

星星之火，灿若星辰

——新消费行业框架分析

行业投资评级：强大于市|维持

分析师：李鑫鑫S1340525010006

中邮证券研究所 新消费团队

中邮证券

发布时间：2025-11-28

- **新消费：何为新消费？** 新消费最初是一级市场用词，这两年概念逐渐出圈。新消费新在哪里？我们认为：1) 新需求：既有新人群如Z世代的情绪消费需求、国潮文化需求，也有旧人群的新需求，从“杠杆驱动型消费”转向“收入驱动型消费”，量入为出，回归理性。2) 新供给：中国制造下提供了超强供应链、互联网时代重塑了商业模式和效率。但本质并没有发生改变，依旧是需求、供给及行业痛点的解决。
- **新的需求：星星之火 汇聚成光。** 无论是情绪消费还是国潮消费，都具有一定程度的奢侈品属性，奢侈品一方面要做品牌叙事，另一方面也要做品牌延申，商业模式来看，核心的有两种，金字塔式、星式模式，当前国内公司模式尚处于摸索阶段，未来会有波折但是我们坚信会越来越越好。相关赛道：1) IP潮玩：情绪消费，星星之火，正在蔓延；2) 黄金珠宝：古法黄金，国潮回归，走向世界。
- **新的供给：老树新芽 枯木开花。** 我们认为无论是消费还是其他行业，容易的赛道均会先发展，有难点的行业后发展。但随着科技的进步，信息的发展，越来越多行业的痛点被解决。比如：零售行业普遍的加价率高（出现了零食量贩等），服务行业的标准化问题（出现了连锁餐饮、连锁月子会所等）。相关赛道：餐&饮赛道。
- **投资建议：** 我们持续看好消费投资机会，看好消费长期机会。我们建议关注攻守兼备两类机会：1) 攻之新消费机会：潮玩、黄金珠宝、新茶饮等赛道建议积极关注，一方面符合当下消费个性化、悦己化等趋势，另一方面文化出海氛围正浓，赛道公司或从中受益。相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品；老铺黄金、潮宏基；蜜雪集团、古茗、茶百道等。2) 守之顺周期赛道：若各种刺激消费政策继续推出，经济逐步迎来复苏，则白酒、餐酒旅等顺周期公司将迎来行情，建议积极关注。
- **风险提示：** 居民收入恢复不及预期，消费支出意愿偏弱；新技术或新业态引发行业格局变动；政策不及预期风险；市场竞争加剧风险等。

目录

- 一 | **新消费：何为新消费？**
- 二 | **新的需求：星星之火 汇聚成光**
- 三 | **新的供给：老树新芽 枯木开花**
- 四 | **投资建议**

—

新消费：何为新消费

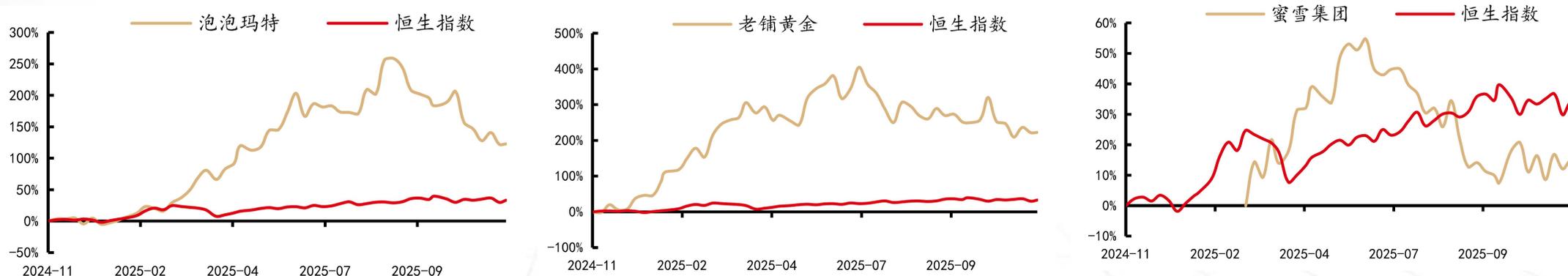
- 1.1 新消费崛起
- 1.2 何为新消费
- 1.3 新消费终局

1.1 新消费崛起：三姐妹股价大涨

新消费大涨

- **新消费三姐妹：**泡泡玛特、老铺黄金、蜜雪被资本市场称为“新消费三姐妹”，24年以来泡泡玛特最高上涨超过16倍，老铺黄金上市以来最高上涨13倍，蜜雪上市以来最高上涨50%+。过去一年泡泡玛特最高上涨2.5倍、老铺4倍、蜜雪50%。
- **上涨原因：**
 - **潮玩赛道：**泡泡玛特上新labubu 3.0爆火、海外销售火爆、季报不断超预期，推升股价不断上涨；
 - **黄金珠宝：**金价不断上涨，黄金珠宝进入低基数运行；中期黄金珠宝饰品化趋势逐步显现，各家一口价占比提升；
 - **新茶饮：**外卖大战，拉动茶饮数据，各家表现非常不错；中国茶饮也逐步走向海外，在东南亚美国落地开花。

图表1：新消费三姐妹过去一年股价涨跌幅



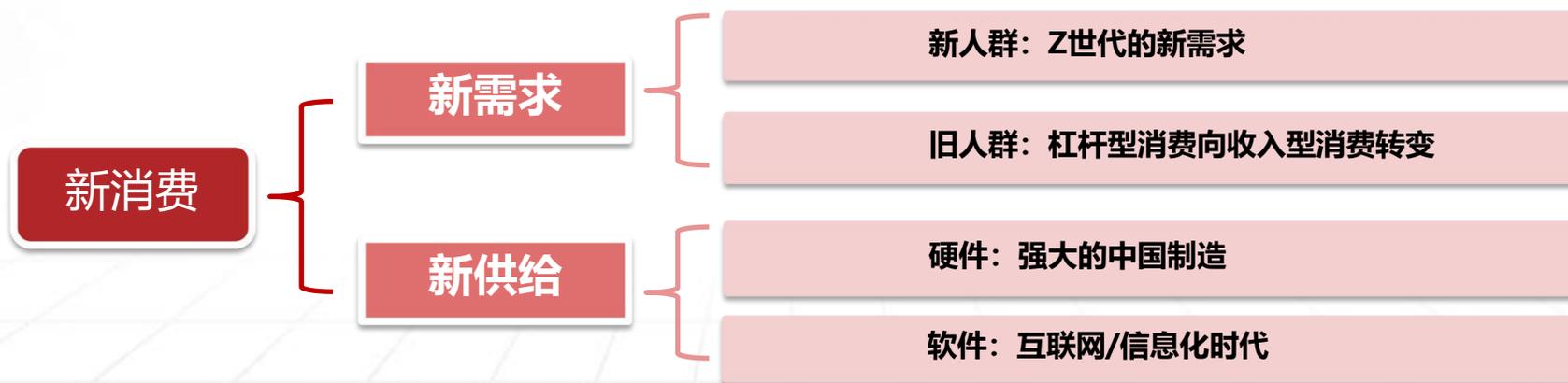
资料来源：Wind；中邮证券研究所；数据截至2025/11/25

1.2 何为新消费：“新”在新需求、新供给

何为新消费

- **新消费vs旧消费**：这两年新消费这个词很火，但这不是一个新词，最初是一级市场用词，今年以来泡泡玛特、老铺黄金等公司业绩、股价亮眼，新消费概念逐渐出圈。市场上也流传“涨了的的就是新消费，跌了的就是旧消费”的说法。
- **新消费新在哪里？我们认为：**
 - **新需求**：这既有Z世代等新人群的新需求、也有旧人群的新需求。
 - **新供给**：中国制造下提供了超强供应链、互联网时代重塑了商业模式和效率。
- **本质**：我们认为本质并没有发生改变，依旧是需求、供给及行业痛点的解决。

图表2：新消费分析框架



资料来源：中邮证券研究所

1.2 何为新消费：“新”在人群的新需求

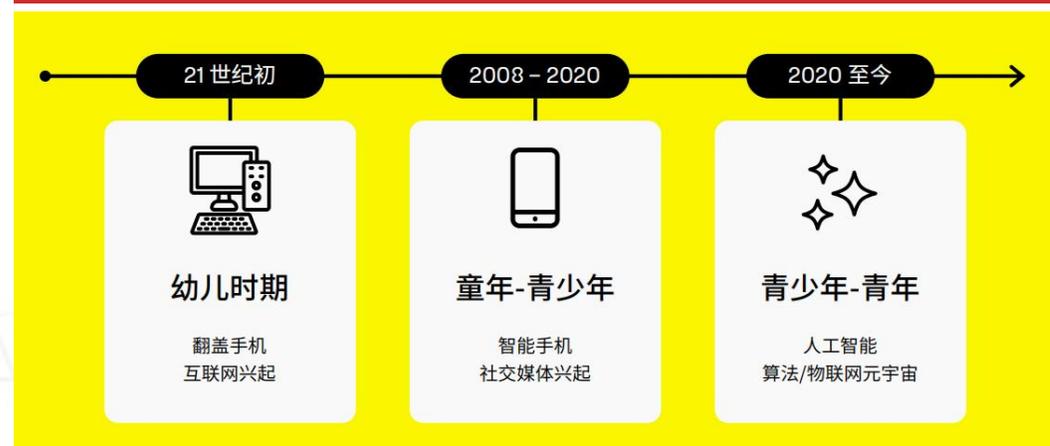
新消费分类：新需求（新人群）

- **Z世代**：Z世代（出生于1997年至2012年间的人群）约占全球人口的25%，其规模与影响力已超越Y世代和X世代，正成为重塑全球消费市场的主力军。
 - **特点一：规模与购买力双冠，成为市场核心增量。** Z世代的全球人口规模达到20.2亿，占比25.2%，超越Y世代（18.6亿）和X世代（14.7亿），成为全球规模最大的消费群体。与此同时，Z世代具有极强的购买力。2025年Z世代全球收入将达7万亿美元，消费规模却高达9.8万亿美元，预计到2030年，这两项数据将分别飙升至33万亿美元和12.6万亿美元。
 - **特点二：Z世代为数字原生民，传统链路失效。** 传统的决策链路是“广告-认知-购买”，Z世代的消费决策更依赖“兴趣吸引-内容共鸣-社交验证-体验转化”的闭环，品牌必须进入他们的数字主场，用他们的语言建立连接。

