨价来平抑成本压力。

图表 81: 中国原奶价格走势



注: 截至 2021 年 10 月 资料来源: Wind, 浦银国际

图表 82: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势



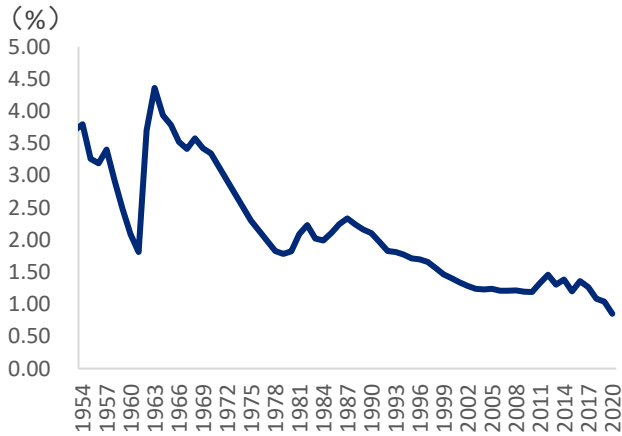
注: 截至 2021 年 10 月 资料来源: Fonterra, 浦银国际

2021 年上半年, 市场对主要乳企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。而进入下半年以后, 随着原奶价格趋于稳定, 行业确定性逐渐体现, 伊利与蒙牛的股价反而有高于市场的表现。面向 2022 年, 我们认为龙头乳企有能力通过持续产品高端化和涨价平抑原材料带来的压力, 利润率将获得进一步扩展。建议关注伊利 (600887.SS)、蒙牛 (2319.HK)、光明 (600597.SS)。

● 奶粉行业：产品高端化与渠道多元化促进行业整合

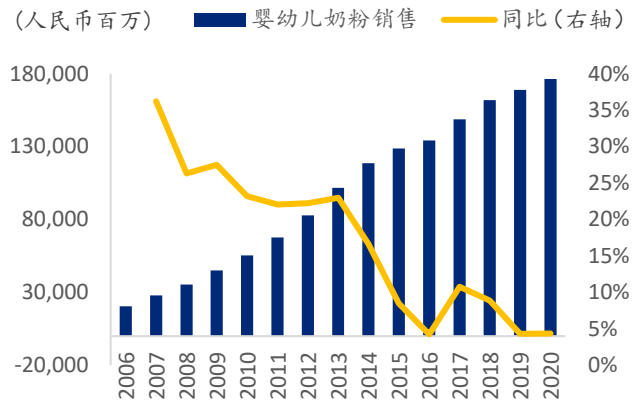
由于中国出生率常年呈下降趋势，中国婴儿配方奶粉行业销量增速逐年放缓。另一反面，政府对母乳喂养的积极宣传与引导也将在一定程度上影响奶粉行业的增长。

图表 83: 中国出生率



注：截至 2020 年 资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 84: 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

我们认为，中国婴幼儿配方奶粉在未来 3-4 年将继续维持三大趋势：(1) 行业整合，(2) 需求高端化，(3) 多元化渠道

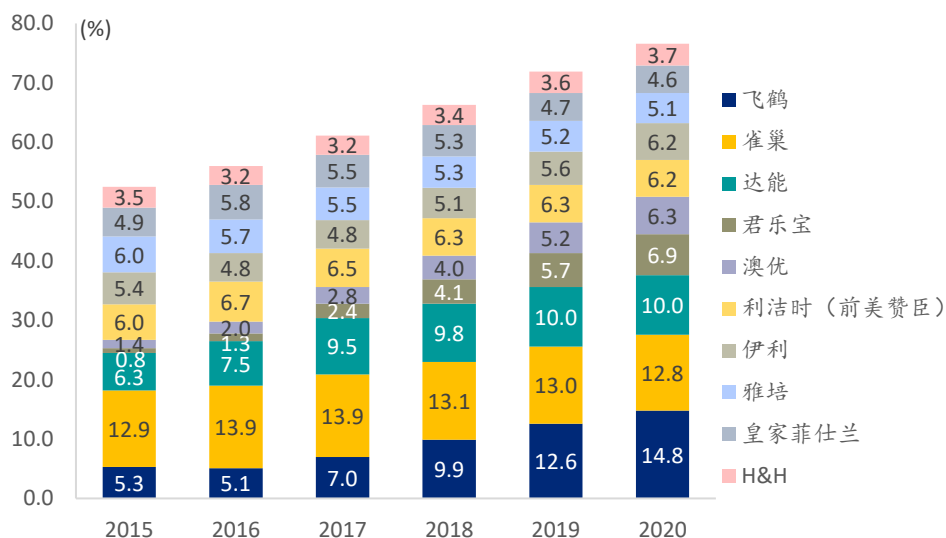
1. 行业整合

2018 年开始实施的《婴幼儿奶粉配方注册管理办法》加强了对奶粉行业的管理，增加了行业门槛，减少了低质量品牌的生存空间，从而推动配方奶粉行业大规模整合，行业集中度持续上升。而新冠疫情严重考验了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。

另一方面，国产奶粉品牌在产品研发、质量与安全的控制、品牌力的打造以及渠道的拓展上都加大了力度，甚至赶超进口奶粉品牌。这也促使国产奶粉在中国消费者心中的地位不断提升。

根据下图，我们看到飞鹤、澳优、君乐宝、伊利等一众国内品牌的市场份额在不断增加。而与之相对，传统进口品牌的市场份额基本没有增长，甚至有些正在衰退。

图表 85：中国乳制品行业前十玩家市场份额变化，2015-2020



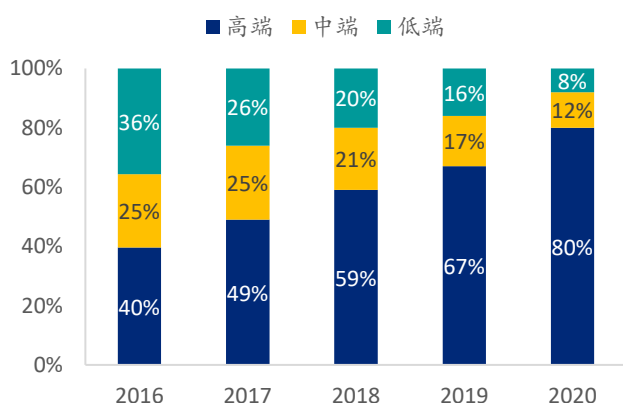
资料来源：Euromonitor，浦银国际

2. 需求高端化

随着消费者健康意识和品牌意识不断提升，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）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）增速比普通高端奶粉更高。

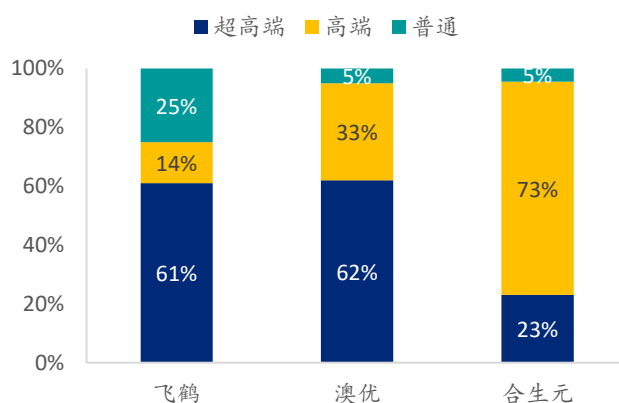
为了迎合行业内消费升级的趋势，主要国内奶粉企业都将业务重心转向超高端奶粉产品。飞鹤与澳优是国内品牌里面比较早布局超高端品类的奶粉企业。飞鹤与澳优超高端产品的占比在 2020 年都各自达到了总收入的 60%。

图表 86：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 87：主要国内婴幼儿配方奶粉企业产品分布 (2020)

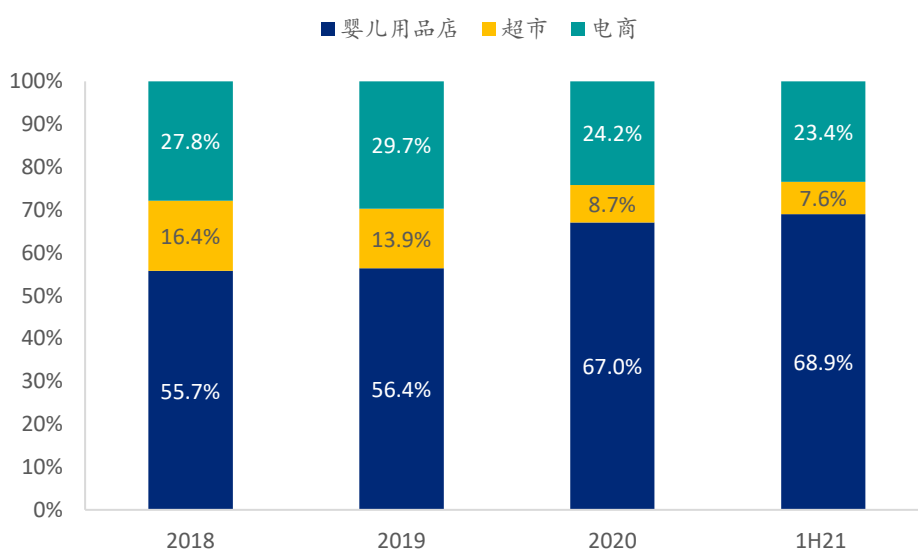


资料来源：Euromonitor，浦银国际

3. 渠道多元化

在中国婴幼儿配方奶粉市场，渠道的拓展能力是企业发展的核心之一。随着社交媒体与短视频的兴起，中国婴幼儿配方奶粉市场的线上渠道在过去 3-4 年飞速发展，线上渠道的占比不断提升。同时，线下渠道，尤其是母婴店为了寻求生存空间，也大力借助私域平台（微信小程序、抖音直播、小红书等）来吸引客流。随着中国配方奶粉竞争逐渐白热化，通过多元化渠道来触达更多消费者将成为中国奶粉品牌的制胜关键。

图表 88：奶粉渠道分布，2018-1H21



注：1H2021 指 2021 年 6 月 30 日前 12 个月

资料来源：Euromonitor，浦银国际

展望 2022 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。

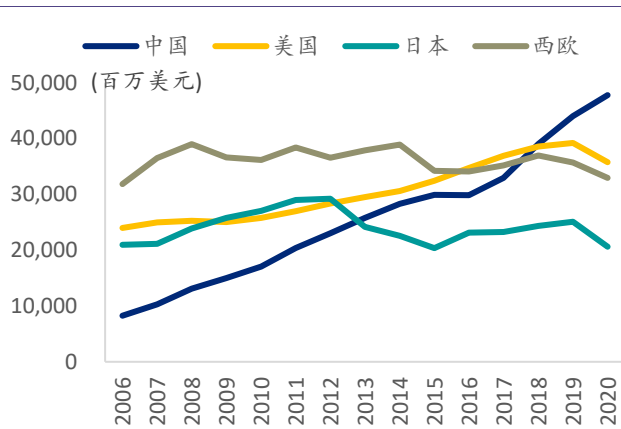
建议关注飞鹤(6186.HK)、澳优(1717.HK)、H&H(1112.HK)、伊利(600887.SS)。

