



國證國際
S D I C S I

政策组合拳，护航消费复苏

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

2025年3月17日

分析师：

消费-- 王强(中央編號: BGJ404)、曹莹(中央編號: BPE391)、杨怡然(中央編號: B0Z723)

TMT-- 汪阳(中央編號: BIT765)、王婷(中央編號: BRF978)

请参阅本报告尾部免责声明



《提振消费专项行动方案》主要内容

- 为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以提升消费能力，3月16日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，主要内容有：
 - 一、城乡居民增收促进行动：促进工资性收入合理增长、拓宽财产性收入渠道等。
 - 二、消费能力保障支持行动：加大生育养育保障力度、强化教育支撑、提高医疗养老保障能力等。
 - 三、服务消费提质惠民行动：促进生活服务消费、扩大文体旅游消费、推动冰雪消费、发展入境消费等。
 - 四、大宗消费更新升级行动：加大消费品以旧换新支持力度、延伸汽车消费链条等。
 - 五、消费品质提升行动：强化消费品牌引领（支持IP品牌发展）、支持新型消费（AI+消费）加快发展、提高内外贸一体化水平等。
 - 六、消费环境改善提升行动：保障休息休假权益、完善城乡消费设施等。
 - 七、限制措施清理优化行动：有序减少消费限制、持续优化营商环境等。
 - 八、完善支持政策：加强促消费政策协同联动、强化投资对消费的支撑作用、发挥财政政策引导带动作用等。



关于政策的解读

- ▶ 我们从24年就已经看到了各地在提振消费行动中的一些具体举措，此次《行动方案》的发布有望进一步明确和加强各地政府对于消费刺激政策的投入。
- ▶ **2024年以旧换新政策取得了显著的成效。**据财政部经济建设司司长符金陵表示，2024年中央财政安排的1500亿元消费品以旧换新资金已经基本使用完毕。国家统计局数据显示，2024年全国汽车以旧换新超过了680万辆，超3600万名消费者购买8大类家电以旧换新产品超过5600万台，家装厨卫“焕新”补贴产品约6000万件，电动自行车以旧换新超过138万辆。消费品以旧换新带动相关产品销售额超过1.3万亿元。
- ▶ **今年以旧换新政策继续发力。**2025年1月8日发布的《2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策》明确，在家电以旧换新方面，享受以旧换新补贴的家电产品由去年的8类增加到2025年的12类，新增微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲。单件最高可享受销售价格20%的补贴。考虑到居民家庭的实际需求，将每位消费者购买空调产品最多补贴从1件增加到3件，每件补贴不超过2000元。同时，2024年已享受某类家电以旧换新补贴的消费者，今年购买同类家电产品还可以继续领补贴。汽车方面，报废更新、置换符合条件的车辆，每辆可以获得1.5-2万元补贴。手机数码产品、家装消费品、电动自行车等都享有不同程度补贴。相比于去年，2025年《政府工作报告》中将补贴规模翻倍，提升至3000亿元，并且补贴范围扩大。我们认为以旧换新政策将在汽车、大家电、电子产品、家装、电动自行车等领域提振消费。
- ▶ 此外，各地的消费券政策仍不时推出，从去年9月起，落地的地区包括：1.上海9月底起投入5亿元发放“乐·上海”消费券（餐饮3.6亿元、住宿9000万元、电影3000万元、体育2000万元）；2.河南10月起投入省级财政资金2亿元，在全省范围内分4批发放金秋消费券；3.四川9月起投入超4亿元财政资金用于2024“蜀里安逸”消费券发放。4.杭州10月10日刚公布投入4.3亿元发放餐饮专项消费券、商超消费券、手机平板穿戴设备等消费电子产品消费券。5.广州11月28日公布计划发放1亿元“食在广州”政府消费券。其中上海的发放力度最大，且进入2025年还在持续发放，折扣力度从最开始的7-8.3折，逐渐下探到6折。此次《行动方案》再次强调了促进服务消费、扩大文体旅游消费等，我们预期各地政府有望继续跟进且力度加大，对于餐饮、旅游等体验式消费有望起到很强的提振作用。



各地鼓励生育政策解读

- 在今年的《政府工作报告》中特别提到要“制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给”。3月16日发布的《提振消费专项行动方案》中也明确了“要加大生育养育保障力度”。
- 2025年3月13日，呼和浩特市发布新政，是目前力度最大的生育补贴。一孩家庭一次性补贴1万元；二孩家庭每年1万元至5周岁；三孩及以上家庭每年1万元至10周岁。附加福利：购房补贴、教育政策放宽（在义务教育阶段二孩入学“幼随长走”“就近择优”，三孩及以上孩子入学可在全市自由选择。）
- 其他地区补贴政策：
- 杭州：怀孕二孩的一次性补助2000元，怀孕三孩5000元，生育二孩的5000元，生育三孩20000元。
- 深圳：一次性补贴一孩3000元，二孩5000元，三孩10000元；每年补贴一孩1500元，二孩2000元，三孩3000元，共发放三年。
- 济南：二孩、三孩家庭每孩每月发放600元，直至3岁。协调支持符合入学条件的同一家庭不同年龄段子女同一学区入学。鼓励优先保障三孩入普惠性幼儿园。
- 四川省攀枝花市：对生育二孩、三孩的本地户籍家庭，每月每孩发放500元补贴，直至三岁。
- 呼市的政策或许是新一轮生育政策加码的开端，符合政府工作报告强调的方向。利好奶粉、乳制品板块，长期利好整个消费板块。

食品饮料



食饮板块标的推荐

- 首推有业绩增长的标的，提估值仍有空间：蜜雪集团**2097**、卫龙**9985**。
- 其次推荐餐饮板块，掉头快、弹性好：海底捞**6862**、九毛九**9922**。
- 另外政策刺激下，推荐奶粉板块：中国飞鹤**6186**、澳优**1717**、H&H国际**1112**。
- 推荐关注竞争格局良好、短期逆风的标的：华润啤酒**0291**、蒙牛乳业**2319**。



餐饮行业动态

- **餐饮行业的恢复趋势相对较弱**，今年春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长4.1%，重点监测的餐饮企业营业额增长5.1%，增速较去年有一定放缓。快餐企业的表现较为稳健，百胜中国24年全年依旧实现收入和净利润的正向增长，但是其他企业在下半年，尤其是四季度面临较大的经营压力，同店出现负增长。但是在宽松政策的背景下，我们认为餐饮行业具备“估值低”、“客单低好掉头”的特点，**在情绪面好转的前提下，业绩和股价的爆发力强。餐饮板块是我们首推的进攻板块。**
- **啤酒低基数下有望增长**。啤酒行业的竞争格局良好，头部五家啤酒企业占据市场大部分份额，对于利润的诉求都比较高。但是进入24年下半年，销量方面面临较大压力，24年啤酒产量同比下滑0.6%，其中7、8月作为传统旺季有比较大幅的下滑。同时头部企业的销售单价也出现轻微下滑，对业绩产生一定压力。进入2025年，啤酒夜场消费有一定复苏，**考虑到24年的低基数，我们认为啤酒行业在25年可能迎来复苏。**
- **白酒控量挺价**。春节动销持续分化，地产酒表现相对较好，其次是高端酒，次高端酒压力较大。以五粮液、今世缘为代表的酒企主动控货挺价，各品牌批价近期基本企稳，库存相对健康。当然控货意味着销量的下滑，春节期间行业动销约单位数下滑，行业仍处于逆风。白酒单价高、品牌差异度大，因此未来我们认为行业集中度提升的趋势仍然不变，优质企业还将保持较高盈利能力。



食品饮料行业动态

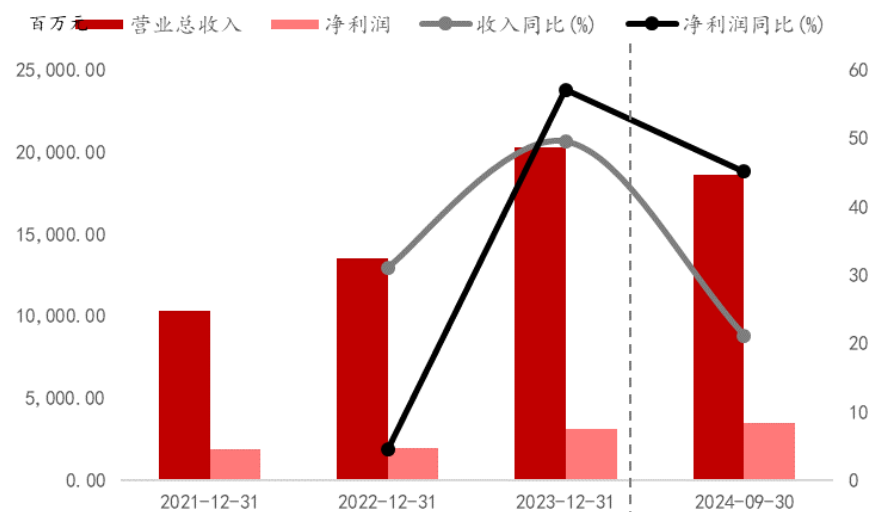
- **乳制品：需求为疲软，奶价持续下跌。**2月主产区平均生鲜乳价格为3.11元/公斤，环比下降0.1%，同比下降13.8%，进入2月下旬，奶价又出现一小波加速下跌，截止2/27的奶价为3.09元/公斤。行业经过过去三年的扩张，产能面临过剩局面，价格扭转仍需等待产能消化。以伊利和蒙牛为代表的行业龙头企业在今年上半年都出现了收入下滑。我们预期产能的消化还将持续较长时间，短期内奶价的拉升还有赖于需求的好转。
- **奶粉：2024年出生人口954万人，较23年增长5.7%，2024年奶粉行业规模227亿，同比微增1%，行业的下降压力有所缓解。**当然，出生人口的下降趋势仍然不可避免，主要因为育龄妇女数量在未来预计将保持每年约1%的下降速度，同时生育意愿持续低迷。鉴于过去几年生育率显著低于正常水平，我们认为生育补贴政策如在未来继续加码，并且宏观经济转好，有望刺激生育意愿回升。同时，新国标落地的影响已经逐渐被消化，行业洗牌进入尾声，头部企业的表现更坚韧。



蜜雪集团 2097.HK – 平价奶茶王者

- **业绩情况：**蜜雪冰城是全国最大的奶茶企业，以加盟店形式经营，产品平均价格约为6元。截止2024年9月，国内的门店总数达到40510家，海外门店4792家。公司在过去几年保持了高速增长，即使在消费环境承压的24年也实现了良好增长，1-9月收入186亿，增速21%，净利润为34.8亿，增速45.2%。
- **推荐逻辑：**开店仍然有空间，预期25年仍然能够保持正增长。市场预期25年净利润为50亿，增长14%，对应PE为28x。我们认为当前市场情绪已经有所切换，对于25年保持正增长的企业，市场给的估值较为慷慨，未来股价仍有上涨空间。

公司收入及净利润



门店布局

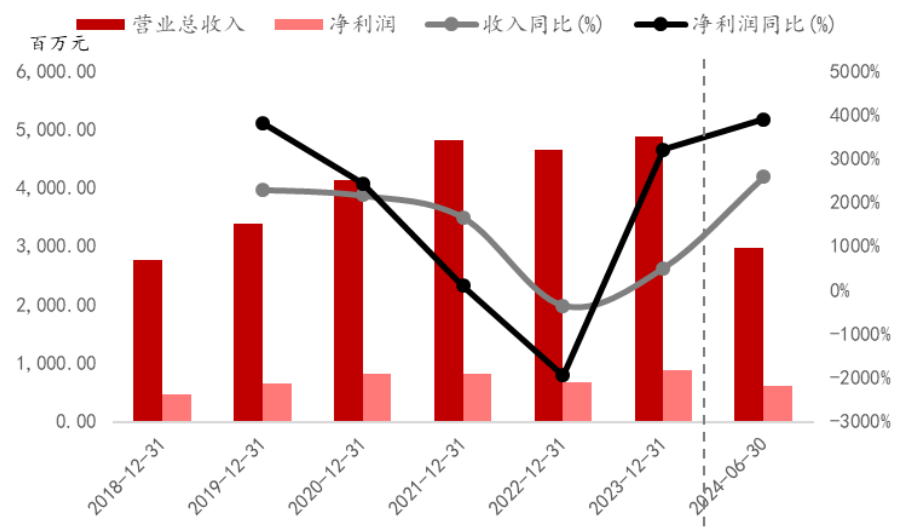




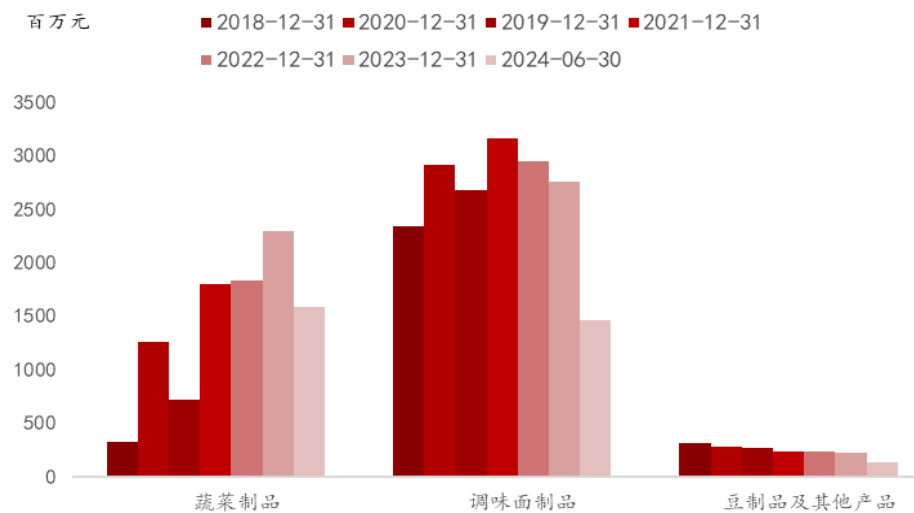
卫龙 9985.HK – 业绩向好

- ▶ **业绩情况：**公司品牌知名度高，在辣条和魔芋爽赛道的市占率第一。公司以辣条起家，成功打造魔芋爽第二增长曲线。23年逐步砍掉5毛钱的产品，导致面制品销量下滑明显。24年上半年，面制品的收入和产量重新增长，渠道和定价改革初见成效。蔬菜制品在魔芋爽大单品的领导下实现快速增长，24年上半年收入已经超过面制品，增速达56%。24年上半年收入29亿，同增26%，净利润6.2亿，同增38%，业绩保持向好趋势。
- ▶ **推荐逻辑：**我们认为卫龙已经走出渠道改革的低迷期，业绩表现持续向好。我们预期今年公司仍将保持良好的增长，25年市场一致预期净利润为11亿，对应PE为19x。公司前不久刚刚进入港股通，结合市场情绪切换，我们认为公司的股价具备很大弹性。

