



港股消费行业 2021 中期投资策略： 后疫情时代关注餐饮服务业复苏，国产品牌在不同领域显示强劲势头

中国

消费行业

2021 年 7 月 12 日

恒生指数	27515.24
恒生指数 52 周最高	31183.36
恒生指数 52 周最低	23124.25

资料来源: Wind (行情截至 2021-07-12 收盘), 国信证券(香港) 研究部

2021H1 消费行业表现回顾：港股餐饮服务板块股价普跌，股价下跌部分消化了估值压力，我们依旧看好餐饮龙头海底捞的复苏前景。调味品板块去年业绩高速增长，今年面临业绩基数高及库存高双重压力，业绩增速预计放缓，股价普遍回调。消费者对国产品牌偏好度明显提升，包括一些过去一直由国际品牌占据主场的运动服饰、婴幼儿配方奶粉、彩妆护肤等行业，国产龙头品牌显示出超强势头。中央“十四五”规划建议中提出“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，坚持扩大内需这个战略基点，使生产、分配、流通、消费更多依托国内市场，形成国民经济良性循环，内需消费值得长期重点关注。2021 年下半年看好餐饮服务业复苏，运动服饰板块料持续高景气度，二胎政策下婴幼儿奶粉行业龙头值得关注。

餐饮服务：国内疫情控制良好，各餐饮品牌复苏步伐不一

国内疫情控制良好，2021 年上半年仅局部地区出现规模不大的新冠疫情感染，加上疫苗注射人数迅速上升，预计餐饮、旅游等消费活动会持续复苏。2020 年受疫情影响，餐饮行业上市公司业绩普跌，但股价表现突出；2021 年业绩展望复苏确定性高，但股价普跌。我们总结原因有二：一是估值过高而复苏情况不及预期；二是 2021 年印度变种病毒在海外肆虐，国内局部地区出现疫情小规模反弹，令消费者对聚集活动仍偏谨慎。但股价下跌部分消化了高估值，加之国内疫情目前控制良好，我们对餐饮业复苏持乐观态度。餐饮服务板块我们继续重点推荐处于中式餐饮最大市场分部（火锅）、品牌力强、具备完整供应链体系的海底捞（6862.HK）。

调味品板块受去年业绩高基数及竞争加剧影响，中期业绩恐不乐观

调味品板块作为为数不多的几个受益于疫情的板块，去年业绩增速尤其是 2020 年上半年业绩增速亮眼，股价也大幅上涨。但今年面临去年业绩基数高及竞争加剧的困境，板块面临业绩增速放缓的压力，股价也随即大幅回调，颐海国际（1579.HK）股价从高位回调最多达 67%，年初至今股价回调超过五成。股价很大程度已经反应悲观预期，但短期缺乏催化剂，建议关注中报，静待经营数据改善信号再谋布局。

国产品牌在多个消费领域表现强劲

消费者尤其是年轻消费者对国产品牌的偏好程度明显提升，一方面是国产品牌自身在质量、品牌形象、营销手段等方面的提升，一方面也由于国人自信心随着国力强盛而提高。例如在过去一向是国际品牌占绝对优势的体育服装、婴幼儿配方奶粉、彩妆护肤等行业，国产品牌李宁（2331.HK）、安踏（2020.HK）、中国飞鹤（6186.HK）、润百颜（华熙生物 688363.SH）、薇诺娜（贝泰妮 300957.SZ）等国产龙头品牌崛起势头十分强劲。

李宁、安踏 2021H1 中期业绩强劲增长，目前来看估值处于较高位置，但增长前景乐观，可积极关注，趁股价回调布局。中国飞鹤：国产婴幼儿配方奶粉

香港消费行业重点关注上市公司涨跌幅%

代码	简称	近30日涨跌幅	近60日涨跌幅	今年以来涨跌幅
1579.HK	颐海国际	2.4	-20.8	-51.4
2020.HK	安踏体育	16.4	34.8	50.5
2331.HK	李宁	18.5	38.0	64.7
6186.HK	中国飞鹤	-17.4	-23.0	-11.1
6862.HK	海底捞	20.8	10.6	-19.5
6993.HK	蓝月亮集团	-19.1	-9.5	-42.0
9633.HK	农夫山泉	-1.1	10.6	-22.5
9922.HK	九毛九	14.2	9.5	38.5
9992.HK	泡泡玛特	3.9	22.0	-13.7

数据来源: wind (截至 2021-07-12 收盘), 国信证券(香港) 研究部

杨晓琴

证监会中央编号: BBR309

+852 2899 6772

Vivian.yang@guosen.com.hk





龙头，尤其是高端&超高端龙头地位稳固。三胎政策对婴幼儿奶粉行业是中长期支撑，公司股价目前处于估值吸引位置。

投资建议

我们认为港股餐饮龙头公司海底捞股价大幅下跌部分消化了估值风险，看好其经营管理能力和完善的产业链支持下全球扩张的前景。港股调味品龙头公司颐海国际今年面临业绩增速放缓压力，目前估值尚未算太吸引，可待中报之后观察是否出现经营数据改善信号。消费者对国产品牌偏好度提升，在传统外资品牌占优势的领域如体育服饰、婴幼儿配方奶粉、彩妆护肤等领域，国产龙头品牌商显示出超强势头，建议关注李宁、安踏、中国飞鹤、贝泰妮（拟赴港上市）。

风险提示

- 1) 可选消费需求增速低于预期
- 2) 龙头公司业绩增长不及预期
- 3) 疫情反复会对餐饮服务行业业绩造成负面影响



报告正文

一、餐饮服务板块：业绩复苏确定，股价调整部分消化估值压力

2020 年受疫情影响，餐饮行业业绩大幅下滑。海底捞、九毛九、呷哺呷哺营收分别同比 +7.8%/+1%/-9.4%，净利润同比-97.9%/-21.3%/-176.4%。今年国内疫情控制整体情况良好，餐饮业复苏，叠加去年低基数效应下业绩复苏确定。但不同餐饮品牌在复苏路上表现不同，投资者应具体分析。

表 1 香港&中国内地上市餐饮公司 2020 年业绩普跌

代码	公司名称	2020 营收/亿 RMB	2020 营收同比 增速%	2020 净利润/亿 RMB	2020 扣非归母净 利润同比增速%	区域
6862.HK	海底捞	286.1	7.8	3.09	-97.9	全球
9922.HK	九毛九	27.1	1.0	1.24	-21.3	中国内地
0520.HK	呷哺呷哺	54.6	-9.4	0.02	-176.4	中国内地和香港
9987.HK	百胜中国-S	82.6	-5.8	7.84	-23.6	全球
6811.HK	太兴集团	28.0	-14.0	1.19	-26.0	大中华区
605108.SH	同庆楼	12.9	-11.3	1.85	24.3	中国内地
0538.HK	味千(中国)	18.2	-29.0	-0.78	-224.8	中国内地、港澳
000721.SZ	西安饮食	4.0	-18.2	0.09	121.4	中国内地
0341.HK	大家乐集团	67.1	-15.7	3.59	-923.3	香港和中国内地
002186.SZ	全聚德	7.7	-50.2	-2.62	-689.6	中国内地
1314.HK	翠华控股	9.6	-30.6	-1.24	31.1	香港和中国内地

