

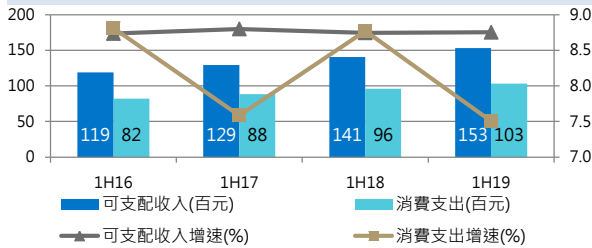
中國日常消費股

板塊概論

伴隨人均可支配收入增長，消費延續擴張和升級趨勢，乳製品、食品飲料、運動服裝等多個行業均受益升級趨勢。事實上，消費已成為中國經濟增長的主動力，2018年消費對經濟增長的貢獻率高達76.2%。應對中美貿易及經濟下行壓力，中央需積極推出措施刺激內需、支撐經濟表現，整體消費板塊可受惠回暖。另外，成本上漲促使行業集中度提高，建議關注行業龍頭、產品組合升級之個股。

投資亮點

全國居民人均可支配收入和消費支出情況



(1)消費升級推動內需擴張

2019年上半年居民平均可支配收入和人均消費支出分別按年增長8.8%和7.5%。伴隨收入和生活水平提高，消費升級釋放巨大潛力。消費者對優質產品需求增加，多個行業呈中高端產品銷量增速高於大眾產品的現象，帶動同期內地整體社會消費品總額按年上升8.4%。

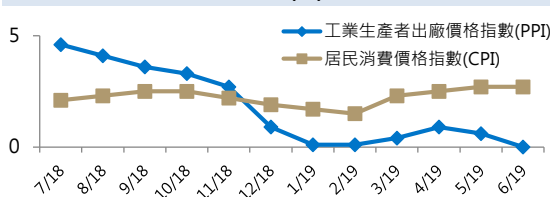
(2)減稅降費等利好政策，中央大力刺激消費

- (i)多個行業下調增值稅，製造業稅率下降3%，交通運輸等行業下降1%，有助降低企業生產成本及減輕稅負，改善經營利潤。
- (ii)個人所得稅改革整體降低居民稅負，特別是中等以下收入群體，有利於增加居民收入、增強消費能力。
- (iii)國務院建立涉及26個部門的「完善促進消費體制機制部際聯席會議制度」，統籌促進消費工作，憧憬未來更多利好政策出台及落實。

(3)成本上漲趨勢，行業集中度提高

原材料價格及人工令生產成本延續上升趨勢。因生產規模和品牌等優勢，龍頭企業具較高議價能力，可通過提價轉移成本，維持甚至擴大利潤率。中小型企業利潤空間受擠壓而退出市場，行業集中度提高。

近12個月價格指數同比變化(%)



數據來源：時富、國家統計局

投資主題

(A)乳製品行業

2018年中國乳製品人均消費量僅為世界平均的三分之一。大部分三、四線城市及農村地區乳製品滲透率約為50%和20%，遠低於一、二線城市的70%以上。消費升級和三、四線城市需求提升推動行業需求回暖。

蒙牛乳業(2319.HK) 評級：買入 目標價：35港元

- (1)中國乳製品行業的龍頭之一，市場份額排名第二
- (2)產品組合持續升級，奶粉、鮮奶等高毛利業務快速增長
- (3)入股上游企業，優質原料奶供應穩定，發揮協同效應
- (4)聚焦長遠品牌建設，減價促銷費用減少，經營利潤率改善
- (5)銷售管道下沉，與阿里巴巴獨家合作，通過「零售通」推動偏遠地區銷售

(B)食品行業

受累非洲豬瘟蔓延，生豬和能繁母豬的產能持續下降，致未來兩年中國豬肉供應趨緊，預計2020年供給缺口可達800萬噸，提振豬肉進口需求。農業農村部料下半年豬肉價格或按年升逾70%。隨食品安全和健康意識提升，高端肉類產品需求旺盛。

萬洲國際(288.HK) 評級：買入 目標價：9港元

- (1)全球最大豬肉食品企業，市場份額於中國、美國和歐洲均排名第一
- (2)中國進口需求激增，墨西哥取消進口關稅，利好美國養殖及出口業務
- (3)大型屠宰場防疫能力更佳，淘汰中小型屠宰場，市佔率具提升空間
- (4)肉製品組合升級，推廣中高端產品，下半年可再提價，提高每噸利潤

