



消费行业 2024 年展望：自下而上 挖掘新常态下的新机遇

- 中国消费行业进入新常态：随着中国宏观经济增速放缓、中国经济进入关键转型期，中国消费行业也进入了一个新的常态。在消费行业新常态下，自下而上挖掘具有盈利提升空间的 alpha 机遇将会是 2024 年消费板块权益投资的核心。我们建议市场重点关注以下四个要素：
- 一、通过对下沉市场的渗透挖掘新的增长潜力：随着高层级市场消费力逐渐下降、市场饱和度不断上升以及竞争日益激烈，我们预计许多消费品企业都会将开拓低层级市场定为 2024 年的战略聚焦，从而扩大收入规模、创造新的增长驱动力。然而，低层级市场的消费者比高层级市场的消费者更关注产品的性价比，且对产品的性能和外观有着不同的偏好。作为消费品企业，除了拥有强大的品牌力以外，还需要有专门针对低层级城市的差异化产品线，才能在不影响原有品牌力的情况下，更好地迎合低层级市场消费者的需求。
- 二、健康的渠道库存是收入稳健增长的前提：虽然疫情已经结束，但终端需求减少导致的较高渠道库存依然困扰着不少消费品企业。在终端销售需求依然疲软的情况下，若消费企业在 2024 年里仍然有清理渠道库存的需求，则很可能导致 2024 年收入表现进一步承压。因此，我们认为渠道库存在 2023 年底能否回到健康水平是 2024 年消费企业收入稳健增长的基础。另外，DTC 占比较高的企业以及长期聚焦库存管理的企业面临的渠道库存风险相对较小。
- 三、全渠道发展的重要性将持续凸显：疫情放开后，消费者从线上回归线下，导致很多零售品牌的线上流水增速不及线下。但中长期来看，全渠道的零售运营模式将是顺势所趋。在消费分级的大趋势下，传统电商在洗牌，拼多多取代京东成为第二大传统电商平台。同时，新兴电商渠道（抖音或微信小程序等）在快速崛起，抢占传统电商的份额。对于消费品企业来说，只有顺应电商发展的趋势，积极布局下沉电商渠道以及新兴电商渠道，才可能触达更多的消费者。
- 四、降本增效的能力决定了盈利提升的空间：疫情期间，许多消费品企业致力于通过降本增效来改善公司的盈利能力，从而抵御负杠杆的影响。展望 2024 年，我们认为正向经营杠杆对利润率的帮助依然有限。持续的降本增效（包括有效的费用管控、强化运营能力、优化运营效率）依然是驱动企业提升利润率的主要方式。企业是否具备长期降本增效的战略以及管理层是否有足够的执行能力是我们关注的重点。
- 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

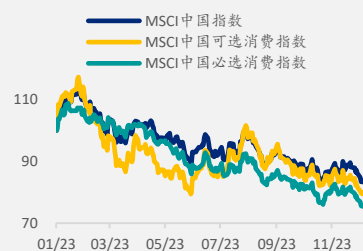
首席消费分析师 | 研究部主管
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2023 年 12 月 12 日

年初至今行业指数表现



截至 2023 年 12 月 11 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

相关报告：

《[百威亚太 \(1876.HK\)：中国持续向好，韩国边际改善，业绩确定性大幅提升；上调至“买入”](#)》
(2023-11-30)

《[百胜中国 \(YUMC.US/9987.HK\)：市场明显反应过度，长期增长逻辑不改](#)》
(2023-11-01)

《[伊利 \(600887.CH\)：主营业务趋势稳步向好，全年净利率扩张有望强于指引](#)》
(2023-11-01)



扫码关注浦银国际研究

目录

消费行业 2024 年展望：自下而上挖掘新常态下的新机遇.....	5
疫情结束后消费行业进入新常态	5
2024 年新常态下的选股逻辑	11
一、对下沉市场的渗透驱动终端需求的增长	13
二、健康的渠道库存是收入稳健增长的前提	18
三、新兴渠道的重要性将持续凸显	21
四、降本增效的能力决定了盈利提升的空间	24
重点消费行业 2024 年展望	28
运动服饰行业：国际品牌持续回归，品牌力、产品力与库存管理能力决定国产品牌表现 ..	28
啤酒行业：高端市场仍有结构升级空间，成本压力有望进一步缓解	31
液态奶行业：收入增速保持稳健，利润率持续扩张的确定性高	35
奶粉行业：出生人口有望回升，但行业销售较难实现反转	38
白酒行业：短期进入清库存周期，企业收入端增速可能放缓	41
化妆品行业：线上优势见顶，渠道调整和研发成主旋律	45
餐饮行业：持续的门店扩张和盈利提升空间是关键	48
消费行业覆盖公司.....	52

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.....	5
图表 4：中国民航国际航线客运量.....	5
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 10 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 10 月	6
图表 7：各消费子行业 2023 年相较 2019 年的变化	7
图表 8：中国消费者信心指数.....	7
图表 9：城镇居民人均可支配收入同比增长.....	7
图表 10：城镇快消品市场销售同比增长，2022.....	8
图表 11：城镇快消品市场单价同比增长，2022.....	8
图表 12：各国啤酒零售价与人均 GDP 对比，2022.....	9
图表 13：各行业中国销售单价同比增速与中国 CPI 对比，2023	9
图表 14：MSCI China 可选与必选消费估值变化	10
图表 15：消费子行业 2024 年展望及建议关注标的.....	12
图表 16：市场下沉策略可能造成的负面影响.....	13
图表 17：中国运动服品牌百度指数排名，1Q21-4Q23.....	14

图表 18: 李宁新款篮球鞋 - 狂怒系列	15
图表 19: 李宁新款篮球鞋 - 暴风 2023	15
图表 20: 嗨捞火锅门店	16
图表 21: 嗨捞半自助取菜区	16
图表 22: 瑞幸咖啡加盟门店数	17
图表 23: 瑞幸咖啡加盟与直营门店占比	17
图表 24: 运动服饰品牌渠道库销比比较, 3Q23	19
图表 25: 李宁、安踏、特步旗下主要品牌收入按渠道分布, 1H23	20
图表 26: 运动服饰品牌 1Q23-3Q23 线上流水增速	21
图表 27: 运动服饰品牌 1Q23-3Q23 全渠道流水增速	21
图表 28: 滔搏抖音直播	22
图表 29: 宝胜泛微信渠道占线下直营收入的比例	22
图表 30: 平台电商市场份额, 2019 vs 2023	23
图表 31: 海底捞门店数	24
图表 32: 海底捞平均门店经营利润率	24
图表 33: 滔搏门店数量、总销售面积及平均单店销售面积的半年环比变化, 1HFY23-1HFY24	24
图表 34: 滔搏员工数量及收入的同比变化以及对应的员工费用率, 1HFY23-1HFY24	24
图表 35: 滔搏长期提升店效、坪效和人效的战略举措	25
图表 36: 消费行业估值表	26
图表 37: 主要运动服饰品牌 3Q21-3Q23 零售流水表现	28
图表 38: 各品牌渠道库销比	29
图表 39: 各国运动服饰行业总体市场销售额 2015-2022 复合增长率	30
图表 40: 不同国家或地区运动服饰人均消费对比, 2022	30
图表 41: 中国啤酒行业主要玩家销量同比增速	31
图表 42: 中国啤酒行业主要玩家吨价同比增速	31
图表 43: 各啤酒企业 2021 年至今涨价情况汇总	32
图表 44: 大麦价格走势	33
图表 45: 小麦价格走势	33
图表 46: 中国长江铝价格走势	33
图表 47: 中国玻璃价格指数	33
图表 48: 中国乳制品行业主要品类的 2019-2022 年销售额复合增长率	35
图表 49: 各国人均奶类产品销量比较, 2022	35
图表 50: 中国原奶价格走势	36
图表 51: 新西兰恒天然全脂大包粉价格走势	36
图表 52: 各国家/地区人均乳制品销量比较, 2022	37
图表 53: 各国家/地区人均牛奶销量比较, 2022	37
图表 54: 中国出生人口	38
图表 55: 中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速	38
图表 56: 中国奶粉行业集中度变化 (前三名市场份额)	39
图表 57: 不同国家奶粉行业集中度 (前三名) 比较, 2022	39
图表 58: 飞鹤历史市盈率估值	40
图表 59: 澳优历史市盈率估值	40
图表 60: 主要白酒企业各季度收入同比增长	41
图表 61: 主要白酒企业各季度归母净利润同比增长	41

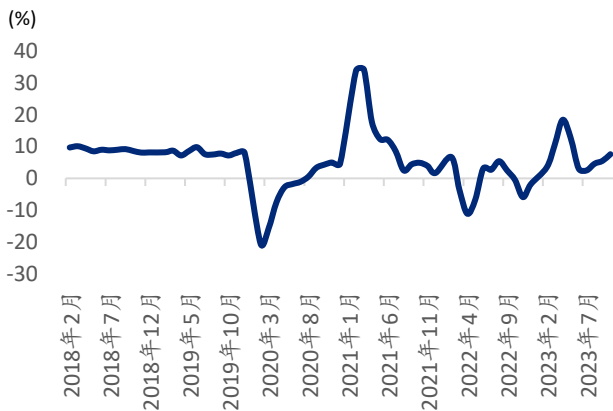
图表 62: 白酒企业截至 2023 年 3 季度末预收款同比变化与 3 季度单季收入的同比变化的对比	42
图表 63: 主要白酒企业年初至今的股价表现	42
图表 64: 茅台历史市盈率估值	43
图表 65: 五粮液历史市盈率估值	43
图表 66: 飞天茅台出厂价、一批价和零售价	44
图表 67: 普五出厂价、一批价和零售价	44
图表 68: 中国社会零售总额与化妆品零售额增速对比	45
图表 69: 淘系和抖系平台 1H23 和 3Q23 销售同比增长	46
图表 70: 各品牌线下收入比例, 1H23	46
图表 71: 中国大众彩妆行业市场份额: 国际品牌与中国品牌	47
图表 72: 中国大众护肤品行业市场份额: 国际品牌与中国品牌	47
图表 73: 中国餐饮行业收入同比变化	48
图表 74: 2023 年太二整体翻台率与对比 2019 年同店销售恢复的进程	48
图表 75: 连锁餐饮品牌 2020-2023 年 11 月净开店数	49
图表 76: 主要餐饮企业 2021-1H23 年收入同比变化情况	50
图表 77: 主要餐饮企业 2021-1H23 年店铺经营利润率	50
图表 78: 连锁餐饮与非连锁餐饮的收入增速	51
图表 79: 连锁餐饮收入占比	51
图表 80: SPDBI 消费行业覆盖公司	52

消费行业 2024 年展望： 自下而上挖掘新常态下的新机遇

疫情结束后消费行业进入新常态

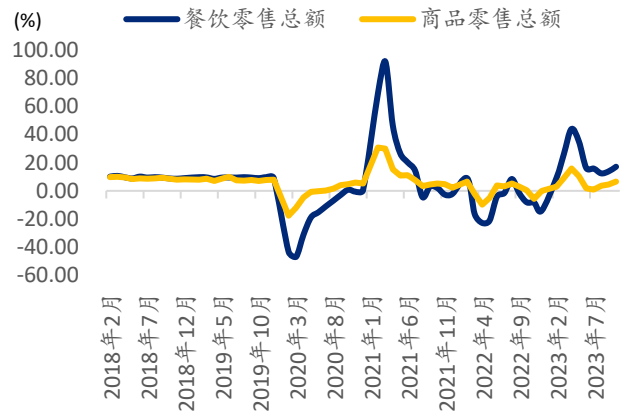
进入 2023 年以后，疫情对消费行业的直接影响已基本退去。从需求端来看，消费者已恢复正常的生活与出行节奏。而从供给端来看，无论是线下零售终端、餐饮渠道、产能及供应链、交通运输等都基本恢复正常运营。在这一大背景下，消费者的整体消费意愿相较 2022 年出现明显的回升。

图表 1：中国总体社会消费品零售总额增速



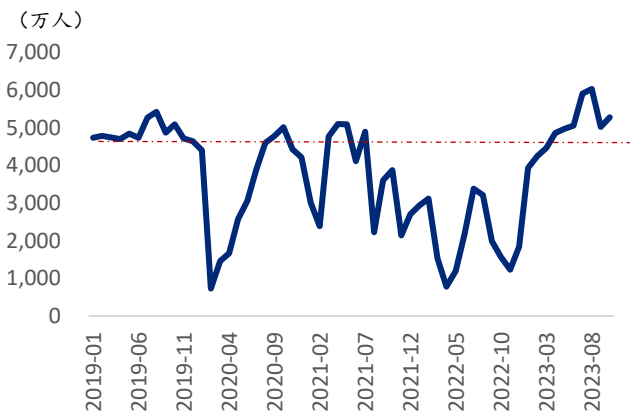
注：截至 2023 年 10 月数据
资料来源：Wind，浦银国际

图表 2：中国总体社会消费品零售餐饮及商品增速



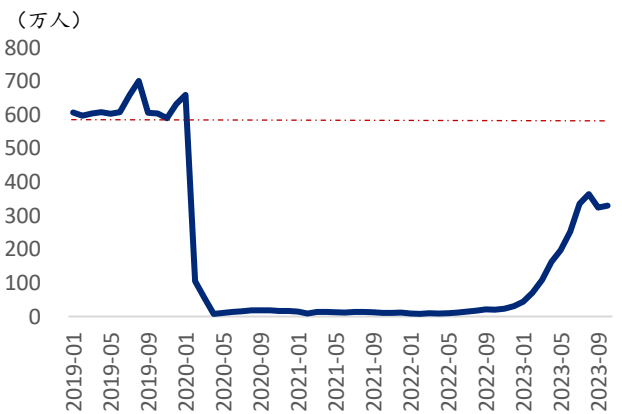
注：截至 2023 年 10 月
资料来源：Wind，浦银国际

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 10 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 11 月
资料来源：Wind，浦银国际

然而，我们也看到在后疫情时代里，中国整体经济形势面临着较大的考验。美国持续加息导致境内投资环境相对恶化而出现资金外流和流动性下降、地缘政治紧张以及去全球化趋势令中国出口面对较大的压力、中国经济增速放缓以及房地产市场进入下行期导致居民的消费力相较疫情前有所减弱。这些负面因素令 2023 年消费行业在疫情后重开阶段 (reopening stage) 的恢复速度不及市场预期。

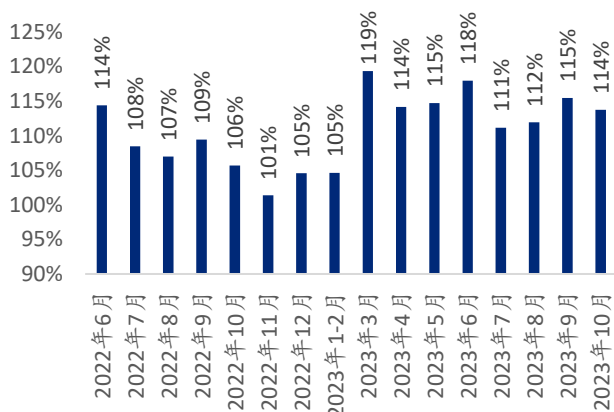
我们认为从 2023 年开始，中国消费行业逐渐步入一个新的常态。新常态主要包括以下几个方面：

(1) 各消费子行业的销售增速相较疫情前可能有所放缓

尽管 2023 年中国社会零售总额在 2022 年同期的低基数之上录得较高速增长的增长，但与疫情前相比，增长幅度并不乐观。2023 年前 10 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。

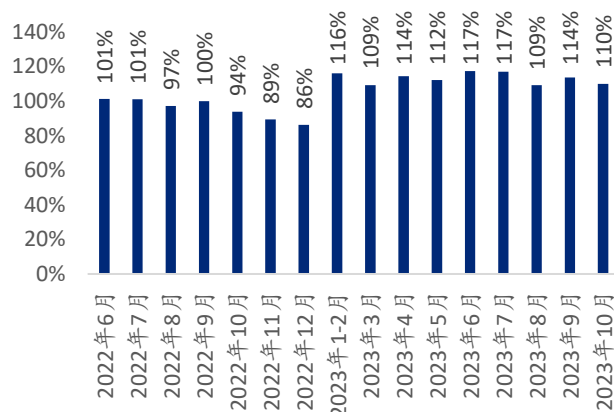
如果观察 2023 年各月相较 2019 年同期的社零数据变化，我们发现自从 2023 年 3 月开始，相较 2019 年同期的单月社零恢复程度就稳定在 110%-120% 范围内上下波动，未再有持续提升。这也体现了疫情过去以后，消费力持续恢复的后劲不足。

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 10 月



注：截至 2023 年 10 月
资料来源：Wind，浦银国际

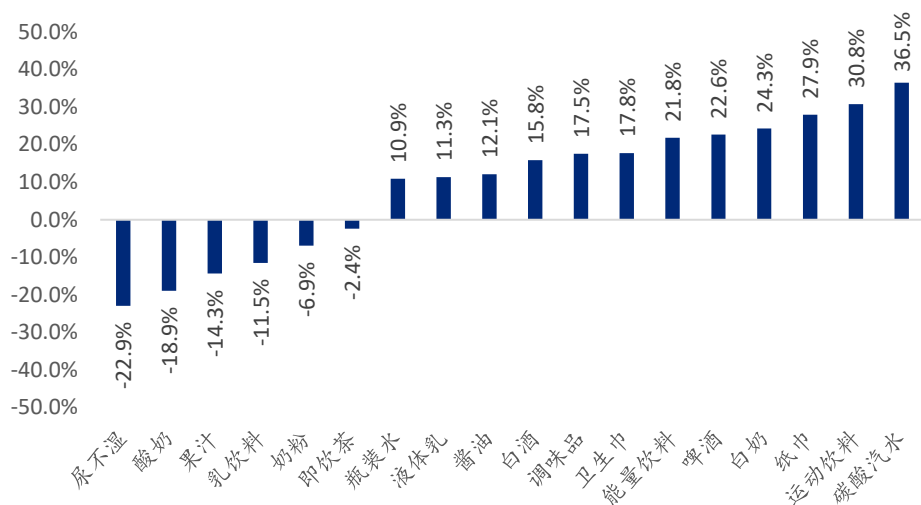
图表 6：全国餐饮收入相较 2019 年同期的恢复程度，2022 年 6 月至 2023 年 10 月



