证券研究报告
2022 年 6 月 14 日

海外消费板块

中期策略：美股压力短期难解，静待国内消费涅槃复苏

● 核心观点

美股消费：上半年可选消费行业走势较弱，需求更有韧性的必需消费表现明显优于大盘。展望 2022 下半年，通胀压力短期难言缓解，消费品公司抵御成本上涨的能力将继续成为重要考虑因素之一，建议逢低关注可选商品消费中具备提价能力的龙头企业；美国服务消费的后期修复尚有空间，随着夏季出行旺季到来，可适当关注线下消费板块龙头。

港股消费：上半年疫情反复对经济造成负面影响，消费行业首当其冲，尤其是线下消费。港股走势疲软，目前处于估值低位。预计随着疫情告一段落，和政策确定性逐步增强，下半年消费将出现修复迹象。建议关注政策边际好转、疫情常态化下消费复苏、供给侧出清下消费侧反弹以及成本下降带来的利润释放机会。

● 细分板块/主题展望

美股消费：一、商品消费：耐用品消费需求将受明显抑制，非耐用品相对平稳：（1）受疫后政策补贴退潮以及加息影响，未来季度消费者支出难维持高增长，必需品消费需求受外部环境影响较小，且往往股息率较高，建议作为防御性板块进行配置。（2）上半年零售企业利润率受到成本抬升的负面影响，高库存问题显现，拖累盈利增长。下半年供应链缓解料将持续，建议关注库存水平相对健康的消费品企业，体现为库存产品结构较好以及 DTC 直营占比较高。（3）通胀压力难言缓解，成本问题将持续干扰下半年消费企业盈利，建议逢低关注可选商品消费中具备提价能力的龙头企业，可体现为提价空间大和原材料价格管控能力强；**二、服务消费：尚有修复空间，但力度将放缓。**（1）奥密克戎爆发后，防疫政策全面放松，上半年服务消费迎来较快修复，反映疫后消费特征。（2）服务消费需求将继续保持一定韧性，但由于空间已有限，预计修复力度将难持续上半年态势。（3）随着夏季出行旺季到来，可适当线下消费板块龙头，但应注意美国近期新增病例出现回升，可能对恢复进程造成扰动。

港股消费：一、酒店行业：（1）疫情期间供给端加速出清、市场集中度提升，预计下半年疫情影响将有所减弱，出行需求有望迎来拐点；（2）同时酒店行业野蛮扩张阶段基本结束，随着行业增速放缓，将更加考验公司运营能力，龙头公司有望受益，建议关注酒店龙头与 RevPAR 的复苏弹性。**二、电商板块**：（1）政策方面，监管支持和鼓励平台经济长期规范健康发展态度已明朗；(2) 基本面方面，5 月复工复产有序推进，头部电商公司一季报超预期，展现出较强的抗压能力。在政策边际放松、基本面预期企稳的背景下，看好行业渗透率提升下电商行业的疫后修复。**三、乳品板块**：乳制品在疫情中体现出较强的需求刚性，上半年原奶价格高企，下游乳制品企业通过适当提价抵御成本上涨压力；预计下半年原奶价格将小幅回落，下游乳制品龙头企业有望迎来成本改善，毛利率以及净利率将进一步得到修复。

● 风险提示

疫情反复，服务消费修复不及预期，宏观经济风险，消费者信心不足

YING UE

SFC CE Ref: BFN 311

magnis@futuhk.com

WENBO WEI

wendeywei@futunn.com

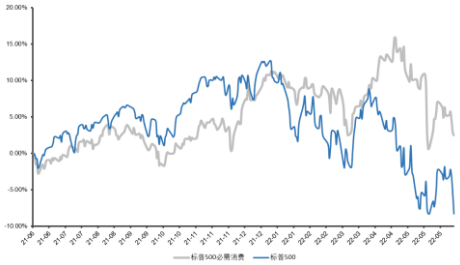
CHARLOTTE TAN

charlottetan@futunn.com

实习生

Frank Yuan

市场表现



数据来源：Wind，富途证券，截止 2022/06/13

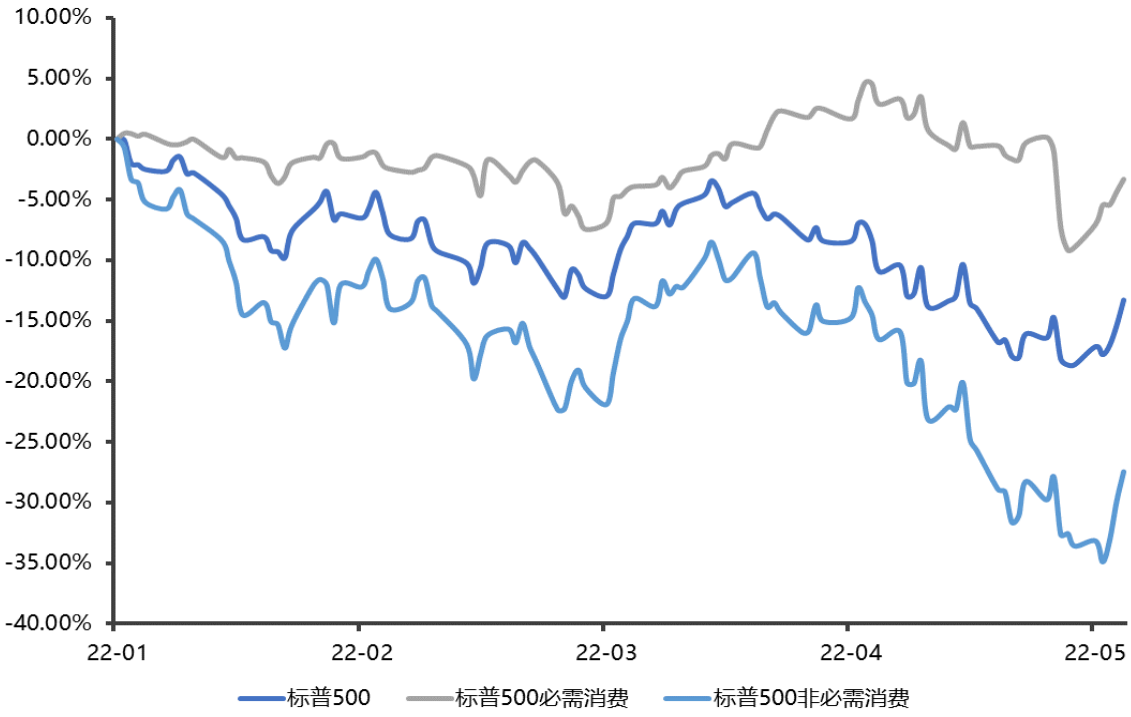
一、消费板块行情回顾

1. 美股消费板块

1.1 行业走势

上半年美股整体走势较为疲软，尽管供应链压力有所缓解，持续性的地缘风险和通胀压力依然对消费需求产生了较为明显的影响，截止 5 月 31 日的一个月，标普 500 必需消费指数的总回报为-4.73%。标普 500 非必需消费指数总回报为-4.91%。从年初至今标普 500 必需消费指数的总回报为-4.02%。标普 500 非必需消费指数总回报为-24.9%。

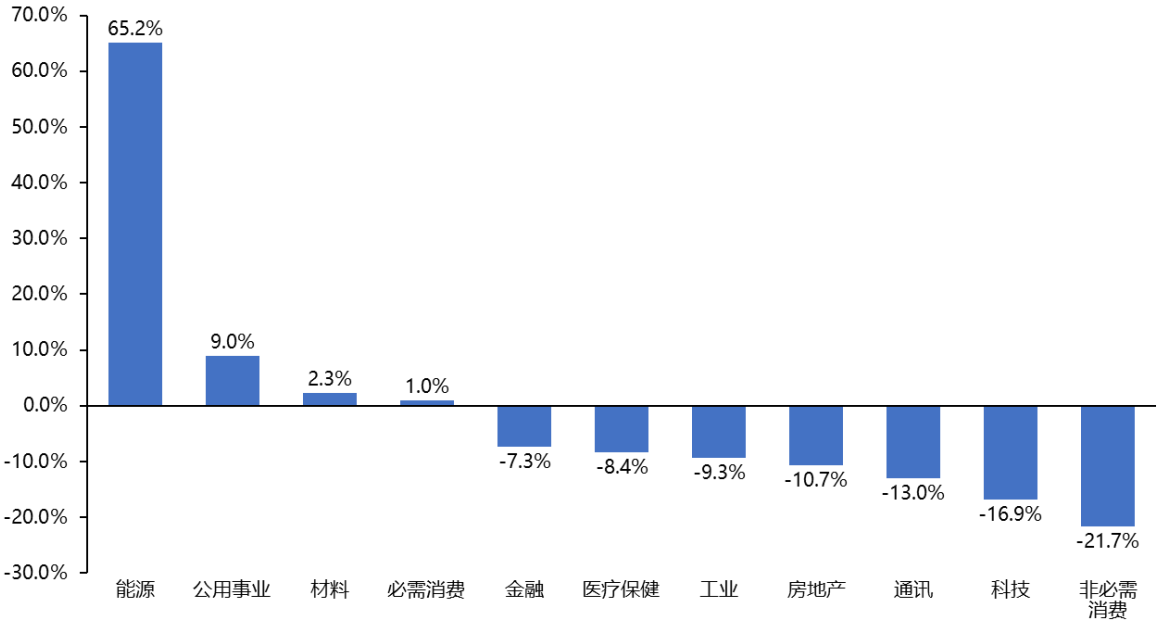
图：标普 500 指数/标普 500 必需消费板块/标普 500 非必需消费板块 2022 年初至今收益率表现（%）



资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

与其他行业相比，标普 500 必需消费指数表现在所有行业中位列第 4 名，标普 500 非必需消费指数表现在所有行业中位列第 11 名。

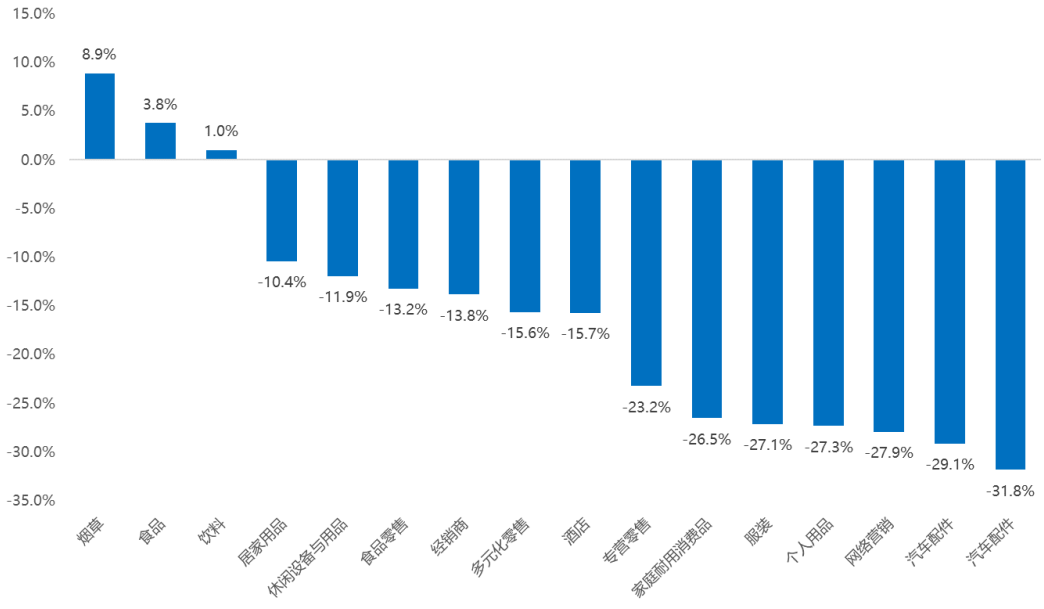
图：标普 500 各行业 2022 年初至今涨跌幅（%）



资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

其中非必需消费行业需求受挤出效应严重，大部分重点消费企业股价录得不同程度的下跌，估值调整更剧烈，对应行业走势跑输大盘。需求更有韧性的必需消费表现明显优于大盘，食品、饮料、烟草等一些价值股表现相对较好。

图：标普 500 消费行业各三级子行业 2022 年初至今涨跌幅，%



资料来源：wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

1.2 板块估值

非必需消费品本轮估值调整明显，已回调至中位数以下，必需消费品估值相对稳定。截止 2022 年 5 月 31 日，标普 500 非必需消费估值为 32.59 倍，三年历史分位数 35.26%，回调至中位数以下，相对标普 500 估值溢价 62.95%。标普 500 必需消费目前估值为 21.5 倍，三年历史分位数 48.08%，相对标普 500 估值溢价 7.5%。

