

必选消费

2025 展望：情绪消费主导内需修复与高质量增长

- 企业积极转型，加速市场优胜劣汰。**2024年，各类消费趋势在新周期下进一步显现。零售业态呈现出金字塔结构高端化放缓、企业内部深度调整及经营杠杆降低等多重考验。然而，厂商端的激烈竞争反而加速了新兴消费趋势的显现，推动市场格局快速调整，优胜劣汰进程加快，帮助行业更精准地捕捉消费者实际需求并走出低谷。大量企业在年内坚定推进改革，以更适应新的高质量发展阶段。
- 情绪价值类消费引领市场。**进入2025年，情绪价值类消费将继续引领市场。食品饮料行业中，高品质、好口碑的大健康类产品有望继续领跑。随着产品升级步伐放缓，行业将再度聚焦消费者实际需求。啤酒：企业计划扩充中端价格带产品，以满足更广泛的大众需求。吨价较低的华润啤酒（291 HK）借助喜力铺货率的提升，有望延续 ASP 的增长。水饮：农夫山泉（9633 HK）作为龙头，将重新定位包装水产品线，缓解利润率侵蚀，并通过旗下无糖茶饮迎合大健康的消费趋势，保持高速增长。零食：卫龙（9985 HK，未评级）凭借持续的产品创新和升级，在社会压力增大的背景下，预计将在明年实现销量的显著增长，成为低成本的心理安慰和情感价值提供者。
- 品质升级，消费长期主义延续。**在美妆护肤领域，随着本土审美意识的觉醒和文化自信的增强，“国货替代 2.0”理念推动下，消费者对国产护肤品的认可度达到了全新高度。国货护肤品牌已成功完成从无到有的突破，实现了初步成长与发展。展望2025年，领先品牌有望通过持续的高质量研发与创新，紧密贴合消费者实际需求，进一步巩固市场地位。尽管短期内头部品牌仍面临来自新兴品牌的激烈竞争，但这些企业正在新生态体系中逐渐掌握全链路运营的精髓，不仅有助于它们在激烈的市场竞争中稳固自身的生态位，而且能够加速提升品牌形象和实力，稳步推进国际化进程，使中国功效性护肤品牌在全球市场上崭露头角。
- 个股推荐。**我们认为，符合情绪引领的高质消费仍是市场的核心驱动力。我们持续推荐盈利确定性较高的公司。在美妆护肤品消费中，我们维持对珀莱雅（603605 CH）的“买入”评级；在食品饮料行业中，维持华润啤酒（291 HK）的“买入”评级。

同步大市
(维持)

中国必选消费行业

张苗
(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

李昀嘉
(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

食品饮料

啤酒市场进入存量时代，中端产品市占扩充

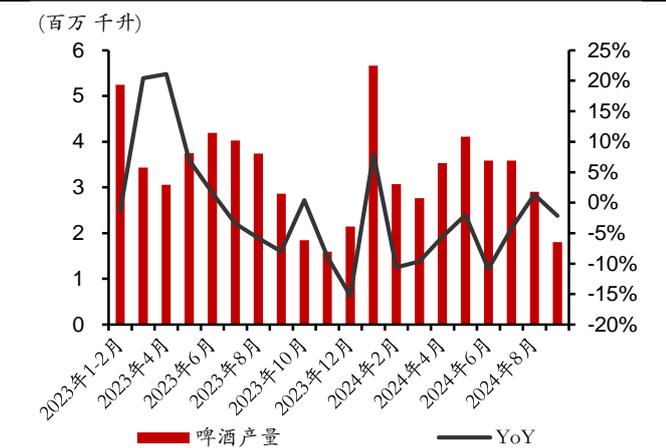
■ 高端化暂缓，向纺锤式架构发展

回顾2024年，啤酒市场呈现出竞争白热化与行业整体收缩并行的局面。自2013年中国啤酒产量达到峰值5,062万千升以来，销量也同步见顶。最近三年间，啤酒总产量稳定在约3,560万千升，相比2013年的水平减少大约30%。进入2024年后，规模以上啤酒企业的月产量持续出现同比下降的现象，反映出酒企的信心尚未完全恢复。随着CR5的市场份额自2020年以来稳固保持在90%以上，中国啤酒市场正从一个中等成熟度的市场向高度成熟度转变。消费者对啤酒的需求不再仅仅局限于高质量和良好口碑的产品，而是逐渐转向多样化、价值导向、体验丰富、个性化以及适合不同消费场景的商品。然而，在消费需求持续疲软的背景下，自2024年二季度以来，ASP下跌的趋势仍在延续，尽管环比跌幅有所收窄，产品组合基本保持不变，而中端产品的比例逐渐增加。这一变化主要是由于：1) 高端品类依赖餐饮渠道进行销售，短期内难以有效推动；2) 中端品类库存逐渐消化完毕，但大环境下提价步伐放缓；3) 低端品类受天气条件和居民消费情绪的影响较大。

展望2025年，中国啤酒市场预计将继续面临消费紧缩的压力。未来，竞争将主要表现为存量乃至缩量的竞争，各品牌之间的市场份额将呈现此消彼长的关系。润啤管理层表示，计划根据市场需求灵活调整策略，以期在经济环境良好的情况下实现双位数的销量增长；而在一般经济环境下，则目标设定为单位数的增长。

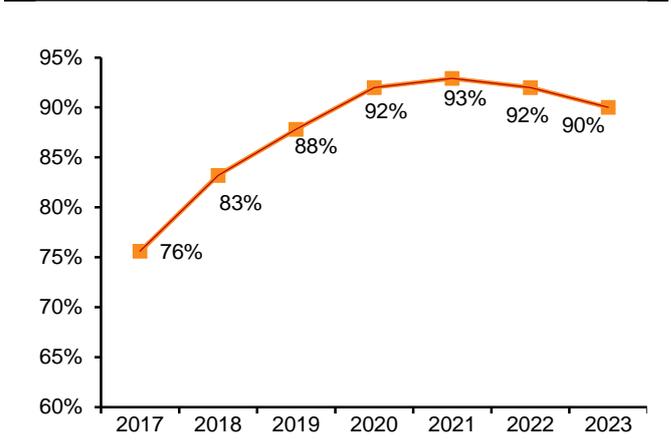
伴随着刺激消费政策的出台及宏观经济预期的改善，中国啤酒市场的结构预计将延续从金字塔形向纺锤形演变的趋势，并且在消费复苏的带动下，中高端板块将加速提升。长期来看，这标志着行业正在经历一次结构性的改变和升级，大众化的消费需求将得到改善，预示着更健康的市场发展态势。

