



安信國際
ESSENCE INTERNATIONAL

中美消费板块回顾及港股投资策略

安信国际研究部 曹莹

2024年6月27日

中美消费板块表现总结

❖ 共同点:

- ❖ 中美的消费在今年都呈现出弱复苏的状态，中国和美国分别在2月和3月达到增速的顶峰之后，消费增速都有所回落。
- ❖ 细分领域的增长情况出现分化，必选消费增长比较坚挺，可选消费表现较弱。

❖ 不同点:

- ❖ 中国的消费复苏弱于美国，相比与疫情之前恢复程度较弱。餐饮、旅游等线下服务消费的恢复程度不及美国。
- ❖ 港股消费板块的市场表现弱于美股，目前情绪较为低落。
- ❖ 估值来看，港股的估值处于历史极低的水平，而美股估值较为合理，泡沫不多。

港股食饮投资策略

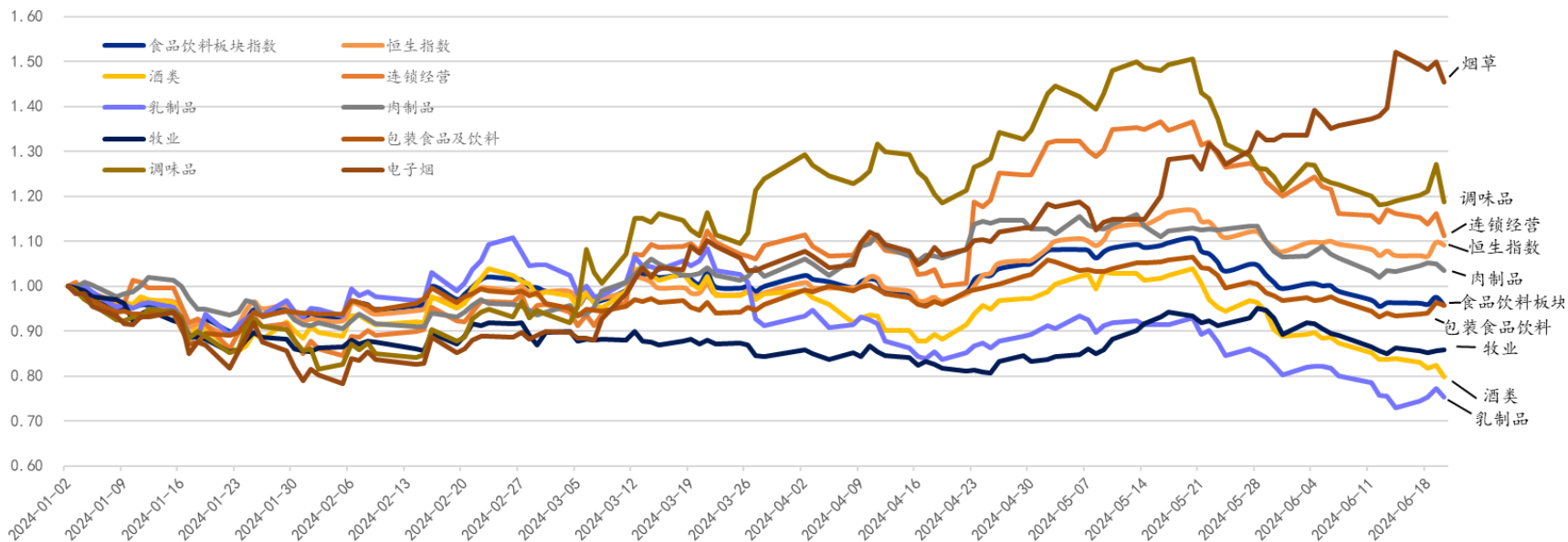
- ❖ 继续推荐长期稳健赛道：
 - ❖ 啤酒：
 - ❖ 华润啤酒 **0291**. 市场预期：24年净利润增速17.2%，预测PE 13.8x。
 - ❖ 青岛啤酒 **0168**. 市场预期：24年净利润增速16.8%，预测PE 13.3x。
 - ❖ 白酒：
 - ❖ 珍酒李渡 **6979**. 市场预期：24年净利润增速20.5%，预测PE 13.2x。
 - ❖ 餐饮：
 - ❖ 百胜中国 **9987**. 市场预期：24年净利润增速7.3%，预测PE 14.1x。
 - ❖ 海底捞 **6862**. 市场预期：24年净利润增速14%，预测PE 14.8x。
- ❖ 推荐关注底部反转赛道：
 - ❖ 中国飞鹤 **6186**. 市场预期：24年净利润增速9.5%，预测PE 8.7x。

1 港股食飲板塊回顧

1 市场行情：表现分化，细分领域涨幅较大

❖ 24年以来，食品饮料板块经历了较多波动，在春节前出现整体性的下跌，春节之后表现分化，烟草板块、调味品板块涨幅居前，乳制品、酒类表现较弱。

图表1 23年以来食品饮料及各子版块走势



资料来源：iFind，安信国际证券研究

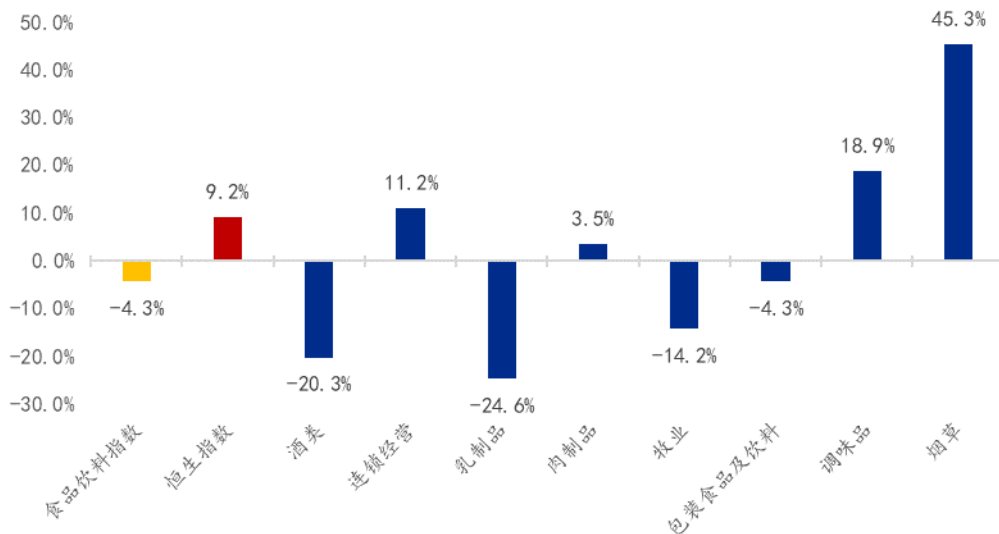
注：时间截止2024年6月21日

注：食品饮料板块指数为安信国际根据行业板块筛选编制，指数根据收盘价按照市值加权平均计算

1 市场行情：表现分化，细分领域涨幅较大

❖ 食品饮料板块整体下跌4.3%，但是细分领域涨跌互现。烟草板块一骑绝尘，整体涨幅达到45%，实现了完美的底部反转。调味品（颐海国际）表现次之，上涨18.9%，主要是海底捞的扩张预期带来颐海的股价上涨。表现较差的板块为乳制品，下跌24.6%，主要是需求不振的同时产能过剩，奶价下跌较多。同样因素影响，牧业板块整体下跌14.2%。酒类板块下跌20.3%，需求转弱，且情绪低落是主要原因。