图表3：Z世代全球规模占比达25%



图表4：Z世代为数字原生民，重塑消费决策链路



1.2 何为新消费：“新”在人群的新需求

新消费分类：新需求（新人群）

■ 新人群的新需求：情绪消费、国潮崛起

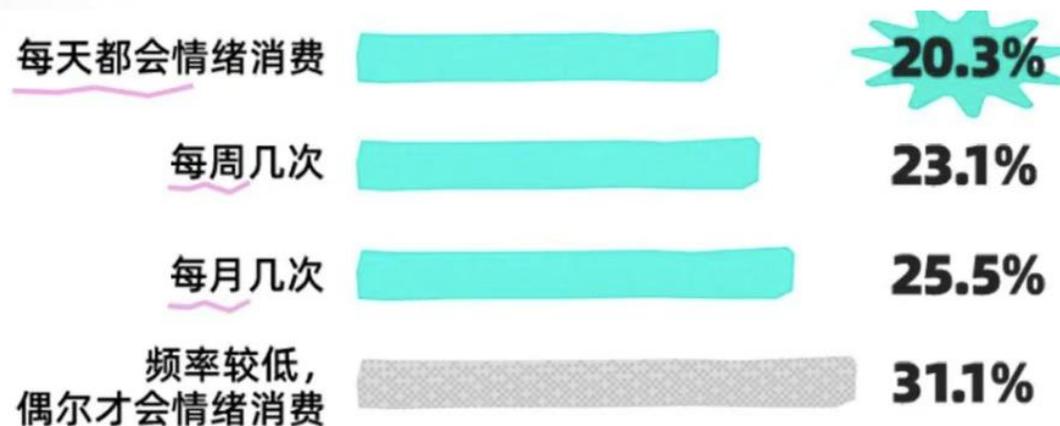
➢ (1) 情绪消费：潮玩、宠物等；

根据《2025 Z世代情绪消费报告》，情绪消费成为Z世代“心理刚需”，近9成青年有过“为情绪价值买单”的经历，2成青年是情绪消费“日活型用户”，青年愿意为价值共鸣、自我疗愈、仪式感和审美契合买单；

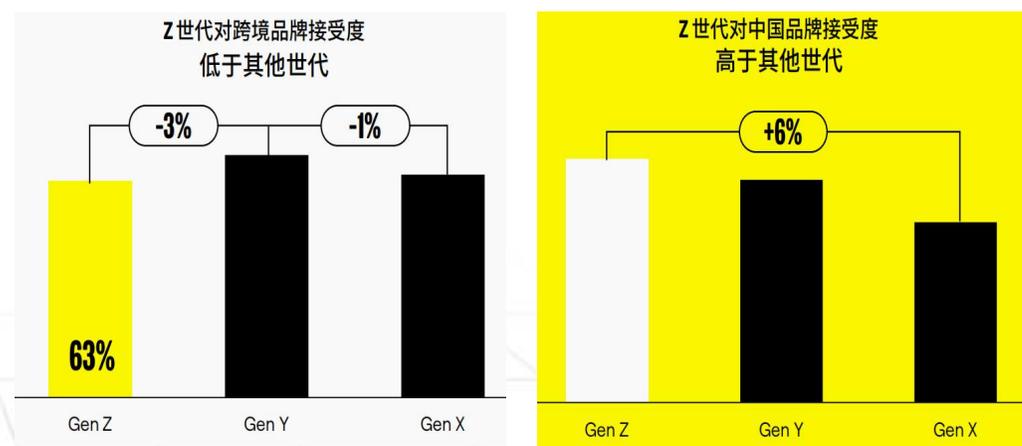
➢ (2) 国潮崛起：珠宝、美护等；

Z世代成长于中国品牌技术升级、品质升级的黄金时期，他们没有对中国制造的刻板印象，反而更认可中国品牌在性价比、科技创新和本土化适配方面的优势。Z世代对中国品牌的接受度较Y世代和X世代高出6%，对跨境品牌接受度低于其他世代。

图表5：两成青年是情绪消费“日活型用户”



图表6：Z世代对中国品牌接受度高于其他世代

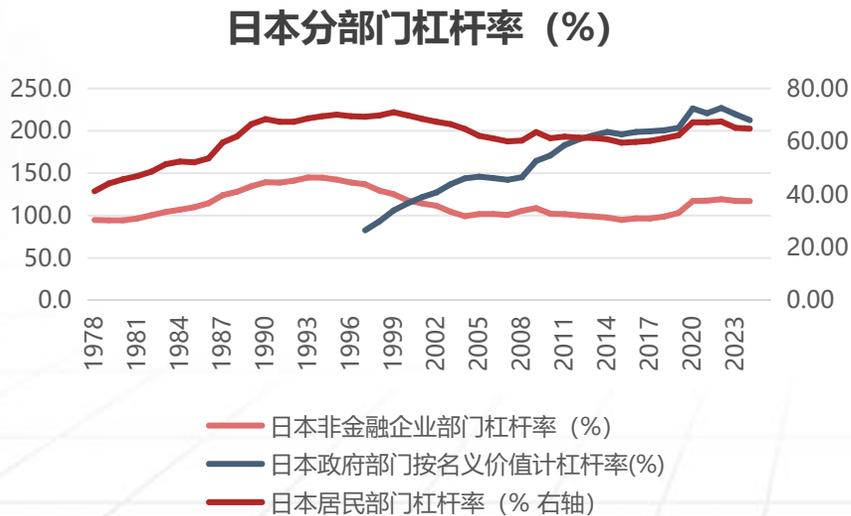


1.2 何为新消费：“新”在旧人群的新需求

新消费分类：新需求（旧人群）

- **旧人群：**中国居民部门杠杆率出现了与日本20世纪90年代类似的见顶现象，日本在房地产和信贷扩张结束后出现了消费总量与结构的优化，消费行为更加理性、追求性价比，从**“杠杆驱动型消费”**转向**“收入驱动型消费”**，消费更多依赖当期的可支配收入，量入为出，回归理性。
- **旧人群的新需求：高性价比**
 - **(3) 高性价比：零食、茶饮；**——不再是杠杆驱动型消费，同时也需要供给端的有效支撑，如制造端、信息端。

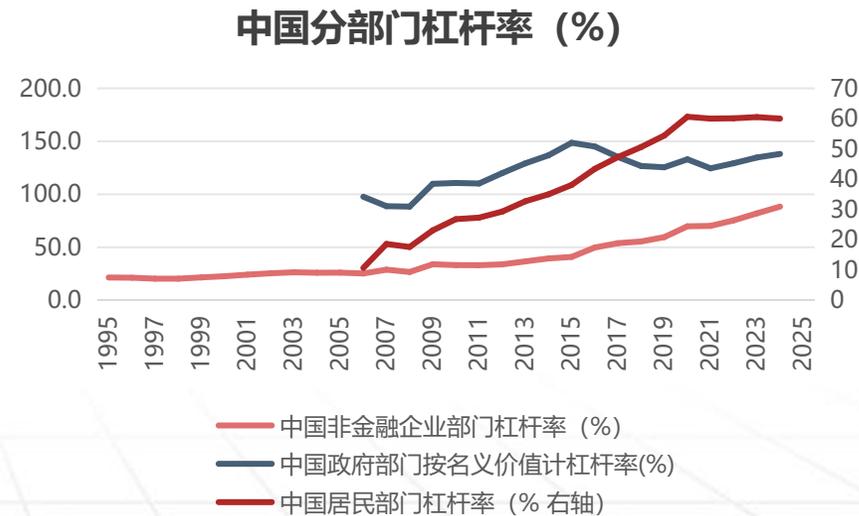
图表7：日本分部门杠杆率（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表8：中国分部门杠杆率（%）