图 1: 规模以上啤酒企业产量变化



资料来源：啤酒工业信息网、市场资料、招银国际环球市场

图 2: 中国啤酒行业 CR5 市占变化趋势



资料来源：公司年报、市场资料、招银国际环球市场

■ 中档价格带成为市场新焦点和增长引擎，存量时代的新战场

1) 百威亚太引领高端，中档价格带成为新机遇

百威亚太以其超过 2/3 的收入来自高端及超高端产品线，在 15 元以上的市场份额达到了 52%，尤其在餐饮和夜场等现饮渠道占据优势。然而，尽管其定位高端，百威亚太 ASP 受影响程度大于行业平均水平，导致在中国区 9M24 吨价出现了 4% 的下滑。作为在高端市场占据主导地位的品牌，未能免疫于整体市场的波动，率先受到冲击。

2) 重庆啤酒：稳步调整，中档价格带显韧性

重庆啤酒吨价仅次于百威亚太，但在 9M24 期间仅下降了 0.6%。该品牌的产品收入增速按经济型、主流、高档依次递减，主要得益于嘉士伯在中国市场的渗透率持续提升，公司中高档价格带上的产品逐渐受到更多关注。

3) 青岛啤酒：聚焦 8-10 元价格带，逐步提升吨价

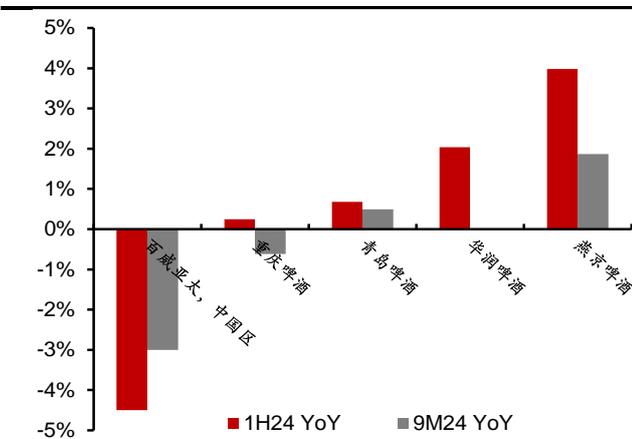
青岛啤酒在 8-10 元价格带上的布局最为广泛。公司近年来通过不断优化产品结构，逐步追赶吨价上升的趋势。数据显示，9M24 期间，主品牌销量下降 6%，而中高端以上产品的销量则下降 4%，低端产品的需求降速更快，整体 ASP 提升 0.6%。长期以来的基本盘为公司提供了后续强化产品组合以适应市场需求变化的机会。

4) 华润啤酒：喜力助力，高端化有望延续

自 2019 年起，华润啤酒通过引入喜力加速占领 10-15 元价格带市场，虽然整体吨价仍相对较低，但其主力次高档产品在 1H24 实现了单位数的增长，慢于高档及以上产品超过 10% 的增长率。值得注意的是，喜力品牌保持了 20% 的增长速度，管理层在 3Q24 业绩会上透露，该品牌在中国区销量增长超过了两成。随着铺货率的提高和顾客群体的积累，华润啤酒的产品组合仍有进一步优化的空间。

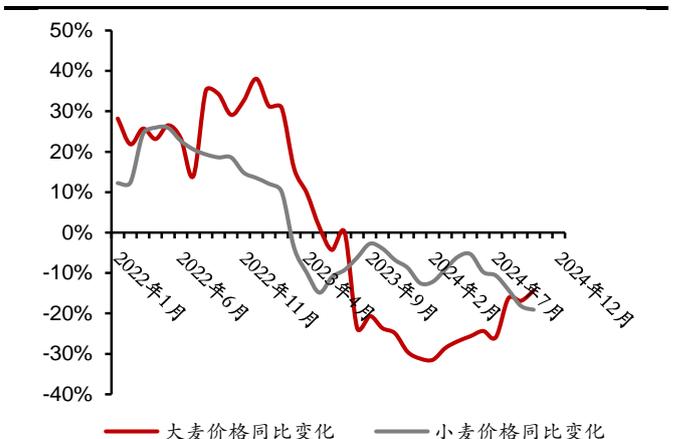
我们认为，在存量时代，头部酒企凭借深厚的渠道网络和品牌口碑，有望进一步增强市场集中度。然而，随着超市自营品牌的崛起以及白牌啤酒和精酿啤酒的持续涌现，各家企业正面临前所未有的激烈竞争。在高端化发展的第一阶段，差异化和错位竞争格局已经形成；进入存量时代，8-10 元的中档价格带将成为各大品牌竞相发力的关键领域。通过调整产品线并适度放缓高端化进程，酒企不仅能够稳固现有位置，还能争取更多的市场份额。我们预计，明年中档价格带将持续扩容，大单品齐放模式将继续推动市场发展。

图 3: 头部酒企啤酒销售吨价变化



资料来源：市场资料、招银国际环球市场

图 4: 啤酒原料成本同比变化趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

■ 经营杠杆减弱部分抵消毛利率利好

展望 2025 年，啤酒行业将面临经营杠杆减弱和利润率挑战并存的局面。百威亚太可能继续遭遇经营负杠杆的问题，导致利润率持续下滑；相比之下，青岛啤酒有望在库存出清接近尾声的情况下平稳过渡，并在淡季之后取得增速回升。与此同时，华润啤酒则借助喜力销量的强劲增长，进一步推动其高端化进程的延续。2024 年三季度由于欧洲杯和巴黎奥运会的接连举办，头部酒企为了抓住营销黄金期，销售费用率依然保持在较高水平。尽管原材料成本有所下降，但高销售费用率在一定程度上抵消了这部分成本节约带来的利润提升。随着啤酒消费进入淡季，预计 1Q25 期间，酒企的营收、销量和利润增长普遍放缓的趋势将持续。

