



消费行业 2023 年展望：波动中逐渐恢复，曲折中坚定前行

- 2023 年消费行业何去何从？** 过去一年多的时间里，消费行业受到疫情持续的冲击，消费信心指数降至历史低点，无论是消费能力与消费意愿都大幅减弱。进入 2023 年，在房地产市场需求承压、出口受到全球经济放缓抑制的情况下，拉动内需是保证中国经济维持稳定增长态势的主要驱动力。我们预测 1Q23 消费行业在高基数以及春节提前的影响下依然将面临较大挑战，而进入 2Q23，随着疫情的逐步好转以及防疫措施的逐步优化，消费需求与市场情绪都有望得到逐步修复。在这一大趋势下，我们更看好可选赛道在 2023 年的表现。我们认为，符合以下四个条件的消费品企业有望在 2023 年相较整体消费板块有更强的股价与业绩表现。我们建议市场关注体育用品、啤酒、化妆品、餐饮等行业。李宁 (2331.HK)、滔搏 (6110.HK)、华润啤酒 (291.HK)、重庆啤酒 (600132.CH)、蒙牛 (2319.HK) 是我们在消费行业的首选。
- 一、所处行业具有较大的弹性：**在供应链有保障的前提下，我们认为销售在疫情期间受到较大抑制、但市场需求依然保持旺盛的板块通常具有较大的弹性，而所处行业的弹性很大程度上决定了疫情逐步好转的过程中企业所表现出来的增长势能。我们认为可选消费（包括体育用品、餐饮、户外、旅游出行等板块）有望在 2023 年表现出较大的弹性，而消费场景在疫情期间受到较大限制的必选板块（高端啤酒与高端乳制品）也有望在疫情恢复阶段录得较高速增长。
- 二、迎合消费分级的能力：**疫情对消费力的冲击使不同消费板块呈现不同的消费分级趋势。疫情之下，一线城市消费升级趋势持续，但消费频次有所下降，而二线以下城市销量持续上升，但却出现明显的消费降级。我们看好那些在高端与大众价格带皆有较强产品和渠道布局的消费品企业。基于一线城市相对饱和的市场需求，我们认为能够兼顾品牌力与性价比的消费品企业具有更强的下沉和扩张空间。
- 三、健康的渠道库存水平：**疫情导致动销放缓、渠道库存高企。不少消费行业都经历了（或正在经历）痛苦的清理渠道库存的过程。在批发模式下，较高的渠道库存导致行业促销力度加大、经销商拿货意愿减弱、品牌发货节奏放缓。因此，投资者应尽可能选择渠道库存比较健康或者对渠道库存有严格管控的消费品企业，以保证较小的库存风险。
- 四、公司优质的基本面：**公司优质的基本面包括强大的品牌力、丰富的产品/品牌矩阵、持续优化的供应链、以及全渠道布局与零售能力。这些都是消费品企业长期业绩表现的最大保障因素之一。另外，管理层过往在面对行业危机时的表现 (track record) 也可以作为衡量一家企业基本面的重要参考。

林闻嘉

消费分析师 | 研究部副主管

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

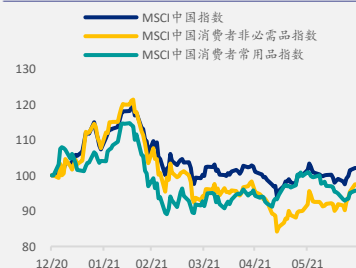
助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2022 年 12 月 09 日

年初至今行业指数表现



截至 2022 年 12 月 6 日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《蒙牛 (2319.HK)：市场预期与业绩确定性存在偏差，估值短期有望回升；上调目标价》(2022-12-07)

《滔搏 (6110.HK)：Nike 品牌力恢复及稳定的库存提升业绩确定性；上调目标价》(2022-12-01)



扫码关注浦银国际研究

目录

消费行业 2023 年展望：波动中逐渐恢复，曲折中坚定前行	5
一、所处行业具有较大的弹性	8
二、较强的迎合消费分级的能力	10
三、健康的渠道库存水平	14
四、强大的基本面与稳健的业绩	17
重点消费行业 2023 展望	23
运动服饰行业：渠道库存水平决定反弹力度	23
啤酒行业：重启高端化之路，提价依然是主旋律	27
乳制品行业：短期弹性不大，但长期增长确定性高	31
奶粉行业：短期有望触底反弹，长期估值难有反转	34
白酒行业：需求显著放缓，控量保价是短期大方向	37
化妆品行业：短期防御性强，长期受益消费趋势	40
餐饮行业：在疫情中，管理能力与运营效率是关键	43
调味品行业：面临需求疲软与原材料价格的双重压力	46
软饮料与方便面：收入缺乏弹性，原材料压力减小	49
消费行业覆盖公司	52
行业首推	53

图表目录

图表 1: 中国消费者信心指数	5
图表 2: 中国总体社会零售总额增速	5
图表 3: 消费子行业 2023 年展望及建议关注标的	7
图表 4: 受疫情影响程度不同的消费品板块及其作用场景与条件	8
图表 5: 中国消费者最希望在疫情后大规模消费的项目	9
图表 6: 主要消费品子行业于 2018 与 2019 年（疫情开始前）的零售收入同比增长	9
图表 7: 不同快消品品类不同价格带的产品短期的销售增长	10
图表 8: 各线城市快消品销售额、销售量和单价增长，2020-2021 年	12
图表 9: 国内外快消品牌销售额、销售量和单价增长，2019-2021 年	12
图表 10: 传统批发模式的风险分析	14
图表 11: 伊利蒙牛 3Q22 各品类收入表现	15
图表 12: 李宁 2017-1H22 年库存水平及库存周转月数	16
图表 13: 李宁渠道库存结构，2018-1H22	16

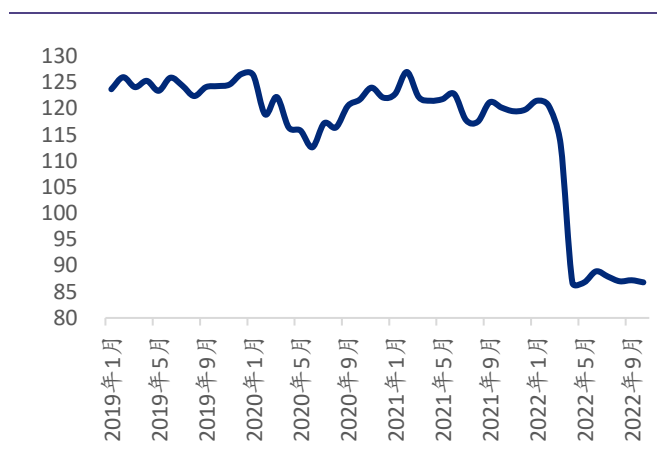
图表 14: 李宁、安踏、Fila 百度指数	17
图表 15: 李宁在运动服饰行业市场份额, 2018-2021	18
图表 16: 李宁零售收入增长	18
图表 17: 华润啤酒产品矩阵	18
图表 18: 中国消费品行业主要原材料 2021 年下半年价格变动	19
图表 19: 中国消费品行业主要原材料 2022 年初至今价格变动	19
图表 20: 消费行业估值表	21
图表 21: 主要运动服饰品牌 1Q21-3Q22 零售流水表现	23
图表 22: 各品牌渠道库销比	24
图表 23: 李宁 2017-1H22 年库存水平及库存周转月数	24
图表 24: 李宁渠道库存结构, 2018-1H22	24
图表 25: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2021 复合增长率	25
图表 26: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2021	25
图表 27: 啤酒行业销量表现, 1H22 vs 3Q22	27
图表 28: 啤酒行业吨价表现, 1H22 vs 3Q22	27
图表 29: 大麦价格走势	28
图表 30: 小麦价格走势	28
图表 31: 中国长江铝价格走势	28
图表 32: 中国玻璃价格指数	28
图表 33: 各啤酒企业 2021 年至今涨价情况汇总	29
图表 34: 中国原奶价格走势	31
图表 35: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势	31
图表 36: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2021 年销售额平均增速	32
图表 37: 各国人均奶类产品销量比较, 2021	32
图表 38: 各国家/地区人均乳制品销量比较, 2021	32
图表 39: 各国家/地区人均牛奶销量比较, 2021	32
图表 40: 中国奶粉行业集中度变化 (前三名市场份额)	34
图表 41: 不同国家奶粉行业集中度比较, 2021	34
图表 42: 中国出生率	35
图表 43: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速	35
图表 44: 中国婴幼儿奶粉零售额按价格带分类	35
图表 45: 奶粉行业国产品牌与进口品牌零售额占比	35
图表 46: 主要白酒企业各季度收入同比增长	37
图表 47: 主要白酒企业各季度归母净利润同比增长	37
图表 48: 飞天茅台出厂价、一批价和零售价	37
图表 49: 普五出厂价、一批价和零售价	37
图表 50: 主要白酒企业合同负债同比变化, 1H22 与 3Q22	38
图表 51: 中国主要化妆品品牌收入同比增速	40
图表 52: 珀莱雅、薇诺娜、夸迪、米蓓尔双十一天猫淘宝销售额	40
图表 53: 中国大众彩妆行业市场份额: 国际品牌与中国品牌	41
图表 54: 中国大众护肤品行业市场份额: 国际品牌与中国品牌	41
图表 55: 中国功能性护肤品品牌与整体脸部护肤市场增速对比	42
图表 56: 中国餐饮行业收入规模	43
图表 57: 中国餐饮行业收入同比变化	43

图表 58: 连锁餐饮品牌 1H21-1H22 净开店数	44
图表 59: 主要餐饮企业 2021-2022 年上下半年收入同比变化情况	44
图表 60: 主要餐饮企业 2021-2022 年上下半年店铺经营利润率	44
图表 61: 连锁餐饮与非连锁餐饮的收入增速	45
图表 62: 连锁餐饮收入占比	45
图表 63: 主要中国调味品行业玩家 2021 年下半年股价表现	46
图表 64: 主要中国调味品行业玩家 2022 年至今股价表现	46
图表 65: 主要调味品公司 3Q21-3Q22 各季度收入同比变化	47
图表 66: 大豆价格	47
图表 67: 糖价格	47
图表 68: 主要调味品公司 3Q21-3Q22 毛利率同比变化	48
图表 69: 各企业软饮料品类销售同比变化, 2H20-1H22	49
图表 70: 各企业方便面销售同比变化, 2H20-1H22	49
图表 71: 棕榈油价格走势	50
图表 72: PET 价格走势	50
图表 73: 各企业软饮料品类毛利率同比变化, 1H21-1H22 表现	50
图表 74: 各企业方便面毛利率同比变化, 1H21-1H22 表现	50
图表 75: 中国健康饮料及软饮料同比增速趋势	51
图表 76: 中国健康饮料销售额规模及预测	51
图表 77: 浦银国际消费行业公司覆盖	52

消费行业 2023 年展望： 波动中逐渐恢复，曲折中坚定前行

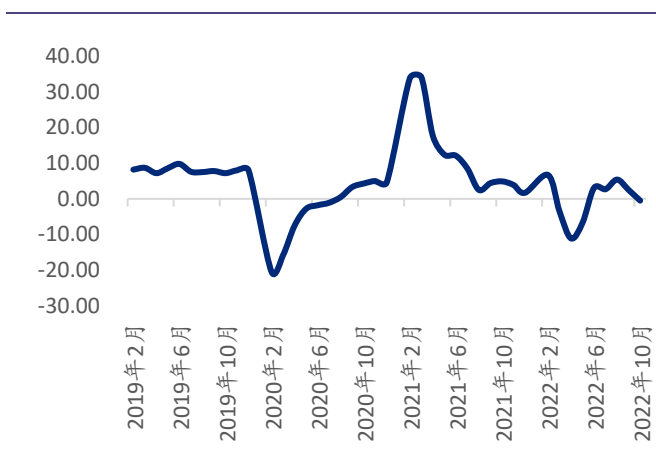
过去 14 个月，消费行业受到疫情严重的打击，消费者信心指数降至历史低点，无论是消费能力与消费意愿都大幅减弱。

图表 1: 中国消费者信心指数



注：截至 2022 年 10 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 2022 年 10 月 资料来源：Wind，浦银国际


在房地产市场需求承压、出口受到抑制的情况下，拉动内需是使中国经济回到恢复性增长的唯一出路。而除了固定资产投资以外，消费是保障经济增长态势的另一主要驱动力。正因为如此，我们看到政府从 11 月开始积极的调整和优化防疫政策，希望刺激内需，从而促进经济的恢复与发展。

虽然伴随着一定的不确定性，但我们相信，防疫措施的不断优化带动消费力的逐渐恢复将是 2023 年的大势所趋。

我们预测 2023 年一季度，消费行业的收入增速在高基数以及春节提前的影响下依然将面临较大挑战。然而进入到二季度，随着低基数的开始以及消费者信心的回升，消费行业的总体收入有望看到明显的恢复和反弹，而可选消费总体反弹的力度和幅度将大概率高于必选消费板块。

我们认为，在疫情好转的大趋势下，满足以下几点标的的概率会有较好的表现：

- (1) 所处行业具有较大的弹性
- (2) 较强的迎合消费分级的能力
- (3) 健康的渠道库存水平
- (4) 强大的基本面与稳健的业绩



我们预计，市场进入恢复阶段之后，体育用品、啤酒、调味品、化妆品、餐饮等行业将有望表现出较强的恢复弹性，而乳制品依然是确定性最高的消费品行业之一。

目前，**李宁(2331.HK)**、**滔搏(6110.HK)**、**蒙牛(2319.HK)**、**华润啤酒(291.HK)**、**重庆啤酒(600132.CH)** 是我们在消费行业的首选。

图表 3：消费电子行业 2023 年展望及建议关注标的

细分板块	2023 年展望	建议关注
<u>运动服饰行业</u>	在疫情逐步好转的大趋势下，需求和客流有望逐步恢复。叠加较低的基数，运动服饰行业有望从 2023 年二季度开始录得较高速的流水增长。而那些能够在 2022 年底使渠道库存回到相对健康水平的运动服饰品牌更有机会在 2023 年抓住市场需求反弹的机会录得较高的收入增长。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。	维持李宁* (2331.HK)、安踏 (2020.HK)、滔搏* (6110.HK)、宝胜 (3813.HK) “买入”评级。可以关注特步 (1368.HK)。
<u>啤酒行业</u>	随着疫情的逐步放开，中国啤酒行业将重启消费升级步伐，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的升级。从大趋势来看，未来高端啤酒及超高端啤酒增速将继续保持远高于中国啤酒行业平均增速的水平，因此对高端与超高端产品线的布局依然是中国啤酒玩家长期主要的竞争力。	维持华润啤酒* (291.HK)、重庆啤酒* (600132.CH) 及青岛啤酒 H 股 (168.HK) “买入”评级，维持青岛啤酒 A 股 (600600.CH) 及百威亚太 (1876.HK) “持有”评级，燕京 (000729.CH) 维持“卖出”评级
<u>乳制品行业</u>	作为相对刚需的消费品，乳制品在疫情期间依然保持相对稳定的市场需求。虽然在疫情放开的过程，乳制品行业所表现出来的弹性可能弱于偏可选的行业，但其健康属性与相对较低的人均消费量也使其长期增长具有较高的确定性。乳制品龙头业绩确定性的逐渐释放短期有望估值的恢复。	首推蒙牛* (2319.HK)，同时建议关注伊利 (600887.SS) 和光明 (600597.SS)
<u>奶粉行业</u>	和大部分乳制品品类一样，婴幼儿奶粉具有刚需属性，其需求受疫情的影响相对较小。这就意味着在疫情恢复阶段，奶粉行业的弹性相对较弱。低线城市消费力的下降有可能使飞鹤等高端奶粉品牌的市场份额和利润率承压。相比飞鹤，短期更看好伊利在奶粉行业的增长前景。	维持飞鹤 (6186.HK) 及澳优 (1717.HK) “持有”评级。建议关注 H&H (1112.HK)、伊利 (600887.SS)。
<u>白酒行业</u>	短期来看，高端白酒增长的确定性好于次高端。次高端白酒渠道库存较高，可能影响短期收入表现。随着疫情的逐步好转，终端动销情况有望逐渐恢复、经销商的信心有望提振、打款意愿有望加强。长期来看，疫情将加速行业的消费分级。我们认为，名优白酒品牌高端化与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是整体白酒行业主要的增长动力。	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)。
<u>化妆品行业</u>	化妆品行业在疫情下整体需求依然保持稳健，且大众化妆品需求向国产品牌倾斜的趋势有望得到进一步的验证，利好国产化妆品企业。功能性护肤品（包括皮肤学级护肤品以及功效护肤品）在中国受到消费者的青睐，也带动这一细分市场的规模在不断增大。	建议关注珀莱雅 (603605.SS)、贝泰妮 (300957.SS)、华熙生物 (688363.SS)、上海家化 (600315.SS)、丸美 (603983.SS)。
<u>餐饮行业</u>	短期来看，如疫情逐步好转、防疫政策有所放松，中国餐饮行业无疑将迎来一轮反弹，行业收入有望在未来几年里逐步回升并重回疫情前水平。然而，经历近三年疫情反复，消费者对于餐饮的消费趋势与偏好有可能已发生了潜移默化的结构性改变，包括：1) 健康意识的提升，对外出就餐及外卖的需求减弱，更倾向于在家烹饪；2) 对外出社交性聚餐的欲望有所降低；3) 对食物口味、原料品质、菜品创意、就餐环境等有了更高的要求。	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)。
<u>调味品行业</u>	由于餐饮渠道占了调味品行业销售很大的比例，调味品是所有必选消费品中弹性较高的子行业。防疫措施的进一步优化将对终端动销的恢复（尤其是餐饮渠道的市场需求）起到积极的作用，但较高的渠道库存可能使终端需求无法快速传导至品牌的收入。因此，我们预计，调味品行业要恢复到疫情以前的增速还需要较长的时间。	建议关注海天味业 (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)。
<u>软饮料与方便面行业</u>	短期来看，我们认为方便面和软饮料行业的增长在疫情逐步放开的阶段不具备太大的弹性。然而，原材料价格的逐步回落有望利好这些企业未来两个季度盈利能力的回升。长期来看，我们更看好持续通过产品创新来实现高端占比提升、聚焦通路深耕、且对渠道库存严格管理的软饮料与方便面企业。	建议重点关注农夫山泉 (9633.HK)、康师傅 (322.HK)、统一中控 (220.HK)。