图表2 自24年初以来板块表现



资料来源：iFind，安信国际证券研究

注：时间区间为2024年1月2日至2024年6月20日

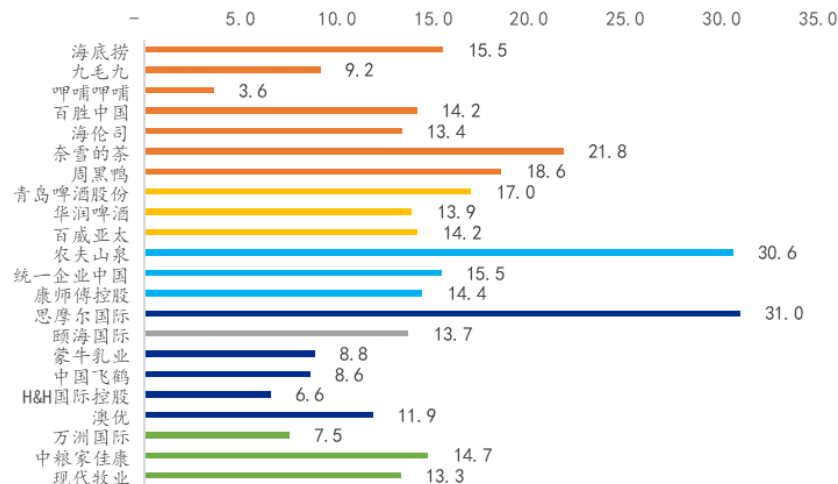
1 市场行情：优质资产处于低估水平

- ❖ 当前估值水平已经处于历史极低值，平均PE-TTM 在11x，我们认为股价已经严重偏离基本面。
- ❖ 增长确定性更高的龙头公司PE-TTM约为13-18x，仍然偏低估。

图表3 食品饮料板块估值处于极低位置



图表4 2024年细分板块预测PE



资料来源：Wind，安信国际证券研究
注：时间截止2024年6月20日

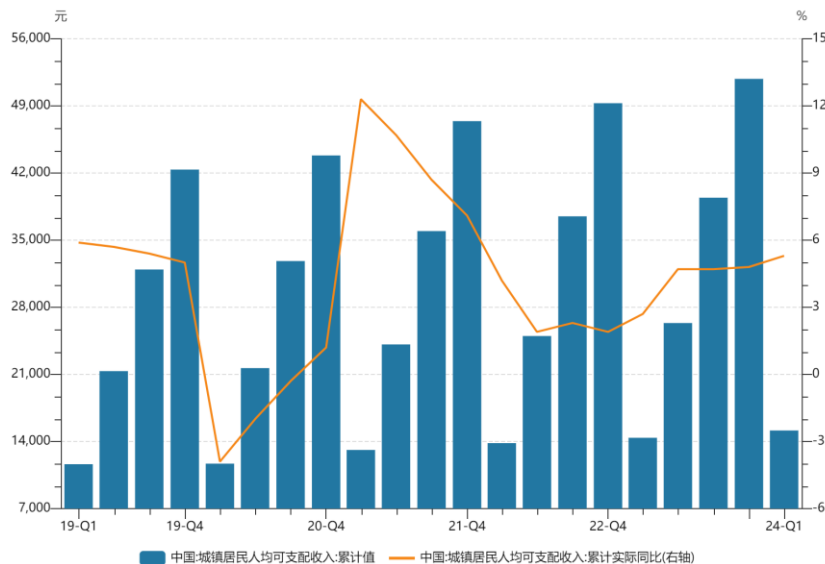


2 中国消费情况回顾

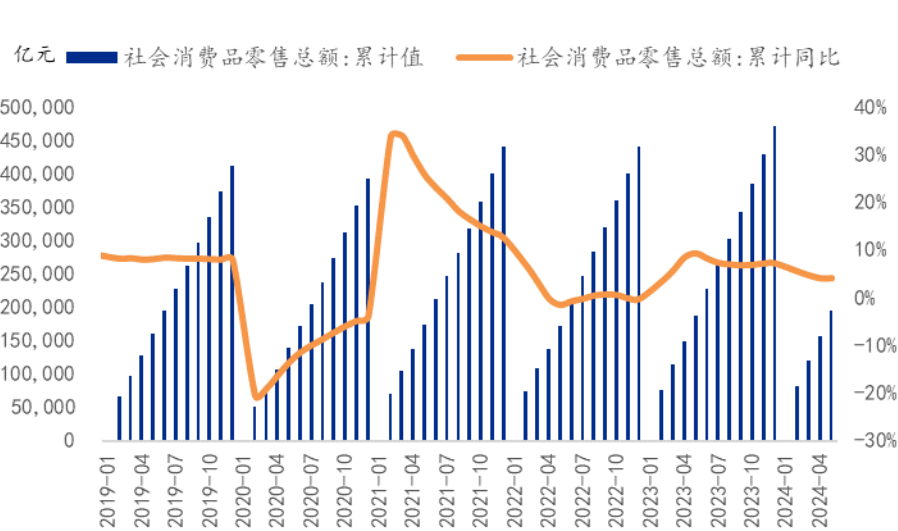
2 消费宏观：收入保持增长，社零增速回落

- ❖ 2024年一季度居民人均收入为1.15万元，同比增长6.2%，基本保持了23年的增速。经过疫情三年，居民收入在经历了较大波动后开始企稳，并且增速逐步回升，我们认为这是建立消费信心的基础。
- ❖ 24年1-5月社会零售总额19.5万亿，同比增长4.1%。每月的同比增速逐月放缓，表现出消费整体呈现了弱复苏的状态。5月份社零总额同比增长3.7%，较4月份的增速有所回升，也许有望看到消费进一步的复苏。5月份的社会零售总额大约恢复至19年同期的119%。

图表5 居民人均收入增速逐步抬升



图表6 24年1-5月社会零售总额同比增长4.1%



资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：数据截止2024年3月

资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：数据截止2024年5月

2 消费宏观：消费信心较弱，存款处于高位

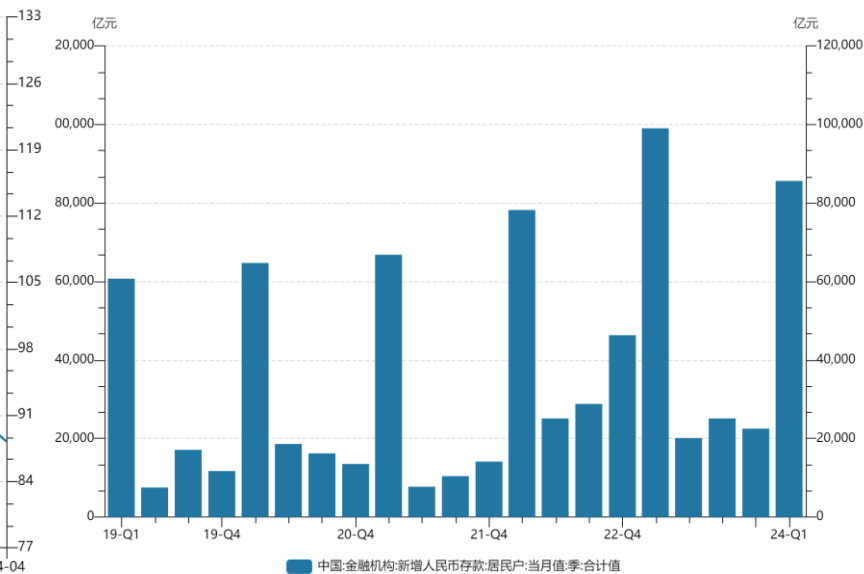
- ❖ 截止24年4月，消费者信心指数为88.2，较3月份略有下降，并且离中性的100还有一定差距，表明目前居民对于未来前景仍然抱有消极的态度。
- ❖ 2024年一季度，居民累计新增人民币存款8.56万亿，比23年同期略有下降，但整体仍处于历史高位，表明居民的储蓄意愿仍然较强，消费意愿较弱。但是从另一个方面解读，当收入预期稳定之后，未来可释放的消费潜力也较大。我们认为消费的增长仍有很大潜力。