注：截至 2023 年 10 月
资料来源：Wind，浦银国际

如果研究快消品 (FMCG) 细分消费赛道的零售表现，根据 Euromonitor 的数据，我们会发现不少子行业在 2023 年的零售总额尚未在 2019 年的基础上有大幅提升，有些甚至还未恢复到 2019 年的水平。

图表 7：各消费电子行业 2023 年相较 2019 年的变化



资料来源：Euromonitor, 浦银国际

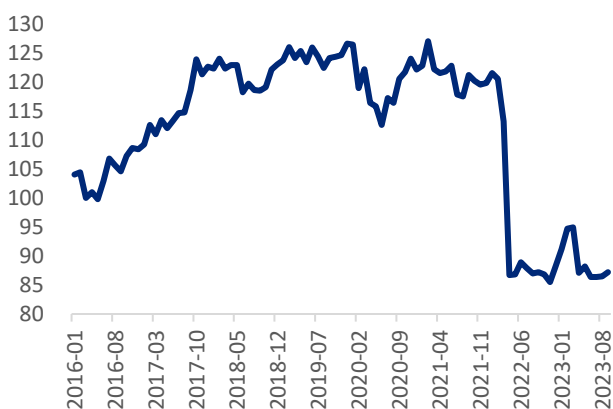
在当前的大环境下，我们判断各消费电子行业的零售额增速很可能维持稳定增长的趋势，但较难回到疫情前高速增长的状态。

(2) 消费者信心短期内较难回到疫情前的水平

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点。尽管疫情放开使消费者信心在年初有小幅的回升，但较弱的经济形势再次打击了消费者的信心和意愿，使消费者信心指数再次回到历史最低水平。

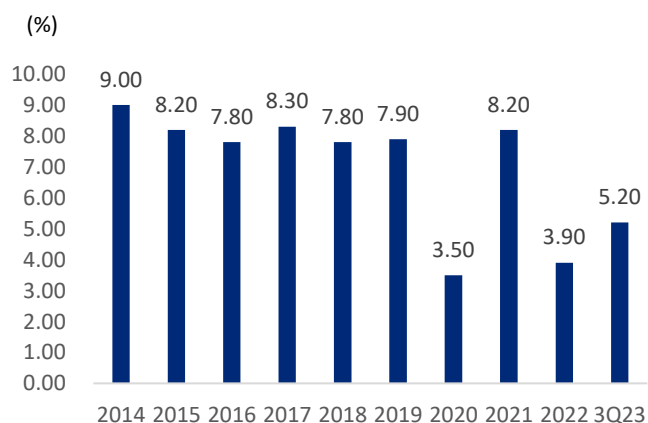
面对较不明朗的经济形势和收入前景，叠加持续下行的房价走势，消费者普遍缺乏安全感，因此在做消费决策时（尤其对高客单价商品的购买）会更加谨慎。这将使消费者的消费意愿大打折扣，从而影响中国消费行业消费升级的步伐。

图表 8：中国消费者信心指数



注：截至 2023 年 9 月
资料来源：Wind, 浦银国际

图表 9：城镇居民人均可支配收入同比增长

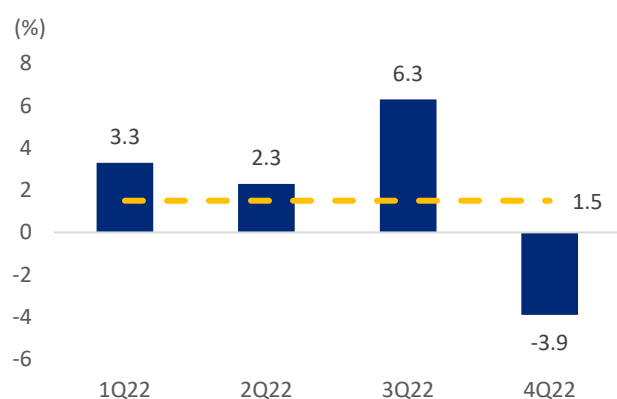


注：截至 2023 年 3 季度
资料来源：Wind, 浦银国际

(3) 部分消费行业结构升级可能遭遇瓶颈

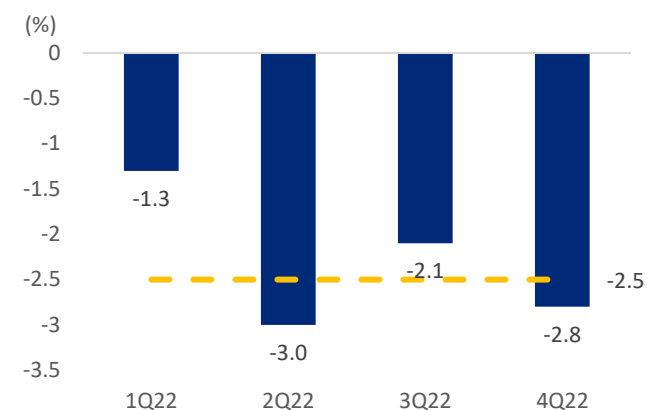
疫情以前，消费升级一直都是不少消费赛道的主要增长驱动力之一。然而在疫情以后，我们观察到部分消费板块的结构升级正在遭遇瓶颈。根据 Kantar 与 Bain 的数据，中国城镇的快消品平均单价在 2022 年同比出现下滑。这很大程度上归咎于消费者的消费力有所减弱，以及消费者的消费信心持续疲软。展望未来，我们认为消费行业未来的升级趋势将出现分化。

图表 10：城镇快消品市场销售同比增长，2022



资料来源：Kantar, Bain, 浦银国际

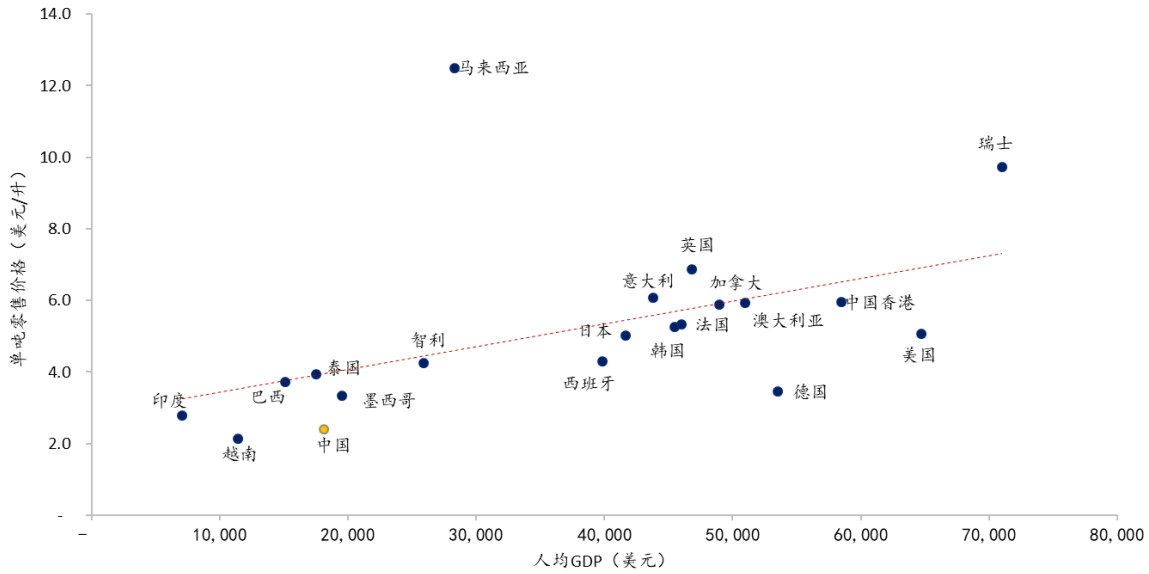
图表 11：城镇快消品市场单价同比增长，2022



资料来源：Kantar, Bain, 浦银国际

中国部分消费子行业的产品终端零售单价相对人均 GDP 在国际上的水平依然偏低，且渠道结构有持续改善的空间（比如啤酒、软饮料等）。我们相信这样的行业中长期依然有产品高端化和结构升级的潜力。

图表 12: 各国啤酒零售价与人均 GDP 对比, 2022

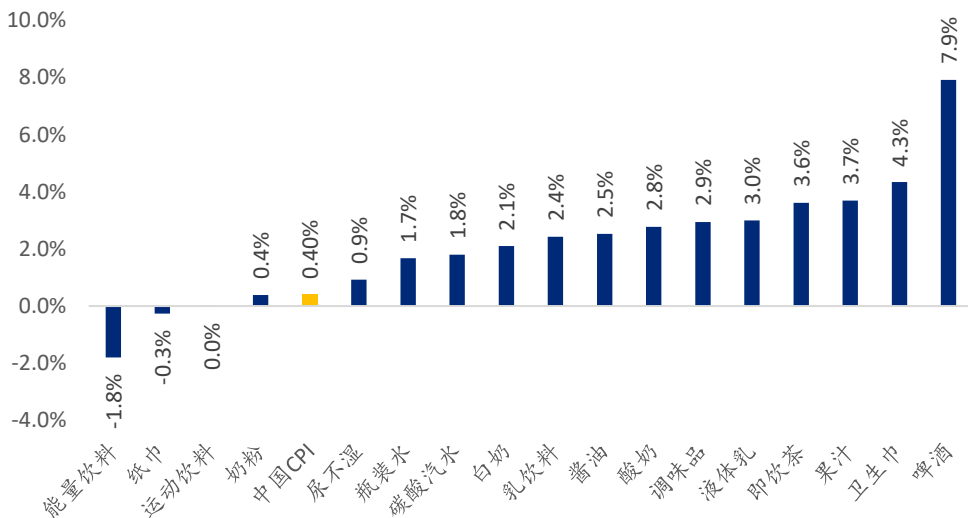


资料来源: Euromonitor, World Bank, 浦银国际

然而, 有些消费子行业平均零售单价相对中国的人均 GDP 已经处于较高水平 (比如奶粉和尿布)。另外, 消费者对有些必选消费品的价格比较敏感, 价格弹性比较大 (比如纸巾和酱油)。此类产品在消费力下降的趋势下, 消费升级很可能面对较大阻力。

我们相信这些消费子行业未来将更多经历消费分级: 在高线城市的部分渠道依然有望通过持续升级来满足高端消费者的需求, 但在中低线城市的升级空间将变得比较有限。

图表 13: 各行业中国销售单价同比增速与中国 CPI 对比, 2023



资料来源: Euromonitor, 浦银国际

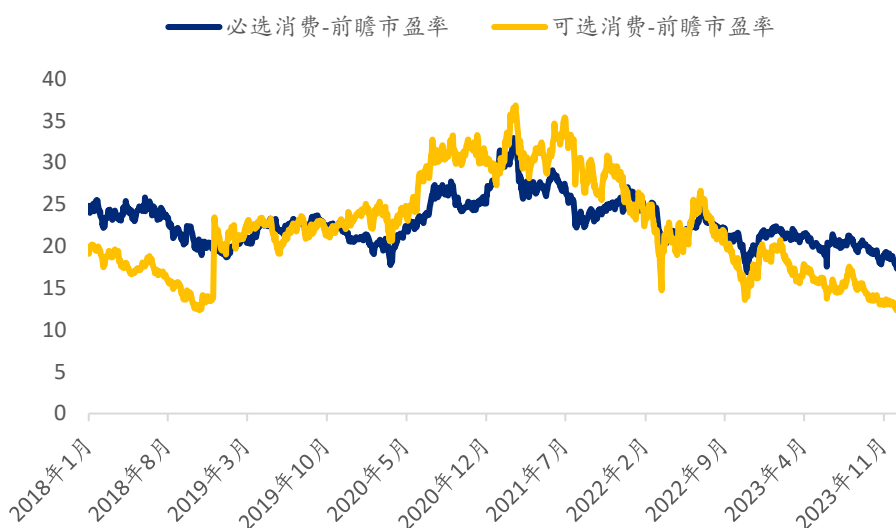
(4) 消费板块估值水平大概率维持低位

过去两年里，中国消费板块的估值水平出现大幅下降。根据 MSCI China 的数据，无论是可选消费还是必选消费的估值，目前都处于过去 10 年的历史低位。

经过 2022 年疫情的冲击，市场原本以为疫情后的放开（reopen）将助力消费板块估值的回升，然而 2023 年经济增速放缓、消费力下降、需求复苏不及预期共同导致估值进一步下滑。

考虑到中国经济未来走势、外部政治环境，以及市场对中国的投资情绪短期依然有较大的不确定性，我们预计资本短期依然倾向于更加平衡的投资策略，而相对较为乐观的资本也更愿意留在趋势性更强的 AI 以及新能源板块。因此，我们判断消费行业的整体估值水平在 2024 年较难有明显改善和回升。

图表 14：MSCI China 可选与必选消费估值变化



注：截至 2023 年 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

2024 年新常态下的选股逻辑

基于上一章节我们对消费行业新常态的分析，我们对 2024 年消费行业的前景总结如下：

我们判断 2024 年各消费子行业的市场需求进一步扩容的空间有限，玩家基本进入存量竞争，各子行业的集中度有望进一步提升。同时，整体高端化趋势短期可能受阻，行业各玩家的高端化进程可能基于不同的品牌定位及品牌策略而大相径庭。

总体来看，我们不排除各消费子行业 2024 年的收入增速可能进一步放缓的可能性。然而，各子行业平均估值水平的下行空间有限，但也较难提升。我们预计各子行业估值短期大概率保持稳定。

在这一新常态之下，同一消费赛道玩家的业绩表现可能出现显著的分化。在行业估值较难明显提升的情况下，盈利增长将是股价主要的驱动因素。因此我们认为，选择盈利增长确定性强且估值相较行业整体水平被低估的消费企业是 2024 年重要的选股策略。

我们认为，消费品公司 2024 年盈利能力提升的空间与确定性主要取决于以下几个方面：

- (1) 对下沉市场的渗透能力；
- (2) 健康稳定的渠道库存水平；
- (3) 对新兴渠道的布局与拓展；
- (4) 持续降本增效的空间。

目前，滔搏 (6110.HK)、李宁 (2331.HK)、百威啤酒 (1876.HK) 是我们 2024 年在消费行业的首选。

图表 15：消费子行业 2024 年展望及建议关注标的

细分板块	2024 年展望	建议关注
运动服饰行业	我们预测，国际运动服装品牌 2024 年有望在疫情后持续回归。另一方面，在国际品牌回归且整体消费力减弱的大环境之下，我们认为大部分的国产品牌 2024 年将聚焦低层级市场的拓展。另外，进入今年四季度以后，部分国产运动服饰品牌依然渠道库存较高，有较大的清理库存的需求。对于各个品牌而言，如果在年底前渠道库销比以及库龄结构能够回到健康的水平，那将有助于 2024 年的收入增速和终端流水表现保持同步。	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)。
啤酒行业	我们认为，在消费分级的趋势之下，高端消费者依然有较强意愿往高端及超高端价格带的啤酒产品升级。相较而言，我们认为次高端价格带的产品可能受消费力下降的影响会更大，消费者从大众价格带升级至次高端价格带产品的意愿可能会有所减弱。基于以上对行业趋势的判断，我们认为 2024 年中国啤酒市场，高端与超高端啤酒提价的可能性要大于大众或次高端价格带的产品。	维持华润啤酒 (291.HK)、重庆啤酒 (600132.CH)、百威亚太* (1876.HK) 及青岛啤酒 H 股 (168.HK) “买入”评级，维持青岛啤酒 A 股 (600600.CH) “持有”评级，燕京啤酒 (000729.CH) 维持“卖出”评级
乳制品行业	液态奶的刚需属性将持续释放，白奶的人均引用量将继续上升。同时，酸奶与乳饮料的增速取决于公司对产品创意以及产品功能性的开发与投入。在这一基础上，叠加明年春节较晚的影响，我们预测龙头乳制品企业 2024 年液态奶增速有望维持高单位数的收入增长，高于行业整体增速，并继续扩大它们液态奶行业的市场份额。	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。
奶粉行业	过去两年出生人口数连续下滑，令婴配粉行业在 2024 年的收入规模可能进一步收缩。另外，我们认为龙头婴配粉玩家的渠道库存已基本恢复到相对健康的水平。我们预计市场对中国奶粉行业的偏好性和关注度在中短期难有提升，估值也将维持在较低水平。	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.CH)。
白酒行业	在白酒行业弱周期下，白酒行业玩家短期的表现可能出现一定程度的分化。我们建议关注市场需求持续向好、渠道库存相对健康且仍有提价空间的高端白酒品牌 (茅台、泸州老窖)，以及品牌力较强且仍有较大全国化扩张空间的区域龙头白酒企业 (汾酒、今世缘)。	建议重点关注贵州茅台 (600519.CH)、五粮液 (000858.CH)、泸州老窖 (000568.CH)、山西汾酒 (600809.CH) 和今世缘 (603369.CH)。
化妆品行业	我们认为在化妆品企业清理库存以及低基数的带动下，2024 年化妆品零售额增速有望恢复到高于社零总额增速的水平。我们认为，在消费者消费习惯更加谨慎、销售渠道转换以及国产企业加强研发能力的基础上，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。	维持珀莱雅 (603605.CH)、巨子生物 (2367.HK) “买入”评级，以及贝泰妮 (300957.CH)、华熙生物 (688363.CH) “持有”评级。
餐饮行业	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。	维持九毛九 (9922.HK)、百胜中国 (YUMC.US)、特海 (9658.HK) “买入”评级，以及海底捞 (6862.HK) “持有”评级。