注：*为行业首推；资料来源：浦银国际

一、所处行业具有较大的弹性

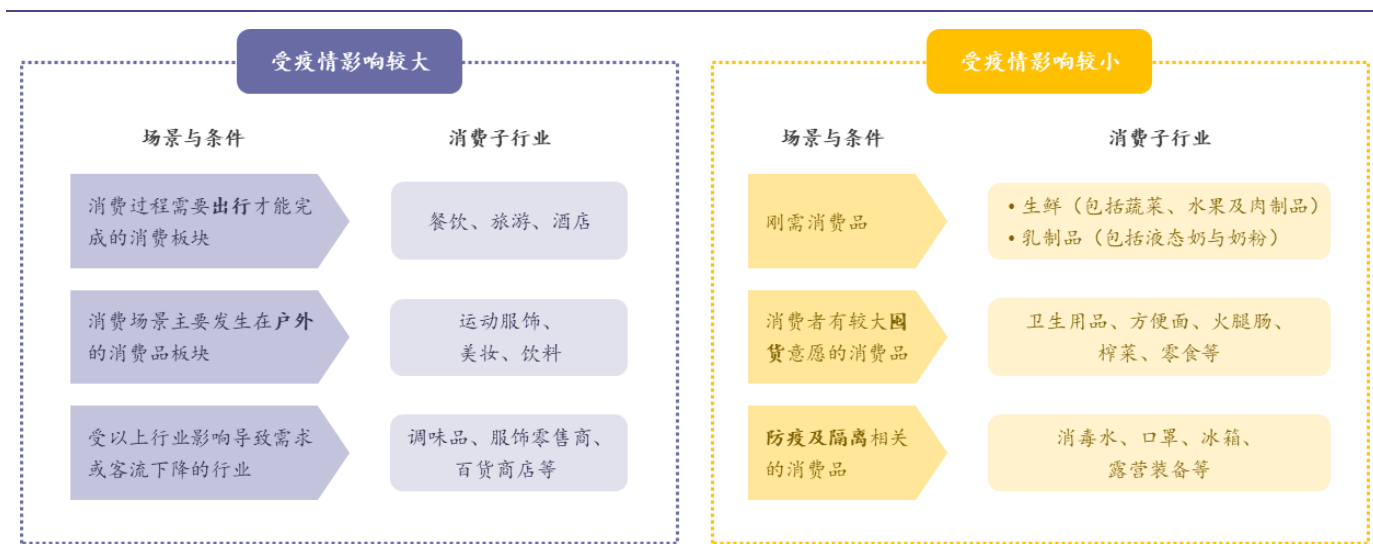
我们认为，在消费行业逐渐走出疫情阴霾的过程中，公司所处行业的恢复弹性是疫情后期股价反弹势能强弱的决定性因素之一。

行业在逐步放开的过程中所表现出来的弹性很大程度上取决于疫情期间市场需求受到抑制的程度。我们认为，如果某一消费子行业的需求在疫情期间由于消费场景缺失、消费力下降、销售渠道关闭、产能受限等因素而受到抑制，那这个行业将在疫情放开的过程中看到更强的弹性。

举例来看，由于防疫需要，许多社交场所被迫关闭，消费者出行受到限制，餐饮、旅游、酒店等行业都受到了非常大的打击。同时，零售业的客流也因为区域性的闭店或者限流措施出现大幅下滑。但在消费力没有明显下降的前提下，消费者在这些消费场景下的消费意愿并未有减弱。

另外，疫情期间高端啤酒行业在餐饮与夜场渠道无法正常运营的情况下失去了消费场景，从而造成高端啤酒产品的增长大幅放缓，行业高端化停滞。然而，一旦这些消费场所放开，市场需求将被释放，高端产品的销售在低基数的基础上将见证显著增长。

图表 4：受疫情影响程度不同的消费品板块及其作用场景与条件

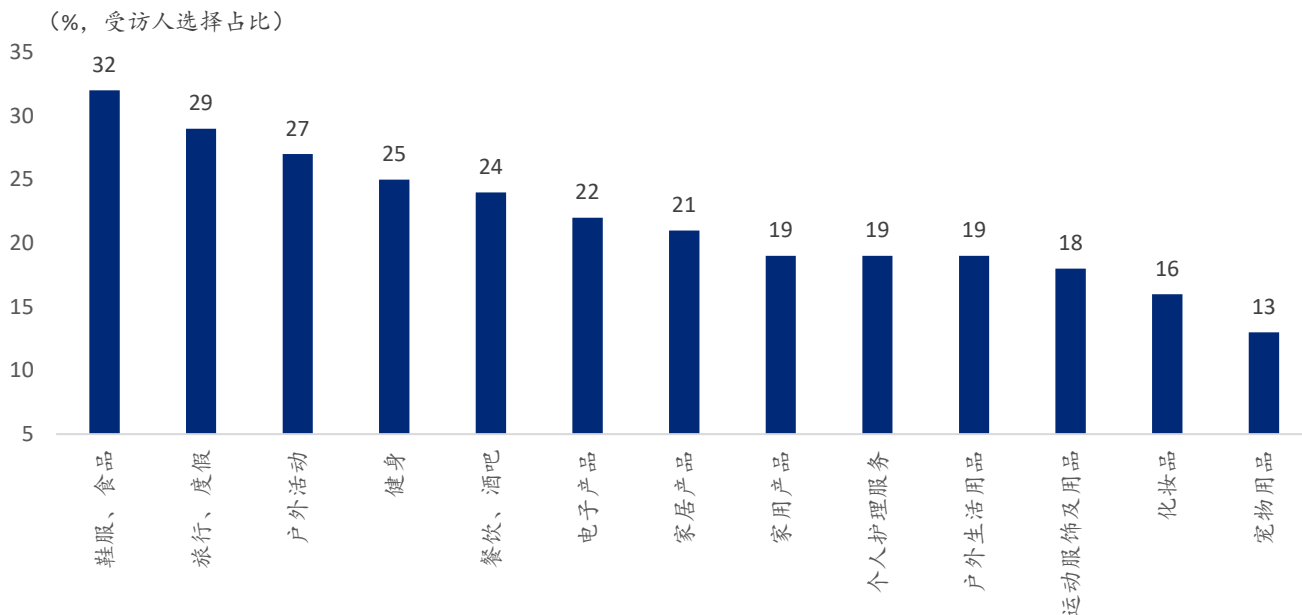


资料来源：浦银国际整理

根据麦肯锡的调查，鞋服、旅游以及户外活动相关的品类是中国消费者最希望在疫情后大规模消费的项目。除此之外，运动健身以及餐饮也名列前茅。这很大程度上印证了我们的观点：

- (1) 在疫情期间受到打击较大的赛道在疫情以后会表现出较强的增长弹性；
- (2) 可选赛道的需求弹性在疫情后期大概率好于必选赛道。

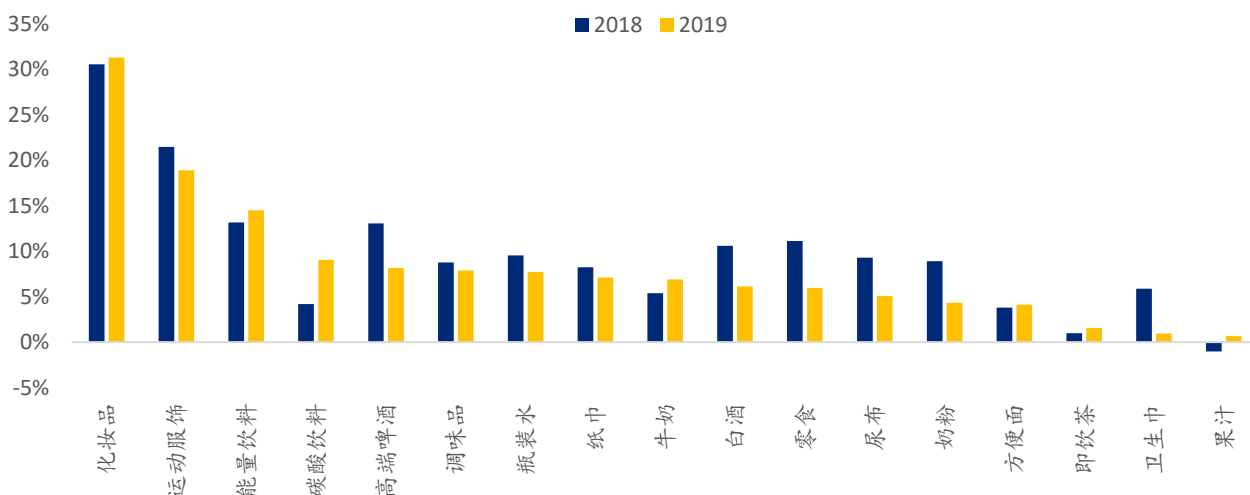
图表 5：中国消费者最希望在疫情后大规模消费的项目



注：访问问题为疫情后最希望大规模购买的产品或服务。资料来源：麦肯锡，浦银国际

除了需求在疫情期间受到抑制以外，消费赛道本身的增长确定性也对疫情后的恢复势能起到非常重要的影响。比如化妆品、高端啤酒、运动服饰等行业本身就具有非常强的长期增长逻辑，且在疫情之前就已维持较快的增长。我们认为，在疫情退去之后，这些行业的增速也将会有较快的恢复。

图表 6：主要消费品子行业于 2018 与 2019 年（疫情开始前）的零售收入同比增长

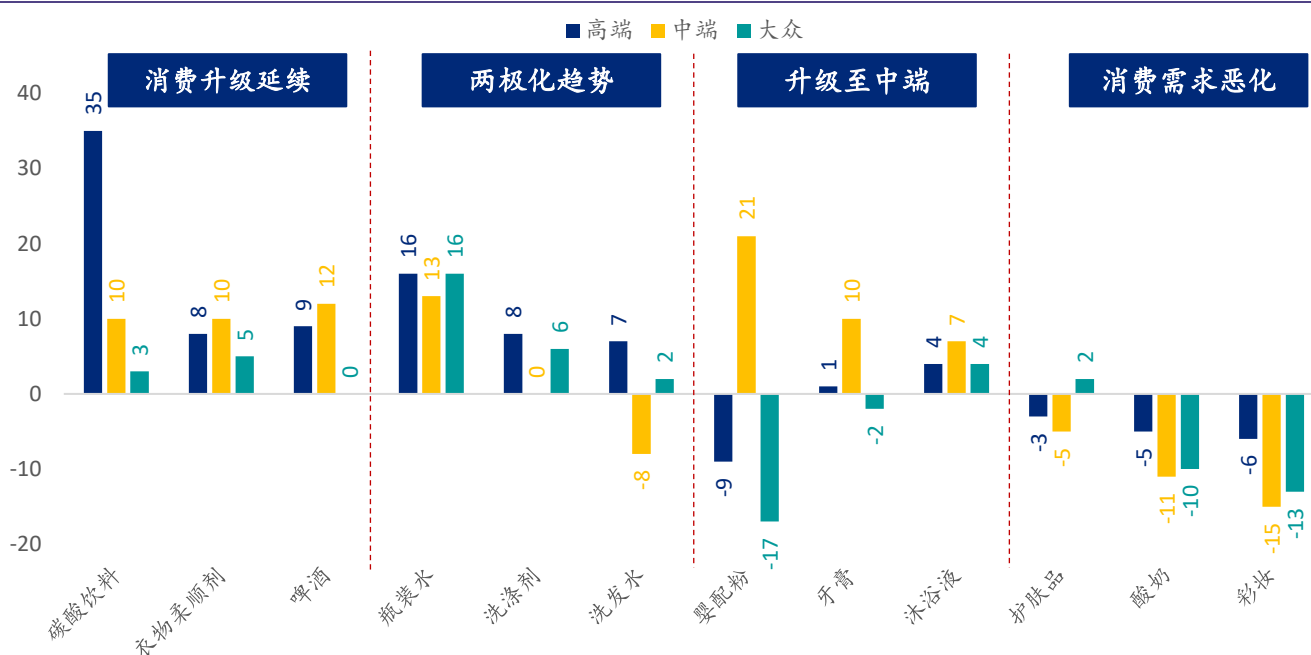


资料来源：Euromonitor、浦银国际

二、较强的迎合消费分级的能力

疫情之前，消费升级无疑是中国消费行业的主流趋势。然而，三年疫情的“洗礼”对中国整体的消费力产生巨大的冲击。在这一背景下，基于各个消费赛道不同的消费属性以及主要消费渠道受疫情影响的差异，不同消费子行业在疫情后开始呈现不同的消费趋势。贝恩咨询将不同的行业分成四类：

图表 7：不同快消品品类不同价格带的产品短期的销售增长



注：瓶装水、衣物柔顺剂、洗涤剂、碳酸饮料和酸奶的高端产品定义为高于该产品分类 1.2 倍的平均价格的产品；中端为 0.8-1.2 倍的平均价格，大众为低于 0.8 倍年平均价格的产品。其他产品分类的高、中端及大众分类的定义融合了 Kantar 对品牌的定位。例如，超高端和高端产品分类合并成高端分类，中端和低段合并成为大众分类。护肤品和彩妆产品受众主要为 15-64 岁人群，婴儿配粉包含 1-5 段产品。

资料来源：贝恩咨询、浦银国际

(1) 持续的消费升级

有些行业在疫情中依然呈现相对明显的消费升级趋势。以啤酒行业为例，由于疫情对现饮渠道（餐饮和夜场）的影响较为严重，令高端啤酒产品的市场需求受到抑制，但中端与高端的销售额增速依然远高于主流低端产品，显示啤酒行业消费升级的逻辑并没有改变。一旦疫情有所好转、现饮渠道得到恢复，高端啤酒的增长预计会有明显的提速。因此，我们持续看好在次高端与高端价格带都有非常强的产品与渠道布局的啤酒企业（比如华润啤酒）。

(2) 两极化趋势

部分行业出现了明显的消费分级，高端与主流产品的增速高于中间价格带产品的增长。比如高端包装水与低端包装水同时出现较高的增长。我们认为，高端包装水的高速增长无疑是高端消费者消费升级的延续，

而低端包装水的高速增长很大程度上是由于疫情令中端消费者消费力下降，造成的价格敏感度提升。

另一个两极化趋势较为明显的行业就是白酒行业。我们相信，在没有政策干预的情况下，茅台的市场需求依然有望保持稳定增长，而中端与次高端白酒可能出现一定程度上的消费降级现象。

(3) 升级至中端

部分行业高端产品的市场需求因经济增长放缓与消费力减弱，有所下降，但低端产品向中端产品升级的趋势还在延续。这说明普通消费者在追求好品牌与高品质的同时，提高了对产品的性价比的关注度。

我们认为，在这一趋势下，奶粉行业中高端产品占比相对较高的企业（比如飞鹤、澳优）产品结构面临较大的下行压力，而以主流价格带为主的企业（比如伊利与君乐宝）则有望看到持续的份额提升与产品结构优化。

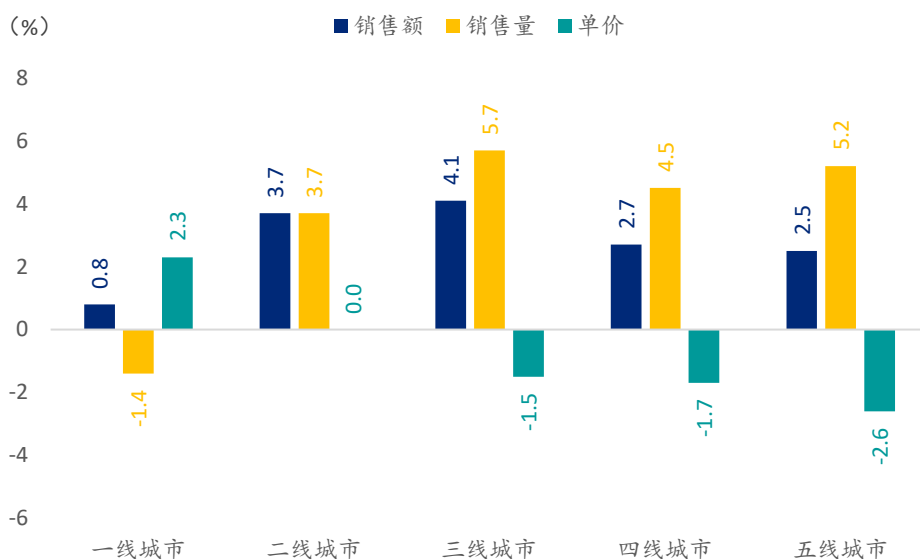
(4) 消费需求恶化

在疫情期间，部分行业的低端产品增速明显好于中端与高端产品，最典型的例子就是化妆品行业。我们认为，国产品牌在过去几年借助互联网以及直播带货的强势崛起，是化妆品行业市场消费偏好向国内品牌（普遍定位低于国际品牌）偏移的主要原因。而疫情的影响（包括消费力下降、线下门店关闭、电商占比持续提升）进一步加快了这一趋势的演化，从而导致化妆品行业低端价格带产品增速高于中端与高端产品的增速。

根据贝恩的数据，在疫情期间，一线城市的消费升级趋势依然持续，对快消品的平均消费单价有进一步的提升，但销量则同比有所下滑。而二线及以下的城市消费趋势与一线城市相反，平均销售单价有所下滑，但销量却依然保持增长态势。

这一趋势表明，在消费力下降的情况下，一线城市的消费者选择了降低消费频次，但依然坚持高端化的消费理念。与之相对应的，二线及以下城市消费者的消费偏好则更加注重产品的性价比。

图表 8：各线城市快消品销售额、销售量和单价增长，2020-2021 年

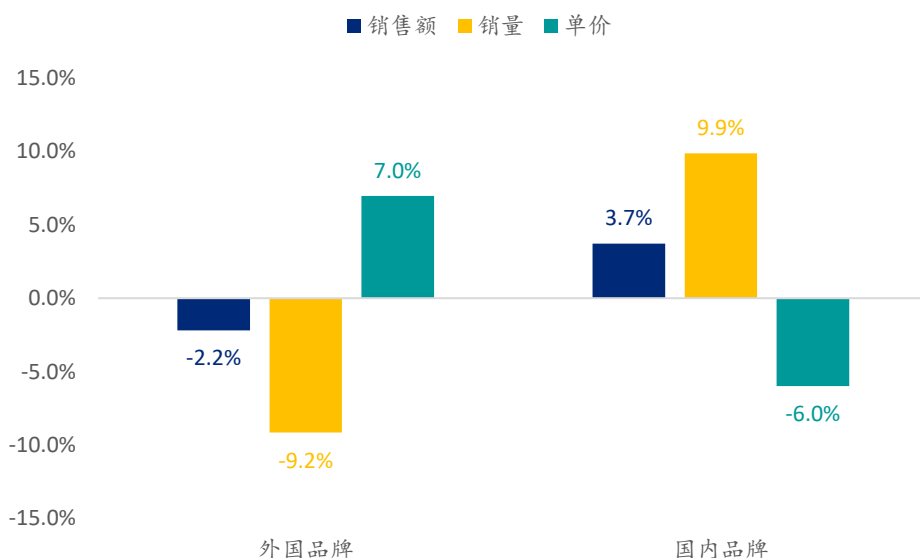


注：化妆品包含 15-64 岁使用品类；婴配粉及尿不湿包含 1 段到 5 段适用产品；除尿不湿及牙刷的单价以元/件计算、化妆品以元/套、纸巾以元/100 卷外，所有其他品类以元/升或元/公斤计算。

资料来源：贝恩咨询，浦银国际

由于高线城市的消费者更加倾向于购买国际品牌，而低线城市的消费者则更加青睐国产品牌，这也导致国际品牌在疫情期间的增长主要依靠单价的提升，而国产品牌的增长则主要是销量驱动。


