

大消费行业 2024 年投资策略

顺势而为，挖掘新常态下消费的七条主线

投资要点：

在消费市场经历了高歌猛进、遍地开花的发展阶段之后，宏观经济发展阶段、消费者的消费行为、资本的投资偏好出现变化，带来了新的消费趋势，消费内部各板块也将出现明显分化。在这样的背景下，我们认为，回归消费的“供需量价”本质，是当下消费市场分析的重中之重。故本篇报告依照“菱形站位”及“消费效用矩阵”理论，以消费市场特征变化为基础，回归消费的供需量价本质，筛选出消费市场七大新趋势进行深入探讨。

➤ **重劳力的标准化和工业化：餐饮及大B供应链。**餐饮业以重劳力为特征，在降本增效的需求推动下，开启工业化进程，这促成了调味品、速冻食品、连锁餐饮等业态的高成长表现。速冻预制菜乘懒人经济，紧抓产业连锁化&工业化&集中化趋势，在产品标准化下有望实现规模效应；餐饮消费趋于理性下，企业端规模化转型及降本增效有望提升收益。

➤ **K型分化和M型社会下的持续精神享受：低度酒&医美&黄金珠宝。**低度酒作为消费趋势的产物，具备新人群&新场景&新偏好&大空间四大特征，啤酒仍在高端化进程中，价增仍有较大空间；医美需求端存在上行驱动力，供给端提供新选择和新刺激，建议关注产品上新后的拉力；黄金珠宝受益消费理性及投资避险的特殊属性，成为消费者更具性价比的选择，在产品端工艺升级及金价助推的背景下有望实现量价齐增。

➤ **老龄少子背景下的必然趋势：宠物&保健品。**在人口结构化转型趋势下，人口新结构体现出了多样化的“新消费”与“新需求”，催生宠物&保健品产业新机会，宠物关注海外订单恢复及国产替代下的量价齐增，保健品关注产品端的优化、企业端的提效控费及行业长期成长空间。

➤ **广义可选消费品的极致性价比：零食连锁&折扣连锁。**在居民收入预期降低、消费观念趋于理性、上游渠道内卷的大背景下，消费呈现弱复苏状态，零售业态走向折扣化，叠加供应链提效增速与企业端的合理控费，以价降牵动量增，顺应性价比消费与内卷时代，未来可期。

➤ **狭义必选消费的加速健康化：酱油&乳制品&代糖。**需求复苏及健康意识提升的背景下，酱油刚性需求叠加行业升级驱动价格带向上，空间宽广；原奶成本下行及产品端的结构升级将带来乳企弹性向上，未来行业竞争趋缓将促进企业合理控费，支撑企业盈利提升；在减糖的健康化趋势下天然代糖空间广阔。

➤ **出口链路上的规模化机遇：轻工家电及跨境电商的供应链全球化。**内需动力不足，海外市场供给侧乏力，在供需错配下，劳动密集型产业海外有机遇，看好具有出海逻辑的细分行业。

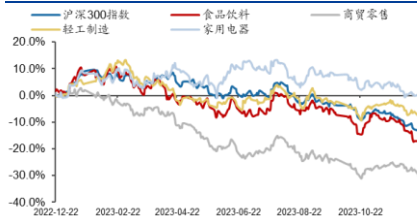
➤ **经济回暖下商务消费的环比优化：白酒具备短期的韧性空间和长期的平滑曲线。**需求端来看白酒韧性仍存，供给方面来看预计行业集中度的持续提升将继续为龙头带来量增。当前在选股上应关注具有强alpha、已走出自己经营节奏、主推产品价格带符合需求趋势和品牌价值的标的。

➤ **投资建议：**（1）白酒方面，推荐贵州茅台、五粮液，建议关注泸州老窖；（2）低度酒方面推荐百润股份；啤酒方面，建议关注青岛啤酒；（3）乳制品方面，建议关注伊利股份；（4）休闲零食方面，建议关注洽洽食品、劲仔食品；（5）餐饮及大B供应链方面，推荐安井食品、千味央厨、天味食品；（6）零售折扣化方面，建议关注名创优品；（7）黄金珠宝方面，推荐潮宏基；（8）宠物方面，推荐中宠股份；（9）出口供应链方面，建议关注家联科技。

➤ **风险提示：**宏观经济波动影响消费水平、食品安全风险、政策风险、经销商资金链问题抛售产品损害品牌、原材料成本大幅波动。

强于大市(维持评级)

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师	刘畅
执业证书编号：	S0210523050001
邮箱：	lc30103@hfzq.com.cn
分析师	张东雪
执业证书编号：	S0210523060001
邮箱：	zdx30145@hfzq.com.cn
分析师	童杰
执业证书编号：	S0210523050002
邮箱：	tj30105@hfzq.com.cn
分析师	王瑾璐
执业证书编号：	S0210522090002
邮箱：	wjl3257@hfzq.com.cn
研究助理	林若尧
邮箱：	lry30204@hfzq.com.cn
研究助理	周翔
邮箱：	zx30222@hfzq.com.cn
研究助理	杜采玲
邮箱：	dcl30189@hfzq.com.cn

- 1.《贵州茅台（600519.SH）：岿然引领，时代中的茅台迎风发展》-2023.11.29
- 2.《五粮液（000858.SZ）：需求场景的最优选择，量价逻辑的持续发力》-2023.7.20
- 3.《茅五泸提价复盘与启示思考》-2023.12.11

重点企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	20,986.67	627.16	743.28	901.40	1,044.78	33.46	28.24	23.28	20.09
000568.SZ	泸州老窖	2,509.44	103.65	132.14	162.72	197.24	24.21	18.99	15.42	12.72
000858.SZ	五粮液	5,178.84	266.91	303.45	348.21	398.17	19.40	17.07	14.87	13.01
600600.SH	青岛啤酒	797.71	37.11	42.89	53.73	62.51	21.50	18.60	14.85	12.76
002568.SZ	百润股份	245.10	5.21	8.97	12.00	14.97	47.02	27.32	20.43	16.37
600887.SH	伊利股份	1,655.19	94.31	106.86	122.05	138.99	17.55	15.49	13.56	11.91
002557.SZ	洽洽食品	171.87	9.76	8.42	11.20	13.21	17.61	20.40	15.34	13.02
003000.SZ	劲仔食品	52.59	1.25	1.82	2.42	3.07	42.19	28.95	21.74	17.12
603345.SH	安井食品	282.30	11.01	16.06	18.96	23.27	25.64	17.58	14.89	12.13
603317.SH	天味食品	134.57	3.42	4.43	5.40	6.49	39.38	30.38	24.92	20.74
001215.SZ	千味央厨	43.87	1.02	1.40	1.79	2.25	43.04	31.33	24.51	19.50
9896.HK	名创优品	429.43	6.37	16.67	23.25	28.31	67.46	25.77	18.47	15.17
002345.SZ	潮宏基	58.11	1.99	4.07	4.88	5.86	29.18	14.28	11.91	9.92
002891.SZ	中宠股份	76.85	1.06	2.32	2.86	3.66	72.55	33.13	26.87	21.00
301193.SZ	家联科技	33.31	1.79	1.06	1.50	1.94	18.59	31.45	22.17	17.14

数据来源: ifind, 华福证券研究所 (注: 总市值截至 2023 年 12 月 22 日, 青岛啤酒、百润股份、安井食品、天味食品、千味央厨、中宠股份和潮宏基来自外发报告预测, 其余归母净利润来自于 iFind 一致预期)

正文目录

1	再看供需量价理论，考虑新常态下的消费的底层逻辑.....	8
1.1	从供给维度出发，寻找消费趋势更迭	9
1.2	从需求效用变化，追求效率最大化	10
1.3	明确新常态下的六个核心方向	12
2	K型分化和M型社会下的持续精神享受	15
2.1	漫长低度酒时代的底层逻辑和全面爆发	17
2.1.1	啤酒：高端化方兴未艾，价增仍有较大空间.....	17
2.1.2	预调酒：新人群、新场景、新偏好、大空间.....	20
2.2	口红效应下医美行业的持续渗透和投资机遇.....	24
2.2.1	需求端：对美的需求不变，渗透+升级双轮驱动.....	24
2.2.2	供给端：“新”提供强刺激，明后年多款产品有望上新.....	25
2.2.3	渠道端：投融资热情加高，竞争加速	26
2.3	顶奢溢价到投资避险，追求性价比的美丽	27
3	重劳力的标准化和工业化	31
3.1	速冻预制菜的海量空间，加量不加价	31
3.1.1	预制菜B端关注标准化，规模化单品有望破局.....	31
3.1.2	C端懒人经济万亿市场机会，便利生活习惯需要被消费	33
3.2	连锁业态的持续规模化，降价不降质	35
4	老龄少子背景下的必然趋势	38
4.1	宠物：国产替代下量价逻辑双优	41
4.2	保健品：老龄化趋势和健康意识提升的双击.....	47
5	广义可选消费品的极致性价比	51
5.1	大众化消费的性价比赛道——零售折扣店.....	55
5.2	休闲零食的性价比赛道——量贩零食	56
5.3	中高端消费群体的性价比赛道——奥莱&免税.....	57
6	狭义必选消费的加速健康化	61
6.1	酱油刚需升级驱动价格带向上，高端品类红利释放.....	61
6.1.1	以邻为鉴，我国酱油业品类升级趋势强、品阶提升空间大.....	62
6.1.2	掘金需求升级中的小β红利，量价维度聚焦高端品类	64
6.2	全民健康意识提升带来的升级赛道——乳制品.....	66
6.3	减糖健康化趋势下天然代糖空间广阔	70
6.3.1	消费需求健康化，天然代糖需求持续提升	70
6.3.2	天然代糖应用领域广泛，发展空间广阔	72
7	出口链路上的规模化机遇	74
8	经济回暖下商务消费的环比优化	76
8.1	长期视角：从疫情的不确定性走出，新周期序幕拉起.....	76
8.2	24年展望：白酒龙头仍具韧性，行业优化健康度提升	77
9	投资建议	81
9.1	K型分化和M型社会下的持续精神享受	81
9.2	重劳力的标准化和工业化	81
9.3	老龄少子背景下的必然趋势	82
9.4	广义可选消费品的极致性价比	82
9.5	狭义必选消费的加速健康化	83
9.6	出口链路上的规模化机遇	83
9.7	经济回暖下商务消费的环比优化	84

10	风险提示	84
----	------------	----

图表目录

图表 1: 中国社零数据逐步回升	8
图表 2: 消费者信心指数	8
图表 3: 2021-2023 新消费投融资数量有所下降	8
图表 4: 消费的“菱形站位”理论	10
图表 5: 消费效用矩阵	11
图表 6: 消费效用矩阵守恒	12
图表 7: 国内人口结构有老龄化趋势	13
图表 8: 我国居民人均消费支出逐步恢复	13
图表 9: 国内人口结构	13
图表 10: Z 世代收入情况	13
图表 11: 麦肯锡对 2020-2030 年国内家庭收入变化的预测	14
图表 12: 基尼系数有所抬升, 但整体富足程度更高	16
图表 13: 旅游地区酒店价格趋势展现 K 型分化	16
图表 14: 我国当前消费时钟在第三阶段, 从左往右展现了不同线城市的发展节奏差异	16
图表 15: 高端啤酒具备更高的毛利水平	18
图表 16: 目前主要啤酒厂商均制定了高端发展战略	18
图表 17: 95 后具备更高的高端消费倾向	18
图表 18: 高端档次啤酒销量持续保持双位数增长	18
图表 19: 啤酒零售、出厂价增速均达到较高水平	19
图表 20: 近几年啤酒零售价持续提升, 但仍较低	19
图表 21: 高端产品销量占比持续提升, 但仍较低	19
图表 22: 日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费, 预调酒兴起	20
图表 23: 我国预调酒行业规模自 18 年来持续提升	21
图表 24: 当前女性消费者独饮场景首选低度酒	21
图表 25: 以市场为锚点, 预调酒行业远期规模预计将达 168.46 亿元, CAGR 达 11.3%	22
图表 26: 以啤酒/非烈酒为锚, 预调酒远期空间可看 200 亿以上	22
图表 27: 以女性消费者为锚点, 行业未来规模预计将达 173.88 亿, CAGR 达 11.74%	22
图表 28: 各企业盈利预测	23
图表 29: 我国每千人消费次数提升空间较大 (单位: 次/千人)	24
图表 30: 我国医美消费韧性较强	24
图表 31: 中国轻医美治疗次数持续提升 (按服务收入计)	25
图表 32: 明年预计上市的产品	25
图表 33: 医美本地化机构 2023 年投融资情况	26
图表 34: 各企业盈利预测	26
图表 35: 黄金产品市场规模及增速 (单位: 亿元)	27
图表 36: 黄金珠宝头部品牌营收增速及金银珠宝类零售额增速 (%)	27
图表 37: 头部品牌市占率提升	28
图表 38: 各类黄金饰品介绍	28

图表 39: 年轻消费者对黄金购买意愿快速提升	28
图表 40: 近年各品牌加盟门店数高增(单位: 家)	29
图表 41: 电商渠道的占比提升	29
图表 42: 黄金珠宝双十一情况	29
图表 43: 伦敦现货黄金价格攀高	30
图表 44: 美国通胀水平回落	30
图表 45: 各企业盈利预测	30
图表 46: 多维对比中日预制菜发展条件差异	31
图表 47: 预制菜市场规模(亿元)与增速	32
图表 48: 我国商业地租与用工成本持续抬升	32
图表 49: 餐饮业规模与连锁化率同增	32
图表 50: 传统餐厅使用预制菜可优化成本结构	32
图表 51: 预制菜产品结构	33
图表 52: 选品逻辑背后的影响因素及作用机制	33
图表 53: 家庭小型化与人口老龄化趋势	34
图表 54: 单次预制菜消费主流价格带(22.7)	34
图表 55: 各企业盈利预测	34
图表 56: 餐饮收入(亿元)和同比增长(%)	35
图表 57: 连锁餐饮企业总店数(个)	35
图表 58: 连锁餐饮企业门店总个数(万个)	35
图表 59: 连锁餐饮企业营业面积(万平方米)	36
图表 60: 连锁餐饮企业的餐位数(万个)和营业额(亿元)	36
图表 61: 居民人均服务性消费支出(万元)	37
图表 62: 股份有限公司餐饮行业营业成本(亿元)	37
图表 63: 餐饮业产业链	37
图表 64: 各企业盈利预测	38
图表 65: 2004-2020 年我国结婚率和离婚率	39
图表 66: 2012-2022 年我国 65 周岁及以上人口占比	39
图表 67: 2012-2022e 年我国总生育率下降	39
图表 68: “新老人”画像	39
图表 69: 2022 年 6 月 Z 世代&全网用户一级行业用户使用总时长对比	40
图表 70: 2022 年 6 月 Z 世代用户 KOL 行业活跃渗透率 TGITOP5	40
图表 71: Z 世代用户线上消费关注点 TOP5	40
图表 72: 2018-2022 年养宠人数(万人)	41
图表 73: 我国宠物数量提升(万只)	41
图表 74: 2020 年宠物在宠主生活中扮演的角色	42
图表 75: 单只宠物平均消费金额(元)	42
图表 76: 预计 2027 年我国宠物市场规模达到 4629 亿元	43
图表 77: 2023 双十一各平台宠物榜单	44
图表 78: 2022 双十一各平台宠物榜单	44
图表 79: 宠物品牌当前的竞争热点	45
图表 80: 零售包装宠食出口同比修复	45
图表 81: 其他零售包装宠食出口同比高增	45
图表 82: 宠物食品公司的销售费用转化测算	46
图表 83: 利润率修复的两条路径	46
图表 84: 各企业盈利预测	46
图表 85: 我国老龄化趋势日益明显	47