(C)服裝行業

(i)運動服裝為行業中增長最快速的品類之一，過去5年的年復合增長率達12%，預計未來2年可維持雙位數增長至逾400億美元。「體育休閒風」潮流推動市場對高端化、時尚化、功能化的產品需求。

(ii)運動服飾銷售強勁帶動上游紡織企業訂單充足。考慮到中美貿易戰及生產成本，多個品牌加速整合供應鏈及逐漸轉移訂單至東南亞紡織廠商。

李寧(2331.HK) 評級：買入 目標價：22港元

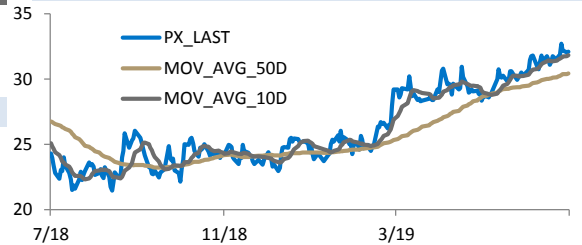
- (1)營收增速強勁，上半年股東應佔溢利增加逾4.4億元人民幣
- (2)品牌轉型成效顯著，掀「國潮」運動風，競爭力提升
- (3)優化銷售渠道，關閉虧損店鋪，擴充高端渠道、店鋪數量，提升營運效率

申洲國際(2313.HK) 評級：買入 目標價：120港元

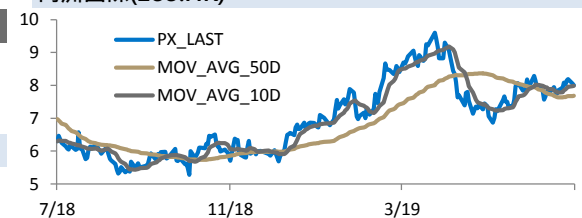
- (1)中國最具規模的一體化針織製造商，全球主要運動品牌的供應商
- (2)產能和市場分佈廣泛，靈活應對全球貿易政策及成本波動
- (3)越南、柬埔寨工廠陸續投產，海外產能擴張加速，營運成本降低
- (4)四大核心客戶(Nike、Adidas、Puma、Uniqlo)訂單需求增長穩定，李寧、安踏等國內運動品牌訂單增速加快

過往一年股價表現

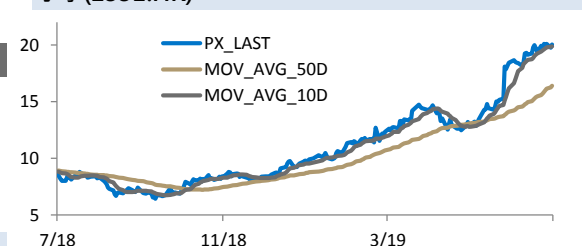
蒙牛乳業(2319.HK)



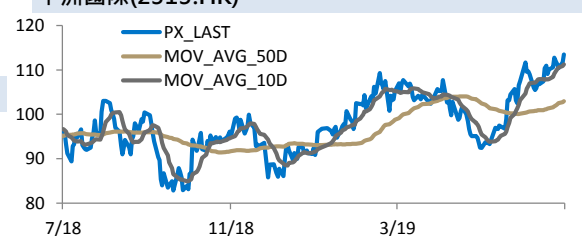
萬洲國際(288.HK)



李寧(2331.HK)



申洲國際(2313.HK)