● 化妆品行业：全方位受益消费趋势，持续高速增长

我们认为，中国化妆品行业（包括美妆与护肤）是高度受益于当前中国市场整体消费趋势的消费品子行业之一，包括Z时代消费力的不断提升、社交媒体的普及、健康意识的觉醒以及国潮运动的兴起。因此，化妆品行业是中国近几年增速最快的可选消费品行业之一。

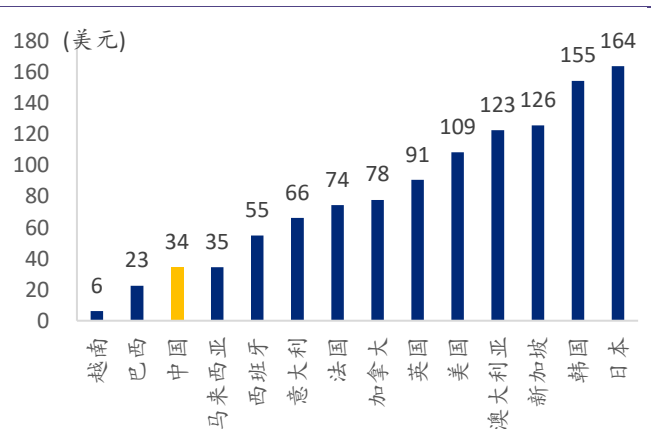
根据 Euromonitor 数据，中国于 2018 年超过了美国成为全球最大的化妆品市场。然而中国人均化妆品消费量依然远低于发达国家水平。我们预计中国化妆品市场未来五年仍将保持较高的增速水平。

图表 89: 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 90: 各个国家化妆品人均销售额 (2020)



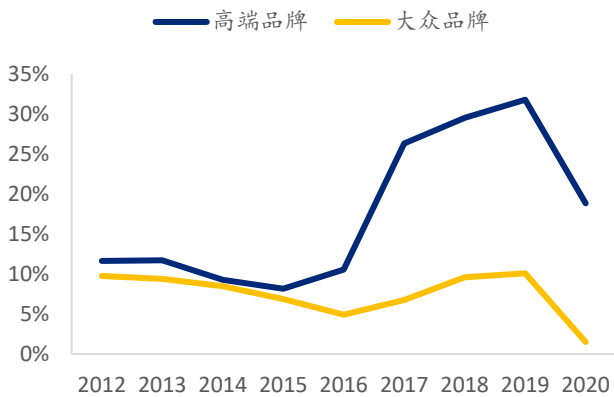
资料来源: Euromonitor, 浦银国际

在我们看来，中国化妆品行业主要有以下三大趋势：

1. 高端市场占比持续上升

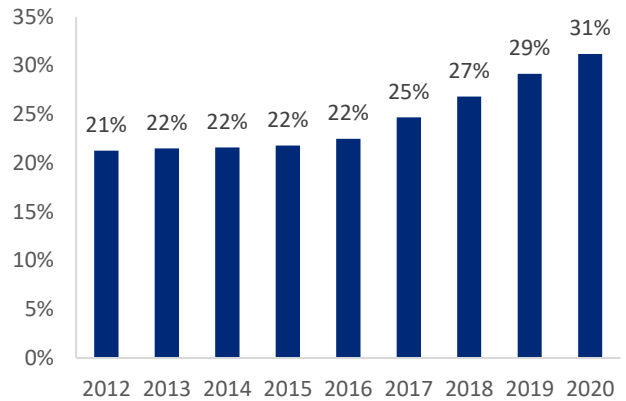
中国整体消费升级趋势推动高端化妆品市场增速在过去十年间高于大众化妆品。高端化妆品在中国整体化妆品市场的占比持续上升并达到 30% 以上。随着消费者物质水平与健康意识的提升，这一趋势在未来 3-5 年很可能将持续。

图表 91: 中国高端与大众化妆品市场增速



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

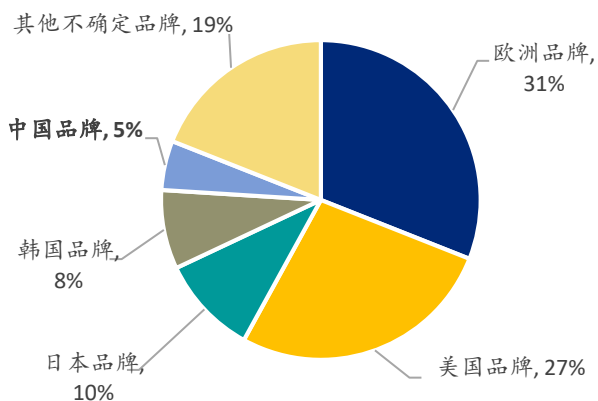
图表 92: 高端化妆品占中国化妆品市场的比例



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

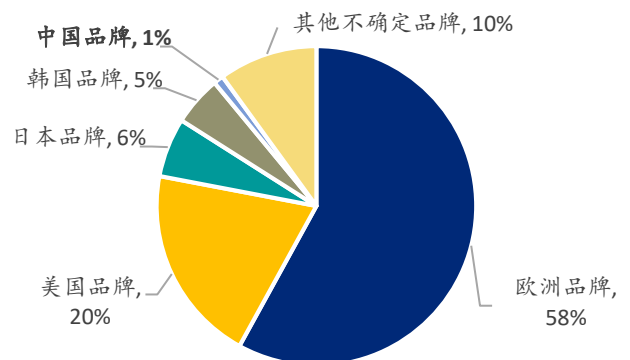
中国高端化妆品市场依然被欧洲、美国、日本的品牌牢牢占据，而中国化妆品品牌目前在高端化妆品市场的占比依然较低。电商对中国高端化妆品市场的收入贡献在过去十年里不断增加，并成为占比最大的渠道。

图表 93: 中国 2020 年高端彩妆行业市场份额



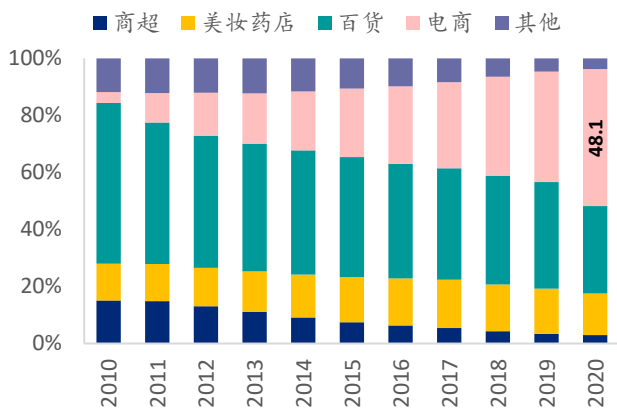
资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 94: 中国 2020 年高端护肤品行业市场份额



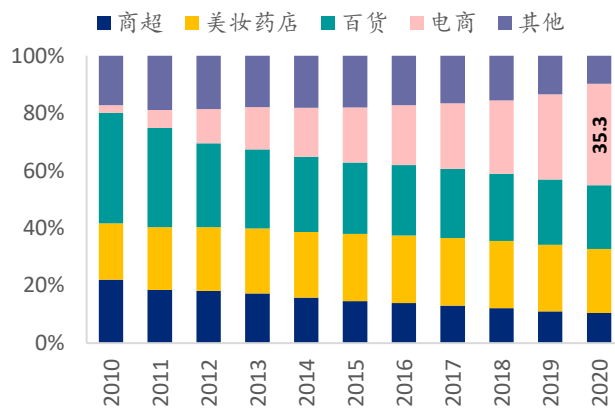
资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 95: 中国高端彩妆行业渠道分布



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 96: 中国高端护肤品行业渠道分布



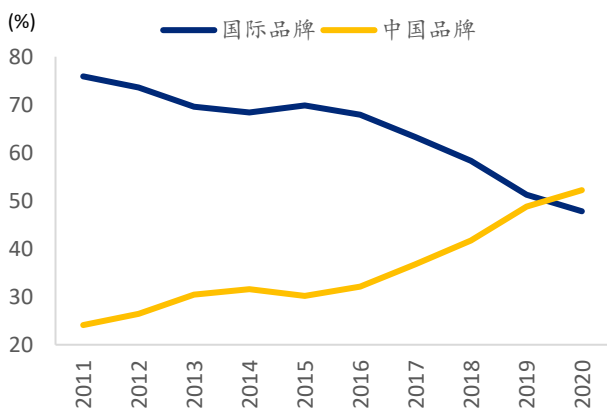
资料来源: Euromonitor, 浦银国际

2. 中国本土品牌的兴起

在大众化妆品市场方面,过去五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:

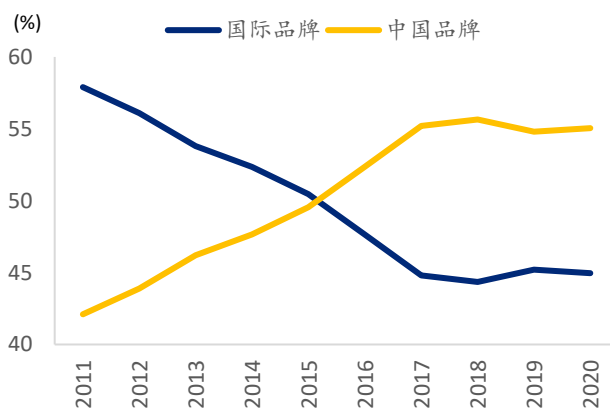
- (1) “国潮”文化兴起,带有中国元素的化妆品产品深受年轻消费者(90后以及95后)的青睐;
- (2) 电商占比不断增加以及社交媒体兴起使年轻化妆品品牌更容易触达消费者,获客成本大幅下降;
- (3) 成熟的供应链体系(包括OEM/ODM)大幅降低了行业进入门槛。

图表 97: 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 98: 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

3. 对具有专业配方功能性产品的青睐

随着整体社会的健康意识不断提升，消费者对护肤品的要求从过去最基本的保湿滋润提升到维持皮肤健康，延缓皮肤衰老。因此，中国消费者（尤其是年轻人）越来越关注产品的专业配方与成分，以及产品对肤质的特定功效。基于这一趋势，功能性护肤品在中国越来越受到消费者的青睐，这一细分市场的规模也在不断增大。

按照肌肤护理需求的差异化，功能性护肤品可以分为两大类：

- (1) **皮肤学级护肤品**：这类护肤品主要针对解决有特定问题的肌肤（皮肤屏障问题、刺痛、红肿、发炎、长痘、痤疮等），采用温和科学的配方，强调产品安全性和专业性。

