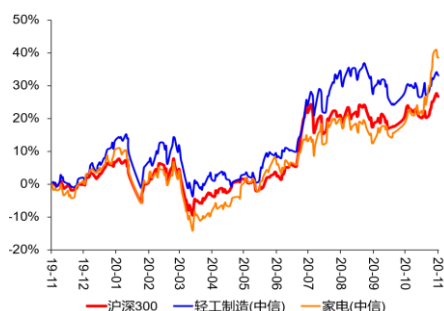


十四五专题之新消费：从社会学与心理学角度解读新消费的本质

行业评级：增持

报告日期：2020-11-11

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

主要观点：

●新消费的本质是什么？

要找到新消费时代的投资方向和优质标的，首先需要深刻理解新消费的本质及其背后的根本动因。我们将从四个方向层层递推进行探讨。第一层为消费升级&技术驱动，第二层为消费主体代际变迁，第三层为社会主要矛盾变化，第四层为从理性需求到情绪需求的升级。

●社会变迁，情绪需求，与新消费

通过从宏观社会结构变迁和微观消费者心理变化两个方面进行分析，我们认为新消费的本质在于中国社会的主要矛盾从人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，而这背后的微观层面根本动因在于人们的“情绪需求”增加，以及其对应的消费意愿大幅提升。即解决基本的功能性需求已不再是中国社会的主要矛盾，缓解压力、提升快乐才是现阶段的主要矛盾。这种情绪需求的提升几乎是社会发展的必然，并且亟待解决，消费品也将承担部分缓解压力、提升快乐的功能。

其次，除了分析并证明情绪需求存在并增加的合理性与必然性，我们进一步认为，以情绪需求为主导的消费甚至将成为未来消费领域大部分增量的主要贡献者，不仅“收智商税”可能合理，甚至在部分领域，“收智商税”的能力将成为某些行业中衡量一个公司是否为优质标的重要标准，因为“智商税”对应的是品牌溢价或营销溢价等由情绪需求带来的溢价，而品牌营销是微笑曲线的末端高点，是中国企业在接下来的发展阶段中需要攻克的重要方向。

●投资建议

我们建议在新消费时代重点关注三个投资方向：（1）传统消费品行业的重生，建议关注例如小家电、化妆品、服装、零食等领域；（2）新兴消费品行业的诞生，建议关注例如医美、宠物、潮玩、内容付费等领域；（3）背后的新基建，建议关注例如供应链、代运营、数字营销等领域。

●风险提示

宏观经济增速不及预期；疫情反复，影响线下消费行业复苏。

正文目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 引言..... | 4 |
| 1 新消费的本质是什么? | 5 |
| 1.1 十四五规划对消费的指引..... | 5 |
| 1.2 新消费的本质探讨 | 5 |
| 1.2.1 第一层: 消费升级&技术驱动..... | 5 |
| 1.2.2 第二层: 消费主体代际变迁 | 5 |
| 1.2.3 第三层: 社会主要矛盾变化 | 6 |
| 1.2.4 第四层: 从理性需求到情绪需求的升级 | 6 |
| 2 社会变迁, 情绪需求, 与新消费..... | 6 |
| 2.1 宏观: 中国社会主要矛盾的变化..... | 6 |
| 2.2 微观: 被忽视的大脑边缘系统——情绪的大脑..... | 8 |
| 2.3 情绪需求增加的必然性与解决的迫切性..... | 9 |
| 3 新消费时代的投资方向 | 10 |
| 3.1 传统消费的重生 | 10 |
| 3.1.1 服装: 新消费时代领军者 | 11 |
| 3.1.2 化妆品: 从“口红经济”开始..... | 13 |
| 3.1.3 小家电: 从耐用品到快消品 | 15 |
| 3.2 新兴消费的诞生 | 17 |
| 3.2.1 医美: 从非主流走向大众化 | 17 |
| 3.2.2 宠物: 潜力巨大的蓝海市场 | 19 |
| 3.3 背后的新基建 | 21 |
| 3.3.1 代运营: 渠道数字化 | 21 |
| 3.3.2 数字营销: 助力中小企业实现精准营销 | 22 |
| 4 投资建议..... | 23 |
| 风险提示: | 24 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------------------------------|----|
| 图表 1 社会矛盾、情绪需求与新消费 | 4 |
| 图表 2 中国 GDP 已快速增长至美国 2007 年的水平 | 7 |
| 图表 3 第三产业成为中国 GDP 支柱产业 | 7 |
| 图表 4 人的大脑系统包括“情绪脑”和“理性脑” | 8 |
| 图表 5 社会矛盾、情绪需求与新消费 | 10 |
| 图表 6 ZARA 在中国销售额份额从 2007 年的 0.1% 增至 2016 年的 0.8%，位列第八 | 11 |
| 图表 7 西欧市场快时尚品牌份额 11.3%，约占据前 15 名的一半 | 12 |
| 图表 8 宸帆电商旗下品牌粉丝量众多且销售热度较高 | 13 |
| 图表 9 宸帆电商拥有超过 200 位红人，全网粉丝覆盖超 2.7 亿 | 13 |
| 图表 10 国产美妆快速崛起 | 14 |
| 图表 11 2020 年 1-10 月美妆品牌销售额及均价情况（淘系平台） | 15 |
| 图表 12 主要化妆品上市公司营业收入（亿元） | 15 |
| 图表 13 主要化妆品上市公司营收增速 | 15 |
| 图表 14 高颜值网红小家电 | 16 |
| 图表 15 高颜值网红小家电 | 16 |
| 图表 16 主要化妆品上市公司营业收入（亿元） | 17 |
| 图表 17 主要化妆品上市公司营收增速 | 17 |
| 图表 18 “医美”成为小红书等社区热门话题 | 18 |
| 图表 19 医美上市公司营业收入（亿元） | 19 |
| 图表 20 医美上市公司营收增速 | 19 |
| 图表 21 宠物在各类平台占据重要地位 | 19 |
| 图表 22 宠物板块上市公司营业收入（亿元） | 20 |
| 图表 23 宠物板块上市公司营收增速 | 20 |
| 图表 24 小佩饮水机 | 20 |
| 图表 25 宠物板块上市公司营业收入（亿元） | 22 |
| 图表 26 宠物板块上市公司营收增速 | 22 |
| 图表 27 有赞收入构成（百万元） | 22 |
| 图表 28 微盟收入构成（百万元） | 22 |
| 图表 29 相关标的的估值（2020/11/10） | 24 |

引言

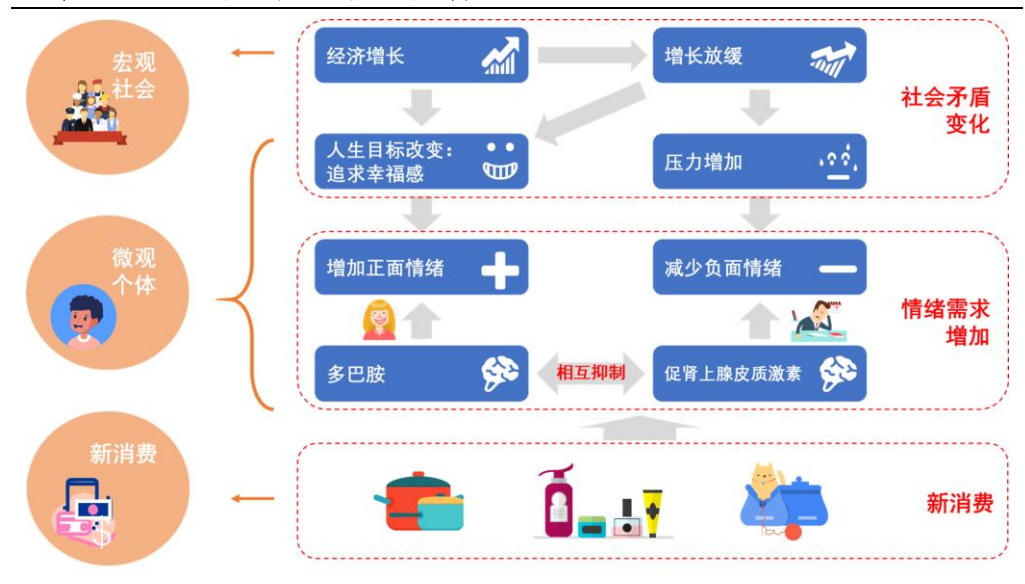
在过去一年的交流中，遇到一些争议较大的问题，大致如下：

- 500 元的盲盒、有溢价的 IP 联名款、1500 元的养生壶是智商税吗？
- 收智商税的公司是不是一个具备长期投资价值的好公司？
- 小家电 2020 快速增长只是疫情的短期利好吗？
- 冲动消费具有可持续性吗？

首先，我们认为解决这些问题非常必要，因为消费品行业的投资需要极大的信仰，需求的变化方向具有很强的不确定性，只有相信某个需求是长期且真实存在的，才能够在早期挖掘并坚定持有潜在优质标的，比如早期的茅台或者格力。

