

2024年12月10日

消费行业 2025 展望：内需扩容，把握分化与变革机会

民银证券研究团队

分析师：何丽敏

电话：37288036

Email: liminhe@cmbcint.com

2024 年消费行业回顾：24 年消费需求总体偏弱，价格因素亦制约增长。结构上必选韧性/可选偏弱/耐用消费品受以旧换新政策带动，体验型消费延续高增，线上优于线下。回顾板块表现，可选优于必选，家电、鞋服 OEM 和连锁零售的股价表现优于其他消费板块。

展望 2025 年中国消费行业：

(1) 消费挑大梁，扩内需处于更优先的位置。消费品以旧换新的品种和规模有望继续扩大，地方也将结合当地情况出台促消费新政。

(2) 理性消费下更分化，消费者为质价比和精神体验买单。头部国际消费品公司的中国区业绩亦呈分化特征，其多数认可中国市场长期价值，虽遇短期挑战，计划着重加强本地化，继续投入中国市场。

(3) 特朗普上台，消费出海面临更大挑战，对企业全球供应链整合能力、多元化布局、本土化能力要求更高。中美竞争角度，根据 USCC 向美国国会呈报的 2024 年报，USCC 建议美国国会取消对中国的永久贸易关系 (PNTR)、进一步收紧跨境电商美国进口中国的小额货品关税豁免和安全性监管，提升供应链溯源要求 (如绕道加/墨)。

应寻找何种特质的消费公司？

(1) 顺应人口结构和消费趋势，寻找高景气细分市场的引领者。

(2) 持续整合市场份额的公司。一类是具备差异化竞争能力，具备定价权或粉丝粘性。另一类是在存量市场中，具备强大的供应链管理能力和零售效率、企业管治持续提效的“卷王”公司。

(3) 中美竞争下对出海企业能力要求提升，优选产品具备高附加值和议价权、海外需求与海外供应链高匹配、全球布局多元化的公司。

(4) 中长期海外市场空间广阔，参考过往出海成功的日本消费公司的特质——细分品类革新者和管理革新者、以产品力为基并承本国国力提升和文化影响力提升东风、具备海外本土化落地能力。

2025 年消费行业投资策略与板块配置建议：

(1) 建议把握内需扩容主线，包括底部改善可期的乳制品、高景气的户外板块和潮玩板块，若需求如期复苏，餐饮/运动鞋服/处于变革期的连锁零售行业具备弹性。(2) 出口链方面，特朗普上台重塑全球贸易格局，出海企业短期情绪承压，需观察贸易摩擦风险是否被充分定价。中期而言海外市场空间广阔，产品附加值及议价权、海外需求与海外供应链匹配度、全球多元化布局是制胜关键。

目 录

2025 年消费行业投资观点总览	3
一、2024 年回顾	6
(一) 中国消费行业总量及结构回顾	6
(二) 上市公司表现回顾及当前一致预期	9
二、2025 年消费行业趋势展望	11
(一) 消费挑大梁，政策加力促内需扩容	11
(二) 理性消费下更分化，为质价比和精神体验买单	13
(三) 中美竞争视角下，中国消费品出海前景展望	15
(四) 应寻找何种特质的消费公司？	19
三、对消费子行业的展望	21
(一) 乳制品及上游牧业：底部改善可期	21
(二) 运动鞋服：户外高景气，关注品牌复苏潜力	22
(三) 鞋服 OEM：补库完成，关注下游品牌客户结构	23
(四) 餐饮：竞争与分化加剧，内功与创新制胜	25
(五) 连锁零售：行业处于变革期	28
风险提示：	30

内需扩容，把握分化与变革机会

——消费行业 2025 年度策略

2025 年消费行业投资观点总览

表 1: 消费行业 2025 年整体展望观点总览

行业	2025 年展望及观点
消费行业	<p>国内消费呈现出内需重要性提升、结构分化加剧、消费者为质价比和精神体验买单的特征，而消费公司出海寻求增量市场则面临更多地缘政治造成的挑战。</p> <p>(1) 消费挑大梁，扩内需处于更优先的位置。消费品以旧换新的品种和规模有望继续扩大，地方政府也将结合当地情况出台新的促消费政策。</p> <p>(2) 理性消费下更分化，消费者为质价比和精神体验买单。头部国际消费品公司的中国区业绩亦呈现分化特征。展望未来，头部国际消费品公司多数认可中国市场长期价值，虽遇短期挑战，计划着重加强本地化，继续投入中国市场。</p> <p>(3) 特朗普上台后的消费出海面临更大挑战，对企业全球供应链整合能力、多元化布局、本土化能力要求更高。从中美竞争角度，根据 USCC 向美国国会呈报的 2024 年报，USCC 建议美国国会取消对中国的永久贸易关系 (PNTR)、进一步收紧跨境电商美国进口中国的小额货品关税豁免和安全性监管，提升供应链溯源要求 (例如绕道加拿大/墨西哥)。</p>
应寻找什么特质的消费公司?	<p>在此阶段，我们认为可顺势而为，沿以下主线，包括：</p> <p>(1) 顺应人口结构和消费趋势，寻找高景气细分市场的引领者 (如健康意识提升对应的高景气户外市场、中长期消费大盘中服务份额提升下对应的 IP 潮玩/宠物用品市场等)。</p> <p>(2) 持续整合市场份额的公司。一类是具备差异化竞争能力，具备定价权或粉丝粘性。另一类是在存量市场中，具备强大的供应链管理能力和零售效率、企业管治持续提效的“卷王”公司。</p> <p>(3) 中美竞争下对出海企业能力要求提升，优选产品具备高附加值和议价权、海外需求与海外供应链匹配度高、全球业务布局多元化的公司。一般而言，具备较强定价能力和高附加值的出海消费公司，具备较好的安全垫，有助于应对贸易政策的不确定性。</p> <p>(4) 中长期海外市场空间广阔，参考过往出海成功的日本消费公司的特质——细分品类革新者和管理革新者、以产品力为基并承本国国力提升和文化影响力提升之东风、具备海外市场本土化落地的能力。</p>

资料来源：民银证券整理及预测

表 2：各消费子行业 2025 年展望与观点总览

消费子行业	展望及观点
乳制品及上游牧业	<p>乳制品及上游牧业：底部改善可期，有望受益于需求修复和原奶周期拐点共振</p> <p>24H1 受原奶周期及终端需求的共同影响，行业竞争加剧，乳企打折去库，液态奶双龙头量价齐跌，尤其是低线城市消费量及频率承压。据终端渠道跟踪，Q3 液态奶出货同比跌幅收窄，环比好转，渠道库存恢复正常。乳企有望度过最艰难时期。展望 2025 年，若消费信心复苏，有望提振量价。上游原料奶供给端，24Q3 以来上游牧场淘牛节奏加强，2025 年下半年原奶周期有望迎来拐点，由过剩转向供需平衡，原奶价格有望修复而带动行业竞争格局向好。</p> <p><u>相关龙头标的包括：伊利股份（600887.SH）、蒙牛乳业（2319.HK）、牧场龙头现代牧业（1117.HK）、优然牧业（9858.HK）</u></p>
运动鞋服	<p>运动鞋服：户外高景气，关注品牌复苏潜力</p> <p>回顾 2024 年，运动鞋服品牌动销因可选消费品市场整体承压，呈现分化特征。未来 5 年国内运动鞋服仍将受益于运动参与度、运动鞋服渗透率双提升，保持中高单位数的行业规模增速。运动鞋服行业的集中度高但品牌格局持续变化，因此存在结构性机会，近期行业趋势表现为复古风回归、户外高景气、专业细分垂类崛起。看好高景气的户外赛道、以及具备多品牌经营能力的公司，亦积极关注品牌复苏潜力并观察拐点。</p> <p><u>相关龙头标的包括：安踏体育（2020.HK）、亚玛芬（AS.N）、滔搏（6110.HK）</u></p>
鞋服 OEM	<p>鞋服 OEM：补库阶段性完成，优选客户结构优质的龙头制造商</p> <p>（1）行业性补库阶段性完成，品牌商对供应链快反和研发能力持续提升，品牌客户终端动销、下游品牌客户结构是两个重点跟踪指标。当前时点 Adidas 供应链表现出色，24 年 10 月 NIKE 公告新 CEO，观察 25 年 NIKE 动销修复。优选客户结构优质的龙头制造商。（2）短期中美关税议题或对估值造成扰动，但当前鞋服 OEM 龙头的海外产能和海外订单已基本匹配，优选制造附加值高、产能布局多元化的公司。（4）对于中国公司在东南亚布局的日用轻工产能，根据 2023 年 USCC 向国会呈报的年报，美国早已留意到中国公司在东南亚供应链日益扩大的影响力。24 年 USCC 报告中并无专门提及限制措施，目前仅限制对关键新兴产品/技术服务的中国供应链依赖。</p> <p><u>相关龙头标的包括：九兴控股（1836.HK）、裕元集团（0551.HK）、申洲国际（2313.HK）、超盈国际控股（2111.HK）</u></p>
连锁餐饮	<p>连锁餐饮：竞争与分化加剧，内功与创新制胜</p> <p>24 年行业价格压力和单店客流压力显现。头部餐饮龙头经营质量显著领先，与中部餐企形成分化。连锁餐饮业对需求复苏程度较为敏感，随着 9 月以来经济政策加码发力，行业价格压力或将持续但有望边际转好，部分品牌拓店潜力有望展现。供应链及效率是制胜关键，连锁化和集中度提升仍是中期趋势，据美团，2023 年中国餐饮连锁化率为 21%，远低于成熟市场及全球平均（美国 60%/日本 58%/英国 45%/法国 41%）。上市餐企门店扩张趋向轻资产和轻量化，头部餐饮品牌近两年放开加盟，以平衡资本投入与开店效率。</p> <p><u>相关龙头标的包括：百胜中国（9987.HK）、海底捞（6862.HK）</u></p>

消费子行业 展望及观点

连锁超市业态呈现渠道变革潜力，兴趣消费趋势延续

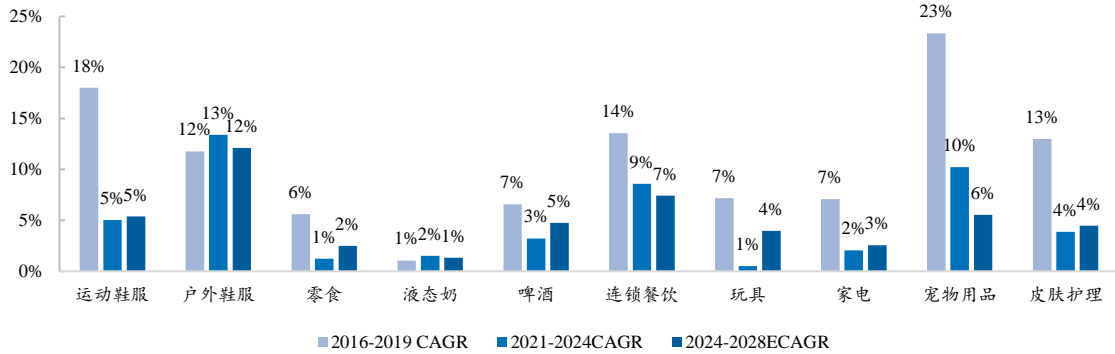
零售及潮玩

连锁超市业态已呈现渠道变革潜力。原因是(1)商品零售的线上渗透率存在瓶颈(24年10月为26%，近3年稳定在28%以内)，并且消费者“逛”的体验型需求仍长久存在。(2)目前国内连锁超市业态已出现可借鉴的成功“样板”，例如国际连锁零售公司旗下的山姆、奥乐齐和本土的胖东来，存在较大效率提升和业态变革空间。(3)变革主要路线包括 i. 通过消费者洞察/选品/产品创新和推广，发展差异化货盘和自有特色商品，提供极致性价比和差异化选品。供应链并非最大门槛，难度在于消费洞察能力。ii. 兼顾商品品质和服务，提供差异化的商品、体验与文化。建议持续关注连锁零售变革带来的投资机遇。

相关龙头标的包括：泡泡玛特(9992.HK)、永辉超市(601933.SH)

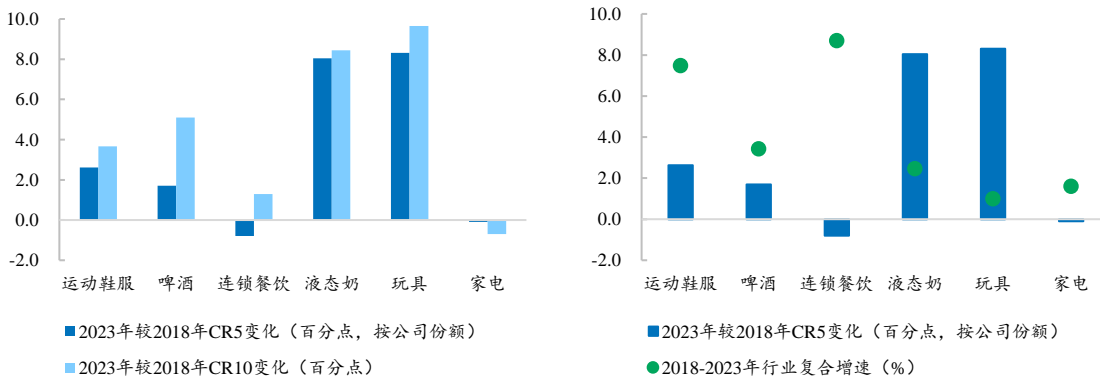
资料来源：民银证券整理及预测

图 1：各消费子行业复合增速(运动鞋服、户外、零食、液态奶、啤酒、连锁餐饮、玩具等)