资料来源：Wind，上市公司公告，国信证券（香港）研究部

表 2：海底捞、呷哺呷哺 2020H1 股价回调幅度大

代码	公司名称	近 30 日涨跌幅%	近 60 日涨跌幅%	2020 年涨跌幅%	年初至今涨跌幅%
0520.HK	呷哺呷哺	-0.7	-23.9	74.9	-51.7
6862.HK	海底捞	20.8	10.6	91.5	-19.5
9922.HK	九毛九	14.2	9.5	128.7	38.5

资料来源：Wind（截至 2021-07-12 收盘），国信证券（香港）研究部整理

餐饮企业去年业绩不佳但股价表现出色。今年虽然业绩回暖确定，但是却面临增速翻台率回升不及预期、扩张步伐放缓等问题，股价普遍回调。尤其是海底捞面临去年扩张太快今年翻台率复苏不及预期的问题，股价自高位回调最多达 55%。呷哺呷哺管理层动荡，增长引擎——凑凑品牌 CEO 张振纬离职，6 月底 CEO 赵怡被罢免。2017 年到 2020 年，呷哺呷哺净利润同比增长分别是 14.2%、10.1%、-37.7%和-99.4%，净利润增速逐渐放缓。而净利润增速不断放缓的背后则是不断下滑的翻台率，2017-2020 呷哺呷哺的翻台率分别为 3.3/2.8/ 2.6/ 2.3 次/天。在业绩颓势同时暴露出管理问题，投资者对其前景不乐观，股价自高位回调最多达 72%。九毛九去年扩张谨慎，去年和今年都在进行结构调整，整体扩张计划偏谨慎。餐饮企业 2021 年业绩复苏确定，但股价表现不佳。回调部分消化了估值过高的风险，形成部署机会。我们对海底捞及九毛九的增长前景保持乐观，建议重点关注。



海底捞 (6862. HK)

核心观点：暂时面临经营困境，我们认为股价的回调部分消化了估值的压力，对其长期增长仍保持乐观。

去年餐饮行业受疫情打击，处于低迷行情，海底捞逆势加速扩张，全年新开门店 544 家（其中 2020H1 新开 173 间，2020H2 新开 371 间），创历史新高。逆势扩张一方面是由于疫情影响，一些中小餐饮店顶不住压力退出核心商圈铺位，海底捞在选址上有了更大的选择性；二是公司在店长等人才储备方面充足，可以支撑高速扩张。今年海底捞 1-5 月门店翻台率恢复速度不如预期理想，管理层坦诚去年逆势扩张加速，对全球疫情平息时间预期过于乐观。2021Q1 公司新开门店 170-200 间，我们保守估计公司今年重点放在组织架构调整及门店经营数据恢复上，假设 Q2-Q4 暂缓扩张，我们在最新报告中下调全年新开门店预测并相应下调 21-23 年业绩预测约 9-10%。

目前海底捞股价（截至 2021-07-12 收盘）对应 21、22 财年 PE 约 49.4x、36.1x，处于偏低位置，可积极关注中期经营数据。我们的目标价 52hkd，对应 53.5x2021 年预测 PE 及 1.5xPEG（行业平均 PEG 为 1.66x）。

我们仍看好海底捞的全球扩张能力，理由如下：

- 1) 火锅大赛道龙头品牌，已形成强大的品牌认知。而火锅是中式餐饮中最大分部，也是中式餐饮中增速最快分部。得益于火锅餐饮的受欢迎程度及其高度标准化、易异地复制的可扩张性，火锅在中式餐饮中占有最大市场份额；
- 2) 强大的供应链体系。海底捞门店扩张的重要保障就是集团完整的供应链，从食材、复合调味料供应、运输配送、门店装修、人力资源咨询、信息服务，海底捞背后有集团完整的供应链支撑。其中的一些公司如蜀海供应链（仓储+物流+配送）、颐海国际（火锅底料）除了海底捞已经在第三方客户中发展壮大。我们相信不断做大做强后台和规模扩大的海底捞门店相得益彰；
- 3) 优秀的管理机制。海底捞用人的核心理念是“连住利益，锁住管理”。在师徒制和家族制下，集团是实现自下而上的裂变式增长。海底捞在高速增长中难免遇到管理上的问题，但集团始终重视员工利益，共同成长的理念相信可以走得更远。

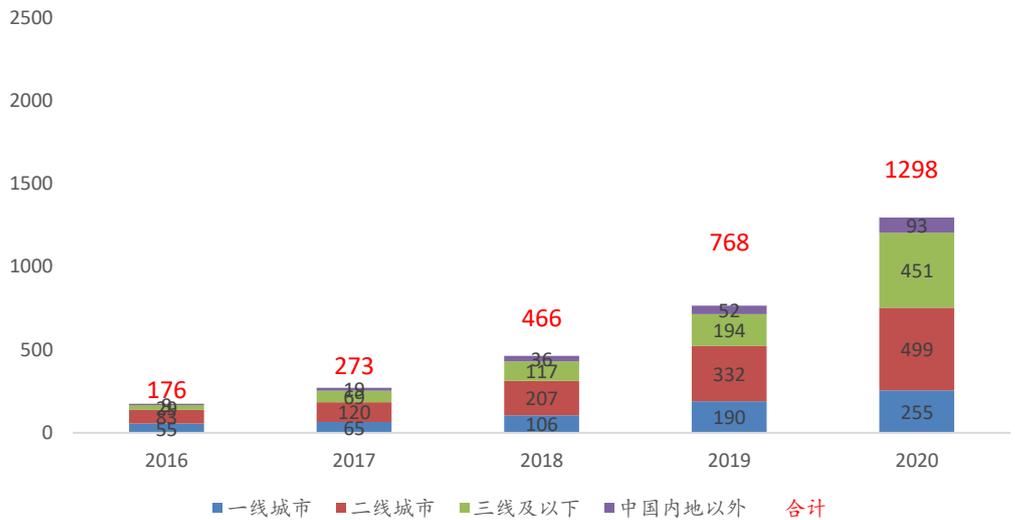
表 3 海底捞新开餐厅(净新增)

	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020H2	2020
一线城市	5	10	41	84	22	43	65
二线城市	12	37	87	125	57	110	167
三线及以下	11	40	48	77	73	184	257
中国内地以外	2	10	17	16	15	26	41
合计	30	97	193	302	167	363	530