公司收入及净利润



分业务线收入



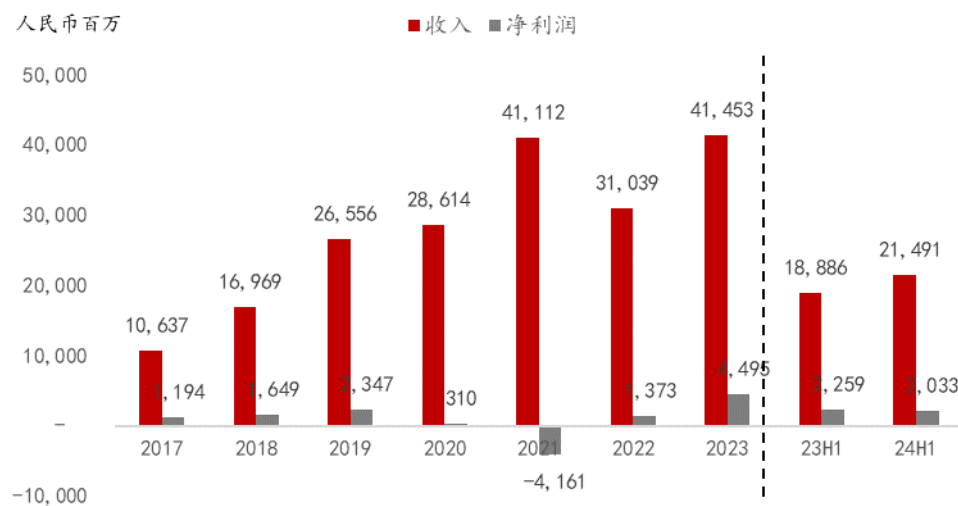
资料来源：公司财报，国证国际证券研究，注：22年净利润为扣非净利润



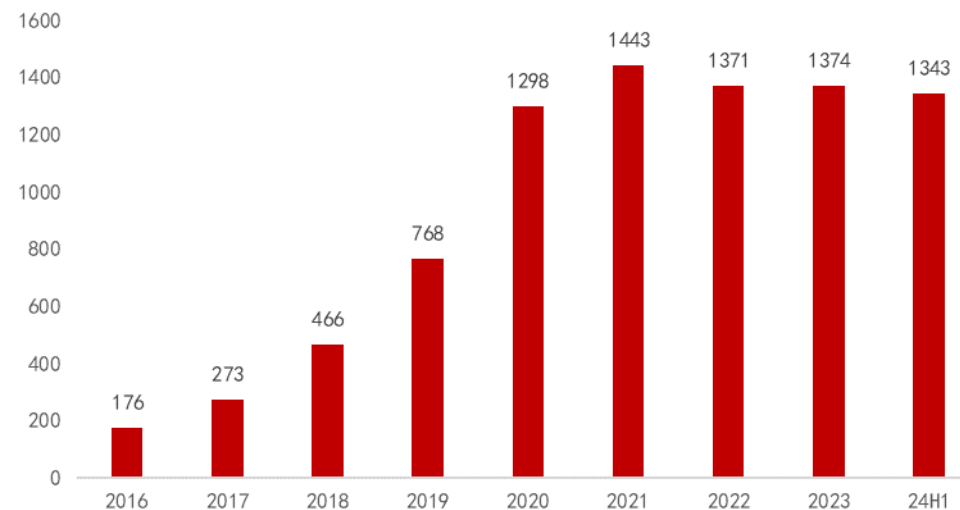
海底捞 6862.HK – 餐饮龙头，表现稳健

- **业绩情况：**海底捞整体门店翻台率1月翻台率环比小幅提升，同比持平。大陆地区门店春节期间（1月28日至2月4日）整体翻台率约为5次/天，25年春节假期（除夕到初七）对比24年春节假期（除夕至正月初八）平均翻台率同比下降，降幅不超过5%。从24年下半年开始，海底捞重启扩张节奏，保持每月8-10家新开门店的节奏，并且子品牌“焰请烤肉店”也在持续扩张。今年以来翻台面临一些压力，主要是来自去年的高基数影响。
- **推荐逻辑：**海底捞仍是火锅行业中最具价值的品牌之一，在消费环境整体承压的背景下，24年上半年还是实现了亮眼的业绩。尽管行业从下半年开始压力较大，但公司表现仍然好于同行。目前估值水平合理PE-TTM仅为20x。我们认为情绪好转的背景下海底捞股价将首先收益。

公司收入及净利润



海底捞门店数量

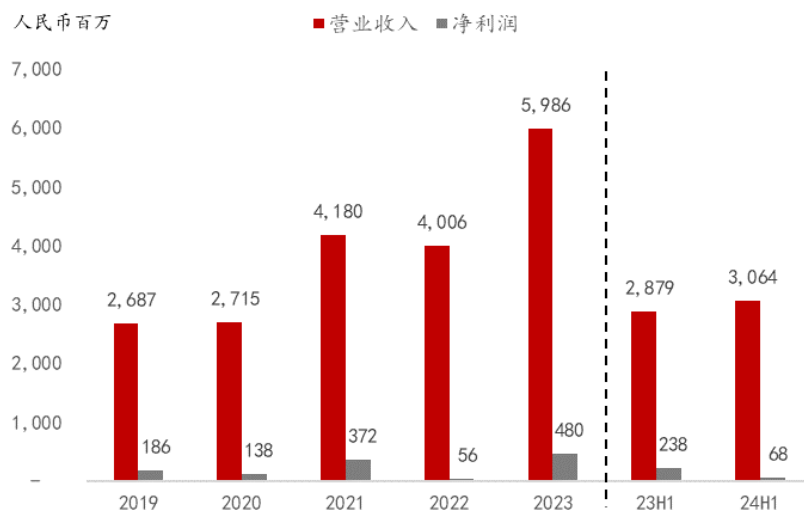




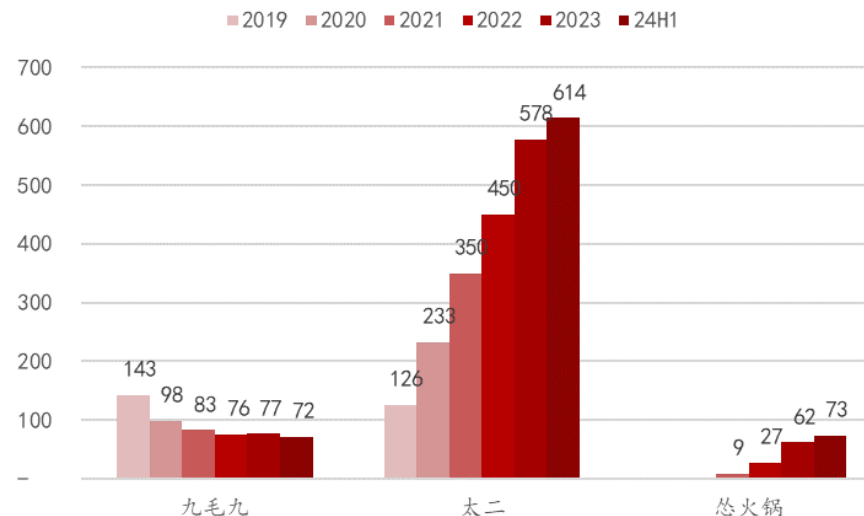
九毛九 9922.HK – 估值低、弹性高

- **业绩情况：**公司在24年经营面临压力，四季度同店翻台率出现双位数下滑，太二下滑24.6%，怂火锅下滑26.9%，九毛九下滑18.5%。太二翻台率为3次/天，怂火锅为2.7次/天。同时门店继续收缩，四季度较三季度净减少17家门店。公司预告24年全年净利润预计0.5亿。
- **推荐逻辑：**目前基本面逆风，但是估值也已经到了极低水平，市值仅为47亿，PS 0.7x。我们认为太二在全国范围具有比较广泛的知名度，同时怂火锅、九毛九西北菜等也建立起了一定的品牌影响力，这是公司的基本盘。在大盘情绪扭转的背景下，业绩弱、估值低的公司股票的弹性更大，建议可以将九毛九作为二线龙头布局。

公司收入及净利润



门店数量

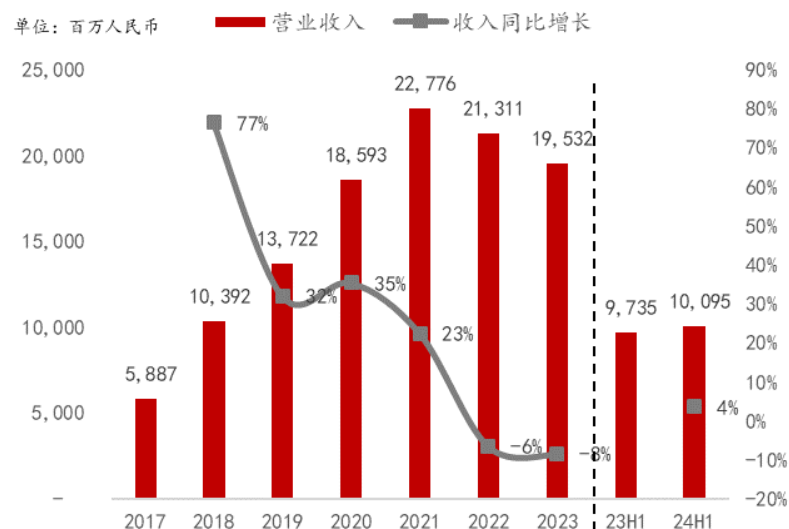




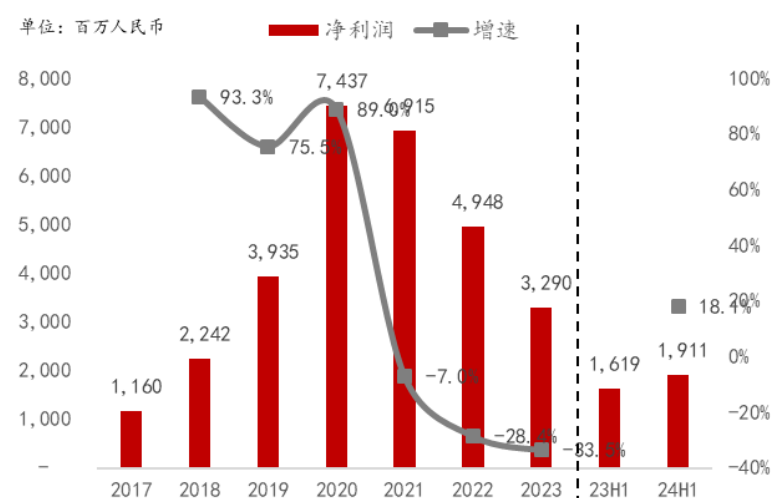
中国飞鹤 6186.HK – 奶粉行业面临转折

- ▶ **业绩情况：**公司是奶粉行业龙头，2024年市占率达到19.2%，排名第一，并且最近几年的市占率一直在提升。受到行业收缩的影响，公司净利润从21年的最高峰74亿跌落至23年的33亿。24年上半年净利润略有回升达到19.1亿，同比增长18%，公司率先从行业低谷中恢复过来。
- ▶ **推荐逻辑：**2024年出生人口954万，比23年增加52万人，奶粉行业压力预计有所缓解。参考达能公司24年财报，爱他美所在的专业特殊营养板块，在2024年销售额同比增长6.3%。菲仕兰亦是类似趋势。该公司发布的2024年财报显示，其核心婴配粉品牌美素佳儿2024年在中国市场保持双位数增长。因此我们对飞鹤的业绩表现充满信心。公司24年预测净利润为38亿，对应PE为15x，处于较为低估的水平。