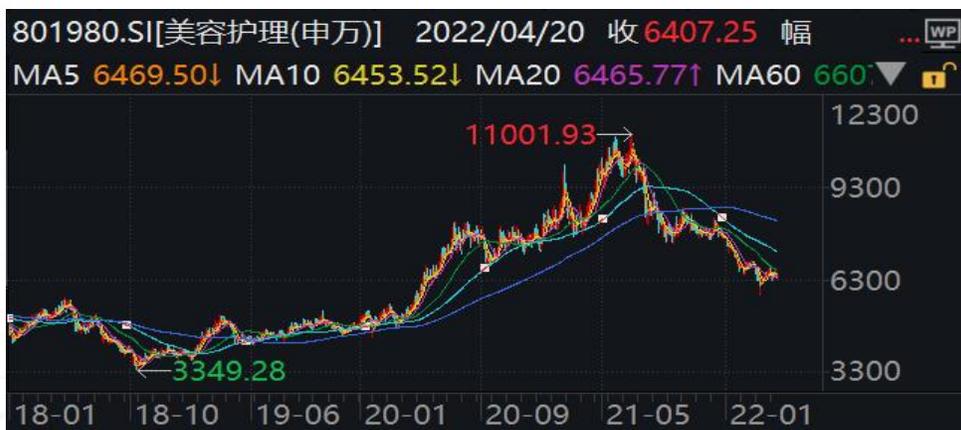
资料来源：wind，中邮证券研究所

1.3 新消费终局：是否昙花一现？

中期视角：国潮回归

- **19-21年：**新消费逐步显现，纺织服装里的国潮出现（中国李宁大受欢迎）、新疆棉等事件，都极大彰显了消费者对中国文化的自信。此外，当时的三只松鼠、小熊电器，以及美容护理等符合当时消费特征的子行业行情出现（第三消费时代特征公司），第一阶段新消费崛起。
- **25年以来：**国潮再次回归，背后有一定的国际叙事因素，叠加国内企业文化出海数据爆火，再次点燃国民的文化自信，国潮二次崛起。此外，黄金珠宝国潮及首饰化的趋势逐步崛起、潮玩爆火（第四消费时代特征公司），也都意味着新消费再次崛起。

图表11：19-21年美换年以来新消费



资料来源：Wind；中邮证券研究所

1.3 新消费终局：是否昙花一现？

长期视角：情绪消费

■ 日本第四消费时代特征：

- 第一消费时代：城市化消费（1912-1944）-生理需求和安
全需求；
- 第二消费时代：规模化消费（1945-1974）-社会需求；
- 第三消费时代：消费升级（1975-1995）-尊重需求；
- 第四消费时代：消费性价比&注重精神需求（1996-至今）
-自我实现需求→对标中国当下；

■ 第四消费时代出现了一批上市公司：

- 如万代南宫梦（高达）、三丽鸥（hello kitty）、无印良品、
7-11，还有一些餐饮品牌，不过这些市值并不是特别大，
约在500-1000亿人民币，而是小而美的公司，市值相对大
的是走出国门成为全球化的公司。

图表12：日本消费时代

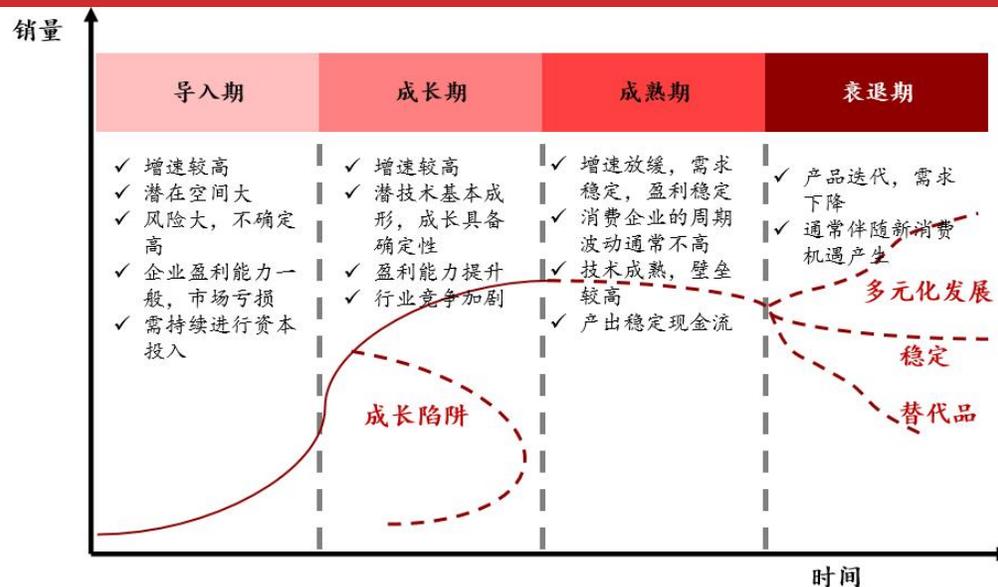
时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	从日俄战争胜利开始至中日战争以东京、大阪等大城市为心的级诞生	从战败、复兴、经济长期开始至石油危机大量生产、大量消费全国一亿人口级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革，差	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少人口致消费市场缩小
人口出生率	人口增加 5	人口增加 5→2	人口微增 2→1.3~1.4	人口减少 1.3~1.4
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	individual 私有主义、重视个人 个性化 多样化	social 趋于共享、重视社会 无品牌倾向 朴素倾向
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向美式倾向	差异化品牌倾向 大城市倾向欧式倾向	休闲倾向日本倾向 本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享住宅 分享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里 单一化的个人
马斯洛需求	生理需求&安全需求	社会需求	尊重需求	自我实现需求

1.3 新消费终局：新消费终将沦为旧消费

终局推演：历史车轮滚滚向前，新消费终将沦为旧消费

- 旧事物vs新事物：**90年代的商品房也是新事物，00年代常温奶、味极鲜酱油等也是新事物，但是历史车轮滚滚向前，站在2020s年代再来看商品房、常温奶等行业已进入成熟甚至衰退期。当下的新消费亦然，只是不同行业处于不同发展阶段而已。我们认为，**新事物终将取代旧事物，成为旧事物，新消费中的精华最终将沦为旧消费，糟粕可能会被淘汰。**
- 成长性vs护城河：**新旧无好坏，商业模式才是制胜点，有护城河的赛道和公司将最终胜出。落实到财务上，核心看roe的持续性，一方面看roe的高低，再一个看持续性。

图表13：行业生命周期特征



二

新需求：星星之火，汇聚成光

2.1 新人群新打法

2.2 潮玩赛道：情绪消费

2.3 黄金珠宝：国潮回归

2.1 新需求：新人群新打法

新人群新打法

■ 新人群的新需求：情绪消费、国潮崛起

- (1) 情绪消费：潮玩、宠物等（潮玩为例分析）； (2) 国潮崛起：珠宝、美护等（珠宝为例分析）；

■ 新需求怎么玩？——奢侈品属性与打法

- **奢侈品属性**：我们认为无论是情绪消费还是古法黄金等新消费，均有一定的奢侈品属性。这体现在产品不重视性价比，甚至均有一定的明显价格“缺陷”，品牌内涵更多是梦想、仪式等，更多是消费者的自我奖励、享乐主义等体现。**这些无一不指向了奢侈品质之一，即奢侈品是社会分层的象征。**

图表14：奢侈品、时尚与高档品的三角关系

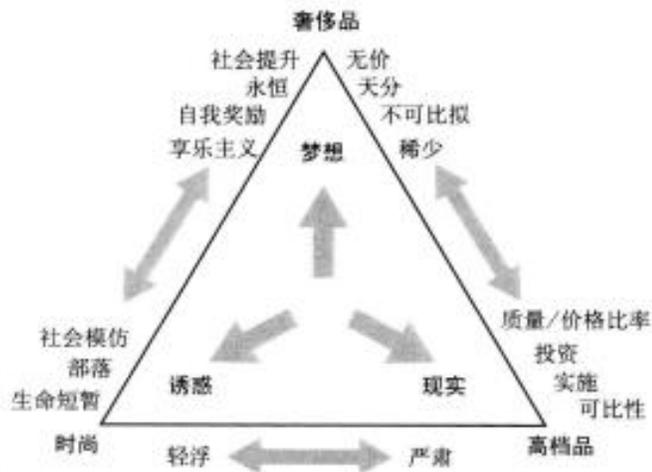


图 1-1 奢侈品、时尚和高档品三角关系定位

图表15：奢侈品与高档品的区分逻辑

分类	评判标准	价格定位	品牌内涵	营销策略	案例
奢侈品	创造者决定标准，不迎合消费者	不重视性价比，甚至具有一定的明显“缺陷”	神话、梦想、仪式	为用户赋予特权、私人化	兰博基尼、保时捷；
高档品	以消费者需求为核心，如性价比、舒适性	在一定价格基础的同时注重性价比	大众文化的底色	个性化、细分	奥迪、宝马；

2.1 新需求：新人群新打法——奢侈品品牌打法

新人群新打法

■ 新需求怎么玩？——奢侈品品牌打法

- **品牌叙事：**奢侈品品牌首先是一个传说，由很多故事构成。特性是品牌的DNA，整合了品牌的专业技术和符号式特点，是有形的、清楚的元素。“特性三棱镜”将品牌的象征维度解读为6个彼此相连的方面。
- **品牌延伸：第一，发展副线品牌。**发展二三线品牌，价格逐次降低，达到平民化效果。如阿玛尼创建了安普里奥·阿玛尼、阿玛尼牛仔和阿玛尼休闲，宝马创建了宝马1系。**第二，延伸产品领域。**消费者通过新产品进入品牌。这些产品比核心产品更平民化。例如，阿玛尼品牌下有香水、眼镜、护肤品、手套、皮革制品，法拉利有运动装、香水、计算机和一个主题乐园。

图表16：主品牌打法

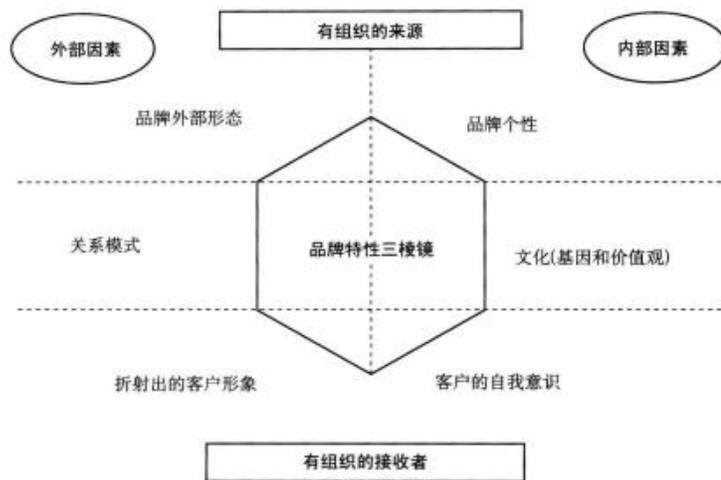


图 6-1 品牌“特性三棱镜”