资料来源：Bloomberg，民银证券预测

图 2：消费子行业近 5 年集中度变化(按公司份额) 图 3：消费子行业近 5 年集中度变化与增速



资料来源：Bloomberg，民银证券预测

一、2024 年回顾

(一) 中国消费行业总量及结构回顾

总量上，24 年社零进入二季度以来偏弱，8 月以来以旧换新政策驱动耐用消费品需求增长，带动社零边际回暖。价格因素制约社零规模增长，今年以来整体 CPI 承压，消费品物价压力大于服务项，服务 CPI 亦随着供给恢复而边际走弱。受到地产部门财富效应及预期的影响，今年整体而言消费需求端承压，今年 1-10 月社零累计同比增速为 3.5%，有待进一步恢复，仍显著低于疫情前水平，2018、2019 年社零增速分别为 9.0%、8.0%。其中今年 5 月/6 月/7 月/8 月的社零同比增速分别为 3.7%/2.0%/2.7%/2.1%，9-10 月受到以旧换新等促消费政策的驱动，耐用品如家电、通讯器材、汽车高增，带动社零边际提速。

消费者信心指数仍处于 2023 年以来的偏低区间，10 月以来服务业商务活动指数有所回升。今年以来全国城镇调查失业率在 5.0-5.3% 区间波动，下半年失业率环比走高后边际下滑，7-8 月略升高至 5.2-5.3%，9/10 月恢复至 5.1%/5.0%。同时，9 至 10 月服务业商务活动指数也在荣枯线水平之上，达 50.1%。

图 4：2024 年社零 Q1/ Q4 较强，年中偏弱

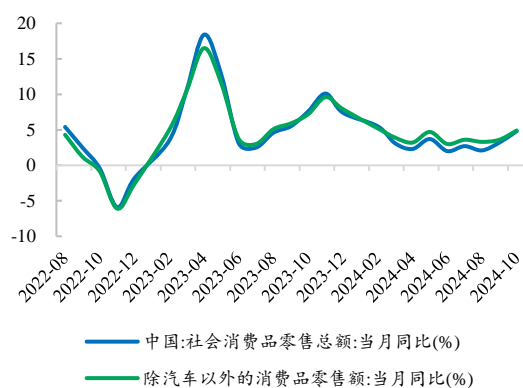
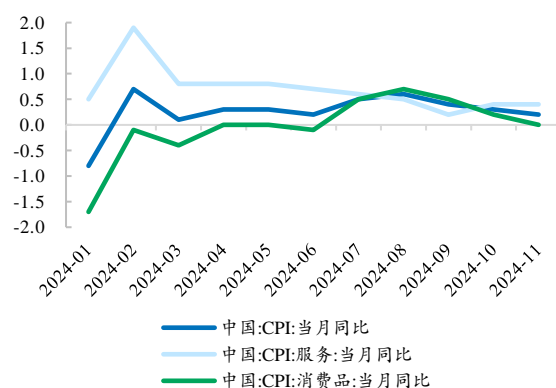


图 5：2024 年 10 月以来，CPI 平稳



资料来源：国家统计局，iFind

图 6：9 月以来就业环比小幅改善

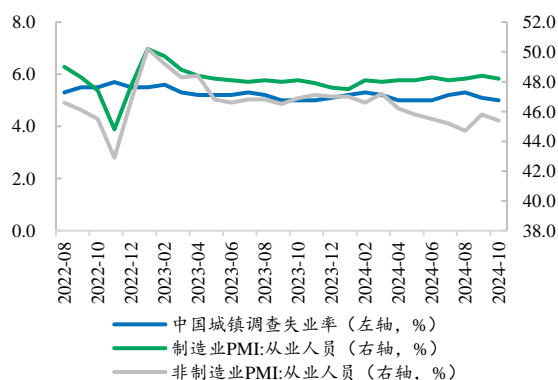
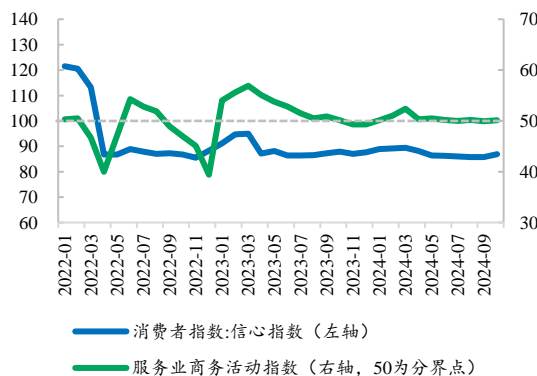


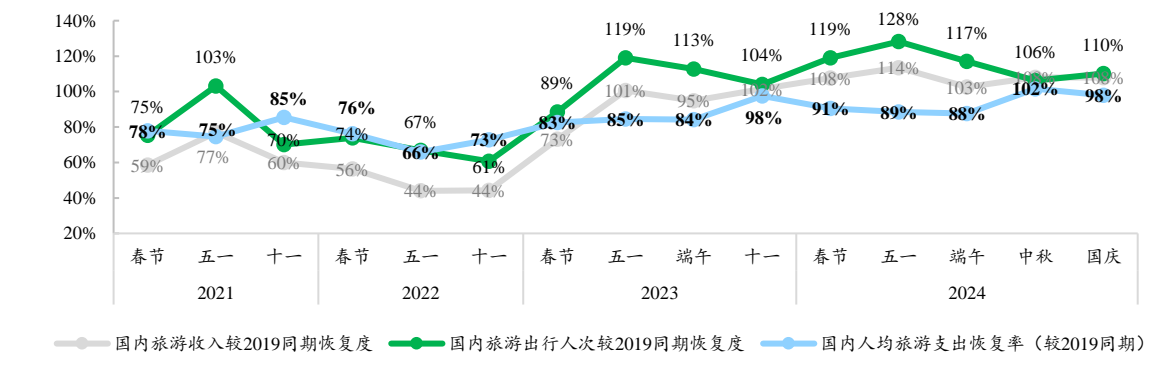
图 7：消费者信心指数仍在 2023 年以来偏低区间



资料来源：国家统计局，iFind

社会出游客流量景气，表明出行需求和消费潜力仍在，人均旅游支出已近 2019 年同期水平。以 2024 年国庆假期为例，出游人次在高基数下，量同比稳健增长 5.9%，较 19 年同期增长 10.2%。人均旅游支出同比+0.4%，恢复至 19 年同期 98%，较五一修复（五一人均旅游支出仅恢复至 19 年同期的 89%）。

图 8：国内旅游人次、旅游收入、人均旅游支出较 2019 年同期的恢复度



资料来源：文旅部，民银证券整理

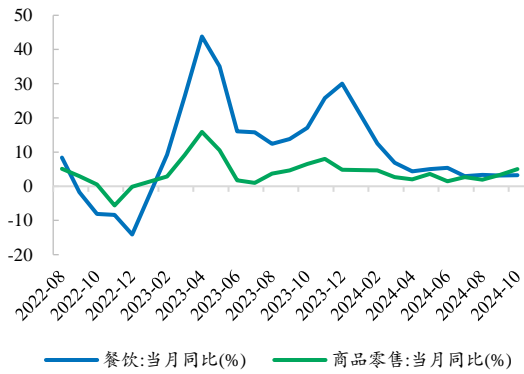
结构上呈现三个特征：（1）必选韧性，可选偏弱，耐用消费品受以旧换新政策带动，以体育文娱项为代表的体验型消费延续高增；（2）线上优于线下；（3）基数正常化后，餐饮整体与消费品增速趋同。今年以来必选品类维持韧性，粮油食品类 24 年 1-10 月累计同比增速为 9.9%，烟酒类在下半年趋势环比走弱，受社会商务活动活跃度影响。可选消费品包括服饰鞋帽/化妆品/金银珠宝类表现偏弱，24 年 1-9 月服饰鞋帽类/化妆品类社零累计同比分别+0.2%/-1.0%，10 月同比分别+8%/+40%，因 2024 年双十一大促提前一周以上开启，线上高增。

表 3：2024 年 1-10 月社零分项同比增速，体育文娱、通讯器材、家电项领先

当月同比增速 (%)	社零当月同比增速										累计同比 2024年1-10月
	2024/1-2	2024/03	2024/04	2024/05	2024/06	2024/07	2024/08	2024/09	2024/10		
社零总额同比	5.5	3.1	2.3	3.7	2.0	2.7	2.1	3.2	4.8	3.5	
除汽车以外社零同比	5.2	3.9	3.2	4.7	3.0	3.6	3.3	3.6	4.9	3.9	
限额以上社零同比	6.7	2.6	0.9	3.4	-0.6	-0.1	-0.6	2.6	6.2	2.7	
实物商品网上零售额同比(YTD)	14.4	11.6	11.1	11.5	8.8	8.7	8.1	7.9	8.3	8.3	
按类型											
餐饮收入同比	12.5	6.9	4.4	5.0	5.4	3.0	3.3	3.1	3.2	5.9	
限额以上餐饮	12.4	3.2	0.0	2.5	4.0	-0.7	0.4	0.7	-0.3	3.2	
商品零售同比	4.6	2.7	2.0	3.6	1.5	2.7	1.9	3.3	5.0	3.2	
限额以上商品零售	6.2	2.5	0.9	3.5	-1.0	0.0	-0.7	2.8	6.8	2.7	
按品类											
必选											
粮油、食品类	9.0	11.0	8.5	9.3	10.8	9.9	10.1	11.1	10.1	9.9	
饮料类	6.9	5.8	6.4	6.5	1.7	6.1	2.7	-0.7	-0.9	3.9	
烟酒类	13.7	9.4	8.4	7.7	5.2	-0.1	3.1	-0.7	-0.1	6.1	
中西药品类	2.0	5.9	7.8	4.3	4.5	5.8	4.3	5.4	1.4	4.3	
日用品类	-0.7	3.5	4.4	7.7	0.3	2.1	1.3	3.0	8.5	2.9	
可选											
服装、鞋帽、针纺织品类	1.9	3.8	-2.0	4.4	-1.9	-5.2	-1.6	-0.4	8.0	1.1	
化妆品类	4.0	2.2	-2.7	18.7	-14.6	-6.1	-6.1	-4.5	40.1	3.0	
金银珠宝类	5.0	3.2	-0.1	-11.0	-3.7	-10.4	-12.0	-7.8	-2.7	-3.0	
文化办公用品类	-8.8	-6.6	-4.4	4.3	-8.5	-2.4	-1.9	10.0	18.0	-0.6	
体育、娱乐用品类	11.3	19.3	12.7	20.2	-1.5	10.7	3.2	6.2	26.7	11.5	
通讯器材类	16.2	7.2	13.3	16.6	2.9	12.7	14.8	12.3	14.4	12.2	
地产											
家用电器和音像器材类	5.7	5.8	4.5	12.9	-7.6	-2.4	3.4	20.5	39.2	7.8	
家具类	4.6	0.2	1.2	4.8	1.1	-1.1	-3.7	0.4	7.4	1.9	
建筑及装潢材料类	2.1	2.8	-4.5	-4.5	-4.4	-2.1	-6.7	-6.6	-5.8	-3.0	
汽车及石油											
汽车类	8.7	-3.7	-5.6	-4.4	-6.2	-4.9	-7.3	0.4	3.7	-1.5	
石油及制品类	5.0	3.5	1.6	5.1	4.6	1.6	-0.4	-4.4	-6.6	1.3	