公司收入及增速



公司净利润及增速



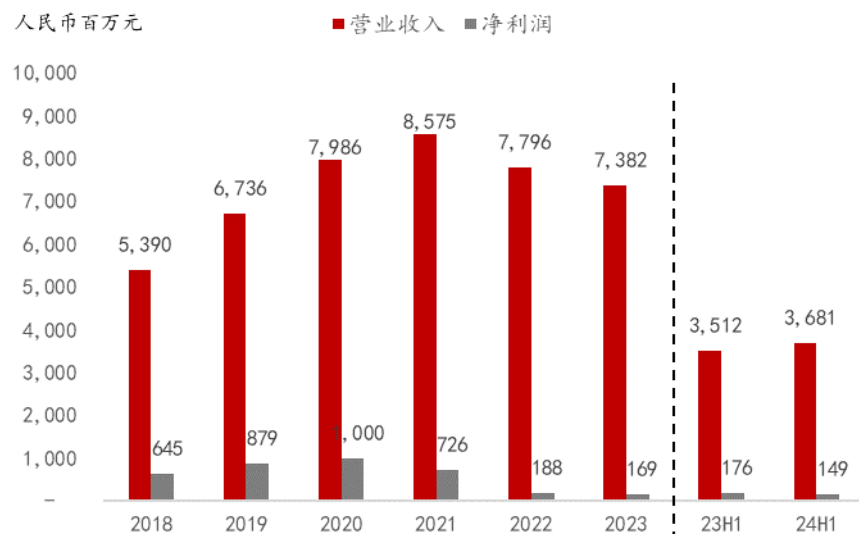
资料来源：公司财报，国证国际证券研究



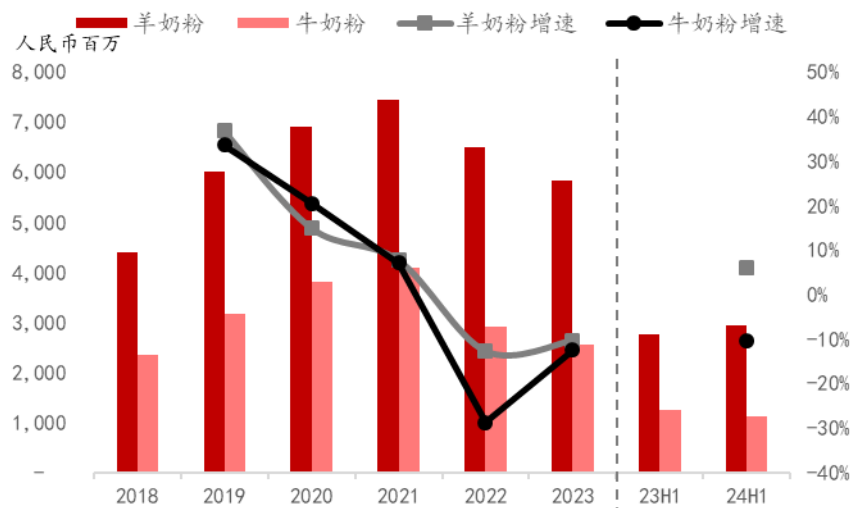
澳优 1717.HK – 羊奶粉渡过低谷

- ▶ **业绩情况：**公司是羊奶粉行业龙头企业，主打产品为羊奶粉佳贝艾特系列和荷兰进口奶粉海普诺凯系列，公司在荷兰拥有独特的羊奶粉生产资源。2021年伊利成为澳优的控股股东，持有股份60%。面对行业下滑的现状，公司积极进行渠道和产品调整，24年上半年羊奶粉业务率先实现正增长，同比增长6.2%，拉动公司整体收入增长4.8%，但由于费用增加，上半年净利润仍下滑15%。
- ▶ **推荐逻辑：**羊奶粉是公司的核心竞争力，在行业中属于二线龙头。我们认为伴随着政策刺激和可能的行业复苏，公司有望实现净利润的提升。预期24年净利润为2.7亿，对应PE为14.8x，估值水平较低。

公司收入及净利润



羊奶粉和牛奶粉业务收入及增速

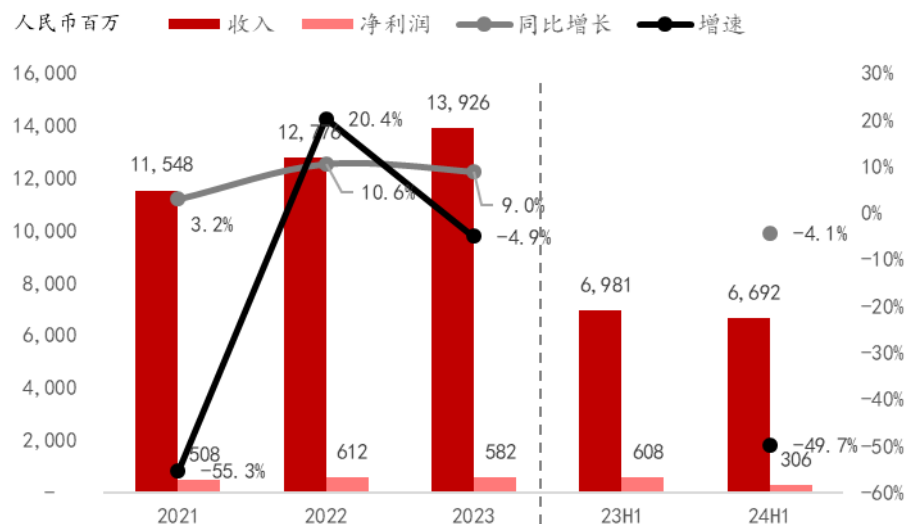




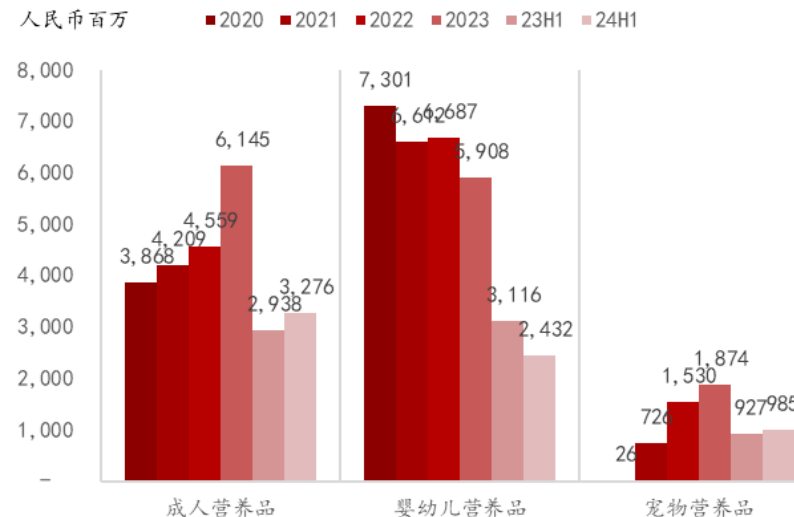
H&H国际 1112.HK – 继续向营养品转型

- **业绩情况：**公司拥有婴幼儿奶粉、益生菌、成人营养品、宠物营养品等业务，旗下品牌包括合生元奶粉、合生元益生菌、Swisse系列营养品、Solid Gold系列猫粮、Zesty Paws系列宠物营养品。公司近年来营养品业务持续增长，逐渐替代婴幼儿业务成为新的增长引擎。但是奶粉业务仍对整体业绩有拖累。公司预期24年全年收入中单位数下降，其中婴幼儿业务双位数下降、成人营养品和宠物营养品单位数增长，可比纯利下降30-40%。
- **推荐逻辑：**公司的股价与奶粉板块相关性较大，有望受益于板块情绪的提升。目前估值水平较低，24年PS约为0.43x。

公司收入及净利润



分部门收入

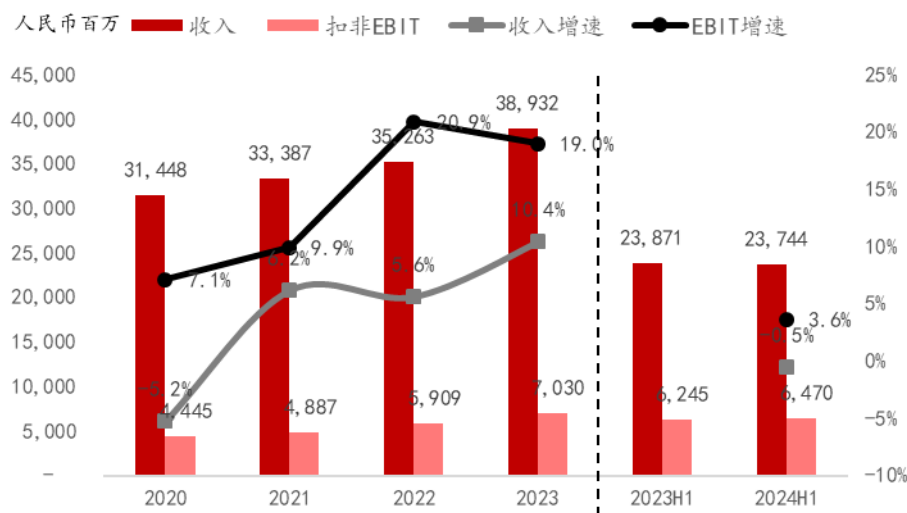




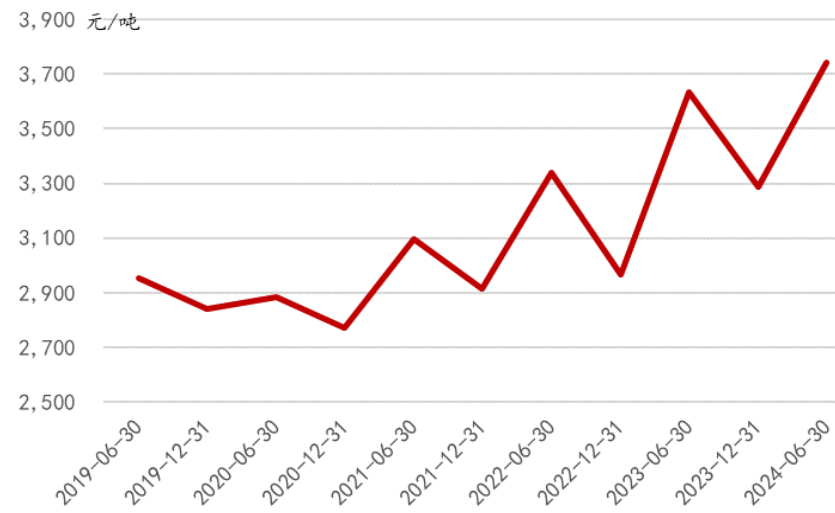
华润啤酒 0291.HK – 坡长雪厚

- **业绩情况：**24年上半年收入237亿人民币，同比微降0.5%，净利润47亿，同比增长1.2%。上半年啤酒销量634万千升，同比下降3.4%，每千升毛利增长3.4%。白酒业务实现11.8亿收入，同比增长21%，EBITDA为4.1亿，利润率34.9%。根据调研信息，我们认为下半年的表现可能与上半年接近。
- **推荐逻辑：**我们认为啤酒和白酒业务都是坡长雪厚的优质赛道，行业格局明显改善。在优秀的管理层带领下，我们长期继续看好华润啤酒的发展前景，虽然短期有一定逆风，但是经过24年的低基数，25年行业有望迎来复苏。当下已经极为低估，PE-TTM为14.8x。

公司收入及净利润



销售单价 (元/吨)

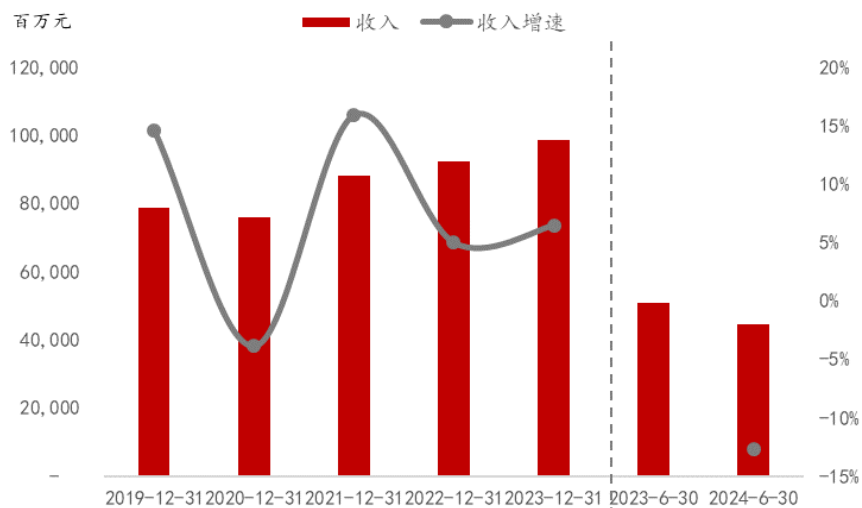




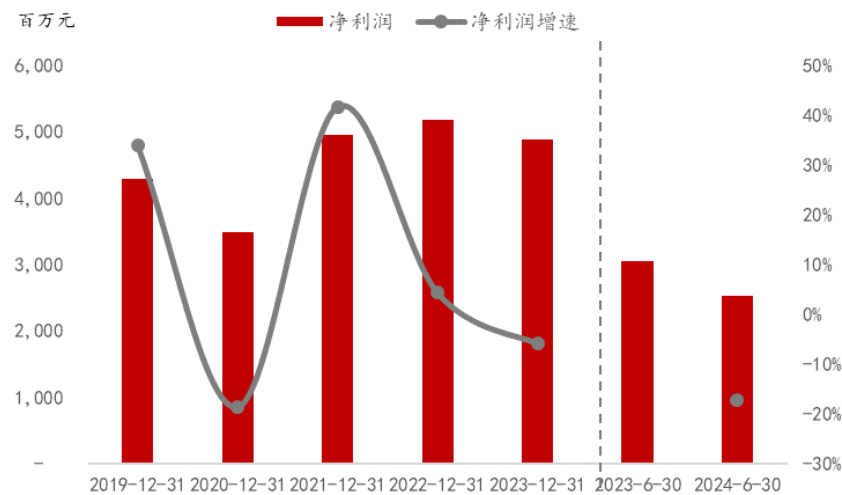
蒙牛乳业 2319.HK – 竞争格局好、业绩逆风

- **业绩情况：**公司预期24年全年总收入同比下降，但毛利率和经营利润率同比明显提升。预期2024年度净利润约为人民币0.5亿元至2.5亿元，较2023年的48.09亿元大幅下降，下降的主要原因来自贝拉米和现代牧业的商誉减值计提，以及现代牧业造成的联营公司亏损。若剔除上述影响，全年净利润预估为46.4-51.5亿，同比表现较为稳健。
- **推荐逻辑：**常温奶行业竞争格局稳定，伊利和蒙牛两大龙头占据主要份额，常温奶基本盘确保了两家龙头有足够的资金、渠道力、品牌力在低温奶、常温酸奶、低温酸奶、奶酪、冰淇淋等领域做业务衍生。尽管业绩逆风，但是估值已经处于底部，PE-TTM约为15x。我们也观察到公司盈警的发布反而引发股价大涨，表明情绪面上已跌无可跌，可能会受益于大盘情绪的扭转而出现上涨弹性。