量价承压使得整体高端化进程放缓，尽管外部大宗原材料成本的下降仍然为行业带来一定利好，但成本多被固定成本和其他运营支出所抵消，未能显著改善经营效率。值得注意的是，2025 年缺乏大型体育赛事作为高端餐饮消费的催化剂，这将进一步减缓啤酒行业的高端化进程。

■ 酒企转型+差异化发展或为长期发展提供动能

在人口老龄化加剧、年轻人口增长停滞以及房地产经济活跃度下降的背景下，中国当前的经济环境与 1990 年代的日本有诸多相似之处。假设中国步入类似的经济周期，我们预计酒饮市场将继续经历结构性变化和分化。借鉴日本的经验，在 20 世纪 90 年代的经济调整期，尽管整体酒类销量见顶，但细分市场的结构呈现出明显的升级趋势。短期内，中国市场可能会见证几种消费行为的变化：1) 年轻人对各种口味的淡酒表现出强烈的探索欲望，导致低酒精浓度的酒类需求波动较大；自 1994 年达到峰值后，啤酒销量逐渐下滑，但发泡酒和利口酒随着女性饮酒文化的兴起而获得了新的发展机遇。2) 老龄人口倾向于选择高品质的烈酒，如日本清酒和威士忌，这些产品的销量和价格在过去 30 年间持续上升，未受经济衰退影响，国产高端酒的品牌知名度也迅速提升。3) 中年消费者面对日益扩大的社会压力，更倾向于通过聚餐或独自饮酒来放松心情，这促进了高酒精度且价格亲民的烧酒市场份额的增长，烧酒行业实现了翻倍增长。

展望 2025 年及以后，中国酒饮市场将面临深刻变革。为了应对这些挑战并抓住机遇，线上、出海、并购以及产品多元化将成为酒企发展的关键路径。润啤和青啤作为行业的领头羊，已经制定了差异化的战略蓝图，以适应不断变化的消费需求，巩固市场地位并推动长期可持续增长。我们认为，中国的酒饮企业正站在转型的关键节点上，啤酒市场从高端转向高质量、高性价比的选择将更加明显。2025 年的啤酒行业不仅将面临经营杠杆减弱带来的挑战，还需适应市场动态的变化，促使企业重新评估其产品组合和定价策略，以应对新的消费需求和竞争格局，为未来的繁荣奠定坚实基础。

水饮及饮料市场：稳健增长与利润率修复周期

■ 包装水价格战接近尾声，竞争格局回归稳态

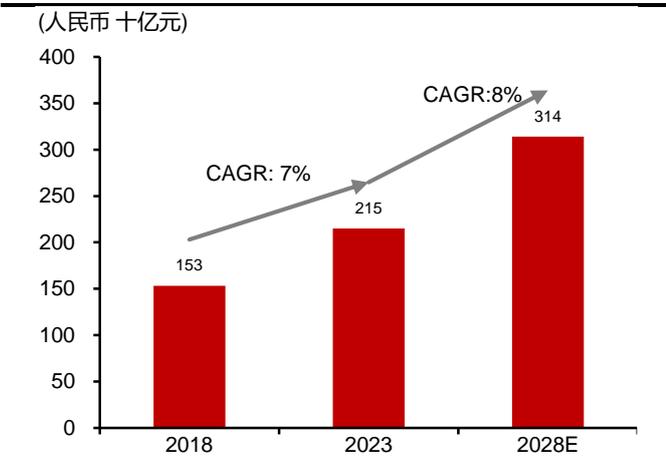
2024年，瓶装水市场经历了显著的价格调整，重回了“一元时代”。这一变化始于农夫山泉推出的绿瓶纯净水，其零售价为2元/瓶，并通过量贩装促销将价格进一步降至1元/瓶，在部分地区甚至低至0.8元/瓶。自夏季以来，水企间的包装水价格战异常激烈。怡宝对价格把控相对严格，娃哈哈则采取了各渠道和地区定价相近的策略，而农夫山泉在这场价格战中扮演了主导角色，其定价波动较大。

绿瓶纯净水的推出不仅为市场带来了新的选择，也对其自身红瓶天然矿泉水产生了替代效应，这对经销商造成了较大的冲击，绿瓶水一度占据了经销商提货额的接近一半。然而，部分经销商面临库存积压以及窜货的问题。近期，农夫山泉表示未来将逐步下架绿瓶水，这可能预示着价格战接近尾声，明年内绿瓶水带来的毛利率冲击将持续减弱。

我们预计，未来水饮市场仍将维持双寡头的竞争格局。短期内，大品牌之间的降价行为将继续产生虹吸效应，促使龙头品牌的渗透率持续提升。根据智妍资讯的数据，中国包装水人均饮用量对标美国和韩国仍有一倍以上的增长空间。当前整箱水低价有助于培养消费者的心智，预计行业将持续稳健扩容。

