



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 产业经济深度

2023年5月10日

中国广义消费趋势初探

德邦证券 产业经济组

证券分析师

姓名：李浩

资格编号：S0120522110002

邮箱：lihao3@tebon.com.cn

研究助理

姓名：张威震

邮箱：zhangwz5@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：李瑶芝

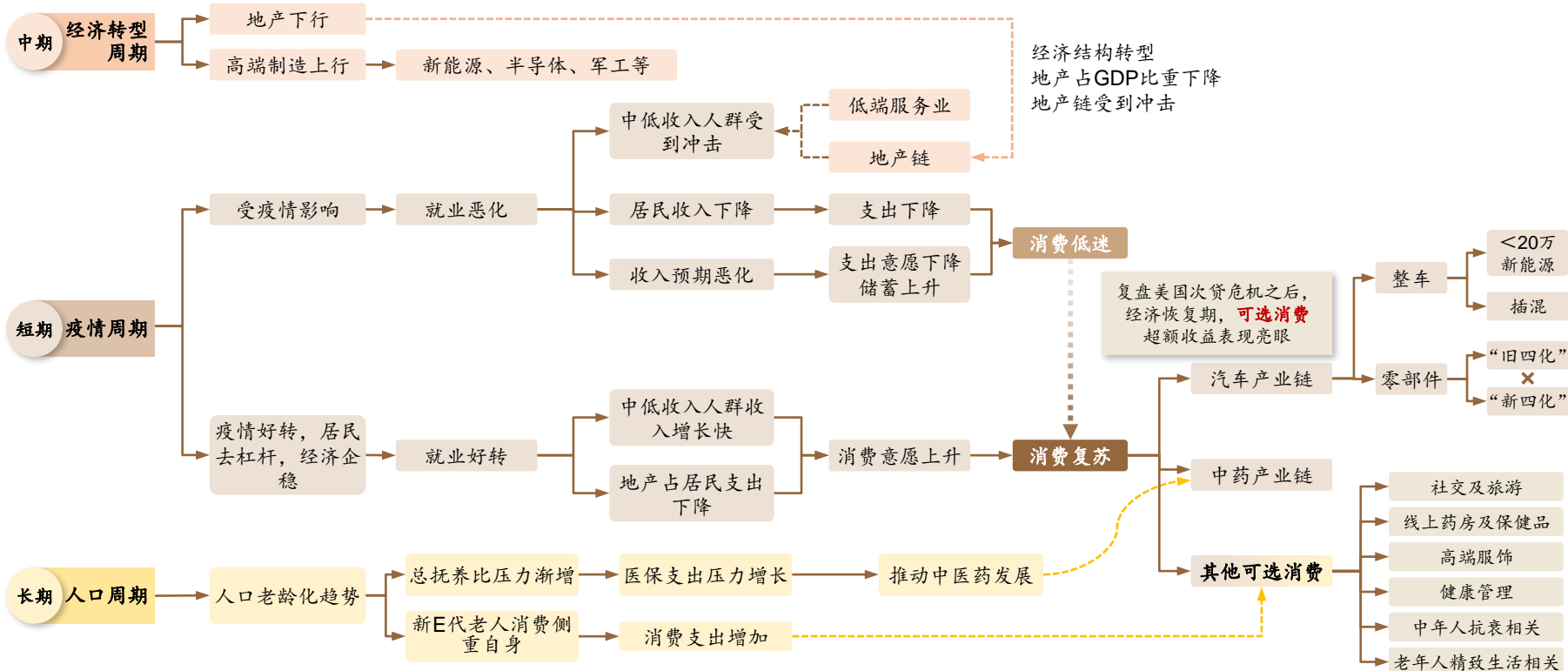
资格编号：S0120522110001

邮箱：liyaz@tebon.com.cn



核心观点&逻辑

疫情波动+经济转型+人口结构变化，可选消费复苏，看好汽车及零部件等高端制造、中药





目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会



目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

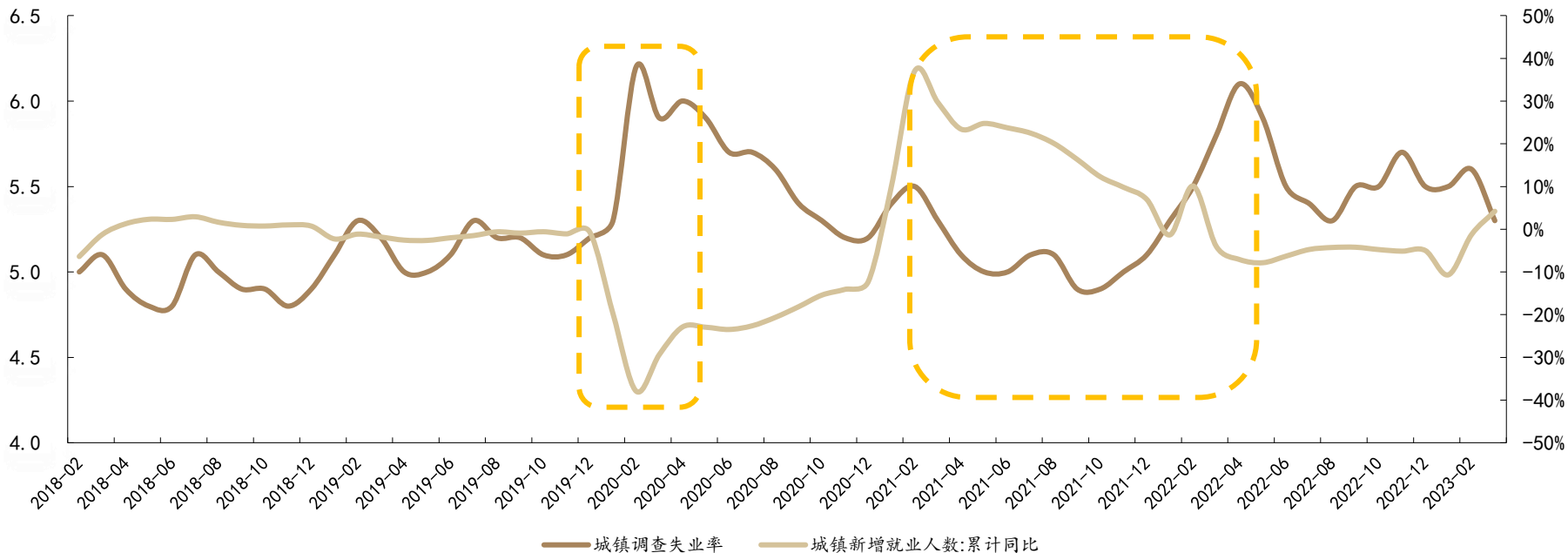
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

1、短期维度—疫情周期

受疫情影响，就业恶化

- ▶ 疫情冲击下，我国居民就业情况恶化。城镇新增就业人数同比降幅明显，2021年以来回升至37.04%后，又急速下跌为负，2022年末为-4.96%。同时失业率大幅上升，一度达到6.0%以上，2023年2月失业率为5.6%。

受疫情影响，城镇新增就业人数同比降幅明显，就业情况恶化，失业率为5.6%

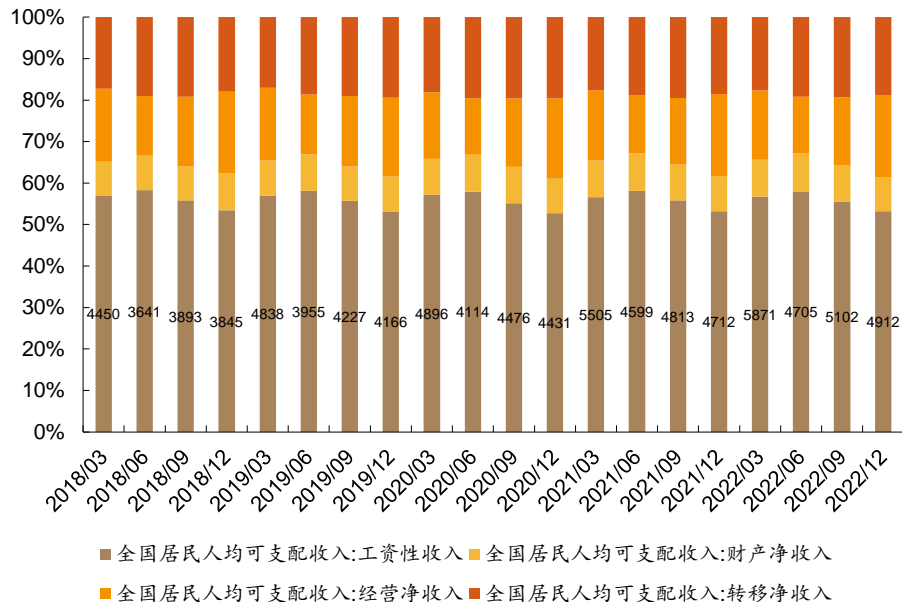


1、短期维度—疫情周期

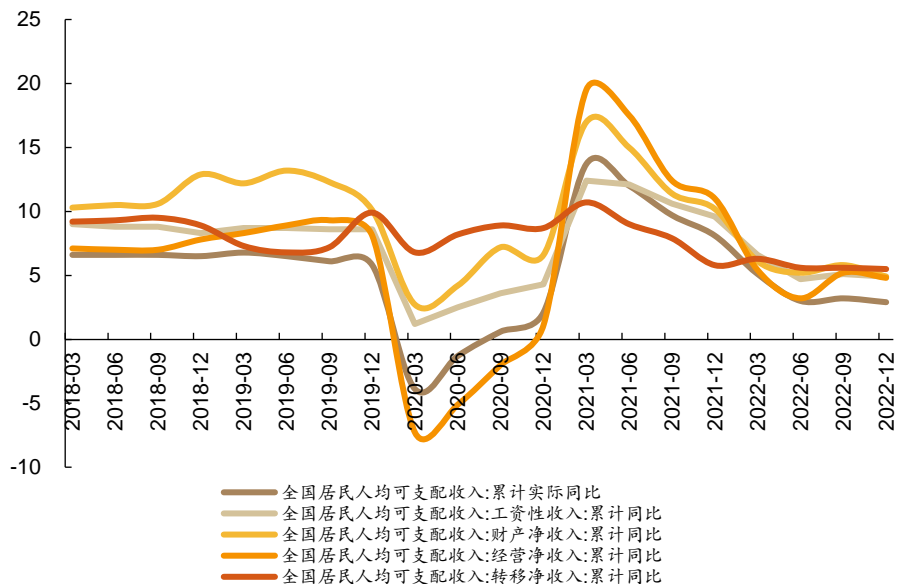
受疫情影响，就业恶化，居民收入下降

- ▶ 居民收入中工资性收入占比下降，从18年的56%左右下降至22年末的53%左右，影响一般劳动者福利水平；经营、财产和工资性收入同比下跌幅度大，其中经营性收入在2020年一季度降为-7.3%，随后有所回升，但总体仍低于疫情前水平。

工资性收入占可支配收入比重下降



经营、财产和工资性收入同比下跌幅度大

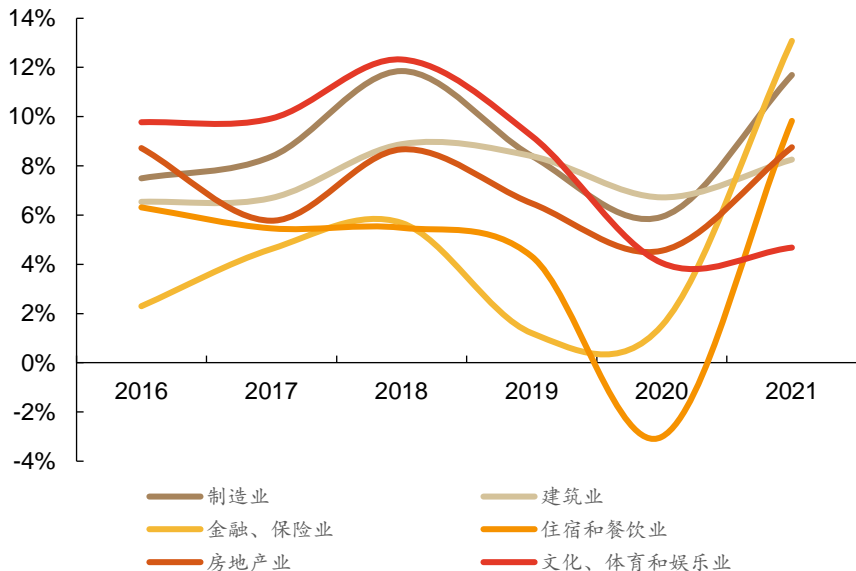


1、短期维度—疫情周期

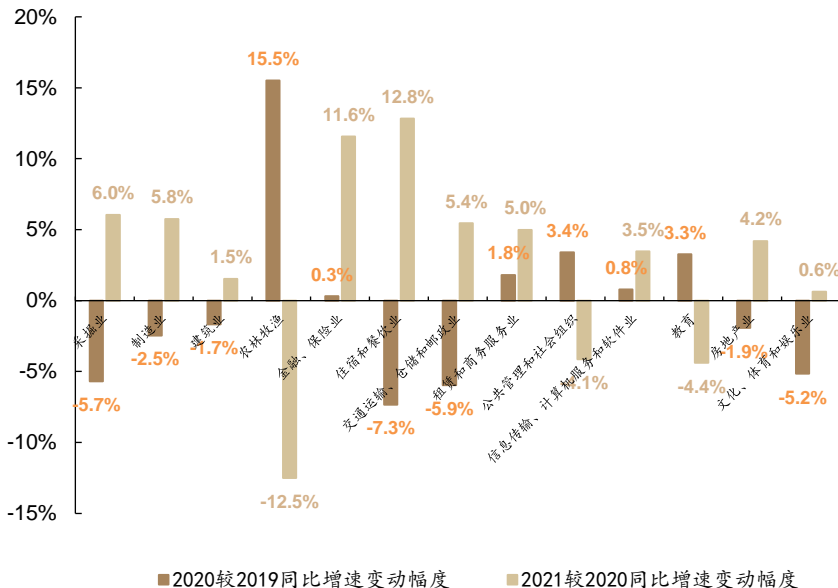
受疫情影响，就业恶化，居民收入下降

- ▶ 不同行业的就业人员工资同比增速在2020年均有大幅度的下降，其中住宿和餐饮业的同比增速下跌幅度最大，达到-7.33%。交通运输（-5.95%），文化、体育和娱乐业（-5.15%）等跌幅其次，表明疫情对居民平均工资的影响主要集中在服务业。

分行业就业人员平均工资同比增速



分行业平均工资同比增速的年度区间变动

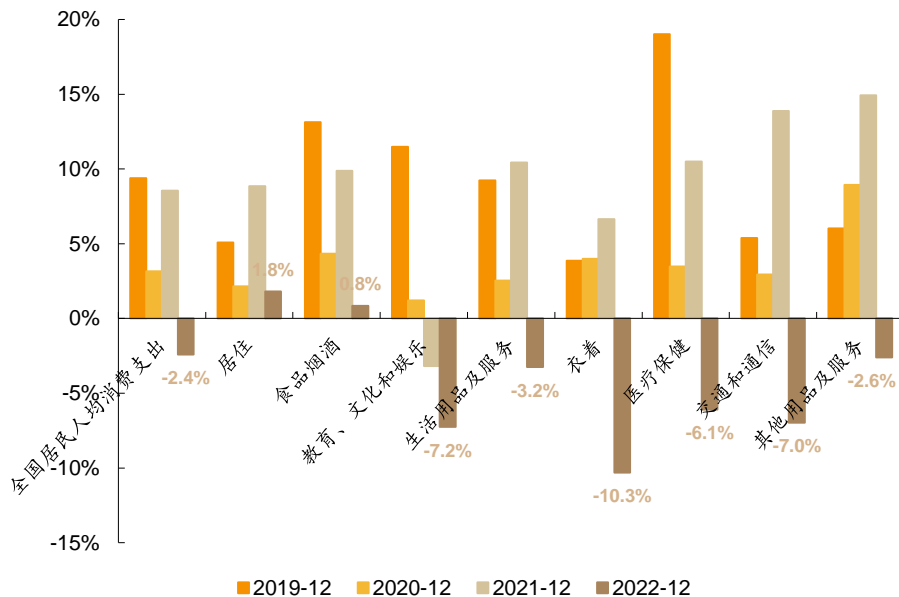


1、短期维度—疫情周期

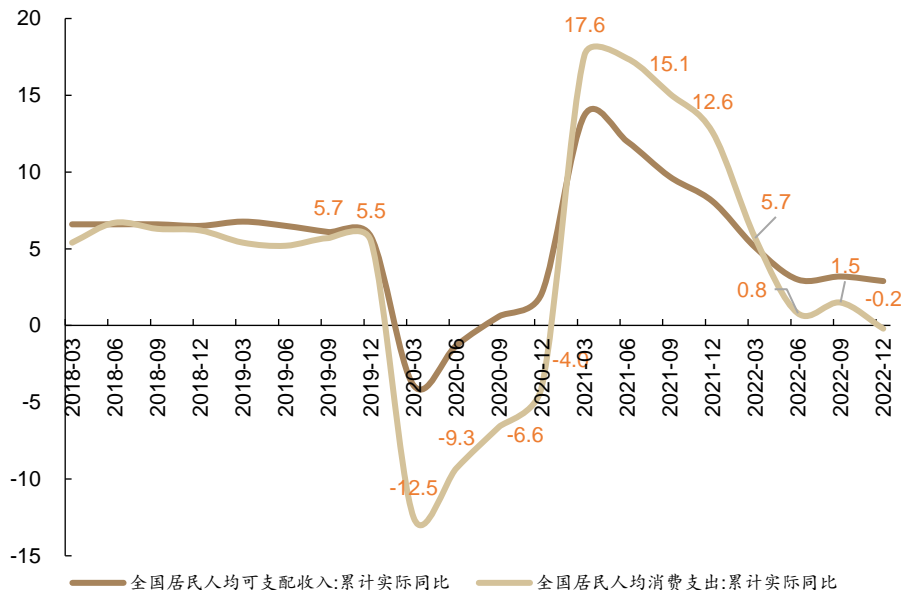
受疫情影响，就业恶化，居民收入下降，支出下降

- ▶ 居民人均收入与支出水平同比大幅下降，2020年一季度转负，最低值达到-3.90%和-12.50%；分项来看，食品烟酒和医疗保健作为生活必需品具有较强韧性，疫情期间需求仍较为强劲，跌幅较小，相较之下，教育、文化和娱乐和衣着受疫情冲击严重，需求降幅明显。

全国居民人均消费分项支出同比



居民人均收入与支出水平同比大幅下降

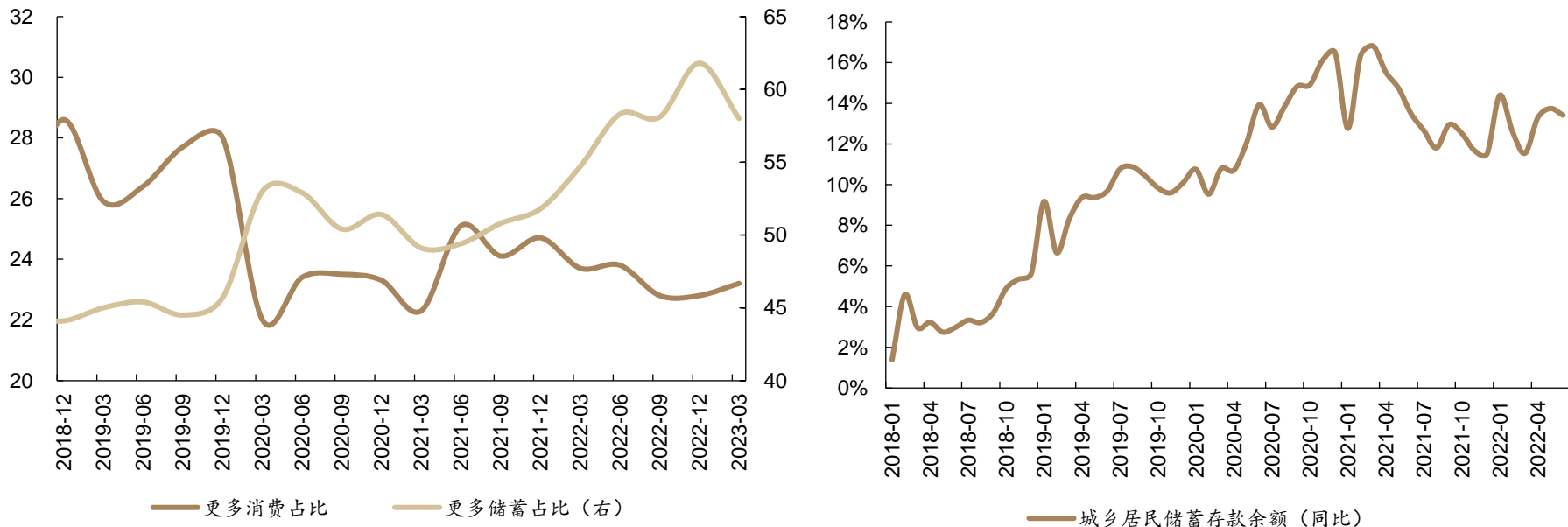


1、短期维度—疫情周期

受疫情影响，就业预期恶化，支出意愿下降，储蓄上升

- 截至2022年12月底，倾向“更多储蓄”的居民占比上升至61.8%，达到自数据发布以来的最高值，而倾向“更多消费”的居民占比下降至22.8%；居民储蓄存款余额长期保持正向增长，同比增速从18年初1.4%上升至22年6月的13.4%，涨幅明显。

倾向“更多储蓄”的居民占比上升，支出意愿下降

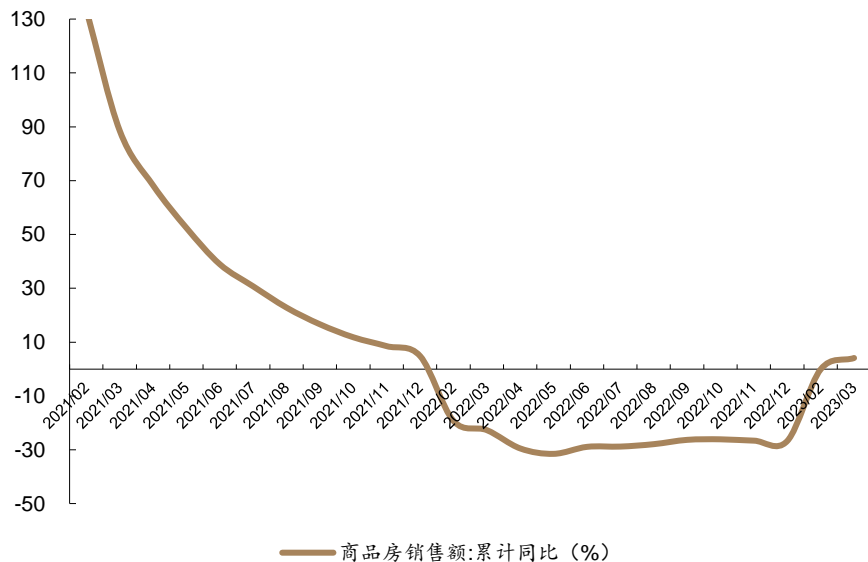


1、短期维度—疫情周期

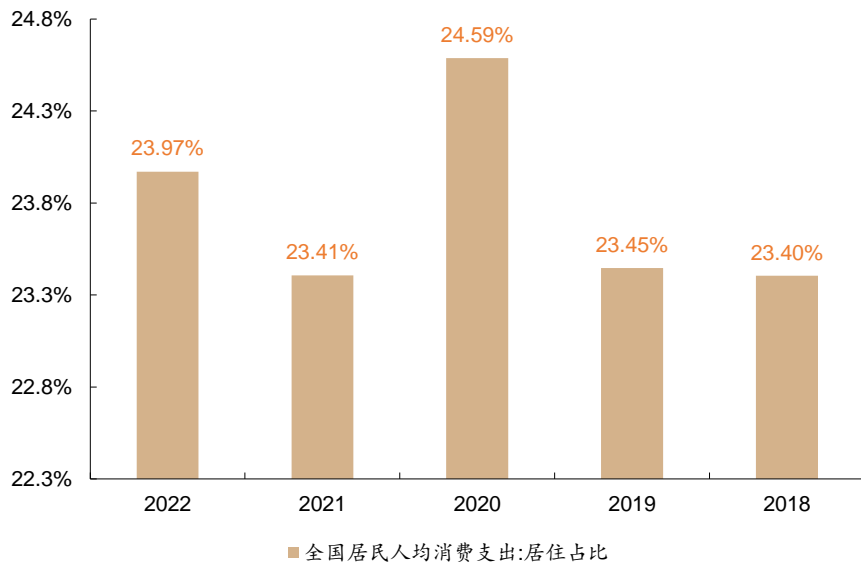
疫情好转，居民杠杆增速下降，地产消费降低

- 居民杠杆持续下降，地产端消费需求降低。2021年以来商品房的销售额同比从年初的133.45%持续降低，21年7月份后同比变为负，最低达到-46.59%；同时居民消费中居住支出的占比在2021年下降了4.8%，22年仅回升了2.4%。