国内品牌代表：薇诺娜、玉泽

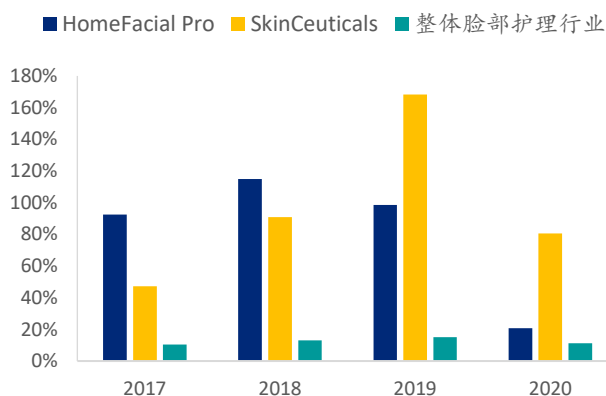
国际品牌代表：理肤泉、薇姿、雅漾

- (2) **功效护肤品**：这类护肤品针对普通肌肤，通过添加更高浓度的生物活性成分、优化产品配方，达到美白、保湿、防晒、抗皱、毛孔收敛等效果。

国内品牌代表：HomeFacialPro、华熙生物旗下润百颜与夸迪

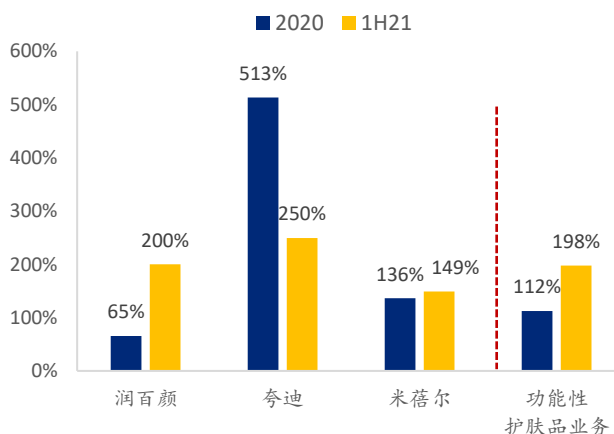
国际品牌代表：Ordinary 和 SkinCeuticals

图表 99: HomeFacial Pro 与 SkinCeutical 零售额增长



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 100: 华熙生物旗下功能性护肤品牌 2020 年与 1H21 同比增长



资料来源：公司公告、浦银国际

我们认为中国护肤品行业未来 3-5 年依然将维持较快增速，且行业高端化将持续。从普通护肤品向功效护肤品及医美产品的升级也将继续。短期来看，护肤品企业的股价依然与收入的增速呈较强相关性。长期来看，国潮概念品牌以及专业功能性品牌更有可能受到消费者的追捧。

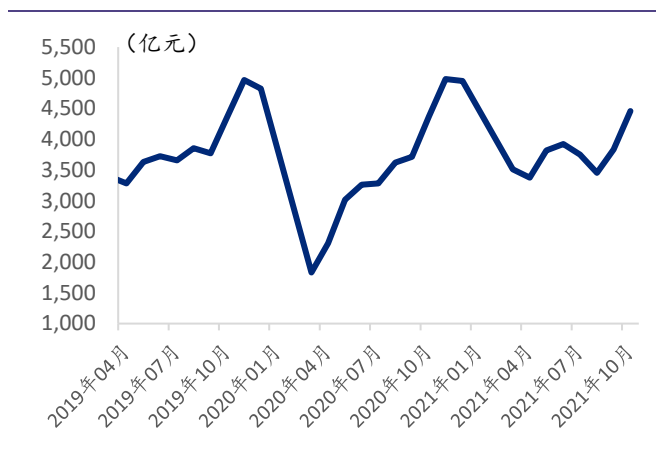
建议关注珀莱雅(603605.SS)、华熙生物(688363.SS)、上海家化(600315.SS)、丸美(603983.SS)、逸仙电子(YSG)。

● 餐饮行业：依然是确定性最低的消费板块

在消费领域，餐饮行业是受疫情打击最大的消费板块，也是恢复最慢的消费板块，而7月份的暴雨天气与8月份之后疫情的反复进一步拖累了餐饮行业的恢复。

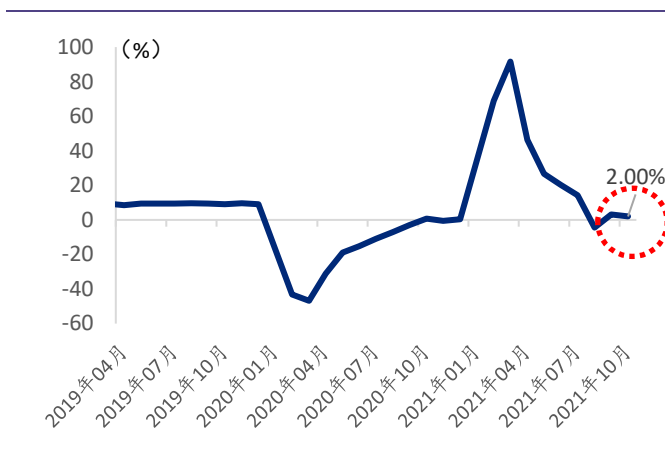
2021年前6个月，餐饮行业录得了相比2019年同期4.3%的增长。而到了7月份，整体餐饮收入再次回落到2019年同期以下的水平。到了9月份，相比2019年同期的跌幅更是扩大至12%。今年8月与9月的餐饮收入总和略低于2020年同期的水平。

图表 101: 中国餐饮行业收入规模



注：截至2021年10月 资料来源：Wind、浦银国际

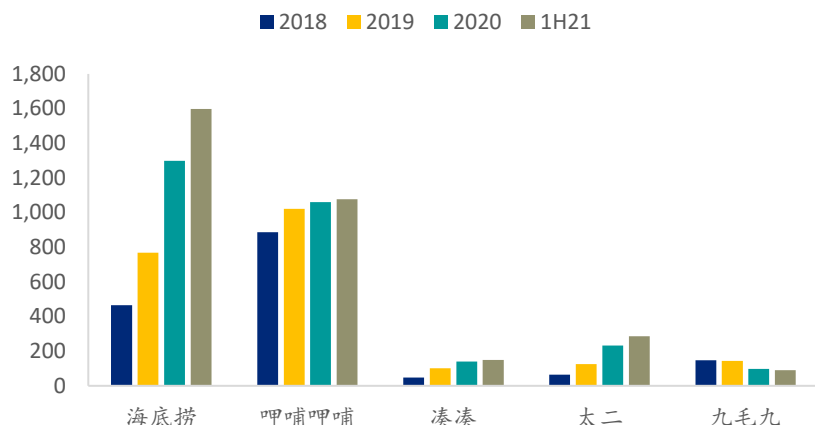
图表 102: 中国餐饮行业收入同比变化



注：截至2021年10月 资料来源：Wind、浦银国际

作为餐饮界的龙头，海底捞在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，新店拉低了整体的翻台率水平，使海底捞的恢复速度慢于同业。在1H21，海底捞的翻台率持续下降至3.0x，大概只有1H20的90%，更是远低于疫情前的水平（大概4.8x）。同店翻台率基本同比持平，维持在3.4x。

图表 103: 连锁餐饮品牌年底店数, 2018-1H21

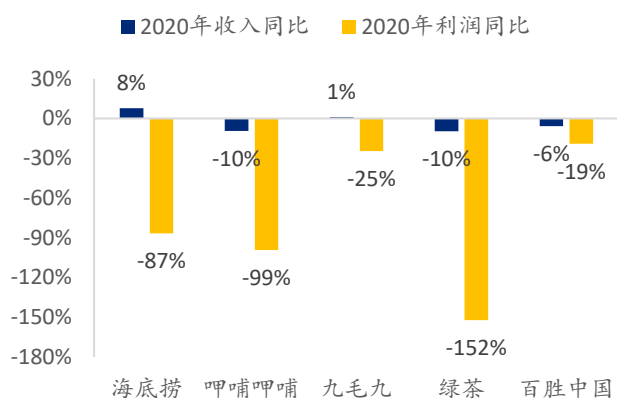


资料来源: 公司公告, 浦银国际

虽然大规模开店使海底捞 1H21 的收入有了较大幅度的增长, 但翻台率的下降与新店的运营成本大幅拖累海底捞的盈利能力。继 2020 年净利润同比下降 87% 之后, 海底捞 1H21 的净利润依然只有 1H19 的 11%。同样的情况也发生在呷哺呷哺身上。意识到问题的严重性, 海底捞于近期发布公告, 计划在 2021 年底前关停近 300 家低效门店。

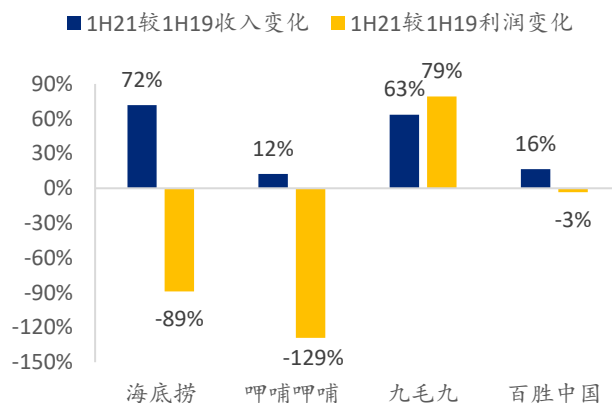
与海底捞形成鲜明对比的是, 品牌力强且处在扩张期的九毛九在 1H21 实现了收入与利润基于 1H19 的大幅增长。

图表 104: 主要餐饮企业 2020 年收入与利润同比变化情况



资料来源: 公司数据, 浦银国际

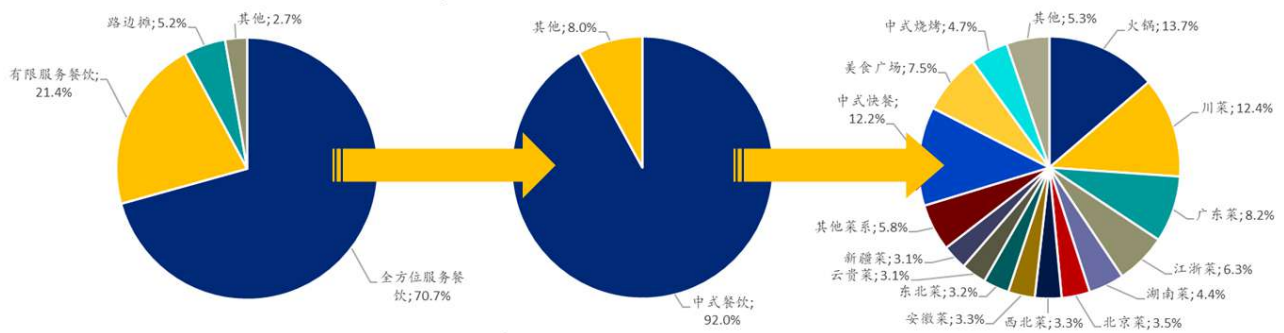
图表 105: 主要餐饮企业 1H21 收入与利润相对 1H19 的变化情况



资料来源: 公司数据, 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，尽可能的延长品牌的扩张期，是餐饮品牌能够获得成功并长期不倒的关键因素。