图：标普 500 非必需消费行业 PE（TTM）

资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

图：标普 500 必需消费行业 PE（TTM）

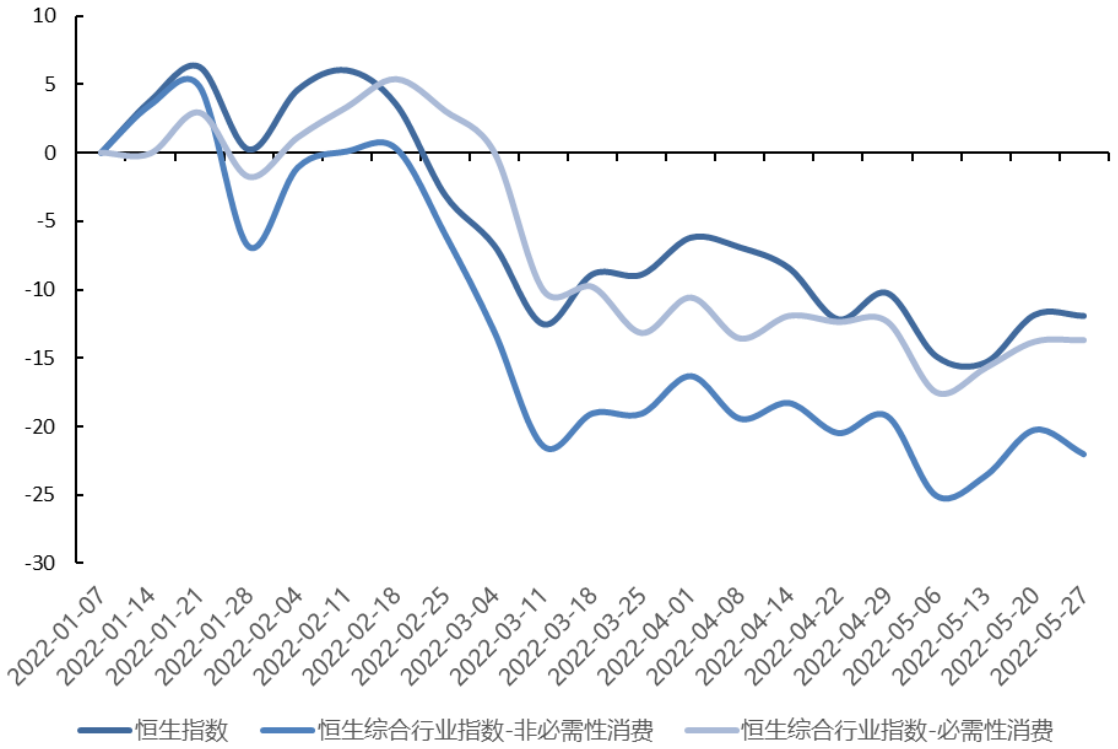
资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

2. 港股消费板块

2.1 行业走势

今年必需消费、非必需消费走势疲软，一季度随大盘大幅下跌。5 月份开始有所回暖，但总体跌幅仍然较大。2022 年年初以来非必需消费业跌幅为-20.01%，必需消费业跌幅为-12.55%。

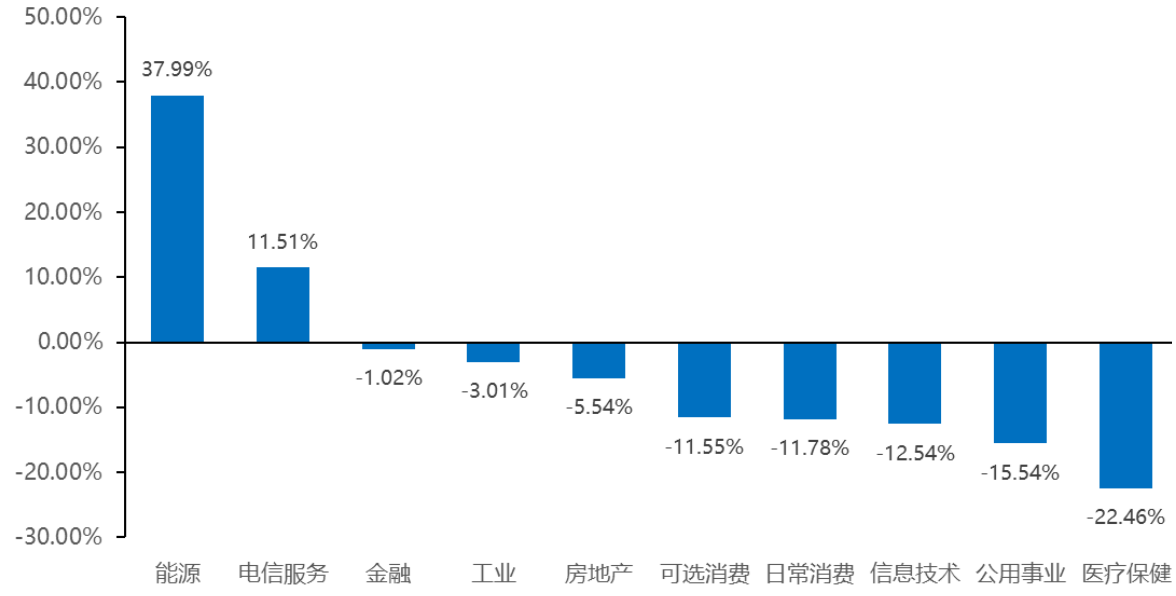
图：恒生指数必需性消费业与非必需性消费业 2022 年初以来涨幅对比



资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

与其他行业相比，非必需消费行业表现在所有 11 个行业中位列第 6 名，必需消费行业表现在所有行业中位列第 7 名。

图：恒生指数各行业涨跌幅对比

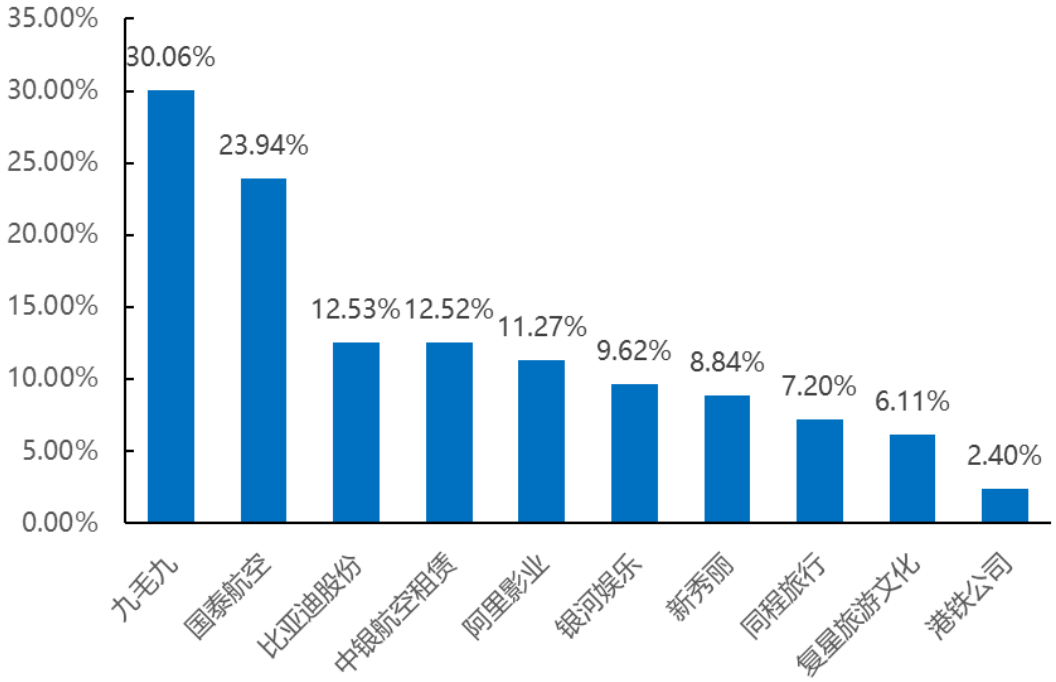


资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

在所有港股恒生非必需消费行业中，九毛九（9922.HK）表现最好（+30.06%）。国泰航空（0293.HK）（+23.94%），比亚迪股份（1211.HK）（+12.53%）较好。

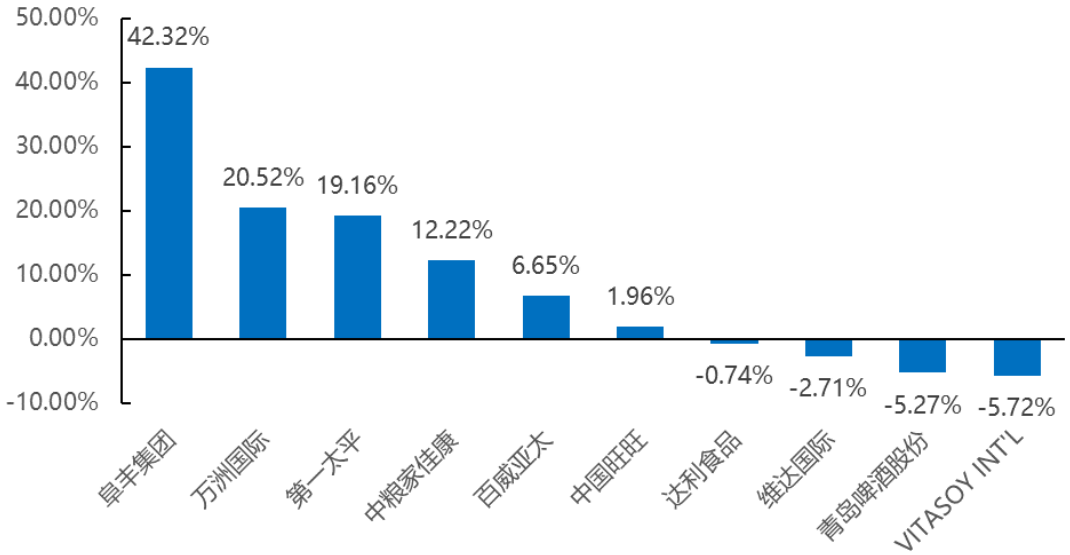
在所有港股恒生必需消费行业中，阜丰集团（0546.HK）表现最好（+42.32%）。万洲国际（0288.HK）（+20.52%）、第一太平（0142.HK）（+19.16%）表现较好。

图：恒生指数非必需消费品行业前十大涨幅公司



资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

图：恒生指数非必需消费品行业前十大涨幅公司



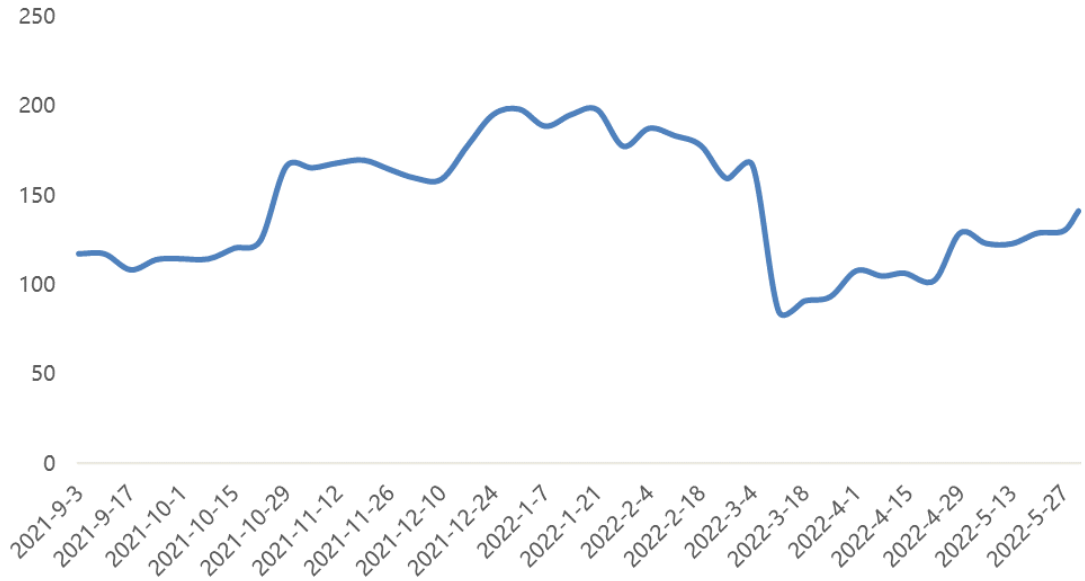
资料来源：Wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

2.2 板块估值

恒生非必需消费和消费行业估值都已不高。截至 22 年 5 月 31 日，恒生非必需消费行业 PE(TTM)为 130.19 倍，目前估值水平位于三年以来的 63.08%分位点。

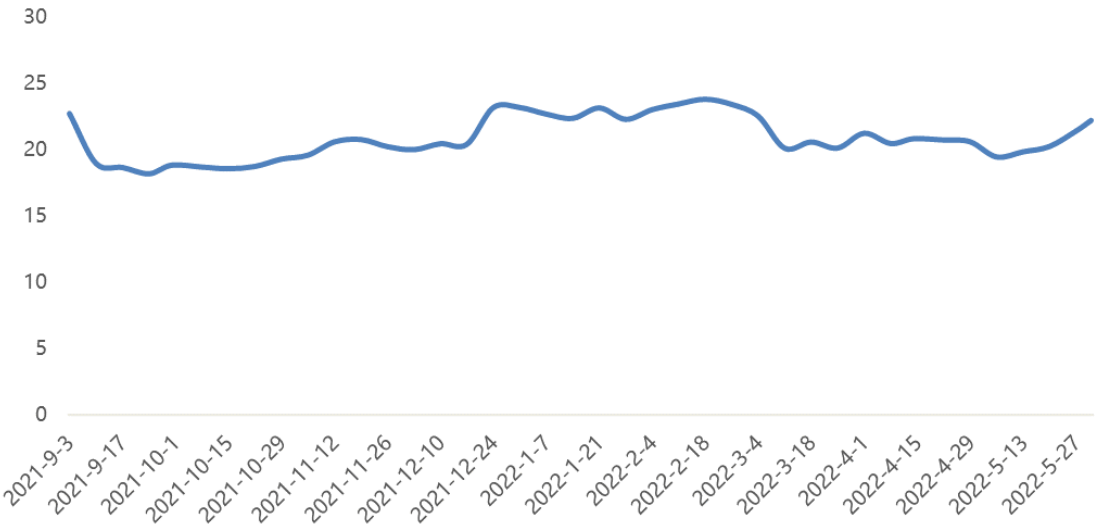
恒生必需消费行业 PE(TTM)为 21.41 倍,目前估值水平位于近三年的 18.44%分位点。