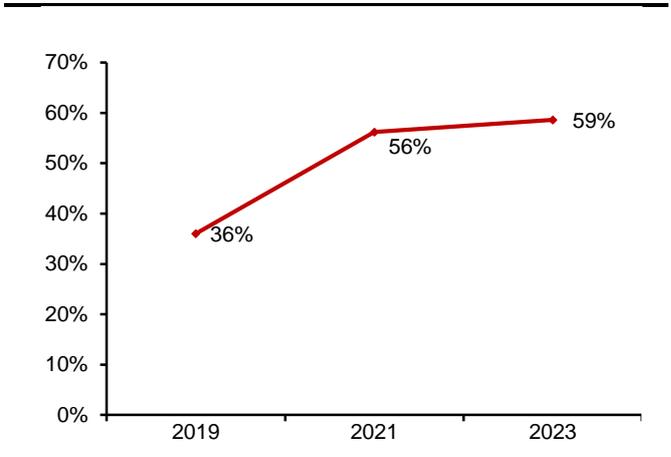
从竞争格局来看，包装水行业的CR5市占率由2021年的56%提升至2023年的59%。现阶段，全国性企业大规模铺货以提升市场份额，同时压降中小水企的市场空间。在穿越周期的过程中，这些企业通过巩固渠道优势为品牌的长期发展加固壁垒。长期来看，随着消费复苏，瓶装水市场有望再次迎来升级。两年前，农夫山泉推出了“长白雪”，怡宝推出了“怡宝露”，康师傅则推出了“涵养泉”，而娃哈哈和崂山也早已进入了高端矿泉水领域。展望未来，包装水的整体消费规模预计将保持稳健增长，水饮板块的利润率有望逐步回升至正常水平。2024年，中国的水饮及饮料市场通过价格战、产品创新和渠道优化等手段，经历了结构性调整。长远来看，行业前景依然乐观，消费者对于高品质饮用水的需求将继续推动行业发展。

图 1: 中国包装水行业市场规模预测



资料来源：灼识咨询报告、招银国际环球市场

图 2: 中国水饮行业 CR5 市占变化趋势

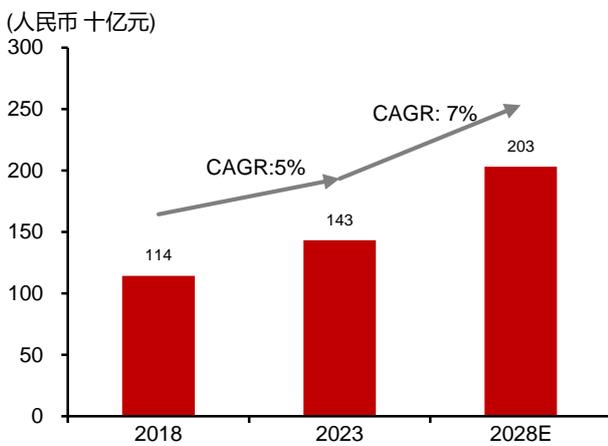


资料来源：灼识咨询报告、欧睿资讯报告、招银国际环球市场

■ 无糖茶饮搭上大健康行业扩容快车，大单品地位进一步稳固

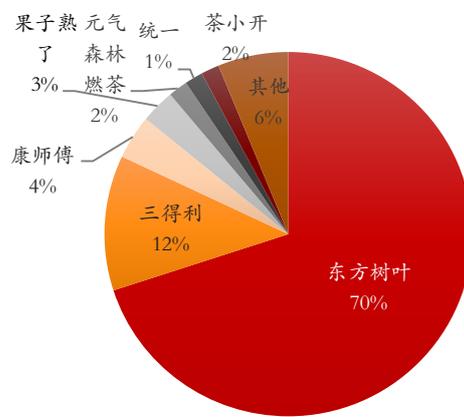
无糖茶饮的市场地位日益稳固，主要得益于其在当前注重健康的消费趋势下，凭借“健康化”和“无糖化”的核心理念受到广泛追捧。作为一款兼具多种饮料优势的产品，无糖茶饮融合了能量饮料（提神抗疲劳）、碳酸饮料（轻度刺激感）和咖啡（加速功能与成瘾性）的特点，同时保留了深厚的茶文化属性，使其不仅受众广泛，而且为本土研发创新提供了广阔的空间。茶饮深厚的文化底蕴确保了广泛的接受度，并为品牌故事增添了丰富的层次，促进了消费者的认同感和忠诚度。随着疫情后出行场景的逐步恢复和客流量的增加，无糖茶饮行业迎来了销量修复的基础，并涌现出一波活跃的产品创新潮。现制饮品店的快速扩张及其资本化进程为包装饮料行业注入了新的灵感，同时也提升了消费者对价格的接受度，使无糖茶饮完美地扮演了“水替”角色。

图 7: 中国即饮茶行业市场规模预测



资料来源：灼识咨询报告、招银国际环球市场

图 8: 中国无糖茶行业 CR5 市占，1H24



资料来源：尼尔森数据、招银国际环球市场

随着大健康产业的推进和传统中医理念认知度的提升，品牌纷纷积极布局养生领域。中式养生水在今年脱颖而出，根据前瞻研究院发布的《2024年中国中式养生水行业发展趋势洞察报告》，极致干净的配料表再度受到关注。2023年，中式养生水市场规模达到了4.5亿元，同比增速超过250%，预计到2028年该市场规模CAGR将超过85%。

这一新兴细分市场吸引了众多新品牌的加入，逐渐在即饮市场中占据一席之地。例如，以无代糖为卖点的可漾红豆薏米水，在2023年6月至2024年6月期间销量同比增长27%；100%椰子水在2024年上半年录得了200%的销量增长。低负担、更健康的饮品正成为饮料行业的主流追求。

凭借13年的品牌历史，东方树叶抓住了当前的消费趋势，吸引了大批注重健康的消费者，并在市场上保持了竞争优势。根据尼尔森数据，东方树叶在2024年上半年占据了无糖茶行业70%的市场份额，稳固了其在植物系养生饮料市场的领导地位。可以预见的是，随着健康意识的进一步普及，饮料品牌入局茶饮和植物饮料的趋势仍将在明年持续。我们预计茶饮板块将持续增长，并为公司利润端提供坚实支撑。整体来看，无糖茶饮不仅为即饮行业带来了新的增长动力，也仍将持续为饮料公司带来利润端的支撑。