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

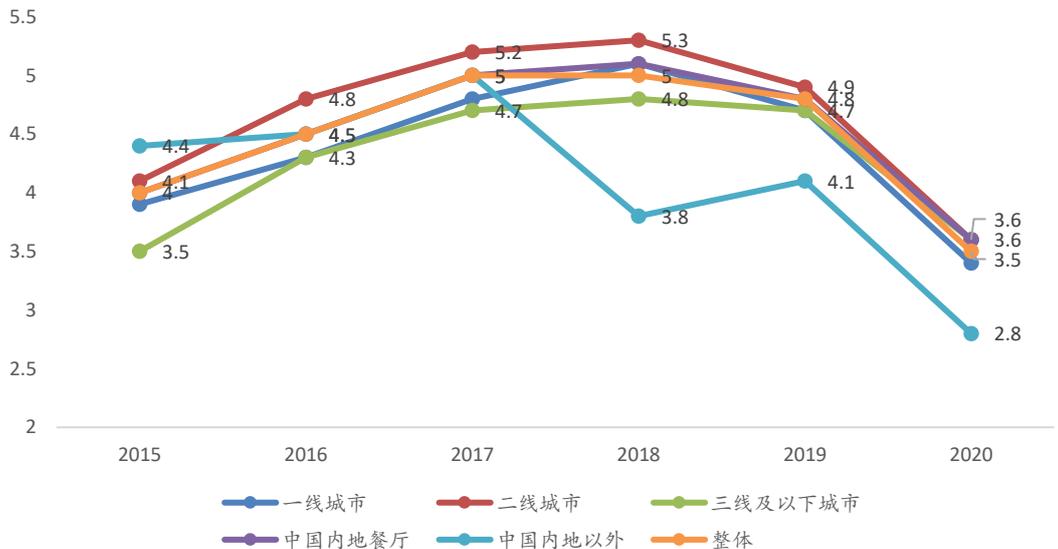


图1 海底捞餐厅数量



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

图2 海底捞翻台率



数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

表4 海底捞盈利预测（单位：百万元 RMB）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	16,997	26,619	28,702	51,238	67,777	89,436
经营利润	2,257	3,124	1,078	6,149	8,472	11,180
净利润	1,646	2,345	309	4,300	5,882	7,913
每股实际盈利 (RMB)	0.33	0.44	0.06	0.81	1.11	1.49
每股股息 (RMB)	0.09	0.09	0.15	0.24	0.33	0.45
市盈率 (x)	121.3	90.5	686.2	49.4	36.1	26.8
股息率 (%)	0.23	0.22	0.36	0.61	0.83	1.12

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。



市净率 (x)	23.1	20.0	20.7	16.0	12.2	9.3
每股实际盈利增长 (%)	na	34.1	(86.8)	1290.2	36.8	34.5

数据来源：Wind（截至 2021-07-12 收盘），公司公告，国信证券（香港）研究部

九毛九 (9922.HK)

核心观点：太二开店空间仍很大，试水火锅赛道反响正面。

九毛九集团旗下运营餐厅品牌包括：九毛九、太二、怂、2 颗鸡蛋煎饼、那末大叔是大厨。就餐厅数量和营收占比来说，以太二、九毛九餐厅为主。太二是集团于 2017 年推出的新品牌，大获成功，目前仍处于高速扩张期，未来几年的年均拓店指引在 100-120 间左右。未来几年，集团的扩张计划会放在太二和怂这两个品牌上。

酸菜鱼餐厅以酸菜鱼为主菜，无需提供过多菜品使得 SKU 少，且酸菜鱼食材、制作、口味均易标准化，对厨师依赖程度小，相对正餐而言更复制和品牌化扩张。太二酸菜鱼经营数据亮眼，虽然经营时间只有海底捞餐厅的约 1/3，但翻台率却可以与之媲美，主要就是得益于品牌的“简化”做法。2021 年预计太二新开店 100-120 间，在二线城市中还有大量处于未覆盖状态，开店空间巨大。

火锅是中式餐饮行业中最易做到标准化的赛道之一，公司在 2020 年重新定位已有品牌“怂”，将之从街头小吃冷锅串串扩展至火锅这个大品类。2020 年集团于广州和海南开了两家“怂重庆火锅厂”，对于新业态的摸索正在进行中，管理层表示这个品牌还有待成熟，今年不会有激进的扩张计划，预计开店在个位数，但从集团过往孵化品牌的能力来看，集团在火锅赛道的表现值得期待。

表 5 九毛九旗下品牌一览

品牌	九毛九	太二	2颗鸡蛋煎饼	怂	那末大叔是大厨
品牌形象					
主打菜系/菜品	西北菜为主	老坛酸菜鱼	煎饼	重庆火锅	精品粤菜
调性	放心餐桌	独特、有趣	健康、便捷时尚	定位调整种	有品位的大厨
人均消费	50-70	70-90	20-30	60-140	120-150
餐厅建筑面积	250-400m ²	200-300m ²	10-40m ²		300-500m ²

资料来源：上市公司招股书，公司官网，国信证券（香港）研究部整理

表 6 九毛九旗下不同品牌餐厅运营数据

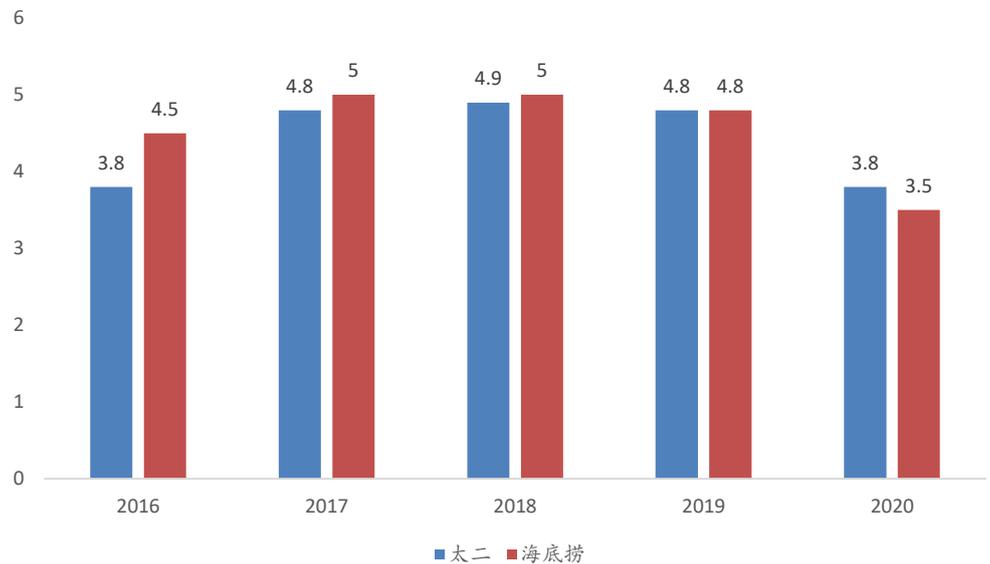
	2016	2017	2018	2019	2020
餐厅数量 (合计)	141	175	241	336	381
九毛九	128	139	147	143	98
太二	13	28	65	126	233
2 颗鸡蛋煎饼 (自营)	0	8	15	21	14
2 颗鸡蛋煎饼 (加盟)	0	0	14	44	32



怂冷锅串串	0	0	0	1	1
怂重庆火锅	0	0	0	0	2
那未大叔是大厨	0	0	0	1	1
人均消费/元人民币	2016	2017	2018	2019	2020
九毛九	48	52	53	58	60
太二	65	69	72	75	79
2 颗鸡蛋煎饼 (自营)	na	na	20	21	22
2 颗鸡蛋煎饼 (加盟)	na	na	18	20	22
怂冷锅串串	na	na	na	56	61
怂重庆火锅厂	na	na	na	na	119
那未大叔是大厨	na	na	na	132	142
翻台率	2016	2017	2018	2019	2020
九毛九	2.5	2.4	2.4	2.3	1.7
太二	3.6	4.5	4.9	4.8	3.8
2 颗鸡蛋煎饼 (自营)	0	8	na	na	na
2 颗鸡蛋煎饼 (加盟)	na	na	na	na	na
怂冷锅串串	na	na	na	4.2	2.2
怂重庆火锅厂	na	na	na	na	2.6
那未大叔是大厨	na	na	na	1.9	1.6