因此，本篇报告致力于从宏观社会学和微观心理学角度分析新消费的本质，得出的大致框架如下图所示，详细分析请见正文。

图表 1 社会矛盾、情绪需求与新消费



资料来源：华安证券研究所绘制

其次，除了向投资者演绎情绪需求存在并增加的合理性与必然性，我们进一步认为，以情绪需求为主导的消费甚至将成为未来消费领域大部分增量的主要贡献者，不仅“收智商税”可能合理，甚至在部分领域，“收智商税”的能力将成为某些行业中衡量一个公司是否为优质标的重要标准，因为“智商税”对应的是品牌溢价或营销溢价等由情绪需求带来的溢价，而品牌营销是微笑曲线的末端高点，是中国企业在接下来的发展阶段中需要攻克的重要方向。

1 新消费的本质是什么？

1.1 十四五规划对消费的指引

2020 年 10 月 29 日中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过的“十四五”规划和 2035 年远景目标建议提出“**全面促进消费**”：增强消费对经济发展的基础性作用，**顺应消费升级趋势，提升传统消费，培育新型消费，适当增加公共消费**。以质量品牌为重点，促进消费向绿色、健康、安全发展，**鼓励消费新模式新业态发展**。推动汽车等消费品由购买管理向使用管理转变，促进住房消费健康发展。**健全现代流通体系，发展无接触交易服务，降低企业流通成本，促进线上线下消费融合发展**，开拓城乡消费市场。发展服务消费，放宽服务消费领域市场准入。完善节假日制度，落实带薪休假制度，扩大节假日消费。培育国际消费中心城市。改善消费环境，强化消费者权益保护。

我们预计，“十四五”时期，在加快构建“双循环”新发展格局背景下，政策将加大力度激发内需潜力，尤其是大力促进消费扩大、升级和新消费发展，相关升级类消费领域和**新消费领域将迎来发展机遇**。

1.2 新消费的本质探讨

我们认为，要找到新消费时代的投资方向和优质标的，首先需要深刻理解新消费的本质及其背后的根本动因。我们将从四个方向层层递推进行探讨。

1.2.1 第一层：消费升级&技术驱动

探讨词汇的含义，第一层通常在于基本定义。“新消费”一词早期的出现，可追溯到 2015 年 11 月 23 日，国务院印发《关于积极发挥“新消费”引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，提到了“新消费”，定义为“**以传统消费提质升级、新兴消费蓬勃兴起为主要内容的新消费**”。

根据这一定义，“新消费”主要在于消费升级，但**消费升级这一概念基本从人类有了货币交换、有了消费以来就在持续推进中，具体升级的方向和动因需要进一步探讨**。

狭义看，“新消费”指由数字技术等**新技术**、线上线下融合等**新商业模式**以及基于社交网络和新媒介的**新消费关系**所驱动之新消费行为。

在这一定义中，“新消费”由“新技术”驱动，即由供给层面的变化驱动，我们认为供给端的变化会对消费行业产生较大影响和支撑作用，但在物质丰富的时代，消费行业本质仍是需求导向为主的。

1.2.2 第二层：消费主体代际变迁

消费行业变化的原因和方向中，消费主体的代际变迁是讨论较多的因素。随着消费主体从 60、70 后转向 80、90 后，进一步转向 Z 时代，消费者的成长环境、受教育程度变迁使其消费观念发生了较大变化，新兴消费群体普遍不存在温饱问题、更注重精神需求、具有更强的版权和付费意识、追求更精细的产品品质等等。

但在这一层讨论中，我们遇到的问题在于：消费主体在不断变迁，从 60 后到 70 后，再到 80 后、90 后、00 后，未来还有 20 后、50 后，为什么新消费的划分是在当前的时点？背后更本质的变化是什么？新消费这一阶段可以覆盖多少代消费者？

1.2.3 第三层：社会主要矛盾变化

如果从更长期的角度，则涉及到社会发展阶段和社会结构的变迁。1981 年中国共产党十一届六中全会指出：在社会主义初级阶段，我国社会的主要矛盾是人民日益增长的**物质文化需要**同落后的社会生产之间的矛盾。2017 年 10 月 18 日，习近平同志在十九大报告中强调，中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的**美好生活需要**和不平衡不充分的发展之间的矛盾。

在过去几十年里，中国所处的经济发展水平决定了人们的需求主要在物质层面的满足，供给层面生产力也处于较低水平，仅能以满足基本物质需求为目标，消费领域主要在于满足各方面基本功能需求。随着经济快速增长，物质需求的满足进入成熟阶段，生产力水平也达到了一定高度，人民的需求也升级到了新的阶段，从最基本的物质需求进阶到精神层面的美好生活需求。

我们认为，这一社会发展阶段和社会结构的变迁是中国进入新消费时代的本质动因，而电商、数字经济等供给层面的变化则是重要驱动力。这意味着，新消费是社会发展过程中的必经之路，是不可逆的，并且在长达几十年的长期过程中具有划时代意义，而非仅仅短期变量。我们会在 2.1 节进行进一步分析。

1.2.4 第四层：从理性需求到情绪需求的升级

在第三层分析中我们得出结论，新消费是需求端从物质文化转向美好生活的过程，但为什么消费者追求美好生活就会交“智商税”？消费行业将向什么方向转变？如何看待消费品公司未来的发展方向？

从宏观社会结构的变迁缩回到微观个体的变化，我们认为“美好生活需要”背后的本质是“情绪需求”。

“物质文化需要”对应以解决温饱、基本物质功能为目标的**理性需求**，主流消费对应一分钱一分货的产品品质、产品功能，而“美好生活需要”对应以令人愉悦、减少焦虑等负面情绪为目标的**情绪需求**，增量消费来自令人开心产品外观、品牌故事、内容等，以及助人解压的冲动消费过程本身，这部分隐形溢价与过去人们所说的“智商税”具备一定的相似度。我们将在第 2 章详细分析这一心理学概念及其带来的消费行业思考。

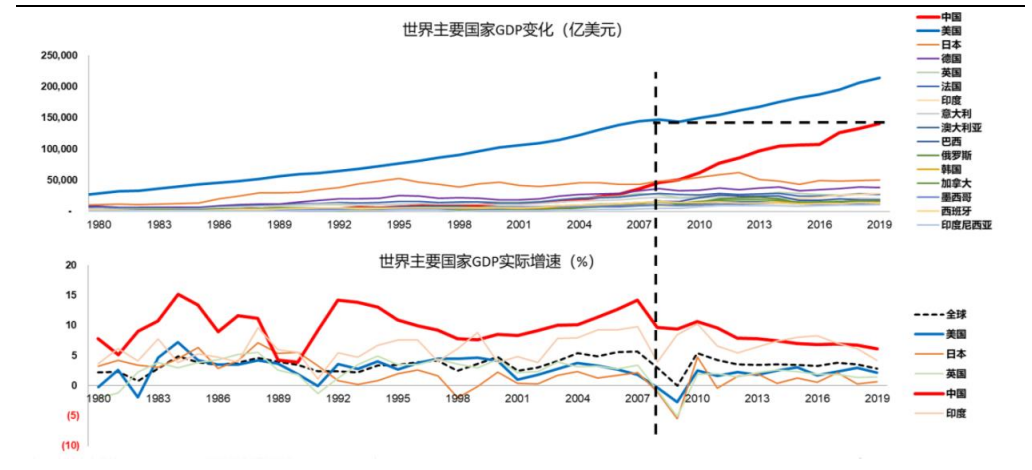
2 社会变迁，情绪需求，与新消费

2.1 宏观：中国社会主要矛盾的变化

中国从 1979 年改革开放以来快速发展，过去几十年在低基数的环境下以及中国人口红利的支撑下，每个人在相对较小的社会压力中便可共同推动国家实现较高的 GDP 增速。但随着中国发展，2019 年 GDP 已达到约 14.3 万亿美元，相当于美国 2007 年的水平，

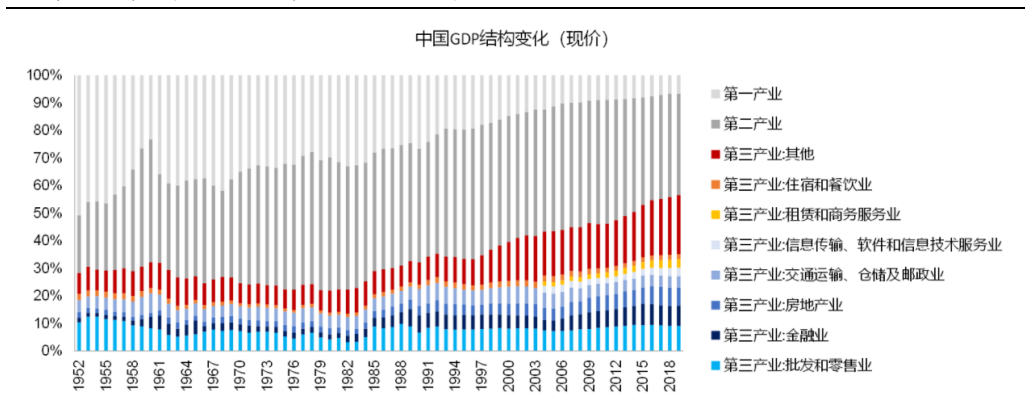
占全球约 18%（美国 24%），人均 GDP 也已在 2019 年突破 1 万美元大关（2001 年约 1000 美元，不到 20 年增长 10 倍），全球排名第 65，相当于 1978 年的美国、1981 年的日本、1986 年的英国。我们的增长动力从农业变成了工业，又进一步转向了服务业，在全球分工中也从微笑曲线的底部逐渐向两端转移，体力劳动导向变成了脑力劳动导向。