图表 9：国内外快消品品牌销售额、销售量和单价增长，2019-2021 年



注：数据包含贝恩咨询一向跟踪的 26 个品类。外国品牌根据 Kantar 统计的 26 个品类中“表现最好的品牌”；外国或国内品牌根据最大股东的所在地进行分类，收并购项目则在交易完成后 3 年更改分类；化妆品包含 15-64 岁使用品类；婴配粉及尿不湿包含 1 段到 5 段适用产品；除尿不湿及牙刷的单价以元/件计算、化妆品以元/套、纸巾以元/100 卷外，所有其他品类以元/升或元/公斤计算。

资料来源：贝恩咨询，浦银国际

基于以上趋势，我们看好那些在高端与大众价格带皆有较强产品和渠道布局的消费品企业，因为他们既能够迎合高端消费者消费升级的需求，同时也能够满足部分消费者对高性价比产品的追求。



在低线城市消费力有所下降、消费需求有所降级的趋势下，那些兼具强大品牌力与优质性价比的消费企业有望展现出更广阔的市场空间。

比如在餐饮行业，相比定位高端消费、单价水平较高、聚焦于一二线城市的餐饮企业（比如海底捞、奈雪、星巴克等），定位大众消费、价格相对亲民的餐饮品牌（比如太二、蜜雪冰城、瑞幸咖啡等）无疑具有更大的下沉扩张空间，并在消费力受到冲击的情况下展现出更强的韧性。

三、健康的渠道库存水平

尽管 DTC 转直营是中国消费行业的大势所趋，但对大部分消费板块来说，批发依然是现阶段的主流分销模式。在这种模式下，如果没有很好的渠道库存管控机制，一旦动销放缓，库存就会在分销渠道和销售终端堆积。

尤其是在行业面对疫情较大压力的情况下，较高的渠道库存会给企业的现金流与基本面带来巨大的压力。我们看到众多消费子板块（包括运动服饰、白酒、乳制品、奶粉、调味品等）都在过去的一年中经历了痛苦的清理渠道库存的过程，导致收入和利润率受到不同程度的影响。

我们从以下几个方面去分析渠道库存对消费品牌基本面的影响：

- (1) 当渠道库存大幅上升，经销商的现金周转就会出现問題。为了加快现金和货物的周转，经销商大多会通过大幅的打折来清理渠道库存。这就是我们近期看到许多行业（包括运动服饰、调味品、奶粉等）整体的促销力度较大、折扣水平比较高的原因。

终端渠道长期进行大幅折扣对于品牌的整体定位和定价都有较大的负面影响，甚至可能影响品牌形象。比如，疫情以前在中国拥有高端品牌形象的国际运动服饰品牌 adidas，其品牌形象已在过去两年持续的打折促销中出现较为明显的恶化。

图表 10：传统批发模式的风险分析



资料来源：浦银国际

- (2) 当终端动销放缓，叠加渠道库存高企，经销商继续从品牌方进货的动力可能大幅下降。

这也解释了资本市场短期对白酒行业（尤其是 600-800 元的次高端价格带）的整体情绪比较差，以及对 4Q22 以及 1Q23 的收入展望都比较悲观的原因。相较而言，茅台与五粮液因为品牌力强，市场需求相对稳健，渠道库存相对较低，而且品牌的议价能力也比较高，所以经销商的打款确定性还是比较强的。

- (3) 为了维持较为健康的渠道库存水平，品牌方也会通过主动砍单或放缓出货节奏来清理渠道的库存。这无疑会对消费品牌短期的收入预期带来负面影响。

举例来说，伊利由于在今年 6 月底渠道库存水平依然比较高，不得不在 7 月份选择放缓出货的节奏来清理渠道库存。这也在一定程度上造成了其三季度液态奶的收入同比下滑 5%，低于市场预期。另一方面，蒙牛在 4-5 月已经基本完成了渠道库存清理的工作，以较为健康的渠道库存水平进入三季度。因此，蒙牛三季度的液态奶收入同比增长中到高单位数，远好于伊利。

图表 11: 伊利蒙牛 3Q22 各品类收入表现

品类	蒙牛	伊利
整体液态奶	中高单位数增长	下滑 4.9%
常温白奶	双位数增长	低单位数增长
-高端白奶	特仑苏双位数增长	金典低单位数增长
-基础白奶	双位数增长	低单位数增长
常温酸奶	高单位数下降	低到中单位数下降
低温酸奶	双位数下降	双位数下降
冰淇淋	强劲增长	增长 35%左右
奶粉	降幅缩窄	增长 18-20% (不含澳优)

资料来源：浦银国际估算

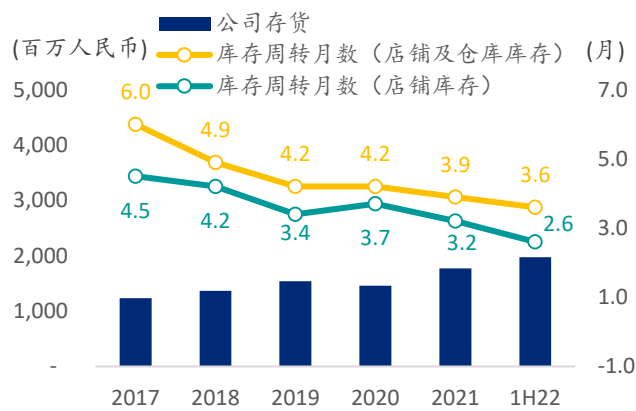
- (4) 在疫情逐渐放开的大趋势下，整个行业的终端动销有望在 2023 年逐步恢复。但是对于渠道库存高的行业或者品牌，动销的恢复或许无法直接传导到品牌。换言之，就是渠道库存高的行业和品牌短期无法捕捉因疫情防控措施优化所带来的利好因素。

比如说，我们看到调味品行业目前的渠道库存仍在 2.5 个月以上。因而，即使需求有所恢复，也需要等到渠道库存回到正常的水平，才能将需求的增长反映到品牌的收入端。

基于以上分析，在大环境的不确定性依然较高、消费需求波动性较大的情况下，我们建议投资者尽可能选择渠道库存比较健康或者对渠道库存有严格管控的消费品企业。

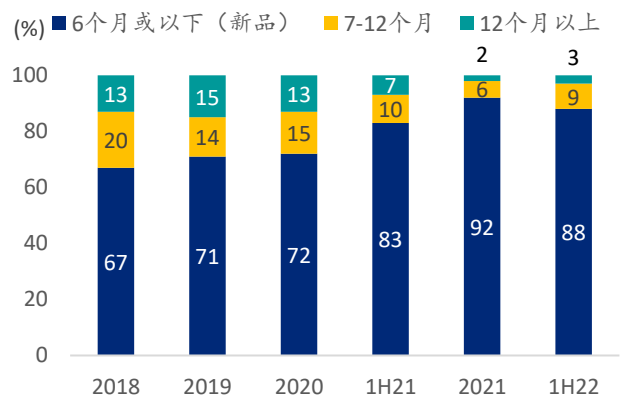
我们认为，李宁就是其中比较优秀的典范。相较竞争对手，李宁的渠道库存始终在行业中维持在相对较为健康的水平。这也使李宁可以在整体行业促销力度比较大的情况下依然维持较高的定价水平。在严格的渠道库存管理机制下，李宁过去几年的渠道库存持续下降，库龄结构持续优化，对于公司毛利率的持续提升起到非常积极的作用。

图表 12: 李宁 2017-1H22 年库存水平及库存周转月数



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 13: 李宁渠道库存结构, 2018-1H22



资料来源：公司数据、浦银国际

四、强大的基本面与稳健的业绩

展望 2023 年，防疫措施有望进一步优化，但疫情的反复与波动大概率会持续。结合国际地缘政治的持续发展和变化所带来的不确定性，我们认为，消费品企业在 2023 年依然将面对不少的挑战。

因此，对于消费品企业来说，能够在不确定性中不断调整自身的运营能力，同时从不同的角度加强企业内功，才能保证企业能够灵活地应对市场所带来的各种挑战，最终确保相对稳定的业绩表现。这就要求企业具有较强的基本面，而判断一家公司基本面是否稳健的参考标准主要包括：

● 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在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。

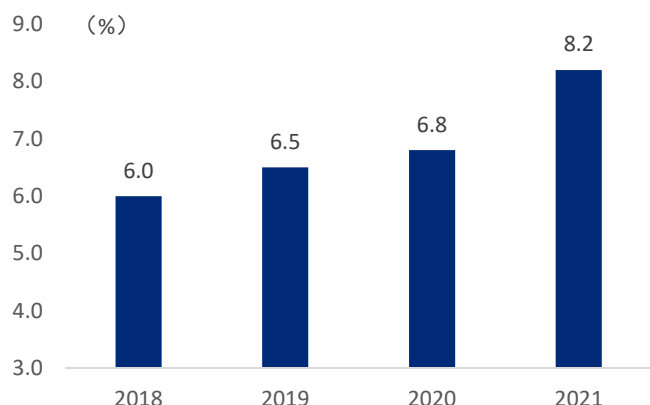
图表 14：李宁、安踏、Fila 百度指数

排名	2019.12	2020.03	2020.06	2020.09	2020.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2022.03	2022.06	2022.09	2022.12
1	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	耐克	阿迪达斯	阿迪达斯	安踏	阿迪达斯	耐克	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	耐克	耐克	耐克	阿迪达斯	李宁
3	匡威	匡威	匡威	匡威	李宁	李宁	阿迪达斯	李宁	安踏	阿迪达斯	李宁	李宁	耐克
4	彪马	李宁	彪马	彪马	彪马	安踏	安踏	耐克	李宁	李宁	安踏	安踏	安踏
5	李宁	安踏	新百伦	李宁	匡威	彪马	彪马	匹克	安德玛	匡威	安德玛	安德玛	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	安德玛	匡威	特步	彪马
7	安踏	安德玛	安踏	安踏	安踏	匹克	匹克	特步	新百伦	匹克	彪马	匡威	新百伦
8	匹克	新百伦	匹克	匹克	匹克	特步	安德玛	彪马	匡威	彪马	匹克	彪马	特步
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	新百伦	新百伦	新百伦	匡威
10	特步	匹克	特步	特步	特步	匡威	匡威	匡威	匹克	特步	特步	匹克	匹克

资料来源：百度指数、浦银国际

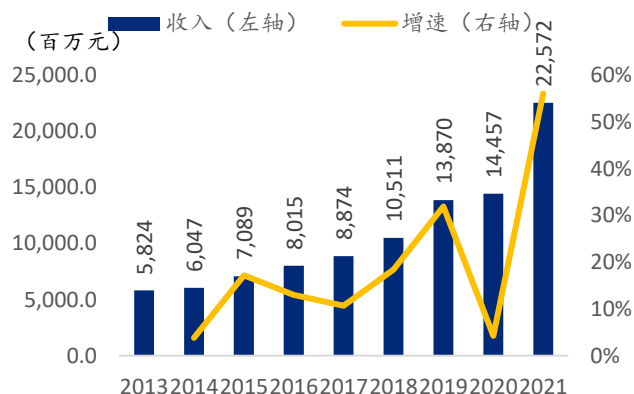
就运动服饰行业来看，李宁的品牌力在 2018 年李宁以中国李宁系列参加纽约时装周以后持续上升。这也使李宁过去几年的流水和收入增长始终高于行业主要竞争对手，市场份额持续提升。

图表 15: 李宁在运动服饰行业市场份额, 2018-2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 16: 李宁零售收入增长



资料来源: 公司数据、浦银国际

● 丰富的产品/品牌矩阵

基于我们前文对消费分级的分析, 我们认为较为全面的、覆盖较宽的价格带的产品/品牌矩阵, 是消费品企业在不确定性中能够持续扩张的重要竞争优势。

对于消费升级趋势较为明显的消费赛道, 我们看好那些在高端价格带具有丰富产品和品牌布局的企业, 比如啤酒行业的华润。同时, 我们认为在中端价格带有较强产品布局的品牌有望在低线城市抢占市场份额, 比如奶粉行业中的伊利与君乐宝。

图表 17: 华润啤酒产品矩阵



资料来源: 公司资料, 浦银国际

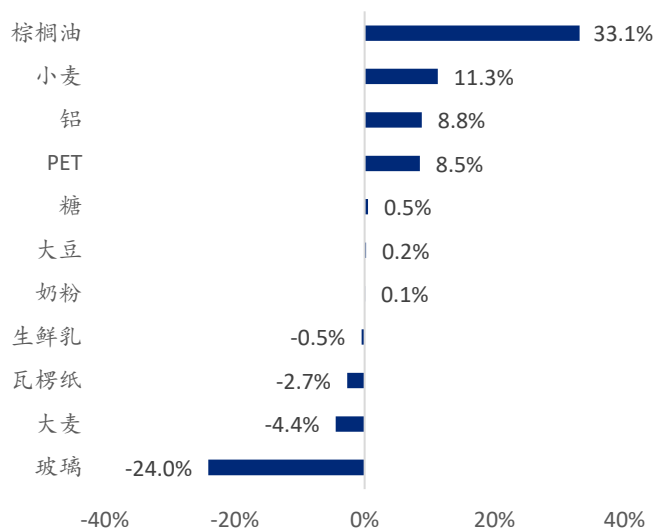
● 供应链持续优化

疫情对于企业供应链（包括采购、生产、仓储和运输）的韧性和灵活性提出了更高的要求。在疫情期间，各大消费企业必须攻克灵活调配生产和采购资源以保证生产和供应的可持续性的难题。

另一方面，在国际形势依然不明朗的情况下，原材料价格波动依然是各大企业不得不面对的挑战。许多消费企业将会在 2023 年初重新签订新的采购合同，导致新一年的生产成本跳跃式上升。因此，企业需要拓展自己的供应商选择范围来加大对上游供应商的议价能力，从而降低采购的价格。

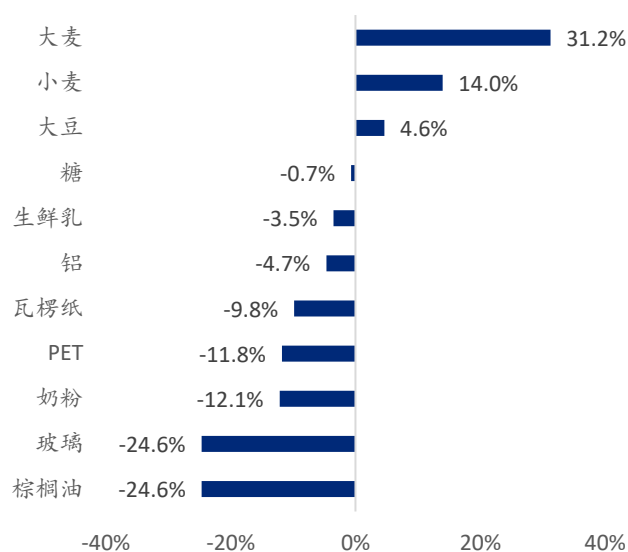
同时，有些企业和行业（比如啤酒和乳制品）有能力适当抬高价格，从而将原材料成本压力转嫁至渠道与消费者。

图表 18: 中国消费品行业主要原材料 2021 年下半年价格变动



资料来源：Wind、Bloomberg、浦银国际

图表 19: 中国消费品行业主要原材料 2022 年初至今价格变动



注：截至 2022 年 12 月 6 日。资料来源：Wind、Bloomberg、浦银国际

● 全渠道布局与零售能力

对于零售业而言，电商无疑在疫情期间很大程度上弥补了线下门店受到疫情的打击，而对于餐饮业来说，外卖也同样在一定程度上抵消了门店客流大幅下降的负面影响。可见全渠道的布局对于消费品企业灵活应对突发危机起着非常重要的作用。

另外，对于零售企业来说，零售终端的运营能力（包括门店库存的管控、货架和 SKU 的管理、门店人员的调配、租金的可调节性、门店运营数字化能力等）对门店的盈利能力有着决定性的影响。

长期来看，通过 DTC 来加大对零售终端的掌控将提升终端的运营效率和以及消费者购物体验，从而提升品牌的形象以及企业的竞争力。

除了以上四点，我们认为，管理层过往在面对行业危机时候的表现（track record）也可以作为衡量一家企业基本面的重要参考。

图表 20: 消费行业估值表

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
运动服饰												
2020.HK Equity	安踏体育	94.4	32,847	28	23	19	7	24	22	16	14	12
2331.HK Equity	李宁	61.3	20,636	31	25	20	14	23	22	20	16	13
6110.HK Equity	滔搏	5.4	4,272	13	11	10	-13	18	16	6	6	5
1368.HK Equity	特步国际	9.1	3,065	19	16	13	15	21	25	11	9	8
3813.HK Equity	宝胜国际	0.8	533	23	6	4	-56	267	45	4	3	3
1361.HK Equity	361度	3.4	891	8	7	6	24	16	12	2	2	2
平均值				27.2	21.9	18.0				16.0	13.3	11.2
啤酒												
1876.HK Equity	百威亚太	23.9	40,607.2	40.3	34.5	30.7	2.6	17.1	12.4	16.1	14.1	11.9
291.HK Equity	华润啤酒	53.4	22,225.5	36.8	29.6	24.6	(7.9)	24.3	20.6	21.7	17.5	14.9
600600.CH Equity	青岛啤酒	108.7	17,291.2	43.1	36.7	30.8	(2.9)	17.4	19.4	26.9	23.4	20.8
168.HK Equity	青岛啤酒	74.4	17,291.2	27.3	23.7	21.0	(6.0)	15.4	12.7	14.8	12.6	11.0
600132.CH Equity	重庆啤酒	127.8	8,861.5	45.9	37.7	32.0	15.4	21.7	18.1	16.9	14.8	13.2
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.7	4,305.3	88.1	61.6	46.1	49.4	43.0	33.5	23.5	22.4	20.3
平均值				40.3	33.5	28.6				19.1	16.4	14.2
白酒												
600519.CH Equity	贵州茅台	1,684.0	303,128	34	29	25	19	17	16	24	20	17
000858.CH Equity	五粮液	173.7	96,602	25	22	19	15	15	15	17	15	13
600809.CH Equity	山西汾酒	275.3	48,132	44	34	27	43	31	26	31	24	19
000568.CH Equity	泸州老窖	204.7	43,178	30	24	20	27	23	21	21	18	15
002304.CH Equity	洋河股份	150.8	32,570	24	20	17	27	19	18	16	13	12
000596.CH Equity	古井贡酒	256.9	16,835	45	36	29	29	26	24	25	20	16
000799.CH Equity	酒鬼酒	136.2	6,340	36	28	22	37	30	26	25	20	15
603369.CH Equity	今世缘	45.6	8,197	23	19	15	22	22	22	16	13	11
000860.CH Equity	北京顺鑫农业股份有限公司	31.2	3,318	140	47	36	62	196	33	27	17	15
平均值				33.2	27.4	23.2				22.4	18.9	16.0
奶粉												
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.6	7,702.9	9.5	8.3	7.6	(19.5)	14.2	10.0	5.8	5.2	4.8
1112.HK Equity	H&H国际控股	11.9	981.7	8.2	7.2	6.3	63.0	15.3	13.3	7.4	6.8	6.6
1717.HK Equity	澳优	4.5	1,030.0	8.9	7.1	6.2	(26.7)	25.3	15.1	5.7	4.6	4.0
平均值				9.3	8.1	7.3				6.0	5.3	4.9
乳制品												
600887.CH Equity	伊利股份	31.6	28,958	21.2	17.9	15.3	4.1	18.3	17.4	14.8	12.5	10.9
2319.HK Equity	蒙牛乳业	33.7	17,100	20.5	18.3	15.7	16.3	11.7	16.5	16.8	15.0	13.1
600597.CH Equity	光明乳业	10.8	2,136	22.3	19.7	17.4	1.0	13.2	13.1	8.9	7.6	6.8
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.4	2,397	58.9	30.9	21.4	65.7	90.5	44.5	33.2	18.3	13.0
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	985	6.1	4.5	3.5	-1.6	35.0	28.0	6.0	5.3	4.9
9858.HK Equity	优然牧业	2.2	1,057	8.7	4.6	3.4	-49.3	90.6	34.1	7.1	5.5	4.7
平均值				21.0	18.2	15.5				15.2	13.2	11.5
软饮料												
9633.HK Equity	农夫山泉	42.8	61,754.1	54.4	45.6	38.6	10.0	19.3	18.0	33.3	28.5	24.6
322.HK Equity	康师傅控股	13.1	9,469.1	23.2	17.2	14.6	(22.7)	34.8	17.9	9.6	7.9	7.1
220.HK Equity	统一企业中国	6.7	3,712.8	20.9	16.3	14.2	(17.4)	28.2	14.9	9.1	7.8	7.0
平均值				48.8	40.5	34.4				29.1	24.9	21.5
肉制品												
000895.CH Equity	双汇发展	26.2	12,982	16	15	14	18	8	7	11	10	9
288.HK Equity	万洲国际	4.5	7,341	5	5	5	40	1	7	4	4	4
平均值				12.1	11.3	10.6				8.5	8.0	7.4
调味品												
603288.CH Equity	海天味业	81.8	54,315	54	46	40	5	18	16	45	38	33
300999.CH Equity	金龙鱼	44.2	34,330	60	38	30	-3	57	25	30	20	16
1579.HK Equity	颐海国际	24.6	3,304	33	27	23	-99	21	19	19	16	14
600872.CH Equity	中炬高新	40.3	4,535	47	37	32	-10	26	18	33	27	23
002507.CH Equity	涪陵榨菜	27.3	3,469	26	22	20	22	15	12	19	16	14
600305.CH Equity	恒顺醋业	12.3	1,773	71	51	41	45	40	25	40	32	26
603027.CH Equity	千禾味业	21.1	2,893	68	50	39	34	36	27	44	32	26
平均值				55.0	42.0	35.2				37.9	29.9	25.4

(接下页...)