公司收入及增速



公司净利润及增速



黄金珠宝



老铺黄金6181.HK – 品牌力上升正当时

- **行业动态：**黄金价格继续上扬，上海金交所9999黄金现货价格已经达到679.7元/克，较年初上涨9.2%。在强势金价的压力下，金银珠宝的零售额受到压制。24年1-3月规模以上金银珠宝企业零售额同比增长4.5%，但是进入4月，同比开始出现比较明显的下降，我们4-9月累积销售额的同比降幅达到7.2%。进入四季度，降幅有显著收窄，12月零售额同比降幅收窄至1%。我们认为黄金价格上涨对行业的短期冲击已经得到缓解。
- **老铺黄金**
 - **业绩情况：**过去两年公司业绩爆发式增长，23年全年和24年上半年，公司收入分别为人民币32.8亿元和35.2亿元，分别同比增长145%和148%，净利润分别为4.16亿元和5.87亿元，分别同比增长342%和198%，增长态势非常强劲。公司预期24年实现净利润14-15亿人民币，同比增长236%-260%，高于市场预期。公司在24年新增门店7家，扩容及优化门店4家。此外公司于2月26日向27名员工授出59.7万股股权激励，按照当天股价计算价值约为3.2亿港元。股权激励的推进有利于增加团队能动性。
 - **推荐逻辑：**在当前消费环境下，老铺业绩逆势增长，销售火爆，明年业绩或有再次突破预期的机会。我们认为老铺黄金的核心竞争力在于其品牌，公司坚定地走在打造高端黄金品牌的道路上。目前正处于品牌影响力快速上升的阶段，股价的向上动能也很大。25年预测PE为42x。

运动板块



冰雪经济

- 冰雪经济是指冰雪产业和围绕着冰雪产业发展的其他行业所拉动的经济；冰雪产业是以冰雪资源为依托，对其进行开发利用，附带产生社会或经济效益的一系列与冰雪有关的社会、经济和文化活动。
- 冰雪产业的分类：
 - 冰雪旅游产业：冰雪旅游属于生态旅游范畴，是以冰雪气候旅游资源为主要的旅游吸引物，体验冰雪文化内涵的所有旅游活动形式的总称，是一项极具参与性、体验性、和刺激性的旅游产品；
 - 冰雪文化产业：冰雪文化指在冰雪自然环境中从事日常生活的人们，以冰雪生态环境为基础所采取或所创造的，具有冰雪符号的生活方式；
 - 冰雪体育产业：冰雪体育泛指在冰上及雪地上进行的各种活动，如滑雪、滑冰、冰壶等运动。



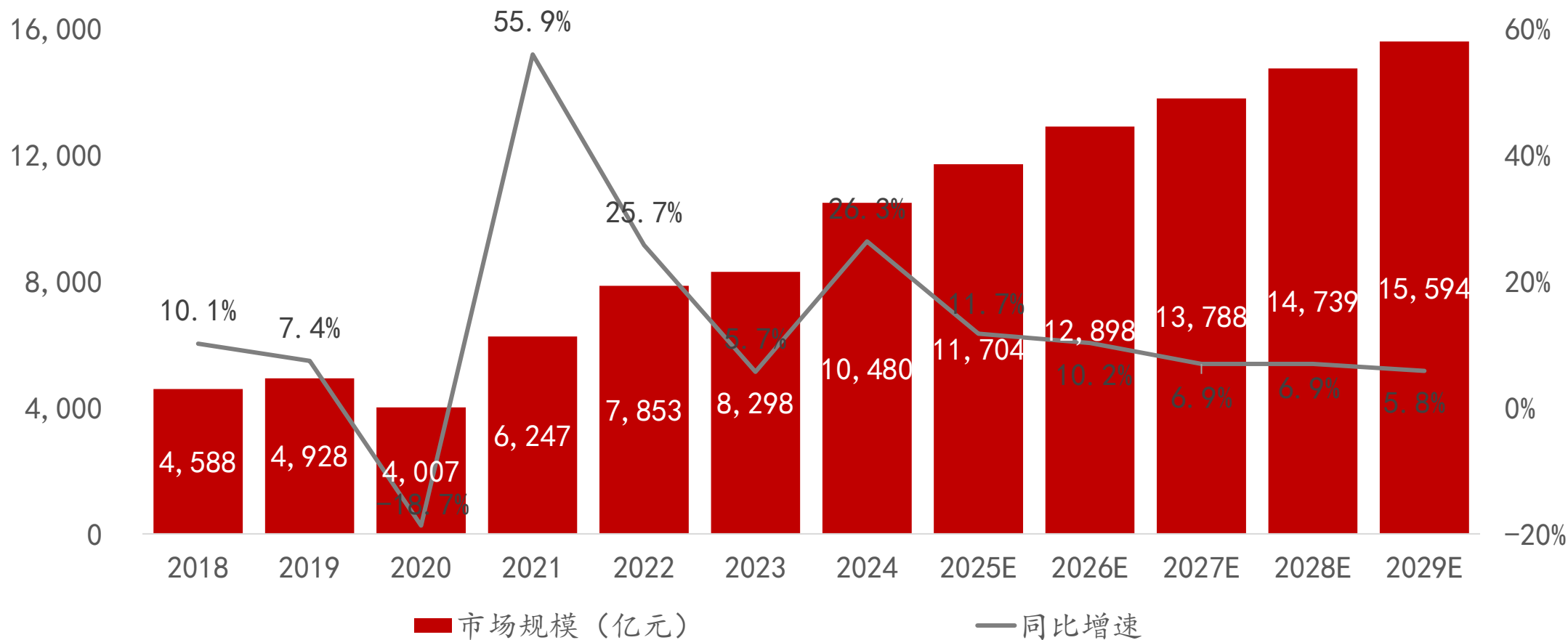
国家政策持续支持冰雪产业发展

相关政策	发布时间	主要内容
《国务院办公厅关于加快发展健身休闲产业的指导意见》	2016.10	以举办2022冬奥会为契机，结合京津冀协同发展战略，围绕“三亿人上冰雪”目标，全面发展冰雪产业。
《群众冬季运动推广普及计划》	2016.11	大力发展群众冰雪运动，推动冬季群众体育运动开展，夯实冬季运动群众基础，传播积极健康生活方式，引领全民健身新时尚，实现“三亿人上冰雪”目标。
《冰雪运动发展规划（2016-2025年）》	2016.11	计划全国冰雪产业总规模到2020年将达到6000亿元，到2025年将达到10000亿元。
《全国冰雪场地设施建设规划（2016-2022年）》	2016.12	到2022年全国滑冰馆数量将不少于650座，滑雪场数量将达到800座。
《京津冀健身休闲运动协同发展规划（2016-2025年）》	2017.9	对以崇礼为核心区域的雪场进行扩建，建立崇礼冰雪户外运动休闲示范区，打造京张承冰雪运动休闲带示范区。
《冰雪装备器材产业发展行动计划（2021-2023年）》	2019.6	重点开发大众冰雪装备器材，开展“南展西扩东进”冰雪装备器材示范应用，组织实施冰雪装备器材标准领航项目。
《冰雪旅游发展行动计划（2021-2023年）》	2021.2	以2022冬奥会为契机，大力拓展冰雪竞赛表演市场，依托滑冰、冰球、冰壶等观赏性强的冰雪运动品牌赛事，推动冰球职业联赛，引导培育冰雪运动商业表演项目，打造冰雪赛事旅游目的地，以高水平冰雪赛事和群众性冰雪赛事活动带动，扩大冰雪赛事旅游参与人口。
《“十四五”体育发展规划》	2021.10	要加强战略规划布局，完善冰雪产业区域发展体系。在冰雪旅游方面，大幅提升旅游服务水平，打造高质量滑雪旅游度假胜地。
《“十四五”旅游业发展规划》	2022.1	大力推进冰雪旅游发展，完善冰雪旅游服务设施体系，加快冰雪旅游与冰雪运动、冰雪文化、冰雪装备制造等融合发展，打造一批国家级滑雪旅游度假地和冰雪旅游基地。
《户外运动产业发展规划（2022-2025年）》	2022.9	冰雪运动深入实施“南展西扩东进”战略，以京津冀为核心发展区域，东北、华北、西北地区为重点发展区域，在河北崇礼、吉林长白山、黑龙江亚布力、新疆阿勒泰等地建设冰雪丝路带。
《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》	2024.11	到2027年，我国冰雪经济总规模达到1.2万亿元；到2030年，我国冰雪经济总规模达到1.5万亿元。加大群众性冰雪运动产品和服务供给、推出优质冰雪旅游产品和线路、加强冰雪装备器材和场地设施配套。