图：恒生指数非必需消费板块 PE（TTM）



资料来源：wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

图：恒生指数必需消费板块 PE（TTM）



资料来源：wind，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

二、行业中期展望

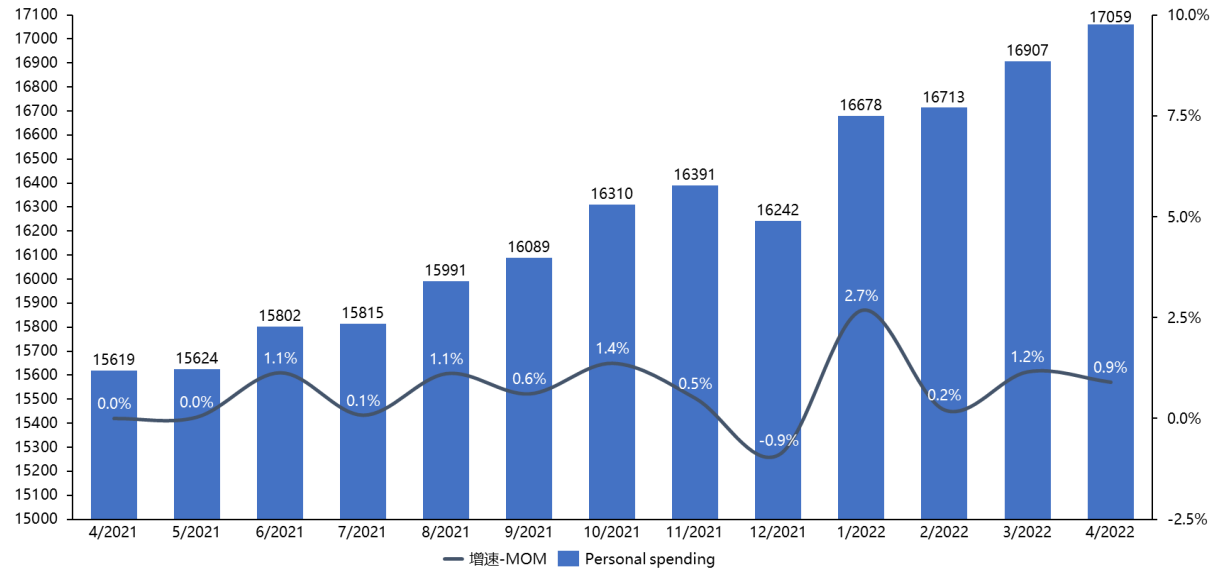
1. 美股消费：短期防御为主，适当关注线下服务修复

1-4 月份美国个人消费支出（PCE）保持强劲，但预计未来几个季度难以保持高增速。1-4 月美国个人消费支出环比增长 2.7%、0.2%、1.2%和 0.9%，但增速呈放缓趋势。4 月美国个人商品消费支出环比增长 0.83%（前值 1.89%），同比增长 6.41%（前值 5.95%）；服务消费支出环比增长 0.94%（前值 1.11%），同比增长 10.79%（前值 11.29%）。

面对物价飙升，美国人仍然继续消费的主要原因在于：1）疫情期间美国政府对消费者的现金补贴显著提升

家庭部门净资产，截止 2022 年 3 月份，美国民众可支配收入仍然位于高位，使美国民众购买力得到有力支撑。2）劳动力紧缺及不断上涨的薪资水平，美国 5 月非农数据显示，美国薪资增速仍维持在高位，平均时薪环比 0.3%，劳动参与率 62.3%仍然回升微弱；3）消费者希望在加息之前仍相对较低的利率环境之下使用信用额度而进行提前消费。但随着未来几个季度的连续加息落地，预计上述原因难以支撑消费者支出继续强劲增长。

图：美国个人消费支出，十亿美元

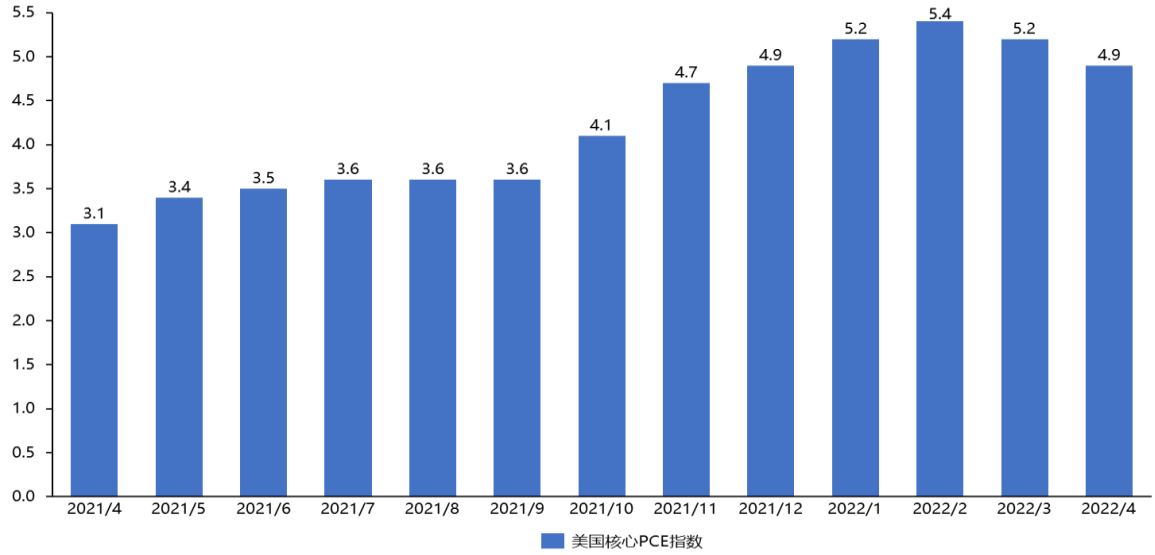


资料来源：BEA，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

上半年来美国核心 PCE 物价指数走势前高后低，同比增速在 2 月触及最高点后开始出现连续两个月的趋势性回落，但环比数据仍未回落，并不意味着通胀压力已得到缓解。4 月美国 PCE 物价指数受能源价格短暂下行影响，环比回落较明显，同比 6.3%（前值 6.6%），环比增长 0.25%（前值 0.9%）；剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数同比 4.9%（前值 5.2%），环比增长 0.34%（前值 0.33%），已连续两个月上行，环比增幅主要由机票（21%）+餐饮酒店（16%）+房租（24%）贡献，交通出行、餐饮酒店、租金价格继续维持较高涨幅。

展望下半年，能源和食品价格上行冲击暂缓但鉴于俄乌战争对乌克兰粮食生产和出口的影响持续，以及能源贸易摩擦持续，能源和食品通胀仍将保持高增速。

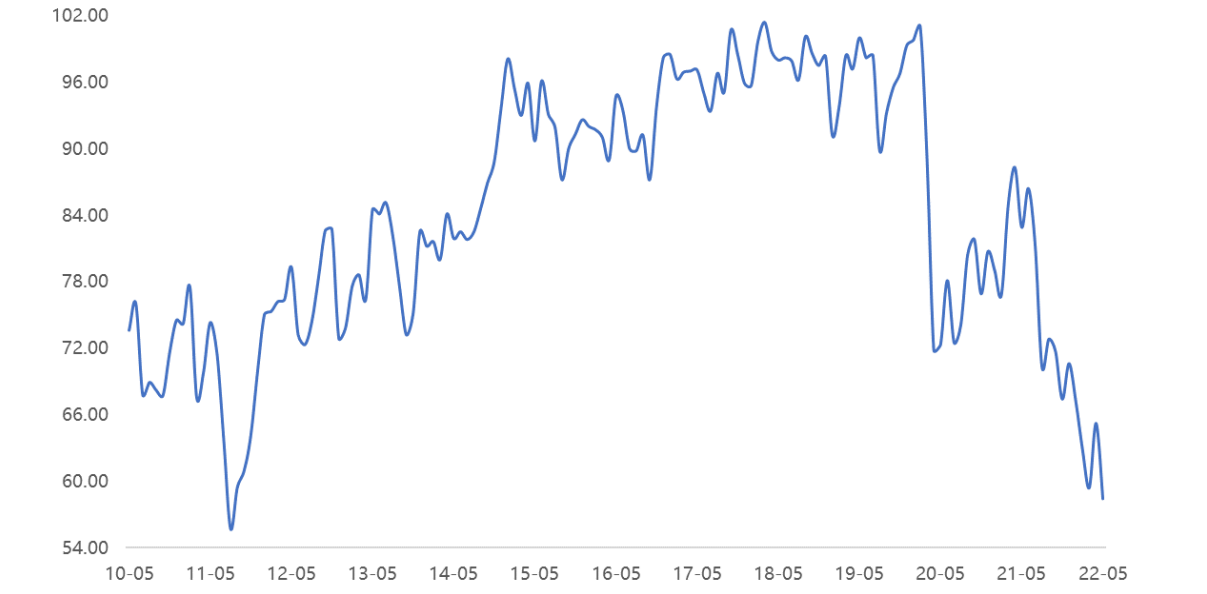
图：美国核心 PCE 指数



资料来源：BEA，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

通胀侵蚀消费者购买力，消费者信心低迷。5 月消费者信心指数终值为 58.4，预期值为 59.1，已经接近十年前的历史低点。自 2022 年来不断下探的消费者信心指数反应出持续的通胀压力对消费习惯的负面影响，消费者信心的恢复仍然需要一定的时间和明确的通胀拐点信号。

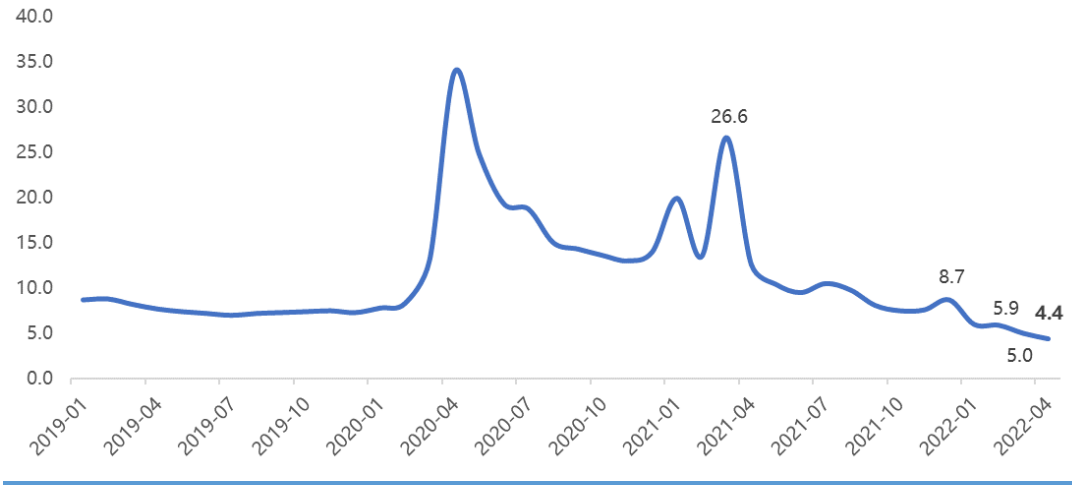
图：密歇根消费者信心指数



资料来源：THE CONFERENCE BOARD，美国劳工局，截止 2022 年 5 月 31 日

在高通胀强压以及美国贫富差距扩大的共同作用下，中低收入群体更易受到冲击。根据美国银行调研显示，在被问及最关心什么经济问题，46%的受访人回答是通货膨胀。由于价格上涨，58%的低收入（≤5 万）和中等收入（5 万<至≤12.5 万）群体表示将削减开支，42%的高收入群体将削减开支。截止 2022 年 5 月，个人储蓄率已降至 4.4%，为 2008 年以来最低。4 月份美国消费者信贷再度飙升创下新高，在高通胀背景下，越来越多的美国的消费者开启信用卡“透支模式”。

图：美国个人储蓄率，%



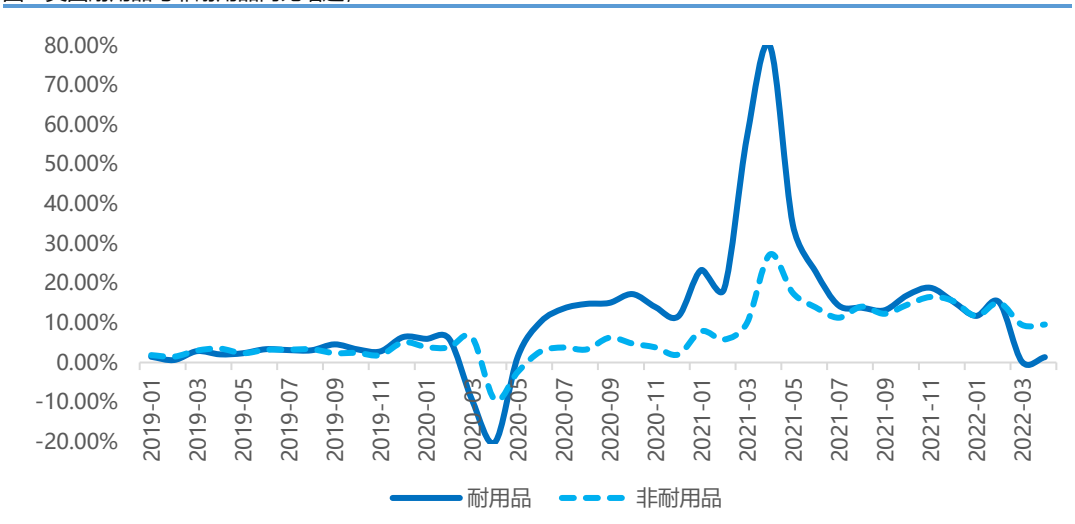
资料来源：FRED，富途证券

1.1 商品消费：消费者回避耐用品消费，成本和库存管控成为消费品企业重点

商品消费，可进一步拆分为耐用品和非耐用品消费，前者主要包括汽车、家具、家电等使用年限一般超过 3 年的商品，后者主要包括食品、服装、能源品等相对易耗的商品。

疫后耐用品消费回落明显，非耐用品相对平稳。上半年耐用品消费继续回落，疫情期间由于居家场景变多，而服务消费场景受限，叠加地产后周期需求，使得大件耐用品消费迅速上升，耐用品占私人消费比重从疫情前的 11%增长至 13%，耐用品消费前置。随着疫后政策补贴退潮以及通胀对消费力的侵蚀，加息对消费需求的抑制，尤其是汽车、家电等利率敏感型耐用品的消费需求受到抑制，耐用品消费拐头向下。非耐用品由于主要包含必需消费品，需求相对刚性，整体维持平稳态势。

