



消费行业 2023 年中期展望：保持耐心和理性，探索成长确定性

- 疫情放开后崎岖坎坷的恢复之路：**自从 2022 年底疫情逐渐放开后，中国消费者开始重新回归正常的生活节奏，消费行业也在 2023 年上半年开始逐渐回暖。然而在中国整体经济增速放缓以及消费力持续疲软的大环境下，中国消费行业的恢复面对以下四大挑战：(1) 整体零售增速慢于市场预期，(2) 消费者信心未见大幅回升，消费意愿尚待恢复，(3) 行业库存水平尚未回到最健康的状态，(4) 短期缺乏进一步提振消费力的有效催化。基于以上，消费板块市场情绪可能持续疲弱，股价表现短期难有大幅反转。
- 消费板块长期前景依然乐观：**虽然消费力和消费意愿下降导致消费板块短期确定性变差，然而我们认为 (1) 消费依然是中国经济发展的主要驱动力之一，(2) 消费企业的基本面未出现结构性的恶化，随着经济回暖，消费升级大趋势将会持续，(3) 许多优质消费品标的估值水平已出现大幅下调，性价比逐渐显现。基于以上三点，我们坚定看好消费板块长期的发展和增长。在当前的形势下，我们建议投资者耐心等待经济复苏，短期持续挖掘业绩确定性高的消费赛道和企业，而中长期继续看好高质量的成长性消费投资标的。
- 一、回归长期价值投资本质：**疫情以后，许多消费细分板块出现增速放缓的迹象。这也导致消费板块估值水平短期大幅下降。不少基本面强大、现金流稳定、长期发展前景优秀的企业，估值都已降至历史低位。我们相信，未来随着消费力的复苏，资金也将逐渐回流至消费板块，带动板块估值恢复。因此，投资者应该坚定信念、保持耐心、回归初心，持续挖掘基本面强、增长潜力大、性价比高的优质投资标的。
- 二、在不确定性中寻找高确定性：**在市场对消费板块缺乏信心的时候，我们更应该去挖掘业绩成长确定性高的消费行业和企业。我们相信，业绩成长确定性高的企业估值继续下滑的空间有限，且有望在市场情绪筑底后率先出现反弹。我们认为啤酒行业是 2023 年具备最强增长确定性的消费子行业之一。尽管短期销量在高基数下面压力，但高端化趋势在现饮渠道恢复后将带动平均单价与利润率的提升。我们认为华润啤酒在啤酒行业中具有最强的业绩成长确定性。
- 三、中长期坚定看好成长性消费标的：**一些原本被公认具有较高成长潜力的消费品赛道（比如运动服饰）的股价表现在 2023 年上半年大幅弱于整体消费板块。我们不排除高成长性企业的估值短期还有继续下行的可能性。但中长期来看，随着后续业绩确定性有所提升，市场情绪逐步好转，成长性较高的企业估值和股价的弹性理论上远大于偏价值型的消费股。
- 投资风险：**消费复苏节奏持续放缓，消费者信心下行，高成长性企业估值继续下探。

林闻嘉

消费分析师 | 研究部主管

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

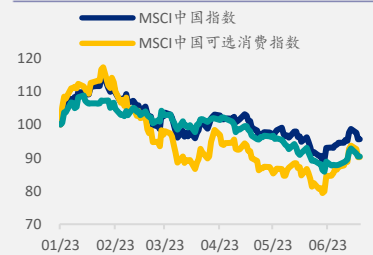
消费助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 6 月 26 日

年初至今行业指数表现



截至 2023 年 6 月 21 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《[滔搏 \(6110.HK\)：基本面依然稳健 利润率扩张确定性强，建议逢低吸纳](#)》
(2023-05-24)

《[百威亚太 \(1876.HK\)：疫情后中、韩市场恢复趋势的确定性或出现分化](#)》
(2023-05-04)

《[消费行业 2023 年展望：波动中逐渐恢复，曲折中坚定前行](#)》
(2022-12-09)



扫码关注浦银国际研究

目录

消费行业 2023 年中期展望：保持耐心和理性，探索成长确定性	5
疫情放开后崎岖坎坷的恢复之路	5
消费板块长期前景依然乐观	9
一、做时间的朋友，回归长期价值投资本质	11
二、继续在不确定性中寻找高确定性	12
三、中长期坚定看好成长性消费标的	14
重点消费行业 2023 年中期展望	17
运动服饰行业：渠道库存持续好转，零售流水取决于消费力复苏	17
啤酒行业：产品结构加速提升，成本压力持续降低	20
乳制品行业：收入增速放缓，但利润率扩张确定性高	23
奶粉行业：出生率未见起色，估值难有反转	26
白酒行业：需求显著放缓，控量保价是短期大方向	29
化妆品行业：疫后快速复苏，品牌回归质量和功效	32
餐饮行业：在疫情中，管理能力与运营效率是关键	35
调味品行业：面临需求疲软与原材料价格的双重压力	38
软饮料与方便面：收入缺乏弹性，原材料压力减小	41
消费行业覆盖公司	44

图表目录

图表 1: 中国总体社会消费品零售总额增速	5
图表 2: 中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速	5
图表 3: 中国民航国内（含港澳台地区）航线客运量	6
图表 4: 中国民航国际航线客运量	6
图表 5: 社会零售总额相较 2019 年同期的恢复程度，2022 年 6 月至 2023 年 5 月	6
图表 6: 全国餐饮收入相较 2019 年同期的恢复程度，2022 年 6 月至 2023 年 5 月	6
图表 7: 中国消费者信心指数	7
图表 8: 城镇居民人均可支配收入同比增长	7
图表 9: 2023 年年初至今各板块股价表现	8
图表 10: 消费子行业 2023 年下半年展望及建议关注标的	10
图表 11: 安踏历史市盈率趋势，2016 年-2023 年 5 月	11
图表 12: 李宁历史市盈率趋势，2016 年-2023 年 5 月	11
图表 13: 伊利与蒙牛液态奶收入增速，2016-1Q23	12
图表 14: 各国啤酒行业零售吨价比较，2022	13

图表 15: 各国啤酒行业产品结构占比, 2022	13
图表 16: 2023 年年初至今主要消费子行业的股价表现.....	14
图表 17: 消费行业估值表.....	15
图表 18: 各品牌渠道库销比.....	17
图表 19: 主要运动服饰品牌 1Q21-1Q23 零售流水表现.....	18
图表 20: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2022 复合增长率	19
图表 21: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2022	19
图表 22: 中国啤酒行业销量表现	20
图表 23: 中国啤酒行业吨价表现.....	20
图表 24: 大麦价格走势.....	21
图表 25: 小麦价格走势.....	21
图表 26: 中国长江铝价格走势.....	21
图表 27: 中国玻璃价格指数.....	21
图表 28: 各啤酒企业 2021 年至今涨价情况汇总.....	22
图表 29: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2022 年销售额复合增长率	23
图表 30: 各国人均奶类产品销量比较, 2022	23
图表 31: 中国原奶价格走势.....	24
图表 32: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势.....	24
图表 33: 各国家/地区人均乳制品销量比较, 2022.....	24
图表 34: 各国家/地区人均牛奶销量比较, 2022.....	24
图表 35: 中国出生率.....	26
图表 36: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速.....	26
图表 37: 中国奶粉行业集中度变化 (前三名市场份额)	27
图表 38: 不同国家奶粉行业集中度 (前三名) 比较, 2022	27
图表 39: 飞鹤历史市盈率估值.....	27
图表 40: 澳优历史市盈率估值.....	27
图表 41: 主要白酒企业各季度收入同比增长.....	29
图表 42: 主要白酒企业各季度归母净利润同比增长.....	29
图表 43: 飞天茅台出厂价、一批价和零售价.....	30
图表 44: 普五出厂价、一批价和零售价.....	30
图表 45: 主要白酒企业年初至今的股价表现.....	31
图表 46: 中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比.....	32
图表 47: 中国主要化妆品品牌收入同比增速, 1Q22-1Q23.....	33
图表 48: 2023 年 618 大促预售阶段彩妆、护肤品及平台同比增速	33
图表 49: 中国大众彩妆行业市场份额: 国际品牌与中国品牌.....	33
图表 50: 中国大众护肤品行业市场份额: 国际品牌与中国品牌.....	33
图表 51: 中国功能性护肤品品牌与整体脸部护肤市场增速对比.....	34
图表 52: 中国餐饮行业收入规模.....	35
图表 53: 中国餐饮行业收入同比变化.....	35
图表 54: 连锁餐饮品牌 2021-2022 净开店数	36
图表 55: 主要餐饮企业 2021-2022 年收入同比变化情况	37
图表 56: 主要餐饮企业 2021-2022 年店铺经营利润率	37
图表 57: 连锁餐饮与非连锁餐饮的收入增速.....	37
图表 58: 连锁餐饮收入占比.....	37

图表 59: 主要中国调味品行业玩家 2021 年下半年至今股价表现	38
图表 60: 主要中国调味品行业玩家 2023 年至今股价表现	38
图表 61: 主要调味品公司 3Q21-3Q22 各季度收入同比变化	38
图表 62: 大豆价格	39
图表 63: PET 价格	39
图表 64: 主要调味品公司 1Q22-1Q23 毛利率同比变化	40
图表 65: 各企业软饮料品类销售同比变化, 1H21-2H22	41
图表 66: 各企业方便面销售同比变化, 1H21-2H22	41
图表 67: 棕榈油价格走势	42
图表 68: 糖价格走势	42
图表 69: 各企业软饮料品类毛利率同比变化, 2H21-2H22 表现	42
图表 70: 各企业方便面毛利率同比变化, 2H21-2H22 表现	42
图表 71: 中国健康饮料及软饮料同比增速趋势, 2012-2021	43
图表 72: 中国健康饮料销售额规模及预测, 2011-2026E	43
图表 73: 浦银国际消费行业覆盖公司	44

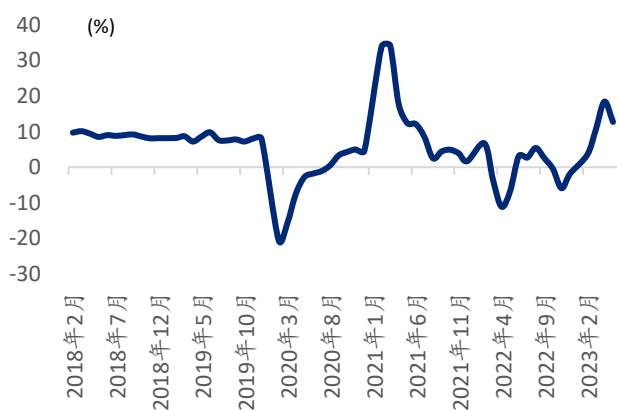
消费行业 2023 年中期展望： 保持耐心和理性，探索成长确定性

疫情放开后崎岖坎坷的恢复之路

自从 2022 年年底疫情相关的各种限制逐渐放宽，中国消费者开始重新回归正常的生活和出行节奏。与此同时，线下零售终端、餐饮渠道、产能及供应链、交通运输等都基本恢复正常运营。在这一大背景下，消费行业也在 2023 年上半年开始逐渐回暖。

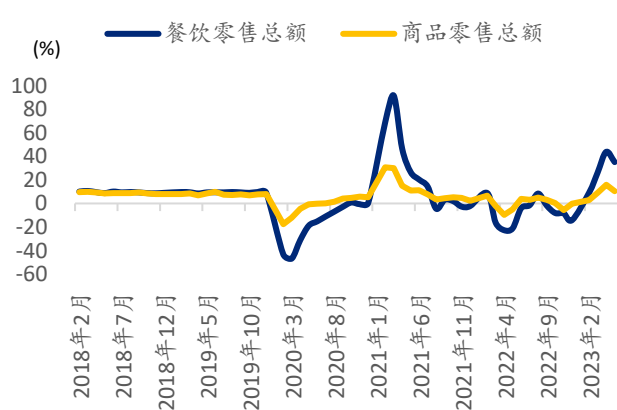
根据国家统计局数据，尽管中国社会消费品零售总额在今年 1-2 月仅同比增长 3.5%，但 3-5 月在低基数的帮助下，同比皆录得双位数增长。相较商品零售，餐饮行业的收入规模在更低的基数下，2023 年至今同比录得比商品零售更高的反弹幅度。

图表 1: 中国总体社会消费品零售总额增速



注：截至 2023 年 5 月数据
资料来源：Wind，浦银国际

图表 2: 中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速

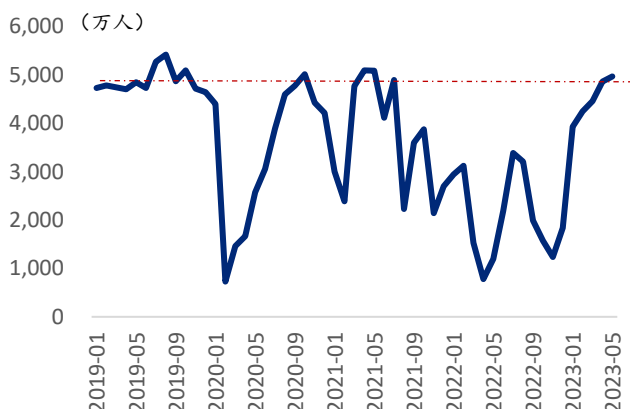


注：截至 2023 年 5 月
资料来源：Wind，浦银国际

另一方面，越来越多的消费者开始重新走出家门去往其他城市旅游。今年上半年，旅游数据呈现喜人的恢复趋势。虽然海外游（不含港澳台地区）的人数离疫情前尚有较大的差距，但国内游的人数已基本回到疫情前的水平。

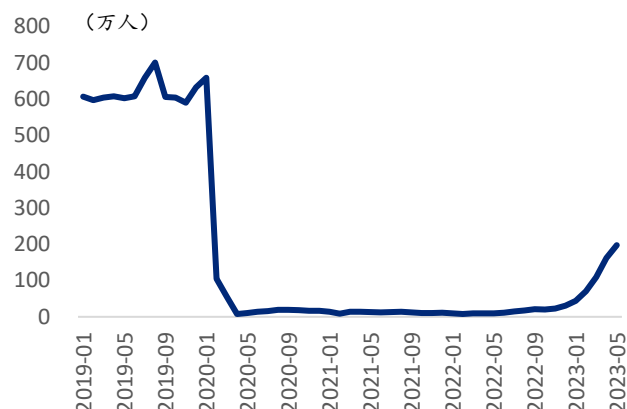
今年五一黄金假期期间的国内旅游出游达 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，恢复至 2019 年同期水平的 119%，实现旅游收入 1480.6 亿人民币，同比增长 128.9%，恢复至 2019 年同期水平的 100.7%。

图表 3: 中国民航国内(含港澳台地区)航线客运量



注: 截至 2023 年 5 月
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 4: 中国民航国际航线客运量



注: 截至 2023 年 5 月
资料来源: Wind, 浦银国际

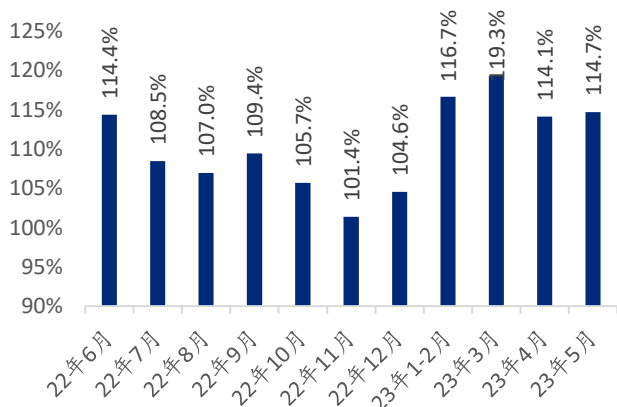
尽管中国消费行业在今年上半年较去年同期已表现出明显的恢复趋势, 然而在中国整体经济增速放缓以及消费力持续疲软的大环境下, 中国消费板块的恢复进程面临以下四大挑战:

(1) 整体零售增速慢于市场预期

尽管短期消费数据相较 2022 年同期的低基数貌似录得较高速增长, 但与疫情前相比, 增长幅度并不乐观。2023 年前 5 个月的消费品零售总额相比 2019 年同期仅增长 16.3%, 也就意味着 2019-2023 的复合增长率仅为 3.8%。这一反弹力度显然是不及市场预期的。