地产端消费需求降低



全国居民人均消费支出：居住占比

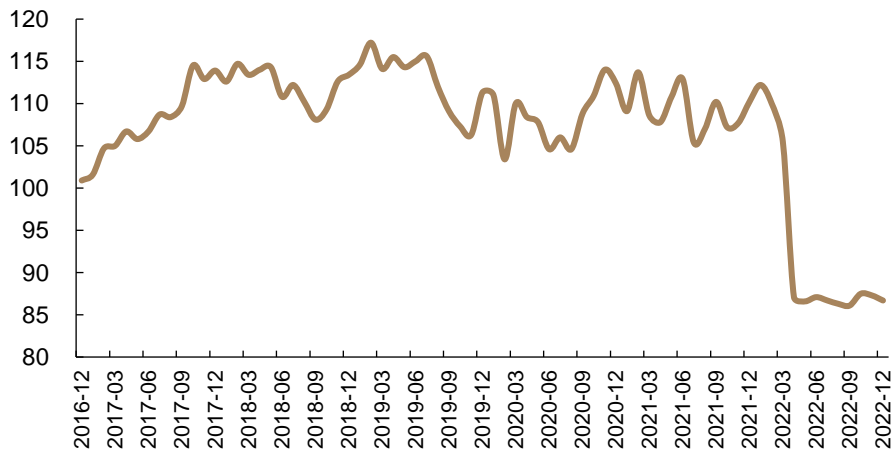


1、短期维度—疫情周期

疫情好转，消费者信心指数企稳，消费逐渐复苏

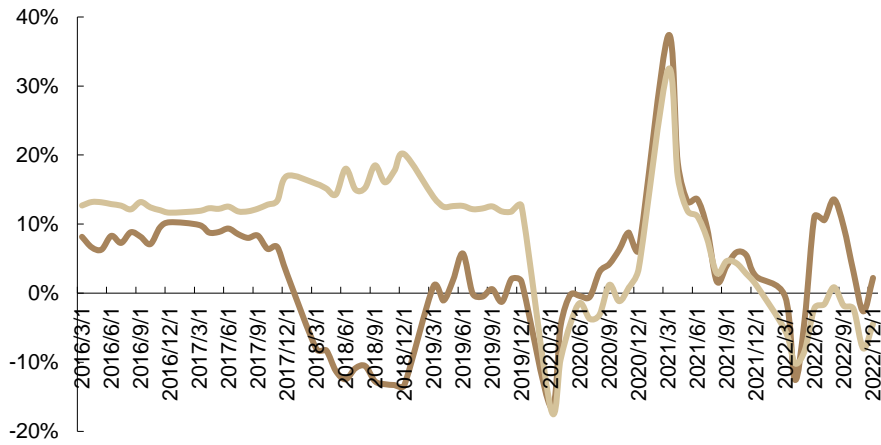
- ▶ 2022年4月份，消费者信心指数断崖式下跌，随后逐渐企稳；2020年3月份消费品零售（限额上下）的同比增速均下降为-16%左右，为近5年的最低值，随后开始逐渐回升；2022年末限额以上消费品零售同比增速已回升为正（2.2%），限额以下消费品零售额下降速度放缓（由2022年11月的-8.0%回升至12月的-4.5%）。

2022年4月消费者信心指数断崖式下跌



— 消费者信心指数:消费意愿

限额以上消费品与限额以下消费品零售同比增速比较



— 限额以上消费品零售同比增速

— 限额以下消费品零售同比增速

目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

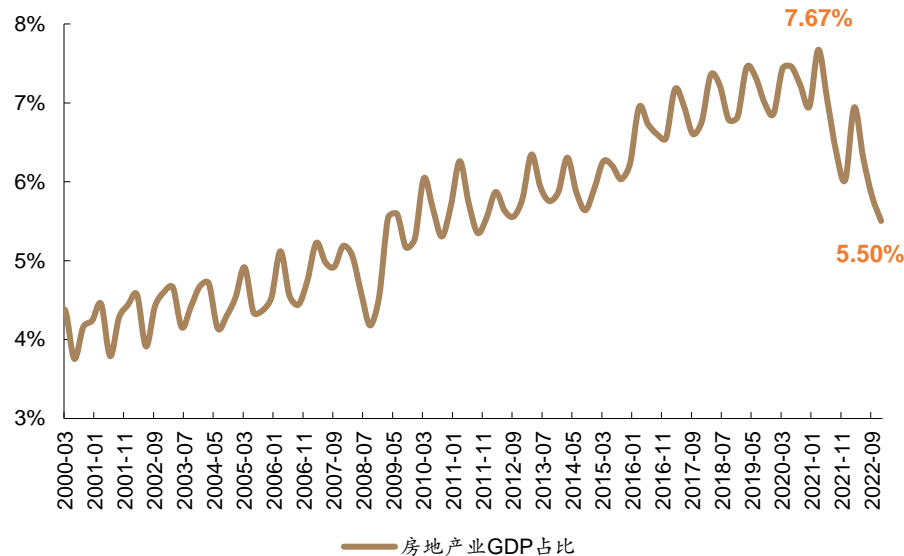
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

2、中期维度—经济结构转型周期

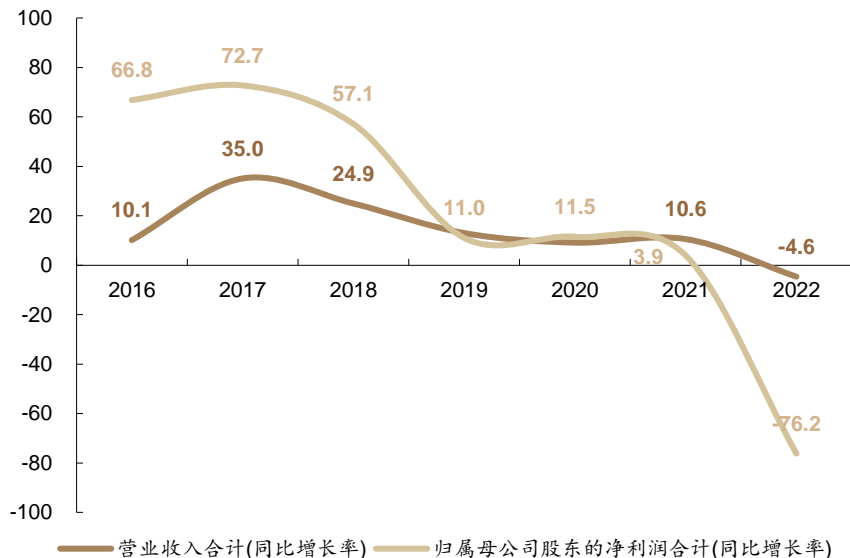
经济结构转型，地产占GDP比重下降，地产链受到冲击

- 经济结构转型，传统经济占比下降。房地产业的GDP占比自2000年以来一直处于增长趋势，2021年一季度占比达到近年来最高值7.67%，随后开始波动式下降；同时，地产链端也受到冲击，2022年建材板块上市公司的营业收入同比下降为-4.61%，而利润同比降幅更大，低至-76.22%。

房地产业GDP比重下降明显



建材板块上市公司营业收入及净利润同比增长率

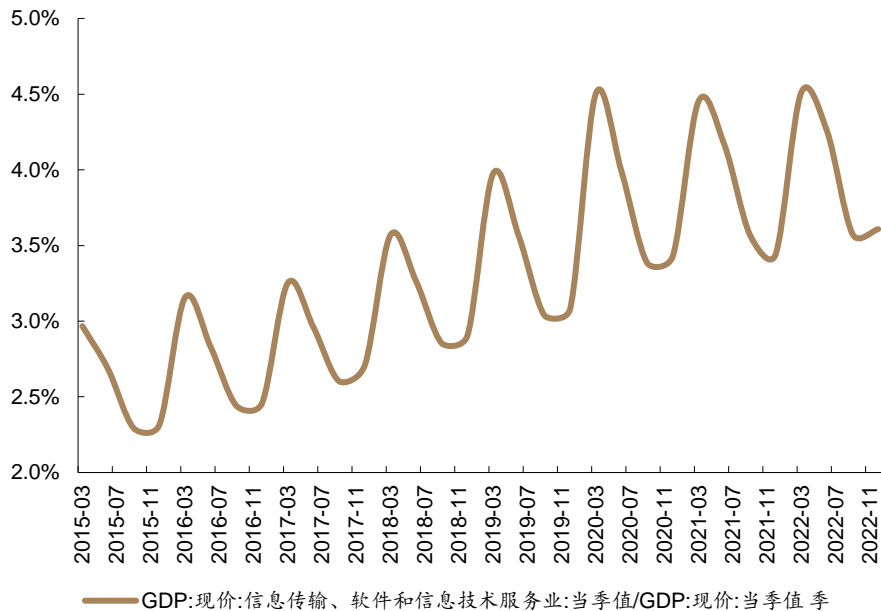


2、中期维度—经济结构转型周期

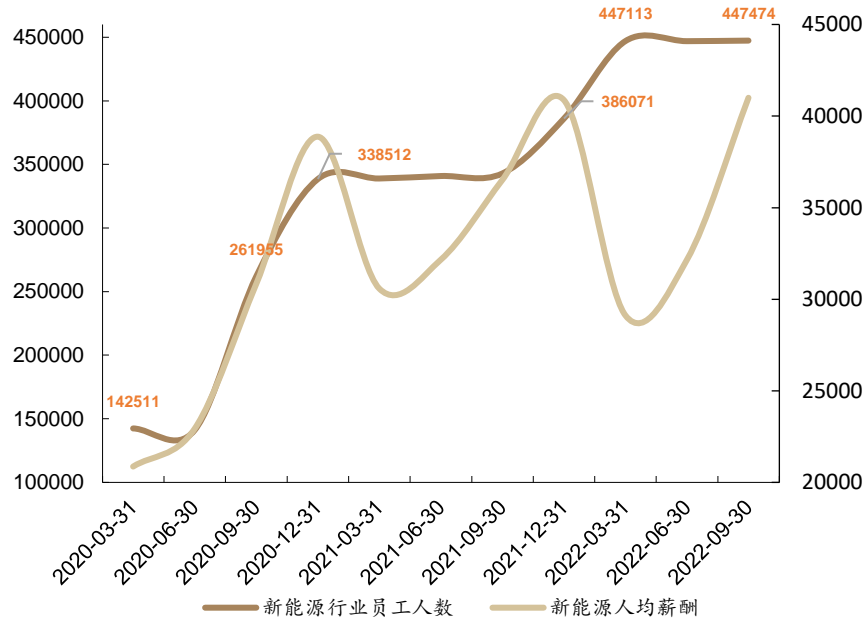
经济结构转型，以新能源、半导体、军工为代表的高端制造上行

- ▶ 信息传输、软件和信息服务业的GDP占比自15年后一直呈波动式上升，2022年最高占比达到5%；新能源企业发展态势良好，员工人数和平均薪酬持续增加，2020年一季度到2022年第三季度的区间涨幅分别为214%和96%，行业处于快速发展阶段。

信息传输、软件和信息技术服务业GDP占比波动上升



新能源行业员工人数持续增加

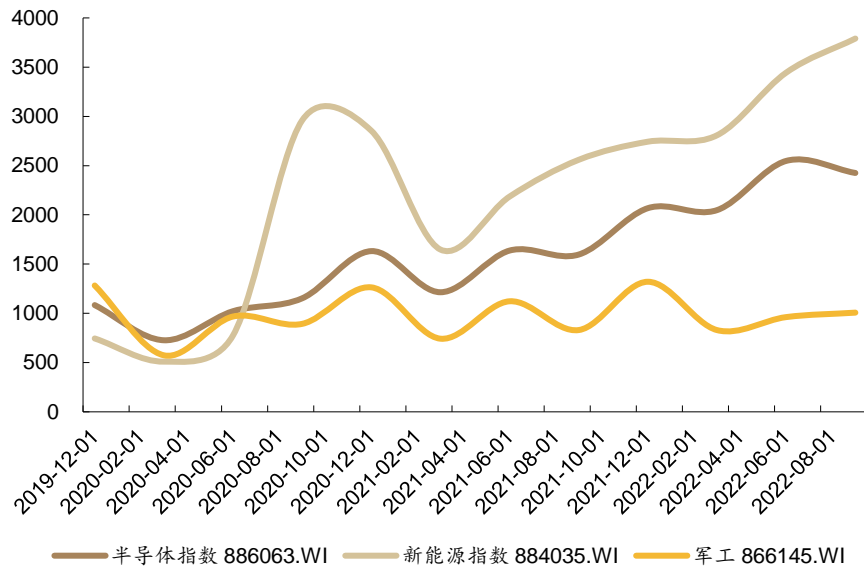


2、中期维度—经济结构转型周期

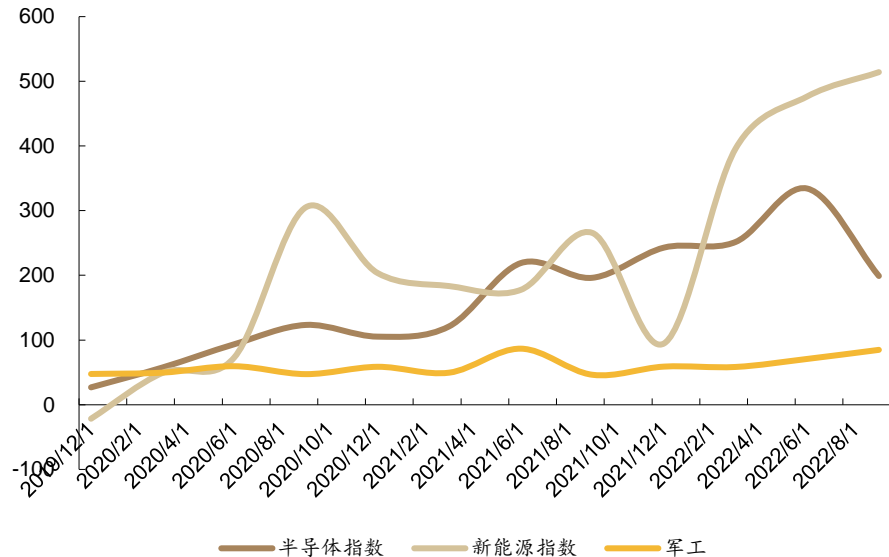
经济结构转型，以新能源、半导体、军工为代表的高端制造上行

- ▶ 新能源行业的营业收入和净利润自2019年以来大幅度上涨。其中营业收入从2019年底的743.3亿元上涨至22年的3789.8亿元，区间涨幅高达409.9%。半导体和军工也呈上行趋势，半导体行业的营业收入和净利润区间涨跌幅分别为124%和634%，而军工行业的营业收入虽较19年末有小幅下跌，但净利润涨幅达到了79%。

新能源、半导体、军工行业公司营业收入（亿元）



新能源、半导体、军工行业公司净利润（亿元）



2、中期维度—经济结构转型周期

经济结构转型，以新能源、半导体、军工为代表的高端制造上行

- 近几年信息传输、计算机服务和软件业的城镇就业人数同比增速区间涨幅最大，房地产业的区间涨幅较小。

城镇就业人数同比增速	2021年较2020增速排序	城镇就业人数同比增速	2021年较2019增速排序
信息传输、计算机服务和软件业	6.6%	信息传输、计算机服务和软件业	14.0%
租赁和商务服务业	5.7%	卫生、社会保障和社会福利业	8.8%
科学研究、技术服务和地质勘查业	4.4%	房地产业	3.7%
卫生、社会保障和社会福利业	4.1%	科学研究、技术服务和地质勘查业	3.6%
居民服务和其他服务业	3.7%	水利、环境和公共设施	3.3%
住宿和餐饮业	3.4%	教育	3.3%
水利、环境和公共设施	2.9%	租赁和商务服务业	3.0%
文化、体育和娱乐业	1.5%	电力、煤气及水的生产	2.4%
批发和零售业	1.3%	文化、体育和娱乐业	0.4%
农林牧渔业	1.3%	住宿和餐饮业	0.0%
平均增速	1.1%	制造业	-0.1%
房地产业	0.8%	公共管理和社会组织	-0.2%
公共管理和社会组织	0.7%	居民服务和其他服务业	-0.5%
教育	0.7%	金融业	-0.9%
电力、煤气及水的生产	0.6%	平均增速	-1.0%
制造业	0.6%	交通运输、仓储和邮政	-2.1%
交通运输、仓储和邮政	-1.7%	批发和零售业	-3.9%
采矿业	-2.1%	采矿业	-6.2%
金融业	-4.7%	建筑业	-13.2%
建筑业	-8.4%	农林牧渔业	-35.3%



2、中期维度—经济结构转型周期

经济结构转型，以新能源、半导体、军工为代表的高端制造上行

- ▶ 疫情前信息传输、计算机服务和软件业的区间涨幅仍居首位，房地产业其次。

城镇就业人数同比增速	2018年较2011增速排序
信息传输、计算机服务和软件业	99.4%
房地产业	87.5%
租赁和商务服务业	84.8%
建筑业	57.2%
金融业	38.4%
科学研究、技术服务和地质勘查业	37.9%
卫生、社会保障和社会福利业	34.4%
居民服务和其他服务业	29.3%
平均增速	27.2%
批发和零售业	27.1%
公共管理和社会组织	23.8%
交通运输、仓储和邮政	23.6%
水利、环境和公共设施	13.1%
住宿和餐饮业	11.2%
电力、煤气及水的生产	10.3%
文化、体育和娱乐业	8.6%
教育	7.3%
制造业	2.2%
采矿业	-32.2%
农林牧渔业	-46.4%



目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

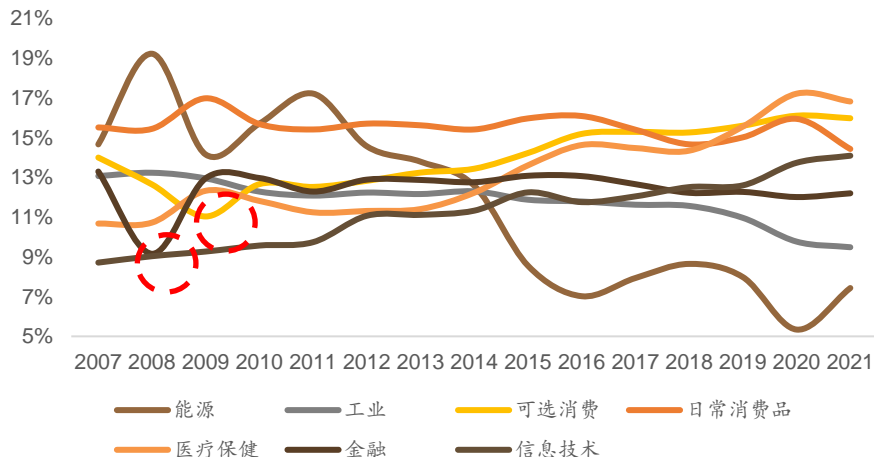
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

2、中期维度—经济结构转型周期

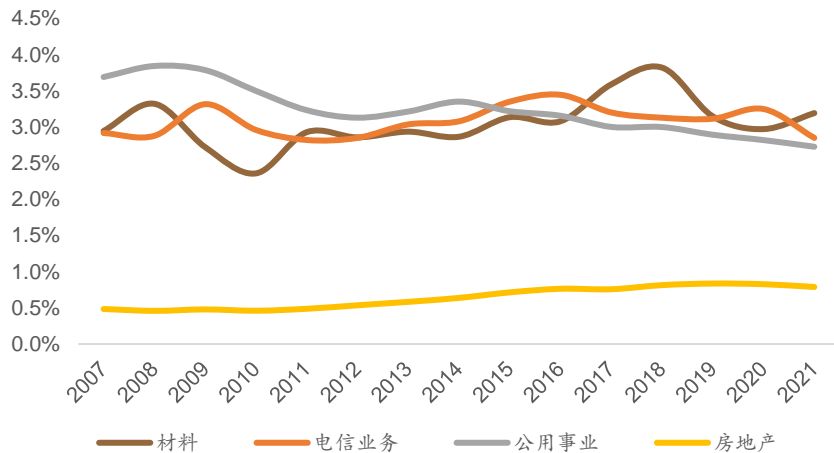
次贷危机后美国产业结构变化复盘：可选消费弹性较大

- ▶ 我们复盘标普500各行业产值结构占比变化发现，在金融危机时期，金融业率先于2008年占比收缩，在2009年随着政府政策投放而迅速回升，而可选消费在2009年占比触底，并于2010年随着经济复苏而逐步起复，并开启了长达十年以上的结构占比提升趋势。同时，我们发现在这十余年期间，信息技术、医疗保健占比提升，而日常消费品占比下滑，而这几个板块的比重明显变化，或因经济发达程度及消费升级息息相关。
- ▶ 因此，**可选消费在经济危机时期受到重挫，但随着经济复苏将会得到相对于其他行业的长期高景气发展**，而信息技术、医疗保健等产业即使在经济危机时期，仍然是全行业相对较好的领域，并且能够在长期保持相对高景气的趋势。