(接上页...)

股份代号	公司名称	股价(LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS增速			EV/EBITDA		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
平均值				48.8	40.5	34.4				29.1	24.9	21.5
休闲食品												
151.HK Equity	中国旺旺	4.9	7,424.9	14.8	12.3	11.4	(16.5)	20.3	8.1	8.1	21.1	62.4
3799.HK Equity	达利食品	3.5	6,131.5	12.4	11.0	10.2	(6.3)	11.9	7.8	6.3	5.6	5.3
603517.CH Equity	绝味食品	56.7	4,944.1	76.9	32.7	25.6	(53.9)	134.9	28.1	43.5	22.4	17.8
002557.CH Equity	洽洽食品	52.8	3,835.9	26.0	21.7	18.4	10.4	19.9	17.7	18.6	15.8	13.4
1458.HK Equity	周黑鸭	5.3	1,611.3	90.7	26.2	19.4	(65.3)	246.2	35.0	21.8	11.5	9.4
603719.CH Equity	良品铺子	39.6	2,274.9	41.7	35.5	29.5	35.6	17.5	20.2	28.4	23.5	19.8
平均值				34.6	20.1	16.9				18.5	16.6	26.5
新零售												
9992.HK Equity	泡泡玛特	17.8	3,152.6	26.7	19.1	14.4	(3.7)	39.5	32.5	12.5	9.3	7.4
MNSO.US Equity	名创优品有限公司	11.1	3,529	33.4	40	60	0	-17	-33	13	9	8
平均值				30.2	30.2	38.4				12.9	9.2	7.5
传统商超零售												
601933.CH Equity	永辉超市	3.9	5,007	3850	47	29	100	8100	63	23	16	14
6808.HK Equity	高鑫零售	2.3	2,852	144	278	53	(91.3)	-48	427	2	2	2
平均值				2,505.1	130.9	37.5				15.0	10.7	9.5
零售餐饮												
YUMC.US Equity	百胜中国	55.5	23,210.9	49.3	29.3	23.8	(7.0)	68.4	22.9	15.2	11.1	9.6
9987.HK Equity	百胜中国	434.6	23,330.8	49.6	29.4	24.0	(7.0)	68.4	22.9	15.3	11.2	9.6
6862.HK Equity	海底捞	20.9	14,945.8	203.4	43.3	29.5	138.4	369.6	47.0	24.5	16.4	13.4
9922.HK Equity	九毛九	19.3	3,592.5	88.0	36.1	24.4	(23.9)	143.9	48.1	25.7	14.2	10.2
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.1	1,571.1	N/A	56.1	22.5	95.2	172.2	149.1	21.6	7.2	4.8
520.HK Equity	呷哺呷哺	7.4	1,027.0	N/A	29.9	16.9	34.9	244.4	76.9	11.4	6.1	5.0
9869.HK Equity	海伦司	14.0	2,275.5	N/A	35.2	20.2	(125.8)	1,583.3	74.7	42.2	10.8	7.4
603345.CH Equity	安井食品	162.3	6,821.0	45.7	35.9	28.9	25.1	27.3	24.4	28.0	21.8	17.6
001215.CH Equity	千味央厨	65.4	812.5	57	41.9	32.4	-8	35.2	29.4	31.0	23.9	18.9
平均值				86.9	33.4	25.0				17.9	12.3	10.3
旅游酒店												
600754.CH Equity	锦江酒店	56.1	7,661	353	37	25	64	866	43	44	17	13
600258.CH Equity	首旅酒店	24.1	3,857	N/A	32	22	-534	414	42	24	12	10
1992.HK Equity	复星旅游文化	9.7	1,539	N/A	18	11	88	283	60	11	7	6
GHG.US Equity	格林酒店集团	3.6	372	18	8	6	N/A	118	32	9	6	4
45.HK Equity	大酒店	7.4	1,568	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
69.HK Equity	香格里拉 (亚洲)	5.6	2,553	N/A	32	15	29	181	118	39	17	13
1179.HK Equity	华住集团	32.6	13,439	N/A	56	35	N/A	276	59	112	22	16
HTHT.US Equity	华住集团	42.1	13,539	N/A	56	36	-3611	276	59	113	23	16
平均值				337.5	47.2	30.1				83.5	19.7	14.4
家电												
000333.CH Equity	美的集团	51.3	51,375.2	11.8	10.6	9.6	4.1	11.1	11.1	10.7	9.7	8.7
000651.CH Equity	格力电器	33.1	26,725.9	7.3	6.6	6.1	12.7	9.7	9.3	4.9	4.5	4.2
6690.HK Equity	海尔智家	25.1	31,736.5	13.7	11.8	10.4	16.0	15.7	14.2	10.3	9.0	8.0
600690.CH Equity	海尔智家	24.5	31,736.5	15.1	13.2	11.5	15.1	15.0	14.8	10.3	9.1	8.1
921.HK Equity	海信家电	8.2	2,251.0	7.8	6.2	5.3	38.3	25.1	16.6	5.7	4.7	4.0
平均值				12.1	10.6	9.4				9.4	8.4	7.5
化妆品												
YSG.US Equity	逸仙控股有限公司	1.2	659.7	N/A	N/A	N/A	43.4	47.6	40.9	N/A	N/A	N/A
600315.CH Equity	上海家化	30.0	2,915.4	35.6	25.8	21.5	(13.1)	37.7	19.8	22.2	17.7	15.1
603605.CH Equity	珀莱雅	165.5	6,722.0	62.5	48.2	37.6	29.2	29.7	28.2	43.1	35.0	27.5
平均值				54.3	41.4	32.7				36.8	29.7	23.8
个人以及家庭护理												
1044.HK Equity	恒安国际	36.7	5,471.7	14.0	11.2	10.5	(15.8)	25.3	6.5	8.2	7.0	6.6
002511.CH Equity	中顺洁柔	11.9	2,246.5	39.3	26.2	21.4	(32.4)	49.7	22.9	17.9	13.4	11.4
3331.HK Equity	维达国际	18.6	2,865.2	24.3	14.8	12.3	(44.7)	63.9	20.1	10.4	8.2	7.2
平均值				22.2	15.4	13.3				10.8	8.7	7.8

百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒及燕京啤酒 EV/EBITDA E=浦银国际, 其余 E=Bloomberg 预测 截至 2022 年 12 月 7 日收盘价

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

重点消费行业 2023 展望

● 运动服饰行业：渠道库存水平决定反弹力度

2022 年 3 月中旬以来，疫情导致线下门店客流大幅下降，对运动服饰行业造成了较大的打击。各运动服饰品牌的零售流水增速在 2Q22 开始大幅放缓，并在 3Q22 增速依然持续疲软。总体而言，国产运动服饰品牌的增速略好于国际品牌。

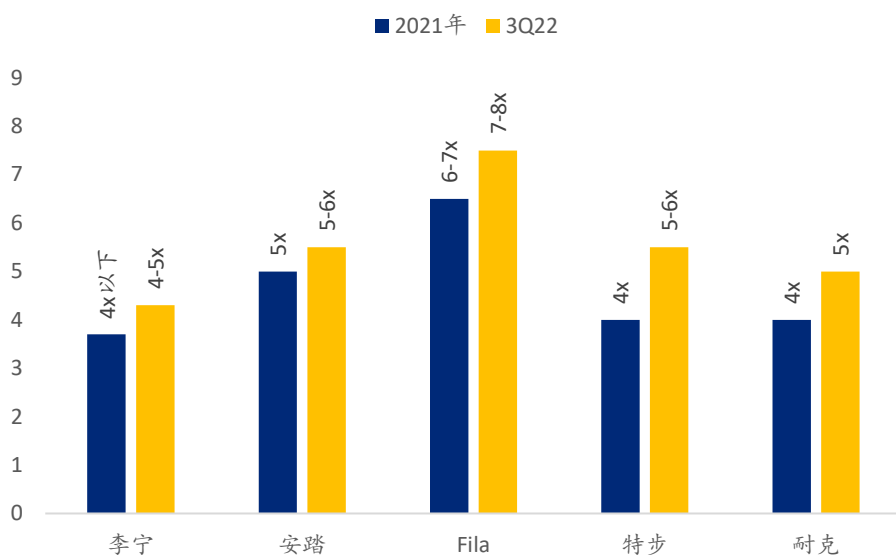
图表 21：主要运动服饰品牌 1Q21-3Q22 零售流水表现

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
李宁	▲增长 80-90% 高段	▲增长 90-100% 低段	▲增长 40-50% 低段	▲增长 30-40% 低段	▲增长 20-30% 高段	▼下降 高单位数	▲增长 10-20% 中段
安踏品牌	▲增长 40-45%	▲增长 35-40%	▲增长 10-20%低段	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%高段	▼下降 中单位数	▲增长 中单位数
安踏：Fila	▲增长 75-80%	▲增长 30-35%	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 高单位数	▲增长 低双位数
特步	▲增长 约 55%	▲增长 30%-35%	▲增长 10-20%中段	▲增长 20%-25%	▲增长 30%-35%	▲增长 10-20%中段	▲增长 20%-25%
361 度	▲增长 10-20%高段	▲增长 15-20%	▲增长 10-20%低段	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▲增长 10-20%中段

资料来源：公司数据、浦银国际

较弱的终端动销导致整体市场的渠道库存增加。截止目前，各大运动服饰品牌在中国的渠道库存都高于疫情前的正常水平。为了回到相对较为健康的渠道库存水平，各大品牌都在年末（尤其是刚刚结束的“双十一”活动上）加大了营销的力度。因此，目前行业整体的零售折扣较深，促销力度较大。

图表 22: 各品牌渠道库销比

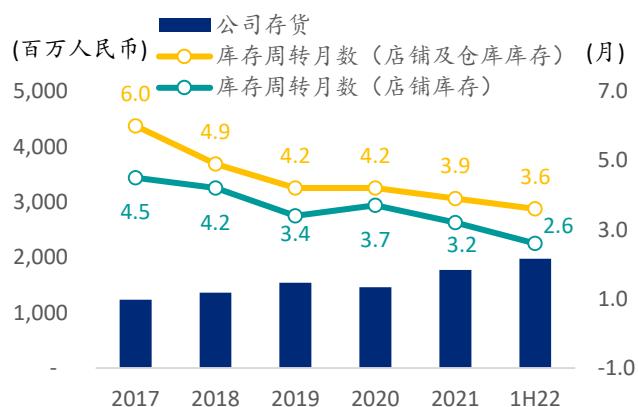


资料来源: 浦银国际估算

我们认为, 渠道库存高、批发占比大的运动服饰品牌面临更大的清理渠道库存的压力。

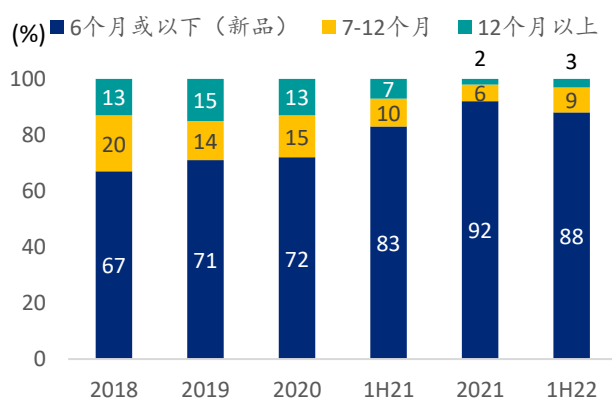
在严格的渠道库存管理机制下, 李宁始终维持着相对健康的渠道库存水平。于此同时, 李宁的库龄结构在行业中也最优秀的, 截止 9 月底 6 个月以内新货的占比依然维持在 80-90%的高段。

图表 23: 李宁 2017-1H22 年库存水平及库存周转月数



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 24: 李宁渠道库存结构, 2018-1H22



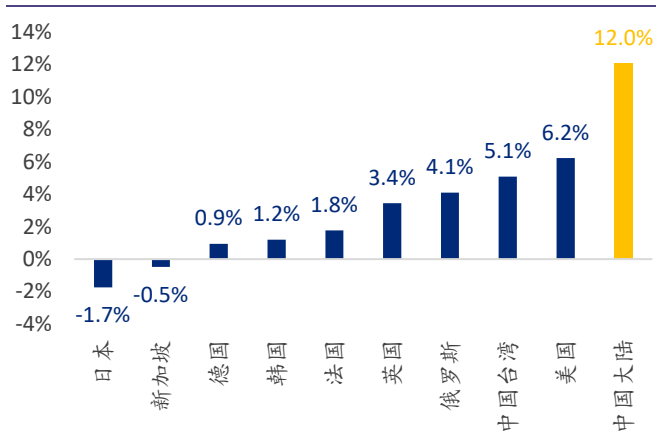
资料来源: 公司数据、浦银国际

安踏 (包括 Fila) 的库存水平虽然高于正常值, 但公司目前直营占比高, 因此总体来看, 清理库存的压力有限。

展望 2023 年，在疫情逐步好转的大趋势下，需求和客流有望逐步恢复。叠加较低的基数，运动服饰行业有望在从 2023 年二季度开始录得较高速的流水增长。而那些能够在 2022 年底渠道库存回到相对健康水平的运动服饰品牌更有机会在 2023 年抓住市场需求反弹的机会录得较高的收入增长。

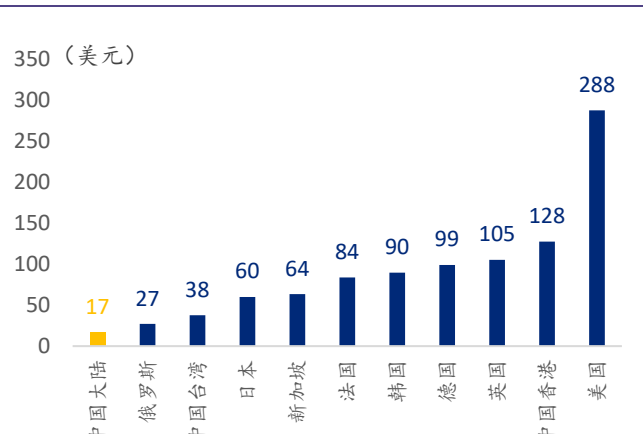
长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低的水平。这也表示中国消费者对运动服饰的需求未来还有巨大的上升空间。

图表 25: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2021 复合增长率



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 26: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2021



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

另一方面，我们观察到新疆棉事件以后，Nike 的品牌力与基本面近期都有所回升。虽然 Adidas 的品牌力恢复仍需时日，但新 CEO 上任有望对其在中国市场的品牌策略做出调整，从而扭转其在中国市场的颓势。我们预计进入 2023 年以后，国际品牌的市场份额有望逐步企稳，国际品牌与国产品牌的市场份额有望重新回到相对稳定的格局。

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。我们对李宁 (2331.HK)、安踏 (2020.HK)、滔搏 (6110.HK) 以及宝胜 (3813.HK) 皆给予“买入”评级。李宁与滔搏依然是我们在运动服饰行业的首选。

更多相关报告:

[《滔搏 \(6110.HK\): Nike 品牌力恢复及稳定的库存提升业绩确定性; 上调目标价》](#)

[《滔搏 \(6110.HK\): 灵活高效的运营能力带来充满韧性的业绩表现; 维持买入评级》](#)

[《滔搏 \(6110.HK\): 斯凯奇占比提高驱动收入增长, Nike 业绩反弹有望推动估值回升》](#)

[《安踏 \(2020.HK\): 流水与利润率环比改善; 低估值叠加强大基本面带来高](#)

性价比》

《[李宁 \(2331.HK\)](#): 严格的渠道库存管理 是业绩持续增长的最大保障》

《[滔搏 \(6110.HK\)](#): adidas 占比大幅减小, 品牌结构持续优化驱动长期健康发展》

《[安踏 \(2020.HK\)](#): 1H22 流水超预期之后, 盈利有望继续好于市场预测》

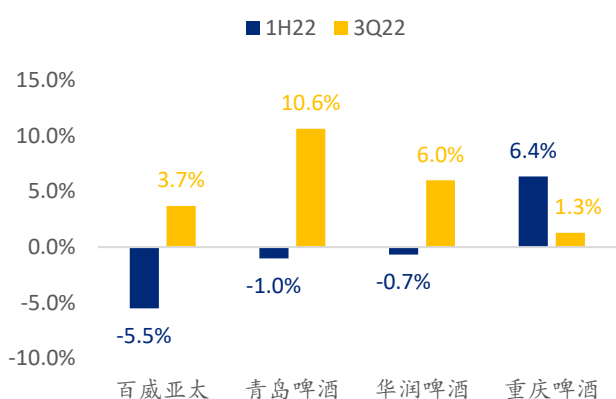
《[宝胜 \(3813.HK\)](#): 1Q22 业绩反映经营杠杆优化, 可预见性提升; 上调至“买入”》