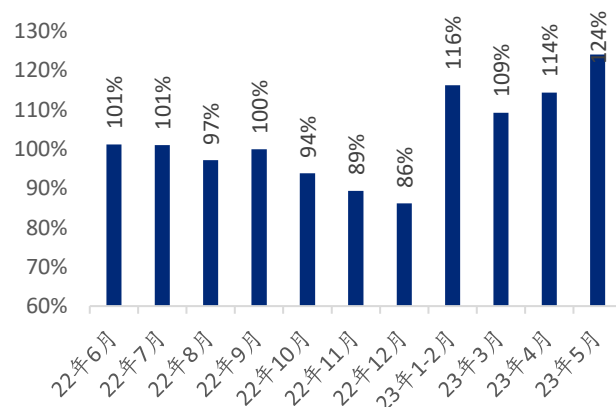
另一方面, 尽管在基数的影响下, 今年前 5 个月的零售总额同比增速貌似是逐月加快, 但如果与 2019 年同期的数据比较, 前 5 个月的增长基本维持在稳定的水平, 且 4 月和 5 月的增速相较一季度还有小幅的放缓。这种恢复的节奏与步伐恐怕也较难使资本市场满意。反而是餐饮近几个月的收入相较 2019 年同期在加速增长。

图表 5: 社会零售总额相较 2019 年同期的恢复程度, 2022 年 6 月至 2023 年 5 月



注: 截至 2023 年 5 月
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 6: 全国餐饮收入相较 2019 年同期的恢复程度, 2022 年 6 月至 2023 年 5 月



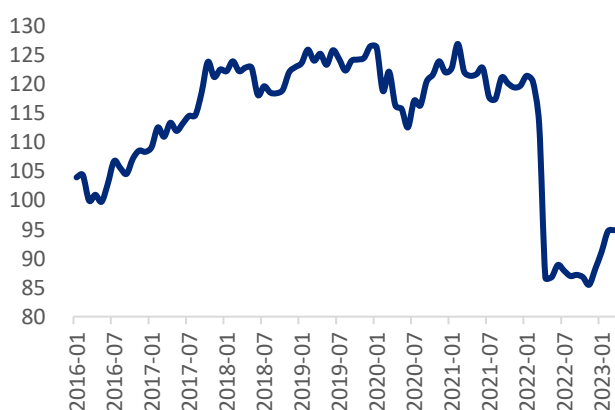
注: 截至 2023 年 5 月
资料来源: Wind, 浦银国际

(2) 消费者信心未见大幅回升，消费意愿尚待恢复

在经历了 2022 年的疫情打击之后，消费者信心大幅下降至历史低位。尽管疫情放开使消费者信心有所回升，可与疫情前相比依然相去甚远。

面对较不明朗的经济形势和收入前景，消费者普遍缺乏安全感，因此在做消费决策时（尤其对高客单价商品的购买）会更加谨慎。这将使消费者的消费意愿大打折扣，从而影响中国消费行业消费升级的步伐。

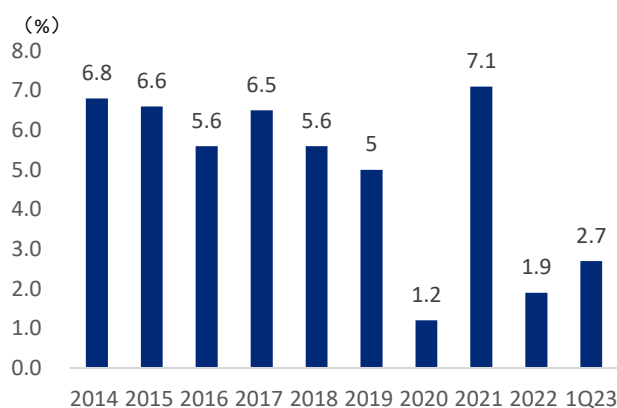
图表 7: 中国消费者信心指数



注：截至 2023 年 3 月

资料来源：Wind，浦银国际

图表 8: 城镇居民人均可支配收入同比增长



注：截至 2023 年一季度

资料来源：Wind，浦银国际

(3) 行业库存水平尚未回到最健康的状态

在经历了 2022 年疫情对终端消费需求的巨大打击后，不少消费子行业在 2023 年上半年依然面临渠道库存较高的问题。因此，不少消费品公司在 2023 年初都致力于通过加大折扣和促销力度来清理渠道，希望能够使品牌的渠道库存相较 2022 年底有所下降。但无奈终端需求恢复慢于预期，导致不少子行业的渠道库存水平相较疫情前依然处于偏高的水平。

我们相信，大部分消费品公司短期都将持续聚焦品牌渠道库存的管理，杜绝盲目向渠道压货的行为。然而，对于某些在上半年渠道库存依然偏高的消费子行业（比如婴幼儿奶粉和调味品），我们预计其 2023 年的收入增长很可能大幅慢于终端动销的恢复速度。

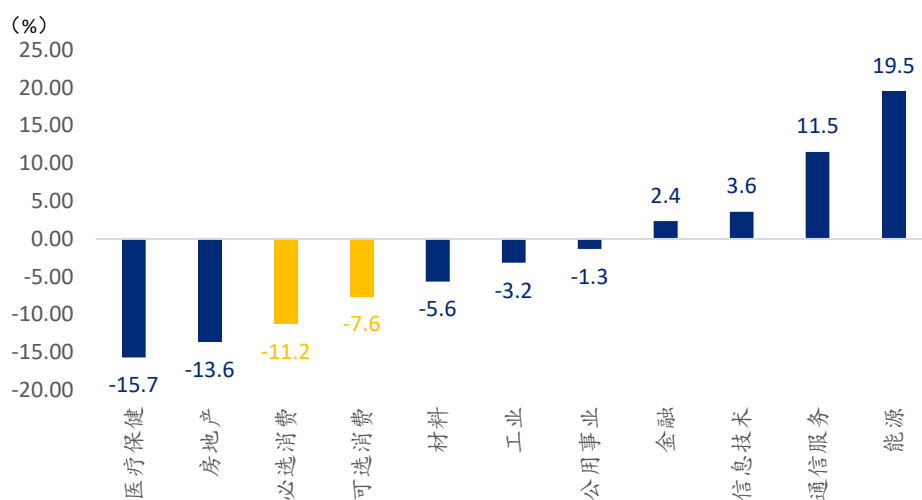
(4) 短期缺乏进一步提振消费力的有效催化

由于中国经济形势短期面临挑战，消费市场需求端的不确定性大幅上升。虽然我们坚信国家后续一定会出台更多的政策和措施来刺激消费力的复苏，但我们不得不承认，市场短期的确缺乏能够显著提升消费力的催化剂。

这也使资本市场短期失去对消费板块的投资兴趣，从而倾向于将资金转至处于风口浪尖的 AI、新能源板块以及“中特估”相关的投资标的。

基于以上四点原因，市场对消费板块的情绪在过去几个月里显著恶化，导致消费板块整体的估值出现大幅下滑。消费板块也成了 2023 年至今表现最弱的板块之一。较差的股价表现又导致投资者进一步丧失对消费板块的兴趣，从而将资金转向其他板块，形成恶性循环。

图表 9：2023 年年初至今各板块股价表现



注：截至 2023 年 6 月 21 日

资料来源：Bloomberg, 浦银国际

消费板块长期前景依然乐观

虽然在消费力和消费意愿短期承压的情况下，市场对消费板块的投资情绪和关注度降至低点，然而我们认为：

- (1) 消费依然是中国经济发展的支柱产业与主要驱动力之一；
- (2) 消费企业的基本面未出现结构性的恶化，消费升级大趋势未有改变；
- (3) 许多优质消费品标的估值水平已出现大幅下调，性价比逐渐显现。

基于以上三点，我们坚定看好消费板块长期的发展和增长。面对行业短期挑战，我们给出以下三点投资建议：

- (1) 做时间的朋友，回归长期价值投资本质；
- (2) 继续在不确定性中寻找高确定性；
- (3) 中长期坚定看好成长性消费标的。

目前，华润啤酒（291.HK）、青岛啤酒（168.HK）与滔搏（6110.HK）是我们在消费行业的首选。

图表 10：消费子行业 2023 年下半年展望及建议关注标的

细分板块	2023 年中期展望	建议关注
<u>运动服饰行业</u>	运动服饰行业在当前的市场环境下，流水表现较为波动，这也使市场进一步担心运动服饰品牌后续是否能维持较强的增长动能并最终完成全年的增长目标。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。	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>	我们认为中国啤酒行业产品结构高端化的恢复以及原材料压力同比减小是驱动行业 2023 年收入和利润增长的主要动力。随着旺季的到来以及天气逐渐转暖，同时考虑到估值已经历较为明显的回调，我们预测主要中国啤酒玩家短期内股价上行动能大于下行势能。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，燕京啤酒 (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。我们相信乳制品行业下半年的收入与利润率若能释放良好趋势，则有望改善乳制品行业短期较为疲弱的市场情绪，帮助估值的回升。	维持蒙牛 (2319.HK)、伊利 (600887.CH)、妙可蓝多 (600882.CH) “买入”评级，维持光明乳业 (600597.CH) “持有”评级。
<u>奶粉行业</u>	中国人口出生率不断下降以及消费力的下降是中国婴幼儿奶粉行业面对的困境。在这种大环境下，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，估值也将在大幅下挫后维持在较低的水平。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>	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，未来产品价格上涨与产品结构的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)。
<u>化妆品行业</u>	随着大型促销活动对化妆品消费刺激的恢复以及线下社交、消费场景的重启，我们认为短期内由于场景缺失造成基数较低的子品类，如美妆及医疗终端产品，销售有望快速提升，并长期看好化妆品行业与中国消费趋势的高度适配度带动市场规模的增长。	建议关注珀莱雅 (603605.SS)、贝泰妮 (300957.SS)、华熙生物 (688363.SS)、巨子生物 (2367.HK)。
<u>餐饮行业</u>	我们预期随着消费力逐渐恢复，主要餐饮玩家的同店收入及翻台率水平有望在不久的将来接近并回到 2019 年疫情前的水平。长期来看，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，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。	建议关注海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK)、海伦司 (9869.HK)、百胜中国 (YUMC)。
<u>调味品行业</u>	短期由于市场需求疲弱、渠道库存高企，整体竞争环境面对较大压力。短期来看，去库存和需求回暖是行业触底反弹的关键。长期来看，行业高端化趋势依然明显。随着消费者健康意识的持续提升以及零添加事件的持续发酵，未来零添加调味品的市场规模有望持续扩容，利好整体调味品行业整体的结构升级。	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，软饮料的增长确定性较高，但方便面的销售将继续承压。低糖无糖软饮料的毛利率有望录得较大幅度的扩张，而方便面的毛利率在产能利用率下降的情况下短期较难出现大幅好转。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、做时间的朋友，回归长期价值投资本质

疫情以后，许多消费细分板块出现增速放缓的迹象。这也导致消费板块估值水平短期大幅下降。

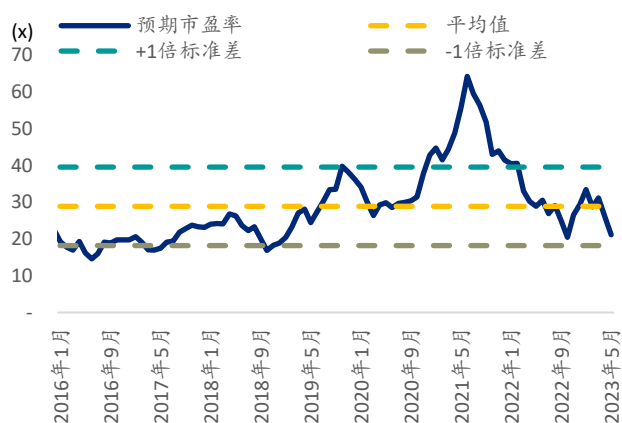
我们承认，在现阶段，我们很难去判断消费板块的估值是否还有继续探底的空间，也无法预测消费板块的市场情绪何时会反转。这很大程度上取决于中国经济的恢复进程和外部环境的动态变化（地缘政治、中美关系等）。然而，我们对于消费板块的展望具有以下三个基本的观察：

(1) 我们认为，拉动内需、促进消费是中国经济发展重要的驱动力之一。扩内需促消费的战略方向在两会以及其他重要政府会议中都被反复提及和强调。因此，长期来看，消费力的持续复苏与消费需求端的扩张将会是大势所趋。

(2) 在疫情期间，不少消费品企业比过去更加关注运营效率的改善、管理能力的提升以及长期可持续的发展。这将使消费品企业在消费需求回升以后，盈利能力有望得到进一步提升。

(3) 在过去几个月估值大幅下跌后，不少基本面强大、现金流稳定、长期发展前景优秀的企业，估值已降至历史低位。比如国产运动服饰行业的代表安踏与李宁在当前的估值水平上，都已表现出较高的投资风险回报比。

图表 11: 安踏历史市盈率趋势，2016 年-2023 年 5 月



注：截至 2023 年 5 月 资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 12: 李宁历史市盈率趋势，2016 年-2023 年 5 月



注：截至 2023 年 5 月 资料来源：Bloomberg，浦银国际

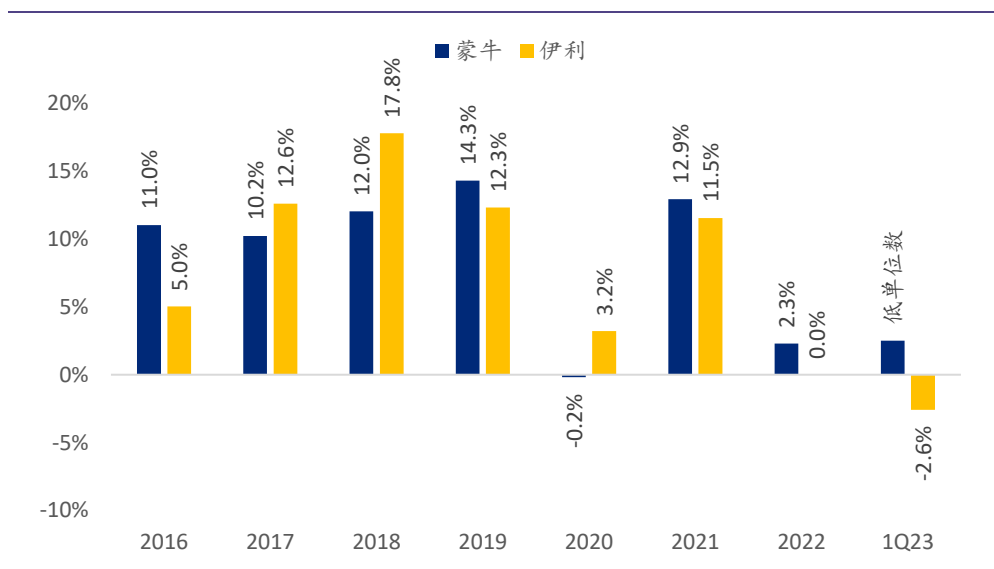
基于以上两点，我们认为只要秉持长期价值投资的理念，中国消费板块长期依然具有可观的投资回报前景。而作为投资者，现在最需要的就是保持耐心——耐心等待市场筑底、等待情绪好转、等待消费力与消费意愿进一步恢复，与此同时，持续挖掘基本面强、增长潜力大、估值合理的优质投资标的。

● 二、继续在不确定性中寻找高确定性

在消费终端需求较为疲软的情况下，消费品赛道的长期投资逻辑以及短期业绩的确定性对公司短期股价表现产生巨大的影响。许多消费品企业短期收入或流水的增速不及预期，增加了全年业绩表现的不确定性，从而导致估值下滑。

拿乳制品行业举例，伊利 1Q23 液态奶的收入同比下滑低单位数，而我们预测蒙牛 1Q23 液态奶的收入同比仅小幅增长。进入二季度以后，尽管伊利与蒙牛单月的收入在低基数的加持下加速增长，但整体增速依然与公司全年的收入增长目标有一定的差距。这也就使市场对乳制品企业能否完成全年的增长目标表示怀疑，从而导致股价短期的疲软。这种对后续业绩表现的高度质疑充斥于众多的消费子行业中。

图表 13： 伊利与蒙牛液态奶收入增速，2016-1Q23



资料来源：公司数据，浦银国际

我们认为，越是在市场对消费板块缺乏信心的时候，我们就越应该挖掘成长确定性高的消费子行业以及其中业绩确定性高的公司。我们相信，具有高确定性的企业，其估值有望在市场情绪筑底以后率先出现大幅回升。