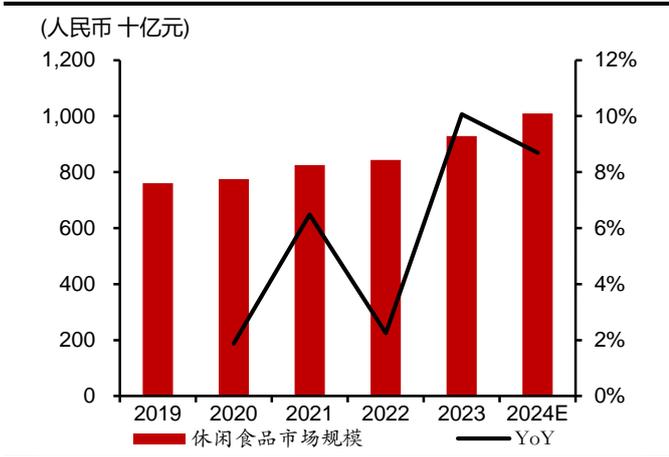
零食：小零食经济持续释放潜力，零食创新持续获得消费者青睐

■ 小零食重新进入大众视野

2024年，随着国民消费模式日益多元化，休闲零食行业在研发端加速推新，展现出强劲的发展势头。在社会压力增大的背景下，单价较低且口感丰富的高品质小零食持续赢得消费者的青睐。伴随着新兴销售渠道的兴起，休闲零食成为当前最具活力的行业之一。2024年前三季度，11家主要休闲食品上市公司合计实现营收514.34亿元，同比增长58%。根据中商情报网的数据，零食量贩店的数量从2017年的300家迅速扩张至超过3万家，其中仅2024年新开门店就已经近1万家。近两年来，零食量贩模式保持高速增长，预计到2027年销售额将以每年27.3%的速度稳健增长。

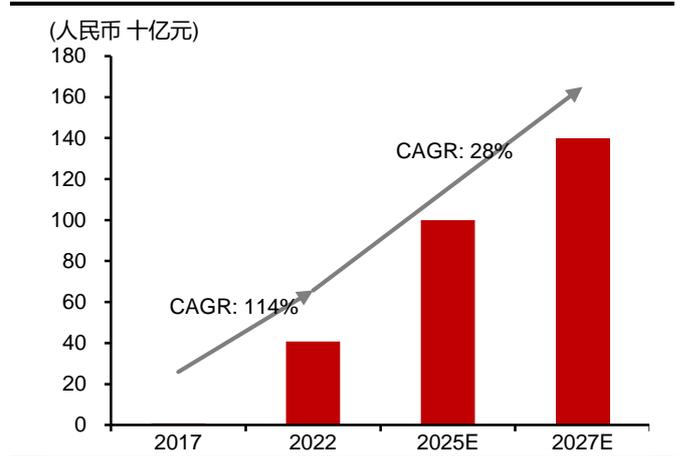
当下快速的扩展反映了消费者对便捷、多样化和高性价比零食的需求不断增加。零食量贩店不仅为消费者提供了更多的选择，还通过创新的销售模式升级了购物体验。未来几年，随着更多量贩店的开设和市场份额的扩大，休闲零食行业有望继续引领消费潮流，保持强劲的增长态势。

图 9: 中国休闲食品行业市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文研究报告、招银国际环球市场

图 10: 中国量贩零食市场规模



资料来源：灼识咨询报告、中商情报网、招银国际环球市场

展望至2025年，零食作为一种相对低价的商品，因其能够提供附加的心理安慰和情感价值，在消费者面临经济不确定性时展现出独特的吸引力。特别是在新兴的具有特定偏好的群体中，这些特性积累了显著的市场吸引力。我们认为，零食消费不仅在数量上增长，在品质上也在不断升级。根据弗若斯特沙利文的数据，中国休闲食品市场规模预计将在2024年达到10,093亿元。

国产零食产业仍处于发展初期，集中度较低，但知名龙头公司正加速推出高品质零食，巩固其在国潮零食中的领先地位。随着消费者对即时零食的要求不断提升，那些能够在口感、工艺、营养和原料等方面占据优势的龙头企业将迎来巨大的成长空间。伴随大健康和居民健身意识的兴起，许多品牌在研发、营销和推广中强调“天然”、“健康”、“轻量”等标签，以满足消费者既想享受美味又想减少身体负担及内心“负罪感”的需求。

在供给端，卫龙持续扩充并强化其产品矩阵，除了辣条这一主打单品外，还率先推出了魔芋爽和海带等低卡蔬菜类零食。通过新技术和新工艺的驱动以及口感研发的强大支持，卫龙不断累积忠诚用户。公司预计海带品类的全年增速将不低于魔芋品类，并有望在2025

年为收入做出重要贡献。公司在油炸类食品、腌制类和膨化类等领域也已全面布局，通过蔬菜类食品将重口味零食引向健康的垂类市场。

短期内，随着4Q及1Q进入聚会旺季，零食需求显著增加，行业受到积极催化。得益于终端市场铺货率的持续提升和新渠道的发展，线上年货节将进一步宣传新口味和新品类。我们预计，传统渠道和量贩渠道将在春节前的旺季同时迎来明显增长，年货节期间线上的非线性增长亦值得期待。综上所述，2025年的零食行业将继续在“量”与“质”上实现双重突破，满足消费者多样化的需求，推动行业的进一步繁荣。

■ 新兴渠道契合行业发展

零食多伴随渠道扩张有独立逻辑，仍是食品饮料板块中最具成长性的子板块之一。近年来，各家公司积极引进人才，强化渠道建设，并增强品牌营销，以抓住市场机遇。卫龙凭借约100万个销售网点，其中直接触达的网点超过30万个，构建了强大的分销网络。

随着电商的多维度发展，新兴渠道如抖音等兴趣电商为小零食提供了更贴近消费者的接触点，不仅拓宽了销售渠道，还增强了品牌的曝光度和互动性。线上业态中，即时零售平台迅速崛起，有效扩大了门店的服务半径，为休闲食品品牌带来了新的流量来源，提升了用户体验。内容化、社交化的电商平台吸引了更多年轻消费者，为休闲零食企业提供了一个更广阔的与消费者互动的平台。以卫龙为例，公司在多渠道上均保持平稳扩张，零食量贩和现代渠道收入占比分别提升至15%-20%及20%-30%；在兴趣电商的带动下，线上增速显著超过线下，特别是抖音平台的增速超过了200%。线下方面，便利店和零食量贩店通过提供更丰富的商品选择、优质的消费体验和更高的性价比，实现了高速增长，成为推动零食行业壮大的重要力量。这些店铺围绕目标消费群体密集开设，为消费者提供便利、多样且优质的产品和服务，成为关键驱动力。