图：美国耐用品与非耐用品同比增速，%



资料来源：Wind，富途证券

消费者正在回避可选消费品支出，从零售商财报中也可得到印证。汽油和食品支出持续上涨，且随着病例自高点下降，消费者行为从居家需求转向办公室和外出需求，外出服装需求增加。美国中低收入家庭开始放弃知名品牌，开始寻找更便宜的替代品，如转向自营产品等，并减少对家电、家居用品等可选消费的支出，而定位为中高收入消费群体的零售商则表现相对较好。

表：零售龙头公司财报表现

公司	定位	财报表现	绩后股价表现	财报中披露的原因
沃尔玛（WMT）	中低收入消费群体+生活	营收 beat，每股收益 miss，下调指引	-9%	**增收不增利，涨价不足以覆盖成本抬升**
梅西百货（M）	高端连锁百货零售商	双 beat，上调指引	+19%	随着办公室的重新开放和社交活动的恢复，对高端服装的需求激增;**客户拥有“较高收入和弹性”**
好市多（COST）	中产阶级+会员仓储	双 beat	-	会员购买强劲，行为发生转变，会员续订率持续提升，但成本抬升对利润率造成逆风
美元树（DLTR）	五元店、折扣店	双 beat，上调指引	+21%	**消费者在通胀时期涌向更低的价格和折扣店**；公司将商品价格提高

资料来源：公司公告，富途证券

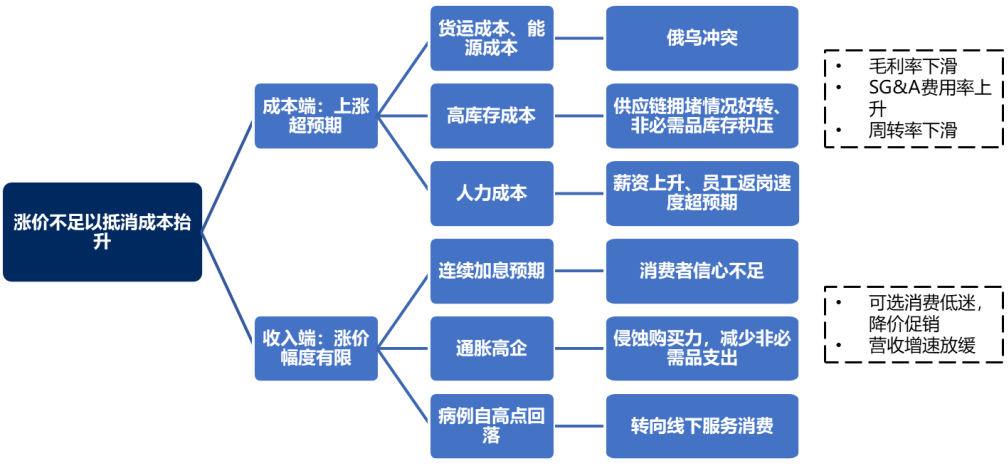
表：零售龙头公司对于消费者行为转变的说明

公司	相关说明
沃尔玛（WMT）	已经看到一些预算紧张的顾客转而购买更便宜的熟食肉类，同时更多地转向“半加仑牛奶”而非“一加仑”；物价压力让消费者开始改变购物习惯，逐渐倾向于自营品牌。特别是熟食、乳制品等生鲜类别中，自营品牌渗透率的增加迹象明显。
塔吉特（TGT）	随着消费者转向旅行、预定餐厅等体验型支出，包括电视机和自行车在内的非必需消费品销量有所下降。
好市多（COST）	并未看到销售减少，但会员购物方式出现变化，门票、餐馆、旅行、轮胎和汽油等线下活动相关商品销售额增加

资料来源：公司公告，富途证券

通胀拖累企业利润率，一季度许多零售企业利润率受到成本抬升的负面影响而下滑，拖累盈利增长。多数企业在一季报中提到能源成本、货运成本、和库存成本成为影响毛利率下滑的重要因素，受困于消费者购买力下降以及线下服务支出对消费者整体支出的挤压，企业未能及时或充分向消费者转嫁成本。但其市场地位并未削弱，毛利率和费用率管控将是未来季度的重点关注指标，随着零售商及时调整库存与定价，利润率有望得到边际改善。

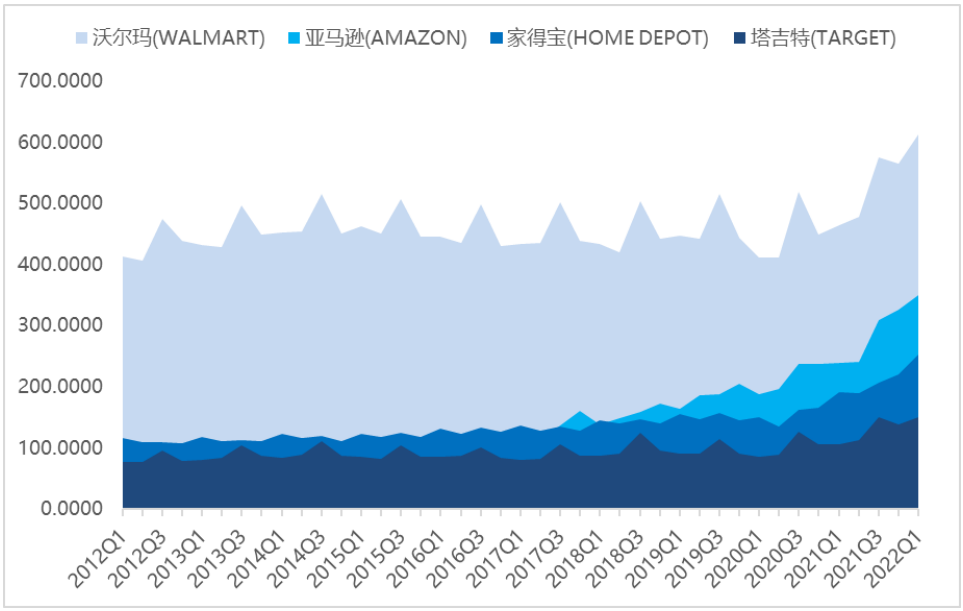
图：企业业绩拆解



资料来源：公司公告，富途证券

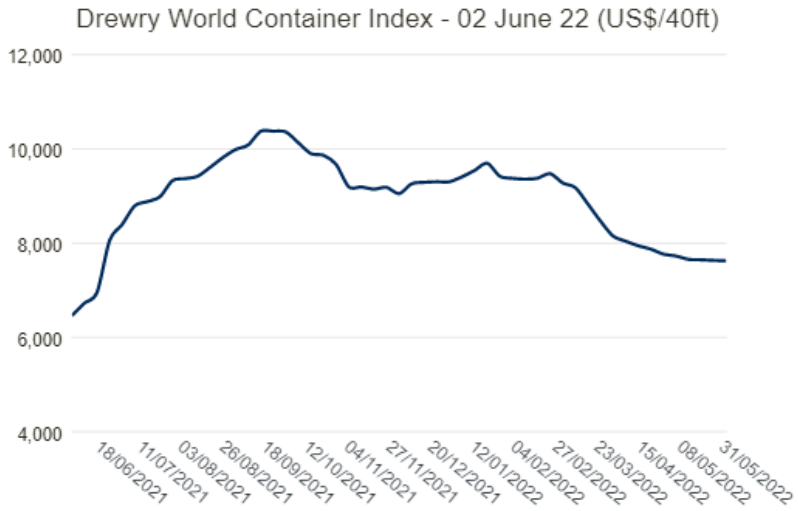
本次一季度业绩凸显出零售商高库存问题，下半年库存增加，供应链缓解，继续回落是大概率事件。从近期部分零售上市公司的业绩表现来看，不少零售商面临“长鞭效应”，供应从短缺变为过剩，导致库存压力加大。去年的运输延误和积压非常严重，美国零售商一直努力通过租船、空运等方式来保持货架上的货物充足，但是随着供应端的改善，和消费需求尤其是可选消费需求回落，目前商品消费的供需缺口正在持续弥合，甚至不排除出现库存过剩情况。且由于零售商一季度到货订单仍然是按照疫情居家思路采购而非场合需求，加剧了滞销库存。

图：美国各大零售公司存货水平，亿美元



资料来源：Wind，富途证券

图：全球集装箱价格指数



资料来源：Drewy，富途证券

综上我们认为，通胀压力短期难言缓解，需求层面上未来几个季度美国商品消费降温趋势将持续，消费者尤其是中低收入消费者将克制商品消费，尤其是耐用品消费。由于运输成本、人力成本、能源成本将持续干扰下半年消费企业盈利能力，建议逢低关注可选商品消费中具备提价能力的龙头企业，其有望透过提价、降促、产品结构升级转嫁成本压力。具体体现为竞争环境相对较好或在细分赛道上龙头地位显著，目标消

费群体收入水平较高从而消费者需求受通胀影响相对较小或竞争壁垒较高，可替代性差；同时注意原材料价格管控能力，如提前锁价或调整采购节奏避开价格峰值。

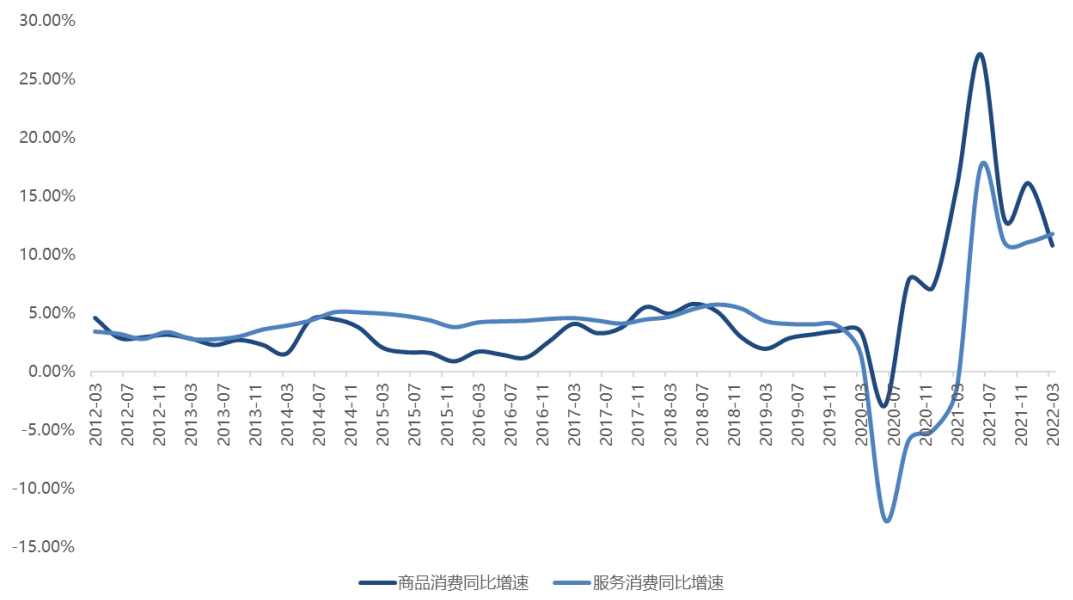
一季度业绩凸显出的高库存问题普遍存在，建议关注库存水平相对健康的消费品企业，体现为库存产品结构较好（如无季节核心商品占比较大）无需面临大幅打折进行库存清理；以及 DTC 直营占比较高的企业，对终端消费者需求把握较灵敏。

必需品消费需求比如食品饮料、农产品、肉类、烟草，受外部环境影响较小，且往往股息率较高，建议作为防御性板块进行配置。

1.2 服务消费：尚有修复空间，但力度将放缓

服务消费受防疫政策影响，疫情前期受严格管理影响，影响了服务消费的修复进程，截止目前相关服务消费尚未恢复至疫情前水平。预计下半年仍将继续处于商品消费向服务消费转换阶段，服务消费将继续保持弱复苏态势，但空间已有限。服务消费约占美国居民消费结构的 65%，与商品消费已出现高位回落拐点不同，服务消费需求可能继续，将成为下半年拉动美国消费的主要助力，和拉高通胀压力的主要因素之一。