资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 3 太二&海底捞翻台率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

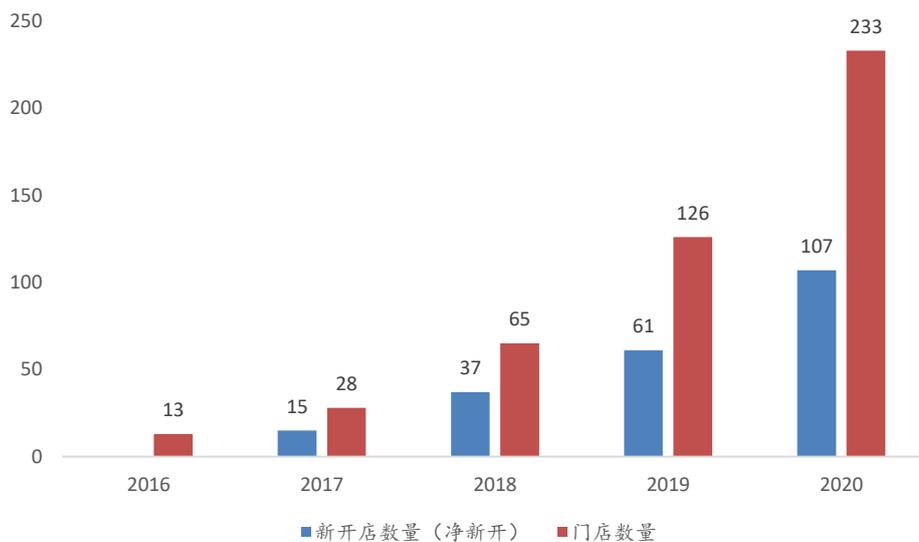
图 4 太二的经营利润率远高于公司旗下其他品牌餐厅





资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

图 5 太二开店提速

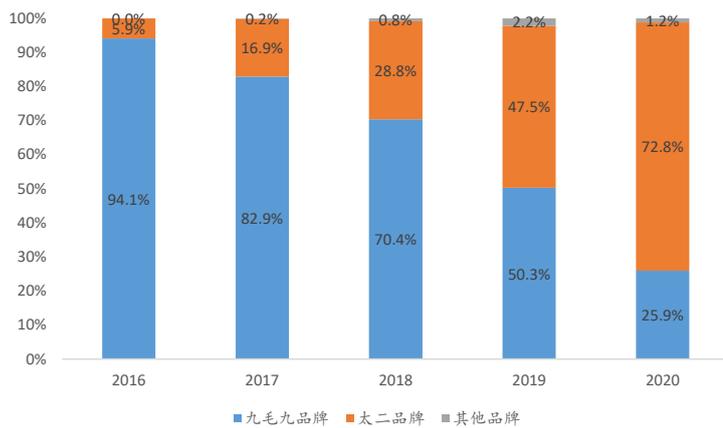


资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

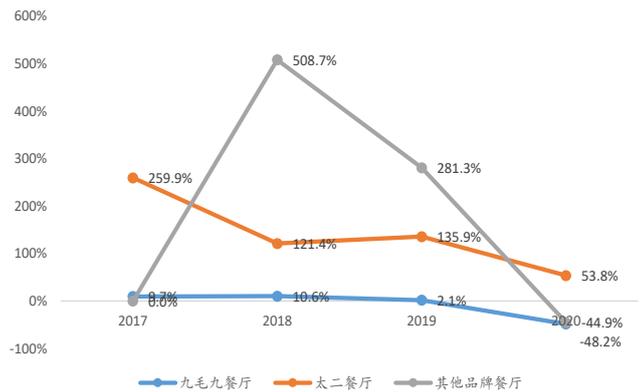
图 6 九毛九集团收入结构（按品牌划分）

图 7 毛九集团分品牌收入同比增速





资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

九毛九品牌：精简优化，提高效率。九毛九品牌处于战略性收缩状态，2019 年开始九毛九品牌餐厅门店数量就开始收缩，2020 年公司关闭了 55 间流量相对小的九毛九餐厅并停止运营除广东和海南省之外的九毛九餐厅。除了关店，公司也精简了余下九毛九餐厅的人力资源管理，每间继续运营的九毛九餐厅平均减少约 20% 的员工。2020 年下半年开了 9 间新版本的九毛九门店，据管理层介绍，新版门店的坪效大概比老版本的门店高 15%。九毛九门店改进还在进行中，在确认整改成功前不会继续扩张，甚至可能还会继续收缩。

图 8 九毛九门店数量在收缩



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部整理

未来几年公司的拓店重点放在太二和怂上，但对于新推出的火锅品牌“怂”管理层表示暂时还没有激进的开店计划，品牌还有待成熟，预计今年的开店数量是单位数。太二的拓店计划则是 100-120 间新店。目前股价对应 21/22 年业绩约 66.9x/50.1xPE。我们预计 21-23 年，公司营收、净利润年复合增速分别为 33.9% 和 35%，我们的目标价 40.8HKD，对应 63x2022 年 PE 及 1.8xPEG。



表 7 九毛九业绩预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	2,687	2,715	5,079	6,891	9,104
经营利润	339	191	872	1,123	1,535
净利润	164	124	567	757	1,033
每股实际盈利 (RMB)	0.16	0.09	0.41	0.54	0.74
每股股息 (RMB)	0.03	0.03	0.12	0.16	0.22
市盈率 (x)	165.5	305.5	66.9	50.1	36.7
股息率 (%)	0.11	0.13	0.45	0.60	0.82
市净率 (x)	159.4	12.4	10.9	9.4	7.9
每股实际盈利增长 (%)	#REF!	(45.8)	356.9	33.5	36.5

数据来源：Wind（截至 2021-07-12 收盘），公司公告，国信证券（香港）研究部

二、调味品板块：去年高基数及竞争加剧，今年或面临业绩压力

调味品板块作为为数不多的几个受益于疫情的板块，去年业绩增速尤其是 2020 年上半年业绩增速亮眼，股价也大幅上涨。但今年面临去年业绩基数高及竞争加剧的困境，板块面临业绩增速放缓的压力，股价也随即大幅回调，其中颐海国际和天味食品跌幅均超过五成。

表 8 板块股价表现

代码	简称	近 30 日涨跌幅	2021 年以来涨跌幅	2020 年涨幅
1579.HK	颐海国际	-5.4%	-54.8%	152.5%
600298.SH	安琪酵母	-10.9%	0.2%	68.2%
600305.SH	恒顺醋业	-7.1%	-16.3%	87.5%
603288.SH	海天味业	-16.1%	-25.7%	125.8%
603317.SH	天味食品	7.6%	-54.4%	166.8%
603027.SH	千禾味业	14.2%	-11.8%	146.9%

数据来源：Wind（截至 2021-07-09 收盘），国信证券（香港）研究部整理

板块 2020 年中期营收增速均值为 25.6%，归母净利润同比增速均值为 47.2%，而全年营收增速均值降至 21.5%，归母净利润同比增速均值显著降低至 19.7%。今年中期业绩不可避免面临高基数的效应，且行业目前普遍面临库存较高的问题，业绩增速放缓可预见。