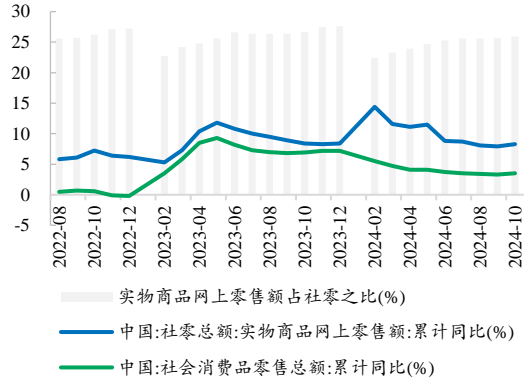
资料来源：国家统计局、民银证券整理

图 9：社零餐饮和商品零售当月同比



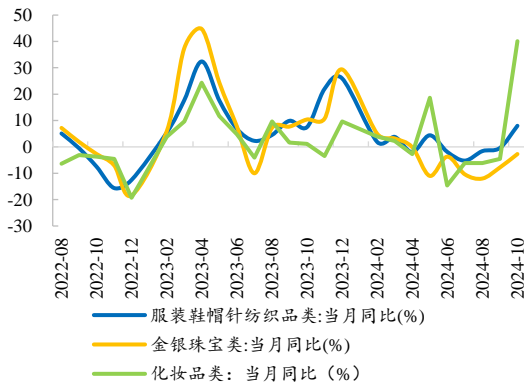
资料来源：国家统计局，iFind

图 10：2024 年线上销售增速仍好于线下



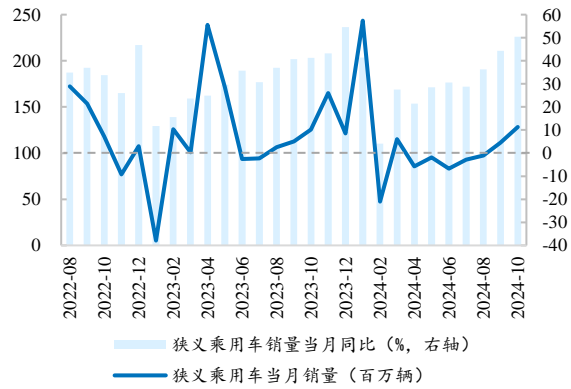
资料来源：国家统计局，iFind

图 11：今年 5 月以来可选消费品需求相对疲弱



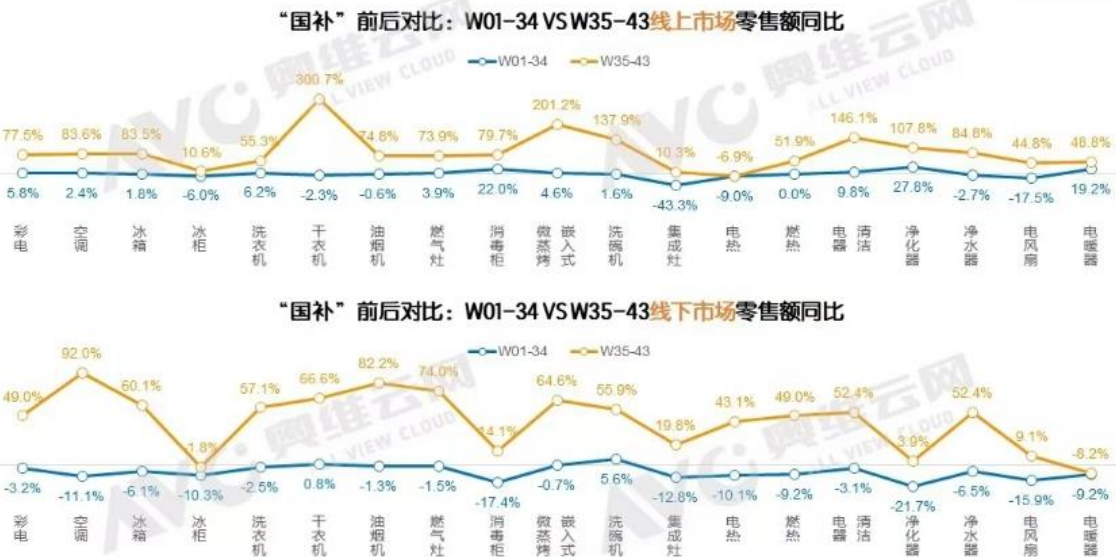
资料来源：国家统计局，iFind

图 12：2024 年 8 月以来乘用车销售逐月提速



资料来源：乘联会，通联数据

图 13：对比国补前后，以旧换新显著提振家电需求



资料来源：奥维云网，24 年 W01-W34 对应 24 年初至 8 月 25 日，24 年 W35-W43 对应 8 月 26 日~10 月 27 日

(二) 上市公司表现回顾及当前一致预期

回顾 2024 年前 11 个月各消费子行业表现，可选优于必选，家电、鞋服 OEM 和连锁零售的股价表现优于其他消费板块。24 年 9 月以来，受益于宏观政策加码发力，估值先于基本面有所修复。

(1) 必选消费方面，2024 年前 11 个月白酒、啤酒、食品饮料表现不佳，2024 年以上板块受消费复苏步伐影响，股价表现受到基本面承压&板块估值回落的影响。例如白酒、啤酒板块近 3 个月净利润预期以下修为主，全年预计的收入增速亦显著低于往年。2023/24E 白酒板块收入增速的一致预期分别约 16%/9%，啤酒板块则分别为 7%/0%，而啤酒板块受益于成本改善，利润层面好于收入层面。乳制品子版块方面，2024 年受益于行业销售额跌幅于 Q3 收窄，且具备明年原奶周期反转和盈利修复的预期，表现好于整体必选消费。

图 14：必选消费 2024 前 11 个月股价表现、当前估值、过往三个月预期调整回顾

必选消费子行业	股价表现 (市值加权)		动态 PE		PE(TTM) 分位数*	净利润预期上调或维持比例*	
	2024/1/1 至今		FY24E	FY25E		2024E	2025E
白酒	-8%		18	16	12%	0%	0%
啤酒	-16%		21	19	9%	0%	20%
调味品	13%		36	29	37%	63%	50%
乳制品	9%		16	14	29%	20%	20%
预制食品	-16%		21	18	26%	25%	25%
食品及饮料	-15%		19	16	16%	47%	53%

资料来源：iFind，截至 2024/12/6，基于 56 个中国必选消费行业 A/H/美股中概标的，民银证券整理

*净利润预期上调或维持比例，是对比当前较 90 天前的一致预期，预期上调或维持的股票数量/子行业股票数量

*PE-TTM 分位数从 2021/1/1 起计算；

图 15：必选消费子行业收入增速一致预期

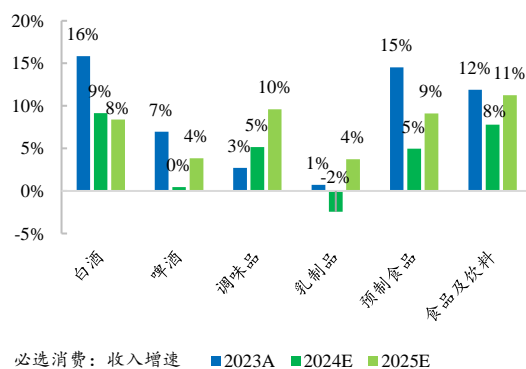
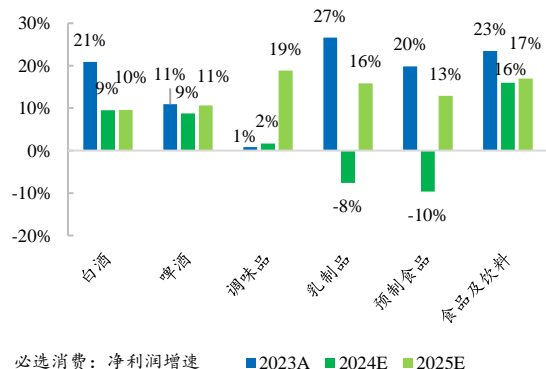


图 16：必选消费子行业利润增速一致预期



资料来源：iFind 一致预期，截至 2024/12/6，基于 56 个中国必选消费行业 A/H/美股中概标的

(2) 可选消费方面，2024 年前 11 个月，鞋服 OEM、家电板块基本面和估值共振，零售受益于连锁超市等业态的变革预期，内需相关的运动鞋服/餐饮表现一般。鞋服 OEM、家电这两个板块近 3 个月 FY24E 一致预期均以上修为主。对于鞋服 OEM 板块，其受益于国际鞋服品牌在 23 年去库存后，24 年补库存，收入反转，产能利用率提升，呈现出巨大利润弹性。对于白电板块，2024 年外销景气度和持续性超预期，以旧换新政策助力内销排产持续上修。对于运动鞋服和连锁餐饮行业而言，由于行业规模增速放缓，竞争加剧，24 年前 11 个月公司表现分化，运动鞋服行业表现为本土品牌优于国际品牌，连锁餐饮行业表现为整体 ASP 和同店承压，因此行业内上市公司股价表现分化显著。奢侈品及箱包表现欠佳则是因为 2024 年全年金价高企，消费者购买情绪偏观望。

图 17: 可选消费 2024 前 11 个月股价表现、当前估值、过往三个月预期调整回顾

可选消费子行业	股价表现 (市值加权)	动态PE		PE(TTM)	净利润预期上调或维持比例	
	2024/1/1至今	FY24E	FY25E	分位数*	2024E	2025E
运动鞋服	1%	11	10	12%	33%	22%
鞋服OEM	25%	40	35	51%	100%	100%
奢侈品及箱包	5%	13	11	23%	17%	17%
连锁零售	18%	24	21	60%	29%	43%
餐饮	5%	21	17	17%	38%	50%
化妆品	8%	27	21	29%	50%	50%
家电	42%	15	13	37%	75%	50%

资料来源: iFind, 截至 2024/12/6, 基于 57 个中国可选消费行业 A/H/美股中概标的, 民银证券整理
*净利润预期上调或维持比例, 是对比当前较 90 天前的一致预期, 预期上调或维持的股票数量/子行业股票数量
*PE-TTM 分位数从 2021/1/1 起计算;

图 18: 可选消费子行业收入增速一致预期

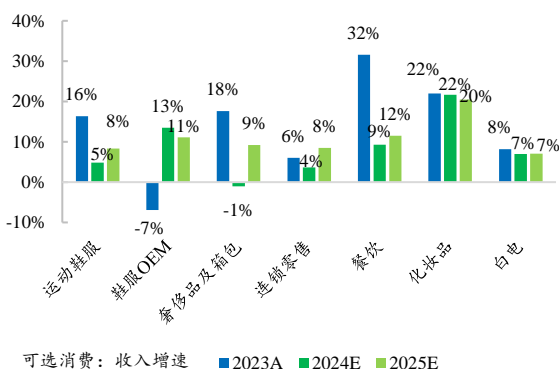
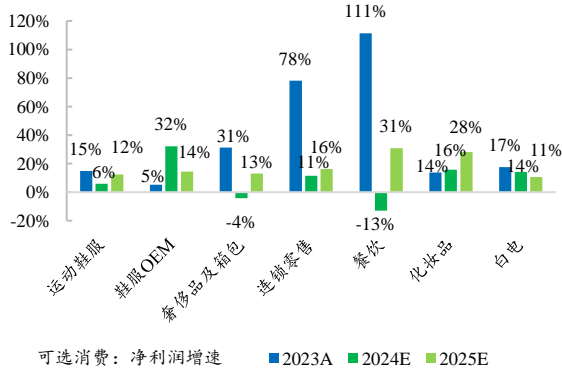


图 19: 可选消费子行业利润增速一致预期



资料来源: iFind 一致预期, 截至 2024/12/6, 基于 57 个中国可选消费行业 A/H/美股中概标的

(3) 步入 2024 年底, 当前市场对 2025 年的一致预期

内需相关的子行业 (例如酒类、乳制品、餐饮、运动鞋服、连锁零售) 在收入端有望受益于以 9 月以来的宏观政策的加码发力, 基本面稳住, 并具备修复潜力。例如收入端 FY24E/FY25E, 运动鞋服分别为 5%/8%, 餐饮分别为 9%/12%。而外需相关的鞋服 OEM、白电行业的 25 年收入预期则较 24 年谨慎。

二、2025 年消费行业趋势展望

(一) 消费挑大梁，政策加力促内需扩容

展望 2025 年，消费挑大梁，扩内需处于更优先的位置。消费品以旧换新的品种和规模有望继续扩大，地方政府也将结合当地情况出台新的促消费政策。9 月下旬以来，决策层多次表态“要把促消费和惠民生结合起来，促进低收入群体增收，提升消费结构”、“培育新型消费业态……抓紧完善生育支持政策体系”。例如今年以来多次下调 LPR，居民房贷利率负担降低；而 9 月的降存量房贷利率惠及 5,000 万户家庭，平均每年减少家庭利息总支出约 1,500 亿元。10 月中旬央行行长在金融街论坛上表示，“宏观经济政策的作用方向应从过去的更多偏向投资，转向消费与投资并重，并更加重视消费”。12 月 9 日的政治局会议表示，“要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”。2025 年法定节假日较往年增加两天，反映出官方对于内需消费的重视，

表 4：2024 年以来消费政策加力（3 月-8 月）

时间	部门	政策及内容
2024/03	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，实施设备更新、消费品以旧换新、循环利用、标准提升四大行动。到 2027 年...报废汽车回收量较 2023 年增约一倍，二手车交易量较 2023 年增 45%，废旧家电回收量较 2023 年增 30%。
2024/07	发改委 财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》 政府统筹安排 3000 亿元超长期特别国债资金。主要两方面：一、加大设备更新支持力度；二、加力支持消费品以旧换新，包括（七）支持地方提升消费品以旧换新能力；（八）提高汽车报废更新补贴标准；（九）支持家电产品以旧换新等。
2024/07	商务部 等四部 门	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》 补贴资金按照总体 9:1 的原则央地共担，各地自主确定补贴“8+N”类家电品种，补贴标准为产品最终售价的 15%，1 级及以上能效额外 5%，每件最高 2000 元。
2024/08	商务部 等七部 门	《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》 补贴资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，消费者于 2024/4/24 至 2024/12/31 期间，对符合公告标准的报废及车辆更新，按规定补贴 1.5 万或 2 万。
2024/08	财政部 等五部 门	《关于完善市内免税店政策的通知》 按规定设立在市内，对象为即将出境的境内外旅客。应符合海关进出境要求(8000 元)；与口岸协同，市内免税店应在口岸出境隔离区内设立免税商品提货点，不得在进境设立。首批门店共 19 家，包括由中出服（中免持股 49%）经营的 12 家，由中免经营的 6 家，港中旅经营的 1 家；并在广州等 8 个城市各设 1 家。
2024/08	国务院	《关于促进服务消费高质量发展的意见》 统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，扩大服务业开放，着力提升服务品质、丰富消费场景、优化消费环境，以创新激发服务消费内生动能，培育服务消费新增长点。举措包括：挖掘基础型消费潜力（餐饮住宿/家政服务/养老托育）、激发改善型消费活力（文化娱乐/旅游/体育/教育培训/居住服务）、培育壮大新型消费。