2007~2021美国标普500各行业产值结构变化（占比5%以上的行业）



2007~2021美国标普500各行业产值结构变化（占比5%以下的行业）

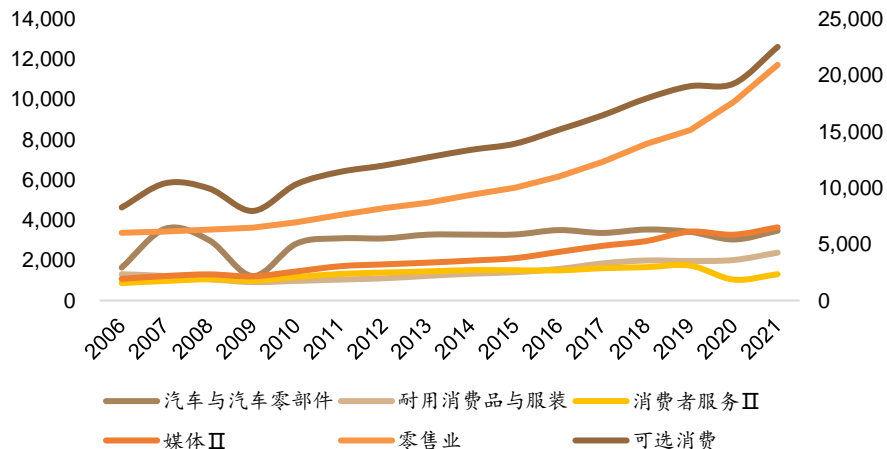


2、中期维度—经济结构转型周期

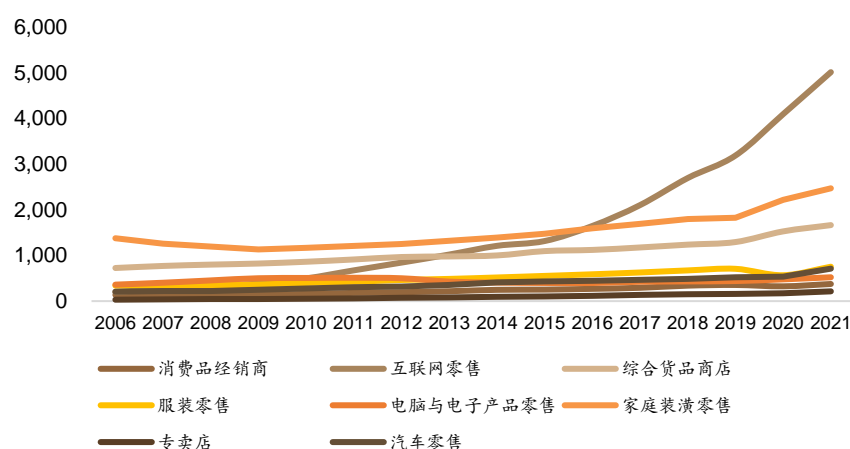
次贷危机后美国产业结构变化复盘：零售业占可选消费产值35%→52%

- ▶ 可选消费包括汽车与零部件、耐用消费品与服装、消费者服务、媒体、零售业，其中零售业在2008年触底，汽车及零部件在2009年触底，后随着经济复苏快速回升，但十余年的长期趋势来看，汽车及零部件行业于2010年快速回升之后整体规模稳定在较高产值水平，而零售业则在2008年触底之后在2009年快速回升，虽然之后2010年对可选消费行业的贡献比重有所下滑，但在后续的十余年内该板块成为可选消费的有力支撑。1) 2008年零售业在可选消费中贡献35%的产值，而到2021年该比例已高达52%。我们从结构进一步分析发现，互联网零售一马当先，在2009年增速触底之后，且此后12年年均增速仍旧维持在24%左右，且长期处于扩张态势，自2008年至2021年的14年内产值规模扩大了15倍以上。2) 汽车及零部件行业在2009年受经济危机影响明显下滑，后政府出台相关政策，汽车行业于2010年回升，当年增速高达132%。

2007~2021美国标普500可选消费细分行业变化（一级细分）



2007~2021美国标普500可选消费细分行业变化（二级细分）

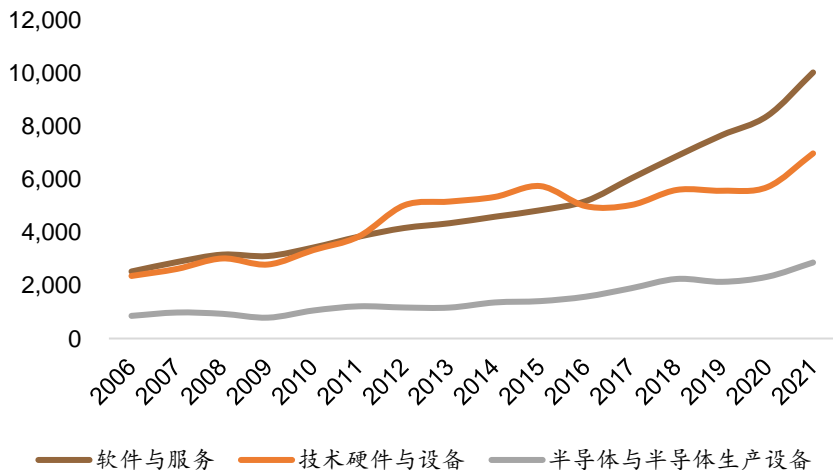


2、中期维度—经济结构转型周期

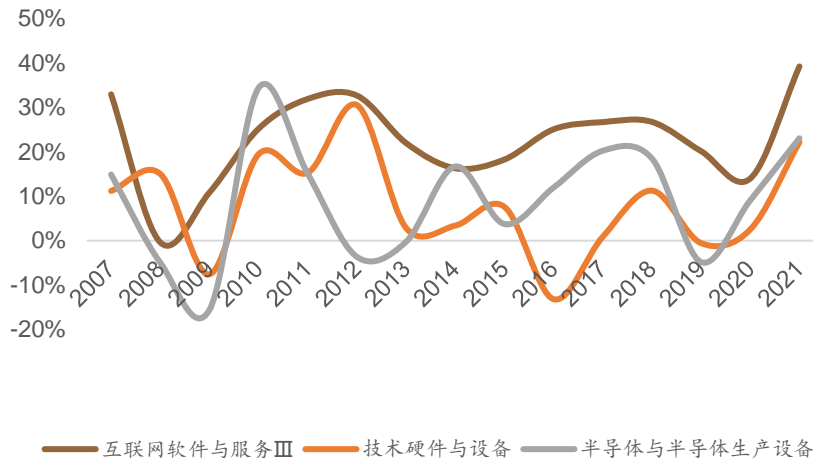
次贷危机后美国产业结构变化复盘：经济复苏期信息技术产值增速高

- ▶ 从信息技术细分板块来看，互联网软件与服务、技术硬件与设备、半导体与半导体生产设备领域，在2008年或2009年规模下滑，但2009年之后回升趋势较为明显。
- ▶ 在2009-2014年的经济复苏期，**信息技术产业中，互联网软件与服务、技术硬件与设备、半导体行业均处于较高增速阶段**，其中互联网软件与服务在2010-2014年期间每年的增速平均在25%以上，技术硬件与设备的高增速体现在2010-2012年的三年期间，每年增速平均接近22%，主要体现该特征的板块包括**电脑与外围设备、电子设备仪器和元件**，半导体行业在次贷危机后的两年内呈现高增速，每年增速平均在25%左右。

2007~2021美国标普500信息技术细分行业产值变化（一级细分）



2007~2021美国标普500信息技术细分行业产值增速变化（一级细分）

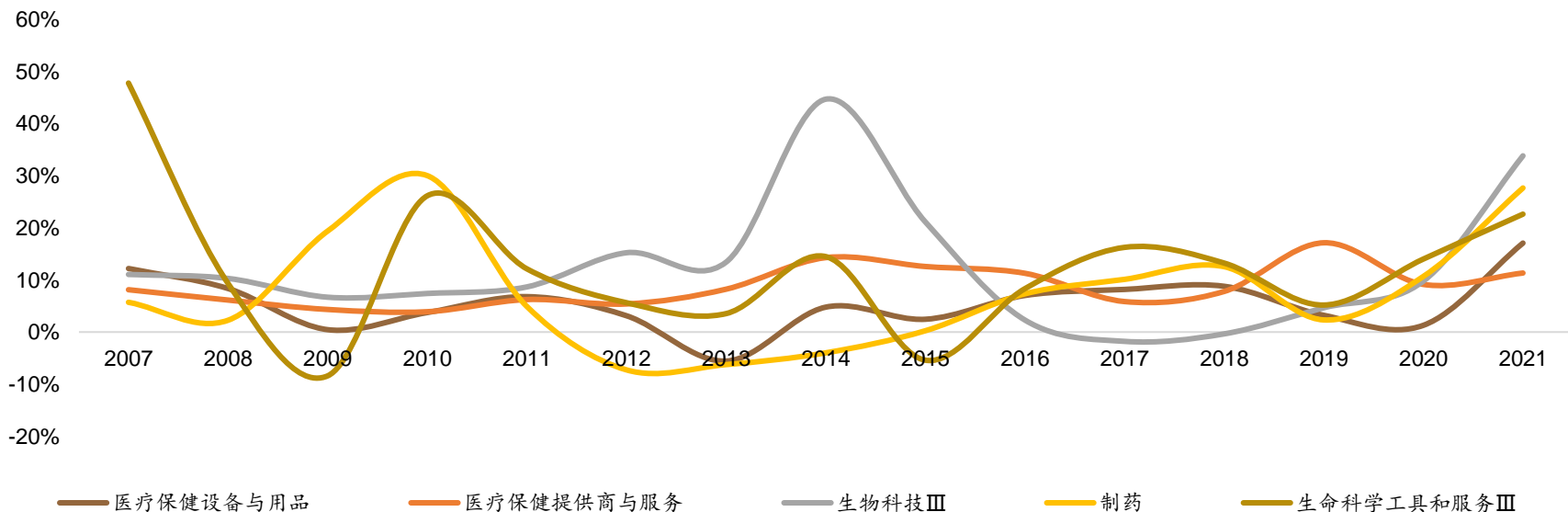


2、中期维度—经济结构转型周期

次贷危机后美国产业结构变化复盘: 医疗保健受冲击相对小

- ▶ 从医疗保健行业来看，其中**医疗保健提供商与服务基本贡献了6成以上的行业产值**，但该板块受经济危机冲击相对较小，而**生命科学工具和服务、生物科技板块**在经济危机后的复苏阶段规模扩张表现更好。

2007~2021美国标普500 医疗保健产值增速

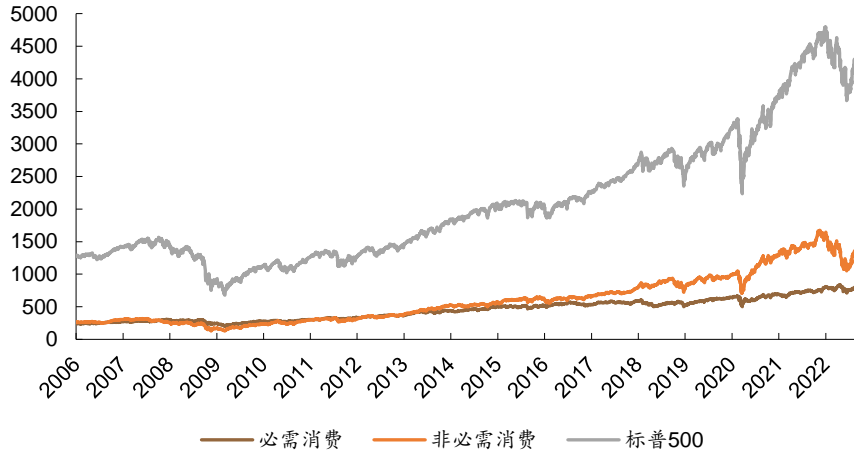


2、中期维度—经济结构转型周期

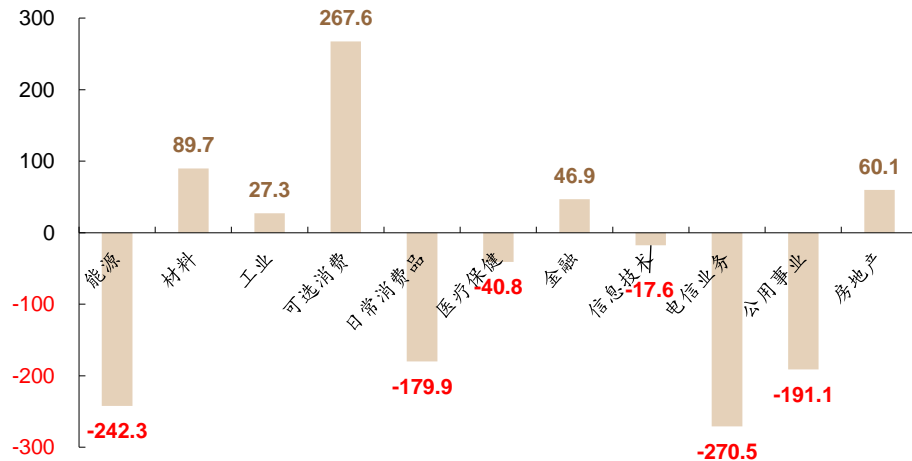
次贷危机后美国证券市场表现复盘：经济恢复期可选消费超额收益表现亮眼

- ▶ 从证券市场看，美国股市整体于2009年触底回升，从消费板块来看，**在触底回升阶段，非必需消费回升曲线斜率虽然与标普500相似，但在此后的长周期内呈现加速趋势。**
- ▶ 从超额收益来看，**可选消费表现亮眼**，而能源、日常消费、电信、公共事业等在2009-2014年复苏周期内远远跑输于标普500。我们将可选消费与标普500市场表现进行对比，发现在次贷危机影响过后，之后随着经济复苏，在2009年3月-2014年12月，**可选消费行业的超额收益率高达267.62%。**

非必需消费回升曲线呈加速趋势



2009-2014 美国标普500各行业超额收益

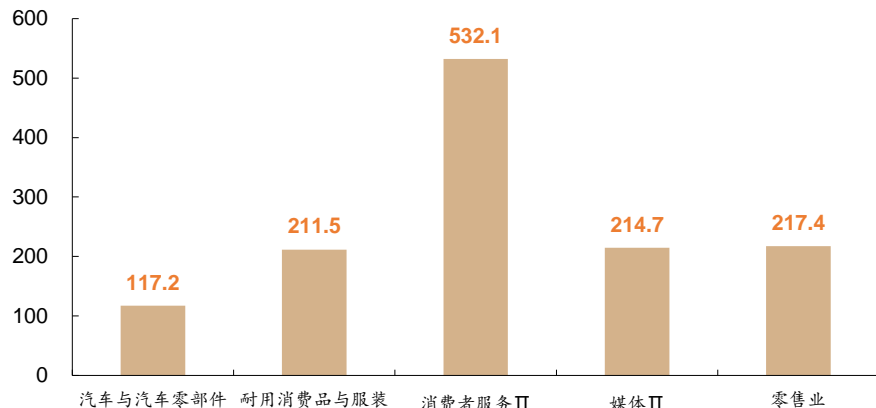


2、中期维度—经济结构转型周期

次贷危机后美国证券市场表现复盘：经济恢复期可选消费超额收益表现亮眼

- ▶ 从可选消费细分方向来看，次贷危机之后消费者服务超额收益最高，达到532%以上，但主要原因为赌场与赌博行业超额收益较高所致，其他细分板块超额收益相对较高的主要为家庭装饰品、家用电器、服装服饰与奢侈品、互联网零售、专卖店、有线和卫星电视。

2009~2014 美国标普500可选消费细分行业超额收益



可选消费细分行业	09-14 超额收益率 (%)
赌场与赌博	2406.64
专卖店	1419.55
有线和卫星电视	1341.75
服装零售	591.57
酒店、餐馆与休闲III	532.12
家用电器	478.92
服装、服饰与奢侈品	452.94
家用器具与特殊消费品	415.93
家庭装饰品	361.87
互联网与售货目录零售	245.72
纺织品、服装与奢侈品	231.32
家庭耐用消费品	207.78
电影与娱乐	194.30
家庭装潢零售	152.63
汽车	143.36
餐馆	135.05
广播	132.85
汽车零售	64.56
酒店、度假村与豪华游轮	48.92
鞋类	36.26
消费品经销商III	14.59
汽车零配件	8.83
住宅建筑	-29.32
广告	-34.49
消费电子产品	-91.22
综合货品商店	-130.23
休闲设备与用品	-190.56
电脑与电子产品零售	-311.64
出版	-395.80



目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

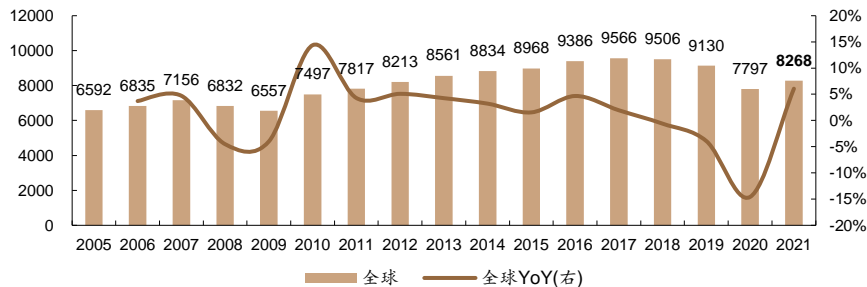
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

2、中期维度—经济结构转型周期

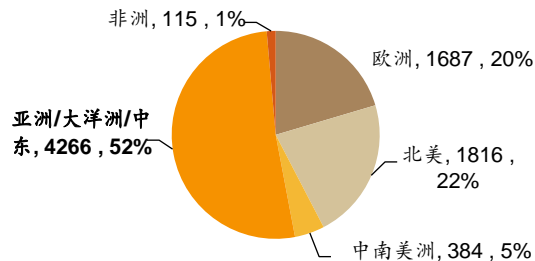
2.3、可选消费之汽车：全球汽车市场，中国份额第一

▶ 2021年中国销量2670万辆，同比增长4.5%，全球市场份额32.3%，是第二名美国1.73倍

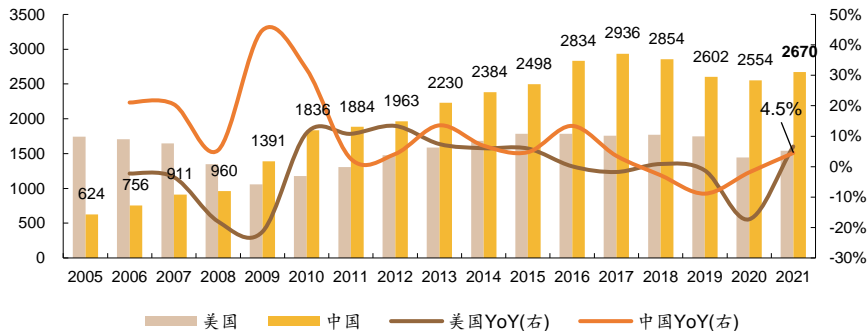
2005至2021年全球汽车销量及增速（万辆）



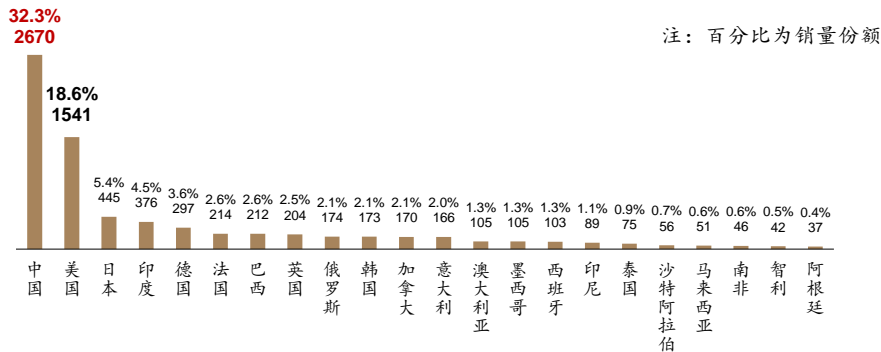
2021年全球各地区汽车销量与市场份额（万辆）



2005至2021年中国和美国汽车销量及增速（万辆）



2021全球主要地区汽车销量及份额（万辆）

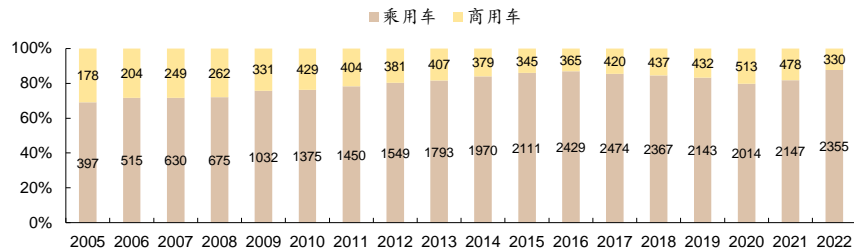


2、中期维度—经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车：中国新能源汽车市场持续快速增长

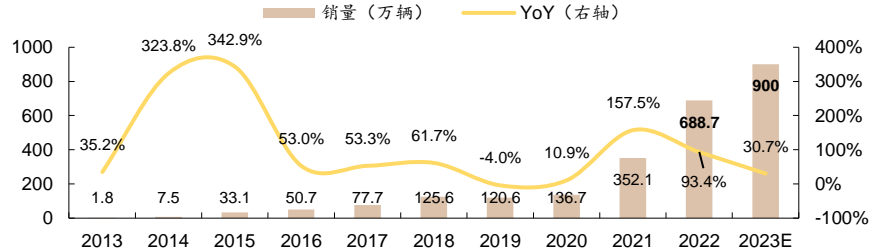
► 中国新能源汽车：2022年销售688.7万辆，同比增长93.4%，年销量渗透率提升至25.6%，乘用车>商用车