注：*为行业首推；

资料来源：浦银国际

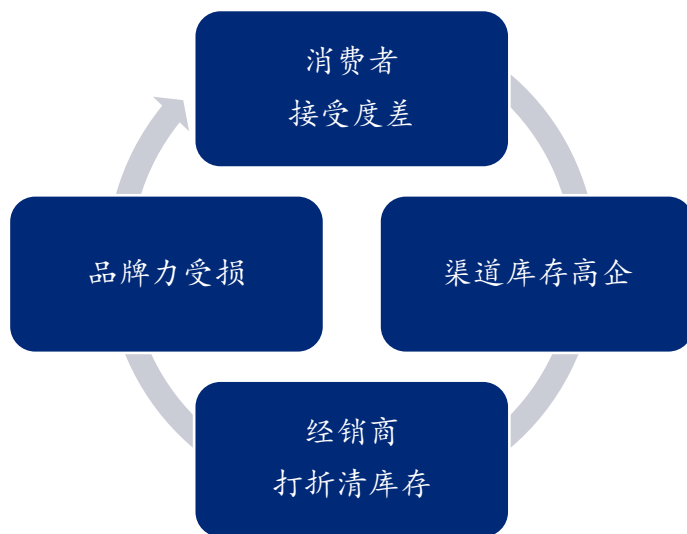
一、对下沉市场的渗透驱动终端需求的增长

在疫情以前，在消费升级的大趋势下，许多消费品企业聚焦中高端消费，主打高层级市场。随着越来越多的玩家进入高层级市场，不少消费赛道在一二线城市已接近饱和。

疫情结束以后，随着消费力的下降以及竞争的日益激烈，各玩家在高线城市的增长空间受到较大的阻力。另一方面，尽管低线城市的消费力同样受到经济下行的影响，但相对高层级市场，低线城市消费者的品牌意识尚待提升，对产品品质的诉求有待提高，对高性价比产品的消费意愿仍有上升空间。

基于以上考虑，不少企业都纷纷将目光转向了低线市场。我们认为，向下沉市场渗透是不少消费品企业在 2024 年的战略目标。然而，在没有做好充分准备的情况下轻易地向下沉市场拓展渠道，很可能导致一系列的问题，最坏有可能导致品牌力受损。

图表 16：市场下沉策略可能造成的负面影响



资料来源：浦银国际整理

我们认为，判断一家企业是否能够成功在低线市场抢占市场份额，很大程度上取决于以下几个关键要素：

(1) 是否有较强的品牌影响力？

我们认为，品牌力是企业能否成功下沉并在低线城市抢占市场份额的关键要素。足够强的品牌知名度和影响力才能在低线城市的消费者中造成足够的反响，从而促使消费者从原来使用的品牌换成新的品牌。

举例来说，作为国产运动服饰品牌中的佼佼者，李宁过去几年致力于提升自己的品牌形象与产品定位，并聚焦在高层级市场的扩张。然而，考虑到短期消费降级的影响，李宁公司明年将开始转变策略往低线城市下沉，抢占低层级市场的份额。

基于李宁过去几年里对品牌形象的持续投入，我们认为李宁目前的品牌力与其他国产品牌（安踏、特步、361度等）之间已经拉开了一定的差距。所以我们有信心李宁明年有望在低线城市抢占一定的市场份额。

图表 17：中国运动服品牌百度指数排名，1Q21-4Q23

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
第一名	李宁	李宁	鸿星尔克	安踏	安踏	李宁	李宁	李宁	李宁	李宁	李宁	李宁
第二名	安踏	安踏	安踏	李宁	李宁	安踏	安踏	安踏	安踏	安踏	安踏	安踏
第三名	特步	特步	李宁	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克	鸿星尔克
第四名	鸿星尔克	鸿星尔克	特步	特步	特步	特步	特步	特步	特步	特步	特步	特步
第五名	361度	361度	361度	361度	361度	361度	361度	361度	361度	361度	361度	361度

注：4Q23数据截至2023年12月4日

资料来源：百度指数，浦银国际整理

(2) 是否有专门针对低线城市的差异化产品？

低层级市场的消费者与高层级市场的消费者在消费者画像上是不同的。原本定位中高线市场的品牌，若直接以现有的产品矩阵去攻占低层级市场，这显然是不合理的。这样做会导致以下问题的产生：

- 1) **原产品矩阵的定价范围可能并不符合低层级市场消费者的消费水平和承受能力。**低线城市消费者比高线城市消费者更关注产品的性价比。无论品牌力有多强，如果产品不具备足够性价比，则很难被消费者所接受。

拿海底捞举例，海底捞曾于2020年在低线城市大举扩张。然而，较高的菜品价格导致海底捞在低线城市的客流与翻台率达不到理想的水平。因此，公司不得不在2021年启动“啄木鸟计划”来关停那些未达预期的门店，从而保障公司的盈利水平。

- 2) **原有产品属性与低线城市消费者的消费偏好不匹配。**低线城市的消费者在对产品的偏好上与高线城市的消费者是存在差异的。直接拿现有高线市场的产品去低线市场营销很可能导致消费者拒绝买单。

举例来说，低线城市大部分的消费者的健康意识相较于高线城市还有一定的差距，饮食上暂时还没有很强的控糖需求。因此，在高线市场需求旺盛的无糖即饮茶产品（比如农夫山泉的茶派和东方树叶）恐怕较难被低线城市的消费者广为接受。

3) 终端运营模式、门店店型、营销手法等需要进行本土化调整。基于高线与低线城市消费水平与消费理念上的差异，终端的运营模式也需要做出相应的调整。从连锁餐饮行业来看，低层级市场的客单价相对较低，但同时租金和人工也会相应下降。

因此，我们认为对于企业而言，想要攻占低线层级市场，较为明智的做法是开发设计专门针对低线城市的产品线，在保证与原有品牌之间较强关联性的基础上，一定程度上在产品线方面与现有产品制造区隔。

我们看到李宁在 2023 年下半年新上市了几款定价在人民币 500-700 元的专业篮球鞋产品，而明年会有更多针对中低层级市场的产品推出。这也体现了李宁在产品方面正积极地为向中低层级市场拓展而做布局。

图表 18: 李宁新款篮球鞋 - 狂怒系列



资料来源：淘宝，浦银国际

图表 19: 李宁新款篮球鞋 - 暴风 2023



资料来源：淘宝，浦银国际

同时，企业需要配合产品对终端运营模式、门店店型、营销手法等方面进行本土化调整。这也解释了海底捞为什么正积极地尝试新的业态“嗨捞火锅”，希望以不同的门店经营模式（比如简化服务流程、提升自助比例等）来拓展中低层级市场。另外，以副品牌拓展新市场一定程度上也能够降低对海底捞原有品牌形象的影响。

图表 20：嗨捞火锅门店



资料来源：浦银国际

图表 21：嗨捞半自助取菜区



资料来源：大众点评，浦银国际

(3) 是否有优质的渠道商或零售伙伴支持品牌下沉？

除了品牌力与产品力之外，优质的渠道资源也是企业向低线城市下沉必不可少的要素。因此，对于零售品牌而言，选择优秀的渠道商或零售合作伙伴就变得至关重要。

我们认为优秀的渠道商或零售伙伴应该具备以下所有或部分条件：

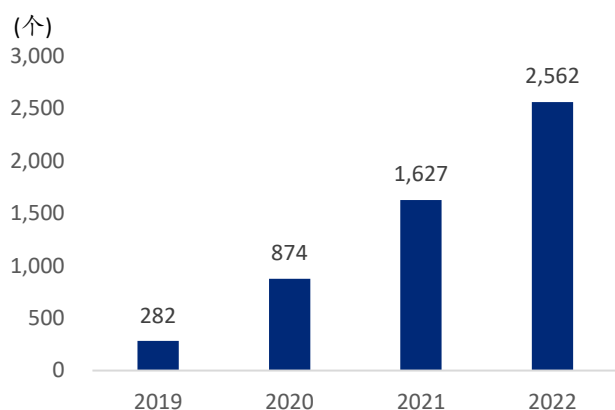
- 1) 在当地有较强的社会资源，包括自有的物业以及丰富的人脉关系；
- 2) 有较强的门店运营与零售管理能力，有严格的库存管理系统；
- 3) 了解当地消费者的消费偏好，能够针对性地制定有效的终端运营策略；
- 4) 最好有较为丰富的品牌资源（多品牌），这有助于提升渠道商在谈判时的议价能力。

李宁从 2022 年开始与滔搏合作，但目前滔搏在经营的李宁门店数仅有 70 家左右，主要集中在广东和辽宁。我们认为，李宁若能加大与滔搏的合作，将有助于李宁在中低线市场稳健而又高质量的市场拓展。

对于餐饮玩家来说，加盟已经成为了公司向低线城市拓展市场的重要业务模式。加盟能够减少企业自身的资本支出投入，也能够减小市场扩张可能带来的巨大盈利风险。

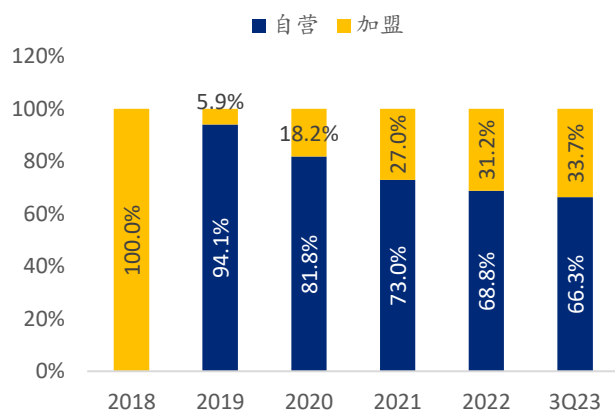
过去 4 年，瑞幸咖啡通过加盟的方式向中低线市场迅速扩张，加盟门店数快速增长。截至 2023 年 3 季度末，瑞幸咖啡加盟门店数量已达到 4,466 家，占整体门店数的 33.7%。其他餐饮企业(包括奈雪)也都开始纷纷效仿瑞幸，积极通过加盟的业务模式向低线城市拓展。

图表 22: 瑞幸咖啡加盟门店数



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 23: 瑞幸咖啡加盟与直营门店占比



资料来源: 公司数据, 浦银国际

然而，加盟业务模式可能会对品牌带来一定的风险。我们认为，品牌必须对加盟商就产品质量、产品价格、折扣水平、门店运营、库存管理等方面都进行标准化的严格管理和培训，并进行常态化的监督，才能将加盟模式可能带来的风险维持在可控的范围。

二、健康的渠道库存是收入稳健增长的前提

在 2022 年经历了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 年仍然致力于通过加大折扣和促销力度来清理渠道库存，希望能够使品牌的渠道库存相较 2022 年底有所下降。

然而，由于终端需求恢复不如预期，导致不少消费子行业或者各消费赛道中的部分企业渠道库存水平相较疫情前依然处于偏高的水平。在终端销售需求本就具有较大不确定性的背景下，如果消费企业在 2024 年里仍然有清理或降低渠道库存的需求，则很可能导致企业 2024 年收入表现进一步承压。

我们认为，满足以下所有或部分条件的企业在 2024 年将面临相对较小的渠道库存风险：

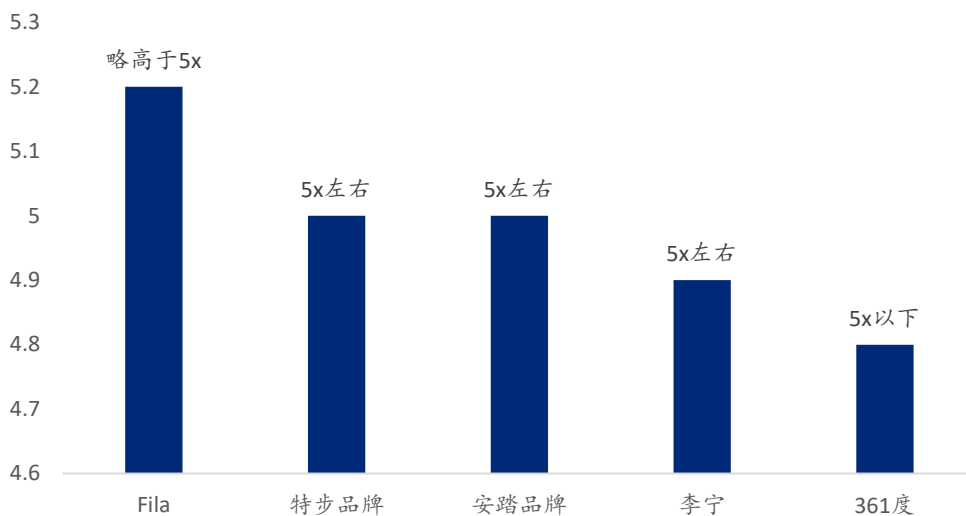
(1) 年底前渠道库存可以回到健康水平的企业

分行业来看，目前白酒、运动服饰、奶粉、调味品等消费子行业中的部分企业依然有较高的渠道库存。

就我们所知，部分国产运动服饰企业在今年四季度加快了清理库存的节奏。特步甚至由于清库存规模以及折扣力度大于预期而不得不大幅下调公司 2023 年全年的收入与盈利指引。从特步的例子中可见清理渠道库存可能对公司的盈利预期带来巨大的影响。

因此，市场在选择明年投资标的的时候，应该尽可能选择整体渠道库存处于健康水平，同时库龄结构优秀、老库存（12 个月以上）占比较低的企业。

图表 24：运动服饰品牌渠道库销比比较，3Q23



资料来源：公司数据，浦银国际整理

(2) DTC 占比高、批发占比小的企业

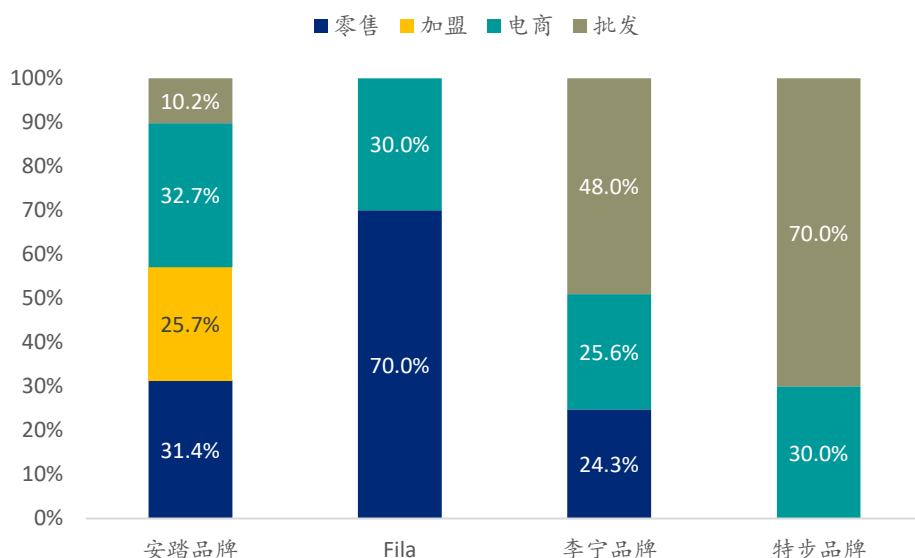
DTC (Direct-to-consumer) 是中国零售行业的大势所趋。较高的 DTC 占比能够保障企业对零售终端有较强的掌控力，在改善终端门店运营效率的同时提升消费者购物体验，从而最终强化品牌的形象以及企业的竞争力。

更重要的是，DTC (包括直营门店与直营电商) 占比较高的企业所需要面对的渠道库存风险相对批发占主导的企业低不少。对 DTC 占比高的企业来说，即使全渠道的库存水平较高，但由于大部分的库存都在公司内部而不在渠道或终端，因此经销商窜货或者大幅打折清理库存的风险较小。

品牌企业本身相对经销商有更强的资金周转与管理能力，因此在面对较高的库存时，能够合理地掌握清理库存的节奏以及打折的力度，不至于对品牌形象带来负面的影响。

比较安踏、李宁与特步三个品牌，就全渠道库销比和库龄结构来看，李宁的库存水平相对安踏和特步并不高。然而，李宁短期却不得不面临着窜货的难题。同时，李宁目标在 2023 年底前将库销比从 5x 降到 4x 多。截至 11 月底，安踏品牌是为数不多未在四季度提出有清理渠道库存需求的国产运动服饰品牌。我们认为这很大程度上归功于安踏品牌较高的 DTC 占比。

图表 25：李宁、安踏、特步旗下主要品牌收入按渠道分布，1H23



资料来源：公司数据，浦银国际整理

(3) 长期聚焦渠道库存管理的企业

对大部分消费板块来说，批发依然是现阶段最主流的分销模式。在批发分销模式下，如果没有成熟的库存管控机制，一旦动销放缓，库存就会在分销渠道与零售终端积压，给经销商带来巨大的资金周转压力。

在终端需求不确定性依然比较高的情况下，我们在 2024 年选择消费行业投资标的时，必须充分考虑：公司本身是否有一套完善的库存管理体系、企业在历史上对渠道库存的管理是否成功、企业是否长期聚焦和重视对渠道库存的严格管控。

对于历史上多次由于短期清库存而对盈利造成较大负面影响的企业，我们在 2024 年依然应该尽量避免。

三、新兴渠道的重要性将持续凸显

疫情三年无疑对消费者的消费习惯产生了深远的影响，消费者对线上渠道的依赖程度进一步加深。然而，电商整体的增速在 2022 年由于物流受阻以及大规模的感染开始大幅放缓。进入 2023 年以后，随着疫情的放开，消费者从线上回归线下，导致很多零售品牌的线上流水增速不及线下流水增长。

然而，依然有少数零售品牌或零售商 2023 年的线上流水维持较高的增速，甚至快于线下的增长。这很大程度上是依靠电商业务及时的转型以及对新兴渠道的开拓。

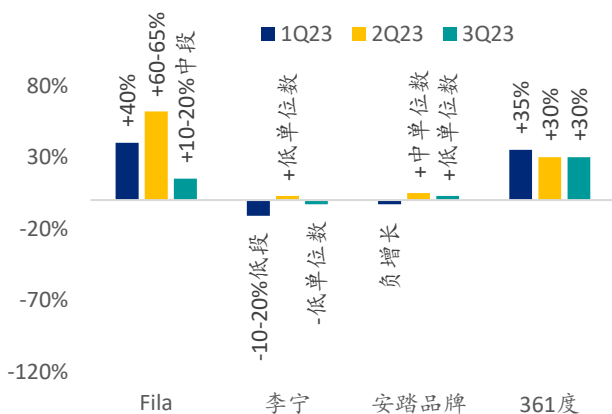
作为品牌或零售商，要想自己的电商渠道在中长期持续录得较高速的增长，就必须顺应当下电商发展的大趋势。我们总结了电商渠道发展的三大趋势。