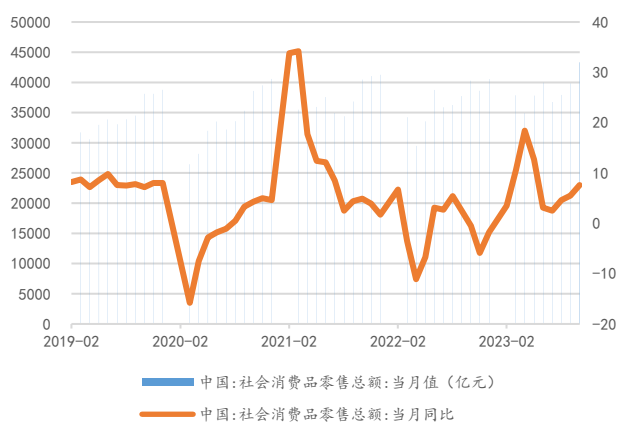
图表 86: 我国老龄化率由 7%到 14%仅用了 22 年	47
图表 87: 我国出生率逐年走低	47
图表 88: 我国平均预期寿命不断增加	47
图表 89: 疫情带来人们健康意识与行为的提升	48
图表 90: 疫情对不同职业群体带来的影响	48
图表 91: 疫情后人们对心理健康的关注度提升	48
图表 92: 中日保健食品市场准入机制比较	49
图表 93: 2022 年 FANCL 各业务营业表现 (百万日元)	50
图表 94: FANCL 保健品业务在中日品牌份额情况	50
图表 95: 我国保健品行业空间广阔	50
图表 96: 保健品板块重点公司盈利预测	51
图表 97: 疫后经济与社零增速呈现较大波动	51
图表 98: 必选品消费情况同比 (%)	52
图表 99: 可选品消费情况同比 (%)	52
图表 100: 居民收入预期、消费意愿均呈下降趋势	52
图表 101: 近年来居民储蓄率上升	52
图表 102: 近十年国内各区域零售进出口额差异情况 (亿元)	53
图表 103: 我国城镇及农村人均可支配收入对比	53
图表 104: 消费者的消费理念更趋于理性	53
图表 105: 消费者面对促销心智更加成熟理性	53
图表 106: 以量贩零食为例, 供应链效率更优带来更低的终端价格	54
图表 107: 中外零售企业“库存周转天数”对标	54
图表 108: 零售商&品牌商认为预测未来销售对供应链影响对比	54
图表 109: 我国生活家居用品市场规模 (十亿元)	55
图表 110: 日本大创在全球范围内的供应链布局	56
图表 111: 大创与名创优品主要经营情况对比	56
图表 112: 量贩零食主要品牌的门店分布情况	56
图表 113: 零食很忙门店扩张情况 (家)	56
图表 114: 不同区域下量贩零食门店空间测算, 预计 2025 年量贩门店稳态在 4.8 万家	57
图表 115: 我国高净值群体数量不改增长趋势	58
图表 116: 2022 年我国高净值群体人均财富略有下降	58
图表 117: 出入境限制下, 中欧奢侈品市场价格对比 (截至 2022 年 12 月 31 日)	58
图表 118: 2019-2023 年 10 月海南离岛免税购物情况	59
图表 119: 三亚、美兰以及上海机场旅客吞吐量已超 2019 年同期水平	59
图表 120: 国内已出台涉及市内免税的政策汇总	59
图表 121: 重点公司盈利预测	61
图表 122: 我国酱油业市场零售额持续增长	62
图表 123: 酱油零售均价增速高于年度 cpi 增速	62
图表 124: 我国酱油业发展历程	63
图表 125: 日本特级酱油结构占比持续提升	64
图表 126: 我国酱油品阶升级空间大	64
图表 127: 日本酱油品类升级复盘	65
图表 128: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%	66
图表 129: 22Q1-23Q3 健康属性酱油均价 (元/升)	66
图表 130: 各企业盈利预测	66
图表 131: 2022 年液奶各细分行业市场规模 (亿元)	66

图表 132: 液奶各细分行业增速 (%)	66
图表 133: 乳制品行业发展阶段性复盘	67
图表 134: 我国城镇&农村居民人均奶类消费量对比 (kg)	67
图表 135: 2021 年全球主要国家人均奶类消费量对比 (kg)	67
图表 136: 近年来乳制品行业支持性政策	68
图表 137: 低温巴氏奶营养价值更佳	69
图表 138: 重点公司盈利预测	70
图表 139: 疫情以来消费者的饮食变化情况	70
图表 140: 全球天然代糖占比提升	71
图表 141: 天然代糖类别及性质情况	71
图表 142: 2022 年我国各类代糖消费量占比	72
图表 143: 各类代糖空间测算	73
图表 144: 各企业盈利预测	73
图表 145: 23 年 1-10 月全国居民消费价格指数变化	74
图表 146: 23 年 1-10 月社会消费品零售总额变化	74
图表 147: 消费者信心指数仍有修复空间	74
图表 148: 23 年 1-11 月份出口总值变化	75
图表 149: 重点企业盈利预测	76
图表 150: 23 年白酒 SW 指数整体震荡向下, 波动较前两年幅度收窄	76
图表 151: 行业深度调整后, 2016 年至今白酒板块复盘	77
图表 152: 在 M1-M2 剪刀差缩小的背景下, 白酒彰显韧性	77
图表 153: 中国居民人均可支配收入同比变化 (%)	78
图表 154: 中国消费者信心指数变化	78
图表 155: 今年上市酒企开门红普遍顺利, 但 1-3 月白酒亏损企业占比创下新高	78
图表 156: 23 年白酒企业纷纷加大 C 端投入	79
图表 157: 各企业盈利预测	80
图表 158: 重点企业盈利预测	84

1 再看供需量价理论，考虑新常态下的消费的底层逻辑

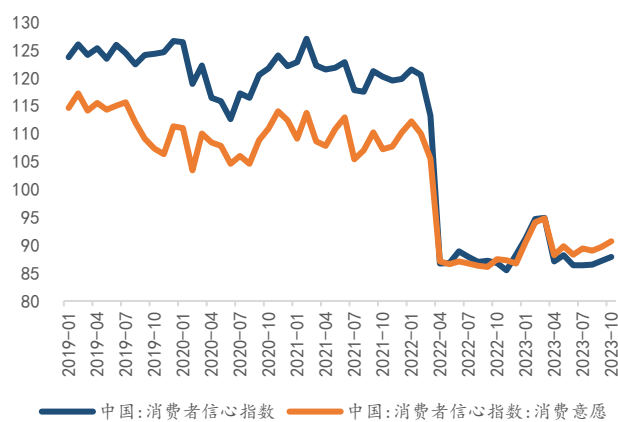
2023 年是消费提振年，年初以来政府工作报告提出“把恢复和扩大消费摆在优先位置”，确定了“全民乐享全民盛惠”主题，各方努力为消费者保驾护航。从效果来看，2023 年 1-4 月有明显的补偿性消费，届时终端消费市场火热，从 5 月份以来社零总额月度同比增速有所下降，直至 8 月边际逐步回升，在补偿性消费结束后，消费市场呈现缓慢稳步复苏趋势。从消费者信心来看，消费者指数缓慢复苏，较 2019-2021 年水平仍有差距，修复空间仍存，当前消费意愿指数高于消费者信心指数，侧面反映了消费者整体逐渐趋于理性。

图表 1：中国社零数据逐步回升



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 2：消费者信心指数

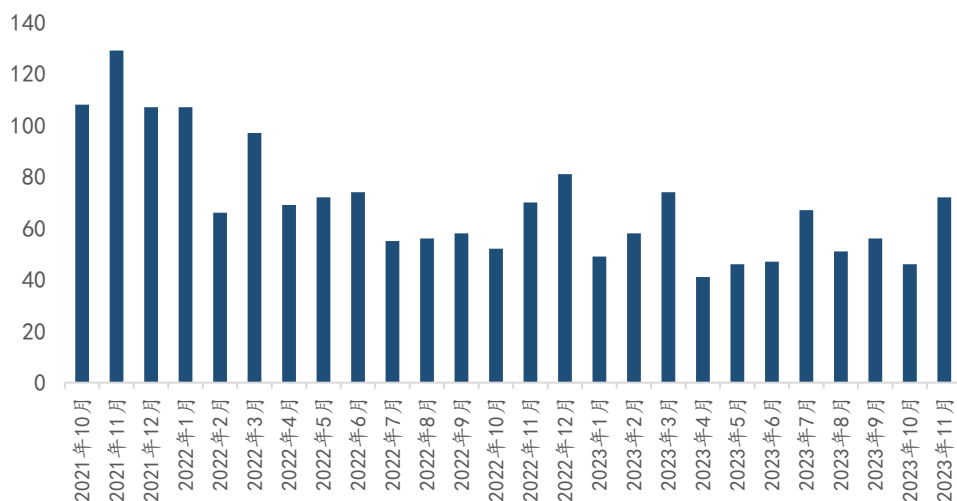


数据来源: wind, 华福证券研究所

从投资角度来看，以一级投资市场为例，在消费火热时期所讲述的很多“宏大的故事”已经不再拥有吸引力，在资产价格趋于合理化的时候，辨别真成长和定位合理估值要把握未来确定性需求趋势，由市场情绪和预期撑起的市值将重新定价，永久消失的需求需要被判别，而长期质地优异，仅因后疫情阶段性业绩承压的公司也需要被看到。当回调、理性成为现实，无论是食品饮料、还是美护、服饰、宠物等赛道，发展质量都远比成长速度更为关键，品牌的供应链系统、自身造血能力更是资本评估关键，而赛道的供需量价关系也再次被重新重视起来。

图表 3：2021-2023 新消费投融资数量有所下降

新消费投融资数量（个）



数据来源：蓝鲨消费，华福证券研究所

在高歌猛进、遍地开花的阶段之后，当宏观经济发展阶段、消费者的消费行为、资本的投资偏好出现变化时，往往会带来新的消费趋势，消费内部各板块趋势也将出现明显分化。在这样的背景下，我们认为，回归消费的“供需”本质，尤其是需求本质，是当下消费市场分析的重中之重，故本篇报告紧密围绕供需量价关系进行深入探讨。

1.1 从供给维度出发，寻找消费趋势更迭

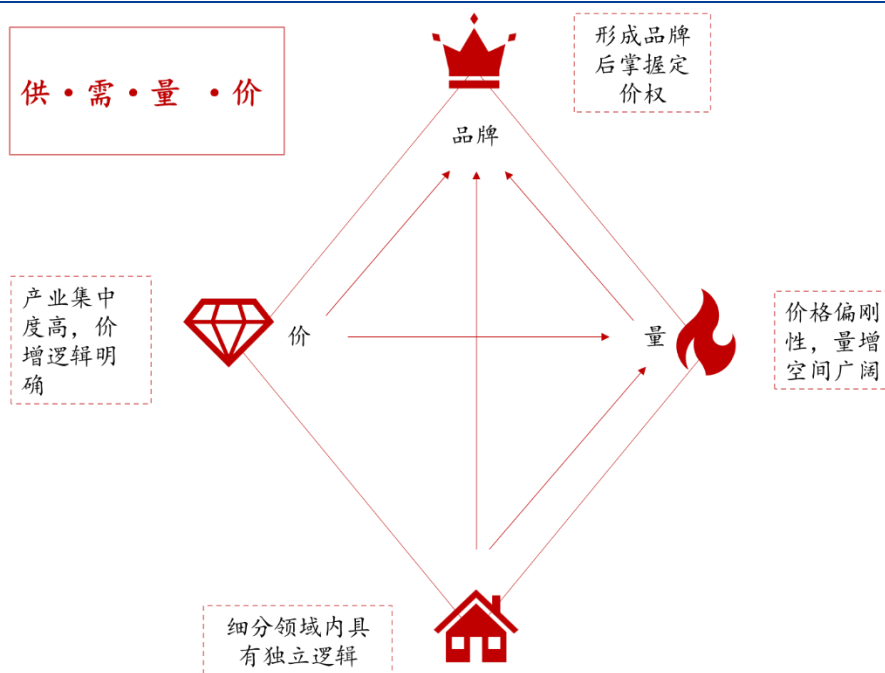
我们根据供需量价提出了“菱形站位”理论，以食品饮料板块为例来分析不同细分板块的发展阶段及增长逻辑，也更能清晰的对比出消费各细分板块之间的分化。从供给端出发，消费公司的经营重心也在发生变化。

- 菱形最高点是指拥有品牌壁垒的公司，在产业链中拥有定价权。如高端白酒行业，高端白酒公司享受品牌溢价，在产业链中议价权高，其量价增长空间长期仍存，在各种不确定因素中，经营确定性彰显。再如黄金珠宝行业中，周大福以工艺差异化营销获得品牌溢价权，销售单价领先行业。
- 菱形最左边的点是指渗透率较高、量增阶段已过，以价格的增长为逻辑主线的行业。如啤酒、乳制品、传统调味品、生活用纸等，当前高端化趋势带来的价增是引领行业规模向上的主要因素。从2020年以来，以上板块的高端化预期较高，板块价增趋势仍在演绎，因价增幅度符合预期多数板块仍属于消化估值进程。当消费力阶段性承压的当下，成熟行业的消费企业高端化或不再是公司主要矛盾，迎合消费市场趋势，推出高性价比产品或成为放量关键点。
- 菱形最右边的点是行业渗透率较低、以量增为逻辑主线，如餐饮产业链行

业、宠物用品等，量增逻辑仍在演绎，空间仍大。量增的最初阶段是粗放式增长，然后逐步进入高质量增长，如餐饮产业链行业，一日千里、迅猛发展也已是过去时，经历过疫情的洗礼，供应链效率、经营效率、成本控制等能力等是当下餐饮产业链公司发展的关键点，质量决定未来，故此阶段，管理能力溢价或将体现在估值上。

- 菱形最下面的点是指在细分领域拥有独立逻辑的行业，包括次高端白酒、休闲零食、饮料、小家电等板块的公司，独立逻辑包含如铺货逻辑、新品逻辑等，短期会带来业绩上的高增长，但长期来看，行业发展方向仍存在不确定性，或以价增为主、或以量增为主。我们判断，以上细分领域过去股价的上行更多的是来源于食品饮料板块整体估值的上移以及短期业绩带来的乐观预期，而从 2020 年以来更多的是在演绎“时间换空间”，经历了三年的估值消化后，我们认为估值合理、有业绩弹性变化的优质标的仍可重点关注。

图表 4：消费的“菱形站位”理论



数据来源：华福证券研究所

备注：纵轴自上而下代表行业壁垒的从高到低，横轴从左到右代表从“价”的增长逻辑到“量”的增长逻辑

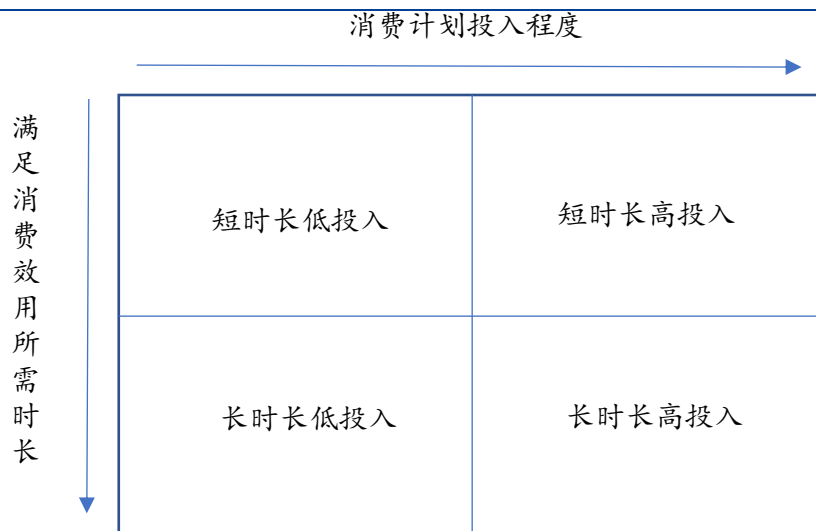
1.2 从需求效用变化，追求效率最大化

消费选择的行为是在一定的预算约束条件下，追求消费效用的满足，消费商品中的满足程度，消费者对商品的消费欲望，主观的偏好和评价形成消费效用。立足大消费板块，从消费效用角度洞穿行业需求变化。

消费门类的衍生是消费升级的行业表现，消费升级从需求升级，到产品升级，到服务升级，从消费者主观定制化需求，到行业主观定制化服务。我们认为消费升

级是市场发展的客观规律，消费投入有高低，消费效用满足所需周期有长短，低消费并不是消费升级的悖论，而是市场适应新环境新需求的主观表现，从消费和效用满足角度我们刻画了消费效用矩阵，从而刻画消费升级阶段大消费板块各子行业消费效用表现。