资料来源：政府官网、民银证券整理

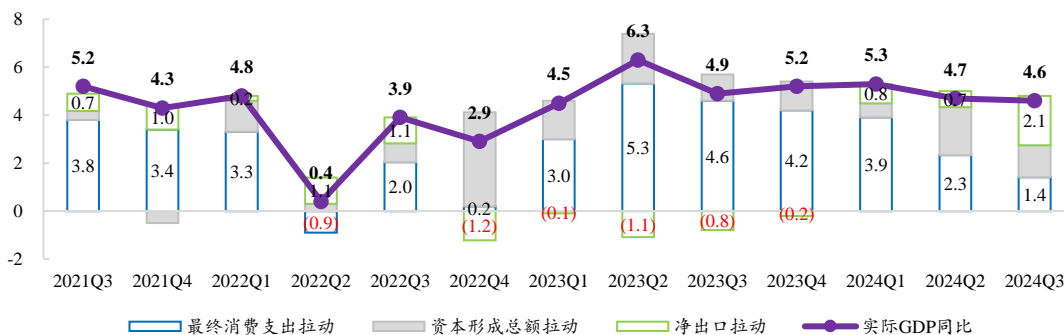
表 5: 2024 年 9 月以来消费政策加力

时间	部门	政策及内容
2024/09	政治局会议	据 9 月 24 日国新办会议,降低存量房贷利率,预计这项政策将惠及 5,000 万户家庭,平均每年减少家庭的利息总支出约 1500 亿元。9 月 26 日政治局会议中提出,“要把促消费和惠民生结合起来,促进中低收入群体增收,提升消费结构。要培育新型消费业态……抓紧完善生育支持政策体系。”
2024/10	国务院办公厅	《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》完善生育支持政策体系和激励机制,健全覆盖全人群、全生命周期的人口服务体系,有效降低生育、养育、教育成本,营造全社会尊重生育、支持生育的良好氛围,为推动实现适度生育水平、促进人口高质量发展提供有力支撑。
2024/12	政治局会议	实施更加积极有为的宏观政策,扩大国内需求,推动科技创新和产业创新融合发展,稳住楼市股市。实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策...要大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求。

资料来源:政府官网、民银证券整理

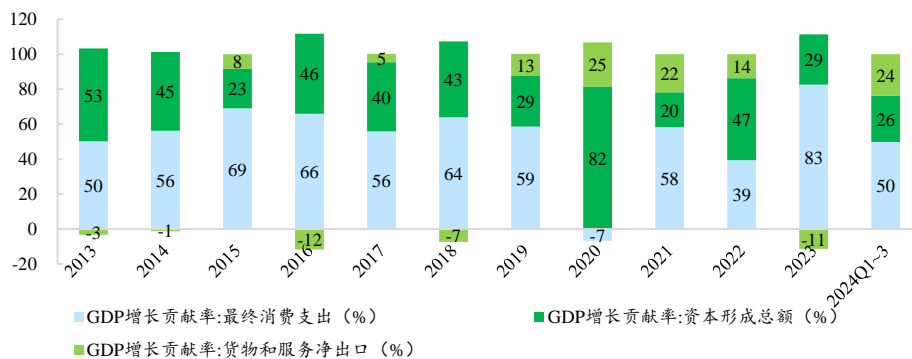
考虑到美国对中国加征关税对出口造成的不确定性,2025 年内需在稳增长上将发挥更重要的作用。回顾今年前三季度,出口拉动效果明显,货物和服务净出口拉动实际 GDP 增长 1.1 个百分点;最终消费支出、净出口对 GDP 增长的贡献度分别为 50%/24%。今年前 10 个月,出口额累计同比+5.2%,大幅高于 23 全年的-4.6%。11 月 25 日,美国当选总统特朗普表示,将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25% 关税,还宣布将对中国商品额外征 10% 的关税。

图 20: 今年前三季度,最终消费支出、净出口分别拉动经济增长 2.4、1.1 个百分点



资料来源:国家统计局、iFind, 民银证券整理

图 21: 2024Q1-Q3, 最终消费支出对 GDP 的贡献率为 50%



资料来源:国家统计局, 民银证券整理

(二) 理性消费下更分化，为质价比和精神体验买单

第一，消费更理性，上至高端消费下至大众市场，消费者更追寻质价比。除中国内地消费者倾向于在海外旅行目的地如日本等进行购物外，消费信心偏弱的背景下，高端消费亦较去年更理性。以奢侈品为例，2024年以来多数奢侈品集团包含历峰集团、开云集团、LVMH的亚太区（不含日本）业务均承压，其主因中国内地市场的收入端压力。例如历峰集团（珠宝品牌卡地亚、梵克雅宝的母公司）中国内地销售额持续下滑，中国内地业务FY25Q1同比-27%。LVMH集团24Q3时装和皮革业务，中国消费者（按国籍划分）销售收入同比下滑中单位数，而24H1为同比增长高个位数，业务环比放缓。而与之对比的是，以老铺黄金为例，黄金保值增值属性在金价上升的背景下彰显，其承接部分消费者对高端珠宝品牌的配置需求，2024上半年收入高增。

第二，消费者为质价比和精神体验买单，潮玩、宠物等子行业空间广阔，龙头公司凭借产品创新和零售渠道变革，引领消费趋势并出海拓展。企业之间寻求差异化竞争。零售业态分化，各龙头公司寻求经营的专业性、创新性、供应链效率提升，低效旧业态模式进一步出清。

图 22：奢侈品集团亚太区营收进一步疲弱

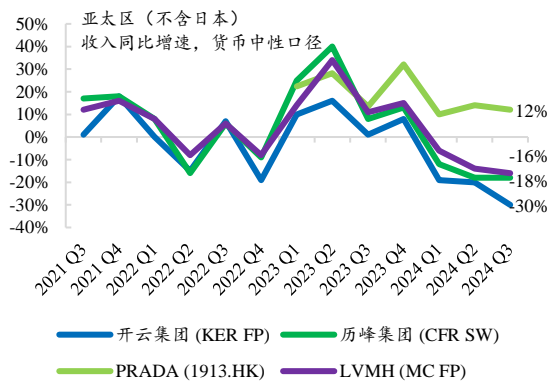
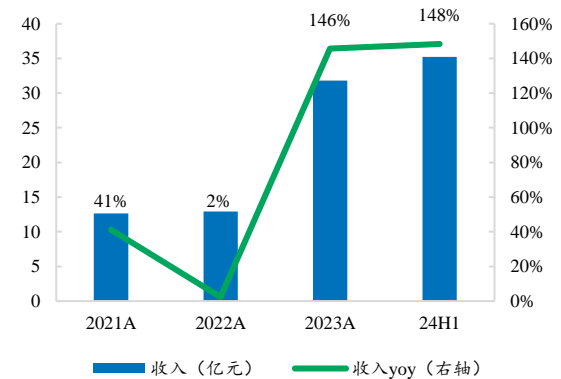


图 23：老铺黄金近两年收入高增



资料来源：Bloomberg，民银证券整理

资料来源：iFind

头部国际消费品公司的中国区业绩亦呈现分化特征。展望未来，其多数认可中国市场长期价值，虽遇短期挑战，看重中国市场的长期潜力，计划着重加强本地化，继续投入中国市场。例如运动品牌方面，例如手握始祖鸟、萨洛蒙、Wilson等顶尖户外品牌的Amer在大中华区高增；阿迪达斯中国通过加强本土化和提升本土供应链响应速度等策略，已实现连续六季度质量增长；而耐克仍承压。连锁餐饮和连锁零售方面，星巴克的ASP和非会员客流下滑仍在下滑通道，而山姆近一季度仍实现会员费收入的3成增长。除PRADA等品牌势能提升的公司，国际奢侈品及美妆品牌的中国业务普遍承压。

表 6：于 2024Q3，国际消费品公司对中国市场的未来展望（近期业绩会）
运动品牌：

ADIDAS 24Q3 阿迪达斯大中华区同比+9%，连续六个季度实现有质量的增长。阿迪达斯以新门店形式在大中华区拓展至中小城市，与本土品牌竞争，到 24 年底新增约 300 家，此类是中国本土设计和本土采购供应。大中华区加强本地化——通过控制期货订货和加强快反，给予本土团队充分的自主决策权、本地化采购、本地化运营，与供应链合作更紧密，以中国消费者为先、坚守专业主义。

NIKE FY25Q1（截至 2024/8/31），耐克大中华区营收同比-3%。季内公司受消费环境面临的挑战，零售销售放缓，耐克各渠道客流下降，售罄降低，市场库存增加，促销加剧。展望，体育在中国是一个增长型行业。运动参与度正在上升，对 NIKE 大中华区长期潜力乐观。

亚玛芬 (AS.N) 24Q3：中国消费者尤其是户外细分市场仍在追求新鲜感，运动鞋服行业预计有高个位数增长，户外细分市场增长更高，越来越多的消费者将户外活动视为生活方式的一部分，户外参与率提升。中国的消费市场分化，演变成一个胜者和败者并存的市场，一些品牌表现得非常好，而其他品牌则表现不佳。

中国供应链：大中华区在亚玛芬体育（Amer Sports）全球采购中所占的比例在 30% 以内，从 Amer 集团整体来看，从中国采购并销往美国市场的业务占集团总收入的 10%-12%。主要涉及网球拍/棒球棒/篮球。

连锁餐饮及零售：

星巴克 FY24Q4（截至 2024/9/29）：中国可比同店销售下降 14%，客单价同比-8%，交易量同比-6%，主要受竞争加剧、相对疲弱的消费环境和消费者支出影响。由于非会员客流压力、高度促销环境导致的折扣增加、高单价商品销售下降而业绩承压。

FY24Q3（截至 2024/6/30 财季）：在过去的一年里，现饮咖啡行业前所未有的商店扩张、大规模细分市场价格战也对运营环境造成了重大影响。中国咖啡渗透率仍较低...尽管短期挑战，长期机会巨大。中国的星巴克业务基于三个原则：出色的客户体验、独特的咖啡体验和高品质、门店与本地社区和中国文化相连接(本土化)。

Walmart FY25Q3（截至 2024/10/25）中国销售额/可比同店分别+17%/+15%，其中电商净销售额实现同比+25%，中国 Sam's Club 的会员收入增长超过了 30%。

奢侈品与美妆：

LVMH 24Q3 集团时装和皮革业务，中国消费者（按国籍划分）销售收入同比-中单位数，环比走低（24H1 同比+高个位数），原因消费者信心面临短期挑战。中国消费者的境外购买对日本市场有积极影响，而在亚洲其他地区则为负面影响。而 24H1 中国需求的强劲表现证明了中国消费者对奢侈品的渴望是持久的，这让我们非常有信心，一旦消费者信心回升，需求也将恢复。对于大多数品牌来说，中国消费者境外贡献在 40%-45% 之间。事情不会一成不变。我们仍然非常坚信奢侈品的未来，坚信中上阶层的崛起，无论是在中国或其他地区。在中国大陆，继续投资于品牌，包括商店/营销/媒体及活动投入。

雅诗兰黛 F25Q1（截止 2024/9/30），中国内地高端美妆业务同比下降双位数，高端美妆业务进一步疲弱但份额有所增长，主要得益于海蓝之谜等高端护肤品。中国消费者情绪偏弱，亚洲旅游零售市场转化率偏低，亚洲旅游零售的补货订单减少及零售市场降速，带来库存压力。展望未来谨慎乐观，认为中国新的经济增长措施中长期将助力稳增长，有望推动高端美妆业务潜力，短期大中华区和亚洲的旅游业务仍将承压，考虑到新管理层即将上任，公司撤回 FY2025 全年展望。

资料来源：业绩会、公开专访、民银证券整理

(三) 中美竞争视角下，中国消费品出海前景展望

(1) 美国国会如何看待中国消费品领域竞争——24 年 USCC 年度报告解读

2024 年 11 月 19 日，美中经济与安全审查委员会（USCC）向美国国会提供了 2024 年度报告，报告中涉及大量遏制中国的战略建议。USCC 的 2024 年报对于中国消费品的主要建议举措是，进一步加强跨境电商渠道美国进口中国货物的监管，提升供应链溯源要求（例如绕道加拿大/墨西哥）。具体如下：