图表 106：中国餐饮行业竞争格局



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

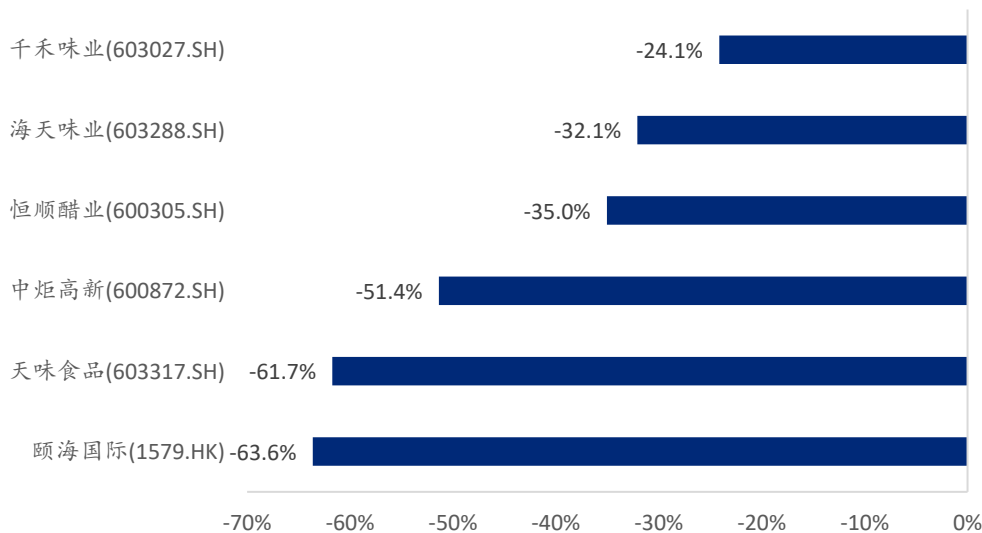
基于餐饮行业巨大的不确定性，市场对餐饮行业的情绪也降到了低谷，主要餐饮上市公司的股价都大幅腰斩。尽管餐饮行业中不乏像九毛九这样表现优异的玩家，但在行业释放出强烈增长信号之前，市场对餐饮行业整体较为疲弱的情绪很可能将在 2022 年持续，估值短期内难以得到修复。建议投资者继续谨慎观望。

可以关注海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK)、呷哺呷哺 (520.HK)、百胜中国 (YUMC)。

● 调味品行业：能否走出低潮期取决于需求端的恢复

中国调味品行业从今年二季度开始面临了巨大的挑战，市场情绪陷入低谷，主要玩家股价大幅回撤。

图表 107：主要中国调味品行业玩家 2021 年至今股价表现

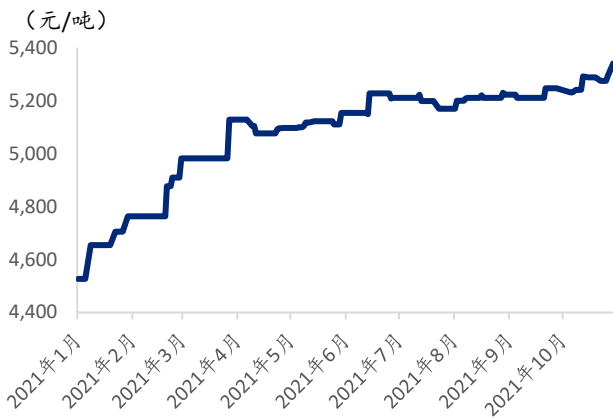


注：截至 2021 年 11 月 26 日 资料来源：Wind，浦银国际

这次行业进入低潮期，主要由三大原因造成：

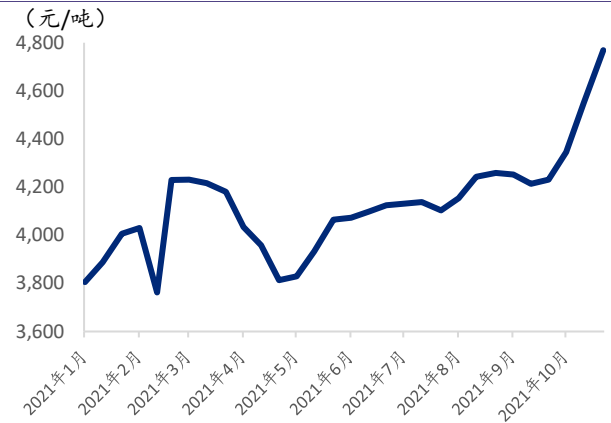
- (1) **社区团购对渠道利润的影响：**由于 2020 年渠道库存高企，经销商不得不把偏好转向高周转的社区团购来清理渠道库存，而经销商对社区团购的出货价往往低于出厂价。社区团购的低价策略大幅拉低了调味品行业整体的价盘，对传统线下渠道的利润造成了巨大的影响。
- (2) **原材料价格上涨：**与其他行业一样，调味品行业今年也面临着主要生产原材料（包括大豆、纸箱、PET 等）价格的大幅上涨。主要行业玩家都面临着较大的成本压力，致使盈利能力被侵蚀。其中，大豆价格在 2021 年涨幅达到 20%，而 PET 价格 2021 年涨幅达到 48%，瓦楞纸价格 2021 年涨幅达到 25%。

图表 108: 大豆价格



资料来源: Wind、浦银国际

图表 109: 瓦楞纸价格

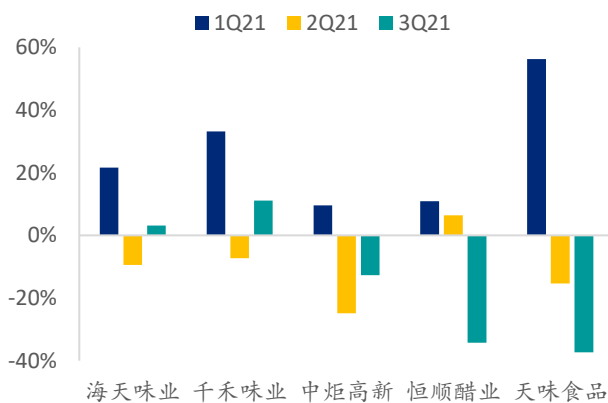


资料来源: Wind、浦银国际

(3) **餐饮行业持续疲软:** 2021 年下半年疫情反复, 拖累了餐饮行业恢复的速度。餐饮行业的疲软又影响了市场整体对调味品的需求, 给调味品行业未来的增长增添了较大不确定性。尽管一部分需求会转至零售, 但无法弥补餐饮市场疲弱带来的需求缺口。

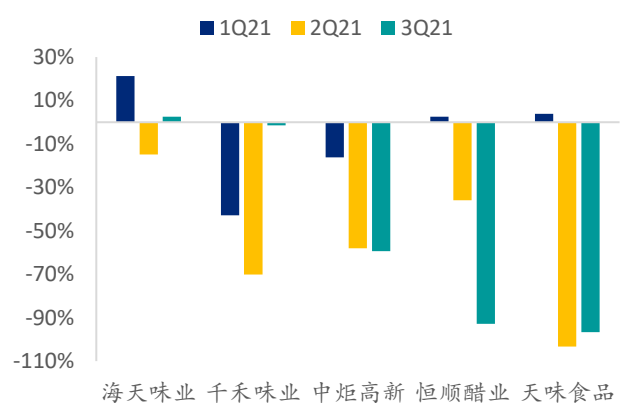
在疫情与社区团购的双重夹击下, 主要调味品公司在二季度都录得了收入与利润的下降。尽管海天在三季度看到了持续性的恢复, 并在 9 月份重返正增长, 但大部分其他调味品公司在三季度依然遭受收入与利润的双重下降。

图表 110: 主要调味品公司 2021 年 1-3 季度收入同比变化



资料来源: 各公司数据、浦银国际

图表 111: 主要调味品公司 2021 年 1-3 季度净利润同比变化



资料来源: 各公司数据、浦银国际

10 月份的时候，海天宣布对旗下酱油、蚝油、酱料等部分产品的出厂价格提价 3%~7%不等，新价格将在 10 月 25 日正式开始实施。与市场一致，我们也认为海天的涨价将带动整体消费品行业的提价。

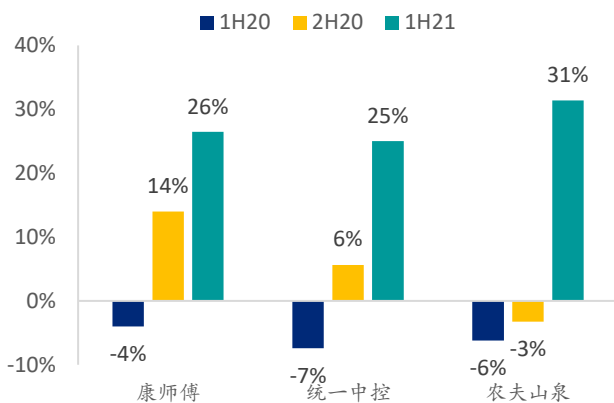
然而，提价虽然能改善公司的盈利水平，却无法解决行业需求端疲软的问题。目前渠道库存水平依然较高，市场需求端的不确定性依然较大。这个时候提价很可能为渠道带来更大的现金周转压力。我们认为行业是否能在 2022 年彻底走出低潮期，有赖于餐饮行业以及整体消费情绪的恢复。

● 软饮料行业：原材料价格上涨将继续影响利润率水平

基于 2020 年较低的基数（主要由于户外消费场景的缺失），软饮料行业在 2021 年至今经历了较快的增长。然而，行业将在 2022 年进入高基数期，同时消费情绪在经历 2021 年下半年的疫情反复后仍有待恢复，行业整体增速很可能将有所放缓。

另一方面，PET 价格在 2021 年大幅上涨，为软饮料行业的生产成本带来巨大的压力。所有我们预计软饮料生产商的毛利率在 2021 年下半年以及 2022 年很可能将经历不同程度的下滑。我们预计原材料价格上升所带来的压力至少在 2022 年上半年将会维持，行业整体的毛利率短期内较难得到恢复。

图表 112: 各企业软饮料品类销售同比变化, 1H20、2H20 和 1H21



资料来源：公司数据，浦银国际

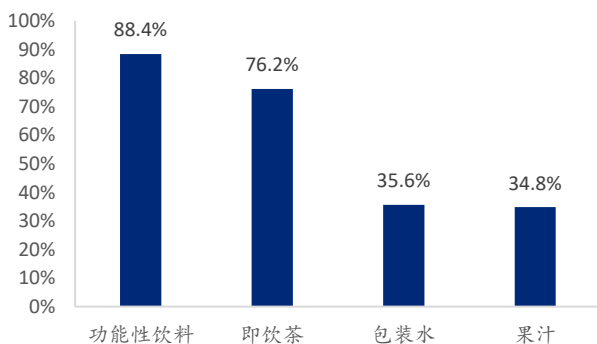
图表 113: PET 价格走势



注：截至 2021 年 10 月 30 日 资料来源：Wind，浦银国际

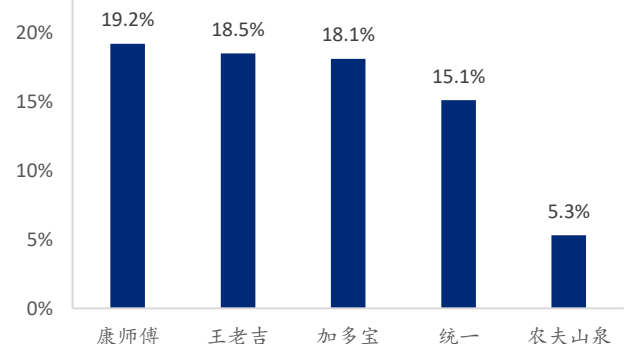
中国软饮料行业各品类的市场集中度都不低。以即饮茶行业举例，2020 年前五大品牌占总体市场收入的 76.2%。然而，软饮料的生产技术难度不高，行业竞争壁垒小，准入门槛偏低。另一方面，行业龙头企业品牌老化，缺乏创新力和互联网营销思维，而产品同质化较为严重。

图表 114: 各软饮料品类前五大玩家市场份额占比 (2020)