2005至2022中国乘用车和商用车销量及份额（万辆）



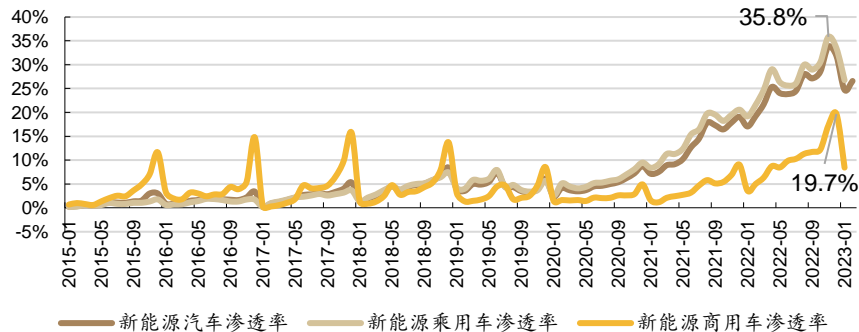
资料来源：中汽协、Wind，德邦研究所

2013至2023E中国新能源汽车销量及预测（万辆）



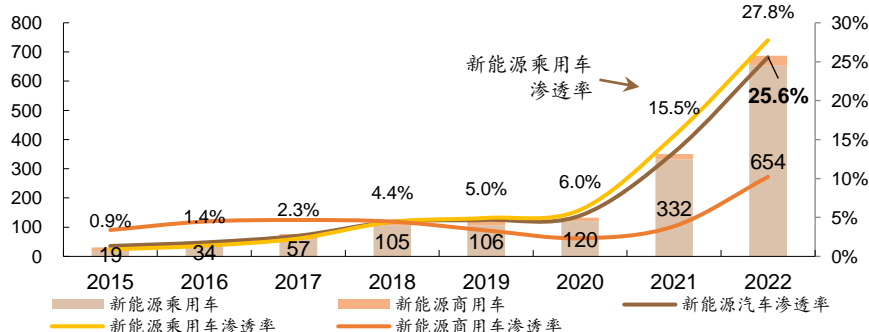
资料来源：中汽协，德邦研究所；注：历史年度数据为当年发布数据

2015至2023中国新能源乘用车和商用车月渗透率



资料来源：中汽协、Wind，德邦研究所

2015至2022中国新能源乘用车和商用车年销量和渗透率（万辆）



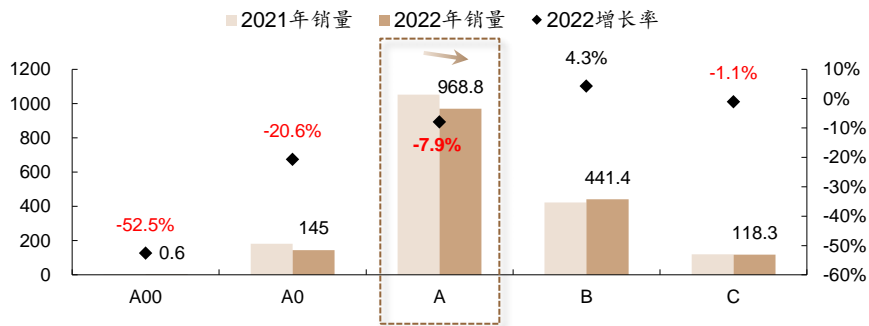
资料来源：中汽协、Wind，德邦研究所

2、中期维度—经济结构转型周期

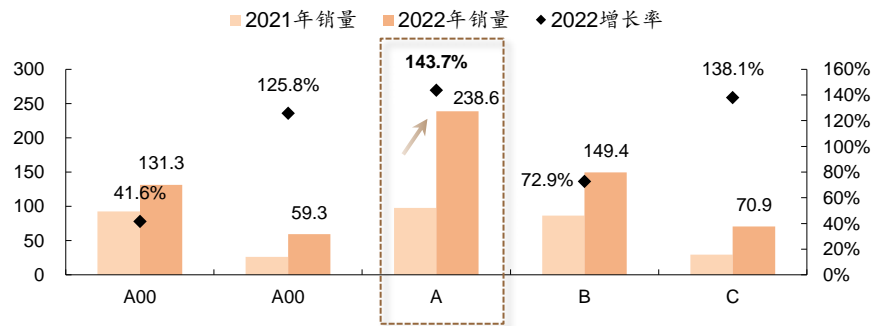
2.3、可选消费之汽车：燃油与新能源乘用车分级别销售情况

► 中国新能源乘用车：A级车是销量及增幅主要集中车型，且新能源渗透率目前最低

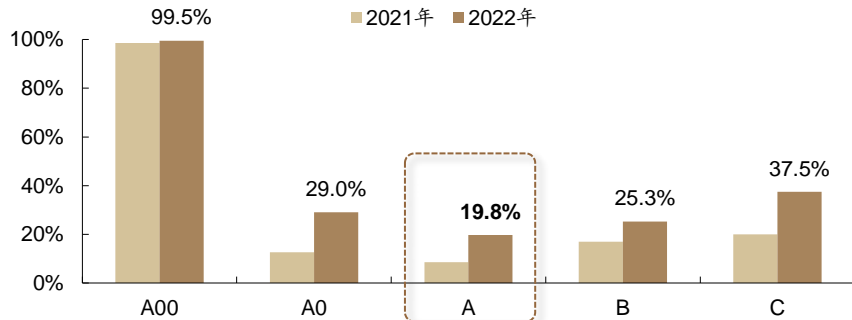
2022年传统能源乘用车分级别销量（万辆）及增长率



2022年新能源乘用车分级别销量（万辆）及增长率



2021、2022年新能源乘用车各级别区间渗透率



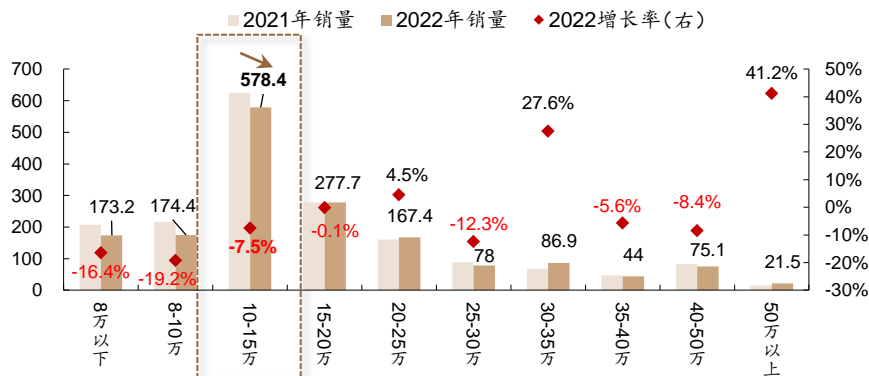
- 传统能源乘用车：销量主要集中在A级，2022年销售968.8万辆，同比下降7.9%。从增速看，A00级、A0级燃油车呈现快速萎缩的发展特征，B级燃油车是唯一实现正增长的市场，
- 新能源乘用车：各级别均正增长，均衡发展。销量及涨幅均主要集中在A级，2022年销售238.6万辆，同比增长144%
- 新能源渗透率：目前A级最低，2022仅19.8%，仍有较大提升空间

2、中期维度—经济结构转型周期

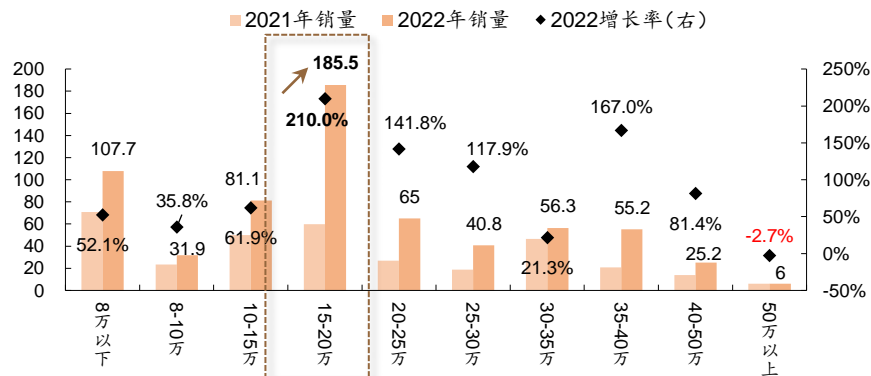
2.3、可选消费之汽车：燃油与新能源乘用车分价格区间销售情况

► 中国新能源乘用车：15-20万区间新能源乘用车销量份额最高，20万以下新能源渗透率仍有提升空间

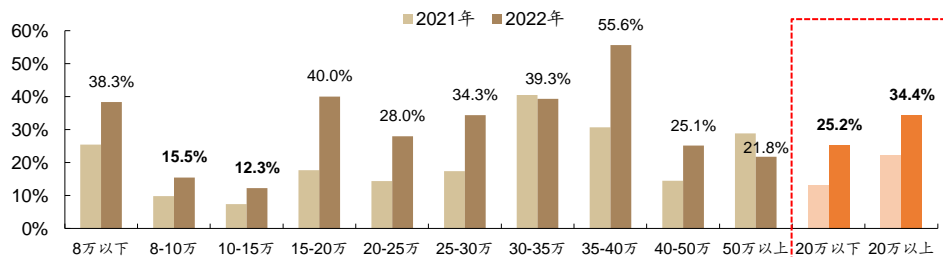
2022年传统能源乘用车各价格区间销量（万辆）及增长率



2022年新能源乘用车各价格区间销量（万辆）及增长率



2021、2022年新能源乘用车各价格区间渗透率



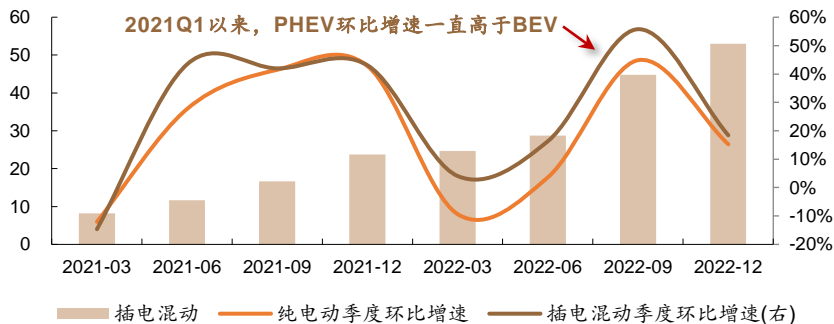
- **新能源↑，燃油车↓**：2022年，传统燃油车仅20-25、30-35、50万以上3个保持增长，而新能源车除50万以上其他区间均保持正向增长，15-20万区间增速最高，超过2倍
- **主力价格区间呈现消费升级特征**：传统燃油乘用车销量贡献集中在10-15万，2022年销售578.4万辆，同比下降7.5%；新能源车销量贡献集中于15-20万，2022年销售185.5万辆，同比增长210%
- **20万以下新能源乘用车渗透率仍有提升空间**：2022年20万以下乘用车新能源渗透率25.2%，低于20万以上区间的34.4%，8-15万区间渗透率更低

2、中期维度—经济结构转型周期

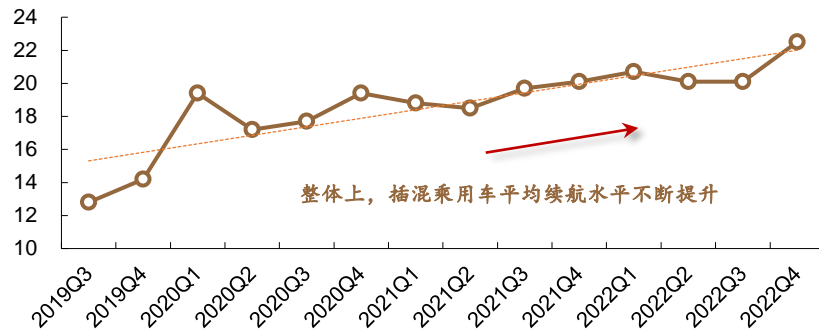
2.3、可选消费之汽车——插混：补贴政策退坡背景下更具性价比的选择

► 近1年PHEV增速高于BEV，销量份额不断提升；续航能力提升、补贴退坡影响更弱，有望在23年持续发力

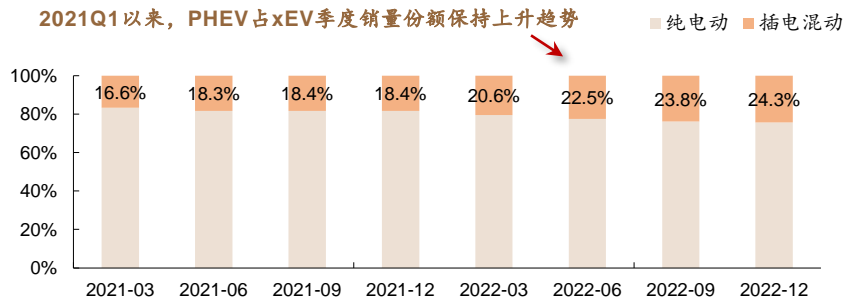
2021-2022中国PHEV季度销量（万辆）及环比增速变化



2019Q3-2022Q4 PHEV乘用车单车带电量 (kWh) 变化



2021-2022中国PHEV季度销量份额变化



2019-2022新能源车补贴退坡幅度

车型	续航里程 (km)	2019	2020	2021	2022
EV	250~300	1.8万元	0	0	0
	300~400	1.8万元	1.62万元	1.3万元	0.91万元
	400以上	2.5万元	2.25万元	1.8万元	1.26万元
PHEV (含增程式)	50以下	1万元	0.85万元	0.68万元	0.48万元

► 2023年后，新能源补贴政策退坡更为明显，纯电车最高退坡1.26万元，插混仅0.48万元，退坡更小，市场影响更弱

2、中期维度——经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车——整车企业基本情况梳理：自主品牌新能源车企主导20万以下价格区间

2022年国内新能源乘用车市场，各价格区间主要厂商销量份额

< 10万	10-15万	15-20万	20-25万	25-30万	30-35万	35-40万	40-50万	50万及以上
上汽通用五菱 35%	比亚迪 61%	上汽大众 12%	比亚迪 51%	特斯拉 78%	理想 28%	华晨宝马 34%	蔚来 41%	北京奔驰 61%
长安 14%	广汽埃安 10%	零跑 10%	特斯拉 19%	比亚迪 8%	极氪 25%	蔚来 22%	理想 33%	华人运通 13%
奇瑞 13%	吉利 5%	上汽通用 9%	小鹏 9%	一汽大众 4%	蔚来 19%	理想 21%	华晨宝马 14%	一汽大众 10%
合众 7%	东风 4%	一汽大众 8%	赛力斯 8%	东风本田 2%	赛力斯 6%	岚图 9%	北京奔驰 5%	沃尔沃 9%
零跑 5%	长城 3%	小鹏 8%	一汽大众 5%	长安福特 2%	华晨宝马 5%	智己 6%	沃尔沃 2%	一汽红旗 8%

国内主要汽车主机厂上市公司基本情况^①

序号	Wind代码	公司简称	总市值(亿元 ^②)	收盘价(元 ^③)	PE(TTM)	2021年收入(亿元)	2021年归母净利润(亿元)	2021年毛利率	2021年净利率
1	600104.SH	上汽集团	1657	14.2	9.8	7798.5	245.3	9.6%	4.5%
2	000625.SZ	长安汽车	992	11.4	15.2	1051.4	35.5	16.6%	3.4%
3	002594.SZ	比亚迪	6185	235.6	69.2	2161.4	30.5	13.0%	1.8%
4	601238.SH	广汽集团	917	10.7	11.1	756.8	73.3	7.9%	9.8%
5	0175.HK	吉利汽车	920	9.2	20.2	1020.1	48.5	17.1%	4.3%
6	600006.SH	东风汽车	114	5.7	-257.4	155.5	3.7	10.5%	2.5%
7	601633.SH	长城汽车	1781	26.1	26.8	1364.0	67.3	16.2%	4.9%
8	601127.SH	赛力斯	612	40.9	-17.9	167.2	-18.2	3.8%	-15.7%
9	600733.SH	北汽蓝谷	265	6.2	-4.3	87.0	-52.4	0.8%	-59.4%
10	000572.SZ	海马汽车	87	5.3	99.0	18.1	1.1	18.7%	7.7%
11	600418.SH	江淮汽车	288	13.2	-37.0	403.1	2.0	8.2%	0.0%
12	2015.HK	理想汽车-W	1798	86.3	-79.8	270.1	-3.2	21.3%	-1.2%
13	9866.HK	蔚来-SW	1077	63.7	-6.6	361.4	-105.7	18.9%	-11.1%
14	9868.HK	小鹏汽车-W	716	34.0	-5.7	209.9	-48.6	12.5%	-23.2%
15	9863.HK	零跑汽车	340	29.8	-6.8	31.3	-28.5	-44.3%	-90.9%
16	1958.HK	北京汽车	164	2.1	3.4	1759.2	38.6	21.4%	8.6%

2、中期维度—经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车——零部件：新旧四化重塑下的汽车产业链投资机会

► (电动化、智能化、网联化、共享化) × (平台化、解耦化、集成化、场景化) → 汽车零部件产业链重塑

	2015	2020	2025	2030	
	电动化				
	智能化				
	网联化				
	共享化				
新四化	硬件：E/E架构革新、模块化、标准化、快速迭代			软件：多元化、差异化、生态化、SaaS、实时更新升级	
平台化	IBC、线控底盘→滑板底盘→智能底盘	ECU→ADAS/IVI域控SoC→车载超 级大脑MDC		高精度定位芯片及系统 共享平台打通	
解耦化	三电系统解耦，上下车身解耦 独立三方Tier1/Tier2	ADAS/HUD/车机等智能化功能解耦 独立三方Tier1/Tier2		软硬解耦，硬件预埋，OTA 私人资产和出行需求的解耦	
集成化	IGBT→SiC 3in1/5in1	ECU→DCU→VCU		CAN/LIN/线束→车载以太网 /Serdes ——	
场景化	场景化充电/换电	智能驾驶/驾舱功能场景化		5G/6G/V2X 场景化软件应用	
投资 机遇	三电系统、电气架构等： <ul style="list-style-type: none"> ▶ 电池/电池管理等核心部件 ▶ 电驱系统及器件 ▶ 电池新材料 ▶ 换电模式 	智能驾驶、智能座舱等： <ul style="list-style-type: none"> ▶ 传感器：LiDAR、4D MWR等 ▶ 智能座舱核心部件及材料 ▶ 域控制模块DCU、域控SoC、车规级MCU等核心芯片 		车内网、车联网等： <ul style="list-style-type: none"> ▶ 车内通信，例如以太网、高速Serdes等 ▶ 高精度定位芯片及系统IMU等 ▶ 车联网V2X，车载5G等 	软件定义汽车等： <ul style="list-style-type: none"> ▶ 基础软件和中间件公司 ▶ 从Tier2升级为Tier1的软件公司 ▶ 基于车场景的互联网软件，如KTV、视频、游戏社交等

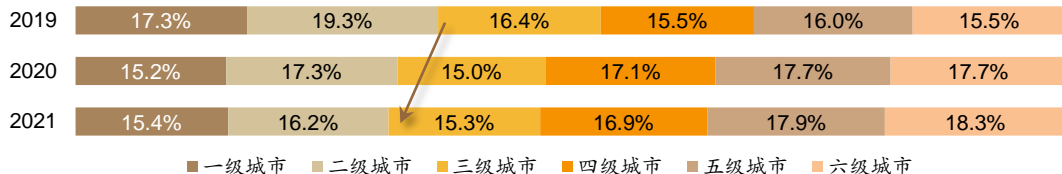
2、中期维度—经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车：新能源汽车消费者特征

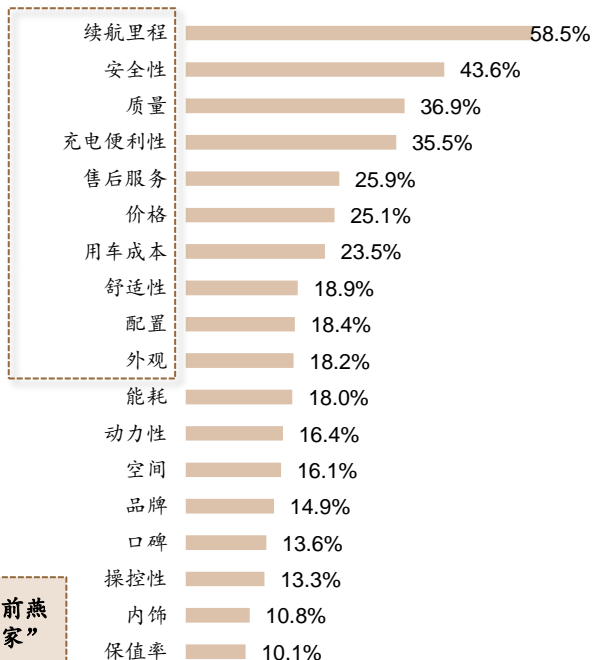
► 低线城市新能源关注份额持续提升，续航、安全、质量、充电、座椅、影像等特点关注度高，消费升级

2019至2021年新能源汽车关注用户城市级别分布

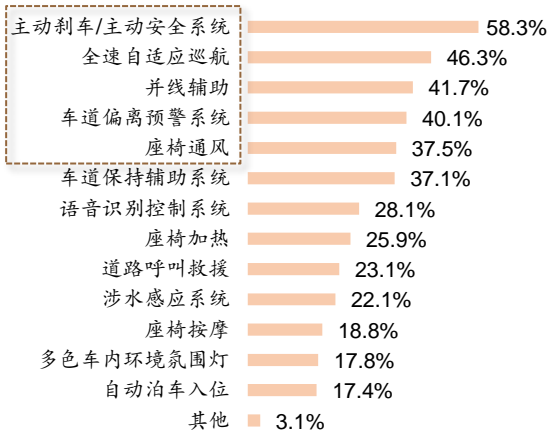
三线及以下城市占比从2019年的63%提升至2021年的68%



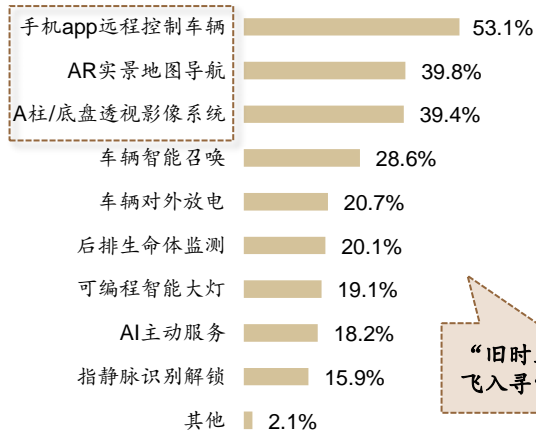
用户购买新能源汽车时的考虑因素



用户期望的汽车传统智能化功能配置



用户期望的汽车特色智能化功能配置



“旧时王谢堂前燕
飞入寻常百姓家”

2、中期维度—经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车：国内主要汽车零部件相关上市公司基本情况（1/3）

板块	细分板块	Wind代码	公司简称	总市值 (亿元 ^①)	收盘价 (元 ^②)	PE (TTM)	2021年收入 (亿元人民币)	2021年归母净利润 (亿元人民币)	2021年 毛利率	2021年 净利率
电动化	电池	300750.SZ	宁德时代	9280	209.7	30.2	1303.6	159.3	26.3%	13.7%
		002594.SZ	比亚迪（弗迪电池）	6185	235.6	69.2	2161.4	30.5	13.0%	1.8%
		3931.HK	中创新航	307	17.3	179.6	68.2	1.4	5.5%	1.6%
		002074.SZ	国轩高科	488	27.5	265.0	103.6	1.0	18.6%	0.7%
		300014.SZ	亿纬锂能	1313	64.2	37.4	169.0	29.1	21.6%	18.6%
		688567.SH	孚能科技	264	21.6	-28.7	35.0	-9.5	-3.3%	-27.2%
		300207.SZ	欣旺达	358	19.2	38.3	373.6	9.2	14.7%	2.3%
		A22637.SH	蜂巢能源				44.7	-11.5	3.7%	-25.8%
	电机&电控	002594.SZ	比亚迪（弗迪动力）	6185	235.6	69.2	2161.4	30.5	13.0%	1.8%
		300100.SZ	双林股份	30	7.5	25.0	36.8	1.3	18.5%	3.4%
		002196.SZ	方正电机	37	7.3	98.3	18.9	0.3	8.8%	0.0%
		600104.SH	上汽集团（联合汽车电子）	1657	14.2	9.8	7798.5	245.3	9.6%	4.5%
		601633.SH	长城汽车（蜂巢易创）	1781	26.1	26.8	1364.0	67.3	16.2%	4.9%
		9866.HK	蔚来-SW（蔚来驱动）	1077	63.7	-6.6	361.4	-105.7	18.9%	-11.1%
		300124.SZ	汇川技术（汇川联合动力）	1800	67.7	42.1	179.4	35.7	35.8%	20.5%
		300681.SZ	英搏尔	53	31.4	84.6	9.8	0.5	20.7%	4.8%
		300274.SZ	阳光电源	1481	99.7	69.2	241.4	15.8	22.3%	7.1%
		688187.SH	时代电气	595	49.5	27.5	151.2	20.2	33.7%	13.5%
		688162.SH	巨一科技（巨一动力）	61	44.5	39.4	21.2	1.3	23.5%	6.2%
		热管理	300547.SZ	川环科技	36	16.7	30.0	7.8	1.0	25.2%
603158.SH	腾龙股份		37	7.5	40.1	22.1	0.9	24.2%	5.1%	
002126.SZ	银轮股份		101	12.7	42.6	78.2	2.2	20.4%	3.4%	
002050.SZ	三花智控		844	23.5	41.8	160.2	16.8	25.7%	10.6%	

2、中期维度—经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车：国内主要汽车零部件相关上市公司基本情况（2/3）