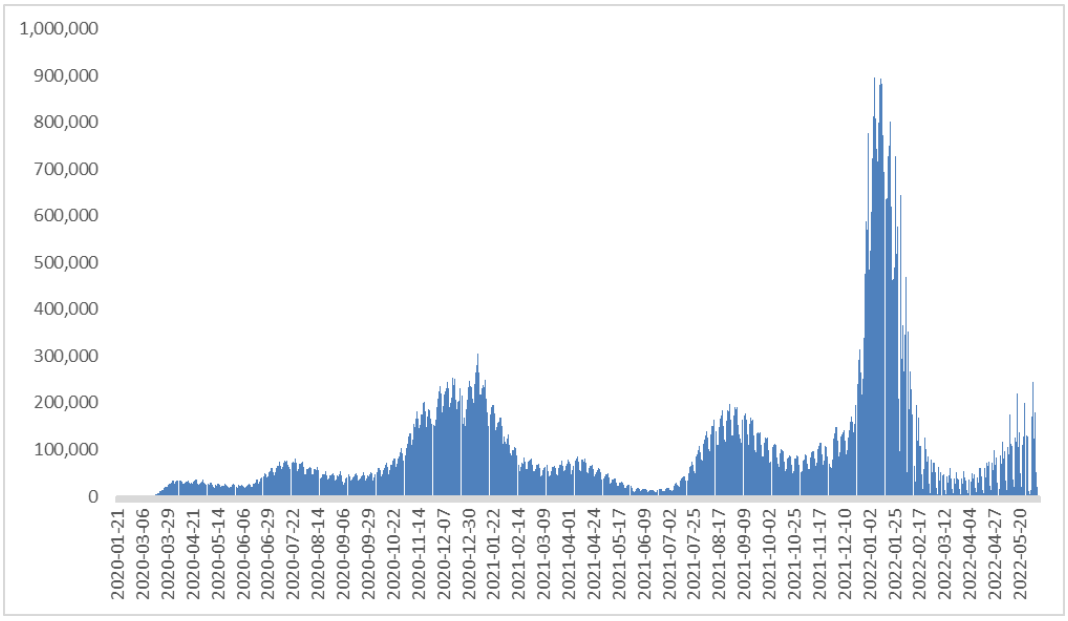
图：美国商品与服务消费同比增速，%



资料来源：Wind，富途证券

奥密克戎爆发后，由于较低致死率和较高疫苗接种率，防疫政策全面放松，22 年 3 月起，美国正式放开室内口罩令，目前全美 50 个州都不再强制戴口罩，并且不再提供大型核酸检测。随着病例自 1 月高点下降后，和春夏出行旺季的到来，上半年休闲娱乐、餐饮、住宿等服务消费迎来较快修复，反映疫后消费特征。

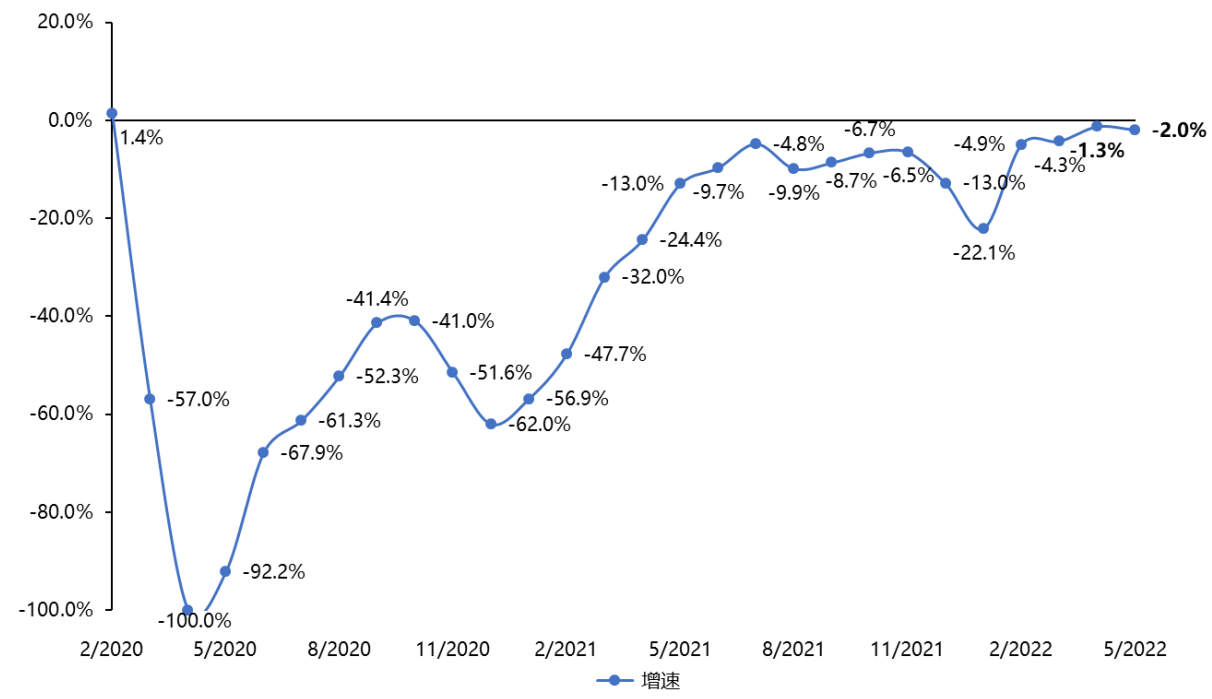
图：美国新冠肺炎当日新增确诊病例



资料来源：Wind，富途证券

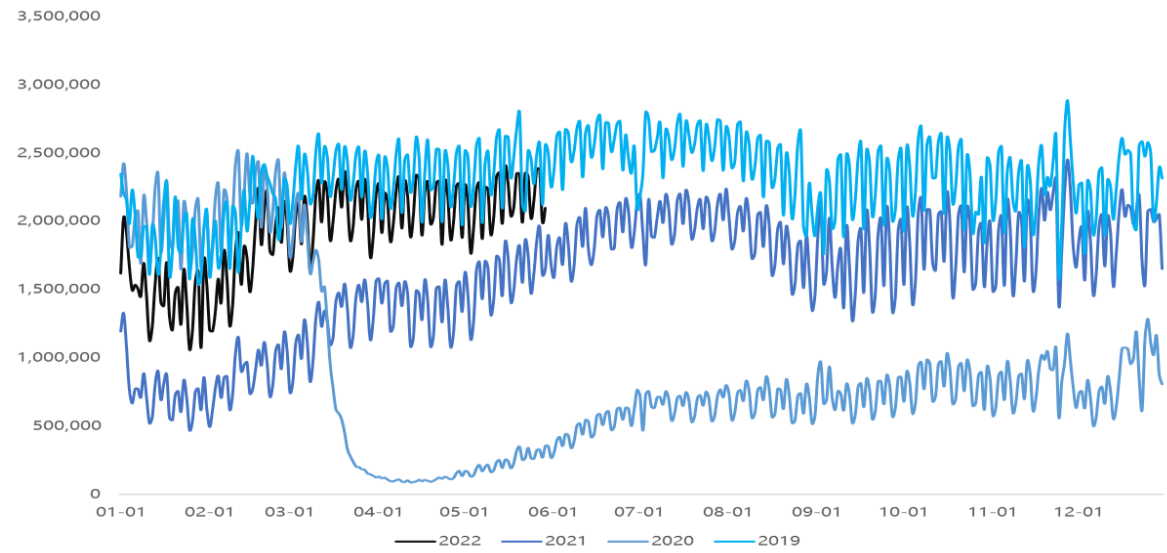
服务消费需求将继续保持一定韧性，但由于空间已有限，预计修复力度将难持续上半年态势。从线下高频数据来看，线下高频数据表现较为乐观。例如：截止 5 月 31 日，美国餐厅就餐人数基本已恢复到 2019 年同期水平；美国 TSA 安检人数履行客流量图显示，5 月日客流量基本达到了 2019 年同期 90%；美国酒店入住率已经达到疫情前同期 68.0%；高频数据的乐观情况也支撑了美国个人消费支出数据中 5 月环比增长明显的交运及餐饮酒店细分项目。2022 年 2/3 月，美国旅游花费约 830 亿/950 亿美元，比 2019 年同期-6%/-5%，环比 1 月增速-12%（奥密克戎影响）明显改善。从美国个人服务型消费支出规模看，其修复空间已经相对有限；

图：美国餐厅就餐人数，与 2019 年同期对比，%



资料来源：Bloomberg，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

图：美国 TSA 安检人数



资料来源：TSA，富途证券，截止 2022 年 5 月 31 日

我们认为美国服务消费的后期修复尚有空间，随着夏季出行旺季到来，可适当关注酒店、餐饮、旅游、娱乐等线下消费板块龙头，但应注意美国近期新增病例出现回升，就餐人数受到疫情影响小幅下降，可能对恢复进程造成扰动。

2. 港股消费

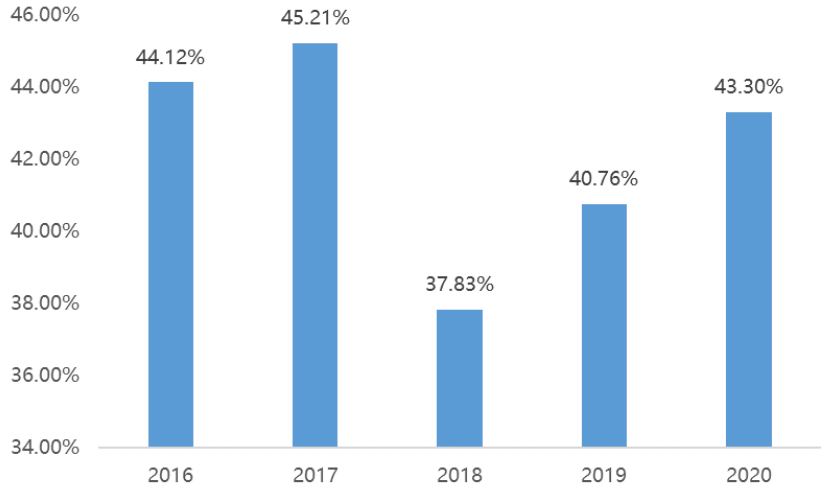
2.1 酒店板块：疫情期间供给端加速出清、市场集中度提升，需求复苏龙头企业优先受益

上半年在局部疫情反复与严格的管控政策下，出行受限，客流量处于低位，各公司经营承压。

展望下半年，需求端有望迎来反弹，龙头品牌优先受益。拉长时间轴从全年维度看，1. 需求端：（1）经济承压背景下，短期内需求端很难有大的反弹，但在促消费政策的刺激和疫情影响减弱的背景下，此前受疫情冲击较大的酒店行业预计将迎来拐点；（2）疫情带来消费者习惯改变。疫情后，消费者卫生、安全意识增强，品牌化连锁酒店成为优先选择，连锁酒店龙头或将受益。

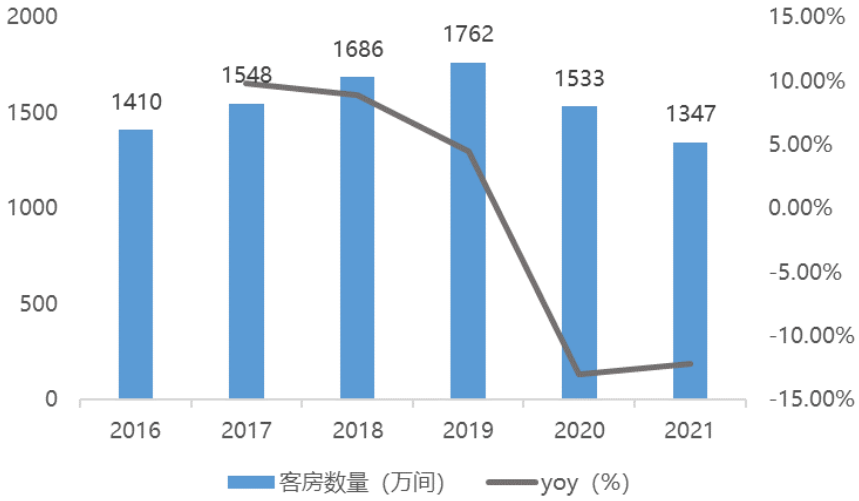
2. 供给端：（1）得益于酒店行业较高的经营杠杆，弱复苏仍能带来不错的利润弹性，同时更有利于龙头释放利润。（2）疫情加速行业出清，龙头企业凭借抗风险能力逆势拓店，形成“3+X”竞争格局，锦江酒店(600754.SH)、首旅酒店(600258.SH)、华住集团-S(01179.HK)/ (HTHT.US)集中度 CR3 在 2020 年提升至 43.3%，客房市占率将预计在 2023 年提升至 16.7%。（3）酒店行业野蛮扩张逻辑已基本结束，未来行业增速预计将放缓，后期将更加考验公司运营能力与产品力，重点关注 RevPAR 的复苏弹性。