第一，2024 年报设有专门一章论述美国从中国进口的消费品，USCC 建议国会取消对中国的永久贸易关系（PNTR）、对中国商品绕道加拿大/墨西哥进行溯源。**值得注意的是，USCC 年报具备一定的前瞻意义**——在随后的 11 月 25 日，美国当选总统特朗普高调宣布将对墨西哥和加拿大所有商品征收 25% 的关税，同时对中国商品额外加征 10% 的关税。

第二，其他措施：i.从小额货物关税豁免、安全性审查两方面，收紧对中国进口商品（尤其是线上销售渠道）监管，近 2 年报告均提及 Shein 和 Temu 平台；ii.提升中国对美进口消费品的溯源要求。

第三，对于中国公司在东南亚布局的日用轻工产能，24 年报告中并无专门提及限制措施，目前仅限制对关键新兴产品/技术服务的中国供应链依赖。

对比 2023 年和 2024 年 USCC 向美国国会呈报的年报，分析如下：

第一，USCC 关于中国消费品的论述中，2024 呈报较 2023 年详尽且颗粒度高，设有专门一章论述美国从中国进口的消费品(USCC 2024 Report to Congress-Chapter 4. Unsafe and Unregulated Chinese Consumer Goods: Challenge in Enforcing Import Regulations and Laws)。主要关注点放在电商平台的对中国对美出口货物，尤其是小额包裹关税豁免政策、以及产品整体安全性。其一是认为出口商通过小额包裹关税豁免政策，以规避关税和审查；其二是认为美国尚未对这些产品的安全性进行充分监管，质疑尤其是电商平台产品的整体安全性。另外，USCC 报告中充分认知中国消费品在美国的庞大体量和影响力，提及了中国是美国最大的消费品来源国，占 2023 年美国消费品进口的 25% 以上。

第二，早在 2023 年的 USCC 向国会呈报年报中，美国已留意到中国公司正在扩大东南亚供应链的影响力。对于中国公司在东南亚布局的日用轻工产能，2024 年报告中尚未提及限制措施。在 2024 USCC 年报向美国国会提议的举措部分，仅限制美国经济和安全对关键和新兴产品/技术服务的供应链依赖（范围包括由在中国控制、运营或受其影响的公司提供的供应链）。

- 第三，对比 2023 年 USCC 向国会呈报年报，USCC 向国会提出的措施包括：
- i. 从关税豁免、安全性审查两方面，收紧对中国进口商品（尤其是线上销售渠道）监管。对于线上销售的中国进口商品，收紧小额关税豁免政策（原门槛为 800 美元）。我们认为该举措已被市场充分了解和定价。另外 USCC 提议修订法律，以授予美国消费品安全委员会(CPSC)单方面强制召回产品的权限。
 - ii. 提升中国对美进口消费品的溯源要求。包括建议美国国土安全部、美国海关、美国商务部合作，开发能识别进入美国的产品中所含零部件/材料真实来源的评估工具；以及建议跨部门作出《美国-墨西哥-加拿大贸易协定》运作情况的综合报告，调查中国在墨西哥和加拿大的投资、商品生产、贸易流、价格对比的具体信息。另外，要求线上销售的中国制造商品，明确披露制造商名称、地址、联系信息；并要求线上商城清晰地展示警告标签，以表明该商品是在不符合美国消费者安全标准的国家/地区制造的。

表 7：美中经济与安全审查委员会(USCC)向美国国会呈报年报 (2024 vs 23) -关于中国消费品

第一部分：2023 年 USCC 年报的主要论述——关于中国消费品

2023 年	<p>论述较少，并未单独就中国消费品设专门章节，主要内容如下：</p> <p>(1) 认为美国对华电子商务贸易数据不完整，因贸易数据中不包含低于 800 美元的小额进口货物（提及了 Shein 和 Temu 平台）；</p> <p>(2) 中国公司正扩大其在东南亚供应链中的影响力，东盟经济体的制造业从中国采购了较多中间投入品。2020 年，柬埔寨/越南出口生产总增加值中，来自中国的产品占比分别为 20.2%/ 15.8%。</p>
2024 年	<p>论述详尽、颗粒度高，单独就美国对中国进口消费品设立单独章节（Chapter 4. Unsafe and Unregulated Chinese Consumer Goods: Challenge in Enforcing Import Regulations and Laws）。主要内容如下：</p> <p>(1) 认为产品安全未达美国标准，指出电商平台使得越来越多地使美国消费者接触到来自中国的监管不力的商品。</p> <p>(2) 认为中国出口商利用最低关税豁免来规避 301 条款关税和审查：中国公司利用跨境电子商务渠道，小包裹进入美国（价值低于 800 美元）。认为中国出口商巧妙运用美国法律规则，掩盖其进口的性质或来源，以逃避对来自中国的产品征收更高的关税，报告中提及了中国快时尚公司 Shein, Temu 平台。</p> <p>(3) 报告还认为中国出口商使用墨西哥、加拿大、越南等第三国运营中心和仓库来对进口美国散装货物的关税进行规划。</p> <p>(4) 披露了中国对美消费品出口的数据。中国是美国最大的消费品来源国，占 2023 年美国消费品进口的 25% 以上，总额为 2102 亿美元，超过了第 2-5 名的总值。美国是中国电子商务卖家最大的出口市场。根据中国海关机构的数据，2023 年，中国电子商务公司向美国出口了 979 亿美元的商品，相当于中国对美国出口总额的近 20%。</p>

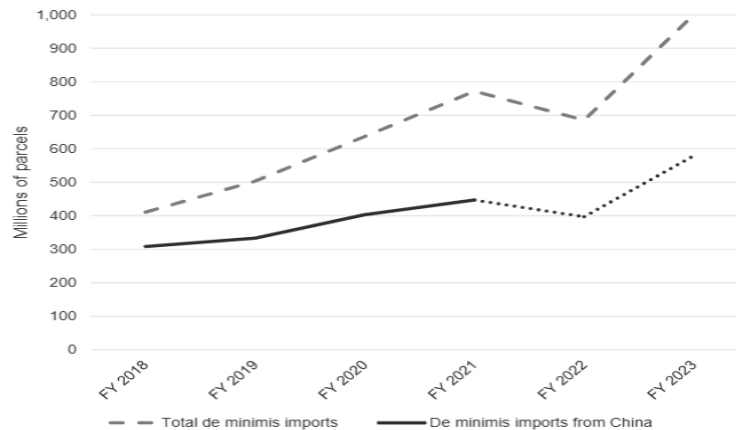
资料来源：美中经济与安全审查委员会(USCC)官网、民银证券整理

表 8: 美中经济与安全审查委员会(USCC)向美国国会呈报年报对比(2024 vs 23) -关于中国消费品
第二部分: 2024 年 USCC 年报提议美国国会采取的举措——关于中国消费品

2023 年	无
2024 年	<ol style="list-style-type: none"> 对于线上销售的进口商品，收紧小额关税豁免政策（原门槛为 800 美元）。将中国电子商务平台归类为分销商，以便对在这些平台上销售的产品执行召回和其他安全标准。 修订《消费品安全法》，对于未响应 CPSC 信息请求或不符合监管标准的商品，授予美国消费品安全委员会(CPSC)单方面强制召回中国卖家所售产品的权限。 提升溯源要求。建议美国国土安全部、美国海关、美国商务部合作，开发能识别进入美国的产品中所含零部件/材料真实来源的评估工具。 建议国会与美国商务部、美国国际贸易委员会和其他实体协商后，酌情准备一份关于《美国-墨西哥-加拿大贸易协定》运作情况的综合报告，包括中国在墨西哥和加拿大的投资、其商品生产、贸易流、价格对比的具体信息。 要求线上销售的中国制造商品，明确披露制造商名称、地址、联系信息；并要求线上商城清晰地展示警告标签，以表明该商品是在不符合美国消费者安全标准的国家/地区制造的。

资料来源：美中经济与安全审查委员会(USCC)官网、民银证券整理

图 24: USCC 年度报告中提及美国从中国进口的最低阈值货品的小包裹数量 (2018-23, 百万件)



资料来源：美中经济与安全审查委员会(USCC)官网、民银证券整理

(2) 特朗普上台，消费出海前景展望

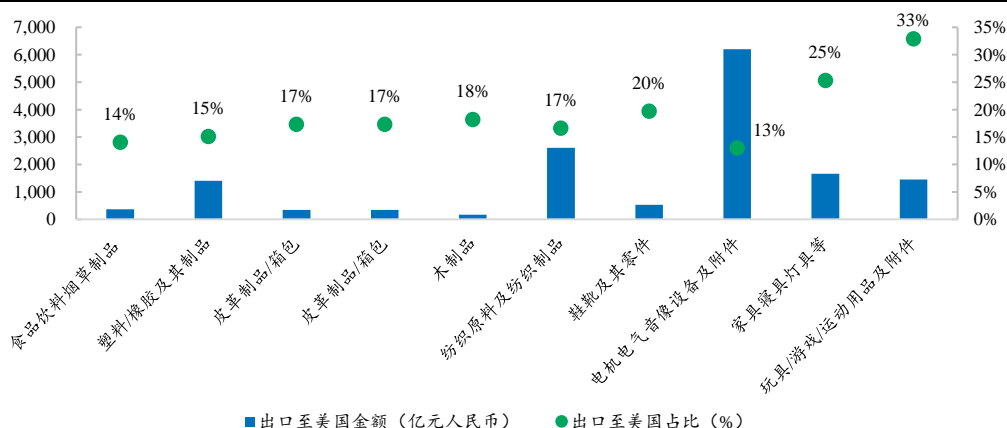
特朗普上台，加征关税的潜在压力下，出海企业短期情绪承压，尤其是对美出口风险敞口相对高的行业（如家电家具、鞋服制造、玩具制品等）：特朗普曾于 2024 年 2 月宣称，考虑对所有美国进口商品征收 10% 的全面关税，对中国进口产品的关税提升至 60% 或以上。据海关总署 2024 年 1-9 月数据，中国对美出口金额较高的消费品如电机电器、纺织原料及制品、家具寝具、玩具及运动用品、塑料橡胶及制品等，其出口至美国金额占该类别总出口金额之比分别为 13%、17%、25%、33%、15%（详见图 3）。据 iFind 2024 年 1-9 月数据，美国对华进口依赖度较高的消费品有玩具制品、纺织纱线及织物、服饰、鞋类、

家具、旅行用品手袋、电机电器等，其美国进口自中国之比分别为约7成、35%、23%、37%、28%、26%、20%（详见图4）。食品品类的对美出口敞口、美国依赖度均较少。

出海企业的产品附加值、海外需求与海外供应链匹配度、全球业务地域多元化布局是制胜关键。我们看好以下类型的消费出海企业：**(i) 产品附加值高、具备较强品牌势能和定价能力、全球业务布局多元化的公司**，例如泡泡玛特等。在东南亚例如越南产地的附加值是否达到标准（例如30%），是能否贴标“made in Vietnam”的重要因素。**(ii) 海外供应链和海外订单的匹配度高的公司**。以维珍妮为例，其成衣端已经都完成海外产能，面料端目前约3成。以申洲国际为例，其在越南和柬埔寨的产能已完成面料到成衣垂直一体化，纱线亦由百隆等当地已设厂合作商供应。

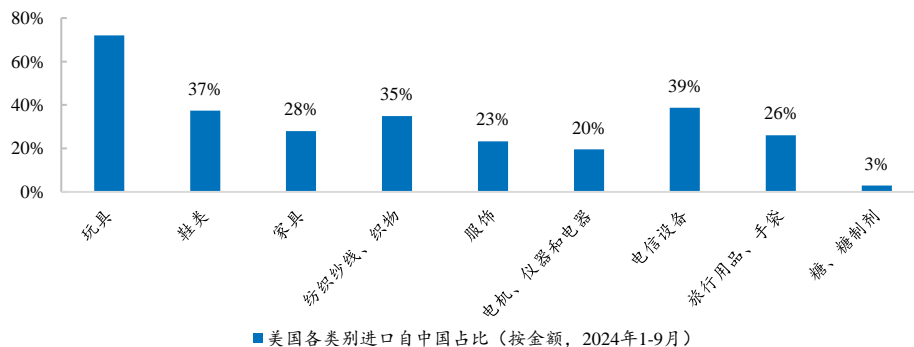
对于消费品制造公司而言（例如纺服鞋类制造、家具等），原材料溯源的要求或进一步趋严。展望未来，对于中国消费品出海企业，加速提升海外订单与海外产能匹配度是中期趋势，全球供应链管理是企业核心竞争力之一。

图 25：各类消费品出口至美国金额、占该类别总出口金额之比（亿元人民币，2024 年 1-9 月）



资料来源：海关总署、民银证券整理

图 26：美国各类别进口自中国占比（按金额，2024 年 1-9 月）



资料来源：iFind、民银证券整理

（四）应寻找何种特质的消费公司？

我们认为在此阶段，国内消费呈现出内需重要性提升、结构分化加剧、消费者为质价比和精神体验买单的特征，而消费公司出海寻求增量市场则面临更多地缘政治造成的更多挑战。我们认为可顺势而为，沿以下主线，包括：

（1）顺应人口结构和消费趋势，寻找高景气细分市场的引领者（如健康意识提升对应的高景气户外市场、中长期消费大盘中服务份额提升下对应的 IP 潮玩/宠物用品市场等）。