图表7 消费者信心指数缓慢恢复



资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：数据截止2024年4月

图表8 居民新增人民币存款处于高位

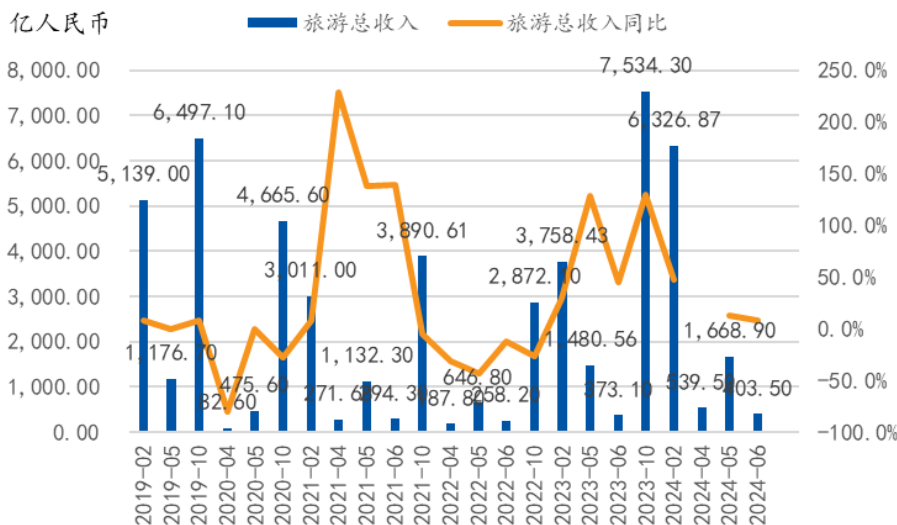


资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：数据截止2024年3月

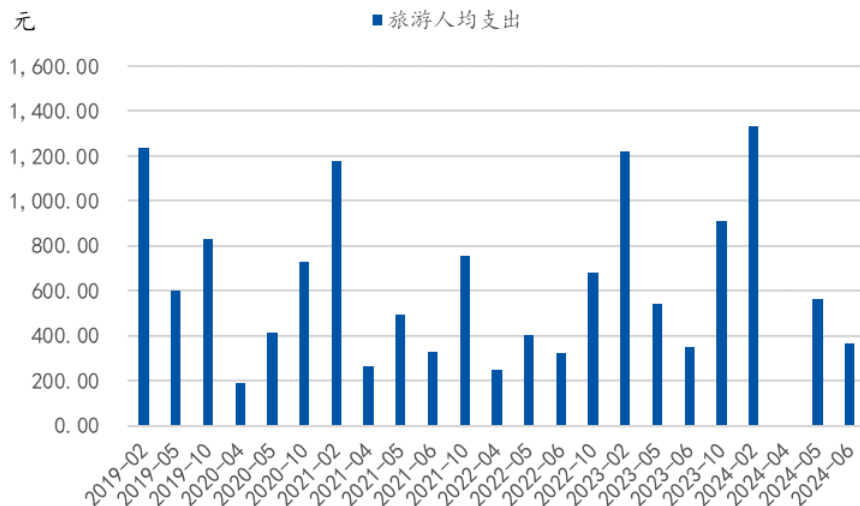
2 消费宏观：旅游消费明显回暖

❖ **旅游数据的恢复程度明显好于整体消费。**从黄金周的旅游数据来看，24年春节出行非常火爆，旅游收入和旅游人次分别较19年同期增长23%和7.8%。五一旅游总收入达到1668亿，较19年同期增长42%。收入增长主要来自于出行人数的大幅增加，五一共有2.95亿人次出行，但是人均消费略有下滑，较19年减少了6%。

图表9 24年五一黄金周旅游收入较19年同期增长42%



图表10 24年五一黄金周人均消费较19年同期下降6%

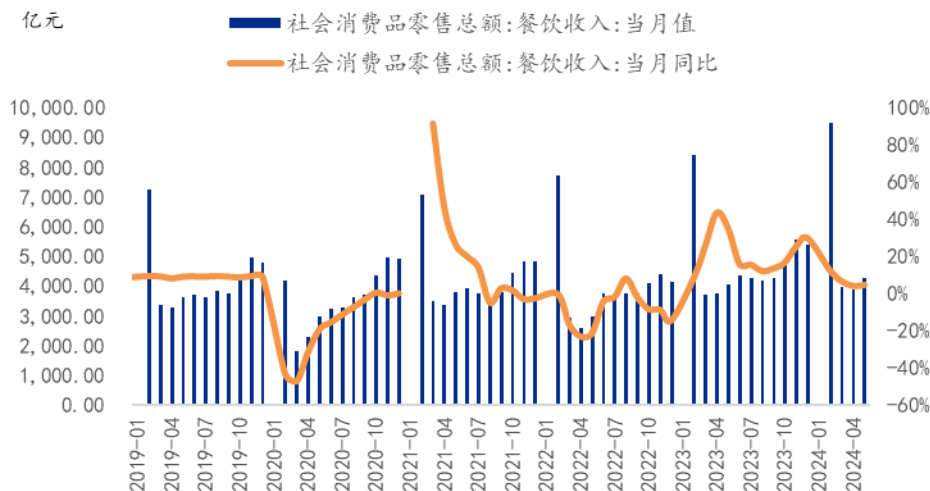


资料来源：iFind，安信国际证券研究
 注：数据截止2024年6月

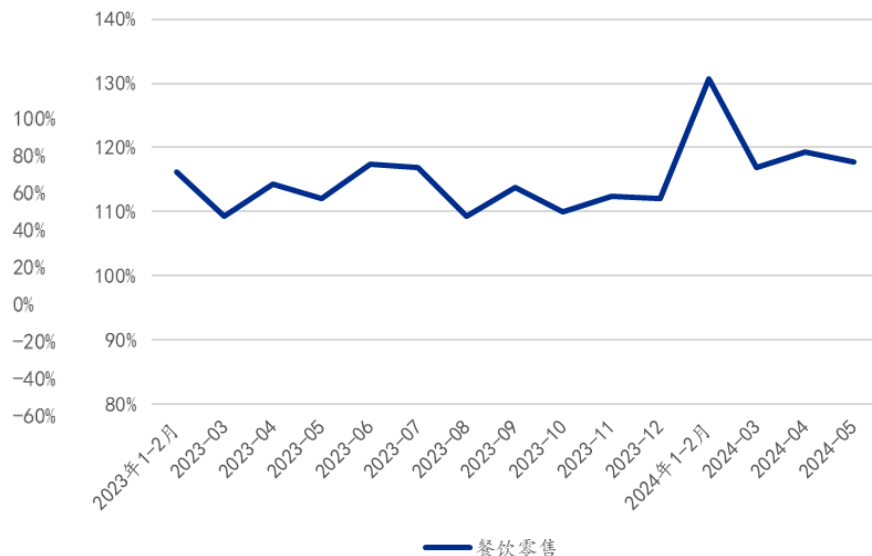
2 消费宏观：餐饮消费略有回落

- ❖ 24年一季度餐饮消费同比增长10.8%。1-2月因为有春节假期表现良好，但是进入3月份有所回落，3-5月份的餐饮零售大约恢复至19年同期的118%左右。从上市公司的反馈来看，除了节假日消费比较旺盛外，平时的客流相对比较平淡。同时，我们也观察到客单价出现比较明显的下降。