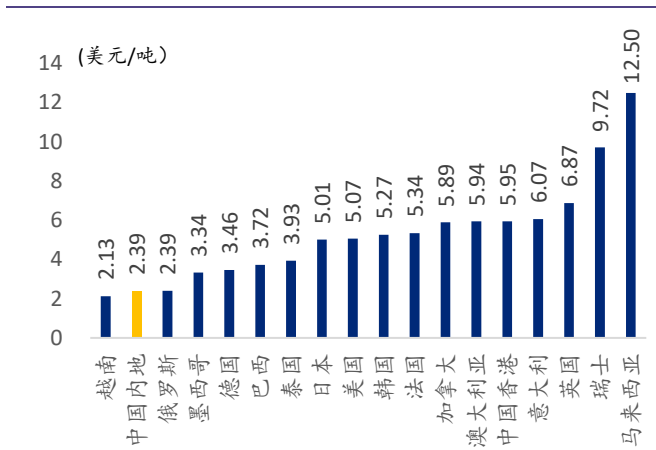
在我们看来，在所有消费子行业中，啤酒行业是 2023 年具备最强增长确定性的消费子行业之一。尽管短期销量在 2022 年高基数下仍面对一定压力，但啤酒行业高端化趋势在疫情放开后具有极高的确定性。这种确定性基于以下几点：

- (1) 中国啤酒行业的平均单价依然远低于其他发达市场，提价空间巨大；
- (2) 中国啤酒市场依然以大众产品为主，次高端及以上产品的销量占比低，结构升级的空间大；

(3) 现饮渠道的放开和恢复有助于中国啤酒市场渠道结构的改善，为今年的高端化提供了良好的环境和土壤。

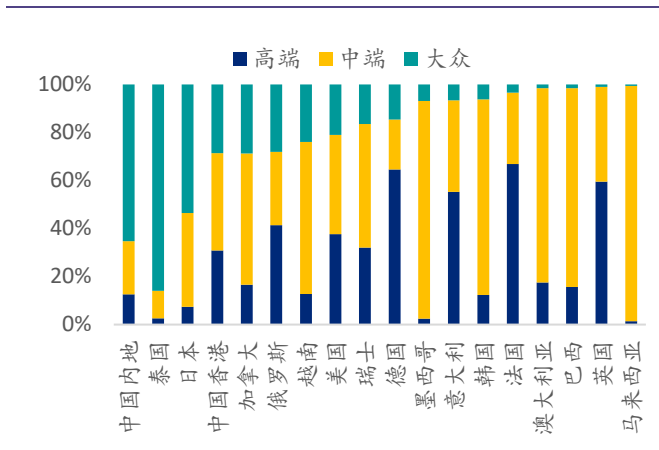
基于此，中国主要啤酒玩家今年平均单价的增长以及利润率的扩张具有较大的确定性。

图表 14: 各国啤酒行业零售吨价比较, 2022



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 15: 各国啤酒行业产品结构占比, 2022



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

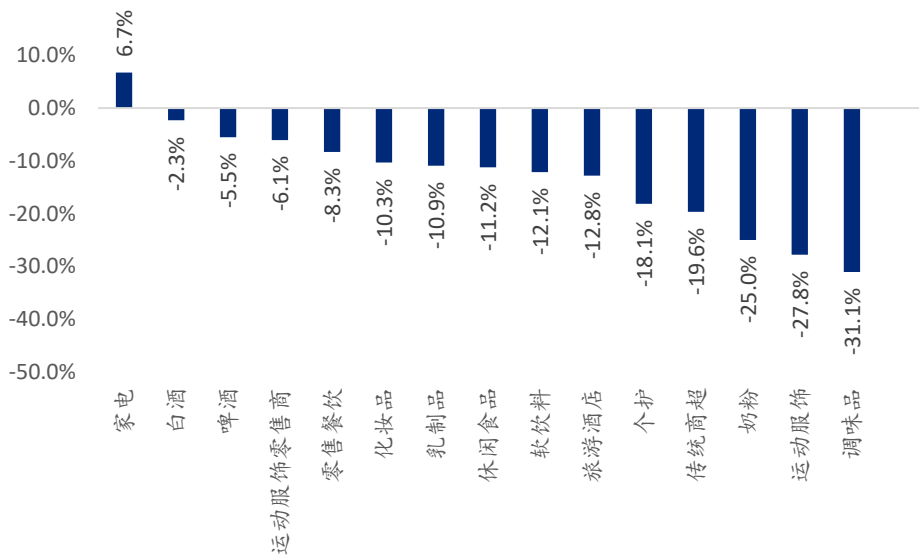
除了啤酒行业，国际运动服饰品牌（尤其是 Nike）今年在中国市场的收入的反弹与增长同样具有较高的可预见性。这也使国际运动服饰零售企业（滔搏与宝胜）今年的业绩具有较强的确定性。

另外，农夫山泉作为软饮料行业的领头羊，其今年的收入在疫情放开以后大概率将录得较高速增长，而其毛利率也将受益于 PET 价格的下跌。因此，我们认为农夫山泉今年的业绩也将表现出较强的确定性。

● 三、中长期坚定看好成长性消费标的

在 2023 年上半年，基于对后续消费力恢复的强烈不确定性，市场对成长性消费企业的业绩预期产生强烈怀疑，故此大幅卖空成长性高的消费股，导致那些原本被公认为具有较高成长潜力的消费品赛道（如运动服饰）的股价表现大幅低于整体消费板块的股价表现。

图表 16： 2023 年年初至今主要消费子行业的股价表现



注：截至 2023 年 6 月 21 日
资料来源：Bloomberg, 浦银国际

在这一背景下，高成长性的股票估值大幅下滑，与成长性较弱的企业之间的估值差距也大幅缩小。这令高成长性企业的估值吸引力再次凸显。

比如运动服饰品牌（李宁、安踏等）未来 12 个月动态估值已经从 2022 年初的 40-50 倍大幅下降至目前的不到 20 倍。这一估值已经低于大部分白酒企业，并接近许多食品饮料行业玩家的估值水平。

我们不排除高成长性企业的估值短期还有继续下行的可能性，但中长期来看，随着后续业绩确定性有所提升，市场情绪逐步好转，成长性较高的企业估值和股价的弹性理论上远大于偏价值型的消费股。

图表 17: 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		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
运动服饰												
2020.HK Equity	安踏体育	81.5	29,471	21	18	15	26	20	18	12	11	9
2331.HK Equity	李宁	44.0	14,799	22	18	15	20	23	20	13	11	10
2313.HK Equity	申洲国际	72.5	13,921	21	16	15	7	26	18	14	12	10
6110.HK Equity	滔搏	6.8	5,355	16	13	12	18	23	13	8	7	6
1368.HK Equity	特步国际	8.0	2,705	17	13	11	20	24	23	9	8	6
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	401	5	3	3	586	41	21	2	2	1
1361.HK Equity	361度	3.8	990	8	7	6	22	18	14	2	2	2
平均值				20.4	16.7	14.3				12.2	10.3	8.9
啤酒												
1876.HK Equity	百威亚太	21.3	36,033	32	27	24	32	16	14	15	12	11
291.HK Equity	华润啤酒	51.0	21,134	28	23	20	25	21	19	16	13	11
600600.CH Equity	青岛啤酒	102.7	15,912	32	27	24	18	17	14	22	20	18
168.HK Equity	青岛啤酒	69.1	15,912	20	17	16	16	16	10	11	10	9
600132.CH Equity	重庆啤酒	96.3	6,480	30	25	22	23	18	15	11	10	9
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.7	4,960	61	43	32	65	42	37	20	16	13
平均值				30.4	25.4	21.9				15.6	13.4	11.8
白酒												
600519.CH Equity	贵州茅台	1,735.8	303,325	30	25	22	18	17	15	21	18	15
000858.CH Equity	五粮液	171.4	92,548	21	19	16	16	15	14	14	12	10
600809.CH Equity	山西汾酒	203.6	34,552	24	19	16	27	25	22	18	14	12
000568.CH Equity	泸州老窖	219.9	45,027	25	21	17	23	22	20	18	15	13
002304.CH Equity	洋河股份	137.5	28,826	18	16	14	20	18	15	12	10	9
000596.CH Equity	古井贡酒	257.6	16,679	33	26	20	30	26	29	18	14	11
000799.CH Equity	酒鬼酒	93.8	4,241	24	19	16	21	26	18	16	13	11
603369.CH Equity	今世缘	57.2	9,973	23	18	15	25	25	23	15	12	10
000860.CH Equity	北京顺鑫农业股份有限公司	32.0	3,300	36	26	20	199	40	30	16	12	10
平均值				26.8	22.7	19.5				18.3	15.5	13.4
奶粉												
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.4	5,062	7	6	5	11	10	10	4	4	3
1112.HK Equity	H&H国际控股	10.3	851	8	6	5	23	31	20	7	6	6
1717.HK Equity	澳优	3.5	812	9	8	7	203	14	13	5	4	4
平均值				7.1	6.2	5.6				4.5	4.0	3.7
乳制品												
600887.CH Equity	伊利股份	28.8	25,505	17	14	13	17	17	13	12	10	10
2319.HK Equity	蒙牛乳业	30.2	15,240	18	15	13	18	16	15	14	13	11
600597.CH Equity	光明乳业	10.5	2,006	22	19	17	81	15	16	8	7	6
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.4	1,602	36	23	17	131	56	36	18	12	9
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	839	6	4	3	93	51	20	7	6	5
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	873	6	4	3	147	41	31	8	7	6
平均值				17.2	14.8	13.0				12.6	11.0	10.2
软饮料												
9633.HK Equity	农夫山泉	43.5	62,492	47	40	35	12	16	16	30	26	22
322.HK Equity	康师傅控股	12.0	8,622	17	14	12	36	22	15	8	7	7
220.HK Equity	统一企业中国	6.9	3,829	16	15	13	39	10	18	8	7	6
平均值				41.8	35.9	31.0				26.2	22.6	19.7
肉制品												
000895.CH Equity	双汇发展	24.5	11,798	14	13	12	N/A	8	9	10	9	8
288.HK Equity	万洲国际	4.2	6,900	5	5	5	-8	11	6	4	3	3
平均值				11.0	10.1	9.4				7.6	7.1	6.6
调味品												
603288.CH Equity	海天味业	49.7	38,405	41	35	30	8	19	14	31	27	23
300999.CH Equity	金龙鱼	40.2	30,340	41	32	27	76	27	17	22	18	16
1579.HK Equity	颐海国际	17.4	2,304	18	16	13	17	17	17	10	9	8
600872.CH Equity	中炬高新	38.2	4,170	41	34	29	222	18	18	30	25	22
002507.CH Equity	涪陵榨菜	18.3	2,933	22	19	17	7	13	12	15	13	12
600305.CH Equity	恒顺醋业	10.9	1,686	54	40	32	44	35	25	35	28	24
603027.CH Equity	千禾味业	20.9	2,808	43	33	26	36	28	26	30	23	19
平均值				40.0	32.6	28.2				26.5	22.1	19.4

(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		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
休闲食品												
151.HK Equity	中国旺旺	5.3	8,012	14	13	12	15	8	7	24	70	8
3799.HK Equity	达利食品	2.7	4,758	11	10	9	6	9	7	5	5	4
603517.CH Equity	绝味食品	39.4	3,461	28	21	17	277	34	22	17	13	11
002557.CH Equity	洽洽食品	41.3	2,911	19	16	14	12	20	14	13	11	10
1458.HK Equity	周黑鸭	3.1	950	31	17	13	810	86	36	11	7	6
603719.CH Equity	良品铺子	26.8	1,494	24	20	16	32	24	21	16	13	11
平均值				17.5	14.5	12.7				15.9	31.7	8.2
新零售												
9992.HK Equity	泡泡玛特	17.4	3,008	22	17	13	72	34	24	11	8	7
MNSO.US Equity	名创优品有限公司	16.1	5,080	42	82	N/A	6	-49	N/A	10	8	N/A
平均值				34.8	57.8	13.3				10.5	8.3	6.8
传统商超零售												
601933.CH Equity	永辉超市	3.1	3,951	80	41	29	113	95	43	18	15	14
6808.HK Equity	高鑫零售	1.9	2,340	54	24	14	187	122	72	1	1	1
平均值				70.6	34.9	23.3				11.6	9.8	8.9
零售餐饮												
YUMC.US Equity	百胜中国	58.1	24,244	27	22	19	107	20	15	12	10	9
9987.HK Equity	百胜中国	450.6	24,031	27	22	19	107	20	15	12	10	9
6862.HK Equity	海底捞	17.4	12,389	27	21	18	96	29	18	12	10	9
9922.HK Equity	九毛九	12.9	2,397	28	18	13	799	56	34	12	8	6
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	1,279	29	14	10	169	105	38	9	6	4
520.HK Equity	呷哺呷哺	3.8	524	13	8	6	174	61	39	4	3	3
9869.HK Equity	海伦司	7.9	1,283	23	14	10	245	68	31	11	7	6
603345.CH Equity	安井食品	157.7	6,435	32	25	20	N/A	25	25	19	15	12
001215.CH Equity	千味央厨	69.8	841	41	31	25	40	33	25	24	18	16
平均值				26.7	21.6	18.5				11.8	10.0	8.9
旅游酒店												
600754.CH Equity	锦江酒店	47.1	6,284	33	23	19	1228	47	18	15	12	11
600258.CH Equity	首旅酒店	20.2	3,150	28	20	16	239	42	20	13	10	9
1992.HK Equity	复星旅游文化	7.3	1,158	19	10	8	187	87	30	8	7	6
GHG.US Equity	格林酒店集团	4.7	480	10	7	N/A	N/A	56	N/A	6	4	N/A
45.HK Equity	大酒店	6.9	1,460	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)	6.2	2,830	28	16	9	160	71	75	17	14	12
1179.HK Equity	华住集团	31.5	12,811	29	25	21	N/A	18	18	16	14	12
HTHT.US Equity	华住集团	40.7	12,961	29	25	21	2359	18	18	17	14	12
平均值				29.2	22.9	19.2				15.7	12.9	11.4
家电												
000333.CH Equity	美的集团	58.3	56,929	12	11	10	10	11	10	11	10	9
000651.CH Equity	格力电器	36.2	28,326	8	7	6	8	10	9	5	4	4
6690.HK Equity	海尔智家	24.6	29,857	13	11	10	N/A	14	13	9	8	7
600690.CH Equity	海尔智家	23.4	29,857	13	11	10	N/A	14	13	8	8	7
921.HK Equity	海信家电	18.2	4,314	12	10	8	32	18	22	7	6	5
平均值				11.6	10.3	9.2				8.7	7.9	7.1
化妆品												
YSG.US Equity	逸仙控股有限公司	1.0	664	N/A	16	33	91	770	-51	11	3	N/A
600315.CH Equity	上海家化	28.9	2,733	26	22	19	61	18	13	17	15	13
603605.CH Equity	珀莱雅	105.9	5,849	40	31	25	27	31	25	28	22	18
平均值				35.7	27.1	23.6				23.5	18.6	16.2
个人以及家庭护理												
1044.HK Equity	恒安国际	33.8	5,017	12	10	10	59	14	7	7	6	6
002511.CH Equity	中顺洁柔	11.6	2,157	24	19	17	76	29	12	13	11	10
3331.HK Equity	维达国际	20.1	3,089	20	14	11	71	39	25	10	8	7
平均值				16.9	13.4	11.8				9.3	8.0	7.2

注：百威亚太、华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒及燕京啤酒 EV/EBITDA E=浦银国际预测，其余 E=Bloomberg 预测；截至 2023 年 6 月 21 日收盘价

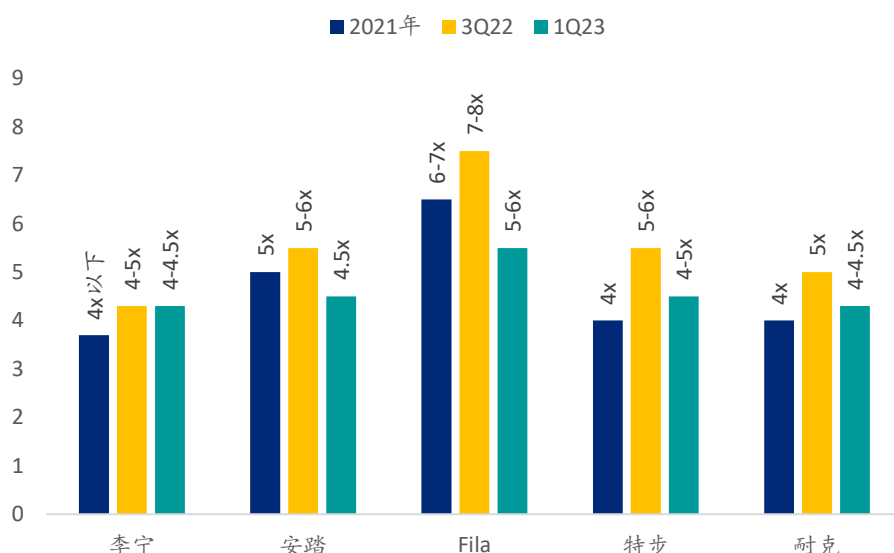
资料来源：Bloomberg，浦银国际

重点消费行业 2023 年中期展望

● 运动服饰行业：渠道库存持续好转，零售流水取决于消费力复苏

经过前三个月的持续清库存，运动服饰行业的库存水平已基本恢复到相对健康的水平，零售折扣也基本与去年同期持平。在所有品牌中，李宁与 Nike 的渠道库存依然处于行业领先水平。