图表17：品牌延伸两种模式

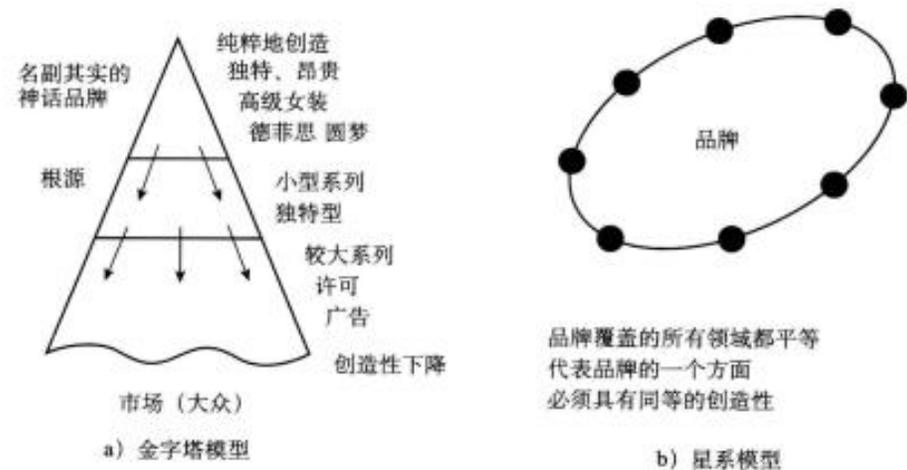


图 7-1 奢侈品品牌延伸的两种模式

2.1 新需求：新人群新打法——奢侈品商业模式

奢侈品打法

■ 新人群怎么玩？——奢侈品的商业模式（核心两种）

- **金字塔模式：**这是奢侈品的经典模式，最顶层是艺术品，也就是明星设计师定期更新，在非常小范围进行销售；颈部是小型手工系列，向特定顾客和市场进行选择性的分销；腰部是高档系列，是有一定扩充但是仍有选择性的分销；底层是平价奢华的首饰，这阶段走更广的分销。**阿玛尼、迪奥均采用金字塔型商业模式。**我们认为老铺黄金部分采用了金字塔模式。
- **星系模式：**平等对待所有商品，所有商品以同样的方式表达品牌梦想。风险在于，品牌依赖单一人物，而这个人必须随着年龄增长保持警惕，否则一切会被打散。**星系模式不局限于时尚界，比如亚兰·迪卡的奢侈餐厅也使用该模式。**我们认为泡泡玛特部分采用了星系模式开发和运作IP。

图表18：金字塔型商业模式（以阿玛尼、迪奥为例）



图 13-6 阿玛尼的金字塔模式

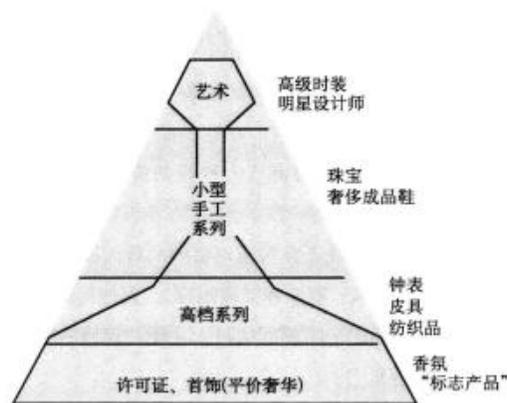
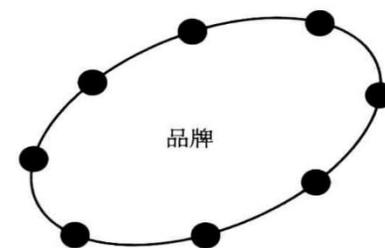


图 13-7 迪奥的金字塔模式

图表19：星系商业模式



品牌覆盖的所有领域都平等代表品牌的一个方面
必须具有同等的创造性

b) 星系模型

2.2 IP潮玩赛道：情绪消费，星星之火，正在蔓延

IP潮玩

- 潮玩是拥有独立IP并具有潮流属性的玩具，在设计和制作过程中通常融入了艺术、设计、绘画、雕塑、动漫等多元素理念。区别于传统玩具，潮玩一般具有一定的粉丝忠诚度。潮玩种类包括盲盒、手办、BJD、积木等6大种类。

图表20：潮玩主要类别、特点及代表公司



手办/模玩

特点：细节、造型致胜，动漫/游戏圈热门
代表公司：GSC；Kotobukiya；万代



艺术家玩具

特点：设计感，艺术性，风格独特
代表公司：MEDICOM TOY (暴力熊)；泡泡玛特 (MEGA)



拼装积木

特点：手动组装，互动感强
代表公司：乐高；布鲁可；

盲盒/公仔

特点：随机性，收藏价值
代表公司：泡泡玛特；52TOYS；TOPTOY



BJD娃娃

特点：可更换部件、高度定制化
代表公司：VOLKS；Doll Zone



毛绒玩具

特点：柔软可爱，陪伴价值
代表公司：Disney；Fisher-Price；Jellycat

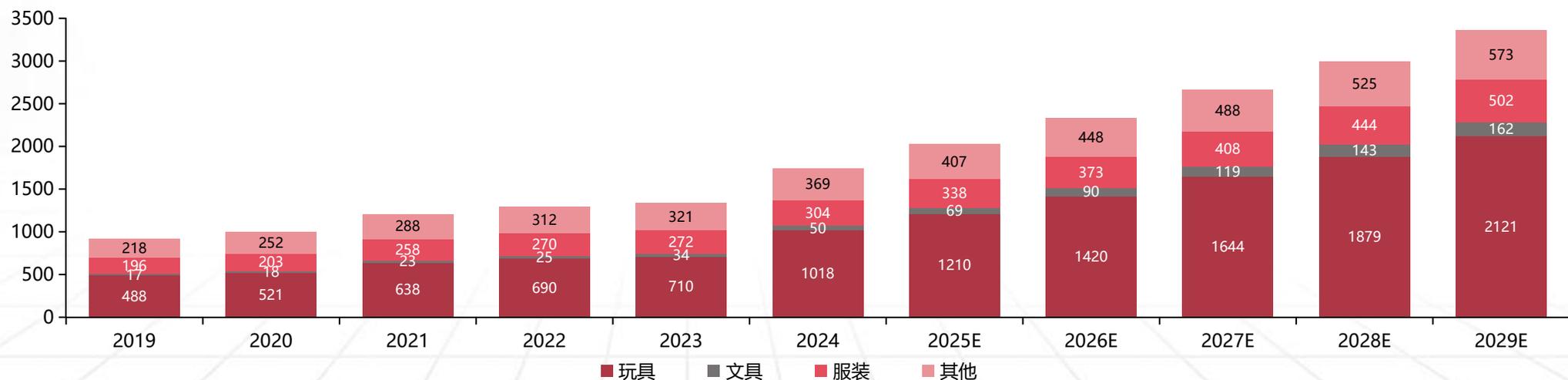


2.2 IP潮玩赛道：情绪消费，星星之火，正在蔓延

行业规模：星星之火

- **泛娱乐产品行业千亿规模、增速很快。**按商品交易总额计，中国泛娱乐产品行业市场规模由2019年的919亿元增长至2024年的1741亿元，年复合增长率13.6%。随着消费者群体的扩大，消费需求不断增长且多元化，产品质量持续提高，产品类型愈加多样化，预计2029年中国泛娱乐产品行业市场规模将达到3358亿元，2024-2029年年复合增长率14%。
- **分品类：**泛娱乐产品中玩具是最大的细分品类，2024年占据58.5%的市场规模。按商品交易总额计，中国泛娱乐玩具市场规模从2019年的488亿元增长至2024年的1018亿元，年复合增长率15.8%，预计2029年增长至2121亿元，2024-2029年保持15.8%的年复合增长率。