资料来源：Euromonitor、浦银国际

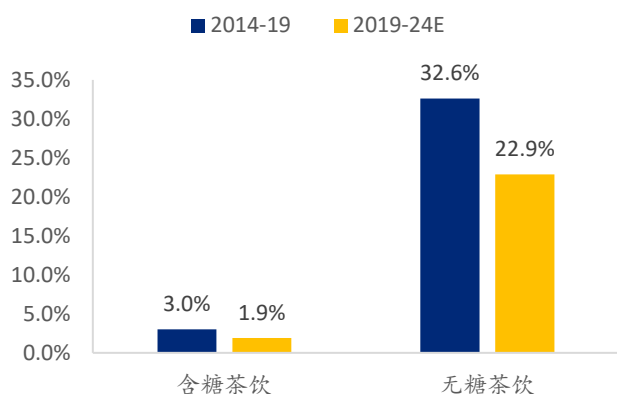
图表 115: 即饮茶前五大玩家分别市场份额占比 (2020)



资料来源：Euromonitor、浦银国际

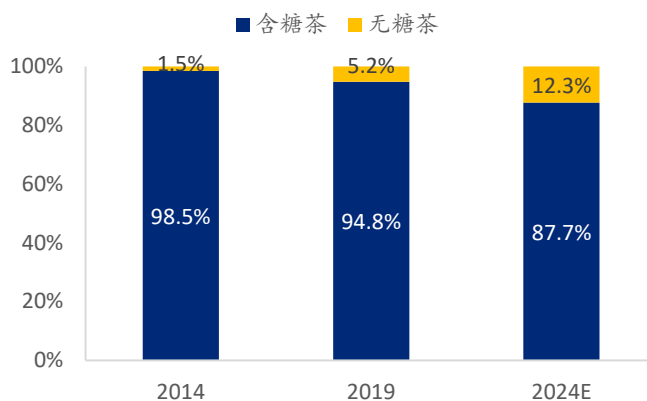
而随着中国消费者健康意识的不断提高，无糖茶异军突起，不断抢占传统含糖茶的市场份额。这也就使以主打0糖0脂0卡的元气森林能够迅速崛起，抢占市场。元气森林深谙互联网营销，通过与小红书以及哔哩哔哩深度合作，迅速占领年轻人心智。

图表 116: 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 117: 中国即饮茶市场分布：含糖茶与无糖茶



E=Frost and Sullivan 预测
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，2022 年上半年整体软饮料行业的股价表现可能会较为疲软。进入下半年以后，随着基数变低、原材料价格稳定、消费情绪恢复，软饮料行业股价有望得到一定程度的修复。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)。

● 高端现制茶饮行业：强大竞争压力将限制盈利能力

根据我们的调研与分析，我们认为高端现制茶饮行业的竞争格局主要具有以下特性：

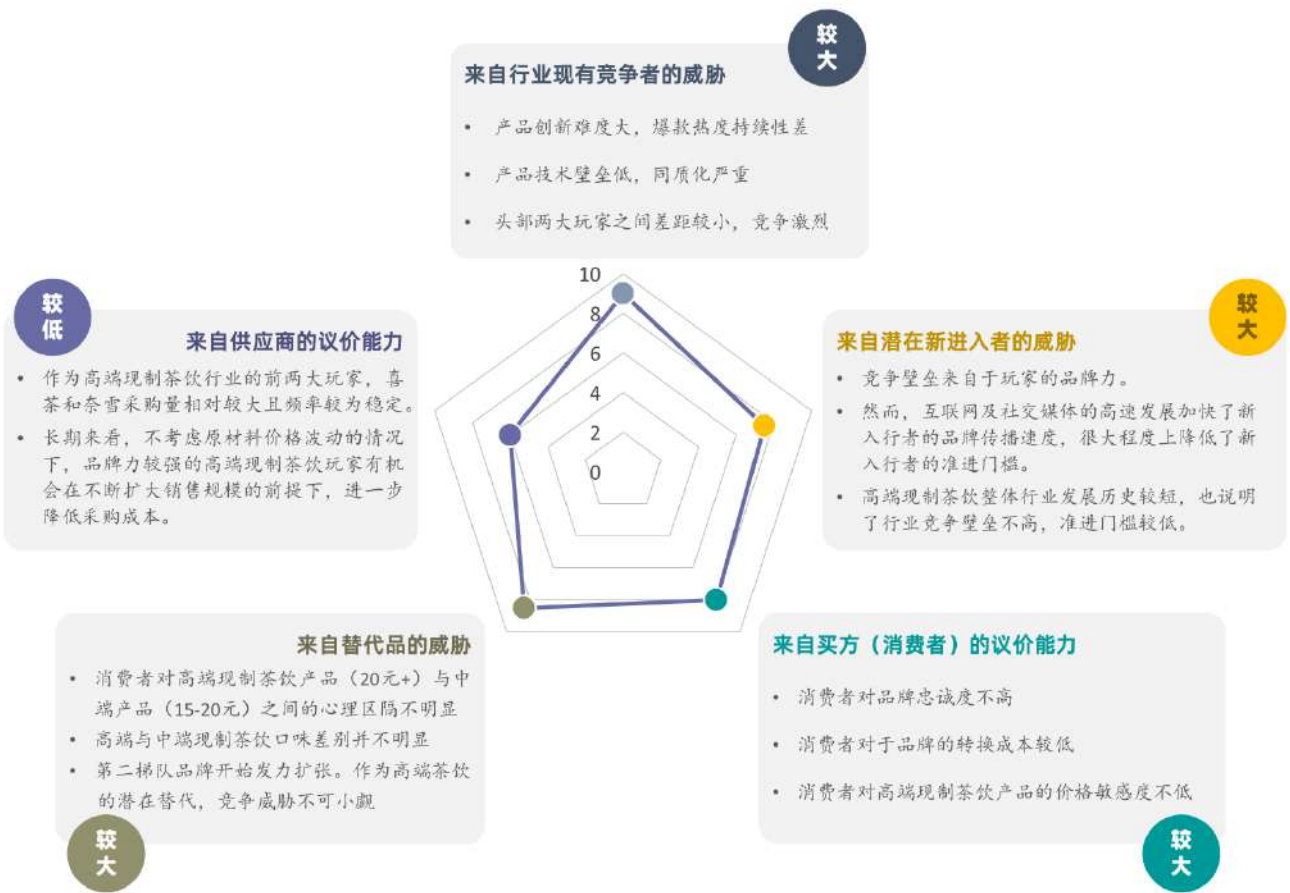
- 行业竞争壁垒低，护城河不明显；
- 消费者品牌忠诚度低，品牌粘性小；
- 消费者对产品创新度要求高，但产品同质化明显；
- 疫情后线上渠道占比不断提高使高端产品与中端产品区隔弱化。

结合我们对高端现制茶饮行业的五力分析（Porter's Five Forces），我们认为作为高端现制茶饮玩家：

1. 来自行业现有竞争者的威胁较大
2. 来自行业潜在新进入者的威胁较大
3. 来自买方（消费者）的议价能力较大
4. 来自替代品的威胁较大
5. 来自供应商的议价能力较低

由于以上特性，尽管行业本身处于高速增长期，但我们认为，高端现制茶饮行业竞争格局较为复杂，不确定性较高，而市场主要玩家将面对较为激烈的竞争压力。要想在中国高端现制茶饮市场保持长期的竞争力，需要品牌具有可持续的打造爆款新品的研发能力、强大的产品营销推广能力、高效的供应链管理能力和经过市场验证有效的盈利模型。而奈雪是否具备以上提到的这些能力，我们认为仍然需要时间去验证。

图表 118: 高端现制茶饮五力分析 (Porter's five forces)



注: 分数越高, 代表威胁/能力越大; 分数越低, 代表威胁/能力越小
资料来源: 浦银国际

作为高端现制茶饮的领军者, 奈雪过去三年(2018-2020)持续处于亏损状态。即使扣除一次性的费用, 奈雪在2020年的核心净利润也只有1,664万人民币, 核心净利润率仅为0.5%。

管理层相信, 随着各地市场的逐渐成熟以及奈雪 PRO 店的大规模铺开, 公司将大幅降低单店员工和租金费用, 单店的平均运营费用率将逐渐下降, 利润率将逐渐上升。管理层目标未来5年净利润率达到10%。我们认为, 目前来看, 达到该利润率目标难度较大。

图表 119: 奈雪的茶 2018-2020 主要盈利数据

(百万人民币)	2018	2019	2020
营业收入	1,087	2,502	3,057
核心 EBITDA	36	141	268
核心 EBITDA 利润率	3.3%	5.6%	8.8%
归母净利润	-70	-40	-203
归母净利率	-6.4%	-1.6%	-6.6%
核心归母净利润	-57	-12	17
核心归母净利率	-5.2%	-0.5%	0.5%

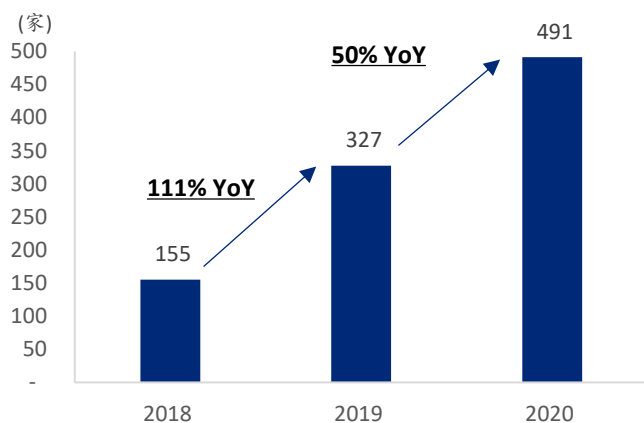
资料来源: 公司数据、浦银国际

然而我们认为奈雪未来几年的盈利能力存在较大的不确定性。我们的担忧主要来自于以下几个方面:

1. 大规模展店对店效的负面影响有可能将延续

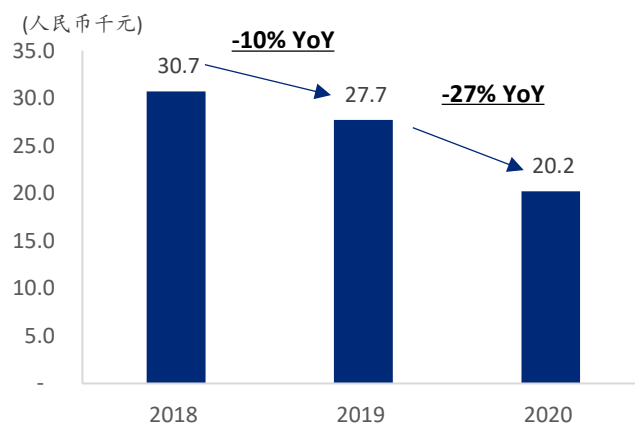
过去三年, 随着奈雪店铺在 1、2 线城市的密度不断加大, 公司每笔订单的平均销售价值 (ticket size) 基本保持稳定, 但平均单店的日订单量则逐年下降。这也就导致了公司的单店平均销售额持续衰退。

图表 120: 奈雪店数同比变化, 2018-2020



资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 121: 奈雪平均单店日均销售额同比变化, 2018-2020



资料来源: 公司资料、浦银国际

未来三年, 公司将继续在一、二线城市加强店铺的密度。公司计划于 2021-2023 年每年都新开至少 350 家店。为了控制运营费用, 提升运营效率, 公司称未来三年新开的 1,000 家店中, 至少 70% 为奈雪 PRO 店。管理层认为店铺密度的上升将会提升品牌在非成熟市场的影响力, 从而对店效有正向的帮助。然而, 基于对海底捞的历史数据分析, 我们很难相信奈雪未来能够在店数大幅扩张的情况下, 扭转单店销售额持续下降的趋势。