图表 2 中国 GDP 已快速增长至美国 2007 年的水平



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 3 第三产业成为中国 GDP 支柱产业



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

这意味着，中国的劳动力/消费者正向两个方向发展：

(1) 承受更大的社会压力：中国经济要在接下来的时间里维持增速甚至维持增长，需要每个人都付出成倍于先前的努力、承担更大的压力，出现了如今一线城市较为普遍的“996”工作节奏。另一方面，相较于体力劳动，脑力劳动的人效大幅提升，而终端需求却没有等比例提升，则导致劳动力之间的剧烈竞争，即我们通常所说的“内卷效应”。综上，中国的劳动力正面临快速增长的社会压力，**焦虑、抑郁等负面情绪问题快速增加并亟待解决**，我们认为，这将为我国消费行业带来巨大的蓝海市场，更多的消费者将愿意为缓解压力、促进多巴胺分泌而付费。

(2) 趋于稳定、追求开心：在社会经济快速增长的初期阶段，多数劳动者通过自己一定程度的努力即可获得较高的财富收益，改善生活水平与社会地位，但随着经济增速放缓，

社会财富分配趋于稳定，且社会福利水平提升，大多数劳动者已无需担心温饱等基础物质问题。很多人将**不再已财富增长与财富积累作为人生的首要目标，而是更加关注自身幸福指数、关注精神需求，消费的意愿也将提高。**

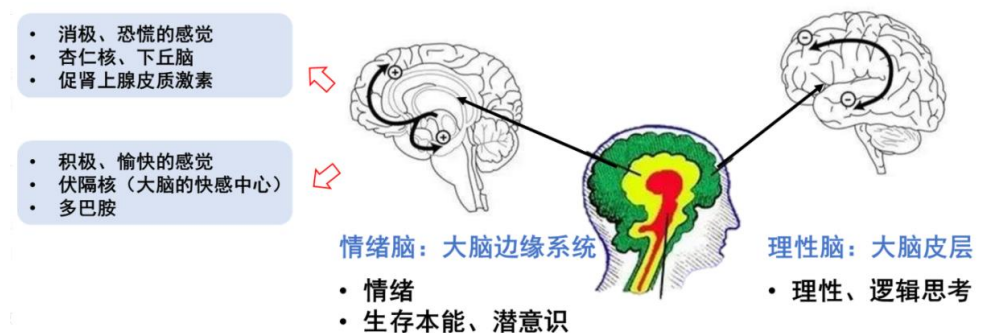
在这样的背景下，中国社会的主要矛盾发生了变化。社会主义初级阶段主要矛盾于 1981 年中国共产党十一届六中全会指出：在社会主义初级阶段，我国社会的主要矛盾是**人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾**。2017 年 10 月 18 日，习近平同志在十九大报告中强调，中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为**人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾**。

2.2 微观：被忽视的大脑边缘系统——情绪的大脑

接下来我们从个体微观层面进行分析，展开分析刚才所说的“情绪需求”。

为了分析人类做消费决策时的动因和思考路径，我们首先引入一个心理学概念。人的大脑主要由三个区域构成，我们这里重点讲其中的两个。一个是大脑皮层，负责理性逻辑思考，另一个是大脑边缘系统，负责产生各种情绪。

图表 4 人的大脑系统包括“情绪脑”和“理性脑”



资料来源：华安证券研究所整理

• 理性意识主导于大脑皮层——思考的大脑

大脑皮层主要倾向于进行思考类、计算类和逻辑类的活动，包括催生批判性思维，寻找问题解决方案，进行分析性、归纳性与演绎性思考。在大脑皮层接收信息、处理信息、得出结论，然后根据这个结论指挥机体行为的过程中，其每一个决定和选择通常都意味着你要暂停之前的行为模式。

• 感性意识主导于大脑边缘系统——情绪的大脑

大脑边缘系统主导了人类的本能和情绪，大脑边缘系统在应对外部世界的过程中会同时催生一些原始的情感反应和身体反应，这些反应包括恐惧、安全、痛苦、快乐、受伤和愤怒，我们的大脑边缘系统具有敏感性和反应性，这种情绪意识则是我们通常所说的“潜意识”，即已经发生但并未达到意识状态的心理活动过程。

大脑皮层带来的理性思考是人类长久以来站在生物链顶层的重要因素，但生存本能依然由大脑边缘系统这个古老的脑区（大脑边缘系统是人类尚处于爬行动物进化阶段形成的）决定。而人类所患的疾病，很多都是由大脑的原始部位引起的，例如过度焦虑状态。

大脑边缘系统包括下丘脑、海马、杏仁核和伏隔核，不同的区域负责产生不同的情绪：

- **消极、恐慌的感觉：杏仁核、下丘脑**，杏仁核负责产生恐惧与愤怒等情绪、控制学习与记忆；促肾上腺皮质激素主要由杏仁核和下丘脑分泌，其分泌会导致身体不安与情绪不安，还会导致多巴胺的减少，带来焦虑水平和不适水平的提高。
- **积极、愉快的感觉：伏隔核（大脑的快感中心）**，会分泌一种名叫“多巴胺”的神经递质和名为“内啡肽”的天然镇痛剂。

2.3 情绪需求增加的必然性与解决的迫切性

综合 2.1 社会矛盾的变化和 2.2 对情绪需求的科普，为什么在这种社会矛盾变化的过程中会增加情绪需求？大脑边缘系统令人产生焦虑、恐慌的情绪，根本上是生存本能，为了保护机体生命安全。但在当今发达的人类社会，即使大脑皮层认为机体很安全的情况下，依然时常产生这种不适感，本质原因是**大脑边缘系统无法有效地评估不适或恐惧的严重程度**。而相比大脑皮层，**大脑边缘系统占据更加主导地位**，二者的长期失衡则会使大脑内部原有的平衡机制受到损害，使得大脑边缘系统时刻处于激活状态，对不适因素的敏感度维持在较高状态。这也是当今社会越来越多的人处于焦虑状态、产生抑郁症的根本原因。

简而言之，人类大脑皮层的持续进化，与大脑边缘系统停留在生存本能的原始状态，二者相矛盾使得人类情绪问题持续增加成为一种必然。尤其在**社会经济水平快速发展的阶段**，不断增加的社会压力使得**大脑边缘系统持续误以为机体处于生命危险中**，焦虑水平持续上升，同时抑制多巴胺分泌、难以快乐。而持续忽视这种负面情绪，则会最终影响心理生理健康。

而前文提到的中国消费者发展的两个方向则对应两种情绪需求：**第一类对应缓解压力的需求，即降低下丘脑和杏仁核中促肾上腺皮质激素水平的需求；第二类对应提升快乐的需求，即提升伏隔核中多巴胺分泌的需求。**

综上，解决基本的功能性需求已不再是中国社会的主要矛盾，缓解压力、提升快乐才是现阶段的主要矛盾。**中国消费者情绪需求的提升几乎是社会发展的必然，并且这种需求亟待解决**，尤其是对于第一类情况，日益提升的社会压力将造成更多负面心理情绪，除了心理医生，消费品也将承担部分缓解压力、提升快乐的功能。

图表 5 社会矛盾、情绪需求与新消费



资料来源：华安证券研究所绘制

这也是为什么欧美发达国家的心理学、心理医生具有较高社会重要性和社会地位的原因。追求快乐与幸福，在每个社会发展到一定阶段都会成为主流领域。美国当代著名心理学家马丁·塞利格曼于上世纪末首先在美国发起一场心理学运动，将“积极心理学”作为一个新的心理学领域正式提出，过去心理学的主要目标在于帮助处于某种“逆境”条件下的人们知道如何求得生存和发展，而积极心理学则主张以人的积极力量、善端和美德为研究对象，帮助那些处于正常境况下的人们学会怎样建立起高质量的个人生活与社会生活。

中国的心理学行业仍处于较早期的发展阶段，但目前已在逐渐步入正轨，2017 年，心理咨询师资格证考试认定取消，以实际操作能力推动从业技能鉴定，行业规范化持续推进。学院派的心理学微信公众号 KnowYourself 于 2016 年 4 月成立，并已完成了三轮融资，其中包括真格基金的 Pre-A 轮融资和平安创投的天使轮融资。这些都意味着中国消费者愈发关注自身心理健康与心理需求。