● 啤酒行业：重启高端化之路，提价依然是主旋律

疫情对中国啤酒行业今年二季度的销量造成了较大的影响，导致不少啤酒行业玩家在 1H22 都录得了销量的同比下滑。然而，7-8 月期间（啤酒行业旺季）较高的气温使市场需求有较大的反弹，也为整体下半年啤酒行业的业绩表现带来较大的确定性。叠加今年 11 月开幕的世界杯，啤酒行业短期的市场情绪好于其他消费行业。

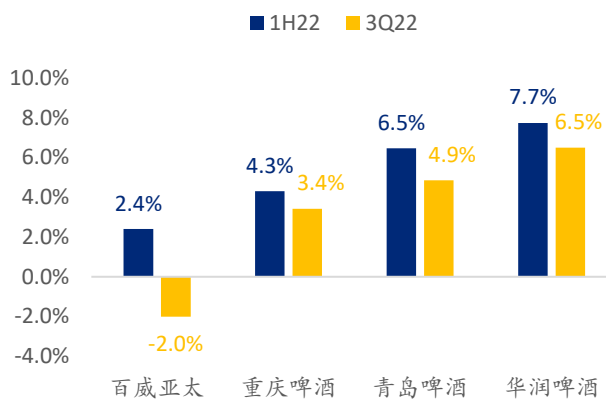
然而，在疫情的挑战下，啤酒行业高端化的进程面临较大的阻碍。在现饮渠道无法正常运营的情况下，高端产品增速大幅放缓且较市场预期更差。即使在 3Q22 销量提升的情况下，各玩家的平均销售单价同比表现都不尽如人意。

图表 27: 啤酒行业销量表现, 1H22 vs 3Q22



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 28: 啤酒行业吨价表现, 1H22 vs 3Q22

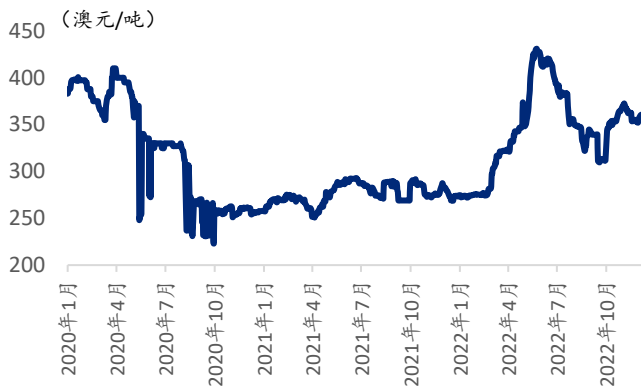


资料来源：公司数据，浦银国际

另一方面，今年 2 月开始的俄乌冲突推高了大麦、小麦、铝等原材料价格。主要国产啤酒企业（包括华润、青啤与重啤）在 2022 年初已经对全年原材料价格进行了锁价，因此大麦与小麦价格的上涨不会对其 2022 年的毛利率造成太大的压力。

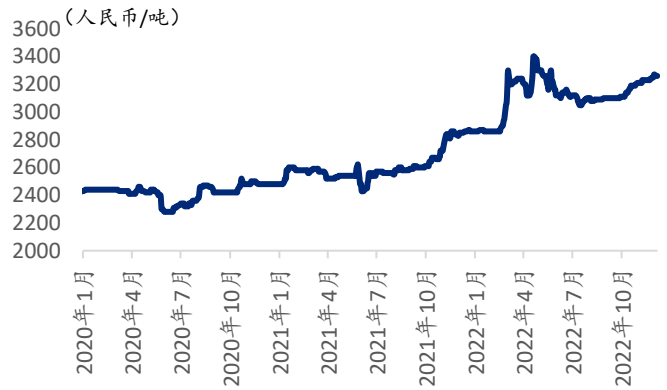
然而，目前原材料价格依然维持在高位。进入 2023 年以后，各啤酒玩家不得不以新的原材料价格进行锁价。这将使各啤酒玩家 2023 年单吨生产成本相比 2022 年有较大幅度的上升。

图表 29: 大麦价格走势



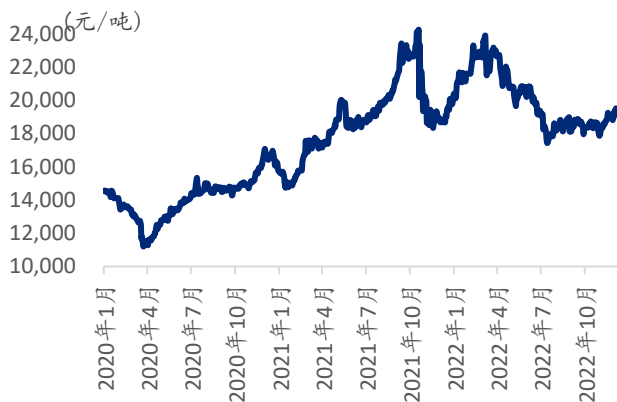
注: 截至 2022 年 12 月 7 日 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 30: 小麦价格走势



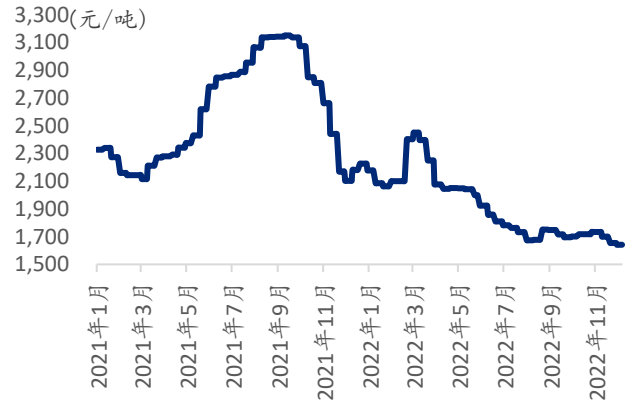
注: 截至 2022 年 12 月 17 日 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 31: 中国长江铝价格走势



注: 截至 2022 年 12 月 7 日 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 32: 中国玻璃价格指数



注: 截至 2022 年 12 月 7 日 资料来源: Bloomberg, 浦银国际

在 2021 年下半年与今年上半年, 大部分啤酒企业都已经开始对旗下主要产品做出价格调整。为了进一步抵消原材料价格带来的成本压力, 我们预计各个啤酒玩家将陆续在今年年末至明年年初对旗下产品进行调价。

图表 33: 各啤酒企业 2021 年至今涨价情况汇总

公司	日期	提价产品及幅度
青岛啤酒	2021 年 8 月	纯生终端箱价提 4 元左右, 涨幅约为 5%
	2021 年 12 月	各地陆续对经典、纯生、白啤等主力产品出厂价、终端价提升 8-10%
	2022 年 12 月	经典提价 5%, 1903 提价 8%
华润啤酒	2021 年 9 月	勇闯天涯新包装涨幅约为 10%
	2022 年 11 月	减少餐饮渠道纯生的费用
	2022 年 12 月	考虑部分主要产品提价, 提价幅度未定
重庆啤酒	2021 年 10 月	330ml 小罐乌苏酒液升级, 换包装提价
	2021 年四季度	疆内大乌苏出厂价每瓶提 8 毛, 绿乌苏出厂价涨 2 元
	2022 年 12 月	乌苏产品价格上调
百威亚太	2021 年 4 月	百威等多个品牌提价 0.6-1.8%
	2021 年三季度	科罗娜、蓝妹福佳提价 3-5%
	2021 年 3-4 季度	核心+产品提价 3-10%
	2021 年 12 月	百威品牌提价 CPI 相近水平
	2022 年 4 月	核心、实惠产品提价中单位数
	2022 年 11 月	高端及超高端产品提价 CPI 相近水平

资料来源: 公司资料、浦银国际

我们预计, 随着防疫措施不断优化, 我们期待中国啤酒行业将重启消费升级步伐, 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的升级。

从大趋势来看, 未来高端啤酒及超高端啤酒增速将继续保持远高于中国啤酒行业平均增速的水平, 因此对高端与超高端产品线的布局依然是中国啤酒玩家长期主要的竞争力。

我们维持对华润啤酒 (291.HK)、重庆啤酒 (600132.CH) 及青岛啤酒 H 股 (168.HK) “买入”评级。我们对青岛啤酒 A 股 (600600.CH) 及百威亚太 (1876.H) 给予“持有”评级, 而对燕京 (000729.CH) 则给予“卖出”评级。

更多相关报告:

[《百威亚太 \(1876.HK\): 中国高端化持续受阻, 韩国低基数红利结束; 下调至“持有”评级》](#)、

[《青岛啤酒 \(168.HK/600600.CH\): 业绩好于预期, 短期前景向好; H 股性价比远高于 A 股》](#)、

[《重庆啤酒 \(600132.CH\): 乌苏下半年有望恢复增长态势并推动股价修复》](#)、

《[华润啤酒 \(291.HK\): 高端化趋势不改, 利润率扩张持续; 维持行业首选](#)》、

《[百威亚太 \(1876.HK\): 中国边际改善及韩、印市场持续发力, 有望推动3Q22 加速增长](#)》

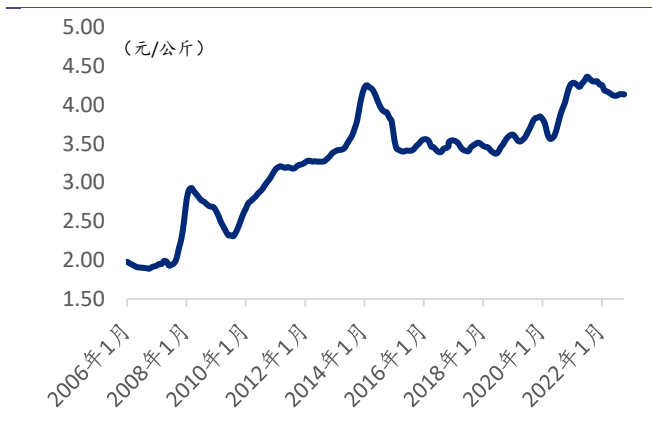
● 乳制品行业：短期弹性不大，但长期增长确定性高

2Q22 较为严重的疫情反弹导致消费者消费力下降，乳制品行业整体动销有所放缓，渠道库存水平较高。这迫使主要的行业玩家不得不通过加大促销力度和放慢出货节奏来清理渠道库存，最终对下游乳企的业绩带来负面的影响。

进入到 9 月以后，尽管市场需求继续承压，但渠道库存已经回到较为健康的水平，市场促销力度和竞争格局有所好转。

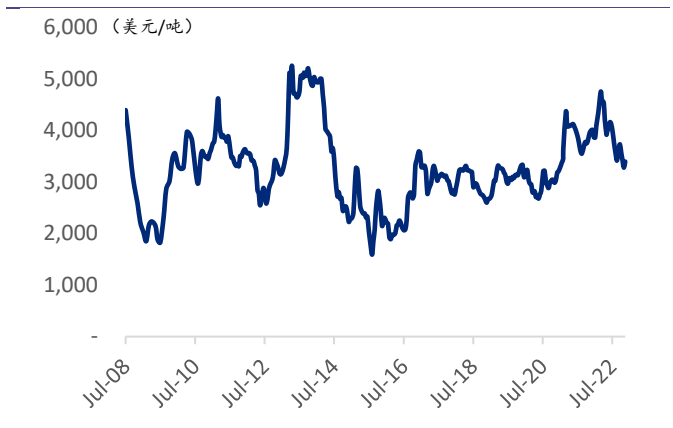
展望 2023 年，随着市场需求逐步恢复，主要乳企玩家对打折促销将变得更有节制，同时将更多精力放在高端产品的研发与创新，促进行业往更健康的方向发展。另一方面，我们预测 2023 年原奶价格将大概率维持稳定或小幅震荡的趋势。这都将利好主要下游乳企 2023 年利润率的持续扩张。

图表 34: 中国原奶价格走势



注：截至 2022 年 11 月 资料来源：Wind，浦银国际

图表 35: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势

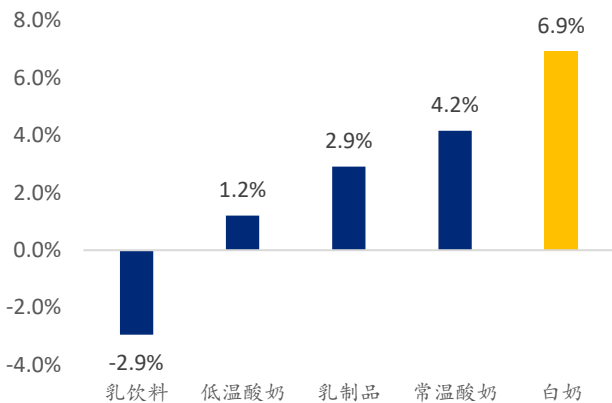


注：截至 2022 年 11 月 资料来源：Fonterra，浦银国际

短期来看，疫情使外出的消费场景缺失，导致乳饮料与酸奶等品类的市场需求有所下滑。相反，基于较强必选属性和较为刚性的需求，白奶产品的销量增长在疫情期间依然维持在较快的水平。同时，出于健康的考虑，更多的消费者在疫情期间更加倾向于购买白奶产品。这也是为什么我们观察到 2019-2021 年期间，白奶的平均增速要高于其他乳制品产品。

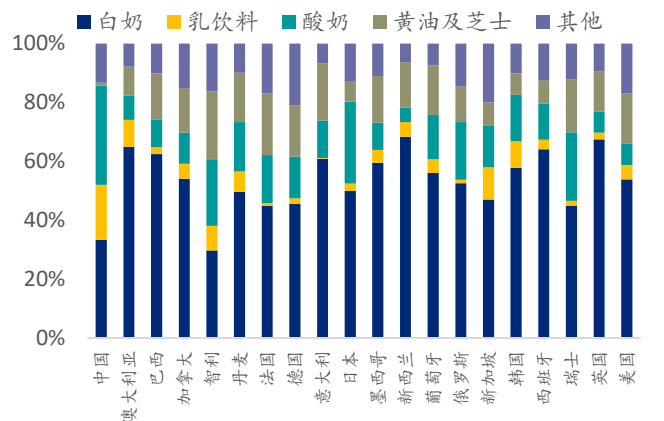
当前，中国市场白奶销量的占比相比其他国家依然处于较低的水平。随着消费需求继续向白奶倾斜，白奶销量占比有望进一步提升，而乳饮料的占比则可能逐渐降低。

图表 36: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2021 年销售额平均增速



资料来源: Euromonitor、浦银国际

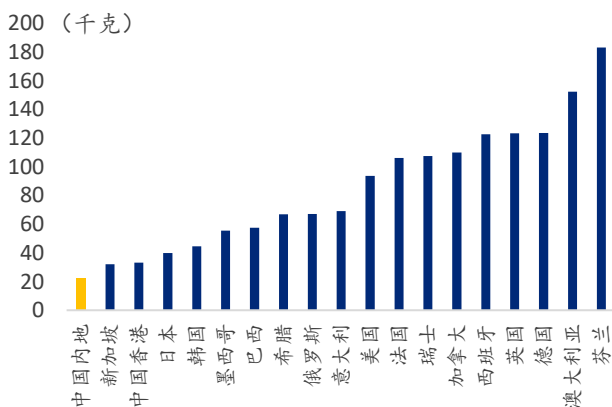
图表 37: 各国人均奶类产品销量比较, 2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

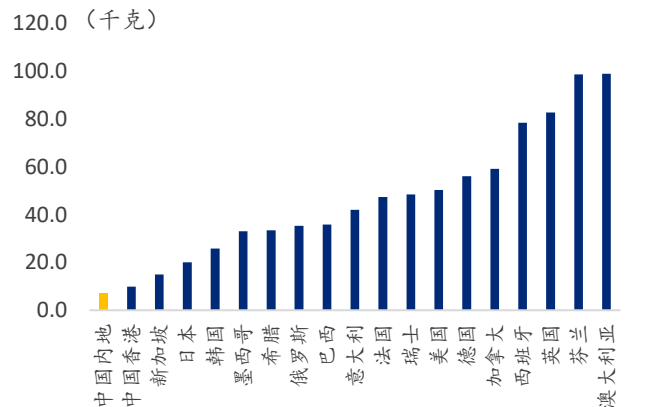
长期来看, 疫情将进一步提升消费者的健康意识, 使更多消费者认识到乳制品摄入对健康的重要性, 利好乳制品市场需求的扩张。中国人均乳制品销售额远低于发达国家水平。我们相信, 随着人均饮奶量的逐步上升, 中国乳制品行业未来长期销量增长有着巨大的空间。

图表 38: 各国家/地区人均乳制品销量比较, 2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 39: 各国家/地区人均牛奶销量比较, 2021



资料来源: Euromonitor、浦银国际

作为相对刚需的消费品, 乳制品在疫情期间依然保持相对稳定的市场需求。虽然在疫情放开的过程, 乳制品行业所表现出来的弹性可能弱于偏可选的行业, 但其健康属性与相对较低的人均消费量也使其长期增长具有较高的确定性。

乳制品行业中, 我们首推蒙牛 (2319.HK), 同时建议关注伊利 (600887.SS) 和光明 (600597.SS)。

更多相关报告:

[《蒙牛 \(2319.HK\): 市场预期与业绩确定性存在偏差, 估值短期有望回升; 上调目标价》](#)

《[蒙牛 \(2319.HK\): 2H22 业绩确定性相对较高, 短期看好蒙牛估值修复](#)》

《[伊利 \(600887.CH\): 3Q22 业绩不尽人意不改长期基本面稳定; 短期更看好蒙牛](#)》

《[伊利 \(600887.CH\): 为何 1H22 业绩超预期, 却下调全年净利率指引?](#)》

《[蒙牛 \(2319.HK\): 乐观的利润率指引有望 扭转市场情绪, 提振估值水平](#)》

《[中国乳制品行业: 健康意识提升与 消费升级驱动长期可持续增长](#)》

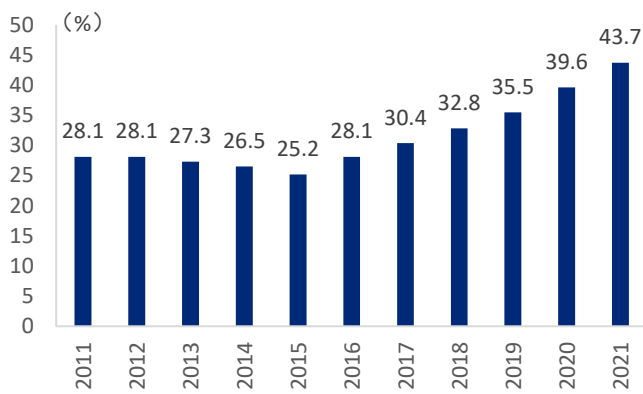
● 奶粉行业：短期有望触底反弹，长期估值难有反转

今年上半年，疫情使奶粉行业短期的终端需求降低。这也暴露出以飞鹤为首的国产奶粉行业玩家渠道库存高的问题。终端动销放缓造成经销商现金周转不灵，不得不通过打折促销来清理库存。这导致飞鹤、澳优等品牌于 1H22 的收入大幅下滑。相对的，在较为健康的渠道库存之下，伊利的奶粉业务通过渠道拓展抢占了一定的市场份额，并在前九个月录得较高的收入增长。