2. 毛利率短期提升空间有限

奈雪目前已经是现制茶饮行业中产品定价最高的茶饮企业，未来价格上升空间有限。另一方面，考虑到公司对产品质量的坚守，原材料成本方面的下降空间也不大。

因此，我们预测奈雪未来三年毛利率总体提升空间有限，大概率会维持在略高于 65% 的水平。长期来看，公司供应链效率的改善、直采比例的上升以及扩张带来的规模效应也许将对毛利率的改善有一定帮助。

3. 单店店效下滑可能导致负杠杆效应，使利润率受压

奈雪相当大一部分店铺运营费用为固定开支（fixed cost），所以快速扩张所带来的单店平均店效下滑很可能将导致负杠杆效应，给运营利润率带来压力。

另一反面，不再提供欧包现场烘焙的奈雪 PRO 很有可能遭遇客单价下降（客人不再购买欧包），从而拉低奈雪 PRO 店的平均单店销售额。此外，店铺的不断加密以及竞争的不断加剧，也可能稀释单店的销售额水平。所以奈雪 PRO 店的店效要做到接近同等条件下的传统奈雪店的水平，并非易事。而单店平均销售额的下滑所造成的负杠杆作用，很可能抵消奈雪 PRO 带来的租金与人工费用的节省，最终使奈雪 PRO 店的盈利达不到预期的水平。所以在我们看来，奈雪 PRO 的模型也许可以在短期内提高奈雪整体的经营利润率，但是提高的空间可能较为有限。

总的来说，高端现制茶饮行业具有产品技术壁垒低、行业准入门槛低、消费者品牌忠诚度低、中高端区隔不明显等特点，而这些特点造成行业整体竞争异常激烈。这将很大程度上限制奈雪未来的扩张空间，也可能使其平均店效在店铺加密的过程中被不断稀释，长期盈利能力被削弱。短期来看，疫情的反复与食品安全上的隐患很可能使高端现制茶饮玩家本就孱弱的盈利能力雪上加霜。

更多近期相关报告：

[《奈雪的茶 \(2150.HK\)：行业竞争带来较大盈利不确定性》](#)

[《奈雪的茶 \(2150.HK\)：盈利预警印证我们的担忧，恐将打击市场信心》](#)

消费行业覆盖公司

李宁 (2331.HK): 维持买入评级, 目标价 116.8 港元

在众多中国运动服饰品牌中, 李宁依然是我们在运动服饰行业的首选。我们相信李宁通过持续强化品牌力和产品创新力, 以及严格的渠道库存管理将可能在 2022 年持续录得优于竞争对手的零售表现。目标价分别对应 44x 的 2022E 市盈率。

安踏体育 (2020.HK): 维持买入评级, 目标价 173.5 港元

作为运动服饰行业龙头企业, 公司旗下“Fila”品牌是为数不多完全定位运动时尚领域的运动服饰品牌, 将继续受益于运动时尚潮流风行趋势。但近年高速增长趋势难以长期维持, Fila 将更加聚焦于品牌稳定、高质量及可持续的增长。目标价对应 29x 的 2022E 市盈率。

滔搏 (6110.HK): 维持买入评级, 目标价 11.4 港元

作为最大的运动服饰零售商, 滔搏与各主要品牌合作伙伴关系更加紧密。在疫情中, 品牌公司继续授权滔搏开设品牌旗舰店帮助滔搏加快提升大店占比。我们依然长期看好公司优异的运营管理能力, 包括店效持续提升、数字化运营能力及会员系统持续优化。目标价对应 16x 的 2022E 市盈率。

宝胜国际 (3813.HK): 维持持有评级, 目标价 1.22 港元

受疫情及恶劣天气影响, 宝胜在 2021 年 1、3 季度两次录得净亏损, 而其竞争对手滔搏受到影响较小。虽然管理层表示公司布局全渠道发展逐渐步入正轨, 以及 3 季度关闭 256 家直营零售店在一定程度上可以缓解收入下跌带来的负杠杆, 但是我们认为目前其与滔搏之间差距仍较难缩小。目标价对应 6x 的 2022E 市盈率。

奈雪的茶 (2150.HK): 维持持有评级, 目标价 11.7 港元

高端现制茶饮行业处在高速增长期, 行业竞争格局较为复杂, 不确定性较高。为保持长期的竞争力, 市场主要玩家需要具有可持续的打造爆款新品的研发能力、强大的产品营销推广能力、高效的供应链管理能力和经过市场验证有效的盈利模型。我们认为仍然需要更多时间去验证奈雪在行业内的竞争力。同时, 考虑公司运营能力上与喜茶的差距、未来三年快速的店铺扩张计划以及年内食品安全方面的负面新闻均影响奈雪未来盈利增长。目标价对应 13x 的 2022E EV/EBITDA。

● 李宁 (2331.HK)

财务报表分析与预测 - 李宁

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,870	14,457	20,960	25,892	31,114
同比	32%	4%	45%	24%	20%
销售成本	-7,064	-7,363	-9,946	-12,202	-14,353
毛利	6,805	7,094	11,014	13,689	16,761
毛利率	49%	49%	53%	53%	54%
销售费用	-4,445	-4,425	-5,753	-6,968	-8,308
管理费用	-956	-836	-1,007	-1,200	-1,390
其他经营收入及收益 (损失)	139	362	320	270	270
经营溢利	1,543	2,196	4,573	5,791	7,333
经营利润率	11%	15%	22%	22%	24%
净融资成本	-30	-32	-20	-7	15
税前溢利	1,857	2,248	4,684	5,918	7,484
所得税开支	-357	-549	-1,148	-1,450	-1,871
所得税率	19%	24%	25%	25%	25%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,499	1,698	3,537	4,468	5,613
归母净利润率	11%	12%	17%	17%	18%
同比	110%	13%	108%	26%	26%

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、机器及设备	1,039	1,065	1,557	1,890	2,114
使用权资产	981	1,066	1,066	1,066	1,066
土地使用权	72	166	162	159	155
无形资产	193	191	190	190	190
其他	1,723	2,329	3,729	3,729	3,729
非流动资产	4,008	4,817	6,705	7,033	7,254
存货	1,407	1,346	1,880	2,307	2,713
应收贸易款项	687	659	1,091	1,277	1,534
其他应收款项—即期部分	39	65	105	129	156
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	5,961	7,187	8,397	11,585	15,599
其他	443	519	519	519	519
流动资产	8,539	9,777	11,992	15,817	20,522
应付贸易款项	1,348	1,227	1,771	2,173	2,556
租赁负债—即期部分	337	361	361	361	361
其他应付款项及应计费用	2,174	2,501	3,563	4,402	5,289
当期所得税负债	531	592	592	592	592
其他	327	334	334	334	334
流动负债	4,717	5,015	6,621	7,862	9,132
租赁负债	557	689	689	689	689
其他	149	201	201	201	201
非流动负债	707	889	889	889	889
股本	214	228	228	228	228
储备	6,907	8,459	10,955	13,869	17,523
非控制性权益	3	3	3	3	3
权益	7,124	8,689	11,186	14,099	17,754

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除所得税前溢利	1,857	2,248	4,684	5,918	7,484
折旧	780	967	508	668	776
摊销	77	61	45	48	51
融资开支净额	-59	-87	-37	-50	-72
其他	-185	22	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	2,470	3,211	5,200	6,583	8,239
存货减少/(增加)	-176	81	-535	-427	-407
应收贸易款项(增加)/减少	260	-4	-432	-186	-258
其他应收款项减少/(增加)	61	-68	-40	-25	-26
应付贸易款项(减少)/增加	215	-121	544	402	383
其他应付款项及应计费用增加	817	253	1,062	838	888
受限制银行存款减少/(增加)	-1	0	0	0	0
已付所得税	-144	-589	-1,148	-1,450	-1,871
经营活动所得(所用)现金净额	3,503	2,763	4,652	5,736	6,949
购入物业、机器及设备	-636	-594	-1,000	-1,000	-1,000
购入土地使用权	0	-94	4	4	4
购入无形资产	-50	-152	-44	-48	-51
已收取利息	155	169	47	60	82
其他	-43	-320	-1,400	0	0
投资活动所用现金净额	-573	-992	-2,394	-984	-965
股份发行	56	189	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	-163	0	0	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-215	-378	-1,040	-1,554	-1,959
已付利息	0	0	-10	-10	-10
其他	-326	-325	1	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-649	-513	-1,049	-1,564	-1,969
现金及现金等价物变动	2,282	1,258	1,210	3,188	4,015
于年初的现金及现金等价物	3,672	5,961	7,187	8,397	11,585
现金及现金等价物汇兑差额	8	-33	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	5,961	7,187	8,397	11,585	15,599

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.51	0.68	1.42	1.79	2.25
每股销售额	5.56	5.76	8.42	10.40	12.49
每股股息	0.15	0.20	0.57	0.72	0.90
同比变动					
收入	32%	4%	45%	24%	20%
经营溢利	99%	42%	108%	27%	27%
归母净利润	110%	13%	108%	26%	26%
摊薄每股收益	74%	33%	110%	26%	26%
费用与利润率					
毛利率	49%	49%	53%	53%	54%
经营利润率	11%	15%	22%	22%	24%
归母净利润率	11%	12%	17%	17%	18%
回报率					
平均股本回报率	23%	21%	36%	35%	35%
平均资产回报率	14%	13%	21%	22%	22%
资产效率					
库存周转天数	69	69	69	69	69
应收账款周转天数	21	17	19	18	18
应付账款周转天数	65	65	65	65	65
财务杠杆					
流动比率(x)	1.8	1.9	1.8	2.0	2.2
速动比率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	1.3	1.4	1.3	1.5	1.7
负债/权益(%)					
估值					
市盈率(x)	144.3	108.3	51.6	40.8	32.5
市销率(x)	13.2	12.7	8.7	7.0	5.9
股息率	0%	0%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

安踏体育 (2020.HK)

财务报表分析与预测 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33,928	35,512	46,353	55,425	65,455
同比	41%	5%	31%	20%	18%
销售成本	-15,269	-14,861	-17,703	-20,974	-24,440
毛利	18,659	20,651	28,650	34,451	41,015
毛利率	55%	58%	62%	62%	63%
销售费用	-9,721	-10,766	-16,012	-18,695	-22,125
管理费用	-1,313	-2,122	-2,340	-2,633	-2,978
其他经营收入及收益 (损失)	1,070	1,389	1,350	1,300	1,300
经营溢利	8,695	9,152	11,649	14,423	17,213
经营利润率	26%	26%	25%	26%	26%
净融资成本	-53	-462	-220	-197	-72
税前溢利	8,009	8,089	11,262	14,195	17,244
所得税开支	-2,384	-2,520	-3,153	-3,975	-4,656
所得税率	30%	31%	28%	28%	27%
少数股东权益	-280	-407	-449	-552	-671
归母净利润	5,344	5,162	7,660	9,669	11,917
归母净利率	16%	15%	17%	17%	18%
同比	30%	-3%	48%	26%	23%