3 新消费时代的投资方向

我们认为，在这样的环境下，几乎所有的消费品行业都面临着变化，传统消费品行业在解决功能需求的同时，需要增加解决情绪需求的能力，比如提升颜值、增加品牌故事、提升服务温度等；同时会产生一些新兴市场专注解决消费者的情绪需求，比如宠物市场、内容付费、瑜伽、心理咨询等；此外，随着新消费时代到来，一大批新兴消费品企业诞生，以及在数字经济的背景下，这些缺乏经验的中小新兴企业需要大量供给端服务商为其赋能，即所谓的“新基建”供应商也将成为重要投资方向。

3.1 传统消费的重生

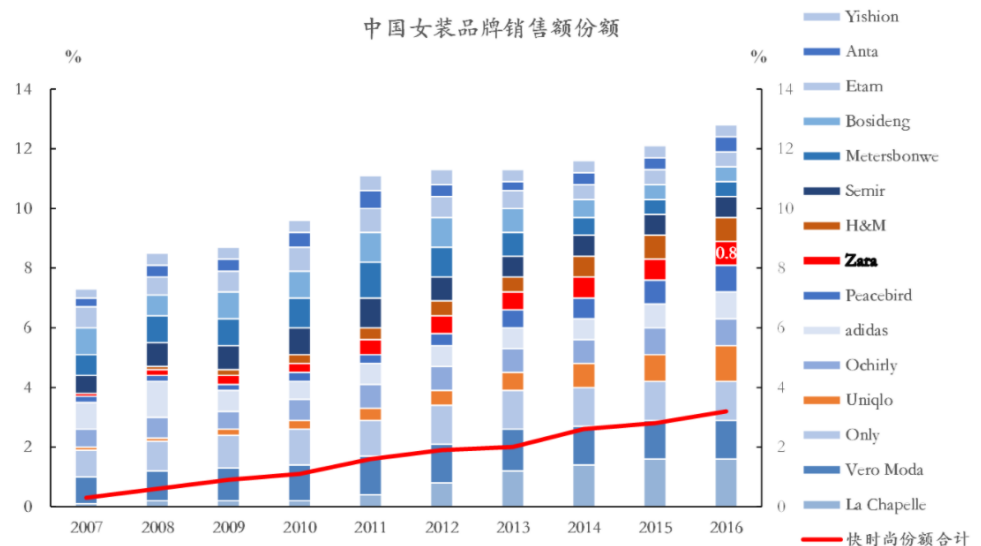
过去，传统消费品主要用于满足居民的基本功能需求，衣以蔽体，食以果腹。而进入新消费时代，功能需求已不足以满足消费者，情绪需求逐渐提升时，传统消费品必然面临着“重生”，需要被赋予更多缓解压力、提升快乐等解决情绪问题的能力。服装和化妆品

是其中相对较早发生变化的行业，**服装和化妆品**本身具有对外展示属性，购买好看的服装和化妆品能够使消费者看起来更赏心悦目，从而使其感到愉悦。而随着新消费的发展，其他的传统消费领域也逐渐发生变化，**零食**等休闲食品逐渐注重趣味性¹与包装颜值，**小家电**等家用物品也不再满足于耐用、实用的基础功能，**消费者对产品是否能满足其情感诉求、情绪需求**怀有更多期待，**产品品质、外观、颜值、趣味性**成为影响购买决策的重要因素。

3.1.1 服装：新消费时代领军者

服装大抵可以算作最早进入新消费时代的行业，因为**服装本身的功能属性**具备一定解决**情绪需求**的能力，“为了好看而购买”既可以解决情绪需求、令人愉悦，同时也实现了自我社交投资等功能需求。因此，“快时尚”以及奢侈品行业可谓是新消费的先行者。过去十年间，H&M、Zara 等快时尚品牌在国内份额逐渐提升，且越来越受到消费者欢迎。

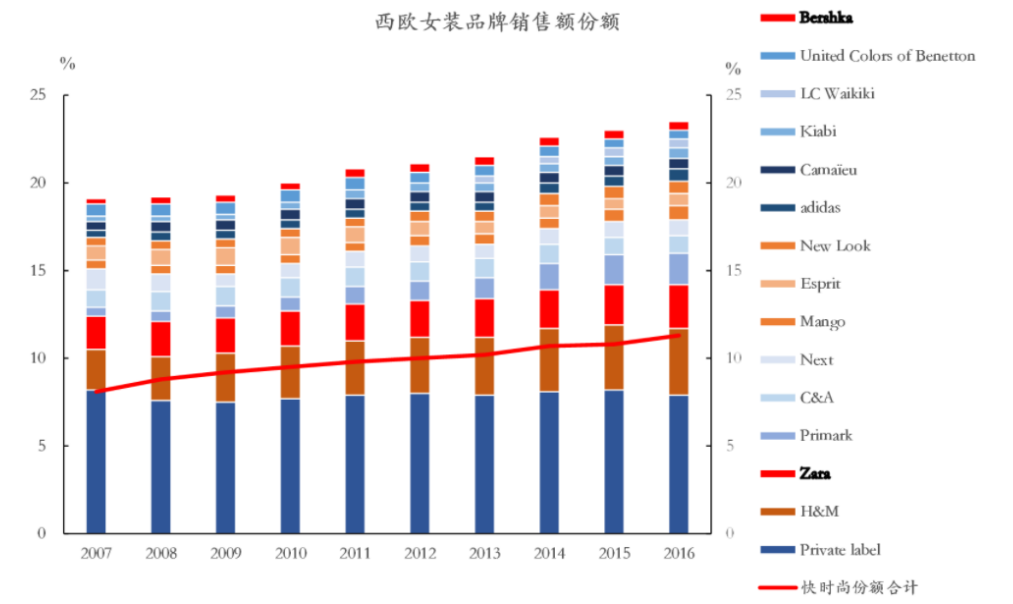
图表 6 ZARA 在中国销售额份额从 2007 年的 0.1% 增至 2016 年的 0.8%，位列第八



资料来源：Euromonitor，华安证券研究所

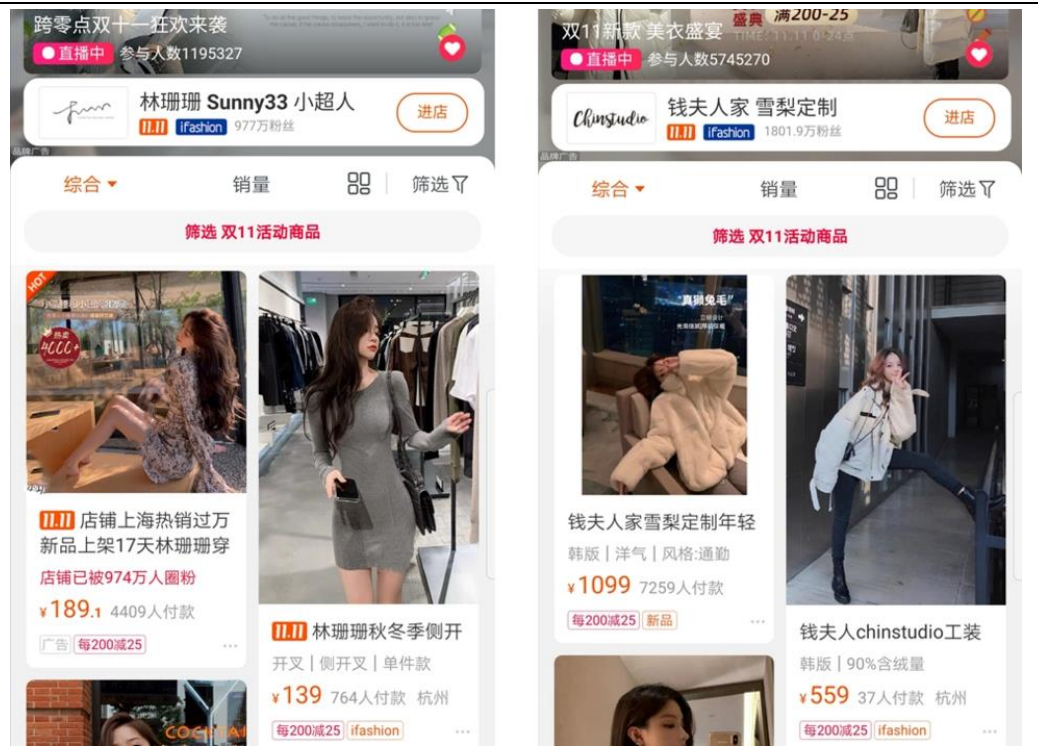
注：红色为 Inditex 集团旗下品牌，橙色为其他快时尚品牌。

图表 7 西欧市场快时尚品牌份额 11.3%，约占据前 15 名的一半



随着中国服装行业供应链快速发展, 叠加有 KOL 带货的淘系女装本身具备流量、前卫、营销能力等方面的优势, 淘系品牌快速发展。以其头部品牌集团宸帆电商为例, 根据虎嗅, 宸帆电商在 2019 年的 GMV 为 33 亿元, 在淘系女装中排名第三, 仅次于绫致集团和优衣库。宸帆电商在供应链端的合作工厂多达 1000 多家, 并且非常细分, 如专做针织、专做梭织等, T 恤类的简单产品生产周期仅 4~7 天 (从下单到出货)。