數據來源：時富、彭博

營運數據預測

		收入增長 (%)			經營利潤增長 (%)			毛利率 (%)			經營利潤率 (%)		
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
乳製品													
蒙牛乳業	2319.HK	11.5	8.5	10.9	21.1	18.4	15.5	37.9	38.3	38.4	6.0	6.6	6.8
H&H國際控股	1112.HK	16.7	14.1	12.4	11.6	17.1	13.7	66.2	66.0	65.9	21.3	21.9	22.1
現代牧業	1117.HK	7.6	6.8	2.9	NA	16.0	0.4	33.7	35.0	35.3	25.0	27.2	26.5
澳優	1717.HK	29.4	31.4	24.8	35.9	36.3	29.2	51.3	52.0	52.5	15.9	16.4	17.0
食品													
萬洲國際	288.HK	6.7	6.3	4.6	29.0	9.6	4.0	20.2	20.4	20.6	8.0	8.2	8.2
統一企業中國	220.HK	4.3	4.5	4.0	16.5	11.1	13.0	34.4	35.5	35.8	6.8	7.3	7.9
康師傅控股	322.HK	4.5	4.7	4.1	6.2	8.6	7.8	30.8	31.4	31.7	6.7	7.0	7.2
中糧肉食	1610.HK	29.9	33.7	15.2	NA	175.8	17.7	12.1	15.2	15.9	7.9	16.2	16.6
服裝													
申洲國際	2313.HK	14.2	17.0	17.7	28.6	19.9	19.9	32.6	33.0	32.9	24.5	25.2	25.6
李寧	2331.HK	21.8	16.7	15.5	59.9	32.4	25.3	48.9	49.4	49.8	9.7	11.0	11.9
特步國際	1368.HK	19.2	16.6	13.0	16.7	15.3	13.6	44.4	44.5	44.8	16.0	15.9	15.9
安踏體育	2020.HK	26.1	20.2	17.4	27.0	20.7	16.4	53.5	54.3	55.0	23.8	23.9	23.7

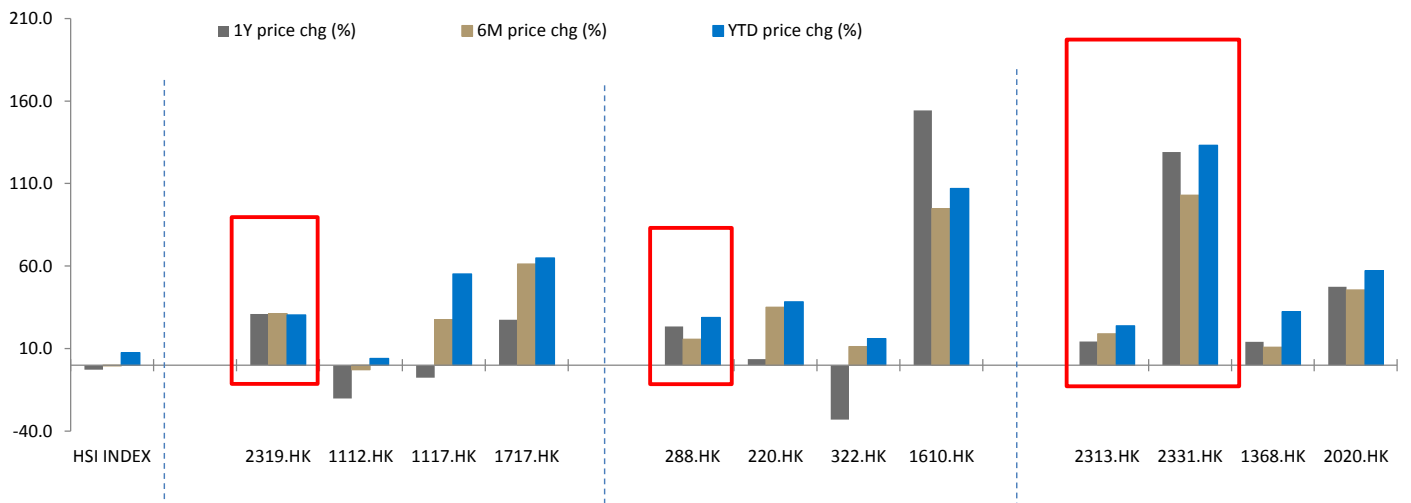
數據來源：時富、彭博

估值分析及預測

		每股盈利增長 (%)			市盈率 (X)			市賬率 (X)			股本回報率 (%)		
		19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E	19E	20E	21E
乳製品													
蒙牛乳業	2319.HK	52.8	0.4	18.2	23.4	23.3	19.7	3.8	3.3	2.9	16.2	14.8	15.6
H&H國際控股	1112.HK	67.1	22.8	16.5	18.5	15.0	12.9	4.4	3.6	3.0	25.7	25.7	25.4
現代牧業	1117.HK	209.0	22.1	22.9	12.4	10.1	8.3	1.0	0.9	0.9	7.7	9.7	11.3
澳優	1717.HK	19.8	29.6	29.2	22.2	17.2	13.3	5.0	4.0	3.2	23.7	26.7	28.2
食品													
萬洲國際	288.HK	27.5	11.0	6.6	12.1	10.9	10.2	1.7	1.5	1.4	15.1	15.5	15.1
統一企業中國	220.HK	20.3	11.1	8.1	28.7	25.8	23.9	2.7	2.6	2.5	9.2	10.1	10.6
康師傅控股	322.HK	16.1	8.9	9.8	22.7	20.8	18.9	2.9	2.7	2.6	13.1	13.5	14.1
中糧肉食	1610.HK	214.4	129.3	16.8	14.3	6.3	5.4	1.9	1.4	1.1	13.3	27.7	27.7
服裝													
申洲國際	2313.HK	17.8	19.2	19.3	27.1	22.7	19.0	5.7	5.0	4.4	22.5	23.7	24.9
李寧	2331.HK	62.7	18.5	24.9	35.7	30.2	24.2	6.0	5.2	4.4	18.4	19.0	20.1
特步國際	1368.HK	11.2	17.0	17.6	14.7	12.6	10.7	1.9	1.8	1.6	13.4	14.3	16.1
安踏體育	2020.HK	28.5	22.6	18.0	26.4	21.6	18.3	7.1	5.8	4.9	29.7	29.8	29.5

