

消费行业

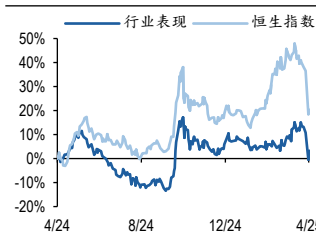
行业评级
领先

2025 年 4 月 9 日

关税政策扰动下的避风港：乳制品、体育用品、家电行业稳中求进

- ④ **整体需求稳定，个别行业需关注关税影响。**我们覆盖的大多数公司不依赖出口美国，乳制品（如蒙牛、伊利）、啤酒（如华润啤酒、百威啤酒）、体育用品（如安踏、李宁）行业主要原材料为国内采购，且主要经营市场为中国和亚洲市场。以恒安为代表的个人护理行业，尽管身为行业龙头，采用进口优质木浆作为原材料，但进口地主要为南美洲。因此，大部分公司受关税政策影响较小，但家电和潮玩等行业仍需关注关税政策的影响。
- ④ **家电行业：本土化与出口并存。**海尔智家在美国的本土化程度高达 95%，其在美国销售的商品主要在美国本土生产，因此关税对其直接影响较小。对于美的集团，虽然在美国的本土化程度相对较低，但其海外收入（约占整体收入四成）中，美国的比重低于两成（即占美的整体收入约中高个位数）。公司可通过优化供应链、调整产品结构等方式降低关税压力，同时积极拓展其他优势市场（如中东），进一步降低美国市场的影响。
- ④ **潮玩行业：多个海外市场引领增长。**泡泡玛特凭借在全球范围内较高的品牌知名度和市场竞争力，能够通过合理的价格策略维持竞争优势。此外，公司海外市场增长迅猛，尤其是在东南亚、欧洲等，市场拓展策略成效显著。因此，公司在海外市场的经营具有较大的灵活性和调整空间，并可通过进一步强化品牌建设，加大其他高增长地区的投入，实现多元化发展。
- ④ **市场情绪波动与长期投资机会。**总体评估关税影响，我们所覆盖的消费行业的实际业务影响有限。长期来看，我们仍然建议在投资情绪企稳后，关注消费升级和市场细分领域的投资机会。具体而言，**乳制品、体育用品、家电**等行业整体需求较稳定，高端产品发展势头强劲，有望持续受益于消费升级；其中，海尔智家/安踏对应 2025 年市盈率已近乎 2020 年以来最低市盈率；**餐饮、啤酒**等行业在整体需求复苏后更具弹性，有望现快速反弹；泡泡玛特等在多个海外市场具备强竞争优势的企业，能够通过拓展海外市场来降低对单一市场的依赖，进一步提升市场份额和盈利能力。

行业与大盘一年趋势图



资料来源: FactSet

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

估值概要

公司名称	股票代码	评级	目标价	收盘价	----每股盈利----		----市盈率----		----市账率----		股息率
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E
					(当地货币)	(当地货币)	(报表货币)	(报表货币)	(倍)	(倍)	(倍)
美的集团	000333 CH	买入	87.22	70.23	5.815	6.189	12.1	11.3	2.35	2.54	4.9
格力电器	000651 CH	买入	52.96	44.62	6.140	6.714	7.3	6.6	1.82	1.67	6.2
海尔智家	6690 HK	买入	36.52	20.40	2.288	2.493	8.4	7.7	1.57	1.56	5.7
安踏	2020 HK	买入	113.30	77.05	4.845	5.494	15.0	13.2	2.97	2.69	3.6
伊利股份	600887 CH	买入	33.30	28.73	1.850	2.024	15.5	14.2	2.86	2.67	4.6
泡泡玛特	9992 HK	买入	176.00	133.10	3.562	4.632	35.2	27.1	11.09	7.99	1.0
百威亚太	1876 HK	买入	9.78	8.65	0.064	0.069	17.5	16.2	1.43	1.39	4.4
华润啤酒	291 HK	买入	34.47	25.80	1.687	1.914	14.4	12.7	2.33	2.29	3.5
蒙牛乳业	2319 HK	买入	22.91	18.90	1.407	1.598	12.6	11.1	1.54	1.42	3.9
申洲国际	2313 HK	买入	116.00	46.00	5.213	5.693	8.3	7.6	1.64	1.50	7.2
名创优品	9896 HK	买入	46.42	29.90	2.630	3.167	10.7	8.9	3.70	3.69	4.7
光明乳业	600597 CH	买入	12.30	8.37	0.620	NA	13.5	NA	1.21	NA	2.3
宝胜国际	3813 HK	买入	0.90	0.49	0.105	0.110	4.3	4.1	0.26	0.25	11.4
中国飞鹤	6186 HK	中性	4.00	5.80	0.471	0.496	11.6	11.0	1.77	1.68	6.2
李宁	2331 HK	中性	14.89	14.28	1.255	1.476	10.7	9.1	1.33	1.27	4.7
恒安国际	1044 HK	中性	22.64	20.35	2.055	2.268	9.3	8.4	1.03	0.99	7.6
滔搏国际	6110 HK	中性	3.06	2.74	0.237	0.270	10.9	9.6	1.80	1.76	9.3
妙可蓝多	600882 CH	中性	13.40	25.94	0.319	0.395	81.4	65.7	2.90	2.77	0.0
健合国际	1112 HK	中性	10.40	8.57	1.954	NA	4.1	NA	0.64	NA	9.7
九毛九	9922 HK	中性	3.14	2.58	0.155	0.173	15.7	14.0	1.05	1.01	NA
平均							15.9	14.4	2.26	2.18	5.3

资料来源: FactSet、交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
9992 HK	泡泡玛特	买入	133.10	176.00	32.2%	2025 年 03 月 28 日	潮流玩具
291 HK	华润啤酒	买入	25.80	34.47	33.6%	2025 年 03 月 21 日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	8.65	9.78	13.0%	2025 年 02 月 26 日	啤酒
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.90	22.91	21.2%	2025 年 03 月 27 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.73	33.30	15.9%	2024 年 11 月 06 日	乳业
600597 CH	光明乳业	买入	8.37	12.30	47.0%	2023 年 09 月 05 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	5.80	4.00	-31.1%	2024 年 09 月 02 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	25.94	13.40	-48.3%	2024 年 08 月 27 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	8.57	10.40	21.4%	2023 年 08 月 24 日	乳业
2313 HK	申洲国际	买入	46.00	116.00	152.2%	2024 年 03 月 27 日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	20.40	36.52	79.0%	2025 年 04 月 03 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	70.23	87.22	24.2%	2025 年 04 月 02 日	家电
000651 CH	格力电器	买入	44.62	52.96	18.7%	2024 年 04 月 30 日	家电
1044 HK	恒安国际	中性	20.35	22.64	11.2%	2025 年 03 月 26 日	个护家清
9922 HK	九毛九	中性	2.58	3.14	21.8%	2025 年 03 月 31 日	餐厅
9896 HK	名创优品	买入	29.90	46.42	55.3%	2025 年 03 月 24 日	零售
2020 HK	安踏	买入	77.05	113.30	47.1%	2025 年 03 月 20 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	14.28	14.89	4.3%	2024 年 08 月 19 日	运动品牌
3813 HK	宝胜国际	买入	0.49	0.90	86.4%	2025 年 03 月 12 日	体育用品经销商
6110 HK	滔搏国际	中性	2.74	3.06	11.6%	2024 年 11 月 05 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 4 月 8 日

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2025 年 4 月 9 日

消费行业

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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，在参与有关报告内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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。