图表 18：各品牌渠道库销比



资料来源：浦银国际估算

在清库存以及高基数的影响下，1Q23 整体的零售流水表现相对较弱。从 3 月下半月开始，基数大幅降低，因此零售流水在 3-4 月录得较高的同比增长。然而，5 月零售流水增速环比 4 月有所放缓。这也使市场进一步担心运动服饰品牌后续是否能维持较强的增长动能并最终完成全年的增长目标。

相比其他消费行业，运动服饰具有成长性强、估值高的特点，且其成长性与消费力具有很强的相关性。在消费力恢复慢于预期的情况下，运动服饰行业上半年出现了明显的杀估值的市场现象，导致国产运动服饰企业在上半年股价表现普遍不佳。

图表 19：主要运动服饰品牌 1Q21-1Q23 零售流水表现

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
李宁	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长
	80-90%	90-100%	40-50%	30-40%	20-30%	高单位数	10-20%	10-20%	中单位数
	高段	低段	低段	低段	高段		中段	低段	
安踏品牌	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长
	40-45%	35-40%	10-20%	10-20%	10-20%	中单位数	中单位数	高单位数	中单位数
			低段	中段	高段				
安踏：Fila	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长
	75-80%	30-35%	中单位数	高单位数	中单位数	高单位数	低双位数	10-20%	高单位数
							低段	低段	
特步	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长
	约 55%	30%-35%	10-20%	20%-25%	30%-35%	10-20%	20%-25%	高单位数	约 20%
			中段			中段			
361 度	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	持平	▲增长
	10-20%	15-20%	10-20%	10-20%	10-20%	10-20%	10-20%		10-20%
	高段		低段	高段	高段	低段	中段		低段

资料来源：公司数据、浦银国际

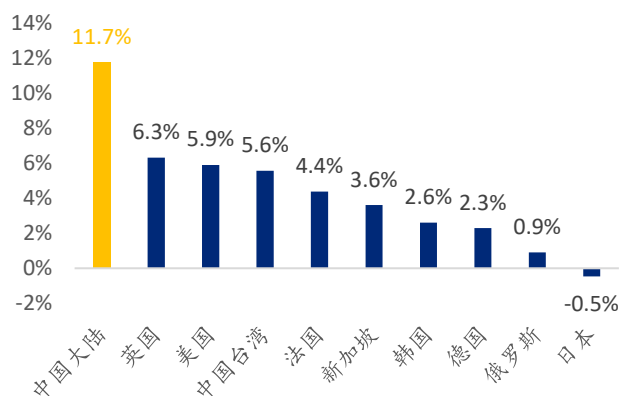
相较国产品牌 2023 年销售恢复趋势的不明朗，Nike 今年在中国市场的增长具有较强的确定性。根据浦银渠道调研数据，在低基数的帮助下，Nike 今年截至 5 月的零售流水增速要高于国产品牌。

我们认为 Nike 在中国的品牌力正在回归。Nike 强大的品牌力以及其在功能性运动服饰领域不可撼动的地位都将助力 Nike 在 2023 年的中国市场录得显著的收入反弹。相较 Nike，Adidas 的库存依然比较高，品牌力也相对较弱，因此销售反弹尚需时日。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。

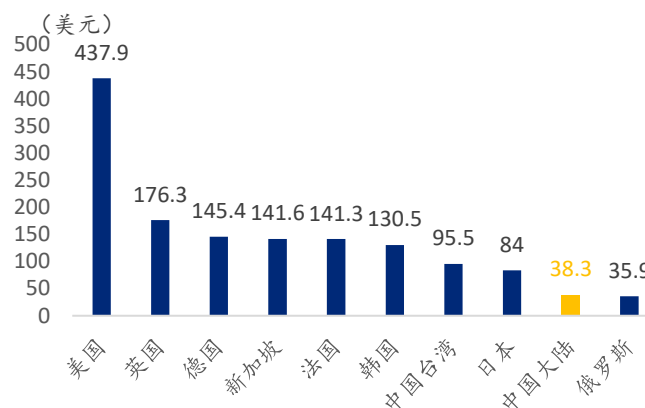
长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低水平。这也表示中国消费者对运动服饰的需求未来还有巨大的上升空间。

图表 20: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2022 复合增长率



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 21: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2022



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

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。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 \(6110.HK\): 基本面依然稳健, 利润率扩张确定性强, 建议逢低吸纳》](#) (2023-05-24)

[《宝胜 \(3813.HK\): 1Q23 出色的业绩及 4 月和五一黄金周收入增长强劲有望提振市场信心、改善市场预期; 上调目标价》](#) (2023-05-11)

[《滔搏 \(6110.HK\): 宝胜 4 月与五一黄金周收入增长强劲, 有望提振滔搏市场表现》](#) (2023-05-11)

[《安踏 \(2020.HK\): 短期趋势喜忧参半, 长期 店效恢复与利润率扩张依然具有确定性》](#) (2023-04-13)

[《滔搏 \(6110.HK\): Nike 反弹驱动收入增长, 库存优化带动利润率扩张》](#) (2023-03-29)

[《安踏 \(2020.HK\): 2023 年收入指引符合预期, 利润率扩张是主要增长驱动力》](#) (2023-03-22)

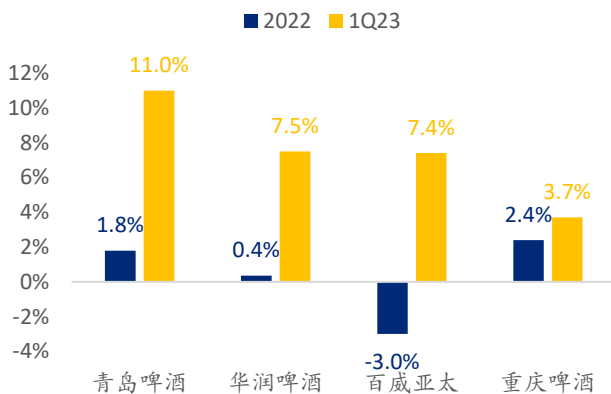
[《李宁 \(2331.HK\): 料负面情绪不会持续太久, 零售趋势有望持续向好; 适度下调目标价》](#) (2023-03-20)

● 啤酒行业：产品结构加速提升，成本压力持续降低

随着疫情的放开和现饮渠道的逐渐恢复，中国啤酒行业高端化的趋势已经在 2023 年初开始重启。虽然市场担心行业去年销量的高基数，但我们认为与其纠结短期的销量表现，市场应该将更多目光聚焦于中国啤酒行业更具有确定性的两大趋势之上：（1）产品结构高端化的恢复，以及（2）原材料压力同比减小。这两大趋势是驱动中国啤酒行业 2023 年收入和利润增长的主要动力。

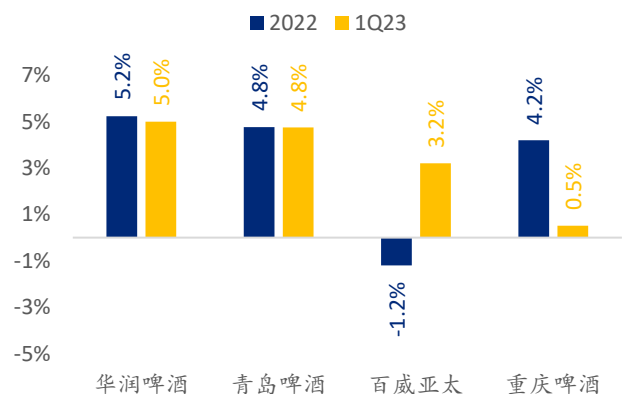
产品结构高端化趋势开始显现：2023 年啤酒行业的高端化主要是基于现饮渠道的恢复带来渠道结构的改善，从而推动产品结构的提升。回看 1-2 月，由于消费力和现饮渠道尚待恢复，这一趋势表现得并不明显。但随着基数逐渐降低以及消费情绪逐渐回暖，产品结构提升在 3-4 月逐渐显现。拿青啤举例，尽管 4 月整体销量仅增长 10%，但经典以上产品 4 月销量同比增长 42%，远高于公司总体销量增长；青啤的三大主力产品都在 4 月录得可观的销量增速（纯生增 55%，白啤增 47%，经典增 40%）。华润方面，喜力 1Q23 销量同比增长达 50% 以上，相较 2022 年（30%+）进一步提速。Super X 与纯生在 1Q23 也录得双位数增长，一起带动整体次高及以上产品销量增长 20%。考虑 4-5 月较低的基数，这一趋势有望在 2Q23 持续。产品结构的提升将和提价一起帮助公司 2023 年平均单价大幅提升以及毛利率同比扩张。

图表 22: 中国啤酒行业销量表现



资料来源：公司数据，浦银国际

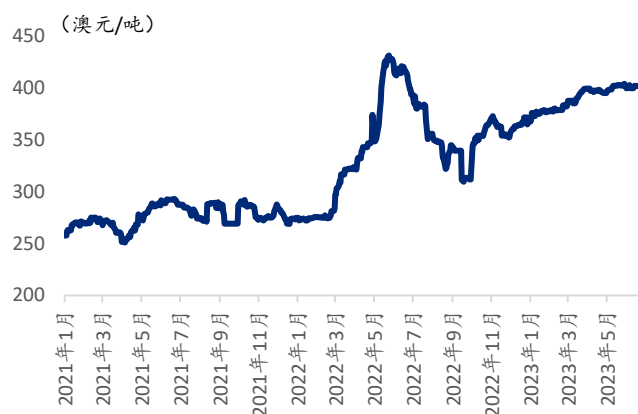
图表 23: 中国啤酒行业吨价表现



资料来源：公司数据，浦银国际

生产成本的压力持续减小：展望 2023 年各啤酒玩家的成本，大麦的采购成本在重新锁价以后，同比将出现不同程度的涨幅（取决于采购量、产地等因素）。但包材价格的持续下滑将很大程度上抵消大麦采购价格上涨所带来的成本压力。根据我们近期和管理层的沟通，华润与青啤都下调了 2023 年的成本预算：华润管理层预测 2023 年成本同比仅增长小几亿人民币（相较之前 5 亿以内），而青啤管理层预测单吨成本仅增长 1%（相比之前 2% 的增长）。另外，澳麦税收的潜在放松未来有望进一步降低大麦的采购价格，利好 2024 年的成本预期。

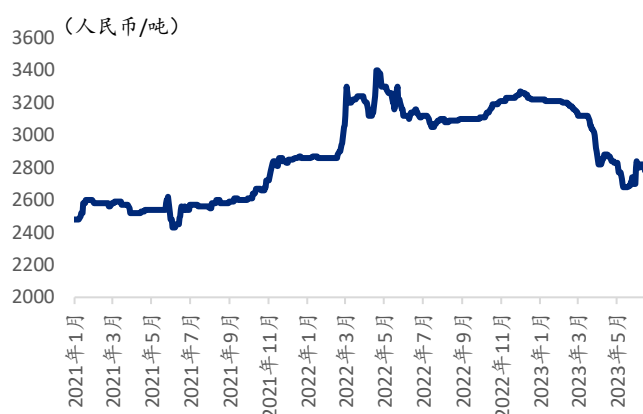
图表 24: 大麦价格走势



注: 截至 2023 年 6 月 21 日

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 25: 小麦价格走势



注: 截至 2023 年 6 月 21 日

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

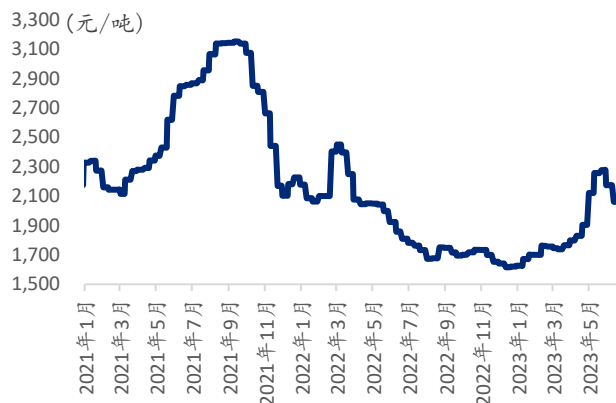
图表 26: 中国长江铝价格走势



注: 截至 2023 年 6 月 21 日

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 27: 中国玻璃价格指数



注: 截至 2023 年 6 月 21 日

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

啤酒行业股价短期有望出现反弹: 根据浦银渠道调研, 经销商备货的积极性依然保持高涨, 主要玩家的基本面依然保持稳健。随着旺季的到来以及天气逐渐转暖, 同时考虑到估值已经历较为明显的回调, 我们预测主要中国啤酒玩家 6 月的股价上行动能大于下行势能。我们预料华润与青啤的股价有望在一个月内出现拉升, 而重啤股价将在下半年开始反弹。考虑品牌/产品矩阵、高端化的空间、对渠道与终端 (尤其是现饮) 的掌控力等因素, 华润啤酒 (129.HK) 依然是我们在啤酒行业中的首选。

图表 28：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 4 月	山东省内纯生提价 6-7%
	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	非现饮渠道勇闯提价 6-7%，减少餐饮渠道纯生的费用
	2023 年	除喜力外，主要产品均将考虑提价，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	疆外乌苏提价 3-4%
	2022 年 2 月	部分产品提价
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
	2023 年 3 月	核心+价值产品以高于 CPI 的涨幅进行提价

资料来源：公司资料、浦银国际

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，而对燕京啤酒（000729.CH）则给予“卖出”评级。

更多相关报告：

[《中国啤酒行业：产品结构加速提升，成本压力持续降低》](#)（2023-05-09）

[《百威亚太（1876.HK）：疫情后中、韩市场恢复趋势的确定性或出现分化；维持“持有”评级》](#)（2023-05-04）

[《重庆啤酒（600132.CH）：业绩指引弱于预期，但仍看好股价弹性在旺季释放》](#)（2023-05-03）

[《青岛啤酒（168.HK/600600.CH）：1Q23 开门红，后续关注结构优化的可持续性；上调盈利预测与目标价》](#)（2023-04-26）

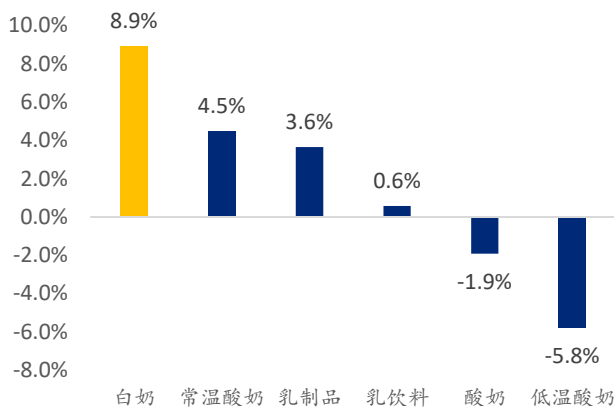
[《华润啤酒（291.HK）：高端化趋势加速，核心利润继续大幅扩张；维持行业首选》](#)（2023-03-27）

● 乳制品行业：收入增速放缓，但利润率扩张确定性高

疫情令中国消费者的健康意识有所提升，但与此同时也令中国消费者的消费力受到一定程度的伤害。这导致中国乳制品行业的消费趋势经历潜移默化的改变，主要包括：(1) 白奶的市场需求逐渐兴起并维持较高的刚需属性，(2) 常温酸奶与乳饮料等品类的市场需求逐渐减弱，(3) 乳制品消费升级略显乏力。

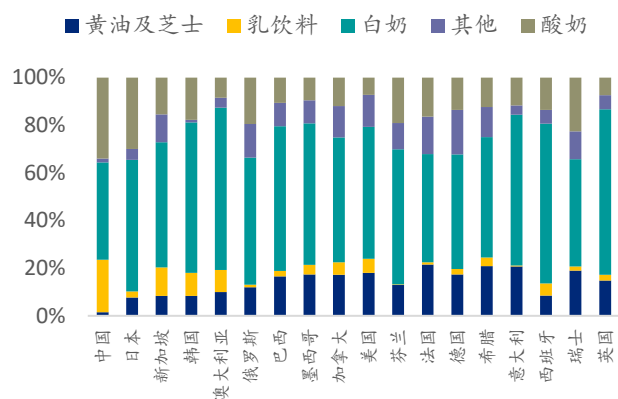
这也解释了为什么我们观察到疫情三年里（2020-2022 年期间），白奶的平均增速要高于其他乳制品产品。当前，中国市场白奶销量的占比相比其他国家依然处于较低的水平。随着消费需求继续向白奶倾斜，白奶销量占比有望进一步提升，而乳饮料的占比则可能逐渐降低。