數據來源：時富、彭博

圖4. 股價變動

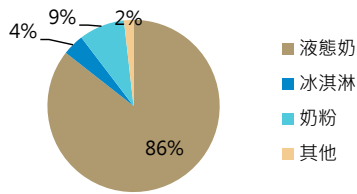


數據來源：時富、彭博

圖4. 公司主要產品組合及收入分佈

蒙牛乳業(2319.HK)

按業務划分

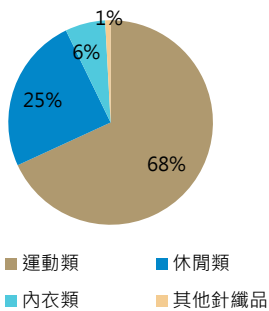


高端品牌組合

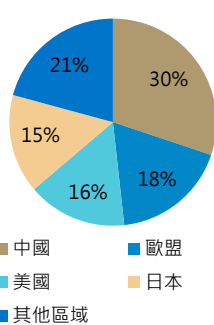
高端品類	高端白奶	常溫酸奶	高端低溫酸奶	高端鮮奶	兒童奶酪	有機奶粉
高端品牌	特仑苏	純甄 酸牛奶	冠益乳	DEINY MEADOW 每日鮮語	蒙牛	Arla BabyMe
高端產品						

申洲國際(2313.HK)

按業務划分



按市場劃分



數據來源：時富、年度報告、公司網站

參考資料來源

彭博、公司資料、年度報告、新聞稿、國家統計局、中國政府網

聯絡資料

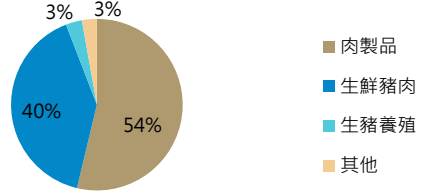
香港總辦事處:	香港皇后大道中181號新紀元廣場低座21樓	(852) 2287 8788
香港服務中心:	九龍旺角彌敦道683-685號美美大廈6樓	(852) 2748 0110
中國內地服務中心:	深圳市福田區華富路1018號中航中心1004A室	(86-755) 2216 5888
	上海市黃浦區黃陂南路838號中海國際中心A座 2501室	(86-21) 3227 9888

免責聲明:

上述資料由時富金融服務集團有限公司(「時富」)提供及分發。上述內容僅供參考。而此述之資料及意見(無論為明示或暗示)均不應視作任何建議、邀約、邀請、宣傳、勸誘、推介或任何種類或形式之陳述。此述資料均來自時富或其聯屬公司認為可靠之來源,但不代表其為準確或完整及應被依賴。時富對任何因信賴或參考有關內容所導致的直接或間接損失,概不負責。此述資料如有任何更改,恕不另行通知。報告中所述及的證券只限於合法的司法地域內交易。除非得到時富事先許可,客戶不得以任何方式將任何此述資料分發予他人。時富對該些未經許可之轉發不會負上任何責任。證券交易服務由時富證券有限公司(根據證券及期貨條例獲發牌進行第一類受規管活動之持牌法團)提供。

萬洲國際(288.HK)

按業務划分

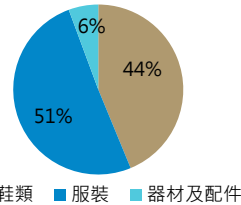


各市場主要品牌組合

中國	
美國	
歐洲	

李寧(2331.HK)

按業務划分



品牌組合



Li Ning FW19 紐約時裝周