图表 8 宸帆电商旗下品牌粉丝量众多且销售热度较高



资料来源：淘宝，华安证券研究所

图表 9 宸帆电商拥有超过 200 位红人，全网粉丝覆盖超 2.7 亿



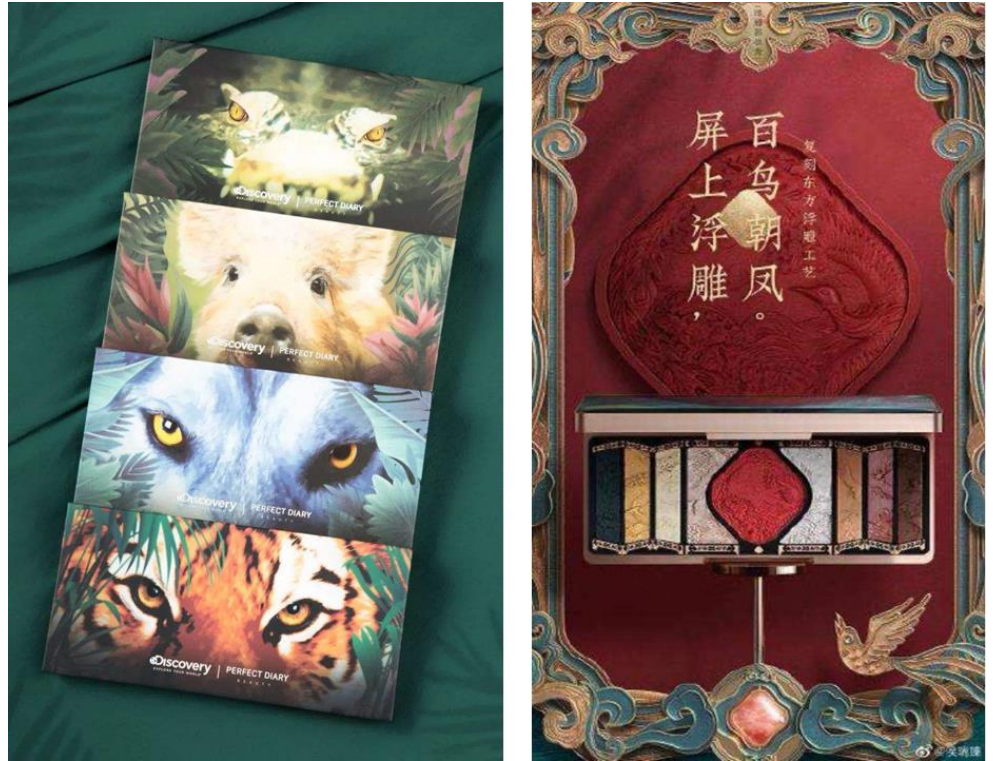
资料来源：宸帆电商官网，华安证券研究所

3.1.2 化妆品：从“口红经济”开始

化妆品行业的新消费逻辑不难理解，“口红经济”则是最典型的案例。在美国，每当在经济不景气时，口红的销量反而会直线上升。因为在美国人们认为口红是一种比较便宜的商品，在经济不景气的情况下，人们仍然会有强烈的消费欲望，但会转而购买比较便宜的商品。口红作为一种“廉价的非必要之物”，但同时具有提升自我颜值、展示自我的社交属性，可以对消费者起到一种“安慰”的作用。而新消费时代，“口红

经济”的消费逻辑同样适用且被放大并复制到各个品类，解决基本功能需求的消费将变得非常基础，而解决情绪需求、令人愉悦的消费则将贡献主要增长。而抖音、快手、李佳琦直播等内容营销则是国产美妆品牌快速崛起的重要导火索。

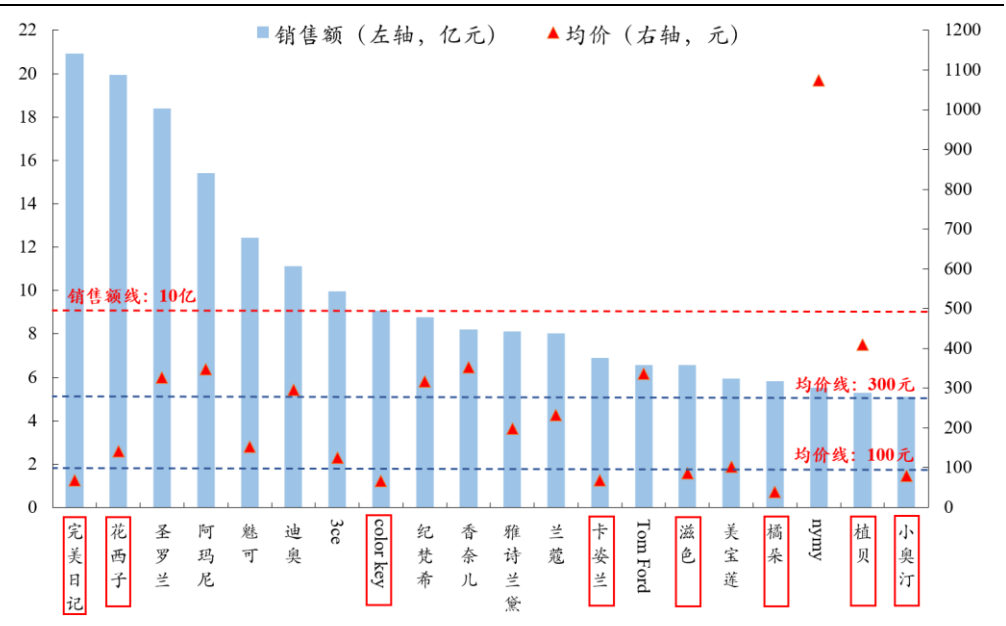
图表 10 国产美妆快速崛起



资料来源：完美日记官网，花西子官网，淘宝，华安证券研究所

国产品牌定位精准而集中，主要瞄准 100-200 元价位段的中端市场，降低尝鲜成本，同时在高颜值的设计、包装和内容营销双重驱动下，消费者的整个购物体验变得更加愉悦，使其缓解压力、提升快乐的情绪需求得到满足。国产品牌凭借精准定位和对消费心理的准确把握，已逐步在原本由国际品牌主导的市场中占据半壁江山。

图表 11 2020 年 1-10 月美妆品牌销售额及均价情况（淘系平台）

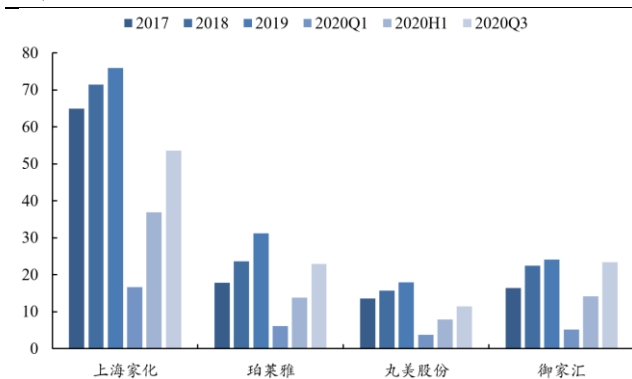


资料来源：淘数据，华安证券研究所

注：10 月数据截至 10 月 26 日；红框中为国产品牌，其他为国际品牌。

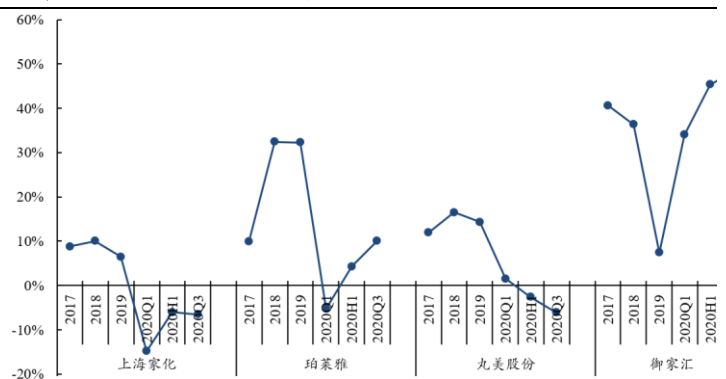
中国本土化妆品品牌端上市公司主要包括上海家化、珀莱雅、丸美股份和御家汇等公司。其中，上海家化成立最早，旗下拥有诸多本土传统品牌，如佰草集、美加净、六神、家安、双妹等。珀莱雅主打海洋护肤起家，成长迅速，不断丰富产品矩阵，现已进军彩妆行业。丸美股份定位“眼部护理专家”，是国内眼部护理细分龙头。御家汇脱胎互联网，成立较晚，但旗下御泥坊、小迷糊等品牌知名度不输传统老牌。

图表 12 主要化妆品上市公司营业收入（亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 主要化妆品上市公司营收增速