中国冰雪产业发展空间广阔

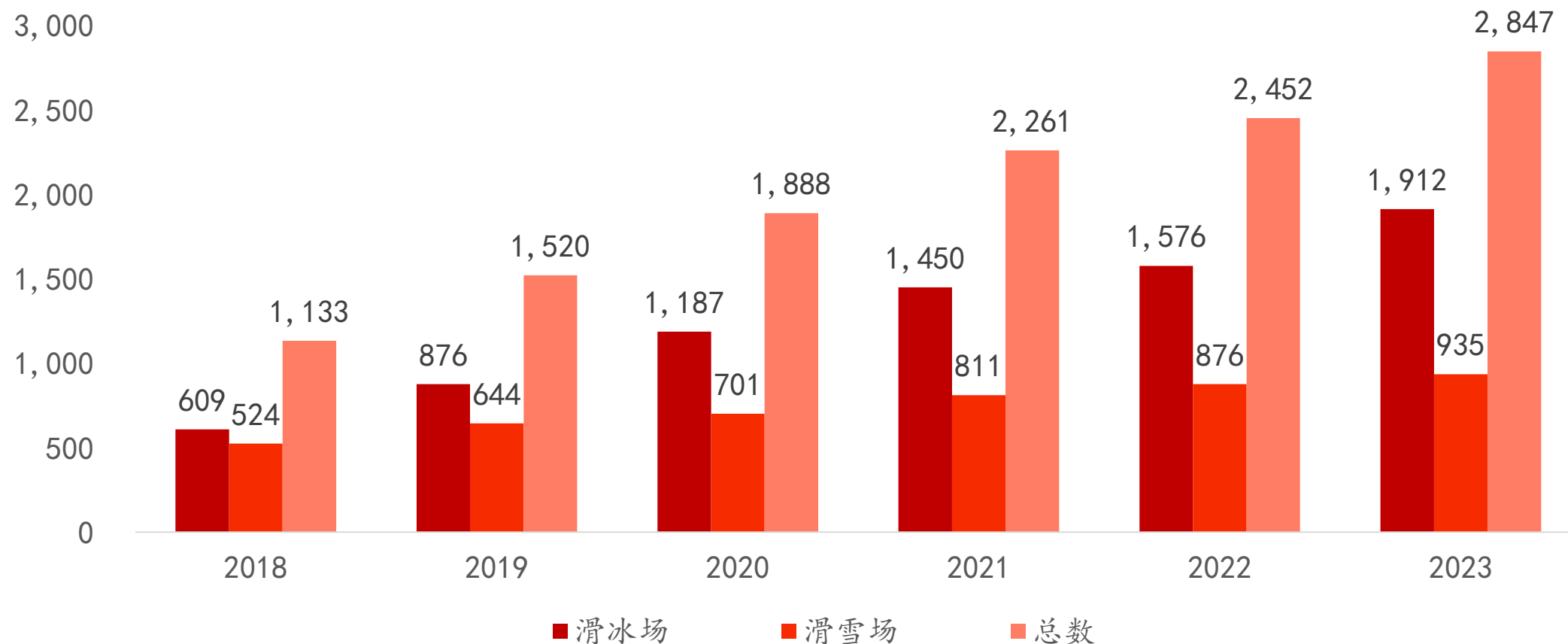
中国冰雪运动带动市场规模





我国冰雪运动场地增长情况

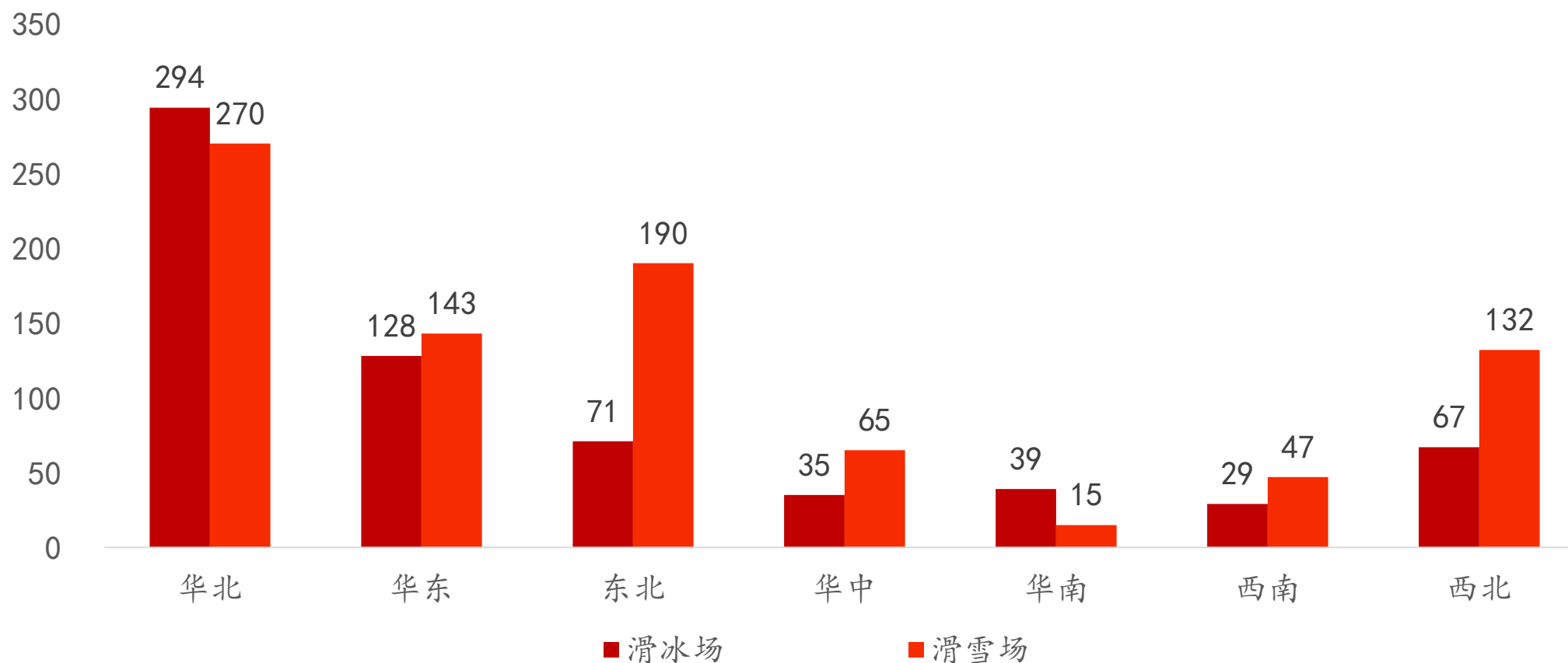
冰雪运动场地数量变化





各区域滑冰场、滑雪场数量分布

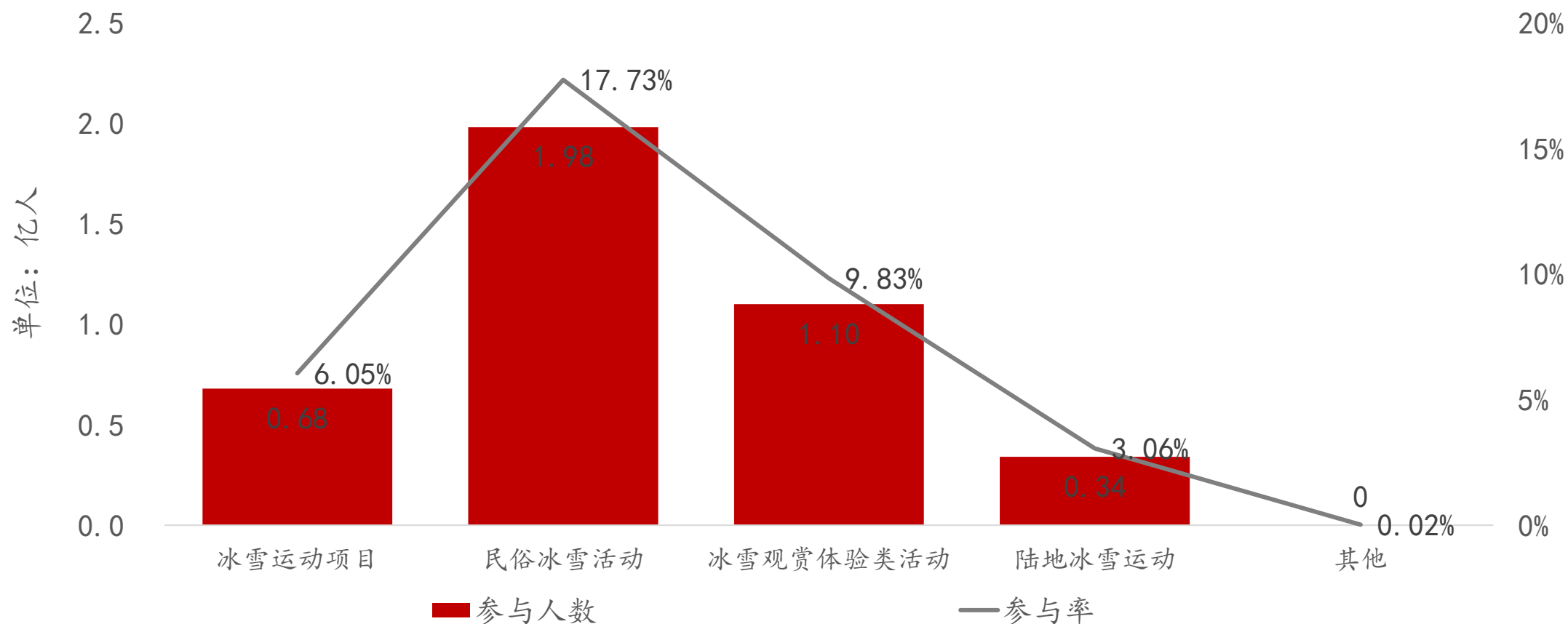
冰雪运动场地地区分布





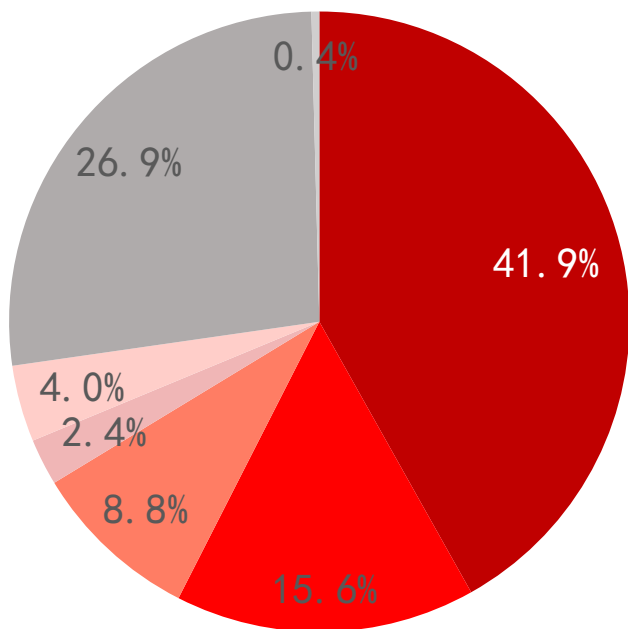
后冬奥时代居民参与冰雪运动的情况

18岁以上居民参与冰雪运动的情况



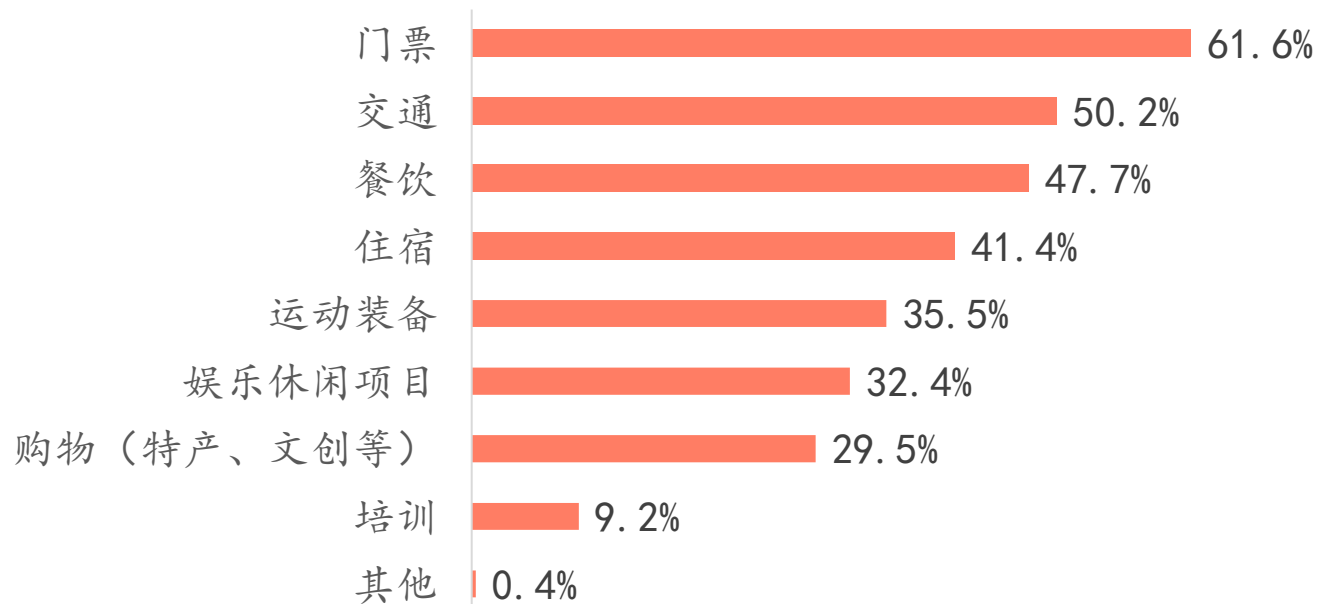


参与冰雪运动的居民消费



■ 500元以下 ■ 500-999元 ■ 1000-1999元 ■ 2000-2999元
■ 3000元以上 ■ 不花钱 ■ 记不清

冰雪消费的主要项目





冰雪运动相关标的：安踏体育2020.HK

- 安踏作为2022年冬奥会官方合作伙伴，在冬奥前就已签约了谷爱凌、武大靖等知名冰雪运动员，在冬奥会期间品牌声量也得到提振。
- 24Q4安踏主品牌同比录得高单位数增长，FILA同比录得高单位数增长，重回增长轨道；迪桑特/可隆流水分别同比增长45-50%/60-65%。全年主品牌同比录得高单位数增长，FILA同比录得中单位数增长，迪桑特及可隆同比录得40-45%增长。
- 安踏作为国产运动品牌龙头，旗下品牌覆盖多个细分板块，除了安踏主品牌外，旗下的迪桑特的核心品类也是滑雪及户外系列的产品，公司持续布局冰雪运动，有望优先受益于相关政策的刺激。