表 9 板块 2020 年业绩回顾

代码	简称	2020H1 营收同比增速	2020H1 归母净利润同比增速	2020 营收同比增速	2020 归母净利润同比增速
1579.HK	颐海国际	33.8%	47.6%	25.1%	23.2%
600298.SH	安琪酵母	16.9%	52.4%	16.7%	52.1%
600305.SH	恒顺醋业	8.0%	-7.2%	10.1%	-3.0%
603288.SH	海天味业	14.1%	17.8%	15.2%	19.6%
603317.SH	天味食品	46.0%	94.2%	37.0%	22.7%
603027.SH	千禾味业	34.5%	78.7%	25.0%	3.8%

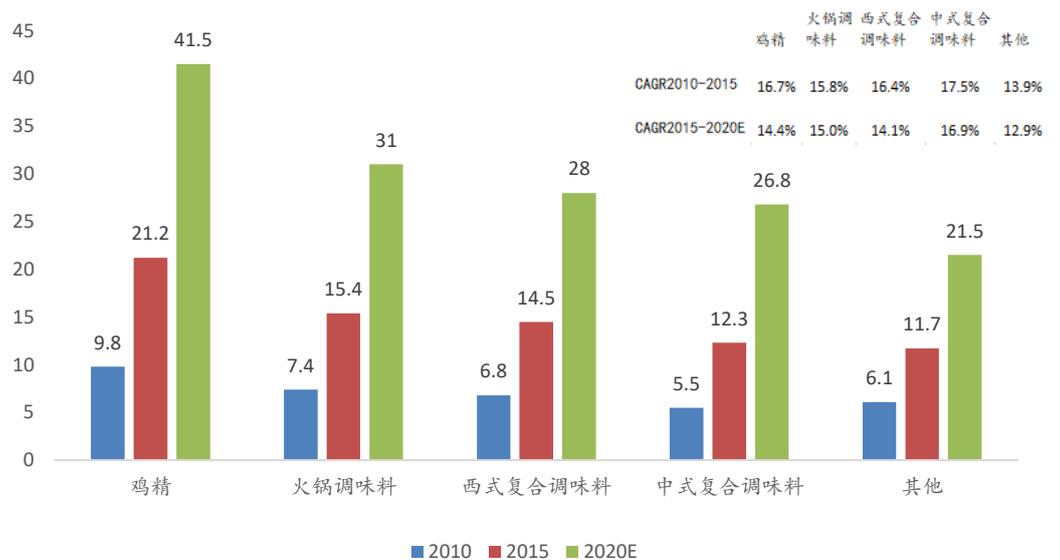
数据来源：Wind（截至 2021-07-09 收盘），国信证券（香港）研究部整理



火锅调味料及中式复合调味品增长前景仍乐观

复合调味品中，中式复合调味料及火锅增速最高，2015-2020 年，中式复合调味料的年复合增速预计为 17.5%，2020 年市场规模约 268 亿元人民币；火锅调味料 2015-2020 年市场规模年复合增速预计为 15%，到 2020 年市场规模达 310 亿元人民币。推动中式复合调味料及火锅调味料市场规模持续增长的理由我们认为如下：1) 城市化率继续提升，生活节奏日益加快，中式复合调味料因为居家餐饮提供方便快捷的实现方式而日益普及；2) 火锅餐饮的广受欢迎，火锅餐饮业快速发展推动 B 端消费需求；火锅半成菜品的普及推动居家火锅餐饮消费的流行和普及。

图 9 中国复合调味料市场规模（单位：十亿元人民币）



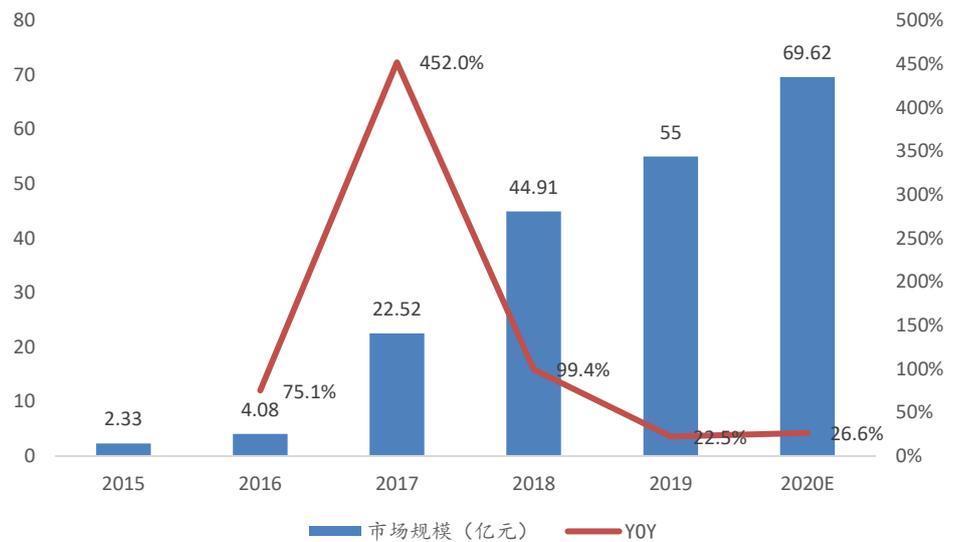
数据来源：弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部整理

新型方便速食产品成长空间大，同时竞争日趋激烈

近年来，自热火锅、自热米饭、螺蛳粉等方便速食产品火热，从单价较低的方便面、速冻食品到单价较高的自热食品，我们看作是方便速食产品领域的消费升级。在懒人经济和单身经济的背景下，自热食品成为了方便食品中最热门的品类。根据智研咨询的数据，中国自热火锅市场规模从 2015 年的 2.33 亿元增至 2020 年近 70 亿元，年复合增速达 97.3%。

图 10 中国自热火锅市场规模





数据来源：智研咨询，国信证券（香港）研究部整理

颐海国际自 2017 年率先推出自热小火锅后，风靡市场，之后公司陆续推出自热米饭等方便速食产品。2017-2020 年，颐海国际方便速食产品收入从 6145 万元增加至 15.4 亿元，年复合增速达 192.6%。继海底捞自热小火锅之后，传统火锅品牌大龙坎、小龙坎、德庄等，都在三四个月之内入局做自热小火锅，并在股票市场推起了一阵“小火锅概念股”的风潮。而传统的食品饮料巨头统一中国（220.HK）也在 2018 年推出旗下定位高端的自热食品品牌——开小灶。休闲零食企业良品铺子、三只松鼠也趁热推出自热小火锅。除了传统的火锅调味料生产商和方便食品生产商之外，自热食品领域也出现了“网红”公司莫小仙、自嗨锅、食人族等。