(1) 新兴电商渠道持续崛起

过去几年间，新兴电商渠道（包括微信小程序与直播带货）在快速崛起，并持续抢占传统平台电商的市场份额。更多的消费者开始逐渐从传统电商平台向新兴渠道转移。这也促使品牌和零售商积极地布局新兴电商渠道。

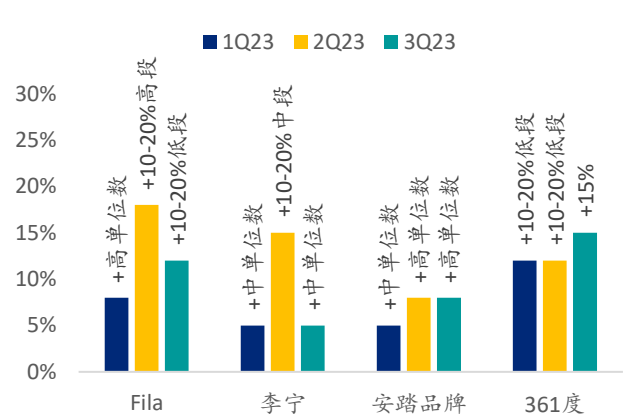
举例来说，Fila 是为数不多 2023 年线上流水增速高于线下的运动品牌，这归功于 Fila 积极地将其电商资源向抖音倾斜。Fila 能够快速地在抖音布局，很大程度上也由于 Fila 的品牌形象相对于其他品牌与抖音契合度更高。

图表 26: 运动服饰品牌 1Q23-3Q23 线上流水增速



资料来源：公司数据，浦银国际

图表 27: 运动服饰品牌 1Q23-3Q23 全渠道流水增速



注：361 度为线下流水增长数据。

资料来源：公司数据，浦银国际

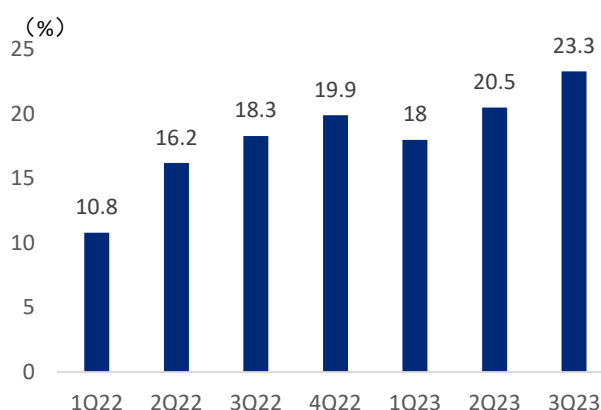
除了 Fila 这样的运动品牌以外，滔搏和宝胜等运动服饰零售商过去几年也在持续聚焦于全域零售体系的打造。其中，私域流量(包括离线开单、自有 App、微信小程序、抖音及其他短视频直播)扮演了越来越重要的角色。和平台电商相比，私域电商渠道拉近了与消费者之间的距离，有助于增加消费者粘性。

图表 28：滔搏抖音直播



资料来源：抖音，浦银国际

图表 29：宝胜泛微信渠道占线下直营收入的比例



资料来源：公司数据，浦银国际

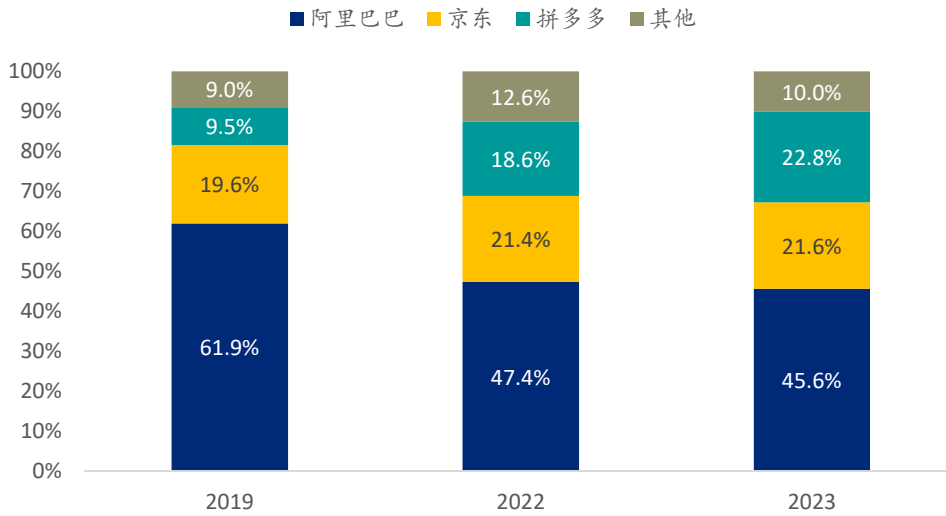
展望 2024 年，我们预测传统电商与新兴电商渠道可能进一步分化，更多的零售品牌或零售商将大力发展新兴电商渠道。

(2) 传统平台电商重新洗牌

传统平台电商在被新兴电商渠道抢占市场份额的同时，其内部的份额也在发生改变。

过去三年，疫情导致全国整体消费力的下降，但这也促使消费者在购物偏好上趋于理性，同时对价格更加敏感，更加关注产品的性价比。在这一消费大趋势之下，消费者对于拼多多的青睐度不断提升。这帮助拼多多在过去两年里持续抢占阿里巴巴的市场份额。截至 2023 年末，拼多多的市场份额已经超越京东，拼多多成为中国第二大的传统电商平台。

图表 30：平台电商市场份额，2019 vs 2023



资料来源：公司数据，Bloomberg，浦银国际预测

我们认为，对于快消品而言，拼多多是一个不可忽视的重要电商平台。然而，市场定位偏高的零售品牌，需要警惕拼多多较高的零售折扣力度对于品牌形象与价格体系的负面影响。

(3) O2O 对快消品的收入贡献持续上升

虽然中国整体快消品（FMCG）在电商渠道的收入增速有所放缓，但 O2O（online-to-offline）渠道的收入过去两年依然维持较高的增速。这很大程度上是源于疫情对消费者消费习惯的改变。

根据 Bain 的数据显示，2022 年快消品 O2O 渠道的收入增速达到 18%，远高于快消品整体电商渠道 2% 的增速。O2O 渠道对中国快消品整体的收入贡献也从 5.7% 上升至 6.7%。

对于中国的主要商超玩家而言，O2O 已经成为了重要的收入贡献来源。根据 Bain 的报告，2022 年 O2O 占中国前 10 大的商超玩家的收入比例平均已经达到 15% 左右。

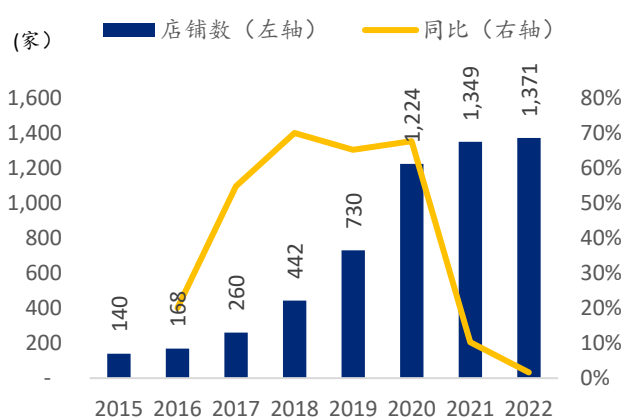
基于 O2O 模式为消费者带来的极大的便利性，我们预测 O2O 对于快消品整体收入的贡献未来有望持续提升。对主要商超玩家而言，积极对 O2O 进行布局有助于触达更多的潜在消费者。

四、降本增效的能力决定了盈利提升的空间

疫情期间，各个行业的终端市场需求都面临较大的挑战。在收入同比下滑的情况下，为了防止公司盈利能力在负杠杆作用下出现大幅恶化，许多消费品企业过去两年开始致力于降本增效，希望通过提升公司的运营效率来改善公司的盈利能力。

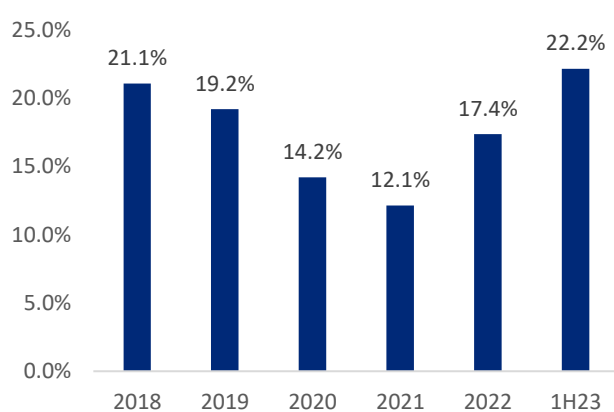
从结果来看，不少消费品公司的降本增效战略在 2023 年取得了不错的成效。比如海底捞通过其“啄木鸟计划”，关闭了近 300 家低效店铺，同时通过数字化赋能对门店运营流程进行优化，从而大幅提升门店的平均运营利润率。

图表 31: 海底捞门店数



资料来源: 公司数据, 浦银国际

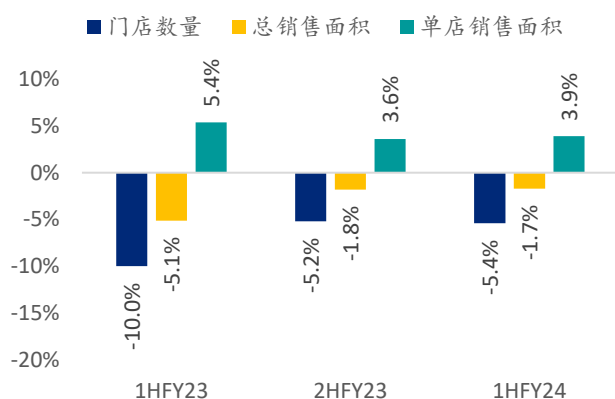
图表 32: 海底捞平均门店经营利润率



资料来源: 公司数据, 浦银国际

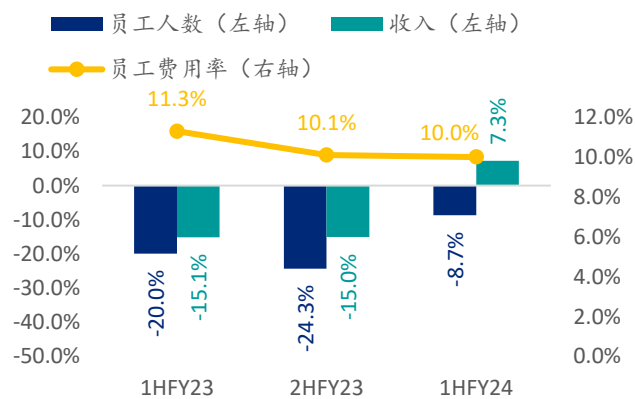
同样的，滔搏作为中国最大的运动服饰零售商，在疫情期间不断优化终端门店的运营能力，通过对店效、坪效和人效的提升，在过去三年保持了稳定的盈利能力。

图表 33: 滔搏门店数量、总销售面积及平均单店销售面积的半年环比变化, 1HFY23-1HFY24



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 34: 滔搏员工数量及收入的同比变化以及对应的员工费用率, 1HFY23-1HFY24



资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 35：滔搏长期提升店效、坪效和人效的战略举措



资料来源：公司资料，浦银国际整理

展望 2024 年，我们认为市场需求可能在政策驱动下有所提升，但行业收入增速可能将有所放缓。在没有明显经营杠杆帮助的情况下，各消费企业是否能够在 2023 年的基础上还有进一步缩减费用、提升运营效率的空间，从而提升公司的利润率？这取决于公司本身所处的细分行业、公司持续优化运营效率的能力以及管理层的战略。

就细分行业而言，我们认为啤酒行业与乳制品行业的龙头企业（比如华润啤酒、伊利、蒙牛等）中长期依然有一定缩减费用率的空间。

在运动服饰行业中，虽然安踏旗下 Fila 品牌明年的利润率可能承压，但我们认为安踏品牌在完成 DTC 转直营之后，有望在未来几年通过终端门店运营效率的优化来提升直营门店的经营利润率。另外，我们相信滔搏在未来依然有能力和空间去提升店效、坪效和人效，从而持续提升利润率水平。

图表 36: 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	72.7	26,358	19.1	16.0	13.6	27.0	19.1	17.8	10.0	8.8	7.7
2331.HK Equity	李宁	18.3	6,153	11.6	9.7	8.2	-5.9	19.3	18.5	7.1	5.9	5.0
2313.HK Equity	申洲国际	76.0	14,633	22.7	18.3	8.2	1.2	24.1	19.2	16.4	13.1	11.0
6110.HK Equity	滔搏	5.7	4,543	14.4	11.8	10.4	12.6	21.9	13.2	6.6	6.0	5.5
1368.HK Equity	特步国际	4.5	1,506	10.0	8.2	6.8	12.3	21.9	20.8	5.4	4.5	3.8
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	450	7.3	4.7	3.7	382.6	54.2	26.6	1.6	1.6	1.4
1361.HK Equity	361度	3.4	895	6.8	5.8	4.9	26.7	18.2	17.4	1.7	1.4	1.3
平均值				18.3	15.1	10.9				10.8	9.1	7.8
啤酒												
1876.HK Equity	百威亚太	12.8	21,712	23.0	18.7	16.5	12.3	21.9	13.5	9.3	7.6	6.4
291.HK Equity	华润啤酒	32.8	13,629	18.3	15.1	12.7	22.7	21.2	18.8	16.3	13.8	11.7
600600.CH Equity	青岛啤酒	71.5	11,291	22.1	18.6	16.4	18.0	18.7	13.9	13.7	12.1	10.7
168.HK Equity	青岛啤酒	50.4	11,291	14.5	12.4	11.0	16.4	17.0	12.7	7.8	6.8	5.9
600132.CH Equity	重庆啤酒	67.2	4,530	22.3	19.3	16.9	15.6	15.6	14.3	7.7	6.8	6.2
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.5	3,727	42.7	30.3	23.2	77.6	41.0	30.7	16.8	18.9	16.9
平均值				21.5	17.6	15.2				11.6	10.1	8.7
白酒												
600519.CH Equity	贵州茅台	1,698.0	297,174	28.8	24.1	20.8	18.2	19.4	16.0	20.0	16.8	14.5
000858.CH Equity	五粮液	139.2	75,278	17.9	15.7	13.8	13.4	13.9	13.8	11.0	9.7	8.5
600809.CH Equity	山西汾酒	225.6	38,344	26.4	21.3	17.4	28.7	23.8	22.1	19.6	15.9	13.1
000568.CH Equity	泸州老窖	181.6	37,232	20.3	16.6	13.8	26.4	22.4	20.3	14.0	11.6	9.7
002304.CH Equity	洋河股份	112.0	23,506	15.7	13.5	11.7	14.7	16.0	15.6	9.7	8.4	7.4
000596.CH Equity	古井贡酒	244.0	15,734	29.1	22.9	18.5	40.9	27.2	23.9	15.7	12.3	10.0
000799.CH Equity	酒鬼酒	68.6	3,106	32.7	25.8	20.6	-34.9	26.8	24.9	21.2	17.2	13.6
603369.CH Equity	今世缘	50.5	8,821	20.1	16.2	13.2	25.2	24.2	22.5	13.6	10.9	9.0
000860.CH Equity	北京顺鑫农业股份有限公司	22.7	2,349	303.1	23.1	16.1	108.3	1,214.7	43.2	36.9	10.6	8.2
平均值				26.9	21.4	18.3				17.5	14.6	12.5
奶粉												
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.2	4,889	7.7	7.0	6.6	-9.1	10.0	6.7	4.2	3.9	3.6
1112.HK Equity	H&H国际控股	10.5	870	7.5	6.0	5.1	35.8	24.8	18.8	6.5	6.1	5.6
1717.HK Equity	澳优	2.7	618	9.4	7.8	6.8	118.5	21.2	14.4	5.9	5.0	4.3
平均值				7.9	7.0	6.4				4.7	4.3	4.0
乳制品												
600887.CH Equity	伊利股份	26.3	23,353	15.7	13.9	12.2	13.2	13.2	13.6	11.1	9.9	8.9
2319.HK Equity	蒙牛乳业	20.9	10,534	12.8	11.1	9.6	12.2	15.8	15.4	12.2	10.9	9.8
600597.CH Equity	光明乳业	9.0	1,728	20.1	17.2	15.1	71.9	17.0	13.8	7.7	6.7	5.9
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.7	1,192	106.1	45.2	31.6	-41.2	134.4	43.2	44.4	19.5	14.6
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	740	12.2	4.2	3.0	-23.2	187.3	41.1	7.1	5.9	4.9
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	695	N/A	4.4	3.1	-222.7	322.2	41.3	7.6	6.8	5.6
平均值				15.1	13.2	11.6				11.3	10.1	9.0
软饮料												
9633.HK Equity	农夫山泉	44.7	64,317	44.7	38.3	33.1	20.9	16.6	15.7	28.3	24.3	21.3
322.HK Equity	康师傅控股	9.2	6,632	13.8	11.5	10.1	30.8	20.1	13.6	6.5	4.4	4.0
220.HK Equity	统一企业中国	5.2	2,893	13.8	12.4	10.7	23.3	11.5	15.9	6.6	6.2	5.6
平均值				40.7	34.9	30.2				25.5	21.8	19.1
肉制品												
000895.CH Equity	双汇发展	25.8	12,449	15.1	14.0	13.0	5.5	7.4	7.8	11.0	10.4	9.7
288.HK Equity	万洲国际	4.7	7,789	7.8	6.5	6.1	-27.0	19.2	6.5	4.9	4.4	4.2
平均值				12.3	11.1	10.4				8.7	8.1	7.6
调味品												
603288.CH Equity	海天味业	36.7	28,447	32.8	28.6	25.7	0.4	14.6	11.2	25.0	22.1	19.7
300999.CH Equity	金龙鱼	33.7	25,447	65.2	41.3	35.7	-7.7	57.8	15.8	31.2	19.4	17.2
1579.HK Equity	颐海国际	11.2	1,492	11.8	10.5	9.3	16.4	12.9	13.1	6.4	5.8	5.1
600872.CH Equity	中炬高新	29.0	3,178	41.8	27.8	23.3	190.5	50.4	19.3	23.2	19.3	16.5
002507.CH Equity	涪陵榨菜	15.6	2,508	21.3	18.8	16.5	-5.5	13.1	13.7	13.8	12.6	11.4
600305.CH Equity	恒顺醋业	9.3	1,444	58.2	45.9	37.2	15.1	26.9	23.2	30.5	24.1	20.7
603027.CH Equity	千禾味业	16.2	2,321	31.2	25.2	21.1	44.6	24.1	19.1	21.2	17.3	14.8
平均值				45.5	33.0	28.8				26.5	20.0	17.7