（2）持续整合市场份额的公司。一类是具备差异化竞争能力，具备定价权或粉丝粘性。另一类是在存量市场中，具备强大的供应链管理能力和零售效率、企业管治持续提效的“卷王”公司。

（3）中美竞争下对出海企业能力要求提升，优选产品具备高附加值和定价权、海外需求与海外供应链匹配度高、全球业务布局多元化的公司。一般而言，具备较强定价能力和高附加值的出海企业或消费品牌，具备较好的安全垫，有助于应对贸易政策的不确定性。

中长期海外市场空间广阔。我们梳理了出海成功的日本消费公司的特质。

第一，细分品类革新者、管理革新者。一方面，部分代表性公司是细分品类或革新者，在该品类掌握先发优势或话语权。例如 711 是便利店业态的模式革新者，全球扩展时输出其高度标准化的商业范式和管理经验；日清是方便面品类开创者；另一方面，尽管部分代表性公司并非品类开创者，但仍能成功出海，其往往是管理革新者，提升了上中下游的流转效率。萨莉亚依靠极致的食品供应链管理能力和门店流程与服务标准化能力，输出意式性价比快餐；优衣库具备强大的供应链和渠道管理能力（SPA 模式）等。

第二，以产品力为基，承日本国力提升和文化影响力提升之东风。例如，优衣库深入人心的摇粒绒、heattech、AIRism 等面料；尤妮佳在纸尿裤材料和裤型的不断创新；万代南宫梦和三丽鸥则分别作为形象 IP 和动漫游戏 IP 运营公司的代表，随着日本文化影响力的提升而全球扩张；三宅一生、山本耀司、川久保玲三个日本著名服饰品牌分别诞生于 1971/1972/1973，70 年代日本在世界经济的强势地位奠定了本土文化兴起的基础。

第三，具备海外市场本土化落地的能力。以龟甲万为例，其依靠烧烤酱汁这一本土化产品成功打开美国市场；而日清食品发家于袋装方便面，其首创杯面形态方便面，解决了痛点成功打入美国市场；而 711 在全球扩张时，本地化热食的融合和落地发挥了重要作用。

表 9：日本消费公司出海的成功经验梳理

公司	企业核心优势	主要出海地	海外收入占比
资生堂	强大的自主研发能力奠定强产品力和优秀且完整的品牌矩阵，国际拓展自 30 年代始于东南亚，先后拓展至中国台湾、欧洲、美国、中国内地等。国际业务于 160s 以来，借日本国力及文化影响力提升而加速拓展。	中国/亚洲/ 美洲 /EMEA	78%
尤妮佳	作为日本个护龙头，具备强大的产品力和研发能力，以及本土化产品的开发能力，专注于快速增长的地区与市场，重视敏捷组织和快速试错迭代。	亚洲	76%
龟甲万	研发创新能力强，具备高端高附加值产品的研发和运营能力。于早期开拓海外市场，与当地饮食本土化融合。以美国市场为例，早于 1950s 进入美国蓝海市场，推出本土化产品烧烤酱汁，采取高质量高端定位，与本土经销商合作铺货。1983-2004 年龟甲万在美国市占率从 40% 提升至 57%。	北美	75%
7-11	便利店业态革新者，1970s 公司将便利店业态引入日本后，实施高密度选址、共同配送、日用和鲜食自有产品研发、单品管理的创新性管理策略，以标准化为基，其后进一步延伸至提供生活便利服务。公司以标准化为基和核心地域高密度选址的策略，结合热食等品类的本土化，复制海外。	亚洲	75%
迅销	性价比快时尚龙头品牌，2001 年启动全球化扩张，依托强大的产品设计+面料研发创新能力，叠加供应链管理能力和管理创新（SPA 模式），向消费者传达公司产品的性价比价值。	中国/欧洲/ 北美/亚洲	57%
日清食品	全球方便面品类开创者（首创全球第一袋“鸡汤拉面”方便面），1970s 首创方便面的杯面形态以成功进入美国市场。	中美洲/ 中国	37%
萨莉亚	依托供应链能力和管理创新，包括门店流程及服务标准化以实现优化人效，提供极致性价比和标准化的意式快餐。	中国	34%
三丽鸥	具备形象 IP 的全球化运营和影响力打造能力，核心 IP 包括 HelloKitty、美乐蒂、酷洛米、大耳狗等	亚洲/北美	30%
万代 南宮梦	动漫及游戏 IP 领先者，日本潮流玩具龙头。擅长以影视和游戏开发及运营 IP（包括高达、奥特曼、龙珠等），与上游内容制片公司东映等建立深度合作关系，主营娱乐（潮流玩具和数字业务）、IP 创造、游乐事业部。	美国/欧洲/ 亚洲	29%

资料来源：公司公告、民银证券整理

三、对消费子行业的展望

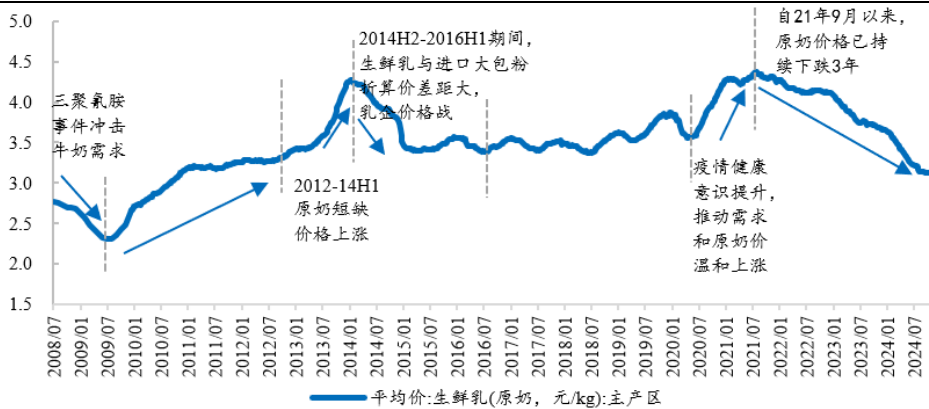
(一) 乳制品及上游牧业：底部改善可期

24H1 受原奶周期及终端需求的共同影响，行业竞争加剧，乳企打折去库，液态奶双龙头量价齐跌，尤其是低线城市消费量及频率承压。据终端渠道跟踪，Q3 液态奶出货同比跌幅收窄，环比好转，渠道库存恢复正常。乳企有望度过最艰难时期。24 年 9 月农业农村部等七部门联合印发通知促进牛肉牛奶消费，推广“学生饮用奶”，鼓励发放消费券拉动牛奶消费等。

展望 2025 年，需求端若消费信心复苏，有望提振量价。原奶供给端，原奶价格自 2021 年 9 月起，已持续下行 3 年。近年来上游规模牧场陆续扩产，奶牛存栏两和单产持续提升，而原奶周期相对长（奶牛前 2 年发育成熟成母牛，3 个泌乳期）。24Q3 以来上游牧场淘牛节奏加强，2025 年下半年原奶周期有望迎来拐点，由过剩转向供需平衡，原奶价格有望修复而带动行业竞争格局向好。

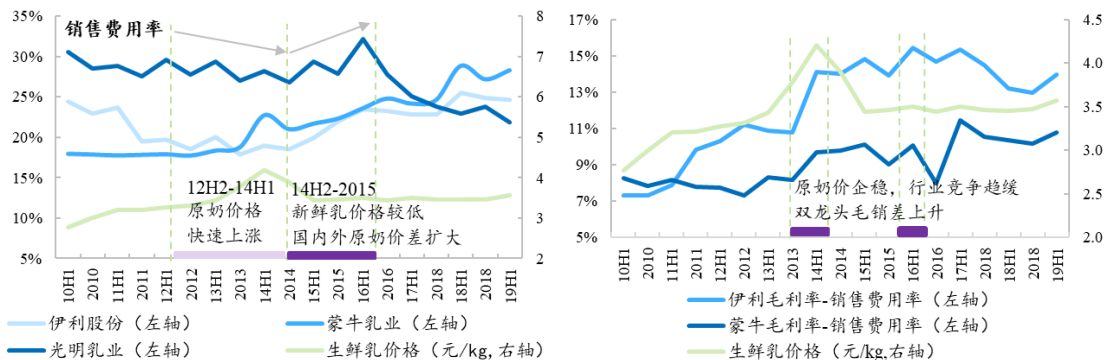
相关龙头标的包括：伊利股份（600887.SH）、蒙牛乳业（2319.HK）、牧场龙头现代牧业（1117.HK）、优然牧业（9858.HK）

图 27：自 2021 年 9 月以来，原奶价格已持续下跌 3 年



资料来源：iFind、民银证券整理

图 28：原奶周期与行业龙头销售费用率回顾 图 29：原奶周期与行业龙头毛销差回顾



资料来源：国家统计局，iFind

(二) 运动鞋服：户外高景气，关注品牌复苏潜力

回顾 2024 年，运动鞋服品牌动销因可选消费品市场整体承压，呈现分化特征。未来 5 年国内运动鞋服仍将受益于运动参与度、运动鞋服渗透率双提升，保持中高单位数的行业规模增速。运动鞋服行业的集中度高但品牌格局持续变化，因此存在结构性机会，近期行业趋势表现为复古风回归、户外高景气、专业细分垂类崛起。看好高景气的户外赛道、以及具备多品牌经营能力的公司，亦积极关注品牌复苏潜力并观察拐点。相关龙头标的包括：安踏体育（2020.HK）、亚玛芬（AS.N）、滔搏（6110.HK）。

图 30：户外运动细分赛道高景气

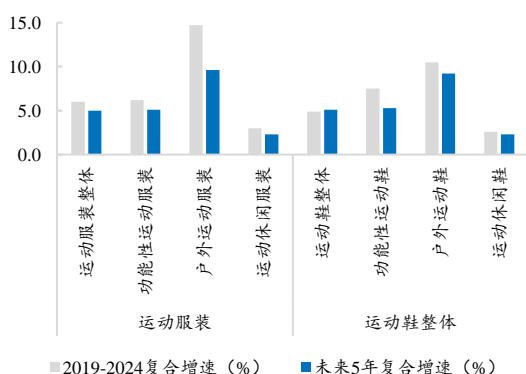
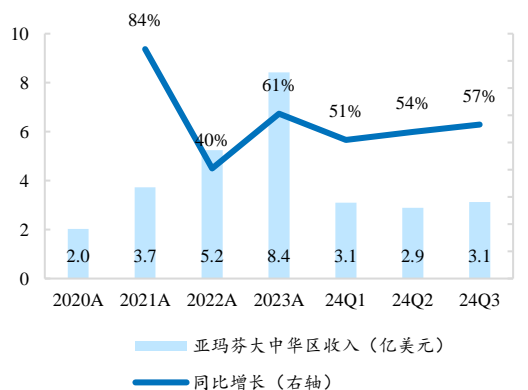


图 31：24Q3 亚玛芬(AS.N)大中华区收入同比+57%



资料来源：Bloomberg，民银证券预测

资料来源：Bloomberg

表 10：中国运动品牌及渠道商的季度零售流水变动

公司	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3
安踏牌	+中单	+高单	+高单	+高双	+中单	+高单	+中单
FILA	+高单	+高双	+低双	+25-30%	+高单	+中单	-低单
迪桑特	+70%	+60-65%	+40-45%	+50-55%	/	+35-40%	+35-40%
可隆	+100%	+95-100%	+65-70%	+65-70%	50%+	+60%	近 70%
李宁	+中单	+10~20% 中段	+中单	+20~30% 低段	+低单	-低单	-中单
特步	+约 20%	+高双	+高双	+30%	+中单	+10%	+中单
361°							
大货	+低双	+低双	+15%	+20%	+高双	+10%	+10%
儿童	+20-25%	+20-25%	+25-30%	+40%	+20-25%	+中双	+10%
电商	+35%	+30%	+30%	+30%	+20-25%	+30-35%	+20%以上
滔搏*	-10~20% 低段	+20~30% 低段	-低单	+10~20% 低段	+低单	-中单	-10~20% 低段
宝胜	+7%	+17%	-1%	+9%	-7%	-11%	-11%

注*：滔搏的财季并非完全对应自然季度，以 2024Q2 自然季为例，对应滔搏财季为 FY25Q1 (2024/3/1-5.31)；资料来源：公司公告、民银证券整理

表 11: 国际运动品牌在大中华区的季度收入变动

大中华区	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
耐克	1%	25%	12%	8%	6%	7%	-3%
阿迪达斯	-9%	16%	6%	37%	8%	9%	9%
亚瑟士	41%	36%	11%	11%	25%	37%	20%