图表21：按GMV计，中国泛娱乐产品行业市场规模（亿元）



资料来源：卡游招股书，中邮证券研究所

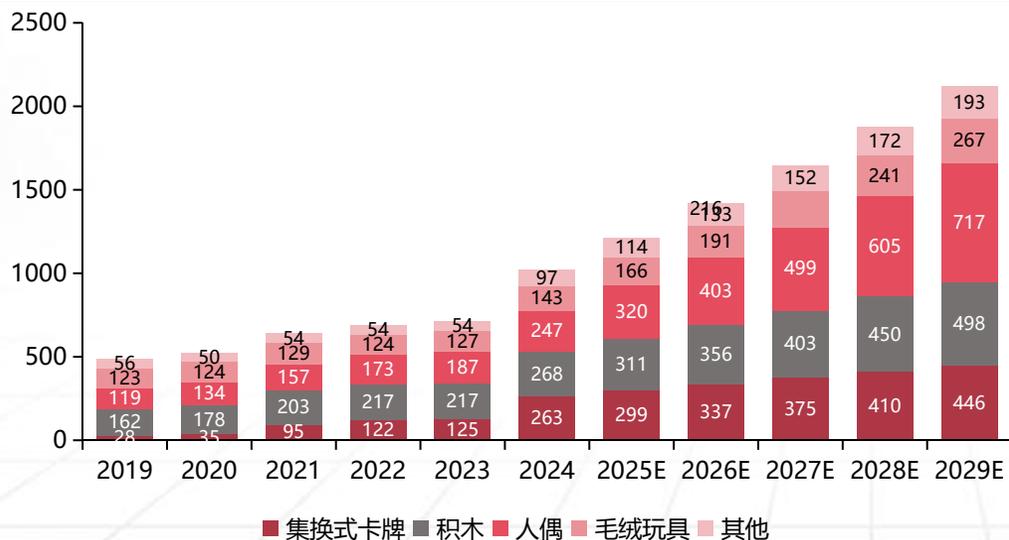
请参阅附注免责声明

2.2 IP潮玩赛道：情绪消费，星星之火，正在蔓延

行业规模：星星之火

- 泛娱乐玩具主要包括集换式卡牌、积木、人偶、毛绒玩具及其他玩具。按商品交易总额计，2024年积木、集换式卡牌和人偶市场规模分别为268亿元/263亿元/247亿元，是泛娱乐玩具中市场规模最大的三个品类。
- 集换式卡牌和人偶增速较快，尤其是集换式卡牌过去五年增速亮眼。按商品交易总额计，中国集换式卡牌市场规模由2019年的28亿元增长至2024年的263亿元，56.6%的年复合增长率远超其他细分品类。人偶市场规模由2019年的119亿元增长至2024年的247亿元，年复合增长率15.8%与玩具整体增速保持一致。预计2029年集换式卡牌和人偶市场规模分别达到446亿元/717亿元，2024-2029年年复合增长率分别为11.1%/23.7%。

图表22：按GMV计，中国泛娱乐玩具市场规模（亿元）



资料来源：卡游招股书，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表23：泛娱乐玩具复合增速

细分品类	2019-2024	2024-2029 (估计)
玩具	15.8%	15.8%
集换式卡牌	56.6%	11.1%
积木	10.6%	13.3%
人偶	15.8%	23.7%
毛绒玩具	3.1%	13.3%
其他	13.8%	14.7%

资料来源：卡游招股书，中邮证券研究所

2.2 IP潮玩赛道：情绪消费，星星之火，正在蔓延

行业产业链

- **IP衍生品**是以漫画、小说、影视、动画、游戏等IP内容为基础开发出的实物商品，其品类十分广泛，包括玩具、服装、卡牌、家居用品等，其中IP玩具在市场规模上占据着该领域最大的细分份额。这类衍生品能够为粉丝带来情绪价值，搭建起情感沟通的桥梁，不仅丰富了消费者的精神世界和娱乐生活，更成为了文化娱乐产业里不可或缺的重要一环。
- **IP衍生行业产业链**是以IP为核心，多环节协同实现版权变现与消费体验升级。上游为IP创作/授权，中游为IP衍生、IP产品制造，下游为产品销售渠道。

图表24：IP衍生行业产业链



2.2 IP潮玩赛道：情绪消费，星星之火，正在蔓延

商业模式：尚在摸索

- **IP打造：核心在于造星。** 涉及从IP创造到IP商业化的全产业链，本质：平台型公司；相对看的久一些；可能会享有高估值；但是该模式的不足是做起来很难，非一朝一夕的事情。
- **IP商业化：核心在于效率。** 该商业模式主要做的是获得ip-产品化-推向市场，这类公司的消费群体本身消费的就是ip，所以公司捕捉ip，将他们商业化，然后快速经销渠道铺货。这是比较流行的一个商业模式，就是小单快反，拼的是效率，但是不可避免的会出现压货；该模式的不足是受制于ip，签约有一定不确定性；ip本身又有周期性；跟着ip走。

图表25：IP玩具两类商业模式比较

分类	造星——IP打造	追星——IP商业化
特征	涉及从IP创造到IP商业化的全产业链	获得IP授权并设计产品推向市场
玩法	奢侈品玩法，引领潮流	快消品玩法，追随潮流
商业模式	<ul style="list-style-type: none"> 本质是平台型公司；相对看得久一些；可能享有高估值 做起来比较困难 	<ul style="list-style-type: none"> 流行小单快反拼效率的模式，类似Shein、古茗、潮宏基 可能会压货；IP签约有不确定性；IP本身有周期性
财务指标	<ul style="list-style-type: none"> 通常毛利率较高。ppmt毛利率60%+，净利率近20%，仅次于白酒，高于东鹏、海天，与三丽鸥类似。 	<ul style="list-style-type: none"> 毛利率相对没那么高，但也不低。 布鲁可毛利率50%+，卡游毛利率60%+
典型公司	<ul style="list-style-type: none"> 迪士尼：星黛露、玲娜贝儿 万代：高达 任天堂：马里奥、宝可梦 三丽鸥：HelloKitty 泡泡玛特：labubu、Molly 	<ul style="list-style-type: none"> 布鲁可 卡游 乐高 

2.3 黄金珠宝：古法黄金，国潮崛起，走向世界

古法黄金

- 古法黄金珠宝是一种将现代设计与古典文化相结合，具有色彩温润、外观精美或其他古代宫廷金饰特征，并应用至少两种及以上中国传统手工黄金制造工艺的纯金珠宝。老铺黄金2009年推广古法黄金概念，是国内率先推广古法黄金概念的品牌，古法黄金以形态精致、涵义隽永和文化内涵，从推出起便在珠宝市场掀起一股时尚热潮。