(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	4.5	6,893	13.4	12.0	11.3	5.6	12.4	5.9	8.1	21.4	62.9
3799.HK Equity	达利食品	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	6.4	9.4	6.3	N/A	N/A	N/A
603517.CH Equity	绝味食品	28.6	2,517	30.8	18.7	15.0	144.5	64.5	24.5	17.1	11.7	9.8
002557.CH Equity	洽洽食品	35.8	2,531	21.6	16.1	13.7	-14.1	34.1	17.8	13.6	10.3	8.8
1458.HK Equity	周黑鸭	2.1	647	21.7	12.2	9.6	800.0	77.8	27.5	5.8	4.3	3.7
603719.CH Equity	良品铺子	22.5	1,255	26.6	21.2	17.8	0.6	25.2	19.4	14.7	12.7	6.5
平均值				19.7	14.8	12.9				11.2	16.0	35.4
新零售												
9992.HK Equity	泡泡玛特	20.5	3,540	24.4	18.8	15.2	83.1	30.2	23.7	12.7	9.7	7.8
MNSO.US Equity	名创优品有限公司	19.4	6,176	31.1	16.4	14.0	75.0	90.0	16.8	12.0	9.9	8.3
6683.HK Equity	巨星传奇	9.1	931	46.3	33.3	25.2	N/A	38.9	32.0	N/A	N/A	N/A
平均值				30.2	18.6	15.4				12.3	9.8	8.2
传统商超零售												
601933.CH Equity	永辉超市	3.0	3,755	424.3	70.7	36.7	102.3	500.0	92.9	19.2	15.9	14.3
6808.HK Equity	高鑫零售	1.3	1,552	N/A	20.0	14.5	47.8	400.0	37.6	-0.1	-0.1	-0.1
平均值				424.3	55.9	30.2				13.5	11.2	10.1
零售餐饮												
YUMC.US Equity	百胜中国	39.9	16,292	20.4	17.6	15.2	86.4	15.7	16.0	8.6	7.6	6.6
9987.HK Equity	百胜中国	310.4	16,229	20.3	17.6	15.1	86.4	15.7	16.0	8.6	7.5	6.6
6862.HK Equity	海底捞	14.0	10,009	16.0	13.9	12.0	169.3	14.9	15.6	8.3	7.3	6.7
9922.HK Equity	九毛九	6.5	1,200	16.1	10.2	7.5	681.9	58.2	36.3	7.0	4.9	3.8
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.2	699	24.6	11.1	7.3	144.1	121.8	51.9	6.4	4.6	3.4
520.HK Equity	呷哺呷哺	2.6	360	21.8	8.9	5.9	132.6	146.8	49.1	3.4	2.6	2.2
9869.HK Equity	海伦司	4.2	688	15.9	12.7	9.8	211.4	25.3	30.0	10.1	7.6	6.1
9658.HK Equity	特海国际	11.3	895	36.1	12.6	0.2	157.1	187.5	6,024.3	8.5	6.0	5.0
603345.CH Equity	安井食品	105.6	4,315	19.8	16.6	13.6	37.0	19.2	22.3	11.2	9.4	7.7
001215.CH Equity	千味央厨	53.7	648	31.6	23.8	18.6	41.6	32.5	28.2	18.3	14.3	11.5
平均值				19.3	16.4	14.1				8.4	7.3	6.5
旅游酒店												
600754.CH Equity	锦江酒店	31.0	4,155	27.3	18.8	15.1	971.7	44.7	24.7	12.0	9.9	8.7
600258.CH Equity	首旅酒店	16.6	2,582	23.8	18.4	15.3	234.0	29.4	20.3	9.5	8.5	7.7
1992.HK Equity	复星旅游文化	5.6	898	13.0	9.3	6.4	199.1	40.7	44.6	7.2	7.1	6.5
GHG.US Equity	格林酒店集团	3.6	380	8.8	8.9	7.9	N/A	-1.3	12.9	3.7	3.4	3.1
45.HK Equity	大酒店	5.7	1,206	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
69.HK Equity	香格里拉(亚洲)	5.0	2,305	9.7	9.1	7.7	242.0	7.6	18.3	12.7	11.4	11.7
1179.HK Equity	华住集团	26.6	10,861	21.7	19.6	19.4	N/A	10.8	1.0	11.9	10.8	9.5
HTHT.US Equity	华住集团	34.4	11,020	22.0	19.9	19.7	2,661.1	10.8	1.0	12.1	10.9	9.6
平均值				21.4	18.3	17.3				11.6	10.4	9.3
家电												
000333.CH Equity	美的集团	51.0	49,932	10.6	9.6	8.7	11.2	10.3	9.8	9.2	8.4	7.7
000651.CH Equity	格力电器	32.8	25,765	6.9	6.3	5.8	7.6	9.3	7.9	3.6	3.4	3.2
6690.HK Equity	海尔智家	21.2	26,203	10.9	9.6	8.5	12.8	14.0	13.1	7.6	6.8	6.1
600690.CH Equity	海尔智家	20.6	26,203	11.6	10.1	9.0	12.6	14.3	13.1	7.7	6.8	6.1
921.HK Equity	海信家电	16.8	3,686	7.2	6.3	5.5	103.7	15.5	12.8	5.2	4.6	3.8
平均值				10.0	9.0	8.1				7.4	6.7	6.1
化妆品												
YSG.US Equity	逸仙控股有限公司	0.8	423	N/A	11.0	5.6	62.9	282.6	94.8	22.8	1.7	1.9
600315.CH Equity	上海家化	22.5	2,115	25.8	21.3	18.5	24.4	21.1	15.0	16.8	14.4	12.8
603605.CH Equity	珀莱雅	104.7	5,788	36.8	28.9	23.5	37.3	27.2	23.1	25.8	20.7	16.8
688363.CH Equity	华熙生物	67.6	4,536	37.2	29.7	24.4	-10.1	25.2	22.0	27.2	21.8	17.9
300957.CH Equity	贝泰妮	68.7	4,057	22.8	18.3	14.9	21.4	24.7	22.9	18.0	14.2	11.4
2367.HK Equity	巨子生物	32.9	4,193	22.2	17.1	13.5	39.0	29.5	27.4	17.3	13.3	10.7
平均值				33.9	26.1	21.3				23.4	18.1	15.0
个人以及家庭护理												
1044.HK Equity	恒安国际	27.6	4,108	11.0	9.2	8.6	38.7	20.5	7.0	6.2	5.4	5.2
002511.CH Equity	中顺洁柔	10.5	1,954	33.8	23.4	17.1	15.2	44.4	36.7	15.8	12.2	9.9
3331.HK Equity	维达国际	20.3	3,121	47.9	19.9	15.4	-27.9	140.2	29.8	14.8	9.9	8.7
平均值				28.4	15.9	12.7				11.2	8.4	7.4

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 12 月 11 日收盘价
资料来源：Bloomberg，浦银国际

重点消费行业 2024 年展望

运动服饰行业：国际品牌持续回归，品牌力、产品力与库存管理能力决定国产品牌表现

我们预测，国际运动服装品牌 2024 年有望在疫情后持续回归。Nike 在中国市场的终端需求、供应链、营销力度基本都已恢复到正常的状态，并将在明年保持较稳健的销售增长。adidas 在中国市场的库存水平短期依然偏高，但终端的需求在过去几年的低基数基础上已出现明显回暖。我们预计 adidas 在中国的库存有望明年初回到正常水平，adidas 明年将持续加大在中国市场的营销力度，并有望重回门店扩张态势。这都将助力 adidas 在中国市场的零售伙伴（比如滔搏）明年录得较高速增长。

另一方面，在国际品牌回归且整体消费力减弱的大环境之下，我们认为大部分的国产品牌 2024 年将聚焦低层级市场的拓展。李宁管理层明确表示，2024 年将致力于推出具有更高性价比的专业运动产品来拓展低层级市场的渠道。我们认为这可能对原本就聚焦低层级市场的运动服饰品牌（包括安踏和特步）产生一定的竞争压力。我们认为国产品牌的品牌力与产品力很大程度上决定了谁能够在低线城市激烈的竞争中获取市场份额。基于以上考虑，在国内运动服饰品牌中，我们更看好李宁明年的销售表现。

图表 37：主要运动服饰品牌 3Q21-3Q23 零售流水表现

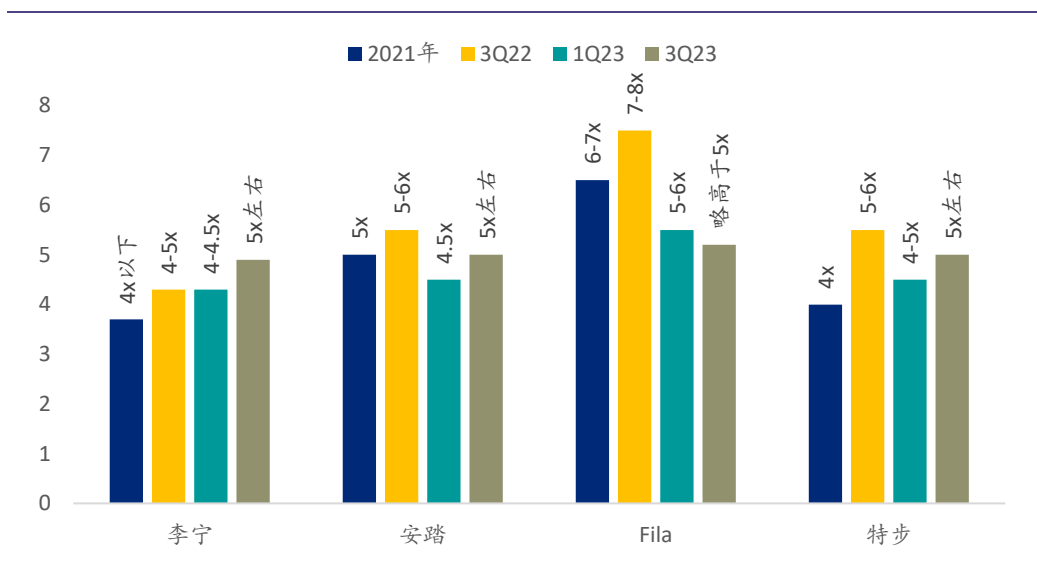
	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
李宁	▲增长 40-50% 低段	▲增长 30-40% 低段	▲增长 20-30% 高段	▼下降 高单位数	▲增长 10-20% 中段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 中单位数	▲增长 10-20% 中段	▲增长 中单位数
安踏品牌	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20% 中段	▲增长 10-20% 高段	▼下降 中单位数	▲增长 中单位数	▼下降 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数
安踏：Fila	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 高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

资料来源：公司数据、浦银国际

另外，进入今年四季度以后，部分国产运动服饰品牌的渠道库存依然较高，有较大的清理库存的需求。由于大部分国产运动服饰品牌的批发业务占比依然较高，我们认为这些品牌 2024 年业绩的确定性很大程度上还取决于公司今年年底的渠道库存情况。对于各个品牌而言，如果在年底前渠道库销比以及库龄结构能够回到健康的水平，那将有助于 2024 年的收入增速和终端流水表现保持同步。

就渠道库存来看，安踏品牌基于较高的 DTC 占比，2024 年面对的渠道库存风险可能相对较小。李宁虽然短期批发渠道面临一定的不确定性（包括库销比高于常态以及窜货），但我们有信心公司在 2023 年底前基本可以完成渠道的调整，届时渠道库销比有望回到 4 倍左右的水平。

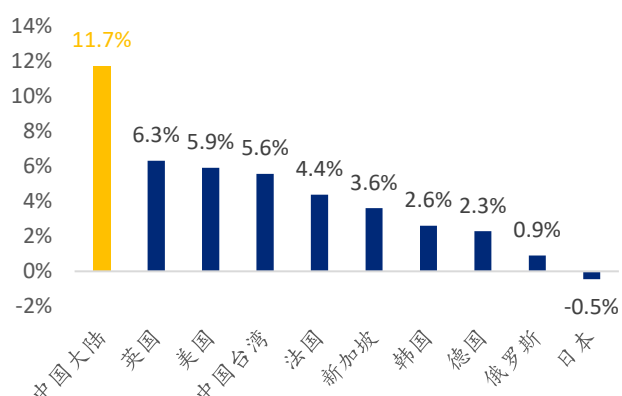
图表 38：各品牌渠道库销比



资料来源：浦银国际估算

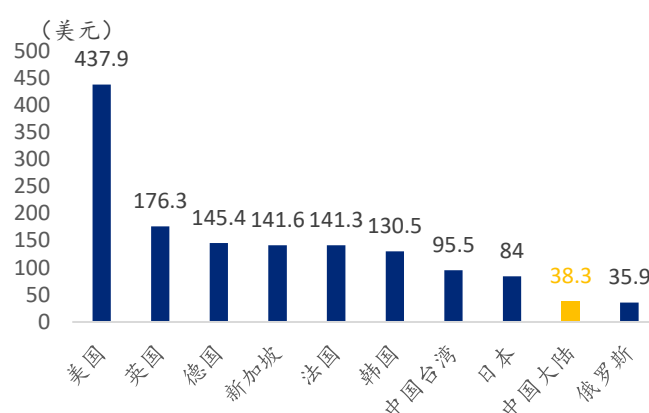
长期来看，中国运动服饰的人均销售额与发达国家相比仍处于比较低水平。这也表示中国消费者对运动服饰的需求未来还有巨大的上升空间。

图表 39：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 40：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**宝胜国际 (3813.HK)** 皆给予“买入”评级。**滔搏和李宁**是我们 2024 年在运动服饰行业的首选。

更多相关报告：

[《中国运动服饰行业：特步近期库存危机对李宁与安踏并没有负面暗示》](#) (2023-11-14)

[《李宁 \(2331.HK\)：剖析李宁不同时间维度的增长驱动力在哪里》](#) (2023-11-03)

[《李宁 \(2331.HK\)：快刀斩乱麻，重整再出发》](#) (2023-10-26)

[《滔搏 \(6110.HK\)：为什么坚定看好滔搏未来 12 个月的股价表现？》](#) (2023-10-20)

[《安踏 \(2020.HK\)：多品牌奠定公司核心竞争力，市场对安踏品牌的信心有望提升》](#) (2023-10-18)

[《安踏 \(2020.HK\)：3Q23 流水表现符合预期，全年利润增长有望带来惊喜》](#) (2023-10-13)

啤酒行业：高端市场仍有结构升级空间，成本压力有望进一步缓解

一步缓解

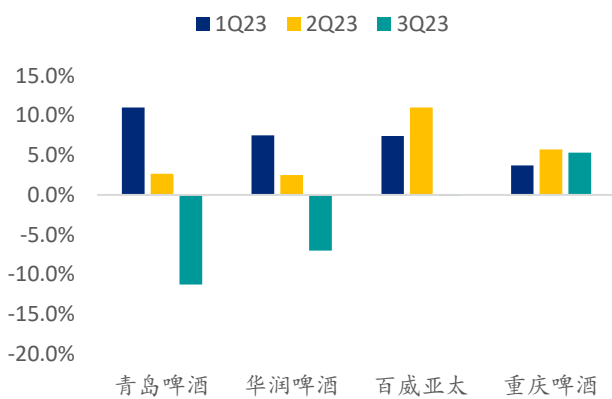
尽管中国整体消费力短期可能维持疲弱，但我们判断消费分级的趋势大概率将会在 2024 年持续，并很大程度上影响啤酒行业 2024 年的发展走向。

我们认为，在消费分级的趋势之下，高端消费者依然有较强意愿往高端及超高端价格带的啤酒产品升级。因此，高端及以上啤酒市场（人民币 10 元及以上）将依然享有持续产品结构升级的潜力和空间。因此，我们在 2024 年更看好在高端与超高端价格带有较强的品牌与产品布局的啤酒企业，比如百威亚太（1876.HK）和华润啤酒（291.HK）。

百威亚太在中国超高端啤酒市场有着最强的品牌矩阵。我们认为百威亚太将会是中国高端啤酒市场从高端向超高端升级的最大受益者之一。同样道理，华润旗下的喜力品牌也将受益于高端啤酒价格带升级的趋势。我们预计喜力 2024 年依然将维持较高的收入增速。

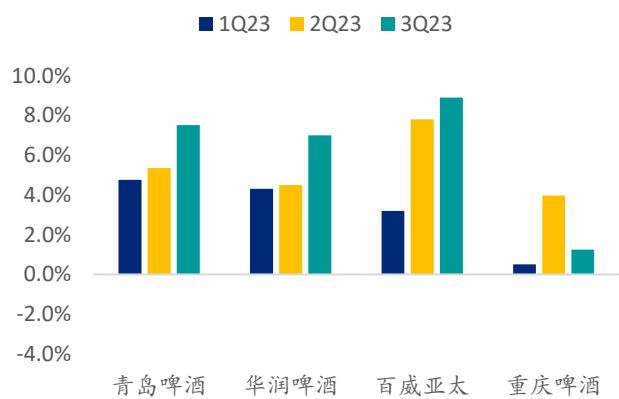
相较而言，我们认为次高端价格带的产品可能受消费力下降的影响会更大，消费者从大众价格带升级至次高端价格带产品的意愿可能会有所减弱。因此，次高端（6-8 元）的产品可能在 2024 年面临一定的价格与竞争压力。