资料来源: Bloomberg

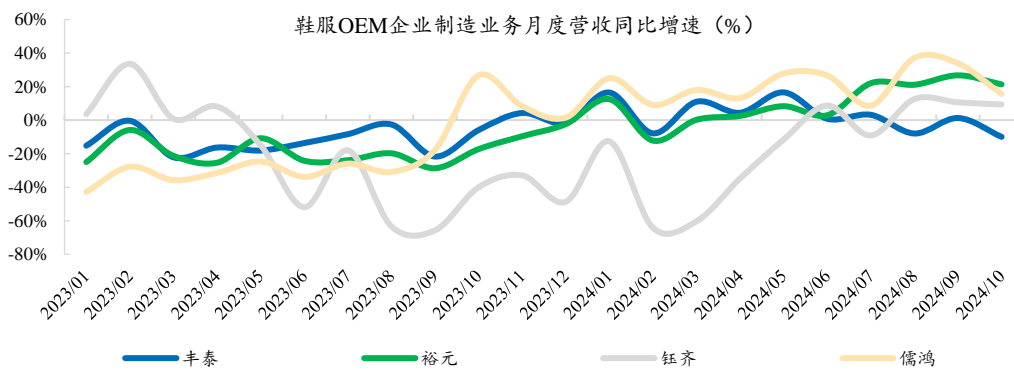
(三) 鞋服 OEM: 补库完成, 关注下游品牌客户结构

(1) 行业性补库阶段性完成, 品牌商对供应链快反和研发能力持续提升, 品牌客户终端动销、下游品牌客户结构是两个重点跟踪指标。当前时点 Adidas 供应链表现出色, 24 年 10 月 NIKE 公告新 CEO, 观察 25 年 NIKE 动销修复。优选客户结构优质的龙头制造商。

(2) 短期中美关税议题或对估值造成扰动, 但当前鞋服 OEM 龙头的海外产能和海外订单已基本匹配, 优选制造附加值高、产能布局多元化的公司。

(3) 对于中国公司在东南亚布局的日用轻工产能, 根据 2023 年 USCC 向国会呈报的年报, 美国早已留意到中国公司在东南亚供应链日益扩大的影响力。24 年 USCC 报告中并无专门提及限制措施, 目前仅限制对关键新兴产品/技术服务的中国供应链依赖。相关龙头标的包括: 九兴控股 (1836.HK)、裕元集团 (0551.HK)、申洲国际 (2313.HK)、超盈国际控股 (2111.HK)。

图 32: 受益于良好的客户结构, 裕元制造业务 24 年 7 月以来月度出货提速增长, 11 月同增 17%



资料来源: 公司公告, 民银证券整理

表 12：鞋 OEM 公司（九兴控股、裕元集团）国内和海外产能匹配度高，充分多元化

公司	产能布局
九兴控股 (1836.HK)	<p>24H1 国内产量占 28%，海外产量占 72%(越南 51%，孟加拉/印尼/菲律宾共 21%)； 24H1 国内收入占 17%，海外收入占 83%，其中美国地区占总收入 47% 2023 年公司共出货 4900 万双；2024Q1-Q3 共出货 3940 万双，同比+10%。</p> <p>(1) 中国内地 3 个工厂：其中 2 个为 Nike 专属工厂，另一个工厂供应高端复杂鞋款。中国工厂积极实行 Local for Local（中国产能对应中国出货的订单），中国产能也部分出口欧洲。</p> <p>(2) 海外产能布局在越南、印尼、孟加拉、菲律宾。</p> <p>越南：早于 1998 年在越南设厂，<u>2018 年越南某运动品牌专属工厂投产</u>，目前越南共 4 个厂，其中 1 个为某运动品牌专属厂，仍在爬坡；其他 3 个厂可生产包含奢侈和高端时尚的各类鞋款。</p> <p>孟加拉：2013 年、2014 年分别于孟加拉、菲律宾开始运营鞋履制造业务。<u>孟加拉国设新厂，计划 25 年投产，新产能目标 400-500 万双</u>；</p> <p>印尼：2012 年于印尼扩张休闲鞋履生产，2021 年印尼第 2 个工厂（梭罗工厂）开始营运。<u>印尼新厂在建，计划 2026 年投产，是某国际运动品牌专属工厂，目标产能 1000 万双。</u></p>
裕元集团 (0551.HK)	<p>24H1 国内产量占 12%，海外产量占 88%(印尼 53%，越南 31%，其他 4%)； 24H1 国内收入占 19%，海外收入占 81%，其中美国地区占总收入 27%</p> <p>(1) 裕元很早启动中国+海外产能多元化布局。1988 年起，在内地南部珠海等地设厂，1992 年产能拓展至印尼西爪哇省，1994 年拓展至越南，2009 年产能布局拓展至柬埔寨和孟加拉，2023 年和印度泰米尔纳德邦政府签订合作备忘录。</p> <p>(2) 过去 10 年，中国产能逐步转移至东南亚——2013/2018/2023 年，中国出货量占比分别为 34%/ 14%/ 12%；2013/2018/2023 年，印尼出货量占比分别为 31%/ 37%/ 49%；2013/2018/2023 年，越南出货量占比分别为 34%/ 46%/ 34%。</p> <p>(3) 新产能：主要新产能位于印尼中爪哇，印尼中爪哇产能基地 24Q4 陆续完工，25Q2 陆续投产，月产能规划 200 万双；印尼西爪哇的已有产能基地在 24 至 25 年陆续招工扩充，柬埔寨、孟加拉产能基地 25H1 陆续增加新品牌接入。</p>

资料来源：公司公告、民银证券整理

表 13：港股鞋服 OEM 公司东南亚产能布局充分，海外收入和海外产能基本匹配

公司	产能
申洲国际 (2313.HK)	<p>24H1 国内产能约为 4-5 成，海外产能占比过半 24H1 国内收入占 29%，海外收入占 71%，其中美国地区占总收入 15%</p>
维珍妮 (2199.HK)	<p>FY25H1 国内产能贡献收入 17%，海外(越南)产能贡献收入 83%； FY25H1 国内收入占 22%，海外占 78%，美国收入占总收入 44%(按客户目的地)</p>
超盈 (2111.HK)	<p>24H1 约 2 成收入为内销，外销约 8 成；海外产能约占 5 成(越南占总产能 3 成) 海外第一家 2016 施工，2017 投产，2016-2020 年开设了 3 个工厂。</p>

资料来源：公司公告、公司业绩会及公司调研、民银证券整理

（四）餐饮：竞争与分化加剧，内功与创新制胜

2024 前三季度，行业普遍客单价下行同店承压，头部餐饮龙头经营质量显著领先，与中部餐企分化。主动顺应性价比趋势、效率领先、品牌势能向上的优胜企业（例如百胜中国、海底捞等）展现出卓越的业绩韧性。从价、量、同店、门店层面经营利润率角度回顾行业：

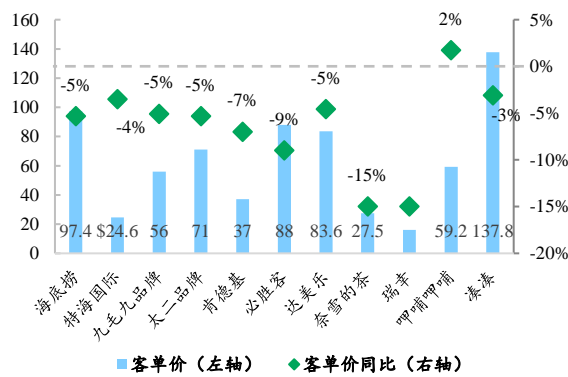
（1）餐饮客单价普遍承压，原因是消费者重视性价比、行业竞争激烈、品牌主动调整策略配合消费需求。例如，品牌主动增加入门价位带产品投放，以拓宽价格带和人群、加大促销及会员优惠力度等。24H1 海底捞/九毛九/太二/达美乐/凑凑客单价同比分别-5.3%/-5.1%/-5.3%/-4.6%/-3.1%；24Q2 肯德基和必胜客客单价分别同比-7%/-9%。

（2）单量或翻台方面，仅品牌势能较强的企业和快餐龙头获得正增长，并主动提升产品与服务的性价比，驱动客流增加。包括 24H1 海底捞品牌翻台率逆势提升，海底捞/特海国际的翻台率分别提升至 4.2/3.8（23H1 同期均为 3.3）。其主因奖励机制改革后，基层管理层及员工能动性释放，门店产品及服务微创新，服务能力提升拉动客流和翻台恢复。百胜中国主动聚焦性价比，驱动客流增长，24Q2 KFC/必胜客同店单量同比+4%/+2%。但需注意的是，当前提升性价比已是行业共识，但客单价的下放并不必然带来单量的增长，其中考验企业的消费者洞察、产品与服务创新、供应链与管理提效、终端执行力等综合能力。

（3）同店方面，24H1 仅海底捞、特海和达美乐录得同店正增，肯德基略负。24H1 仅海底捞/特海/达美乐实现+15.3%/+8.2%/+3.6%的正增长；快餐龙头百胜中国因价跌超过量增幅度（24Q2 同店单价同比-7%/单量同比+4%），导致同店销售额同比-3%；其他品牌同店录得不同程度的下滑。

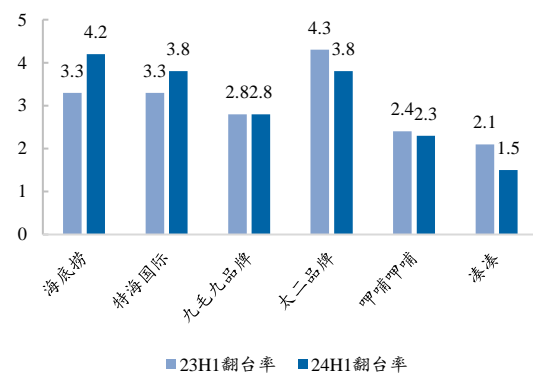
（4）门店层面经营利润率方面，同店承压下，企业利润端普遍受负向经营杠杆影响。而主动顺应性价比趋势、快餐龙头、效率领先的优胜企业展现出显著的业绩韧性。24H1 仅同店正增的品牌（例如达美乐、特海）录得改善。而百胜中国通过从总部到门店的结构性降本、精细化管理而录得该项稳定（例如 24Q2 必胜客同店同比-8%，门店层面经营利润率同比+0.8pp 至 13.2%；24Q2 肯德基同店同比-3%，门店层面经营利润率同比-1.1pp 至 16.2%）。而其余品牌受累于负向经营杠杆，门店层面经营利润率下滑显著。

图 33: 主要餐饮品牌 24H1 客单价普遍承压



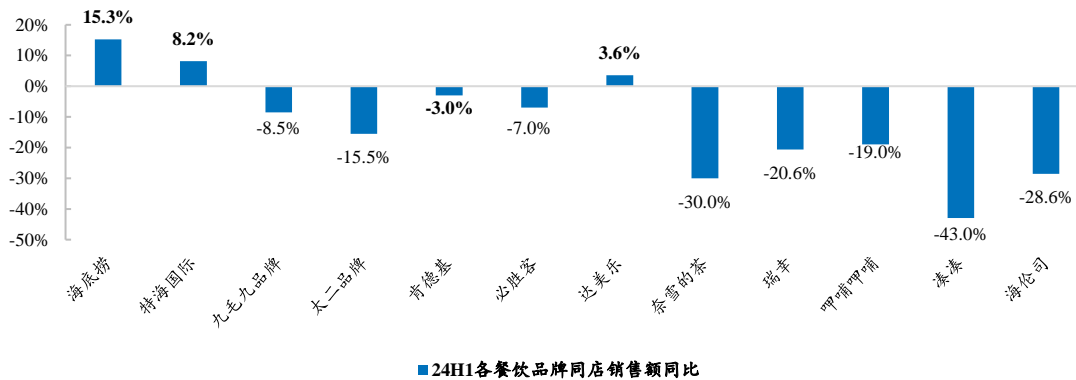
资料来源: 公司公告、民银证券整理

图 34: 主要餐饮品牌 24H1 及同期翻台率



资料来源: 公司公告、民银证券整理

图 35: 主要上市餐饮品牌 24H1 同店销售同比



资料来源: 公司公告、民银证券整理

表 14: 上市餐饮品牌于 24H1 的主要经营指标

品牌 亿人民币	24H1 收入	收入 yoy	24H1 归母 净利润	归母净利 润 yoy	24H1 门店数	24H1 门店数同比	同店销售 增长 (%)	客单价 (元)	客单价 yoy	24H1 餐 厅利润率	餐厅利润 率同比变动 (百分点)
海底捞	214.9	14%	20.4	-10%	1,343	-2.8%	15.3%	97.4	-5%	/	/
特海国际	27.1	15%	-0.3	由盈转亏	122	6.1%	8.2%	24.6 美元	-4%	8.7%	↑ 0.4
九毛九	2.9	-8%	0.7	-67%	72	-4.0%	-8.5%	56	-5%	16.8%	↓ -2.4
太二	22.5	3%			614	23.8%	-15.5%	71	-5%	13.8%	↓ -7.5
肯德基	301.5	5%	47.2	4%	10,931	14.3%	-3.0%	37	-7%	17.8%	↓ -1.9
必胜客	80.6	2%	6.5	9%	3,504	14.1%	-7.0%	88	-9%	12.8%	↓ -0.5
达美乐	20.4	48%	0.1	25%	914	36.0%	3.6%	83.6	-5%	14.5%	↑ 1.0
奈雪的茶	25.4	-2%	-4.4	由盈转亏	1,597	33.8%	-30.0%	27.5	-15%	7.8%	↓ -12.3
瑞幸	146.8	38%	7.9	-50%	19,961	84.2%	-20.6%	16	-15%	14.8%	↓ -11.4
呷哺呷哺	12.4	-13%	-2.7	由盈转亏	826	-2.0%	-19.0%	59.2	2%	/	/
凑凑	8.0	-33%			245	-1.6%	-43.0%	137.8	-3%	/	/
海伦司	4.4	-38%	0.7	-56%	537	-17.8%	-28.6%	/	/	/	/