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	2,569	2,729	2,758	2,671	2,381
使用权资产	3,237	4,108	4,108	4,108	4,108
土地使用权及其他非流动资产预付款	53	46	55	64	72
无形资产	678	1,579	1,478	1,384	1,297
合营公司投资	10,551	9,658	9,658	9,658	9,658
递延税项资产	746	960	960	960	960
其他	64	70	70	70	70
非流动资产	17,898	19,150	19,087	18,915	18,546
其他金融资产	0	270	270	270	270
存货	4,405	5,486	5,335	5,746	6,696
应收账款	3,896	3,731	4,699	5,467	6,277
其他应收账款	2,412	2,883	3,111	3,720	4,394
已抵押存款	4	1	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	4,382	5,023	5,000	5,000	5,000
现金及现金等价物	8,221	15,323	15,719	21,329	29,041
流动资产	23,321	32,717	34,135	41,532	51,677
借贷	2,559	1,968	1,000	0	0
应付贸易账款	2,963	2,376	2,910	3,448	4,017
租赁负债	1,019	1,273	1,273	1,273	1,273
其他应付款	4,621	4,572	4,947	5,861	6,830
应付关连人士款项	26	19	20	20	20
即期应付税项	1,225	1,507	1,220	1,220	1,220
流动负债	12,412	11,715	11,370	11,822	13,360
递延税项负债	256	527	527	527	527
租赁负债	846	1,246	1,246	1,246	1,246
借贷	6,644	4,846	0	0	0
可转换债券	0	7,610	7,610	7,610	7,610
应付非控股权益款	0	99	99	99	99
非流动负债	7,746	14,328	9,482	9,482	9,482
股本	261	261	261	261	261
储备	19,821	23,752	29,849	36,071	43,637
非控股权益	979	1,811	2,260	2,812	3,483
权益	21,061	25,824	32,369	39,143	47,381

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前溢利	8,008	8,089	11,262	14,195	17,244
物业、机器及设备折旧	389	414	465	566	661
使用权资产折旧	1,032	1,589	0	0	0
无形资产摊销	48	76	111	104	97
利息支出	278	407	576	406	381
利息收入	-168	-271	-500	-353	-453
其他	633	1,289	1	1	1
营运资金变动前经营现金流量	10,220	11,593	11,915	14,919	17,931
存货增加	-1,547	-1,253	151	-411	-949
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,692	-304	-1,196	-1,377	-1,483
抵押贷款变动	0	0	1	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	2,432	-648	909	1,452	1,538
应付关连人士款项变动	5	-7	1	0	0
已付所得税	-2,133	-2,181	-3,440	-3,975	-4,656
经营活动所得 (所用) 现金净额	7,285	7,200	8,340	10,608	12,381
购买物业、厂房及设备所付款	-477	-649	-494	-480	-370
支付土地使用权购买预付款	-494	0	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-56	-84	-10	-10	-10
以收取利息	200	258	500	353	453
存款期超过三个月的银行定期存款	-1,794	-1,070	23	0	0
其他	-10,243	-120	0	0	0
投资活动所用现金净额	-12,865	-1,665	9	-147	63
借贷	7,166	-2,545	-5,814	-1,000	0
发行可转换债券	0	7,678	0	0	0
已支付股利	-1,514	-1,481	-1,563	-3,447	-4,351
已支付利息	-110	-152	-576	-406	-381
其他	-873	-2,271	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	4,670	1,229	-7,953	-4,853	-4,731
现金及现金等价物变动	-910	6,764	396	5,609	7,712
于年初的现金及现金等价物	9,284	8,221	15,323	15,719	21,329
现金及现金等价物汇兑差额	-153	338	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	8,221	15,323	15,719	21,329	29,041

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.98	1.86	2.84	3.59	4.42
每股销售净额	12.58	12.83	17.19	20.55	24.27
每股股息	0.61	0.58	1.28	1.62	1.99
同比变动					
收入	41%	5%	31%	20%	18%
经营溢利	53%	5%	27%	24%	19%
归母净利润	30%	-3%	48%	26%	23%
摊薄每股收益	30%	-6%	52%	26%	23%
费用与利润率					
毛利率	55%	58%	62%	62%	63%
经营利润率	26%	26%	25%	26%	26%
归母净利率	16%	15%	17%	17%	18%
回报率					
平均股本回报率	30%	23%	28%	29%	30%
平均资产回报率	17%	12%	15%	18%	19%
资产效率					
库存周转天数	87	121	110	100	100
应收账款周转天数	34	39	37	36	35
应付账款周转天数	57	66	60	60	60
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
速动比率 (x)					
现金比率 (x)	2.3	2.1	2.0	1.6	1.4
负债/权益 (%)					
估值					
市盈率 (x)	52.9	56.2	36.9	29.2	23.7
市销率 (x)	8.3	8.2	6.1	5.1	4.3
股息率	0%	0%	1%	1%	2%

滔搏 (6110.HK)

财务报表分析与预测 - 滔搏

利润表					
(百万人民币)	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入	33,690	36,009	36,257	39,793	43,940
同比	3%	7%	1%	10%	10%
销售成本	-19,503	-21,328	-20,759	-22,672	-24,912
毛利	14,188	14,681	15,498	17,121	19,028
毛利率	42%	41%	43%	43%	43%
销售、一般及行政开支	-11,057	-10,898	-11,629	-12,481	-13,534
其他经营收入及收益(损失)	172	206	363	199	199
经营溢利	3,303	3,989	4,232	4,839	5,693
经营利润率	5%	3%	7%	7%	8%
融资成本	-272	-279	-243	-229	-234
财务收入	55	141	143	213	315
税前溢利	3,086	3,851	4,132	4,823	5,774
所得税开支	-783	-1,081	-1,140	-1,312	-1,570
所得税率	25%	28%	28%	27%	27%
归母净利润	2,303	2,770	2,992	3,511	4,203
归母净利润率	7%	8%	8%	9%	10%
同比	5%	20%	8%	17%	20%

现金流量表					
(百万人民币)	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
除所得税前溢利	3,086	3,851	4,132	4,823	5,774
固定资产折旧	701	680	752	808	941
使用权资产折旧	1,752	1,924	1,900	1,981	2,050
无形资产摊销	57	28	47	47	47
其他	325	181	100	15	-80
营运资金变动前经营现金流	5,920	6,663	6,931	7,675	8,731
预付款项及其他资产增加、长	-46	-1,039	62	0	0
存货增加	-528	438	183	-493	-576
应收贸易款项减少	1,012	-691	687	-254	-182
其他应收款、按金及预付款减少	39	-1	3	0	0
应付贸易款项增加	485	-660	465	84	98
其他应付款、应付费用及其他负债增加	94	82	-329	200	0
支付所得税	-528	-950	-1,140	-1,312	-1,570
经营活动所得(所用)现金净额	6,448	4,706	6,862	5,899	6,500
购买物业、厂房及设备 and 无形资产支付款项	-712	-643	-624	-681	-713
出售物业、厂房及设备所得款项	10	6	8	8	8
以跨境资金池安排下提取/(存入)的定期抵押存款	-3,595	3,595	0	0	0
已收利息	22	141	143	213	315
其他	-21	-1,001	0	0	0
投资活动所用现金净额	-4,297	2,098	-473	-460	-390
偿还银行借款	-1,500	-3,786	0	0	0
银行借款所得款项	2,800	2,723	-1,337	0	0
支付租赁负债(含利息)	-1,895	-1,960	-2,189	-2,270	-2,305
已付银行借款之利息	-88	-81	-20	0	0
已付股息	-2,609	-5,294	-1,496	-1,756	-2,102
其他	3,568	0	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	276	-8,398	-5,043	-4,025	-4,407
现金及现金等价物变动	2,427	-1,595	1,346	1,414	1,704
于年初的现金及现金等价物	450	2,824	1,229	2,575	3,989
现金及现金等价物汇兑差额	-53	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,824	1,229	2,575	3,989	5,693

资产负债表					
(百万人民币)	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
存货	6,649	6,211	6,029	6,522	7,098
应收账款	1,487	2,177	1,490	1,744	1,926
按金、预付款项及其他应收款项	822	823	820	820	820
抵押定期存款	3,595	0	0	0	0
银行结余及现金	2,824	1,229	2,575	3,989	5,693
流动资产	15,376	10,440	10,914	13,076	15,537
物业、厂房及设备	1,154	1,020	883	747	511
使用权资产	3,909	3,625	3,825	3,944	4,094
无形资产	1,103	1,090	1,043	996	949
长期按金、预付款项及其他应收款项	256	1,266	1,200	1,200	1,200
递延所得税资产	238	266	270	270	270
非流动资产	6,659	6,659	6,659	6,659	6,659
应付贸易账款	1,106	445	910	994	1,092
其他应付款项、应付费用及其他应付款项	1,593	1,516	1,200	1,400	1,400
应付股息	1,635	0	0	0	0
短期借款	2,400	1,337	0	0	0
租赁负债	1,345	1,320	1,320	1,320	1,320
即期所得税负债	820	807	810	810	810
流动负债	8,899	5,426	4,240	4,524	4,622
递延所得税负债	73	246	230	230	230
租赁负债	2,520	2,329	2,463	2,522	2,651
非流动负债	2,593	2,575	2,693	2,752	2,881
股本及其他储备	8,593	5,040	5,040	5,040	5,040
保留溢利	1,950	4,666	6,162	7,918	10,019
权益	10,543	9,706	11,202	12,957	15,059

财务和估值比率					
	FY2020A	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.41	0.45	0.48	0.57	0.68
每股销售额	5.98	5.81	5.85	6.42	7.09
每股股息	0.19	0.64	0.24	0.28	0.34
同比变动					
收入	3%	7%	1%	10%	10%
经营溢利	2%	21%	6%	14%	18%
归母净利润	5%	20%	8%	17%	20%
摊薄每股收益	-2%	9%	8%	17%	20%
费用与利润率					
毛利率	42%	41%	43%	43%	43%
经营利润率	5%	3%	7%	7%	8%
归母净利润率	7%	8%	8%	9%	10%
回报率					
平均股本回报率	37%	27%	29%	29%	30%
平均资产回报率	12%	14%	17%	18%	20%
资产效率					
库存周转天数	120	110	106	105	104
应收账款周转天数	22	19	15	16	16
应付账款周转天数	16	13	16	16	16
财务杠杆					
流动比率(x)	1.7	1.9	2.6	2.9	3.4
速动比率(x)					
现金比率(x)	0.3	0.2	0.6	0.9	1.2
负债/权益(%)	23%	14%	0%	0%	0%
估值					
市盈率(x)	19.1	17.5	16.2	13.8	11.5
市销率(x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1
股息率	2%	7%	3%	3%	4%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 宝胜国际 (3813.HK)