图表 41：中国啤酒行业主要玩家销量同比增速



资料来源：公司数据，浦银国际估算

图表 42：中国啤酒行业主要玩家吨价同比增速



资料来源：公司数据，浦银国际估算

基于以上对行业趋势的判断，我们认为 2024 年中国啤酒市场，高端与超高端啤酒提价的可能性要大于大众或次高端价格带的产品。

图表 43：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价 8 毛钱，绿乌苏出厂价涨 2 元
	2022 年 12 月	疆外乌苏提价 3%-4%
百威亚太	2022 年 2 月	部分产品提价
	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幅度与 CPI 增幅相近
2023 年 3 月	核心+价值产品以高于 CPI 的涨幅进行提价	
	2023 年 12 月	华东地区部分高端及超高端产品提价 3%-5%

资料来源：公司资料、浦银国际

从成本端来看，大麦的价格近期有所回落。大部分的中国啤酒玩家（包括华润、百威、重啤）将在 2023 年年底开始签订新的原材料采购价格，并对大麦等主要原材料进行 12 个月的锁价或价格对冲。同时，澳麦双反放开很可能使主要啤酒企业明年重新开始采购澳洲大麦。这也可能进一步降低 2024 年啤酒行业的原材料成本。

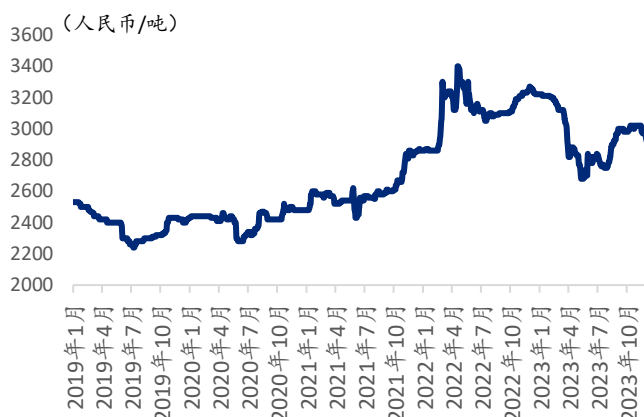
另外，铝和玻璃等包材的价格近期基本保持稳定。因此，我们预测啤酒行业 2024 年整体的成本压力相较 2023 年有所减小。这有利于主要啤酒企业 2024 年毛利率继续保持同比扩张趋势。

图表 44：大麦价格走势



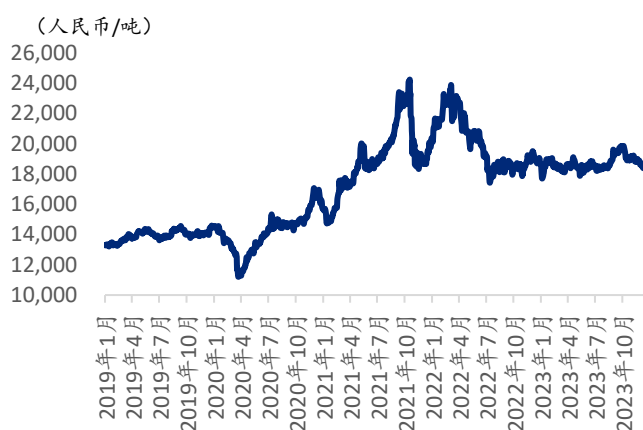
注：截至 2023 年 12 月 11 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 45：小麦价格走势



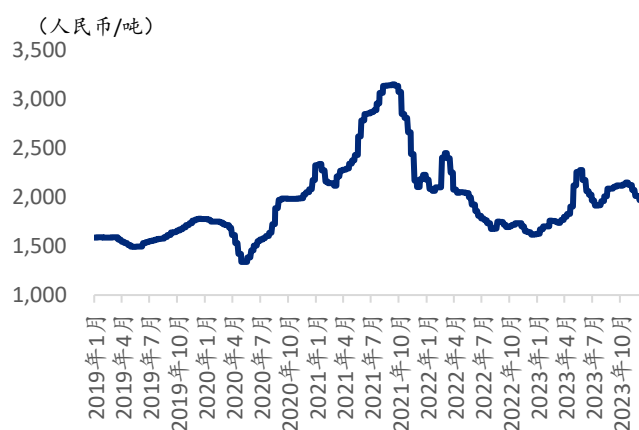
注：截至 2023 年 12 月 11 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 46：中国长江铝价格走势



注：截至 2023 年 12 月 11 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 47：中国玻璃价格指数



注：截至 2023 年 12 月 11 日
资料来源：Bloomberg，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。

我们对百威啤酒 (1876.HK)、华润啤酒 (291.HK)、重庆啤酒 (600132.CH) 及青岛啤酒 H 股 (168.HK) 给予“买入”评级。我们对青岛啤酒 A 股 (600600.CH) 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:

《百威亚太 (1876.HK): 中国持续向好, 韩国边际改善, 业绩确定性大幅提升; 上调至“买入”》(2023-11-29)

《百威亚太 (1876.HK): 中国高端化趋势持续向好, 但韩国短期仍将面临较大不确定性》(2023-10-31)

《青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 气候对销量负面影响已消化, 但结构升级超市场预期》(2023-10-30)

《青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 旺季接近尾声, 短期销量疲弱恐影响市场情绪》(2023-09-05)

《华润啤酒 (291.HK): 全年业绩确定性依然较高, 长期高端化趋势依然强劲》(2023-08-20)

《重庆啤酒 (600132.CH): 估值弹性如期释放, 市场情绪有望持续改善》(2023-08-17)

液态奶行业：收入增速保持稳健，利润率持续扩张的确定性高

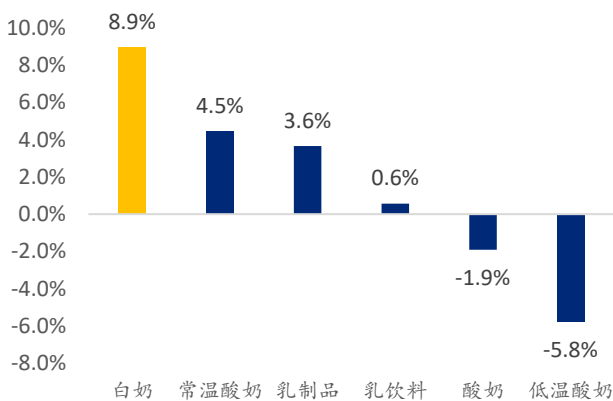
性高

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。这导致中国液态奶行业的消费趋势经历潜移默化的改变。这些变化主要包括：(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) 液态奶消费升级略显乏力。

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。

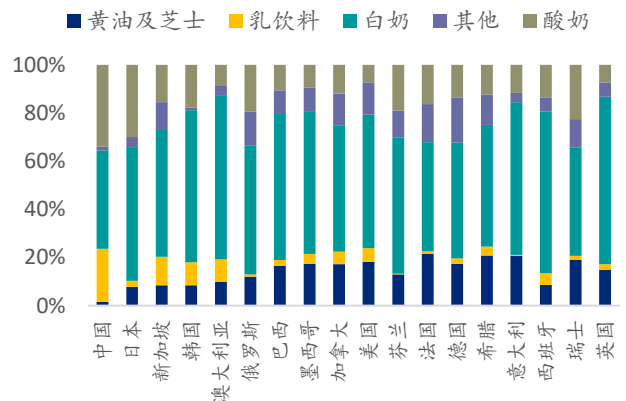
展望 2024 年，液态奶的刚需属性将持续释放，白奶的人均饮用量将继续上升。同时，酸奶与乳饮料的增速取决于公司对产品创意以及产品功能性的开发与投入。在这一基础上，叠加明年春节较晚的影响，我们预测龙头乳制品企业 2024 年液态奶增速有望维持高单位数的收入增长，高于行业整体增速，并继续扩大它们液态奶行业的市场份额。

图表 48：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 49：各国人均奶类产品销量比较，2022

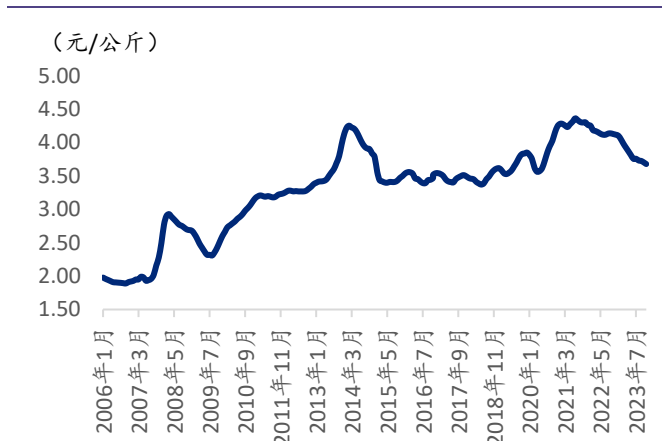


资料来源：Euromonitor、浦银国际

此外，2023 年乳制品市场整体供大于求，不管是伊利还是蒙牛，今年的收奶量都要高于往年。较大的市场供应导致主要玩家在 2023 年都增加了喷粉的规模，伊利还不得不在上半年做了对大包粉的库存减值。

充足的原奶供应与相对疲弱的终端需求导致原奶价格在 2023 年持续走低。原奶价格持续下滑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。

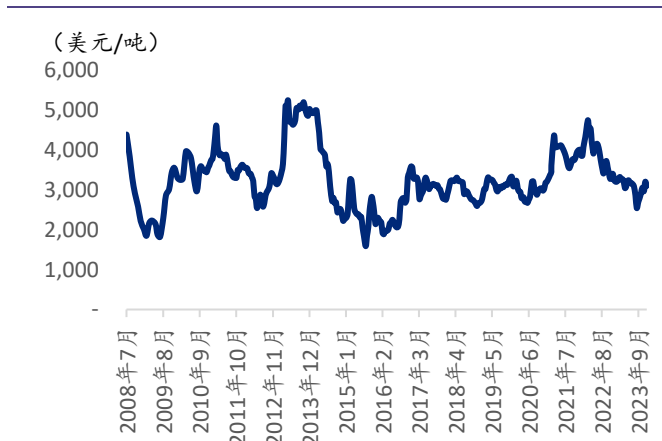
图表 50：中国原奶价格走势



注：截至 2023 年 12 月

资料来源：Wind，浦银国际

图表 51：新西兰恒天然全脂大包粉价格走势



注：截至 2023 年 12 月

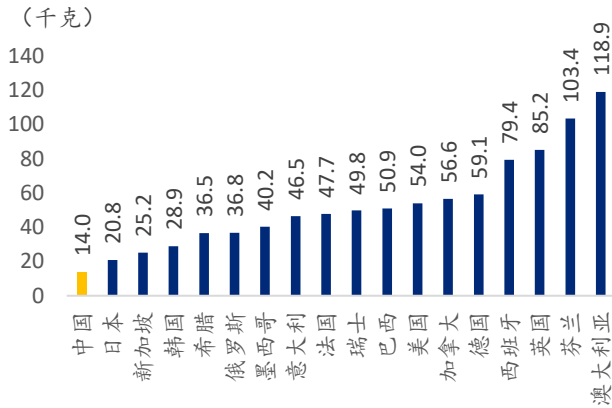
资料来源：Fonterra，浦银国际

尽管如此，液态奶行业目前整体的折扣水平依然相对稳定，意味着液态奶行业并未出现恶性竞争。我们认为，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。

我们判断原奶价格在 2024 年较难出现显著回升。因此，乳制品玩家的生产成本大概率将维持较低水平。同时，伊利与蒙牛等龙头企业将继续维持稳定的价格体系，保证产品结构的稳步上行。因此，我们认为伊利与蒙牛 2024 年的毛利率水平也将同比维持稳定或小幅扩张。但是，我们不排除公司 2024 年在原奶供大于求的环境下加大喷粉规模而导致减值的可能性。

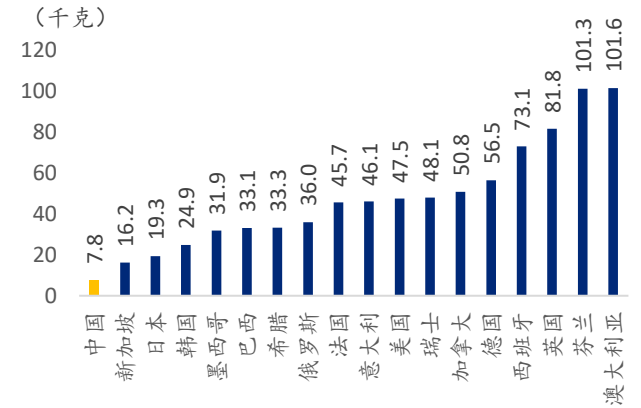
长期来看，中国消费者的健康意识将持续提升，更多消费者将认识到乳制品摄入对健康的重要性，利好液态奶市场需求的扩张。中国人均牛奶销售额远低于发达国家水平。我们相信，随着人均饮奶量的逐步上升，中国乳制品行业未来长期销量增长有着巨大的空间。

图表 52: 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 53: 各国家/地区人均牛奶销量比较, 2022



资料来源: Euromonitor、浦银国际

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

更多相关报告:

[《伊利 \(600887.CH\): 主营业务趋势稳步向好, 全年净利率扩张有望强于指引》 \(2023-11-01\)](#)

[《妙可蓝多 \(600882.CH\): 收入尚未出现起色, 毛利率大幅承压, 但经营效率有所提升》 \(2023-10-30\)](#)

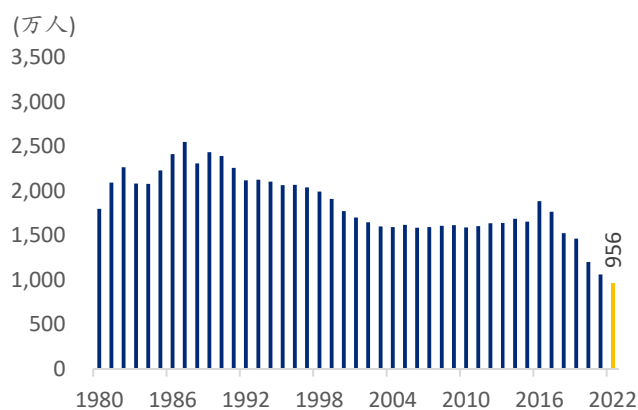
[《蒙牛 \(2319.HK\): 2H23 经营利润率面临高基数, 但长期利润率持续提升确定性强》 \(2023-09-01\)](#)

奶粉行业：出生人口有望回升，但行业销售较难实现反转

行业专家预测，2023 年的出生率将在 2022 年的基础上继续下滑，出生人口数可能在 800-900 万的区间。根据 Euromonitor 的数据预测，中国婴配粉行业的市场规模在 2023 年将同比下滑 4%。

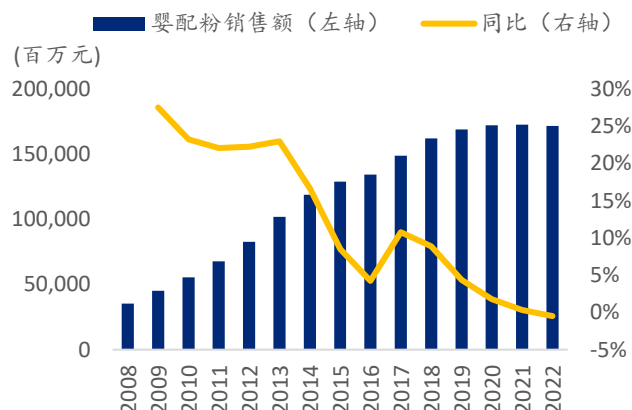
考虑到疫情带来的负面情绪有望在明年逐渐消散，叠加龙年效应的帮助，市场普遍预期 2024 年出生人口数有望在今年的基础上有所回升。然而，由于过去两年出生人口数连续录得显著下滑，我们判断即使 2024 年出生人口数真的如愿回升，也难以弥补整体婴配粉行业市场需求的下降。因此，我们预计婴配粉行业 2024 年的收入规模可能进一步收缩。

图表 54：中国出生人口



资料来源：国家统计局，浦银国际

图表 55：中国婴幼儿配方奶粉市场规模与增速

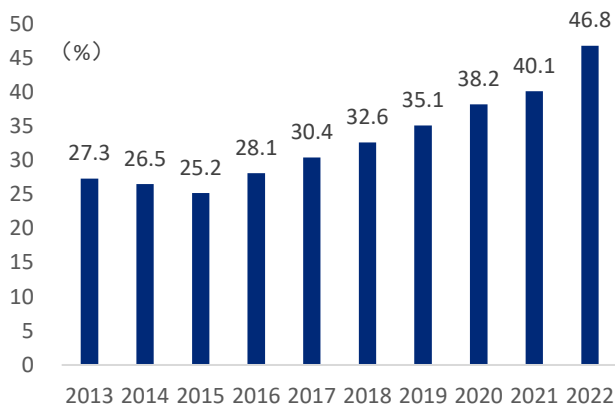


资料来源：Euromonitor，浦银国际

今年 2 月，婴配粉新国标正式开始实施。这导致婴配粉行业从今年二季度开始兴起一轮惨烈的去库存周期，婴配粉行业主要玩家的奶粉收入都不同程度出现了下滑。值得欣慰的是，去库存在下半年逐渐进入了尾声。我们预计主要奶粉玩家的收入有望在四季度恢复正增长。

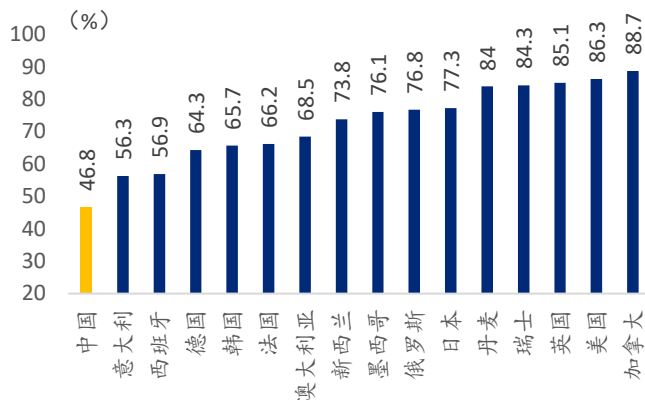
我们认为龙头婴配粉玩家的渠道库存已基本恢复到相对健康的水平。更重要的是，主要婴幼儿奶粉玩家都将库存管理视为最优先的工作重点之一。截至目前，飞鹤的渠道库销比（不含新品）维持在 1.6 个月左右，基本上和去年年底持平。因此，我们预测过去两年那种大规模的奶粉渠道库存危机今后发生的概率应该不大了。