资料来源：wind，华安证券研究所

3.1.3 小家电：从耐用品到快消品

传统家电主要解决消费者的实用性需求，而近年来，在疫情的催生，抖音、快手等内容平台和直播电商的助力下，小家电被赋予了更多高颜值、新奇有趣的特性，“快消品”属性逐渐增强，并预计将逐步演变为长期的消费趋势及习惯。小家电虽与服装和化妆品相比对外展示功能较弱，但随着新消费理念的深入，消费者已经越来越关注私人生活领域的品质，家电的颜值和品质能够为家居带来更多美感并提升生活质

量,从而提升生活的愉悦感;同时,在直播电商和内容平台的推动下,家电更是被赋予了社交属性,有趣的家电产品已成为社交谈资之一。在需求侧的重大变革下,小家电企业间的竞争模式,亦从满足“耐用”需求转变为迎合甚至引领新一代消费主体需求的“快消品”思维,具体表现在:产品层面上,小家电产品品类越来越多,更新迭代速度越来越快;公司层面上,更加注重通过产品外观和颜值等方面的“微创新”,叠加内容营销,打造网红爆品。

图表 14 高颜值网红小家电



资料来源:摩飞官网、九阳官网、大宇官网、淘宝、华安证券研究所

图表 15 高颜值网红小家电

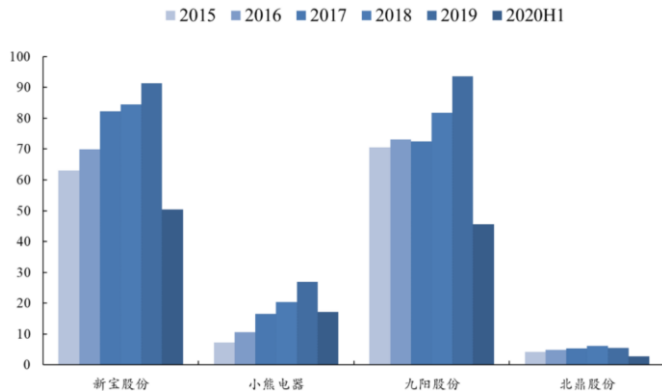


资料来源:北鼎官网、小熊官网、小宇同学官网、淘宝、华安证券研究所

各小家电公司在新消费时代下,不断推陈出新、加速上新,实现收入高增。新宝股份采用爆款模式大力打造摩飞品牌,内销占比不断提升;细分领域龙头小熊电器专

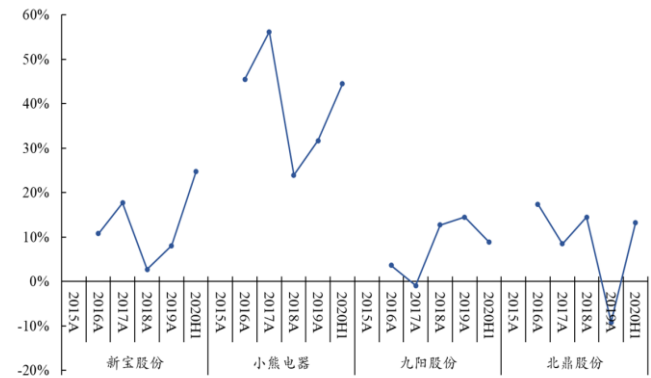
注长尾单品，低均价、高颜值吸引消费者争相尝鲜，搭乘电商红利实现收入高增；传统小家电龙头**九阳股份**顺应时代变迁积极调整，研发体系、营销模式日渐年轻化，已形成适应新消费快速响应的供应链体系，有望实现新一轮增长；**北鼎股份**凭借以用户需求为核心的产品力和优秀的营销转化能力，走出了高端定位，在“产品为王”的时代有望获得更大的发展空间。

图表 16 主要化妆品上市公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 主要化妆品上市公司营收增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 新兴消费的诞生

新消费在推动传统消费品重生之时，也催生了许多新兴消费的诞生。例如，医美帮助人们变得更美，满足人们在社交中获得更多尊重，提升自我满足感的需求，近年来高速发展；宠物能够给予陪伴，满足人们的心理诉求和情绪需求；盲盒经济可谓是最典型的“情绪需求”消费品，其低廉的制造成本、并不高的技术门槛、与产品本身相背的高昂的价格，似乎仅能用满足“情绪需求”，或者“情绪需求”溢价作为最合理的解释；健身瑜伽逐渐成为日常，帮助维持人们的心理生理健康，健身 APP Keep 目前累计用户已近 2 亿人；心理咨询也不再被避而远之，接受度日益提高，泛心理学自媒体 Know Yourself 用户量高达近千万；内容付费也有了消费土壤，虽然各大长视频、短视频平台、知乎、豆瓣等社区一直有较高热度，但消费者的消费意愿近两年才逐步提升，各公司的收入构成也从原来的以广告收入为主，到如今会员付费收入也有一定占比。消费者越来越愿意为自己的精神世界付费，原本看似“不必要”的行业逐渐成为未来消费行业增量的主要贡献者。

3.2.1 医美：从非主流走向大众化

医美的快速发展与新消费密切相关，人们越来越愿意为“变美”付费，根据新氧 2019 年白皮书，中国医美总疗程数已经超过美国、巴西等国，居全球第一；新氧科技 20Q2 财报显示，20Q2 新氧 APP 平均月活用户约 680 万，同增 173.7%，预约服务付费用户总数超 17 万人。注射玻尿酸等“非手术类”医美占比持续提升，也是医美从非主流走向大众化的重要驱动力。

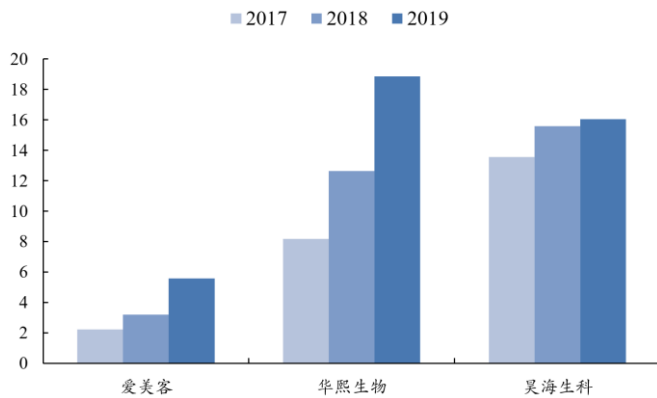
图表 18 “医美”成为小红书等社区热门话题



资料来源：小红书，华安证券研究所

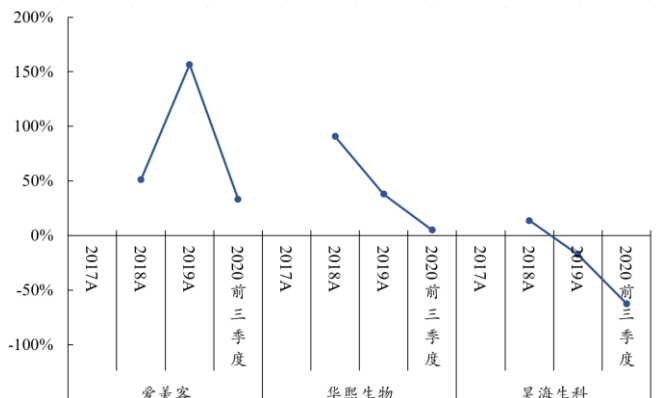
玻尿酸作为医美入门级产品，率先享有渗透率提升的红利，国产玻尿酸品牌与进口品牌相比具有更高的性价比，随着医美用户逐渐往 90 后、00 后集中，二线城市用户崛起，国产品牌与国内玻尿酸主要用户群体匹配度更高，未来将有望持续提升竞争力和市占率。爱美客、华熙生物、昊海生科作为国产玻尿酸产品头部供应商，有望受益于国产玻尿酸品牌份额提升。

图表 19 医美上市公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 20 医美上市公司营收增速

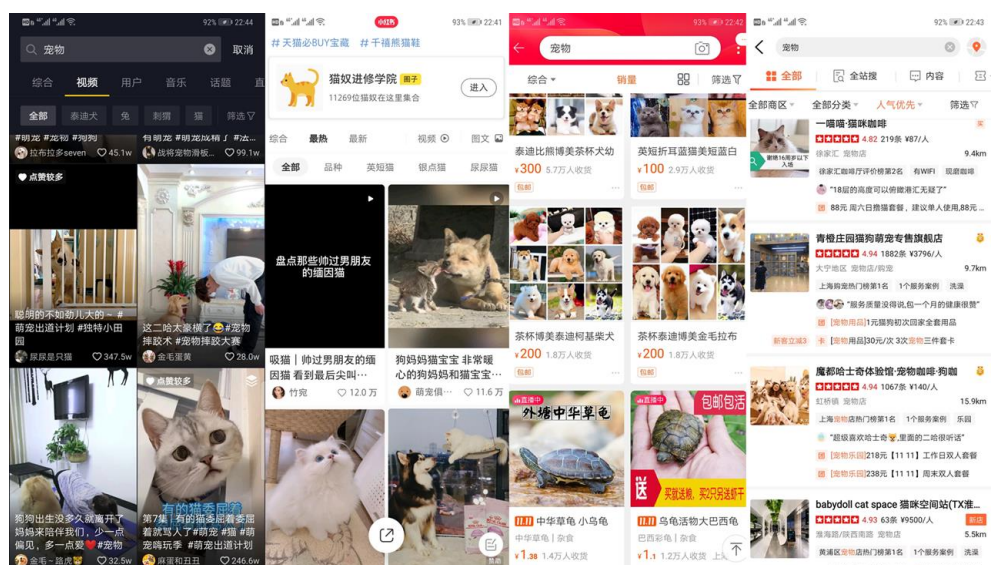


资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2.2 宠物：潜力巨大的蓝海市场

宠物能够给予人类情感陪伴，满足人们的情绪需求，也是在新消费时代逐渐兴起的重要行业之一。根据《2019 年中国宠物行业白皮书》，2019 年我国宠物行业市场规模突破 2000 亿，达 2024 亿元，同增 18.5%；其中宠物犬市场规模为 1244 亿元，同增 17.8%，宠物猫市场规模为 780 亿元，同增 19.6%。一方面由于养宠人数提升，另一方面人们也越来越愿意为宠物消费，2018 年人均单只宠物年消费金额为 5016 元，同增约 15%。