图表 5：消费效用矩阵



数据来源：华福证券研究所

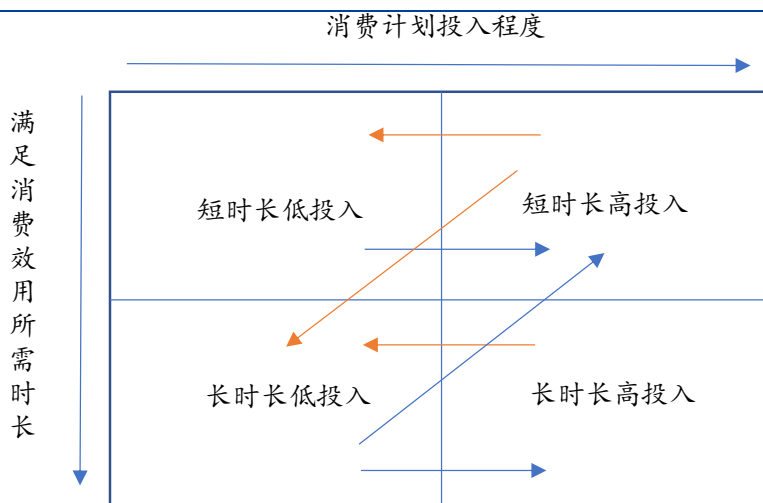
- **消费计划投入低，满足消费效用所需时间短。**消费者在较少的花销下快速满足自己的消费效用，如消费板块下的餐饮、酒店、批零等行业。消费这类商品或服务的目的通常是为了可被快速满足的消费效用如饥饿、口渴等，这些消费品购买价格通常较低，消费者通常更关注价格和便利性，以及即时的满足感。
- **消费计划投入高，满足消费效用所需时间短。**消费者在较多的花销下快速满足自己的消费效用，如黄金珠宝、奢侈品等行业。与短时长低投入类似，消费这类商品或服务的目的通常是为了可被快速满足的消费效用，消费者在关注即时的满足感时，关注消费及服务品质，功能和独特性，以及消费带来的异质性的体验。
- **消费计划投入低，满足消费效用所需时间长。**消费效用在较少的花销叠加较长的时间下被满足，如宠物消费，宠粮及宠物用品，消费效用是间接的满足而不是消费后的直接满足，消费效用的满足需要消费者在一段时间内感受到宠粮及宠物用品从宠物向消费者的传递。这类消费效用的满足同样体现在需要养成一定消费习惯的行业或细分赛道，如智能家电，运动服饰等在相对低消费投入的情况下，消费此类产品的消费效用满足需要消费者培养一定的消费习惯或使用习惯。
- **消费计划投入高，满足消费效用所需时间长。**消费效用在较多的花销叠加较长的时间下被满足，与长时长低投入相似，这类产品需要消费者长期投

入较高的成本才能获得一定的满足，如高端教育课程、医美、数据支持、职业咨询类消费等。

复苏期大消费板块显活力，服务性消费快速增长。数据显示，23 年前三季度服务性消费支出增长较快，暑期出游热与文娱市场旺盛需求的带动下，餐饮、交通出行、文旅等服务性消费支出快速增长，前三季度，全国居民人均服务性消费支出增长 14.2%，占居民消费支出比重的 46.1%，比去年同期上升约 2%。

我们认为在一定时期内消费效用为客观因变量，消费计划投入为核心自变量，计划投入资金程度及消费效用满足受宏观经济及市场环境因素影响存在矩阵属性切换。因此在不同市场环境条件下，各板块所属消费效用矩阵会发生短期切换，如因市场环境因素影响所产生的报复性消费，短期高投入的新型消费，但长期视角来看，在新一轮的消费升级周期及市场环境相对稳定后，各板块会维持消费效用守恒，从而回归到板块所属消费矩阵。

图表 6：消费效用矩阵守恒



数据来源：华福证券研究所

1.3 明确新常态下的六个核心方向

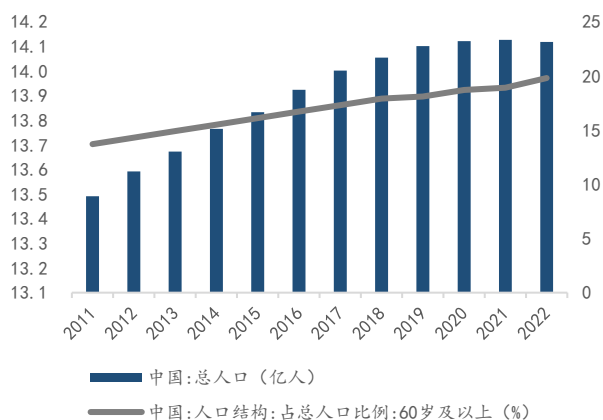
在消费行业新常态下，消费趋势及特征也在发生变化。由于消费者信心的重塑是逐步的，故我们认为消费市场或将在一定阶段内维持“新常态”。新常态背景下消费市场的特征将较过去几年有所变化：

➤ 人口结构及消费理念的变化，带来新的量价齐升领域

从人均消费支出来看，消费支出稳步恢复，整体增幅有所降低，我们分析主要系消费者信心影响，结合社零数据及人口增长情况，预计未来部分消费市场的存量竞争将有所加剧，消费市场的机会更多是细分性的、结构性的，把握细分需求的扩张是消费企业的重中之重。同时，出口链的机遇对于部分消费企业来讲便至关重要，

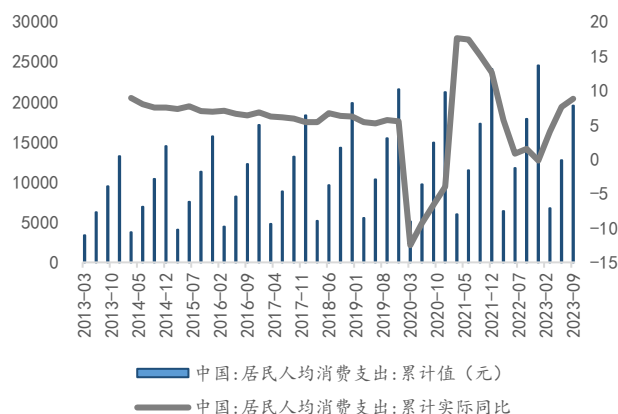
出海是当下重点议题。

图表 7：国内人口结构有老龄化趋势



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 8：我国居民人均消费支出逐步恢复



数据来源: wind, 华福证券研究所

国内消费市场的分析可从人口结构入手，60 岁及以上的人口占比逐步上升，老龄化趋势下将衍生出新的消费市场需求，**银发经济或成为量价齐升的主战场**。根据天猫数据 2021-2022 年天猫适老产品搜索量同比增长 200%，2022 年第二次婴儿潮群体退休，从 40 后的“未富先老”到 60 后的“边富边老”，进入退休阶段的新老人同时具有消费能力及新生活理念，目前银发消费人群已逐步从产品消费型向精神消费型转变。

同时，目前 Z 世代在我国的人群规模已经突破 2.6 亿元，占比达到 19%，其中接近 50% 是学生，26% 已成为普通白领，尽管 Z 世代的月收入处于较低水平，但 Z 世代的消费理念往往决定了未来的大趋势，**Z 世代更加看重颜值、愿意为兴趣付费、希望能够引发情感共鸣，对精神消费的最求提升，并愿意为此付出溢价。**

同时，人口结构的变化或将带来人力成本的上涨，重劳力的标准化和工业化将成为未来趋势。

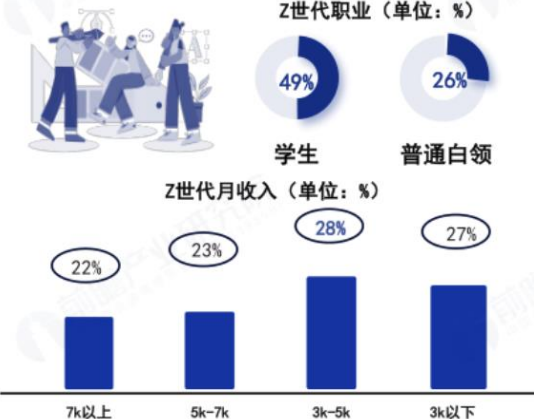
图表 9：国内人口结构



注：图中中等收入标准为年收入10万-50万元；老年人60岁及以上人群；婴幼儿为0-14岁人群。

数据来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

图表 10：Z 世代收入情况



数据来源: 前瞻产业研究院, 华福证券研究所

➤ 消费升级与降级：K 形复苏下对性价比的追求并非消费降级

过去几年判断消费升级趋势的最底层逻辑是中高收入家庭数量的快速增长，带动整体消费水平的提升，麦肯锡曾在 2021 年预计，到 2030 年将有 12 亿中国人迈入消费阶层之列，并且他们还会在消费金字塔上不断攀升，对比 2000 年，以购买力平价计算，尚有约 12 亿中国人的收入无法支撑每天 11 美元的开销水平。这是决定一个人是否属于消费阶层的标准，意味着他能否在满足生活基本需求之余，负担一些品质商品和服务。

但从目前的家庭收入水平分布来看，我们依然呈现“M 型社会”特征，当前消费呈现出 K 型复苏趋势，按照收入和资产水平划分，我国高产和低产人群占比高，中产占比较低的社会结构，反应在消费结构上，则对应高端消费品的坚挺表现和低端消费品的性价比追求，即消费习惯的“K 型分化”，在消费趋势的转变下，高端消费品对消费的顶层逻辑更具标杆作用，而消费者对“性价比”的追求引发了“消费升级”还是“消费降级”的探讨，对“价增”高端化逻辑的可持续性有所担忧。

图表 11：麦肯锡对 2020-2030 年国内家庭收入变化的预测

家庭年收入 人民币, 2020 年实际价值		城市消费按收入分组 %					Delta 方法 2030 vs. 20	
		2000		2020		2030 E		
高收入	富裕 (>345,000)	1	<1	10	3	20	8	+2x
中高收入	大众富裕 (230,000-345,000)	1	<1	5	3	31	26	+1.8x
	宽裕小康 (160,000-230,000)	1	<1	29	23	29	30	
中低收入	小康 (85,000-160,000)	3	1	45	48	15	23	-65%
	新晋小康 (55,000-85,000)	6	4	7	12	3	6	
低收入	温饱 (<55,000)		88	94	4	10	1	-60%

注：因为四舍五入，数字可能有差异。

资料来源：麦肯锡全球研究院 (MGI) 洞察中国宏观模型；麦肯锡全球研究院分析

数据来源：麦肯锡，华福证券研究所

我们分析，由家庭收入快速提升所带来的各细分消费板块普遍性高端化及升级趋势或难以复现，但中低收入、低收入家庭对性价比的追求与消费降级又有所不同，经历过消费升级时代的消费者对消费品质的要求提高，所谓追求性价比更多的是在保证同等甚至更高品质的基础上，去追求性价比，故对于行业来讲并不是“消费降级”，仍在消费升级的路上。

在数字 100 发布的“复苏与机遇——《2023 消费趋势洞察报告》”中，超过 40% 的受访者表示自己会保持疫情期间养成的理性、实惠、实用、国货和性价比等消费习惯。“理性”、“实惠”、“实用”、“国货”、“性价比”成为消费者最受关注的五大关键词。同时，三年疫情使得信息流通更加的扁平化，从实用主义出发获取评价品牌的信息量更加立体，信息平权让品牌主权逐步地让步于消费者主权，就算是耳熟能详的大品牌也必须是好产品才能被消费者所接受，这便是消费者在品质追求上升级的一大印证，消费者追求极致性价比实则仍是行业升级的更为理性的一种形态。

依照“菱形站位”及“消费效用矩阵”理论，以消费市场特征变化为基础，我们回归消费的供需量价本质，筛选出消费市场几大新趋势，在本篇报告中进行深入探讨：

- (1) K 型分化和 M 型社会下的持续精神享受；
- (2) 重劳力的标准化和工业化；
- (3) 老龄少子背景下的必然趋势；
- (4) 广义可选消费品的极致性价比；
- (5) 狭义必选消费的加速健康化；
- (6) 出口链路上的规模化机遇。

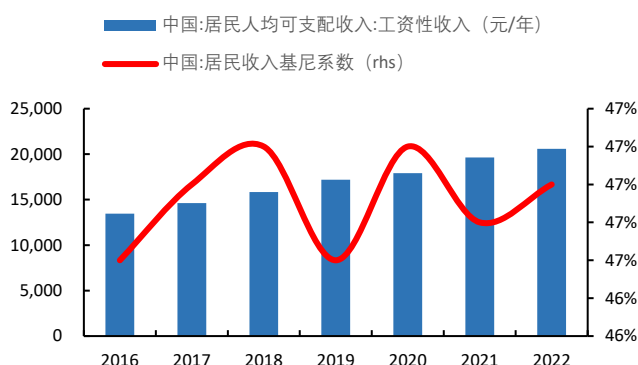
2 K 型分化和 M 型社会下的持续精神享受

今年高端消费和高性价比消费氛围火热，从 LVMH 和爱马仕的业绩双位数增长以及主打高性价比的量贩零食业态爆火均可看出，以酒店价格为例，国庆期间三亚酒店涨幅最高的是高端的五星级酒店和高性价比的三星级以下酒店，亦反应了大众消费的分层，我们认为可以用“K 型分化”和“M 型社会”两大名词来解释。需要明确的是，消费呈现“K 型分化”是“M 型社会”的果而非因，“M 型社会”则是疫后复苏以来经济大环境的产物，我们判断经济短期内风格仍将以“时间换空间”为主导，因此在本篇报告中，我们将展开表述在当前背景下，如何把握产业的发展趋势和投资机会，我们认为在此背景下，后期消费的演绎方向预计将凸显两大主线，分别为必选品的升级和可选品的降级。

我们将社会群体以收入和资产水平区分为中产、高产和低产三大类，“M 型社会”则是指在人口分布上，低收入群体和高收入群体变为两个人数众多的社会阶层，需

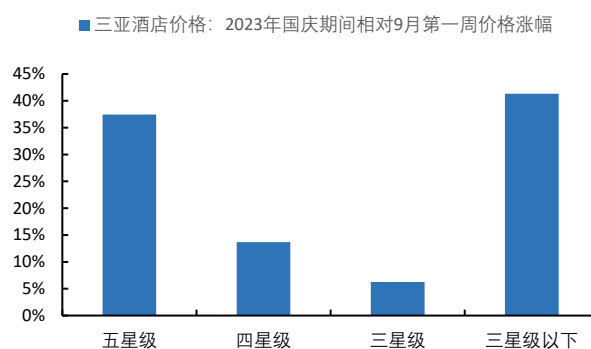
要说明的是，由于社会整体富足程度较改革开放时代以来已实现长足进步，因此此处的低收入群体同样具备相比此前更高的消费力。“M 型社会”反应在消费结构上，则对应高端消费品的坚挺表现和高性价比消费品的结构升级，即我们所说的消费“K 型分化”。K 型分化的底层逻辑在于大众对于精神上的满足需要被消费，在此逻辑之上，高端消费品表现坚挺，而高性价比消费品的结构升级亦在口红效应之下稳步推进。我们认为，在消费趋势的转变下，高端消费品对消费的顶层逻辑更具标杆作用，而低价消费品的结构升级亦具备较大想象空间，

图表 12：基尼系数有所抬升，但整体富足程度更高



数据来源：Wind，华福证券研究所

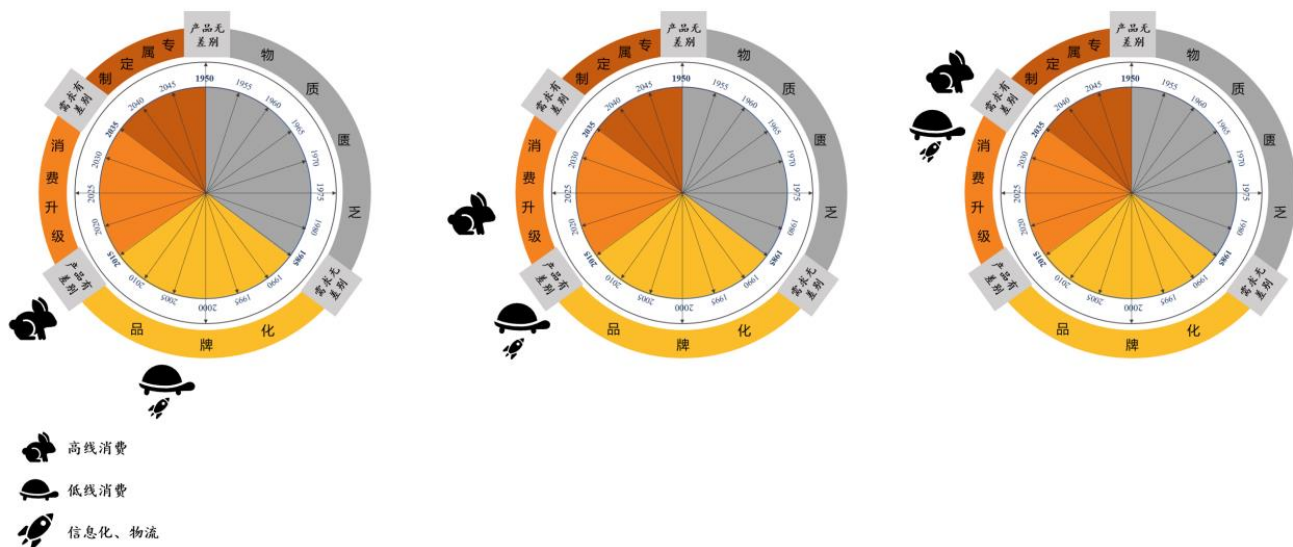
图表 13：旅游地区酒店价格趋势展现 K 型分化



数据来源：海南省发改委，华福证券研究所

当前的消费分化并不代表消费时钟倒转，只是结构有所调整。此前，我们在原创理论《中国消费百年时钟》中，提及了当前我国正处于时钟第三阶段，即消费升级阶段，我们上述所提及高性价比消费品的结构升级，以食品饮料为例来看，则表现为酱油、醋、啤酒等大众品的升级，而低卡、无糖、无添加等消费趋势亦均体现了消费者对自身需求的重视，预计未来在新的消费需求、消费趋势下，结构升级仍是贡献行业二次增长的主要燃料。当前消费呈现 K 型分化的态势并不代表大消费升级进程倒退，只是结构有所调整，升级的重心转向了能够满足大众精神需求的品类。

图表 14：我国当前消费时钟在第三阶段，从左往右展现了不同线城市的发展节奏差异



数据来源：华福证券研究所

2.1 漫长低度酒时代的底层逻辑和全面爆发

我们认为最符合大众精神需求的品类是低度酒，我们判断接下来我国将开启漫长的低度酒时代，供需将形成合力成为最亮眼的增长赛道。1）低度酒的消费人群和场景持续扩容，无论是当前的露营、剧本杀、飞盘等饮酒场景的开辟，还是女性饮酒群体带来的增量，均可促进行业规模持续增长；2）饮酒方式发生变化，当前商务饮酒场景减少，频次降低，饮酒方式从聚饮向独饮转化，饮酒方式和场景的转变在一定程度上促进了低度酒行业的健康发展；3）饮料的酒精化、高度酒的低度化逐渐成为行业趋势，当前火热的酱香拿铁代表了饮料酒精化的方向，茅台鸡尾酒代表了高度酒的低度化趋势，供给侧的繁荣亦将促进低度酒行业迎来黄金发展期。

从品类上来看，低度酒包含啤酒、预调酒、果酒、米酒等品类，从产品属性上来看，低度酒亦包含广义高度酒的低度化产品和饮料的酒精化产品，此处我们重点讨论最为主流的两大板块，即啤酒和预调酒。

2.1.1 啤酒：高端化方兴未艾，价增仍有较大空间

低度酒板块为全球销量占比最大的酒饮市场，我们认为伴随未来场景的持续丰富和消费习惯在代际变迁下的多样化，低度酒板块或存在结构性机会，而啤酒作为我国低度酒市场的头号玩家，具备最大的细分市场占比，各啤酒厂商或最具发展潜力。当前几大啤酒厂商均已跑通高端化的盈利增长主线，燕京啤酒的改革增效逻辑亦在持续兑现中。供需合力开创啤酒高端化新征程。

1）供给侧： 高端啤酒高毛利属性有助于打开厂商盈利天花板，更赋予了供给侧的强推力。以重啤公司为例，其高档啤酒吨价高于其他档次啤酒 70%以上，而吨成本仅高于中档产品约 24%，毛利率的差异高达 15.54pct，高端

啤酒销量占比提升带来的盈利弹性巨大。高端产品高盈利能力使得供给侧啤酒厂有意愿推动高端化升级进程，在 18 年前后均制定了高端发展战略。

2) 需求侧：人口结构和消费习惯的转型使得啤酒行业以量驱动的增长逻辑不可持续，而持续增长的人均收入和更高边际消费倾向的 95 后人群出现，为啤酒行业打开了价增空间，未来随着 90/95 后逐步成为啤酒主力消费群体，行业结构升级趋势预计将进一步强化。

图表 15：高端啤酒具备更高的毛利水平

	吨酒出厂价 (元/吨)	吨酒成本 (元/吨)	毛利率 (%)
高档	7076.69	2707.28	61.74%
主流	4056.48	2182.47	46.20%
经济	3125.57	1810.31	42.08%

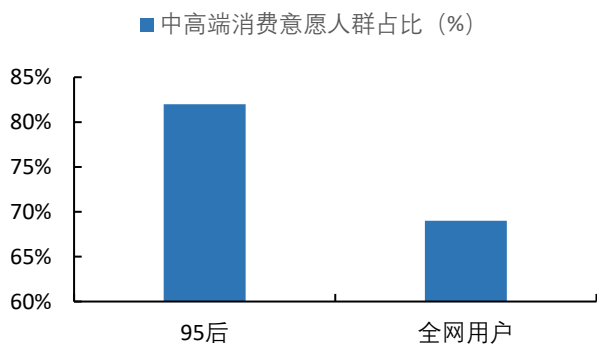
数据来源：重庆啤酒公司年报，华福证券研究所

图表 16：目前主要啤酒厂商均制定了高端发展战略

厂商	发展策略
青岛啤酒	18年黄克兴上任董事长，全面推进高端化；20年颁布的股权激励计划中考核目标为ROE及净利润。
华润啤酒	17年推出“3+3+3”战略，摆脱包袱发力高端，18年收购喜力品牌推行“4+4”高端产品矩阵
嘉士伯中国	17年推出“扬帆22”实现增长，22年推出“扬帆27”加速增长

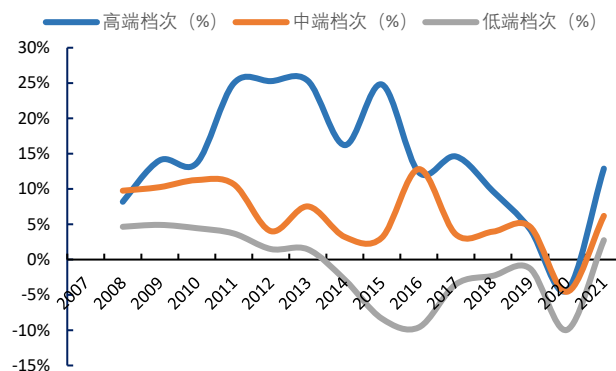
数据来源：公司公告，公司官网，中国经营报，中国经济网，华福证券研究所

图表 17：95 后具备更高的高端消费倾向



数据来源：《95 后人群消费行为调研》，创业邦，华福证券研究所

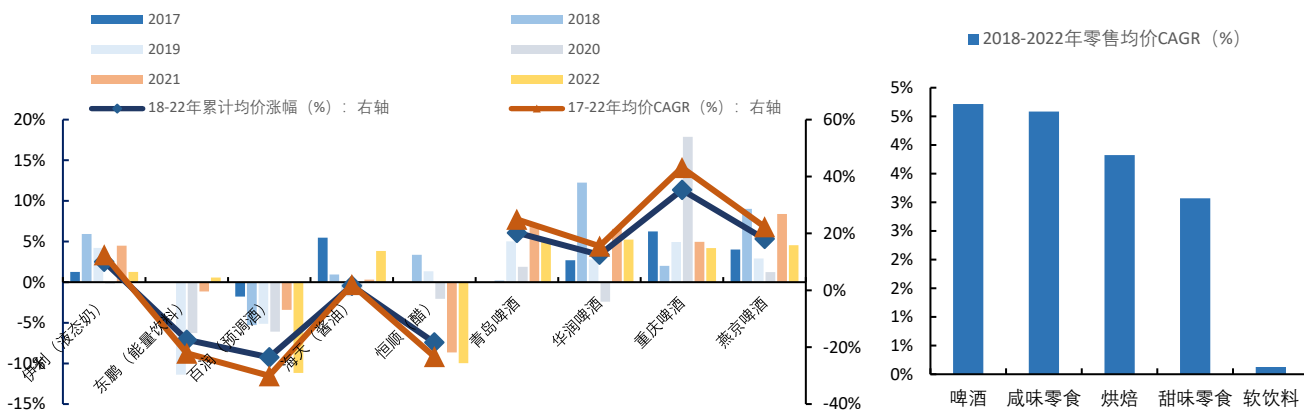
图表 18：高端档次啤酒销量持续保持双位数增长



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

过去五年，啤酒企业出厂价格涨幅相比于其他细分子板块企业更为强劲。各啤酒厂商在 17-21 年间价增持续，甚至在 2022 年疫情期间仍保持了正向增长，高端化韧劲十足。同时，啤酒零售价格同样保持增长，亦在一定程度上说明了高端化趋势为需求侧所接受，并非供给端单方面推动。

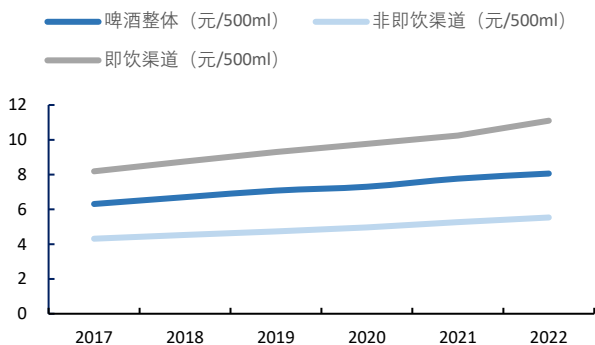
图表 19：啤酒零售、出厂价增速均达到较高水平



数据来源：Euromonitor，公司公告，华福证券研究所

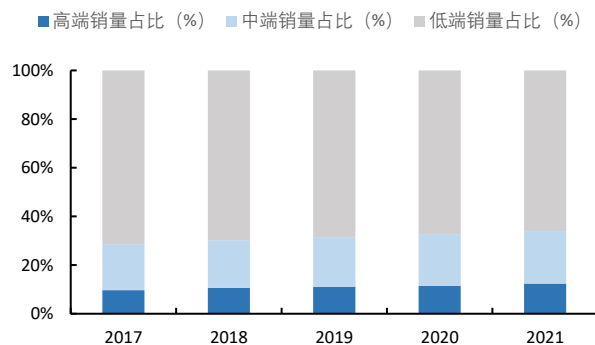
啤酒价增仍具提升空间。根据欧睿数据，当前啤酒整体均价为 8.06 元/500ml，仅高于高端化刚开始的 2018 年 1 元左右，且非即饮渠道啤酒零售均价仍处于 5.5 元左右的水平，对应产品为雪花清爽、青岛崂山、山城啤酒、哈尔滨冰纯等中低端产品，结合我国目前高端档次啤酒销量占总销量比重仍处于 15%以下，对比成熟市场美国 36%的高端啤酒销量占比仍有较大发展空间。

图表 20：近几年啤酒零售价持续提升，但仍较低



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 21：高端产品销量占比持续提升，但仍较低



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

当前市场由于对经济的悲观预期，对啤酒行业高端化的持续性有一定的分歧，我们认为不尽其然。啤酒的档次我们认为可以大体根据价格带分为低端、中端、次高端、高端、超高端五个档次，与经济环境较为相关的为超高端档次的啤酒，主要系当啤酒价格来到 15 元以上后，其大众品的属性被削弱，消费属性变得更为可选，但我国超高端档次的啤酒仍占据最小的细分占比，所谓的高端化阶段更多为由中低端向次高端档次的结构升级，而这部分的消费需求受经济环境的影响较小，哪怕 6 元的中端档次啤酒涨价 17%，价格绝对值也仅提升 1 元，需求端对价格的敏感性相对较弱，结合当前高端啤酒占比较低，预计啤酒高端化仍大有可为。

2.1.2 预调酒：新人群、新场景、新偏好、大空间

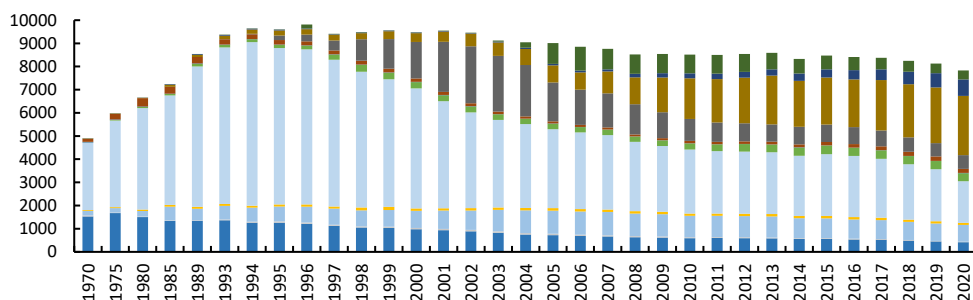
预调酒是消费趋势下的产物，其发展的背景是新的消费需求在涌现，其中包括新的消费场景、新的消费人群、和新的消费偏好。

从消费时代角度来看，我们认为我国当前消费行业进程与日本第三消费时代相似，日本第三消费时代开启后，预调酒销量快速兴起，背后的主因除了啤酒税收的影响，还有消费人群代际变更之下产生的消费偏好转变。

2000 年前后，日本新一代年轻人开登上历史舞台，消费逐渐开始呈现个性化、健康化和多样化的特征。预调酒作为创新驱动型品类，具备口味多元、包装年轻等特征，能较好的迎合第三消费时代的到来。同时女性工作参与率的提升增强了女性消费力，而女性在酒类消费中的不同偏好也推动了酒类消费呈现多元化趋势。此外，预调酒作为低度数酒精饮料，能够作为入门饮料进行获客，同时也符合女性对低度酒精的需求。

图表 22：日本第三消费时代下大众消费者更注重个性化消费，预调酒兴起

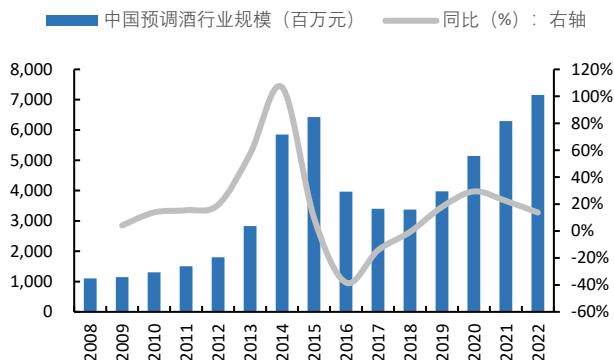
时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
社会背景	从日俄战争胜利开始至日本侵华战争，以东京、大阪等大城市为中心的中产阶级诞生	从战败、复兴、经济高速增长开始至石油危机，大量生产、大量消费，全国一亿人口中产阶级化	从石油危机开始到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革差距拉大	雷曼危机、两次大地震、经济长期不景气、不稳定等导致收入减少、人口减少导致消费市场缩小
人口	人口增长	人口增长	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%→2%	2%→1.3%-1.4%	1.3%-1.4%
老年人比率	5%	5%-6%	6%-20%	20%-30%
国民价值观	national 消费属于私有主义，整体更重视国家	family 消费属于私有主义，重视国家和社会	individual 私有主义、重视个人	social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化、大城市倾向	大量消费、大的就是好的、大城市倾向、美式倾向	个性化、多样化、差别化、品牌倾向、大城市倾向、欧式倾向	无品牌倾向、朴素倾向、休闲倾向、日本倾向、本土倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车、私人住宅、三大神器、3C	从量变到质变、每家数辆车、每人一辆、每人数辆	联系、几人一辆、汽车分享、住宅分享
消费承担者	中产家庭、时尚男女	小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层里单一化的个人



数据来源：《第四消费时代》，日本国税厅，华福证券研究所

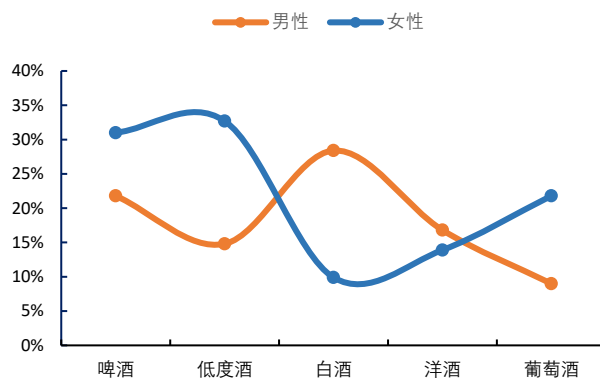
他山之石可以攻玉，预计我国未来预调酒行业将沿着新人群、新消费理念路径持续发展。我国当前经济情况以及消费人群的变化在一定程度上可以对应日本的第三消费时代，均具备更加个性化的消费偏好，消费场景也从聚饮畅饮逐渐转向一人独酌，而预调酒产品属性天然具备创新潜力，以及更契合当前悦己的消费理念。

图表 23：我国预调酒行业规模自 18 年来持续提升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 24：当前女性消费者独饮场景首选低度酒



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

经过多年发展，当前我国预调酒行业规模约 71.56 亿元，恢复至 2015 年历史高峰水平以上，主要消费城市分布在华东、华南等沿海经济发达地区，主要消费群体为 90/95 后新一代消费者，其中女性消费者的快速增长，巩固了我国预调酒行业增长的态势。

市场普遍对预调酒行业能否实现持续增长有一定的分歧，我们认为未来预调酒行业的规模将稳定扩张，此前我们在专题报告《我们该如何判断预调酒的发展空间？》中，根据三大视角对行业空间进行了推演，远期规模乐观可看至 200 亿以上，22-30 年 CAGR 可达 11% 以上。

- 低线城市消费习惯的高线化趋势：**发达国家通常具备更高的人均预调酒消费量，对应我国经济较领先的华东、华南地区同样为预调酒的主要市场，通过消费时钟理论，我们认为低线城市消费习惯的高线化将持续，而这将被动增大预调酒的触达区域和消费群体，当前我国人均消费量仅 0.2L，未来随着渗透率提升，仍有较大增长空间，经过我们此前的测算，此视角下预调酒行业 2030 年规模预计可达 168.46 亿元，22-30 年 CAGR 达 11.3%。
- 切割啤酒/非烈酒的份额：**由于预调酒相比于高度酒更具大众品的高周转属性、而相比饮料又更偏酒属性，与啤酒相似，且更易创新和顺应年轻化消费趋势，一定程度上存在与啤酒互相替代的可能性，因此我们通过预调酒销量与啤酒的比值来测算行业发展空间。我们假设远期预调酒切割啤酒 1.5%-2% 的份额（当前仅 0.76%），预计市场规模可达 179.22-238.96 亿元，22-30 年 CAGR 达 12.16%-16.27%。若以非烈酒类酒饮为锚点，假设未来

预调酒占非烈酒酒饮销量 1.3%-1.7%（当前仅 0.71%），预计市场规模可达 166.9-218.3 亿元，CAGR 达 11.17%-14.96%。

- c) **以女性消费群体为锚点：**由于约 80%的低度酒由女性消费，因此我们将预调酒空间以女性消费群体为锚点。我国年轻女性饮酒基数为 3445 万人，将饮酒频次加权计算，可得女性每年消费混合酒次数约 14.74 亿次，假设单次消费数量为 1.5 瓶/罐，客单价约 15 元/次，对应女性混合酒零售规模约 221.08 亿，结合 80%消费来自女性来看，那么混合酒零售总规模约 276.35 亿元，不考虑女性饮酒率的提升，仅假预调酒将对混合酒渗透完毕，或预调酒可发展至当前混合酒规模，可得预调酒行业出厂规模空间约 171.75 亿元，23-30 年 CAGR 为 11.74%。

图表 25：以市场为锚点，预调酒行业远期规模预计将达 168.46 亿元，CAGR 达 11.3%

以市场为锚：

假设1：其他地区人均消费量能够达到华东与华南地区的80%，对应0.32L/人/年，22-30年CAGR约12.37%；

假设2：华东与华南地区人均消费量一直到2030年，复合增长率达5.5%，对应远期人均消费量约为0.61L/人/年；

假设3：预调酒不存在结构升级等因素，未来出厂价年复合增速约为3%，略高于CPI增速，对应27718元/吨

2030年远期规模测算

=（华东华南地区人口数量 x 对应当地远期人均消费量 + 其他地区人口 x 对应当地人远期人均消费量）x 远期出厂价

=（56257万人 x 0.61L + 84718 x 0.32L）x 27718元/吨

= 168.46 亿元

对比2022年71.6亿元，22-30年CAGR达11.3%

数据来源：国家统计局，Euromonitor，Choice，华福证券研究所

图表 26：以啤酒/非烈酒为锚，预调酒远期空间可看 200 亿元以上

以啤酒为锚：

假设1：我国啤酒和预调酒的合计销量总体稳定

假设2：预调酒预计可以做到啤酒销量的1.5-2%（当前仅0.76%）。

2030年远期规模测算

= 2022年啤酒销量 x 目标预调酒占啤酒销量比重 x 远期出厂价

= 4310.49万吨 x 1.5% or 2% x 22718元/吨

≈ 179.22 - 238.96亿元

对比2022年预调酒市场规模，22-30年CAGR约 12.16%-16.27%

以剔除烈酒后的酒饮市场为锚：

假设1：我国提出烈酒后的酒饮总体销量稳定

假设2：预调酒预计可以做到剔除烈酒后酒饮销量的1.3-1.7%（当前仅0.71%）。

2030年远期规模测算

= 2022年剔除烈酒后的我国酒饮行业销量 x 目标预调酒占剔除烈酒后的酒饮规模比重 x 远期出厂价

= 4632.74万吨 x 1.3% or 1.7% x 22718元/吨

≈ 166.93 - 218.31亿元

对比2022年预调酒市场规模，22-30年CAGR约 11.17%-14.96%

数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 27：以女性消费者为锚点，行业未来规模预计将达 173.88 亿，CAGR 达 11.74%

预调酒规模测算 =						
(年轻女性饮酒群体人口基数	x	饮酒频次	x	预调酒(混合酒)占比	x	客单价) / 女性饮酒规模占比 / 欧睿渠道加价率
人口(七普): 14.12亿 x 20-50岁女性占比(人口抽样调查): 20% x 年轻女性饮酒率: 12.2% = 年轻女性饮酒人口基数: 2.82亿		小于3次: 82.6% 3-7次: 6.5% 7次以上: 10.9%		白酒 ≈ 20% 啤酒 ≈ 33.6% 红酒 ≈ 15.4% 混合酒 ≈ 31%		假设平均单次 饮用1.5瓶/罐; 单瓶价格约10 元/瓶 =15元/次
① 假设3次以下为1.5次; 3-7次为5次; 7次以上为10次						
② 加权女性每年饮酒总次数约47.54亿次						
③ 加权后女性每年饮预调酒(混合酒)总次数约14.74亿次						
④ 女性预调酒市场规模约为221.08亿元(零售口径)						
⑤ 预调酒市场规模约为276.35亿元(零售口径)						
⑥ 预调酒市场规模出厂口径约173.88亿(出厂口径)						

数据来源: 中华流行病学杂志, Euromonitor, 华福证券研究所

我们认为, 预调酒行业经过 12-15 年的盲目扩张、15-18 年的出清、18 年至今龙头引领的场景培育后, 当前大众对预调酒的认知逐步提升, 匹配的消费场景也逐渐开辟, 如露营、飞盘、桌游等, 行业已步入健康发展道路, 预计行业规模将伴随新消费群体的崛起、新场景的开辟及消费习惯的高线城市化而有序扩容。

展望明年: 1) 啤酒行业关注两大主线受益标的, 分别为自由市场消费 K 型分化下的受益厂商, 和基地市场高端化仍具备较低起点、较大升级空间的厂商, 对应珠江啤酒、青岛啤酒。2) 预调酒产业趋势向上, 消费人群年轻化之下, 饮酒场景和饮酒方式逐渐变化, 聚饮转向独饮背后是“悦己”消费理念的兴起, 行业渗透率亟待提升, 龙头企业最先受益, 关注百润股份。

标的上: 行业整体估值水平较低, 建议关注自由市场消费 K 型分化下的受益厂商珠江啤酒; 基地市场仍具较大高端化升级空间的青岛啤酒; 提效改革和全国化仍有较大空间的燕京啤酒、啤白双业务驱动增长的华润啤酒、全国高端化先行者重庆啤酒; 具备两大单品的预调酒行业绝对龙头, 且估值安全边际凸显的百润股份。

图表 28: 各企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002461.SZ	珠江啤酒	173.75	5.98	7.04	8.39	9.71	29.04	24.67	20.72	17.90
600600.SH	青岛啤酒	797.71	37.11	43.71	52.75	61.49	21.50	18.25	15.12	12.97
000729.SZ	燕京啤酒	253.67	3.52	6.48	8.90	11.30	72.00	39.15	28.50	22.45
0291.HK	华润啤酒	978.64	43.44	53.46	66.34	79.53	22.53	18.31	14.75	12.31
600132.SH	重庆啤酒	305.82	12.64	14.49	17.63	20.95	24.20	21.11	17.35	14.60
002568.SZ	百润股份	245.10	5.21	14.49	17.63	20.95	47.02	16.92	13.90	11.70

数据来源: iFind, 华福证券研究所 注: 以上数据以 2023.12.22 为基准, 除珠江啤酒来自 iFind 一致预期, 其余均为团队预测数据

2.2 口红效应下医美行业的持续渗透和投资机遇

对美的追求的底层逻辑便是对个体精神的持续满足，在当前“K型分化”的消费特征下，消费者的“悦己”属性更加明显，医美作为能直接带来快速变美的项目，可以实现对精神追求的快速满足，在当前仍然具备持续渗透的长足逻辑。

2.2.1 需求端：对美的需求不变，渗透+升级双轮驱动

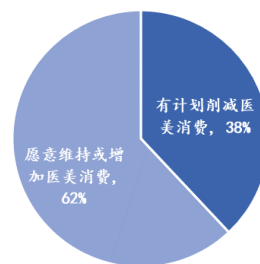
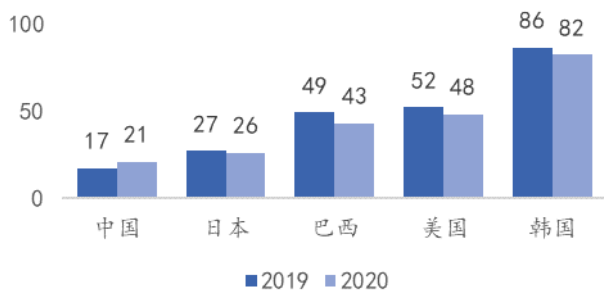
医美具备明显的精神消费属性，消费者对美的需求不会改变，我们认为，医美板块当前仍然具有内生增长和外延进入双轮驱动的逻辑。但具体来看，一方面玻尿酸产品持续破价，另一方面高价格的再生类产品和胶原蛋白类产品需求持续走强，板块整体表现出明显的K型属性。

1) 外延进入（增量市场）：医美是出于对美的进一步追求，2021年预计我国医美消费人数1813万人次，从我国人口结构变化及她经济持续升温的角度来看，潜在客群空间巨大，据德勤统计，近7成的调研人群有医美消费的计划。对比较成熟市场情况，2020年我国医美每千人医美次数仅21次/千人，低于日本、巴西26次/千人、43次/千人的水平，随产业合规化进一步消除消费者顾虑及消费者培育的进一步显现，我国未来渗透率提升空间巨大。从短期来看，由于下游机构加速内卷，玻尿酸和普通光电类产品成为引流的重要工具，破价现象近期频发，这一方面表明玻尿酸产品加速红海竞争，玻尿酸新产品的α下降，另一方面却也极大的降低了观望消费者的体验门槛，加速新客群进入。

2) 内生增长（存量市场）：相较于化妆品而言，医美消费者普遍已被充分教育，并且更依赖医美显著的及时效果，因此整体存在明显的高粘性特征。同时随新技术的出现和求美者年龄增大，医美消费者为了追求更美的效果，存在不断轮动升级的诉求。同时注射类和光电类项目均为需要周期性治疗的项目，因此相比于手术类医美，会极大的带动消费频次的提升，进一步反向培养消费粘性。从现有消费者的消费粘性来看，62%的消费者愿意维持或增加医美消费支出。短期来看，由于玻尿酸产品破价，机构将其视为引流类产品，出于对下游机构自身盈利的考虑，机构端或将更愿意推荐定制类玻尿酸、胶原蛋白类、再生针剂类或进阶性光电类项目，这也从机构端的角度，侧面推进存量消费者升级。

图表 29：我国每千人消费次数提升空间较大（单位：次/千人）

图表 30：我国医美消费韧性较强



数据来源：德勤，艾尔建美学，华福证券研究所

数据来源：德勤，艾尔建美学，华福证券研究所

图表 31：中国轻医美治疗次数持续提升（按服务收入计）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
轻医美治疗次数（单位：万次）	1150	1450	1750	2270	2820	3420	4080	4810	5560
yoy		26.09%	20.69%	29.71%	24.23%	21.28%	19.30%	17.89%	15.59%

数据来源：爱美客招股书，华福证券研究所

2.2.2 供给端：“新”提供强刺激，明后年多款产品有望上新

新材料、新概念引入提供新刺激。当前医美市场还处于由供给方提供需求的市场背景下，因此更多的新产品推出有利于更全面的培育消费者，适应行业需求变化，明年上市的产品有望一方面从原料广度丰富市场，另一方面从价格广度丰富市场。

渠道和消费者均有动力尝新。对消费者来说，新产品为求美提供更多的选择（比如再生针剂的出现，通过刺激自身胶原再生，具有维持时间长、效果自然等特点，补足了过去医美效果维持时间短的缺点）；对渠道来说，新产品上新的爬坡过程直接有利于下游机构营收提升，同时机构可以设计出更多元和更有特色的推荐思路，更有利于引流获客和盈利能力释放。因此新产品的上新有望进一步激活市场，也是各公司 α 增长的关键。明年多款产品进入核心申报阶段，期待产品上市后的渠道铺设、营销打法和终端反馈。

图表 32：明年预计上市的产品

产品类别	药品产地	品牌	在研产品	功效	预计上市时间
玻尿酸	中国	昊海生科	有机交联玻尿酸产品		2024 年
		华熙生物	微交联二代产品		2024 年
	美国	华东医药	MaiLi Extreme	面部填充	2024 年
胶原蛋白	中国	创健医疗	悦白之几重组胶原蛋白冻干纤维		2024 年
			悦白之几重组胶原蛋白植入剂		2024 年
			重组型胶原蛋白冻干纤维		2024 年
			重组胶原蛋白贴敷料		2024 年
			重组 I 型胶原蛋白膀胱修复剂		2024 年
		巨子生物	重组胶原蛋白液体制剂		2024 年
			重组胶原蛋白固体制剂		2024 年
		聚源生物	重组三型人源化胶原蛋白冻干纤维		2024 年
肉毒素	美国	昊海生科	Eirion 肉毒素产品		2024 年
		复锐医疗	新型“长效肉毒”RT002		2024 年
		华东医药	The Toxin 蓝毒		3 期
	韩国	爱美客	注射用 A 型肉毒毒素	中度至重度皱眉纹	2024 年

再生针剂	韩国	江苏吴中	AestheFi 童颜针	适用于全面部的填充使皮肤呈现自然、柔软、丰盈、弹润	2023 年下半年拿证
	中国	兴科蓉医药	少女针		2024 年
	中国	四环医药	少女针		注册审批
	中国	杭盖生物	瑞博童颜针	用于解决黑眼圈、眼周细纹	申报 3 类中

数据来源：各公司公告，药智数据，聚展网，华福证券研究所

2.2.3 渠道端：投融资热情加高，竞争加速

疫情放开后，上半年医疗机构投融资热情较高。随疫情放开线下客流回暖，上半年在医美本地生活领域共发生 7 起投融资，大额资金进入到线下医疗机构市场，但转到下半年后，受消费弱复苏影响，截止 11 月 28 日总共发生 1 起医美本地生活领域的投融资。

下游渠道竞争激烈，获客成本高企，大型或连锁机构具备更强虹吸效应。当前市场仍然存在大量不合规机构分散客流，下游渠道近年来面临拉新难的问题，获客成本高企，近乎占到门店运营成本的 40%-50%，资本端进入也加速了行业内的竞争，但我们认为，在目前消费者信任度不够的情况下，**具有强品牌知名度的门店可能具备更强的虹吸效应**。同时定制化产品对渠道来说，一方面能通过差异化稳定价盘提升盈利，另一方面能让医生更快的适应产品，提升注射效果和客户满意度，最终提升渠道端业绩，而定制化产品只有大型或连锁机构能够实现。因此短期来看，上游产品获批上市对下游渠道存在天然的销售增长拉力，同时，连锁化的医美机构具备集团化采购优势、定制化产品特点、精准化营销能力，在当前能实现更明显的降本增效。

图表 33：医美本地化机构 2023 年投融资情况

日期	公司	轮次	金额
2023.1.6	Glowbar	A 轮	1000 万美元
2023.1.11	天鑫医疗美容	战略投资	2500 万人民币
2023.2.28	蛋壳肌因	A+轮	3000 万人民币
2023.3.27	拼容颜	A+轮	8600 万人民币
2023.4.4	秋涛美肤	天使轮	560 万人民币
2023.4.11	宸辉医美	天使轮	1000 万人民币
2023.11.10	西弥斯医疗	A 轮	数千万人民币

数据来源：IT 桔子，华福证券研究所 注：截止到 2023.11.28

综合来看，需求端存在上行驱动力，供给端提供新选择和新刺激，明年多家公司的产品有望上新，关注产品上新后的拉力。

标的上：推荐个股：注射类产品管线布局完善+监管趋严下龙头集中度提升+股权激励计划三重共振的**爱美客**；医药板块为基石，向医美板块拓展的**华东医药**，**昊海生科**；从医美向医美扩展的**朗姿股份**。**建议关注：**在重组胶原赛道具备优势且拥有产品上市预期的**巨子生物**、**锦波生物**。

图表 34：各企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300896.SZ	爱美客	597.28	12.64	19.07	27.03	36.68	47.25	31.32	22.10	16.28
688366.SH	昊海生科	148.71	1.80	4.53	5.77	6.68	82.62	32.83	25.77	22.26
000963.SZ	华东医药	695.98	25.00	29.56	35.83	43.34	27.84	23.54	19.42	16.06
688363.SH	华熙生物	306.49	9.71	8.59	9.70	11.12	31.56	35.68	31.60	27.56
002612.SZ	朗姿股份	82.52	0.16	2.61	3.50	4.27	515.73	31.62	23.58	19.32
1696.HK	复锐医疗科技	20.30	2.80	3.60	4.57	5.79	7.25	5.64	4.44	3.51
832982.BJ	锦波生物	174.30	1.09	2.61	4.17	5.69	159.65	66.84	41.81	30.64
600200.SH	江苏吴中	56.98	-0.76	0.15	1.38	2.31	-74.78	371.67	41.38	24.70
2367.HK	巨子生物	299.70	10.02	13.37	17.27	21.75	29.91	22.41	17.35	13.78

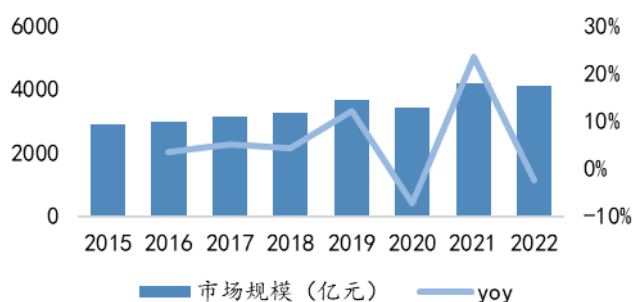
数据来源: ifind, 华福证券研究所 注: 锦波生物、江苏吴中、巨子生物基于 IFIND 一致预期, 其余公司来源于我们的预测, 以上数据以 2023.12.22 为基准

2.3 顶奢溢价到投资避险, 追求性价比的美丽

消费回归理性, 保值属性提供避险支撑, 消费者购买决策更具性价比。消费者愈发偏于理性化, 从“悦人”向“悦己”转移, 这也意味着消费者愿意为顶奢赋予的溢价下降, 对消费预算的分配更谨慎。黄金品类受益于完善的回购体系和保值属性以及金价的持续走强带来的心理预期, 基于投资属性和心理慰藉很好的承接了这部分对美的需求, 本质上来说, 这属于低纬度的精神享受。

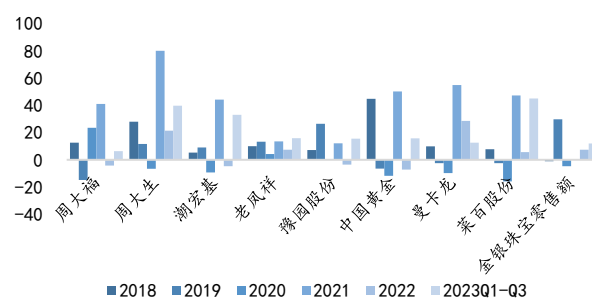
行业增速下降, 头部品牌增速高于行业整体增速, 加盟商资源偏向于头部品牌, 同时新业态冲击下, 行业波动有望进一步加剧。行业增长降速下, 具有较强品牌拉力、产品快反能力、开店兑现度以及赚钱能力的品牌受到加盟商认可, 加盟商资源整体向头部品牌集中, 市场存在集中度提升的趋势。同时, 同质化市场的竞争落脚于更强的运营效率和资本实力, 在新业态“水贝模式”的冲击下, 我们认为会进一步出清没有资本实力和品牌势能的企业, 头部市占率还有提升空间。

图表 35: 黄金产品市场规模及增速 (单位: 亿元)



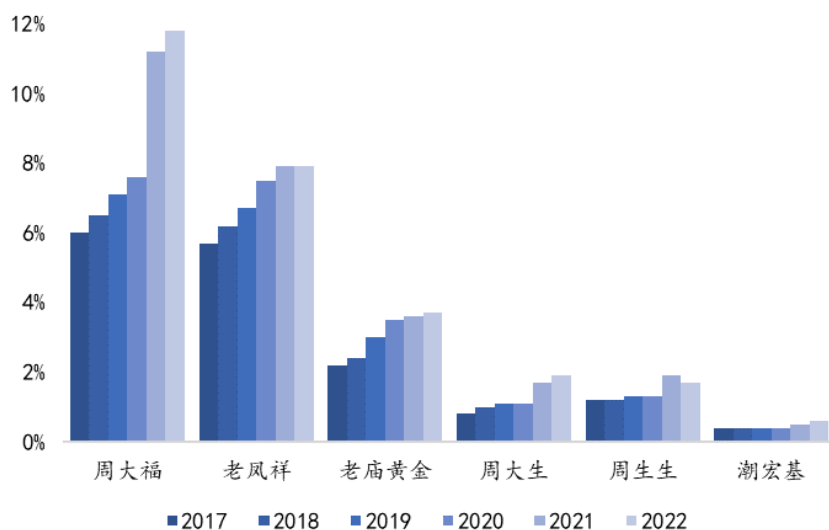
数据来源: 中国珠宝首饰首饰行业协会, 华福证券研究所

图表 36: 黄金珠宝头部品牌营收增速及金银珠宝类零售额增速 (%)



数据来源: wind, ifind, 华福证券研究所 注: 最新一期, 周大福截止到 2024FYH1, 金银珠宝零售额数据截止到 2023 年 10 月

图表 37：头部品牌市占率提升



数据来源：欧睿，华福证券研究所

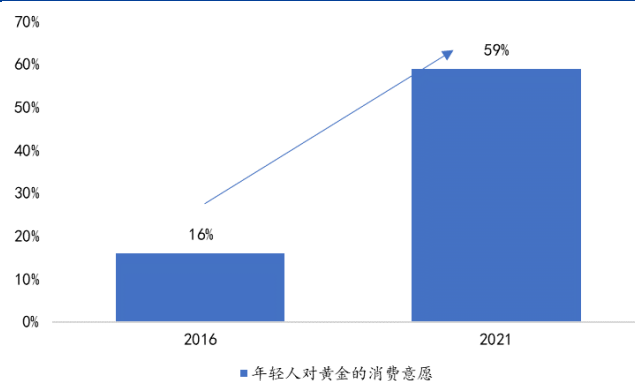
产品端持续推新，吸引年轻群体，新客群进入激发新活力。黄金产品工艺改善，古法金、5G 黄金等产品出现，高硬度的黄金可以打造出类似于 K 金等具有设计感和立体度的产品，在同价位段上受益于高保值性受到大众消费者喜爱。同时，年轻人对黄金的态度变化表现为“质疑大妈、理解大妈、成为大妈”，购买黄金的满足感和储蓄型的购买心态，使得年轻消费者成为金店的主要消费群体（据《2021 中国黄金珠宝消费调查白皮书》显示，在金店消费群体中，25 至 35 岁的顾客占比已经超过七成）。

图表 38：各类黄金饰品介绍

	普货黄金	3D 硬金	5D 黄金	5G 黄金	古法黄金
特性	硬度不高，款式单一	同体积下重量仅为普通足金的 30%，硬度高，极具立体感	可视为“3D 硬金”的升级产品，在韧性、硬度、光泽等方面进一步增强	耐磨性高，韧性强，硬度高，款式时尚感强	呈现哑光质感，细节精致，融合传统元素更具文化内涵和收藏价值
消费群体	覆盖广泛，整体年龄偏高，消费地域主要为三四线城市	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	以年轻时尚消费人群为主	覆盖广泛，由于较高的客单价，主力为消费能力较强的 30-45 岁人群
示例					

数据来源：中国珠宝玉石首饰行业协会，天猫，华福证券研究所

图表 39：年轻消费者对黄金购买意愿快速提升



数据来源：2022 年中国黄金首饰行业洞察报告，中国经济网，华福证券研究所

从量价拆分来看，量增依托开店驱动和单店提升，这背后由品牌的拉力和盈利能力支撑，价增依托金价传导，金价上行一方面拉动终端销售价，另一方面对品牌盈利能力也有助力。

量增：线上增长空间仍然充足，线下开店空间逐步饱和，开店速度放缓，从粗放式开店向店效提质转化。2018 年以来，各品牌纷纷启动下沉战略和门店扩张战略，

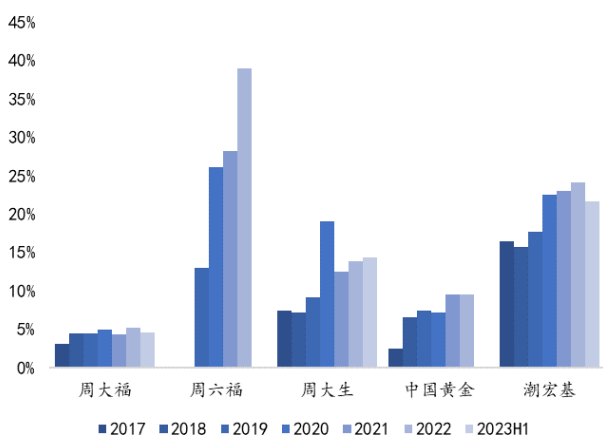
门店数快速增加，回看 2023 年，随门店端逐步饱和，各品牌开店速度略有下降，明年各品牌的关注点或将向单店的提质增效转换。另一方面，线下渠道逐渐饱和，但线上渠道是触达年轻消费群体的重要一环，虽然当前线上红利逐步消退，但黄金珠宝品类对于线上渠道而言仍是“新鲜”品类，存在整体上行空间，回看双十一，黄金珠宝品类在线上均实现高速增长。

图表 40：近年各品牌加盟门店数高增（单位：家）

		2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
周大生	总门店	3375	4011	4189	4502	4616	4735
	加盟	3073	3733	3940	4264	4367	4453
	自营	302	278	249	238	249	310
老凤祥	总门店	3521	3893	4450	4945	5609	5631
	加盟	3339	3709	4270	4759	5415	
	自营	182	184	180	186	194	
豫园股份	总门店	2090	2759	3367	3959	4565	4892
	加盟	1909	2560	3160	3736	4315	
	自营	181	199	207	223	250	
中国黄金	总门店	2182	2931	3160	3721	3642	3660
	加盟	2119	2852	3075	3630	3537	3552
	自营	63	79	85	91	105	108
潮宏基	总门店	907	971	995	1076	1158	1513
	加盟	337	444	541	711	834	923
	自营	570	527	454	365	324	295
		2019FY	2020FY	2021FY	2022FY	2023FY	2024FYH1
周大福珠宝内地	总门店	2803	3426	4098	5459	7269	7458
	加盟	1299	1936	2659	4014	5560	5734
	自营	1504	1490	1439	1445	1709	1724

数据来源：各公司公告，华福证券研究所

图表 41：电商渠道的占比提升



数据来源：各公司公告，华福证券研究所注：周六福 2022 年数据为 H1 口径；周大福财年为上一年 4 月 1 日至当年 3 月 31 日

图表 42：黄金珠宝双十一情况

黄金珠宝双十一情况		
天猫平台（全周期）		
品牌	2022 年排名	2023 年排名
周大福	3	1
曼卡龙	4	2
周大生	1	3
周生生	2	4
六福珠宝	5	5
菜百首饰	9	6
老庙黄金	7	7
千叶珠宝	-	8
潮宏基	6	9
老铺黄金	17	10
京东平台（10.23-10.30）		
珠宝首饰成交额同比增速达到了 7.3 倍，其中黄金、珍珠等品类成交额同比增长超 12 倍，同时 26-35 岁消费者也以 56% 的成交额占比成为珠宝消费的真正“生力军”		

数据来源：天下商网，消费日报网，华福证券研究所

价增：美联储或将切换到降息区间+地缘政治风险持续，金价预期偏乐观。截止 11 月 28 日，伦敦金交所金价收于 2025.65 美元/盎司，站上 2000 美元/盎司关

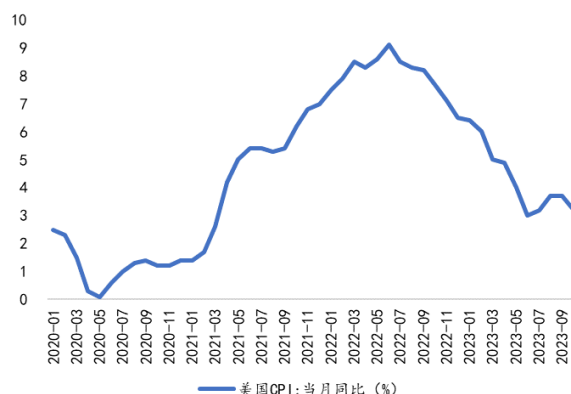
口，从明年来看，一方面美国通胀放缓，美联储加息周期或接近尾声，利率端下行对金价有正向支撑，金价下行空间较弱，另一方面地缘政治风险持续，金价整体预期乐观，看好金价上行对各企业毛利率的正向影响。

图表 43：伦敦现货黄金价格攀高



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 44：美国通胀水平回落



数据来源：ifind，华福证券研究所

展望明年：1) 今年婚庆和需求端集中释放带来高基数，明年集中释放的效应减弱，在高基数下，行业增速或略有下降，但是我们认为头部品牌基于自身打法，增长仍将引领行业，同时，虽然婚庆需求降速，看好龙年大年宝宝金、生肖金、生肖金条等的表现。**2)** 对首饰的消费热情持续向黄金品类转移，因此在黄金品类上拥有比较优势和差异化、特色化的企业或将在 β 行情下获得 α 。**3)** 各品牌的品类调整和渠道调整逐步接近尾声，受黄金产品、加盟渠道占比提升带来的对利润端的影响逐步减弱，利润率下行空间收窄，同时渠道“跑马圈地”逐渐向“提质增效”转移，单店增长愈发重要。**4)** 金价端若持续上行，在消费者买涨不买跌的预期下，仍会与金价强挂钩，利好于对金价增长有更高盈利弹性的企业，若金价承压，具备多品类布局且金价对冲效应的企业将获得超额表现。

标的上：行业整体估值水平不高，推荐国企改革提质增效及渠道扩展的**老凤祥**；具有强设计感及进入加盟扩店周期的**潮宏基**；黄金品类占比持续提升且门店增长的**周大生**；聚焦单店提质增效的**周大福**。建议关注从京津冀扩展，全直营模式的**菜百股份**。

图表 45：各企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002867.SZ	周大生	167.35	10.91	13.66	17.15	19.84	15.34	12.25	9.76	8.43
600612.SH	老凤祥	269.14	17.00	21.56	24.90	28.91	15.83	12.48	10.81	9.31
600655.SH	豫园股份	238.05	38.26	24.28	31.49	32.22	6.22	9.80	7.56	7.39
600916.SH	中国黄金	160.61	7.65	10.32	12.38	14.29	20.99	15.56	12.98	11.24
002345.SZ	潮宏基	58.11	1.99	4.07	4.88	5.86	29.20	14.28	11.91	9.92
1929.HK	周大福	1,007.88	47.14	78.22	91.00	103.41	21.38	12.89	11.08	9.75
605599.SH	菜百股份	107.26	4.60	7.50	8.59	9.66	23.31	14.30	12.49	11.10

数据来源：ifind，华福证券研究所 注：中国黄金、莱百股份基于 IFIND 一致预期，其余数据来源于我们的预测，以上数据以 2023.12.22 为基准

3 重劳力的标准化和工业化

标准化与工业化一直以来是推动经济社会发展的重要力量，而餐饮业曾经作为以重劳力为特征的行业，在降本增效的需求推动下，也开始了波澜壮阔的工业化进程，这也促成了调味品、速冻食品、连锁餐饮等行业的优质公司在过去实现了高速成长的业绩表现。但通过复盘 2023 年我们发现，在整体消费需求弱复苏的条件下，以往渗透率提升的逻辑一定程度上不再为公司的业绩保驾护航，转而步入了高质量竞争的阶段。在此阶段行业的大贝塔略有放缓，而供给端的持续提升使得竞争加剧因此 B 端渠道在没有品牌作为护城河的属性下，未来产品力以及性价比的比拼则是从行业中脱颖而出的重要因素。

3.1 速冻预制菜的海量空间，加量不加价

我国经济发展韧性足，下沉市场纵深广，预制菜产业在时代红利下发展空间更为广阔。以日本同业为鉴，目前我国预制菜发展不仅在 B 端产业驱动力趋同，而且 C 端逻辑也面临相似的社会、人口趋势，近年市场扩张速度 20%-30%。具体来看，B 端作为当前产业主线，在餐饮降本提效下加量不加价，未来有望顺应下游连锁化、供应链工业化保持快速增长；相似地，C 端具备发展长逻辑，近年疫情催化下有所渗透，但暂未见长周期拐点。品类端，行业在涌现一批可规模化的大单品，一些平台化发展、整合上下游业态的龙头有望充分把握产业连锁化、工业化、集中化趋势。

图表 46：多维对比中日预制菜发展条件差异

维度/视角	中国	日本
大众基础需求	整体持续扩张	高度饱和
收入水平	城乡差异大，基尼系数高（长期 40%+）	人均收入高，福利制度限制贫富差距（长期收入基尼系数约 35%）
市场纵深	幅员辽阔、纵深大 （三大城市群人口占比仅 30%，近 7 成人口在三线下沉市场）	区域狭小，缺乏纵深 （90 年三大都市圈人口占比 49%，近年 61%）
升级空间	内需空间&海外出口双击 （乡村零售品消费额增速连续 8 年>城镇）	仅从海外挖掘下沉市场 （前期从我国台湾→大陆地区）
家庭收入趋势	经济韧性高，人均收入持续提升	家庭可支配收入长期处于下滑通道
渠道结构	多样化、差异化，持续变革	结构单一，便利店密度高，创新低
行业格局	市场层次丰富，竞争高度分散	寡头垄断，大品牌对渠道、供应链掌控强

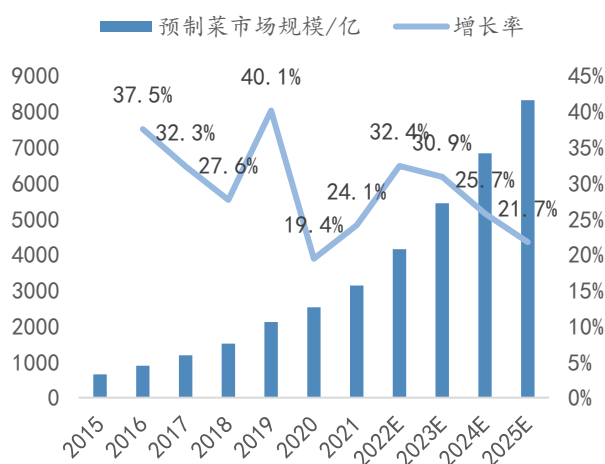
数据来源：光明日报，新浪科技，埃森哲，新京报，日本人口统计，华福证券研究所

3.1.1 预制菜 B 端关注标准化，规模化单品有望破局

B 端预制菜产业趋势强，且对比日本，未来发展“同源不同命”。参考多方统计

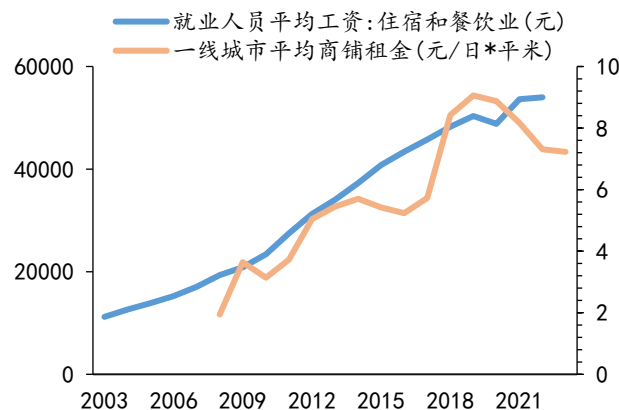
数据，我国预制菜近年市场扩张速度在 20%-30%；例如《2022 年中国连锁餐饮行业报告》表明 21 年行业规模约 3137 亿元，2015-21 年 CAGR 为 29.3%。我们报告中《“同源不同命”，日本预制菜发展对国内市场的启示》提到，B 端渠道发展与日本 1970-90s 相似，地租、用工等成本攀升倒逼餐饮业加速降本提效，尤其今年消费疲软、客单价向下，产品总成本最低成为餐饮业的需求共识；因此，B 端预制菜近年成为行业发展主线。长期看，不同于日本 98 年后经济通缩、餐饮端量价齐跌致使 B 端渠道缩量，我国经济韧性更足、下游扩容趋势明确，叠加乡厨、团餐、酒店等新渠道崛起，预计 B 端场景有望延续快速增长。

图表 47：预制菜市场规模（亿元）与增速



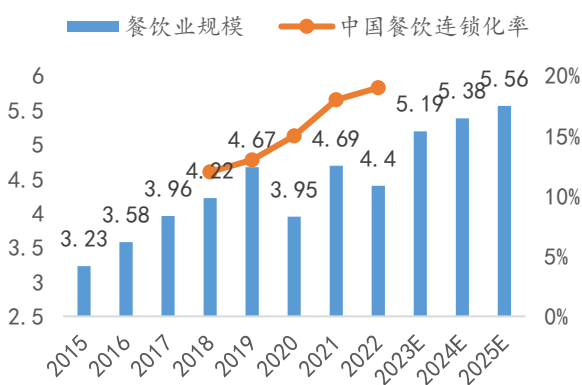
数据来源：消费界，柠檬品牌社，中商产业研究院，艾瑞咨询，华福证券研究所

图表 48：我国商业地租与用工成本持续抬升



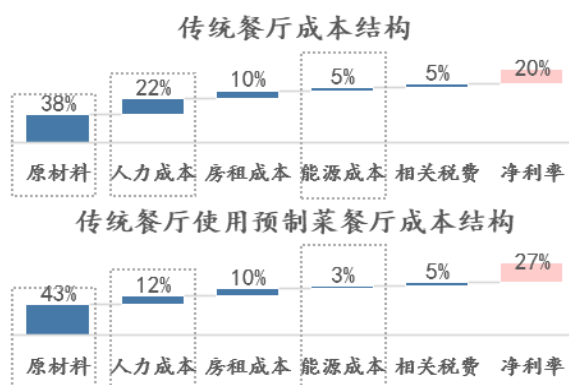
数据来源：Wind，统计局，华福证券研究所

图表 49：餐饮业规模与连锁化率同增



数据来源：国家统计局，艾媒咨询，《2023 年新餐饮双主场行业报告》，华福证券研究所

图表 50：传统餐厅使用预制菜可优化成本结构



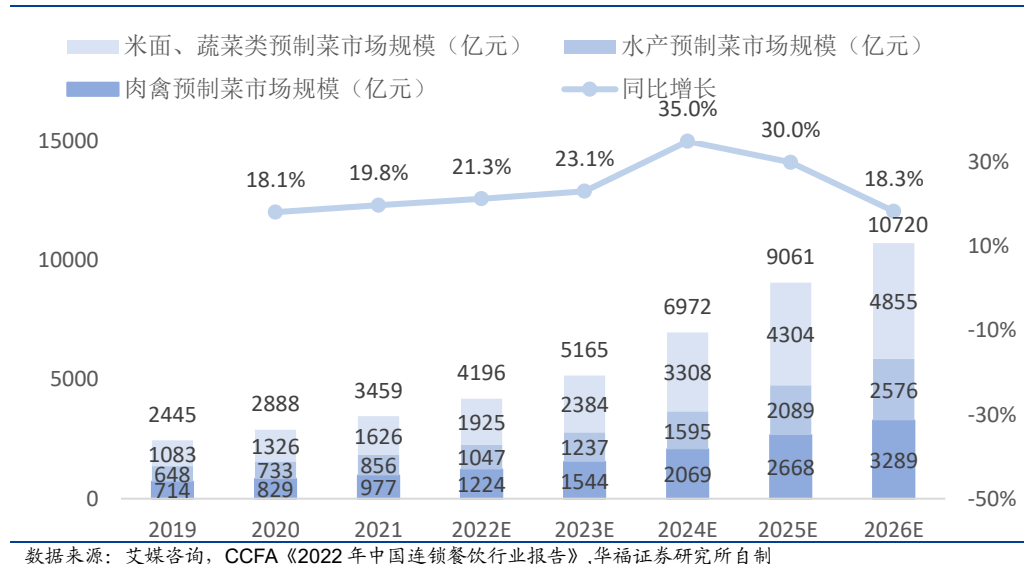
数据来源：灼识咨询，华福证券研究所

下游连锁化、外卖化和供应链工业化为培育规模大单品创造条件，未来一些平台化发展、整合上下游业态的龙头有望充分把握产业机遇，而其选品逻辑能否契合自身需求特点、客户结构、发展阶段以及禀赋优势等或成为品类破局关键。

根据艾媒咨询报告，米面蔬菜类构成我国广义预制菜的主流，预计肉禽类未来

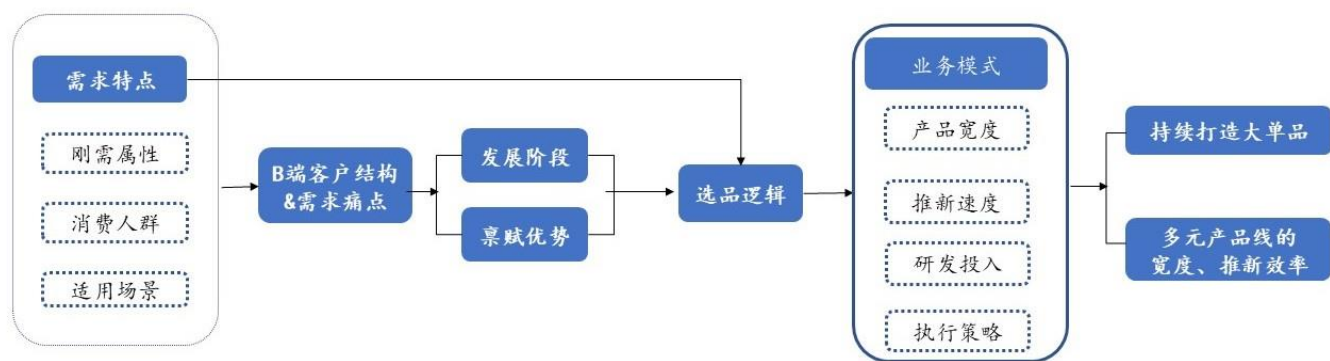
增速最快，对应 2022-2026E 期间 CAGR 约 28%。同时，市场扩容也孵化出一系列行业级大单品：预制小酥肉整体市场规模高达百亿元，其中美好小酥肉 22 年规模预计 14 亿；22 年酸菜鱼市场达 71.2 亿元，预计 25 年 204.7 亿；小龙虾 21 年产值超 4000 亿；佛跳墙 22 年产值约 50 亿。但由于我国预制菜市场格局高度分散，低壁垒、无规范、资金盲目涌入导致行业无序竞争，例如今年集中爆发的团餐预制菜舆情，反对预制菜进校园等。

图表 51：预制菜产品结构



回顾《“同源不同命”，日本预制菜发展对国内市场的启示》提到的日本预制菜龙头发展路径（上下游一体化，聚焦核心品类等），目前我国业内一批基本盘牢固的优质标的，正加速整合上下游，积极培育多业态、广品类，朝平台化龙头发展；预计头部玩家或通过持续孵化核心大单品，以把握产业连锁化、工业化、集中化发展机遇；而大单品破局的背后，在于是否具备一套契合需求特点、客户结构、发展阶段以及禀赋优势的选品体系。

图表 52：选品逻辑背后的影响因素及作用机制



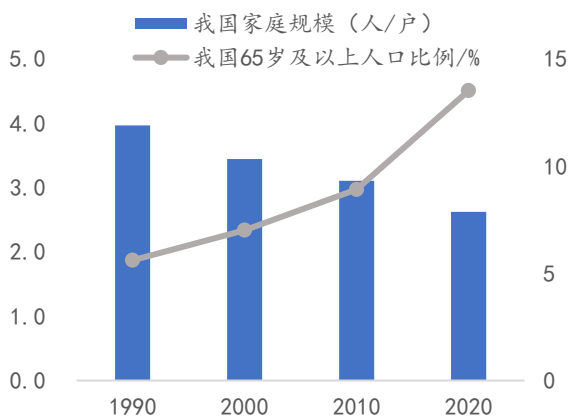
数据来源：华福证券研究所绘制

3.1.2 C 端懒人经济万亿市场机会，便利生活习惯需要被消费

以邻为鉴，C 端预制菜具备发展长逻辑，且在疫情催化下近年渗透率有所提升，但暂未见长周期拐点。在生活节奏加速、疫情催化下，C 端预制菜近年迎来阶段性高增，并带动消费者认知迅速提升。具体来看，C 端消费者画像以高线城市居民为主（23.4%分布于一线，23.9%分布于新一线，24.7%分布于二线），且以中青年群体为主（22-40 岁占 87.4%，其中 31-40 岁占 49.4%）；此外，近七成消费者出于方便快捷目的而购买。购买频次方面，22 年 7 月艾媒调研：横向看每周消费者购买频次 1-2 次居多，3-4 次占 37%；纵向看 51.8%消费者表示购买频次增多。从价格带来看，单次预制菜消费金额在 21-30 元的占 38.4%，而 31 元及以上的占 43.8%。

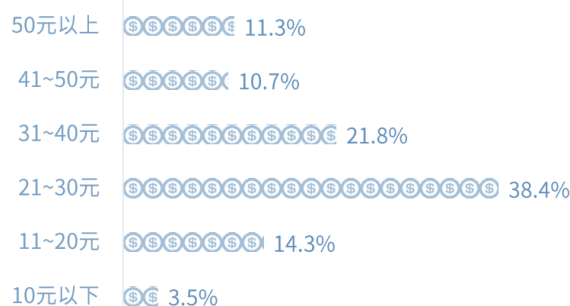
镜鉴日本，C 端渠道在经济低迷期逆势扩张，如 1990-2006 年期间 C 端人均消费量实现翻倍；究其原因，在于社会人口结构的变化、微波炉等家电的普及以及 BC 端渠道出现跷跷板效应。而我国存在相似的社会人口结构变化、单身经济与懒人经济趋势已现，故 C 端具备发展长逻辑。但考虑到目前预制菜缺乏国标规范、团餐渠道舆情影响，尤其主流价格带偏高（高于大众快餐的平均客单价），我们认为 C 端预制菜还未到需求增长拐点。

图表 53：家庭小型化与人口老龄化趋势



数据来源：Wind，统计局，华福证券研究所

图表 54：单次预制菜产消费主流价格带（22.7）



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

餐饮产业链的标准化和工业化浪潮汹涌不可逆，在需求端平稳恢复、增速放缓的大背景下，产品力和性价比实为餐饮供应链和速冻预制菜公司脱颖而出、放量成长的必要条件。同时在下端连锁化趋势下，综合服务能力作为决定大 B 业务长期竞争成败的胜负手，故服务力强、提前卡位的供应链龙头有望在长线竞争中穿越周期，实现强者恒强。我们看好：1）安井食品：全国化规模效应已经得到充分验证，菜肴业务以及细分渠道多点开花有望持续攫取市场份额；2）千味央厨：大 B 逻辑有望持续演绎，产品力得益于公司对于场景理解加持，期待小 B 端回暖放量，延续快速增长。

图表 55：各企业盈利预测

		归母净利润（亿元）	PE
--	--	-----------	----

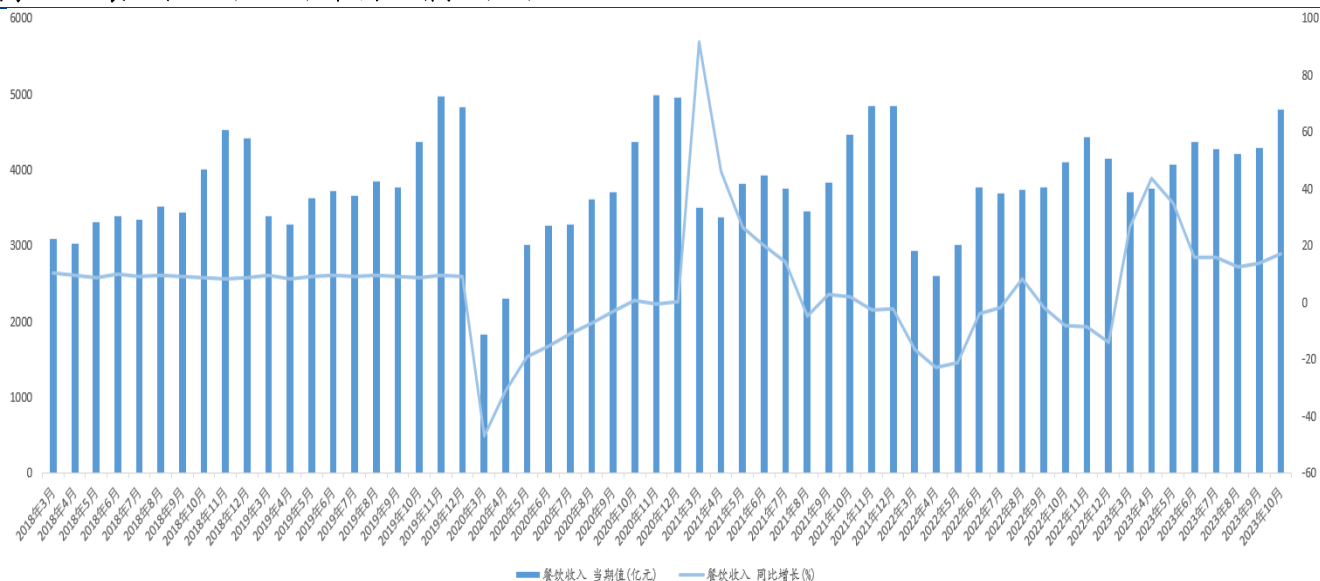
股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603345.SH	安井食品	282.30	11.01	16.06	18.96	23.27	25.64	17.58	14.89	12.13
001215.SZ	千味央厨	43.87	1.02	1.40	1.79	2.25	43.04	31.33	24.51	19.50