板块	细分板块	Wind代码	公司简称	总市值 (亿元 ^①)	收盘价 (元 ^②)	PE (TTM)	2021年收入 (亿元人民币)	2021年归母净利润 (亿元人民币)	2021年 毛利率	2021年 净利率
智能化	座舱域	002920.SZ	德赛西威	535	96.3	51.7	95.7	8.3	24.6%	8.7%
		600699.SH	均胜电子	195	14.2	-5.3	456.7	-37.5	11.6%	-9.9%
		603035.SH	常熟汽饰	69	18.2	13.5	26.6	4.2	24.1%	15.4%
		002906.SZ	华阳集团	149	31.2	41.5	44.9	3.0	21.6%	6.6%
		002273.SZ	水晶光电	184	13.3	32.4	38.1	4.4	23.8%	12.1%
		688533.SH	上声电子	69	43.0	80.1	13.0	0.6	26.7%	4.6%
	驾驶域	603501.SH	韦尔股份	1029	87.0	33.1	241.0	44.8	34.5%	18.9%
		2382.HK	舜宇光学科技	954	87.0	35.4	375.6	49.9	23.3%	13.5%
		002036.SZ	联创电子	131	12.2	102.1	105.6	1.1	9.6%	0.8%
		1478.HK	丘钛科技	49	4.2	25.7	186.6	8.6	9.4%	4.6%
		002415.SZ	海康威视	3864	41.3	30.1	814.2	168.0	44.3%	21.5%
		002920.SZ	德赛西威	535	96.3	51.7	95.7	8.3	24.6%	8.7%
	软件	688326.SH	经纬恒润-W	154	128.1	64.4	32.6	1.5	30.9%	4.5%
		300496.SZ	中科创达	473	103.3	61.5	41.3	6.5	39.4%	15.3%
		600718.SH	东软集团	136	11.2	11.3	87.3	11.7	26.2%	11.8%
		002230.SZ	科大讯飞	1187	51.1	95.1	183.1	15.6	41.1%	8.8%
		002405.SZ	四维图新	320	13.4	305.2	30.6	1.2	59.9%	4.1%

2、中期维度—经济结构转型周期

2.3、可选消费之汽车：国内主要汽车零部件相关上市公司基本情况（3/3）

板块	细分板块	Wind代码	公司简称	总市值 (亿元 ^①)	收盘价 (元 ^②)	PE (TTM)	2021年收入 (亿元人民币)	2021年归母净利润 (亿元人民币)	2021年 毛利率	2021年 净利率
轻量化	压铸机	0558.HK	力劲科技	128	9.3	22.4	54.0	6.3	29.2%	11.6%
		300415.SZ	伊之密	97	20.7	23.5	35.3	5.2	34.5%	14.9%
	免热铝合金	300428.SZ	立中集团	162	26.2	32.5	186.3	4.5	9.3%	2.5%
		压铸模具	603917.SH	合力科技	39	24.9	72.9	7.0	0.6	25.2%
	001319.SZ		铭科精技	31	22.3	32.9	8.6	0.9	28.2%	11.2%
	压铸件	603348.SH	文灿股份	127	48.0	44.1	41.1	1.0	18.5%	2.4%
		002101.SZ	广东鸿图	103	19.6	22.2	60.0	3.0	20.1%	5.8%
		601689.SH	拓普集团	611	55.4	41.5	114.6	10.2	19.9%	8.9%
		603982.SH	泉峰汽车	48	18.3	-107.0	16.1	1.2	20.8%	7.5%
		603305.SH	旭升集团	228	34.2	32.5	30.2	4.1	24.1%	13.6%
600933.SH		爱柯迪	200	22.7	45.7	32.1	3.1	26.3%	10.1%	
605133.SH		嵘泰股份	54	33.4	49.8	11.6	1.0	25.1%	8.7%	
CTC/CTP		300750.SZ	宁德时代	9280	209.7	30.2	1303.6	159.3	26.3%	13.7%
	002594.SZ	比亚迪	6185	235.6	69.2	2161.4	30.5	13.0%	1.8%	
平台化	线控底盘	601689.SH	拓普集团	611	55.4	41.5	114.6	10.2	19.9%	8.9%
		603596.SH	伯特利	273	66.4	44.5	34.9	5.0	24.2%	15.1%
		000887.SZ	中鼎股份	163	12.4	18.2	125.8	9.7	22.5%	7.7%
		603197.SH	保隆科技	82	39.4	51.7	39.0	2.7	27.4%	7.5%
		300825.SZ	阿尔特	62	12.4	39.3	12.7	2.1	37.3%	15.5%
		1316.HK	耐世特	122	4.9	26.9	33.7	1.2	10.8%	3.8%
		002283.SZ	天润工业	62	5.4	23.8	47.2	5.4	24.1%	11.4%
		603788.SH	宁波高发	25	11.4	22.0	9.4	1.5	26.0%	15.4%
		300585.SZ	奥联电子	34	19.7	139.8	4.5	0.3	33.8%	7.4%
		002703.SZ	浙江世宝	50	8.3	413.7	11.8	0.3	21.5%	2.2%



目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

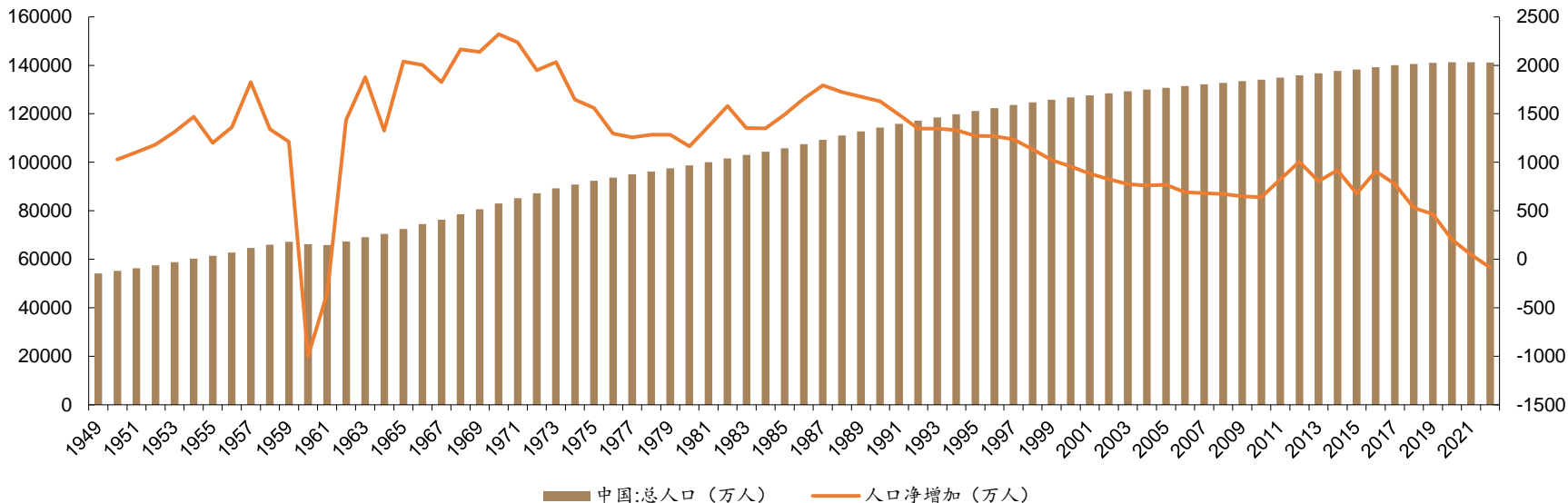
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

3、长期维度—人口周期

我国人口总量增长，增长放缓

- ▶ 1949年以来我国人口总体上处于总量增长，趋势增长放缓。人口净增加额处于下降趋势中，在此趋势里，综合了经济发展，人口政策及生育观念等因素。

建国以来的人口数及年度增减一览

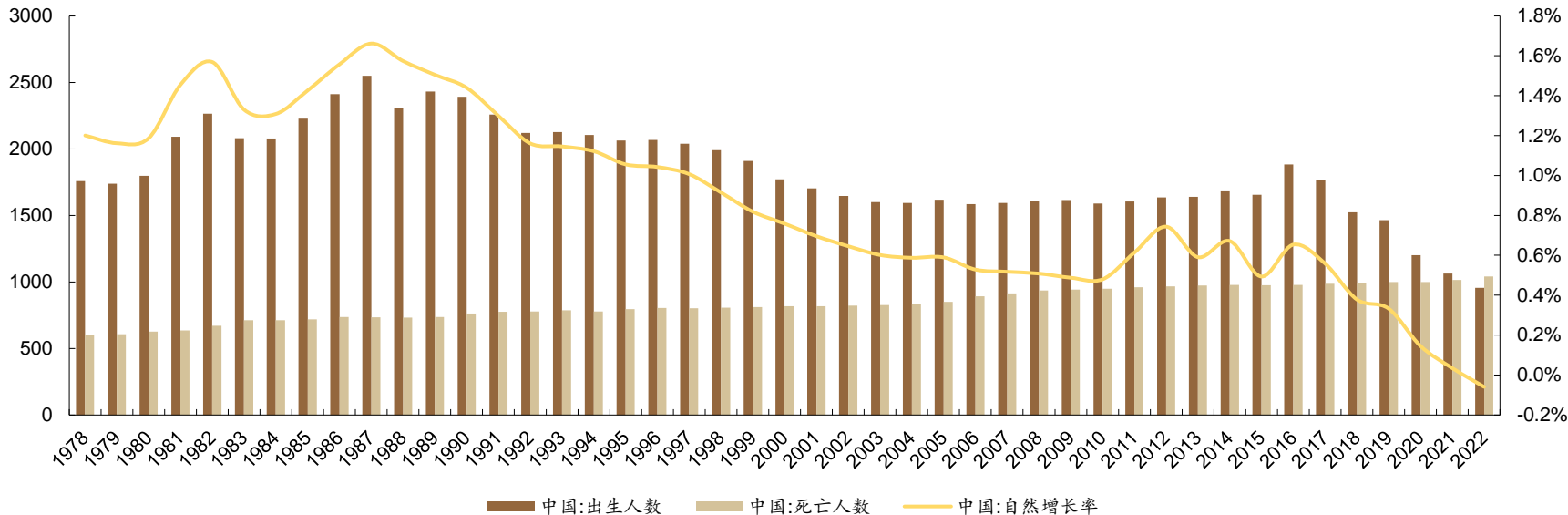


3、长期维度—人口周期

我国人口自然增长率持续下滑，迎来新人口结构

- ▶ 从1978年到2022年，中国人口总量处于上升，但自然出生率处在下滑趋势：1978年-2000年人口自然增长率在8%以上。在2016年之前下降到6%左右。2017年及以后更是一路下滑至0以下，2022年人口甚至出现负增长，就此中国人口结构将新探索之门将被打开。

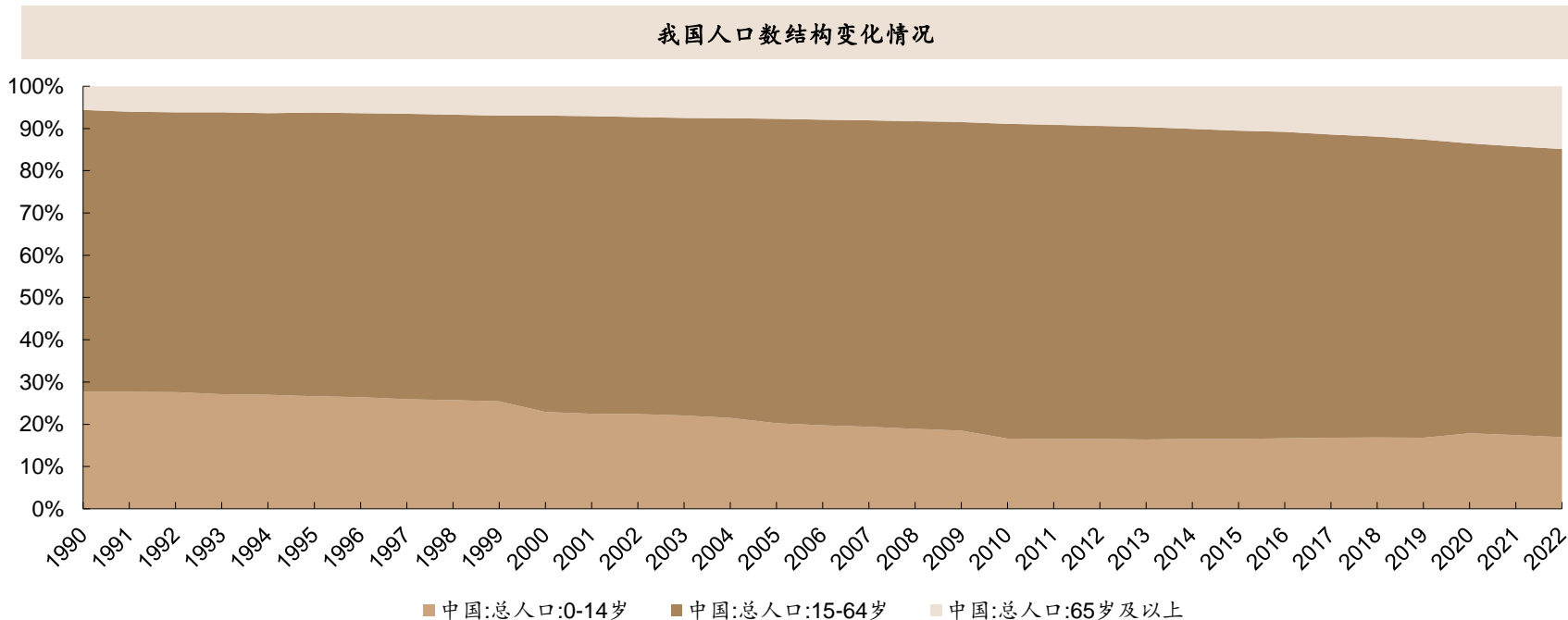
中国出生和死亡人数情况一览



3、长期维度—人口周期

我国人口老龄化趋势不断推进

- ▶ 我国的人口结构发生变化：14岁及以下的人群比重不断下降；65岁及以上人群比重逐渐上升，2019年达到10%以上。我国老龄化趋势不断推进，银发经济在老龄化趋势下有望在未来打开市场空间。

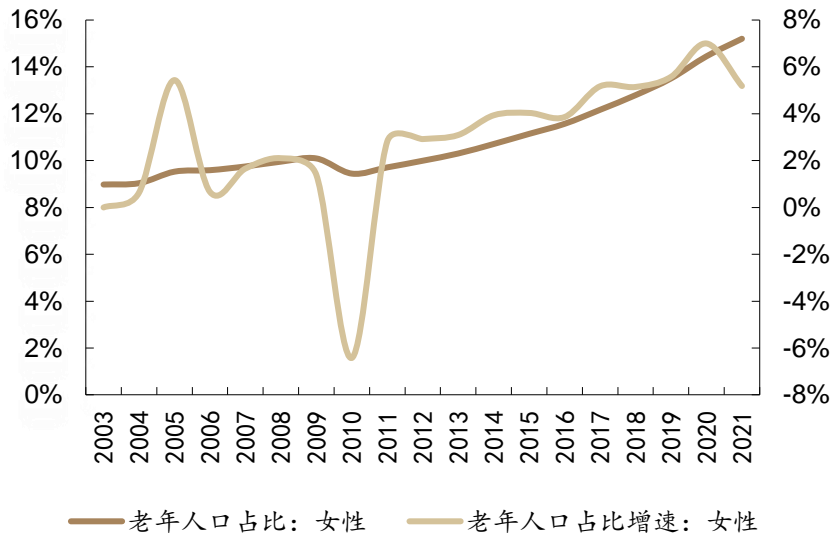


3、长期维度—人口周期

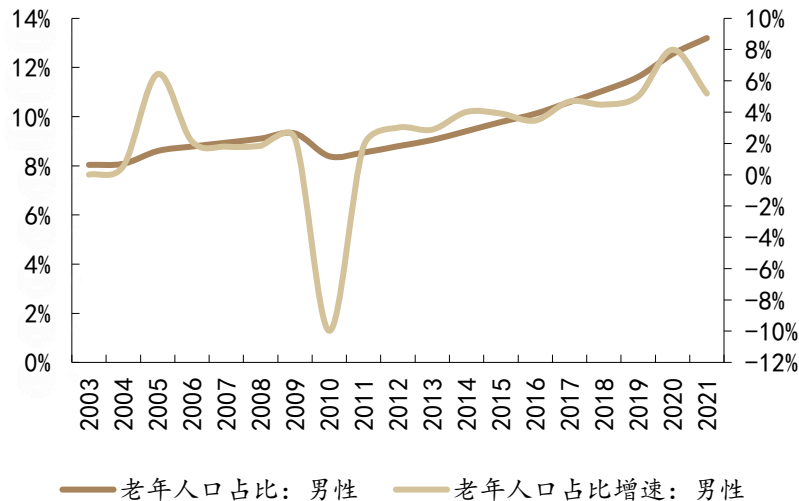
不同性别老年人口占比及增速均明显上升，女性相较于男性高出1.5%

- 在我国老龄化趋势里，分性别的老年人口占比均呈现明显地上升，占比增速也在逐渐提升，性别间趋势吻合，没有明显差别。其中，女性老年人口占比略高，相较于男性人口约高出1.5%。

老年人口占比及增速（女性）



老年人口占比及增速（男性）

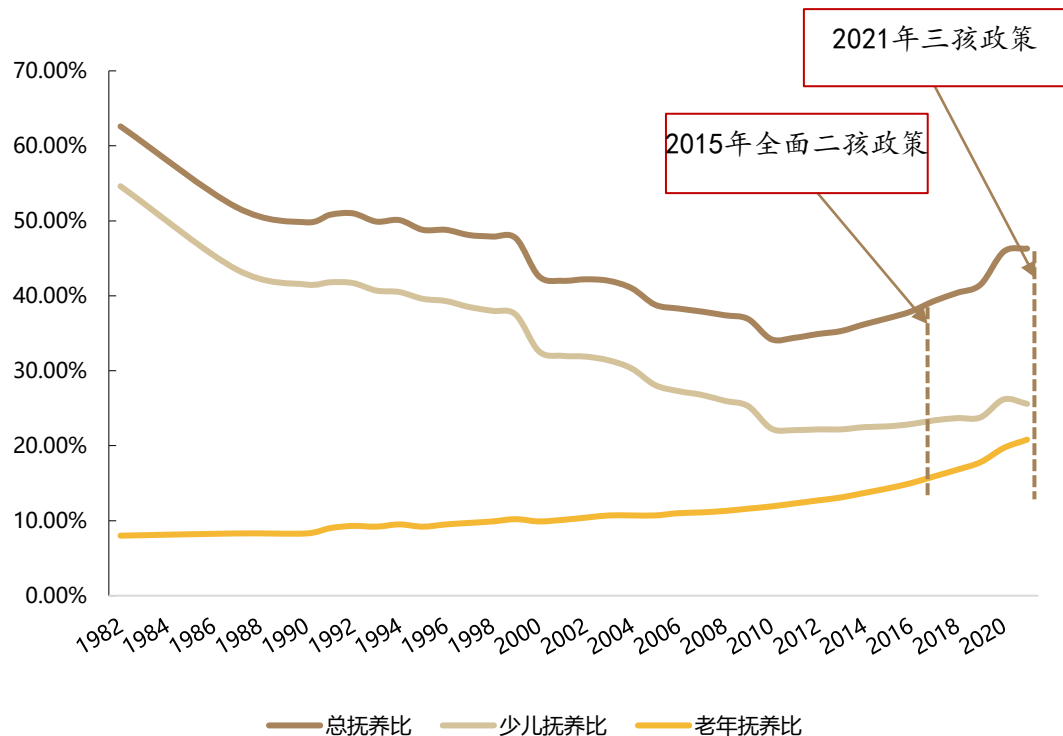


3、长期维度—人口周期

老年抚养比相对少儿抚养比增速较快且总抚养比压力加剧

- ▶ 随着我国老龄化进程加剧，我国医保支出和社会福利支出方面承压明显，劳动力占比逐年下降，我国非劳动年龄人口占比上升，人口抚养比缓慢增加。老年抚养比从2003年的11%到2021年突破了20%，而少儿抚养比由2003年的31%下降到2021年的26%，预期未来总抚养比压力较大。加剧，我国医保支出和社会福利支出方面承压明显，劳动力占比逐年下降，我国非劳动年龄人口占比上升，人口抚养比缓慢增加。

抚养比数据

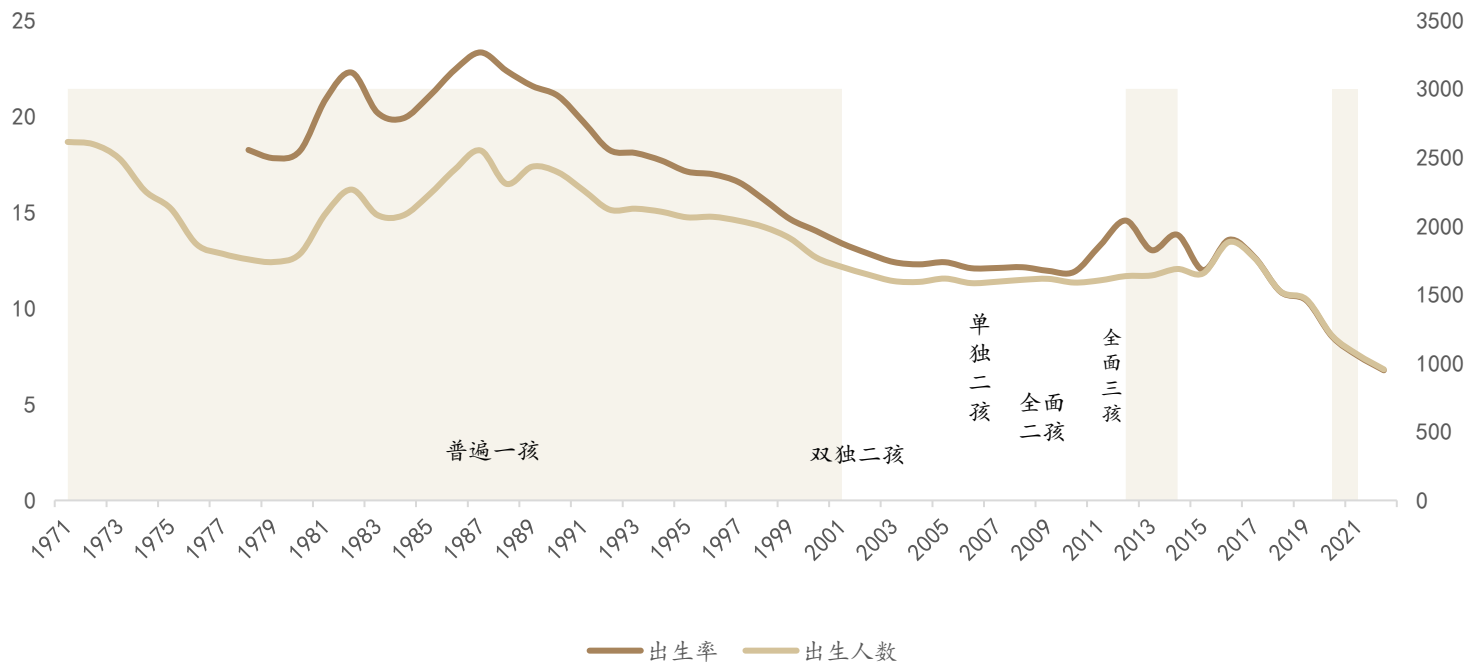


3、长期维度—人口周期

人口政策的改变对出生率趋势下降无明显改善

- ▶ 根据生育政策演变且综合人口出生率情况，发现全面二孩政策和三孩放开的实施并不能大幅度的拉动人口出生率的上升。

中国历年出生人数与出生率



3、长期维度—人口周期

高考录取率在逐年增加

- ▶ 从1977年恢复高考以来，我国的高考报名人数和录取人数均稳步上升，且录取人数上升更快，高考录取率从1977年的不足10%增加到了2021年的90%。分开来看，高考人数经历了几次波折，上升到了2021年的1100万人，而录取人数也突破了1000万人。