图： 酒店 CR3 市占率



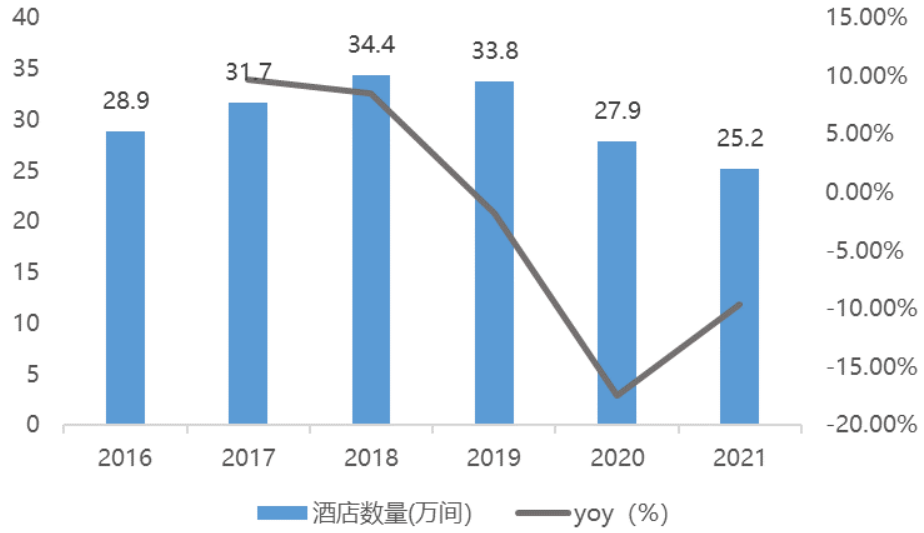
资料来源： Wind，富途证券，公司公告，盈蝶咨询

图： 2016-2020 年我国酒店客房数量（万间）



资料来源： Wind，富途证券，公司公告，盈蝶咨询

图： 2016-2020 年我国酒店数量（万家）



资料来源： Wind，富途证券，公司公告，盈蝶咨询

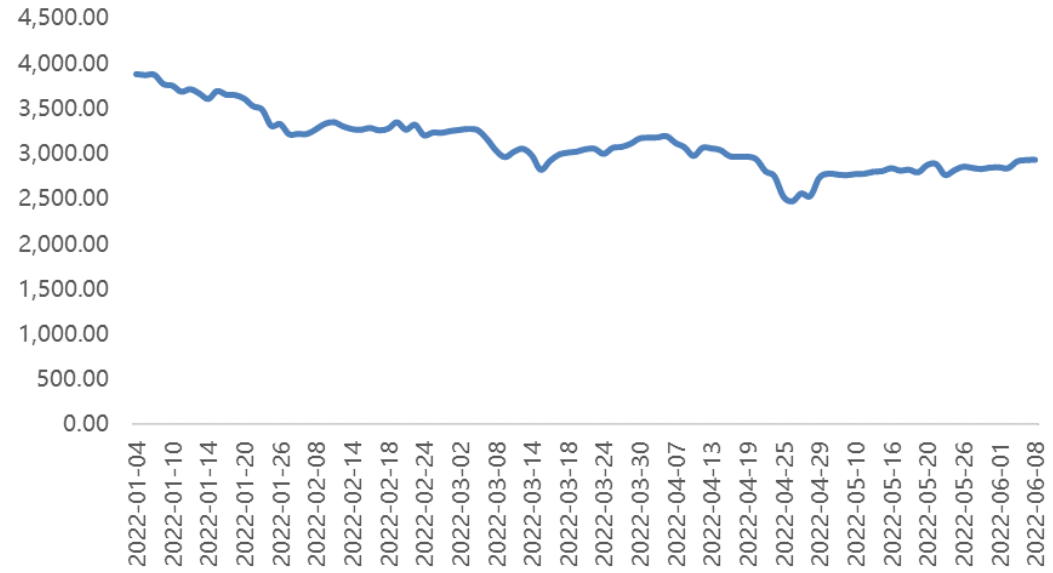
投资建议：1.中短期：看 OCC 改善情况。酒店行业的需求与经济基本面，居民消费能力与消费意愿密切相关。因此整个行业的景气度与经济周期密切相关。当经济活动恢复，需求向好，入住率 OCC 的边际改善将成为中短期酒店行业业绩、估值修复的转折点。因入住率提升将短期内影响行业供求关系，从而影响客房单 ADR。

2.长期：看各个公司产品力与运营能力构成的品牌价值。（1）丰富的酒店矩阵便于覆盖不同的细分市场，满足消费者与加盟商不同需求；（2）精细化运营能力提升效率，充分利用规模优势，降低运营前台、后台成本。运营能力具体体现在系统平台构建、服务流程的数字化标准化能力、产品的完善迭代能力、会员粘性等；（3）酒店优势地理位置、优质服务能力是提升 ADR 的基础。因此具备产品升级能力的龙头企业更具备提价能力，打造高 RevPAR 产品。

2.2 电商板块：政策放松带来电商行业性收益，具体则看各个公司经营表现

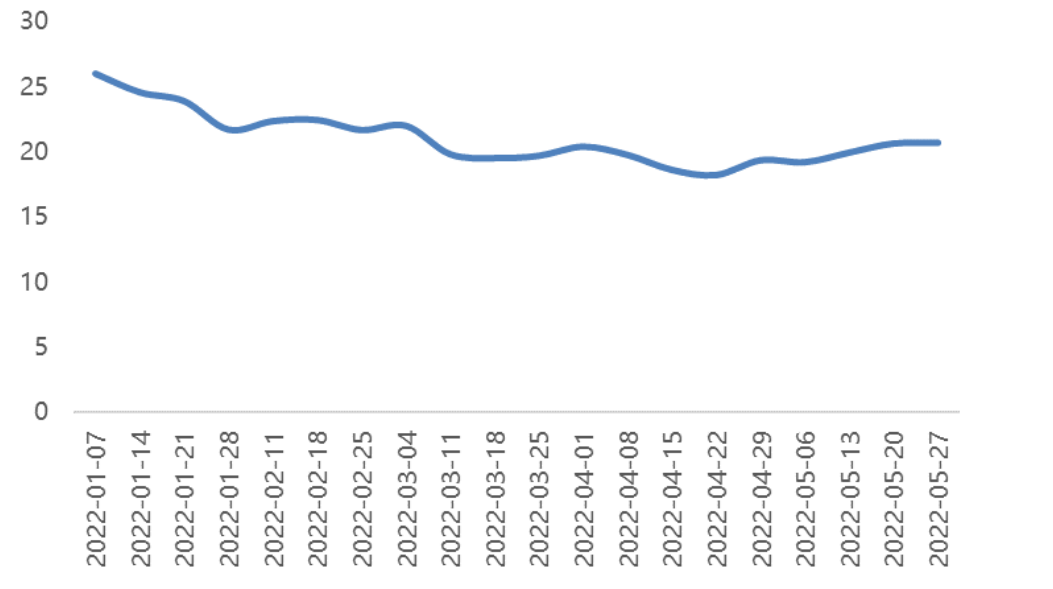
上半年中证电商指数累计下跌 23.09%，市盈率 TTM 加权为 41.33 倍，市盈率 TTM 剔除负值后仅为 20.68 倍。

图： 中证电商指数表现



资料来源：Wind，富途证券

图： 中证电商指数市盈率 TTM(剔除负值)表现



资料来源：Wind，富途证券

预计下半年行业增速将有所放缓，但随着外部监管放缓，各个公司精细化运营能力提升，龙头公司投资价值显现。

1.外部监管：当前，政策风向已边际趋缓，从“强化反垄断和防止资本无序扩张”过渡到“稳增长、稳市场、保就业”。两会后多次强调释放监管积极信号，促进平台经济平稳健康发展，市场悲观情绪修复，恒生指数逐步回调。国家监管主体表态反垄断工作取得明显成效。自 2020 年底互联网企业一系列监管逐步落地起；2022 年 3 月，市场监管总局表示“2021 年反垄断工作取得明显成效。”

高层多次强调支持平台经济健康发展。2022 年 3 月 16 日，国务院副总理刘鹤主持召开金融稳定发展委员会，提出“稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作，红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康

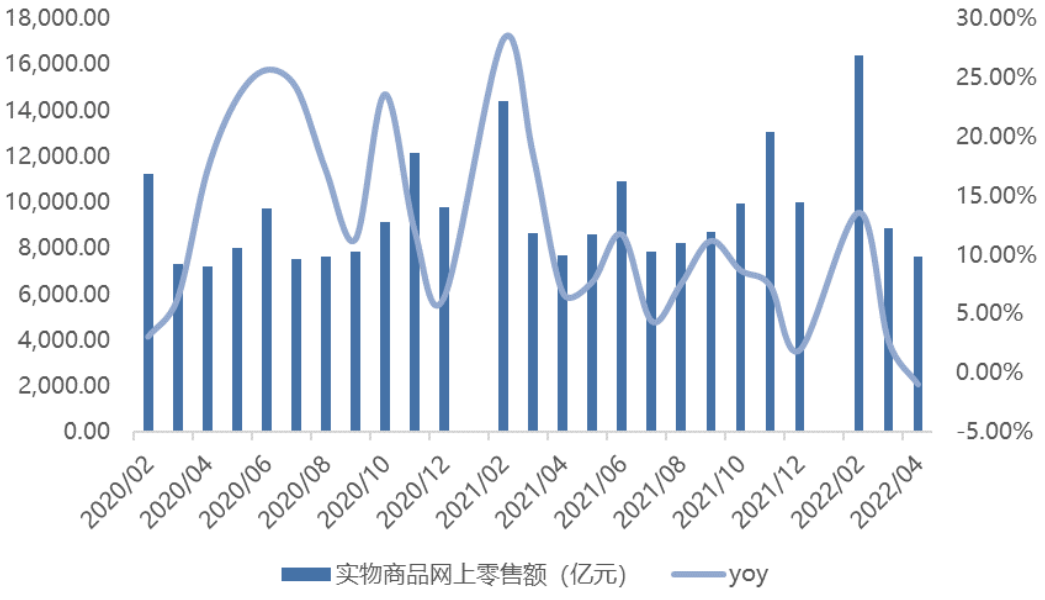
发展，提高国际竞争力”；4 月 29 日，政治局会议上强调“实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”；5 月 5 日，李克强总理在国务院常务会议，提出“尽快出台具体措施以支持平台经济的规范健康发展”。

图：政策风向已边际趋缓，恒生科技指数回调

资料来源：Wind，富途证券

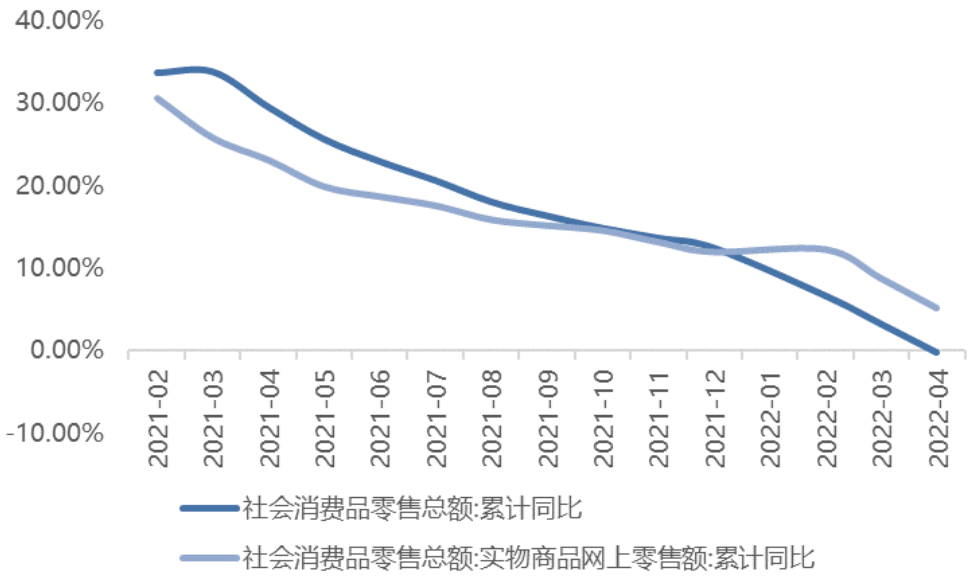
2.行业自身发展：规模扩张转为降本增效，精细化、高质量增长。（1）疫情催化下，宏观经济压力加大，短期增速放缓。根据国家统计局数据，2022 年 1-4 月社会消费品零售总额同比下降但线上渗透率进一步提升，同期实物商品网上零售额同比增长 5.2%，渗透率同比提升 1.6 个百分点至 23.8%；商品品类方面，必需品消费受冲击幅度较小，短期预计小幅改善。必需品如食品和日用分别同比增长 13.5%、10.6%，而服饰类基本持平，同比增长 0.9%。

图： 月度实物商品网上零售额及其同比增速（亿元）



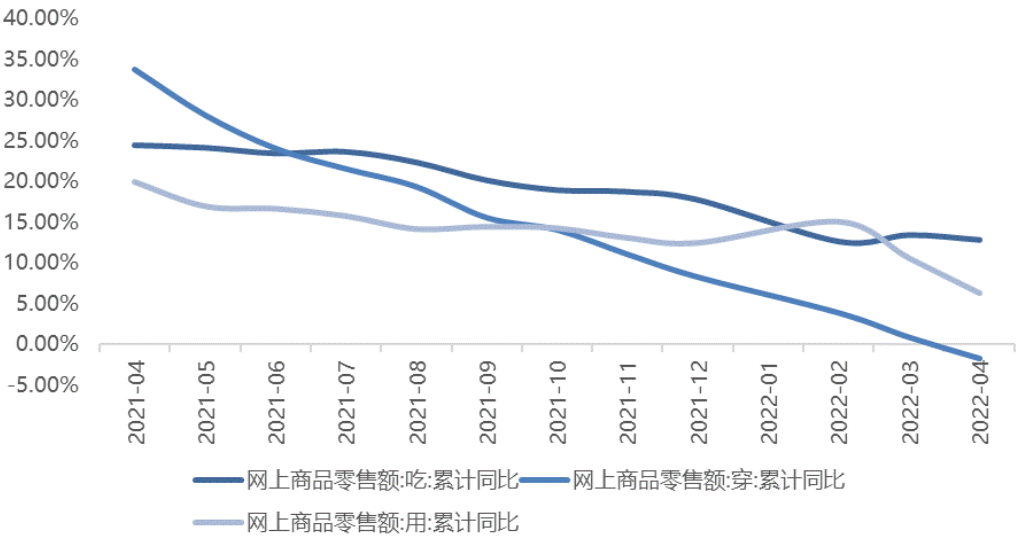
资料来源：Wind，富途证券

图： 社零及商品网上零售额累计同比增速



资料来源：Wind，富途证券

图：吃穿、穿类、用类网上零售额累计同比增速



资料来源：Wind，富途证券

（2）流量红利消失，用户数量增长乏力，行业从规模扩张转向高质量增长、精细化运营阶段；聚焦主业加大投入并剥离获利能力弱的业务；电商整体增速有所放缓，但渗透率维持高位，但电商依然是终端消费相对稳健发展的渠道。

值得注意的是，自 2022 年以来阿里巴巴-SW(09988.HK)/ (BABA.US)、拼多多(PDD.US)、京东集团-SW(09618.HK)/ (JD.US)经营边际均有所改善。