值得欣慰的是，行业整体竞争格局在逐步好转。截止目前，飞鹤的渠道库存水平环比上半年已经有所下降，并回到一个相对正常的水平。根据我们的调研，飞鹤不含新品的库销比从上半年最高时候的两个多月回落至目前的 1.5 个月，星飞帆的库销比下降至 1.2-1.3 个月。飞鹤的市场份额（线上+线下）在 9 月底达到 20.1%，环比上半年（19.3%）有较大幅度的提升。

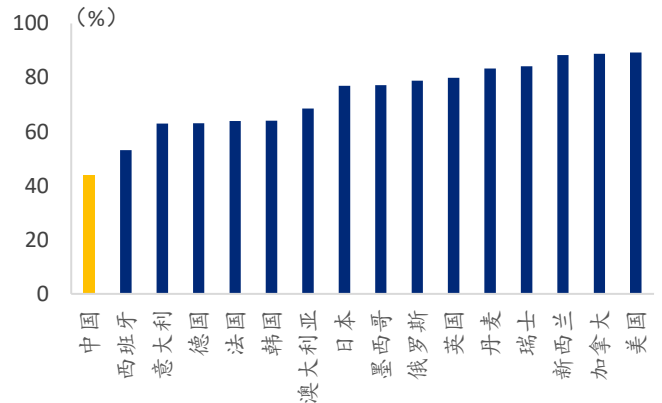
我们认为，短期动销放缓与渠道库存高企叠加所带来的风险已得到大幅缓解。随着疫情的逐步放开，主要品牌的市场需求有望在明年有所反弹，而排名靠前的国产婴幼儿奶粉品牌有望继续抢占市场份额，带领行业集中度进一步提升。

图表 40: 中国奶粉行业集中度变化（前三名市场份额）



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 41: 不同国家奶粉行业集中度比较，2021

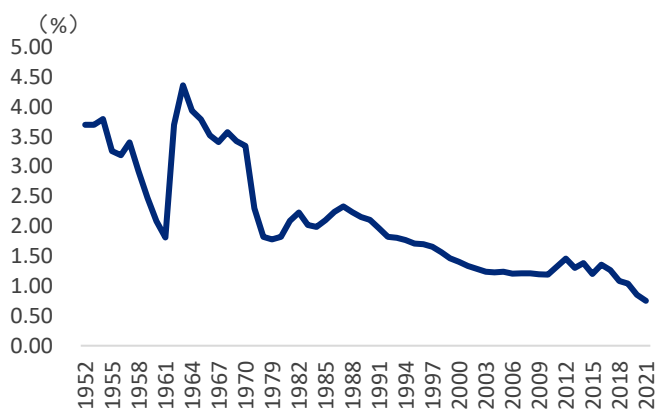


资料来源：Euromonitor、浦银国际

长期来看，在中国人口出生率不断下降的大环境下，中国奶粉行业整体增速持续放缓，市场未来的需求充满着不确定性；叠加中国奶粉行业较为分散，玩家众多，产品同质化严重，市场竞争激烈，造就了一个充满挑战的中国奶粉行业。

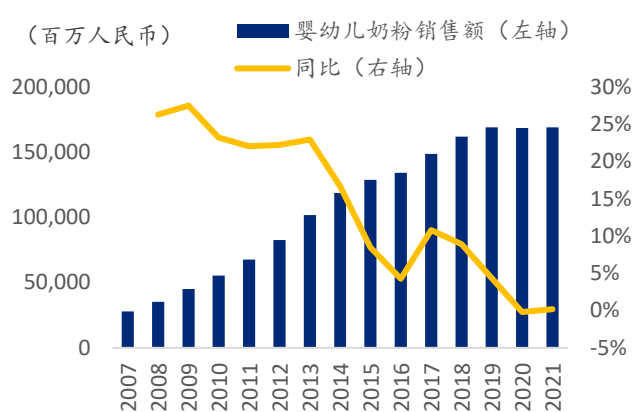
因此，我们预计市场对中国奶粉行业的偏好性与关注度中短期较难有提升，估值也将大概率维持在较低的水平。

图表 42: 中国出生率



注: 截至 2021 年 资料来源: 国家统计局, 浦银国际

图表 43: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速

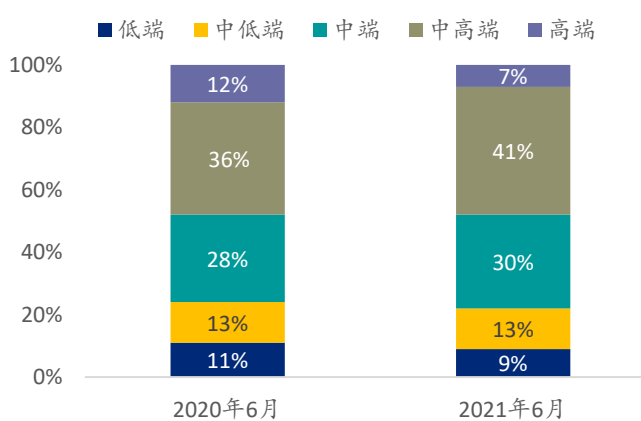


资料来源: Euromonitor, 浦银国际

另一方面, 尽管婴幼儿产品是中国高端化最明显的消费赛道之一, 但疫情对经济与消费力的影响有可能使消费者对价格敏感度上升, 从而减慢消费者消费升级的步伐。

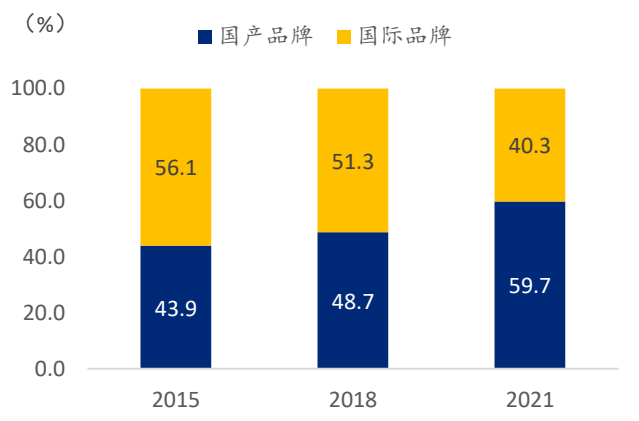
主要国产奶粉行业玩家(比如飞鹤与澳优)的高端婴幼儿产品占比已经非常高了。高端化趋势受限有可能导致这些玩家的产品结构恶化, 最终使平均单价与毛利率持续下滑。

图表 44: 中国婴幼儿奶粉零售额按价格带分类



注: 尼尔森价格带趋势按照 PI 价格指数 (单品平均价格/该品类平均价格) 进行分类
资料来源: 尼尔森, 浦银国际

图表 45: 奶粉行业国产品牌与进口品牌零售额占比



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

和大部分乳制品品类一样, 婴幼儿奶粉具有刚需的属性, 其需求受疫情的影响相对较小。这也意味着在疫情恢复阶段, 奶粉行业的弹性相对较弱。长期来看, 二胎的开放和多地出台的育儿补贴制度将更加利好低线城市和农村地区收入占比较高的奶粉品牌。然而低线城市消费力的下降有可能使飞鹤等高端奶粉品牌的市场份额和利润率承压。相比飞鹤, 短期更看好伊利在奶粉行业的增长前景。

维持飞鹤（6186.HK）及澳优（1717.HK）“持有”评级。建议关注伊利（600887.SS）、H&H（1112.HK）和君乐宝（未上市）。

更多相关报告：

[《中国飞鹤（6186.HK）：下调 2022-24E 盈利预测及目标价，维持“持有”评级》](#)

[《澳优（1717.HK）：下调 2022-24E 盈利预测，维持“持有”评级及目标价》](#)

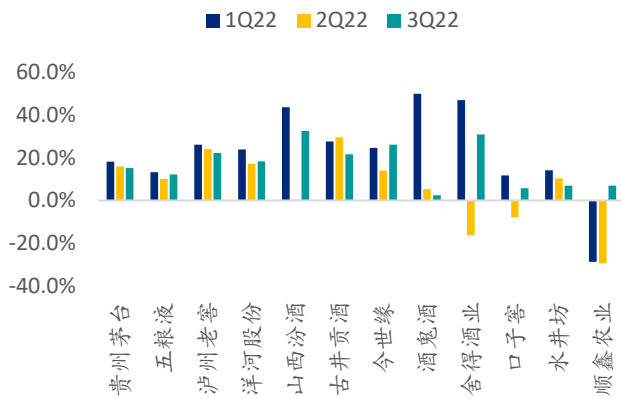
[《中国乳制品行业：健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》](#)

● 白酒行业：需求显著放缓，控量保价是短期大方向

在整体消费行业中，白酒行业的市场需求与宏观经济具有较高的关联性。在疫情形势严峻、宏观经济较为低迷、消费力持续承压的大环境下，白酒的终端动销无疑表现趋于疲软。

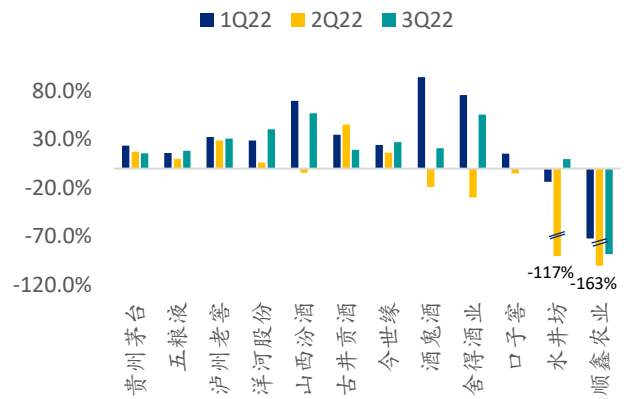
尽管主要白酒玩家过去三个季度的收入增长似乎依然稳健，但在较弱的终端动销之下，白酒厂家为了完成全年目标依然在持续发货，导致渠道库存逐渐堆积。目前主要白酒企业的渠道库存均高于正常的水平。

图表 46: 主要白酒企业各季度收入同比增长



资料来源：公司数据，浦银国际

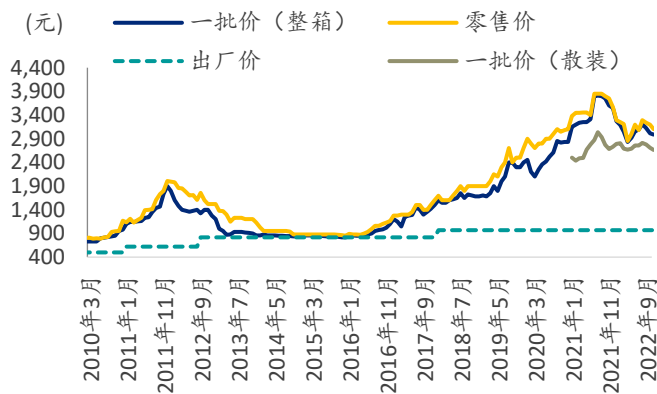
图表 47: 主要白酒企业各季度归母净利润同比增长



资料来源：公司数据，浦银国际

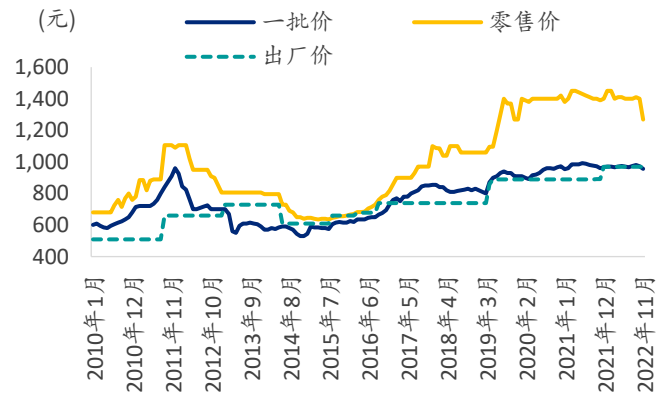
在供需关系失衡的情况下，白酒产品的价格有持续下行的风险。茅台的一批价从中秋以后便开始下滑，目前已经回到今年5月的水平（散瓶价格在人民币 2,685 元左右）。五粮液普五的一批价从 10 月底开始下滑，并在 11 月落到 955 元人民币，相当于今年年初的价格。

图表 48: 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

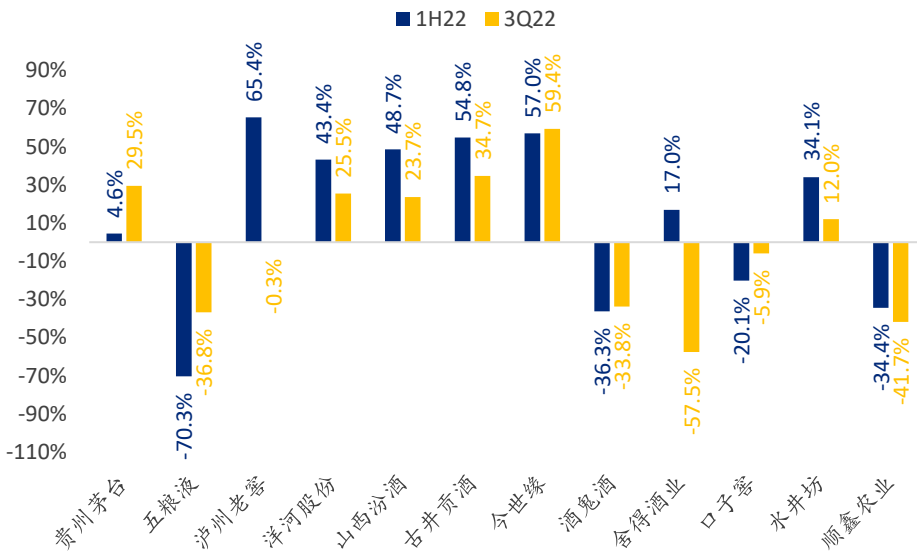
图表 49: 普五出厂价、一批价和零售价



资料来源：浦银国际市场调研数据

从合同负债来看，除了个别品牌（比如茅台与今世缘），大部分品牌 3Q22 的预收款同比下降或增长环比 1H22 有所放缓。这从另一个角度说明经销商打款意愿较弱。

图表 50：主要白酒企业合同负债同比变化，1H22 与 3Q22



资料来源：公司公告、浦银国际

较弱的终端动销、较高的渠道库存与经销商较弱的拿货意愿可能抵消明年春节提前的帮助，致使白酒厂商 4Q22 收入增长承受较大的压力。

展望 2023 年，我们预计大趋势将会是“控量保价”，各白酒品牌的全年发货目标可能会有所下降。

在这种情况下，我们认为，以茅台为代表的具有投资属性的超高端白酒，短期对于疫情有较大的防御性，业绩有望保持较为稳定的表现，主要原因是：

- (1) 高端白酒（茅台、五粮液）的议价能力强，经销商打款确定性较高；
- (2) 相比次高端产品，高端白酒的整体渠道库存水平相对较低；
- (3) 高端白酒政务消费占比高，市场需求受消费力下降的影响相对次高端白酒更小。然而，限酒令的潜在风险也会使高端白酒的估值承压。

随着疫情的逐步好转，终端动销情况有望逐渐恢复、经销商的信心有望提振、打款意愿有望加强。长期来看，疫情将加速行业的消费分级。我们认为，名优白酒品牌高端化与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是整体白酒行业主要的增长动力。

虽然次高端白酒销售短期承压，但长期来看，我们预计将看到白酒行业需求高端化继续向次高端市场传导，次高端白酒产品在未来 2-3 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。

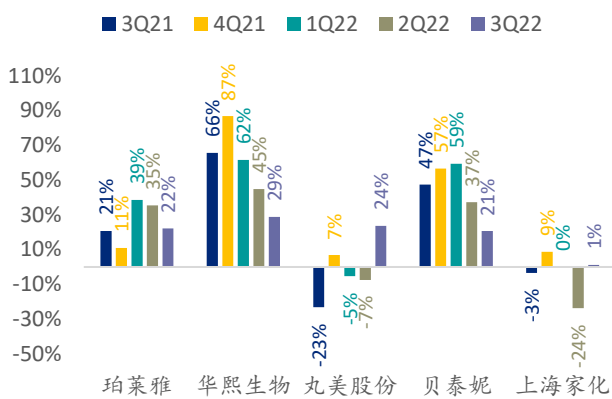
建议重点关注贵州茅台（600519.SS）、五粮液（000858.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、山西汾酒（600809.SS）和今世缘（603369.SS）。

● 化妆品行业：短期防御性强，长期受益消费趋势

尽管疫情导致市场整体消费情绪低迷，但化妆品行业总体市场需求依然保持稳健。在刚刚过去的“双十一”期间，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物旗下的主要美妆品牌都获得较高的增长。

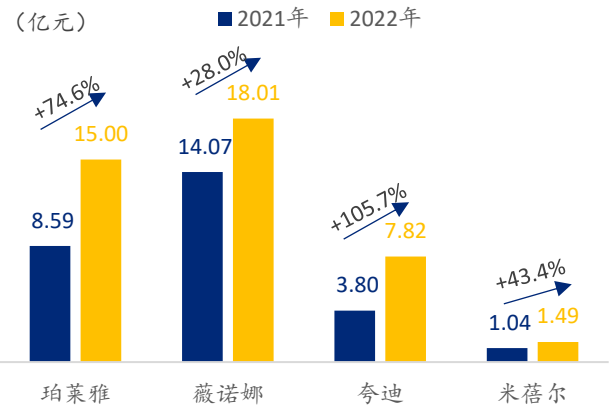
头部国产化妆品品牌 3Q22 的收入增速环比上半年虽有放缓，但依然维持在 20% 以上。相较之下，丸美、上海家化的收入增速依然相对疲弱。这说明品牌力、产品创新能力、渠道掌控能力对化妆品企业的业绩起着重大的作用。随着基本面的差距不断拉大，中国化妆品品牌表现大概率将持续分化。

图表 51: 中国主要化妆品品牌收入同比增速



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 52: 珀莱雅、薇诺娜、夸迪、米蓓尔双十一天猫淘宝销售额



资料来源：魔镜数据、浦银国际

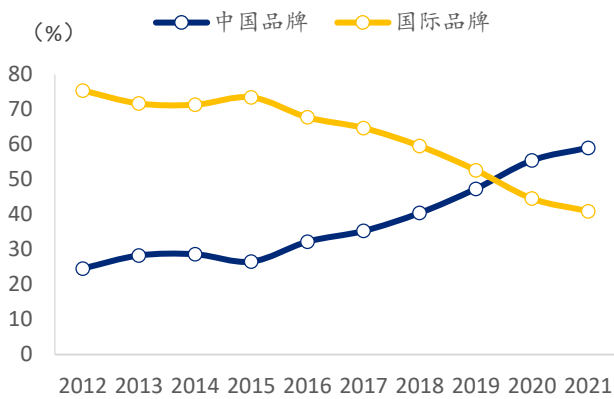
长期来看，中国化妆品行业（包括美妆与护肤）是高度受益于当前中国市场整体消费趋势的消费品子行业之一，包括 Z 世代消费力的不断提升、社交媒体的普及、以及国潮运动的兴起。因此，化妆品行业是中国近几年增速最快的可选消费品行业之一。