图表 21 宠物在各类平台占据重要地位

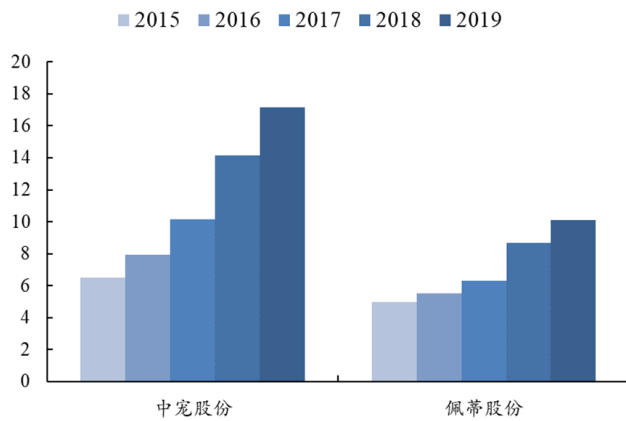


资料来源：抖音，小红书，淘宝，华安证券研究所

在宠物消费结构中，目前宠物食品占比最高，医疗和用品次之。中宠股份和佩蒂股份为国内宠物食品领域龙头，中宠股份主要产品为宠物零食、罐头及干粮等，2019 年宠物零食收入占总营收 81.24%；而佩蒂股份精准定位于宠物功能性食品，产品以畜皮咬胶和植物咬胶为主，2019 年咬胶类产品合计占总营收 62.84%。目前，中宠及佩蒂主要以出口 OEM/ODM 代工为主，2019 年国外收入分别占比 79.83%/85.96%，

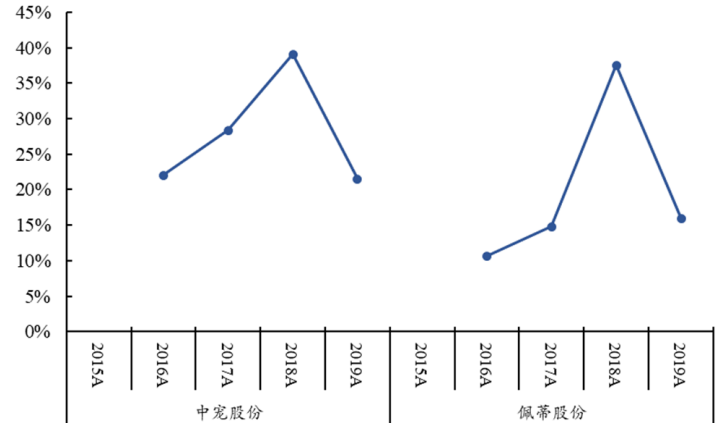
但随着国内宠物市场不断发展，两家公司积极推动自主品牌的国内消费，2019年中宠和佩蒂国内销售占比分别同比提升 2.20pct/6.21pct。

图表 22 宠物板块上市公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 宠物板块上市公司营收增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在宠物用品方面，我们认为该市场更加具备蓝海属性，具有更大的增长空间，且部分公司在一级市场已受到热捧。具备自主研发水平的小佩宠物为行业内代表企业，目前产品已涵盖宠物生活起居、饮食、出行等多方面宠物用品，其拳头产品宠物饮水机天猫旗舰店已销售超百万台。2020 年 9 月份小佩已完成数千万美元的 C+轮融资，目前共完成 5 轮融资，累计金额超 2 亿元。

图表 24 小佩饮水机



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3.3 背后的新基建

新消费时代的到来，另一方面也是基于供给层面技术的提升，数字经济和大数据成为时代的主流，支撑着新消费时代下各行各业的快速响应及快速变迁。而很多新消费时代出现的新兴中小企业，则需要第三方新基建供应商赋能。许多产品的供应链由原来的信息逐级传递方式，借助数字化转变得更为直接和透明，从而降低中间误差，同时缩短产品研发生产周期。此外，在新消费时代下，电商平台的快速发展降低了渠道壁垒，许多小品牌如雨后春笋般冒出，这些品牌往往以轻资产为主，将研发、生产、渠道运营、营销中的部分环节外包，从而催生了一些供应链服务提供商、电商代运营平台和数字营销平台。这些新基建供应商也将在新消费发展的过程中实现快速增长，成为优质投资标的。

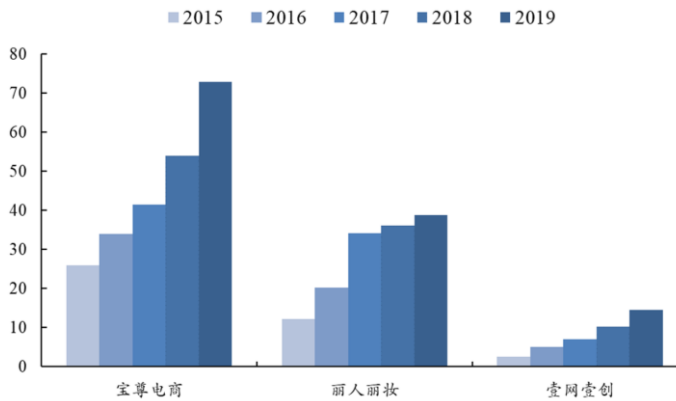
3.3.1 代运营：渠道数字化

随着新消费时代的来临，消费者的需求不断提升，同时也越来越讲究消费的便捷性。电商渠道能够对消费者多样化的需求做出迅速的反映，并能够满足其足不出户的诉求。在此背景下，电商行业迅速兴起，吸引了众多传统企业或者店面加入。

随之兴起的是代运营平台。新进入电商行业的许多传统企业或因不熟悉电商的游戏规则，或因自身营运能力增长跟不上电商渠道扩张的速度。这就需要具备营销、数字处理、供应链等全方面知识的代运营平台的协助。此外，代运营平台所拥有的大数据资源和大数据分析能力为其提供精准营销、预测销量等重要竞争力。以丽人丽妆为例，公司凭借强大的信息系统，通过大数据分析实现精细化管理和精准营销，能够为品牌方赋能。

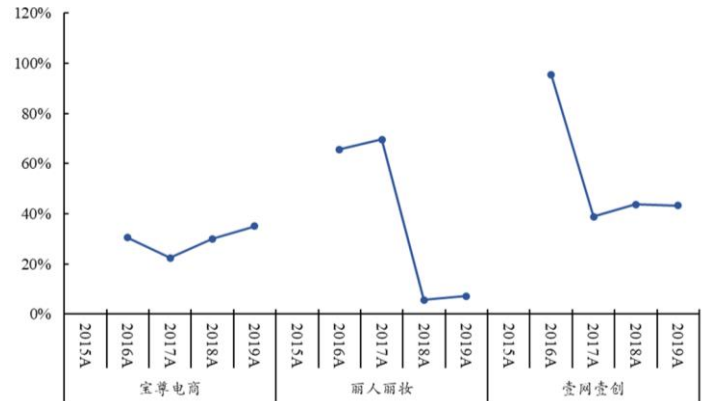
目前，代运营行业野蛮发展的第一阶段已经基本结束，正在往特征化经营、规范经营的方向发展。代运营行业 2012~2015 年是野蛮增长、无序发展的状态。随着市场不断出清，代运营行业出现了一批或具有自己独特销售优势，或在特定品类领域拥有丰富经验的优秀代运营企业，如宝尊电商、丽人丽妆和壹网壹创。宝尊电商能够为客户提供从前端到后端全套的电商服务，包括网站搭建、更新及托管、IT 设施搭建、客户服务、仓储物流以及数字营销等服务。目前已成功和 Intel、惠普、Nike、多乐士等 50 多家中外知名品牌企业保持合作。丽人丽妆深耕化妆品代运营十余年，目前已形成规模优势，建立了行业龙头地位。阿里网络为公司第二大股东，截至 20Q3 持股 17.59%，公司主要合作平台也以淘系为主，一定程度上能够受益于电商平台资源的倾斜。凭借公司在代运营领域多年的积累，目前已与欧莱雅、后等 70 余家国内外品牌形成长期稳定的合作。壹网壹创近年来快速成长，通过与天猫、淘宝、京东、唯品会、小红书等多平台合作实现站外引流。近年来，公司持续切入个护、家电等代运营领域，通过多元化发展，推动公司成长；同时公司凭借丰富的营销经验，致力于在代运营时会为品牌方提供整合营销和产品设计等服务，不断提升公司品牌力。