图表 29: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2022 年销售额复合增长率



资料来源：Euromonitor、浦银国际

图表 30: 各国人均奶类产品销量比较，2022



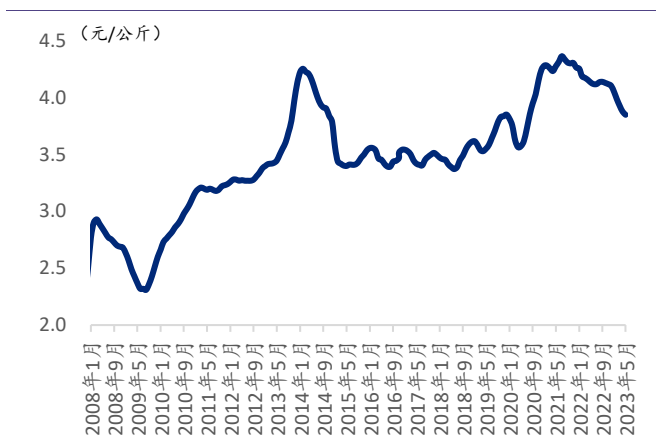
资料来源：Euromonitor、浦银国际

在相对较高的基数以及今年春节提前的影响下，1Q23 主要乳制品玩家的内生收入增速都出现不同程度的放缓。随着基数的逐渐降低，乳制品企业 2Q23 的收入增速开始逐月回升，但整体增速依然低于公司年初给的全年收入增长目标。这也使市场对主要乳制品企业能否达到全年收入增长目标持怀疑态度。

根据我们的观察，由于受到疫情的影响，在过去两年里（2021 与 2022 年），下半年的收入规模明显小于上半年。在这一背景下，只要今年下半年能够维持稳定的收入节奏，那今年下半年的收入增速有望高于上半年的增长表现，从而有机会帮助伊利和蒙牛最终实现全年的收入增长目标。

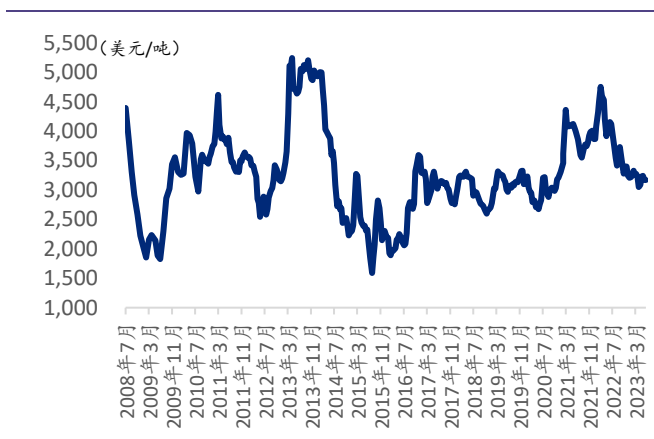
另一方面，原奶价格在 2023 年持续走低，这虽然一定程度上减小了下游乳企今年的成本压力，但同时也令市场开始担忧行业的竞争格局。

图表 31: 中国原奶价格走势



注：截至 2023 年 6 月
资料来源：Wind，浦银国际

图表 32: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势

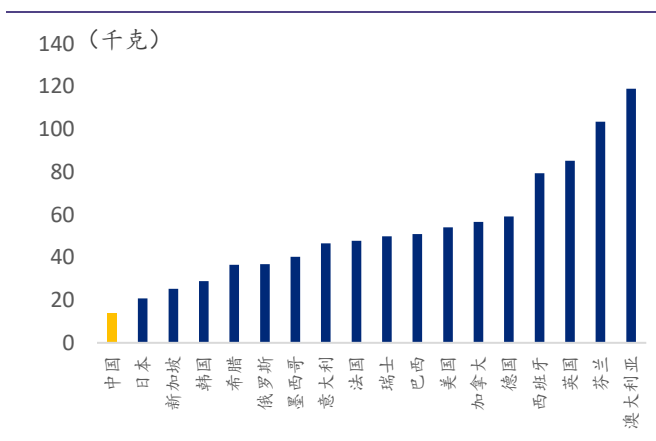


注：截至 2023 年 6 月
资料来源：Fonterra，浦银国际

我们的确观察到今年原奶市场供应较往年更为充足，而不管是伊利还是蒙牛，今年的收奶量都要高于往年。我们不排除伊利蒙牛今年加大喷粉的量。但尽管如此，我们判断主要的下游乳企对于行业促销已达成一致，并不会为了消耗多余的原奶采购量而明显加大对乳制品的促销力度甚至发起价格战，而是会更加聚焦产品结构的提升、经营效率的改善与费用的控制，从而保证核心经营利润率的持续扩张。

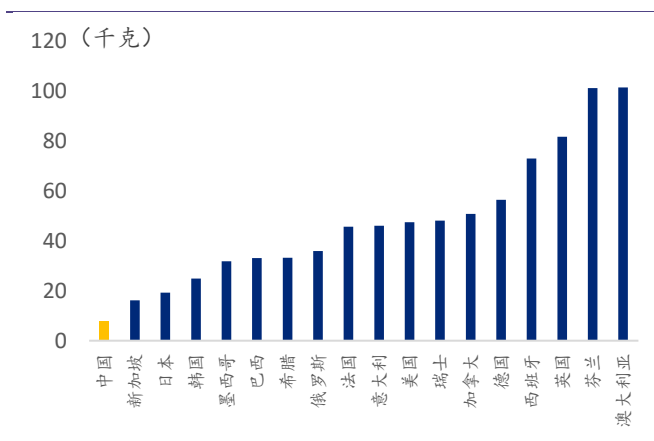
长期来看，疫情将进一步提升消费者的健康意识，使更多消费者认识到乳制品摄入对健康的重要性，利好乳制品市场需求的扩张。中国人均乳制品销售额远低于发达国家水平。我们相信，随着人均饮奶量的逐步上升，中国乳制品行业未来长期销量增长有着巨大的空间。

图表 33: 各国家/地区人均乳制品销量比较，2022



资料来源：Euromonitor，浦银国际

图表 34: 各国家/地区人均牛奶销量比较，2022



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。

我们相信乳制品行业下半年的收入与利润率若能释放良好趋势，则有望改善乳制品行业短期较为疲弱的市场情绪，帮助估值的回升。

乳制品行业中，我们首推蒙牛（2319.HK），同时维持伊利（600887.SS）“买入”评级和光明（600597.SS）“持有”评级。

更多相关报告：

[《伊利（600887.CH）：内生利润率扩张确定性强，澳优是最大的不确定性因素》](#)（2023-05-02）

[《蒙牛（2319.HK）：“盈利能力提升确定性强+估值性价比高”的优质长线投资标的》](#)（2023-03-31）

[《妙可蓝多（600882.CH）：短期业绩挑战不改长期增长逻辑；下调目标价，维持“买入”评级》](#)（2023-02-20）

[《伊利（600887.CH）：春节动销好于预期，节后渠道库存大幅降低；调整2022-2024E 盈利预测，上调目标价》](#)（2023-01-31）

[《蒙牛（2319.HK）：2022年业绩稳健，2023年前景可期》](#)（2023-01-12）

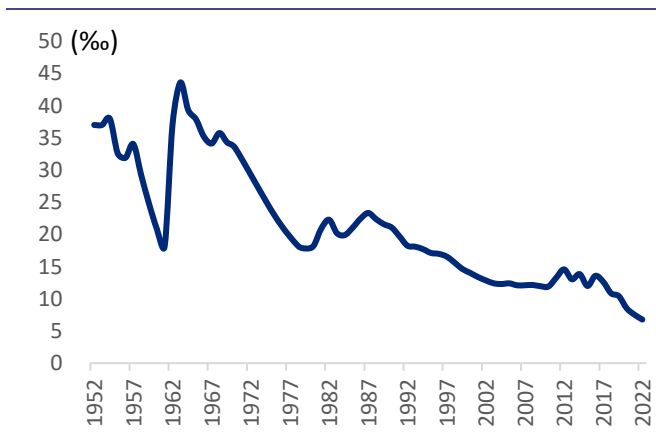
● 奶粉行业：出生率未见起色，估值难有反转

2022年，中国出生率再创新低并下跌至0.677%。尽管政府出台一系列的措
施促进生育，但目前效果尚未显现。基于截至目前的产妇建档数据，有专家
推断2023年的出生率有可能在2022年的基础上继续下滑。

在这一背景下，婴幼儿奶粉的终端需求依然疲软。尽管去年一季度的基数并
不高，但主要奶粉玩家1Q23的奶粉收入增速依然不甚理想。除了伊利的内
生奶粉业务依然维持正增长以外，我们预计飞鹤及澳优等奶粉玩家在1Q23
都录得收入的同比下滑。

尽管2Q23的收入表现有望好于1Q23，但我们预测整体1H23的收入增速与
全年双位数收入增长的目标仍会有一定差距。

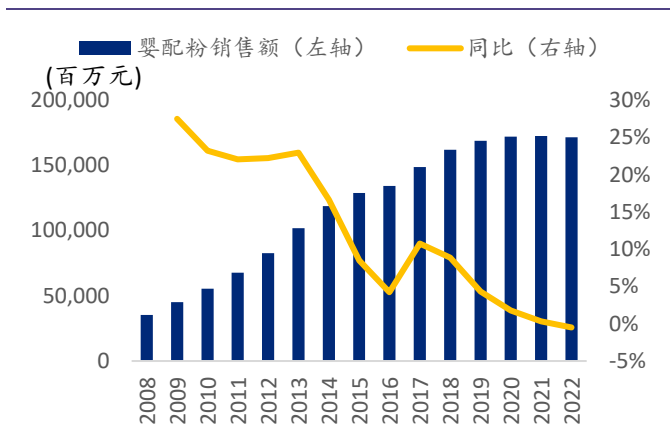
图表 35: 中国出生率



注：截至2022年

资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 36: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速

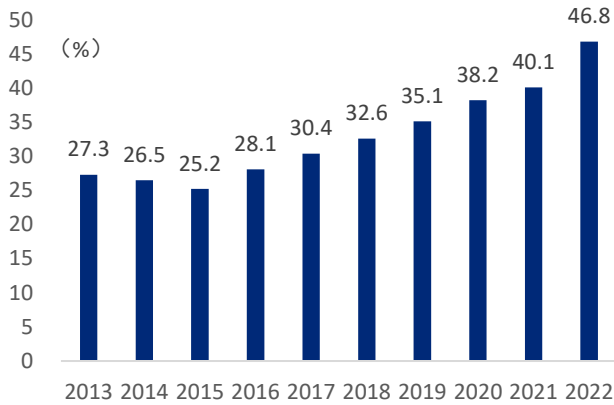


资料来源：Euromonitor，浦银国际

值得欣慰的是，在2022年不遗余力的清理渠道库存以后，行业整体的库存
水平维持在相对健康的水平。更重要的是，主要婴幼儿奶粉玩家都将库存管
理视为最优先的工作重点之一。截至目前，飞鹤的渠道库销比（不含新品）
维持在1.6个月左右，基本上和去年年底持平。

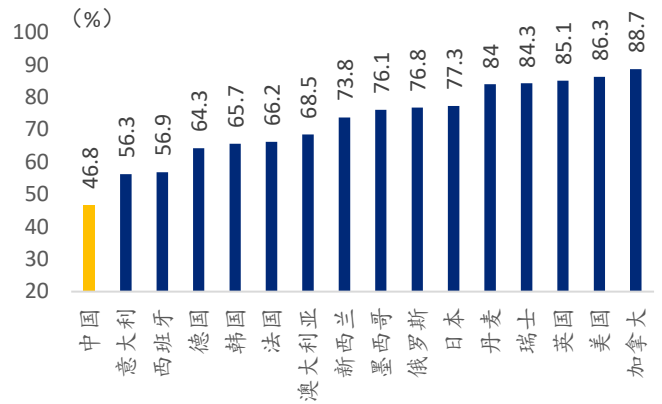
我们认为，出生率维持在低位无疑将继续给婴幼儿奶粉的市场需求与终端
动销带去负面的影响。但与2022年相比，渠道库存风险已大幅下降。随着
奶粉行业在下半年进入低基数，主要奶粉行业玩家有望在下半年录得高于
上半年的收入增速。

图表 37: 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 38: 不同国家奶粉行业集中度 (前三名) 比较, 2022



资料来源: Euromonitor、浦银国际

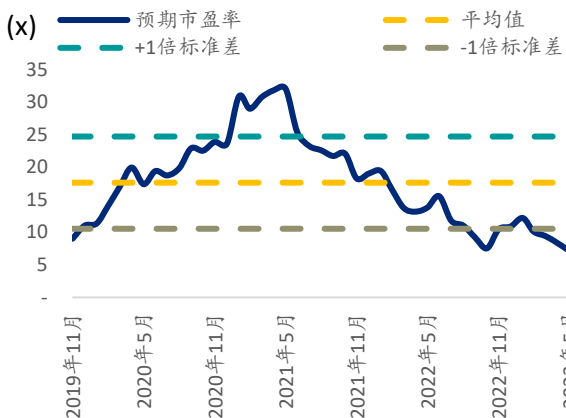
中长期来看, 中国婴幼儿奶粉行业面对以下困境:

(1) 在中国人口出生率不断下降的大环境下, 中国奶粉行业已进入存量市场竞争。要想取得高速增长, 玩家必须通过强大的品牌、优质的产品、发达的渠道网络以及合理的定价来抢占对手的市场份额。

(2) 消费力的下降可能使消费者对婴幼儿奶粉的价格变得更为敏感, 部分低线城市消费者可能从一味追求高端和高价格的产品转向高性价比的婴幼儿奶粉产品。这可能使飞鹤等高端奶粉品牌的市场份额和利润率承压。

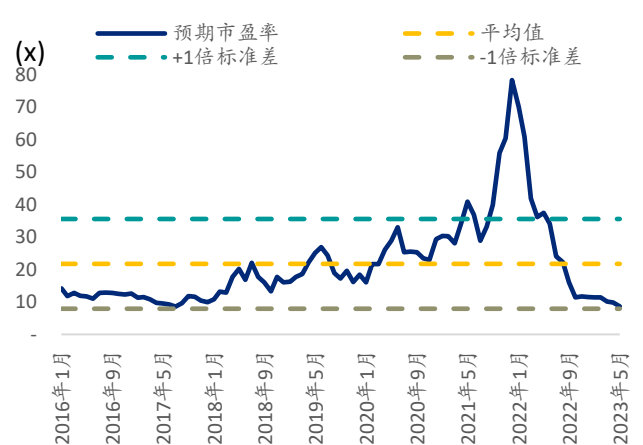
在这种大环境下, 我们预计市场对中国奶粉行业的偏好性与关注度中短期较难有提升, 估值也将在大幅下挫后维持在较低水平。相比飞鹤, 我们短期更看好伊利在奶粉行业的增长前景。

图表 39: 飞鹤历史市盈率估值



注: 截至 2023 年 6 月 5 日
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 40: 澳优历史市盈率估值



注: 截至 2023 年 6 月 5 日
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

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：

[《澳优（1717.HK）：产品结构下降阻碍利润率回升，行业趋势疲弱阻碍估值反转；下调目标价，维持“持有”》](#)（2023-05-02）

[《中国飞鹤（6186.HK）：下调 2022-24E 盈利预测及目标价，维持“持有”评级》](#)（2022-12-07）

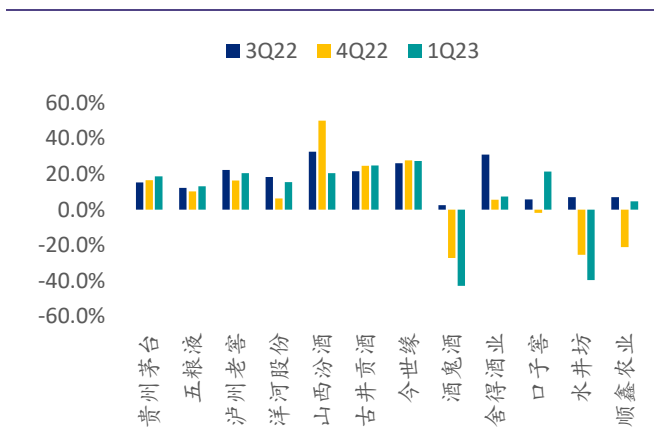
● 白酒行业：需求显著放缓，控量保价是短期大方向

在消费领域里，白酒行业的市场需求与宏观经济具有较高的关联性。在宏观经济短期不确定性较高、消费力缓慢恢复的大环境下，今年上半年商务宴请的需求有所减弱，从而导致市场对白酒市场的信心不足，导致白酒板块估值承压。