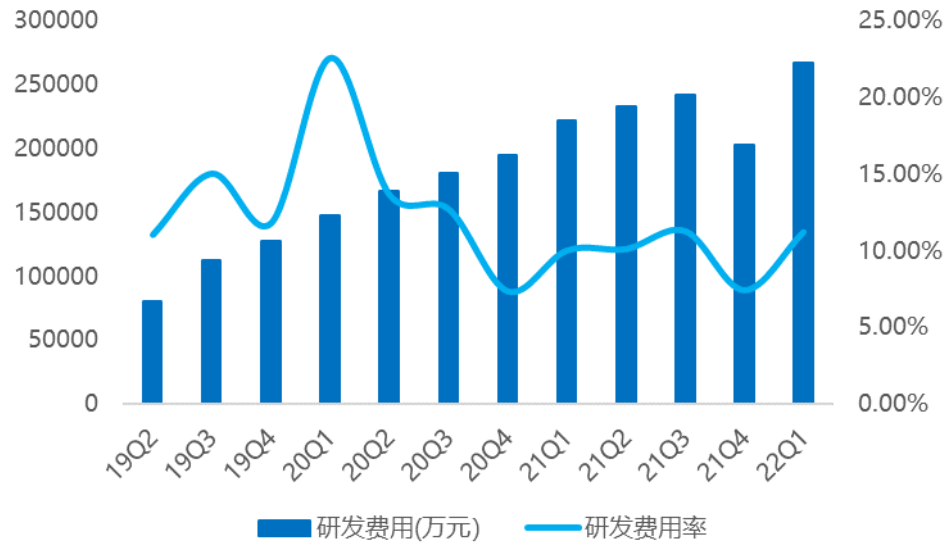
拼多多：继续“百亿农业”计划，提高用户价值与用户粘性

用户增长规模继续延续放缓趋势，但用户粘性与用户价值提升。截至 F2022Q1，用户规模方面，公司拥有年活买家 8.82 亿，环比净增 0.13 亿（阿里净增 0.21 亿，京东 0.11 亿），同比增长 7%，环比增长 2%，

月活买家 7.51 亿，环比净增 0.18 亿，同比增长 4%，环比增长 2%；用户价值方面，用户粘性（月活/年活）为 85%，环比增长 1pct；Q1ARPU 达季度新高至 108.38 元/人，剔除 1P 业务为 105.82 元/人，环比增长 6%。

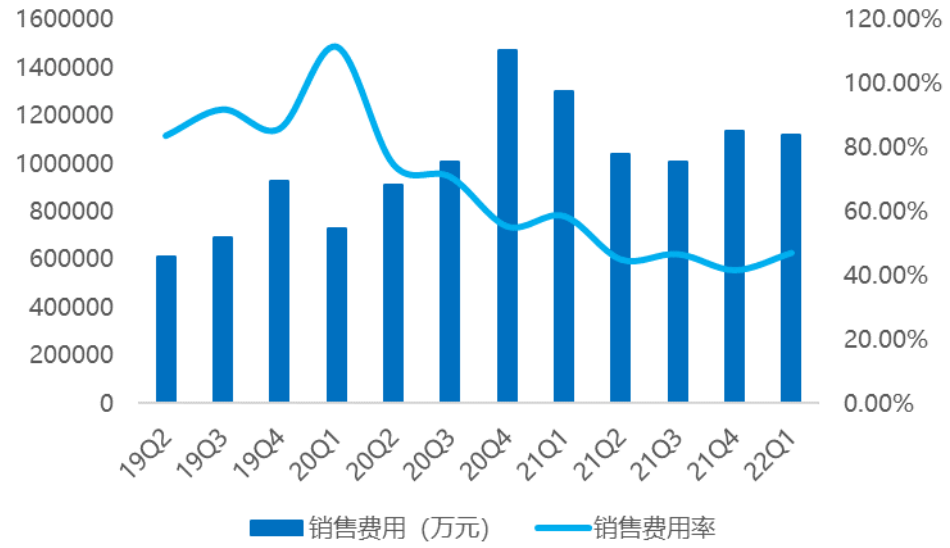
拼多多在高基数下用户增长放缓的趋势下，公司大幅度减少市场营销推广投入，并加大研发支出，坚定“百亿农业”计划，加强农业数字化研究、农产品供应链；关于农研的盈利预期，在 22Q 业绩会上，管理层表示农研投入尚处于早期阶段，未来盈利或存在季度性波动。22Q1 公司营业成本 71.6 亿元；营业总费用 144.8 亿元，同比下降 7%。其中，销售和市场费用率 47.2%，同比减少 11.5pct，行政管理费用率 2.5%，同比减少 0.9pct，研发费用率为 11%，同比增加 1.2pct。

图：拼多多研发费用率



资料来源：公司公告，富途证券

图：拼多多销售费用率



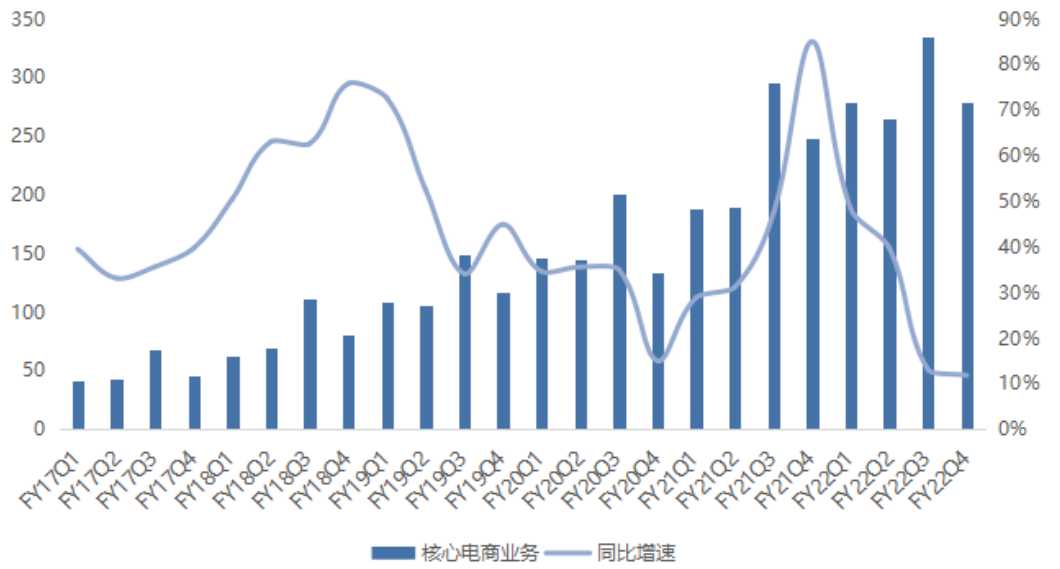
资料来源：公司公告，富途证券

阿里巴巴：电商基本面稳固，云服务和国际化业务逐步改善

降本增效有显著效果，在竞争格局恶化以及疫情多次挑战下，虽然营收增速放缓，但电商基本盘仍保持稳固。根据阿里公告数据“在 2022 年 Q1，1 月和 2 月的 GMV 合计增长持平，但受到新冠肺炎疫情的影响

而导致“3 月的 GMV 有所下滑”；货币化能力方面，当前以“淘宝、天猫”为核心电商业务，虽然自 2019 年四季度后尚未创出新高，然而在竞争对手层出不穷的打击下，核心电商业务收入及环比增长情况没有大幅度下降。

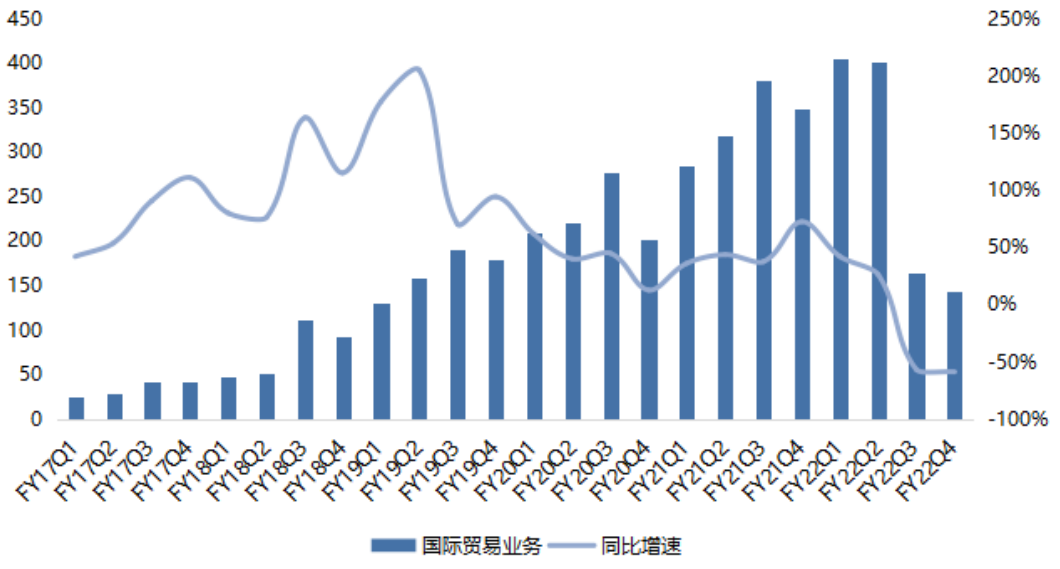
图：核心电商业务（亿美元）及同比增速



资料来源：公司公告，富途证券

国际化业务仍为扭亏，全球化战略在过去一年加速推进，整体收入规模较小，无法覆盖营业成本是当前的要点。全年海外市场消费者净增 6400 万，突破 3 亿大关，但是着重来看财报数据，国际商业 2022 年 Q1 收入为 143.35 亿元，同比下滑 57.62%，其中经营亏损为 19.18 亿元，然而国际业务中，经调整 EBITA 为亏损 25.63 亿元，亏损幅度有所收敛。

图：阿里国际贸易业务收入（亿美元）及同比增长情况

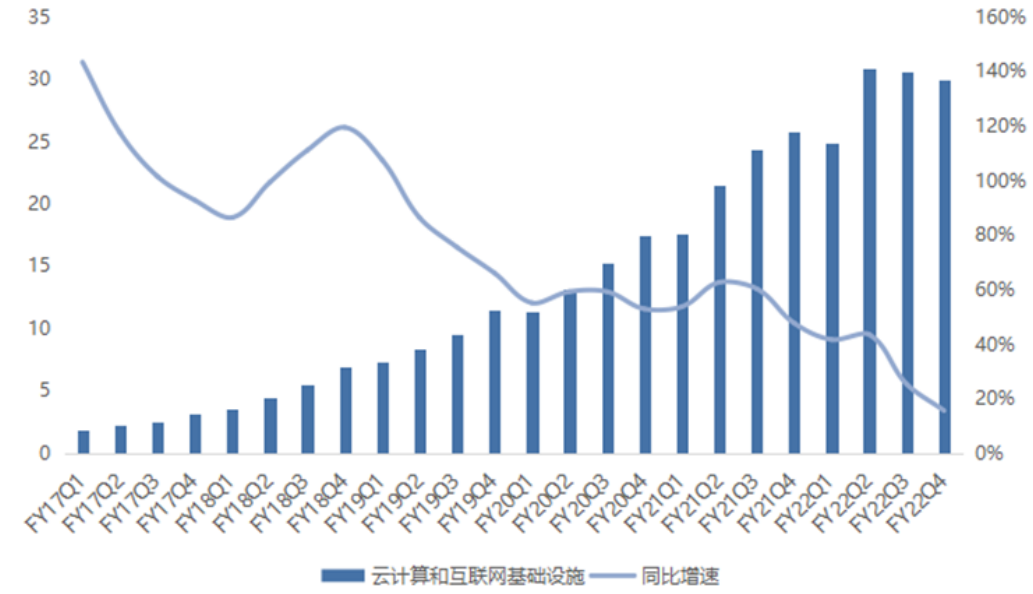


资料来源：公司公告，富途证券

云服务有竞争优势，但是格局相对恶化。阿里云服务与基础设施收入业务在 2021 年 Q4 之前处于连续高增长状态，原因既有互联网业务的高速发展带来的行业性增量，也有阿里云业务属于阿里体系内较有竞争力的业务模块。

阿里云 EBITA 利润从 2021 财年的亏损 22.51 亿元改善为 2022 财年的盈利 11.46 亿元，这是阿里云成立 13 年来首次年度盈利，财报显示，在用户规模上，阿里云付费客户数量超过 400 万。

图：云计算和互联网基础设施收入（万美元）及同比增速



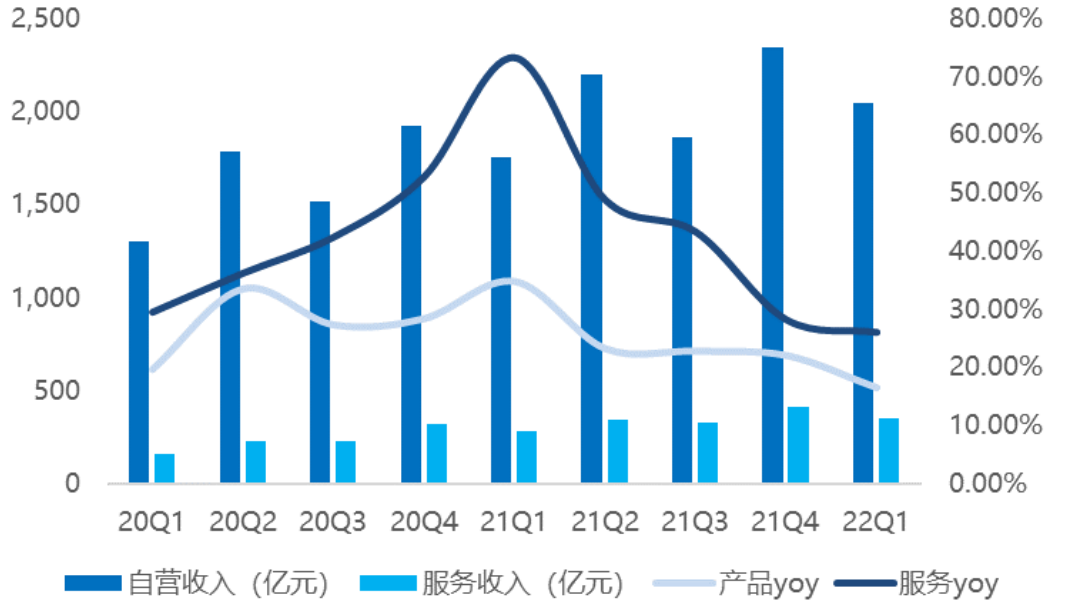
资料来源：公司公告，富途证券

在当前基本面稳固的条件下，且云服务和国际化业务逐步改善，降本增效有效果的背景下，阿里当前位置“易涨难跌”，投资者可以更乐观，至于未来的估值弹性。

京东：扎实的渠道供应链基础支撑用户价值

收入稳健增长，具备韧性。公司去年 Q1-Q4 GMV 增速保持在 30%左右，行业内突出水平。营收方面，京东 2021 年营收 9516 亿元，同比增长 28%；最新发布的 22 年 Q1 数据，依然表现不俗，Q1 公司实现收入 2397 亿元，同比增长 18%（21Q4 为 23%），其中自营业务实现收入 204 亿元同比增长 17%（21Q4 为 22%），服务收入 352 亿元，同比增长 26%（21Q4 为 28%）。经调整 Non-GAAP 归母净利润 40 亿元，对应净利润率 1.7%（21Q4 为 1.3%）。