财务报表分析与预测 - 宝胜国际

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,190	25,611	23,578	27,108	30,525
同比	19.9%	-5.8%	-7.9%	15.0%	12.6%
销售成本	-17,914	-17,785	-15,175	-17,560	-19,740
毛利	9,275	7,826	8,403	9,548	10,785
毛利率	34.1%	30.6%	35.6%	35.2%	35.3%
其他经营收入及收益 (损失)	377	340	420	420	420
销售及经销售	-7,169	-6,742	0	0	0
行政开支	-1,012	-763	0	0	0
总经营费用	-8,181	-7,505	-7,550	-8,508	-9,407
总经营费用率	30.1%	29.3%	32.0%	31.4%	30.8%
经营溢利	1,472	661	1,273	1,460	1,798
经营利润率	5.4%	2.6%	5.4%	5.4%	5.9%
融资成本	-248	-252	-207	-180	-180
财务收入	8	19	30	30	30
应占合营与联营企业业绩	1	15	-30	-10	0
其他收益 (损失)	-9	-11	-15	-15	-15
税前溢利	1,224	433	1,051	1,285	1,633
所得税开支	-345	-118	-292	-360	-457
所得税率	28.1%	27.3%	27.8%	28.0%	28.0%
本年度溢利	880	315	759	925	1,176
非控股权益	-47	-12	-30	-37	-47
归母净利润	833	303	728	888	1,129
归母净利润率	3.1%	1.2%	3.1%	3.3%	3.7%
YoY	53.5%	-63.7%	140.5%	22.0%	27.1%

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
投资物业	95	95	95	95	95
物业、机器及设备	1,354	1,294	1,338	1,219	1,044
使用权资产	2,932	3,247	3,471	3,623	3,726
收购物业、机器及设备之已付按金	87	61	60	60	60
租赁按金	178	184	190	190	190
无形资产	283	180	88	-4	-97
商誉	533	522	522	522	522
于合营企业之权益	253	379	379	379	379
按公允价值计入其他全面收益之权益工具	2	3	3	3	3
递延税项资产	9	64	65	65	65
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产总计	5,728	6,029	6,211	6,151	5,987
存货	8,021	5,870	5,820	6,735	7,571
应收货款及其他应收款项	2,994	3,360	2,842	3,268	3,680
可收回税项	5	1	1	1	1
银行结余及现金	614	1,742	1,900	1,903	2,236
分类为持作出售的非流动资产	29	20	20	20	20
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	11,663	10,993	10,583	11,926	13,508
应付货款及其他应付款项	2,661	3,234	2,328	2,694	3,029
合约负债	415	586	600	600	600
应付税项	262	186	200	200	200
银行及其他借债	3,546	1,949	1,500	1,500	1,500
租赁负债	890	1,047	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,774	7,002	5,628	5,994	6,329
递延税项负债	86	60	60	60	60
租赁负债	1,825	2,084	2,471	2,623	2,726
非流动负债合计	1,911	2,144	2,531	2,683	2,787
股本	47	47	47	47	47
储备	7,566	7,724	8,452	9,180	10,113
本公司拥有人应占权益	7,613	7,770	8,498	9,226	10,160
非控股权益	94	106	136	173	220
权益总额	7,706	7,876	8,635	9,400	10,380

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前溢利	1,224	433	1,051	1,285	1,633
物业、机器及设备折旧	474	541	596	660	715
使用权资产折旧	889	1,183	1,276	1,348	1,396
无形资产摊销	105	103	102	102	102
其他	270	251	177	150	150
营运资金变动前经营现金流量	2,962	2,511	3,202	3,545	3,996
预付款项减少 (增加)	4	104	0	0	0
应收货款及其他应收款项增加	-176	-210	518	-426	-412
存货增加	-1,264	2,176	49	-915	-836
应付货款及其他应付款项增加	584	638	-906	366	334
合约负债增加 (减少)	3	171	14	0	0
经营活动所得现金	2,113	5,390	2,877	2,570	3,083
已付所得税	-286	-271	-278	-360	-457
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,827	5,119	2,599	2,211	2,626
存置结构性银行存款	-900	-50	0	0	0
收购固定及无形资产所支付之按金	-807	-585	-709	-610	-610
借予一间子公司非控股权益之垫款	-102	-136	0	0	0
使用权资产付款	-14	-22	0	0	0
其他	975	-132	54	60	60
投资活动所用现金净额	-848	-925	-655	-550	-550
偿还银行及其他借款	-5,068	-4,947	-449	0	0
偿还租赁负债 (包括相关利息)	-950	-1,198	-1,161	-1,348	-1,396
就银行及其他借款支付之利息	-134	-127	-177	-150	-150
新增银行及其他借款	5,080	3,350	0	0	0
其他	-26	-145	0	-160	-195
融资活动 (所用) 所得现金净额	-1,098	-3,067	-1,786	-1,658	-1,742
现金及等同现金项目 (减少) 增加净额	-119	1,127	158	3	334
汇率变动影响	1	2	0	0	0
年初现金及等同现金项目	731	614	1,742	1,900	1,903
年终现金及等同现金项目	614	1,742	1,900	1,903	2,236

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.16	0.06	0.14	0.17	0.21
每股销售额	5.13	4.84	4.45	5.12	5.76
每股股息 (港币)	0.00	0.00	0.04	0.04	0.06
同比变动					
收入	19.9%	-5.8%	-7.9%	15.0%	12.6%
经营溢利	52.2%	-55.1%	92.4%	14.7%	23.1%
归母净利润	53.5%	-63.7%	140.5%	22.0%	27.1%
摊薄每股收益	52.6%	-63.6%	140.5%	22.0%	27.1%
费用与利润率					
毛利率	34.1%	30.6%	35.6%	35.2%	35.3%
总经营费用率	30.1%	29.3%	32.0%	31.4%	30.8%
经营利润率	5.4%	2.6%	5.4%	5.4%	5.9%
归母净利润率	3.1%	1.2%	3.1%	3.3%	3.7%
回报率					
平均股本回报率	11.3%	3.9%	8.8%	9.9%	11.4%
平均资产回报率	5.7%	1.8%	4.5%	5.3%	6.3%
资产效率					
库存周转天数	150	143	140	140	140
应收账款周转天数	42	45	44	44	44
应付账款周转天数	48	60	56	56	56
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1
速动比率 (x)	1.5	1.6	1.9	2.0	2.1
现金比率 (x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
负债/权益 (%)	46%	25%	17%	16%	14%
估值					
市盈率 (x)	6.9	18.9	7.9	6.5	5.1
市销率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
企业价值 / 收入 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
股息率	0%	0%	3%	3%	4%

奈雪的茶 (2150.HK)

财务报表分析与预测 - 奈雪的茶

利润表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,502	3,057	4,732	7,381	9,368
销售成本	-916	-1,159	-1,633	-2,532	-3,185
毛利	1,586	1,898	3,100	4,849	6,183
其他收入	1	198	12	5	5
员工成本	-751	-919	-1,353	-2,015	-2,436
使用权资产折旧	-261	-353	-490	-703	-903
其他租金及相关开支	-127	-101	-156	-207	-234
其他资产的折旧及摊销	-93	-154	-242	-357	-427
广告及推广开支	-67	-82	-128	-199	-253
配送服务费	-64	-167	-270	-421	-534
水电开支	-52	-67	-99	-155	-197
物流及仓储费	-40	-57	-85	-133	-169
其他开支	-80	-124	-184	-214	-272
其他亏损净额	-2	-7	-9	-15	-19
经营利润	49	65	94	436	746
融资成本	-96	-130	-155	-183	-205
利息收入	5	8	24	39	40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动	0	-133	-4,332	0	0
税前利润	-43	-190	-4,368	292	581
所得税	3	-13	961	-73	-145
税后利润	-40	-203	-3,407	219	435
归属非控股股东	0	0	0	0	0
归母净利润	-40	-203	-3,407	219	435

资产负债表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业及设备	451	587	906	1,089	1,217
使用权资产	1,170	1,240	1,740	2,116	2,324
无形资产	1	1	1	1	1
于联营公司的投资	0	0	0	0	0
递延税项资产	28	28	28	28	28
租赁按金	102	127	133	141	148
预付款项	4	2	2	2	2
非流动资产	1,756	1,984	2,809	3,376	3,719
存货	78	103	121	187	236
贸易及其他应收款项	136	725	666	1,039	1,319
受限制银行存款	0	0	0	0	0
现金及现金等价物	81	502	6,036	6,015	6,287
流动资产	295	1,330	6,823	7,242	7,842
总资产	2,051	3,314	9,632	10,618	11,561
贸易及其他应付款项	390	501	628	973	1,224
合约负债	45	79	79	79	79
银行贷款	55	283	283	283	283
可赎回注资	438	465	506	551	600
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0	362	362	362	362
可转换可赎回优先股	0	652	652	652	652
租赁负债	292	365	463	586	728
即期税项	7	21	21	21	21
流动负债	1,226	2,728	2,995	3,508	3,950
计息借款	0	0	0	0	0
租赁负债	962	992	1,276	1,530	1,596
拨备	11	14	14	14	14
递延税项负债	1	4	4	4	4
非流动负债	974	1,010	1,295	1,548	1,614
股本	0	0	1	1	1
储备	-146	-425	1,010	1,229	1,665
非控制性权益	-3	0	0	0	0
权益	-149	-424	1,011	1,230	1,665

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
除税前亏损	-43	-190	-4,368	292	581
折旧	354	507	732	1,060	1,329
融资成本	96	130	155	183	205
租赁按金利息收入	-4	-6	-7	-7	-8
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债的公允价值变动	0	133	4,332	0	0
存货增加	-41	-26	-18	-66	-48
贸易及其他应收款项以及租赁按金增加	-125	-81	59	-373	-280
贸易及其他应付款项增加	164	64	127	345	251
其他	14	44	961	-73	-145
经营活动所得现金净额	416	574	1,972	1,361	1,886
购买物业及设备的付款	-290	-243	-560	-540	-555
处置物业及设备所得款项	1	1	0	0	0
购买无形资产的付款	-1	0	0	0	0
其他	-1	-1	0	0	0
投资活动所用现金净额	-291	-244	-560	-540	-555
新增/(偿还)银行贷款及计息借款所得款项	53	222	0	0	0
发行认股权证、境内贷款及可换股票据所得款项	0	234	0	0	0
支付租赁负债的本金部分及利息部分	-267	-343	-706	-826	-1,044
已付银行贷款利息	0	-9	-15	-15	-15
已付上市开支	0	-1	0	0	0
其他	-15	-12	4,842	0	0
融资活动所得/(所用)现金净额	-229	92	4,122	-841	-1,059
现金及现金等价物增加/(减少)净额	-104	422	5,534	-21	271
年初现金及现金等价物	186	81	502	6,036	6,015
汇率变动的影响	0	-2	0	0	0
年末现金及现金等价物	81	502	6,036	6,015	6,287

财务和估值比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	-0.03	-0.14	-2.15	0.13	0.25
每股销售额	1.72	2.10	2.98	4.30	5.46
每股股息(HKD)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比变动					
收入	130%	22%	55%	56%	27%
经营溢利	NA	34%	45%	362%	71%
归母净利润	NA	NA	NA	NA	99%
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	99%
费用与利润率					
毛利率	63%	62%	66%	66%	66%
经营利润率	2%	2%	2%	6%	8%
归母净利率	-2%	-7%	-72%	3%	5%
回报率					
平均股本回报率	-31%	-71%	-1162%	20%	30%
平均资产回报率	-2%	-8%	-53%	2%	4%
资产效率					
库存周转天数	23	28	27	27	27
应收账款周转天数	14	51	51	51	51
应付账款周转天数	126	140	140	140	140
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.2	0.5	2.3	2.1	2.0
速动比率 (x)	0.2	0.4	2.2	2.0	1.9
现金比率 (x)	0.1	0.2	2.0	1.7	1.6
负债/权益	-36%	-67%	28%	23%	17%
估值					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	61.7	31.0
企业价值 / EBITDA (x)	95.6	49.5	21.3	9.8	6.4
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

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团—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

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