在居民收入尚未恢复，消费力不足的情况下，白酒企业的收入表现呈现沙漏形：高端白酒和大众白酒价格带依然呈现较高速的收入增长，而次高端与地产酒的收入表现则较为疲软。

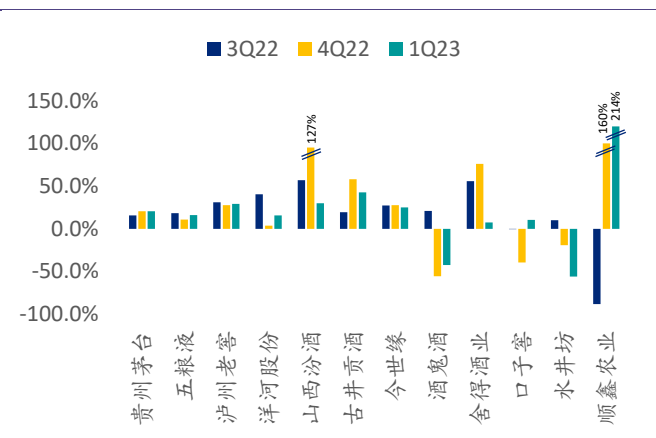
1Q23 各主要白酒玩家的收入表现也集中体现了以上的销售趋势。各头部高端白酒玩家都在 1Q23 维持较高的收入增速，但次高端和地产酒企则面对一定的销售压力。

图表 41: 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 42: 主要白酒企业各季度归母净利润同比增长

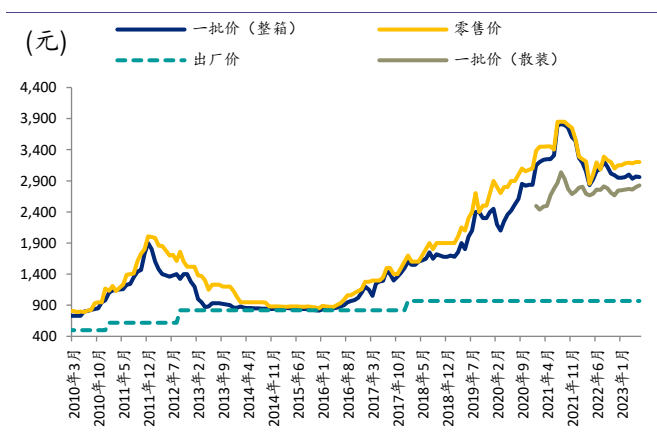


资料来源：公司数据，浦银国际

在经历了去年四季度的供需失衡以后，茅台的批价在今年上半年持续恢复，并已经回到了去年 8 月的水平（散瓶价格在人民币 2,827 元左右）。这一方面体现了茅台强大的市场需求韧性，另一方面也归功于茅台较弱的消费属性。我们相信，随着旺季的到来，茅台下半年的批价有望继续上升。

相较茅台，五粮液具有较强的消费属性。因此，五粮液的市场需求在消费力疲软的情况下承受更大的压力。五粮液的批价在一季度并未出现反弹，而是稳定在人民币 940 元左右。这也表示，五粮液的一批价从去年四季度开始便一直低于其出厂价，呈倒挂的状态。

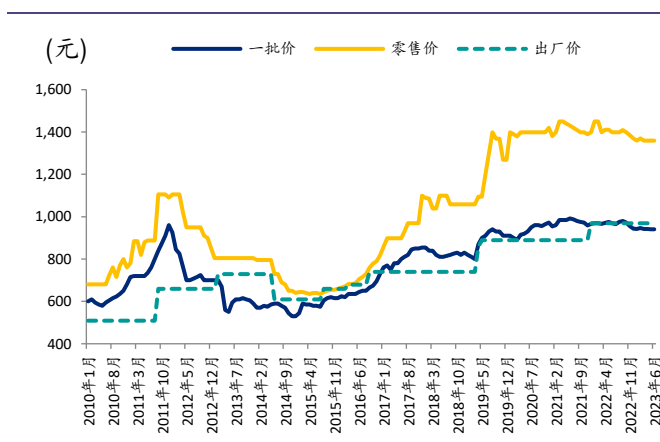
图表 43: 飞天茅台出厂价、一批价和零售价



注：数据截至 2023 年 6 月

资料来源：浦银国际市场调研数据

图表 44: 普五出厂价、一批价和零售价



注：数据截至 2023 年 6 月

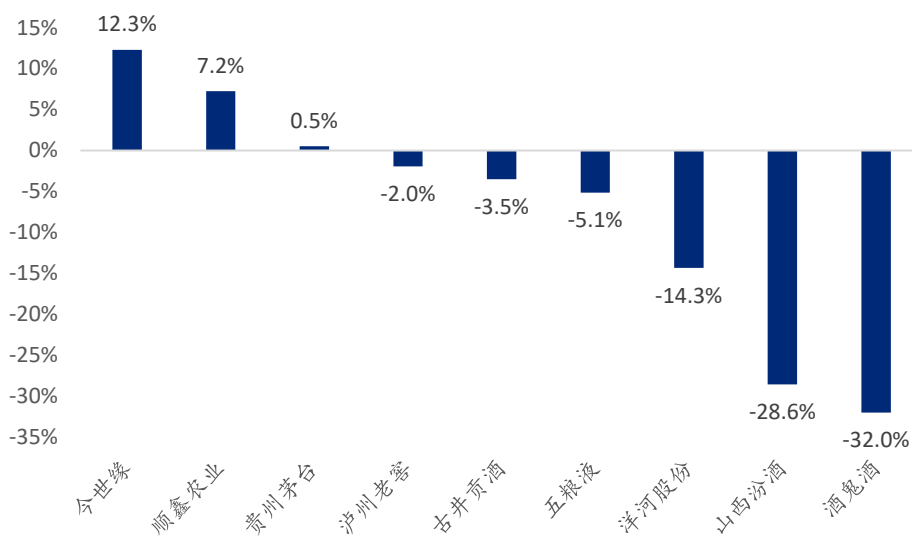
资料来源：浦银国际市场调研数据

进入 2Q23 以来，许多白酒企业都采取了积极控货挺价的策略，希望在进入旺季之前，带动渠道库存水平回归到健康水平。因此，白酒企业 2Q23 的收入可能承受较大的压力。

但从另一个角度看，2Q23 的控货挺价很大程度上体现了白酒企业希望在下半年旺季期间放量和创收的决心。我们预计进入下半年以后，随着居民收入的逐渐恢复以及经济活跃度的提升，白酒需求端有望好转。同时，在较为健康的渠道库存之上，我们预计终端需求的回暖将有望转化为白酒企业的收入增长。

我们认为，主要高端白酒企业的基本面已逐步企稳，市场需求最弱的阶段已过去并有望在旺季到来前逐步回暖。然而，市场对白酒行业的投资情绪依然低迷，导致主要白酒玩家估值水平持续下探。进入下半年以后，随着较为积极的经济数据的持续释放，市场情绪有望好转，白酒企业的估值也有望得到修复。因此，我们建议市场在下半年旺季到来之前积极布局。

图表 45：主要白酒企业年初至今的股价表现



注：数据截至 2023 年 6 月 21 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

尽管白酒行业从销量来看很早就进入存量竞争，但我们认为，名优白酒品牌高端化与消费升级的趋势并未结束，未来产品价格上涨与产品结构的高端化依然将会是整体白酒行业主要的增长动力。另一方面，市场需求也将进一步向名优白酒企业倾斜，促使行业集中度持续提升。

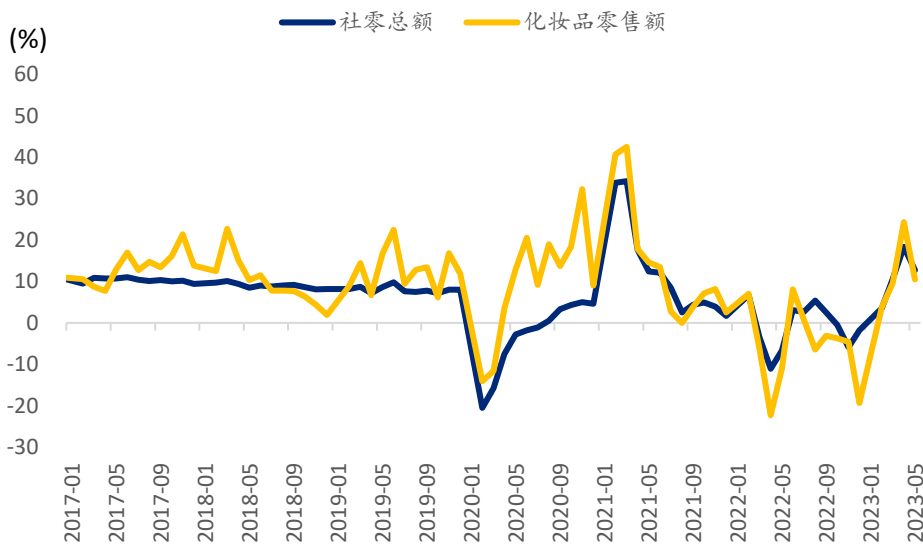
虽然次高端白酒销售短期承压，但长期来看，我们预计将看到白酒行业需求高端化继续向次高端市场传导，次高端白酒产品在未来 2-3 年将会有更多的提价空间。同时，次高端白酒行业的集中度也将得到进一步的提升。

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：疫后快速复苏，品牌回归质量和功效

2022年，受到疫情反复冲击，往年中国化妆品零售额的快速增长未能维持。随着今年管控措施放开，消费逐步复苏以及社交场景的增加，提振了化妆品行业需求。2023年1-4月各月化妆品零售额均录得高于社会消费品零售额增速的快速反弹。

图表 46：中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比



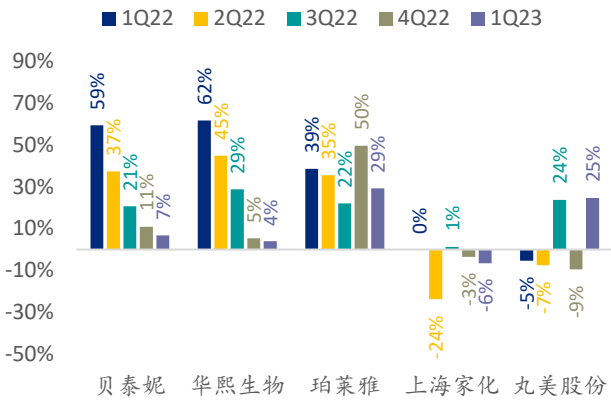
注：数据截至 2023 年 5 月
资料来源：Wind，浦银国际

由于今年的 38 女王节促销力度不及往年，头部国产品牌 1Q22 的收入增长减速。但在近期 618 年中大促的预售中，我们欣喜地看到在国产化妆品品牌的在 TOP20 护肤和彩妆榜单中的强势霸屏。

与此同时，线下消费场景客流的恢复带动布局了线下渠道的企业在 1Q23 录得了高于同业的增长。随着线下医美客流增长，具备医美终端业务的企业（如华熙生物和巨子生物）也在低基数的带动下取得较好的增长。

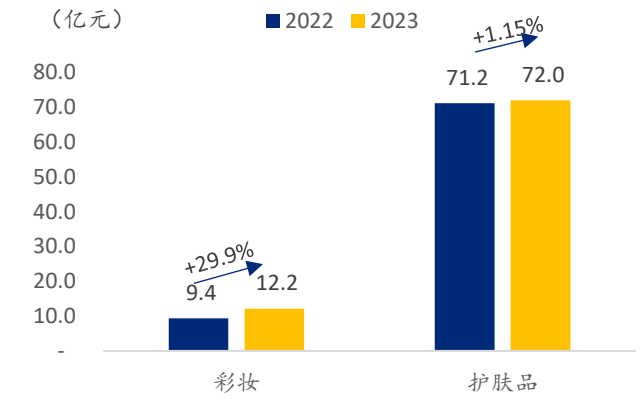
同时，相比护肤品具备一定的刚性需求，在疫情中有较强的韧性，美妆则因线下社交的缺失，在疫情中失去一定的使用场景。因此我们认为，在疫情开放初期，美妆产品的销售增速将高于护肤品。

图表 47: 中国主要化妆品品牌收入同比增速, 1Q22-1Q23



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 48: 2023 年 618 大促预售阶段彩妆、护肤品及平台同比增速



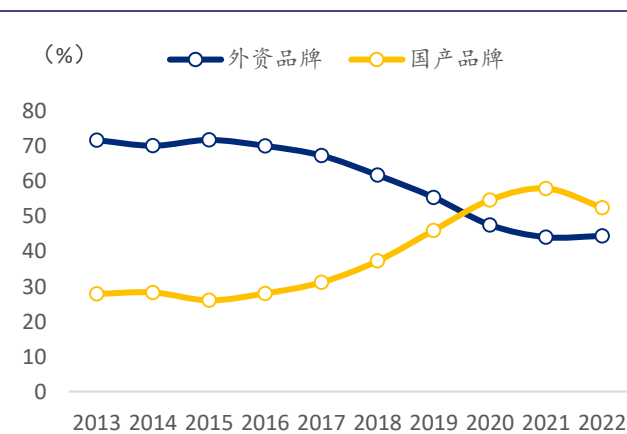
资料来源: 欧特欧咨询、浦银国际

在大型线上促销节对消费刺激下, 叠加线下社交、消费场景的重启, 我们认为短期内, 由于场景缺失造成基数较低的子品类(如美妆及医疗终端产品)的销售表现将更为亮眼。

而从化妆品行业整体长期趋势来看:

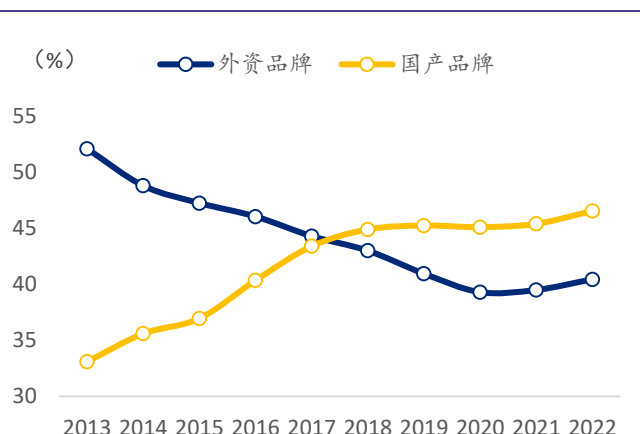
国产品牌借势弯道超车, 政策推动产业回归本质: 随着电商及社交媒体的兴起、国货热潮升温以及“大牌平替”的流行, 国产化妆品品牌在外资品牌主导多年的市场中重振旗鼓, 在大众市场中反超外资品牌成为市场主导。

图表 49: 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 50: 中国大众护肤品行业市场份额: 国际品牌与中国品牌



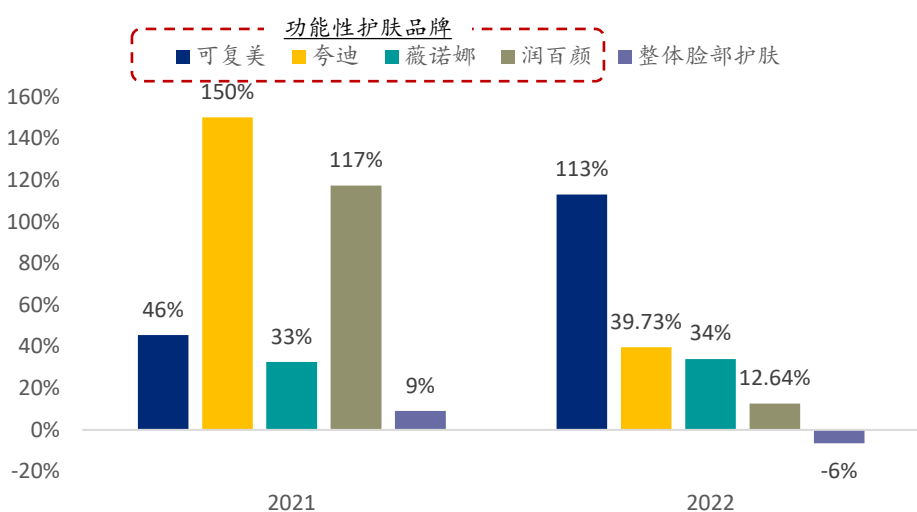
资料来源: Euromonitor, 浦银国际

在抢占市场的过程中, 国产品牌在电商平台和社交媒体大举宣传旗下产品, 但仅仅依靠广告营销堆砌起的品牌难以长期维持。

国家自 2022 年起实施对化妆品产品及原材料的备案和监管政策，促使化妆品企业将重心由营销造势转向以研发带来的高质量发展。政策的引导促进行业集中度提升以及优质企业留存，使产品力成为本土品牌持续健康发展的本质，利好珀莱雅、华熙生物等具备较强研发能力及资本实力的龙头企业。