图表 56: 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 57: 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

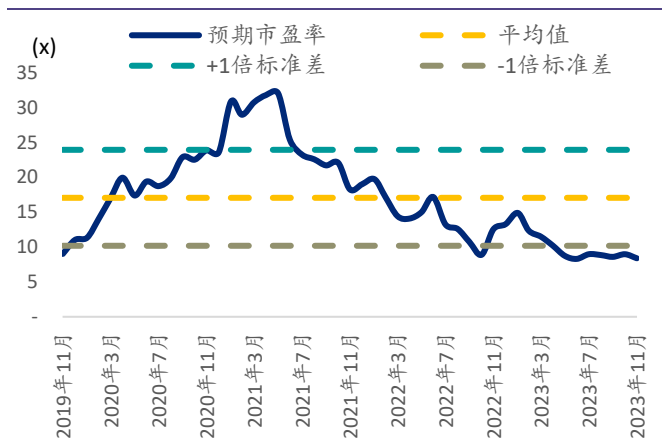
在新国标实施之后, 中国婴配粉行业的市场集中度有望进一步提升, 龙头企业有望获得高于行业的增速并瓜分小玩家的市场份额。但是中长期来看, 中国婴幼儿奶粉行业面对以下困境:

(1) 在中国人口出生率持续下降的大环境下, 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。

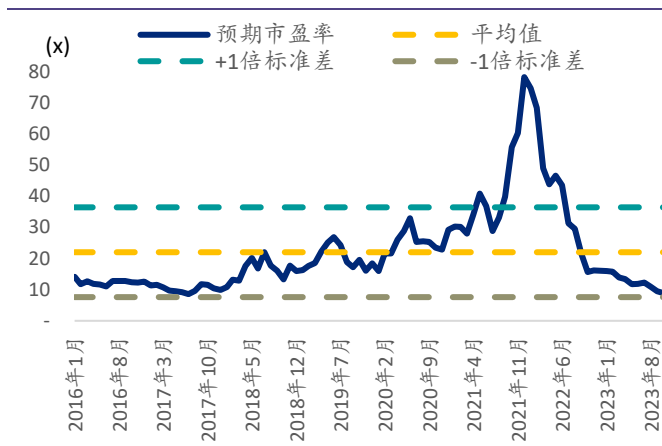
在这种大环境下, 我们预计市场对中国奶粉行业的偏好性与关注度中短期较难有提升, 估值也将维持在较低水平。相比飞鹤, 我们短期依然更看好伊利在奶粉行业的增长前景。

图表 58：飞鹤历史市盈率估值



注：截至 2023 年 12 月 11 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 59：澳优历史市盈率估值



注：截至 2023 年 12 月 11 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.CH）、H&H（1112.HK）和君乐宝（未上市）。

更多相关报告：

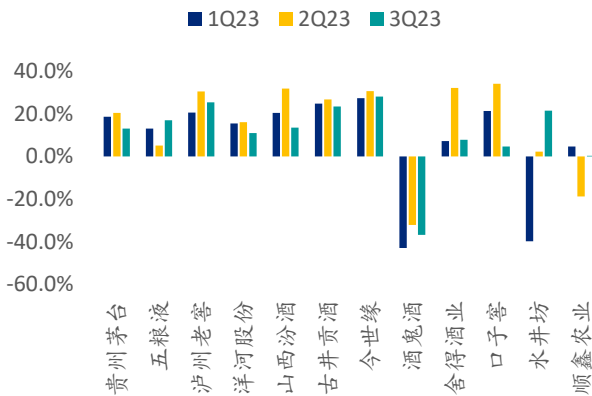
[《中国飞鹤（6186.HK）：数字化生态长期具有正面意义，但难改短期结构性困境》（2023-08-30）](#)

白酒行业：短期进入清库存周期，企业收入端增速可能放缓

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，家庭消费与商务宴请的需求皆有所减弱，从而导致市场对白酒市场的信心不足，白酒板块估值承压。

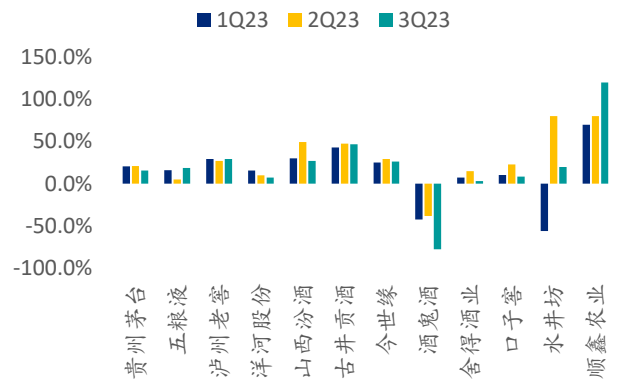
目前看来，市场需求放缓尚未传导到酒企的收入端。过去几个季度，主要酒企的收入依然维持稳健增长。这很大程度上是依赖于酒企对于经销商强大的议价能力。

图表 60：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 61：主要白酒企业各季度归母净利润同比增长

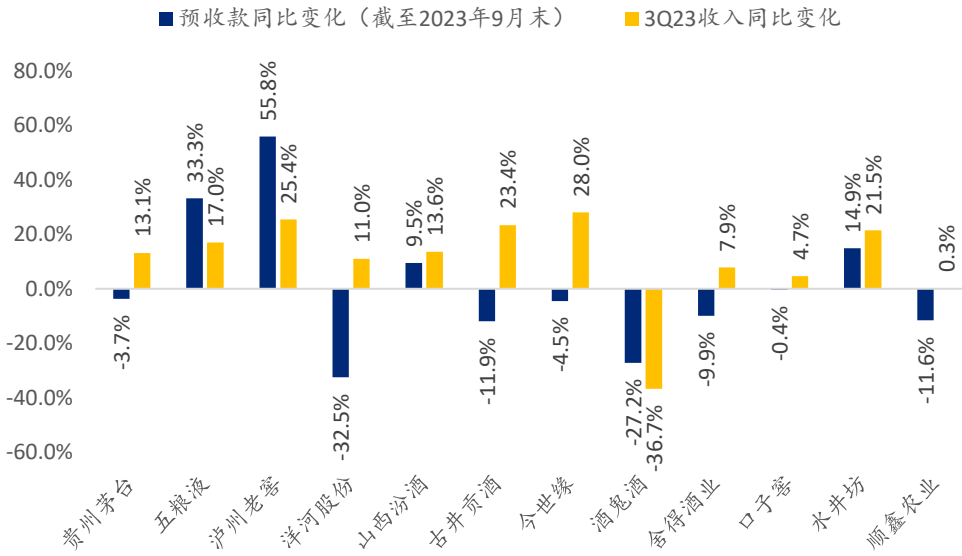


资料来源：公司数据，浦银国际

然而，市场需求减弱，终端动销放缓，直接导致 1) 渠道库存高企，经销商资金链恶化；2) 批价下行，经销商盈利能力削弱。

我们认为白酒经销商现金流和盈利水平恶化可能直接导致他们拿货意愿下降，白酒行业短期可能进入清库存周期，从而导致部分白酒企业未来 1-2 个季度的收入增速有所放缓。事实上，从三季度开始，我们已经看到大部分白酒企业的预收款同比变化慢于收入的增速。

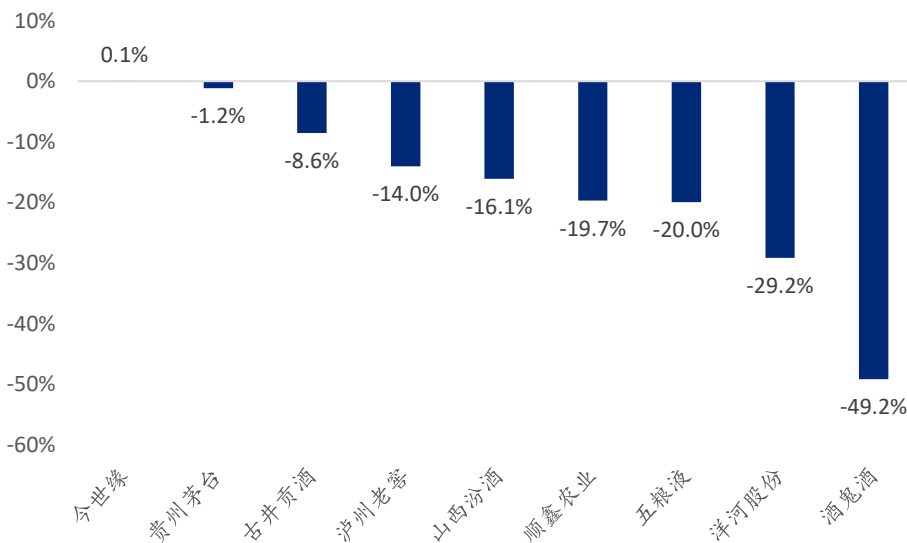
图表 62：白酒企业截至 2023 年 3 季度末预收款同比变化与 3 季度单季收入的同比变化的对比



资料来源：公司数据，浦银国际

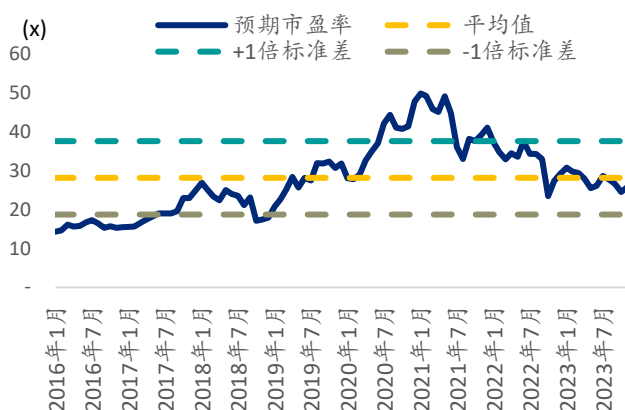
虽然市场需求的恢复很大程度上取决于经济的发展前景，但乐观的看，在预期先行的背景下，我们认为白酒行业短期清库存的预期已基本反映在近期较弱的股价表现中。2024 年较晚的春节时点也给了行业相对充裕的时间来降低库存水平。我们认为，明年春节长假后，白酒行业库存有望重新回到相对健康的水平。同时，目前白酒行业估值也已回落到历史低点，性价比有所凸显。

图表 63：主要白酒企业年初至今的股价表现



注：数据截至 2023 年 12 月 11 日
资料来源：Bloomberg，浦银国际

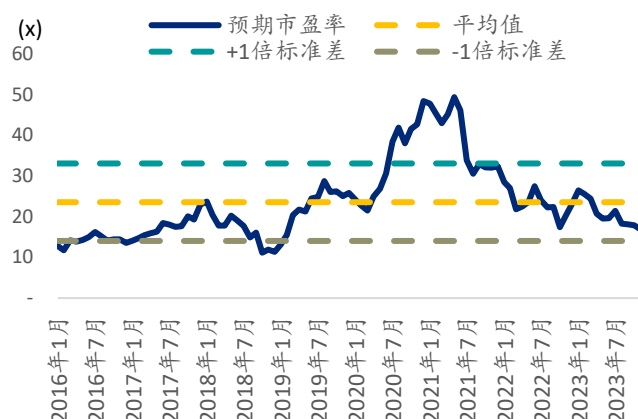
图表 64：茅台历史市盈率估值



注：截至 2023 年 12 月 11 日

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 65：五粮液历史市盈率估值



注：截至 2023 年 12 月 11 日

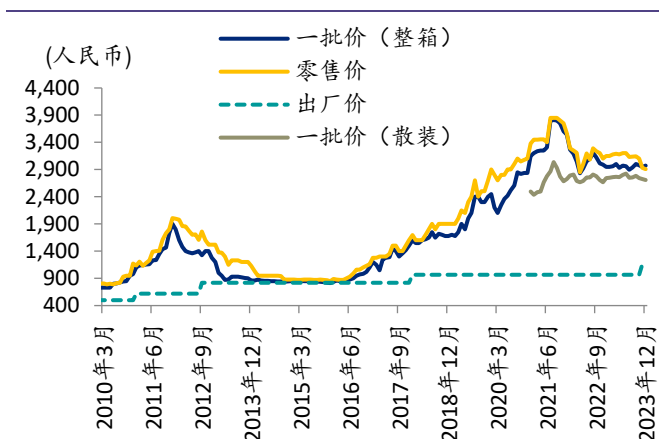
资料来源：Bloomberg，浦银国际

茅台在 10 月底突然宣布从 11 月 1 日起上调 53 度飞天茅台的出厂价，上调幅度达 20%至人民币 1,160 元。这无疑是近期白酒行业最大的亮点。茅台的涨价不仅提升了公司的销售单价、增厚了公司的净利润，也使市场对于茅台后续的提价有了新的预期。

市场上不少投资者认为茅台提出厂价一定程度上为其他白酒企业后续提价打开了空间。然而，我们必须认识到茅台在白酒行业中特殊的定位。飞天茅台提升出厂价很大程度上取决于其特殊的投资属性、稳健的市场需求、以及飞天茅台出厂价与批价之间的大差距。对于仅具备消费属性的其他白酒品牌，未来提出厂价的可能性很大程度上还是取决于市场的供求关系。

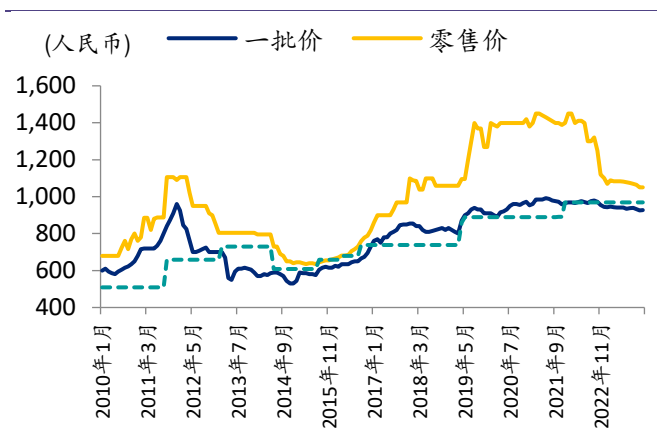
相较茅台，五粮液较强的消费属性使其市场需求受消费力下降的影响更大。进入 2023 年以后，五粮液的一批价一路走弱，目前处于 925 元左右，几乎触达疫情后的最低位。另外，自从 2022 年四季度开始，五粮液的一批价始终低于 969 元的出厂价，呈倒挂的状态。这也导致五粮液的经销商们情绪较差，拿货意愿低落。

图表 66：飞天茅台出厂价、一批价和零售价



注：数据截至 2023 年 12 月
资料来源：浦银国际市场调研数据

图表 67：普五出厂价、一批价和零售价



注：数据截至 2023 年 12 月
资料来源：浦银国际市场调研数据

在白酒行业弱周期下，白酒行业玩家短期的表现可能出现一定程度的分化。我们建议关注市场需求持续向好、渠道库存相对健康且仍有提价空间的高端白酒品牌（茅台、泸州老窖），以及品牌力较强且仍有较大全国化扩张空间的区域龙头白酒企业（汾酒、今世缘）。

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。

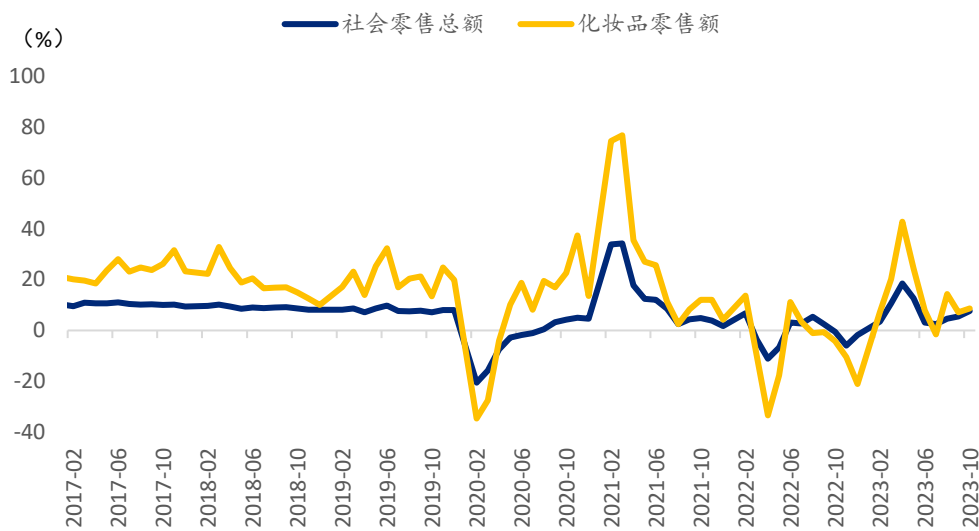
建议重点关注贵州茅台（600519.CH）、五粮液（000858.CH）、泸州老窖（000568.CH）、山西汾酒（600809.CH）和今世缘（603369.CH）。

化妆品行业：线上优势见顶，渠道调整和研发成主旋律

疫情结束后，整体行业需求较为平淡，2023年1-10月化妆品零售额增速同比增长6.2%，同比有所好转，但增速较2017年-2021年期间的高增速明显放缓。尤其是2023年9月、10月，化妆品零售额当月同比增速放缓至1%左右，慢于社零总额的同比增速。