图表26：老铺黄金非遗古法工艺



捶胎

「眼、手、心」配合，金神贯注，用锤子手工敲击金片成型，胎成形制标准，造型规整，厚度均匀。



磨珠

又称「打作法」、「金雕印花法」，通过打磨金器细节造型与图案，使金器肌理朴实，质感浑厚，线条细腻，灵气饱满。



篆刻

以「捺、悬、捺、推」等手法，配合「敲、点、打、斩」的技法，在金器表面手工凿出图案或纹饰。



磨光

包括「磨宝石」和「嵌宝石」，以「推、捺、刮、打、磨、挫」等纯手工技法，将金丝、金片或镶嵌等珠宝嵌入凹槽内，最后打磨平整，2006年被列入国家非物质文化遗产名录。



花丝

纯手工将黄金抽成细如发状，通过「堆、盘、编、织、捻、搓、提、穿」八大手工技法完成。编丝成器，线条优美，宛若天成，2008年被列入国家非物质文化遗产名录。



磨金

用专用工具，纯手工打磨、抛光金器表面，使金器表面平整，质感浑厚静美，呈现熠熠生辉的光泽效果。

图表27：老铺黄金古法黄金产品



资料来源：老铺黄金公司官网，中邮证券研究所

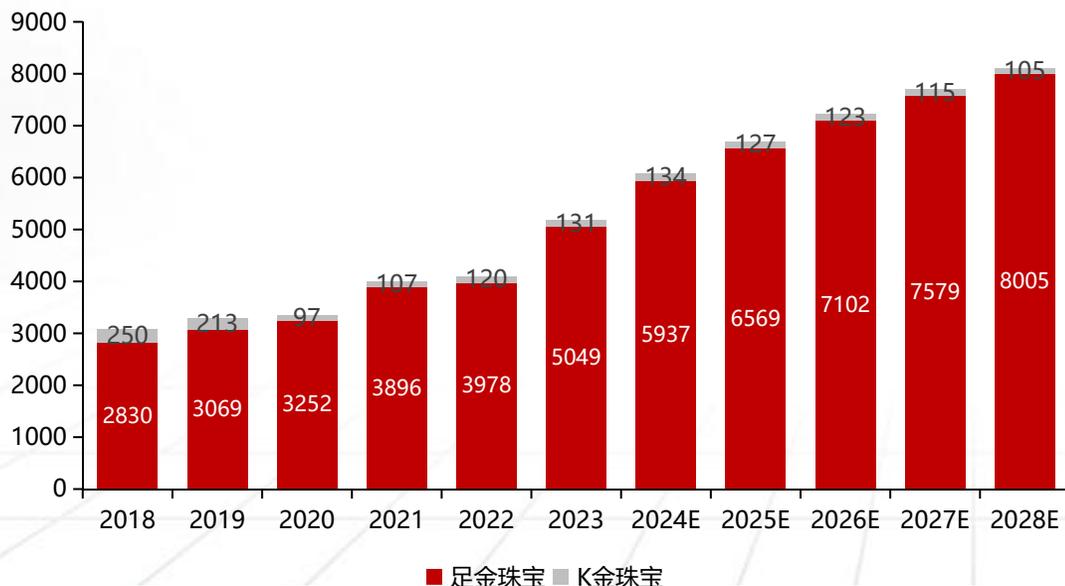
资料来源：老铺黄金招股书，中邮证券研究所

2.3 黄金珠宝：古法黄金，国潮崛起，走向世界

行业规模：灿若星辰

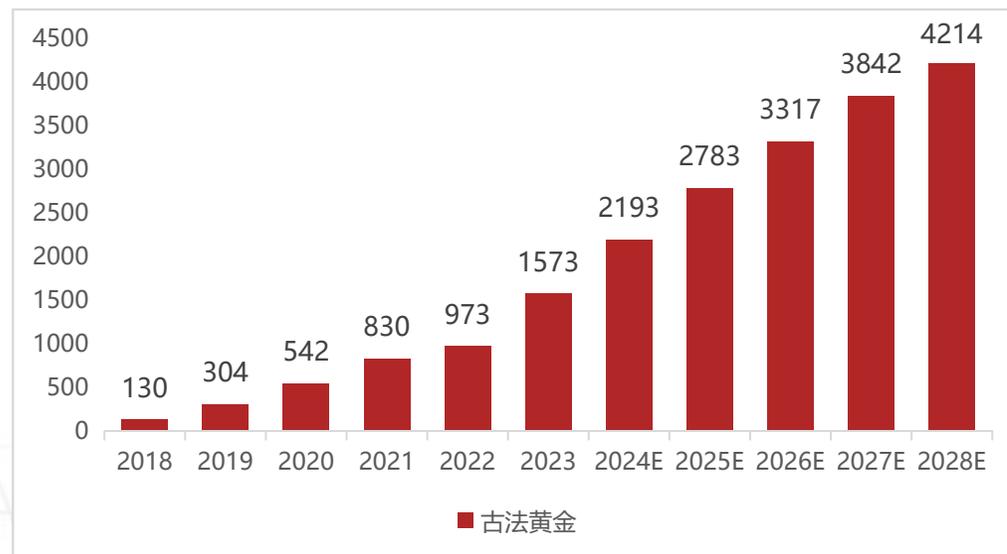
- **黄金市场：**中国黄金珠宝市场规模由2018年的3080亿元增长至2023年的5180亿元，复合年增长率11%。预计2028年市场规模达到8110亿元，2023-2028年复合年增长率9.4%。
- **古法黄金：**古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模从2018年的130亿元增长至2023年的1573亿元，复合年增长率为64.6%。由于主流消费群体向年轻一代和消费者偏好升级，古法黄金珠宝市场预计2028年规模达到4214亿元，2023-2028年复合年增长率21.8%。

图表28：中国珠宝市场按销售收入划分的市场规模（亿元）



资料来源：老铺黄金招股说明书，中邮证券研究所

图表29：中国古法黄金珠宝市场按销售收入的市场规模（亿元）



资料来源：老铺黄金招股说明书，中邮证券研究所

2.3 黄金珠宝：古法黄金，国潮崛起，走向世界

商业模式

传统黄金珠宝公司

偏零售公司

黄金上行→表现很好
黄金高位→表现不好

双业务企业

黄金珠宝零售
+
金币金条业务

黄金上行→赚零售的钱
黄金高位→投资金条的钱

品牌类企业

老铺黄金：奢侈品打法
蒂芙尼的成长路径
爱马仕的客户打法

潮宏基、曼卡龙：小单快反
类似于Shein、Zara、盐津铺子、古茗

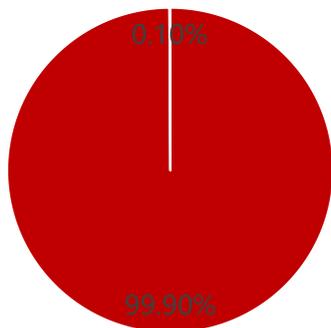
资料来源：中邮证券研究所

2.3 黄金珠宝：古法黄金，国潮崛起，走向世界

老铺黄金

产品拆分

■ 足金产品 ■ 其他产品及服务



金饰



金器



渠道拆分

- 以线下门店为主，线上补充
- 线上平台占比13.1%
- 门店占比86.9%

市场拆分/门店分布

中国内地占比87.1%

境外12.9%

中国内地（共30家）

北京9家、上海5家、深圳3家
杭州、南京、成都、武汉各2家

境外（共5家）

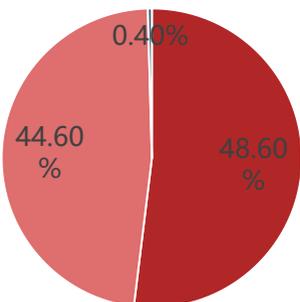
新加坡：1家
香港3家、澳门1家

2.3 黄金珠宝：古法黄金，国潮崛起，走向世界

潮宏基

产品拆分

■ 时尚珠宝 ■ 经典黄金珠宝 ■ 其他



展示品牌工艺的经典款、应季款



每年推新的IP产品



部分出圈产品系列



非遗花丝·风雨桥
避风挡雨，庇佑安宁



臻金·梵华
福至心灵，逢凶化吉

市场拆分

- 自营占比27.3%
- 加盟占比54.6%
- 线上占比12.2%

门店分布

国内直营

201家

加盟代理店

1337家

海外（四家）

马来西亚自营店（1家）、泰国加盟店（1家）、柬埔寨加盟店（2家）

资料来源：潮宏基港股招股书；数据为25H1；公司官网；中邮证券研究所



三

新供给：老树新芽，枯木开花

- 3.1 新供给：解决行业痛点
- 3.2 行业筛选
- 3.3 行业梳理

3.1 新供给：科技进步&强大基建重塑产业链

解决行业痛点

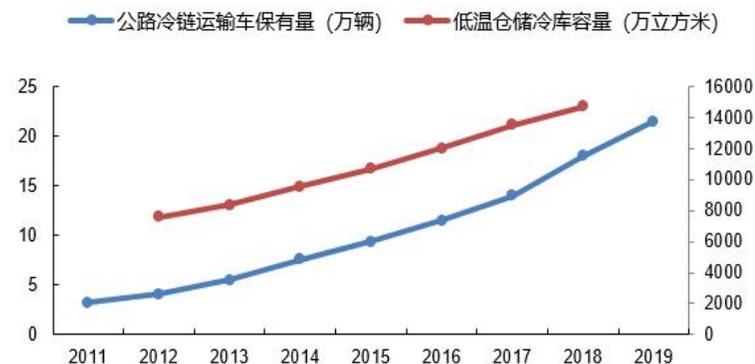
- **行业痛点：**我们认为无论是消费还是其他行业，容易的赛道均会先发展，有难点的行业后发展。但随着科技的进步，信息的发展，越来越多行业的痛点被解决。比如：零售行业普遍的加价率高（出现了零食量贩等），服务行业的标准化问题（出现了连锁餐饮、连锁月子会所等）。
- **业务管理的三流，即业务流、数据流、资金流，**来分析科技进步分别带来了这三个流的提升，进而带来行业发展。
- **业务流：**冷链物流普及为连锁企业供应链布局提供支撑。冷链物流广泛用于果蔬/农产品/禽肉/水产等初级农产品食材和速冻米面等餐饮业加工食材，伴随着冷链物流的进一步普及和市场下沉，连锁企业实现原材料日配成为可能，中央工厂等新兴供应链形式得以发展，连锁企业得以实现产品标准化。

图表30：中国冷链物流市场规模及增速（亿元）



资料来源：戴德梁行物流行业：《新冠肺炎疫情后的复苏，中国冷链物流产业蓬勃发展》

图表31：国内冷链运输车与冷库容量变化趋势



资料来源：Wind，中国物流与采购联合会，中邮证券研究所

3.1 新供给：科技进步&强大基建重塑产业链

解决行业痛点

- **数据流：**1) 信息系统有利于企业进行消费者数据采集。利用信息网络还原门店经营场景、经营状况，采集门店的客流量、翻台率等数据。2) 大数据分析可以有效指导经营策略。通过勾勒消费者画像、构建数据库和模型，改善产品、服务、环境等等，提升自身的竞争力。
- **资金流：**外卖行业的发展有效扩大了门店的售卖半径，提升了单店盈利能力。疫情显著促进了外卖行业的发展，其中疫情前后快餐类餐饮外卖增长较快，而快餐连锁企业是餐饮连锁的重要组成部分。因此，外卖的发展有效扩大了单店的售卖半径和品牌影响力，进一步提升单店盈利能力。

图表32：大数据分析支撑精细化运营管理



资料来源：中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表33：2011-2020年中国在线外卖行业发展情况



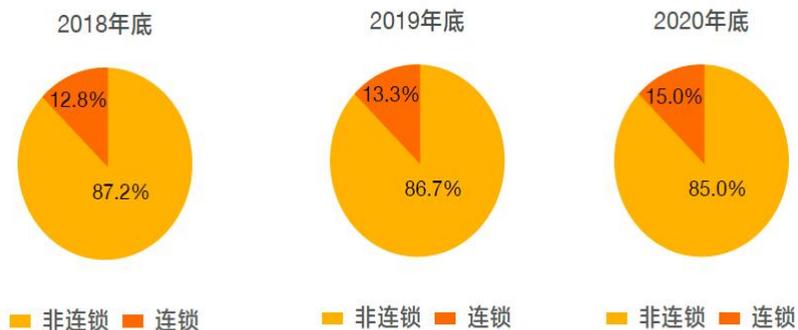
资料来源：艾媒咨询，中邮证券研究所

3.1 行业驱动力：城镇化率重塑新需求

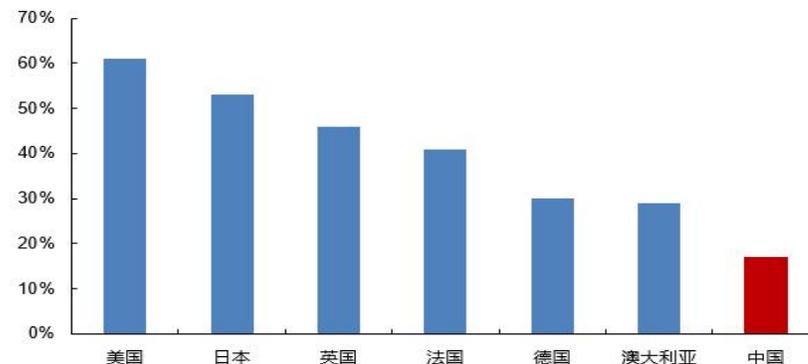
需求端亦然

- **我国餐饮连锁化率较低但发展迅速。** 中国餐饮连锁化率已由2018年的12.8%增长至2020年的15%，万店以上规模的餐饮连锁门店数占比增长至2020年的1.4%。而国外餐饮连锁化率均超过50%。
- **城镇化率迈入60%时代，连锁化率快速提升。** 这背后的原因是城镇化率的提升带来了人口聚集，这为连锁品牌在社区、商圈、交通枢纽开店提供了有力支撑。
 - (1) **国别比较：**美国快餐品牌如肯德基、麦当劳、汉堡王等知名连锁餐饮品牌诞生或采取加盟业态扩张的时间点，大多在二战以后到1950s中期，此时美国城镇化率为60%左右。
 - (2) **我国预测：**借鉴美国经验，目前2020年中国的城镇化率已达到64%，预计国内加盟连锁业态也有望进入快速发展期。