展望2025年，我们对零食行业的前景持乐观态度。年轻消费群体对零售产品展现出日益增长的兴趣是推动销量增长的关键因素之一。此外，品牌不断拓展至更为广泛的下沉市场，并通过量贩渠道增强铺货率，预计2025年全年都将保持强劲的增长势头。新品推出和口味创新不仅能够吸引更多消费者尝试，也为公司提供了实现部分产品价格上调的空间，从而有望持续提升盈利水平。

美妆护肤

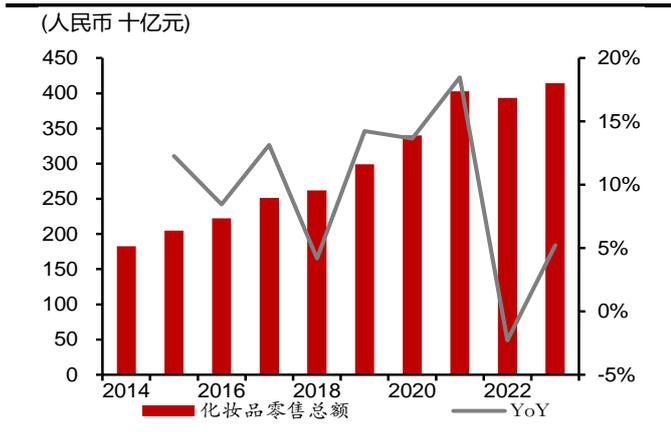
化妆品市场历经重塑，功效性美容护肤深化发展

■ 头部企业深化发展，在存量市场中稳固市占

根据国家统计局数据，2024年前10个月化妆品零售总额同比增长3%。星图数据显示，今年双十一期间美容护肤板块全平台GMV增长了22.85%，延续了改善的趋势。在这一背景下，头部国货品牌表现尤为突出，继续引领市场。具体来看，珀莱雅作为天猫和抖音平台的双冠军，销售额分别同比增长了10%和60%，彰显了其强大的市场竞争力。巨子生物旗下的可复美品牌全渠道销售额同比增长80%，成为GMV排名提升最快的品牌；其姊妹品牌可丽金则实现了超过100%的增长。此外，上美股份旗下的韩束品牌在天猫和抖音平台上分别取得了第2名和第4名的好成绩，全渠道销售额同比增长44%。

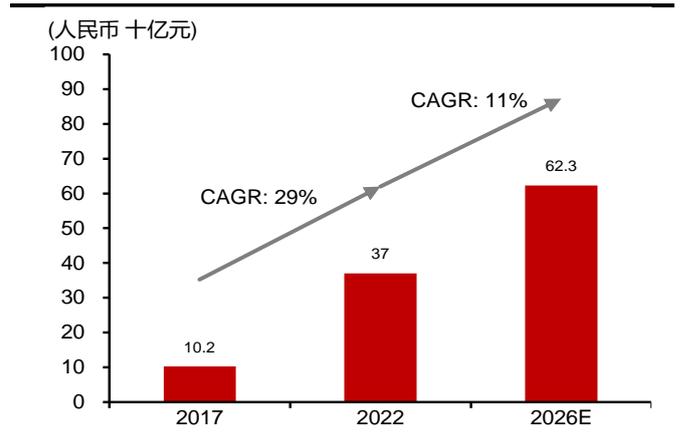
展望2025年，随着行业整体增速放缓，我们预计国货龙头品牌将在功效性护肤领域保持稳健的市场份额。这些品牌凭借深厚的研发实力、精准的市场定位和高效的营销策略，不仅巩固了现有优势，还为未来增长奠定了基础。通过持续创新和优化产品线，它们将更好地满足消费者日益个性化的护肤需求，进一步提升市场领导地位。

图 11: 中国化妆品零售总额



资料来源：国家统计局、招银国际环球市场

图 12: 中国功效护肤市场规模



资料来源：华经产业研究院、招银国际环球市场

■ 功效性护肤成为主流，国货品牌崛起

根据华经产业研究院的数据，中国功效性护肤市场规模从2017年的102亿元迅速增长至2022年的370亿元，并预计在2026年达到623亿元。轻医美和理性护肤概念的普及推动了精细化、科学化、功效化护肤的需求，重塑了中国的护肤市场格局，为国货品牌提供了弯道超车的机会，使其逐渐从边缘走向主流。

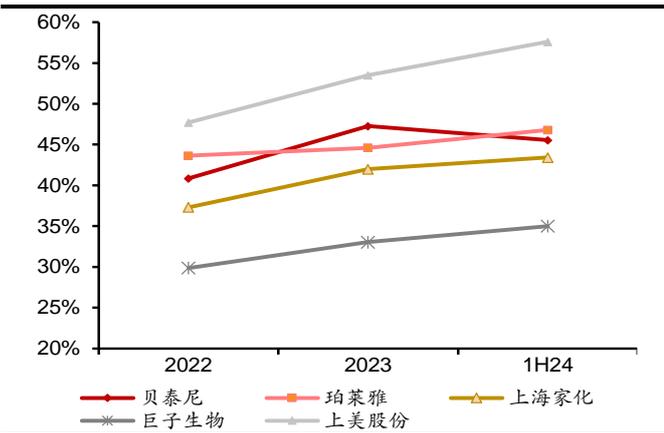
头部企业坚持长期主义经营理念，致力于提供多元化的选择，通过不断迭代升级产品提升性价比，赢得了消费者的青睐。创新性化妆品原料的引入，尤其是自研植物成分（如中草药）的应用，成为国货品牌的亮点。2024年上半年，已有17款植物新原料通过备案，占新原料总数的40%，超过了2022-2023年的总和。“中国成分”虽然尚未有明确定义，但通常包含中国特色活性物质提取物及本土企业改造合成的新物质。这一概念已成为国货品牌的重要营销方式，增强了品牌的声量和影响力。