颐海国际（1579.HK）：预计今年业绩增速明显放缓，静待经营数据改善

颐海国际股价从高位回调最多达 67%，年初至今股价回调超过五成。股价很大程度已经反应悲观预期，但短期缺乏催化剂，建议关注中报，静待经营数据改善信号再谋布局。

海底捞品牌背书，中高端火锅调味料龙头

颐海国际的火锅调味料永久免费使用海底捞品牌，也是颐海国际三大产品中来自关联方收入占比最大的一个品类。海底捞的超强品牌力为颐海国际火锅底料产品的销售形成正面助力。根据弗若斯特沙利文的资料，颐海国际在中高端火锅调味料中为市占率第一品牌。但海底捞目前面临扩张步伐迈得太大，翻台率复苏不及预期的困境，去年三季度海底捞下调了自关联方颐海国际采购的价格，2020 年颐海国际来自关联方的收入同比下滑 14.4%。

第三方收入占比提升

颐海国际 2020 年关联方收入占比下降至 26.6%，第三方客户收入占比 73.4%，其中经销商渠道收入占比显著提升至 67.5%。由于第三方渠道毛利率明显高于关联方毛利率，整体毛利率在 2020 年提升了 0.7 个 pct 至 39%。

2020H2 业绩增速明显下滑，2021 年业绩增长恐继续失速

颐海国际 2020 年收入及归母净利润均不及预期，收入同比增 25.2% 至 53.6 亿元人民币（下同），股东应占净利润同比增长 23.2% 至 8.85 亿元，收入和归母净利润分别较我们的预期低 6.5% 和 2.6%。每股盈利 0.9 元人民币。营收不及预期的主要原因是 1) 关联方海底捞经营受疫情影响较大，并且于 2020 年 Q3 下调了自颐海国际采购的价格，来自关联方的收入同比下



复苏，国产品牌在不同领域显示强劲势头

滑了 14.4%；2) 中式调味料和方便速食产品 2020H1 收入增速较 H1 明显下滑。三大产品种类中，火锅调味料、中式复合调味料、方便速食产品收入增速分别为 13.4%、34.3%、54.2%（2019 年增速分别为 43.9%、54.6%、122.4%）。

火锅调味料受关联方海底捞影响较大，因疫情影响，来自关联方的收入同比减少 15.3%。而上半年受疫情影响，家庭端消费因“宅经济”推动，中式调味料及方便速食产品销售表现非常好，遗憾的是下半年没有能够延续增长。2020H1 火锅调味料、中式复合调味料、方便速食产品收入增速分别为 11.74%、49.74%、95.87%，而 2020H2 这三大品类的收入增速分别为 14.4%、18.5%和 32.6%，除了火锅调味料随着下半年国内疫情受控经济活动重启的正面影响而增速回暖，中式复合调味料及方便速食产品增速 H2 较 H1 下滑明显。这一方面有基数的原因，另一方面，管理层也坦诚是对市场变化应对不够迅速。

表 10 分部营收 2020H1&H2 同比增速对比

	2020H1	2020H2
火锅调味料产品		
关联方	-32.4%	-2.1%
第三方	89.5%	32.4%
小计	11.7%	14.4%
中式复合调味品		
关联方	16.4%	-47.3%
第三方	52.2%	33.3%
小计	49.7%	18.5%
方便速食产品		
关联方	1079.3%	34.5%
第三方	92.5%	32.5%
小计	95.9%	32.6%
其他	30.4%	33.0%
总计	34.0%	19.6%

数据来源：公司公告，国信证券（香港）研究部

2021 年继续面临压力，股价回调幅度大，但短期缺乏催化剂。按 7 月 12 日收盘价计，颐海国际目前股价对应 21/22CY 预测 PE 约 42x/33x 及 1.67x PEG，但主要参照同行均在 A 股上市，考虑到港股与 A 股的估值中枢差异，颐海国际目前未算非常吸引，静待经营数据改善再谋布局。

表 11 颐海国际与同行估值比较

代码	简称	最新收盘价(原始币种)	总市值(亿原始币种)	PE			EPS (元人民币)			EPS 年复合增速预测	PEG
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
1579.HK	颐海国际	55.60	582.08	42.01	32.91	26.22	1.10	1.41	1.77	25.22%	1.67
600298.SH	安琪酵母	50.33	419.2	22.51	19.43	16.82	1.86	2.16	2.49	16.17%	1.39
600305.SH	恒顺醋业	18.36	184.1	43.10	36.69	31.03	0.36	0.42	0.49	13.52%	3.19
603288.SH	海天味业	116.87	4923.2	51.20	43.07	36.81	1.90	2.26	2.65	20.03%	2.56
603027.SH	千禾味业	27.74	221.58	70.05	53.51	39.18	0.33	0.43	0.59	22.20%	3.16
603317.SH	天味食品	31.23	236.16	44.56	34.29	25.74	0.58	0.76	1.01	17.58%	2.54
均值				45.57	36.65	29.30				19.12%	2.42

资料来源：Wind（行情截至 2021-07-12 收盘），国信证券（香港）研究部

注：1. 盈利预测为 Bloomberg 一致预期

2. 按 1 元人民币=1.2 元港币换算



三、国产品牌在不同领域显示强劲势头，关注龙头公司

消费者尤其是年轻消费者对国产品牌的偏好程度明显提升，一方面是国产品牌自身在质量、品牌形象、营销手段等方面的提升，一方面也由于国人自信心随着国力强盛而提高。例如在过去一向是国际品牌占绝对优势的体育服装、婴幼儿配方奶粉、彩妆护肤等行业，国产龙头品牌李宁（2331.HK）、安踏（2020.HK）、中国飞鹤（6186.HK）、贝泰妮（300957.SZ）等崛起势头十分强劲。

运动服饰：国货之光李宁（2331.HK）、安踏（2020.HK）风头正劲

运动服饰在所有消费子行业中过去五年零售额年复合增速仅次于彩妆。大众健身及健康生活的意识越来越强，除了专业运动服饰，时尚休闲运动服饰也流行于不同场景。安踏旗下主打运动时尚的品牌 FILA 在过去五年收入年复合增速达到 56%，FILA 贡献了安踏集团 49% 的收入和经营利润（2020 年数据）。李宁推出的高端运动时尚系列“中国李宁”也大获成功，中国李宁店铺的零售折扣率一般在 9 折以上（远好于传统李宁店铺的 6-7 折）。运动时尚风潮助力运动服饰公司抢占休闲服饰市场，李宁和安踏作为国产运动品牌龙头，敏锐地捕捉到这股风潮并大获成功。

今年 3 月的“新疆棉”事件也成为国产运动品牌股价上升的催化剂，该事件令国际运动品牌龙头耐克、阿迪达斯在中国消费者心目中的形象大打折扣，国内代言明星纷纷第一时间宣布解除代言，转而投向国产运动品牌。安踏和李宁随即官宣超高人气娱乐明星王一博和肖战成为代言人。

李宁和安踏也预告了非常强劲的中期业绩：李宁预计 2021H1 收入同比增加超过 60%（预计不低于 99 亿），净利润不少于 18 亿人民币，同比大增超过 160%。安踏预计 2021H1 收入同比增长超过 50%（预计不低于 230 亿），归母净利润增长不低于 110% 至 34.9 亿。