资料来源: 公司公告、iFind、民银证券整理

展望未来, 判断头部餐饮龙头因显著领先的经营质量和企业效率, 与中部餐企将继续分化。连锁餐饮业对需求复苏程度较为敏感, 随着 9 月以来经济政策加码发力, 行业价格压力或将持续但有望边际转好, 部分品牌拓店潜力有望展现。供应链及效率是制胜关键, 连锁化和集中度提升仍是中期趋势, 据美团, 2023

年中国餐饮连锁化率为 21%，远低于成熟市场及全球平均(美国 60%/日本 58%/英国 45%/法国 41%)。上市餐企门店扩张趋向轻资产和轻量化，头部餐饮品牌近两年放开加盟，以平衡资本投入与开店效率。相关龙头标的包括：百胜中国(9987.HK)、海底捞(6862.HK)

表 15：部分餐饮上市公司的价格策略与提效措施

公司	价格策略与提效措施
百胜中国	<p>1、定价策略：公司明确聚焦性价比，扩大价格范围以驱动客流增加。</p> <p>(1) 肯德基：24Q2 的 KFC 客单价为 37 元 (yoy-7%)，但较 2019 年同期的 35 元有所改善，同时物有所值的高价商品如全家桶等仍然表现良好。</p> <p>(2) 必胜客：通过如<50 元的入门级 Pizza、单人套餐等进军更多消费群体。(3) 高性价比亲民定价的 K Coffee、必胜客 WOW 店型亦是有效补充。据 8 月 8 日美团 APP 信息，必胜客 WOW 店型标志性产品如奶香芝士披萨定价低至 19 元，意式风味肉酱面定价低至 17 元。而 K Coffee 咖啡定价 9.9 元，使用月卡后经典咖啡可低至 5 元/杯。</p> <p>2、公司多举措结构性提效，总部与门店结构性降本，措施包括：</p> <p>①降低运营复杂度(简化特定时段菜单/SKU/包装)、部分原材农户直采，供应链提效；</p> <p>②软件上运用自动化和 AI 工具优化成本，自动化进行餐厅管理主要流程(包括销售预测/原材料库存管理/人员调度/出品品质监控等，例如必胜客 i-kitchen、AI EYE 项目)，以数据决策支持产品创新。</p> <p>③硬件部署自动烹饪机和机器人服务员，例如必胜客 50%门店部署了机器人服务员。</p>
海底捞	<p>加强门店基层管理及员工激励，发挥员工主观能动性，释放组织活力，门店运营提效：</p> <p>- 管理：三张表，明确总部-大区-门店职能：</p> <p>①经营表：反映经营结果；②管理表：反映管理结果，专注门店现场管理，四色卡(现场服务、产品质量、食品安全、环境卫生)</p> <p>③基础表：反映管理动作，操作手册、给门店提升提供方法</p> <p>-“多管店”模式：店经理：可申请同时管理多家门店，门店间灵活调配(截至 7 月底已有 100 为店经理成为“多管店”店长，管理门店数超 200 家)</p> <p>门店员工：配合计件工资，积累不同门店工作经验，夯实基础锻炼管理能力</p> <p>-红石榴计划：孵化新品牌，推动创新和新增长点：</p> <p>公司首席执行官层面和创新创业委员会整合资源推动新品牌和新业务孵化</p> <p>高管团队组成“运营五虎将”支持新品牌创业机制/产品创新/供应链保障/运营协同/营销支持五大领域，运用股权支持措施(24H1 成立 5 个创新项目)</p>
九毛九	<p>管理：①利用集团多品牌优势增加共用物料，精简 SKU，中央厨房提效；②调整太二基层激励模式，涉及店长/后厨经理/分区经理，其收入和门店利润更紧密结合。</p> <p>经营动作：①降低客单顺应趋势；②拓宽场景及客群，例如上线单人套餐、不辣的酸菜鱼；③探索新业务模式，瞄准高线城市空白商圈和外卖市场，探索外卖卫星店模式。</p>
呷哺呷哺	<p>价格与促销：于 24H1 近期，公司针对凑凑进行了降价和加大广告投入等策略，以吸引更多顾客。这些措施带来了显著效果，如畅吃卡销售量大幅提升，从原来的单店 2.3-2.4 张增加到现在的 7.4 张。降本增效：(1) 装修成本上，公司也计划进一步节省，凑凑节省 20-30%，呷哺节省 10%，以促进单店投资回收期控制在 12 个月以内。(2) 员工绩效上，提倡利润与员工共享，根据门店营业额给予员工提成。</p>

资料来源：公司公告、2024 中期业绩会，民银证券整理

（五）连锁零售：行业处于变革期

对于商超等零售行业，零售洞察能力和创新是制胜之道。管理效率和组织文化是综合能力的组成，持续迭代的能力是行业的软性门槛。

对于零售商超，发展自有特色商品和差异化货盘，门槛没有想象中高，难度在于选品、产品设计和推广。中国食品工业和日用轻工 OEM 供应链发达，因地制宜，衡阳作为三线城市，地区性零售企业香江百货也能做到自有品牌。而根据与当地零售从业者访谈，以某款知名超市粮油产品为例，其源头供应商的起订规模仅为十余万。产品供应并不是最大门槛，难处在于洞察目标客群的需求而选品或对产品作微创新，以及推广产品解决销路。

展望未来，连锁超市业态已呈现渠道变革潜力。原因是：（1）商品零售的线上渗透率存在瓶颈（24 年 10 月为 26%，近 3 年稳定在 28% 以内），并且消费者“逛”的体验型需求仍长久存在。（2）目前国内连锁超市业态已出现可借鉴的成功“样板”，例如国际连锁零售公司旗下的山姆、奥乐齐和本土的胖东来，存在较大效率提升和业态变革空间。（3）变革主要路线包括 i. 通过消费者洞察/选品/产品创新和推广，发展差异化货盘和自有特色商品，提供极致性价比和差异化选品。供应链并非最大门槛，难度在于消费洞察能力。ii. 兼顾商品品质和服务，提供差异化的商品、体验与文化。建议持续关注连锁零售变革带来的投资机遇。相关龙头标的包括：泡泡玛特(9992.HK)、永辉超市(601933.SH)。

表 15: 消费公司估值表 (截至 2024 年 12 月 6 日)

日期	2024/12/6		当地货币		收入 (亿报表货币)			收入_yoy		归母净利润 (亿报表货币)			归母净利润_yoy		PE		
	公司代码	公司简称	收盘价	市值 (亿)	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
食品 饮料	9633.HK	农夫山泉	35.45	3,986.9	427	471	557	10%	18%	120.8	123.2	148.4	2%	21%	30	29	24
	0291.HK	华润啤酒	26.25	851.6	389	396	408	2%	3%	51.5	53.1	59.0	3%	11%	15	15	13
	600600.SH	青岛啤酒	73.84	828.4	339	321	331	-5%	3%	42.7	44.0	48.4	3%	10%	18	17	16
	1876.HK	百威亚太	7.46	988.0	69	65	68	-5%	5%	8.5	15.2	17.4	78%	15%	14	8	7
	600887.SH	伊利股份	29.24	1,861.4	1,258	1,196	1,248	-5%	4%	104.3	120.5	114.9	16%	-5%	16	14	15
	2319.HK	蒙牛乳业	16.84	660.6	986	915	947	-7%	4%	48.1	41.9	47.4	-13%	13%	12	14	13
	6979.HK	珍酒李渡	7.14	241.9	70	78	88	11%	13%	23.3	19.5	24.5	-16%	26%	9	11	9
	6186.HK	中国飞鹤	5.58	506.0	195	206	212	5%	3%	33.9	37.2	39.2	10%	6%	14	12	12
运动 品牌	2020.HK	安踏体育	79.45	2,247.8	624	697	774	12%	11%	102.4	134.4	137.8	31%	3%	20	15	15
	AS.N	亚玛芬体育	25.01	136.6	44	50.9	58.0	17%	14%	-2.1	1.9	3.4	-189%	83%	-60	67	37
	2331.HK	李宁	16.60	429.0	276	282	300	2%	6%	31.9	31.2	34.5	-2%	11%	12	13	11
	1368.HK	特步国际	5.36	143.8	143	146	154	2%	5%	10.3	12.6	14.2	22%	13%	13	10	9
	1361.HK	361度	4.19	86.6	84	101	116	19%	15%	9.6	11.2	13.2	17%	18%	8	7	6
	6110.HK	滔搏	2.39	148.2	271	291	281	7%	-3%	22.1	13.6	16.2	-39%	19%	6	10	8
运动 分销	3813.HK	宝胜国际	0.52	27.7	201	186	197	-7%	6%	4.9	4.9	6.2	0%	27%	5	5	4
	2313.HK	中洲国际	59.25	890.7	250	291	325	16%	12%	45.6	61.6	70.2	35%	14%	18	13	12
运动 代工	0551.HK	裕元集团	18.00	289.5	79	83	90	6%	7%	2.7	4.6	5.2	66%	13%	12	7	7
	1836.HK	九兴控股	15.02	123.4	15	16	16	5%	5%	1.4	1.7	1.9	22%	11%	10	8	8
	2111.HK	超盈国际控股	3.00	31.2	42	/	/	/	/	3.5	/	/	/	/	8	/	/
	2199.HK	维珍妮	2.08	25.7	70	/	/	/	/	1.4	/	/	/	/	16	/	/
潮玩 及零 售	9992.HK	泡泡玛特	93.25	1,252.3	63	121	163	93%	34%	10.8	26.8	36.8	148%	37%	105	43	31
	601933.SH	永辉超市	5.62	510.0	786	714	751	-9%	5%	-13.3	-2.5	3.3	-81%	-233%	-35	-186	139
	1880.HK	中国中免	52.10	1,552.9	675	602	707	-11%	17%	67.9	54.3	70.2	-20%	29%	21	26	20
	1929.HK	周大福	6.85	703.1	1,008	860	905	-15%	5%	60.3	52.1	59.8	-14%	15%	11	12	11
餐饮	6862.HK	海底捞	16.02	893.0	415	456	477	10%	4%	45.0	45.4	49.9	1%	10%	18	18	16
	9658.HK	特海国际	18.16	118.1	49	59	67	20%	14%	1.8	1.7	3.8	-8%	124%	59	64	29
	9922.HK	九毛九	3.50	49.4	60	63	73	6%	14%	4.5	2.1	3.1	-54%	48%	10	22	15
	LKNCY.PQ	瑞幸咖啡	24.05	67.3	249	327	398	31%	22%	28.5	21.5	33.8	-24%	57%	17	22	14
	2150.HK	奈雪的茶	1.47	25.1	52	48	48	-6%	-1%	0.1	-6.9	0.4	/	/	/	/	/
	9869.HK	海伦司	2.55	32.3	12	9	11	-23%	16%	1.8	1.4	1.8	-20%	24%	16	20	16
	9987.HK	百胜中国	381.40	1,448.1	773	822	889	6%	8%	58.9	60.4	65.1	2%	8%	22	22	20
	1405.HK	达势股份	78.10	101.9	31	42	54	37%	30%	-0.3	0.3	1.2	/	250%	-349	271	77
白电	000333.SZ	美的集团	72.85	5,533.5	3,720	4,091	4,409	10%	8%	337.2	389.5	430.5	16%	11%	15	13	12
	600690.SH	海尔智家	29.24	2,551.6	2,614	2,739	2,912	5%	6%	166.0	191.2	215.7	15%	13%	14	12	11
	000651.SZ	格力电器	42.27	2,367.7	2,040	2,076	2,198	2%	6%	290.2	318.3	342.5	10%	8%	7	7	6
	000921.SZ	海信家电	27.68	351.9	856	942	1,028	10%	9%	28.4	33.3	38.1	17%	14%	11	10	8
服装 鞋包	3998.HK	波司登	4.05	450.1	232	266	302	15%	13%	30.7	35.7	41.0	16%	15%	13	11	10
	3306.HK	江南布衣	14.86	77.1	52	56	60	7%	7%	8.5	8.9	9.6	5%	8%	8	8	7
	3709.HK	赢家时尚	8.75	61.6	69	70	74	2%	5%	8.4	6.3	7.2	-25%	14%	7	9	8
	1910.HK	新秀丽	22.30	326.1	36.8	36.8	38.7	0%	5%	4.2	3.7	4.0	-12%	10%	9	10	10

资料来源: iFind、民银证券整理

风险提示：

消费者信心复苏的不确定性；

行业竞争加剧；

政策变动风险等。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

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。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（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 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CIBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

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民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。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。民银国际和任何附属公司（统称“民银集团”）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、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

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。

民银证券及其高级职员、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。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队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。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突。

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。民银集团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 规则的解释)，民银证券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。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团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。

民银集团的雇员包括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。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。