■ 头部品牌坚持长期主义，精准策略应对流量成本挑战

随着本土审美的觉醒和文化自信的提升，国货护肤品的认可度已全面实现，行业完成了从0到1的突破。在接下来的1-10阶段，面对白牌的持续涌现和淘汰，我们预计2025年美妆公司将面临更激烈的竞争。珀莱雅、贝泰尼、上海家化等公司在2024年前9个月销售费用率分别提升了1.8、12.4、1.2个百分点；上美股份和巨子生物在2024年上半年销售费用率也分别提升了4.1和2.5个百分点。尽管2025年可能面临更高的流量成本和更激烈的竞争环境，头部公司凭借大单品和品牌口碑形成的壁垒，长期来看依然具有显著优势。

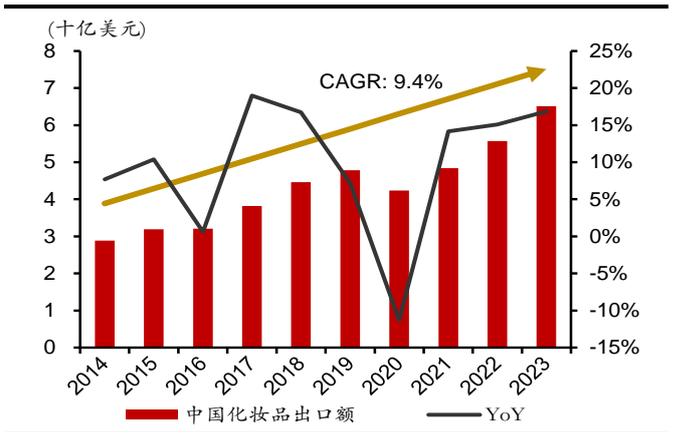
面对日益激烈的市场竞争和高昂的流量成本，头部企业也在调整其市场策略。上美股份管理层曾向我们表示，在双十一期间适当放弃部分竞争，以节省高昂的流量成本。这种策略反映了公司在成本控制和资源分配上的谨慎态度，旨在优化投资回报率，而非单纯追求短期的销售数字。与此同时，珀莱雅消费者也注意到，今年大促期间的赠品数量较以往有所减少。这表明珀莱雅也在通过收缩促销力度来平衡成本与收益，专注于品牌力的塑造与用户体验的提升，通过合理控制营销费用，将更多资源投入到研发和品牌建设，从而在长期内保持竞争力，减少过度促销有助于培养消费者对品牌的理性认知。我们认为，行业已经实现重塑并进入了新的发展阶段，从价格向价值导向转变。

图 13: 头部品牌营销费用率变化趋势



资料来源：公司资料、招银国际环球市场

图 14: 中国化妆品出口额变化趋势



资料来源：中国医药保健品进出口商会、招银国际环球市场

■ 2025年及未来，出海驱动新增长

面对逐渐饱和的内地市场，2025年品牌的新增量可能由出海战略引领。化妆品出口额从2014年的28.9亿美元增长到2023年的65.1亿美元，CAGR达到9.4%，总体呈现稳步上升趋势。尽管出海充满挑战，中国品牌的全球化决心依然坚定。上海家化旗下的佰草集作为最早进入法国设立专柜的中国护肤品牌，近期关店可能是受集团架构转型的影响，但这并未动摇其他品牌拓展海外市场的步伐。贝泰尼已通过泰国设立东南亚业务总部，计划在当地开设KA美妆连锁店，并接入30多家医美诊所作为销售渠道，同时也在筹划进军北美市场。目前来看，东盟已被公认为全球化妆品行业的“未来市场”，马来西亚和印尼是该区域最大的两个化妆品市场。珀莱雅不仅瞄准了这一潜力巨大的市场，还在欧洲成立了科创中心，有望比同行更快布局西欧和法国销售网络。这些举措彰显了珀莱雅在国际市场上寻求突破的决心与行动力。珀莱雅在出海方面采取了谨慎且灵活的战略，利用线上渠道迅速占领市场份额，增强品牌在全球范围内的竞争力。