我们认为虽然李宁、安踏目前估值已经不低，但它们仍处于非常有利的发展阶段：一是前期一直强势的国际运动品牌龙头耐克、阿迪达斯形象在中国受损，国产品牌龙头趁机抢占市场份额；二是安踏、李宁已经与国产三四流品牌拉开差距，国产龙头品牌形象越来越稳固。运动时尚风潮还在延续，李宁、安踏未来三年业绩（20-23CY）年复合增速预计分别为 44.8%、35.6%，按 7 月 12 日收盘价计，李宁、安踏股价对应 2021/2022 年预测 PE 分别是 62.3x/48.6x、52.1x/40.1x，PEG 分别为 1.39x、1.46x。估值不算低，但增长前景较好，可积极关注并趁股价调整时介入。

表 12 安踏、李宁估值

代码	简称	最新收盘价	PE			20-23FY 盈利 CAGR		PEG
			2021E	2022E	2023E	预测		
2020.HK	安踏体育	184.4	52.1	40.1	32.2	35.6%	1.46	
2331.HK	李宁	87.5	62.3	48.6	37.6	44.8%	1.39	

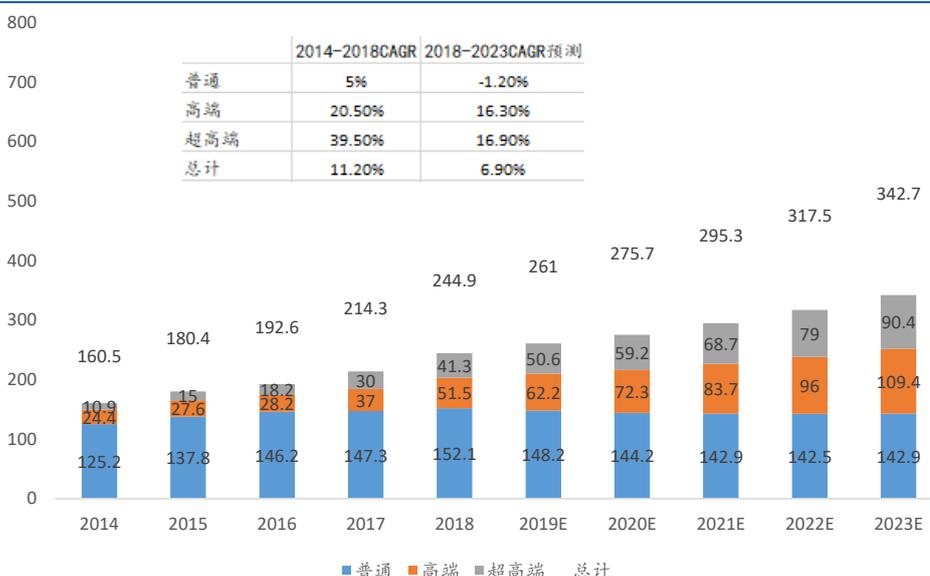
数据来源：Wind（截至 2021-07-12 收盘），国信证券（香港）研究部，盈利预测采用 Wind 一致预期



婴幼儿配方奶粉：高端及超高端国产品牌表现亮眼

由于出生率下降，预计未来中国婴幼儿配方奶粉市场的零售销售价值增长将会放缓。然而，高端细分市场增长势头良好，2014-2018 年，高端婴幼儿配方奶粉的零售价值年复合增速为 27.3%，2018 年中国高端婴幼儿配方奶粉零售价至为 929 亿元，占整体婴幼儿配方奶粉市场的 37.9%。预计 2018-2023 年，高端婴幼儿配方奶粉市场年复合增速为 16.6%，到 2023 年高端分部将占整体婴幼儿配方奶粉市场的 58.3%。高端分部高增长主要受愈来愈专注于产品质量及安全、理解婴幼儿配方奶粉营养、有利行业政策以及消费者对婴幼儿配方奶粉产品质量的信心及偏好增加等正面因素所支持和推动。

图 11：按普通、高端、超高端区分中国婴幼儿配方奶粉零售销售价值（单位：十亿元人民币）

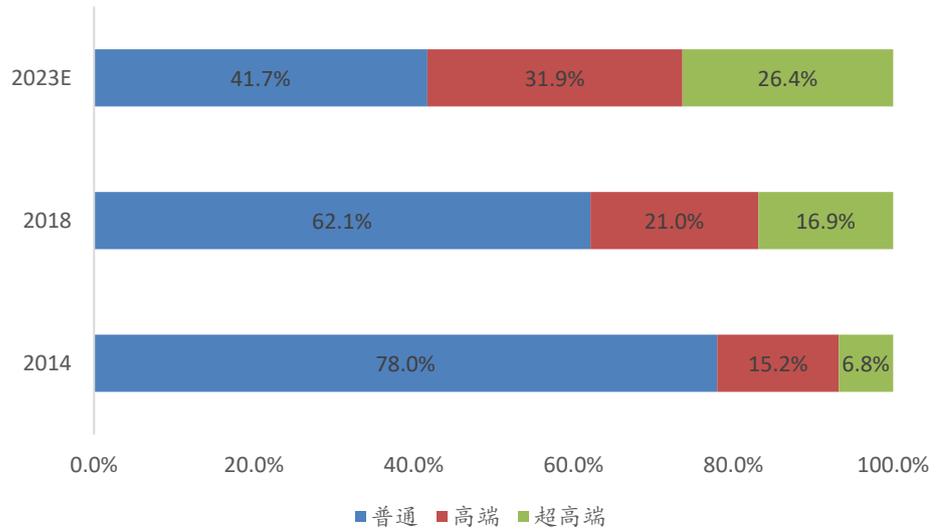


资料来源:弗若斯特沙利文，国信证券（香港）研究部

注：超高端婴幼儿配方奶粉指定价在每公斤人民币 450 元（为第一阶段至第三阶段的平均零售价，下同）或以上的婴幼儿配方奶粉产品；高端婴幼儿配方奶粉指价格介于每公斤人民币 350 元至每公斤人民币 449 元的婴幼儿配方奶粉产品；普通婴幼儿配方奶粉一般定价低于每公斤人民币 350 元，并为母乳的基本替代品