居民消费理性化，回归产品功效：消费者的消费观念愈加成熟，对大牌追捧的热潮退散。消费者对化妆品的功效有效性、复合功效以及产品成分的关注度的提升成为当前化妆品品牌进行产品迭代的重点。在如上的消费趋势下，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，且增速远超整体护肤品市场增长。

图表 51：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

对于品牌来说，利用产品力长期驱动成长的基石主要在于：

- (1) **细化产品功效：**化妆品消费者对产品的功效需求更加细化，例如适用肤质和功能，品牌在宣传中明确产品功效吸引相应的消费者；
- (2) **原材料成分及配方的有效性：**具备原材料生产资质、专业医学背书的产品增强消费者信赖度、塑造专业品牌形象；
- (3) **产品迭代：**不论是原材料、产品配方亦或是工艺的创新都将为品牌引入新鲜流量。

综上所述，产品功效的重要性的提升将带动功效护肤领域在未来保持较快的增速。利好华熙生物、巨子生物等具备原材料生产、具备医学背书的企业。

长期来看，化妆品使用流程和功效的细化、消费者消费理念更加成熟、以及颜值经济的兴起，都将带动中国化妆品行业维持高速增长。

我们建议重点关注珀莱雅（603605.SS）、贝泰妮（300957.SS）、华熙生物（688363.SS）、巨子生物（2367.HK）等化妆品企业。

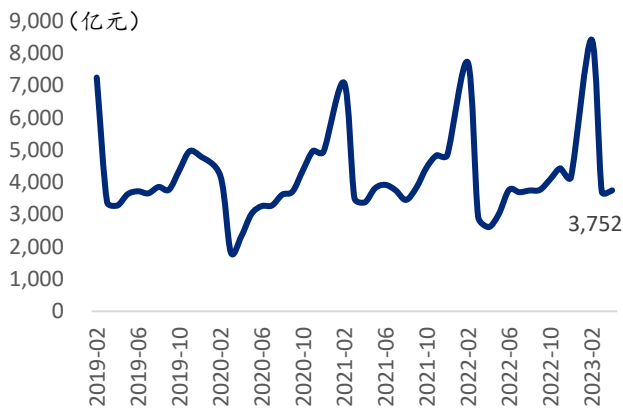
● 餐饮行业：在疫情中，管理能力与运营效率是关键

作为消费领域受疫情打击最大的消费赛道，餐饮行业在疫情放开以后正处于逐步恢复的过程中。截至5月份，社会消费品零售总额中的餐饮收入规模同比增长 22.6%，相较 2019 年同期增长 13.7%。

在较低的基数下，随着客流的逐渐恢复，大部分连锁餐饮企业今年上半年的同店水平都录得同比大幅的增长，但与 2019 年的同店水平尚存在一定差距。拿九毛九的数据举例，太二 4 月的同店收入同比 22 年增长 33%，但仅恢复至 2019 年同期的 84%。

我们预期随着消费力逐渐恢复，主要餐饮玩家的同店收入及翻台率水平有望在不久的将来接近并回到 2019 年疫情前的水平。

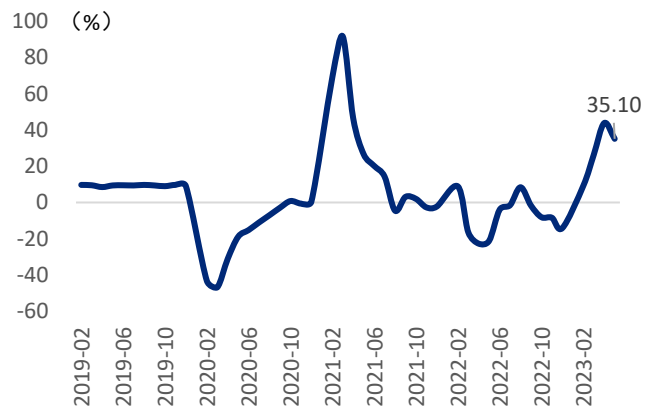
图表 52: 中国餐饮行业收入规模



注：截至 2023 年 5 月

资料来源：Wind、浦银国际

图表 53: 中国餐饮行业收入同比变化



注：截至 2023 年 5 月

资料来源：Wind、浦银国际

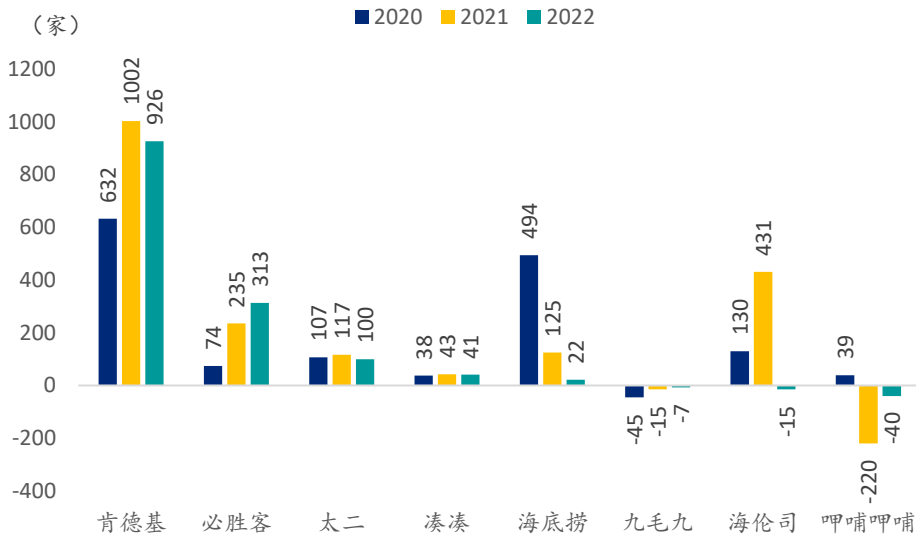
根据我们的观察，2023 年主要餐饮玩家的恢复进程主要有以下三个特点：

(1) 开店更为谨慎

虽然进入 2023 年以后疫情已基本结束，但主要的餐饮玩家不约而同都采取了相对保守和谨慎的门店扩张战略。

- 海底捞虽然未明确给出 2023 年的开店目标，但总体感觉偏谨慎，且其开店策略依然以高线城市加密为主。
- 九毛九的太二今年目标新开店 120 家，这一目标与过去三年疫情期间的开店节奏相比并未有大幅的加速。总今年的目标也仅有 25 家。
- 百胜是唯数不多在 2023 年维持较快开店节奏的餐饮企业。百胜疫情期间加大了门店扩张的步伐，连续两年净开店数都在 1,200 以上。而其今年新开店的目标依然维持在 1,100-1,300 的范围。

图表 54：连锁餐饮品牌 2021-2022 净开店数



注：海底捞门店数量不含特海
资料来源：公司公告，浦银国际

(2) 客单价短期较难恢复

去年疫情期间，不少餐饮企业选择适当调低了菜品的价格。疫情后，在可支配收入下降、消费力持续疲软的大环境下，大部分的餐饮企业都选择了短期维持疫情期间的价格，不会轻易上调菜品单价，一方面可以吸引客流，同时也避免可能带来的舆论反响。

我们预计主要的餐饮玩家（包括海底捞、九毛九、百胜等）今年的客单价大概率同比维持去年的水平。

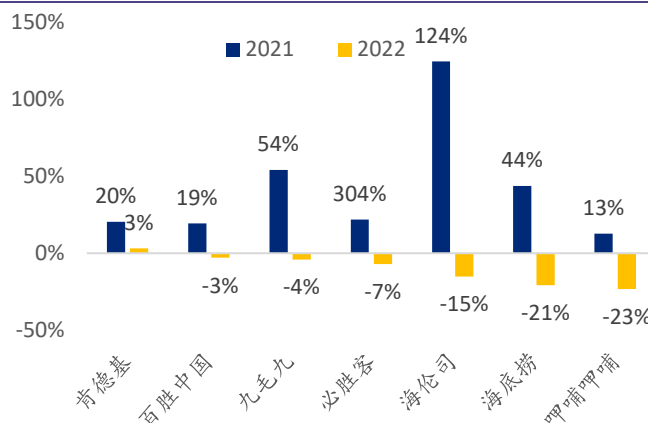
(3) 更聚焦盈利能力的提升

过去两年的疫情给许多餐饮玩家带来了巨大的盈利压力，不少餐饮企业短期出现亏损。这也使不少餐饮企业的策略重心从原本的门店高速扩张，切换到聚焦盈利和运营质量。

尽管餐饮行业在 2H22 受到疫情巨大的冲击，但不少餐饮行业玩家的利润率反而在 2H22 录得环比提升，并最终重回盈利。这很大程度上归功于餐饮玩家对门店运营效率的提升（包括员工效率的提升以及用工流程的优化）。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。

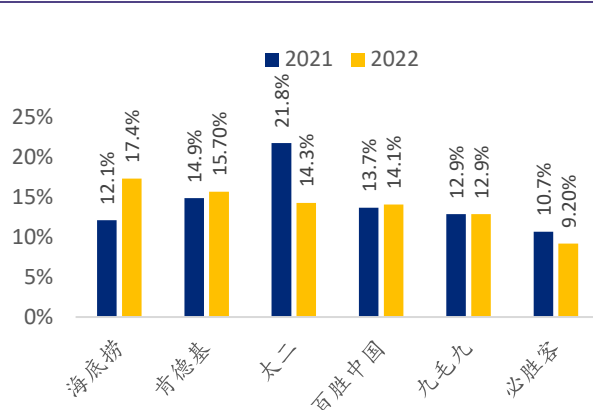
我们预计一些门店运营效率优化措施的效果有望在疫情后延续。随着客流、同店以及翻台率等指标的同比回升，主要餐饮企业的利润率有望在经营杠杆及运营效率提升的帮助下同比录得较大幅度的扩张。

图表 55: 主要餐饮企业 2021-2022 年收入同比变化情况



资料来源: 公司数据、浦银国际

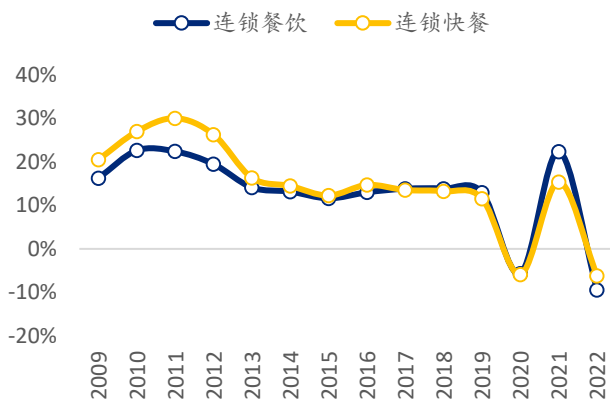
图表 56: 主要餐饮企业 2021-2022 年店铺经营利润率



资料来源: 公司数据、浦银国际

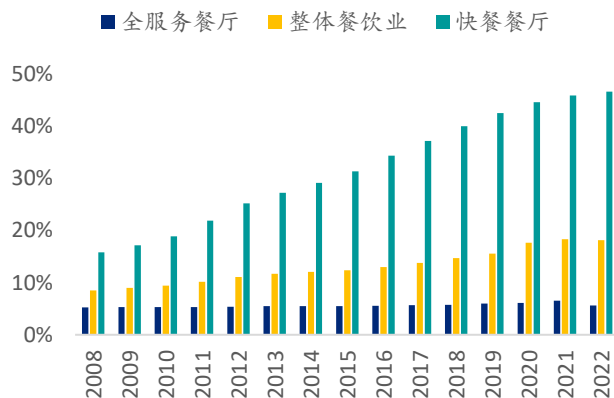
长期来看, 疫情使小型餐饮企业的生存空间急剧恶化, 而大型连锁餐饮企业在管理上更标准化、单店运营效率高、能够快速向线上及外卖业务转型, 因此也表现出更强的韧性和抗风险能力。因此, 疫情有望使中国餐饮行业连锁化率持续提升。

图表 57: 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 58: 连锁餐饮收入占比



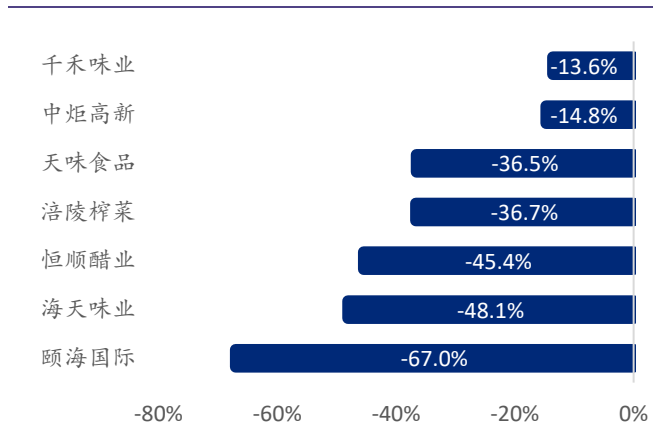
资料来源: Euromonitor、浦银国际

建议投资者关注海底捞 (6862.HK)、九毛九 (9922.HK)、海伦司 (9869.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

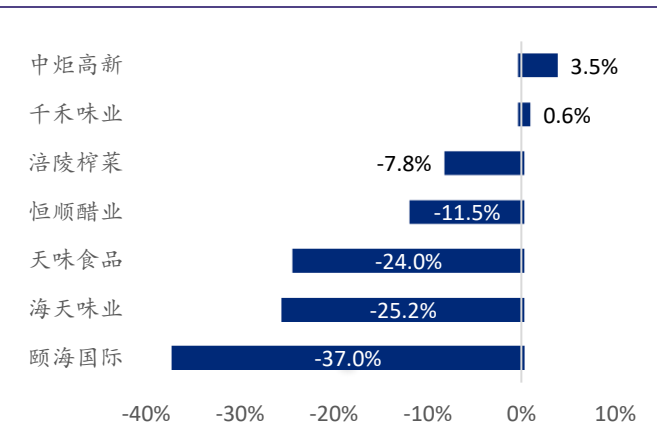
调味品行业短期面临三大挑战：(1) 市场需求疲软、(2) 渠道库存高企、(3) 原材料价格上涨。这也使调味品行业的市场情绪持续走弱，股价从 2021 年下半年开始大幅回撤。

图表 59: 主要中国调味品行业玩家 2021 年下半年至今股价表现



注：截至 2023 年 6 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

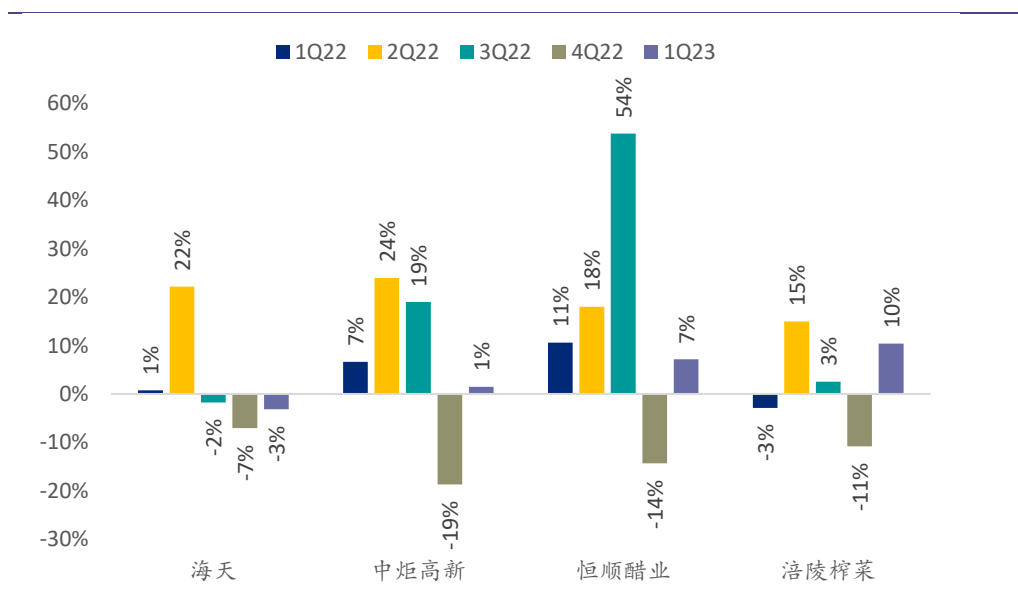
图表 60: 主要中国调味品行业玩家 2023 年至今股价表现



注：截至 2023 年 6 月 21 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

进入 2023 年以后，虽然餐饮端的需求同比有所恢复，但恢复力度弱于预期。同时，家庭端的需求在疫情放开以后基本维持稳定。1Q23 各调味品玩家的收入增速也体现了整体调味品行业市场需求恢复的进程依然较为疲软。