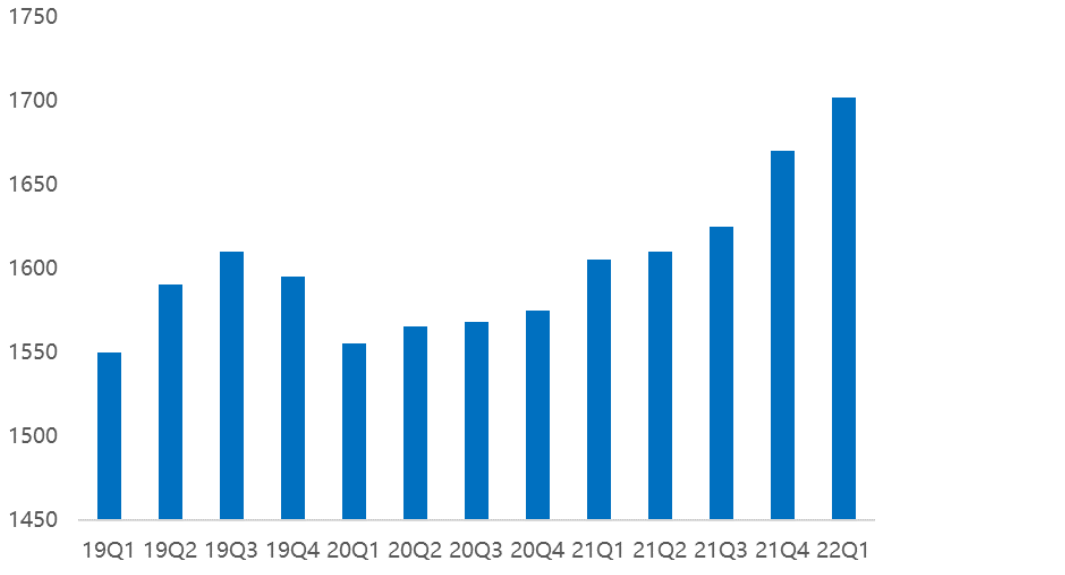
图：京东分业务营收和增速



资料来源：公司公告，富途证券

高效物流供应链保障下，用户质量与规模持续提升。获益于高效便捷的配送服务，京东的用户规模和质量在不断提升。截至 22Q1，平台拥有活跃用户数 5.8 亿，同比增长 16%；用户 ARPU 值 1702 元，同比增长 6%，达到历史新高。

图：京东用户 ARPU 值（元）



资料来源：公司公告，富途证券

投资建议：对比来看，电商依然是消费相对稳健的终端渠道，电商渗透率仍处于提升状态，整体增速依然高于社零；在用户规模增速逐步稳定、竞争加剧、经济基本面疲软的背景下，流量进入精细化运营阶段；政策边际放松下，龙头投资价值凸显。

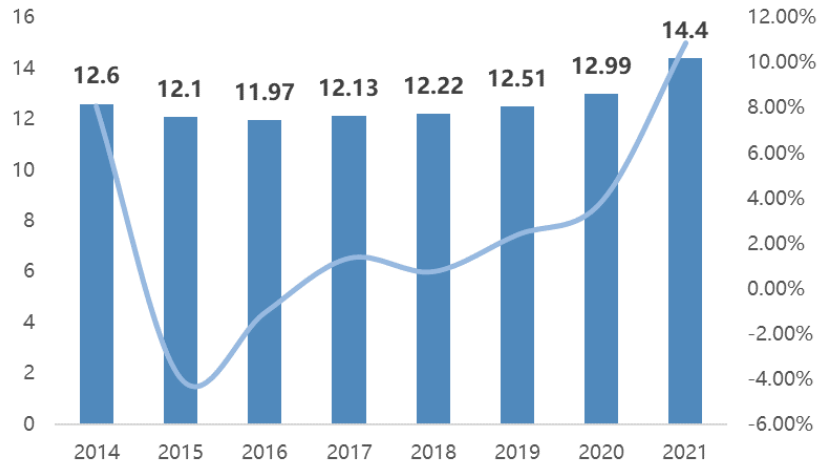
2.3 乳品板块：需求稳定、成本改善、竞争格局优化，带动利润的释放

上半年原奶价格微降但仍然维持高位，成本压力凸显。需求方面，上半年，乳制品受疫情冲击较小；

1-2 月份为春节消费季，送礼需求刺激乳制品消费，3 月份以来，疫情零星多点爆发，消费者囤货需求下需求维稳。

下半年展望：需求稳定、成本改善、集中度进一步提升竞争格局优化，带动利润的释放。1.需求端：需求有望稳定向上。疫情影响下，居民健康意识逐步提升，催生均衡营养、提升免疫力的产品关注度，对乳品需求相对旺盛。据《2020 年中国奶商指数报告》，超过 96%的消费者认为乳制品 具有增强免疫力的功能。2021 年，我国人均奶类消费量进一步增加，达到 14.4 千克，同比增长 10.77%，增速创近几年新高。

图： 全国居民人均奶类消费量



资料来源：Wind，富途证券

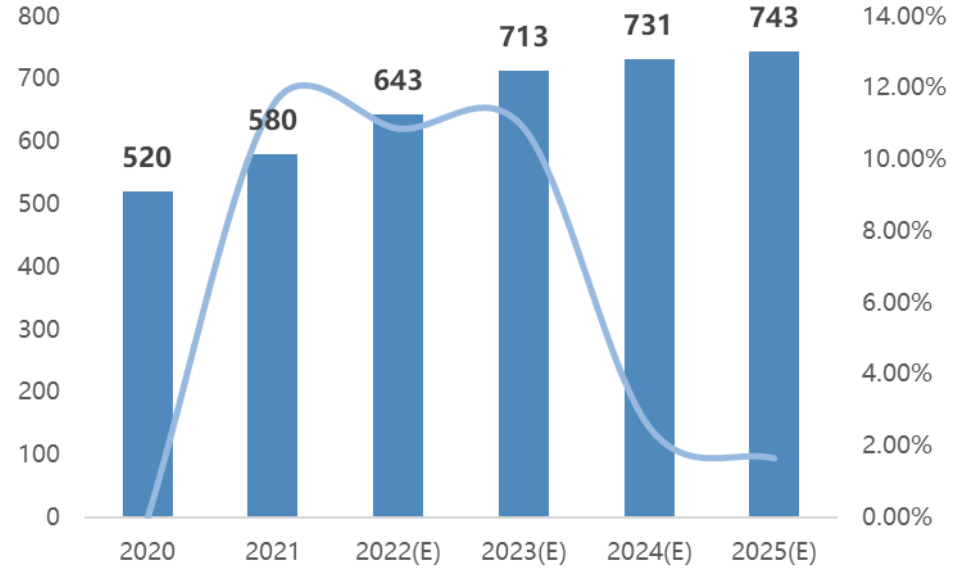
2.成本端：原奶价格回落，成本压力趋缓。生鲜乳价格 2021 年下半年以来呈下降态势，从 2021 年 8 月的高点 4.38 元/公斤回落至 2022 年 5 月的 4.15 元/公斤，降幅为 5.25%。

图： 原奶价格变化

资料来源：Wind，富途证券

2020 年下半年在牛奶价格大幅上涨的背景下，奶牛养殖的补栏积极性有所提高。根据中国农业大学数据，2021 年原奶需求每天有 3000 吨/天左右的缺口，占每日供给 7.7 万吨的 3.8%，也就是需求还有 3.8%没有满足。基于当前的上游养殖端产能变化，2022 年我国平均原奶产量预计将从上年的 7.7 万吨/天增至 8.6 万吨/天，增长 11.6%，因此若要达到供需平衡，下游消费增长要达到 8%的水平。

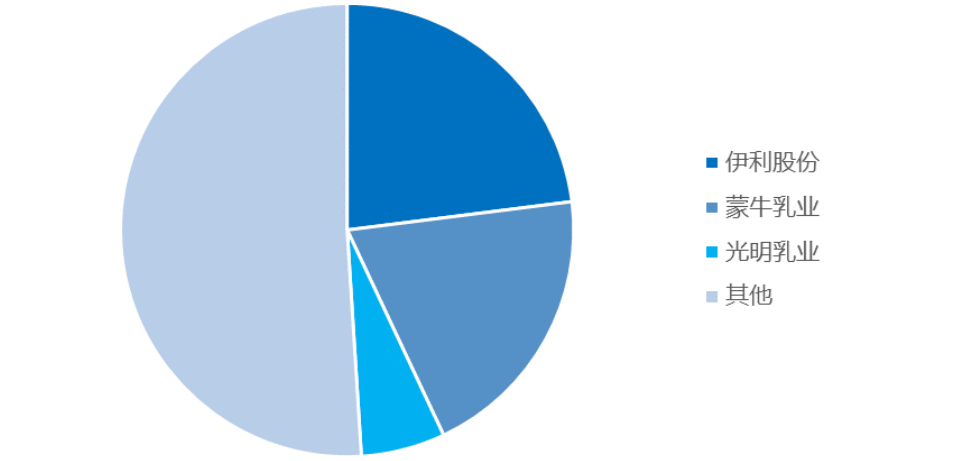
图：十四五规模养殖场奶牛数量



资料来源：中国畜牧业协会，富途证券

3.竞争格局：集中度提升，双寡头格局巩固。2021 年，我国乳制品市场份额前三的公司分别为伊利股份(600887.SH)、蒙牛乳业(02319.HK)/ (CIADY.US)与光明乳业(600597.SH)，对应市占率分别为 23%、20%与 6%，CR2 为 43%，在市场中形成了一定的品牌壁垒；双寡头竞争格局下费用投放的边际效益递减，毛利率改善及销售费用投放效率提高毛销差改善，2021 年伊利/蒙牛的毛销差同比分别+0.5/+0.7pct 至 13.4%/10.1%。

图：2021 年我国乳制品行业市场竞争格局（%）



资料来源：国家统计局，公司公告，富途证券

投资建议：乳制品在疫情中体现出较强的需求刚性，上半年原奶价格高企，下游乳制品企业通过适当提价抵御成本上涨压力；预计下半年原奶价格将小幅回落，下游乳制品龙头企业有望迎来成本改善，毛利率以及净利率将进一步得到修复；乳制品行业呈现双寡头垄断的竞争格局，费用投放更加理性化；原奶价格高企使得龙头乳企对优质奶源的掌控更具主动性，优质奶源集中度提升将有利于巩固龙头市占率。

风险提示

疫情反复，服务消费修复不及预期，宏观经济风险，消费者信心不足。

研究报告免责声明

一般声明

本报告由富途证券国际(香港)有限公司（“富途证券”）编制。本报告之持有者透过接收及/或观看本报告（包含任何有关的附件），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违反有关法律。

未经富途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。富途证券对因使用本报告中包含的材料而导致的任何直接或间接损失概不负责。

本报告内的资料来自富途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，阻碍或拦截等因素所影响。富途证券不明示或暗示地保证或表示任何该等资料或意见的足够性，准确性，完整性，可靠性或公平性。因此，富途证券及其关连公司（统称“富途集团”）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。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映富途证券或其关连公司的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，富途证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供富途证券之客户作一般阅览之用，而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富途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。本报告所提及之产品未必适合所有投资者，阅览本报告的人士应在作出任何投资决策时须充分考虑相关因素并寻求专业建议。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的富途证券于香港提供。香港的投资者若有任何关于富途证券研究报告的问题请直接联系富途证券。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告中的任何内容均不得解释为购买或出售证券的要约或邀请。任何决定购买本研究报告中所提及的证券都应考虑到现有的公开信息，包括任何有关此类证券的招股说明书等。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认(i)本报告所表达的意见都准确地反映他/她对本研究报告所评论的上市法团的个人观点;及(ii)他/她过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他/她在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

分析员确认分析员本人及其有联系者均没有在研究报告发出前 30 日内及在研究报告发出后 3 个营业日内交易报告内所述的上市法团及其相关证券。

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，富途证券并无持有该上市公司市值的 1%或以上的任何财务权益，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系。本公司员工均非该上市公司的雇员。

可用性

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。

此处包含的信息是基于富途证券认为之准确的来源。富途证券（或其附属公司或员工）可能在相关投资产品中拥有头寸及交易。富途集团及/或相关人士对投资者因使用本报告或依赖其所载资讯而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

有关不同产品风险的详细信息，请访问 http://www.futuhk.com 上的风险披露声明。