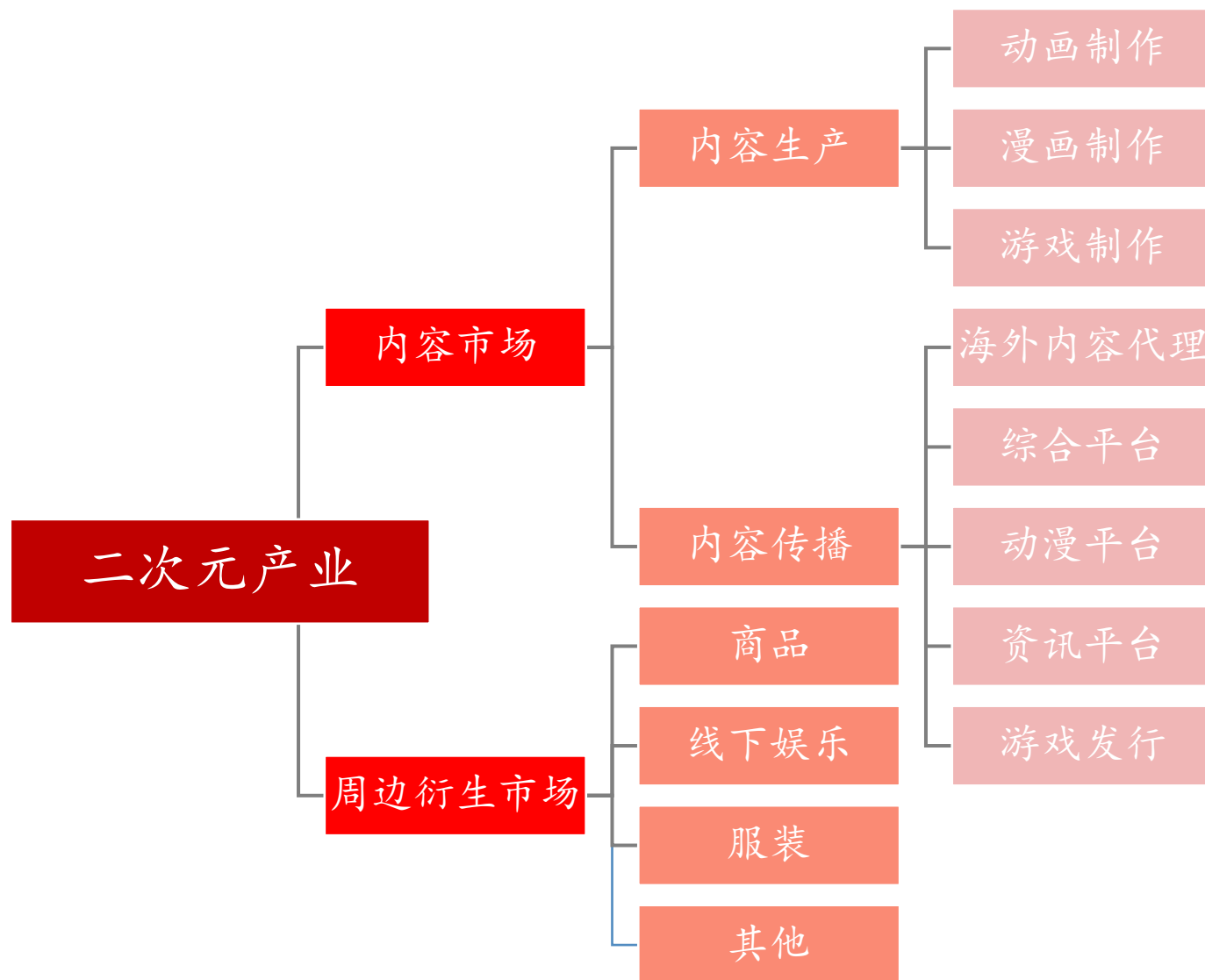
冰雪运动相关标的：Amer Sports AS. US

- 旗下三大核心品牌：始祖鸟、萨洛蒙、威尔胜。其中始祖鸟主打高端户外产品（冲锋衣、羽绒服等产品），萨洛蒙聚焦户外和滑雪产品（鞋服、滑雪板等装备），威尔胜（Wilson）则主要专注于球类运动和相关装备（网球拍等）。
- 2024年公司实现收入51.83亿美元，同比增长18%，原指引为16-17%；调整后经营利润率11.1%，同比增长1.3pp，原指引为10.5-11%，均高于指引上限。收入快速增长主要由始祖鸟品牌和DTC渠道驱动。2025年收入增速指引为13-15%，经营利润率指引为11.5%-12%。另外，2025年规划始祖鸟品牌在北美开店200家、在欧洲开店75-100家、在亚太地区（除中国外）开店75-100家、在中国开店150-200家。
- 其中，始祖鸟和萨洛蒙将直接受益于冰雪运动相关政策的刺激，随着冰雪产业的发展，相关产品的销量有望持续提升。未来公司核心品牌将持续拓展，DTC和大中华区的表现也将进一步带动公司业绩增长。

谷子经济 (IP经济)



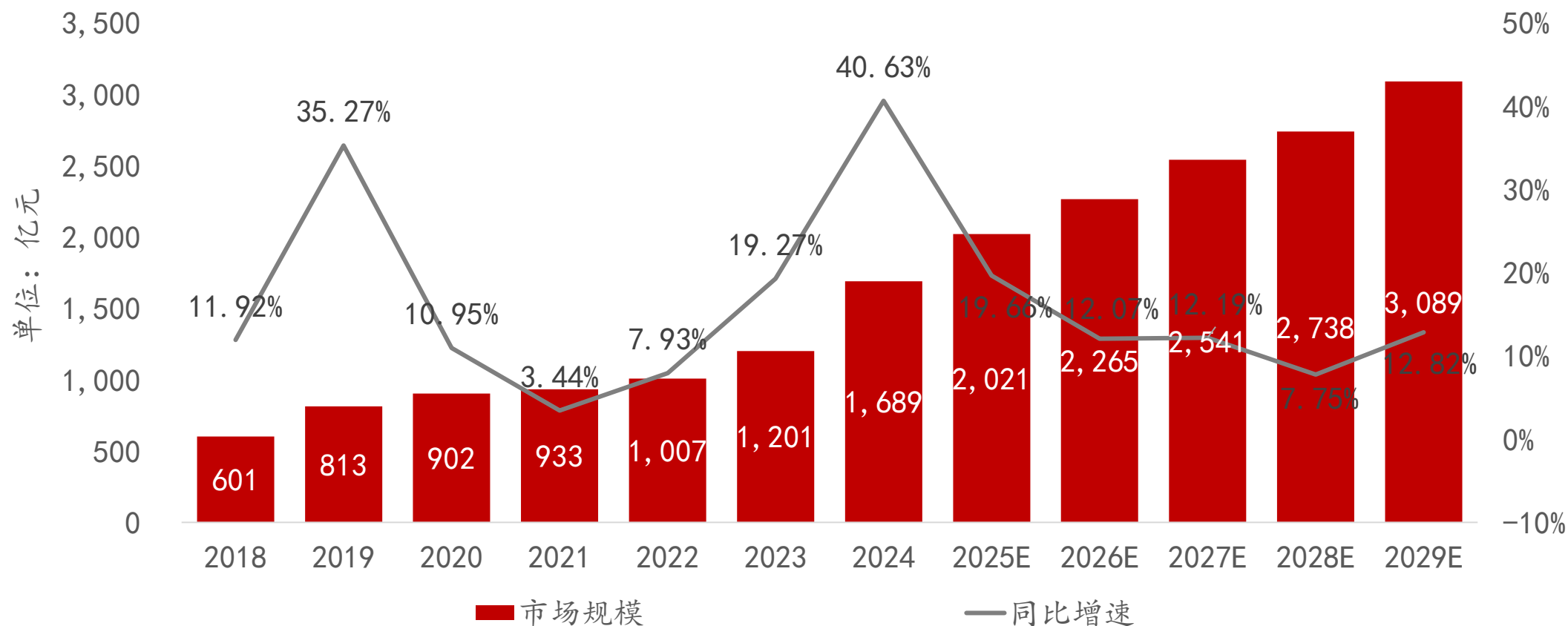
中国二次元产业





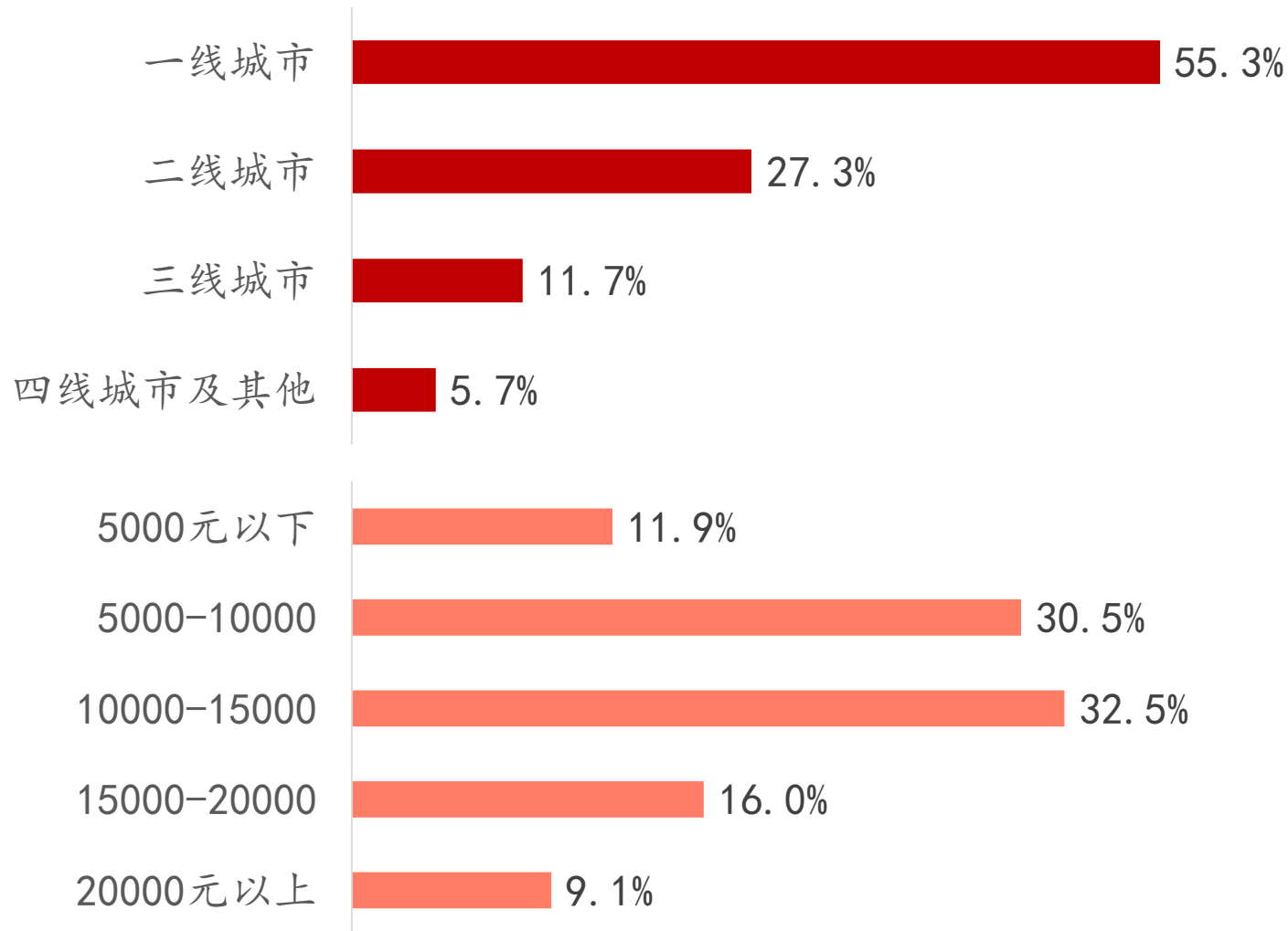
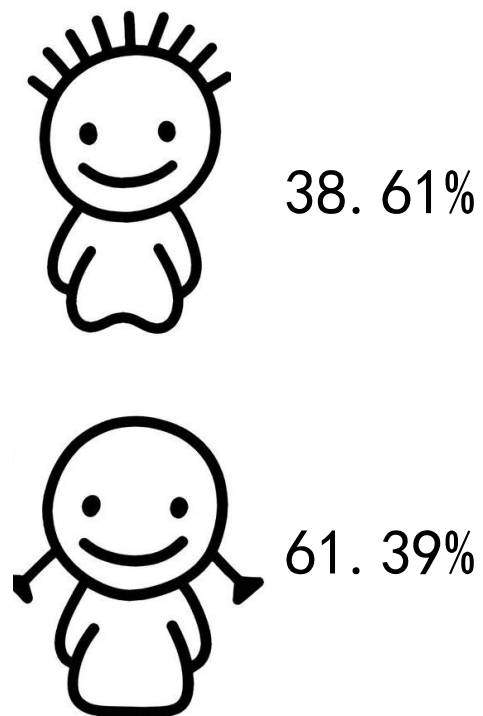
中国谷子经济市场规模

中国谷子经济市场规模





用戶画像（性別、收入、地區分布）





是什么带动了“谷子经济”的发展？

- 随着市场复苏，消费从刚需逐渐蔓延到自娱，悦己主义+情绪价值，消费者的支付意愿也更高。
- 相对于其他产品而言，谷子单价不高，消费门槛相对较低，哪怕是消费力不高的学生也可以轻易“入坑”。
- 年轻消费群体基数庞大，更愿意尝试新鲜事物，无论是新IP的推出还是老IP出新谷，都很容易被年轻群体所接受。
- 优质的IP深入人心，带动周边产品的销售。谷子的热销表明了消费者对于IP的认可，也体现了IP的变现能力强。
- 线上+线下销售渠道，谷子的购买更易得，更衍生出直播拆谷等冲动消费的场景，同时谷子的二手市场也十分发达，使得谷子的流通性提升。



谷子经济相关标的：泡泡玛特9992.HK

- 泡泡玛特是国内领先的潮玩公司，主要销售的产品有手办、MEGA、毛绒玩具、衍生品及其他，其中手办贡献收入近6成。公司持续专注研发和拓展自有的IP：Molly、The Monsters、Skullpanda、Dimoo等，占收入比达9成多，也有IP授权产品。
- 2024年上半年公司收入为45.58亿元，同比增长62%，其中中国内地收入同比增长31.5%至32.06亿元，港澳台及海外业务保持高速增长势头，同比增长2.6倍至13.52亿元；归母净利润同比增长1.02倍至9.64亿元。



谷子经济相关标的：名创优品9896.HK

- 公司旗下有两个品牌—名创优品Miniso和TOP TOY（预计分拆上市），主要产品包括生活家居、小型电子产品、纺织品、包袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零食、香水、文具礼品等。公司和迪士尼、华纳兄弟、孩之宝、宝可梦、三丽鸥等全球顶级IP公司进行深入合作，IP联名产品覆盖多个品类，快闪店在全球受追捧。
- 2024年前三季度收入为122.81亿元，同比增长22.8%，其中国内收入同比增长14%至77.38亿元，海外收入同比增长41%至45.43亿元；经调整净利润为19.28亿元，同比增长13.7%。