我们认为在化妆品企业清理库存以及低基数的带动下，2024年化妆品零售额增速有望恢复到高于社零总额的水平。

图表 68：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10月
资料来源：Wind，浦银国际

在化妆品市场稳定增长的大背景下，我们认为2024年化妆品行业以下趋势仍将持续：

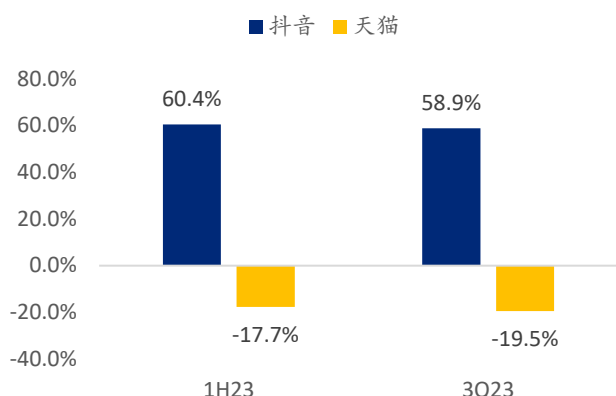
(1) 线上、线下渠道转化

随着近年来传统电商增速趋缓、线上营销投入产出比减弱，我国化妆品企业在渠道上体现出布局新兴渠道以及重启线下渠道两大策略。

线上渠道方面，阿里系平台（如天猫、淘宝）仍是多数品牌业务的基本盘，但是在流量被新兴渠道分散以及增速放缓的大背景下，更多公司选择布局抖音、快手等渠道，捕获被分流的线上流量，给品牌收入带来新增量。

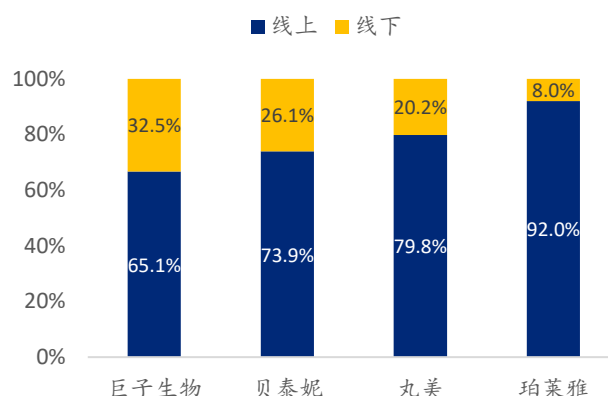
在客流恢复的当下，企业也启动线下渠道的布局，为消费者提供个性化和亲身体验的机会，同时也是为了捕捉部分消费者线下的消费需求，获得更多生意机会。

图表 69: 淘系和抖系平台 1H23 和 3Q23 销售同比增长



资料来源: 青眼数据, 蝉妈妈, 浦银国际

图表 70: 各品牌线下收入比例, 1H23



资料来源: 公司数据, 浦银国际

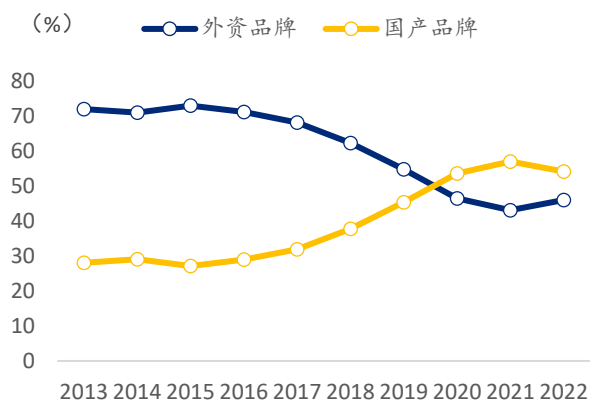
(2) 消费决定愈发谨慎

后疫情时代, 我国居民可支配收入的下降, 消费者对化妆品的消费更趋理性。根据埃森哲 2023 年的市场调查, 71% 的中国受访者表示, 在做消费决定时会更加谨慎。

在消费习惯上, 表现为购买前充分研究、不买无用之物、减少数量、提高质量等。在化妆品市场, 这意味着消费者从前的“大牌崇拜”少了, 转为在同等价位下, 消费者购买具有更强成分、产品迭代最新、品牌力更高的产品。

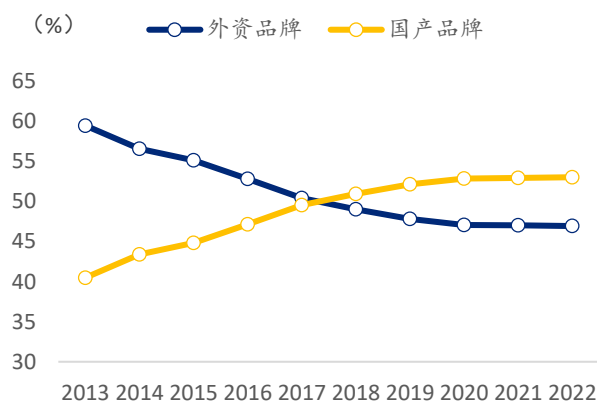
国产化妆品企业为消费者提供高效的成分、优秀的功效以及高性价比的产品组合。消费者习惯的变化有利于深耕大众市场的国产化妆品企业, 带动着国产品牌在大众市场中的集中度的提升。

图表 71: 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 72: 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

(3) 由流量竞争转向产品和研发竞争

在线上营销效果见顶和国家化妆品规定更加成熟的当下, 产品及原料的研发生产能力是中国化妆品企业的核心竞争力。相较外资品牌在原料、配方、工艺等方面的多年深耕, 国产品牌多数需要通过原料上的创新和自产, 以及研发能力的提升来与国际品牌抗衡。

我们观察到, 越来越多的化妆品企业在布局上下游产业一体化 (如华熙生物、巨子生物、丸美等), 以原料的自研自产带动产品的快速迭代和竞争力的提升。

另外, 为满足消费者多样的功能需求, 各公司打造多品牌矩阵和多产品线策略 (如珀莱雅), 也是公司强大的产品研发能力的体现, 为公司提供多条收入曲线, 避免高集中度风险, 保障收入的稳定性。

综上所述, 我们建议投资者关注国产化妆品品牌中产品和品牌矩阵完善、具备原料自产能力和较强研发能力、渠道布局均衡以及线上平台转化顺畅的企业。

我们维持珀莱雅 (603605.CH)、巨子生物 (2367.HK) “买入” 评级, 以及贝泰妮 (300957.CH)、华熙生物 (688363.CH) “持有” 评级。

更多相关报告:

[《中国化妆品行业: 披荆斩棘, 国产化妆品如何再创辉煌?》](#) (2023-12-11)

餐饮行业：持续的门店扩张和盈利提升空间是关键

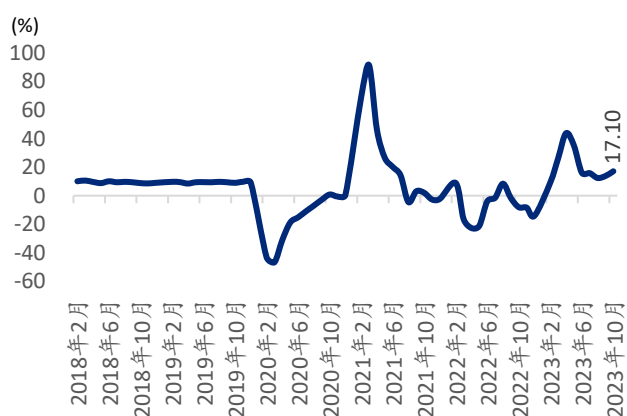
在较低的基数下，随着门店客流的恢复，大部分连锁餐饮企业今年同店水平都录得同比较大幅的增长，翻台率也有较显著的恢复。然而，无论是同店收入还是整体翻台率，与2019年的水平相比依然存在一定差距。

另外，市场原本预期随着消费力的逐渐恢复，主要餐饮玩家的同店收入及翻台率水平有望逐渐接近并回到2019年疫情前的水平。然而，市场所预期的恢复趋势并未出现。

以九毛九为例，2023年3-10月太二的同店收入相较2019年同期基本处在75%-90%这一范围之间，且波动幅度较大。尤其是近两个月，无论是翻台率还是同店的恢复程度都相对有所回落，略感后劲不足。

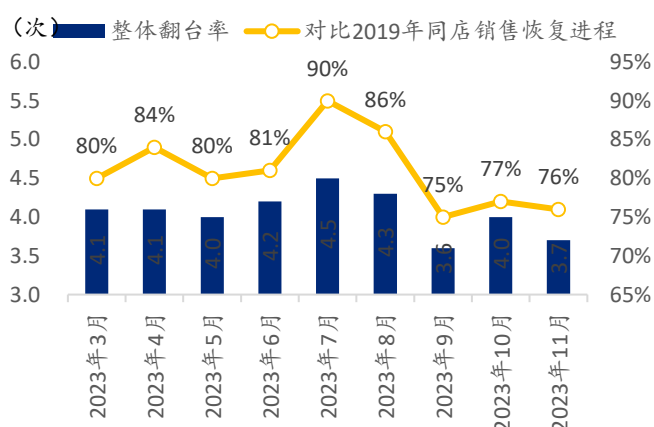
我们认为，在新兴玩家层出不穷、市场极度内卷的大环境下，单一餐饮玩家的翻台率和同店收入恐怕很难回到疫情前的水平。

图表 73：中国餐饮行业收入同比变化



注：截至2023年10月
资料来源：Wind、浦银国际

图表 74：2023年太二整体翻台率与对比2019年同店销售恢复的进程



资料来源：公司资料、浦银国际

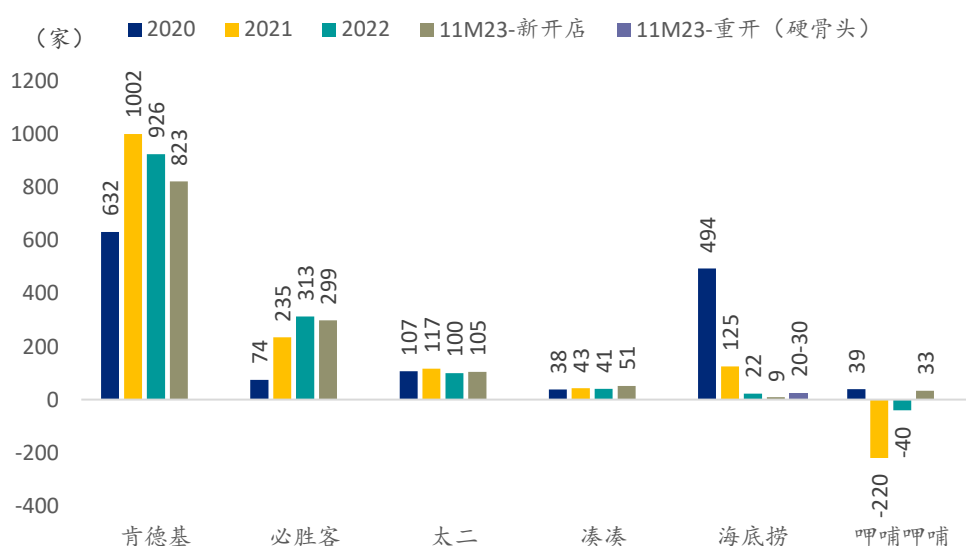
根据我们的观察，2023年主要餐饮玩家的恢复进程主要有以下三个特点：

(1) 更为谨慎的开店节奏

尽管疫情已经结束，但在经济增速放缓、消费力面临挑战、行业竞争愈发激烈的大环境里，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。我们认为企业主要是担心高速的扩张会为门店的平均翻台率和盈利能力带来较大的压力。

- 1) 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。截至目前，海底捞今年截至目前新开门店仅 9 家，另外全年大概有 20-30 家硬骨头门店恢复营业。
- 2) 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。总今年的新开店目标为 35 家。
- 3) 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 2023 年新开店的目标更是从原本的 1,100-1,300 提升至 1,400-1,600。

图表 75：连锁餐饮品牌 2020-2023 年 11 月净开店数



注：海底捞门店数量不含特海；肯德基和必胜客为 3Q23 数据，凑凑和呷哺呷哺为 1H23 数据。
资料来源：公司公告，浦银国际

(2) 客单价短期依然呈下降趋势

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。展望明年，随着消费力持续疲软、行业持续内卷、不少连锁餐饮企业剑指下沉市场，我们认为客单价下降的趋势也较难有所反转。

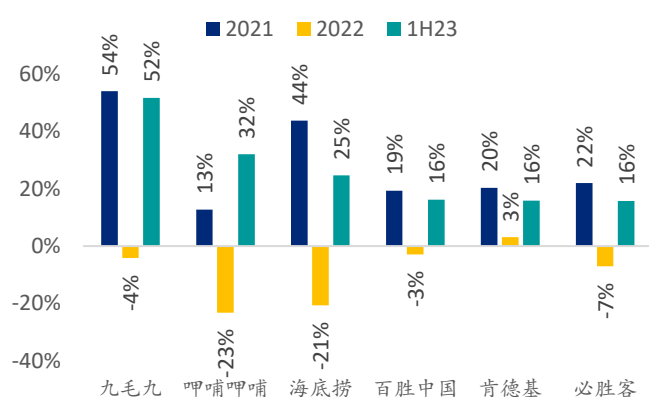
(3) 更聚焦盈利能力的提升

疫情给许多餐饮玩家造成了巨大的盈利压力，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 2022 年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 2022 年录得环比提升，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）。

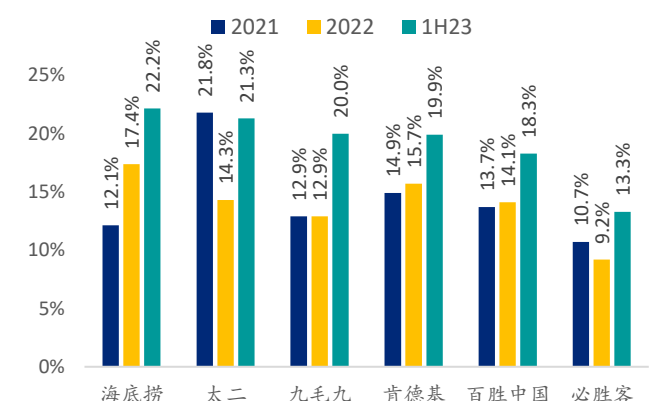
在 2023 年上半年，餐饮企业的门店利润率在同店和翻台率回升的情况下持续提升。然而，我们预测主要餐饮玩家 2024 年的同店收入与翻台率继续提升的空间有限。在缺少正向经营杠杆帮助的情况下，门店是否能够继续通过提升运营效率、降低运营成本来提升门店的利润率，这是摆在主要餐饮玩家面前的难题。

图表 76：主要餐饮企业 2021-1H23 年收入同比变化情况



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 77：主要餐饮企业 2021-1H23 年店铺经营利润率

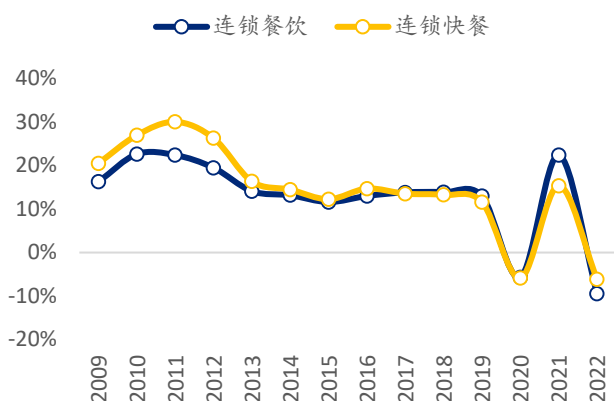


资料来源：公司数据、浦银国际

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。

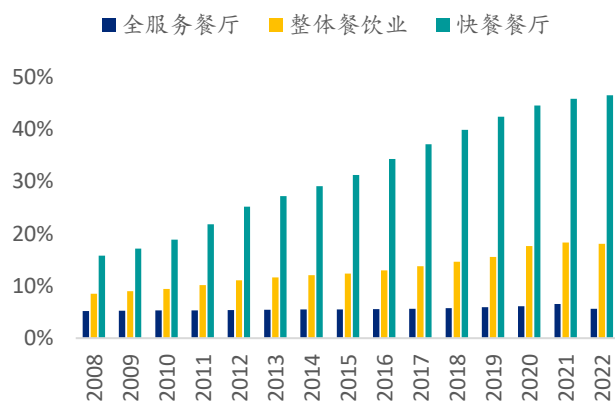
展望 2024 年，我们认为市场应该关注 1) 下沉市场扩张空间较大的、2) 品牌力和产品创新能力较强的、3) 盈利能力依然有改善空间的和 4) 估值水平相对较低但业绩确定性比较强的餐饮企业。

图表 78：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 79：连锁餐饮收入占比



资料来源：Euromonitor、浦银国际

维持九毛九 (9922.HK)、百胜中国 (YUMC.US/9987.HK)、特海 (9658.HK) “买入”评级以及海底捞 (6862.HK) “持有”评级。

更多相关报告：

[《百胜中国 \(YUMC.US/9987.HK\)：市场明显反应过度，长期增长逻辑不改》](#)
(2023-11-01)

[《海底捞 \(6862.HK\)：业绩符合预期，指引喜忧参半》](#) (2023-08-30)

[《九毛九 \(9922.HK\)：全年扩店目标符合预期，单店运营数据持续恢复》](#)
(2023-08-23)

[《中国餐饮行业：如何在最内卷的消费赛道挑选胜者？》](#) (2023-07-31)

消费行业覆盖公司

图表 80: SPDBI 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	18.3	买入	34.8	2023年11月3日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	72.7	买入	110.5	2023年10月18日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023年8月14日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.7	买入	8.4	2023年10月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.2	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	39.9	买入	67.7	2023年11月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	310.4	买入	528.2	2023年11月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.0	持有	24.9	2023年8月30日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.3	买入	21.1	2023年9月5日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	6.5	买入	17.1	2023年8月23日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	32.8	买入	56.9	2023年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	67.2	买入	115.9	2023年8月17日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	12.8	买入	17.9	2023年11月29日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.4	买入	81.7	2023年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	71.5	持有	98.2	2023年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.3	买入	33.9	2023年11月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	20.9	买入	32.2	2023年8月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.0	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.2	持有	5.4	2023年8月30日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.7	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.7	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.4	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.1	买入	7.8	2023年9月13日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	104.7	买入	125.9	2023年12月11日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	32.9	买入	43.0	2023年12月11日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	67.6	持有	70.1	2023年12月11日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	68.7	持有	76.5	2023年12月11日	化妆品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至2023年12月11日收盘价

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人士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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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。

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

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