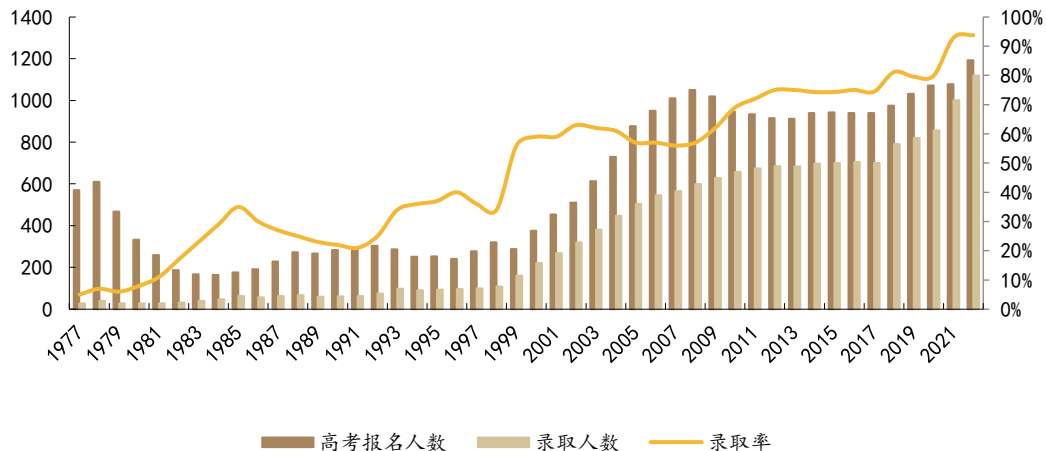
高考报名人数分析

1977年恢复高考，出现了一波高峰，之后直到21世纪高考人数才重回500万。

1980-2000年之间高考人数平稳波动，大致在200-300万人参加，从2000年开始，高考人数逐年上升，直到2008年到达小高峰。

在经历了2008年后的小低谷以后，2019年高考报名人数突破1000万人，2021年因20年的疫情原因，高考人数创历史新高。

高考报名人数（万人）及录取率



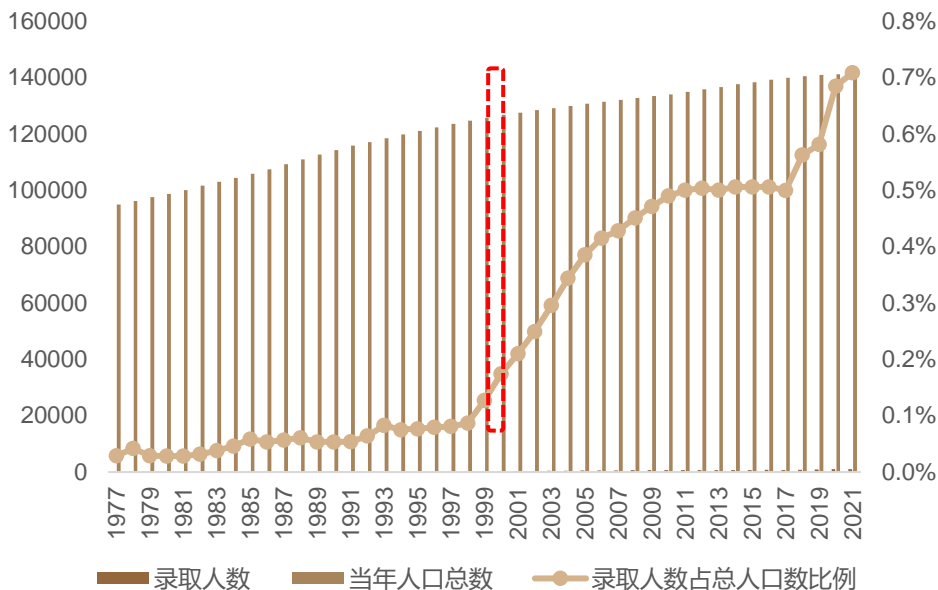
资料来源：国家统计局、德邦研究所

3、长期维度—人口周期

高等教育普及率近十年来有较大幅度的提升

- ▶ 整体来看，随着大学的扩招，高考录取率从40年前恢复高考时的5%已经上升到了80%以上。近十年来，每年高考的实际录取人数都在递增，实际录取率在2021年达到了92.89%，说明高等教育普及程度有极大提升。

当年中国总人口数（万人）及录取率

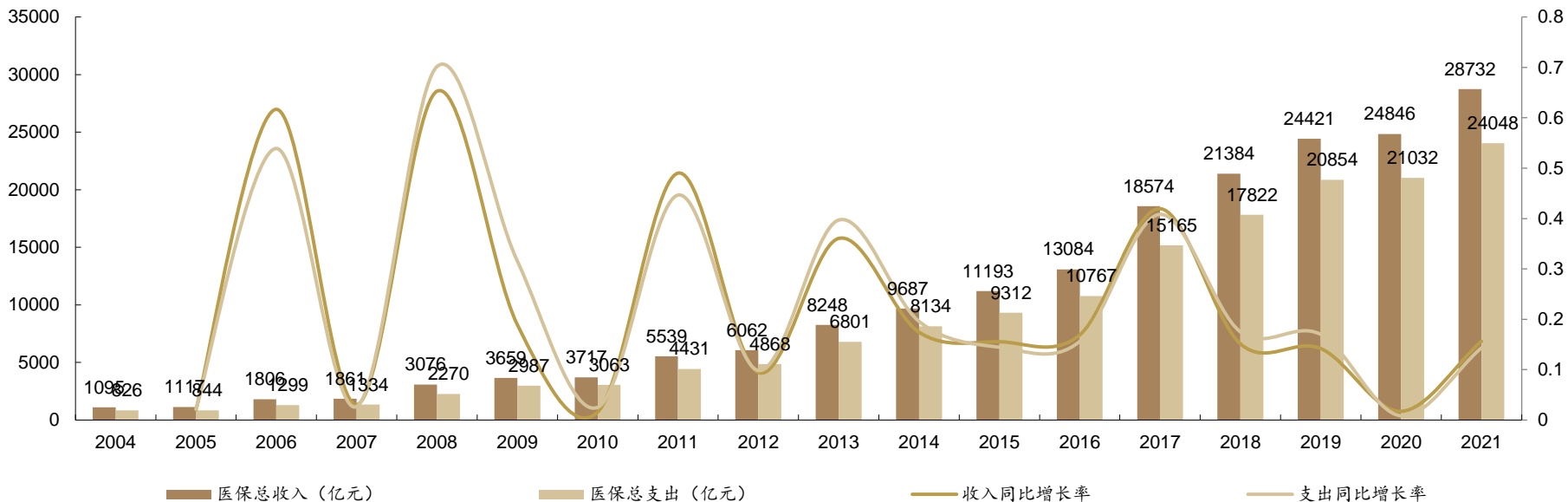


3、长期维度—人口周期

国内医保支出压力在2013年后明显增大

- ▶ 从2004年开始，我国在医保收支方面有了较为快速的增长。在2021年收入和支出分别达到2.87万亿元和2.40万亿元。2013年后支出压力明显增大，但到了2020年支出增速大于收入增速的情况开始逆转。

国内医保收支情况



3、长期维度—人口周期

中美日三国人口死亡原因占比靠前均集中于慢性病及癌症，其中老年痴呆排名上升加速

- ▶ 从三个国家人口死亡原因排名变化来看，慢性疾病在近年成为人们死亡的主要原因，其中心血管疾病、癌症和老年痴呆占比突出，老年痴呆排名上升加速。

1990年-2019年中国人口非正常死亡原因（前十）

1990	2000	2010	2019
心血管疾病	心血管疾病	心血管疾病	心血管疾病
癌症	癌症	癌症	癌症
下呼吸道感染	消化系统疾病	车祸	老年痴呆
消化系统疾病	车祸	消化系统疾病	消化系统疾病
夭折	下呼吸道感染	老年痴呆	车祸
车祸	自杀	下呼吸道感染	肾病
自杀	肝硬化	肝硬化	下呼吸道感染
肺结核	夭折	肾病	糖尿病
肝硬化	老年痴呆	自杀	肝硬化
溺水	肾病	糖尿病	自杀

2017年中美日三国非正常死亡人口原因对比

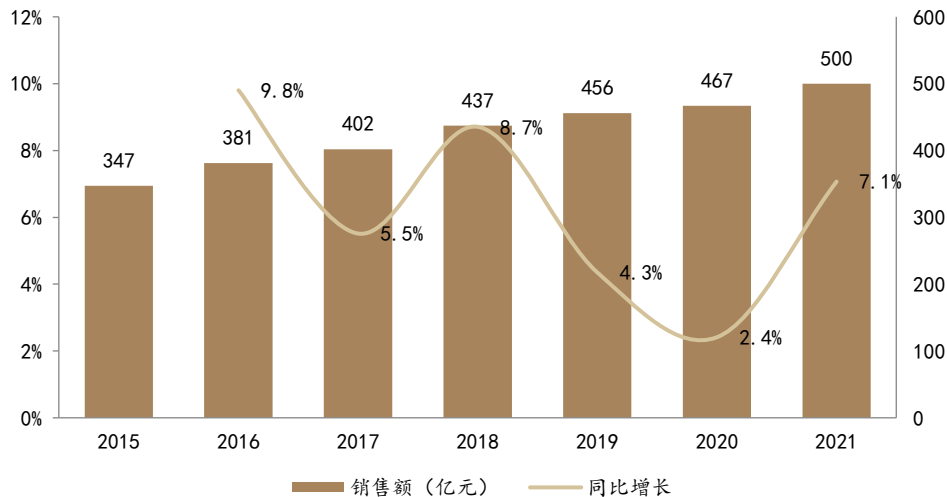
中	美	日
心血管疾病	心脏病	癌症
癌症	癌症	心脏疾病
老年痴呆	意外伤害	脑血管疾病
消化系统疾病	下呼吸道疾病	肺炎
车祸	卒中	意外事故
肾病	老年痴呆	误吸性肺炎
下呼吸道感染	糖尿病	肾病

3、长期维度—人口周期

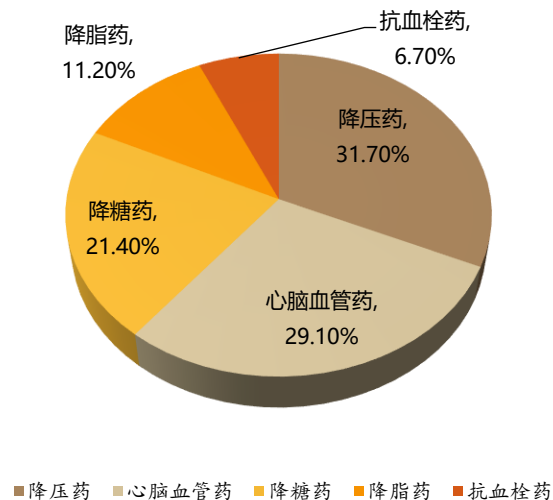
慢性病药品市场逐年扩大，占比最大为降压药，其次为心脑血管药

- ▶ 随着慢性病支出的扩大，慢性病药品销售市场也在壮大。慢性病药品销售额在2021年突破500亿元，近年增长率在2%-10%浮动；慢性病药品中降压药占最大比例，约32%，其次是心脑血管药29%，降糖药21%，慢性病的细分主要在心脑方向。

慢性病药品销售额



2021年慢性病药品比例

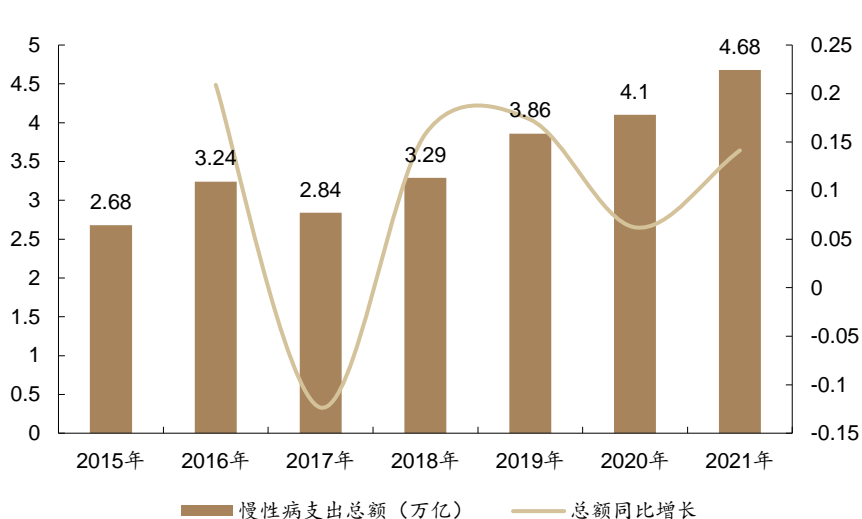


3、长期维度—人口周期

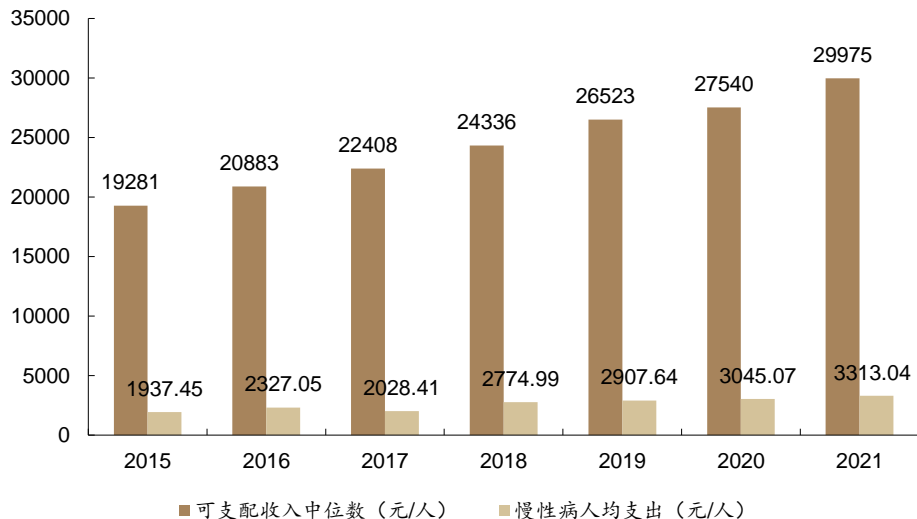
慢性病人均支出约占人均可支配收入的10%

- ▶ 2015年，我国慢性病支出总额达到2.68万亿元，之后开始逐渐上升。在2021年总支出达到4.68万亿元。人均慢性病支出总体上与总支出相似，2021年达到3313.04元，同年人均可支配收入中位数为35128.1元，慢性病支出占比接近10%。

慢性病支出总额变化情况



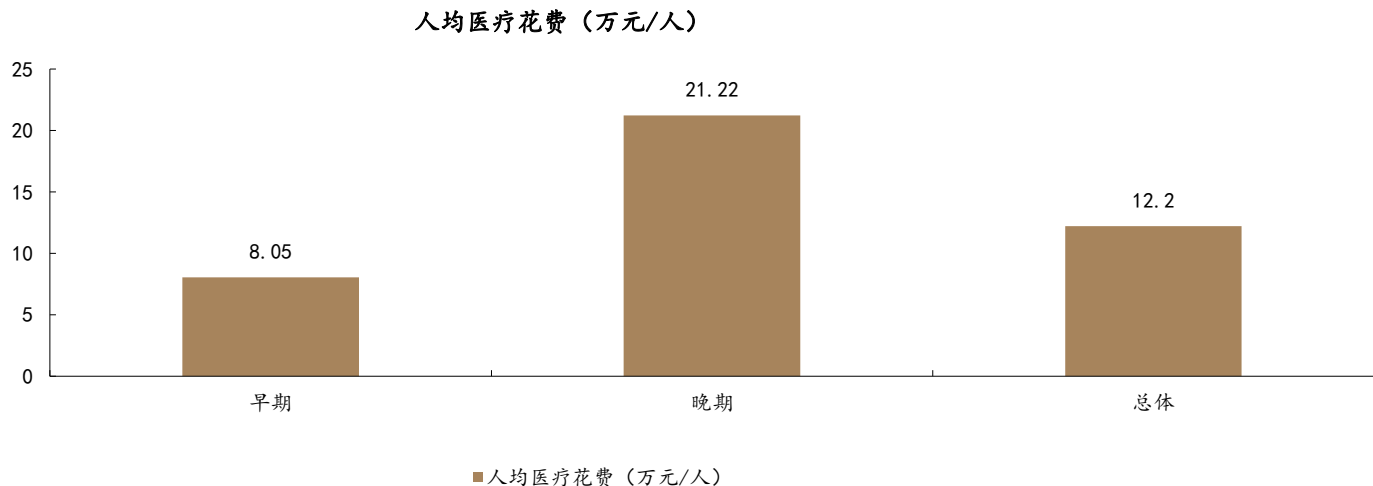
慢性病人均支出数额和人均收入中位数情况



3、长期维度—人口周期

癌症患者人均花销在8-23万之间

癌症患者人均花费





目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

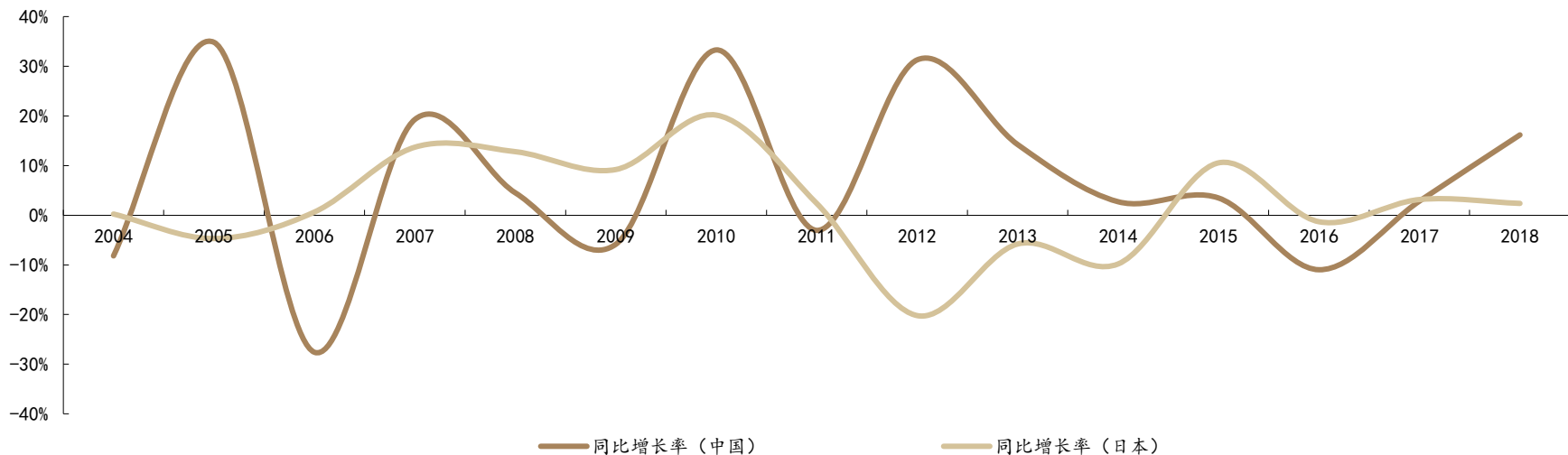
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

3、长期维度—人口周期

日本人均医疗费用相较于我国增速慢且波动率小

- ▶ 对比中日两国人均医疗费用增速情况，中国的波动情况较日本更大。一方面反映我国患病及住院人次在快速增加，另一方面反映我国医疗体系建设存在有待完善的地方，应更多宣传预防保健、治疗未病思想，在日常的工作生活里注意良好的饮食起居习惯。

中日人均医疗费用增幅情况对比

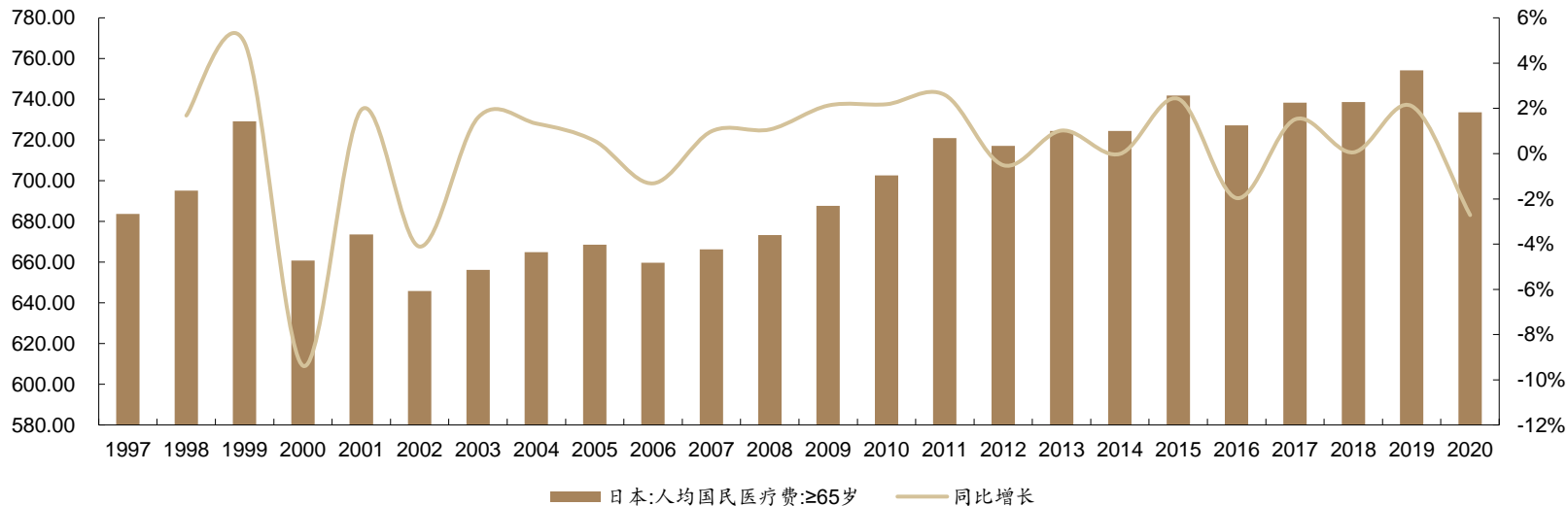


3、长期维度—人口周期

日本65岁以上老年人口的人均医疗支出较为平稳且对医保的压力较小

- ▶ 从日本国内来看，尽管日本老年人群处于稳步增长的态势，但其医疗人均支出的增长波动较为平稳，一直在0%之间起伏，一定程度上说明了日本人均医疗支出增长压力并不由65岁以上人群的增加而产生。

日本65岁以上老年人口人均医疗支出（单位：亿美元）

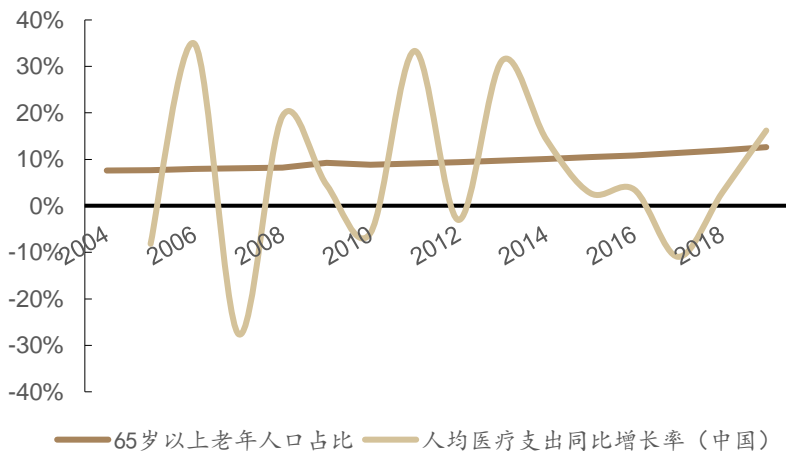


3、长期维度—人口周期

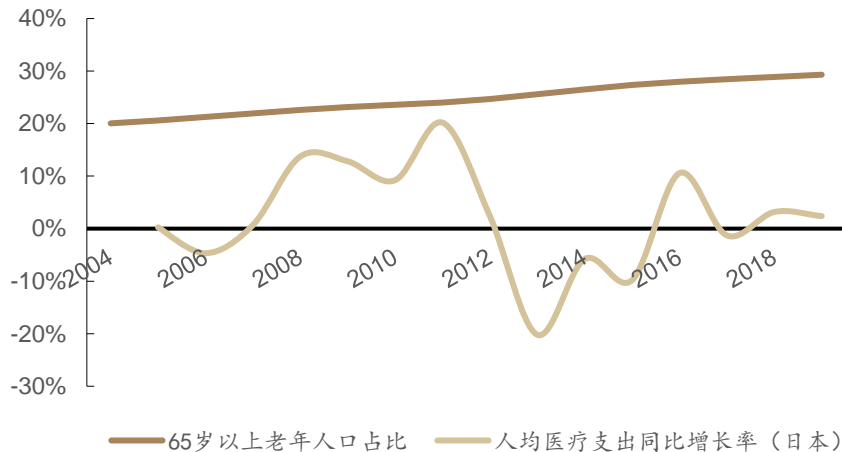
中国65岁以上老年人均医疗支出呈现波动向上趋势，而日本波动较弱且2018年后呈现不增长趋势

- ▶ 中日65岁以上老年人口占比均呈平稳上升趋势，但日本老龄化问题较中国更突出。此外，中国人均医疗支出同比增长率波动幅度较大，而日本人均医疗支出增长率没有明显的波动趋势，2018年之后增长并不明显。

中国65岁以上老年人口及国民人均医疗支出增长情况



日本65岁以上老年人口及国民人均医疗支出增长情况

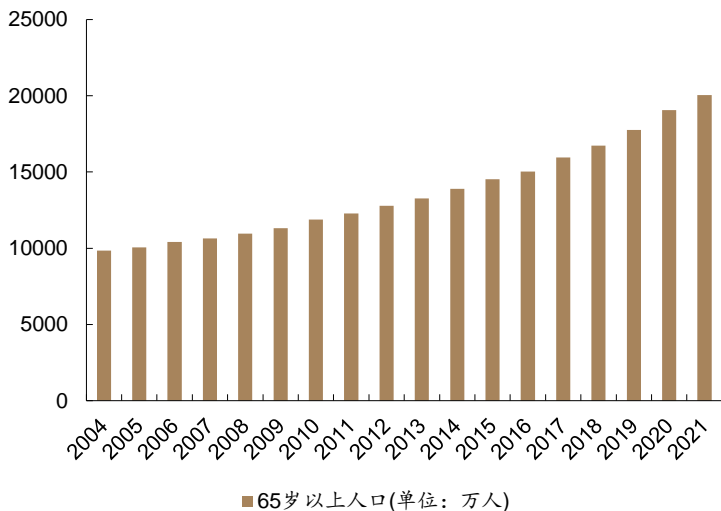


3、长期维度—人口周期

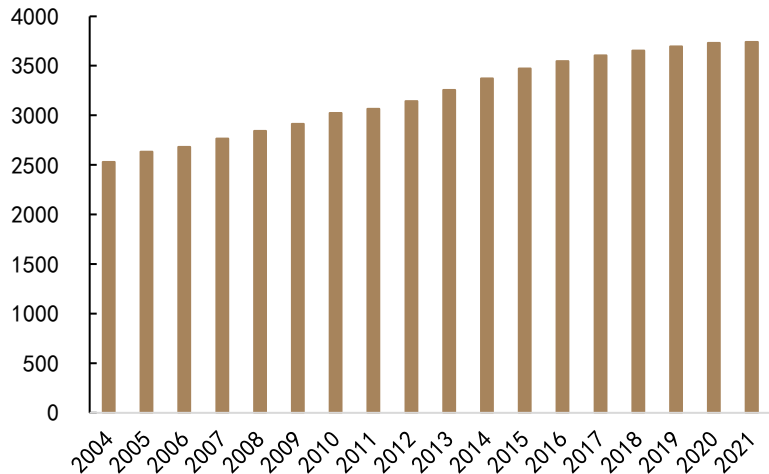
中日65岁以上老年人口绝对数均呈现稳定上升趋势

- ▶ 整体来看，日本65岁以上老年人数量均呈平稳上升趋势。而中国则是处于一路走高的态势，在2021年更是突破2亿大关，老龄化社会趋势在逐年加深（新标准是65岁老人占总人口的7%为老龄化社会），这在一定程度上说明了随着老年人数量的上升，老年人在未来各领域消费中的重要性可能会逐渐凸显出来。

中国65岁以上老年人口绝对数（单位：万人）



日本65岁以上老年人口绝对数（单位：万人）

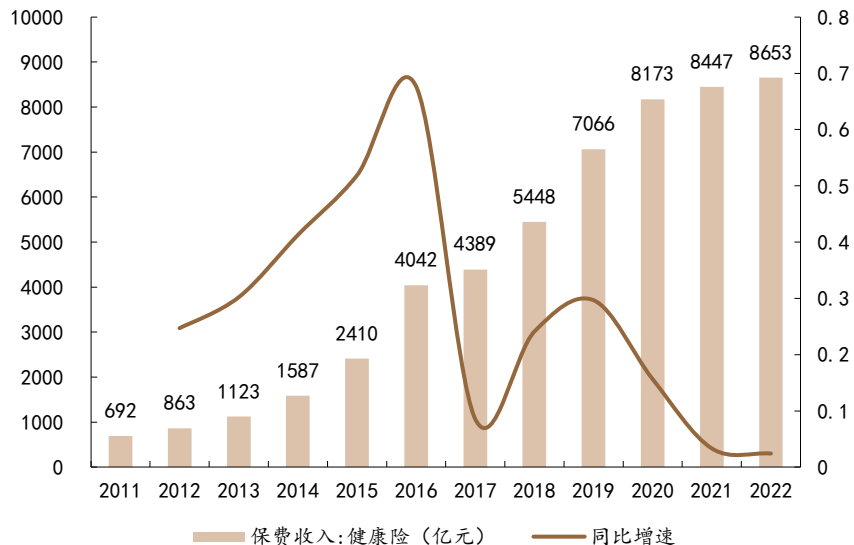


3、长期维度—人口周期

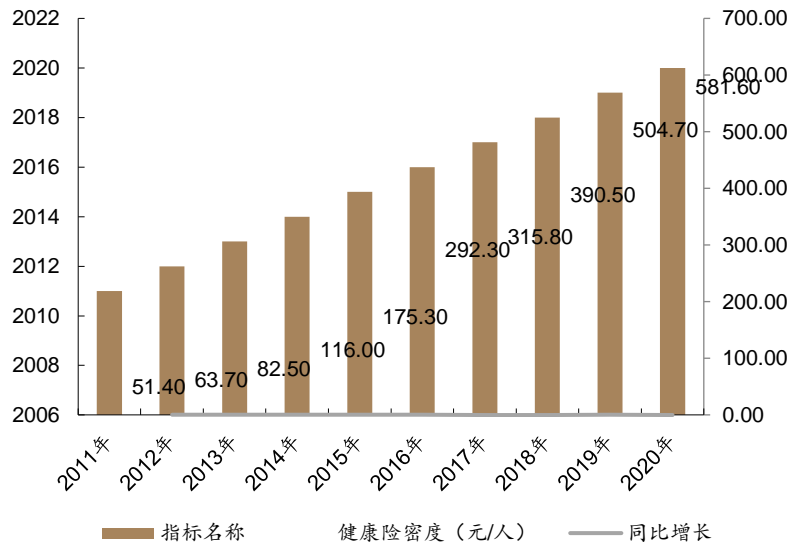
我国健康险总体是递增趋势，但是密度较低，仅有600元/人

- ▶ 近年来我国在健康险方面取得了较大发展，保费收入从2011年的691.72亿元达到2022年的8652.94亿元。尽管增速从2017年开始出现波动，但总体仍然是逐年递增的态势，但健康险密度在2021年仅有600元/人。

健康险情况



健康险密度情况

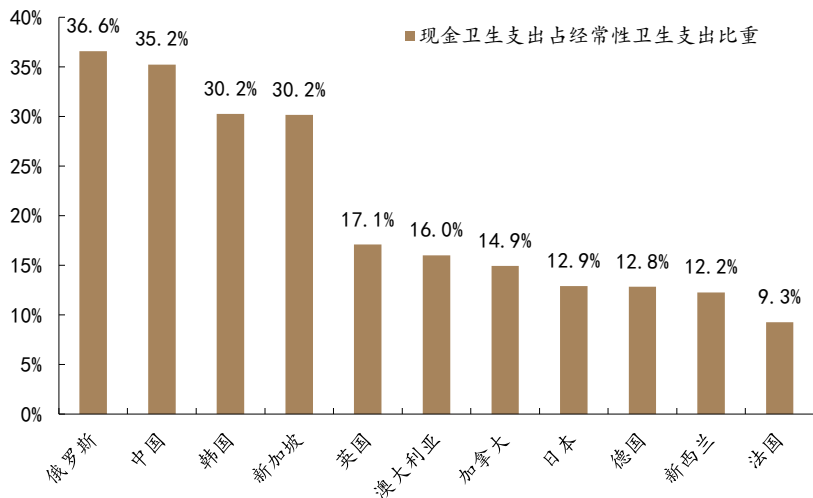


3、长期维度—人口周期

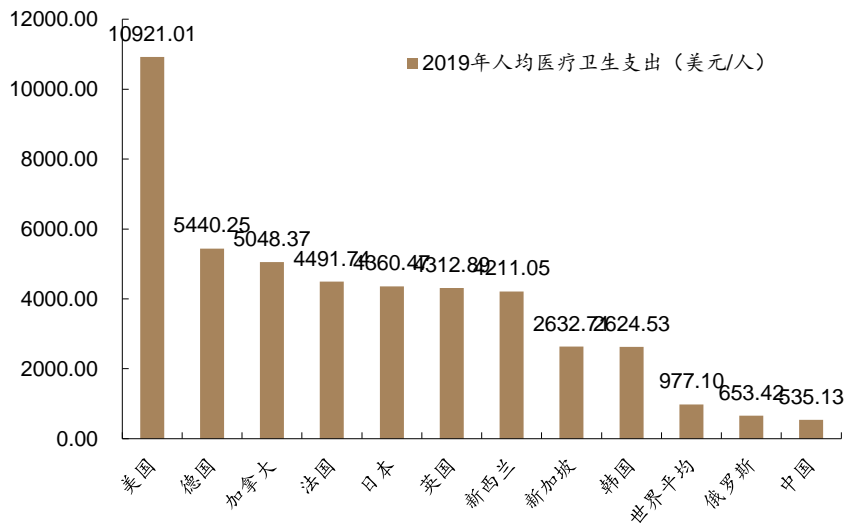
我国现金卫生支出占比排名靠前，人均卫生支出与其他经济发达国家存在差距

- ▶ 现金卫生支出占经常性卫生支出比重的排名中，中国属于靠前序列，说明我国的商业保险等补充体系亟待提升。
- ▶ 在经常性卫生支出方面，我国2019年人均支出达到880.19美元，但下列所列出的发达国家人均均为3500美元以上，而且美国人均支出为1.09万美元，中国在卫生支出方面与发达国家仍然存在差距。

2019年各国现金卫生支出占经常性卫生支出比重



2019年各国人均经常性卫生支出情况

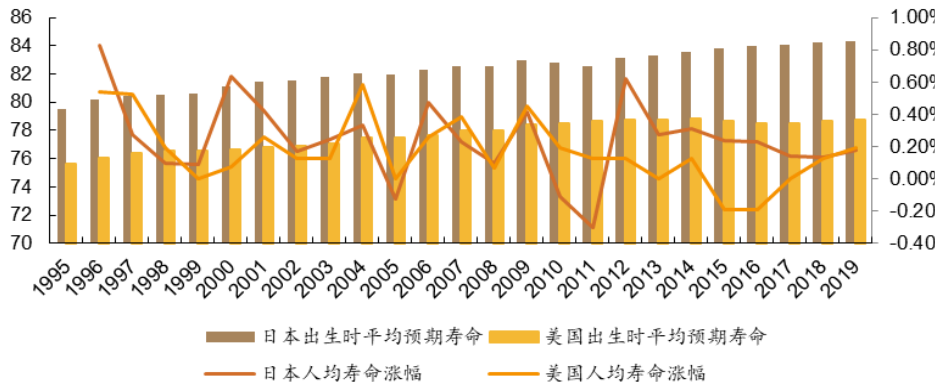


3、长期维度—人口周期

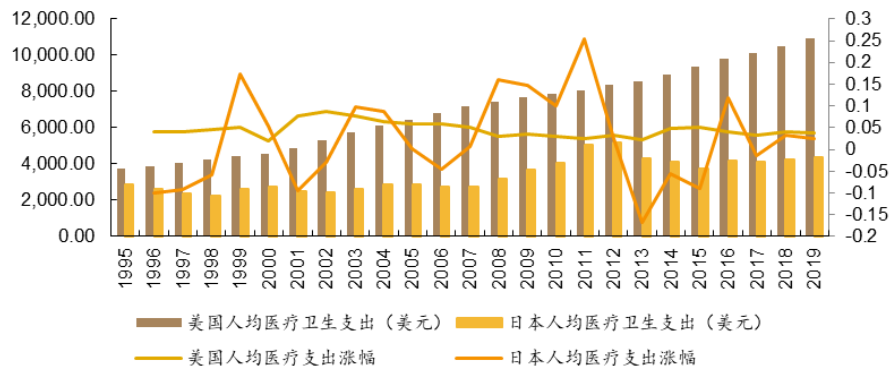
美日人均医疗支出及人均寿命对比得知，并不呈现绝对的线性相关，日常良好习惯效果或更好

- ▶ 首先，左图可知，日本出生时平均预期寿命高于美国，两国数值在总体趋势上处于上升态势，但近十年内日本人均寿命涨幅略高于美国，所以两国人均寿命差距有逐渐拉大的趋势。
- ▶ 其次，美国人均医疗卫生支出远高于日本，近三十年内的增长率略高于5%，近三年内有所下降，但整体保持平稳态势，而日本医疗支出涨幅波动较大，最高年份超过25%，最低年份下降15%。
- ▶ 综上，人均寿命跟人均医疗支出不呈现绝对的线性相关性，日常生活里的良好作息规律或起到更好的效果。

美日人均预期寿命及涨幅



美日人均医疗支出及涨幅

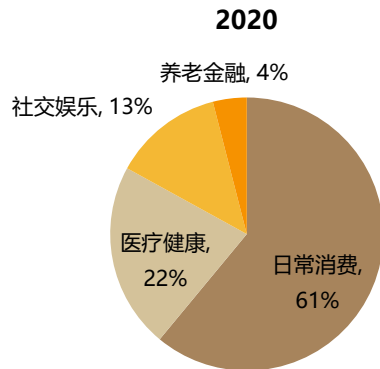
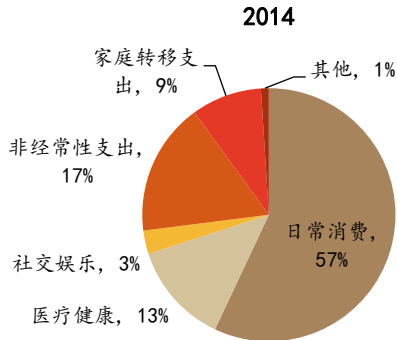


3、长期维度—人口周期

国内城乡老年人消费过去十年发生巨大变化，更加重视自身生活品质

- ▶ 整体来看，2014年老年人均花费14764元，2020年16307元，增长10%。
- ▶ 其中，两年份占比最多为日常消费，2014年为57%，2020年为61%，2020年高出4%；医疗健康占比提高9%。社交娱乐提高10%，增速最快。养老金融从无到有，占比为4%。非经常性支出及家庭转移支出消失。
- ▶ 说明新E代老人，因受教育程度较高，更侧重自身生活品质提升，同时因互联网渗透率提升，对社交类需求增加。

2014、2020年老年人均消费情况



■ 日常消费 ■ 医疗健康 ■ 社交娱乐 ■ 养老金融 ■ 非经常性支出 ■ 家庭转移支出 ■ 其他

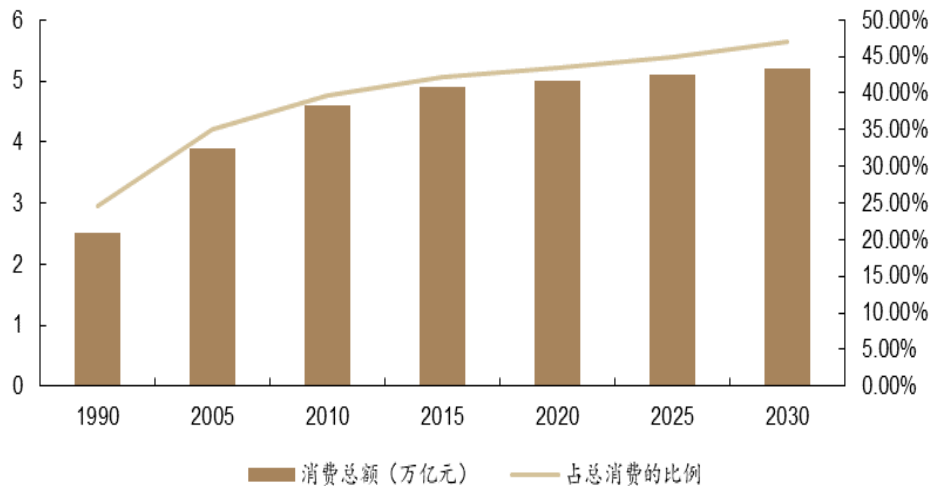
■ 日常消费 ■ 医疗健康 ■ 社交娱乐 ■ 养老金融 ■ 非经常性支出 ■ 家庭转移支出 ■ 其他

3、长期维度—人口周期

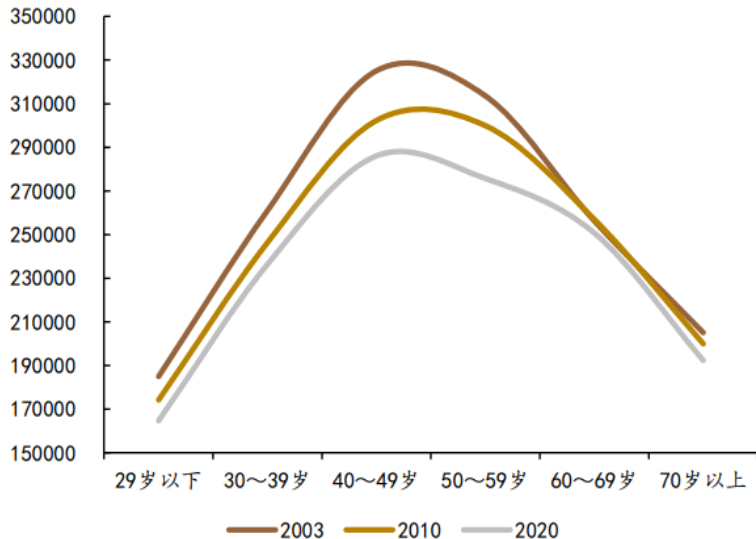
日本60岁以上老年人消费变化

- 日本老年人的人均消费经历了两个阶段，首先，1990年到2010年消费总额及占比迅速上升，由1990年的2.5万亿元增长到2010年的4.6万亿元，其次2010年到2020年缓慢增长，由4.6万亿元到5万亿元，占比增长到43.5%。一方面，这反映了过去三十年日本经济的停滞，另一方面又反映了日本老龄化加剧。而从右图可以发现，日本中老年人群的月消费情况并不逊色于年轻人群，存在较大的消费潜力。

日本老年人消费情况



日本各年龄段家庭月均消费情况 (日元/月)





目录 CONTENTS

第一部分：短期维度—疫情周期

1.1：疫情周期影响下的消费

第二部分：中期维度—经济结构转型周期

2.1：传统经济占比下降，高端制造上行

2.2：美国次贷危机产业结构变化及证券市场复盘

2.3：可选消费之汽车及零部件投资机会

第三部分：长期维度—人口周期

3.1：我国人口结构迎来新变化

3.2：老龄化&医疗支出—日本的他山之石

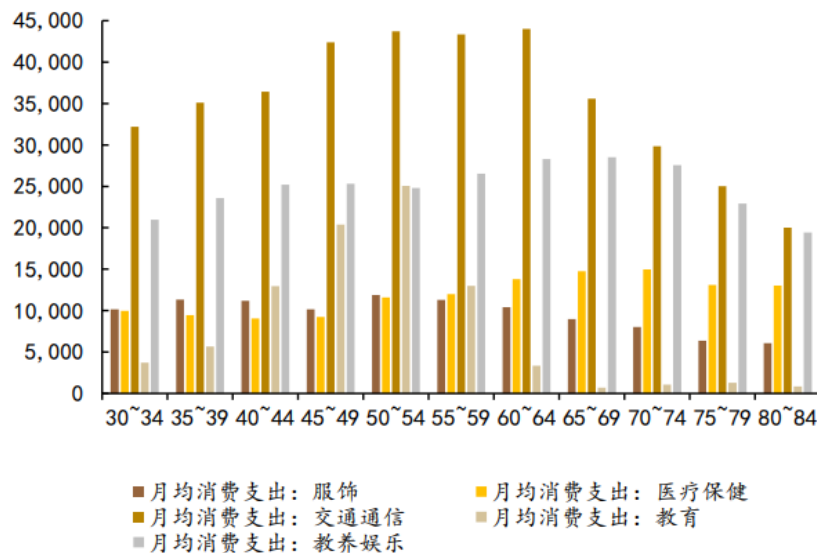
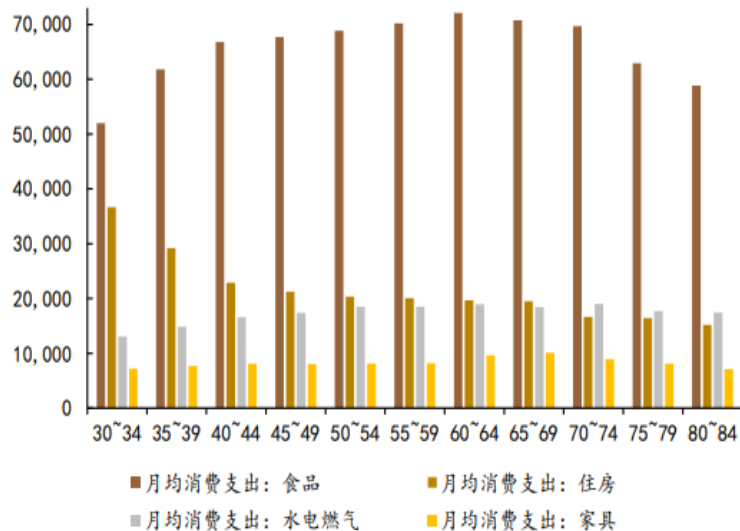
3.3：银发经济下之中药保健品及抗衰方向投资机会

3、长期维度—人口周期

日本各年龄段家庭月均消费中，刚需类差异不大，可选类里服饰、医疗保健、交通通讯或为最具潜力品类

- ▶ 根据日本年龄段家庭基本生活类、享受型和附加类消费品月均消费情况可以发现，日本各年龄段对基本生活类消费品月均支出的差异较小，对享受型和附加类消费品的消费差异较大，其中服饰、医疗保健、交通通信成为中老年人群最有潜力的消费品类。

2019年日本各年龄段家庭基本生活类消、享受型和附加类消费品月均消费情况（日元/月）

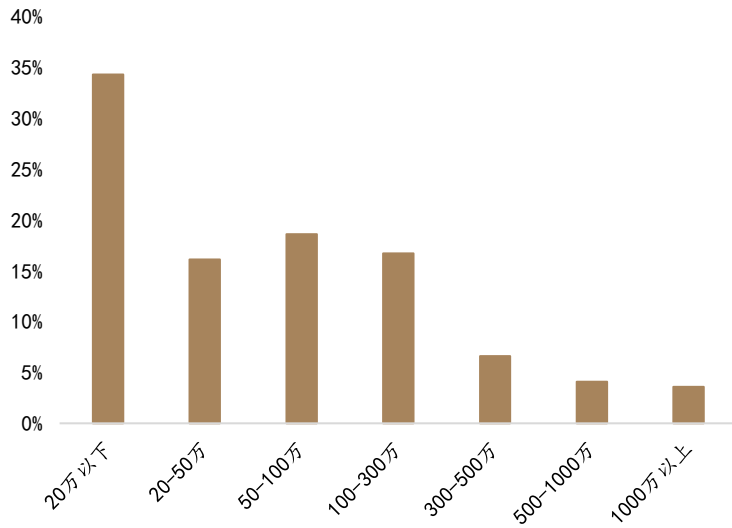


3、长期维度—人口周期

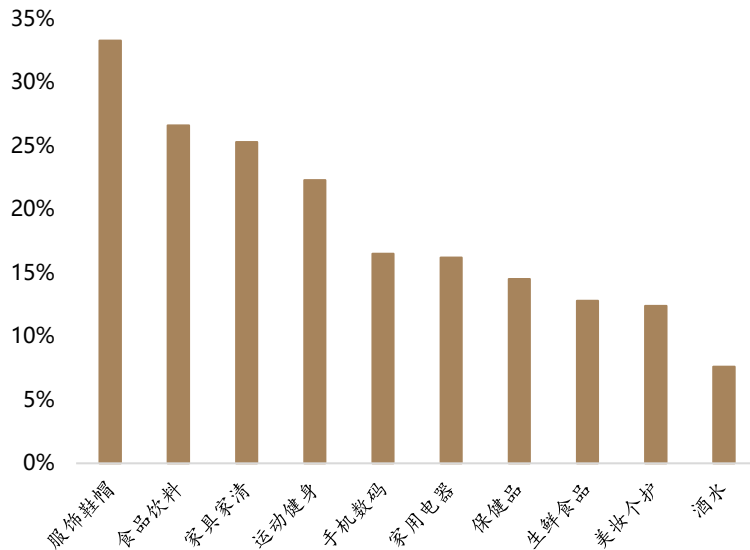
未来中国50岁以上老年人消费潜力巨大，潜力品类有服饰及运动、保健医疗等

- ▶ 整体来看，资产超过百万的新老人占受访老人的31%，我国中老年已经成为新一代财富拥有量较高的群体，消费潜力巨大。且右图表明，服饰鞋帽、运动健身、手机数码、保健品等产品成为新中老年人最具潜力的消费品类。

中国50岁以上“新老人”资产分布结构



中国50岁以上“新老人”最具潜力消费品类

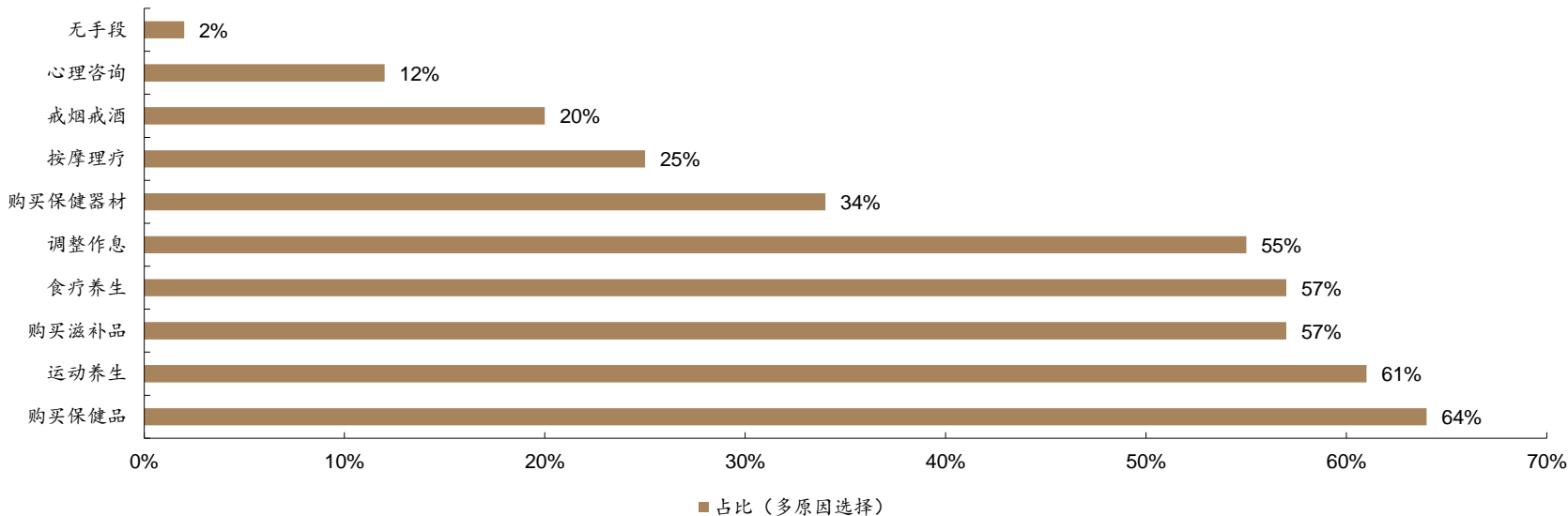


3、长期维度—人口周期

改善健康手段中，保健品排序第一名

▶ 据京东2022营养健康趋势健康白皮书调研得知，人们改善健康手段中购买保健品占比达到64%，排序第一。

改善健康的调查报告

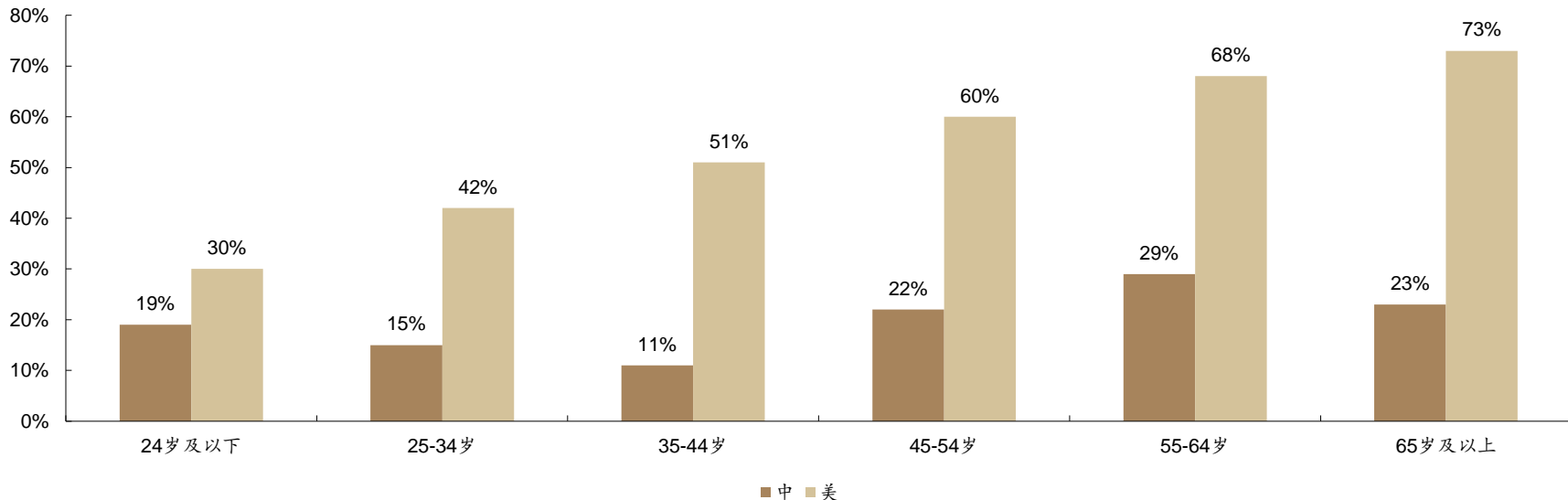


3、长期维度—人口周期

中美两国保健品渗透率对比，中国存在明显上升空间

- 由下图可知，中国的保健品渗透率较美国要低。其中美国65岁及以上人群保健品的普及率达到73%，中国仅为23%，其他年龄阶段美国的渗透率都在30%以上，中国则是在20%左右。因此中国保健品渗透率水平存在一定的提升空间。

2021年中美两国不同年龄阶段保健品渗透率

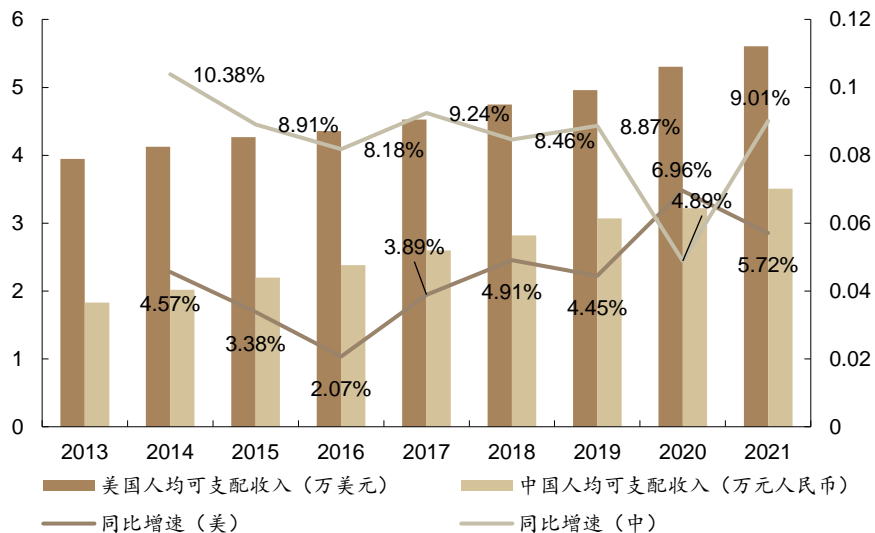


3、长期维度—人口周期

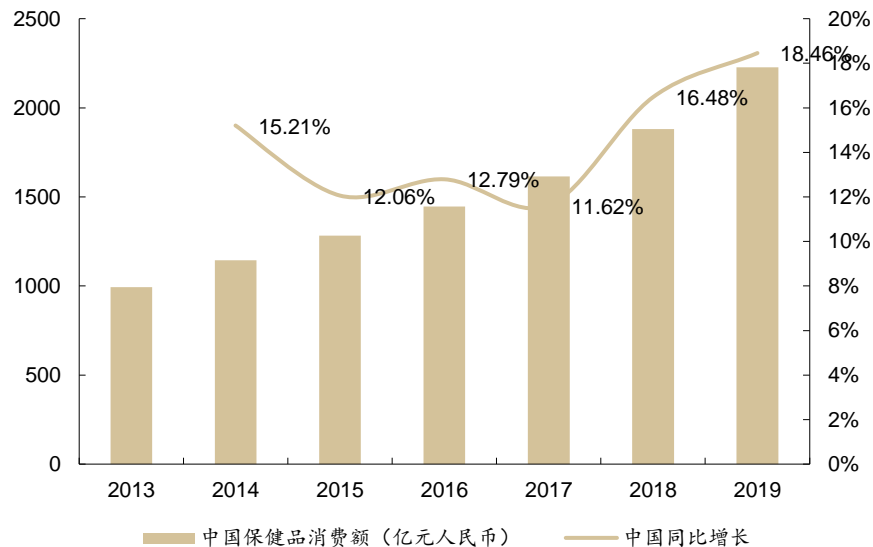
中美两国人均收入情况对比，中国保健品消费市场星辰大海

- ▶ 中国人均可支配收入增速相较于美国人均可支配收入是较快的，对应中国保健品销售增速较为可观。但是在绝对值上跟美国存在较大差距，后续随着中国经济增长，人均可支配收入增加，叠加新E代老年人消费理念的变化，有望继续推动保健品行业的发展。

中美人均可支配收入及增速对比



中国保健品销售及增速对比



3、长期维度—人口周期

人体衰老特征梳理

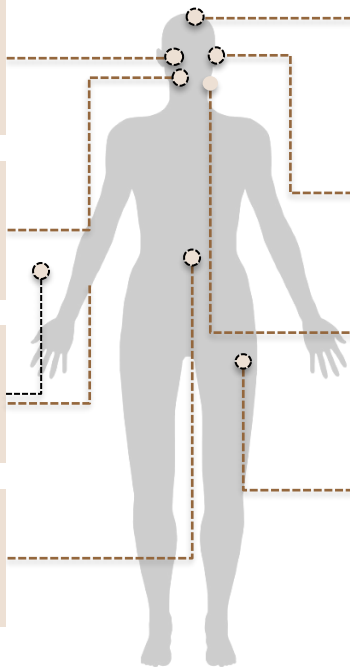
▶ 30-50岁之间是人们身体逐渐老化的阶段。以下是一些常见的衰老特征：

眼睛：视力下降、晶状体硬化，老年白内障、青光眼、老花眼、结膜炎的风险升高。

牙齿：口腔健康环境变差、牙齿脱落的风险升高。

力量：肌肉量和肌肉力量随着年龄的增长而逐渐减少，容易导致身体的稳定性和平衡性下降，容易摔倒或受伤。

整体：随着新陈代谢变慢，疲劳感增加、体力下降。



头发：变稀少、变白。年龄增长带来毛发的生长速度会减慢，发根的色素细胞也会逐渐减。

耳朵：听力下降，耳内的听觉神经逐渐受损，导致听力下降。

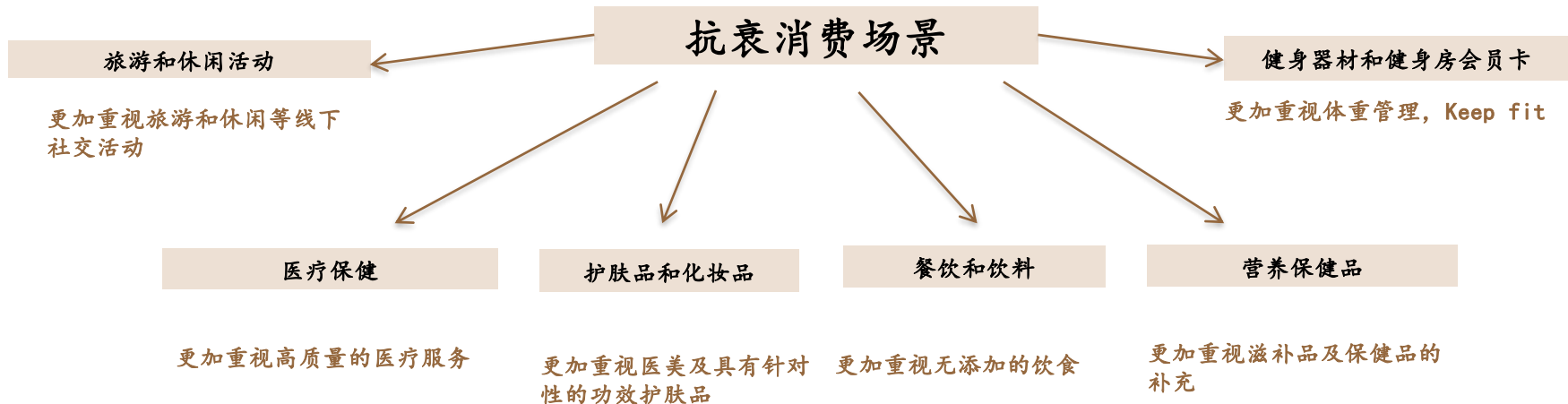
皮肤：松弛、细纹，皮肤下的脂肪也会逐渐流失，使得老化痕迹明显。

骨骼：骨密度下降、易骨折、膝盖关节等容易损伤。

3、长期维度—人口周期

抗衰老市场消费场景

▶ 新E时代老人的认知理念和老一辈老人们的不同，他们的需求和消费习惯也会发生改变。



3、长期维度—人口周期

► 对A股部分保健品&滋补品公司基本情况进行梳理。

序号	wind代码	公司简称	主营业务	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (2023E)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (2022A)	净利率 (2022A)
1	000423.SZ	东阿阿胶	阿胶及系列、毛驴 养殖及销售	339.11	51.85	34.21	40.42	7.8	68.3%	19.28%
2	300146.SZ	汤臣倍健	片剂、胶囊、粉剂	359.99	21.17	19.97	78.61	13.86	68.28%	17.95%
3	603896.SH	寿仙谷	灵芝孢子粉类产品、 铁皮石斛	94.44	47.89	28.04	5.08	1.3	84.95%	25.64%
4	600085.SH	同仁堂	中成药	735.11	53.6	44.02	153.72	14.26	48.8%	14.31%
5	600436.SH	片仔癀	片仔癀系列	1698.34	281.5	53.05	66.16	20.52	47.65%	31.64%

3、长期维度—人口周期

▶ 对AH市场部分美护、医疗服务、无添加食品饮料公司基本情况进行梳理。

序号	wind代码	公司简称	主营业务	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (2023E)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (2022A)	净利率 (2022A)
1	300896.SZ	爱美客	医美	1130	522.2	80.8	19.4	12.6	94.8%	65.4%
2	2373.HK	美丽田园医疗健康	医美	66	27.7	56.8	16.4	1.0	43.9%	6.7%
3	300957.SZ	贝泰妮	敏感肌护理	474	111.9	44.6	50.1	10.5	75.2%	21.0%
4	603605.SH	珀莱雅	护肤品	463	163.4	53.4	63.9	8.2	69.7%	13.0%
5	688363.SH	华熙生物	护肤品及原材料	460	95.5	47.3	63.6	9.7	77.0%	15.1%
6	300015.SZ	爱尔眼科	眼科服务	2075	28.9	77.0	161.1	25.2	50.5%	16.7%
7	600763.SH	通策医疗	齿科服务	383	119.4	69.5	27.2	5.5	40.8%	22.6%
8	301087.SZ	可孚医疗	医疗设备及助听器	103	49.2	26.6	29.8	3.0	39.5%	10.1%

注：收盘价及市值截止至2023年5月5日，收入及归母净利润截止至2022年12月31日，单位均为人民币

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明

资料来源：wind、德邦研究所

3、长期维度—人口周期

► 对AH市场部分美护、医疗服务、无添加食品饮料公司基本情况进行梳理。

序号	wind代码	公司简称	主营业务	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (2023E)	收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (2022A)	净利率 (2022A)
1	002044.SZ	美年健康	院外体检	266	6.8	-98.9	85.3	-5.3	34.3%	-5.5%
2	6078.HK	海吉亚医疗	肿瘤相关服务	358	56.8	67.1	32.1	4.8	32.2%	15.0%
3	301263.SZ	泰恩康	两性健康	79	33.4	45.6	7.8	1.7	58.2%	22.3%
4	2279.HK	雍禾医疗	植发	39	7.4	-41.4	14.1	-0.9	61.8%	-6.1%
5	603027	千禾味业	调味品	247	25.6	56.9	24.4	3.4	36.6%	14.1%
6	9633.HK	农夫山泉	食品饮料	4695	41.8	49.4	334.9	85.0	57.4%	25.4%
7	未上市	元气森林	健康饮料	--	--	--	--	--	--	--
8	未上市	毛戈平	美妆	--	--	--	--	--	--	--

注：收盘价及市值截止至2023年5月5日，收入及归母净利润截止至2022年12月31日，单位均为人民币

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明 资料来源：wind、德邦研究所

3、长期维度—人口周期

► 对AH市场部分旅游休闲、健身器材、纺织服装等公司基本情况进行梳理。

序号	Wind代码	公司简称	板块	总市值 (亿元①)	收盘价 (元②)	PE (TTM)	2022年收入 (亿元)	2022年归母净利润 (亿元)	2022年毛利率 (%)	2022年净利率 (%)
1	600754.SH	锦江酒店	旅游休闲	495	51.8	152.3	110.8	0.5	33.1	2.2
2	9961.HK	携程集团-S	旅游休闲	1780	260.4	113.3	196.9	-14.9	77.5	6.8
3	601888.SH	中国中免	旅游休闲	3143	152.9	66.3	575.4	57.9	28.4	11.4
4	605299.SH	舒华体育	健身器材	51	12.3	45.8	14.0	1.0	29.8	8.1
5	300651.SZ	金陵体育	健身器材	28	21.5	72.2	5.6	0.3	34.7	8.4
6	002899.SZ	英派斯	健身器材	16	13.3	23.6	8.0	0.2	26.2	8.0
7	2331.HK	李宁	纺织服装	1471	55.8	32.3	247.8	42.4	48.4	15.6
8	2020.HK	安踏体育	纺织服装	2724	96.2	32.1	524.8	74.7	60.2	15.3
9	2313.HK	申洲国际	纺织服装	1131	75.3	22.1	260.7	35.1	22.1	16.4
10	300979.SZ	华利集团	纺织服装	508	43.6	16.6	202.1	32.2	25.9	15.7

注：数据截止至2023年5月5日，① H股公司单位为亿港元，② H股公司单位为港元

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明 资料来源：wind，德邦研究所



风险提示

- ▶ 宏观经济下行，居民收入增速不及预期，就业情况恶化

分析师与研究助理简介

李浩，德邦证券产业经济首席分析师，曾就职武钢股份、国海证券、上海证券，十年央企工作经验、三年黑色周期行业研究经验、三年策略研究经验。在央企十年的工作历程中，曾从事技术、营销、投资、国际公共关系及法务与金融投资的相关环节工作，造就了注重胜率为导向的研究特色。2022年11月加入德邦证券研究所

李瑶芝，德邦证券产业经济分析师，布里斯托大学金融与投资硕士，2019年起从事卖方研究工作，曾就职于太平洋证券研究院、上海证券研究所，负责建筑钢铁新材等方向的研究工作。擅长从产业及数据中寻找机会，侧重产业经济中周期及消费行业的研究。2022年11月加入德邦证券研究所

张威震，德邦证券产业经济研究助理，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。研究方向：科技产业细分赛道研究。曾担任四大战略咨询顾问、消费电子上市公司战略研究总监，3年行业与产业研究经验。2022年10月加入德邦证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅	股票 投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上
		增持	相对强于市场表现5%~20%
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动
		减持	相对弱于市场表现5%以下
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准	行业 投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下

免责声明

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

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话： +86 21 68761616 传 真： +86 21 68767880

400-8888-128