图表34：中国餐饮连锁化走势



图表35：2020年世界各国连锁餐饮占比 (%)



资料来源：《中国餐饮大数据2021》，中国连锁经营协会、欧睿国际，中邮证券研究所 注：拥有10家以上门店定义为连锁企业

3.2 行业筛选：子赛道次第开花

市场空间

- 近十万亿市场空间，升级趋势不改。根据美味赛道空间=居民人均食品消费支出*人口数估算，预计美味赛道规模近10万亿。单看餐饮赛道规模，2019年餐饮收入规模达4.67万亿元，同比增长9.4%，近五年市场规模增速维持在10%。受疫情影响，2020年市场规模略有收缩，但长期来看依然向好，2024年有望达6.6万亿。
- 消费升级趋势下，人均消费水平逐年提升。2019年中国人均餐饮消费同比增加9.01%至3313元，只2020年疫情影响下降。
- 细分子小品类市场空间千亿以上的众多。目前为止超千亿的细分品类有快餐、烘焙、休闲卤味、新式茶饮等。

图表36：中国餐饮行业市场规模及增速



资料来源：中国连锁经营协会，Frost & Sullivan，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表37：细分品类市场规模（单位：亿元）



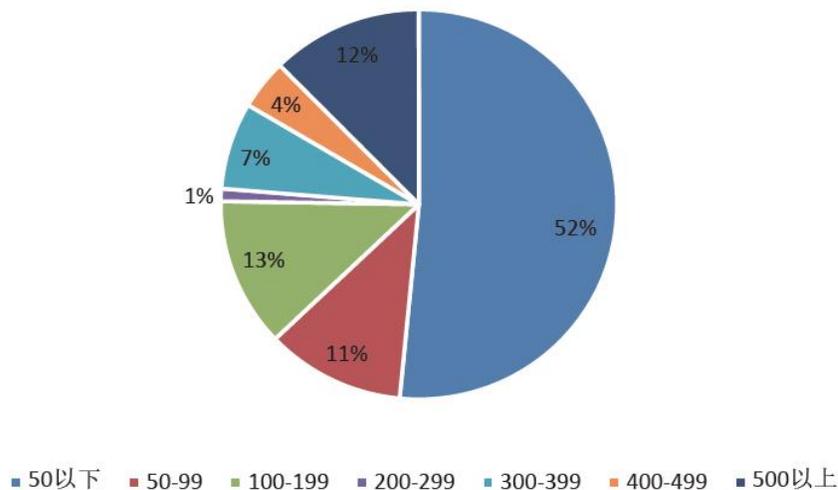
资料来源：前瞻产业研究院，欧睿国际，弗若斯特沙利文，CBNDATA，瑞幸咖啡招股书，中邮证券研究所

3.2 行业筛选：子赛道次第开花

市场格局

- 根据2020年中国餐饮业年度报告，调研中拥有50家以下门店的企业占比52%，拥有50-99家门店企业占比11%，拥有100-199家门店企业占比13%，200-299家门店企业占比1%，300-399家门店企业占比7%，拥有400-499家门店企业占比4%，拥有500家以上门店企业占比12%。以门店数量最多的饮品品类为例，龙头集中度依旧较低，2020年万店以上品牌占比5.9%，5000-10000家门店占比2.8%，5000家以上门店占比仅为8.7%。

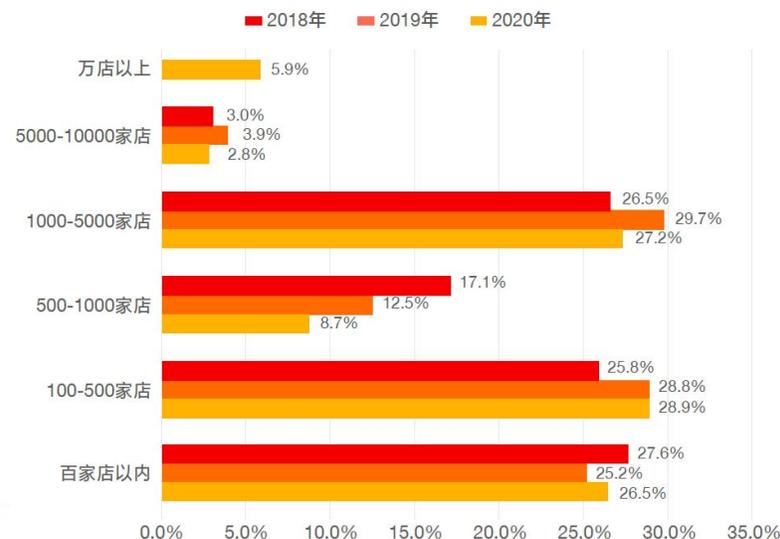
图表38：拥有不同数量的企业分布图



资料来源：2020中国餐饮业年度报告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表39：18-20饮品品类连锁门店规模分布占比



资料来源：《中国餐饮大数据2021》，中邮正群研究所

3.2 行业筛选：子赛道次第开花

行业特点

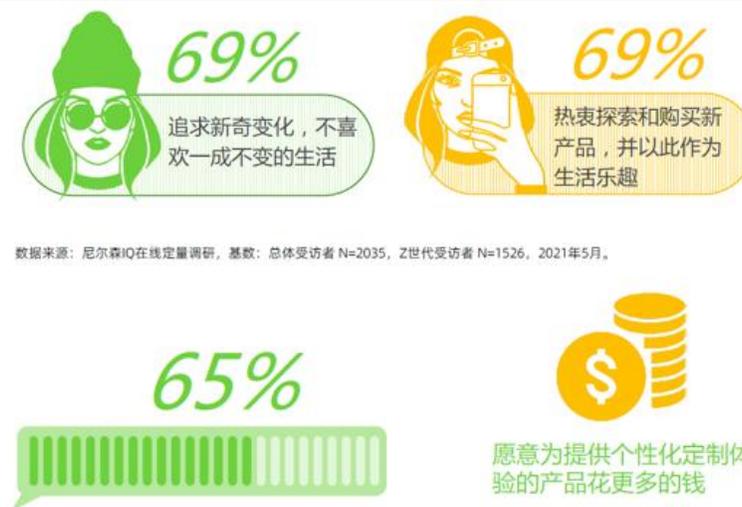
- **生命周期短背后的原因**：一是消费者口味是不断变化的；二是外出就餐多为年轻人，他们钟情于新鲜事物部分导致了餐厅生命周期缩短。
- **生命周期短的解决之道**：延长产品生命周期或需要做强品牌，或需要多品牌发力。根据餐饮业生命周期曲线，企业在初创期和成长期能够实现较快扩张发展，但进入成熟期后，部分企业便呈现衰退趋势，只有部分优质企业可以获得稳定增长，衰退期的企业亟需寻找新的增长点。

图表40：餐饮企业平均生命周期变化趋势



资料来源：中商数据，美团研究院，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表41：Z世代消费习惯特点



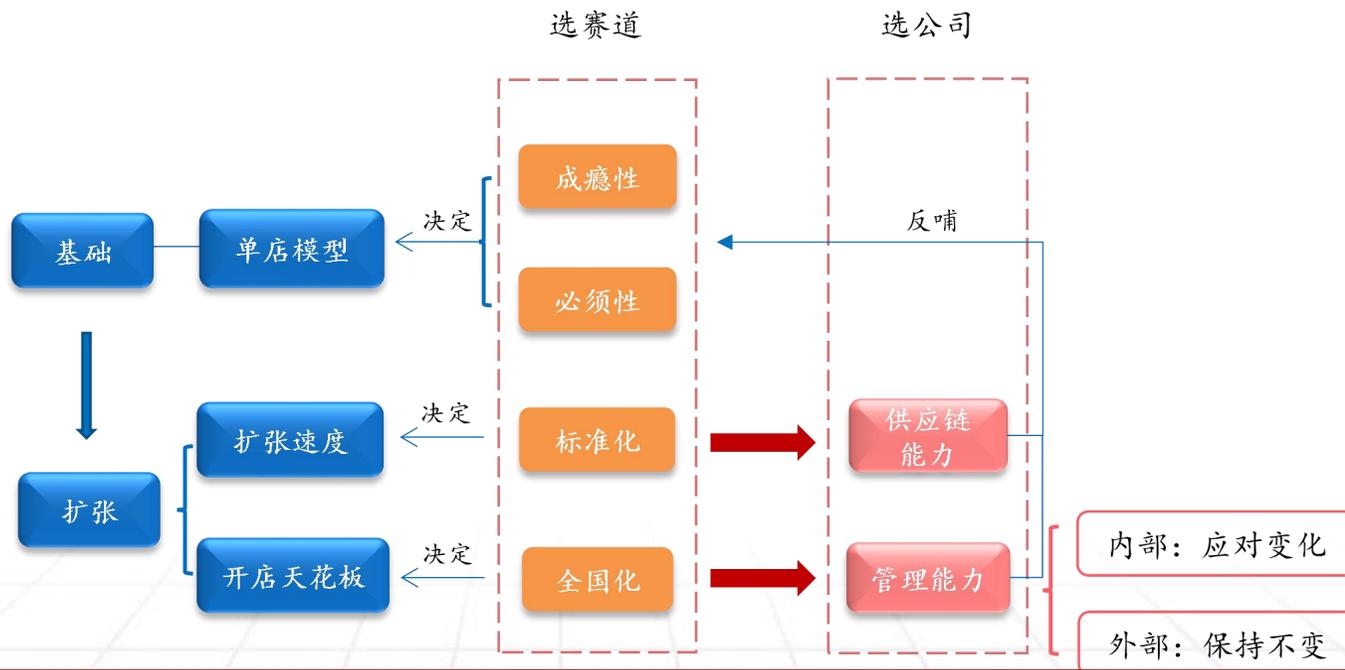
资料来源：尼尔森&哔哩哔哩洞察《2021 Z世代食品饮料消费洞察报告》，中邮证券研究所

