

中国消费行业

半年报业绩以及下半年指引梳理

上半年业绩出炉，整体符合此前预期。展望下半年，食品饮料头部企业把握高端化稳健发展策略，降本增效措施逐步传导至经营利润端。高端消费板块已实现企稳，随着海南省文旅发展规划推进及出境团游政策放开，出行消费热度延续复苏态势。随着中秋、国庆、双 11 等节点临近，国内消费在多种场景下持续增长。

■ **食品饮料 - 降本增效及市场高端化进一步明确。啤酒：**在进口大麦关税取消及成本经由企业主动改善的双重影响下，成本力有望在中期内进一步缓和。企业已逐步改善其运营效率以平衡供应链问题带来的包材成本上升压力。根据我们的调研，高端化趋势仍延续且餐饮及夜场渠道销售进一步恢复，7-8 月天气原因造成的销售影响主要反映在中低档产品。展望下半年，**华润啤酒**预计全年实现次高端 20% 以上增速；**青岛啤酒**预计全年延续次高端 15% 以上增长，降本效益正逐步向利润端传导；**百威亚太** 2 季度内生增长 14.9%。**白酒：**贵州茅台依靠其自身品牌力有效回避价格战，目前售价稳定且库存天数健康。中秋节等送礼旺季的到来将持续支撑下半年的高增长。**乳业：**尽管主营业务中液奶增速略低于预期，但高端常温奶销售向好及价格基本维稳。低温产品仍随消费场景恢复逐步恢复。下半年新品排布有望拉动老品销量并逐步推高整体 ASP；**伊利股份**和**蒙牛乳业**维持全年营收及经营利润率改善的目标。

■ **高端消费 - 旅游消费热度不减、业绩增长企稳。**暑期出行热度高涨已超过 2019 年水平，随着出境团游政策放开，长线游已占据主导低位，国庆中秋出行热度有望延续。**新秀丽**上半年业绩表现强劲，自疫情以来实行成本优化有效改善毛利率及经营利润率。全球各地区业务均呈稳健复苏态势，中国地区复苏仍将持续。全年指引不变，并有望于 2024 年恢复派息。**中国中免**上半年业绩符合预期，短期内的盈利预期已趋于稳定，预计 1-7 月海南免税消费人数同比增 38% 的势头会延续至下半年，公司维持谨慎的定价促销力度已有成效，上半年毛利率环比提升了 3.8 个百分点。我们认为外部风险依然存在，但由于品牌组合和产品组合的多样化提升，毛利率有望进一步微升，但提升速度可能略缓。

■ **股票推荐。**基于中期业绩表现情况与我们此前的预测无明显偏离，食品饮料行业中，我们推荐**华润啤酒**、**青岛啤酒**、**贵州茅台**，维持**伊利股份**、**蒙牛乳业**、**农夫山泉**的“买入”评级；高端消费我们推荐**新秀丽**，维持**中免**“买入”评级。

估值表

			目标价	收市价	市值	Upside	市盈率 (x)		市净率 (x)		收益率 (%)	
公司	代码	评级	(LC)	(LC)	USD Mn	(%)	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
食品饮料、必选												
华润啤酒	291 HK	买入	73.1	45.4	18,767	61.2	26.5	21.7	4.5	4.0	1.3	1.6
青岛啤酒股份	168 HK	买入	88.9	65.5	14,369	35.8	18.8	16.7	3.0	2.8	3.1	3.5
百威亚太	1876 HK	持有	18.6	16.7	28,279	11.1	25.2	22.6	2.5	2.3	0.0	0.0
伊利股份	600887 CH	买入	36.5	25.9	22,485	41.0	15.5	13.8	3.0	2.8	5.0	5.6
蒙牛乳业	2319 HK	买入	36.5	26.6	13,369	37.2	16.8	14.7	2.2	2.0	1.6	1.8
中国飞鹤	6186 HK	持有	4.9	4.7	5,448	4.0	7.8	6.9	1.4	1.3	6.0	6.7
农夫山泉	9633 HK	买入	56.9	43.9	62,979	29.6	47.8	42.5	17.7	16.3	1.6	1.9
思摩尔国际	6969 HK	买入	11.0	7.7	6,039	42.5	13.0	19.0	1.9	1.8	1.3	0.9
贵州茅台	600519 CH	买入	2440.0	1838.0	315,095	32.8	31.1	26.5	9.8	8.1	1.4	1.6
免税、化妆品、珠宝												
中国中免	601888 CH	买入	132.3	110.2	30,971	20.0	28.3	23.3	4.2	3.8	1.2	1.4
贝泰妮	300957 CH	买入	157.0	103.1	5,957	52.4	32.4	25.6	6.7	5.6	1.0	1.3
珀莱雅	603605 CH	买入	142.7	107.7	5,832	32.5	40.9	33.1	9.9	8.2	0.7	0.9
上海家化	600315 CH	持有	30.9	25.4	2,356	21.5	21.4	19.8	2.2	2.1	1.4	1.5
周大福	1929 HK	买入	18.7	11.7	14,874	60.6	16.9	14.9	3.2	3.4	4.9	5.9
新秀丽	1910 HK	买入	32.4	25.5	4,695	27.1	12.4	10.4	3.4	2.7	NA	NA
普拉达	1913 HK	买入	72.1	48.7	15,896	48.1	23.1	20.2	3.8	3.5	NA	NA

资料来源：公司及招银国际环球市场预测

同步大市
(维持)

中国消费行业

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

报告链接:

- [1. Mengniu Dairy \(2319 HK\) – 1H core rev/np +3%/10%; a surprising beat – 1 Sep 2023](#)
- [2. Nongfu Spring \(9633 HK\) – 1H rev/np +23%/25%; a neat beat on tea beverage – 31 Aug 2023](#)
- [3. Yili Industrial \(600887 CH\) – 2Q rev/np +1%/3%; all eyes on cost savings – 30 Aug 2023](#)
- [4. Tsingtao Brewery \(168 HK\) – 2Q rev/np +8%/14% on recurring strengths – 29 Aug 2023](#)
- [5. CTGDF \(601888 CH\) – 2Q in line with profit alert; subtle recovery ahead – 28 Aug 2023](#)
- [6. Smoore Int'l \(6969 HK\) – 1H rev/np -9%/-48%; potential turn-around by 2024 – 23 Aug 2023](#)
- [7. CR Beer \(291 HK\) – 1H rev/EBIT +13%/26%; Heineken grew 60% - 21 Aug 2023](#)
- [8. Samsonite \(1910 HK\) – 2Q rev/np +33%/49%; strength extending to 2H – 18 Aug 2023](#)
- [9. Budweiser APAC \(1876 HK\) – 2Q organic sales +15%; overall a mix bag but we see China strength a good trade - 4 Aug 2023](#)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决策。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。