汽车板块



以旧换新政策有效拉动汽车消费

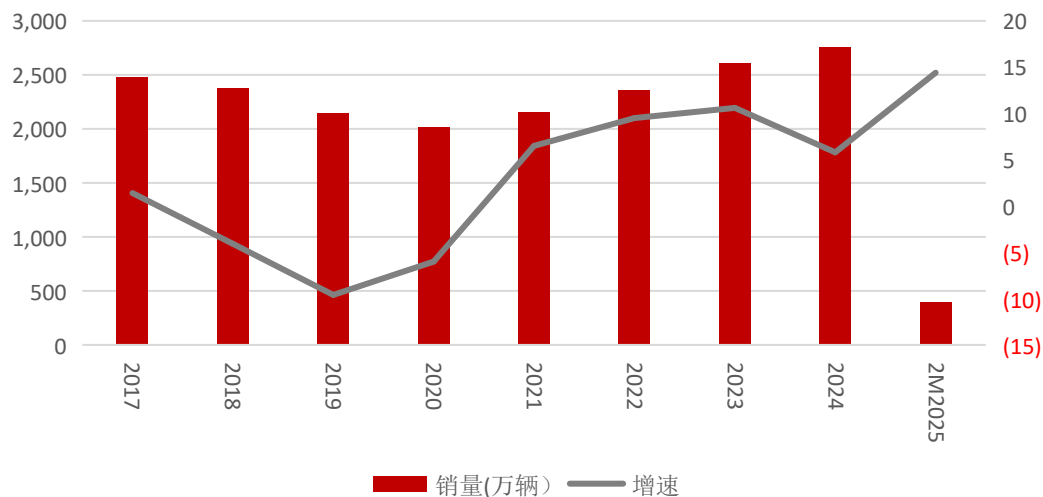
- **以旧换新政策有效拉动24年汽车消费。**根据国家发展改革委统计，2024年全国汽车报废和置换更新超过650万辆。9月多地报废更新+置换更新细则颁布后助推需求提升，带动零售销量增速同比转正。我们预计由政策带来的销量增量约为180万辆。
- **25年以旧换新政策持续发力。**25年1月国家发展改革委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，主要变动：1、国补范围扩大。2、置换补贴纳入国补政策统一发布，并与报废补贴有所区隔。3、2025年国补基本覆盖全年，实施时间长于2024年。
- **我们预计政策有望带动2025年终端需求同比增长1.9%，带来220万需求增量。**



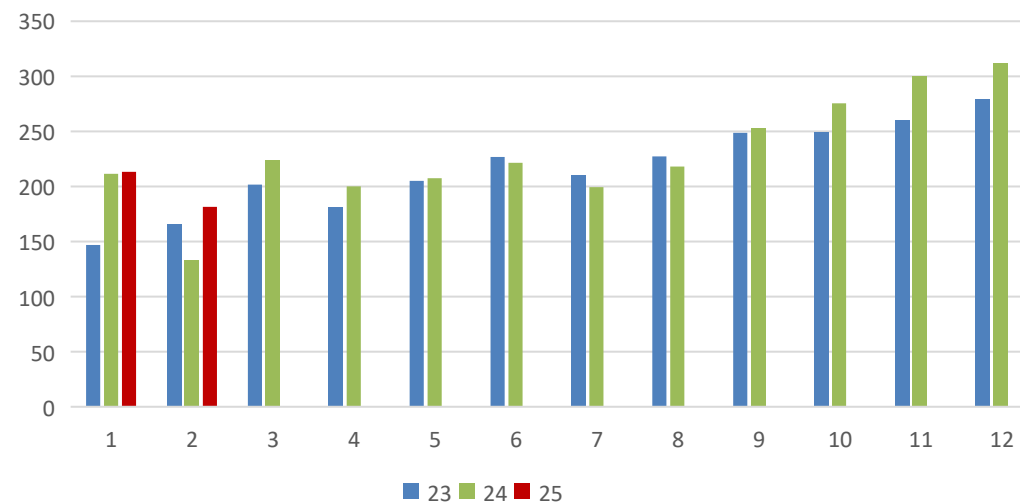
2025年行业增速放缓

- 24年中国乘用车销量2756万辆，同比增长5.8%。
- 销量创历史新高，新能源产销量连续十年位居全球第一。
- 预计25年乘用车行业增速3%。

乘用车销量及增速



月度销量

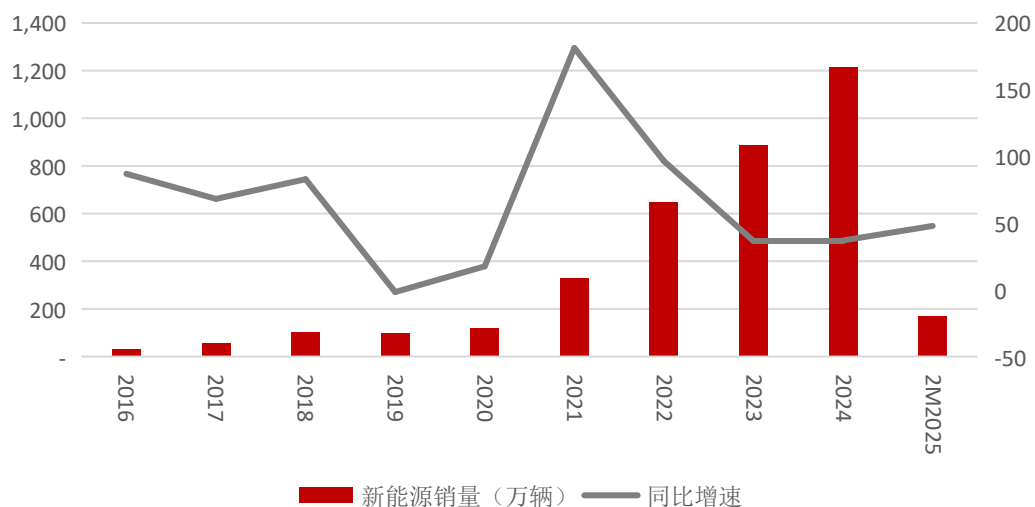




新能源与自主品牌渗透率持续提升

- 25年1-2月新能源乘用车累计零售143万辆，同比增长35.5%，渗透率达到50%。
- 自主品牌处于上升周期，从20年开始市占率持续提升，25年1月达到61%。

新能源汽车销量



自主品牌渗透率





公司推荐

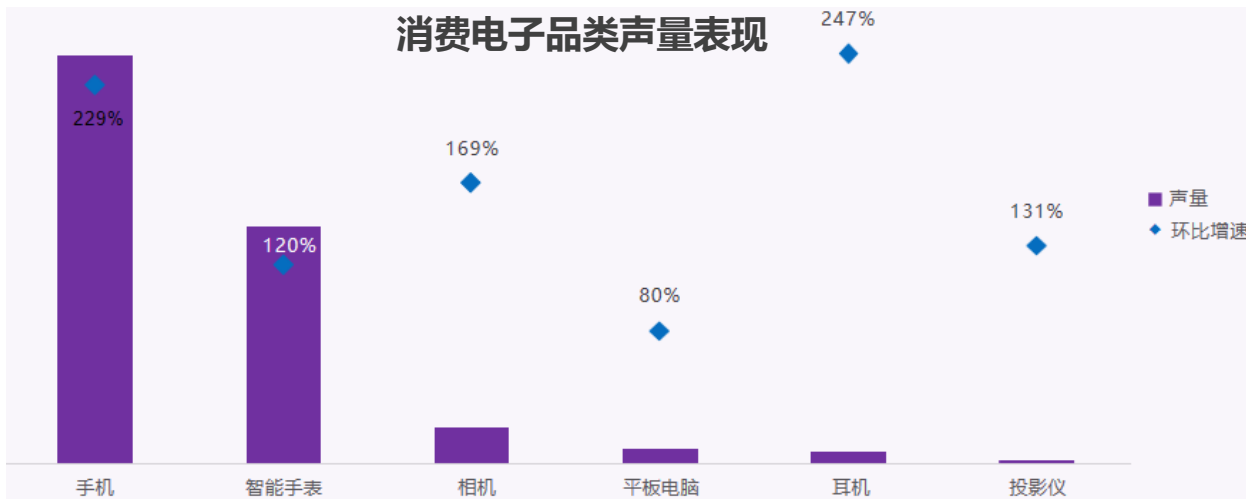
- 2025年汽车以旧换新政策延续，支撑国内需求增长。政策对新能源的补贴多过燃油车，叠加自主品牌产品力与性价比推动新能源替代加速。推荐关注比亚迪1211.HK、吉利汽车175.HK、长城汽车2333.HK。
- 零配件：耐世特1316.HK、敏实集团425.HK。

消费电子

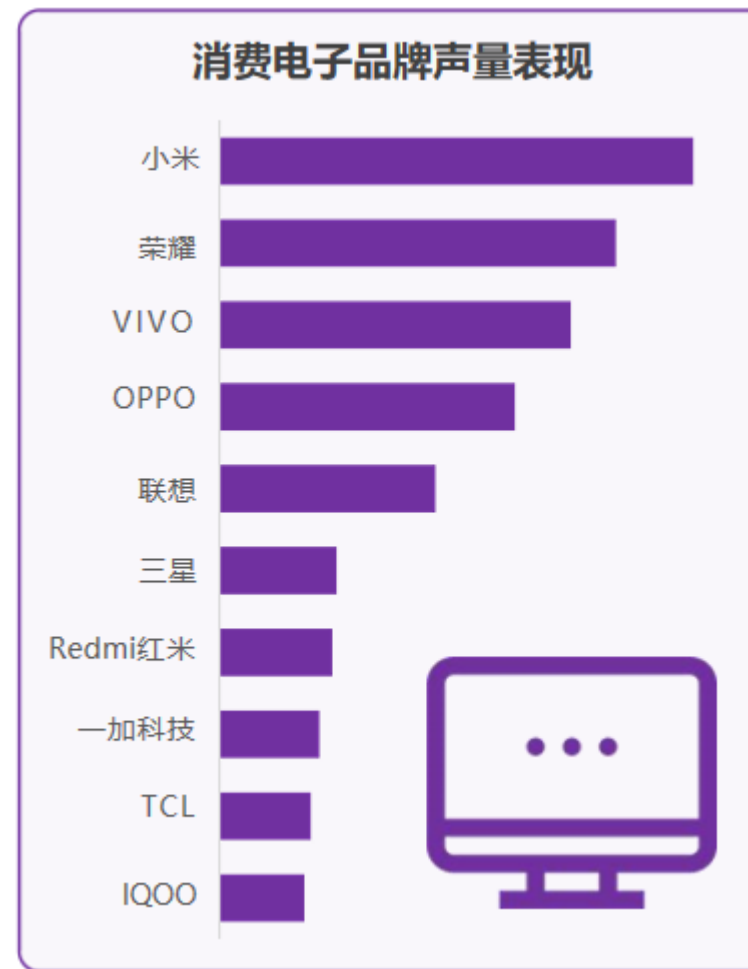


从国补看消费电子弹性与受益品类

- 国补效果显著范围加大：2024年国补家电品类8类，2025年在此基础上新增了微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲4类，共12类家电产品。
- 国补带动消费效果显著：2024年在国补带动下以旧换新8大类家电产品实现销售量6200多万台，直接拉动消费近2700亿元。国家统计局数据显示，2024年限额以上单位家用电器和音像器材类商品零售额达10307亿元，比上年增长12.3%，超过2017年9454亿元峰值并突破万亿元大关，创历史新高。
- 2025年1月8日，国家发展改革委、财政部发布通知，将手机、平板、智能手表手环等3类数码产品纳入补贴范围。2024年安排了3000亿元左右超长期特别国债资金支持“两新”，2025年超长期特别国债用于支持“两新”的资金总规模比去年有大幅增加，这意味着用于消费电子国补的资金也可能相应增多，从而让更多消费者受益，进一步刺激消费电子市场的消费需求。



资料来源：艺恩营销智库



资料来源：艺恩营销智库



消费电子受益标的

- 小米集团1810.HK：2024年小米智能手机保持增长，进入全球销量前三，小米品牌旗下的电动汽车、智能手机和AIoT等新产品具有高性价比，产品用户心智较高。雷军营销品牌向高端市场拓展，带来高客单价的用户群和生态系统，收入/利润增长的可持续性。
- 比亚迪电子285.HK：公司覆盖华米OV三星以及苹果全客户智能手机结构件供应链，此外公司从“消费电子代工”成功转型为“汽车智能+AI硬件”平台型企业，依托母企生态、AI技术先发及全球化布局，形成汽车电子、消费电子、AI算力三驾马车驱动的长线增长模式，估值仍然有空间。
- 舜宇光学科技2382.HK：智能手机光学核心标的，通过“手机高端化+车载智能化+XR创新化”三轮驱动，构建光学全场景解决方案能力。受益于智能手机摄像头“升规升配”趋势，6P及以上高端镜头、大像面潜望式模组出货量快速增长，智能手机业务显著恢复带动业绩回暖；车载业务稳定，布局激光雷达定点项目；切入XR产业链，受益于下一步的AR发展。
- 瑞声科技2018.HK：公司在声学、光学领域拥有多项专利技术，深度绑定苹果、安卓、特斯拉等头部客户。在结构件与精密零部件领域切入华为等高端客户机型，技术和产品能力得到高度认可。

电商+OTA



2025年国补额度上调

➤ **2025年国补额度：**中央将以3,000亿元特别国债支持消费品以旧换新，对比去年为1500亿元（2024年7月公布政策），中央首批资金810亿元已下达，考虑中央：地方90%：10%比例，预计中央及地方政府支持额度在3,300亿元以上。3月16日中共中央办公厅、国务院印发的《提振消费专项行动方案》中提及加大消费品以旧换新支持力度，支持地方加力扩围实施消费品以旧换新，考虑地方政府的额外补贴力度或上调，2025年最终补贴额度也或有上调。

2024-2025年家电&数码国补相关政策梳理

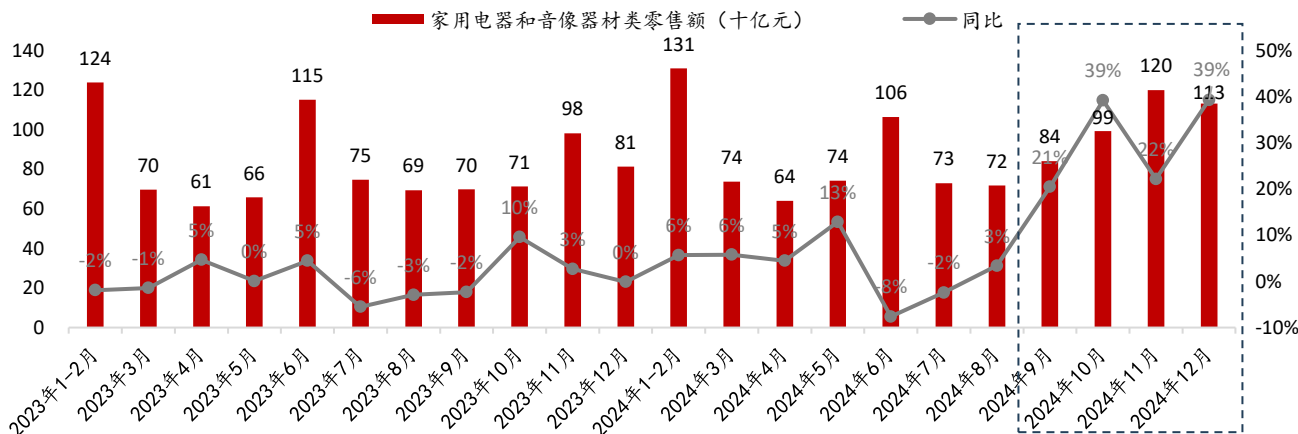
日期	文件号	政策	相关内容
2025/3/16		提振消费专项行动方案	加大消费品以旧换新支持力度。支持地方加力扩围实施消费品以旧换新
2025/3/6	NA	2025年政府工作报告	实施提振消费专项行动，2025年将安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新
2025/1/8		国务院政策例行吹风会	中央财政提前预下达消费品以旧换新的 首批资金810亿元
2025/1/8	发改环资〔2025〕13号	加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知	扩围支持消费品以旧换新。 加力支持家电产品以旧换新。将微波炉、净水器、洗碗机、电饭煲等4类家电产品纳入补贴范围。2024年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025年购买同类家电产品可继续享受补贴 实施手机等数码产品购新补贴。 对个人消费者购买手机、平板、智能手表手环等3类数码产品（单件销售价格不超过6000元），按产品销售价格的15%给予补贴，每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过500元。
2024/9/10	金办发〔2024〕96号	关于促进非银行金融机构支持大规模设备更新和消费品以旧换新行动的通知	提升消费信贷便利，支持消费品以旧换新。 鼓励消费金融公司用好用足各项政策工具，创新金融产品服务，积极支持居民耐用消费品绿色更新和品质升级，对家电换“智”、家装厨卫“焕新”等消费需求提供金融支持，畅通家电更新消费链条
2024/8/24	商办流通函〔2024〕397号	商务部等4部门办公厅关于进一步做好家电以旧换新工作的通知	优化补贴方式和审核流程。 鼓励地方结合当地居民消费习惯、消费市场实际情况、产业特点等，对其他家电品种予以补贴并明确相关补贴标准。鼓励有条件的地区因地制宜将酒店电视终端纳入消费品以旧换新补贴范围
2024/7/24	发改环资〔2024〕1104号	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新若干措施	1500亿元长期特别国债支持设备&消费品以旧换新。 对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器、家用灶具、吸油烟机等8类家电产品给予以旧换新补贴。补贴标准为产品销售价格的15%，对购买1级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品销售价格5%的补贴。每位消费者每类产品可补贴1件，每件补贴不超过2000元。商务部指导各地区结合实际做好优惠政策衔接，确保政策平稳有序过渡
2024/3/7	国发〔2024〕7号	推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案	宣布实施消费品以旧换新行动， 开展汽车、家电产品、家装消费品以旧换新，对“两新”工作作出全面部署

资料来源：国务院、发改委、商务部、人民网、国证国际整理



2024年国补对家电提振影响拆解 (1)

2024年9月-12月，国补政策对家电销售额的提振影响显著



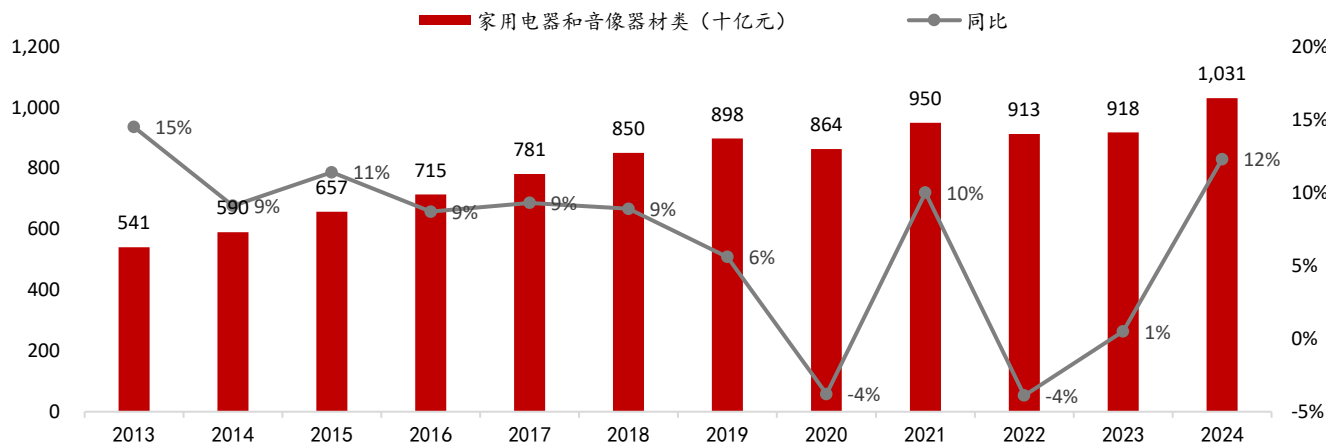
资料来源：国家统计局，国证国际（注：根据当期披露同比增速调整后）

➤ 国补政策对家电销售额的提振影响显著：2024年9-12月，家用电器和音像器材零售额同比增21%/39%/22%/39%，远高于前8月增速（3%），全年销售额突破1万亿元，创2017年以来的新高，实现12%全年增长，增速重回双位数，同比绝对值增量1,130亿元，为最近10年峰值。

➤ 2024年国补带动超2,700亿元家电销售额。2024年，以旧换新8大类家电产品销量6,200万台，参与消费者3700万名，销售额超2,700亿元，家电均价4,355元。线下15万家销售门店参与活动。县域市场家电销售额同比增9.5%。

➤ 同时带动供给侧提振。据国家统计局数据，2024年，空调产量同比增9.7%、洗衣机+8.8%、冰箱+8.3%。家电出口同比增21%。

2024年家电及音像器材销售突破1万亿元，重回双位数增长



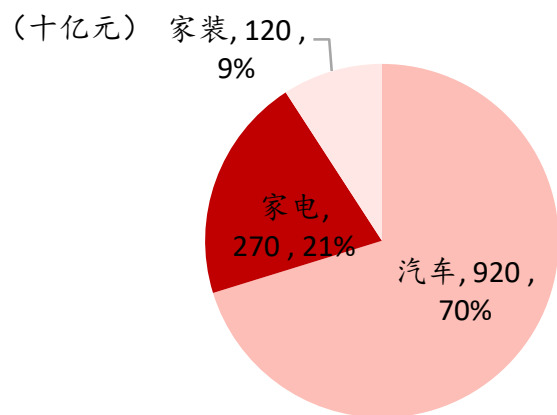
资料来源：国家统计局，国证国际（注：根据当期披露同比增速调整后）



2024年国补提振对家电提振影响拆解 (2)

- **2024年消费品以旧换新影响拆解：**据商务部数据，2024年中央向地方直接安排1,500亿元超长期特别国债资金支持消费品以旧换新，带动汽车、家电、家装、电动自行车等销售额超过1.3万亿元，其中：1) 汽车：以旧换新超过680万辆，带动汽车销售额达到9,200亿元；2) 家电：超3700万名消费者购买8大类家电产品6,200多万台，销售额超2,700亿元；3) 家装：智能坐便器、扫地机器人、智能门锁等产品销售近6,000万件，销售额约1,200亿元。
- **2024年家电以旧换新带动的销售额约为整体销售额的21%，**我们估算2024年家电国补对电商大盘绝对值增量的贡献约为14%，考虑数码产品分流部分补贴额度，预计2025年的销售额占比或有下降，但对电商大盘的贡献预计仍有提升。我们预计，京东的受益程度高于其他平台，得益于家电&数码心智稳固、自有物流在家电家具大件物流的服务优势。

2024年以旧换新拉动家电销售额2,700亿元，占比21%



资料来源：国家统计局，国证国际

估算2024年以旧换新家电对电商增量贡献约为17%

日期	2024/9/25	2024/10/15	2024/12/6	2024/12/19	2024年
中央补贴 (十亿元)	5	13			
带动销售 (十亿元)	24.3	69.1	202.0		270.0
家电产品 (百万台)	5.2	14.6	45.9	52.1	62.0
购买家电消费者 (百万)	3.9	10.1	29.6	33.3	37.0
人均家电购买数量 (台)	1.35	1.44	1.55	1.56	1.68
家电均价 (元)	4,673	4,724	4,405		4,355
补贴率	19.2%	19.1%	19.5%	19.3%	19.3%
一级能效产品销售额占比			90%		
线上渗透率假设					40%
线上销售额测算 (十亿元)					108
2024年实物电商销售总额 (十亿元)					13,082
24年实物电商增量 (十亿元)					798
家电线上销售额对电商大盘增量贡献占比					14%

资料来源：国家统计局，商务部，国证国际测算（注：蓝色为商务部/统计局公布实际数据，红色为我们的假设）



国补对电商平台的影响分化

- **2025年国补进展：**据商务部数据，截至2025年2月19日，超397万名消费者购买12大类家电以旧换新产品超487万台，超2671万名消费者申请手机、平板、智能手表(手环)3类数码产品购新补贴，约为2024年以旧换新家电购买消费者规模的72%。
- 我们预计2025年电商大盘增速约8%，较2024年的6.5%增速提速，若消费情绪提振，或有上调空间。
- **京东在家电&数码产品以旧换新国补政策下的受益程度高于其他平台。**2024年4季度业绩已验证国补对业绩提振影响，4季度收入同比增13%，beat市场预期4%，自3Q22以来首次重回双位数增长，活跃用户数及购物频次实现双位数增长。带电品类收入同比增14%，受国补政策利好驱动；日百品类收入同比增11%，受商超带动。预计1H25，京东零售收入仍双位数增长潜力。
- 对于短视频平台如抖音、快手，我们认为国补是其拓展带电品类的契机，销售额增量贡献或有限。



消费预期复苏对OTA的业绩提振

- **国内旅游+入境游支持政策持续：**3月16日《提振消费专项行动方案》提及，扩大文体旅游消费、冰雪主题、特色旅游等，积极发展银发旅游等。有序扩大单方面免签国家范围，优化完善区域性入境免签政策，发展入境消费。
- **预计2025年国内旅游大盘增速10-15%。**2024年国内旅游收入同比增17%至5.75万亿元，旅游人次同比增15%至56亿人次，平均花费1024元/人次，同比增2%。我们认为当前国内旅游稳健态势持续，预计2025年旅游大盘同比增10-15%，线上渗透率仍呈提升趋势，快于大盘增长。
- **携程集团 (9961.HK/TCOM.US)：**预计2025年，影响携程收入的因素主要为酒店ADR及机票均价，其在供给侧的稳固优势、客群的精细化运营有望助力其保持高于行业的增速，例如年轻用户的多元新需求，银发客户需求尚待满足（其占用户规模的10%，人均客单价较平台平均值高30%。）。预计2025年收入同比增16%，维持稳健，海外业务的投入进展影响整体盈利，但AI助手在全流程的渗透有望降低费用成本。
- **同程旅行 (780.HK)：**我们预计2025年，同程旅行核心OTA收入增18%，有望受交叉销售提升、用户价值增长及国际业务高增长驱动，预计经调整净利润率同比提升至17%，受益于补贴优化及运营效率提升。

多谢!

国证国际 研究部

免责声明

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010