图表 61: 主要调味品公司 3Q21-3Q22 各季度收入同比变化

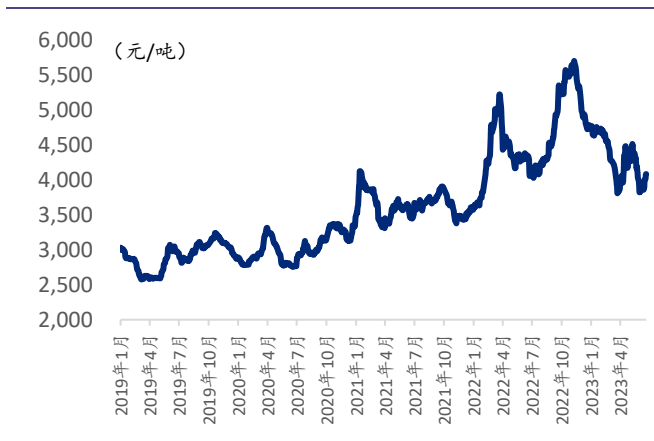


资料来源：公司公告，浦银国际

在市场需求弱于预期的背景下，各调味品企业今年上半年依然面对渠道库存较高的问题，尤其是海天。截至5月，海天的库存依然在两个月以上，部分区域甚至接近3个月。中炬的库存相对更健康，目前维持在两个月以下。

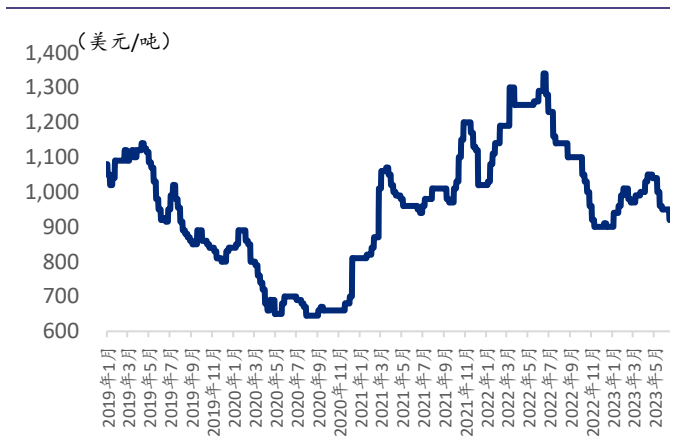
下半年进入旺季以后，餐饮端的市场需求有望进一步恢复。这也将帮助主要调味品玩家逐步实现去库存。然而，对于库存较高的海天而言，要将市场需求回暖转化为收入增速的恢复恐怕还需要更长时间。

图表 62: 大豆价格



注：截至 2023 年 6 月 21 日
资料来源：Wind、浦银国际

图表 63: PET 价格

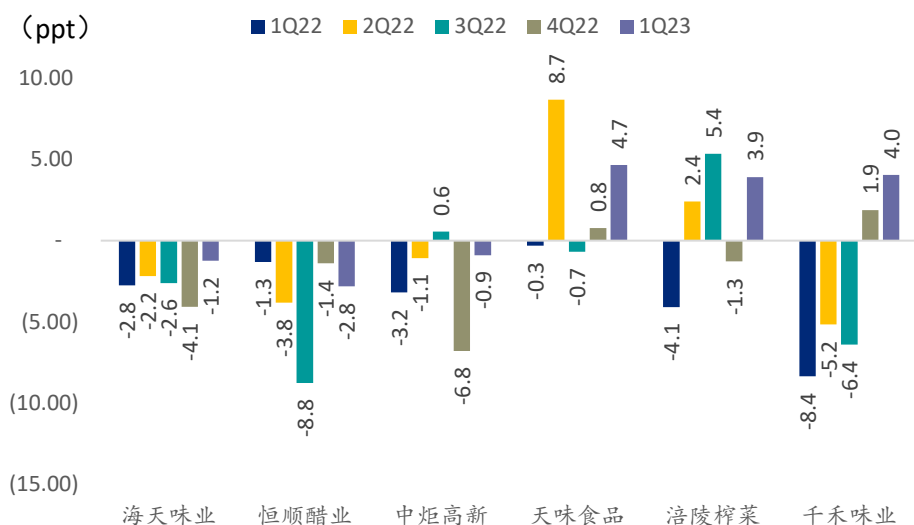


注：截至 2023 年 6 月 21 日
资料来源：Bloomberg、浦银国际

大豆和包材等主要原材料的价格呈环比下降趋势。原材料价格下降有望在后续改善成本压力，利好调味品后续毛利率的回升。

然而，为了加大终端的销售、保障渠道利润、确保市场份额、同时加快去渠道库存的进程，调味品企业短期可能加大对市场的费用投入，加大对经销商的返利。这也可能对公司利润率造成负面影响。

图表 64：主要调味品公司 1Q22-1Q23 毛利率同比变化



资料来源：公司公告，浦银国际

总体来看，调味品行业短期由于市场需求疲弱、渠道库存高企，整体竞争环境面对较大压力。短期来看，去库存和需求回暖是行业触底反弹的关键。长期来看，行业高端化趋势依然明显。随着消费者健康意识的持续提升以及零添加事件的持续发酵，未来零添加调味品的市场规模有望持续扩容，利好整体调味品行业整体的结构升级。

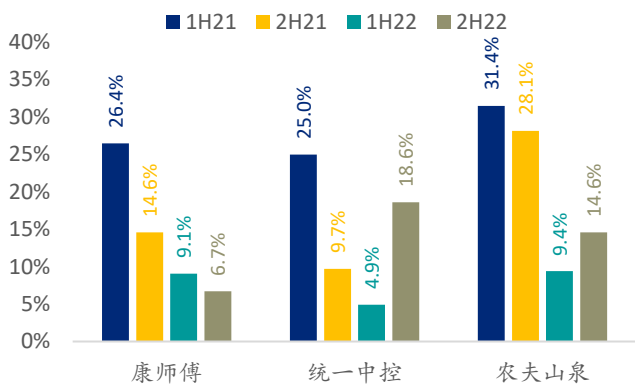
可以关注海天味业（603288.SS）、中炬高新（600872.SS）、涪陵榨菜（002507.SZ）、恒顺醋业（600305.SS）、千禾味业（603027.SS）。

● 软饮料与方便面：收入缺乏弹性，原材料压力减小

疫情的放开为行业带来更多户外消费场景，无疑利好软饮料的市场需求恢复。2023年1-4月规模以上软饮料企业的总体产量同比增长5%。据浦银渠道调研数据，康师傅与统一在1Q23的软饮料销售收入同比都增长高单位数。然而，这也为方便面的市场需求带去较大的负面影响。康师傅与统一1Q23的方便面销量都录得了同比下滑。除了销量不理想之外，消费力的下降也对方便面的销售结构带来负面的影响——高端方便面的表现出现较为明显的恶化。

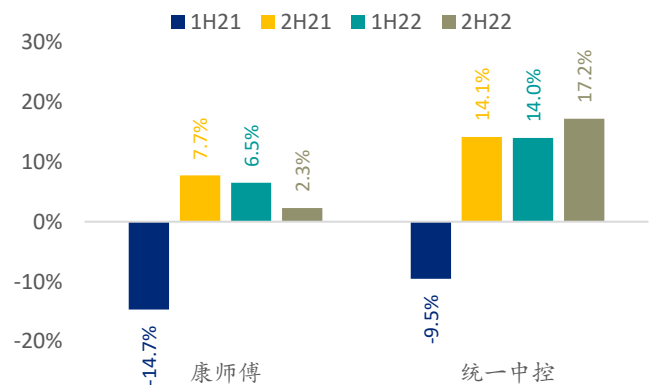
展望下半年，考虑到疫情放开对户外消费的进一步催化以及基数的影响，我们认为软饮料的销售表现将持续好于方便面的增速。然而，随着消费力的回升，方便面销售结构有望得到好转。

图表 65: 各企业软饮料品类销售同比变化, 1H21-2H22



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 66: 各企业方便面销售同比变化, 1H21-2H22

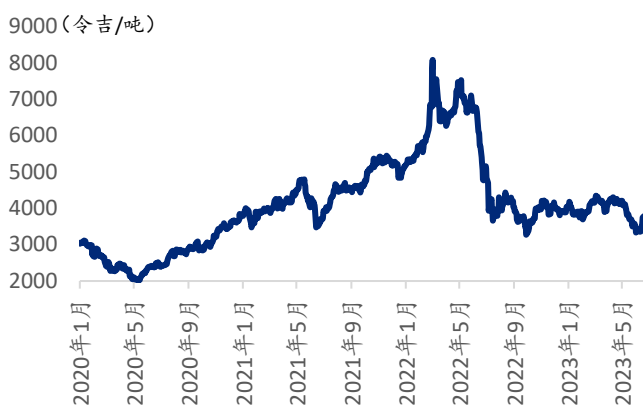


资料来源：公司数据，浦银国际

饮料原材料方面，虽然 PET 价格大幅下降，但糖的价格却大幅上涨，抵消了 PET 价格下降带来的成本节省。因此，我们预测康师傅和统一饮料业务 2023 年的利润率很难有大幅扩张。然而，由于农夫山泉主打无糖/低糖茶饮料，因此我们预计糖价上涨对农夫山泉的毛利率影响不大。在 PET 价格下降的帮助下，我们预测农夫山泉 2023 年毛利率有望录得同比扩张。

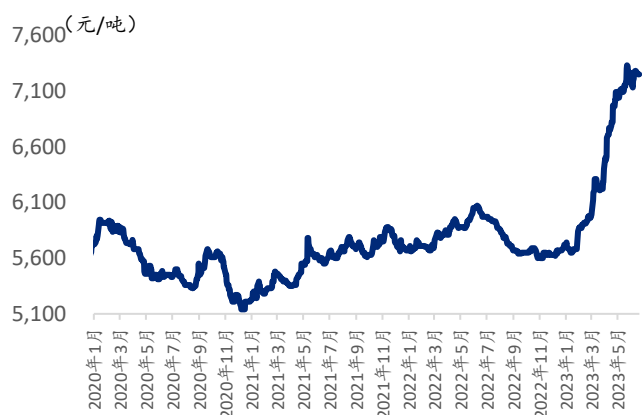
方便面方面，虽然近期棕榈油价格的下滑利好方便面的毛利率扩张，但方便面销量的下滑造成主要玩家产能利用率的下降，从而抵消了原材料成本下降的帮助。在这一背景下，我们预计 2023 年主要方便面玩家的毛利率同比基本持平。

图表 67: 棕榈油价格走势



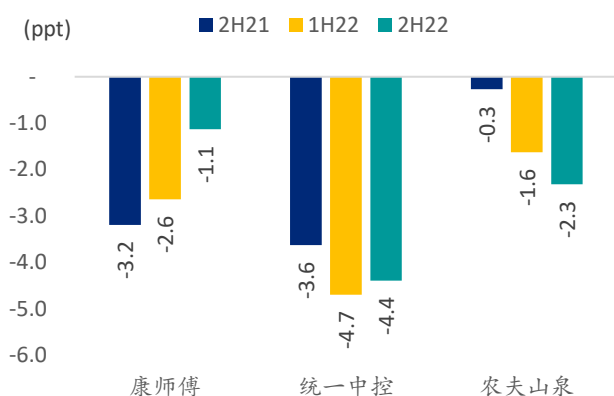
注: 截至 2023 年 6 月 21 日
资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 68: 糖价格走势



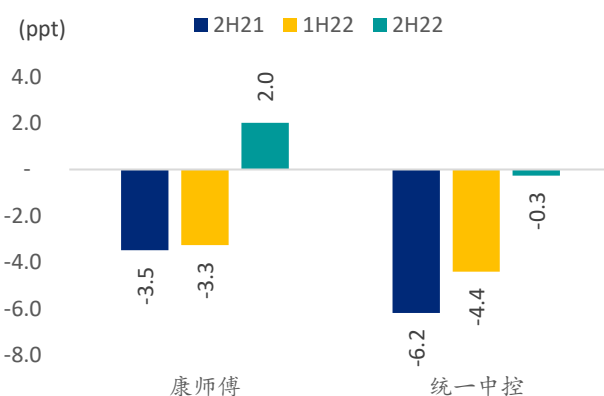
注: 截至 2023 年 6 月 21 日
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 69: 各企业软饮料品类毛利率同比变化, 2H21-2H22 表现



资料来源: 公司数据, 浦银国际

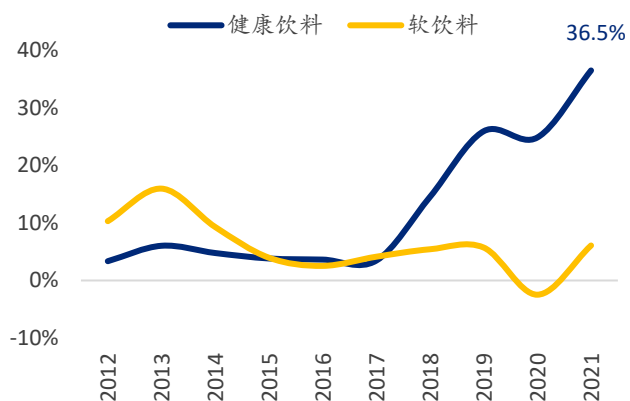
图表 70: 各企业方便面毛利率同比变化, 2H21-2H22 表现



资料来源: 公司数据, 浦银国际

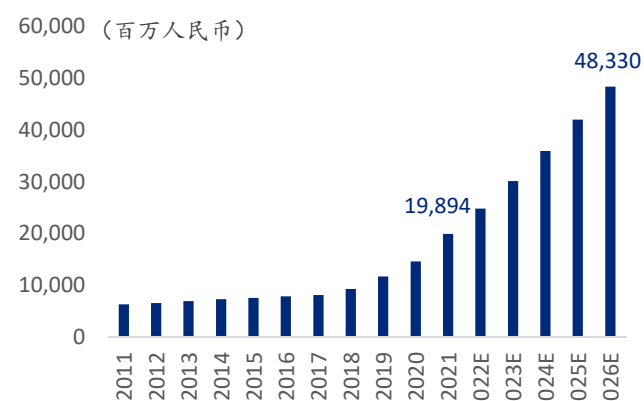
随着中国消费者健康意识的不断提高, 健康饮料更加受到年轻消费者的青睐, 增速远超软饮料整体的增长。在这一趋势下, 农夫山泉旗下的茶饮料收入于 2022 同比大幅增长 51%, 高于康师傅与统一茶饮的增长, 进一步抢占了茶饮料市场的份额。

图表 71: 中国健康饮料及软饮料同比增速趋势, 2012-2021



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

图表 72: 中国健康饮料销售额规模及预测, 2011-2026E



E=Euromonitor 预测

资料来源: Euromonitor, 浦银国际

短期来看, 软饮料的增长确定性较高, 但方便面的销售将继续承压。低糖无糖软饮料的毛利率有望录得较大幅度的扩张, 而方便面的毛利率在产能利用率下降的情况下短期较难出现大幅好转。基于以上, 农夫山泉 2023 年利润率前景远好于康师傅和统一。

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 73：浦银国际消费行业覆盖公司

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	44.0	买入	75.1	2023年3月20日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	81.5	买入	134.0	2023年4月13日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	1.2	2023年5月11日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏★	6.8	买入	9.5	2023年5月24日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	买入	10.0	2023年4月3日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒★	51.0	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	96.3	买入	126.7	2023年5月3日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	21.3	持有	26.2	2023年5月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒★	69.1	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	102.7	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.7	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.8	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	30.2	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.4	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.5	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.4	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.8	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	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2023年6月21日收盘价

资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

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