大众化妆品市场持续向国产品牌倾斜

在大众化妆品市场方面，过去五年间中国年轻化妆品品牌（彩妆及护肤品）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：

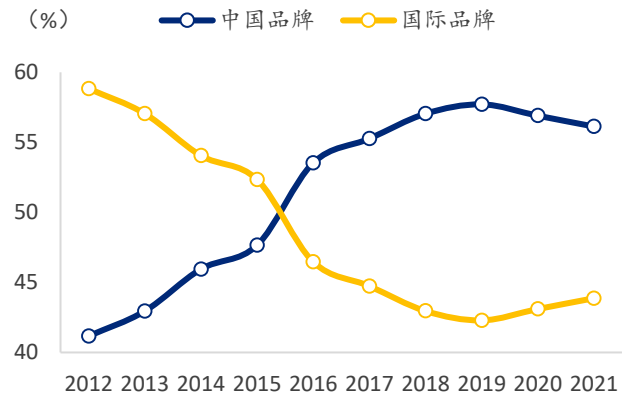
- (1) “国潮”文化兴起，带有中国元素的化妆品产品深受年轻消费者（90 后以及 95 后）的青睐；
- (2) 电商占比不断增加以及社交媒体兴起使年轻化妆品品牌更容易触达消费者，获客成本大幅下降；
- (3) 成熟的供应链体系（包括 OEM/ODM）大幅降低了行业进入门槛。

图表 53: 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 54: 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

在疫情影响下，大众化妆品需求向国产品牌倾斜的趋势有望得到进一步的验证，利好珀莱雅、贝泰妮等国产化妆品企业。

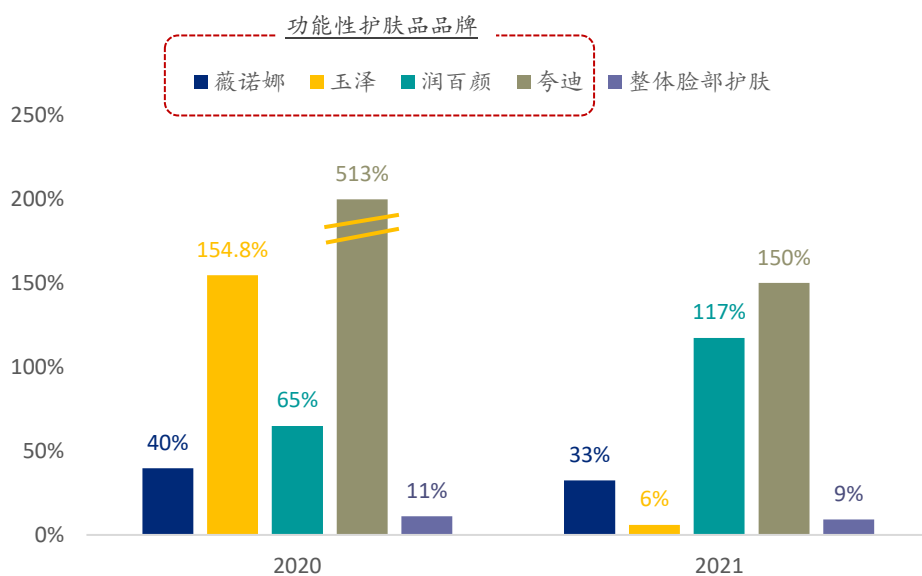
对具有专业配方功能性产品的青睐

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（包括皮肤学级护肤品以及功效护肤品）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。

从增速来看，功能性护肤品在中国市场的增速要远高于中国护肤品行业整体增速。

图表 55：中国功能性护肤品品牌与整体脸部护肤市场增速对比



资料来源：公司公告、Euromonitor，浦银国际

基于以上两大行业趋势，我们建议重点关注珀莱雅（603605.SS）、贝泰妮（300957.SS）、华熙生物（688363.SS）等化妆品企业。

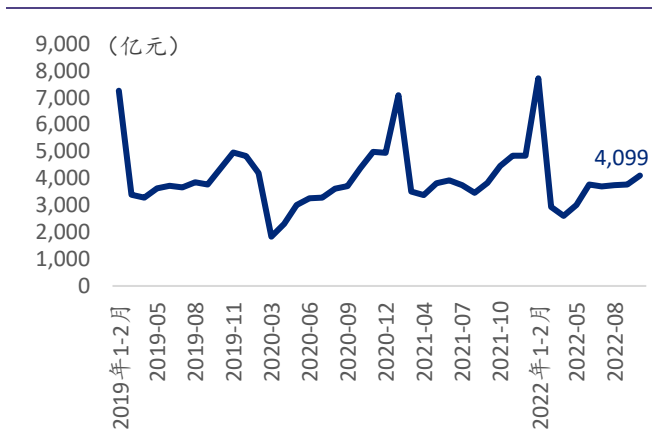
● 餐饮行业：在疫情中，管理能力与运营效率是关键

在消费领域，餐饮行业无疑是疫情中受冲击最大的子板块之一。疫情不仅造成饭店客流骤降，甚至可能导致店铺由于防疫需要而无法照常营运。

今年 1-2 月，餐饮行业稍有复苏，同比录得 8.9% 的增长。然而 3 月中旬以后，各地的疫情反弹使元气尚未恢复的餐饮行业雪上加霜。近期公布的 10 月社会零售数据显示，在较低的基数下，餐饮收入同比进一步下降 8.1%，较 2019 年同期下降 6.2%。1-10 月社零餐饮收入同比下降 5%，相较 2019 年同期下降 4.3%。

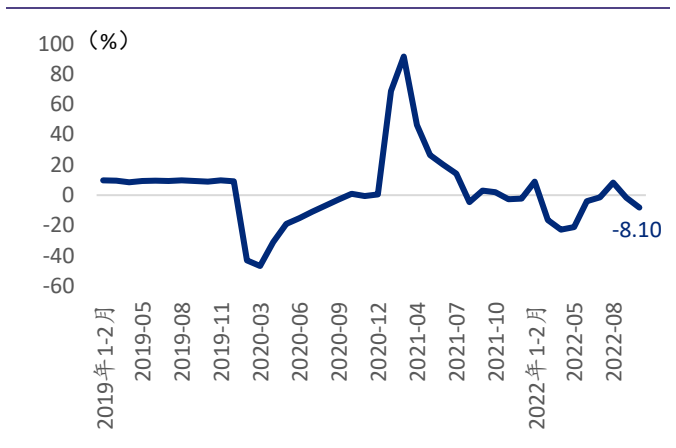
在疫情的冲击下，大部分餐饮企业 2022 年的同店水平依然低于 2021 年同期的水平，更远低与疫情前（2019 年）的水平。比如，九毛九的太二在 10 月与 11 月的同店收入仅有 2021 年同期的 76% 与 78%。

图表 56: 中国餐饮行业收入规模



注：截至 2022 年 10 月 资料来源：Wind、浦银国际

图表 57: 中国餐饮行业收入同比变化

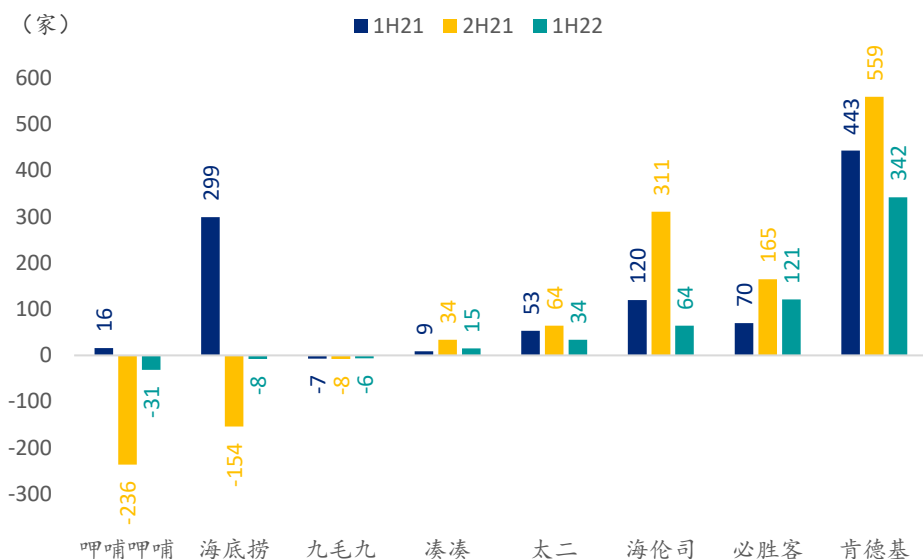


注：截至 2022 年 10 月 资料来源：Wind、浦银国际

疫情给许多火锅玩家带来巨大的经营压力，使其盈利能力大幅下降，甚至短期出现亏损。因此，海底捞与呷哺呷哺开始在 2H21 大规模地关闭低效店，并在 1H22 依然维持净关店的节奏。

基于高度标准化的运营模式与相对较大的渗透率提升空间，肯德基、必胜客及太二等品牌依然维持扩张的节奏，但开店步伐也在 1H22 有所放缓。

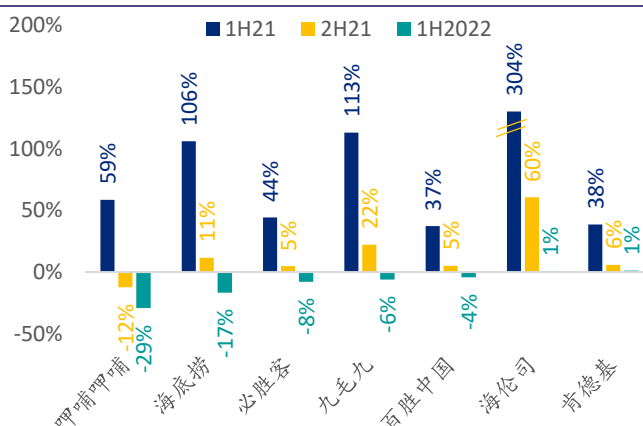
图表 58: 连锁餐饮品牌 1H21-1H22 净开店数



资料来源: 公司公告, 浦银国际

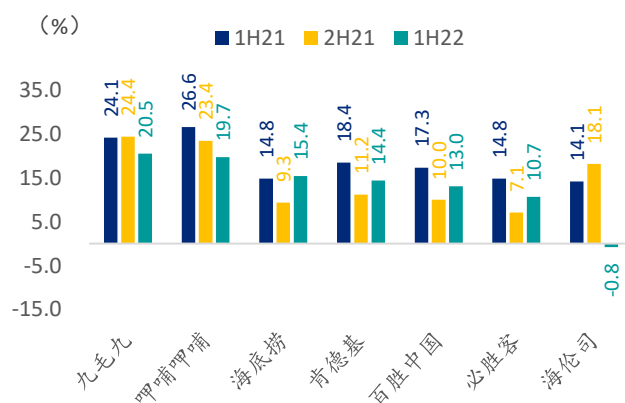
短期来看, 疫情使不少餐饮企业的策略重心从原本的门店高速扩张切换到对盈利和运营质量的聚焦。这虽然使不少餐饮品牌的收入出现放缓或同比下滑, 但也帮助企业短期维持较为合理的利润率水平。尽管 1H22 的疫情比 2H21 更严峻, 但海底捞 1H22 的经营利润率在关店以后环比得到大幅提升。对此, 我们表示理解和欣慰。但这也从侧面体现了疫情对餐饮行业所带来的巨大负面影响。

图表 59: 主要餐饮企业 2021-2022 年上下半年收入同比变化情况



资料来源: 公司数据, 浦银国际

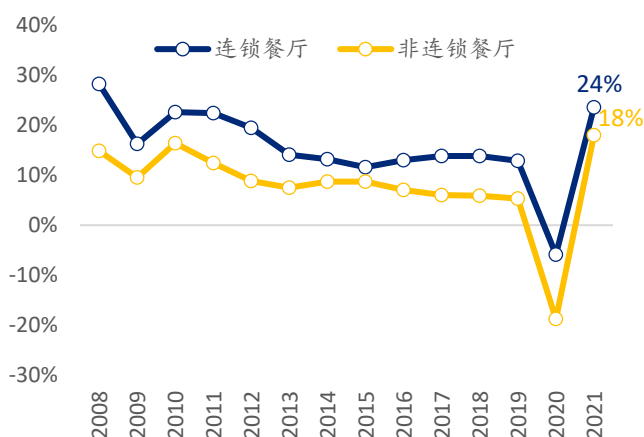
图表 60: 主要餐饮企业 2021-2022 年上下半年店铺经营利润率



资料来源: 公司数据, 浦银国际

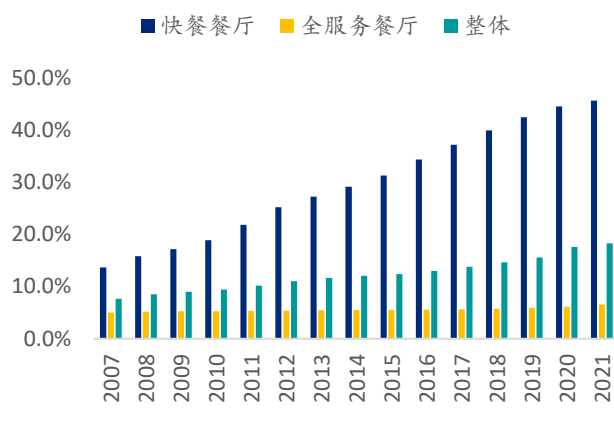
疫情使小型餐饮企业的生存空间急剧恶化, 而大型连锁餐饮企业在管理上更标准化、单店运营效率高、能够快速向线上及外卖业务转型, 因此也表现出更强的韧性和抗风险能力。因此, 疫情有望使中国餐饮行业连锁化率持续提升。

图表 61: 连锁餐饮与非连锁餐饮的收入增速



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 62: 连锁餐饮收入占比



资料来源: Euromonitor、浦银国际

短期来看, 假设 2023 年疫情逐步好转、防疫政策有所放松, 中国餐饮行业无疑将迎来一轮反弹, 行业收入有望在未来几年里逐步回升并重回疫情前 (2019 年) 的水平。

然而, 经历近三年疫情的反复, 我们并不能排除消费者或已对于餐饮的消费趋势与偏好产生了潜移默化的、结构性的改变。这其中包括:

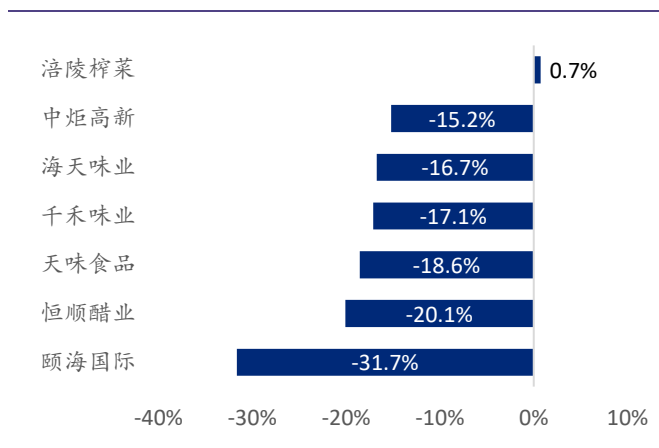
- 随着健康意识的提升, 消费者对外出就餐及外卖的需求减弱, 更倾向于自己在家烹饪;
- 在疫情的影响下, 消费者对外出社交性聚餐的欲望可能有所降低;
- 消费者对食物口味、原料品质、菜品创意、就餐环境等有了更高的要求。

建议投资者关注海底捞(6862.HK)、九毛九(9922.HK)、呷哺呷哺(520.HK)、百胜中国(YUMC)。

● 调味品行业：面临需求疲软与原材料价格的双重压力

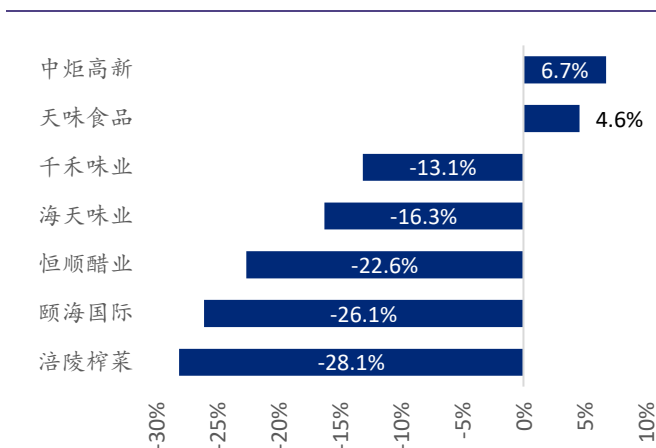
调味品行业短期面临三大挑战：(1) 市场需求疲软、(2) 渠道库存高企、(3) 原材料价格上涨。这也使调味品行业的市场情绪持续走弱，股价从 2021 年下半年开始大幅回撤。

图表 63: 主要中国调味品行业玩家 2021 年下半年股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 64: 主要中国调味品行业玩家 2022 年至今股价表现



注：截至 2022 年 12 月 6 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

1. 市场需求疲软

2021 年下半年开始，疫情的反复大幅制约了餐饮行业的发展，而餐饮行业的疲软又拖累了市场整体对调味品的需求。尽管一部分餐饮端的需求会转移至 C 端，但无法弥补餐饮市场疲弱所导致的需求缺口。

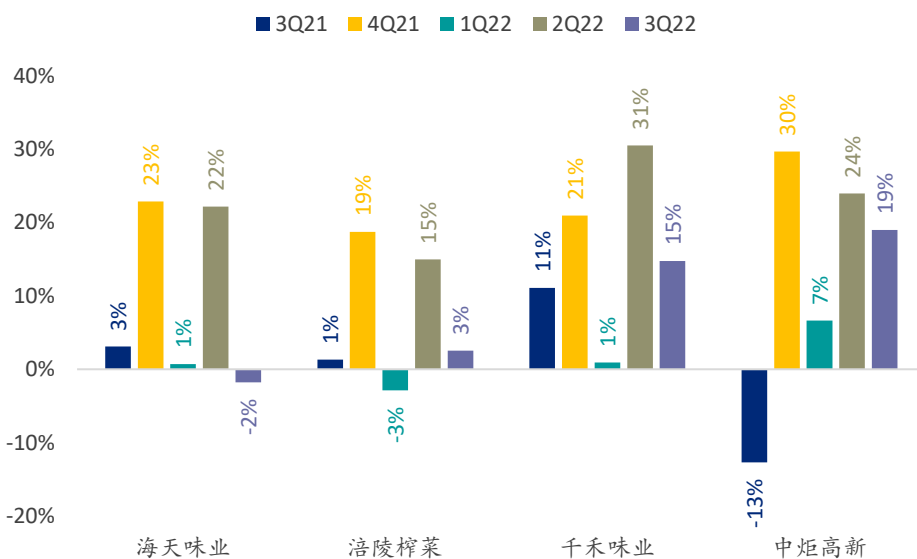
另一方面，10 月初开始发酵的负面舆情也使海天味业在 C 端的市场需求受到一定的影响。尽管该舆论的影响正在逐步减弱，但我们预计海天 4Q22 的终端动销可能依然难有起色。