图表11 餐饮行业收入23年全年增长20.4%



图表12 餐饮行业恢复至19年同期约112%



资料来源：iFind，安信国际证券研究
 注：数据截止2024年5月

2 消费宏观：商品消费增速回落

- ❖ 24年1-5月商品消费同比增长3.5%，3、4月份增速有所回落，5月份回到3.6%。商品消费的增速弱于市场预期，弱复苏的态势仍将持续。今年以来CPI增长回正，在消费需求承压的当下，我们认为可选消费将比必选消费承担更多的原材料压力。

图表13 商品零售额增速略有回升



图表14 24年一季度CPI回正



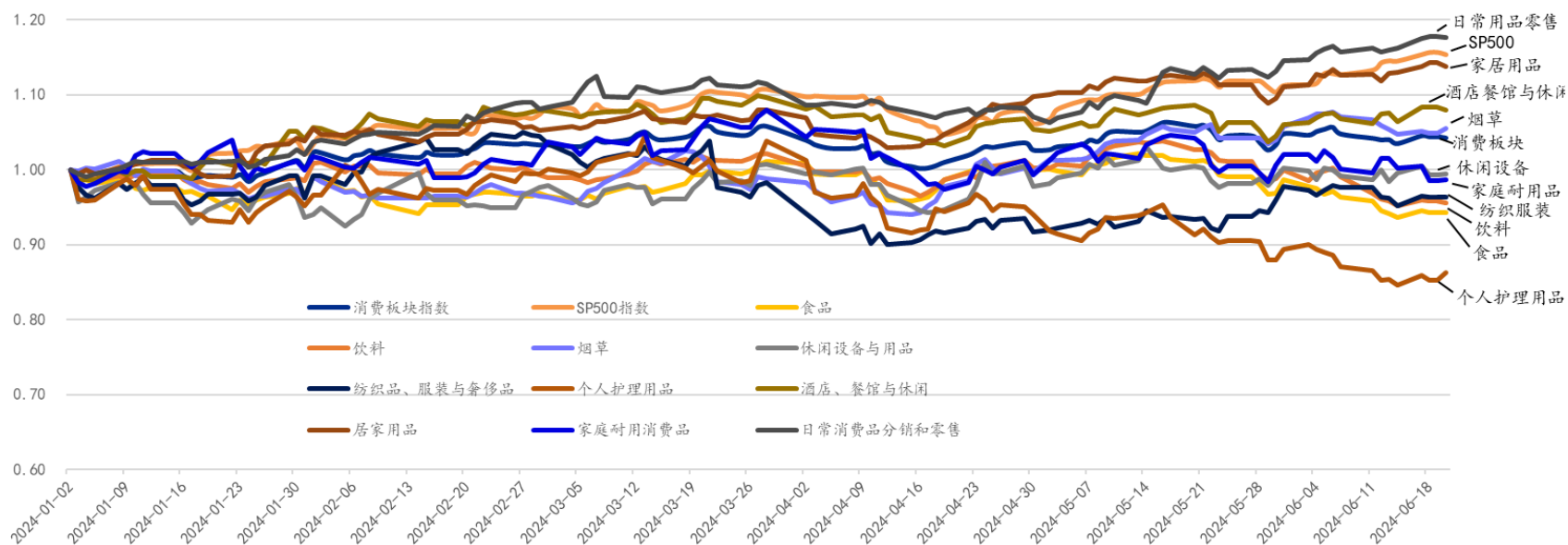
资料来源：iFind，安信国际证券研究
 注：社零数据截止2024年5月

3 美股消费板块回顾

3 市场行情：板块整体实现上涨

❖ 24年以来，消费板块整体上涨4.2%，但是明显跑输SP500指数。4月份有一波短暂的回调之后再次上涨。在细分板块中，日常用品零售板块和居家用品板块涨幅居前，虽然通胀高企，但是必须消费品的抗通胀能力较好。其次是酒店餐馆等实体服务消费板块。烟草板块也同样表现较好。表现较差的是个人护理用品，以及食品、饮料板块。

图表 15 24年以来消费及各子版块走势



资料来源：iFind，安信国际证券研究

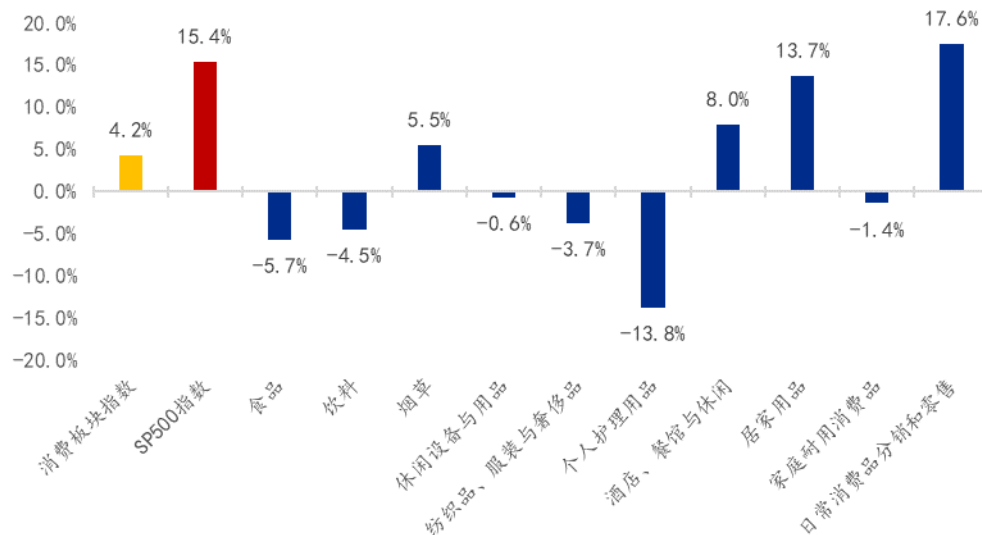
注：时间截止2024年6月21日

注：消费板块指数为安信国际根据行业板块筛选编制，指数根据收盘价按照市值加权平均计算

3 市场行情：板块整体实现上涨

- ❖ 消费板块整体上涨4.2%，而SP500则上涨15%，远远跑输大盘。细分板块中，以沃尔玛为代表的日常消费零售板块上涨17.6%，是唯一一个跑赢大盘的板块，其次是以宝洁为代表的居家用品板块，上涨13.7%。表现较为弱的板块是以雅诗兰黛为代表的个人护理用品板块，下跌13.8%。食品、饮料、纺织服装板块都出现了不同程度的下跌。