随着内地市场竞争加剧和市场趋于饱和，中国化妆品品牌正积极探索海外市场，通过多元化、本地化的策略，在全球范围内寻找新的增长点。

估值

图 15: 估值对比

公司	证券代码	收盘价 (交易币种)	总市值 (美元, 百万)	市盈率(x)			ROE(%)			收入增速(%)			净利润增速(%)			派息比例		股息率	
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	23A	24E	23A	24E
百威亚太	1876.HK	7.46	12,695	15.4 x	13.8 x	12.5 x	7.5	8.2	8.7	-5.1	3.9	3.8	-2.1	11.7	10.1	82%	5.5%	5.4%	
青岛啤酒股份	0168.HK	50.40	11,530	14.4 x	13.1 x	12.0 x	15.0	15.3	15.3	-6.3	3.2	2.5	3.3	10.2	9.4	63%	4.3%	4.4%	
青岛啤酒	600600.SH	73.84	11,530	22.6 x	20.4 x	18.8 x	15.2	15.4	15.5	-4.6	3.2	3.0	4.5	10.5	8.8	64%	2.7%	2.5%	
华润啤酒	0291.HK	26.25	10,942	14.5 x	13.1 x	11.9 x	17.1	17.1	17.1	2.6	3.8	3.8	5.2	10.5	9.9	58%	3.9%	3.5%	
重庆啤酒	600132.SH	64.98	4,377	23.3 x	22.0 x	20.8 x	58.4	56.3	55.8	1.4	3.7	3.5	0.8	5.9	5.7	101%	4.3%	4.0%	
燕京啤酒	000729.SZ	10.25	4,021	29.6 x	23.1 x	19.1 x	7.0	8.5	9.6	5.4	6.0	5.7	51.2	28.5	20.7	44%	1.0%	1.4%	
珠江啤酒	002461.SZ	9.07	2,794	24.8 x	21.7 x	19.2 x	7.8	8.4	8.9	7.6	6.5	6.0	29.7	14.4	12.9	45%	1.4%	1.8%	
农夫山泉	9633.HK	35.45	51,229	28.9 x	24.9 x	21.7 x	37.3	35.6	33.8	10.9	16.0	11.2	5.4	16.1	14.8	69%	2.3%	2.4%	
东鹏饮料	605499.SH	220.99	15,995	35.6 x	27.1 x	21.5 x	39.1	38.6	37.1	42.4	28.1	23.1	58.2	31.4	25.8	49%	1.1%	1.4%	
康师傅控股	0322.HK	9.94	7,196	14.4 x	13.0 x	12.0 x	25.0	26.7	28.3	4.2	3.7	3.7	14.9	10.7	9.1	98%	6.0%	7.4%	
中国旺旺	0151.HK	4.41	6,893	11.8 x	11.1 x	10.6 x	25.7	22.8	23.7	0.0	3.8	4.6	8.9	4.9	5.0	69%	5.8%	NA	
华润饮料	2460.HK	12.18	3,753	16.3 x	13.4 x	11.5 x	15.3	15.3	15.1	5.5	7.6	8.7	24.2	22.1	15.8	NA	NA	NA	
统一企业中国	0220.HK	7.08	3,929	14.8 x	13.4 x	12.3 x	13.8	14.8	15.6	7.5	5.8	5.8	14.3	10.4	9.1	109%	6.6%	7.6%	
养元饮品	603156.SH	21.38	3,766	18.9 x	17.0 x	15.2 x	13.4	15.0	16.7	-5.4	6.6	7.7	-2.5	11.3	11.7	138%	7.5%	NA	
承德露露	000848.SZ	8.94	1,310	14.9 x	12.8 x	11.5 x	18.6	19.4	19.6	8.0	8.0	8.2	-1.0	16.0	11.6	66%	4.5%	4.2%	
李子园	605337.SH	11.58	636	19.4 x	17.4 x	15.6 x	13.1	13.9	14.7	3.9	9.3	9.6	-0.7	11.7	11.3	83%	4.3%	3.2%	
卫龙美味	9985.HK	7.52	2,272	14.3 x	12.2 x	10.5 x	18.7	19.4	19.1	23.0	16.3	13.7	29.7	17.4	15.8	86%	4.8%	4.3%	
洽洽食品	002557.SZ	30.07	2,122	15.5 x	13.5 x	11.7 x	16.2	16.6	17.1	10.5	11.0	10.9	22.2	15.1	15.0	63%	3.3%	3.9%	
盐津铺子	002847.SZ	51.70	1,963	21.7 x	17.1 x	13.7 x	35.6	35.7	35.3	27.6	23.7	21.2	28.8	27.0	24.3	57%	2.9%	2.5%	
三只松鼠	300783.SZ	32.58	1,818	32.5 x	23.6 x	17.6 x	14.3	17.2	19.7	44.3	28.8	24.9	82.8	37.7	34.1	46%	0.8%	1.1%	
劲仔食品	003000.SZ	12.96	813	19.4 x	15.6 x	12.7 x	20.1	21.4	22.2	21.9	21.6	19.9	43.4	24.8	22.5	63%	2.3%	2.3%	
中国中免	601888.SH	70.56	19,954	26.5 x	22.2 x	19.4 x	9.5	10.6	11.3	-10.4	13.8	11.0	-18.8	19.4	14.2	51%	2.3%	1.8%	
巨子生物	2367.HK	51.30	6,778	24.8 x	19.4 x	15.6 x	34.6	33.2	31.4	44.7	30.7	26.1	35.2	28.0	24.1	59%	1.9%	2.1%	
珀莱雅	603605.SH	92.22	5,086	23.5 x	19.0 x	15.7 x	28.6	28.0	26.9	29.5	23.2	19.8	30.1	24.0	21.0	43%	1.4%	1.4%	
贝泰妮	300957.SZ	49.28	2,905	26.2 x	20.6 x	17.6 x	12.4	14.2	14.8	18.4	15.5	13.3	5.5	26.8	17.5	34%	1.2%	1.2%	
上美股份	2145.HK	34.95	1,787	14.6 x	11.1 x	9.0 x	35.5	36.2	35.7	72.4	25.9	18.9	91.4	31.1	23.5	81%	3.0%	4.1%	
丸美股份	603983.SH	29.49	1,646	32.4 x	25.5 x	20.6 x	10.3	12.1	13.8	30.7	24.4	20.0	40.6	27.4	23.5	80%	1.8%	1.2%	
上海家化	600315.SH	17.74	1,660	32.9 x	25.6 x	21.6 x	4.6	5.6	6.3	-5.2	7.8	8.7	-27.5	28.5	18.3	31%	1.3%	1.0%	
润本股份	603193.SH	22.30	1,256	28.6 x	22.8 x	18.5 x	14.5	15.8	16.6	29.5	26.5	23.3	39.6	25.8	23.2	27%	0.8%	0.8%	
水羊股份	300740.SZ	13.68	739	22.0 x	16.6 x	13.7 x	10.7	12.5	13.2	-2.7	11.2	8.8	-17.8	32.6	20.9	13%	0.7%	0.6%	
美丽田园医疗健康	2373.HK	17.30	524	15.5 x	12.7 x	11.0 x	25.5	26.0	24.4	24.2	19.1	13.3	12.9	22.2	14.8	45%	2.7%	2.5%	
均值				23.6 x	19.9 x	17.3 x	24.3	24.0	23.7	9.5	12.8	10.4	12.5	17.3	14.6	65%	3.0%	2.7%	

资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测 (截至 2024 年 12 月 4 日)

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定。

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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定。

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。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。