图 12：高端和超高端婴幼儿奶粉在中国整体婴幼儿配方奶粉中占比持续提升（按零售销售额计）



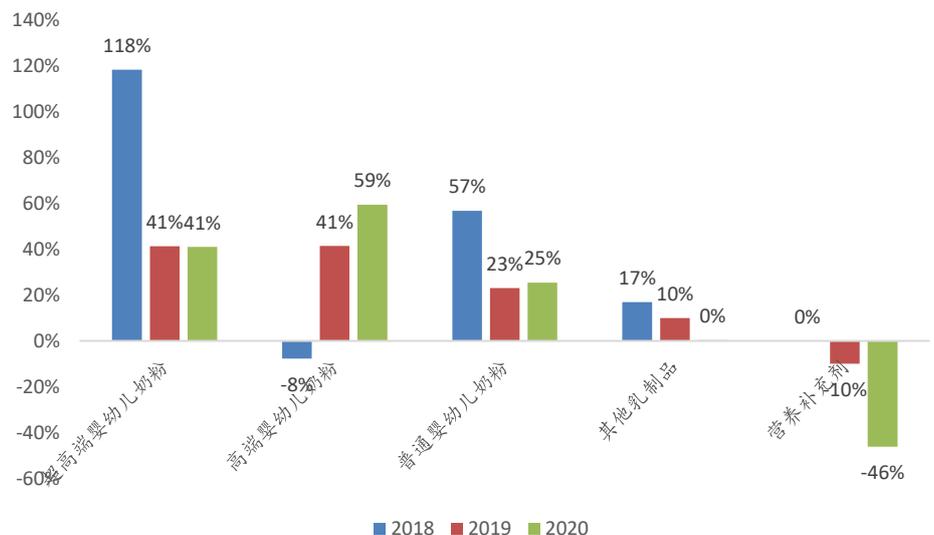


资料来源:弗若斯特沙利文, 国信证券(香港)研究部整理

中国飞鹤 (6186.HK)：国产婴幼儿配方奶粉龙头

中国飞鹤是三聚氰胺毒奶粉事件中为数不多的没有出问题的国产奶粉品牌，拥有自建优质奶源基地，随着消费者对国产品牌的信心提升，中国飞鹤抓住行业大势大力发展高端及超高端婴幼儿奶粉，成功打造明显大单品星飞帆。中国飞鹤高端婴幼儿配方奶粉收入占比 73.4% (2020 数据)，市场占有率进一步提升。根据 AC 尼尔森数据，2020 年 Q3 中国飞鹤市场份额提升至 17.2%，超越惠氏成为中国婴幼儿配方奶粉市场份额最高品牌。2020 年全年计，中国飞鹤在中国婴幼儿配方奶粉中市场份额为 15.6%，较 2019 年提升 3.7 个百分点。

图 13 中国飞鹤超高端及高端婴幼儿配方奶粉收入近三年增长强劲



数据来源:弗若斯特沙利文, 上市公司公告, 国信证券(香港)研究部整理



复苏，国产品牌在不同领域显示强劲势头

关注三孩政策对婴幼儿板块的中长期支撑：2021年5月31日，中共中央总书记习近平主持召开中共中央政治局会议，审议《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》，宣布实施一对夫妻可以生育三个子女政策及配套支持措施，进一步优化生育政策。会议提出完善生育休假与生育保险制度，加强税收、住房等支持政策，保障女性就业合法权益，而全面两孩政策前的独生子女家庭和农村计划生育双女家庭继续实施现行的扶助及优惠政策。虽然三胎政策公布后市场并未如预期炒作婴幼儿板块概念股，我们认为主要原因是短期来看，市场担忧由于注射新冠疫苗推迟生育计划，但这属于短期干扰因素，国家对于人口问题的重视程度毋庸置疑。

借助超高端及高端婴幼儿配方奶粉的强劲增长，中国飞鹤过去五年交出了令投资者惊艳的业绩：2015-2020年中国飞鹤营收年复合增速 38.7%；经调整归母净利润年复合增速高达 84.9%。未来五年，公司将继续丰富和完善高端及超高端婴幼儿配方奶粉产品矩阵，同时加码布局儿童奶粉和成人奶粉，打造第二增长曲线。管理层提出 2023 年销售收入达 350 亿，2028 年达 700 亿的目标，即 2020-2023、2023-3028 年复合增速目标分别为 22.7%、14.9%。2021 年 7 月 12 日中国飞鹤收盘价 16.02hkd，对应 21/22 年预测 PE 分别为 16.6/13.6x，估值吸引，可趁低布局。

表 13 中国飞鹤盈利预测（单位：百万元 RMB）

	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额	10,392	13,722	18,592	23,955	29,727	35,587
经营利润	2,772	4,861	6,933	9,283	11,367	13,590
净利润	1,858	3,203	6,045	7,318	8,922	10,693
经调整每股盈利 (RMB)	0.23	0.39	0.66	0.80	0.98	1.17
每股股息 (RMB)	0.00	0.33	0.25	0.33	0.32	0.39
市盈率 (x)	57.8	34.1	20.1	16.6	13.6	15.6
股息率 (%)	0.00	2.48	1.88	2.45	2.41	2.14
市净率 (x)	26.7	12.1	9.1	7.4	5.9	6.6
每股实际盈利增长 (%)	n.a.	69.6	69.5	21.1	21.9	19.8

数据来源：Wind（截至 2021-07-12 收盘），上市公司公告，国信证券（香港）研究部

注：按 1 元人民币=1.2 港币兑换

彩妆护肤领域国货崛起

高颜值、强营销、高性价比、快上新、渠道全的国货品牌迅速在大众彩妆及大众护肤赛道崛起，根据 Euromonitor 的数据，2020 年，中国大众护肤市场 TOP10 品牌中有 5 个国产品牌，分别是百雀羚（销售额 110 亿，市场份额 7.2%）、自然堂（销售额 84 亿，市场份额 5.5%）、珀莱雅（市场份额约 2.5%）、薇诺娜（市场份额约 2.5%）及御泥坊（市场份额约 2.5%）。

图 13 近五年天猫双十一美妆品牌榜单



排名	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
1	百雀羚	百雀羚	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛
2	欧莱雅	自然堂	OLAY	兰蔻	欧莱雅
3	SK-II	兰蔻	欧莱雅	雅诗兰黛	兰蔻
4	一叶子	雅诗兰黛	雅诗兰黛	OLAY	WHOO后
5	自然堂	SK-II	SK-II	SK-II	OLAY
6	雅诗兰黛	OLAY	百雀羚	自然堂	SK-II
7	韩束	欧莱雅	自然堂	百雀羚	雪花秀
8	佰草集	一叶子	HomeFacialPro	WHOO后	资生堂
9	OLAY	悦诗风吟	薇诺娜	完美日记	薇诺娜
10	兰蔻	资生堂	悦诗风吟	薇诺娜	海蓝之谜

数据来源：天猫，网络公开信息，国信证券（香港）研究部整理

贝泰妮 (300957.SZ)：敏感肌护肤龙头拟赴港上市

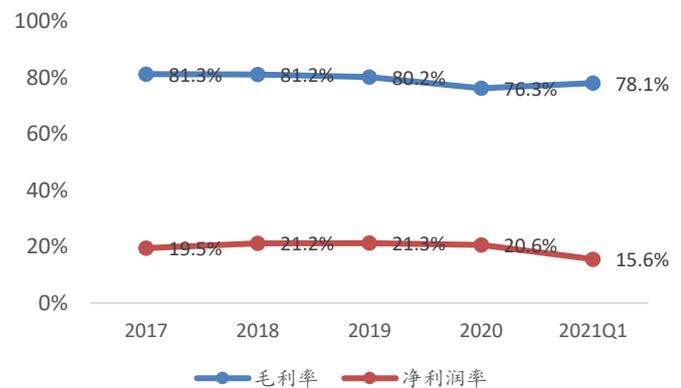
贝泰妮凭借差异化产品定位、全渠道精细化运营、医师背书构建稀缺专业品牌形象，旗下核心品牌“薇诺娜”重点针对敏感性肌肤，表现强劲，迅速放量，2019年在中国敏感肌护肤市场占有率达20%，为行业龙头。2017-2020年收入及净利润复合增速达50%/52%。将登录香港市场作第二上市。6月16日晚间，贝泰妮(300957)发布公告，经董事会审议通过，该上市公司拟启动发行境外上市外资股(H股)并在香港联合交易所有限公司上市的相关筹备工作。

图6 贝泰妮营收、归母净利润及同比增速



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图7 贝泰妮毛利率、净利率



资料来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部





Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.





信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责声明

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