图表 25 宠物板块上市公司营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 26 宠物板块上市公司营收增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

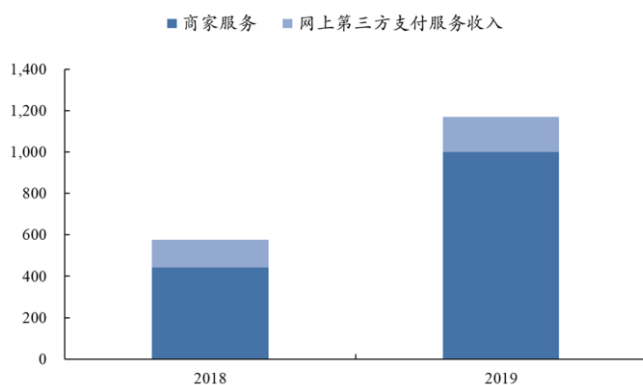
3.3.2 数字营销：助力中小企业实现精准营销

数字营销是使用数字传播渠道来推广产品和服务的实践活动，从而以一种及时、相关、定制化和节省成本的方式与消费者进行沟通。相比传统广告只能靠受众量估测、品牌认知度前后对比等调研得到的数字说服客户，数字营销在管理效率和成本控制上都更为优秀。因此，数字营销能够以更低的费用达到与传统广告模式相同的宣传效果，使得更多的小微企业也能够通过数字营销来宣传自己。

微盟和有赞便是数字营销中的领跑者。有赞旗下拥有有赞微商城、有赞零售等全面帮助商家经营移动社交电商和全渠道新零售的 SaaS 服务与产品。近年来，有赞收入构成中来自于商家服务的份额快速增长。2019 年有赞营业收入约 1.17 亿元，其中商家服务占比 85.47%。

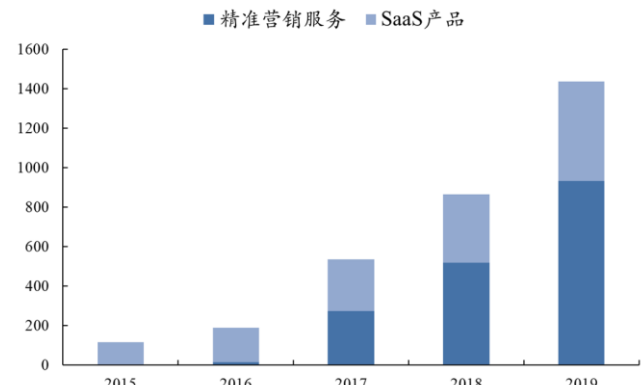
微盟是中小企业云端商业及营销方案解决方案提供商。透过公司的 SaaS 产品，公司提供多种针对于垂直行业的智慧商业解决方案，并通过公司的精准营销服务使客户企业向数字平台特定受众进行推广。近年来，微盟的精准营销服务收入快速增长，2019 年，精准营销服务收入近 1 亿元，占公司整体营业收入的 65%。

图表 27 有赞收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 28 微盟收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

4 投资建议

通过从宏观社会结构变迁和微观消费者心理变化两个方面进行分析，我们认为新消费的本质在于中国社会的主要矛盾从人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，而这背后的微观层面根本动因在于人们的“情绪需求”增加，以及其对应的消费意愿大幅提升。即解决基本的功能性需求已不再是中国社会的主要矛盾，缓解压力、提升快乐才是现阶段的主要矛盾。这种情绪需求的提升几乎是社会发展的必然，并且亟待解决，消费品也将承担部分缓解压力、提升快乐的功能。

其次，除了分析并证明情绪需求存在并增加的合理性与必然性，我们进一步认为，以情绪需求为主导的消费甚至将成为未来消费领域大部分增量的主要贡献者，不仅“收智商税”可能合理，甚至在部分领域，“收智商税”的能力将成为某些行业中衡量一个公司是否为优质标的重要标准，因为“智商税”对应的是品牌溢价或营销溢价等由情绪需求带来的溢价，而品牌营销是微笑曲线的末端高点，是中国企业在接下来的发展阶段中需要攻克的重要方向。

因此，我们建议在新消费时代重点关注三个投资方向：

（1）传统消费品行业的重生：进入新消费时代，功能需求已不足以满足消费者，情绪需求逐渐提升时，部分传统消费品必然面临着“重生”，需要被赋予更多缓解压力、提升快乐等解决情绪问题的能力，从产品外观、工业设计、品牌形象、与消费者的关系等方面进行重塑。建议关注例如小家电（相关标的：新宝股份、小熊电器、九阳股份、北鼎股份等）、化妆品（相关标的：珀莱雅、上海家化、丸美股份、御家汇等）、服装、零食等领域。

（2）新型消费篇行业的诞生：新消费在推动传统消费品重生之时，也催生了许多新兴消费的诞生，消费者越来越愿意为自己的精神世界付费，原本看似“不必要”的行业逐渐成为未来消费行业增量的主要贡献者。建议关注例如医美（相关标的：华熙生物、爱美客、昊海生科等）、宠物（相关标的：中宠股份、佩蒂股份等）、潮玩、内容付费等领域。

（3）背后的新基建：新消费时代的到来，另一方面也是基于供给层面技术的提升，数字经济和大数据成为时代的主流，支撑着新消费时代下各行各业的快速响应及快速变迁。而很多新消费时代出现的新兴中小企业，则需要第三方新基建供应商赋能。建议关注例如供应链、代运营（相关标的：丽人丽妆、壹网壹创、宝尊电商等）、数字营销等领域。

图表 29 相关标的的估值 (2020/11/10)

| 行业 | 代码 | 公司 | 总市值 (亿元) | 收盘价 (元) | EPS | | | PE | | |
|-----|-----------|------|-------------|------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| | | | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2021E |
| 小家电 | 002705.SZ | 新宝股份 | 361.62 | 50.13 | 0.86 | 1.38 | 1.65 | 58.46 | 36.33 | 30.35 |
| | 002959.SZ | 小熊电器 | 193.14 | 122.94 | 2.68 | 2.99 | 3.75 | 45.84 | 41.18 | 32.78 |
| | 002242.SZ | 九阳股份 | 279.94 | 38.06 | 1.07 | 1.20 | 1.39 | 35.57 | 31.83 | 27.45 |
| | 300824.SZ | 北鼎股份 | 72.18 | 35.32 | 0.40 | 0.45 | 0.59 | 87.56 | 77.81 | 59.99 |
| 化妆品 | 603605.SH | 珀莱雅 | 364.30 | 183.97 | 1.96 | 2.37 | 3.03 | 93.86 | 77.57 | 60.75 |
| | 600315.SH | 上海家化 | 282.73 | 42.20 | 0.83 | 0.55 | 0.72 | 50.84 | 76.15 | 58.62 |
| | 300740.SZ | 御家汇 | 76.38 | 18.71 | 0.07 | 0.28 | 0.44 | 267.29 | 66.30 | 42.14 |
| | 603983.SH | 丸美股份 | 257.12 | 64.57 | 1.37 | 1.33 | 1.60 | 47.13 | 48.58 | 40.42 |
| 医美 | 688363.SH | 华熙生物 | 749.57 | 160.10 | 1.34 | 1.40 | 1.90 | 119.48 | 114.61 | 84.40 |
| | 300896.SZ | 爱美客 | 658.70 | 551.81 | 3.40 | 3.41 | 5.15 | 162.54 | 161.77 | 107.20 |
| | 688366.SH | 昊海生科 | 177.44 | 120.87 | 2.27 | 1.37 | 2.36 | 53.25 | 88.04 | 51.15 |
| 宠物 | 002891.SZ | 中宠股份 | 109.35 | 56.20 | 0.46 | 0.73 | 0.98 | 122.17 | 77.33 | 57.07 |
| | 300673.SZ | 佩蒂股份 | 63.83 | 37.51 | 0.34 | 0.75 | 1.04 | 110.32 | 50.04 | 36.08 |
| 代运营 | 605136.SH | 丽人丽妆 | 156.56 | 41.69 | 0.79 | 0.82 | 0.98 | 52.77 | 51.00 | 42.75 |
| | 300792.SZ | 壹网壹创 | 199.27 | 146.64 | 3.37 | 2.31 | 3.27 | 43.51 | 63.47 | 44.82 |
| | BZUN.O | 宝尊电商 | 33.82 | 42.38 | 1.62 | 1.86 | 2.71 | 26.16 | 22.84 | 15.64 |

资料来源：万得一致预期，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济增速不及预期；疫情反复影响线下消费行业复苏。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。