3.2 行业筛选：优选先跑出来的赛道

筛选框架

- **行业筛选：** 连锁业态的商业模式是在单店盈利的前提下实现扩张
- **公司筛选：** 在选出的优质赛道中，不错的门店模型让他们能赚到钱并能招到合适的经销商，易标准化和可异地化的属性使他们具有了规模扩张的前景。

图表42：连锁餐饮赛道及公司筛选框架



资料来源：中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

3.3 赛道梳理：茶饮

发展历程

01 1995—2018年：1.0—3.0时代

消费升级主导，从粉末奶茶→鲜奶基底→新茶饮品牌化

1.0 时代（1995-2010）以快乐柠檬、Coco 都可为代表，产品配料以奶精及奶茶粉为主；

2.0 时代（2011-2015），茶饮行业在原材料（新鲜水果、鲜奶）、工艺（奶盖、茶叶萃取技术）等方面进一步提升，品牌价值逐步凸显；

进入 3.0 时代（2016-2018），茶饮行业迎来品牌化爆发期，资本涌入与社交传播共同助力行业的品牌化发展，新茶饮门店数量快速扩张。

2025年—往后：5.0时代

03 折叠态竞争，消费理性化与升级需求并存，高低端品牌互攻腹地

进入 5.0 时代，中国新茶饮行业自 2015 年升级至今发展已十载，行业进入折叠态竞争。

随着行业竞争白热化，理性消费趋势推动中端市场扩容，现制茶饮行业客单价呈现集中化趋势（逐步向 15-25 元集中），门店扩张速度的内卷演变为供应链和客群的内卷，强调品牌质价比，高端品牌向下渗透，平价品牌向上突破。

资本助力，品牌扩张，目标市场下沉，竞争维度从单纯的产品、营销等，开始转向产业链纵深维度。一级市场融资助力下，茶饮品牌化进程加速，头部品牌加速跑马圈地，供应链效率决胜。

中国现制茶饮的零售额由 2018 年的 1085 亿元增至 2023 年的 2585 亿元，CAGR 18.1%；分城市等级看，三线及以下/二线/新一线/一线城市的茶饮终端零售额的 CAGR 分别为 30.7%/24.6%/20.1%/17.6%，下沉市场的持续爆发是行业规模增长的主因，而标准店加盟连锁模式下，供应链效率则成为品牌在快速扩张阶段的胜负手。

02

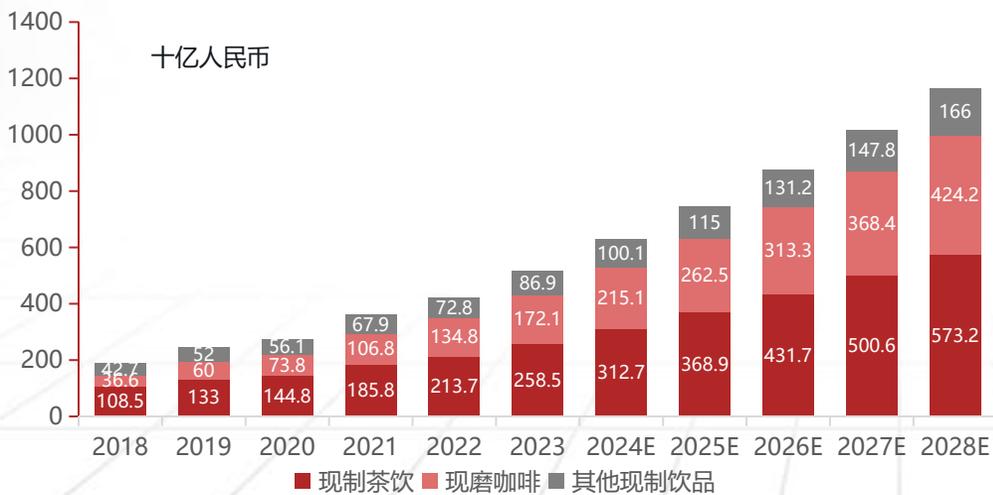
2019—2023：4.0时代

3.3 赛道梳理：茶饮

赛道特点

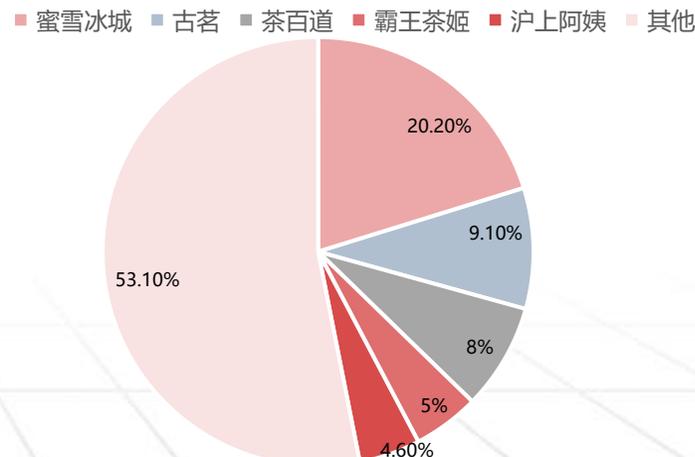
- **赛道特点：1) 茶饮极具上瘾性，消费频次高。**根据《2020新式茶饮白皮书》的调研数据，近五成的消费者每周约消费2次新式茶饮。2) **茶饮门店易标准化运营，单店盈利能力优秀。**奶茶制作工艺简单，原料容易储存、配送，服务属性低，易标准化运营。茶饮门店坪效、毛利均较高，单店可复制能力强。
- **行业数据：**以终端零售额计，中国现制饮品市场的规模从2018年的1878亿元人民币增长至2023年的5175亿元人民币CAGR为22.5%；预计将从2023年的5175亿元人民币增长到2028年的11634亿元人民币CAGR为17.6%。现制茶饮品牌众多，竞争激烈，按2023年终端零售额计CR5为47%，出杯量计CR5为54.9%，蜜雪冰城以32.7%的份额位列榜首。

图表43：中国现制饮品市场以终端零售额计的市场规模



资料来源：灼识咨询，中邮证券研究所

图表44：以终端零售额计，2023年中国茶饮品牌份额



资料来源：灼识咨询、中国国家统计局、国际货币基金组织，中邮证券研究所

四

投资建议

4.1 投资建议

4.2 风险提示

4.1 投资建议

- **新消费新在哪里？** 1) 新需求：既有新世代的情绪消费需求、国潮文化需求，也有旧人群的新需求，从“杠杆驱动型消费”转向“收入驱动型消费”，量入为出，回归理性。2) 新供给：中国制造下提供了超强供应链、互联网时代重塑了商业模式和效率。但本质并没有发生改变，依旧是需求、供给及行业痛点的解决。
- **新的需求：星星之火 汇聚成光。** 无论是情绪消费还是国潮消费，都具有一定程度的奢侈品属性，奢侈品一方面要做品牌叙事，另一方面也要做品牌延申，商业模式来看，核心的有两种，金字塔式、星式模式，当前国内公司模式尚处于摸索阶段，未来会有波折但是我们坚信会越来越越好。比较典型的赛道是潮玩赛道、古法黄金赛道。
- **新的供给：老树新芽 枯木开花。** 我们认为无论是消费还是其他行业，容易的赛道均会先发展，有难点的行业后发展。但随着科技的进步，信息的发展，越来越多行业的痛点被解决。比较典型的赛道如，零售行业普遍的加价率高（出现了零食量贩等），服务行业的标准化问题（出现了连锁餐饮、连锁月子会所等）。
- **我们继续看好消费投资机会，看好消费长期机会。我们建议关注攻守兼备两类机会：**
 - **攻之新消费机会：**潮玩、黄金珠宝、新茶饮等赛道建议积极关注，一方面符合当下消费个性化、悦己化等趋势，另一方面文化出海氛围正浓，赛道公司或从中受益。
相关标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品；老铺黄金、潮宏基；蜜雪集团、古茗、茶百道等。
 - **守之顺周期赛道：**若各种刺激消费政策继续推出，经济逐步迎来复苏，则白酒、餐酒旅等顺周期公司将迎来行情，建议积极关注。
相关标的：百胜中国、海底捞、达势股份；宋城演艺、祥源文旅等；锦江酒店、首旅酒店等。

4.2 风险提示

- 1、居民收入恢复不及预期，消费支出意愿偏弱；
- 2、新技术或新业态引发行业格局变动；
- 3、政策不及预期风险；
- 4、市场竞争加剧风险等。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES