

解构“人货场”，掘金新成长

——2022年新零售行业年度策略报告

报告要点：

● “人货场”三因素展现新特性，新零售风口将临

中国零售行业的历次变革的本质为对“人货场”三要素的重构与优化，人从同质化消费向差异化、个性化消费转变，货从简单的商品概念向品牌价值、全方位体验转变，场从线上、线下零售终端向泛零售、多元化场景转变。在当下，“人货场”三因素均展现新特性，Z世代成为消费主力军，悦己和社交为核心消费诉求；技术引领商品创新，产品更重性价比与设计体验感；线上线下消费场景融合趋势加强，海外市场为新增长力。在此背景下，新零售成为大势所趋，而对于“人货场”三要素的深耕以及关系重构，也将诞生不同的商业模式与投资机会。

● 在此我们精选了由宏观环境、科学发展和消费行为变迁等要素主导下，因人货场重构而带来潜在投资机会的12个细分行业，对其底层逻辑进行复盘，试图演绎推导行业前景并发掘核心标的。

● 人：新一代消费主体崛起下，新兴消费模式的兴起

潮流零售：在个性化购物体验需求下，市场规模快速发展，新兴竞争者涌现带来新生机，“快”和“准”成为竞争关键。**小酒馆：**夜间娱乐需求旺盛，赛道景气度较高。龙头海伦司重塑赛道商业模式，快速扩张下，市占率有望持续提升。**连锁餐饮：**疫情有望推动连锁化率提升，龙头公司将更大程度享受疫情结束后的行业回暖以及行业长期增长带来的收益。**线下娱乐：**线下真实社交的需求永存，技术突破有望催化众多新兴娱乐模式的诞生，AR/VR体验类娱乐值得期待。

● 货：由传统商品诉求，向多元消费需求的持续演进

培育钻石：培育钻石承载了Z世代对“性价比”和“悦己”消费诉求的兼容，行业正经历黄金发展期。**新型烟草：**行业的发展将逐渐进入政策规范化阶段，并将维持政府、烟草公司和烟民三大利益端的博弈平衡；竞争格局或将持续优化，生产商&品牌商占据核心优势。**工业大麻：**在政策合法化大势所趋的背景下，龙头企业有望切入更多产业链环节，从而提升自身致胜概率。

● 场：从线下到线上，从国内到国外，消费场景的延伸

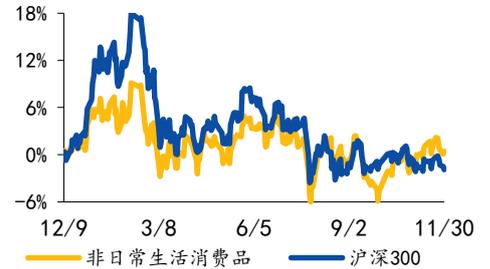
电商：或从粗放式低价竞争模式向多元差异化竞争与服务竞争模式转变，重视用户精细化运营、提供覆盖用户全生活场景服务、供应链高效的平台或取胜。**即时零售：**为微距电商新战场，渗透率有望大幅提升，商流与物流统筹协调度高的平台有望取胜。**智慧物流：**在线上线下融合趋势下，重要性凸显，当设备技术、产能、成本取得突破后，有望迎来需求拐点。**免税：**在政策助推的大环境下，行业渐趋“规模效应+替代效应+马太效应”，疫后国内免税业或将实现结构性高速发展。**跨境电商：**由“制造出海”向“品牌出海”的商业模式重构平台，低产品壁垒+高运营壁垒凸显龙头底蕴。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；新冠疫情影响；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争加剧。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-工业大麻行业深度：工业大麻：合法化趋势不减，行业迈入机遇期》2021.11.30

《国元证券行业研究-大消费行业双周报-人货场三维变革下，迈入潮流零售时代》2021.11.21

报告作者

分析师 徐偲
执业证书编号 S002052105003
电话 021-51097188
邮箱 xucai@gyzq.com.cn

联系人 余倩莹
邮箱 yuqianying@gyzq.com.cn

联系人 许元琨
邮箱 xuyuankun@gyzq.com.cn

目 录

1.从“人、货、场”三因素探索新零售行业投资主线	10
1.1 消费时代变迁背景下，传统零售向新零售演进	10
1.2“人、货、场”三因素引导中国零售行业变革	11
1.2.1 人：从同质化消费向差异化、个性化消费转变	11
1.2.2 货：从简单的商品概念向品牌价值、全方位体验转变	13
1.2.3 场：从线上、线下零售终端向泛零售、多元化场景转变	15
1.3 “人、货、场”展现新特性，新零售时代来临	18
1.3.1 人：Z世代成为消费主力军，悦己和社交为核心消费诉求	18
1.3.2 货：技术引领创新，产品更重性价比与设计体验感	21
1.3.3 场：线上线下融合趋势加强，海外市场为新增增长力	23
2.人：新一代消费主体崛起下，新兴消费模式的兴起	26
2.1 潮流零售：满足个性化购物体验，新兴竞争者涌现带来新生机	26
2.1.1 个性化购物体验需求下，零售行业拥抱新潮流文化	26
2.1.2 品牌商：产业链全环节把控与 IP 长生命周期运营或为致胜关键	28
2.1.3 渠道商：货品高效运营与消费场景沉浸化或为致胜关键	30
2.1.4 重点推荐创梦天地，受益标的包括泡泡玛特、KK TECHNOLOGY 等	33
2.2 小酒馆：满足夜间娱乐需求，高景气赛道下龙头市占率有望提升	35
2.2.1 Z世代社交和悦己双驱动下，赛道景气度较高	35
2.2.2 当前市场以独立酒馆为主，行业集中度提升空间大	37
2.2.3 龙头重塑赛道商业模式，快速扩张下，市占率有望提升	39
2.2.4 重点推荐海伦司	42
2.3 连锁餐饮：品质消费需求升级，疫情推动行业连锁化率提升	42
2.3.1 Z世代品质消费需求下，行业品牌效应凸显	42
2.3.2 疫情加速低效产能出清，行业连锁化率有望提升	44
2.3.3 线上化、数智化、零售化为长期发展趋势	46
2.3.4 受益标的包括海底捞、捞王、老乡鸡、老娘舅、广州酒家等	48
2.4 线下娱乐：真实社交需求永存，新兴娱乐模式接连不断	50
2.4.1 线下娱乐提供高体验感与沉浸感，为难以取代的真实社交模式	50
2.4.2 虚拟现实体验：技术突破下，AR/VR 渗透率有望快速提升	51
2.4.3 场景游戏：从发展初期走向成熟，规范整合下优胜劣汰	54
2.4.4 重点推荐创梦天地，受益标的包括歌尔股份、京东方 A、立讯精密等	55
3.货：由传统商品诉求，向多元消费需求的持续演进	56
3.1 培育钻石：满足“性价比”和“悦己”需求的细分黄金赛道	56
3.1.1 行业整体仍处发展黄金期，强竞争力下培育钻石塑造自身“利基市场”	56
3.1.2 天然钻石产量承压，培育钻石渗透率有望持续提升	59
3.1.3 产业链遵循“微笑曲线”，上下游发展潜力可期	60
3.1.4 重点推荐力量钻石，受益标的包括中兵红箭等	62

3.2 新型烟草：政策规范化下，行业有望开启高质量发展新征程	63
3.2.1 行业加速发展，渗透率提升空间广阔	63
3.2.2 政策逐步“靴子落地”，行业进入高质量成长通道	65
3.2.3“强监管政策”+“龙头强定价权”大背景下，产业链格局或将边际优化	66
3.2.4 打破传统行业天花板，新型烟草革命仍将延续	67
3.2.5 受益标的包括思摩尔国际等	69
3.3 工业大麻：合法化为大势所趋，行业迈入发展机遇期	69
3.3.1 整体行业仍为新兴行业，工业大麻本身用途广泛前景极佳	69
3.3.2 合法化仍是发展主旋律，美国或实现联邦层面合法化激发市场活力	70
3.3.3 受益标的包括 Tilray、Agrify 和英飞特等	72
4.场：从线下到线上，从国内到国外，消费场景的延伸	73
4.1 电商：从粗放式低价竞争向多元差异化竞争与服务竞争转变	73
4.1.1 行业获客成本高企不下，常年大促下消费回归理性	73
4.1.2 反垄断下头部效应减弱，差异化垂类竞争或为主趋势	75
4.1.3 从价格向服务取胜演变，渗透用户全生活场景	78
4.1.4 受益标的包括阿里巴巴-SW、京东集团-SW、拼多多、小红书等	81
4.2 即时零售：O2O 零售新模式，一站式即时购物渗透率有望提升	82
4.2.1 需求端：“懒宅经济”驱动下，即时零售快速崛起	82
4.2.2 供给端：微距电商新战场，助力线下零售数字化转型	84
4.2.3 品类扩展、全链路履约能力成未来发展关键	85
4.2.4 受益标的包括达达集团、顺丰同城等	87
4.3 智慧物流：线上线下融合趋势下，行业重要性凸显	87
4.3.1 物流为线上线下融合必备配套设施，自动化为大势所趋	87
4.3.2 智慧物流优化行业全环节，助力企业实现降本增效	89
4.3.3 受益标的包括中科微至、京东物流、欣巴科技等	93
4.4 免税：政策东风起，行业有望实现结构性高速增长	94
4.4.1 行业发展潜力仍然巨大，长期看好国内免税业核心环节	94
4.4.2 免税利好政策为行业高速发展“保驾护航”	96
4.4.3 消费回流大势所趋，线上消费持续升温	97
4.4.4 受益标的包括中国中免等	98
4.5 跨境电商：品牌出海仍为发展主旋律，龙头市占率有望边际提升	99
4.5.1 跨境电商逆势增长，品牌出海为发展主旋律	99
4.5.2 “强品牌+强运营+强产品矩阵”有望助力大品牌提升市占率	101
4.5.3 收入和成本端共振有望带来较大业绩弹性	102
4.5.4 重点推荐乐歌股份、安克创新，受益标的包括东方嘉盛等	103
5.风险提示	105

图表目录

图 1: 按 GMV 计中国零售市场市场规模 (单位: 万亿元)	11
图 2: 按 GMV 计生活用品零售市场规模 (单位: 十亿元)	11
图 3: 计划经济时期人们排队领取生活物资	12
图 4: 计划经济时期国家给居民发放的粮票	12
图 5: 改革开放以来中国居民人均可支配收入 (单位: 元)	12
图 6: 改革开放以来中国城镇化率及其推进速度	12
图 7: 我国居民消费支出结构变化	13
图 8: 中国人口年龄结构	13
图 9: 中国平均家庭户规模 (单位: 人/户)	13
图 10: 中国城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量 (单位: 台)	14
图 11: 我国汽车、家电等耐用消费品产量提升 (单位: 万台)	14
图 12: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元)	15
图 13: 品牌是购买奢侈品的首要原因	15
图 14: 2010-2020 年中国 GDP 及同比增速 (单位: 万亿元)	15
图 15: 2016 年和 2021 年中国品牌与境外品牌关注度占比	15
图 16: 计划经济时期居民的消费场景	16
图 17: 1954 建立全国统一的供销合作社系统	16
图 18: 1987 年中国第一家肯德基开业运营	16
图 19: 1992 年 6 月全国第一家商业合资企业燕莎友谊商城开业运营	16
图 20: 2016-2020 年中国网络支付规模及普及率 (单位: 万人)	17
图 21: 2010-2020 中国快递业业务量及增长情况 (单位: 亿件)	17
图 22: 互联网重塑人们的生活场景	17
图 23: 腾讯、百度、头条流量掌控与变现能力 (元/季度/DAU)	18
图 24: 潮流零售品牌 KKV 店内场景	18
图 25: 2020 年 Z 世代月人均可支配收入分布	18
图 26: Z 世代月人均可支配收入高于整体平均 (单位: 元)	18
图 27: Z 世代重视悦己型消费	19
图 28: Z 世代注重消费体验感	19
图 29: Z 世代购物的考虑要素	19
图 30: 我国大学生对超前消费的态度	19
图 31: Z 世代社交与表达需求旺盛	20
图 32: 2018-2022E 中国剧本杀行业市场规模及预测(单位: 亿元)	20
图 33: 2020 年我国网民对国粹文化传播的态度	20
图 34: 不同时期人们的民族自豪感调查打分 (10 分满分)	20
图 35: 2020 年全球范围内实验室培育钻石产能 (单位: 万克拉)	21
图 36: 2017-2020 年实验室培育钻石的零售价格	21
图 37: 德尔玛组合式挂烫机	22
图 38: 德尔玛除菌蒸汽拖把	22
图 39: 当代消费者关注的潮流品类	22
图 40: 2019 年人们购买服装因素 TOP10	22

图 41: 2020 年中国线上及线下消费行为变化.....	24
图 42: 2019 和 2020 年中国即时零售消费者看重因素	24
图 43: 新零售产业链图谱.....	24
图 44: 奈雪梦工厂实景	24
图 45: 中国进出口金额与同比增速 (单位: 亿美元)	25
图 46: 中国跨境电商出口规模 (单位: 亿元)	25
图 47: 2018-2020 年中国全球化 50 强品牌品牌力增长情况	25
图 48: 2021 年 Z 世代年均购买潮鞋次数.....	26
图 49: 2021 年 Z 世代购入的最贵潮鞋价格区间.....	26
图 50: 2021 年 Z 世代平均每年购买盲盒次数	27
图 51: 2021 年 Z 世代平均每年手办消费金额分布	27
图 52: 2020 年 10 月泡泡玛特微信小程序用户画像	27
图 53: 2020 年 11 月典型美妆品牌受众用户画像	27
图 54: 中国潮流零售市场的市场规模 (单位: 十亿元)	28
图 55: 潮流零售行业产业链.....	28
图 56: 泡泡玛特各类型新品发售数量统计	29
图 57: 泡泡玛特各类型新品发售占比	29
图 58: 泡泡玛特 IP 衍生品	30
图 59: 泡泡玛特会员数量及增速.....	30
图 60: 2020 年前五大潮流零售参与者 GMV 及 2018-2020 年复合年增长率 (单 位: 十亿元)	31
图 61: 2020 年前五大潮流零售参与者按 GMV 计市场份额.....	31
图 62: KK 集团旗下品牌合计门店数量 (单位: 家)	31
图 63: KK 集团采购流程-向第三方品牌合作伙伴采购	32
图 64: KK 集团采购流程-来自 OEM 及 ODM 合同商的自有品牌商品.....	32
图 65: KKV 的潮流门店设计	33
图 66: THE COLORIST 的潮流门店设计	33
图 67: 2021 年酒馆消费者喝酒状态	36
图 68: Z 世代小酒馆消费者目的	36
图 69: 2015-2025 年中国酒馆行业营业收入及预测 (单位: 亿元)	36
图 70: 2015-2025 年中国酒馆营业收入各线城市拆分.....	36
图 71: 2015-2025 年中国酒馆营业收入各线城市营收增速	37
图 72: 3-6 线城市消费渗透率有望反超 1-2 线城市.....	37
图 73: 连锁酒馆标准化供应链	38
图 74: 海伦司差异化商业模式形成破局.....	40
图 75: 海伦司产品毛利率.....	40
图 76: 各业态租金对比 (元/天/平方米)	40
图 77: 各餐饮业态单店配置员工数量	41
图 78: 各餐饮业态人工成本占比.....	41
图 79: 海伦司过去 3 年以及未来三年预测门店数 (单位: 间)	41
图 80: 2019-2021 年餐饮消费人群年龄分布	43
图 81: Z 世代每月各项花费统计情况 (单位: 元)	43

图 82: 2021 年 Z 世代二次就餐的原因	43
图 83: 90 后在社交平台分享美食情况	43
图 84: 2020 年 2 月外卖消费者的健康意识调查统计	44
图 85: 2020 年 2 月外卖消费者对外卖是否健康态度调查统计	44
图 86: 2014-2024 年中国餐饮市场规模及预测 (单位: 万亿元)	44
图 87: 中国每百人新冠疫苗接种量 (单位: 次)	44
图 88: 中国餐饮行业细分赛道	45
图 89: 2018-2020 年各品类连锁门店占比	45
图 90: 2010-2019 年中美餐饮连锁店铺占比对比	45
图 91: 2016-2025 年中国连锁餐饮和独立餐饮市场规模占比及预测	46
图 92: 2018-2020 年连锁餐饮企业在各线城市占比	46
图 93: 近三年堂食、外卖模式餐饮企业门店数量占比	46
图 94: 疫情前后不同品类餐饮外卖订单占比变化	46
图 95: 连锁餐饮全链路数智化管理	48
图 96: 海底捞售卖自嗨锅	48
图 97: 西北筱面村售卖牛羊肉及方便速食	48
图 98: 线下新潮消费的主要类型	50
图 99: 2025-2030 年中国 VR/AR 消费级应用市场规模预测 (单位: 亿元)	50
图 100: 2018-2022 年中国密室逃脱行业市场规模及增速 (单位: 亿元)	50
图 101: 2018-2022 年中国剧本杀行业市场规模及预测 (单位: 亿元)	50
图 102: 各年龄段线下娱乐参与率	51
图 103: 各年龄段线下娱乐消费支出大于 100 元的比例	51
图 105: Oculus Quest VR 设备生态分析及预测	52
图 106: VR 创新扩散曲线	52
图 107: 2020-2025 年 VR/AR 终端硬件市场规模及预测 (单位: 亿元)	53
图 108: 2020 年中国各行业 AR/VR 支出规模占比	53
图 109: 2016-2021 年中国 VR 线下体验馆市场规模及预测 (单位: 亿元)	53
图 110: 2017-2023 年中国虚拟偶像核心产业市场规模 (单位: 亿元)	53
图 111: 2020 年中国消费者对剧本杀担心的问题	54
图 112: 剧本杀行业存在问题	54
图 113: 全球钻石文化发展历史	56
图 114: 2009-2019 年全球钻石珠宝销售额	57
图 115: 2019 年全球抛光钻石需求比重分布	57
图 116: De Beers 旗下 Lightbox 培育钻石产品	58
图 117: 施华洛世奇推出的实验室培育彩钻	58
图 118: 大多数消费者仅能接受 10000 元以下的珠宝首饰	58
图 119: 培育钻石具备相对价格优势	58
图 120: 悦己消费已成为最主要钻饰购买力	59
图 121: 消费者对培育钻石的接受度逐渐提升	59
图 122: LightMark 上海线下店	59
图 123: LightMark 产品和宣传语	59
图 124: 全球毛坯钻石供给存在边际放缓的压力	60

图 125: 全球天然毛坯钻石供需仍为紧平衡状态	60
图 126: 全球培育钻石产量渗透率呈上升趋势	60
图 127: 全球约 4 成的培育钻石产能位于中国	60
图 128: 培育钻石产业链遵循“微笑曲线”	61
图 129: 印度在全球切割加工市场有超 90% 的份额	61
图 130: 全球烟草市场规模 (十亿美元)	63
图 131: 2019 年全球成人可燃烧烟草用户 (百万人)	63
图 132: 中国电子雾化产品渗透率较低	64
图 133: IQOS 部分全球市场市占率情况	64
图 134: 电子雾化烟产业链概览	66
图 135: 电子雾化烟烟具&烟弹行业价值链拆分 (元)	67
图 136: 全球不同性别人群烟草使用流行率	67
图 137: 全球烟草行业市场出货量持续下滑	67
图 138: RRP 产品研发费用投入与在研发费用中的占比变化趋势	68
图 139: 新一代 IQOS 产品创新技术概览	68
图 140: 中性假设下 2024 年全球大麻行业市场规模或将达到 587 亿美元	69
图 141: 全球大麻种植整体呈上行趋势	70
图 142: 美国超半数工业大麻加工商选择使用乙醇溶剂提取	70
图 143: 美国工业大麻产品主要消费场景	70
图 144: CBD 产品仍在迭代创新	70
图 145: 2020 年美国大麻合法化支持率已上升至 68%	72
图 146: 在大麻完全合法化的州成年人已逐渐成为消费者和接受者	72
图 147: 主要电商平台单季度营业收入 (单位: 亿元)	74
图 148: 主要电商平台单季度活跃用户新增人数 (单位: 亿)	74
图 149: 主要电商平台单季度拉新成本 (单位: 元)	74
图 150: 历年双十一期间全网销售额 (单位: 亿元)	75
图 151: 历年 11 月 11 日当天全网销售额 (单位: 亿元)	75
图 152: 2021 年中国网民不打算参加双十一购物节原因	75
图 153: 2021 年中国网民在双十一购物节购物态度	75
图 154: 历年 11 月 11 日当天各电商平台销售额份额	76
图 155: 近两年双十一电商平台百度搜索占比趋势	76
图 156: 垂类内容电商崛起	78
图 157: 阿里巴巴提供覆盖用户全生活场景的新零售服务	80
图 158: 京东智慧供应链体系	81
图 159: 2016-2018 年“懒”人群月活跃用户规模	83
图 160: 2020 年中国线上线下消费行为增速	83
图 161: 2020 年中国即时零售的消费场景	83
图 162: 京东到家商业模式	84
图 163: 消费者购买进一步趋于“近场化”和“数字化”	85
图 164: 2020 年中国即时零售用户及潜在用户期待在即时零售电商平台上购买的品类	86
图 165: 2019 和 2020 年中国即时零售消费者看重因素	86

图 166: 2015-2020 年线上零售市场规模及用户规模	88
图 167: 2015-2020 年线上线下零售总额占比	88
图 168: 2015-2020 年中国快递业务量及增速	88
图 169: 2015-2020 年中国快递业务收入及增速	88
图 170: 2013-2020 年中国社会物流总费用及增速	89
图 171: 2013-2020 年中美社会物流效率对比	89
图 172: 智慧物流行业的各个环节	89
图 173: 智慧分拣设备工作原理	90
图 174: 2016-2021H1 主要快递公司干线运输线路情况	90
图 175: 2016-2021H1 主要快递公司一级网点数量情况	90
图 176: 交叉带分拣设备在中国物流领域的应用历程	91
图 177: 智能分拣设备的价格演变-以交叉带分拣系统为例	91
图 178: 2018Q1-2021Q3 中通快递自动化设备使用套数以及单均分拣成本	91
图 179: 2018Q2-2020Q4 百世快递自动化设备使用套数	91
图 180: 2015-2020 年中国智慧物流市场规模及增速 (单位: 亿元)	92
图 181: 全球免税业市场规模及增长情况 (亿美元)	94
图 182: 中国免税业市场规模 (十亿元)	94
图 183: 韩国免税业销售情况 (亿美元)	95
图 184: 2015-2020 年我国居民购买力情况 (元)	95
图 185: 免税行业产业链拆分	95
图 186: 2018-2020 年全球部分免税集团销量对比 (亿欧元)	96
图 187: 全球各大免税店品牌数量	96
图 188: 中免与韩国部分产品价格体系对比 (元)	96
图 189: 海南离岛渗透率	97
图 190: 海南离岛免税客单价 (元)	97
图 191: 出境游人次 (万)	97
图 192: 出境游人次占全国旅游人次比重	97
图 193: 中国消费者境外购买免税商品规模仍然较大	98
图 194: 线上渠道消费呈边际上行趋势 (亿元)	98
图 195: 日上已推出相应小程序和公众号	98
图 196: 中国中免营收和归母净利润情况	99
图 197: 中国免税业行业市场竞争格局	99
图 198: 跨境电商行业历史沿革	100
图 199: 跨境电商行业渗透率及增长率情况	100
图 200: 跨境电商行业出口占比	100
图 201: 部分中国出海品牌	102
图 202: 致欧科技全球化仓储物流管理体系	102
图 203: 亚马逊陆续关闭约 3000 个中国品牌下的在线商户	102
图 204: 相关供应链公司依托跨境电商板块高速增长	102
图 205: 中国跨境电商出口规模及同比增长	103
图 206: 海内外户外运动需求指数	103
图 207: 出口企业销售成本率 (%)	103

图 208: 产品型出口企业销售成本率 (%)	103
表 1: 中国零售行业发展阶段	10
表 2: 计划经济向市场经济转轨时期的产业政策	14
表 3: 各国产服饰品牌转型创新, 提升产品设计感与产品国际知名度	22
表 4: 泡泡玛特珍藏系列发售情况	29
表 5: 泡泡玛特自有 IP 跨领域品牌授权合作情况	30
类型	30
表 6: 创梦天地线下店对比密室逃脱、剧本杀等新兴娱乐方式, 约局便利性及价格优势明显	33
表 7: 小酒馆与其他夜间娱乐场所对比	35
表 8: 2020 年中国酒馆行业领先参与者及市场份额	37
表 9: 2019 年英国酒馆行业领先参与者及市场份额	37
表 10: 小酒馆行业参与者	38
表 11: 酒馆行业各参与者抖音及微博热度对比	39
表 12: 海伦司与其他餐饮业态扣除主要成本后利润率对比 (2020 年)	41
表 13: 2020-2021 年中国外卖品牌 top50 榜单	47
表 14: 谜之神探剧本杀店投资预算 (二、三线城市举例)	54
表 15: 核心玩家入局剧本杀赛道	54
表 16: 天然钻石、培育钻石部分要素对比	57
表 17: 全球培育钻石市场规模预测	61
表 18: 中国电子雾化烟市场规模敏感性分析 (亿元)	64
表 19: 国内 HNB 产业链市场规模测算	64
表 20: 我国电子烟监管政策梳理	65
表 21: 菲莫国际新型烟草税后售价远高于传统烟草	68
表 22: 20 世纪末以来全球大麻合法化部分重要政策概览	71
表 23: 各平台 2021 年双十一战报核心差异	76
表 24: 各平台 2021 年双十一特色品类	77
表 25: 各电商平台会员体系情况	79
表 26: 即时零售可分为平台模式与自营模式	83
表 27: 即时零售区别于互联网电商	84
表 28: 物流公司单票成本与盈利能力对比 (单位: 元/票)	92
表 29: 2020 年部分中国跨境电商行业利好政策	100
表 30: 重点公司盈利预测	105

1.从“人、货、场”三因素探索新零售行业投资主线

1.1 消费时代变迁背景下，传统零售向新零售演进

中国的零售行业大致经历了“集贸式零售—连锁店式零售—电子商务式零售—新零售”四个发展阶段。历经工业革命、城市化进程、全球化趋势、互联网崛起等时代背景，零售行业先后出现了百货、邮购、连锁、自选超市、大卖场、折扣店、购物中心及电商等多种业态。

(1) 集贸式零售 (1990 年以前): 改革开放后，居民收入增长但实际购买力不高，消费者的功能性消费需求逐渐显现；商品供应能力受限于低效的物流方式以及运营模式，产能效率低下，且信息的高度闭塞导致供需严重不平衡；零售业态主要为以百货店、杂货铺为主的单一业态，特点是分散式、小面积、柜台售卖式的经营，经营效率低下，辐射人群有限。

(2) 连锁店式零售 (1990~2002 年): 人均可支配收入进一步增加，消费者对于商品的多样化需求开始增长；商品供应体系包括物流体系以及分销体系趋于规模化，商品的品类丰富性大大增加，且随着渠道力量的减弱，更多厂商开始研究消费者的购买习惯；自 1992 年开始，中国允许外资零售企业在华投资，中国形成了百货、超市、便利店、专卖店等多种业态并存的格局，1996 年后又出现了生鲜超市、社区超市等业态。

(3) 电子商务式零售 (2003~2015 年): 计算机的普及使得消费者获取商品信息的渠道更多元化，消费者更加追求性价比，对商品的品牌度以及丰富度有了更高的要求；移动互联网时代下，物流系统以及支付系统的完善大大降低了商品的流通周期，零售终端的商品价格溢价减少；大量依托互联网的电商平台比如淘宝、京东、阿里巴巴等迅速崛起，电商模式从 C2C 发展到 C2C 与 B2C 等多种模式并存，虚拟的线上交易场合提高了交易的效率，扩大了消费者的辐射范围。

(4) 新零售 (2016 年以后): 移动互联网逐渐渗透且改变人们的生活，消费者越来越追求高品质的生活，线上零售业态的推陈出新加速其对线下零售业态的替代，消费者更加注重实体零售场合的购物体验，个性化、娱乐化需求渐长；数字化的供应链管理方式使得商品的生产、库存以及销售等环节的控制更加精细化，随着全城配送体系的健全，商品与消费者的距离进一步缩短；社区团购、直播电商等新业态不断涌现，零售终端开启以“娱乐、互动、体验”为主的场景革命。

表 1：中国零售行业发展阶段

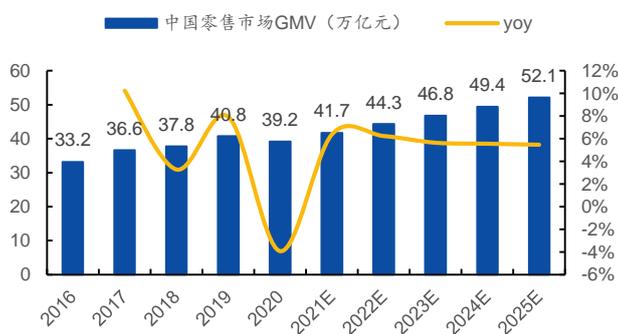
发展阶段	集贸式零售	连锁店式零售	电子商务式零售	新零售
时间	1990 年以前	1990~2002 年	2003~2015 年	2016 年以后
业态	集市、商铺、百货商店、自选商场	连锁超市、便利店、折扣店、大卖场、购物中心	C2C、B2C、B2B	门前到家、前置仓、社区团购
代表企业	上海第一百货商店、北京王府井百货	北京燕莎和塞特购物中心、家乐福、沃尔玛	淘宝网、京东商城、唯品会	每日优鲜、盒马生鲜、京东小时购

人的变化	消费意愿、消费水平较低，以解决温饱为主	从必需消费转向非必需消费；以求大求多为主要心理，追求同质化消费	休闲娱乐消费占比增加；追求品质化、品牌化、个性化消费	悦己消费取代均质消费，追求精神享受，社交需求
货的变化	物资匮乏，国家统购统销	商品供应增多，生产同质化产品；耐用消费品崛起	生产成本降低，性价比凸显；奢侈品消费崛起	潮流元素凸显；传统消费品体验升级；高级消费品走向大众化；小众消费品崛起
场的变化	单一分散的柜台售卖式场景	线下渠道扩张，消费场景多元化	线上渠道取代线下渠道，消费场景虚拟化	线上线下场景加速融合，消费场景生活化、便捷化

资料来源：国元证券研究所

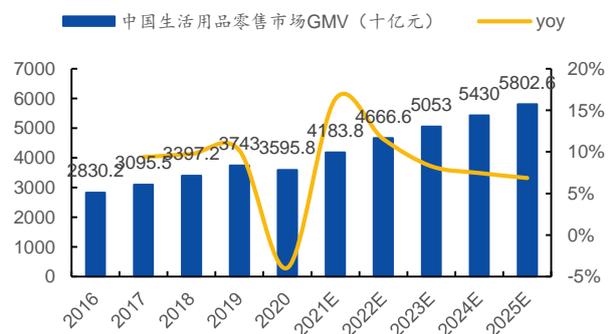
发展至今，中国零售行业的市场规模达 39.2 万亿元，并将持续增长。根据弗若斯特沙利文，按 GMV 计算，中国的零售市场规模从 2016 年的 33.2 万亿元增长至 2020 年的 39.2 万亿元，年复合增长率达 4.2%，预计到 2025 年市场规模将达 52.1 万亿元。其中，生活用品零售市场为中国零售市场最大的市场分部之一，2020 年约占中国零售市场规模的 9.2%，其市场规模从 2016 年的 2.83 万亿元增长至 2020 年的人民币 3.60 万亿元，复合年增长率为 6.2%，预计到 2025 年市场规模将达到 5.80 万亿元。

图 1：按 GMV 计中国零售市场市场规模（单位：万亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 2：按 GMV 计生活用品零售市场规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

1.2 “人、货、场”三因素引导中国零售行业变革

我们对中国零售行业的历次变革进行复盘，认为其变革的本质为对“人、货、场”三要素的重构与优化，其核心为提高供应链的效率，以满足消费者的个性化需求以及企业的高效运营需求。

1.2.1 人：从同质化消费向差异化、个性化消费转变

计划经济时期，国民欲望受限，消费无差别。国民经济发展处于初期，人均可支配收入较低，人口规模不断扩张，且绝大部分为农村人口，在物资匮乏的背景之下居民勤俭节约的消费意识形成，整体消费意愿和水平维持低位，以满足基本温饱为主。居民的消费需求被抑制，对商品数量的要求大于对产品品质的要求，消费无差别成为这一

时期消费者的主要特征。

图 3：计划经济时期人们排队领取生活物资



资料来源：百度图片，国元证券研究所

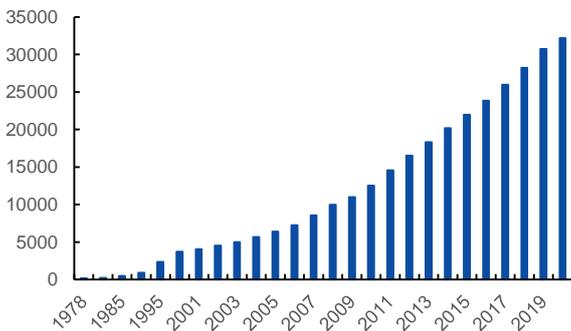
图 4：计划经济时期国家给居民发放的粮票



资料来源：百度图片，国元证券研究所

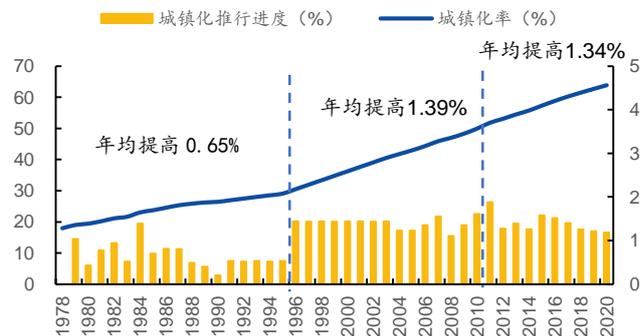
改革开放以后，由必要消费转向非必要消费。改革开放后经济迎来高速增长期，人均可支配收入增加，居民消费倾向增强。计划生育后人口规模得到控制，劳动年龄人口占比显著提升，同时家庭规模逐渐减小，中国进入高速城镇化阶段，人口持续向城市迁移。在消费支出增加、家庭规模得到控制、人口迁移的趋势下，居民的消费意识以及欲望不断增强，由必要消费转向非必要消费，居民消费数量实现空前的提升。

图 5：改革开放以来中国居民人均可支配收入（单位：元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

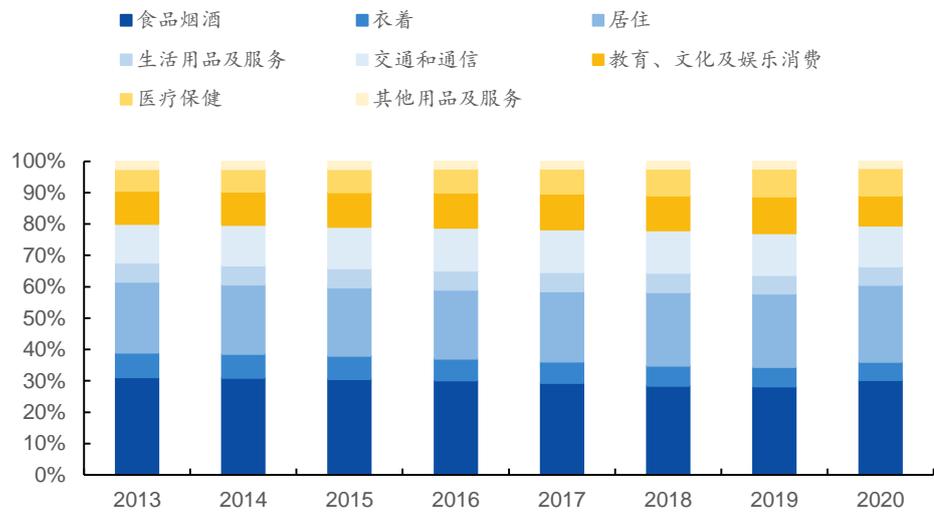
图 6：改革开放以来中国城镇化率及其推进速度



资料来源：Wind，国元证券研究所

进入新世纪后，消费结构与消费理念升级。中国经济持续高速增长，对外开放趋势下大批外国消费品牌进入中国，消费者的品牌意识开始觉醒。随着社保体系以及医疗服务水平提高，65+岁年龄的人口占比提高，文化娱乐以及医疗支出占比不断提高，人们的需求层次呈现从“吃饱穿暖”等传统消费向“医教文娱”等新兴消费转变的趋势。城镇化进一步推进，大批农民工进城务工，越来越多年轻人选择在大城市结婚生子，接受大城市的品质消费与高级消费观念，消费升级的趋势明显。

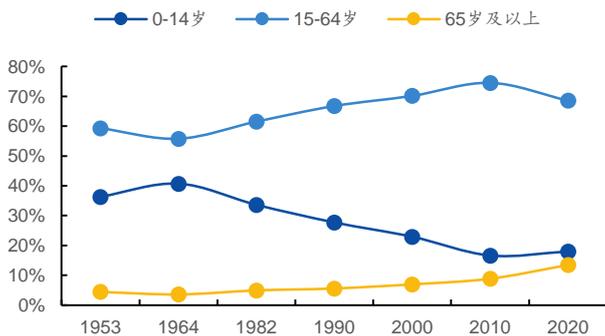
图 7：我国居民消费支出结构变化



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

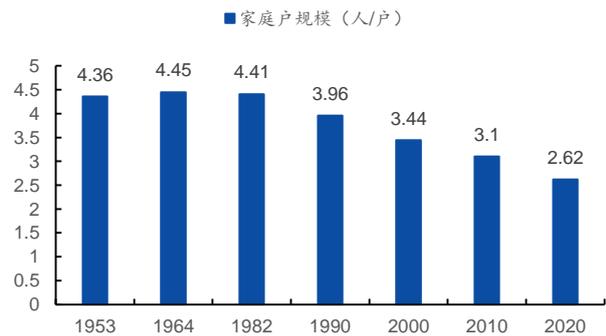
金融危机后，个性化、理性化消费趋势明显。金融危机后全球经济增速放缓，党的十九大宣布中国由高速发展阶段转向高质量发展阶段。随着妇女收入与地位提升，年轻人的结婚与生育意愿逐渐减弱，老龄化趋势逐渐加重，单身群体逐壮大，单身趋势下人们的孤独感增强，因为纯粹的物质消费带来的满足感在购买瞬间实现最大化后会渐渐削弱，而分享带来的内在快乐可以在交换中不断增加并延续，以 Z 世代为代表的年轻群体更重视通过消费的产品展现独特的自我，通过线上线下融合的消费场景满足其社交的需要，精神消费的偏好渐显。同时，经济的持续波动、物价上涨生活成本的提高使得人们对未来前途的心理预期更加谨慎，这也进一步固化了其更为保守的投资和消费方式，消费者转向注重性价比的理性消费。

图 8：中国人口年龄结构



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：中国平均家庭户规模 (单位：人/户)



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2.2 货：从简单的商品概念向品牌价值、全方位体验转变

建国以后我国面临物资供应匮乏，优先发展重工业。对重工业发展的过分倾斜，导致

我国农业和轻工业发展缓慢，难以满足人们的基础物质需求。国家对粮食等生活必需品实行采取统购统销政策，运用自上而下的计划，统一生产分配，基础衣食住行的消费实现从无到有的突破，居民消费的产品以基础的生活百货为主。

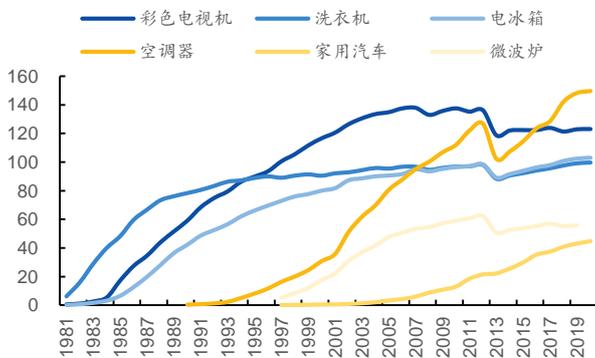
表 2：计划经济向市场经济转轨时期的产业政策

历史阶段	政策主要内容	政策效果
改革开放初期	增加轻工业投资； 加大对轻纺工业支持力度，并实行“六个”优先措施	压缩重工业，鼓励发展轻工业
20 世纪 80 年代中后期	选择部分国有企业作为本行业内的定点企业进行扶持，如彩电	非国有经济大量出现并进入市场； 采取计划定点和目录管理，防止重复建设带来资源浪费
20 世纪 90 年代初期	以计划手段为主、以扩大产量解决产品短缺为目标的产业政策基本退出历史舞台	轻工业已经基本解决短缺问题，总体上供大于求

资料来源：《借鉴与转型：中日产业政策比较研究》，国元证券研究所

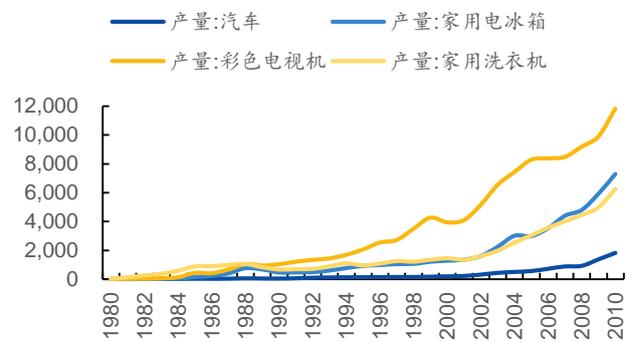
改革开放后，我国商品供应的种类与数量迎来大爆发，实现大规模生产。我国城镇化率持续提升，人口不断向城市涌入，家庭结构小型化使得以家庭为单元的物质消费需求激增，80 年代起洗衣机、彩电、电冰箱陆续走入城镇家庭，90 年代后空调、家用汽车等逐渐融入居民生活，耐用消费品的消费开始增长；市场化机制下商品供应能力增长，流通速度加快，同时，有能力的厂家通过大规模生产技术降低生产成本，实行差异化的产品战略。

图 10：中国城镇家庭平均每百户耐用消费品拥有量(单位：台)



资料来源：Wind，国元证券研究所

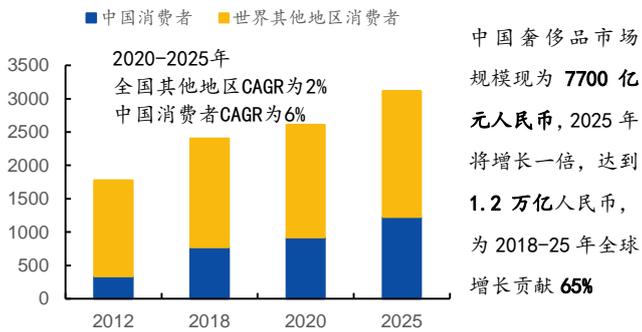
图 11：我国汽车、家电等耐用消费品产量提升(单位：万台)



资料来源：Wind，国元证券研究所

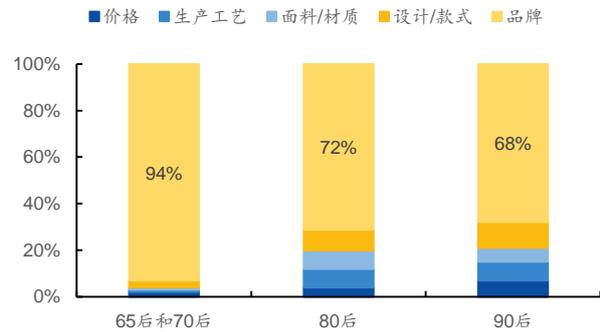
进入新世纪后，品牌优势溢价明显，消费的享乐之风盛行。国际品牌加速涌入中国市场，掀起一股崇尚欧美大牌的风尚，同时由于生产技术普及使得消费者难以察觉产品间的差异，品牌口碑成为商品级别的主要标识。享乐之风盛行，人们愿意为品牌价值支付更高的溢价，高端奢侈品消费逐渐增长。同时，产品质量取代价格成为消费者决策的主要参考因素，在高价耐用品的消费上表现出较低的价格弹性。此外，市场需求主要由生产供应主导，通常是新品推出后引发新一波的消费热潮。

图 12: 全球个人奢侈品消费市场变化趋势(单位:十亿元)



资料来源: 麦肯锡中国奢侈品报告 2019, 国元证券研究所 (注: 奢侈品包括成衣、腕表珠宝、配饰、美妆, 按固定汇率 1 欧元=7.3 元计算; 中国消费者部分包括国内和海外消费)

图 13: 品牌是购买奢侈品的首要原因



资料来源: 麦肯锡中国奢侈品报告 2019, 国元证券研究所

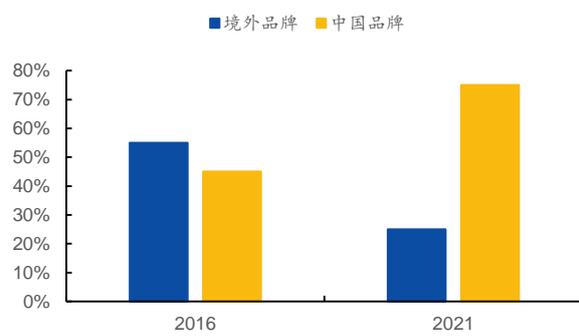
经济增速放缓后, 产品性价比、个性标签以及实际体验的重要性渐显。随着人们的消费行为逐渐回归理性, 商品的价格逐渐回归正常价值, 高端消费品的价格降低, 受众更加广泛。相较于以往的高价外国品牌, 人们开始更偏好贴合本国人民消费需求和心理, 并且具有性价比的本土品牌, 本土文化自信增强, 以拼多多为平台承载的大量小众品牌开始崛起, 主打国潮文化的产品大受欢迎。消费者不仅消费产品本身, 更加注重其附带的品牌价值、个性标签、情感呼应以及购物流程、环境与服务等实际购物体验。与传统零售不同, 新零售注重用户需求与服务体验, 通过洞察消费者数据分析偏好, 从而指导产品研发以及创新。

图 14: 2010-2020 年中国 GDP 及同比增速 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 15: 2016 年和 2021 年中国品牌与境外品牌关注度占比



资料来源: 《百度 2021 国潮骄傲搜索大数据》, 国元证券研究所

1.2.3 场: 从线上、线下零售终端向泛零售、多元化场景转变

中国的零售行业起源之初, 零售业态单一。建国以后, 零售业组成主要由家庭小作坊生产交易与小规模的杂货铺, 特点是分散式、小面积、柜台售卖式的经营, 经营效率低下。后来随着商品供应的种类与数量不断爆发, 专业售卖、囤货流通的百货商店开始崛起, 由一个百货商场解决人们多样化的需求。

图 16：计划经济时期居民的消费场景



资料来源：百度图片，国元证券研究所

图 17：1954 建立全国统一的供销合作社系统



资料来源：百度图片，国元证券研究所

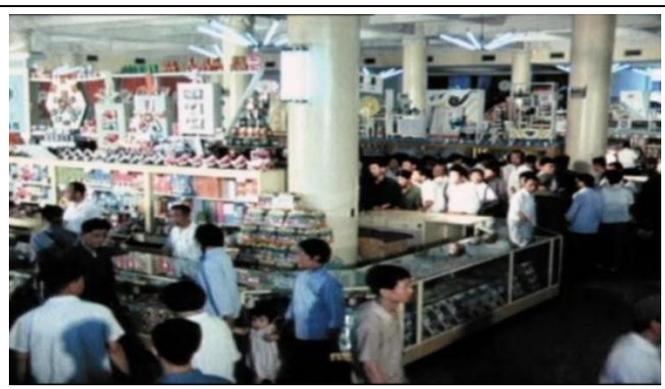
改革开放后，中国的零售业态逐渐丰富。由于百货商场的辐射人群半径有限，商家的收益受限于商圈范围，推动了以连锁超市为代表的运营模式，实体分店逐渐增多。随着中国城镇化的进程加快，家庭单位构成中单人户的数量增长，以便利店为代表的个人消费场景兴起，同时，更多的外国零售商获批进入中国，引入更加多元化的零售业态，比如大卖场、购物中心等。随着计算机的应用系统逐渐应用于零售行业，现代化的收银系统、订货系统的运用提高了行业效率。

图 18：1987 年中国第一家肯德基开业运营



资料来源：百度图片，国元证券研究所

图 19：1992 年 6 月全国第一家商业合资企业燕莎友谊商城开业运营



资料来源：百度图片，国元证券研究所

进入新世纪，互联网科技革命推动了零售场景从实体走向虚拟。支付宝等线上支付形式的完善保障线上资金交付的安全性，第三方物流快速崛起为电商发展提供保障，2005 年至 2013 年我国快递业务量以每年 30% 的速度递增，2013 年快递业务总量达到 92 亿件。线上零售渠道的渗透率不断提高，淘宝、京东等电商平台成为越来越多人的消费场所。同时，互联网开始渗透人们的各个生活场景，实现从购物、社交、租房、出行、支付等全场景的覆盖。

图 20: 2016-2020 年中国网络支付规模及普及率 (单位: 万人)



资料来源: CNNIC, 国元证券研究所

图 21: 2010-2020 中国快递业业务量及增长情况 (单位: 亿件)



资料来源: 国家邮政局, 国元证券研究所

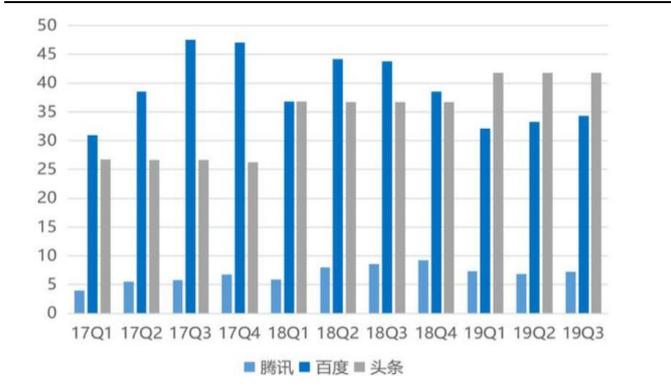
图 22: 互联网重塑人们的生活场景



资料来源: CBNDData, 国元证券研究所

伴随着线上零售红利消退，新零售模式实现全场景覆盖。以三个头部互联网企业为例，按 DAU 口径，百度在 2017Q1-2019Q3 的流量掌控能力和广告变现能力下滑最为明显，腾讯进入 2019 年后增长乏力，头条系增速明显放缓，可见中国互联网流量红利开始进入衰退期。为控制成本，电商平台通过渗透线下终端消费环节，强化精准投放，同时，传统渠道开始重视线上数据价值，新零售模式应运而生。在此模式下，商家依托线上电商平台提供数据支持，进行精准营销，同时线下环节承接线上流量，功能趋于多元化，一方面负责物流配送，另一方面提供体验服务，线上线下共享资源，协同发展，引导了线上下单、线下取货的消费习惯，重构融和消费体验，完善 O2O 交易闭环。

图 23: 腾讯、百度、头条流量掌控与变现能力 (元/季度/DAU)



资料来源: WIFIPX, 国元证券研究所

图 24: 潮流零售品牌 KKV 店内场景



资料来源: 百度图片, 国元证券研究所

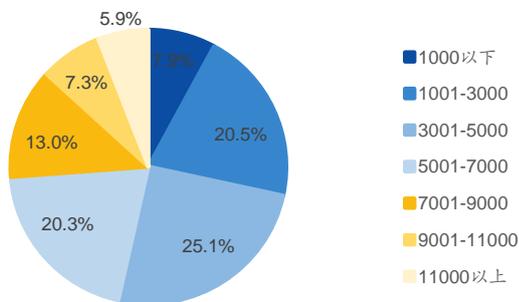
1.3 “人、货、场”展现新特性，新零售时代来临

我们认为，在新一代消费者崛起、产品品质技术升级、线上线下国内国外消费场景融合等背景下，新零售成为大势所趋，而对于“人、货、场”三要素的深耕以及关系重构，也将诞生不同的商业模式与投资机会。我们对当下“人、货、场”三要素展现出的新特性进行分析，并将在后文从这三个方面探寻投资主线。

1.3.1 人：Z 世代成为消费主力军，悦己和社交为核心消费诉求

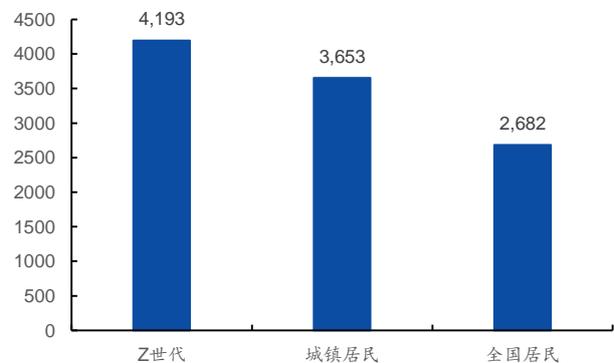
特性一：人均可支配收入较高，消费能力凸显。Z 世代所生活的时代正处于中国对外开放进程与市场化经济改革加速，居民可支配收入增长迅速。根据艾媒咨询调研数据，2020 年 Z 世代月人均可支配收入达 4193 元，高于全国居民平均水平；从收入来源来看，在校生收入以家人提供的生活费与校外兼职工资为主，已就业人群收入以固定工资薪酬为主。依靠自身或家庭的财富积累作为经济支撑，年轻人群因商品消费而产生的经济负担或顾虑减轻，导致商品购买与否的权衡标准或发生变化。

图 25: 2020 年 Z 世代月人均可支配收入分布



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

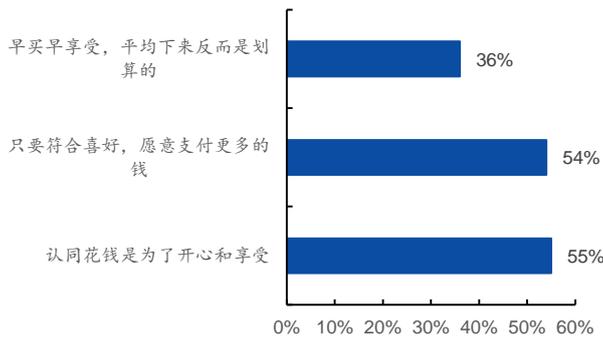
图 26: Z 世代月人均可支配收入高于整体平均 (单位: 元)



资料来源: 艾媒咨询, wind, 国元证券研究所

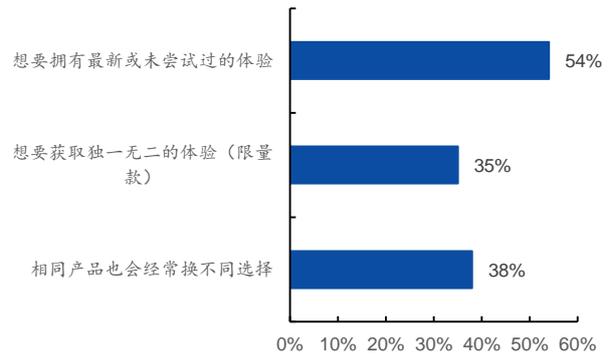
特性二：更注重精神享受，悦己消费取代均质消费成主流。Z世代的成长基本告别了物质资源紧缺的时代环境，其接受高等教育水平逐渐提升因而更加注重消费带来的精神体验和满足感。根据《Z世代消费力白皮书》，有55%的Z世代认同花钱是为了开心和享受，愿意为喜好支付更高价格及早买早享受的消费观也在年轻群体内兴起。同时在当前快节奏的生活方式下，年轻人群对于减压、治愈、自我满足的心理诉求增强，重视消费所满足的情感需求，Z世代对新鲜事物和独特的消费体验表现出明显偏好，均质消费方式逐渐被悦己消费所取代。

图 27：Z世代重视悦己型消费



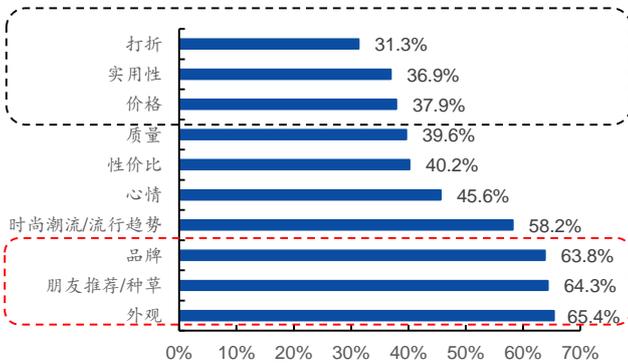
资料来源：《Z世代消费力白皮书》，国元证券研究所

图 28：Z世代注重消费体验感



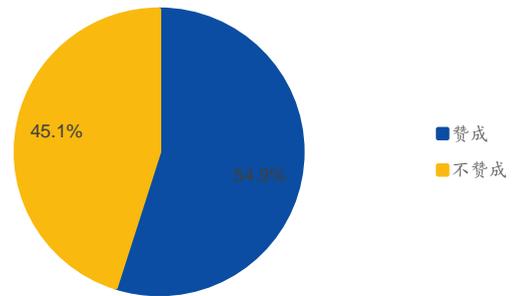
资料来源：《Z世代消费力白皮书》，国元证券研究所

图 29：Z世代购物的考虑要素



资料来源：库润数据，国元证券研究所

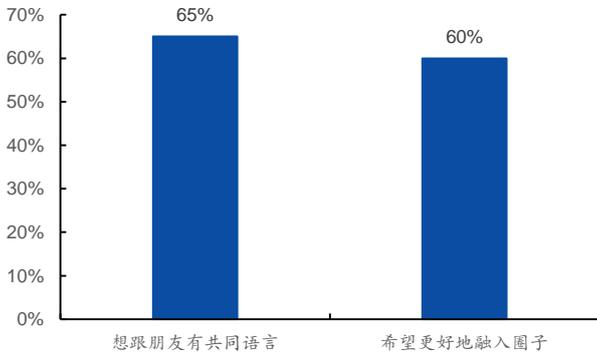
图 30：我国大学生对超前消费的态度



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

特性三：更渴望情感倾诉，线上线下社交需求旺盛。作为独生子女的Z世代有强烈的社交表达和分享诉求，超60%的Z世代表示希望和朋友有共同语言，能够更好融入社交圈，B站、小红书等以UGC（用户原创内容）为支撑的平台迅速占领市场并带动相关消费。我们认为依托于互联网的公共空间为Z世代在线上创造自我价值并拓展社交圈层提供了有效途径，而线下社交作为深化线上社交关系的途径亦必不可少。根据中国青年报社社会调查中心2021年调查数据，84.1%的受访者喜欢线下游戏社交，90.2%的受访者认为线下游戏社交会成为年轻人社交新方式。

图 31: Z 世代社交与表达需求旺盛



资料来源:《Z 世代消费力白皮书》, 国元证券研究所

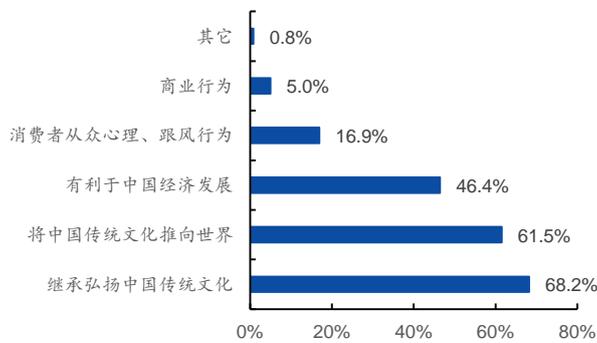
图 32: 2018-2022E 中国剧本杀行业市场规模及预测(单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

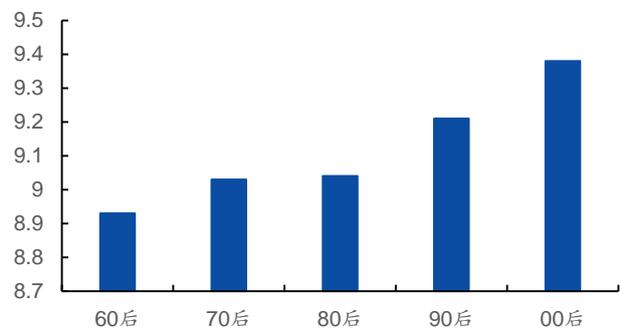
特性四: 传统文化认同感增强, 民族自豪感提升。当前国人对于国家和民族的认同感日益提升, 文化自信逐步回归, 根据艾媒咨询数据, 60%以上受访网民认为国粹与潮流的融合有助于继承弘扬和对外传播中国传统文化。Z 世代充分享受时代红利, 表现出了强烈的爱国情怀, 且其对于新事物接受能力强, 更具文化理性并热衷创意。根据中国青年报社社会调查中心数据, 从 60 后到 00 后, 人们的民族自豪感逐步提升, 90 后打分为 9.21, 00 后打分为 9.38。

图 33: 2020 年我国网民对国粹文化传播的态度



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

图 34: 不同时期人们的民族自豪感调查打分 (10 分满分)



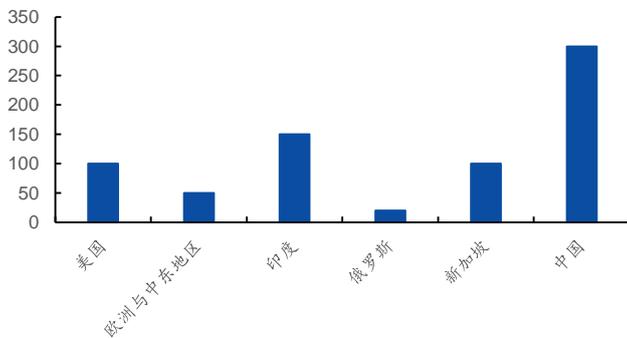
资料来源: 中国青年报社社会调查中心, 国元证券研究所

综上, 在强经济购买力的支持下, Z 世代的消费动机逐步转向以悦己和社交为核心, 商品消费不再局限于获得单纯的物质享受, 而是愈发重视消费带来的精神体验。相较于传统消费业态, 我们认为, 以潮流零售、连锁餐饮、线下娱乐体验 (剧本杀、AR/VR 等) 等为代表的新兴业态在近年来如雨后春笋般诞生成长的关键在于, 其合理把握了当前时代下消费者的心理坐标和动向, 切中了年轻一代情感需求中的某个机会点, 进而凭借独特的品牌调性、产品设计和多元的营销渠道率先抢占某一直击痛点的小众消费群体的心智, 而后尝试实现规模化的扩张和发展, 获得持续的成长动力。

1.3.2 货：技术引领创新，产品更重性价比与设计体验感

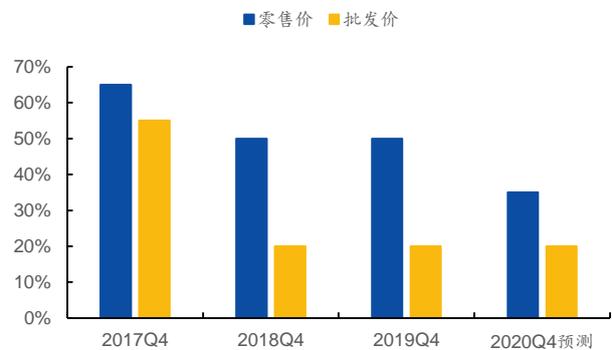
特性一：技术降低成本，高端消费品向大众市场普及。以培育钻石为例，由于技术的不断进步，培育钻石的产能得到提高，根据贝恩咨询报告，2020年实验室培育钻石产量达到600万至700万克拉，其中50%至60%的培育钻石是在中国采用高压高温技术生产。培育钻石单位成本和价格随之不断下降，2017年一颗1克拉的实验室培育钻石的零售价格，是同等属性、经过抛光的天然钻石售价的65%，到2020年，这一比例已经降至35%。越来越多的高端珠宝商开始使用培育钻石以解决钻石供应短缺价格昂贵的问题，使消费者实现“钻石自由”。2021年5月初，全球珠宝产量最高的时尚品牌潘多拉宣布将不再使用天然钻石，改用实验室合成钻石。

图 35：2020 年全球范围内实验室培育钻石产能（单位：万克拉）



资料来源：贝恩咨询，国元证券研究所

图 36：2017-2020 年实验室培育钻石的零售价格



资料来源：贝恩咨询，国元证券研究所（注：以每个时期平均折扣和价格计算得出）

特性二：传统消费品取得升级突破，提升体验感。以家电为例，传统的大型家电如彩电、空调、冰箱、洗衣机等由于存在一定的使用周期，市场几近饱和，近年来定位小型方便体验佳的小家电开始独霸市场，各电器巨头纷纷投入小家电的创新浪潮，一方面在原有产品上进行创新，增加单个产品的功能，达到一物多用的效果，另一方面通过开发新的产品类型以满足消费者的多样化需求。比如德尔玛生产的组合式蒸汽挂烫机就是集熨斗、挂烫机于一体的组合式蒸汽挂烫机，其推出的除菌蒸汽拖把在拖地的同时达到消毒的效果。如今，传统的小家电产品的设计正朝着与时尚、健康等现代化理念结合的方向发展，同时随着移动互联网、物联网等新兴技术的发展，小家电产品将会与其产生更加深度的结合，实现联网控制等智能化功能，以满足市场的智能化需求。

特步	在跑步细分领域实施“产品+”、“体育+”、“互联网+”的“3+战略”，构筑和完善“赛事、装备、服务、社能够及时获得相关数据，并对运动大数据进行分析、云计算，对跑者身体交”的跑步生态圈	恢复提出科学指导
361度	品牌重塑，推进公司的品牌形象国际化、年轻化、高端化	361度在上海推出与纽约著名设计工作室 STAPLE DESIGN 合作的 M1° RO 系列产品；与印尼太阳百货达成合作，乘亚运东风进入印尼市场，拓展海外市场带来新增长点
安踏	推行“单聚焦、多品牌、全渠道”的战略，通过 DTC 实现以消费者为中心和人、货、场的重塑，形成从产品开发、运营到营销的良性闭环	投资 15 亿元兴建的整合自动化存储、分拣、配送及大数据中心的“一体化物流园”；旗下品牌 FILA 携手著名时装设计师 Jason Wu 推出全新的 JASON WUXFILA 高级运动时装系列，于香港太古坊 Artistree 发布
森马	品牌升级，剥离亏损业务 Kidiliz，聚焦年轻消费群体	布局 B 站、抖音、天猫、微信、各大购物中心、电竞及圈层粉丝社群等全域渠道，在线下粉丝观赛会、游戏化直播互动、社群互动等进行营销互动
波司登	聚焦主品牌、聚焦主航道“羽绒服领域”	持续研发羽绒服专业性上，已累计发明、实用新型及外观专利共 231 项；与爱马仕设计师高缇耶两次合作，推行专业、时尚、保暖兼具的功能服饰概念

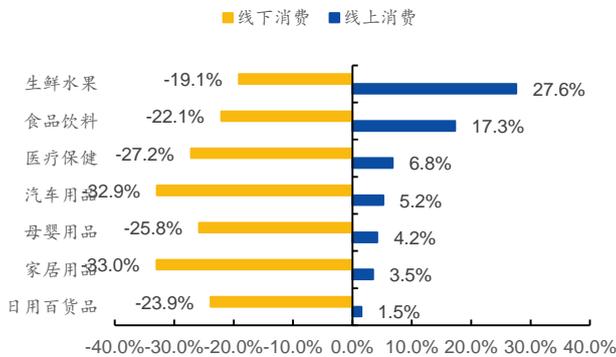
资料来源：公司官网、国元证券研究所

综上，在生产技术创新以及市场同质化的趋势下，具有性价比、体验感、个性化的产品逐渐取代传统的消费品成为新时代消费者的选择，商品价格逐渐回归正常价值，理性的消费者更注重产品带来的实际体验。相较于传统消费品，我们认为，以潮流美妆、潮流玩具、培育钻石、电子烟、小家电等为代表的新兴消费品具有可期待的成长空间，原因在于其产品得益于技术进步具有较高的性价比，更符合新时代消费者的理性消费观；同时产品结合潮流文化、民族文化等标签，更加契合消费者通过消费产品表达个性自我的需求；产品不再是单纯的功能性概念，而是给消费者提供除了基础功能以外的升级体验，未来具有持续发展的动力。

1.3.3 场：线上线下融合趋势加强，海外市场为新增长力

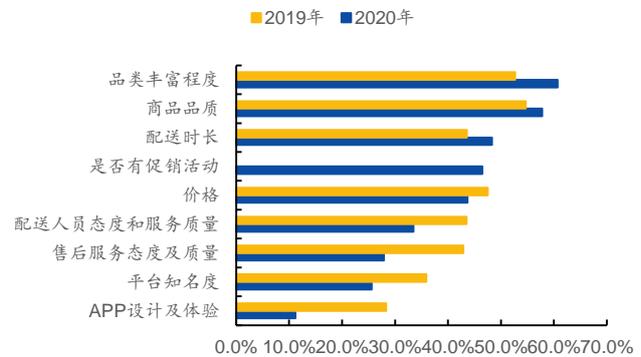
特性一：互联网重塑生活场景，注重即时便捷的高效率消费。21 世纪以来，互联网技术对人们“衣、食、住、行、乐”等消费场景进行了全方位升级，发展至今，消费者对于消费的高效便捷程度要求更高。如，以配送时间短为代表的盒马生鲜、叮咚买菜、京东到家、美团闪购等即时零售模式兴起，在生鲜食品领域的应用最为广泛，通过即时零售的冷链运输打通最后 1 公里配送路径，让更多消费者享受到更极致的口感。根据艾瑞咨询数据，2019 年 43.6% 的即时零售消费者更看重配送时长，2020 年该比例提升至 48.3%，选择该因素的消费者占比排名从 2019 年的第四名升至 2020 年的第三名，配送时效愈发重要。

图 41：2020 年中国线上及线下消费行为变化



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

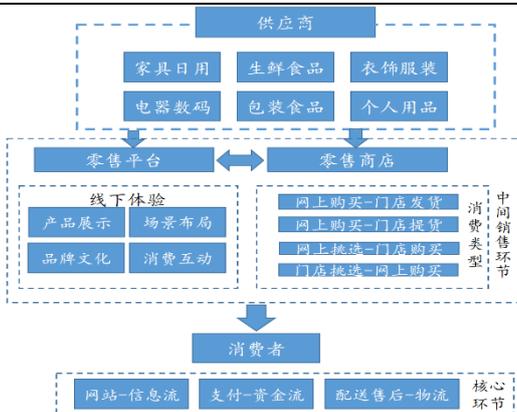
图 42：2019 和 2020 年中国即时零售消费者看重因素



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

特性二：线上线下消费融合，更重视消费体验感。随着互联网流量红利的衰退，纯电商模式的边际获客成本持续上涨，实体零售对线上零售的引流作用与补充作用开始凸显，以“线上+线下+物流”相融合的新零售业态开始引领零售行业新一代的变革，“场”不再只局限于实体线下门店零售，转变成成为全平台融合、功能升级消费场景，以优化消费者体验、提升品牌忠诚度。如，苏宁易购双十一活动由线上主站和天猫旗舰店、线下店铺和苏宁零售云四大终端组成，以“直播+门店”的方式为消费者提供场景升级体验，双十一当天到店体验人次同比提升 137%。又如，星巴克的旗舰店、奈雪的“奈雪梦工厂”、喜茶的“喜茶 LAB 旗舰店”等，为消费者提供线下新型体验+社交场所。

图 43：新零售产业链图谱



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 44：奈雪梦工厂实景

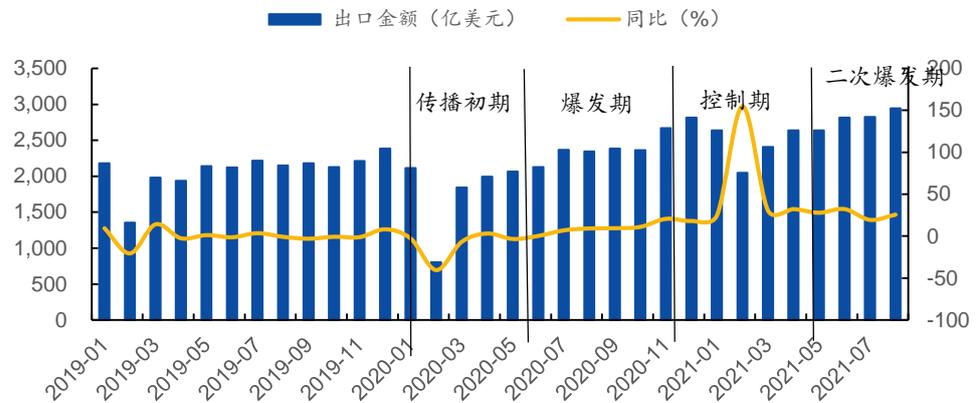


资料来源：奈雪，国元证券研究所

特性三：疫情影响下，出口替代效应显现，跨境市场成为新兴发展力。一方面，由于国内疫情得到有效控制，生产基本恢复正常，出口替代效应使得中国产品国外市场需求旺盛，为中国企业获取国外市场提供机遇。另一方面，国内市场由于中国人口红利弱化带来制造业低端产能转移，企业获取品牌高溢价的需求增加，而在全制造业体系和强供应链支撑下，中国企业从制造出海向品牌出海发展。整体来看，中国品牌出海已初见成效，根据 WPP&凯度&谷歌数据，中国全球化 50 强品牌在 2019 年实现

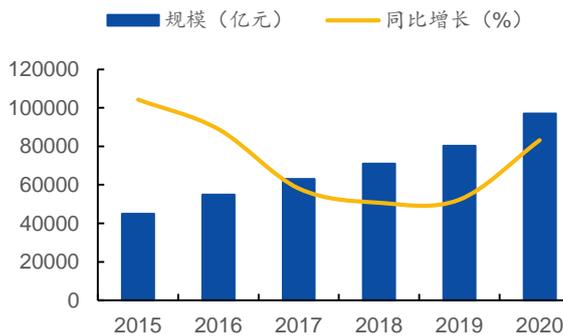
了15%的品牌力增长之后，2020年继续创造出8%的增长。

图 45：中国进出口金额与同比增速（单位：亿美元）



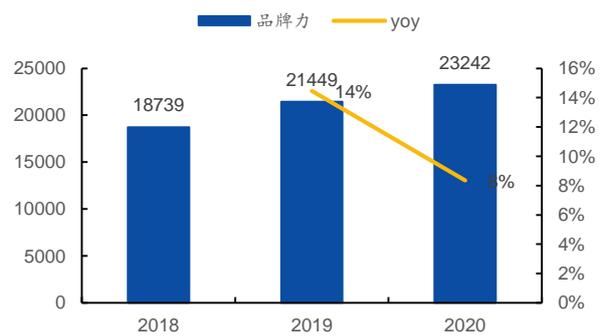
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 46：中国跨境电商出口规模（单位：亿元）



资料来源：“电数宝”电商大数据库，国元证券研究所

图 47：2018-2020 年中国全球化 50 强品牌品牌力增长情况



资料来源：WPP&凯度&谷歌《2020 BrandZ 中国全球化品牌 50 强》，国元证券研究所

综上，在境内境外物流配送和供应链技术不断成熟的支持下，消费者线上线下消费场景融合趋势加强，海外市场也成为众多品牌的蓝海市场。相较于传统消费业态，我们认为，以互联网电商、即时零售、跨境电商等为代表的新兴业态在近年来兴起的关键在于，其结合技术的进步、消费者生活方式的改变、物流配送能力的提升，合理重构了当前时代的消费场景，成功教育消费者，不断扩大市场范围，逐渐成为不可取代的消费模式。

2.人：新一代消费主体崛起下，新兴消费模式的兴起

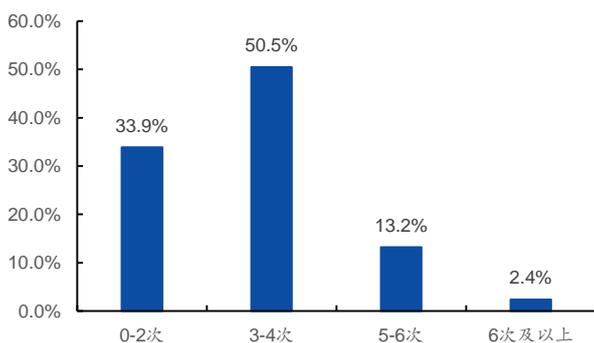
2.1 潮流零售：满足个性化购物体验，新兴竞争者涌现带来新生机

我们认为，在 Z 世代个性化购物体验需求下，零售行业积极拥抱新潮流文化，潮流零售市场规模快速发展，并常有新兴竞争者涌现，为行业带来新生机，在激烈竞争下促使行业高效率发展。有别于传统零售，针对潮流这一关键词，核心为“快”和“准”，“快”为产品推陈出新速度、更新迭代速度是否够快；“准”为消费者定位是否准确，产品设计与场景体验是否切合其需求。2022 年潮流零售行业的关注点在于：1、对于潮流零售品牌商而言，逐渐布局产业链全环节，产品设计、IP 长生命周期运营与品牌营销或成为关键。作为潮流玩具行业的新兴进入者，创梦天地是否能够实现腾讯 IP 的高效运营，并逐步切入潮玩行业上游设计生产环节，提高毛利率；2、对于潮流零售渠道商而言，竞争不再单单是品类的齐全与否，而是货品的运营效率和消费场景的沉浸化体验。作为潮流零售渠道的新兴进入者，KK 集团的“人货场”重构战略是否能够持续成功，在其快速拓店计划下，是否能够实现新开门店的高效运营并提升市场占有率。

2.1.1 个性化购物体验需求下，零售行业拥抱新潮流文化

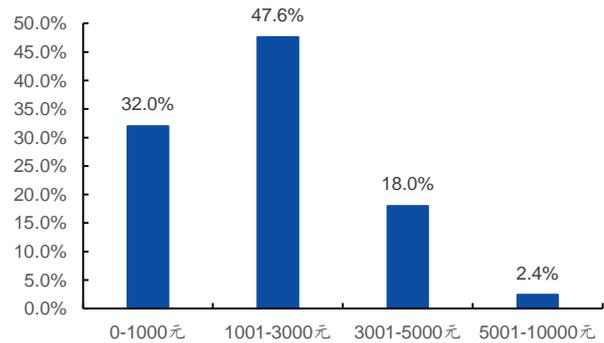
Z 世代追求个性化购物体验，舍得为潮流文化买单。相比其他消费群体，Z 世代更加注重商品的品质、性价比、颜值设计、文化标签属性以及社交功能等，追求个性化、生活化以及新鲜的购物体验，为新业态主力消费者。根据 CBNDData 数据，Z 世代贡献 Cosplay 品类近四成销售额，Z 世代古风服饰销售额增长连续两年超 300%。而 Z 世代较高的可支配收入也支撑其为潮流零售产品买单，根据 Mob 研究院数据，2021 年，50.5%的 Z 世代年购买潮鞋次数为 3-4 次，47.6%的 Z 世代购入的最贵潮鞋价格区间在 1001-3000 元；32.70%的 Z 时代年均购买盲盒次数为 4-6 次，35.2%的 Z 世代年均手办消费金额为 1001-3000 元。

图 48：2021 年 Z 世代年均购买潮鞋次数



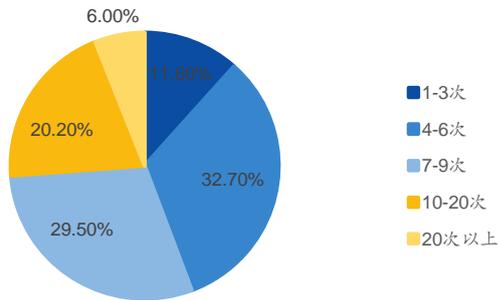
资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

图 49：2021 年 Z 世代购入的最贵潮鞋价格区间



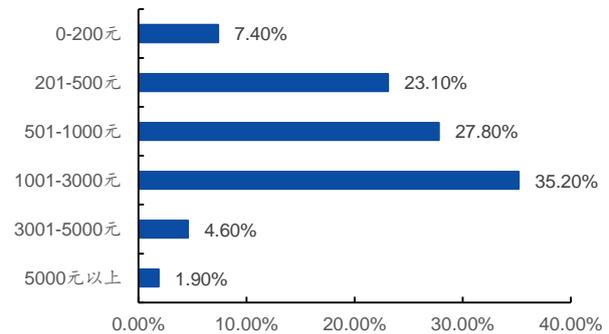
资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

图 50：2021 年 Z 世代平均每年购买盲盒次数



资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

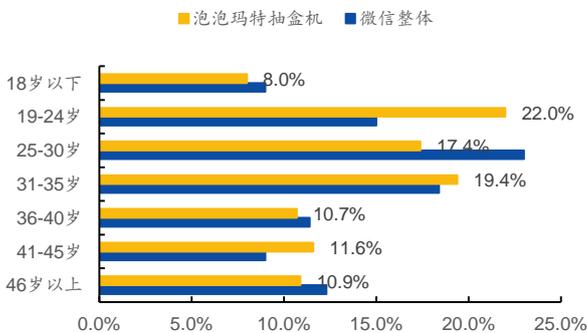
图 51：2021 年 Z 世代平均每年手办消费金额分布



资料来源：Mob 研究院，国元证券研究所

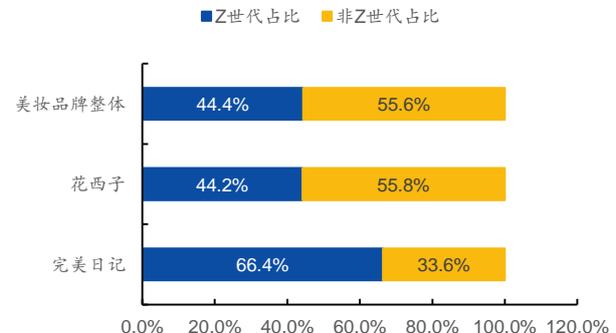
迎合年轻消费者喜好，新兴潮流品牌脱颖而出。近年来，通过精准洞察年轻消费者消费需求，配合大声量营销推广，潮流玩具、潮流美妆、潮流服饰等领域涌现出大量新兴品牌。如，泡泡玛特基于 Molly、DIMMO、YUKI、PUCKY 等自有和独家 IP 建立潮流玩具产品矩阵，并领先于市场推出独特的盲盒销售模式，紧抓年轻消费者的猎奇心理；完美日记通过推出产品品质、品牌包装兼具的产品，辅以小红书、哔哩哔哩、抖音等新兴流量平台的 KOL 营销推广，俘获了大量年轻消费者。根据 QuestMobile 数据，2020 年 10 月泡泡玛特抽盒机微信小程序用户中 24 岁及以下年龄用户占比 30%；2020 年 11 月完美日记用户中 Z 世代用户占比 66.4%。

图 52：2020 年 10 月泡泡玛特微信小程序用户画像



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

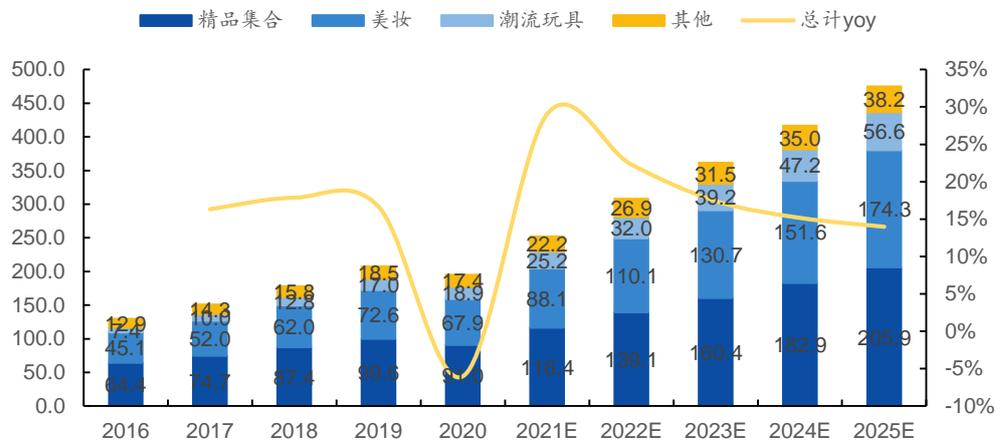
图 53：2020 年 11 月典型美妆品牌受众用户画像



资料来源：QuestMobile，国元证券研究所

链接新兴消费者与新兴品牌，潮流零售市场规模快速增长。通过锁定年轻一代用户作为主要消费群体，潮流零售以时尚的设计、个性化购物以及创新的购物体验获得了年轻一代的喜爱。根据弗若斯特沙利文数据，按 GMV 计算，中国潮流零售行业的市场规模从 2016 年的 1298 亿元增长至 2020 年的 1952 亿元，复合年增长率为 10.7%，预计到 2025 年市场规模将达 4750 亿元。其中，精品集合零售行业的市场规模最大，2020 年市场规模为 910 亿元，预计到 2025 年达 2059 亿元；潮流玩具零售行业的市场规模增速最快，2016 至 2020 年的复合年增长率达到 26.5%，预计 2020 年至 2025 年的复合年增长率达到 24.5%。

图 54：中国潮流零售市场的市场规模（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

2.1.2 品牌商：产业链全环节把控与 IP 长生命周期运营或为制胜关键

潮流零售产业链走向成熟，市场参与者布局产业链全环节。中国潮流零售行业产业链主要包括上游供应商、中游渠道商和下游客户。近年来，市场参与者逐步布局产业链环节，一方面切入上游设计生产制作环节，提升业务整体毛利率；另一方面加强对线上线下自有渠道把控，实现销售渠道高效运营。全产业链参与有利于品牌商对市场趋势保持高度敏感，并在产业链中享有更强的议价能力。以创梦天地为例，公司与 QQfamily 达成 IP 合作，一方面致力于快速扩展线下店，定下 3 年内开设 150 家 QQfamily 计划，牢牢把控线下零售渠道；另一方面获取 QQ IP 授权，切入潮玩上游设计、生产、制作领域，提升潮玩业务毛利率。

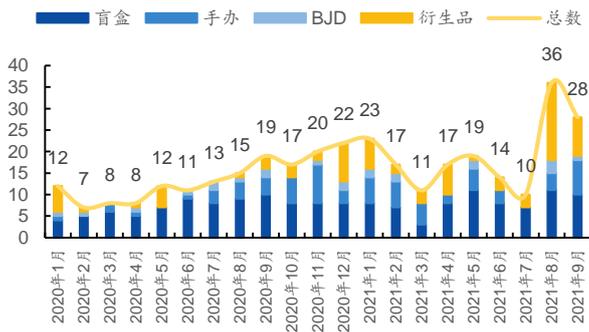
图 55：潮流零售行业产业链



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

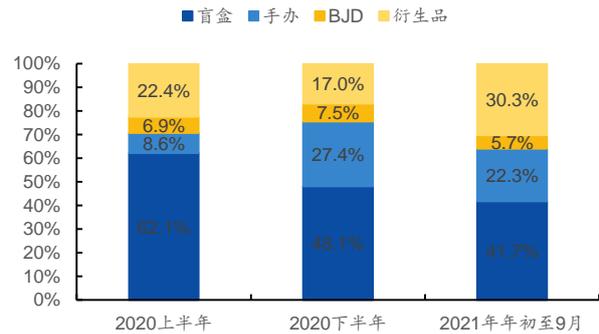
发展自有 IP 提升掌控力，多元化提升产品价值。非自有 IP 需要支付高昂的授权费用，且不易于 IP 精细化运营，潮流零售品牌商多致力全方位打造自有 IP，并构建多元化产品矩阵，通过典藏款等形式提升产品的收藏价值。以泡泡玛特为例，其拥有 Molly、Dimoo、Yuki 等自有 IP，自有 IP 占整体收入的比例从 2017 年的 26% 提升至 2021H1 的 35%。此外，构建了盲盒、手办、BJD 及衍生品等多元产品矩阵，提升高价值的手办、BJD 和衍生品发售频率，并推出“珍藏系列”，通过高额定价、限量发售与抽号形式提升产品价值。

图 56：泡泡玛特各类型新品发售数量统计



资料来源：泡泡玛特公众号，国元证券研究所

图 57：泡泡玛特各类型新品发售占比



资料来源：泡泡玛特公众号，国元证券研究所

表 4：泡泡玛特珍藏系列发售情况

时间	产品	价格	限量数目
2021年6月	SPACEMOLLY x 海绵宝宝 400%	1299 元	无
2021年8月	SPACEMOLLY 珍藏系列 400%	899 元	5349 套
2021年8月	SPACEMOLLY 西瓜 400%	1099 元	无
2021年8月	SPACEMOLLY 西瓜 1000%	3999 元	2500 体
2021年8月	SPACEMOLLY 太妃 1000%	3999 元	2000 体
2021年9月	Yuki Rainbow 400%	799 元	无
2021年9月	SPACEMOLLY 果冻 1000%	4999 元	2000 体

资料来源：泡泡玛特公众号，国元证券研究所

多维度运营，延长 IP 生命周期。长生命周期的 IP 更能沉淀粉丝情感，提升用户粘性和忠诚度，从而实现长久的变现。潮流零售品牌商多通过老 IP 新造型新衍生品、连续举办主题展、授权跨领域联名等方式提升 IP 影响力、延长 IP 生命周期。以泡泡玛特为例，公司于 2019 年底至 2020 年初在中国七大城市连续举办以热门 IP 为核心的主题展，在此期间宣传、促销节日或地区限定产品；与丝芙兰、德芙、哈根达斯、阿迪达斯运动、徐福记、芬达等多行业品牌推出联名商品，提升 IP 知名度。根据泡泡玛特公告，2021H1 公司会员数量达 1141.5 万人，同比增长 54%，会员复购率达 49%，会员销售额贡献达 91.8%。

表 5: 泡泡玛特自有 IP 跨领域品牌授权合作情况

类型	行业	品牌	授权产品
与公司用户重叠度高的针对年轻女性用户品牌	美妆	丝芙兰	丝芙兰×泡泡玛特限定版 Dimmo
	甜食	德芙	德芙×小清新 Molly
	甜食	哈根达斯	哈根达斯×Dimoo 华夫筒
	运动	阿迪达斯	FANGTASTIC 联名系列
无特别区分人群品牌	3C	联想	联想小新×YUKI
	食品	徐福记	徐福记×Bunny 新年限定联名礼盒
	饮品	芬达	芬达×Molly

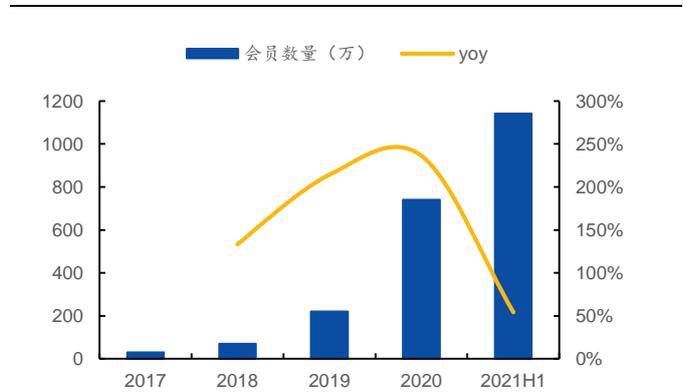
资料来源：泡泡玛特公众号，国元证券研究所

图 58: 泡泡玛特 IP 衍生品



资料来源：泡泡玛特公众号，国元证券研究所

图 59: 泡泡玛特会员数量及增速

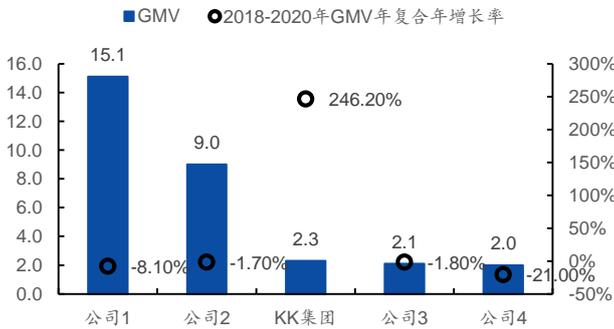


资料来源：泡泡玛特公告，国元证券研究所

2.1.3 渠道商：货品高效运营与消费场景沉浸化或为制胜关键

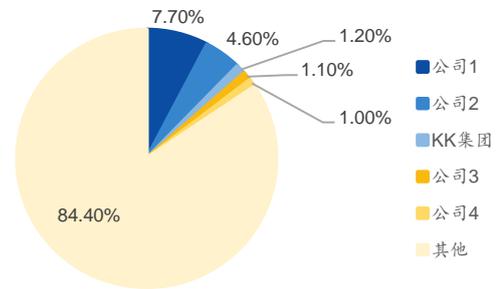
潮流零售渠道商竞争激烈，新兴参与者 KK 集团表现亮眼。根据弗若斯特沙利文数据，按 GMV 计算，潮流零售行业 TOP3 企业市场规模分别为 151 亿元、90 亿元、23 亿元，2018-2020 年复合增长率分别为 -8.10%、-1.70%、246.20%，市场份额分别为 7.7%、4.6%、1.2%，KK 集团作为新兴潮流零售商，增速表现亮眼。KK 集团下设四个零售品牌（KKV、THE COLORIST、X11 及 KK 馆），在精品集合市场、潮流美妆市场以及潮流玩具市场均有布局，各个品牌在市场定位上各有侧重，在产品组合供应上互相协同，有望引领新一代潮流零售模式。

图 60:2020 年前五大潮流零售参与者 GMV 及 2018-2020 年复合年增长率 (单位:十亿元)



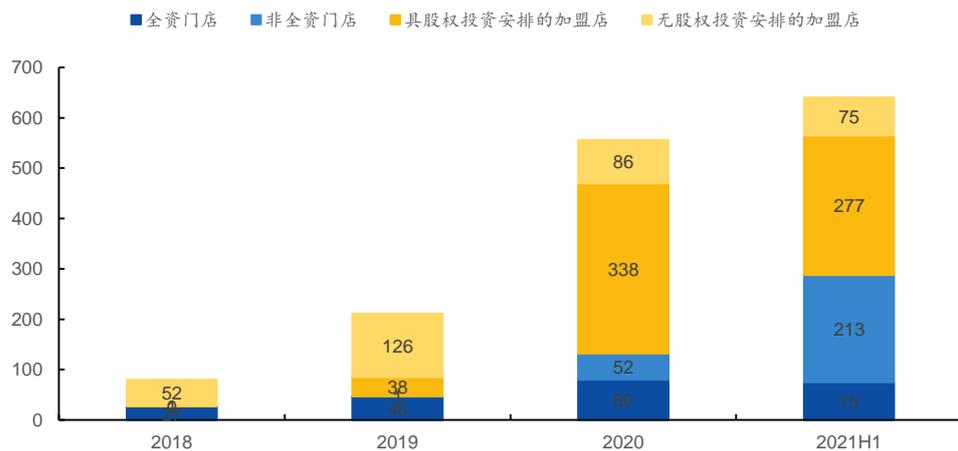
资料来源:弗若斯特沙利文,国元证券研究所

图 61:2020 年前五大潮流零售参与者按 GMV 计市场份额



资料来源:弗若斯特沙利文,国元证券研究所

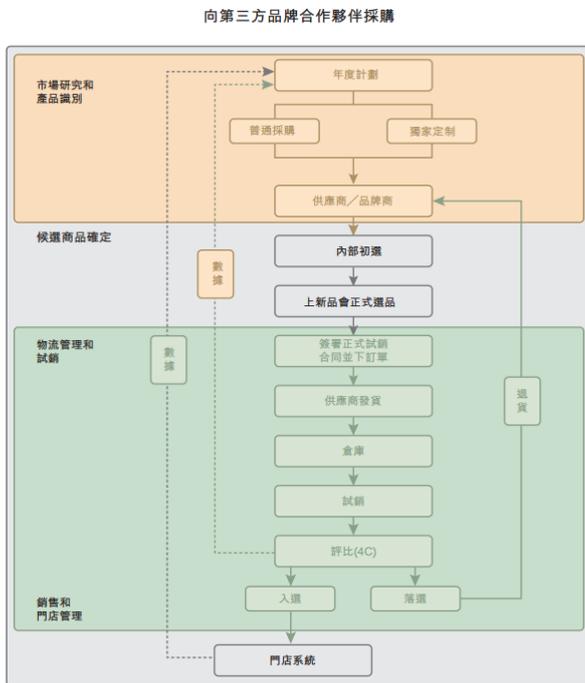
图 62:KK 集团旗下品牌合计门店数量 (单位:家)



资料来源:KK TECHNOLOGY 招股说明书,国元证券研究所

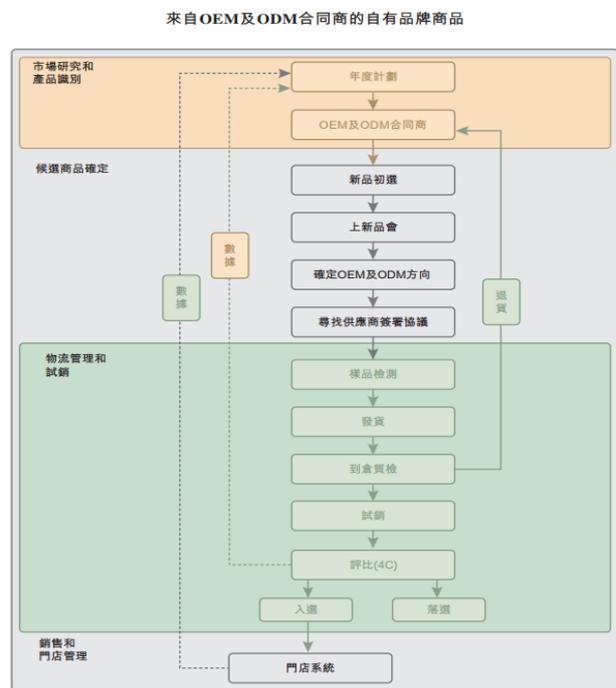
选品别具一格,运用大数据思维快速更新迭代。新一代消费者对于产品的新鲜感要求更高,潮流零售渠道商需要重视大数据对于消费者行为的洞察,基于大数据进行选品和产品更新。以KK集团为例,KK集团在选品环节,采用买手制的漏斗模式,从价格、趋势、消费者需求、竞品等等方面筛选爆品,并结合试销数据制定销售策略;在更新迭代环节,KK集团采用“末位淘汰制”下架销量排在末尾的产品,由新的畅销产品所取代,每年的销售产品更新率达到两位数,使消费者每次到店都有新体验。KK集团真正让产品的上架、下架交由大数据决定,实现优质商品的有效高效管理。

图 63: KK 集团采购流程-向第三方品牌合作伙伴采购



资料来源: KK TECHNOLOGY 招股说明书, 国元证券研究所

图 64: KK 集团采购流程-来自 OEM 及 ODM 合同商的自有品牌商品



资料来源: KK TECHNOLOGY 招股说明书, 国元证券研究所

通过高颜值的产品和场景设计, 打造沉浸式消费体验。在“颜值主义”的驱动下, 具有独特美学设计的商品和消费场景更能吸引消费者体验, 并在社交媒体上分享传播。根据库润数据, 产品的外观为 65%受访者在购物时考虑的重要因素。潮流零售商也积极投入门店装修设计, 以 KK 集团为例, KK 集团以“小清新”的彩色元素为特点, 从空间布置、色彩搭配、产品陈列等维度升级门店场景。KKV 门店采用“明黄色+集装箱”元素的造型, 以独特的色调和场景设计引人注目; THE COLORIST 通过彩虹美妆蛋墙、彩虹色口红墙等产品与场景的组合打造沉浸式消费体验; X11 以 6 米高巨型通天货架、工业风潮酷时光隧道、15 米超长盲盒墙等构建科技主题的赛博朋克空间。KK 集团通过构建颜值出众、创意多元的消费空间, 带来了各式商品和沉浸式体验的良好购物环境, 成为年轻消费者的网红打卡点。

图 65: KKV 的潮流门店设计



资料来源: KK TECHNOLOGY 招股说明书, 国元证券研究所

图 66: THE COLORIST 的潮流门店设计



资料来源: KK TECHNOLOGY 招股说明书, 国元证券研究所

融合多元化娱乐体验, 满足 Z 世代全场景的社交娱乐需求, 提升到店客流。以 00 后、90 后为主的新生代消费群体注重消费体验, 热爱新兴潮流娱乐形式, 而网吧、KTV、电影院等传统娱乐业态体验单一, 运营模式老旧, 难以为用户创造新鲜感。根据中国青年报社社会调查中心 2021 年调查数据, 84.1% 的受访者喜欢线下游戏社交, 90.2% 的受访者认为线下游戏社交会成为年轻人社交新方式。潮流零售商可在传统的实体零售场景中融合多种社交场景, 一方面以社交娱乐活动吸引新消费者到店, 另一方面拓展收入, 提高单店坪效。以创梦天地为例, 其线下店聚合主机游戏体验、影视 K 歌、潮玩手办售卖等于一体, 成为年轻人线下社交的一站式娱乐中心, 能够较好满足新生代线下娱乐需求。

表 6: 创梦天地线下店对比密室逃脱、剧本杀等新兴娱乐方式, 约局便利性及价格优势明显

娱乐模式	娱乐内容	场景面积	适合群体	人数	收费标准
创梦天地线下店	整合主机游戏、潮玩周边、私人影院、KTV、桌游等多种娱乐方式	标准店为 300 平, 旗舰店为 540 平, 分为大厅、卡包、包房三大区域	青年、亲子为主, 也适合团建	2-4 人左右	普通好时光店, 大厅 129 元/2 小时 /2 人, 人均 64.5 元
密室逃脱	沉浸式推理解密、破解机关、逃离密室体验	一般 100 平以上	青年为主, 也适合团建	5-9 人左右	单次人均消费 200 元左右
剧本杀	组队扮演剧本角色, 推理剧情真相, 可实景换装	一般 100-400 平	青年为主, 也适合团建	5-7 人左右	桌面本单次人均消费 150 元左右; 实景本单次人均消费 250 元左右

资料来源: 美团, 艾媒咨询, 国元证券研究所

2.1.4 重点推荐创梦天地, 受益标的包括泡泡玛特、KK TECHNOLOGY 等

(1) 创梦天地 (01119.HK): 线上游戏加码自研, 线下娱乐打 Z 世代社交新场景
线上与线下业务齐开花, 构建流量变现闭环

公司为用户提供 24 小时、线上线下全覆盖的娱乐内容与服务, 提升单用户生命周期

价值。我们预计公司 2021-2023 营业收入为 26.40、32.82、44.27 亿元，归母净利润为-0.71、2.10、4.75 亿元，EPS 为-0.05、0.16、0.36 元/股，对应 PE 为-97、33、14 倍，维持“买入”评级。

线上游戏：打造消除厂牌，深耕竞技赛道，重视长期 LTV

在益智消除游戏方面，公司基于发行代理期积累的源代码进行二次开发，挖掘细分题材内容，自研游戏《女巫日记》海外发行代理权授予腾讯，预计将于 2022 年全球上线。在竞技游戏方面，公司自研技术不断成熟，构建《全球行动》、《小动物之星》等产品矩阵，自研游戏《卡拉比丘》中国大陆发行代理权授予腾讯，预计将于 2022 年全球上线。在中重度游戏方面，公司精简游戏品类，着力海外精品游戏手游化发行。

线下娱乐：主机游戏体验叠加潮玩生态，打造 Z 世代社交新场景

公司携手腾讯打造线下店，集主机游戏体验、主机及游戏零售、潮玩零售等功能于一体。目前，线下店商业模式已逐步标准化，主机游戏体验&零售部分单店月流水预计为 28.73 万元，毛利率 63%，月坪效 0.16 万元；潮玩部分单店月流水预计为 50.40 万元，毛利率 35%，月坪效 0.42 万元，对标同类业态，毛利率仍有较大提升空间。随着公司线下店的快速扩张（3 年内开设 150 家 QQfamily），有望为公司贡献高收益，成为公司第二增长极。

(2) 泡泡玛特 (09992.HK)

丰富的产品矩阵满足不同需求，从潮玩零售商到 IP 综合服务运营商。公司产品包含盲盒、手办、BJD 及衍生品等多个类目，盲盒适配大众消费需求，手办适配深度粉丝收藏需求，BJD 产品支持定制，满足用户情感需求。公司以 IP 运营为核心，从早期代理到发展自有 IP，通过授权跨领域联名与举办主题展提升 IP 影响力，并广泛与外部 IP 合作，拓展用户圈层，在 IP 及产品组合扩大、自渠道扩张下，公司业绩持续高增长。

(3) KK TECHNOLOGY (H01716.HK)

重构人货场关系，链接新兴消费者与品牌方，打造高效率潮流零售商。公司紧紧把握 Z 世代消费需求，运用大数据思维进行选品和快速更新迭代，通过高颜值网红式设计打造沉浸式消费场景，实现人货场关系的重构。公司针对不同的产品品类推行多品牌的战略，在精品集合市场、潮流美妆市场以及潮流玩具市场均有布局，并借此获得了庞大的终端客户群。目前，公司下设四个零售品牌（KKV、THE COLORIST、X11 及 KK 馆），各个品牌在市场定位上各有侧重，在产品组合供应上互相协同，使得公司在各个细分市场上逐渐扩大影响力，提升长期的竞争力。按市场规模及市场份额计，公司为 2020 年中国第三大潮流零售市场参与者；按增速计，公司 2018 年至 2020 年的 GMV 复合年增长率达 246.2%，排名第一。

2.2 小酒馆：满足夜间娱乐需求，高景气赛道下龙头市占率有望提升

我们认为，在 Z 世代社交和悦己双驱动下，小酒馆行业赛道景气度较高，而下沉市场或为未来发力的主力市场。2022 年小酒馆行业的关注点在于：1、疫情常态化下，大量独立酒馆或因资金压力不断退出市场，推动无效产能出清，行业集中度有望提升；2、行业龙头海伦司若拓店计划顺利，将快抢占市场份额，形成规模优势，有望更大程度享受疫情结束后的行业回暖以及行业长期增长带来的收益。

2.2.1 Z 世代社交和悦己双驱动下，赛道景气度较高

小酒馆是向消费者供应酒饮小食的夜间娱乐场所，其商业本质为贩卖社交概念的酒饮零售商，与其他夜生活娱乐场所相比，小酒馆具有小而美特点。酒馆收入来源为销售酒饮及小食，门店面积较小且配置相对简单，约 100-500 平方米，人均消费为 50-300 元，无最低消费限制。而夜店另设入场费，人均消费为 300-2000 元；卡拉 OK 另设场地租金及最低消费限制，门店面积超过 2000 平方米，需配置点歌设备、音响套装等。

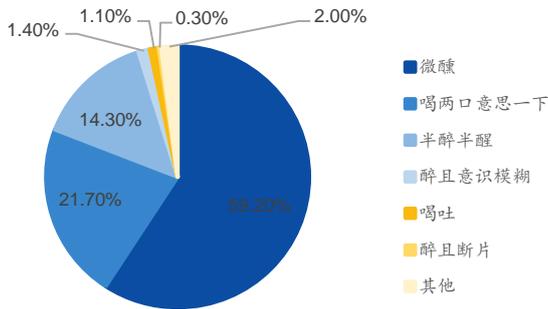
表 7：小酒馆与其他夜间娱乐场所对比

种类	酒馆	夜店	卡拉 OK	其他夜间娱乐场所
定义	以提供酒饮为主、小食为辅的餐饮场所	营业至深夜，收取入场费，设置 DJ、强劲音乐及舞池的娱乐场所	提供卡拉 OK 娱乐及酒饮的娱乐场所	如大排档、烧烤店
收入来源	销售酒饮及小食	入场费、销售酒饮及小食、且部分设置最低消费限制	场地租金、销售酒饮及小食、且部分设置最低消费限制	销售酒饮及小食
人均消费	50-300 元	300-2000 元	100-500 元	50-1000 元
门店面积	100-500 平方米	超过 1000 平方米	超过 2000 平方米	100-1000 平方米

资料来源：海伦司招股说明书，国元证券研究所

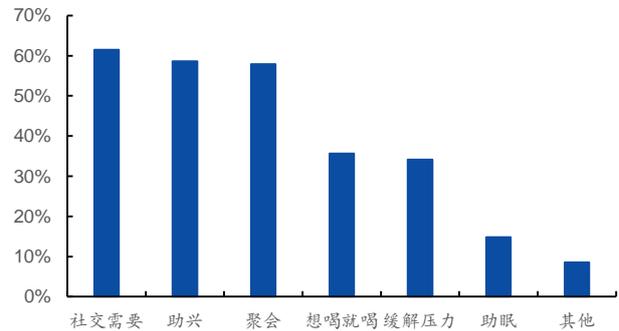
小酒馆迎合 Z 世代“健康微醺”饮酒观和“以酒会友”社交观。根据头豹研究院数据，中国酒馆/酒吧消费者中有 60% 消费者为 Z 世代，受益于健康观念升级，年轻人的饮酒观趋于理性，推崇“适量饮酒”和“健康微醺”理念，根据网易文创《当代年轻人轻饮酒调查报告》，60% 酒馆消费者希望达到微醺状态，健康化的低度酒饮驶入快车道。Z 时代在“社交”和“悦己”双驱动下表现出较强社交需求。根据 NCB D《2021 中国小酒馆行业发展研究报告》调研，Z 世代小酒馆消费者消费目的前三分别为社交/助兴/聚会，分别占比 61.5%、58.6%及 57.9%。

图 67：2021 年酒馆消费者喝酒状态



资料来源：网易文创《当代年轻人轻饮酒调查报告》，国元证券研究所

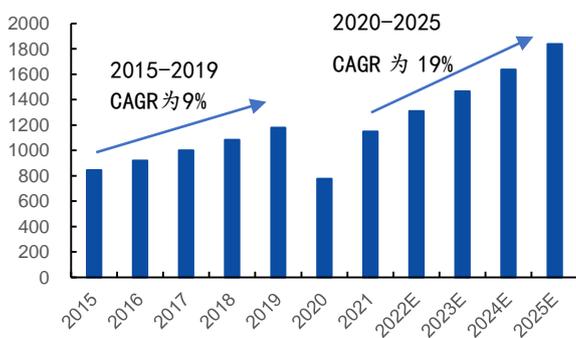
图 68：Z 世代小酒馆消费者目的



资料来源：NCBD《中国小酒馆行业发展研究报告》，国元证券研究所

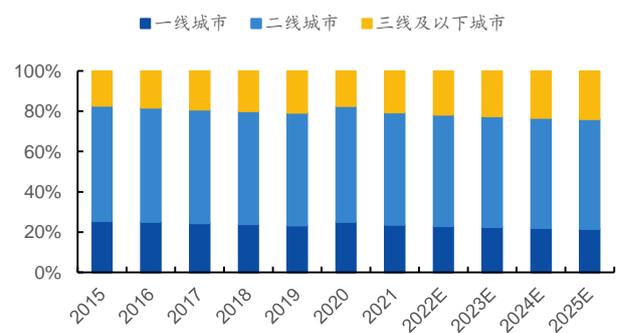
高消费需求下，市场规模有望持续高增长。根据弗若斯特沙利文数据，中国酒馆行业营业收入由 2015 年的 844 亿元增长至 2019 年的 1179 亿元，CAGR 为 9%，预计 2025 年酒馆行业将实现营业收入 1839 亿元，2020-2025 年 CAGR 为 19%。其中，下沉市场潜力巨大，主要原因系低线城市消费人群基数大、闲暇时间充沛、消费意愿强。根据弗若斯特沙利文数据，收入占比方面，2020 年一线、二线、三线及以下城市分别占比 25.0%、57.6%、17.4%，预计 2025 年一线、二线、三线及以下酒馆市场收入占比分别为 21.6% (-3.4pcts)、54.4% (-3.2pcts)、24.0% (+6.6pcts)；收入增速方面，2015-2019 年一线、二线、三线及以下城市营收 CAGR 分别为 6%、8%、14%，预计 2025 年一线、二线、三线及以下城市营收 CAGR 分别为 10%、12%、17%，低线城市市场或更具发展战略性。

图 69：2015-2025 年中国酒馆行业营业收入及预测（单位：亿元）



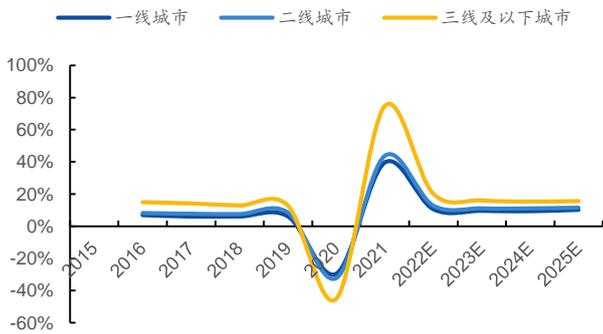
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 70：2015-2025 年中国酒馆营业收入各线城市拆分



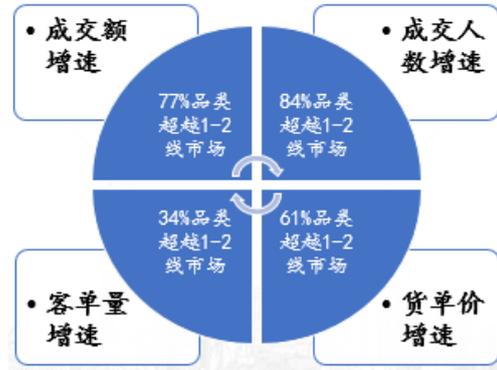
资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

图 71: 2015-2025 年中国酒馆营业收入各线城市营收增速



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国元证券研究所

图 72: 3-6 线城市城市消费渗透率有望反超 1-2 线城市



资料来源: 淘宝, 国元证券研究所

2.2.2 当前市场以独立酒馆为主, 行业集中度提升空间大

中国酒馆行业较为分散, CR5 较低。截止 2020 年末, 中国约有 3.5 万间酒馆, 95% 以上为独立酒馆, 行业呈现高度分散的市场竞争格局, 标准化及规模化经营者较少。2020 年中国酒馆行业 CR5 仅为 2.2%, 行业龙头海伦司市占率仅 1.1%, 拥有 351 间酒馆。对标成熟海外酒馆市场, 以 2019 财年收入计, 英国酒馆行业连锁化率水平较高, 行业 CR5 达到 25.5%, Mitchells & Butiers plc 作为行业龙头, 拥有 1660 间酒馆, 市占率达到 9.3%, 中国酒馆头部公司市占率提升空间较大。

表 8: 2020 年中国酒馆行业领先参与者及市场份额

排名	酒馆经营者	2020 年收入(十亿)	市场份额	2020 年酒馆数量
1	海伦司	0.82	1.1%	351
2	公司 A	0.34	0.4%	≈40
3	公司 B	0.27	0.3%	≈70
4	公司 C	0.26	0.3%	≈40
5	公司 D	0.10	0.1%	≈65
CR5		1.79	2.2%	

资料来源: 海伦司招股说明书, 国元证券研究所

表 9: 2019 年英国酒馆行业领先参与者及市场份额

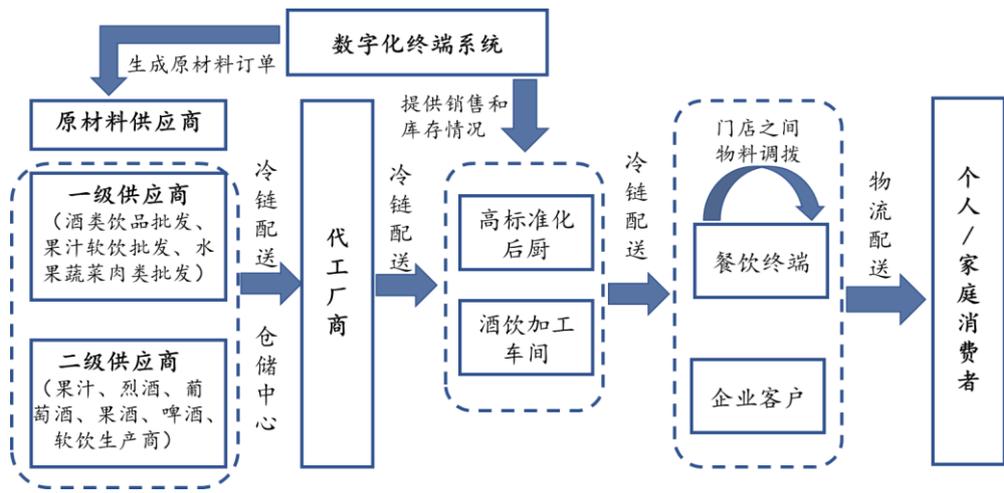
排名	酒馆经营者	2019 年收入(亿英镑)	市场份额	2019 年酒馆数量
1	Mitchells & Butiers plc	20.9	9.3%	1660
2	JD Wetherspoon	18.6	8.3%	871
3	Stonegate	8.5	3.8%	4708
4	Whibread	5.9	2.6%	768
5	Young & Co's Brewery	3.3	1.5%	276
CR5		57.2	25.5%	

资料来源：IBIS World, 各公司年报, 国元证券研究所（注：由于各公司年报中年度时间范围不同，对各公司年度收入时间进行调整，调整后 Mitchells & Butiers plc、JD Wetherspoon、Stonegate、Whibread、Young & Co's Brewery 年度收入时间范围分别为 2019/4/13-2020/4/11、2019/1/27-2020/1/26、2019/4/14-2020/4/12、2019/2/28-2020/2/27、2019/4/1-2020/3/30）

“连锁化配套设施发展有限+商业模式不清晰”为过去市场分散主要原因：

- 餐饮连锁模式需食材供应、冷链配送、仓储物流等配套设施完善，近年来标准化餐饮模式兴起。连锁化的本质是标准化，过去未能实现标准化发展的主要原因系酒馆供应链未能解决 B 端产品标准化，发展处于初级阶段，导致跨城市发展时无法享受规模效应带来的成本优势，并出现产品口味差异、品牌辐射度、人员管理等问题，对品牌口碑和形象造成负面影响。现在随着配套设施的成熟，连锁品牌可基于产品特点定制酒饮加工车间以稳定品控，实现各地门店之间的物料调拨，一些连锁酒馆另设研发及专业酿酒师，负责研制新品以及工业量产，连锁品牌搭建起酒饮和餐食从工厂生产、仓库存储到门店配送及触达终端消费者的完整链条。

图 73：连锁酒馆标准化供应链



资料来源：国元证券研究所

- 参与者多通过扩充 SKU 或提高单个产品单价，提高客单价弥补业态缺陷，但未能形成破局。对标各个餐饮业态，喝酒既非刚需，也不高频，由于酒馆营业时间有限，翻台率低于餐饮行业平均水平。从餐饮行业公司“营业收入=消费用户数*消费频次*单用户消费金额*门店数量”公式来拆解，传统酒馆把精力着重放在提高单用户消费金额上，一方面扩充 SKU，走“餐+酒”模式；另一方面走高价路线，贩卖体验经济，但进一步限制了受众范围，形成负反馈，未能破局。

表 10：小酒馆行业参与者

种类	品牌	产品	门店数	经营时间	经营模式	分布地域	人均	好评率
清吧模式	海伦司	小吃+清吧	698	19:00 至次日 02: 00	直营	全国	75	87.84%
	Perry's	小食+清吧	53	17:00 至次日 03: 00	直营	上海、广东等	91	83.59%

品牌/模式	品类	门店数	营业时间	经营模式	覆盖城市	门店数	市占率
“餐+酒”模式	啤酒阿姨	小吃+清吧	4	10:00 至次日 05: 00	直营	上海	120 /
	七唐酒馆	小吃+清吧	6	19:30 至次日 02: 30	直营	成都	90 /
	胡桃里音乐酒馆	川菜+酒吧	345	11:00 至次日 02: 00	直营及加盟	广东、上海、江苏等	113 84.95%
	贰麻酒馆	川菜+酒吧	185	17:00 至次日 02: 00	直营及加盟	全国	140 89.81%
跨界模式	COMMUNE 公社	西餐+清吧	50	11:00 至次日 03: 00	直营	上海、广州、北京等	90 87.88%
	Bla Bla Bar 奈雪酒屋	茶饮+清吧	18	17:00 至次日 02: 00	直营	上海、深圳等	82 86.45%
	星巴克臻选咖啡·酒坊	咖啡+清吧	5	08:00 至 23: 00	直营	上海、成都等	140 /
	凑凑火锅·小酒馆	火锅+酒馆	1	10:00 至次日 03: 00	直营	北京	159 /

资料来源：窄门餐眼，国元证券研究所（数据截止到12月09日）

我们认为进入市场时间较长、具备差异化竞争优势的连锁酒馆品牌有望进一步提升市占率，凭借充足的资金、高性价比的产品矩阵、高标准化的服务及成熟的运营管理体系实现全国扩张。相较于独立酒馆，连锁酒馆网络的品牌影响力较大，运营优势主要包括：①受益于规模效益，在物流运输、食材成本、门店租金谈判方面享受较强的议价能力，连锁酒馆盈利水平优于独立酒馆，规模化经营优势突出；②连锁酒馆更容易吸引资本介入，资源与资金储备较为充足，经历疫情后能够在短时间内迅速恢复常态甚至实现反弹，而独立酒馆在疫情之下则面临流动资金不足、原材料价格波动、上游供应渠道减少等较多问题，自身抵御风险能力差；③连锁酒馆在营销上享有品牌势能和流量红利，由规模化形成的品牌影响力是连锁酒馆营销的“先天性优势”，可以让连锁餐企快速抢占消费者心智，而独立酒馆营销影响力弱，往往容易被市场淘汰出局。

表 11：酒馆行业各参与者抖音及微博热度对比

品牌	抖音粉丝 (万)	抖音获赞 (万)	微博粉丝 (万)	微博转赞评 (万)
海伦司	87	992	23	75
胡桃里	11	20	12	5
Perry's	3	52	2	1
贰麻酒馆	16	137	14	39
Commune	1	9	0.1	0.2

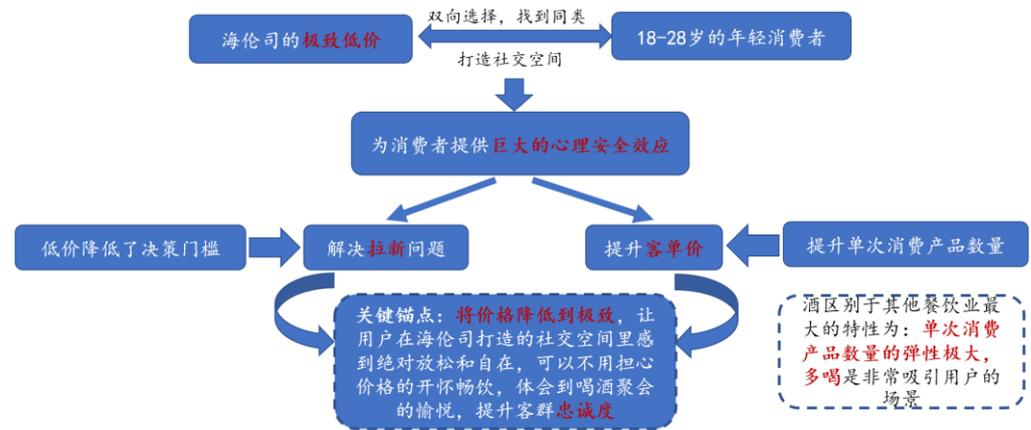
资料来源：各公司官方新媒体账号，国元证券研究所（数据截至12月9日）

2.2.3 龙头重塑赛道商业模式，快速扩张下，市占率有望提升

海伦司颠覆传统酒馆打法，走低价差异化路线，形成破局。海伦司的低价模式为消费者提供巨大的心理安全效应，一方面低价降低了决策门槛，解决拉新问题；另一方面低价可以发挥酒相较于其他餐饮产品“单次消费产品数量的弹性极大、可以多喝”的特性，提升单次消费产品数量，从而提升客单价。海伦司将价格降低到极致，让用户在海伦司打造的社交空间里感到绝对放松和自在，可以不用担心价格的开怀畅饮，体

会到喝酒聚会的愉悦，客群忠诚度极高。

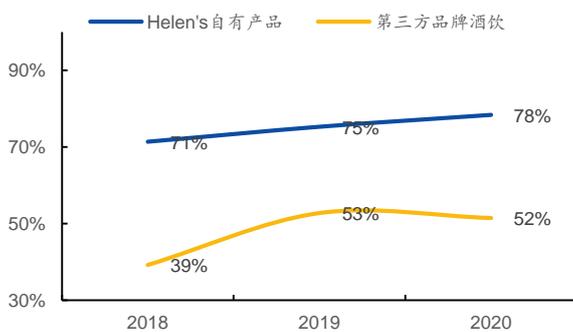
图 74：海伦司差异化商业模式形成破局



资料来源：国元证券研究所

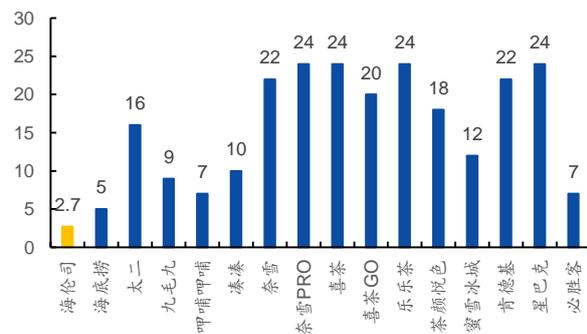
“自有品牌+低租金+低人工”构筑优秀单店模型，海伦司因此既低价又盈利。第一，基于自有品牌战略，提供低价但高毛利产品，2020年自有产品毛利率达78%（收入占比74%），第三方产品毛利率达52%（收入占比23%）。第二，“好地段+差位置”选址，在保证客流量的情况下最大限度降低租金成本，相较于其他餐饮业态，海底捞租金5元/天/平方米、太二租金16元/天/平方米、奈雪租金22元/天/平方米，海伦司仅为2.7元/天/平方米。第三，员工结构高度精简，薪酬成本控制得当，海伦司标准店单店仅15名员工，员工成本占收入的比例为22%，低于其他餐饮业态的25%-30%。

图 75：海伦司产品毛利率



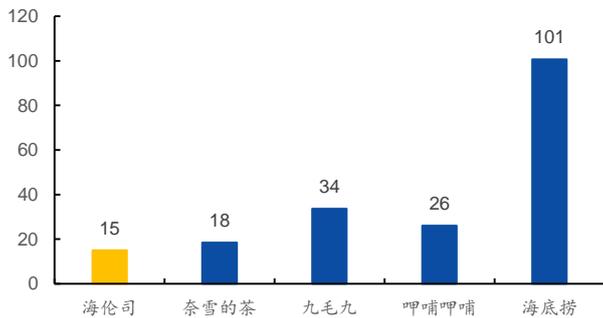
资料来源：海伦司招股说明书，国元证券研究所

图 76：各业态租金对比（元/天/平方米）



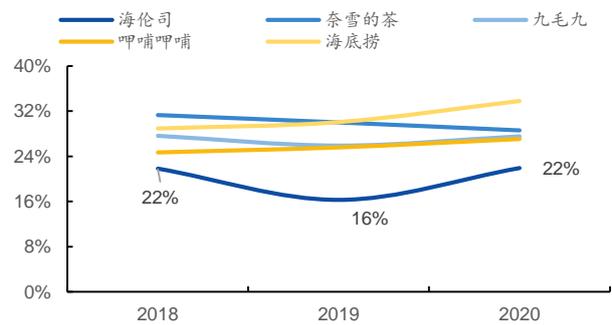
资料来源：各公司年报，国元证券研究所

图 77: 各餐饮业态单店配置员工数量



资料来源: 各公司年报, 国元证券研究所

图 78: 各餐饮业态人工成本占比



资料来源: 各公司年报, 国元证券研究所

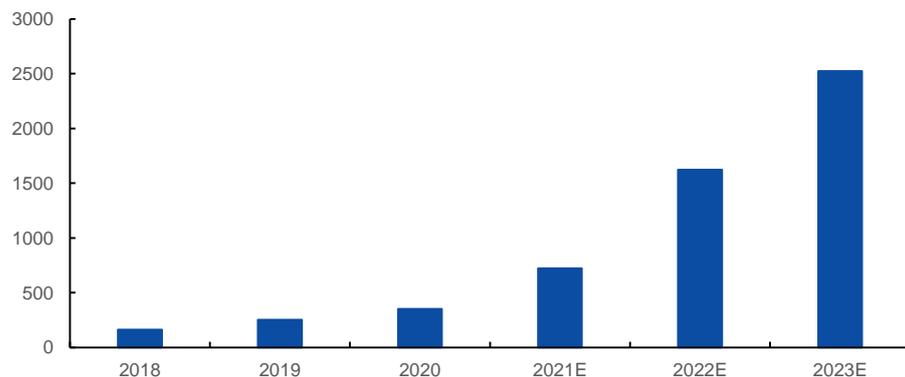
表 12: 海伦司与其他餐饮业态扣除主要成本后利润率对比 (2020 年)

	海伦司	海底捞	呷哺呷哺	九毛九	奈雪的茶
材料成本	33%	43%	39%	39%	38%
员工成本	22%	34%	27%	28%	30%
租金成本	13%	1%	4%	9%	12%
扣除以上成本后利润率	32%	23%	30%	25%	20%

资料来源: 各公司年报, 国元证券研究所

疫情之下低效产能出清, 海伦司逆势扩张提升市占率。一方面, 新冠肺炎疫情影响下, 酒馆被迫停业, 大量独立酒馆因资金压力不断退出市场, 推动无效产能出清。另一方面, 龙头海伦司逆势扩张, 计划于 2021、2022、2023 年分别开设 400、630、900 家, 快速拓店抢占市场份额, 形成规模优势。我们认为, 疫情之下酒馆行业集中度将逐步提升, 龙头公司有望更大程度享受疫情结束后的行业回暖以及酒馆行业长期增长带来的收益。

图 79: 海伦司过去 3 年以及未来三年预测门店数 (单位: 间)



资料来源: 海伦司招股说明书, 国元证券研究所

2.2.4 重点推荐海伦司

海伦司 (9869.HK): 立足年轻人, 定位性价比, 打造连锁小酒馆龙头

兜售极具性价比的“微醺体验”, 门店可复制性强

公司的护城河在于明确定位目标客群大学生和低线城市消费者, 推行极具性价比的定价策略, 通过产品、租金、人工等多维度匹配其消费能力, 基于其数字化系统、运营模式、供应链系统高度标准化, 门店可复制性极强。随着门店数量提升、单店模型愈加成熟及规模效应显现, 有望逐步贡献盈利, 实现业绩高速增长。我们预测公司 2021-2023 年营业收入为 21.91、48.73、89.17 亿元, 归母净利润为 1.63、5.41、11.03 亿元, EPS 为 0.13、0.43、0.87 元/股, 对应 PE 为 115、35、17 倍, 维持“买入”评级。

“年轻化品牌+优质化盈利+标准化运营”打造核心竞争力

品牌调性方面, 目标客群年轻化, 通过高校推广吸引核心用户, 并积极开展高频次、多元化优惠活动, 形成官方微信、抖音及微博新媒体矩阵, 培养私域流量。盈利能力方面, ①产品: 以自有品牌为主、第三方酒饮为辅, 打造“低价格+高毛利”产品矩阵, 同时稳步开拓电商渠道, 有效弥补酒馆业态天然翻台率较低的缺陷; ②租金: 选址策略为“好地段+差位置”, 从而在保证客流量的情况下最大限度降低租金成本; ③人工: 员工结构高度精简, 占营收比维持在 20%左右, 处于同行低水平。运营模式方面, 高度标准化, 赋能酒馆强扩张属性, 体现在数字化系统、运营模式及供应链系统三方面。

拓店空间广阔, 单店模式清晰, 快速拓店下释放业绩

根据高校及商圈密度口径测算公司长期或可开店约 5700 家, 拓店空间广阔, 公司未来将凭借极具性价比的产品矩阵和高标准化的运营模式进一步渗透下沉市场, 在一线城市创造品牌势能, 二线和三线及以下城市积累规模与利润, 将利用品牌势能、顾客口碑以及运营实力, 以现有门店带动周边新开门店, 在最大限度降低拓店成本的前提下发挥规模优势。公司计划于 2021、2022、2023 年分别开设 400、630、900 家, 快速拓店抢占市场份额, 先发优势赋能规模效益, 规模优势反哺高性价比。

2.3 连锁餐饮: 品质消费需求升级, 疫情推动行业连锁化率提升

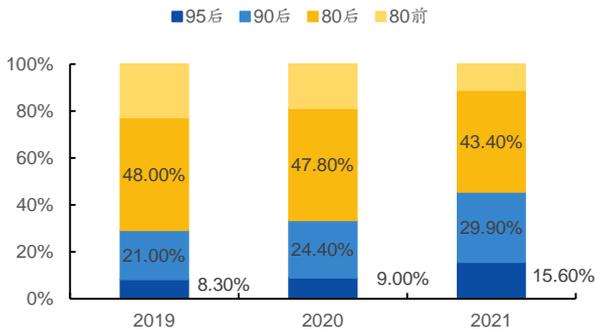
我们认为, 随着 Z 世代趋向于为品质、健康买单并重视消费体验, 连锁餐饮品牌将更受消费者欢迎。2022 年连锁餐饮行业的关注点在于: 1、疫情常态化下, 连锁餐饮行业集中度有望逐步提升, 龙头公司有望更大程度享受疫情结束后的行业回暖以及行业长期增长带来的收益, 未来竞争格局将形成龙头连锁餐饮强者恒强态势; 2、疫情改变用户消费习惯, 能够顺应用户消费习惯变化, 在线上外卖化、系统数智化、自有品牌产品零售化方面做得更佳的企业, 或脱颖而出。

2.3.1 Z 世代品质消费需求下, 行业品牌效应凸显

Z 世代趋向于为品质、健康买单并重视消费体验, 美食成为 Z 世代的“社交货币”。 90 后、95 后在餐饮消费人群占比由 2018 年的 29%增长至 2021 年的 46%, Z 世代

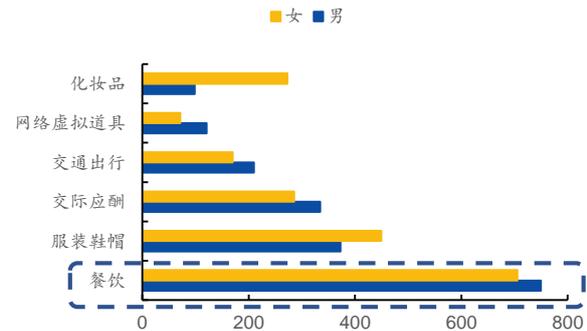
逐渐成为餐饮行业消费主力军。根据美团大学餐饮学院，除住房消费之外，Z世代每月的花费最高项目为餐饮，占比约40%左右。剖析Z世代的选择偏好来看，根据《2021中国餐饮产业生态白皮书》，由于餐食口味/新鲜程度选择二次就餐占比76%，受餐馆服务态度影响占比60%，餐馆地理位置、装修风格/卫生环境也是影响Z世代选择的两大因素，分别占比45%、42%，此外，超75%的90后会在内容平台上分享网红美食打卡、聚餐菜品、餐厅装修等内容，与Z世代的社交需求契合。

图 80：2019-2021 年餐饮消费人群年龄分布



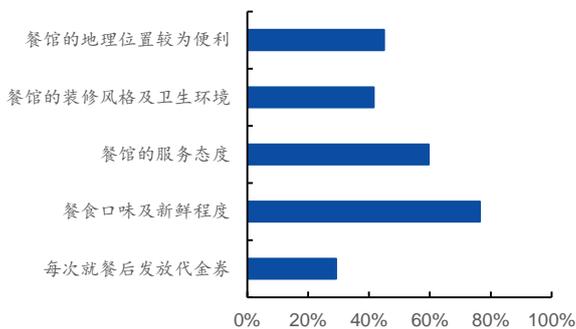
资料来源：《2021中国餐饮产业生态白皮书》，国元证券研究所

图 81：Z世代每月各项花费统计情况（单位：元）



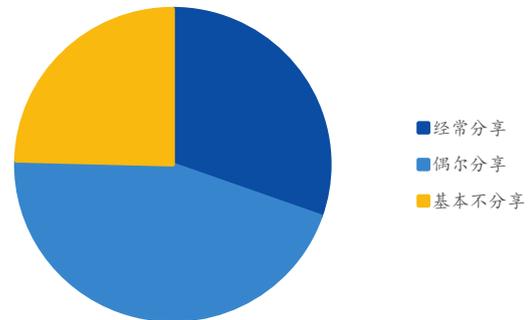
资料来源：美团大学餐饮学院，国元证券研究所（注：住房类消费未做统计）

图 82：2021 年 Z 世代二次就餐的原因



资料来源：《2021中国餐饮产业生态白皮书》，国元证券研究所

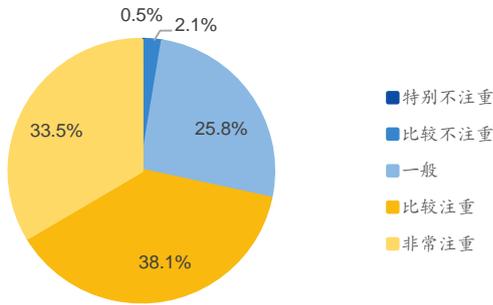
图 83：90 后在社交平台分享美食情况



资料来源：《2021中国美食消费用户行为洞察》，国元证券研究所

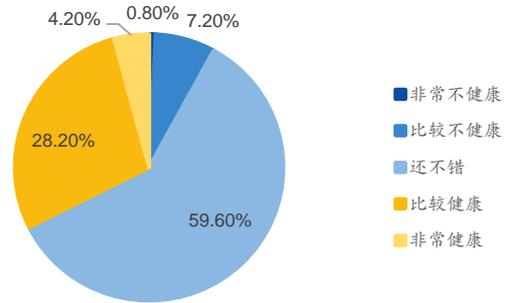
消费者对食品安全、健康饮食的关注或助推连锁餐饮行业发展。近来外卖食品安全事件频频曝光，无经营执照/健康证/卫生许可证、烹饪流程不规范、卫生环境脏乱差、劣质食材等问题层出不穷，线上餐饮安全问题亟待解决，相比之下，具有品牌效应的连锁餐饮对产品质量、服务标准、环境卫生等要求较高，消费者趋向于为品质、健康买单并重视消费体验，或在线上线下对于合规意识更强的连锁餐饮表现出更明显的选择倾向。根据美团研究院数据，71.6%的消费者表示比较注重或非常注重健康，且随着年龄的增长，人们的健康意识不断提升；仅32.4%的消费者认为外卖比较健康或非常健康，外卖健康未来仍有较大提升空间。

图 84：2020 年 2 月外卖消费者的健康意识调查统计



资料来源：美团研究院，中国饭店协会外卖专业委员会，国元证券研究所

图 85：2020 年 2 月外卖消费者对外卖是否健康态度调查统计



资料来源：美团研究院，中国饭店协会外卖专业委员会，国元证券研究所

2.3.2 疫情加速低效产能出清，行业连锁化率有望提升

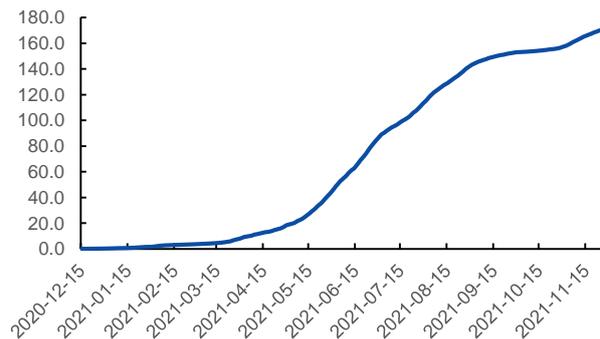
进入后疫情时代，中国餐饮行业调整优化后或迎新机遇。根据中国连锁经营协会联合华兴资本发布的《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，中国餐饮市场规模由 2014 年的 2.9 万亿增长至 2019 年的 4.7 万亿，CAGR 为 10%，2020 年初疫情爆发，餐饮市场规模下降至 4.0 万亿，随着国内疫情防控趋于稳定，政府出台多项促消费政策，2020 年下半年餐饮行业逐步迎来复苏与增长。根据 Wind 数据，截止 2021 年 11 月 24 日，中国每百人新冠疫苗接种量达到 170 次，受益于疫情防控常态化、疫苗接种及特效药普及等利好，线下餐饮消费需求或逐渐恢复，预计 2022 年餐饮行业规模将突破 5 万亿，2024 年市场规模可达 6.6 万亿。

图 86：2014-2024 年中国餐饮市场规模及预测（单位：万亿元）



资料来源：中国连锁经营协会联合华兴资本《2021 年中国连锁餐饮行业报告》，国元证券研究所

图 87：中国每百人新冠疫苗接种量（单位：次）

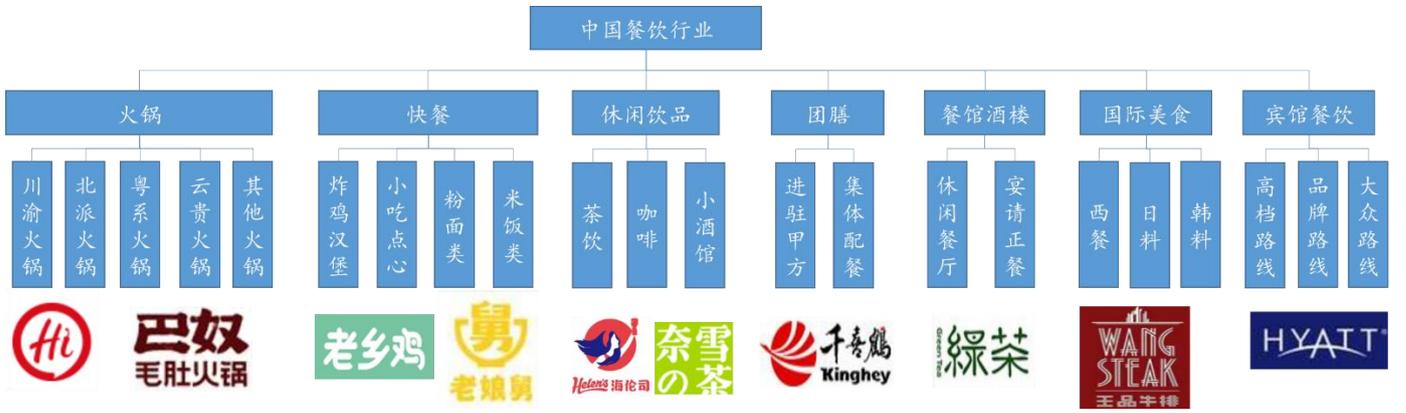


资料来源：wind，国元证券研究所

中国餐饮业态多元，竞争格局较分散。根据中国烹饪协会，餐饮市场可分为火锅、快餐、休闲饮品、团膳、餐馆酒楼、国际美食及宾馆餐饮。在 2020 年餐饮百强企业中，快餐赛道企业数量位居第一，火锅发展增长势头强劲，休闲餐饮和团膳发展空间较大，以传统正餐主导业态宾馆餐饮和餐馆酒楼稳步增长。分品类来看，根据 2021 中国餐

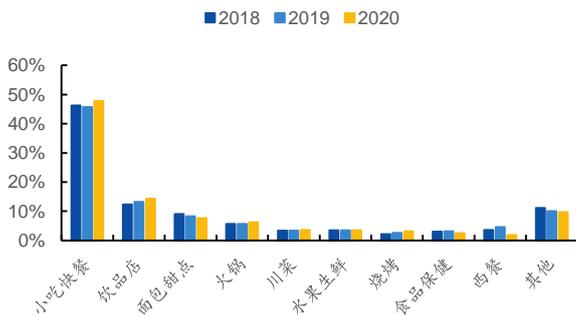
饮大数据，小吃快餐类连锁门店占比最高，而饮品、面包甜点、火锅、川菜等连锁化程度较低。对比海外，根据欧睿国际数据，2019 年中国连锁餐饮店铺占比 10.3%，远低于美国连锁餐饮店铺占比（54.3%），中国连锁化率提升空间较大。

图 88：中国餐饮行业细分赛道



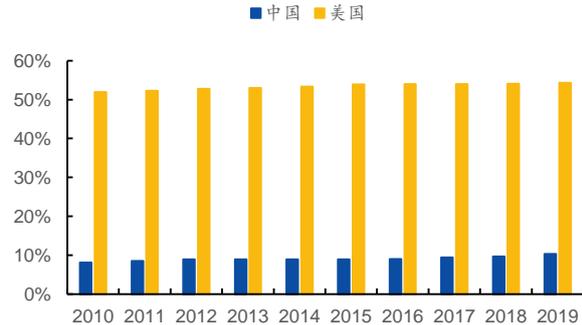
资料来源：中国烹饪协会，国元证券研究所

图 89：2018-2020 年各品类连锁门店占比



资料来源：《2021 中国餐饮大数据》，国元证券研究所

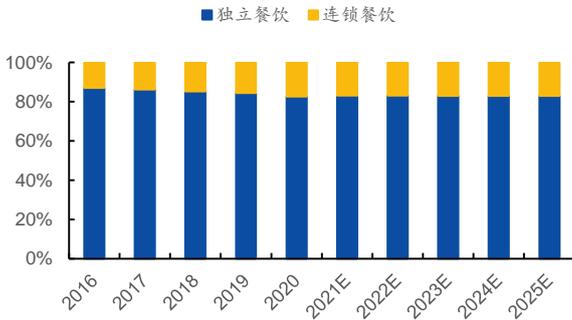
图 90：2010-2019 年中美餐饮连锁店铺占比对比



资料来源：欧睿国际，国元证券研究所

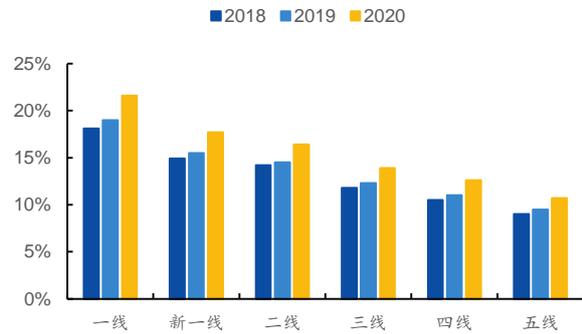
疫情加速低效产能出清，行业连锁化率有望提升。一方面，新冠肺炎疫情影响下，线下餐饮企业被迫停业，大量独立餐饮店因资金压力不断退出市场，推动低效产能出清。另一方面，具备标准化管理的连锁餐企在行业洗牌中仍逆势拓店，助力未来业绩提升，行业连锁化率有望进一步提升。根据欧睿数据，以营业收入为口径，中国餐饮连锁化率逐年增长，连锁餐饮占比由 2016 年的 13% 增长至 2019 年的 15.5%，2020 年疫情背景下，受益于规模优势和品牌效应，连锁餐饮营业收入占比增长至 17.4%。根据美团大学餐饮学院数据，2020 年连锁餐饮企业在一线/新一线/二线/三线/四线/五线城市的占比分别同比提升 2.6/2.2/1.9/1.6/1.6/1.2pcts。我们认为，疫情常态化下，连锁餐饮行业集中度有望逐步提升，龙头公司有望更大程度享受疫情结束后的行业回暖以及行业长期增长带来的收益，未来竞争格局将形成龙头连锁餐饮强者恒强态势。

图 91: 2016-2025 年中国连锁餐饮和独立餐饮市场规模占比及预测



资料来源: 欧睿数据, 国元证券研究所

图 92: 2018-2020 年连锁餐饮企业在各线城市占比

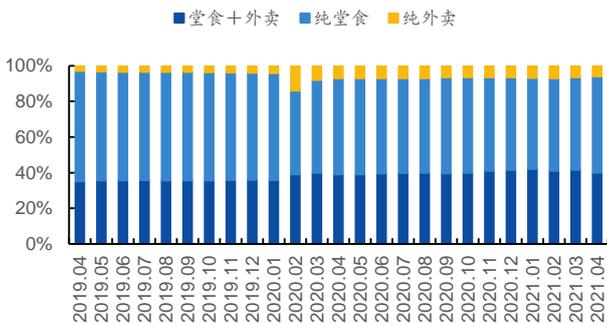


资料来源: 美国大学餐饮学院, 国元证券研究所

2.3.3 线上化、数智化、零售化为长期发展趋势

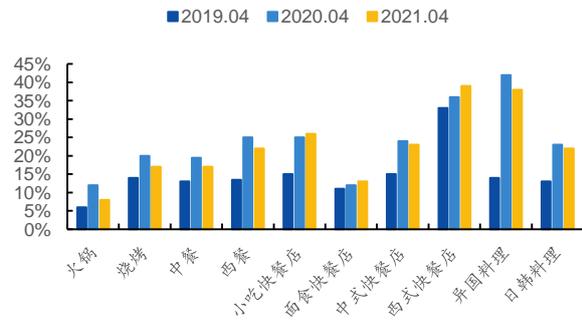
疫情倒逼堂食场景转型线上销售, 开辟餐饮行业新增长空间。 受益于疫情背景下的“宅经济”、“懒人经济”概念兴起, 叠加互联网信息化水平的加强, 在线下客流未恢复增长的困难时期, 连锁餐饮进一步开拓外卖场景, 打破线下营销半径的束缚, 通过线上渠道快速打破困局, 摊薄线下房租、人工等刚性运营成本, 提升应对风险的硬实力。根据阿里本地生活数据, 餐饮企业门店中“堂食+外卖”模式比例从 2019 年的 35% 提升至 2021 年的 40%; 疫情后几乎全部品类外卖订单均显著增加, 其中西式快餐、小吃快餐增幅显著。

图 93: 近三年堂食、外卖模式餐饮企业门店数量占比



资料来源: 阿里本地生活, 国元证券研究所

图 94: 疫情前后不同品类餐饮外卖订单占比变化



资料来源: 阿里本地生活, 国元证券研究所

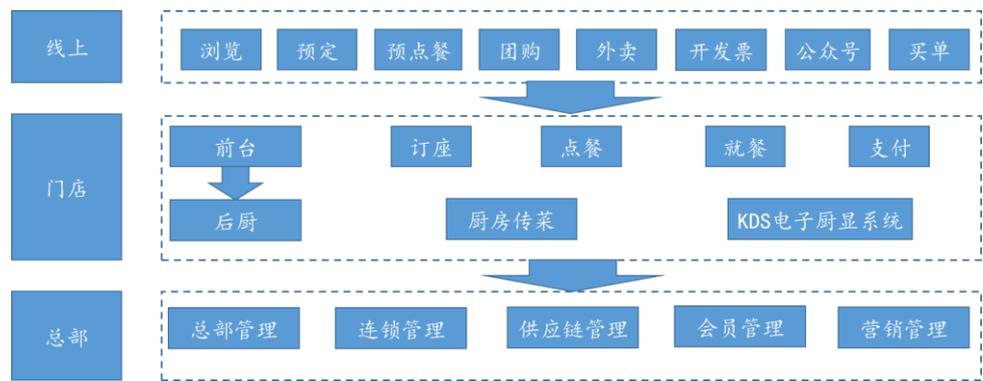
表 13: 2020-2021 年中国外卖品牌 top50 榜单

排名	品牌名称	总得分	排名	品牌名称	总得分	排名	品牌名称	总得分	排名	品牌名称	总得分	排名	品牌名称	总得分
1	华莱士	98.65	11	蜜雪冰城	93.73	21	西贝莜面村	92.06	31	芝根芝底	91.19	41	海盗虾饭	90.55
2	麦当劳	96.97	12	永和大王	93.61	22	小杨生煎	91.66	32	小谷姐姐	91.12	42	李先生	90.52
3	肯德基	96.55	13	书亦烧仙草	93.43	23	觅姐	91.53	33	张亮麻辣烫	91.1	43	真功夫	90.51
4	1点点	96.16	14	老乡鸡	93.12	24	奈雪的茶	91.5	34	食其家	91.09	44	小蛮椒	90.47
5	汉堡王	94.85	15	三粥米铺	92.71	25	沪上阿姨	91.47	35	棒约翰	90.95	45	丽华快餐	90.46
6	CoCo 都可	94.78	16	串意十足	92.68	26	达美乐	91.46	36	杨国福麻辣烫	90.92	46	铁酱披萨	90.26
7	古茗	94.57	17	茶百道	92.65	27	乡村基	91.44	37	和番	90.64	47	和府捞面	90.16
8	星巴克	94.06	18	必胜客	92.49	28	吉野家	91.4	38	茉沏	90.61	48	柠檬队长	90.09
9	德克士	94.03	19	七分甜	92.26	29	老娘舅	91.33	39	厝内小眷村	90.61	49	米勒汉堡	90.04
10	尊宝	93.95	20	正新鸡排	92.2	30	蜜哆哆炸鸡	91.19	40	牛家人	90.57	50	晨曦炖品	89.95

资料来源：阿里本地生活，国元证券研究所（注：榜单于 2021 年 4 月针对餐饮外卖品牌，从订单规模、用户好评、营业收入、品牌价值等维度，利用等权重和非线性标准化综合得分排名）

数智化助力餐企全链路提效增质，迎接智慧餐饮新时代。全链路环节涉及预定、点餐、团购、排队到连锁管理、前台后厨管理、供应链管理，早期智能化仅体现于扫码点餐、智能收银设备等支付线上化的浅层环节，现在餐企纷纷开始智能化升级，逐渐进入 CRM、POS 及供应链全链路数智化阶段，涵盖无人水吧、KDS 电子厨显系统、IoT 智能设备和后厨巡店督导等。此外，通过对消费者全渠道的消费行为数据化，生成多维度分析报表，洞察消费者行为特征与选择偏好，精准指导商户营销思路，帮助餐企提升运营效率。根据客如云数据，在超 900 万的餐企中，可被智能化的目标市场餐企数量为 250 万，已实现智能化的餐企仅占比 10%，在疫情常态化背景下，数智化是餐饮企业降本增效、提升抵御风险能力的重要途径，线上线下一体化的智慧餐饮时代即将到来。

图 95：连锁餐饮全链路数智化管理



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

餐企自有产品零售化趋势全面加速，打造第二增长曲线。疫情强化了居家消费的场景需求，餐企经疫情催化加速零售化趋势，在 2020 年度中国餐饮品牌力百强中，八九成以上的头部中式正餐品牌开始以新零售思维重塑餐饮模式，与零售领域融和，依托品牌势能与自身流量红利，将特色食材转化为零售形态，推出自有零售商品（生鲜、预制菜、包装食品等）进入线下超市及线上电商平台，通过多元化渠道的加持实现消费客群的二次价值转化以及品牌的跨领域延伸。例如海底捞推出的自热小火锅和霸蛮牛肉粉；西北菜西贝莜面村成立西贝甄选线上服务商城，售卖西贝特供牛羊肉，面食、方便速食以及应季蔬果等系列产品。

图 96：海底捞售卖自嗨锅



资料来源：淘宝，国元证券研究所

图 97：西北莜面村售卖牛羊肉及方便速食



资料来源：淘宝，国元证券研究所

2.3.4 受益标的包括海底捞、捞王、老乡鸡、老娘舅、广州酒家等

(1) 海底捞 (06862.HK)

短期收缩门店扩张，多元化战略值得期待。公司定位于主营川味火锅为主的连锁火锅龙头，拥有覆盖上下游的高效供应链体系，采用中央厨房运营模式，打造以利益分享为核心的管理机制，轻松化解餐饮人员流动性高的痛点。受疫情影响，公司发布“啄木鸟”改革计划，短期收缩拓店计划，优化门店结构后经营效率有望提升。此外，三线及以下城市成为公司发力的重点市场，公司依托成熟的全渠道供应链体系与强大

的管理实力进行多元化战略布局，一方面推行外延并购，策略性地收购优质餐饮资源，积极探索快餐赛道，涉足面、盖饭、冒菜三大类别，另一方面延伸内生业务，进一步夯实火锅外卖业务，延伸“火锅+茶饮+小酒馆”新场景，孵化新增长曲线。

(2) 捞王控股 (H01682.HK)

立足火锅细分赛道中差异化竞争，成为粤式火锅连锁领军者。公司旗下有捞王主品牌、锅季及捞王心灵肚鸡汤三个品牌，定位于煲汤、菌汤、海鲜等养生风格，主品牌捞王主打粤式火锅，在细分赛道打造差异化竞争策略，表现为“白汤”显性差异化，“滋补”的功能差异化，以猪肚鸡为代表的品项差异化。运营方面，食材集中采购，中央工厂实现半自动智能化生产，是未来扩张的重要保障。供应链方面，公司对供应链具有极强把控力，依托供应商高度工业化的生产技术，进行标准化的食品加工和统一化采购，保证食材品质的一致性的同时降低门店用工成本。人才培养方面，公司采用人力资源体系化管理，设立标准化门店操作流程指引并开发巡店系统，同时为门店的各级员工提供量身定做的体系化培训，储备店长充足。

(3) 广州酒家 (603043.SH)

餐饮强品牌、食品创规模，双主业协同发展。公司定位于岭南特色的大型食品制造及餐饮服务集团，立足于“餐饮强品牌、食品创规模”的商业模式。食品制造业务方面，旗下拥有广州酒家、陶陶居、利口福、秋之风、粮丰园等多个品牌，致力于研发、生产和销售月饼系列产品、速冻食品、腊味、饼酥、西点等多种品类，公司集中采购原材料集中采购，生产加工环节设立多个基地，严格控制工艺，建造全渠道销售网络；餐饮服务业务方面，旗下拥有广州酒家、陶陶居、天极品、星樾城等品牌，在立足于经典粤菜的基础上，持续菜品创新和改良，凸显品牌特色，多品牌巩固品牌优势。

(4) 老乡鸡

打造一体化产业链，积极探索新业态。公司定位于服务中国家庭日常用餐的健康营养中式快餐连锁，特色单品为肥西老母鸡汤，主要以中式烹饪方式出品，覆盖早、中、晚多时段饮食。公司打造从优质鸡饲养、原材料采购、生鲜食品加工、熟食加工、冷链配送物流到现场烹饪的一体化运营体系，高度标准化的全产业链运营叠加专业化、自动化、精细化的管理，赋能公司全直营模式拓店。同时，打造中央厨房规模化、现代化、规范化，提供半成品加工、物流分拨、配送供货等功能。此外，积极探索开拓“农场+下午茶+酒吧”的创新场景，延展收入边界。

(5) 老娘舅

攻克中式快餐规模化难关，解构极致标准化。公司定位于主打“低热量、无公害、合理营养、健康饮食”的经营理念的全直营中式快餐连锁，品牌定位以米饭为代表的高品质食材，菜品以江南口味为主，同时兼顾地方特色。食材标准化方面，选择各原副食材原产地或基地合作，统一一种养殖管理、统一收割仓储、统一物流运输，从源头保障食材安全和口感统一；供应链标准化方面，建立专业中央厨房及物流配送，严控质量控制体系，解决中式连锁快餐规模化扩张中标准化、可复制、去厨师三大痛点；物流配送标准化方面，长期签约顺丰同城，并且选用国家专利外卖打包盒，防漏且保温，确保配送流程安全卫生，用餐服务准时便捷。

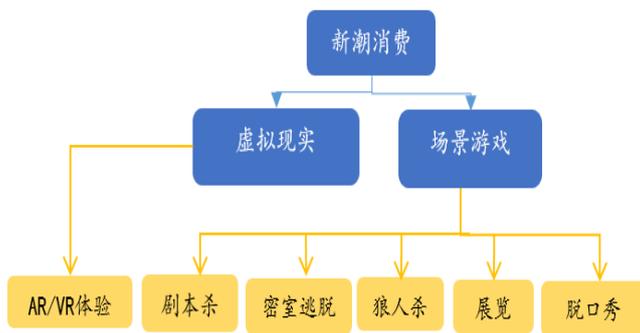
2.4 线下娱乐：真实社交需求永存，新兴娱乐模式接连不断

我们认为，随着 Z 世代对表达自我及线下社交的探索，线下娱乐消费发展空间广阔，而技术突破又有望催化众多新兴娱乐模式的诞生。2022 年新潮消费板块的关注点在于：1、技术突破下，AR/VR 体验感和舒适度提升、设备成本下降，线下虚拟现实娱乐体验有望迎来普及；2、剧本杀、话剧展会、密室逃脱等线下社交娱乐模式遍地开花，行业有望走向品牌化、规范化经营，行业龙头有望孵化。

2.4.1 线下娱乐提供高体验感与沉浸感，为难以取代的真实社交模式

线下娱乐方式多种多样，场景游戏和虚拟现实娱乐等模式景气度较高。近年来，线下娱乐快速发展，已成为国民经济和服务消费新增长点。虚拟现实体验方面，娱乐类和购物类在 VR/AR 消费级应用中占比较高，预计 2030 年娱乐类和购物类 VR/AR 应用市场规模将分别达 147、107 亿元。场景游戏方面，包括卡牌桌面类（狼人杀）、场景互动类（如剧本杀、密室逃脱）等模式。根据艾媒咨询数据，2020 年我国密室逃脱市场规模达 78 亿元，预计 2022 年将达 124 亿元；剧本杀市场规模达 117 亿元，预计 2022 年将达 239 亿元。

图 98：线下新潮消费的主要类型



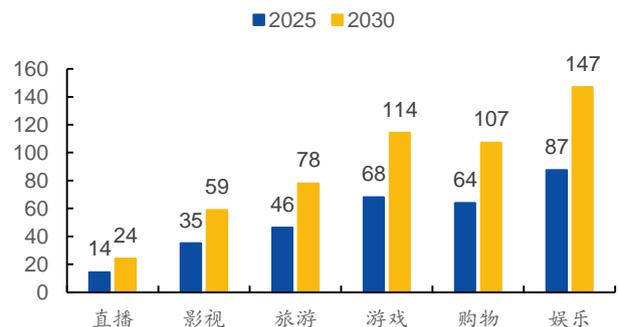
资料来源：国元证券研究所

图 100：2018-2022 年中国密室逃脱行业市场规模及增速（单位：亿元）



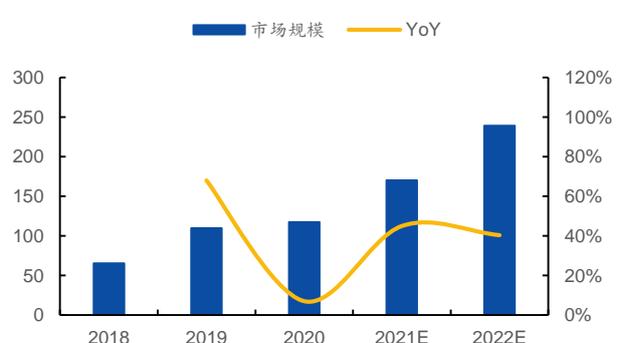
资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 99：2025-2030 年中国 VR/AR 消费级应用市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 101：2018-2022 年中国剧本杀行业市场规模及预测（单位：亿元）

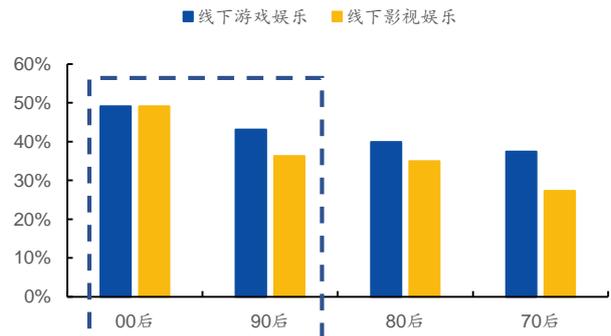
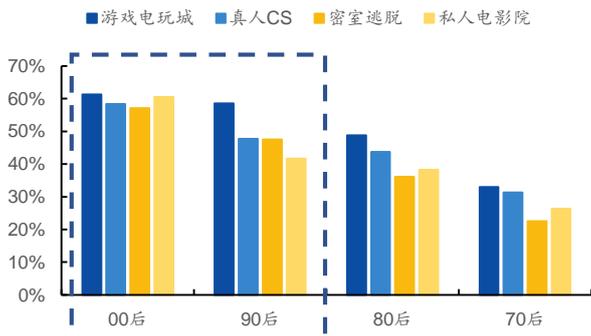


资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

线下娱乐提供沉浸式体验并具备强社交属性，Z世代为消费主力军。根据艾媒咨询数据，50%以上的90后、00后群体体验过线下娱乐项目，在线下娱乐消费超过百元以上的90后、00后比例超过70后、80后。此外，Z世代更为注重体验式消费和能够释放社交需求的消费行为，根据艾媒咨询，39%的Z世代受良好的消费体验驱动消费，36%的Z世代受满足社交需求驱动消费。尽管社交需求能够通过互联网得以缓解，但线上娱乐形式过于虚拟化，无法实现现实社交的真实感与满足感。线下娱乐一方面能够满足Z世代对探索未知、表达自我的欲望，另一方面能够帮助Z世代交到志同道合的新朋友，节省社交成本，提高社交效率。

图 102：各年龄段线下娱乐参与率

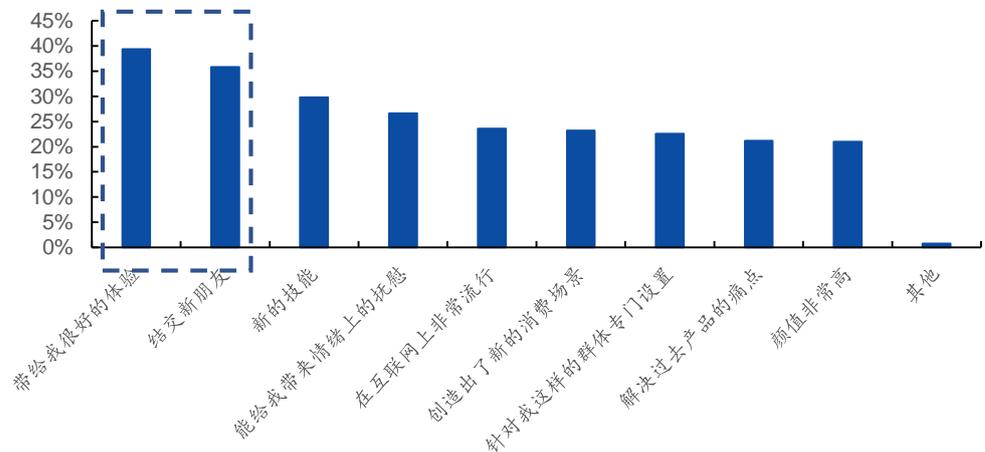
图 103：各年龄段线下娱乐消费支出大于 100 元的比例



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 104：驱动 Z 世代消费因素



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

2.4.2 虚拟现实体验：技术突破下，AR/VR 渗透率有望快速提升

随着 AR/VR 技术突破，产品性价比提升，行业有望进入爆发期。目前，AR/VR 设备面临着设备成本较高、体积较大不够轻便、佩戴时间过长会产生明显的晕眩感等缺点，

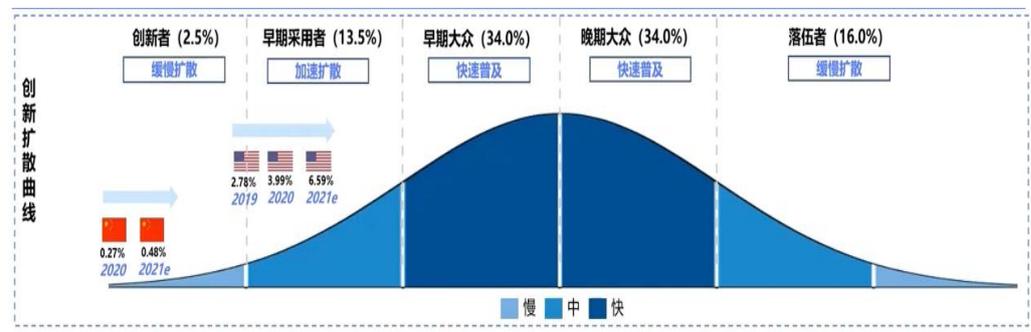
而随着技术不断创新，AR/VR 产品的价格、产品体验及生态将逐步提升，使用人数有望突破临界值，渗透率有望攀升。根据腾讯 IEG 数据，Quest 设备价格有望从 2019 年的 399 美元下降至 2023 年的 250 美元以内；设备重量有望从 2019 年的 571g 下降至 2023 年的 250g 以内；设备保有量有望从 2019 年的 70 万台提升至 2023 年的 3300 万台。随着设备技术的不断突破，美国 VR 普及率有望从 2020 年的 3.99% 提升至 2021 年的 6.59%，并有望由加速扩散期进入快速普及期。

图 105: Oculus Quest VR 设备生态分析及预测

		2019		2021e		2023e	
Oculus Quest 生态分析		Quest 1		Quest 2		Quest 3	
1	价格	\$399	↓ 25%	\$299		<\$250	
	2	1) 重量	571g	↓ 12%	503g	↓ 50%	~250g
		2) 单眼角分辨率	~11 PPD	↑ 64%	~18 PPD	↑ 11%	~20 PPD
3) CPU		骁龙835 多核跑分: 1669	↑ 94%	骁龙XR2(865) 多核跑分: 3244		骁龙XR2(865) 多核跑分: 3244	
3	1) 内容数量	66	× 5倍	~350		-	
	2) 设备保有量	~70万台	× 13倍	~900万台		预计: 1600-3300万台	
	3) 题材类型	<ul style="list-style-type: none"> 平台包含少量VR社交题材应用(4.5%，3款) 体育(13.4%)、休闲(16.4%)和射击(11.9%)为主要游戏题材 		<ul style="list-style-type: none"> VR社交题材数量比重稳步上升(6.0%，14款) 动作类游戏题材比重翻倍(6%增长至13.6%) 		<ul style="list-style-type: none"> VR社交类题材数量占比进一步提升，“游戏+社交”逐渐成为VR内容主旋律 	

资料来源：腾讯 IEG，国元证券研究所

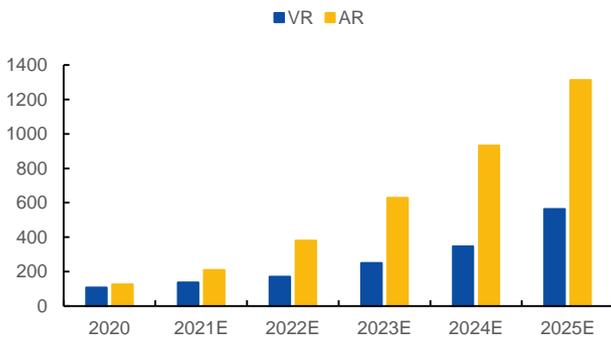
图 106: VR 创新扩散曲线



资料来源：腾讯 IEG，国元证券研究所

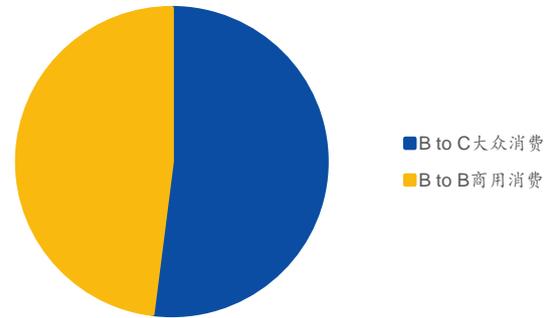
中国仍处 AR/VR 行业发展早期，大众消费应用场景不断渗透。根据腾讯 IEG 数据，2020 年中国 VR 渗透率为 0.27%，仍处于缓慢扩散期。根据艾媒咨询数据，2020 年中国 VR 终端硬件市场规模为 107 亿，AR 终端硬件市场规模 125.9 亿，预计 2025 年 VR 终端硬件市场规模为 136.4 亿，AR 终端硬件市场规模为 208.8 亿。中国 AR/VR 应用涵盖工业生产、商贸会展、地产营销、医疗健康、文娱休闲、教育培训等领域，其中 2020 年 B to C 大众消费领域（AR 游戏、VR 视频、VR 游戏等）支出占比为 52%。我们认为，随着中国 AR/VR 产业链的不断完善和核心技术迭代，基于 AR/VR 技术的应用场景将更多元丰富。

图 107: 2020-2025 年 VR/AR 终端硬件市场规模及预测 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

图 108: 2020 年中国各行业 AR/VR 支出规模占比



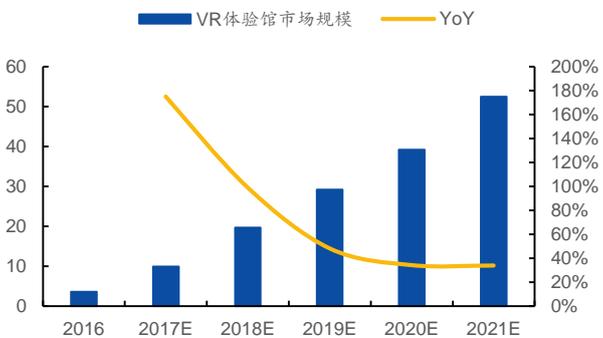
资料来源: IDC, 国元证券研究所

我们以 VR 剧本杀和虚拟偶像为例:

VR 剧本杀: 传统剧本杀实景装潢价格昂贵, 更新迭代成本较高, 剧本文字阅读内容冗长, 玩家难以产生代入感。VR 剧本杀能够利用 VR 技术, 基于剧本内容打造沉浸式虚拟世界, 在最短的时间内引导玩家进入角色, 并保留线下体验的触摸感、真实感、社交感, 在确保玩家的体验性不会受损的同时, 赋予剧本创作者丰富的想象空间。根据统计, 2020 年 VR 剧本杀这一关键词的搜索热度同比增长 270%, 热度增长速度位居线下娱乐产业第一名, 或将成为新兴娱乐模式。根据艾媒咨询数据, 2021 年中国 VR 体验馆市场规模将达 53 亿元。

虚拟偶像: 虚拟偶像是通过音乐、绘画、动画、CG 等形式制作而成, 其本身不以实体形式存在的人物形象, 如初音未来、洛天依。受益于 VR/AR 产业技术升级, 参与者可以突破空间、时间等客观限制, 与虚拟偶像进行实时互动, 而虚拟偶像相较于真人偶像, 其内容和周边产出可塑性更强, 更为贴近消费者需求, 虚拟偶像市场有望由二次元文化圈层趋向于大众化。根据艾媒咨询数据, 2017 年中国虚拟偶像核心产业市场规模为 81 亿元, 预计 2023 年将达到 3335 亿元, 2017-2023 年 CAGR 达到 187%。

图 109: 2016-2021 年中国 VR 线下体验馆市场规模及预测 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

图 110: 2017-2023 年中国虚拟偶像核心产业市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

2.4.3 场景游戏：从发展初期走向成熟，规范整合下优胜劣汰

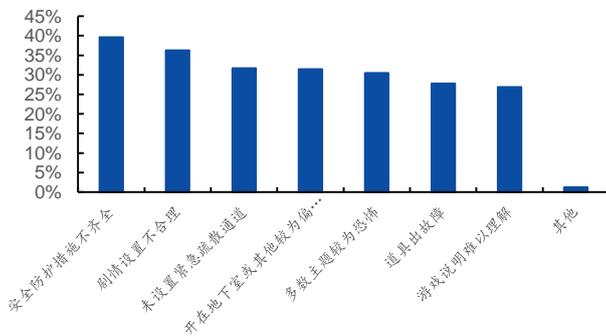
新潮娱乐行业准入门槛较低，各类模式遍地开花。以剧本杀行业为例，线下剧本杀商家开店仅需要支付房租、剧本费、租金水电、人员薪酬等成本费用即可，根据剧本杀连锁品牌谜之神探官网，二三线城市一家剧本杀店铺的前期投入为 70800-90800 元，年成本费用为 118000-140000 元，月收入为 35904 元。随着剧本杀的风靡，线下剧本杀门店数逐年增长，但大量跟风入行的商家在安全防护、道具、选址等方面设置不够完备，同时来自多领域、多年龄段的剧本创作者水平良莠不齐，剧本同质化严重，优质剧本资源较为分散。根据艾媒咨询数据，2020 年 40% 的消费者认为剧本杀店铺安全防护措施不齐全，36% 的消费者认为剧本杀剧情设置不合理。

表 14：谜之神探剧本杀店投资预算（二、三线城市举例）

投资预算类别	投资金额
加盟费	33800
基础装修费（120 平为例）	20000-40000
软装（墙饰、灯饰）	5000
正版盒装剧本*30 本	12000
房租租金	40000-60000
美团年服务费	6000-8000
人员底薪*2（不含提成）	72000

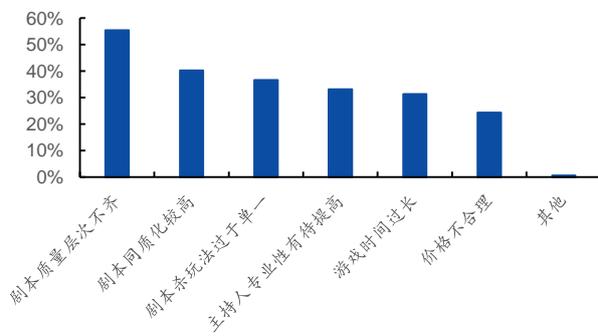
资料来源：谜之神探官网，国元证券研究所

图 111：2020 年中国消费者对剧本杀担心的问题



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

图 112：剧本杀行业存在问题



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究所

政策规范行业，核心玩家入局孵化龙头。随着第三方监管部门全方位介入，对线下娱乐行业的内容输出、展示方式及消防卫生硬性工商要求等方面制定监管标准，线下娱乐行业有望从早期的零散式发展走向中期的品牌化经营。而头部公司多通过股权投资、IP 授权、自制等模式入局，有望依托其资源优势，提升行业运营专业度、输出优质内容、完善产业生态，孵化行业领军者。

表 15：核心玩家入局剧本杀赛道

公司	入场形式	内容
字节跳动	与“我是谜”进行合作	“我是谜”作为字节跳动剧本杀服务定制方

腾讯	IP 授权	《庆余年》、《全职高手》、《斗罗大陆 2》、《凡人修仙传》、《鬼吹灯 2》、《余罪》、《王者荣耀》、《天涯明月刀》等 IP 改编剧本杀
华策影视	IP 授权	《刺杀小说家》IP 改编剧本杀
万达影视	IP 授权	《唐人街探案 3》IP 改编剧本杀
芒果超媒	直接入局、自制综艺	成立品牌 MCITY 布局实景娱乐赛道，已在长沙、上海开店；自制《明星大侦探》《密室大逃脱》综艺
爱奇艺	自制综艺、IP 授权	推出谜综季，上线《萌探探案》《奇异剧本鲨》《最后的赢家》等推理真人秀；《成化十四年》、《十日游戏》等 IP 改编剧本杀
哔哩哔哩	自制综艺	由哔哩哔哩直播发起，由我是怪异君、韩小沐、舞小喵等参演综艺《推理信条》

资料来源：MCITY 公众号，国元证券研究所

2.4.4 重点推荐创梦天地，受益标的包括歌尔股份、京东方 A、立讯精密等

(1) 创梦天地 (01119.HK)：线上游戏加码自研，线下娱乐打 Z 世代社交新场景 线上与线下业务齐开花，构建流量变现闭环

公司为用户提供 24 小时、线上线下全覆盖的娱乐内容与服务，提升单用户生命周期价值。我们预计公司 2021-2023 营业收入为 26.40、32.82、44.27 亿元，归母净利润为 -0.71、2.10、4.75 亿元，EPS 为 -0.05、0.16、0.36 元/股，对应 PE 为 -97、33、14 倍，维持“买入”评级。

线上游戏：打造消除厂牌，深耕竞技赛道，重视长期 LTV

在益智消除游戏方面，公司基于发行代理期积累的源代码进行二次开发，挖掘细分题材内容，自研游戏《女巫日记》海外发行代理权授予腾讯，预计将于 2022 年全球上线。在竞技游戏方面，公司自研技术不断成熟，构建《全球行动》、《小动物之星》等产品矩阵，自研游戏《卡拉比丘》中国大陆发行代理权授予腾讯，预计将于 2022 年全球上线。在中重度游戏方面，公司精简游戏品类，着力海外精品游戏手游化发行。

线下娱乐：主机游戏体验叠加潮玩生态，打造 Z 世代社交新场景

公司携手腾讯打造线下店，集主机游戏体验、主机及游戏零售、潮玩零售等功能于一体。目前，线下店商业模式已逐步标准化，主机游戏体验&零售部分单店月流水预计为 28.73 万元，毛利率 63%，月坪效 0.16 万元；潮玩部分单店月流水预计为 50.40 万元，毛利率 35%，月坪效 0.42 万元，对标同类业态，毛利率仍有较大提升空间。随着公司线下店的快速扩张（3 年内开设 150 家 QQfamily），有望为公司贡献高收益，成为公司第二增长极。

(2) 歌尔股份 (002241.SZ)、京东方 A (000725.SZ)、立讯精密 (002475.SZ) 等

随着技术不断创新，AR/VR 产品的价格、产品体验及生态将逐步提升，使用人数有望突破临界值，渗透率有望攀升，行业有望进入爆发期。根据亿欧智库预测，2020-2025 年，中国 VR/AR 终端硬件出货量将由 400 万台增长至 5665 万台，CAGR 达 70%，预计 2025 年中国 VR/AR 终端硬件市场规模为 1789 亿元。VR/AR 硬件出货量大幅抬升下，歌尔股份、京东方 A、立讯精密等公司有望受益（由电子团队覆盖）。

3. 货：由传统商品诉求，向多元消费需求的持续演进

3.1 培育钻石：满足“性价比”和“悦己”需求的细分黄金赛道

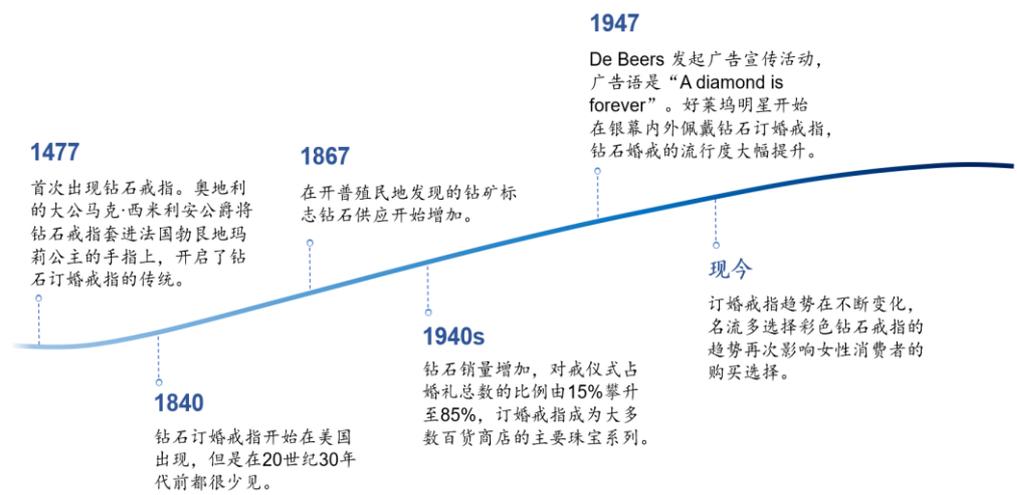
我们认为，钻饰作为完美贴合 Z 世代消费观念的珠宝饰品，整个行业仍将作为优质赛道快速成长。而其中培育钻石的崛起既是偶然也是必然，技术的升级和传统珠宝品牌的介入或是其成功的偶然因素，而消费者对性价比的不断追求以及悦己消费的兴起则使其崛起成为必然。此外我们认为不能单纯将培育钻石看作是天然钻石的天敌或者“颠覆者”，中长期来看二者或将代表着两类不同的消费理念或特征。2022 年培育钻石的关注点在于：1.天然钻石产量不断承压下，培育钻石渗透率有望持续提升；2.疫后终端消费需求的进一步释放有望使得行业迈入发展红利期，龙头上游生产商及下游品牌商有望实现强者恒强。

3.1.1 行业整体仍处发展黄金期，强竞争力下培育钻石塑造自身“利基市场”

钻饰发展源远流长，行业仍处发展黄金期。纵观全球钻饰发展史，钻饰文化历史悠久，第一颗钻石戒指可以追溯到中世纪欧洲。受制于钻石供应量以及社会习惯等因素，19 世纪中叶前钻石订婚戒指在美国等国家的普及度仍然不高。伴随钻矿发现数量的增加，以及近一个世纪的钻石文化传播与沉淀，钻石销量出现增长，订婚戒指成为大多数百货商店的主要珠宝系列。1947 年开始，随着 De Beers 以“A diamond is forever”对钻石进行宣传，叠加好莱坞明星开始在银幕内外佩戴订婚钻戒，钻石婚戒的流行度出现大幅提升，现今订婚钻戒在欧美发达国家以及包括中国在内的新兴市场的普及度已处于较高水平。

全球钻饰市场规模近 800 亿美元，美国仍为最主要需求国。全球钻石珠宝市场规模近年来呈稳步增长态势，至 2019 年已达到 790 亿美元，2009-2019 年均复合增长率约 3%。同时根据戴比尔斯统计，在 2019 年全球抛光钻石需求比重分布中，美国位列世界第一占比 48%，中国、印度相关需求分列二三位。

图 113：全球钻石文化发展历史



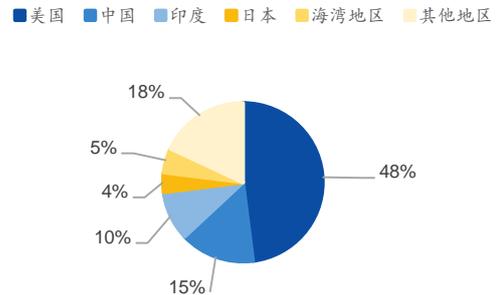
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

图 114: 2009-2019 年全球钻石珠宝销售额



资料来源: De Beers, 智研咨询, 国元证券研究所

图 115: 2019 年全球抛光钻石需求比重分布



资料来源: De Beers, 国元证券研究所

培育钻石在物理、化学等特质上与天然钻石无异, 同时已先后获得美国联邦贸易委员会、NGTC 和 GIA 等海内外专业机构的认证。相较于天然钻石, 培育钻石在形状色彩选择、价格、大小等方面均具较高性价比。从形状色彩选择角度看, 培育钻石较天然钻石具有更多可选项; 从价格角度看, 根据《影响中国消费者珠宝购买意愿的因素及对策研究》, 国内绝大多数消费者仅能接受 10000 元以下的珠宝饰品。根据贝恩咨询的数据, 2017 至 2020 年培育钻石零售价格与批发价格占天然钻石的比例已由 65% 和 55% 逐渐降低至 35% 和 20%; 从可选大小角度看, 由于生长局限性, 中大克拉天然钻石产量偏低, 而培育钻石在大克拉钻石技术上已取得突破, 5 克拉以上钻石已逐渐量产, 后续向市场的供给将持续增加。

表 16: 天然钻石、培育钻石部分要素对比

类别	形状	色彩	价格	克拉数	形成周期	其他
天然钻石	圆钻为主	无色为主	较高	中型和大型天然钻石产量偏低, 约占钻石克拉产量的 25%	几百万-上亿年	具有一定稀缺性, 符合中高端品牌的品牌调性
培育钻石	更多现代设计选择, 公主形、椭圆形、阿斯切形或辐射形等	可选择性更大, 通过辐射等手段提供天然形态下鲜有的色彩	同等品质下, 为天然钻石价格的 1/3	大克拉钻石技术已逐渐突破, 5 克拉以上钻石已逐渐量产	HTHP 法: 2 周左右; CVD 法: 3-4 周左右	性价比整体偏高, 部分轻奢品牌对培育钻石颇为青睐

资料来源: Bain Company, 力量钻石招股说明书, 前瞻产业研究院, 国元证券研究所

图 116: De Beers 旗下 Lightbox 培育钻石产品



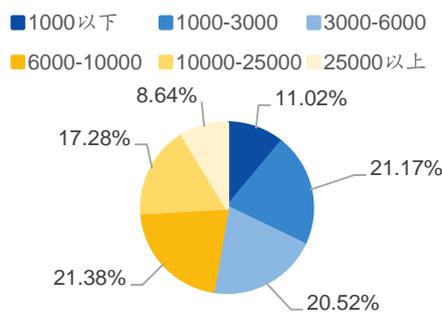
资料来源: Lightbox, 国元证券研究所

图 117: 施华洛世奇推出的实验室培育彩钻



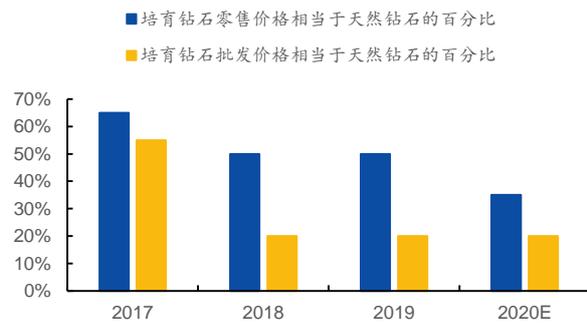
资料来源: 施华洛世奇官网, 国元证券研究所

图 118: 大多数消费者仅能接受 10000 元以下的珠宝首饰



资料来源: 《影响中国消费者珠宝购买意愿的因素及对策研究》, 国元证券研究所

图 119: 培育钻石具备相对价格优势



资料来源: Bain Company, 国元证券研究所

“悦己消费”逐步成为消费主流趋势，助力培育钻石塑造自身“利基市场”。无论是在美国还是中国，以自我奖励为主的“悦己消费”方式已逐步成为主流。根据贝恩咨询数据，29%/46%的美国/中国消费者因为自我奖励而选择钻饰，约 25%/36%的美国/中国消费者选择钻饰用于婚庆场景，悦己需求已成为最主要钻饰购买力。在钻饰主要消费场景跳出传统的婚庆场景，转向悦己消费后，我们认为消费者对钻饰产品的消费将渐趋多元化（例如由传统婚戒扩展到例如耳环、普通戒指、项链等钻饰产品），同时消费频率也将随之提升。而具有高性价比的培育钻石有望在这一消费转型中获益，有望塑造属于自身的“利基市场”。

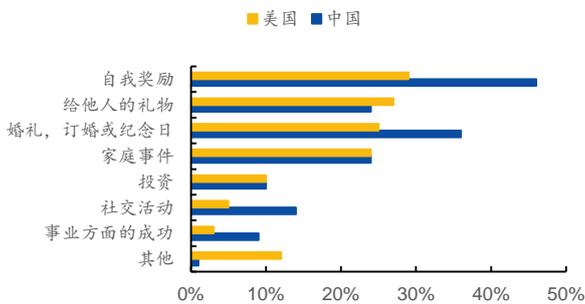
消费者对培育钻石的接受度亦在逐渐提升。根据 International Grown Diamond Association 的数据，至 2018 年，培育钻石在美国消费者中认知度已高达 51%，较 2010 年提升了约 42pct，近年来呈现加速上升的态势。此外消费者选择培育钻石作为钻戒的比重也有所增长，至 2018 年约有 68% 的美国消费者会选择培育钻石戒指。

近年来部分传统珠宝巨头开始进军培育钻石领域，引导消费者消费习惯。2017 年施华洛世奇旗下培育钻石品牌 Diama 在北美地区正式开售；2018 年，全球钻石龙头戴

比尔斯推出了旗下培育钻石品牌 Lightbox。2019-2020 年，美国最大的钻石珠宝零售商 Signet Jewelers 旗下著名的 Kay、Jared、Zales 以及线上珠宝品牌 James Allen 正式开始销售培育钻石珠宝；2021 年 5 月，潘多拉宣布全线采用培育钻石。截至 2020 年，美国已拥有培育钻石品牌 25 个，中国拥有培育钻石品牌 19 个，数量位于世界第二。

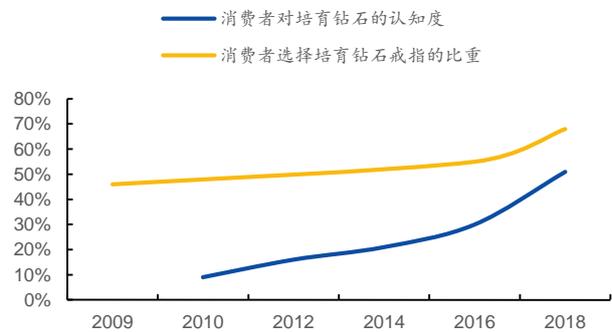
国产品牌方面，国产培育钻石品牌 LightMark 小白光于 2021 年 1 月在上海首店开业，品牌定位 Z 世代消费者，通过线上和线下渠道增强消费者对培育钻石的认知，传播“克拉自由”的品牌理念。线下团队推出个性化的营销策略，购买 1 克拉钻石，即可赠送天上 1 颗星星的命名权；线上团队则将产品在微信公众号、微博、小红书、抖音、知乎等社交平台上进行推广。

图 120：悦己消费已成为最主要钻饰购买力



资料来源：Bain Company, 国元证券研究所

图 121：消费者对培育钻石的接受度逐渐提升



资料来源：IGDA, 国元证券研究所 注：此处数据指美国消费者

图 122：LightMark 上海线下店



资料来源：LightMark, 国元证券研究所

图 123：LightMark 产品和宣传语



资料来源：LightMark, 国元证券研究所

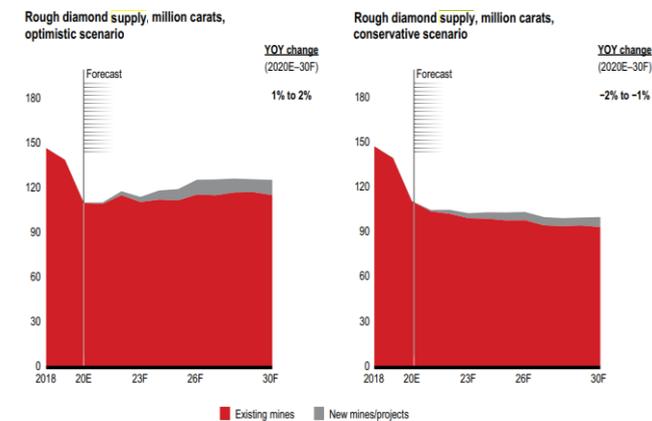
3.1.2 天然钻石产量承压，培育钻石渗透率有望持续提升

整体上看，全球天然钻矿产资源储量有限，短期天然钻产量已边际承压。受制于成长速度慢、成长环境特殊等因素，天然钻矿产资源供给有限且很难再生，根据贝恩咨询

数据,全球钻石产量自 2017 年后就呈持续下降趋势,2019 年下降至 139 百万克拉。2020 年受新冠疫情疫情影响继续下降,达到 111 百万克拉。同时根据贝恩公司预测,预计未来 5-10 年毛坯钻石供给仍然存在边际放缓的压力,

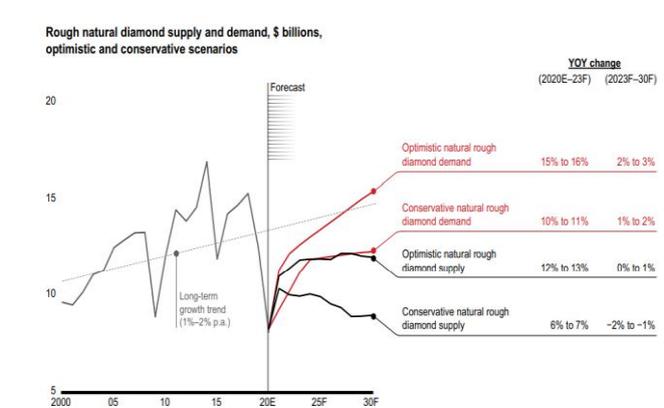
培育钻石的技术水平日趋成熟,产能处于快速提升阶段。从技术角度来看,培育钻石主要包括高温高压法 (HPHT) 和化学气象沉积法 (CVD) 两条技术路线,二者共同推动培育钻石产能及品质的不断提升。根据贝恩咨询的数据,全球毛坯培育钻石总产量已由 2018 年的 144 万克拉增至 2020 年的 720 万克拉,2020 年产量渗透率超过 6%。同时现全球约 4 成的培育钻石产能位于中国。预计随着培育钻石相关技术不断提高、相关品牌的创新发展和消费理念的改变,培育钻石行业将继续崛起,成长空间十分广阔。

图 124: 全球毛坯钻石供给存在边际放缓的压力



资料来源: Bain Company, 国元证券研究所

图 125: 全球天然毛坯钻石供需仍为紧平衡状态



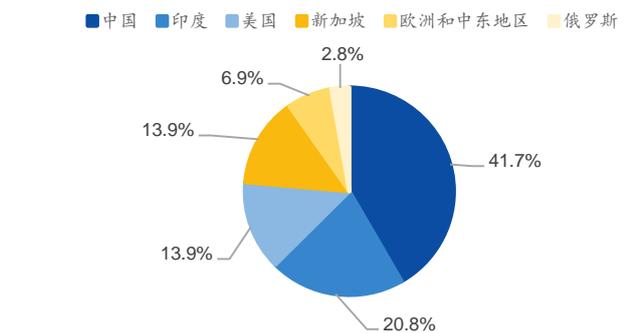
资料来源: Bain Company, 国元证券研究所

图 126: 全球培育钻石产量渗透率呈上升趋势



资料来源: Bain Company, 智研咨询, 国元证券研究所

图 127: 全球约 4 成的培育钻石产能位于中国



资料来源: Bain Company, 国元证券研究所

3.1.3 产业链遵循“微笑曲线”，上下游发展潜力可期

培育钻石产业链遵循“微笑曲线”。行业产业链格局主要由上游-钻石生产、中游-钻

石加工、下游-钻石零售三部分构成。在上游环节，技术壁垒整体较高，毛利率约 60%，预计未来 10 年仍将保持快速增长；中游环节属于劳动力密集型产业，毛利率约 10%，印度凭借大量廉价劳动力占据全球约 90% 以上钻石加工份额；下游环节由美国主导，中国为第二大市场且发展潜力较大。根据贝恩咨询数据进行测算，预计至 2025 年全球培育钻石毛坯产量将达到约 2000 万克拉，渗透率将达到 13.69%。

我国在上游毛坯钻石生产环节占比较高，在 HPHT 生产中占据主导地位。高端培育钻石的生产对企业的研发实力、质量控制等方面均具有较高的要求，行业龙头在上述方面具有先发和技术优势。我国 HPHT 培育钻石产业在河南已形成完整的产业集群，代表企业有中南钻石、黄河旋风、力量钻石等。CVD 培育钻石生产商主要集中在美国、欧洲和中东、印度、新加坡等地，我国较少参与其中。

培育钻石中游的加工环节即在钻石毛坯上进行切割、磨光等多个步骤，是典型的劳动力密集型产业。培育钻石中游环节主要集中在印度，约占全球 90% 以上的份额。主要原因在于印度劳动力数量多且价格低，有家族传承切割技术的传统。

培育钻石下游环节即零售和消费，目前最大消费市场在美国，中国是全球第二大培育钻石消费国，消费潜力大。根据贝恩咨询数据，2020 年培育钻石零售市场，主要集中在美国、中国、印度三大国家。从行业整体看，全球培育钻石下游尚未有品牌商形成绝对规模及品牌优势，国产培育钻石品牌仍处于初步发展阶段，发展空间颇为广阔。此外培育钻石在价格等方面优势明显，且国内年轻一代消费理念逐渐“悦己”化等，使得培育钻石下游市场潜力巨大。根据贝恩咨询数据进行测算，预计至 2025 年全球培育钻石饰品市场规模将达到 1503 亿元，约为 2020 市场规模的 2.5 倍。

图 128：培育钻石产业链遵循“微笑曲线”

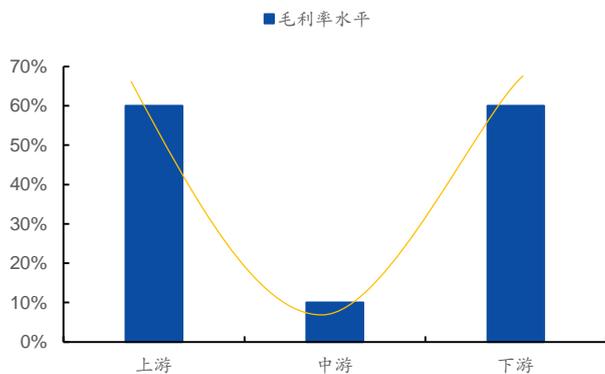
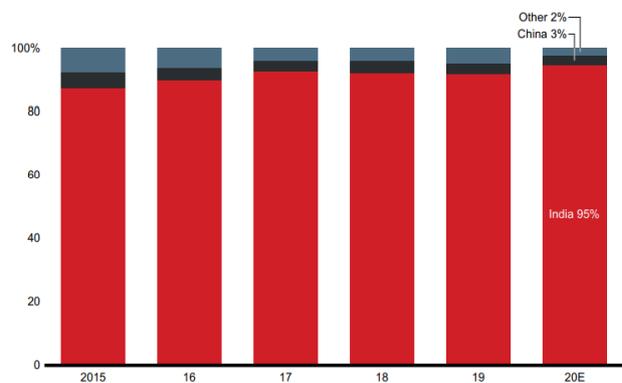


图 129：印度在全球切割加工市场有超 90% 的份额



资料来源：Bain Company，力量钻石招股说明书，国元证券研究所

资料来源：Bain Company，国元证券研究所

表 17：全球培育钻石市场规模预测

类别	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球钻石产量（万克拉）	11100	12765	13403	14073	14355	14642

全球培育钻石毛坯产量 (万克拉)	720	981	1218	1476	1735	2004
全球培育钻石渗透率	6.49%	7.69%	9.09%	10.49%	12.09%	13.69%
毛坯培育钻石单价(万 元/克拉)	0.25	0.24	0.23	0.22	0.21	0.2
全球毛坯培育钻石市场 规模(亿元)	180	235	280	325	364	401
全球培育裸钻产量(万 克拉)	240	327	406	492	578	668
培育裸钻单价(万元/克 拉)	1	0.98	0.96	0.94	0.92	0.9
全球培育裸钻市场规模 (亿元)	240	321	390	462	532	601
全球培育钻石饰品市场 规模(亿元)	600	801	974	1156	1330	1503

资料来源: Bain Company, 国元证券研究所预测

3.1.4 重点推荐力量钻石, 受益标的包括中兵红箭等

(1) 力量钻石 (301071.SZ)

培育钻石生产领导者, “三大核心产品体系+先进合成技术+优质生产设备” 打造核心竞争力。在产品结构方面, 力量钻石具有三大完备的核心产品体系, 包括金刚石单石、金刚石微粉、培育钻石, 能够满足多元化的市场需求。在合成技术方面, 公司长期致力于大颗粒培育钻石合成技术的提升, 现已实现 2-10 克拉大颗粒高品级培育钻石毛坯的批量生产, 以及 25 克拉处于实验室技术研究阶段的大颗粒培育钻石。在生产设备方面, 公司大腔体合成设备优势明显, 大腔体机能够显著提高生产效率和产品品质。在盈利能力方面, 公司 2018 至 2020 年营业总收入分别为 2.04 亿元、2.21 亿元、2.45 亿元, 呈稳步增长趋势; 净利润分别为 0.72 亿元、0.63 亿元、0.73 亿元; 毛利率分别为 50.85%、43.95%、43.59%, 高于同业平均水平。

我们预计力量钻石 2021-2023 年营收分别为 4.89 亿元/8.20 亿元/12.53 亿元, 同比增长 100%/68%/53%, 归母净利润分别为 2.35 亿元/4.04 亿元/6.42 亿元, 同比增长 222%/72%/59%, 结合最新股本及收盘市值对应 EPS 分别为 3.89/6.69/10.64 元, 对应 PE72/42/26x, 首次覆盖给予“买入”评级。

(2) 中兵红箭 (000519.SZ)

国内领先培育钻石生产商, 技术壁垒深厚。公司业务布局广泛, 涉及超硬材料、特种设备、改装汽车等板块。中兵红箭全资子公司中南钻石是超英材料领域的龙头企业, 连续多年在该领域市占率保持世界第一, 实力雄厚。近年来, 公司开发了培育钻石产品, 成为中南钻石进军消费品领域、实现转型升级的重要战略产品。在合成技术方面, 中南钻石公司拥有大颗粒钻石单晶科研、生产的技术优势, 以及在 HTHP 技术生产

培育金刚石产品方面的技术优势，目前公司批量生产的产品以 2-10 克拉培育金刚石产品为主，并掌握 30 克拉以内的培育金刚石大单晶的合成技术。与此同时，公司 CVD 培育钻石制备技术已达到国际主流水平。

3.2 新型烟草：政策规范化下，行业有望开启高质量发展新征程

我们认为，后续新型烟草行业的发展将逐渐进入政策规范化的相对成熟发展阶段，并将维持政府、烟草公司和烟民三大利益端的博弈平衡。在规范化的大趋势下，行业渗透率将继续提升，竞争格局或将持续优化，生产商&品牌商占据核心优势。此外具有强合规优势、技术研发、品牌运营以及供应链管理的产业链优质标的或将“强者恒强”。2022 年新型烟草的关注点在于：1.电子烟国标及征税方案颁布后对产业链及竞争格局的影响；2.技术迭代更新下后续行业发展方向。

3.2.1 行业加速发展，渗透率提升空间广阔

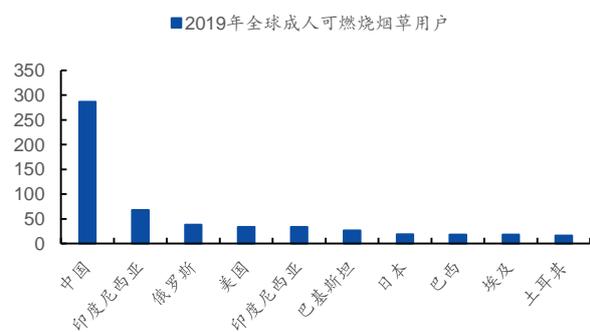
整体来看，新型烟草行业在经历了从 0 到 1 的近 20 年发展历程后，消费者对电子烟产品的认知度不断提高，全球电子烟市场规模已实现加速增长。此外新型烟草潜在市场广阔，但在全球烟草市场规模中的比重仍然较低，渗透率提升空间仍较大。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年全球电子烟市场规模达 367 亿美元，占比全球烟草市场规模的 4.2%，2014-2019 年 CAGR 为 24.2%。若对国内电子雾化烟和 HNB 市场进行测算，假设电子烟烟具/烟弹价格维持 300/30 元的价格水平，且暂不考虑非烟民向电子烟的转化率，在 25%渗透率假设下，制造/品牌/经销&零售端的毛利空间分别为 235/422/1584 亿元；在 15%渗透率情形下，HNB 烟具/烟草薄片/香精香料的市场规模分别为 215/146/38 亿元。

图 130：全球烟草市场规模（十亿美元）



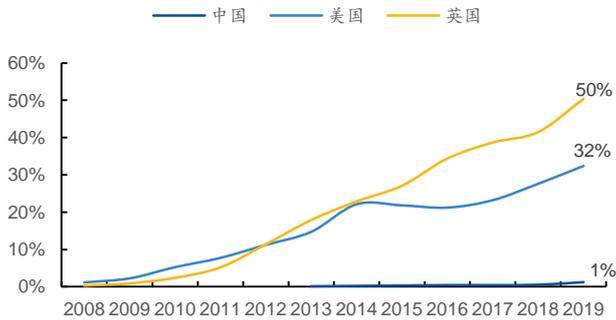
资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究所

图 131：2019 年全球成人可燃燃烧烟草用户（百万人）



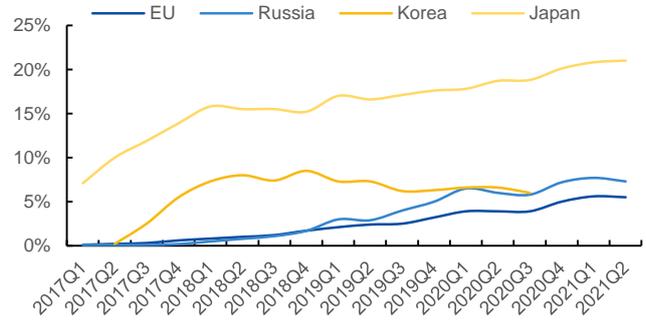
资料来源：雾芯科技招股说明书，国元证券研究所

图 132：中国电子雾化产品渗透率较低



资料来源：雾芯科技招股说明书，国元证券研究所

图 133：IQOS 部分全球市场市占率情况



资料来源：PMI，国元证券研究所

表 18：中国电子雾化烟市场规模敏感性分析（亿元）

烟具单价 (元)	烟弹单价 (元)	人均消费额 (元)	电子雾化烟渗透率					烟具毛利空间（渗透率为 25%时）			烟弹毛利空间（渗透率为 25%时）		
			5%	10%	15%	20%	25%	制造	品牌	经销&零售	制造	品牌	经销&零售
225	26	2825	405	810	1215	1620	2025	15	28	97	172	307	1165
250	28	3050	437	874	1312	1749	2186	16	31	107	185	331	1254
275	29	3175	455	910	1365	1821	2276	18	34	118	192	343	1299
300	30	3300	473	946	1419	1892	2365	20	37	129	199	355	1344
325	31	3425	491	982	1473	1964	2455	21	40	140	205	367	1389
350	32	3550	509	1018	1527	2036	2544	23	43	150	212	378	1434

资料来源：雾芯科技招股说明书，草根调研，国元证券研究所测算

注：1) 烟民总数以 2.867 亿人计算；2) 以每年人均消费 100 颗烟弹测算；3) 假设烟具更换频率为 1 次/年；4) 未考虑非烟民转化率

表 19：国内 HNB 产业链市场规模测算

项目	渗透率				
	5%	10%	15%	20%	25%
HNB 使用人数 (万人)	1433.5	2867	4300.5	5734	7167.5
卷烟产量 (万箱)	5000	5000	5000	5000	5000
HNB 烟弹箱数 (万箱)	250	500	750	1000	1250
烟具单价 (元/个)	500	500	500	500	500
烟具更换频率 (个/年)	1	1	1	1	1
烟具市场规模 (亿元)	72	143	215	287	358
烟草薄片用量 (千克/箱)	13	13	13	13	13
烟草薄片单价 (万元/吨)	15	15	15	15	15
烟草薄片市场规模 (亿元)	49	98	146	195	244
香精香料用量 (千克/箱)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
香精香料单价 (万元/吨)	20	20	20	20	20
香精香料市场规模 (亿元)	13	25	38	50	63

资料来源：国元证券研究所测算

3.2.2 政策逐步“靴子落地”，行业进入高质量成长通道

从政策监管角度看，由于烟草行业在国家利税方面具有举足轻重的作用，因此对于可能影响相关税收的新型烟草行业，主要国家均会采取一定的政策监管。同时考虑到未成年人安全性等问题，我们认为新型烟草全产业链政策规范化为大势所趋。从海外政策视角看，在美国 FDA 于 2020 年 7 月首次通过 IQOS 的 MRTP（改良风险的烟草产品）申请后，今年 10 月 FDA 发布了首个雾化烟 PMTA 许可产品，反映出对于电子雾化烟减害作用的认可，并使监管指引更加明确。

从国内政策视角看，国内监管政策制定也实现了突破性进展。今年 11 月 26 日国务院发布关于修改《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》的决定，在条例中新增“电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行”；此外 11 月 30 日强制性电子烟国标征求意见稿也正式发布，在限制尼古丁浓度的同时，对口味烟也做了相应限制。12 月 2 日，电子烟电子烟管理办法征求意见稿发布，在管理、生产、渠道和进出口贸易等方向均做出相应规定。我们认为新型烟草合法化已得到承认，电子烟国标也在紧锣密鼓的推进之中，征税方案的发布也愈来愈近。展望后续，待国标细则逐步落地后，应积极关注生产、销售环节的经营牌照发放政策落地节奏。我们预计会对电子烟牌照申请、尼古丁配额、烟油生产及管控、硬件代工等环节采取严格管控措施，以强化对行业发展速率的调控，并提升行业准入门槛，利好具有合规优势的龙头企业。

表 20：我国电子烟监管政策梳理

日期	发布主体	相关政策	主要内容
2018.8	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	《国家烟草专卖局关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	明确市场主体不得向未成年人销售电子烟。
2019.11	国家市场监督管理总局	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	敦促电子烟生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或客户端，撤回通过互联网发布的电子烟广告。并敦促电商平台及时关闭电子烟店铺，并将电子烟产品及时下架。
2019.11	国家卫生健康委、市场监管总局、国家烟草局等 8 部门	《关于进一步加强青少年控烟工作的通知》	全面开展电子烟危害宣传和规范管理，不得向未成年人销售电子烟。并加强对电子烟危害的宣传教育，不将电子烟作为戒烟方法进行宣传推广，倡导青少年远离电子烟。
2020.7	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	《电子烟市场专项检查行动方案》	全面清理互联网电子烟销售，以及通过短视频、自媒体等社交平台电子烟销售行为。全面清理互联网虚假违法电子烟广告，采取有效年龄核验措施以避免未成年人购买等情况。
2021.3	工信部、国家烟草专卖局	《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》	推进电子烟监管法治化，增强电子烟监管效能。将在附则中增加一条：电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行。
2021.5	国家卫生健康委、世卫组织驻华代表	《中国吸烟危害健康报告 2020》	新增了电子烟对健康的危害内容：“有充分证据表明，电子烟是不安全的，会对健康产生危害。对于青少年而言，电子烟会对青少年的身心健康和成长造成不良后果，同时会诱导青少年使用卷烟。”
2021.6	国家市场监督管理总局、国家烟草专卖局	《保护未成年人免受烟侵害“守护成长”专项行动方案》	全面从严监管电子烟经营行为，持续加强互联网渠道管控，引导电子烟实体店合法规范经营。
2021.11.26	国务院	《中华人民共和国烟草专卖法实施条例（2021 版）》	电子烟正式纳入烟草体系监管，附则中增加一条：电子烟等新型烟草制品参照本条例卷烟的有关规定执行。

2021.11.30 国家烟草专卖局 《电子烟》国家标准（征求意见稿） 公开征求意见，拟在发布后3-5个月正式实施。

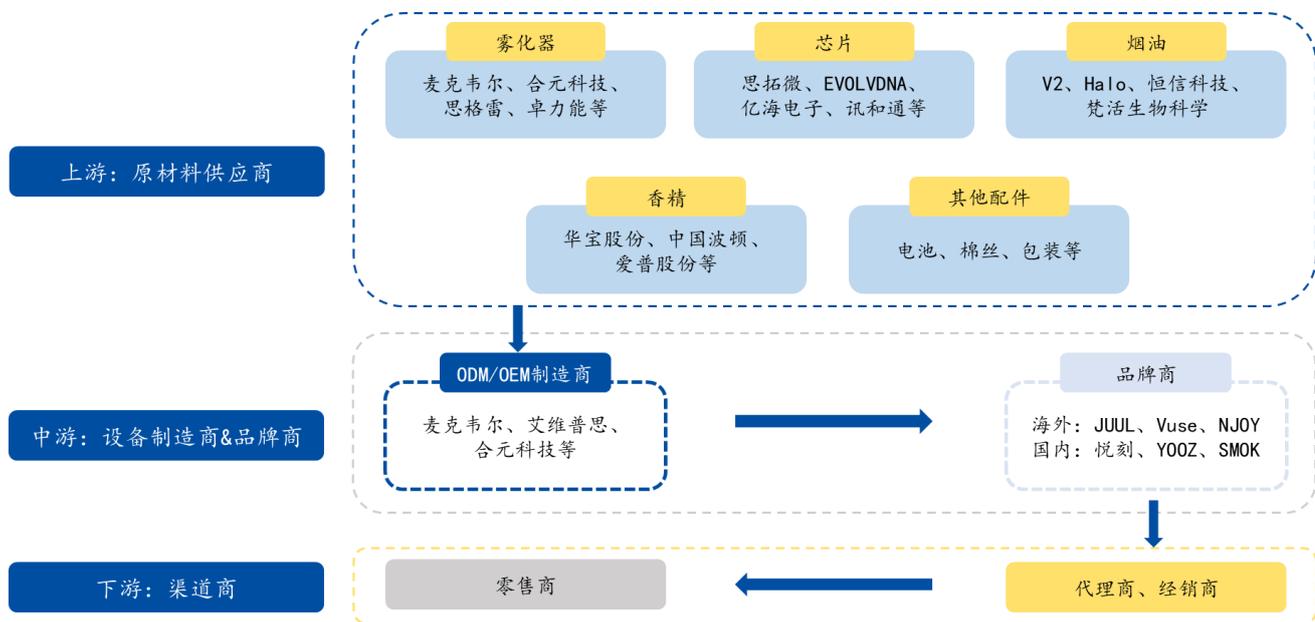
资料来源：政府官网，国元证券研究所

3.2.3 “强监管政策”+“龙头强定价权”大背景下，产业链格局或将边际优化

产业全价值链吸引众多参与玩家，生产商&品牌商占据核心优势。电子烟行业产业链大体涵盖“原材料供应商-ODM/OEM厂商-品牌商-渠道商-消费者”等系列环节，较长的产业价值链吸引众多厂商通过明确定位、合理分工参与市场利益分配。在电子烟烟具及烟弹的生产及流通中，各环节参与者均经由不同程度的提价获取适当的利润水平。由于，雾化器技术和烟油技术是电子雾化烟核心技术，技术壁垒较高，且能够直接影响消费者的抽吸体验。因此，生产商具备相对较强的定价能力和较高的毛利水平（思摩尔国际2021H1毛利率达54.9%），扮演了产业链中的最核心角色。

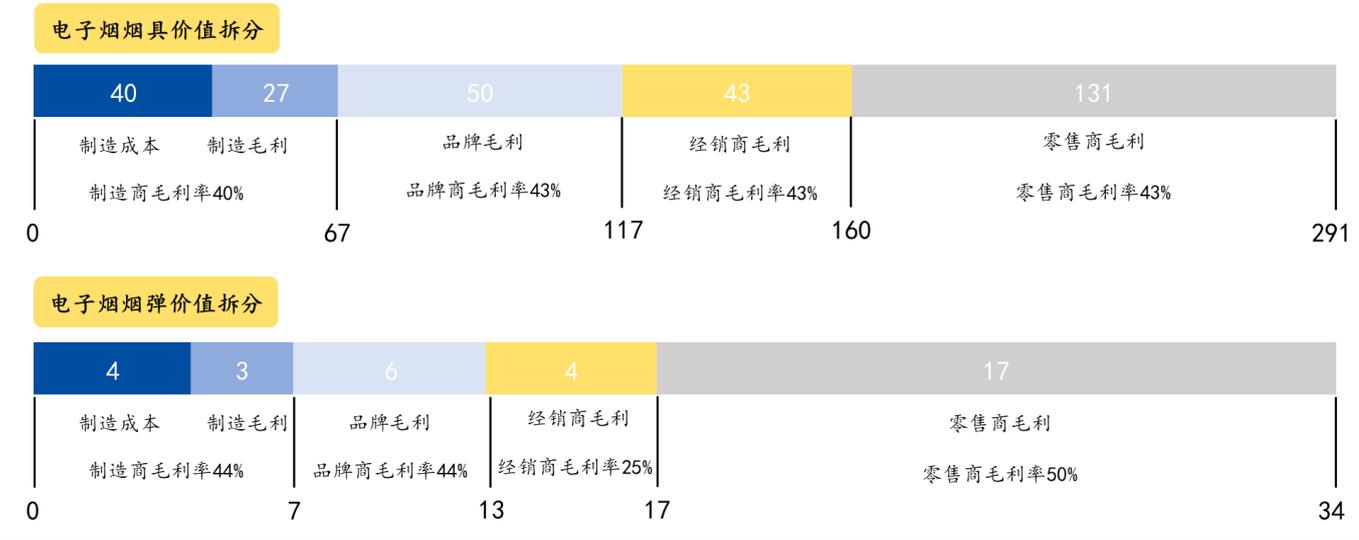
强监管政策背景下，电子烟产业链的良性有序发展主要取决于：1) 雾化技术更迭叠加产品创新，加速消费市场的渗透率提升；2) 头部企业自身品牌力将推动下游形成忠实的受众群体，加速产业链有序流通；3) 各环节利益合理分配。此外我们认为 ODM、品牌商受影响程度均相对较小，生产和品牌环节或将呈现强者恒强的态势；目前的电子烟销售渠道或面临深度整改，议价能力较低的零售商受损较大。

图 134：电子雾化烟产业链概览



资料来源：国元证券研究所

图 135：电子雾化烟烟具&烟弹行业价值链拆分（元）



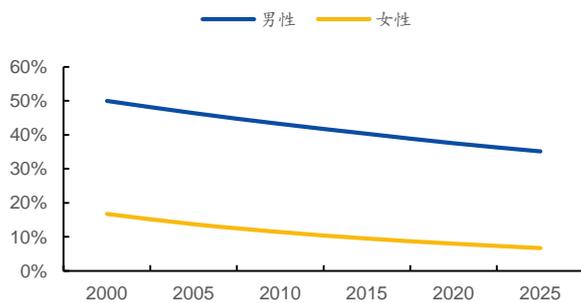
资料来源：思摩尔国际，雾芯科技，Wind，草根调研，国元证券研究所测算

注：1) 烟具制造商毛利率选取思摩尔国际 2016-2021H1 毛利率均值；2) 烟具品牌商毛利率选取雾芯科技 2019-2021H1 毛利率均值；3) 根据草根调研信息拆分烟弹价值

3.2.4 打破传统行业天花板，新型烟草革命仍将延续

从烟草公司角度看，为打破传统烟草行业发展陷入瓶颈的局面，同时攫取更多的利益，我们认为国际烟草巨头仍将大力发展新型烟草产品。根据 WHO 数据，全球不同性别人群的烟草使用流行率呈现出明显的下滑趋势。同时受到控烟政策，税收政策以及人们健康意识增强等因素影响，全球烟草行业出货量规模近年来也表现萎靡，根据 PMI 数据，2013-2020 年复合增速仅为 -2%。此外相较于传统烟草，新型烟草具有更高的单价同时往往被加征相对更低的赋税，随着相关产品出货量的高速增长，对烟草巨头收入的拉动作用将边际增强。

图 136：全球不同性别人群烟草使用流行率



资料来源：WHO，国元证券研究所

图 137：全球烟草行业市场出货量持续下滑



资料来源：PMI，国元证券研究所

表 21：菲莫国际新型烟草税后售价远高于传统烟草

项目	2017	2018	2019	2020	
传统烟草	营收（百万美元）	25,108	25,529	24,218	21,867
	出货量（百万支）	761,926	740,315	706,709	628,518
	单价（美元）	0.03	0.03	0.03	0.03
RRP	营收（百万美元）	3,640	4,096	5,587	6,827
	出货量（百万支）	36,226	41,372	59,652	76,111
	单价（美元）	0.10	0.10	0.09	0.09
合计	营收（百万美元）	28,748	29,625	29,805	28,694
	出货量（百万支）	798,152	781,687	766,361	704,629
	单价（美元）	0.036	0.038	0.039	0.041

资料来源：PMI，国元证券研究所

技术迭代持续加快，新型烟草革命仍将延续。整体上看新型烟草行业呈现寡头垄断格局，Juul、悦刻和 IQOS 等在自身所在市场均具垄断地位。近年来龙头公司亦在加快自身产品的技术迭代以加深自身护城河。以菲莫国际为例，根据 PMI SCIENCE 数据，自 2008 年以来，PMI 在开发、研究、制造生产 RRP（减害产品）上共计投入 81 亿美元。至 2020 年，RRP 当年产品研发费已达到 4.9 亿美元，在公司全部研发费用中的比重高达 99%。此外 PMI 于 2021 年 8 月推出了新一代 IQOS 产品 IQOS ILUMA，其采用了最新研发的不含加热薄片的内部电磁加热技术，使得设备不会出现断片的情况，也不需要像传统 IQOS 产品一样进行清洁，大大提升了消费者的使用感

图 138：RRP 产品研发费用投入与在研发费用中的占比变化趋势



资料来源：PMI，国元证券研究所

图 139：新一代 IQOS 产品创新技术概览



资料来源：PMI，国元证券研究所

3.2.5 受益标的包括思摩尔国际等

思摩尔国际 (6969.HK)

拥有强技术壁垒的全球雾化技术领导者。公司是提供雾化科技解决方案的全球领导者，包括基于 ODM 制造加热不燃烧产品的电子雾化设备及电子雾化组件，拥有先进的研发技术、雄厚的制造实力、广泛的产品组合等。公司作为全球领先电子雾化设备制造商，与英美烟草、日本烟草和 RELX 等海内外知名烟草集团均有着深度合作。公司高度重视研发，技术居于领先地位，累计获得专利授权 1272 件，商标授权 360 件。公司品牌 VAPORESSO 基本涵盖了所有开放式电子雾化设备的类别，FEELM 专注于陶瓷雾化芯。

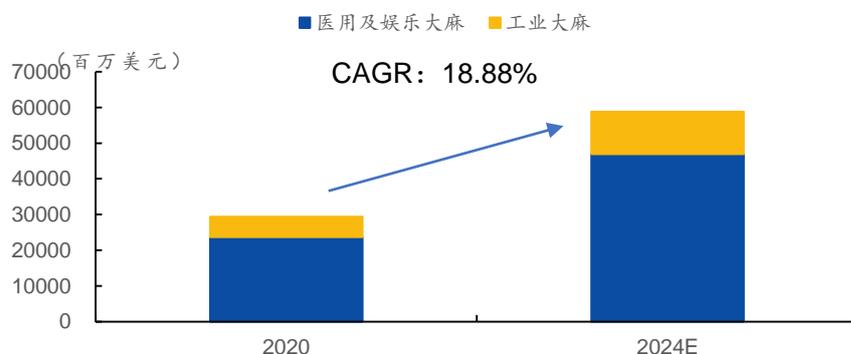
3.3 工业大麻：合法化为大势所趋，行业迈入发展机遇期

我们认为，从历史的发展进程来看，相关政策合法化为大势所趋，同时工业大麻无论是在使用用途，整体行业天花板，还是细分产业链发展上均具极大的想象空间。2022 年工业大麻的关注点在于：1.全球大麻政策合法化近年来有逐渐加快的迹象，尤其是美国已开始尝试大麻联邦层面的合法化，一旦成功则有望全面打开美国庞大的市场潜力；2.行业 M&A 和海外投资加剧，龙头企业有望切入更多产业链环节，从而提升在合法化大环境下的致胜概率。

3.3.1 整体行业仍为新兴行业，工业大麻本身用途广泛前景极佳

工业大麻是指四氢大麻酚 (THC) 含量低于 0.3%，不显示精神活性的大麻品类。受全球政策态度的回暖以及科技进步等因素的影响，包括工业大麻在内的大麻品种自 20 世纪末以来开始加速发展，至今整个行业仍处于新兴发展阶段。工业大麻的用途十分广泛，其籽、花叶、皮、杆、根可应用于纺织、食品、日化、医药等领域。除传统用途外，海外成熟市场已将以 CBD 为主的大麻素添加进更多应用场景中，包括酞剂（精华液）、胶囊、外用乳液和药膏、食品、宠物用品等均是大麻素的主要应用场景。

图 140：中性假设下 2024 年全球大麻行业市场规模或将达到 587 亿美元



资料来源：New Frontier Data，国元证券研究所

注：1.此处为估测数据或存在误差 2.医用及娱乐大麻市场规模仅包括合法市场

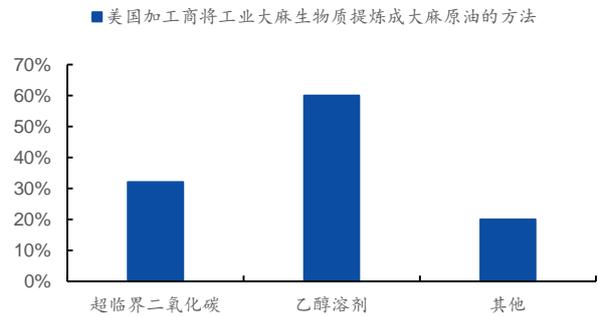
产业链各环节发展迅速，且均具极大发展空间。大麻产业链主要可分为上游种植、中游加工、下游应用三部分。从种植端看，近年来伴随规模化经营能力提升，叠加合法化进程加快，种植成本和生产效率均有所改善，在大麻花及相关衍生品价格相对稳定的情况下，大麻种植端盈利能力实现边际提升。从加工端看，加工提取方式复杂多样，不同提取物间的价格差异较大。在充满不确定性的高度竞争环境以及技术壁垒和高昂成本等要素影响下，加工提取端或逐渐形成马太效应。从应用端看，从消费产品来看，除传统的大麻干花、纺织纤维外，近年来以 CBD 为主的大麻素产品发展颇为迅猛；而从消费场景来看，除传统线下药房和零售店外，线上零售消费比重也出现提升。

图 141：全球大麻种植整体呈上行趋势



资料来源：UNODC，国元证券研究所 注：Index:100=2010

图 142：美国超半数工业大麻加工商选择使用乙醇溶剂提取



资料来源：Hemp Benchmarks，国元证券研究所

图 143：美国工业大麻产品主要消费场景



资料来源：USA Today，Charlotte's Web，国元证券研究所

图 144：CBD 产品仍在迭代创新



资料来源：Brightfield Group，国元证券研究所

3.3.2 合法化仍是发展主旋律，美国或实现联邦层面合法化激发市场活力

从投资催化剂上看，合法化仍是大麻行业能否实现快速发展的逻辑主线，通过复盘我们发现近年来全球合法化进程有逐渐加快的迹象。以处于部分合法化且潜在市场庞大的美国进行详细分析，从政策态度角度看，2020年众议院通过的《大麻机会再投资和清除法案》(Marijuana Opportunity Reinvestment and Expungement Act)，以及2021年的参议院提出的《大麻管理和机会法案》(Cannabis Administration & Opportunity Act)均显示出美国大麻合法化进程开始从各州立法上升到联邦立法的层

面。从有关监管机构角度看，FDA 现已批准的 Epidiolex 系列药物仅用于治疗 2 岁及以上患者的 Lennox-Gastaut 综合征或 Dravet 综合征相关的癫痫发作。据世界卫生组织研究，CBD 中不含任何有害物质，并且还具具有减轻 THC 所造成的上瘾症状的功能，未来 FDA 有望对 CBD 的广泛应用进一步采取积极措施。

预计伴随大麻合法化支持率的进一步攀升，未来美国可能实现联邦层面的合法化。我们认为若伴随美国为首的相对成熟市场真正实现大麻完全合法化，以及泰国等原有严监管国家亦逐渐实现政策放开，预计全球大麻市场也将出现跨越式成长。

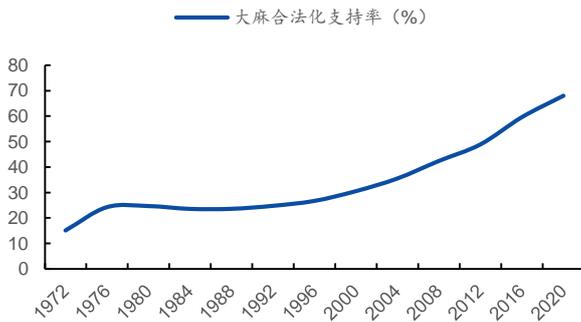
表 22：20 世纪末以来全球大麻合法化部分重要政策概览

日期	政策/机构	相关内容
1996 年	美国《215 法案》	美国加利福尼亚州成为第一个医用大麻合法化州，拉开全美医用大麻合法化序幕。
2001 年	加拿大《医疗大麻准入法》	允许有执照的患者种植大麻或者从有执照的患者那里获取大麻用于医疗用途
2003 年	意大利 242/2016 号法律	意大利宣布大麻可用于研究目的和某些工业用途，且只要 THC 含量不超过规定，种植大麻的农民无需卫生部授权即可出售
2013 年	乌拉圭消遣性大麻使用条例	乌拉圭全国大麻完全合法化
2016 年	哥伦比亚 1787 号法律	哥伦比亚允许政府发放医用大麻许可证用于医学和科学目的
2018 年	美国《农业改良法案》	将工业大麻从《管制物质法案》中移除，正式实现全美范围内工业大麻合法化
	加拿大联邦 C-45 号法案（《关于大麻以及修订管制药品物品法、刑法和其他法的法案》）	在实施娱乐用大麻合法化的同时，对生产、销售、持有、使用大麻做了系统性规定
2019 年	加拿大《大麻法案》	大麻食品（Cannabis Edibles），大麻提取物（Cannabis Extracts），和大麻外用产品（Cannabis Topicals）三类大麻衍生产品在加拿大境内销售正式合法
	美国《大麻酚和大麻研究拓展》法案	允许将科学研究范围扩展到大麻及大麻衍生物，包含大麻二酚 CBD
2020 年	美国《大麻机会再投资和清除法案》	众议院通过法案，旨在把大麻从《管制物质法案》中移除，并取消目前对种植、分销或销售大麻的个人刑事指控和未来的惩罚
	联合国《1961 公约》修订意见	决定从 1961 年《麻醉药品单一公约》附表四中删除大麻和大麻脂，联合国层面承认了大麻的医疗用途
2021 年	泰国卫生部发布“第五类毒品名单”公告	泰国将工业大麻及毒品大麻的叶、茎、干、根从第五类毒品名单中剔除
	美国《大麻管理和机会法案》	参议院提出相关讨论草案，旨在通过将大麻从联邦受控物质清单中删除，而且授权各州实施自己

的大麻法律，结束几十年来对有色人种社区造成的伤害

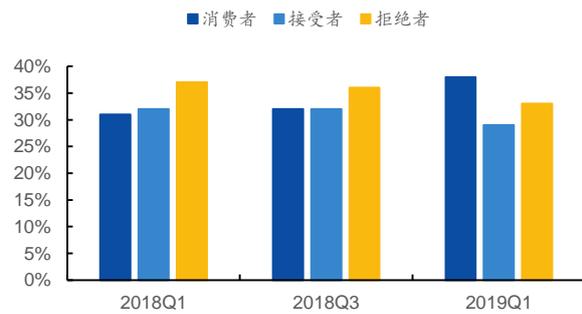
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

图 145：2020 年美国大麻合法化支持率已上升至 68%



资料来源：Gallup，国元证券研究所

图 146：在大麻完全合法化的州成年人已逐渐成为消费者和接受者



资料来源：BDS Analytics，国元证券研究所

注：消费者指过去 6 个月消费过大麻或相关产品；接受者指未来考虑消费大麻或相关产品；拒绝者指未来不考虑消费大麻或相关产品

3.3.3 受益标的包括 Tilray、Agrify 和英飞特等

(1) Tilray (TLRY.O)

全球大麻市场领导者，产品品类世界领先。公司是全球大麻市场的领导者，作为第一家获得 GMP 认证医用大麻生产商，已实现从上游种植到下游应用全产业链布局。公司在五个大陆上的 10 个国家向成千上万的病人提供优质医疗大麻产品。2018-2020 年公司分别实现营收 0.43 亿美元、1.67 亿美元，2.10 亿美元。自 2021 年 5 月完成与 Aphria 的业务合并以来，Tilray 继续保持其在加拿大的领先市场份额地位，并继续专注于加速公司的长期全球战略和发展，以打造全球领先的以大麻为重点的消费品牌公司。

(2) Agrify (AGFY.O)

室内种植一体化解决方案提供商。公司于 2016 年 6 月在内华达州成立，是一家为室内农业市场提供高度先进和专有精密硬件和软件生长解决方案的开发商，也是室内农业行业唯一拥有自动化和完全集成的种植解决方案的公司。其“精密高架”栽培解决方案，可将无缝集成的硬件和软件产品与广泛的相关服务（如咨询、工程和施工）相结合。从财务状况来看，公司 2018-2020 年营收分别为 176.9 万美元、408.8 万美元、1208.7 万美元，保持高速增长。

与产业链相关公司合作，提升公司竞争壁垒。2021 年 7 月，公司与美国最大的医用大麻运营商 (MSO) Curaleaf 签订长期研发合作协议，研究内容包括评估由 AVFU 和 Agrify Insights 软件平台创建和控制的特定环境条件对大麻产量的影响以及研究

分析如何提高大麻形态以及产出物质量。同时公司也在与上游 LED 供应商龙头英飞特开展深度合作。2020 年 3 月，英飞特认购 Agrify 优先股，通过合作可使业内先进的 LED 技术应用到公司的种植设备中，实现降本增效提升公司竞争壁垒。

(3) 英飞特 (300582.SZ)

开拓产品应用场景，全球化战略稳步推进。公司是一家致力于高效、高可靠性 LED 驱动器的研发、生产、销售和技术服务的国家级高新技术企业，是全球领先的 LED 驱动器供应商。公司主要从事 LED 驱动电源的研发、生产、销售和技术服务。公司在 18-20 年实现营收 9.65、10.09 和 10.53 亿元；归母净利润分别为 0.70、1.06、1.62 亿元，分别同比增长 180.9%、51.04%和 52.31%；公司毛利率保持基本稳定，分别为 33.53%、37.50%和 37.97%。

2020 年 3 月，英飞特基于对全球室内种植，特别是工业大麻室内种植市场前景的看好，拟以 400 万美元认购 Agrify 公司新发行的 40000 股 A 系列可转换优先股。此外为进一步推进公司全球化的发展战略，满足海外订单需求，公司已于墨西哥、印度设立海外工厂，现均已实现量产。公司也已在欧洲和北美等地设立分销中心，为海外业务提供有力支撑。

4.场：从线下到线上，从国内到国外，消费场景的延伸

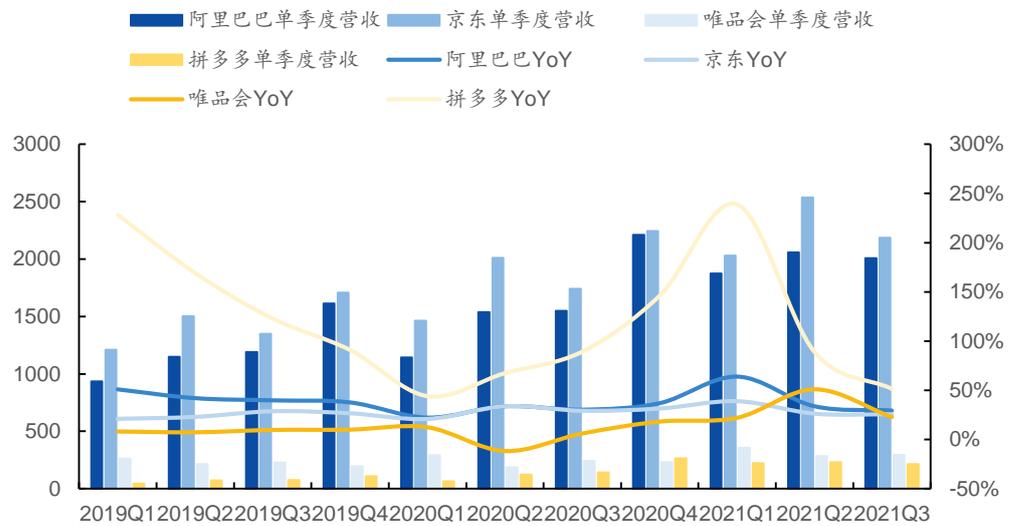
4.1 电商：从粗放式低价竞争向多元差异化竞争与服务竞争转变

我们认为，随着互联网人口红利的消退，获客成本明显上升，且历年大促的囤货行为对消费有所透支，消费者消费热情回落，并逐渐回归理性，电商行业或从粗放式低价竞争模式向多元差异化竞争与服务竞争模式转变。2022 年电商行业的关注点在于：1、差异化垂类竞争亦或成为主趋势，消费者差异化认知度较高的平台或受益；2、电商平台从价格竞争向服务竞争演变，重视用户精细化运营、提供覆盖用户全生活场景服务、履约速度及供应链高效的电商平台或在用户竞争中取胜，从购物工具向生活平台转变。

4.1.1 行业获客成本高企不下，常年大促下消费回归理性

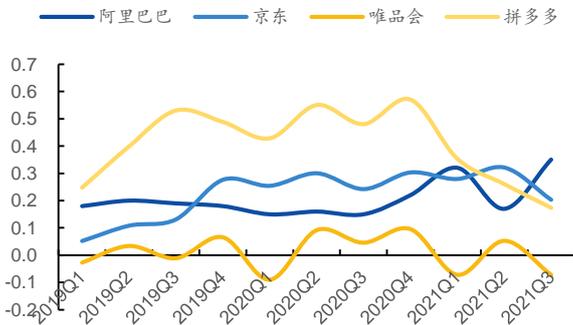
活跃用户增速下滑，获客成本高企不下。新增活跃用户数量和获客成本反映电商平台的获客能力与盈利前景。在保持多年高增速后，我国互联网时代的人口红利逐渐消耗殆尽，以活跃买家高增长获取高 GMV 增长的时代已不复存在，电商平台进入流量存量竞争。近年来，头部电商平台线上新增活跃用户增速放缓，获客成本不断攀升，营业收入同比增速亦有所下滑。

图 147：主要电商平台单季度营业收入（单位：亿元）



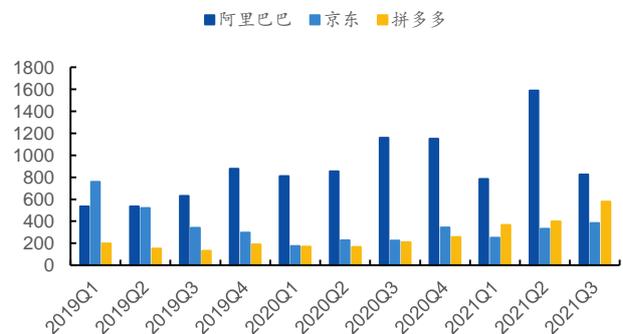
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 148：主要电商平台单季度活跃用户新增人数（单位：亿）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 149：主要电商平台单季度拉新成本（单位：元）

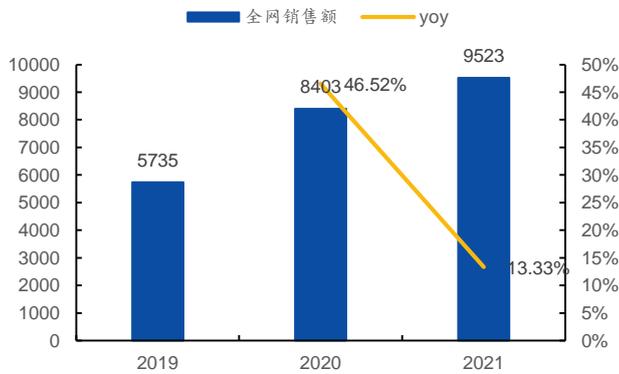


资料来源：公司公告，国元证券研究所（注：单用户拉新成本估算方法：单季度销售费用/单季度新增活跃用户数）

2021 年双十一消费热情有所回落，消费者逐步回归理性。2021 年双十一期间（10 月 31 日 20:00-11 月 11 日 24:00，下同）全网综合电商 GMV 达 9523 亿元，同比增长 13.33%，增速较 2020 年（11 月 1 日 0:00-11 月 11 日 24:00，下同）下降 33.19pcts。双十一当天全网 GMV 为 3146 亿元，同比减少 5.50%，双十一预售期大促销使得双十一当天的销售额分流明显。我们认为，一方面，历年大促的囤货行为对消费者消费有所透支，即使电商平台优惠力度逐年提升，仍难改消费热情回落；而常态化的促销活动也对双十一产生影响；另一方面，消费者渐趋理性，相比商家捆绑售卖和赠送小样等套路，更渴望实际售价的降低和产品品质、服务水平的提高，而海淘、免税、代购等购物方式也形成了替代；电商行业或从粗放式低价竞争模式向多元差异化竞争与

品类竞争模式转变。

图 150: 历年双十一期间全网销售额 (单位: 亿元)



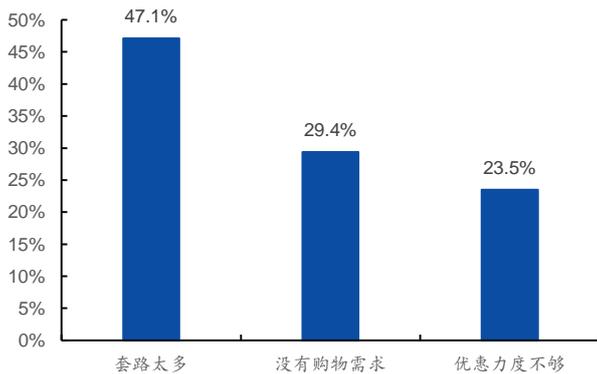
资料来源: 星图数据, 国元证券研究所

图 151: 历年 11 月 11 日当天全网销售额 (单位: 亿元)



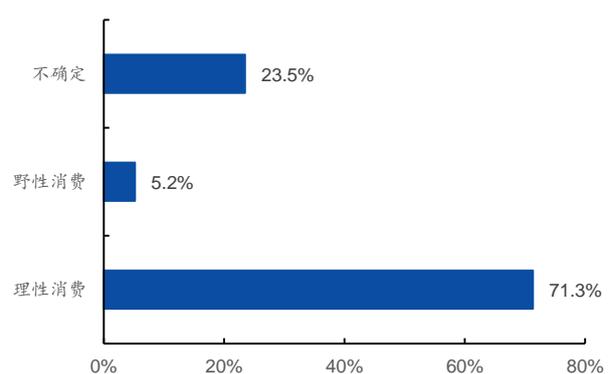
资料来源: 星图数据, 国元证券研究所

图 152: 2021 年中国网民不打算参加双十一购物节原因



资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

图 153: 2021 年中国网民在双十一购物节购物态度

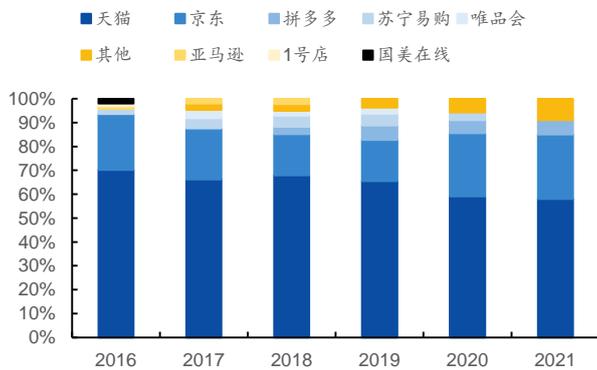


资料来源: 艾媒咨询, 国元证券研究所

4.1.2 反垄断下头部效应减弱, 差异化垂类竞争或为主趋势

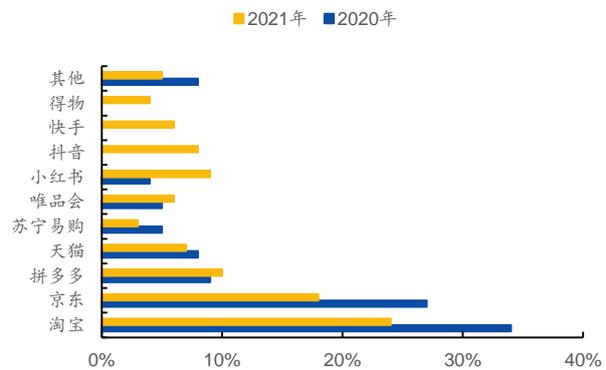
反垄断政策引导下, 头部效应减弱。2021 年系列反垄断监管政策、罚单的出台让平台“二选一”纷争落幕, 加速电商平台格局变化, 从告别“二选一”后首个双十一当日 (11 月 11 日) 销售额份额数据来看, 天猫市占率仍为第一, 占整体销售额的比例为 58%, 较 2020 年下降 1.1pcts。反垄断使用户选择更多, 抖音、快手、小红书、得物等新兴电商平台的强势入场将使电商平台销售分散化趋势越发明显。根据百度数据, 2021 年双十一淘宝百度搜索占比为 24%, 较 2020 年下降 10pcts。

图 154: 历年 11 月 11 日当天各电商平台销售额份额



资料来源: 星图数据, 国元证券研究所

图 155: 近两年双十一电商平台百度搜索占比趋势



资料来源: 百度, 国元证券研究所

成熟电商平台差异化显现, 战略侧重点各有不同。从 2021 年双 11 各平台发布的战报及数据来看, 天猫重视中小品牌商家增长; 京东强调消费者体验与服务质量, 家电 3C 品类主体地位彰显; 拼多多继续低价策略, 重点补贴国货与农产品品牌; 苏宁易购凸显线上线下消费融合优势; 抖音电商突出“兴趣电商”直播优势, 重点关注国货品类; 快手侧重主播、品牌、服务商增长。

表 23: 各平台 2021 年双十一战报核心差异

平台	活动时间	战报
天猫	10月20日-11月11日	截至 11 月 11 日 23 时, 天猫 698 个中小品牌的成交额实现从百万级到千万级的跨越; 78 个去年双 11 成交额千万级的品牌, 今年双 11 成交额突破了 1 亿元大关。
京东	10月20日-11月11日	2021 京东 11.11 全球热爱季累计下单金额超 3491 亿元; “晚 8 点, 不熬夜”; 5000 万家庭购买家电选择京东。
拼多多	10月20日-11月14日	打出“好牌子 好实惠”口号, 重点补贴国货品牌以及农产品品牌。
苏宁易购	10月20日-11月11日	截至 11 月 11 日当天 12 点, 线上线下消费融合趋势显著, 到店体验人次同比提升 122%, 家电套购销售同比增长 46%。
抖音	10月15日-11月11日	口号为“国潮优品放心买”, 兴趣电商让更多品质国货被看见, 直播总时长 2546 万小时, 累计直播观看量 395 亿次, 抖 in 爆款榜国货数量占比 87.5%。
快手	10月20日-11月11日	“三个大搞”成效明显, 品牌、服务商高速增长。电商商家开播数量与去年同期相比增长 52%, 其中品牌商家开播数量同比增加 391%。

资料来源: 天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音公众号, 国元证券研究所

从全平台直降转为重点补贴王牌品类, 实现差异化品类优势, 打造消费者差异化认知。全平台全品类降价曾是电商大促的常见玩法, 但获取的多为价格敏感度较高而客单价较低用户。如今, 随着电商行业竞争日益激烈, 塑造平台特色与差异化定位、加大特色品类补贴成为关键的破局之法, 各大平台纷纷选择各自的王牌品类及特色商品, 倾斜补贴力度, 打造低价爆款, 形成各自的品类优势差异, 稳固在特定品类市场的领先地位。如京东主打数码家电品类, 根据京东数据, 双十一前夜 11 月 10 日 20:

00-24:00, 京东成交额 Top5 品类为手机、冰箱、平板电视、洗衣机和空调。而苏宁易购在家电家装品类具有品牌效应, 双十一发布“11.11 爱家超计划”, 集中资源打造“爱家消费”主阵地。

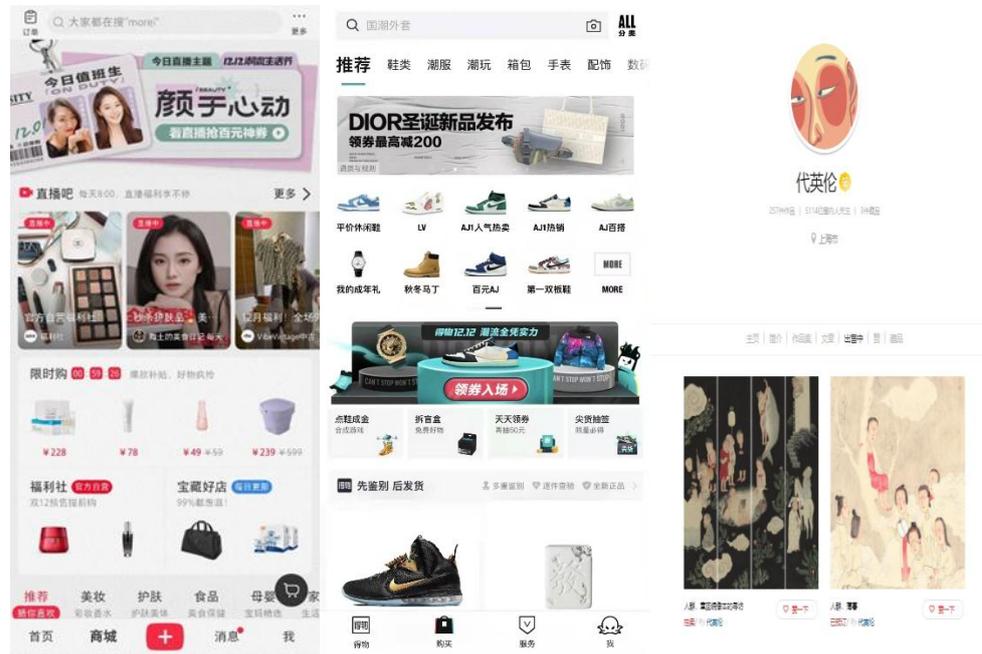
表 24: 各平台 2021 年双十一特色品类

平台	特色品类	示例
天猫	个护化妆、服装等品类	根据百观科技数据, 2021 年天猫双十一, 个护化妆品类约占整体预售件数的 47%。此外, 运动健康、母婴和服装类也占比较大。
京东	数码家电等品类	10 月 20 日双十一预售开启 4 小时内, 京东订单额前九的品类分别为电脑整机、大家电、手机、运动鞋包、面部护肤、厨卫大电、生活电器、摄影摄像、厨房卫浴; 双十一期间 5000 万家庭购买家电选择京东。
拼多多	农产品、国货	发布“百亿农研”专项计划, 双十一期间重点补贴国货品牌以及农产品品牌。
苏宁易购	家电家装	2021 双十一全民嘉年华发布“11.11 爱家超计划”, 集中资源打造双十一购物季“爱家消费”主阵地, 以自身优势打造三大关键词: 聚焦家电家装消费、发挥双线融合优势、升级品质服务。
抖音	国货、国潮	双十一口号为“国潮优品放心买”, 兴趣电商让更多品质国货被看见, 抖 in 爆款榜国货数量占比 87.5%。
快手	美妆护肤、服饰鞋靴、美食饮品等品类	根据飞瓜数据, 美妆护肤品类是快手 116 期间销售额最高的品类。

资料来源: 天猫、苏宁易购、京东、拼多多、快手、抖音公众号, 国元证券研究所

垂类内容电商崛起, 迎合用户差异化需求。随着互联网人口红利的消退, 获客成本明显上升, 而垂类内容平台能够通过优质 UGC 内容聚集目标消费者, 建立信任及口碑, 激发用户购买, 垂类内容电商快速崛起。一方面能够满足用户社交、娱乐、种草等内容需求, 增强用户粘性; 另一方面, 还能够便捷高效地使用户完成从商品种草到下单购物的一站式流程, 促成流量变现, 垂类内容电商成为把握细分市场的新机遇。小红书在美妆、服装等品类是年轻人重要的消费决策入口; 得物自最初的球鞋品类逐渐扩展至潮牌服装、手表、3C 等品类, 成为新一代潮流网购平台; 线上艺术品社交电商平台 artand 汇聚众多艺术家及其作品, 既提供欣赏、交流的平台, 又具有交易作品的功能。

图 156：垂类内容电商崛起



资料来源：小红书，得物，artand，国元证券研究所

4.1.3 从价格向服务取胜演变，渗透用户全生活场景

打造自有会员体系，重视用户精细化运营。2018年8月8日，淘宝正式推出全新会员业务-88VIP，会员享优酷视频、网易云音乐全年会员、天猫超市折上九五折等优惠；2015年10月，京东PLUS会员正式上线，会员享每月100元全品类券、会员专享价、免费退换货等权益。平台开通自有会员体系，一方面给可以通过收取会费拓展收入来源，另一方面，通过完善会员体系、升级会员服务，提升会员渗透率、用户忠诚度和粘性，实现用户的精细化运营。此外，在各平台的激烈竞争之下，用户的选择主动权增大，对服务的要求更高。根据中国消费者协会发布的2021“双11”消费维权舆情分析报告，10月20日至11月12日，共收集“双11”相关“消费维权”类信息两千多万条，日均信息量约89万条。注重呵护用户痛点、维护用户权益、提升服务品质的平台，将更能获取新用户与留存老用户。

表 25：各电商平台会员体系情况

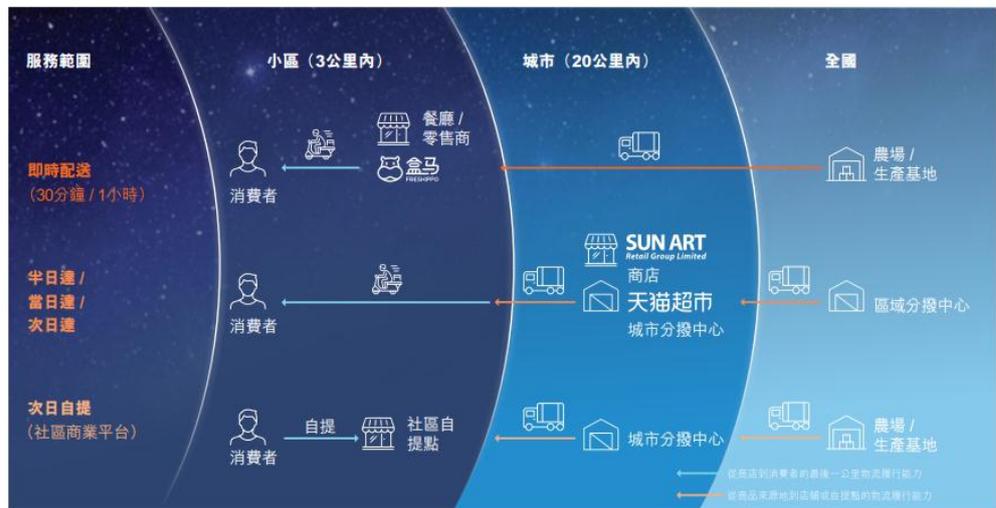
平台	会员名称	会员价格	服务	权益		年省 (官方)
				省钱	联名	
天猫	88VIP	888 元/年 淘气值≥1000 只需 88 元/年	24h 专属管家 运费险月卡	每月兑 4 张天猫红包 精选品牌 9.5 折 天猫超市 9.5 折 天猫国际 9.5 折 天猫奢品 9.5 折 阿里健康 9.5 折	优酷会员 高德打车尊享会员 网易云音乐黑胶 VIP 饿了么超级吃货卡 飞猪省钱卡 飞猪亲子酒店礼遇 万豪旅享家尊贵金卡 希尔顿荣誉客会 雅高心悦界 民生美国运通	1839 元
		149 元/年 京享值≥4500 只需 99/年	24h 专属客服 7 天无理由退货 退货双免(取/运) 免费在线问诊 12 次	购物 10 倍返京豆 每月 100 元优惠券 每月 5 张 6 元运费券 PLUS 标签专享低价 品牌联盟享 95 折 生活特权(合作商家) 每月 8 日购物节 服饰 9 折 京东健康全品类 9 折 体检套餐买一送一	京东读书 VIP 京东读书 VIP 百度文库会员(138 元) 喜马拉雅会员(148 元) 携程会员(148 元) 芒果 TV 会员(148 元) 电信 PLUS 会员(148 元) QQ 音乐会员(148 元) 酷狗音乐会员(148 元) 腾讯视频会员(198 元) 爱奇艺会员(198 元) 1 号店会员(148 元) 蜻蜓 FM 会员(148 元)	1874 元
京东	PLUS 联名卡	京享值≥4500 138~198 元不等				/
拼多多	省钱月卡	转盘游戏确定费用, 预估在 4~30 元不等	/	20 元无门槛券 104 元满减券 限量大额券(要抢) 全平台免单特权 1 单/ 月 62 次大牌免费试用 精选商品特价	/	174 元
苏宁易购	Super 会员	149 元/年 不回本退差价	专属客户经理 每日可抢 1 张 5 元 自营	专属会员价 73 张 20 元券 消费满 1000 送 20 元 券 10~20 倍返钻	/	776 元
	Super+会员	248-318 元不等	运费券, 每月限 2		同程旅行会员(248 元) 途虎养车会员(318 元) 华住会会员(248 元)	/

张	每月9日会员日福利	芒果TV会员(248元)
不回本退差价	不定期专享优惠券	苏宁影城会员(248元)
	生活权益(合作商家)	

资料来源：天猫，京东，拼多多，苏宁易购，国元证券研究所

完善全程全时全域服务，覆盖用户全生活场景。经过多年的竞争与迭代之后，电商平台越发注重“商品+服务”一体化的模式，从简单的线上交易撮合平台向数字商业服务不断发展。在持续升级已有消费服务环节外，电商平台从消费者全生活场景切入，不断挖掘消费及服务需求，探索服务“蓝海”。从平台商品品类扩展，到消费者线上购物全流程体验优化，到线下物流供应链履约配送，再到退换货售后保障，电商平台购物全程服务能力不断提升。从简单的物流配送，到隔日达、次日达、当日达、半日达乃至一小时达，配送时效不断升级，也催生了即时零售模式，满足用户全生活场景的消费需求。

图 157：阿里巴巴提供覆盖用户全生活场景的新零售服务



资料来源：阿里巴巴年报，国元证券研究所

重视履约速度提升，建设自有供应链体系。覆盖用户全生活场景服务离不开高效的供应链体系，电商平台纷纷自建供应链体系，提高用户消费体验。如，京东构建以“商品供应链、服务供应链、物流供应链和数智供应链”为核心的数智化社会供应链，持续优化垂直行业供应链效率、成本和体验，通过网络智能和数字协同，实现从产业端到消费端全价值链的重构与优化，并有效调动各价值链环节资源，提升匹配效率和敏捷响应。此外，抖音、快手等平台也在加速自身供应链的搭建，抖音开展“抖音小店”，快手推广“快手好物联盟”，逐渐摆脱对第三方的依赖，进一步完善电商平台的生态交易闭环。

图 158：京东智慧供应链体系



资料来源：京东，国元证券研究所

4.1.4 受益标的包括阿里巴巴-SW、京东集团-SW、拼多多、小红书等

(1) 阿里巴巴-SW (09988.HK)

电商平台龙头，依托电商业务构建数字生活服务生态系统。作为国内电子商务市场先驱，公司核心电商业务基本盘稳固，市场份额及用户规模具有绝对优势，营收稳健增长。公司持续加大战略投入，提升云计算、新零售基础设施及底层能力，加码布局新零售，构建多级配送产品矩阵，加强本地生活业务协同效应；夯实云计算技术基础与服务能力，我们看好公司长期发展。同时，随着反垄断处罚逐步落地，2022年或迎来估值修复。

(2) 京东集团-SW (09618.HK)

领先的技术驱动型品质电商平台，持续深耕供应链核心能力与用户服务。公司2019年后全面向技术转型，营收及用户数强劲增长。公司以仓储为核心在全国乃至国际建立了高效协同的一体化供应链物流网络，以快速、高效、可靠的履约服务提高用户忠诚度，构筑公司壁垒。2020年，公司发力下沉市场，提高低线城市物流配送能力，打造“京喜”平台，精细化用户运营，成效明显。2022年下沉市场潜力有望持续释放。

(3) 拼多多 (PDD.O)

高性价比平台定位深入人心，形成消费者认知差异，筑起平台长期竞争优势。公司于2015年成立，成为电商行业的一匹黑马，以“拼购+低价”的模式开创新电商模式，

百亿补贴价格优势在短期内快速积累大量下沉市场用户，稳坐国内电商平台前三宝座。2021年，公司战略重心从营销转为研发，同时控制费用，提高赚钱能力，立足农产品品类优势，设立“百亿农研专项”，构建第二增长曲线。

(4) 小红书

高质量 UGC 社区生态赋能长期“种草”变现。2013年，公司以海外购物信息分享起家，定下了“种草”社区主基调，此后平台内容拓展至美妆、旅行、美食、家居家装、知识等多个泛生活方式领域。公司庞大的用户规模及用户信任度使之成为新消费品牌占领用户心智的营销宝地。在优化建设社区生态的策略下，以优质社区生态为基石，以“广告+电商”双轮驱动“种草”内容商业化变现，未来商业化空间广阔。

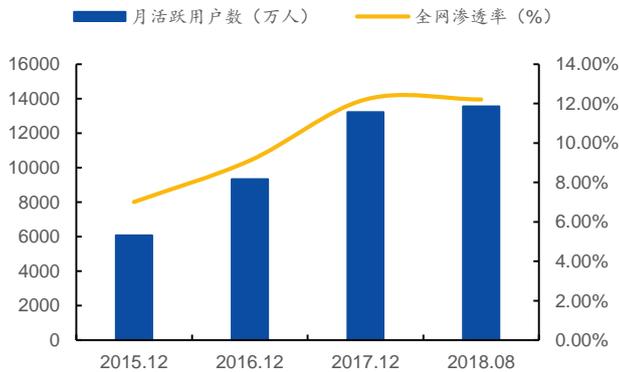
4.2 即时零售：O2O 零售新模式，一站式即时购物渗透率有望提升

我们认为，在互联网电商步入精细化发展阶段、用户传统网购需求已被较好满足的背景下，细分消费场景中的消费者需求不断被挖掘，高时效即时零售应运而生。在“懒宅经济”的驱动下，即时零售服务贴合消费者 O2O 一站式购物需求，有望高速发展。2022 年即时零售行业的关注点在于：1、疫情催化并培育了消费者的使用习惯，即时零售服务有望不断扩大市场范围，逐渐成为不可取代的消费模式，渗透率有望大幅提升；2、品类扩充、合作线下零售商生态圈扩展是即时零售平台的战略重点，一站式即时生活购物平台将加速发展；3、即时零售的高时效性对物流履约全链路提出更高要求，商流与物流统筹协调度高的即时零售平台有望在竞争中取胜。

4.2.1 需求端：“懒宅经济”驱动下，即时零售快速崛起

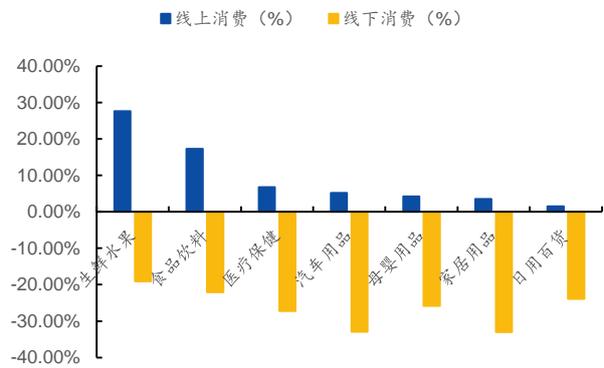
疫情加速“懒宅经济”，高时效零售到家服务满足用户需求。互联网与技术的发展使得人们的生活越发便利，足不出户解决购物、娱乐、社交等各类需求。根据 QuestMobile 数据，2018 年 8 月“懒”人群月活跃用户数达 1.36 亿，全网渗透率达 12.2%。与之相伴，满足用户居家需求的网购、外卖、跑腿等行业也迎来蓬勃发展。2020 年以来，疫情限制了人们的外出行为，居家时间大幅增加，线下消费场景的关闭为 O2O 零售模式带来新机遇，消费场景加速向线上延伸，线上下单、最快 1 小时内配送到家的即时零售服务方兴未艾。根据凯度消费者指数，2021 年前 9 个月，超 56% 的城市家庭通过 O2O 到家配送服务购买快速消费品，在重点城市和省会城市的渗透率已经达到 65%，而下线城市也有超 52% 的家庭使用过 O2O 服务。

图 159: 2016-2018 年“懒”人群月活跃用户规模



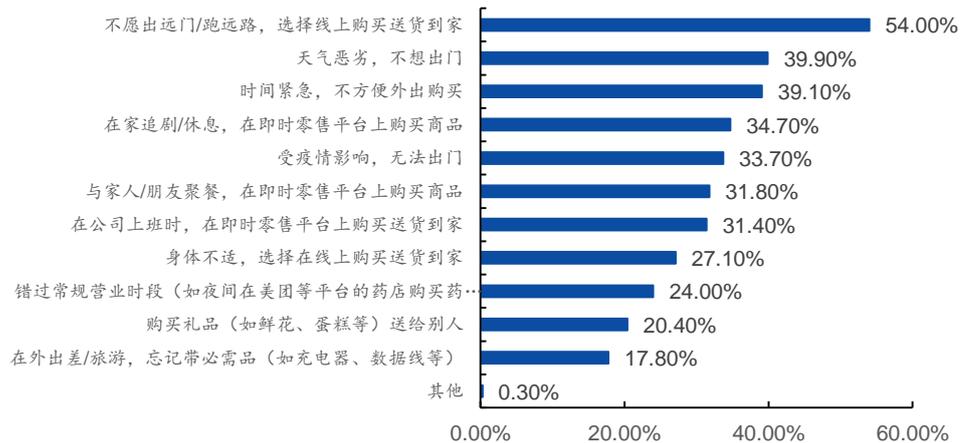
资料来源: QuestMobile, 国元证券研究所

图 160: 2020 年中国线上线下消费行为增速



资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所

图 161: 2020 年中国即时零售的消费场景



资料来源: 艾瑞咨询, 国元证券研究所

各平台纷纷联合线下商超、门店、同城物流搭建即时零售服务链。即时零售, 即用户在线上零售平台下单商品后, 最快 1 小时内即可配送到家的服务。互联网零售平台或通过与线下商超、门店、供应商合作, 或自主运营, 基于消费者地理位置提供周边商品 O2O 零售, 由自有或第三方同城物流完成商品的即时配送。天猫上线淘鲜达, 帮助本地品牌商超实现数字化改造与入驻, 提供商超到家一站式解决方案。天猫超市推出小时达、半日达配送服务, 联合饿了么、线下商超、便利店布局即时零售。京东推出与达达集团共同打造的小时购业务, 除商超外, 还与手机数码、药店、服饰内衣、鲜花礼品、家装门店合作, 进一步扩展商品品类。

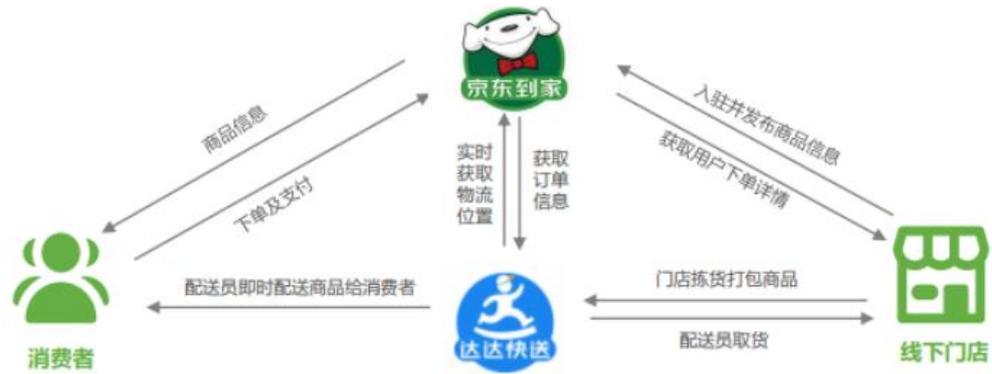
表 26: 即时零售可分为平台模式与自营模式

特征	平台模式	自营模式
涉及平台	淘鲜达、天猫超市 1 小时达、京东到家等	自有 APP 或小程序等
盈利模式	收取佣金	商品直营

运营重点	流量为王	用户粘性更强
配送团队	第三方	自有或第三方

资料来源：海鼎《2021 进击的即时零售线上运营趋势报告》，国元证券研究所

图 162：京东到家商业模式



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

4.2.2 供给端：微距电商新战场，助力线下零售数字化转型

从远距电商到微距电商，即时零售成电商平台新战场。互联网电商最初的野蛮生长期已过，增速放缓，进入精细化发展阶段，用户传统网购需求已被较好满足。在各大电商平台激烈竞争之下，细分消费场景中的消费者需求不断被挖掘，配送时效进一步内卷，即时零售就此成为电商平台的增量新战场。根据艾瑞咨询预测，商超 O2O 市场在 2020 年至 2024 年复合年增长率为 62%，增长空间广阔。瞄准宅家、室内场景和消费者对商品的“急需求”和“懒需求”，即时零售以消费者为核心，使消费时间、消费地点不再是壁垒，渗透进用户的日常生活，实现了从远距电商（以淘宝为代表）、近距电商（以京东为代表）到微距电商的转变。

表 27：即时零售区别于互联网电商

行业	互联网电商	即时零售
消费场景	线上	线上线下联动
履约时效	履约周期以天为单位	履约周期以小时甚至分钟为单位
商品类目	所有类目	多为日常所需商品
商品配送来源	全球	消费者周边数公里内门店或仓库
运营逻辑	场-货-人	人-货-场

资料来源：海鼎《2021 进击的即时零售线上运营趋势报告》，国元证券研究所

线上线下融合，即时零售赋能线下零售门店数字化转型。即时零售电商既能借力线下零售商的点位优势，又能帮助线下零售商进行门店供应链、店仓一体化数字化升级，实现优势互补。与电商平台的合作帮助线下零售门店从更多的渠道触达消费者，扩大

覆盖范围，线下能够提供到店购物体验，线上能够满足即时消费需求，线上线场景融合互补。通过平台推广与数字化管理，线下零售门店在获客、采购等多环节积累数据，优化门店运营能力，降本增效。根据大润发母公司高鑫零售 2020 年年报，公司全年收入同比增长 0.1%，其中来自货品销售的收入同比增长 0.8%，增长主要来自于线上订单量；尽管线下业务遭遇挑战，但淘鲜达及天猫平台的线上业务实现大幅增长；从 2020 年 5 月开始，大润发线上店日均单量已超 1000 单。

图 163：消费者购买进一步趋于“近场化”和“数字化”

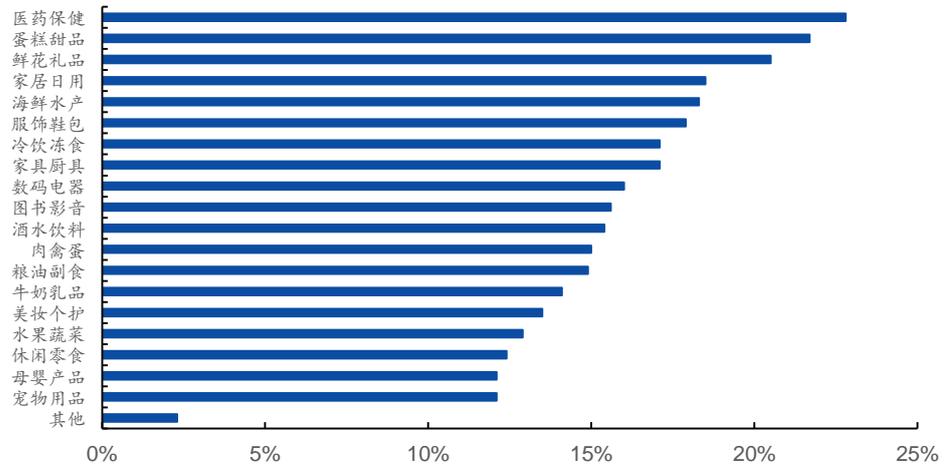


资料来源：CTR 洞察，国元证券研究所

4.2.3 品类扩展、全链路履约能力成未来发展关键

商品品类从商超向全品类扩展，迎合消费者“单平台、全品类、即时送”需求。目前，即时零售业务多与线下连锁商超合作，品类局限于生鲜食品、家用日化等，而根据艾瑞咨询的调研数据，医药保健、蛋糕甜品、鲜花礼品是消费者最期待在即时零售电商平台上购买的 Top3 品类，目前即时零售电商平台对此布局较少。未来，进一步拓展品类、与更多线下零售商建立合作，一站式即时生活购物平台将加速发展。

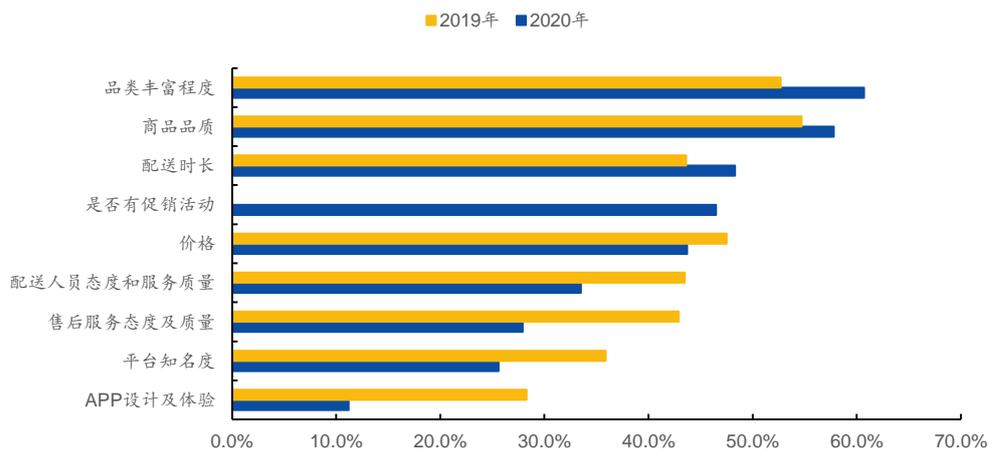
图 164：2020 年中国即时零售用户及潜在用户期待在即时零售电商平台上购买的品类



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

“仓拣配”全链路履约能力更为关键。根据艾瑞咨询数据，根据艾瑞咨询数据，2019年43.6%的即时零售消费者更看重配送时长，2020年该比例提升至48.3%，选择该因素的消费者占比排名从2019年的第四名升至2020年的第三名，配送时效愈发重要。即时零售以其高时效为竞争优势，不论是平台模式与线下门店合作，还是自营模式采购配送，统筹调度及履约环节是否流畅、是否灵活高效极大影响了服务效率，也限制着零售电商的进一步发展。只有能够确保物流端顺利履约，提升消费者购物体验进而增强粘性，才能进一步拓展商流，商流与物流的统筹协调成为即时零售业务发展的关键。

图 165：2019 和 2020 年中国即时零售消费者看重因素



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

4.2.4 受益标的包括达达集团、顺丰同城等

(1) 达达集团 (DADA.O)

即时零售与配送行业先驱，商流、物流优势构筑公司护城河。公司拥有达达快送与京东到家两大核心业务，其中京东到家2020年在商超O2O平台中市场份额位居第一。公司在商流端与沃尔玛、永辉超市、华润万家等商超零售龙头及海王星辰、罗森、屈臣氏等多类线下零售门店建立合作关系，覆盖品类广泛；在物流端配送网络精细、基础设施完善，履约能力优越。未来，在大股东京东全渠道深度合作赋能下，公司持续增长动力强劲。

(2) 顺丰同城 (09699.HK)

全场景业务覆盖，第三方配送服务价值凸显。公司作为第三方配送平台，可为缺乏自建物流的商家提供同城配送服务，赋能商家发展。从最初的高端餐饮、商超客户扩大到普通商家、个人，公司服务范围不断拓展，服务场景覆盖本地餐饮、近场电商、同城零售及近场服务等，可实现规模效应及网络效应。同时，公司依托顺丰物流体系，可围绕客户需求提供定制化服务，将同城配送与跨城配送服务连接，具有差异化优势。近三年，公司订单复合年增长率超200%，营收复合年增长率超100%，高成长性价值彰显。

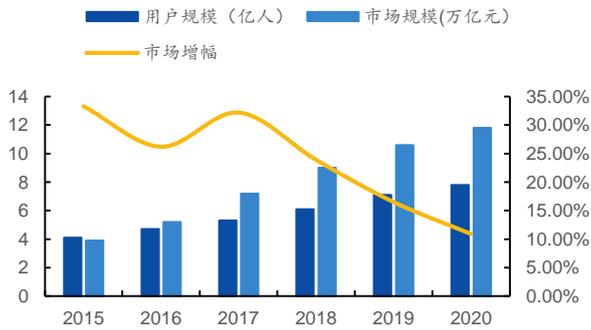
4.3 智慧物流：线上线下融合趋势下，行业重要性凸显

我们认为，线上线下融合需要全方位的高频物流履约服务提供保障，这为物流行业的降本增效提出了挑战，将自动化贯穿运输、仓储、包装、装卸搬运、加工、配送六大环节的智慧物流将成为大势所趋。2022年智慧物流行业的关注点在于：1、随着自动化设备成本下降，设备投资回报周期缩短，单环节设备实际应用产能突破人工极限，信息交互角色逐渐从“人与设备”到“设备与设备”实现全自动化，行业将迎来物流企业需求拐点；2、随着各电商平台和生活服务平台加码即时配送、半日达、当日达等新零售模式，从价格竞争向服务竞争转变，提升对履约速度及供应链的重视，对于智慧物流的需求将增长，促进行业高速发展。

4.3.1 物流为线上线下融合必备配套设施，自动化为大势所趋

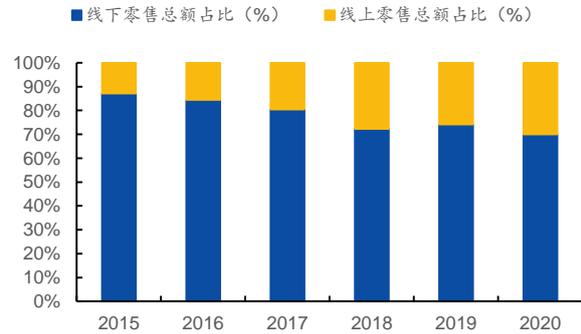
线上零售规模持续增长，快递需求旺盛。在网购不断普及和多元化电商平台推广下，2015-2019年中国线上零售市场规模CAGR达28%。2020年以来，在疫情影响下，居民的网购习惯进一步巩固，根据国家统计局及CNNIC数据，2020年中国线上零售市场规模达11.76，同比增长11%；用户规模达7.8亿人，同比增长10%；线上零售渗透率达30%，同比增长4pcts。在线上线下消费融合趋势下，快递需求旺盛，对物流行业提出了巨大挑战。根据国家邮政局数据，2020年全国快递业务量达830亿件，同比增长31%；快递业务收入达8750亿元，同比增长16.7%。

图 166：2015-2020 年线上零售市场规模及用户规模



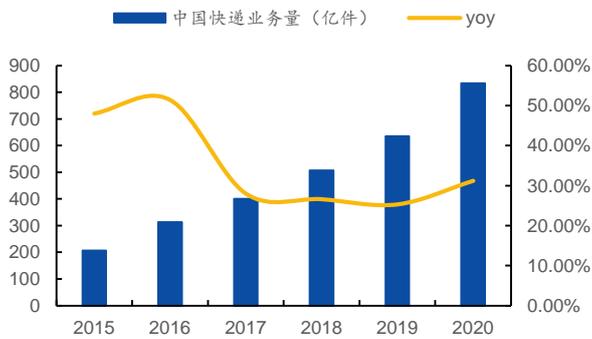
资料来源：国家统计局，CNNIC，国元证券研究所

图 167：2015-2020 年线上线下零售总额占比



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 168：2015-2020 年中国快递业务量及增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

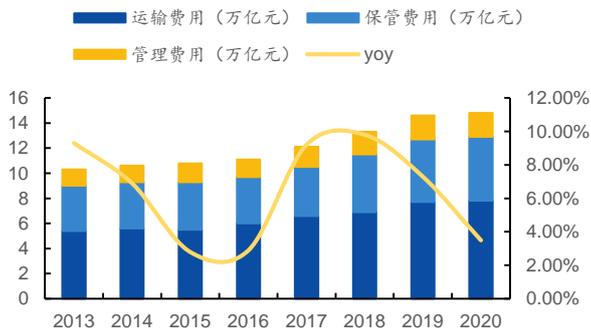
图 169：2015-2020 年中国快递业务收入及增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

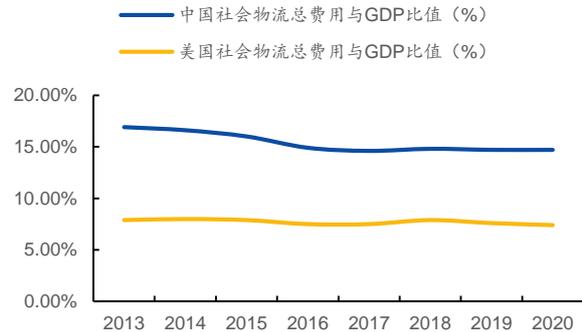
物流降本增效需求提升，智慧物流为大势所趋。从微观来看，电商庞大的业务量、消费者对物流时效的要求以及商家对物流成本的控制都激发了快递业务降本增效的需求，而如即使零售、社区团购、生鲜到家等多样化新零售模式的出现，亦对物流配送提出了新挑战。从宏观来看，根据国家统计局数据，2020年中国社会物流总费用达300.1万亿元，占GDP的比重为14.7%，相比美国7.4%的水平，供应链效率仍有较大提升空间。而国家发改委和交通运输部发布的《国家物流枢纽布局和建设规划》提出，到2025年全社会物流总费用与GDP的比率要下降至12%左右，物流自动化势在必行。

图 170：2013-2020 年中国社会物流总费用及增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 171：2013-2020 年中美社会物流效率对比

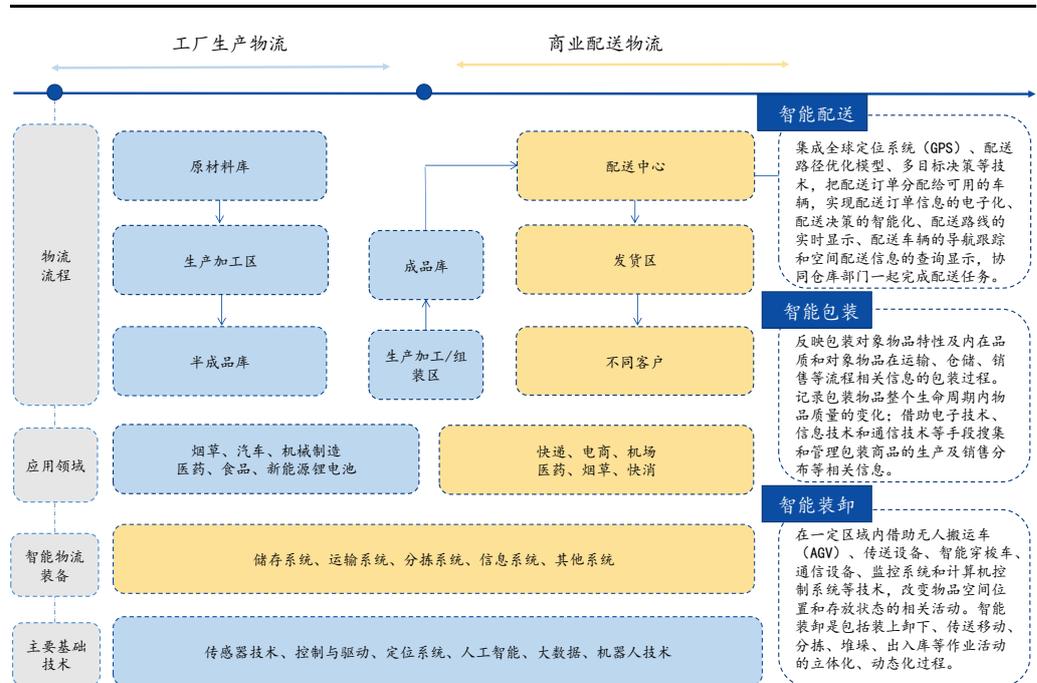


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

4.3.2 智慧物流优化行业全环节，助力企业实现降本增效

智慧物流顺势而生，优化物流价值链六大环节。智慧物流以计算机化为基础，将物联网、人工智能、大数据、云计算等技术工具带入物流价值链的六个基本环节（运输、仓储、包装、装卸搬运、加工、配送），实现系统识别和数据采集，以做出最优决策、实现最优布局，物流系统的各个组成部分都能实现高质量、高效率、低成本的分工协作。智能物流装备主要应用在工业生产和商业配送环节，一方面为工业企业提供产品存储、输送和信息化管理，以提高生产效率；另一方面为商业企业提供产品存储、分拣、配送和信息化管理，实现信息自动传输与订单自动处理。下游各应用行业涵盖电子商务、物流、烟草、医药等，应用场景多元化。

图 172：智慧物流行业的各个环节

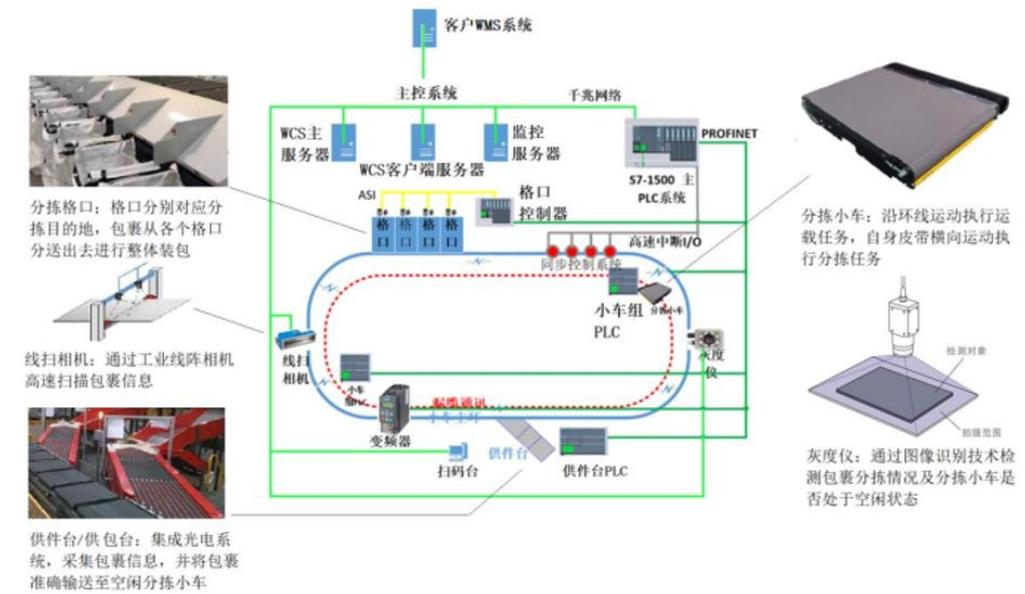


资料来源：国元证券研究所

我们以智慧分拣为例，

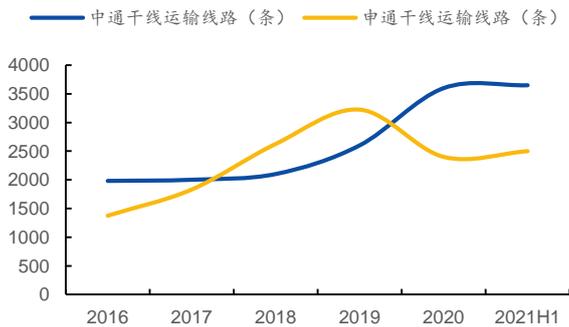
业务量上下下，对快递分拣效率要求提升。近年来，快递企业不断扩充干线运输线路和一级网点数量，根据公司公告，截至 2021H1，中通、申通的干线运输线路分别为 3650、2500 条；中通、圆通、韵达、申通的一级网点个数分别为 5350、4936、3663 和 4440 个。随之带来的快递分拣量及分拣作业复杂程度的提高使得手工分拣在产能、分拣准确率、分工成本等方面的劣势显现，智慧分拣通过智能识别快件重量和条码信息，通过传送带将快件送入对应出口实现自动分拣，提升分拣效率。

图 173：智慧分拣设备工作原理



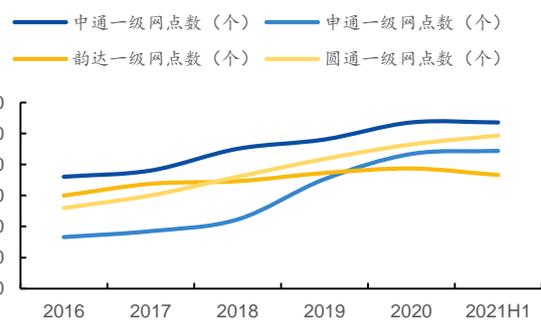
资料来源：中科微至招股说明书，国元证券研究所

图 174：2016-2021H1 主要快递公司干线运输线路情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 175：2016-2021H1 主要快递公司一级网点数量情况

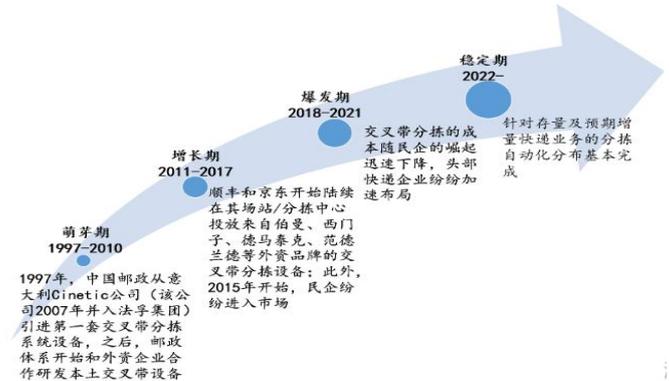


资料来源：公司公告，国元证券研究所

技术突破下，智能分拣设备成本降低。智能分拣设备早期以进口设备为主，单套价格高达 2000-3000 万，多数快递民营企业难以承受。近年来，随着国内研发企业技术上取得突破，同样性能国产设备单套价格降至 500 万以下，从而有望实现设备成本低

于替代人工成本，也使得快递公司加大对智能分拣设备条数的投入。根据公司公告，截至 2021H1，中通、申通、百世、圆通已投入使用的自动化分拣设备条数分别为 339、225、56 和 126 条（套）。

图 176：交叉带分拣设备在中国物流领域的应用历程



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

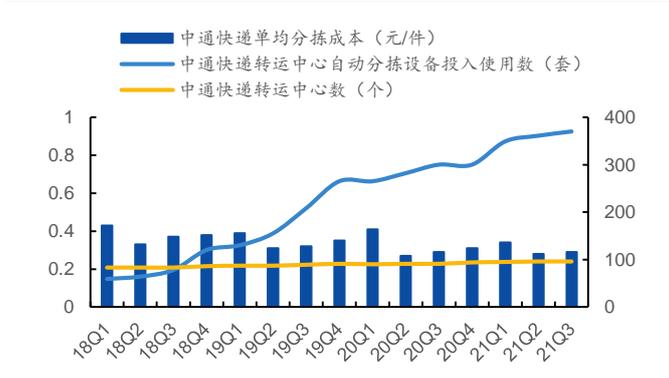
图 177：智能分拣设备的价格演变-以交叉带分拣系统为例



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

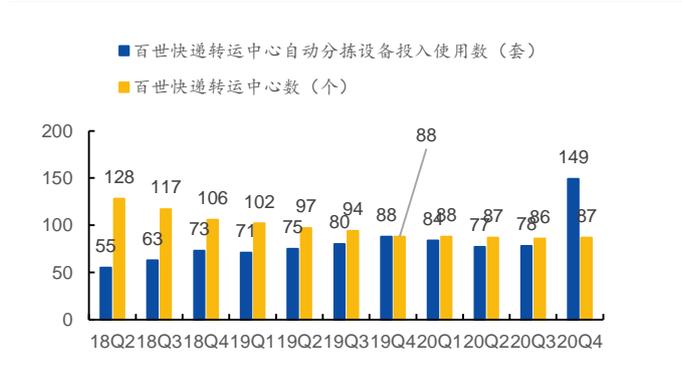
智慧分拣等自动化设备成功助力快递企业降本增效。过去几年，快递公司积极布局自动化设备，提升转运中心和网点的快件处理能力。根据国家邮政局数据，2020年中国快递 72 小时准时率为 75.89%，2021 年中国快递 72 小时准时率为 77.86% 同比提升 1.97pcts。此外，安装自动化设备能够降低人工成本、优化人力资源配置，根据艾瑞咨询数据，一套典型的交叉带分拣设备一般需要配备 50-60 个操作员，而实现同样的分拣效率所需要的手工或半自动分拣人数至少为一倍，人工成本节省效应明显。

图 178：2018Q1-2021Q3 中通快递自动化设备使用套数以及单均分拣成本



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 179：2018Q2-2020Q4 百世快递自动化设备使用套数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

综上，控制成本能力与提高运营效率是快递公司获得超额利润的主要来源。快递服务同质化程度较高，快递行业价格竞争激烈，实行成本领先战略和提高运营效率是快递公司获得超额利润的关键，服务质量取决于时效性及安全性，运营效率高取决于转运中心的包裹处理效率及干线的运输效率，运营成本取决于中心操作成本及运输成本。在存量市场博弈中，各主要物流公司单票收入和单件毛利均出现下降，单票成本越低的企业盈利能力越优秀，受价格战冲击越小。随着国内物流自动化设备技术进

步，快递企业有望依托业务操作标准化，进一步提升设备信息化和自动化水平，对重复低技能的环节进行外包等方式，增加用工灵活性，降低用工规模，从而提高整体配送时效，降低物流成本。

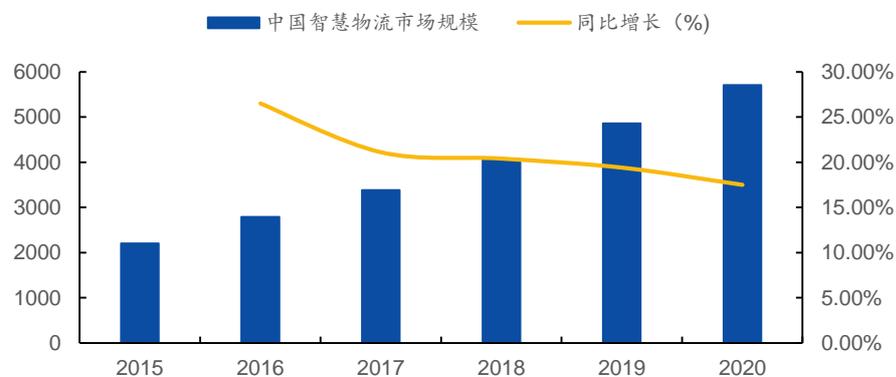
表 28：物流公司单票成本与盈利能力对比（单位：元/票）

	韵达			圆通			申通		
	2020H1	2021H1	YoY	2020H1	2021H1	YoY	2020H1	2021H1	YoY
收入端									
快递量（亿件）	56.29	82.6	46.74%	49.4	74.1	50.14%	35.17	48.32	37.39%
单票快递收入	2.36	2.1	-10.85%	2.36	2.23	-5.57%	2.58	2.25	-12.84%
成本端									
单票快递成本	2.18	1.92	-12.15%	2.19	2.1	-4.07%	2.47	2.21	-10.74%
面单成本	/	/	/	0.02	0.02	-12.74%	0.02	0.02	-20.45%
中转成本	/	/	/	0.93	0.93	0.93%	0.1	0.11	9.49%
其中：运输	/	/	/	0.51	0.51	1.10%	0.43	0.36	-16.42%
中心操作	/	/	/	0.33	0.31	-5.50%	0.55	0.52	-4.97%
补贴	/	/	/	0.09	0.11	23.77%	/	/	/
派送成本	/	/	/	1.21	1.12	-7.44%	1.47	1.31	-11.08%
单票其他成本	0.1	0.08	-22.32%	0.42	0.35	-18.05%	0.05	0.02	-49.95%
利润端									
单票快递毛利	0.18	0.18	5.41%	0.24	0.13	-47.28%	0.11	0.04	-62.09%
单票归母净利润	0.12	0.08	-34.45%	0.2	0.09	-55.71%	0.02	-0.03	-250.66%
快递业务毛利率	7.4%	8.8%	1.40%	10.0%	5.8%	-4.30%	4.1%	1.8%	-2.30%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

我们认为，随着自动化设备成本下降，设备投资回报周期缩短，单环节设备实际应用产能突破人工极限，信息交互角色逐渐从“人与设备”到“设备与设备”实现全自动化，智慧物流行业将迎来爆发式增长。根据中国物流与采购联合会数据，2016-2019年我国智慧物流市场规模增速均保持在两位数以上，2020年市场规模达5710亿元，同比增长17.5%，未来市场规模将持续扩大。

图 180：2015-2020 年中国智慧物流市场规模及增速（单位：亿元）



资料来源：中国物流与采购联合会，国元证券研究所

4.3.3 受益标的包括中科微至、京东物流、欣巴科技等

(1) 中科微至 (688211.SH): 智能物流分拣赛道后来居上, 研发与技术优势领先 智能物流分拣系统综合解决方案提供商, 跻身行业第一梯队

公司为国内少数掌握智能物流输送分拣全套系统及其核心部件研发、设计、生产能力的公司之一, 主要产品涵盖交叉带分拣系统、大件分拣系统等, 开发了基于模块化分布式体系架构, 实现分拣控制系统、状态监控系统、WCS 系统的自主化, 致力于为快递、物流、电商等行业提供以自动化、智能化分拣技术为基础的综合智能物流解决方案, 累计交付量位于行业第一梯队。

重视研发技术投入, 交叉带分拣赛道竞争实力卓越

公司极为重视研发技术投入, 核心管理层拥有行业的产业经验和较强的科技成果转化能力, 研发人员覆盖智能物流系统全链路, 在智能分拣领域掌握自主研发的核心技术, 拥有核心部件、核心器件、系统方案设计的研发优势。公司成功研制了多款领先行业水平的智能物流相关的核心部件和核心系统, 其分拣系统在错分率、分拣效率等核心指标上处于行业领先, 以 8K 线阵自适应调焦图像读码系统为例, 完全自主研发, 可高速读取条码, 有效应对条码污损、褶皱、变形、倾斜、模糊等问题, 识别准确率达到了 99% 以上。

持续优化下游客户结构, 延展收入边界

公司作为行业具有国际视野且技术领先的企业, 持续发挥技术优势, 积极延展多元化产品, 在服务中通的基础上持续开拓其他快递企业和机场、烟草等行业业态客户, 优化客户结构, 并开拓国际市场, 建立适合国际市场的产品体系, 快速走向国际化道路, 将产品出口至印尼、泰国、新加坡、俄罗斯等的多个国家。此外, 公司计划依托于产品服务基地建设及市场销售项目的实施, 以点带面, 在全球多座城市设立产品与营销服务基地, 提升海外市场运营服务能力、响应速度以及品牌建设力, 致力于成为领先世界的智能物流装备、智能制造企业。

(2) 京东物流 (02618.HK)

中国领先的技术驱动的供应链解决方案及物流服务商。公司依托科技赋能, 提供覆盖各个领域的供应链解决方案和优质物流服务, 从仓储到配送, 从制造端到终端客户, 覆盖快消、服装、家电家具、3C、汽车、生鲜等六大行业, 致力于赋能客户提供一体化供应链解决方案和物流服务。核心竞争优势为仓配体系, 公司拥有仓储网络、综合运输网络、配送网络、大件网络、冷链网络及跨境网络六大网络, 其特点为广泛、灵活、数字化。此外, 公司重视技术创新与研发, 通过专有算法, 在销售预测、商品配送规划及供应链网络优化等领域具有领先优势。

(3) 欣巴科技 (A20586.SZ)

打造高效率自动化物流系统, 强化研发与技术优势。公司主营业务涵盖自动化物流系统的研发、设计与销售, 定位于为客户提供以自动化分拣输送为核心的综合解决方案的高新技术企业, 产品已广泛应用于快递、快运物流、电子商务、服装等多个行业。此外, 公司聚焦于持续自主研发与创新投入, 研发人才队伍覆盖信息技术、自动化控制、机械设计等多领域, 打造了高效率的自动化输送系统、交叉带分拣系统、自动化

仓储系统及其他物流设备，帮助客户将物流操作环节由传统的人工作业升级为自动化作业，优化操作环节，提升物流效率。

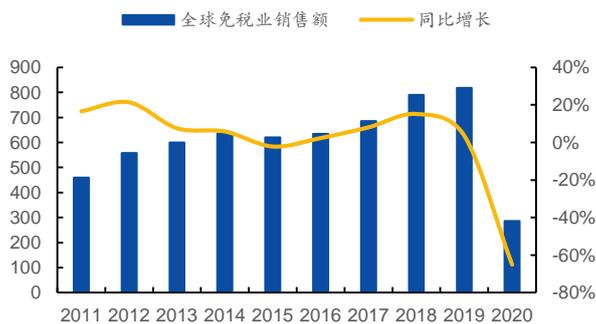
4.4 免税：政策东风起，行业有望实现结构性高速增长

免税行业不仅满足了人们消费升级下对于品牌与品质的追求，同时迎合了人性中对于同阶层商品下的性价比偏好，长期看仍将作为旅游业的精品细分赛道而快速发展。短期看，在政策助推的大环境下，行业渐趋“规模效应+替代效应+马太效应”，疫后国内免税业或将实现结构性高速发展。2022 年免税行业的关注点在于：1. 规模效应下国内免税定价优势已高于欧美及韩国免税集团，消费回流或将促使国内免税业市场的快速发展；2. 从竞争格局角度看，随着后续国内逐步放松牌照管控，引入新增竞争对手后，龙头企业可凭借其规模效应拥有上游品牌的较强议价能力，以弥补下游价格降低所可能出现的利润边际下滑。3. 离岛免税规模或将持续放量，同时线上免税消费有望保持较快增速。

4.4.1 行业发展潜力仍然巨大，长期看好国内免税业核心环节

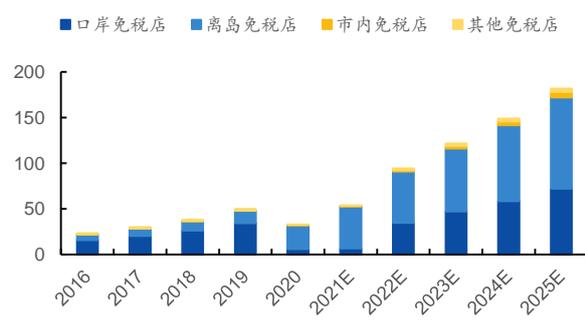
免税业长期向好趋势不改，行业发展潜力极佳。2011-2019 年间（除 2015 年 MERS 疫情影响外），全球免税业总体规模稳步增长，至 2019 年全球免税市场规模已达 818 亿美元。随着消费扩容、国内大循环推动海外消费回流以及免税政策的利好，我国免税行业亦显示出高增长态势。根据商务部数据，2011 至 2019 年间我国免税行业销售规模年复合增速约 20%，预计至 2025 年中国免税业销售规模有望达到 1817 亿元，为 2019 年规模的 3.6 倍，未来有望加速扩容。对标韩国市场，国内免税市场提升空间巨大。根据韩国免税协会数据，2019 年韩国免税销售额达 213 亿美元，而中国免税业销售额不足韩国免税市场规模的三分之一，市场渗透率较低。我们认为伴随我国居民购买力的稳步提升，叠加疫情催化，海南离岛免税店兴起等多重因素的影响，预计我国免税市场将进入发展快车道。

图 181：全球免税业市场规模及增长情况（亿美元）



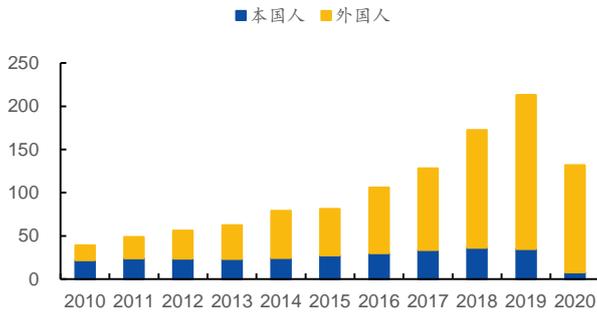
资料来源：Generation Research，国元证券研究所

图 182：中国免税业市场规模（十亿元）



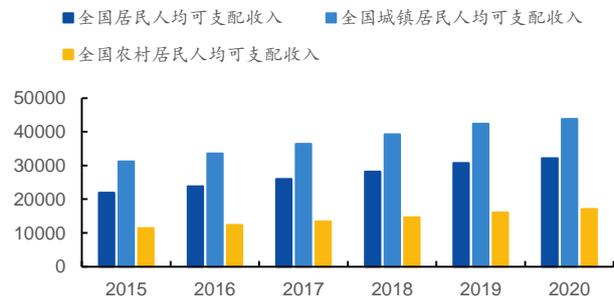
资料来源：Frost & Sullivan，国元证券研究所

图 183：韩国免税业销售情况（亿美元）



资料来源：韩国免税店协会，国元证券研究所

图 184：2015-2020 年我国居民购买力情况（元）

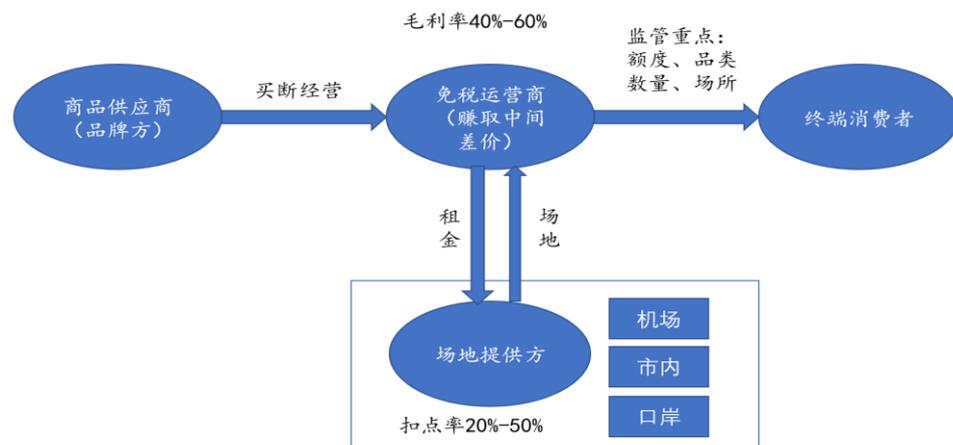


资料来源：国家统计局，国元证券研究所

从产业链角度来看，运营商是免税产业链核心环节。所谓免税商品即免除关税、消费税以及增值税，而香化、烟酒的税率较高，因此大部分免税店销售品类大多以此为主，其免税价格比专柜低 10%-35%，部分商品甚至可低约 40%-50%。运营商的商业模式是凭借免税牌照开展业务、赚取供销差价，一方面运营商通过其规模或流量优势形成较高的议价能力，与上游品牌商磋商压低进货成本并获取持续稳定的正品货源。另一方面凭借税收减免与较少的加价环节可获得价格优势，吸引消费者，扩大市场份额。

境外运营商的盈利水平显著低于国内，长期看好国内免税业发展。国内的免税政策目的在于促进消费回流，不鼓励代购，因此不设置高额返佣机制，相关运营商毛利率水平可达 45%左右。相较于国内的高毛利率，韩国免税商通过设置较高的返佣折扣吸引消费者，综合返佣折扣率约为 35%，因此在进价渠道与拿货成本相似的情况下导致其毛利率较低。相较而言国际免税集团 Dufry 毛利率虽高，可达 60%，但因其人力成本和机场租金费用高昂（机场渠道占比 90%），拉低其净利率水平，使其常年在盈亏平衡区间摇摆，盈利水平较低。

图 185：免税行业产业链拆分

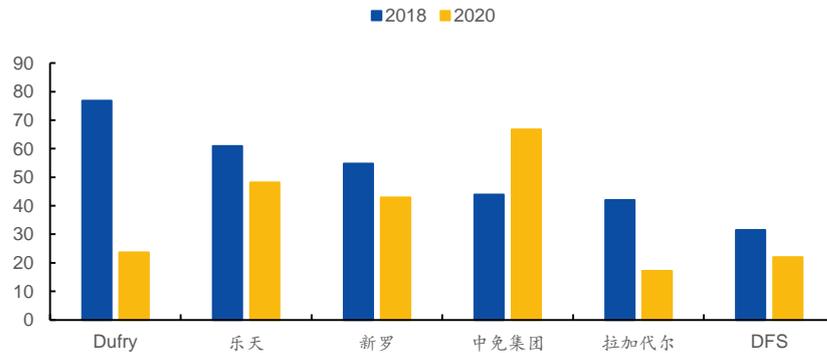


资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

从销量、品牌数及价格体系三大维度看，国内免税业已具备相对竞争优势。从全球各

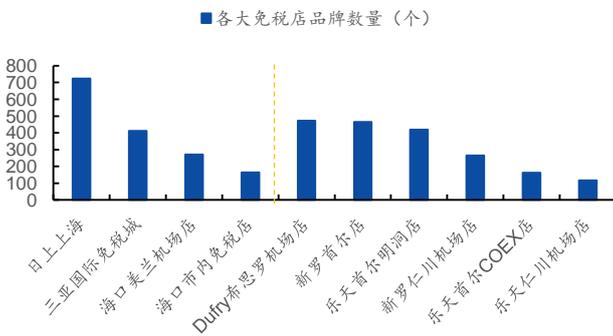
免税集团的最新销量规模看，根据 Moodie Davitt 数据，2020 年中国中免销量已达 66.7 亿欧元，位列全球首位。从品牌数量上看，日上上海品牌数量已突破 700 个，超过 Dufry 希思罗机场店、新罗首尔店等老牌免税店。从价格体系上看，中免相关免税店部分产品定价已优于韩国免税店。

图 186：2018-2020 年全球部分免税集团销量对比（亿欧元）



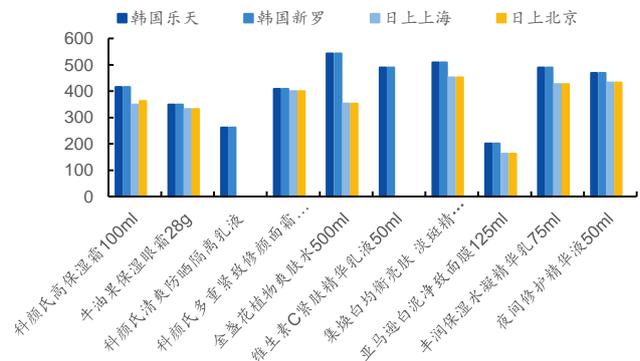
资料来源：Moodie Davitt，国元证券研究所

图 187：全球各大免税店品牌数量



资料来源：玩转旅购，各公司官网，国元证券研究所

图 188：中免与韩国部分产品价格体系对比（元）



资料来源：乐天、新罗、日上免税店官网，国元证券研究所

4.4.2 免税利好政策为行业高速发展“保驾护航”

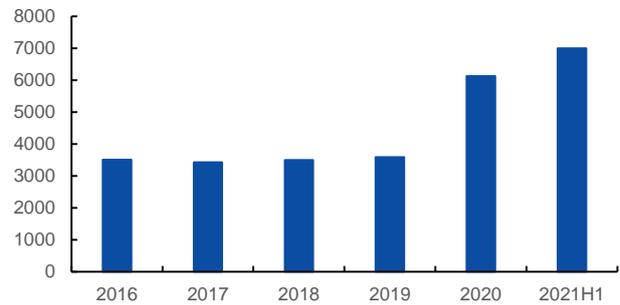
2021 年 11 月 10 日，海南省政府出台《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》，明确“十四五”期间海南将构建多层次免税购物体系，新增离岛免税城市和免税店，加快推进“免税购物、国际医疗、留学海南”三大品牌建设。在海南政策利好条件下，我们认为消费者离岛免税消费习惯或将逐渐养成，离岛渗透率仍将持续爬升。此外在 2020 年海南自由贸易港建设下，商品结构得到较大改善，更多高单价优质商品来岛，为消费者提供多样优质的免税商品选择。海南离岛免税客单价的边际增长见证了海南离岛免税建设的成果，我们预计在借助政策红利下，海南省自由贸易港和国际旅游岛及国际购物中心将持续发展，整体免税行业红利也将持续扩大。

图 189：海南离岛渗透率



资料来源：海南统计局，海口海关，国元证券研究所

图 190：海南离岛免税客单价（元）



资料来源：海口海关，海南统计局，国元证券研究所

4.4.3 消费回流大势所趋，线上消费持续升温

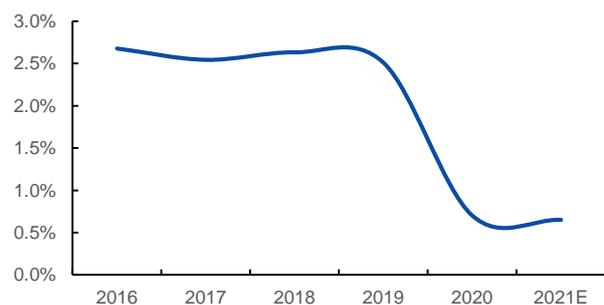
2020 年出境游人次发生了剧烈的改变，同比下降 86.9%，中国旅游研究院在 11 月 22 日发布的《中国出境旅游发展年度报告 2021》中指出，受疫情影响，2020 年至 2021 年的中国出境旅游总体处于停滞状态。展望 2022 年，出境旅游市场的回复步伐取决于全球范围内的疫情防控形势，但目前全球疫情形势仍不明朗，欧美国家仍是疫情重灾区。在持续的全球疫情和国内疫情的有效控制面前，国人的旅游热情并没有衰减，而是从国外转向国内。根据国家统计局数据，全国旅游人次的占比从约 2.5%（2016-2019 年中枢水平）降至 2020 年的 0.7%，游客的旅游目的地转向国内，国内免税行业或将受益于此。我们认为在国内免税消费愈加便利的情况下，消费者将体验到更加便捷的消费体验，叠加相对更多的品牌选择和更优质的定价体系，消费的持续回流或将成为大势所趋。

图 191：出境游人次（万）



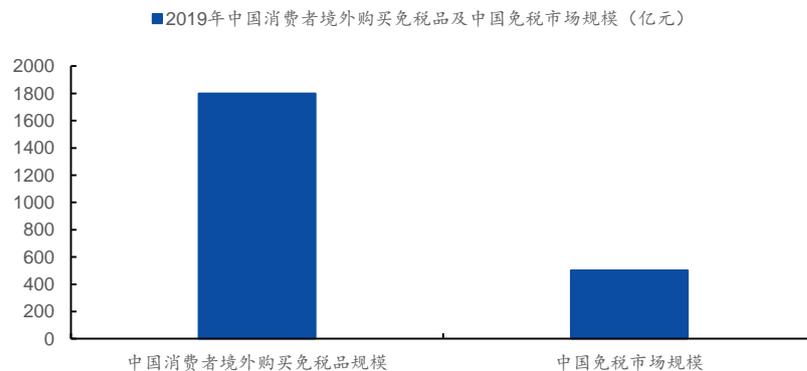
资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 192：出境游人次占全国旅游人次比重



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 193：中国消费者境外购买免税商品规模仍然较大



资料来源：Tax-Free World Association, Frost & Sullivan, 国元证券研究所

图 194：线上渠道消费呈边际上行趋势（亿元）



资料来源：国家统计局, 国元证券研究所

图 195：日上已推出相应小程序和公众号



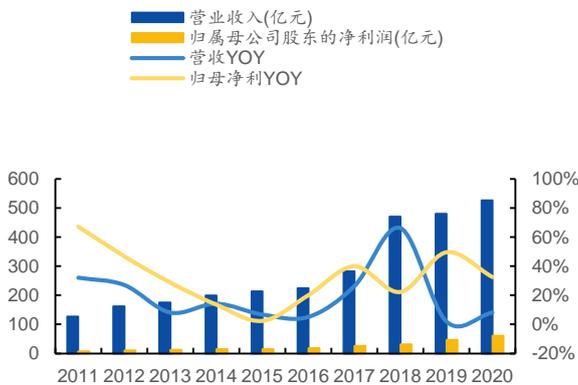
资料来源：日上小程序&公众号, 国元证券研究所

4.4.4 受益标的包括中国中免等

中国中免 (601888.SH)

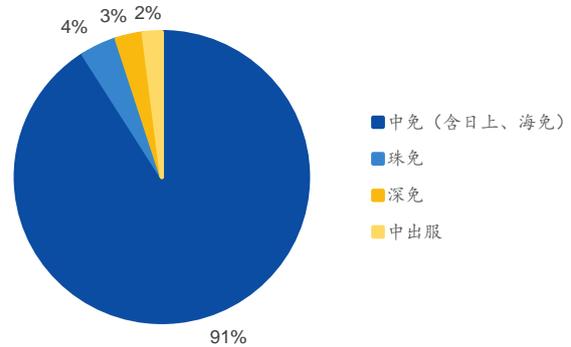
逆势扩张下, 免税霸主地位愈加稳固。目前我国免税市场集中度较高, 中国中免凭借其牌照 (中免、日上、海免) 以及规模优势, 成为国内免税行业的绝对龙头。从业绩来看, 公司毛利率由 2011 年的 20.74% 提升到 2020 年的 40.64%, 十年的净利润年均复合增速达 28.5%, 2021 年上半年同比增速高达 484%。拆分来看, 三亚海棠湾免税城为公司业绩主要驱动力, 2020 年海南离岛免税的新政更让其为公司贡献约 50% 的净利润。从全球视角看, 中免无论是在是在中国还是全球市场均处于行业领先地位。2017 年中国中免开始其并购扩张之路, 伴随着市场份额显著扩大, 体量带来规模效应, 其议价能力和成长能力在现金流量中得到充分体现, 马太效应逐渐增强。

图 196：中国中免营收和归母净利润情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 197：中国免税业行业市场竞争格局



资料来源：Moodie Davitt, 国元证券研究所

4.5 跨境电商：品牌出海仍为发展主旋律，龙头市占率有望边际提升

跨境电商行业从开始出现到迅猛发展，不仅是电子商务加速渗透，居民消费水平不断提升，对物美价廉商品不断追求的必然结果，同时也是部分制造业企业逐步转型，实现品牌价值提升，打破传统行业天花板的必由之路。整体上看，由“制造出海”向“品牌出海”的大趋势不改，龙头公司有望在后疫情时代进一步提升市占率水平。2022年跨境电商行业的关注点在于：1. 在品牌出海的大环境下，具有“强品牌+强运营+强产品竞争力”的龙头跨境电商公司或将强者恒强，部分规范化同时具有差异化竞争能力的中小跨境电商公司或也能实现“弯道超车”。2. 随着外部宏观环境逐步改善，行业部分公司成本有望回归常态，业绩有望实现边际反弹。

4.5.1 跨境电商逆势增长，品牌出海为发展主旋律

国内跨境电商增长强劲，渗透率实现稳步提升。据《2020年度中国跨境电商市场数据报告》显示，2020年中国跨境电商市场规模已达12.5万亿元，同比增长19.04%，预计2021年相关市场规模将增长至14.6万亿元。2015年中国跨境电商交易额占我国货物贸易进出口总值的22%，预计2021年渗透率将快速提升至40%。**我国跨境电商以出口为主，在多重因素驱动下，跨境电商发展趋势向好。**从结构来看，2021年上半年跨境电商进出口中，出口占比超七成。在海外消费复苏以及国内跨境电商政策的推动下，我国跨境电商行业将在后疫情时代延续高速增长。

图 198：跨境电商行业历史沿革

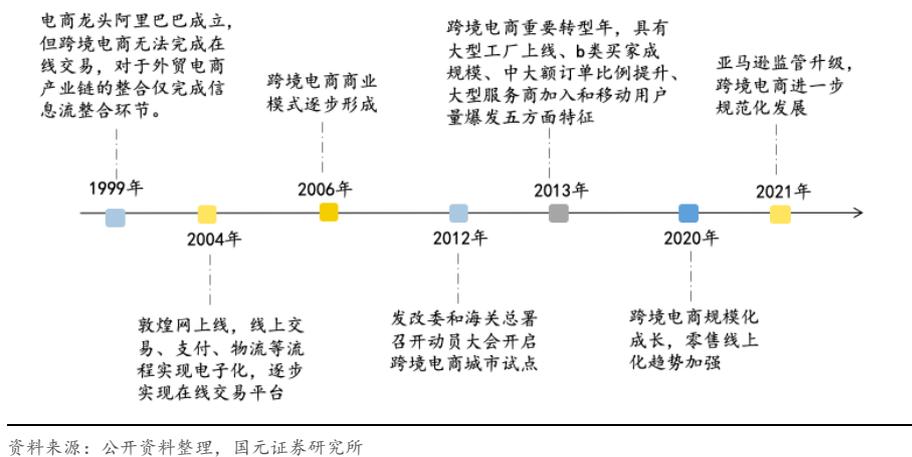


图 199：跨境电商行业渗透率及增长率情况



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

图 200：跨境电商行业出口占比



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究所

外部环境好转，跨境电商行业有望加速发展。政策方面，2020 年以来，跨境电商重大政策利好接踵而至，为我国跨境电商企业提供稳定政策环境预期，如《“十四五”电子商务发展规划》的落地在关税、物流效率、合规风险方面提供红利，促进线上市场要素的流转，激发跨境电商巨大市场潜力。**对外关税方面**，中美关系趋于缓和利好跨境电商对美出口业务。近期中美贸易关系释放积极信号，我们认为，若美国逐步取消对中国产品加征关税，我国部分出口跨境电商企业将直接受益，尤其是出口美国产品附加关税较高及美国/境外收入占比较高的公司。

表 29：2020 年部分中国跨境电商行业利好政策

时间	政策	内容
2020 年 1 月 17 日	《关于扩大跨境电商零售进口试点 石家庄、秦皇岛等 50 个城市（地区）和海南全岛纳入跨境电商零售进口试点范围的通知》	跨境电商零售进口试点范围。
2020 年 3 月 28 日	《关于跨境电子商务零售进口商品退货有关监管事宜公告》	在跨境电子商务零售进口模式下，跨境电子商务企业境内代理人或其委托的报关企业可向海关申请开展退货业务。
2020 年 4 月 7 日	国务院常务会议推出增设跨境电商新设 46 个跨境电商综合试验区，对综试区内跨境电商零售综合试验区、举办网交会等系	出口货物按规定免征增值税和消费税、企业所得税核定征

列举措	收等支持政策
《关于同意在雄安新区等46个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》 2020年5月6日	同意在雄安新区、大同等46个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区
《关于支持贸易新业态发展的通知》 2020年5月20日	从事跨境电子商务的境内个人，可通过个人外汇账户办理跨境电子商务外汇结算。
《关于开展跨境电子商务企业出口监管试点的公告》 2020年6月12日	在北京、天津、广州等10个地方海关开展跨境电商企业对企业出口监管试点，为跨境电商出口申报、通关提供便利。
商务部：将加快推动跨境电商健康有序发展 2020年7月2日	下一步将继续加大政策、制度、管理和服务创新，加快推进跨境电商健康有序发展。
《“十四五”电子商务发展规划》 2021年10月26日	加强电子商务规划建设行动、网络市场数字化监管和电子商务知识产权保护

资料来源：公开资料管理，国元证券研究所

中国供应链优势显著，跨境电商出口品牌化为大势所趋。相较于其他国家，中国有全制造业和强供应链体系做支撑，在成本、技术、质量等方面综合优势明显。近年来行业开始从单纯追求性价比向品牌升级方向转型，从制造出海向品牌出海发展，力图摆脱以往代工贴牌生产方式下利润微薄的不利局面。**从海外购物习惯来看，品牌化符合海外消费规律。**海外消费者喜欢在设计、质量、品牌、顾客评价等方面对多个品牌的产品进行对比，最后选择值得信赖的品牌，因而廉价产品在海外难以积累品牌价值，高品质的品牌产品更容易获得消费者青睐，并不断积累在消费者中的品牌认知度。

4.5.2 “强品牌+强运营+强产品矩阵”有望助力大品牌提升市占率

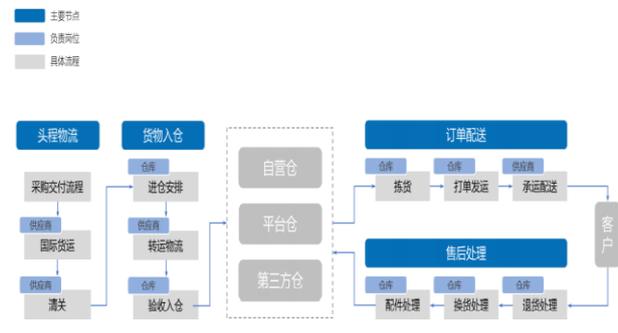
在品牌出海的大环境下，具有“强品牌+强运营+强产品矩阵”的龙头跨境电商公司有望实现强者恒强。从品牌端来看，随着可支配收入水平的提高，消费者愈加重视产品的品牌和使用体验，产品品牌化趋势不断强化，电商由“制造出海”逐步转型为“品牌出海”。龙头品牌通过抢占客户心理定位形成品牌认知，再通过品牌口碑催生流量，形成客户粘性以迭代销售；**从运营端来看**，部分大品牌通过建设全球化仓储物流体系以强化自身运营能力，以解决运输效率不高、清关慢等传统行业痛点；**从产品端看**，行业龙头努力打造具有强品牌力的产品矩阵满足消费者多元化需求。与前期粗放式发展不同，当前市场下龙头企业会以产品赋能品牌，再以品牌反哺产品，形成业绩增长的核心驱动力。

图 201：部分中国出海品牌



资料来源：毕马威，国元证券研究所

图 202：致欧科技全球化仓储物流管理体系



资料来源：致欧科技招股说明书，国元证券研究所

中小跨境电商公司或寻求差异化竞争优势，并逐步向规范化转型。伴随跨境电商卖家数量的持续增长，因产品服务同质化等因素，所造成的包括价格战在内的一系列连锁反应，或将进一步压缩中小企业的生存空间。我们认为中小企业在这一大环境下或将另辟蹊径，寻求包括专精细分赛道与产品的差异化发展战略。此外伴随海内外相关法律法规日趋完善，叠加海外第三方平台监管趋严，预计相关企业也将逐步向规范化转型。同时对于跨境电商供应链公司来说，伴随跨境电商板块的爆发式增长，以东方嘉盛为首的相关供应链公司也将实现高速发展。

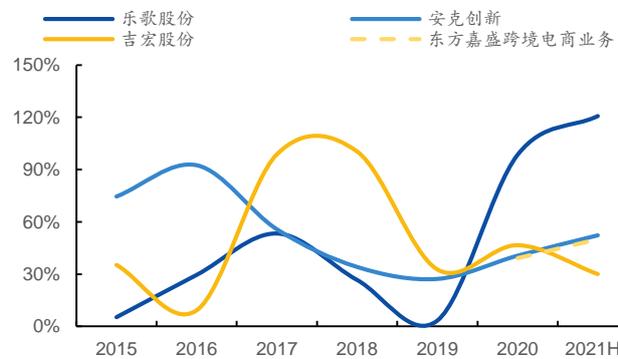
图 203：亚马逊陆续关闭约 3000 个中国品牌下的在线商户

Amazon closes 3,000 Chinese-brand online stores in campaign against fake reviews

- The closures did not negatively impact the overall growth of Chinese online merchants on Amazon, according to a senior company executive
- Amazon kicked off an extensive clean-up campaign in May, targeting consumer review abuses on its platform

资料来源：South China Morning Post，国元证券研究所

图 204：相关供应链公司依托跨境电商板块高速增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.5.3 收入和成本端共振有望带来较大业绩弹性

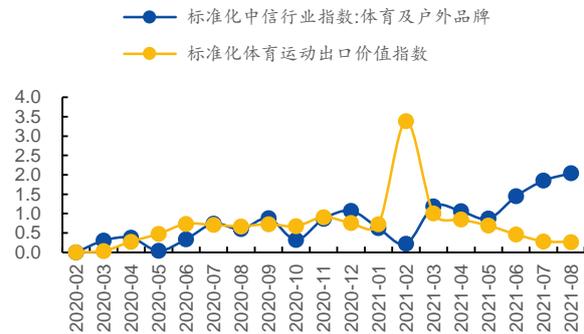
从收入端来看，跨境电商收入增长态势有望延续。在疫情期间，海外产能受到巨大冲击，反观中国在有效控制疫情的基础上，凭借制造业产业链完备的优势，持续供应满足海外市场剧增的线上消费需求，致使跨境电商出口销售额实现逆势增长，我们认为在后疫情时代，部分消费者在疫情期间所培养线上消费习惯仍将延续，叠加包括运动需求在内的部分受疫情影响较大消费需求边际反弹，跨境电商市场有望延续良好增长态势。

图 205：中国跨境电商出口规模及同比增长



资料来源：《2020 年度中国跨境电商市场数据报告》，国元证券研究所

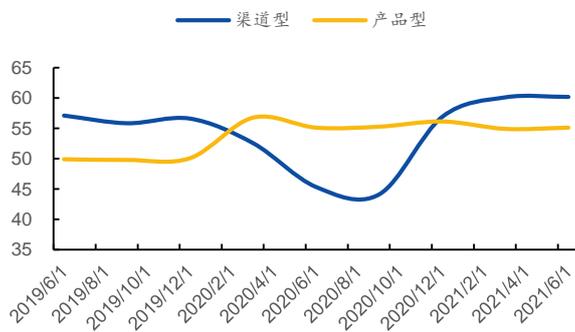
图 206：海内外户外运动需求指数



资料来源：Wind，国元证券研究所

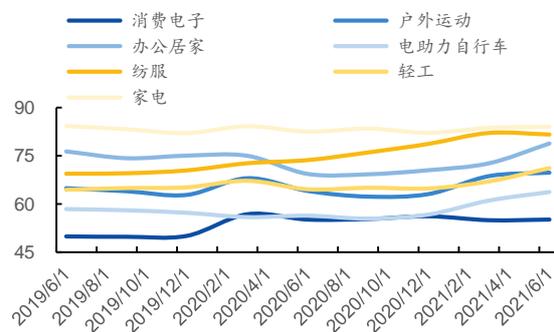
从成本端来看，原材料成本、运输费用、汇率对跨境电商行业利润的冲击有望减弱。原材料成本方面，疫情期间原材料价格大幅上涨，处于产业链下游的出口企业受冲击较大，销售成本率普遍提升5%左右；运输费用方面，出口航线价格2020年11月至2021年8月CAGR为14%，疫情严控下运输成本攀升导致出口企业成本提升；汇率方面，2020下半年后人民币升值导致出口价格上升进而压制海外需求，且产生汇兑损益。上述因素导致跨境电商行业部分公司净利率已处于底端，我们预计随着外部宏观环境逐步改善，行业部分公司成本有望回归正常水平，业绩有望实现边际反弹。

图 207：出口企业销售成本率 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 208：产品型出口企业销售成本率 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

4.5.4 重点推荐乐歌股份、安克创新，受益标的包括东方嘉盛等

(1) 乐歌股份 (300729.SZ)

乐歌股份是全球化运营、全产业链布局的人体工学健康家居行业的龙头企业，主营产品包括人体工学大屏支架、人体工学工作站等。从业务模式来看，公司形成了全面覆盖市场调研、产品企划、研发设计、供应链管理、生产制造、渠道建设、品牌营销和售后服务等各环节的一体化产业链，现主要销售模式已转型为线上M2C销售。公司自主品牌Flexispot现已登陆亚马逊，独立站也呈现加速增长态势。

制造业起家技术底蕴深厚，不断完善线性驱动产品矩阵。相较于传统办公家居企业，

乐歌股份围绕人体工学理念进行产品研发设计，利用线性驱动系统的机、电、软一体化技术，大大优化了产品性能，同时利用线性驱动技术与健康办公家具产品的结合，开发出智能升降办公桌、升降办公椅、电控办公柜、升降沙发、升降茶几、升降床等产品，为用户带来舒适、便捷、智能化的体验。**设立海外公共仓，逐步形成新业绩增长点。**近年来公司加速设立海外公共仓，截至 2021 年 10 月，已在全球布局 17 个公共海外仓，总仓储面积达 322.76 万平方英尺。海外优质仓储物流服务属于稀缺资源，预计后续将形成公司新的业绩增长点。

我们预计乐歌股份 2021-2023 年营收分别为 30.44 亿元/42.49 亿元/58.24 亿元，同比增长 57%/40%/37%，归母净利润分别为 2.04 亿元/3.24 亿元/4.68 亿元，同比增长 -6%/59%/45%，结合最新股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.92/1.47/2.12 元，对应 PE34/21/15x，首次覆盖给予“买入”评级。

(2) 安克创新 (300866.SZ)

安克创新是全球领先的消费电子领域跨境出口龙头企业，产品主要包括充电类、智能创新类、无限音频类三大类。公司立足充电产品，围绕移动设备配件周边推进产品的发展，未来将深耕智能硬件相关技术，积极布局新智能硬件品类。**从盈利能力来看**，2021h1 公司实现营收总额 53.71 亿元，同比增长 52.24%，盈利能力处于稳步增长阶段。2014-2020 年公司归母净利润由 0.08 亿元快速增长至 8.56 亿元，CAGR 达到 117%。

“B2B+B2C”多渠道发展自主品牌。公司自主品牌 Anker 在海外享受较高的市场认可度，另有 Soundcore、Eufy、Nebula、Roav 等消费电子多品牌已积累形成一定的美誉度。亚马逊是公司最主要的海外销售平台，目前在国内销售平台上还开设了 Anker、Soundcore、Eufy 天猫旗舰店和京东自营旗舰店。**“精准化营销”+“知名跨界 IP 合作”，提升自身品牌形象。**从营销策略来看，公司营销全面覆盖海外各大主流推广平台，包括电商站内、搜索平台、站外媒体/广告/分销联盟/电子邮件营销以及众筹平台等。公司根据海外用户习惯，持续推送定制化的电子邮件，传递营销折扣和促销信息。此外，公司还与全球知名跨界 IP 开展合作，树立年轻化、时尚感的品牌形象，例如 Anker 于 2017 年推出精灵宝可梦版和皮卡丘版定制移动电源，并于 2020 年推出哆啦 A 梦联名版充电套装。

我们预计安克创新 2021-2023 年营收分别为 129.65 亿元/171.01 亿元/221.30 亿元，同比增长 39%/32%/29%，归母净利润分别为 11.12 亿元/14.75 亿元/18.54 亿元，同比增长 30%/33%/26%，结合最新股本及收盘市值对应 EPS 分别为 2.74/3.63/4.56 元，对应 PE40/30/24x，首次覆盖给予“买入”评级。

(3) 东方嘉盛 (002889.SZ)

东方嘉盛是国内领先的一体化供应链服务商，业务聚焦供应链服务与商品销售，目前正在逐步打造一体化供应链平台。**从盈利能力来看**，2020 年公司跨境电商业务营收同比增长 39.24%，高于行业整体水平。2016-2020 年归母净利润复合增长 21.4%，是供应链服务板块为数不多的净利润保持稳定增长的优质企业。公司将跨境供应链模式成功复制到跨境消费食品、医疗器械、跨境电商等其他行业，努力克服在供应链服务行业中对大客户依赖程度高的痛点。

“货物一体化仓储+分区域监督管理”，提高跨境流通效率。公司作为深圳海关“全球中心仓”试点企业，依托保税区优势，实行货物一体化仓储。此外通过分区域监督管理，降低管理成本，提高跨境流通效率。同时公司还凭借充裕的外汇额度来帮助国内中小电商客户，帮助客户以较低的价格和运输成本将海外商品送到电商平台或独立站仓库。

表 30：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘	总市值	EPS (元/股)			PE		
			(元)	(百万元)	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
09869.HK	海伦司	买入	14.76	18695.54	0.06	0.13	0.43	245.71	114.92	34.56
01119.HK	创梦天地	买入	5.22	6865.32	-0.35	-0.05	0.16	-11.79	-96.56	32.72
301071.SZ	力量钻石	买入	281.62	17001.95	1.21	3.89	6.69	232.90	72.40	42.07
300729.SZ	乐歌股份	买入	31.55	6951.10	0.99	0.92	1.47	32.02	34.14	21.48
300866.SZ	安克创新	买入	109.01	44304.63	2.11	2.74	3.63	52.22	40.20	30.30

资料来源：Wind，国元证券研究所（采用 2021 年 12 月 8 日收盘价，海伦司、创梦天地股价及市值以 1 港元=0.8165 人民币汇率进行换算）

5. 风险提示

宏观经济增长不及预期风险；新冠疫情影响；企业经营状况低于预期风险；原料价格上升风险；汇率波动风险；竞争加剧。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188