图表16 自24年初以来板块表现



资料来源：iFind，安信国际证券研究

注：时间区间为2024年1月2日至2024年6月20日

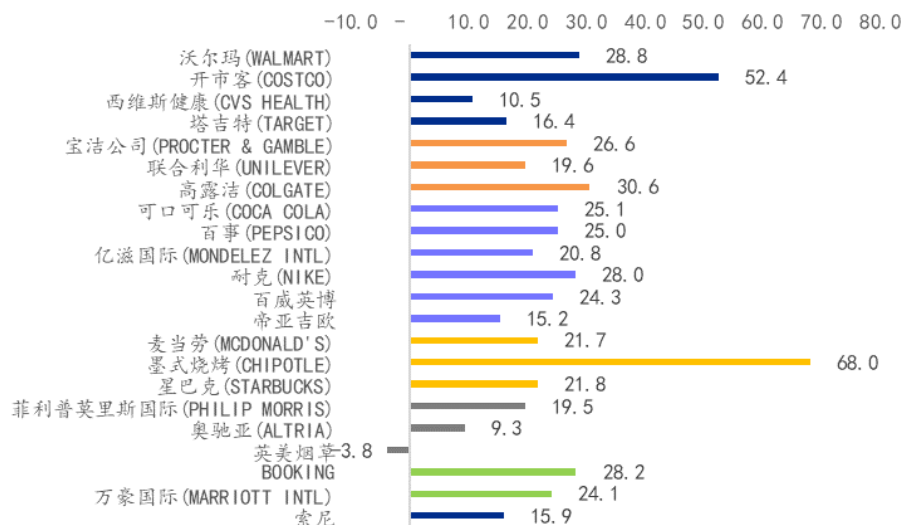
3 市场行情：目前市场估值水平较低，没有明显泡沫

- ❖ 当前估值处于历史较低水平，但是龙头公司的估值出现了两极分化，COSTCO、墨式烧烤PE-TTM均超过50倍，在良好的业绩刺激下股价不断突破历史新高。而一些传统成熟行业的龙头公司则估值较低，比如高端酒公司帝亚吉欧、烟草公司奥驰亚、英美烟草等。其他大部分龙头企业额的估值都处于15-25x之间较为合理的水平。
- ❖ 我们认为美股的消费板块并未出现大范围的明显泡沫，板块中仍然有值得挖掘的标的。

图表17 食品饮料板块估值处于极低位置



图表18 2024年代表公司估值PE-TTM



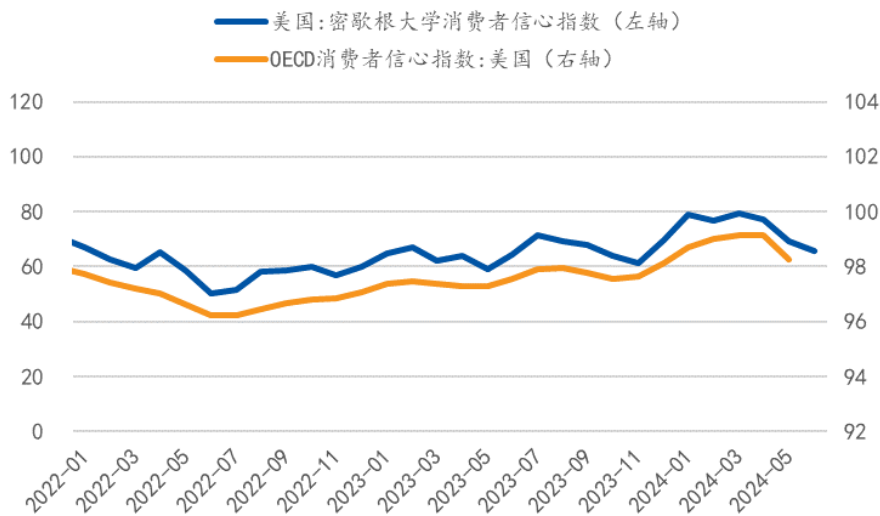
资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：时间截止2024年6月20日

4 美国消费情况回顾

4 消费宏观：消费者信心回落，通胀保持稳定

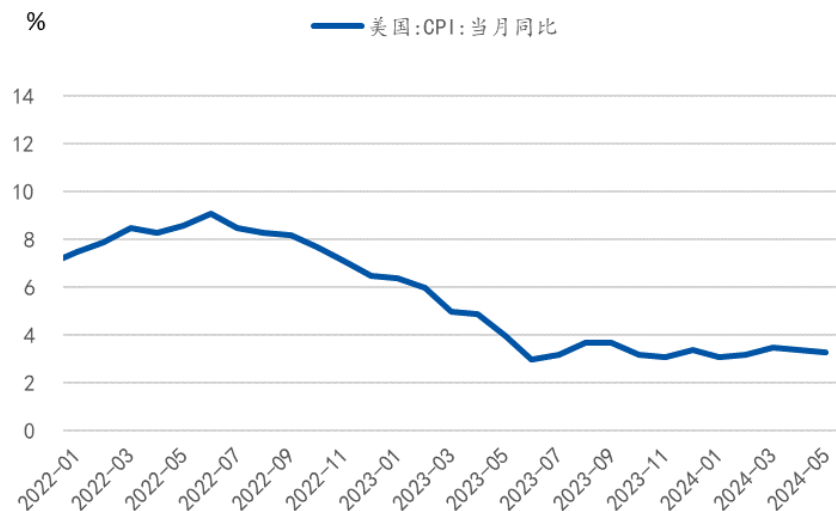
- ❖ 6月份新出炉的密歇根大学消费者信心指数低于预期，从5月份的69.1下降至65.6，表明更多的消费者对未来的家庭财务状况和国家经济前景更为悲观，这可能成为6月份零售数据的前瞻指引。我们认为二季度美国的消费情况仍将维持今年以来弱增长的态势。
- ❖ 5月CPI同比增长3.3%，通胀水平小幅波动，目前来看相对比较稳定。

图表19 消费者信心回落



资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：数据截止2024年6月

图表20 5月CPI同比增长3.3%

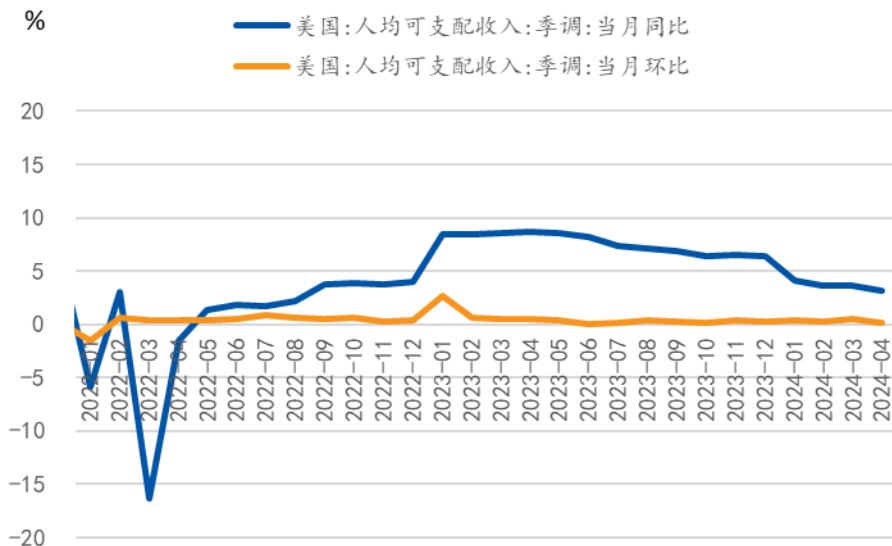


资料来源：iFind，安信国际证券研究
注：数据截止2024年5月

4 消费宏观：人均可支配收入低速增长

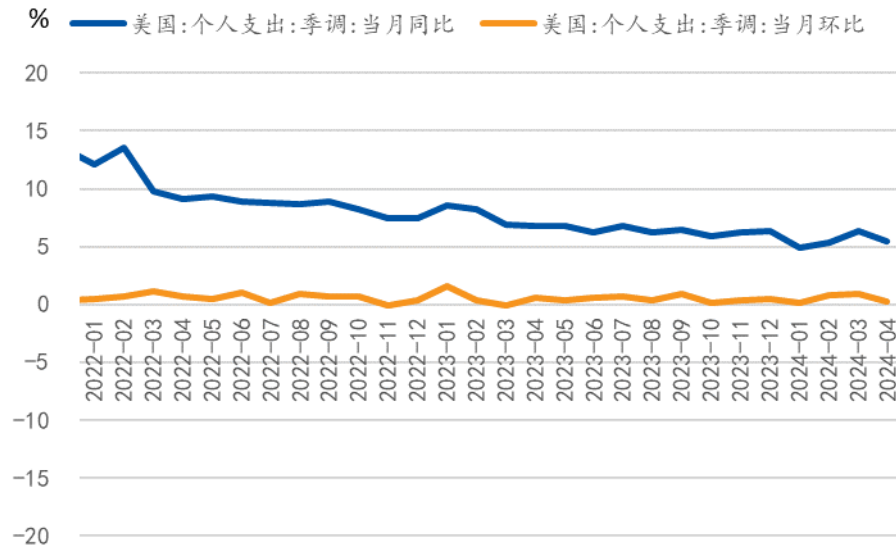
- ❖ 4月人均可支配收入季调同比增长3.2%，增速较3月份进一步回落，主要是去年的高基数带来。4月个人消费支出同比增长5.5%，比上个月放缓一些，由此带来个人储蓄率略有抬升，升至3.6%的低位。由于个人收入仍然保持了低速增长，我们认为这是美国消费增长的主要支持力量，表明消费的基础仍然是比较扎实的。待高基数消化后，消费有望重回更高的增长轨道。

图表21 人均可支配收入季调同比增长3.2%



资料来源：iFind，安信国际证券研究
 注：数据截止2024年4月

图表22 个人支出季调同比增长5.5%



资料来源：iFind，安信国际证券研究
 注：数据截止2024年4月

4 消费宏观：5月零售数据增速回落，线上零售增速较高

- ❖ 5月美国零售和食品服务销售额（季调后）总计为7030万亿，同比增长2.3%，增速比4月份的3.0%略有回落，环比略有增长。今年美国的零售数据表现相对比较平淡，3月份的增速达到一个高点，但是之后又有一定回落。考虑到消费者信心的波动，我们认为二季度美国消费数据仍将呈现低速增长的态势。
- ❖ 具体来看，线上零售（无店铺商贩）和杂货店的增速最为强劲，5月份分别同比增速6.8%和7.3%。食品服务和饮吧也保持了比较好的发展势头，5月份同比增速3.8%。以可选消费为主的运动、业余爱好、书及音乐商店的销售已经连续9个月出现下滑，5月份同比下降2.3%，需求比较疲软。必需品相关的食品饮料店、日用品商场则增长相对比较平稳。

图表23 5月零售和食品服务销售额季调统计

	销售额 (百万美元)	环比						同比					
		2024-05	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
零售和食品服务销售额:总计	703,088	0.1%	0.0%	0.6%	0.7%	-1.2%	0.1%	2.3%	3.0%	3.8%	1.5%	-0.1%	5.0%
零售和食品服务销售额:总计(不含汽车)	569,035	-0.1%	0.2%	0.9%	0.3%	-0.8%	0.1%	2.5%	3.6%	4.0%	1.5%	0.6%	4.0%
非耐用品													
食品和饮料店	82,658	-0.2%	0.8%	0.5%	0.2%	-1.1%	-0.3%	1.6%	2.2%	1.2%	-0.3%	0.1%	0.8%
保健和个人护理店	36,141	0.1%	-0.6%	0.2%	-0.2%	-1.2%	-2.2%	-0.7%	-0.3%	1.5%	2.0%	4.3%	10.5%
加油站	53,585	-2.2%	3.1%	2.1%	1.9%	-1.7%	-0.8%	1.6%	4.0%	-0.7%	-3.9%	-7.7%	-6.1%
服装及服装配饰店	26,001	0.9%	1.6%	-2.0%	0.0%	-2.5%	1.4%	2.4%	2.7%	0.2%	0.1%	-2.2%	4.9%
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	8,345	2.8%	-0.9%	-1.3%	0.7%	-1.4%	-0.8%	-2.6%	-4.7%	-2.8%	-2.4%	-4.5%	-2.5%
日用品商场	75,250	0.1%	-0.3%	1.3%	0.4%	1.7%	0.7%	2.7%	3.7%	5.6%	2.1%	2.0%	2.8%
杂货店	15,296	0.4%	-0.4%	2.5%	2.1%	-5.6%	-0.4%	7.3%	6.8%	9.7%	-1.3%	-5.5%	5.8%
无店铺商贩	119,581	0.8%	-1.2%	2.5%	-0.7%	-0.5%	1.3%	6.8%	7.5%	11.0%	5.3%	7.2%	9.3%
食品服务和饮吧	93,614	-0.4%	0.2%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.5%	3.8%	5.5%	5.9%	7.0%	4.0%	10.4%

注：红色表示增长较好，蓝色表示增长较差，数据截止2024年5月

资料来源：美国人口普查局，安信国际

5 港股食飲板塊投資策略



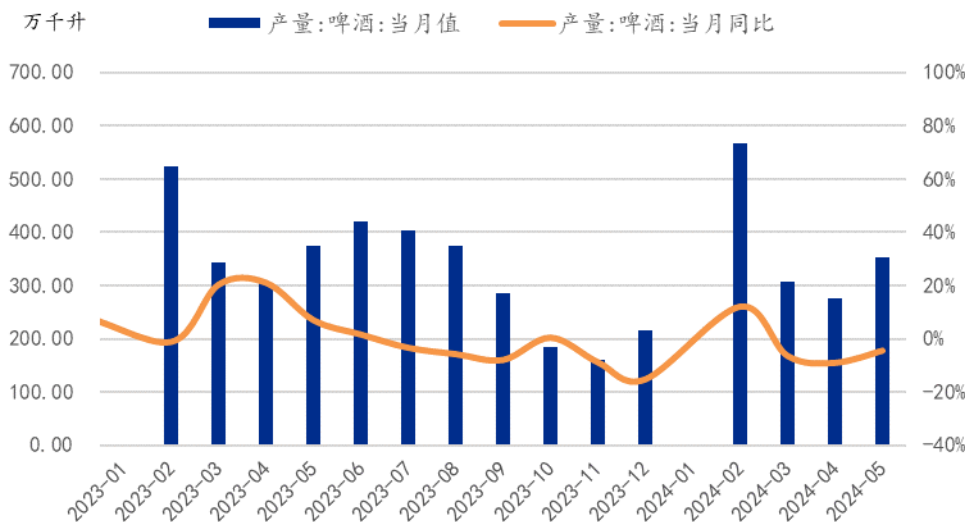
细分行业发展趋势

- ❖ 啤酒：高端化仍在进行中
- ❖ 餐饮：行业弱复苏，龙头更坚韧
- ❖ 乳制品：乳制品弱复苏，奶粉周期见底
- ❖ 白酒：控货挺价，集中度提升

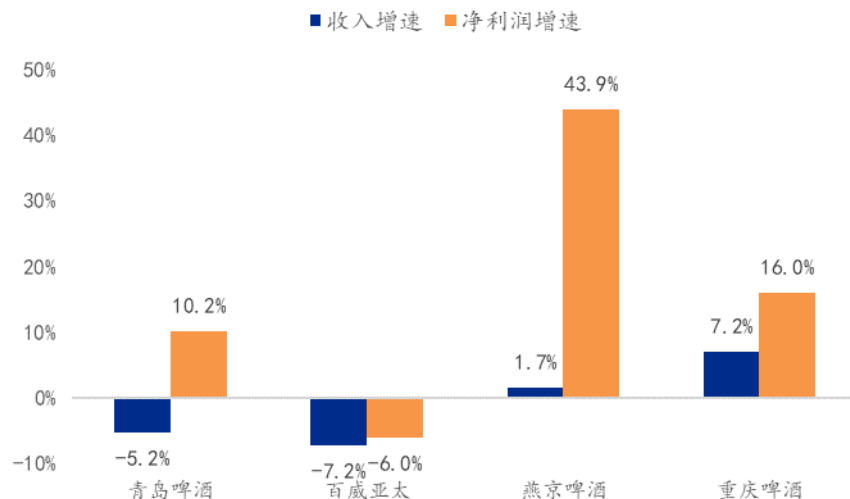
5.1 啤酒：高端化仍在进行中

- ❖ **23年下半年啤酒整体产量有所下滑。24年1-2月虽然实现了产量的正向增长，但3月份开始出现下滑，全国天气偏冷是主要原因，其次是由于低端啤酒的销量收缩。从量上来说，售价的提升和餐饮行业的弱复苏都对销量形成了压力。未来啤酒企业的收入和利润主要驱动因素仍然在售价的提升。**
- ❖ **根据啤酒企业一季度业绩，青啤和百威都出现了收入的下滑，一方面去年是高基数，另一方面如青啤在低端酒的收缩比较明显。与此同时，大部分酒企的利润仍保持较快增长，行业高端化的趋势仍未改变。**
- ❖ **近期啤酒板块回调明显，行业估值再次回到较低水平。华润啤酒24年预测PE为13.8x，青啤港股为13.1x，百威亚太为14.2x，均处于历史极低水平。目前天气渐热，对于啤酒的销售有提振作用。从长远看，我们认为啤酒的单价还有翻倍的空间，利润还将保持增长。目前处于估值地位，强烈推荐关注。**

图表24 啤酒月度产量及增速



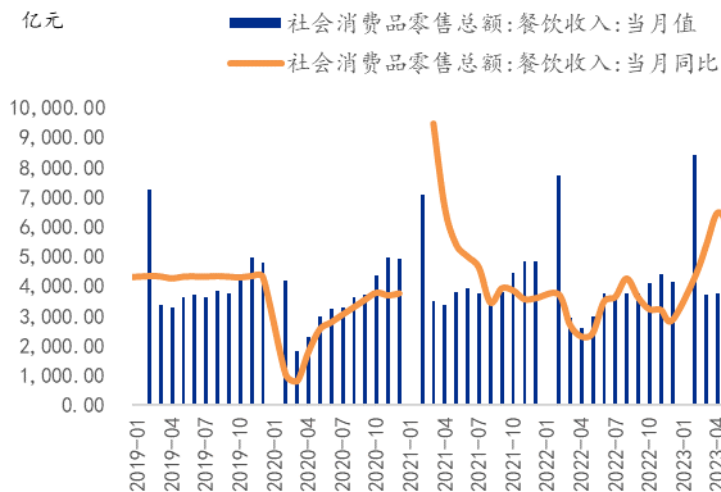
图表25 头部啤酒企业24Q1增速



5.2 餐饮：行业弱复苏，龙头更坚韧

- ❖ 餐饮板块呈现前高后低的复苏态势，行业展现出一些发展的共性。
- ❖ 从财报中，我们可以看到有这样几个共同趋势：**1) 客单价下降；2) 直营门店扩张放缓，开放加盟；3) 寻求海外市场拓展。**这些可以从侧面感受到管理层对于国内消费环境的谨慎态度。
- ❖ 但是需要注意的是，过去三年大型连锁的门店数量增长都超过**50%**，有的甚至翻倍，从一开始因为稀缺导致的“网红”效应变成充分供给下依靠品牌拉力持续吸引客流，单店收入虽然下滑，但整体看有较多企业收入和利润都较**19年**增长很多。连锁品牌的经营管理理念更加成熟，上游供应链也更加规范，对于品牌维持长久生命力是更加有利的。
- ❖ 今年以来，春节餐饮表现良好，但是进入**3月份**有所回落，我们预期今年仍将是缓慢恢复的一年。
- ❖ 近期板块出现了一些回调，龙头公司估值再次来到非常低的水平，海底捞**24年PE 14.5x**，百胜中国**14x**，九毛九**9.1x**。从公司的经营数据来看，海底捞的翻台表现比较坚挺，百胜在高基数下同比持平。尽管消费环境面临挑战，我们认为估值也已经完全反应目前状况，如果消费出现边际改善，就会拉动板块上涨。

图表26 餐饮行业月度零售额及增速



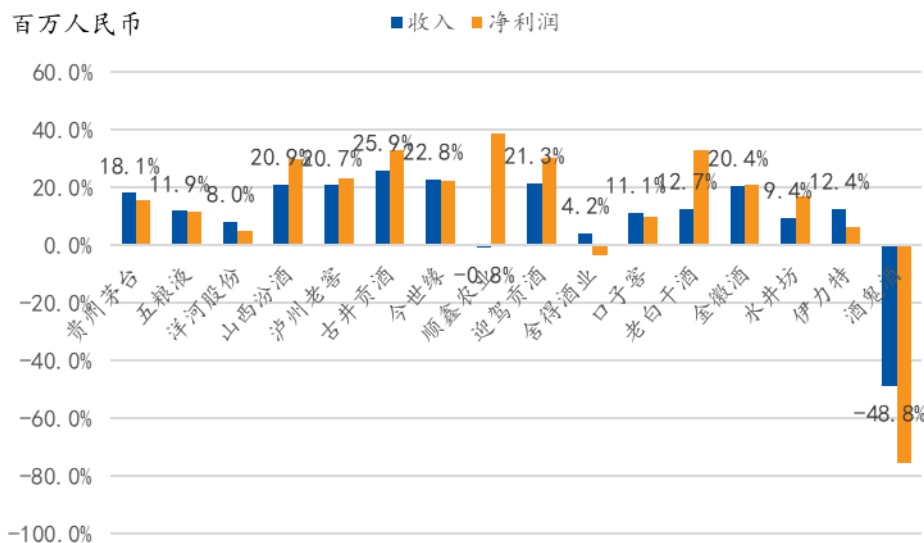
图表27 餐饮行业月度零售额较19年恢复情况



5.3 白酒：控货挺价，集中度提升

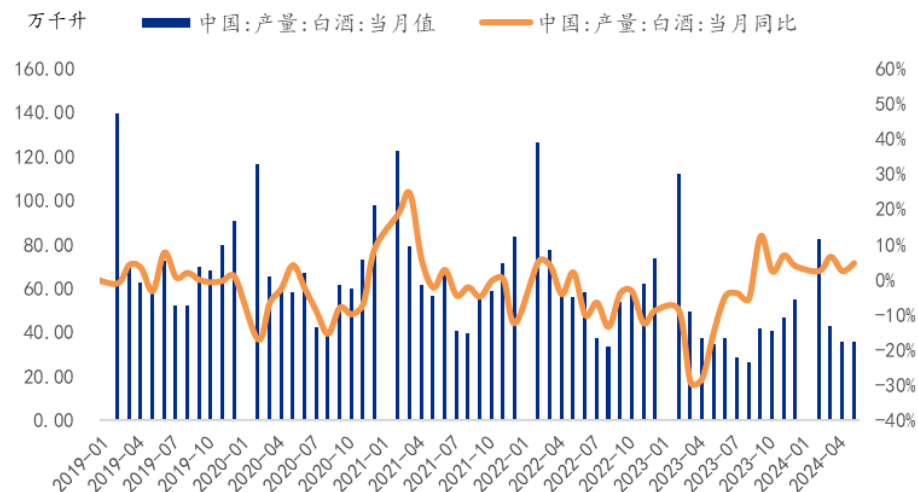
- ❖ 2023年白酒企业增长尚好，头部酒企均保持双位数增长。
- ❖ 23年渠道库存相对较高。24年开始酒企铺货相对克制，控货挺价，消化库存。春节备货情况良好，但是受到宏观环境的压力，二季度白酒需求偏弱，次高端承压，高端白酒销量更为稳健。飞天茅台批价持续下跌，但五粮液、老窖批价相对稳定。1-5月规模以上白酒企业产量为190万千升，同比增长6.5%，相比之下头部酒企的增速更快，行业还在朝着集中度更高的方向发展。
- ❖ 珍酒李渡：为港股唯一白酒标的，23年业绩增长高于行业平均。公司产品结构持续升级，高端产品增长快于公司整体。同时自酿基酒逐步替代外采基酒，带动毛利率上升。公司正在加大产能投入，针对珍酒、李渡酒和湘窖增加产能，为未来次高及高端酒发展奠定基础。目前24年预测PE仅13x，处于明显低估。

图表28 24年一季度收入及净利润增速



资料来源：公司财报，安信国际证券研究

图表29 规模以上白酒企业月度产量及增速

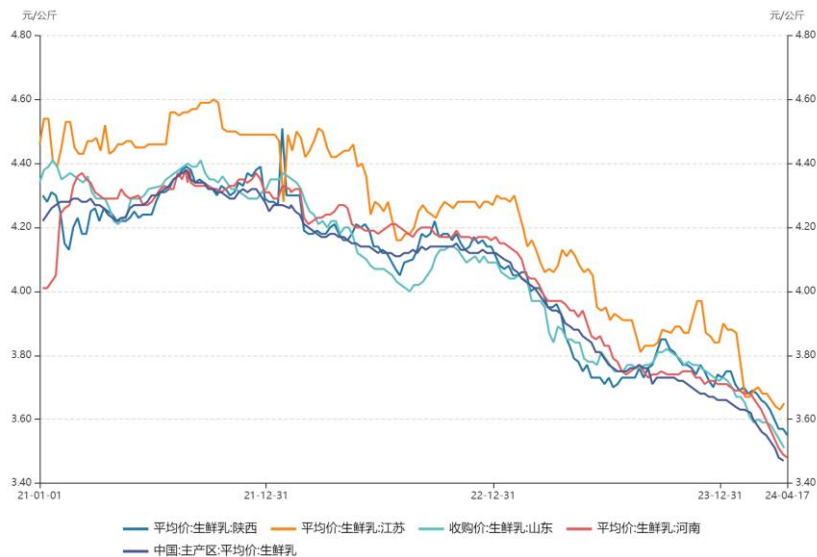


资料来源：国家统计局，安信国际证券研究

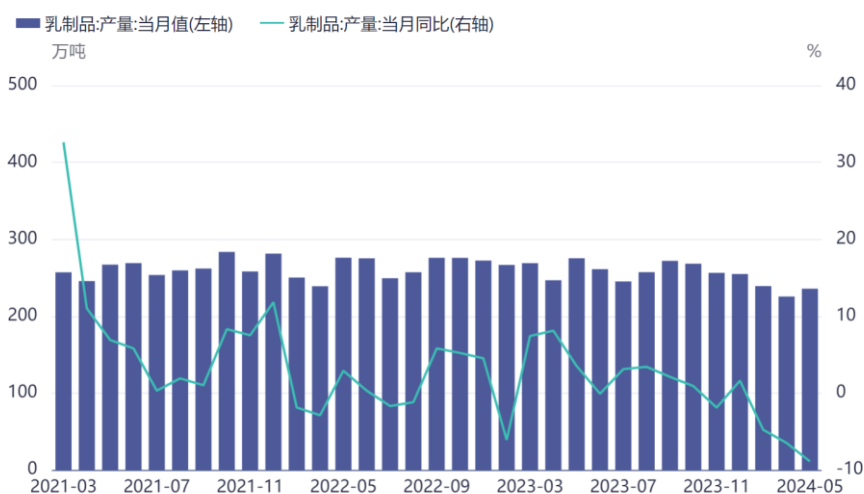
5.4 乳制品：行业需求偏弱，奶粉周期见底

- ❖ 乳制品的需求仍然较为疲软，奶价还在下行通道。自21年产能触顶之后，奶价进入了下行通道，目前奶价已较21年最高点回落20%。
- ❖ 行业产量还略有增长，使得未来行业的价格仍面临压力。23年乳制品产量为3054万吨，同比增长3.1%。进入24年，1-5月产量1187万吨，同比下降2.4%。对奶粉行业来说，24年伴随龙宝宝出生预期，行业收缩有望缓解，甚至转向增长。

图表30 全国及部分地区生鲜乳均价（元/公斤）



图表31 乳制品月度产量（万吨）及增速



资料来源：国家统计局，安信国际证券研究

资料来源：国家统计局，安信国际证券研究

投资策略

- ❖ 继续推荐长期稳健赛道：
- ❖ 啤酒：
 - ❖ 华润啤酒 **0291**. 市场预期：24年净利润增速17.2%，预测PE 13.8x。
 - ❖ 青岛啤酒 **0168**. 市场预期：24年净利润增速16.8%，预测PE 13.3x。
- ❖ 白酒：
 - ❖ 珍酒李渡 **6979**. 市场预期：24年净利润增速20.5%，预测PE 13.2x。
- ❖ 餐饮：
 - ❖ 百胜中国 **9987**. 市场预期：24年净利润增速7.3%，预测PE 14.1x。
 - ❖ 海底捞 **6862**. 市场预期：24年净利润增速14%，预测PE 14.8x。
- ❖ 推荐关注底部反转赛道：
 - ❖ 中国飞鹤 **6186**. 市场预期：24年净利润增速9.5%，预测PE 8.7x。



风险提示

- 经济复苏不及预期，消费意愿弱
- 通胀影响盈利能力
- 行业竞争加剧
- 发生严重的食品安全问题
- 出生人口数量不及预期



免责声明

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安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。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。安信国际，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、意见及推测反映安信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。安信国际，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。

安信国际及其高级职员、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。安信国际，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到日本、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规则的解释)，安信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。

收件人应注意安信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，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信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。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

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。
- 安信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。

安信国际证券(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

客户服务热线 香港: 2213 1888 国内: 40086 95517