2. 渠道库存高企

在市场动销大幅放缓的情况下，行业渠道库存水平开始上升。不少调味品企业的渠道库存都在 2 个月以上甚至更高的水平。

为了清理渠道库存，一些调味品企业策略性地放缓了出货的节奏，希望借此降低渠道库存水位，这无疑进一步对企业短期的收入带来负面影响。我们预测行业整体库存要回到正常水平还需一段时间，叠加四季度较高的基数，预计主要行业玩家的收入表现最快也要在 1Q23 才能有明显的提升。

图表 65：主要调味品公司 3Q21-3Q22 各季度收入同比变化



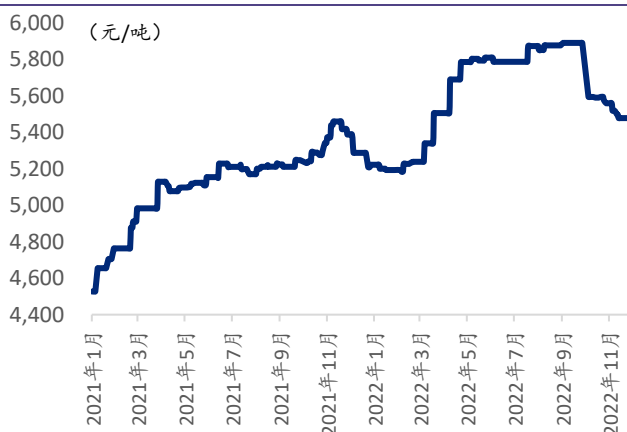
资料来源：公司公告，浦银国际

3. 原材料价格上涨

由于俄乌冲突的爆发，调味品行业在 2022 年上半年也面临着主要生产原材料（包括大豆、糖和 PET）价格大幅上涨的窘境。其中，大豆价格在 2021 年上涨 20% 的基础上，在 2022 年上半年又继续上涨 11%。

由于原材料价格的持续上涨，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。2021 年二季度起，大部分玩家的毛利率都出现了同比的下滑。

图表 66：大豆价格



注：截至 2022 年 12 月 6 日。资料来源：Wind、浦银国际

图表 67：糖价格

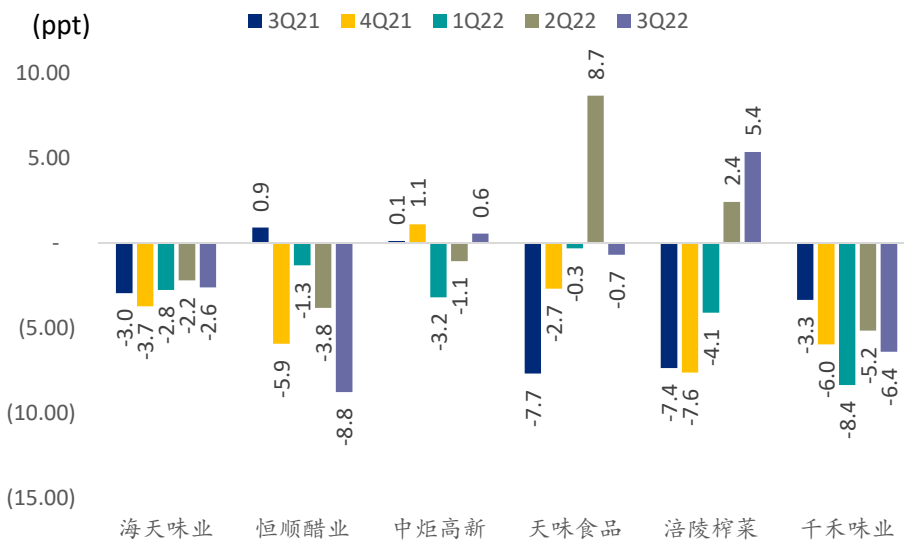


注：截至 2022 年 12 月 6 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

以海天味业为首，整个调味品行业在 4Q21 进行了一轮提价，来缓解原材料价格上涨带来的压力。然而，在 4-5 月大豆价格大幅上涨的情况下（且不少玩家并没有对 2022 年大豆原材料完成锁价），中国调味品行业在 2H22 依然面对较大的成本压力。

然而，从 3Q22 开始，大豆与糖的价格开始回落。预计进入 2023 年以后，大部分调味品企业的成本压力将大幅减小，毛利率有望同比提升。

图表 68：主要调味品公司 3Q21-3Q22 毛利率同比变化



资料来源：公司公告，浦银国际

由于餐饮渠道占了调味品行业销售很大的比例，我们认为调味品是所有必选消费品中弹性较高的子行业。防疫措施的进一步优化将对终端动销的恢复（尤其是餐饮渠道的市场需求）起到积极的作用，但较高的渠道库存可能使终端需求无法快速传导至品牌的收入。因此，我们认为，调味品行业要恢复到疫情以前的增速还需要较长的时间。

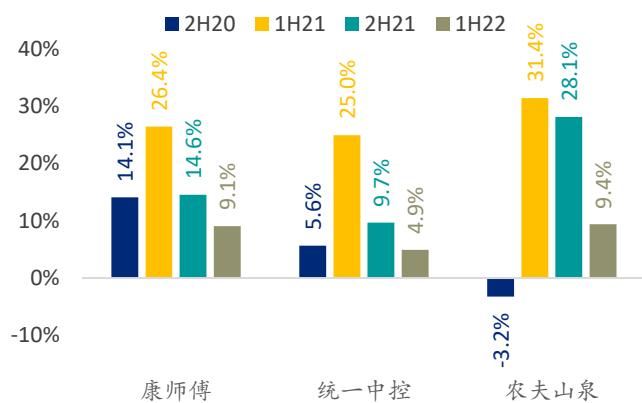
可以关注涪陵榨菜（002507.SZ）、海天味业（603288.SS）、中炬高新（600872.SS）、恒顺醋业（600305.SS）、千禾味业（603027.SS）。

● 软饮料与方便面：收入缺乏弹性，原材料压力减小

面对疫情的挑战，1H22 规模以上软饮料企业的总体产量同比下降 1.5%。然而，主要港股上市玩家的软饮料收入在 1H22 皆录得不同程度的同比增长。在相对较低的基数下，我们预测软饮料行业主要玩家有望在 2H22 维持较高的收入增速。康师傅与统一 3Q22 方便面收入增长分别放缓至低单位数与中单位数。康师傅 3Q22 的软饮料收入同比增长高单位数，而统一则同比增长低双位数。

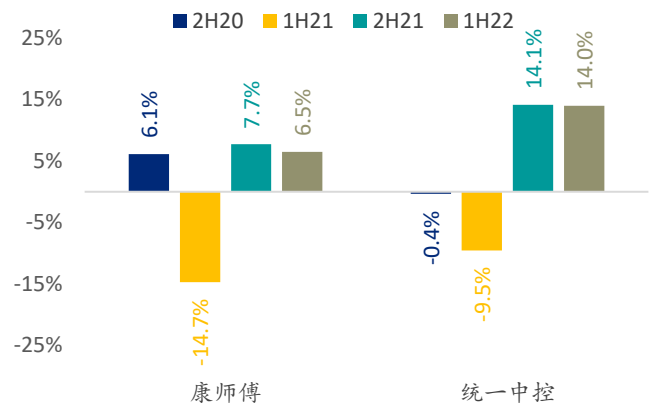
方便面方面，疫情的反复使许多消费者再次开始了对方便面的囤货行为。这也使主要方便面企业在 2H21 与 1H22 都录得较高的增长。然而，进入到 2H22 以后，较高的基数、逐渐放开的疫情管控措施、较高的终端库存有可能使方便面的市场需求大幅降低。康师傅与统一 3Q22 方便面收入增长分别放缓至低单位数与中单位数。

图表 69: 各企业软饮料品类销售同比变化, 2H20-1H22



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 70: 各企业方便面销售同比变化, 2H20-1H22

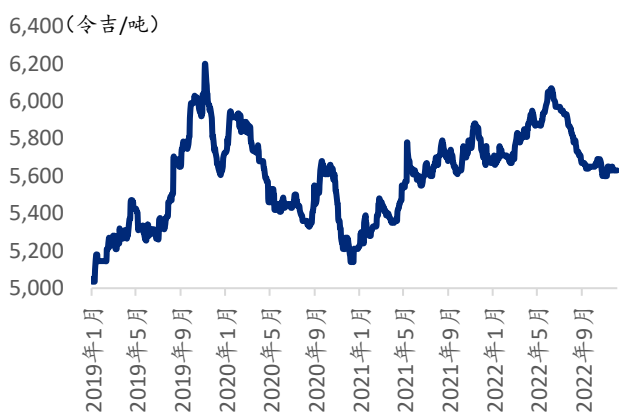


资料来源：公司数据，浦银国际

原材料方面，俄乌冲突导致棕榈油与 PET 价格在 1H22 进一步大幅上涨，并达到历史高点。这致使主要玩家的生产成本在 1H22 继续承压，毛利率同比大幅下降。

然而，进入到 6 月以后，棕榈油与 PET 的价格都有较为明显的回落。这有望帮助主要软饮料与方便面玩家在 4Q22 重回毛利率扩张，并在 1Q23 与 2Q23 维持较好的毛利率表现。

图表 71: 棕榈油价格走势



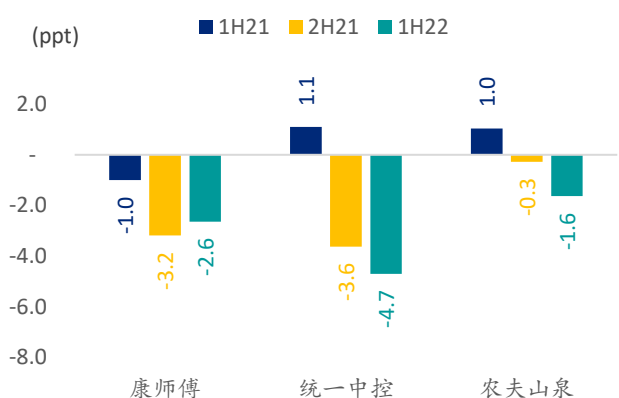
注: 截至 2022 年 12 月 6 日。资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 72: PET 价格走势



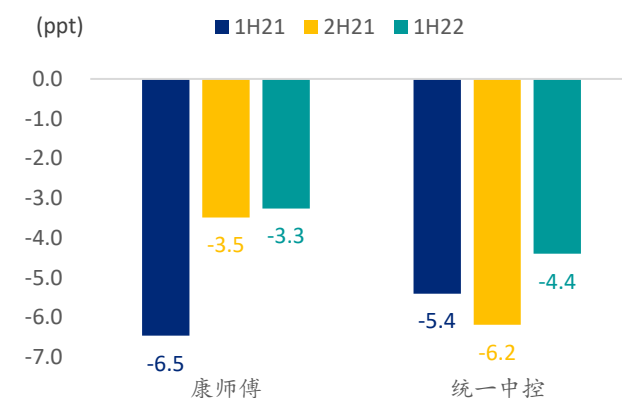
注: 截至 2022 年 12 月 6 日资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 73: 各企业软饮料品类毛利率同比变化, 1H21-1H22 表现



资料来源: 公司数据, 浦银国际

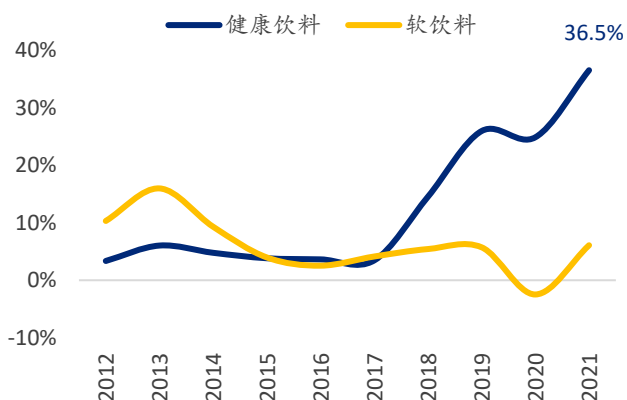
图表 74: 各企业方便面毛利率同比变化, 1H21-1H22 表现



资料来源: 公司数据, 浦银国际

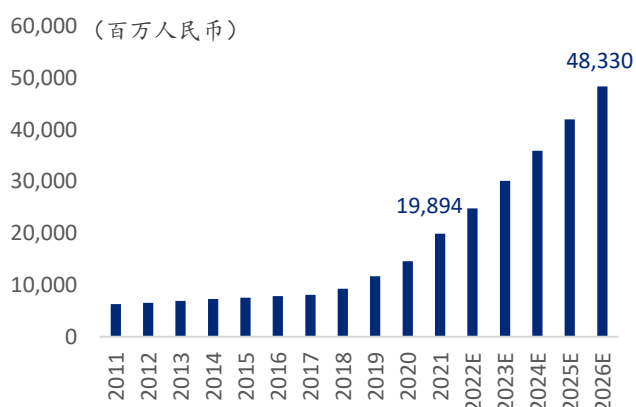
随着中国消费者健康意识的不断提高, 健康饮料更加受到年轻消费者的青睐, 增速远超软饮料整体的增长。在这一趋势下, 农夫山泉旗下的茶饮料收入于 1H22 同比大幅增长 51.6%, 进一步抢占了茶饮料市场的份额。

图表 75: 中国健康饮料及软饮料同比增速趋势



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 76: 中国健康饮料销售额规模及预测



E=Euromonitor 预测

资料来源: Euromonitor, 浦银国际

短期来看, 我们认为方便面和软饮料行业的增长在疫情逐步放开的阶段不具备太大的弹性。然而, 原材料价格的逐步回落有望利好这些企业未来两个季度盈利能力的回升。

长期来看, 我们更看好持续通过产品创新来实现高端占比提升、聚焦通路深耕、且对渠道库存严格管理的软饮料与方便面企业。建议重点关注农夫山泉 (9633.HK)、康师傅 (322.HK)、统一中控 (220.HK)。

消费行业覆盖公司

图表 77：浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁★	62.1	买入	77.0	2022年11月29日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	96.5	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏★	5.5	买入	6.3	2022年12月1日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.6	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒★	54.9	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒★	126.2	买入	143.0	2022年8月18日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.6	持有	20.0	2022年10月27日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	77.4	买入	96.0	2022年8月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	111.3	持有	115.0	2022年8月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.6	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.2	买入	31.5	2022年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业★	34.5	买入	43.4	2022年12月7日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.8	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.9	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.6	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.3	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.3	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

注：★=浦银国际消费行业首选；截至2022年12月7日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

● 行业首推

李宁 (2331.HK): 维持“买入”评级, 目标价 77.0 港元

核心观点: 在国潮基因的加持下, 李宁品牌的品牌力不断提升, 确保李宁未来相比其他国产运动服饰品牌更强的零售流水增长。与此同时, 健康的渠道库存水平、库龄结构以及零售折扣的不断提升也在继续拉动毛利率的扩张。综上, 我们认为李宁的增长具有更强的确定性, 也是我们在运动服饰行业中的首选。

我们认为, 李宁具备最显著的国潮基因, 是中国运动服饰行业里品牌力与增长潜力最强的企业。在疫情管控、客流下降的情况下, 李宁相较主要竞争对手仍保持了健康的渠道库存水平和库存结构、可控的促销力度, 以及不断优化的零售能力, 使我们相信李宁虽然在短期内收入和净利率承压, 但是优异的渠道管理能力和品牌力是其未来增长超同业的竞争力。目标价对应 30x 的 2023E 市盈率。(近期报告)

滔搏 (6110.HK): 维持“买入”评级, 目标价 6.3 港元

核心观点: 国际运动服饰品牌的复苏、与主要国际品牌之间的紧密合作关系以及灵活的运营能力都是滔搏在 2022 年疫情下保持增长韧性的基础。长期来看, 公司发达的线下零售网络与其数字化转型能力将确保公司长期稳定的收入增长与市场份额扩张。

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相较同业更加紧密。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, 提高了销售连带率, 强大私域流量建设及销售增长抵消了线下客流减少的负面影响。我们依然长期看好公司优异的运营管理能力以及灵活的运营措施, 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 12x 的 2023E 市盈率。(近期报告)

华润啤酒 (291.HK): 维持“买入”评级, 目标价 70.0 港元

核心观点: 收购喜力中国后, 华润啤酒强大的产品矩阵、发达渠道资源以及强大的资本运作能力有望使华润在中国高端啤酒领域抢占份额, 而高端产品目前占比较低也意味着华润拥有广阔的高端化的空间, 将大幅提升其利润率水平。

在中国啤酒行业中, 华润啤酒是我们的首选标的。华润作为中国啤酒行业的龙头, 具有强大品牌力、卓越的产品组合以及优秀的管理能力, 同时华润在中国市场具有最强的高端化空间。华润面对来自疫情与原材料价格的双重挑战, 然而, 从产品组合、资本运作能力、渠道资源、产能优化进程等方面来看, 华润依然是中国啤酒行业中高端化空间最大的企业。我们相信, 随着

高端化的深入，公司未来几年平均销售单价与经营利润率仍有巨大提升空间。目标价对应 18x 2023 EV/EBITDA。(近期报告)

重庆啤酒 (600132.CH): 维持“买入”评级，目标价 70.0 港元

核心观点: 在全国疫情管控措施优化的大背景下，我们看好乌苏以及 1664 等高端产品的全国化拓展重新开展，叠加 2022 年乌苏重点省份的严峻疫情情况带来的低基数，重啤有望在明年销量快速扩张。

中国啤酒行业中，重庆啤酒是我们的首选标的之一。重组后，重庆啤酒拥有中国啤酒市场最强的品牌矩阵之一。乌苏的高速扩张与公司的全国化之路将帮助公司在未来几年继续保持中国收入增长最快的啤酒企业。面对疫情发展及原料上涨压力，重啤相比竞争对手具有更强的防御性，并将在销量与利润率上都表现出更强的韧性。长期来看，我们相信重啤强大的品牌矩阵将继续推动其全国化的之路。(近期报告)

蒙牛乳业 (2319.HK): 维持“买入”评级，目标价 43.4 港元

核心观点: 疫情中，乳制品作为相对更为刚需的品类，在业绩上表现出较强的韧性。而长期来看，作为行业内高端化的推行者，蒙牛在液态奶的销量和市场份额上缩小与伊利之间的差距，并在细分赛道的高端市场占领领先地位。我们相信，蒙牛持续推行各品类的高端化，以及渠道运营相率的提升，将会有利于其经营利润率的提升。

蒙牛是我们在乳制品赛道中的首选标的。作为中国乳制品行业的龙头，蒙牛是行业内绝对的高端化领导者，其高端白奶、酸奶等产品市场占有率均高于竞品。面对严峻的疫情，蒙牛超前的库存管理使其始终维持健康的库存水平，减少了疫情对收入的影响。我们相信，在乳制品消费额增长的大背景下，蒙牛审慎的促销力度和发货速度将确保渠道库存在 2023 年维持在健康水平；而高端化产品的高速增长也将带动蒙牛毛利率进一步提升。(近期报告)

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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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