数据来源：iFind，华福证券研究所（注：以上数据以 2023.12.22 为基准，归母净利润均来自团队的预测）

3.2 连锁业态的持续规模化，降价不降质

消费者高质量需求增加，餐饮业恢复态势良好。随着人们生活水平的提高，消费者对餐饮服务的要求不再局限于菜品本身，而是对环境，服务，品质等方面的要求不断提高，消费者需求增加推动餐饮业的恢复优化。2023 年整体上餐饮业收入同比增长，1-10 月餐饮收入共 41905 亿元，同比+18.5%。其中 4 月份同比增加最多，高达 43.8%，10 月份同比+17.1%，餐饮业恢复态势良好。预计在 2023 年餐饮业复苏的高景气区间，全年收入额有望达到 4.8 万亿元。

图表 56：餐饮收入（亿元）和同比增长（%）

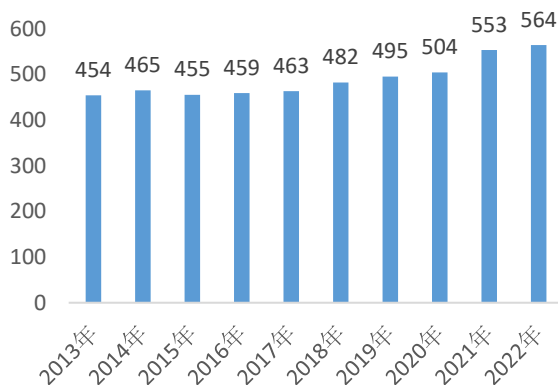


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

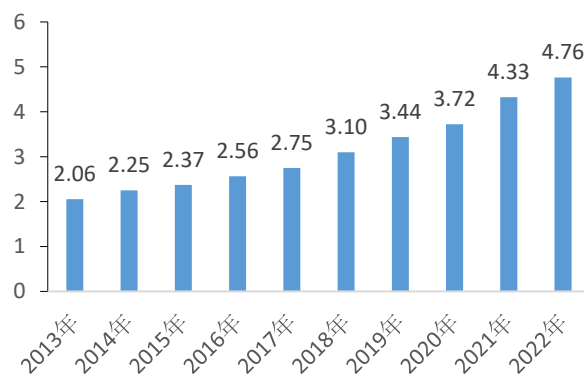
连锁餐饮企业经营规模化，门店数量增长促进营业空间加大。随着餐饮业持续规模化、品牌连锁扩张的趋势，连锁企业加速拓店进程，引领门店数量增加。2013-2022 年 9 年间，连锁餐饮企业总店数从 454 个增加到 564 个，CAGR 为 2.44%，连锁餐饮企业门店总数从 2.06 万个增加到 4.76 万个，CAGR 为 9.79%。在餐饮行业迅速复苏的环境下，企业通过扩大经营面积给予门店更大的营业空间，根据国家统计局 2013-2022 年数据，餐饮企业营业面积从 937.07 万平方米增加到 1395.12 万平方米，CAGR 为 4.52%；餐位数从 319.47 万个增加到 461.42 万个，CAGR 为 3.74%；

图表 57：连锁餐饮企业总店数（个）

图表 58：连锁餐饮企业门店总个数（万个）



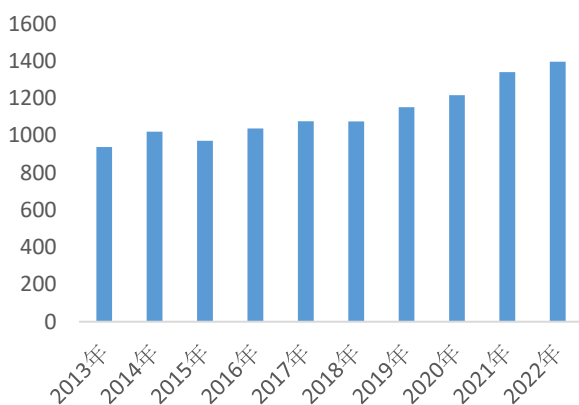
数据来源：国家统计局，华福证券研究所



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

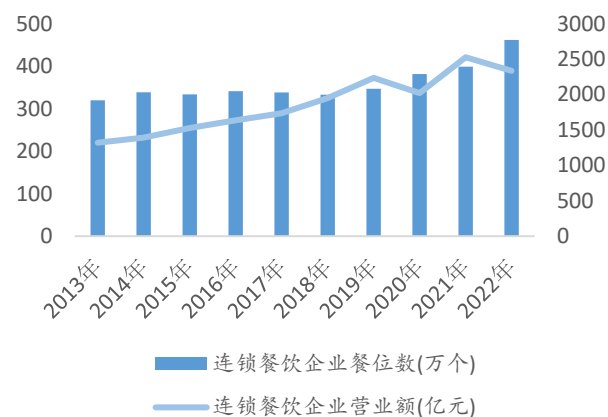
企业营业额波动向上，规模化程度加深维持增长韧性。餐饮企业的规模不断扩大，复苏势头强劲，企业需要扩大经营面积给予公司更高的营业空间，提供更高质量的服务吸引消费者以此提高企业营业额。根据国家统计局 2013-2022 年数据，餐饮企业营业额从 1319.42 亿元增加到 2332.81 亿元，CAGR 为 6.53%。即使受到疫情影响，但 2019-2022 年企业经营面积和餐位数仍然保持增长，期间 CAGR 分别为 6.61%和 10.01%，规模化趋势不断深化，2022 年营业额相比 2019 年变化率为 +4.40%，CAGR 为 1.45%。

图表 59：连锁餐饮企业营业面积（万平方米）



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 60：连锁餐饮企业的餐位数（万个）和营业额（亿元）



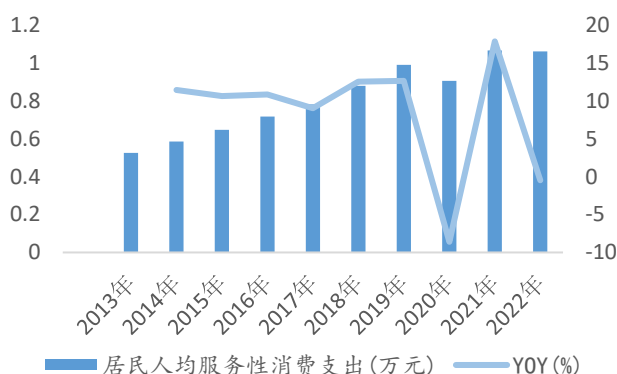
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

消费者追求高性价比，理性消费趋势增强。受到 2019 年底开始的疫情冲击，人均消费支出占可支配收入的比重整体下降，占比从 2019 年的 70.15%下降到 2022 年的 66.53%，居民部门的整体消费水平降低，炫耀性消费减少，实用性消费比重增加。2022 年居民人均服务性消费支出减少为 1.06 万元，同比-0.5%，自 2019 年后增速逐渐放缓。疫情之后消费者从“野性消费”转变到“理性消费”，对价格的敏感度提高，理性消费趋势增强。根据辰智餐饮大数据显示，截至 2022 年第四季度，中国餐饮人均消费为 35.4 元，2019 年之后首次出现下降，30 元以下占比超过 60%。根据《2023 北京餐饮业观察报告》显示，2023 年上半年，整体餐饮业客单价消费区间

在 21-40 元。新一代的餐饮消费者呈现出看得见的健康、低成本幸福、味觉刺激、逃离感、餐饮+体验的偏好，具体就表现在更加注重食品成分、性价比和体验，因此越来越多的消费者注重高性价比的体验。

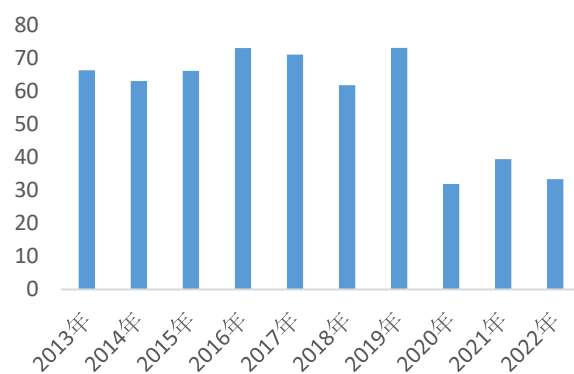
“性价比”时代到来，推动餐饮业降低成本。在消费者极致的性价比的环境下，为了保证毛利润不减少，企业就需要采取降本增效的措施，2013-2022 年，股份有限公司餐饮行业营业成本从 66.23 亿元减少到 33.34 亿元，CAGR 为-6.63%，2022 年相较 2021 年同比-15.3%。2022 年餐饮业堂食逐渐恢复，营业额提高，但是营业成本仍然没有增加到 2019 年的水平，企业已经有逐渐降低成本的趋势。

图表 61：居民人均服务性消费支出（万元）



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

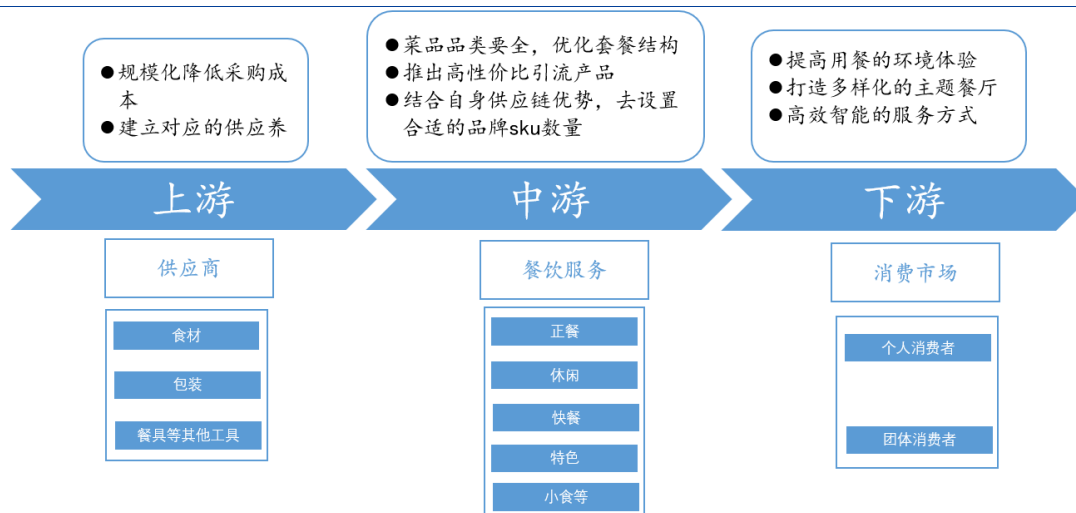
图表 62：股份有限公司餐饮行业营业成本（亿元）



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

优化产业链，推动餐饮业降本增效。我国餐饮行业上游主要为供应商，包括食材、包装以及餐具等产品的供给;中游包含种类多样，包括正餐、休闲餐饮、快餐、特色餐饮、零售小食等;下游主要面向消费市场。因此从优化产业链的角度看，餐饮行业上游需要控制原材料成本，建立自己的生产链或者养殖场来降低采购成本;中游聚焦于自身产品，优化菜品品类，推出高性价比的产品，结合自身供应链优化经营方式;餐饮业下游则需要符合消费者的需求，提高用餐环境，通过高效智能的服务方式来提高客户体验，同时公司智能化建设也可以降低人力成本，从而助力公司达到降本增效的目的。

图表 63：餐饮业产业链



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

多角度调整降本增效，深层次优化提高收益。企业在降低产品价格的同时，也要保持产品或服务的质量不变，需要从多个方面入手，包括优化采购、精细化运营、制定合理的菜单、提高翻台率、合理利用空间、提高员工效率、优化供应链、降低能源成本、实施全面预算管理以及开展促销活动等。同时在餐厅的布局和装修方面，可以通过合理利用空间、优化座位安排等方式，提高餐厅的空间利用率和舒适度，为消费者而提供一个更舒适的用餐环境，提高自身服务的竞争力和经营收益。

消费赛道长期受到全球资本市场的青睐，是经济稳定运行的“压舱石”和股市波动周期的“稳定器”，其中食品与餐饮行业更是长坡厚雪、穿越周期的长青赛道。虽然存在阶段性的内外挑战，但在“民以食为天”的背景下，食品与餐饮作为国民经济支柱产业的地位不会改变。建议关注：1）深耕下沉市场，实施降本增效战略，稳步高质量扩张的**呷哺呷哺**；2）拥有优秀供应链，公司下沉子品牌“**嗨捞**”初步试水市场的**海底捞**。3）积极拓展新业务模式，打造独特食品增长曲线的**同庆楼**、**广州酒家**。

图表 64：各企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
0520.HK	呷哺呷哺	22.70	-3.53	1.35	3.14	4.68	-6.43	16.88	7.24	4.85
6862.HK	海底捞	693.86	13.74	45.64	52.73	61.47	50.48	15.20	13.16	11.29
605108.SH	同庆楼	79.87	0.94	2.76	3.81	4.86	85.33	28.97	20.94	16.45
9869.HK	海伦司	42.94	-16.01	3.11	4.07	5.43	-2.68	13.81	10.55	7.91
9922.HK	九毛九	78.32	0.49	5.60	9.10	12.11	158.92	13.98	8.61	6.47
9987.HK	百胜中国	1,182.80	30.59	58.70	67.83	76.06	38.66	20.15	17.44	15.55
603043.SH	广州酒家	108.41	5.20	6.29	7.68	9.08	20.83	17.23	14.11	11.94

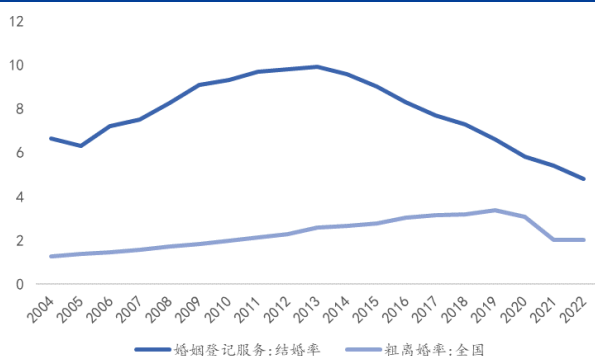
数据来源：iFind，华福证券研究所；以上数据以 2023.12.22 为基准（来自 iFind 一致预期）

4 老龄少子背景下的必然趋势

人口结构转型，老龄少子趋势愈显，Z 世代贡献新活力。我国人口结构正面临转型，据 ifind 显示，2022 年我国 65 周岁以上人口占比至 14.90%，相较于 2012 年

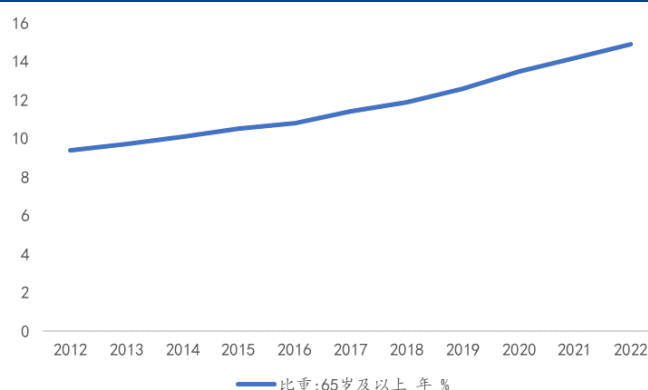
提升了 5.50pct，同时从结婚和离婚人群看，我国结婚率自 2013 年以后持续走弱，离婚率相反持续走强，带动我国“一人户”上涨至 2021 年的 1.25 亿，占家庭总户数的 25%。除老龄趋势外，当前活跃在消费市场的另一增长极——Z 世代，作为我国消费的新兴动力，已逐渐在多个领域显露身影。

图表 65: 2004-2020 年我国结婚率和离婚率



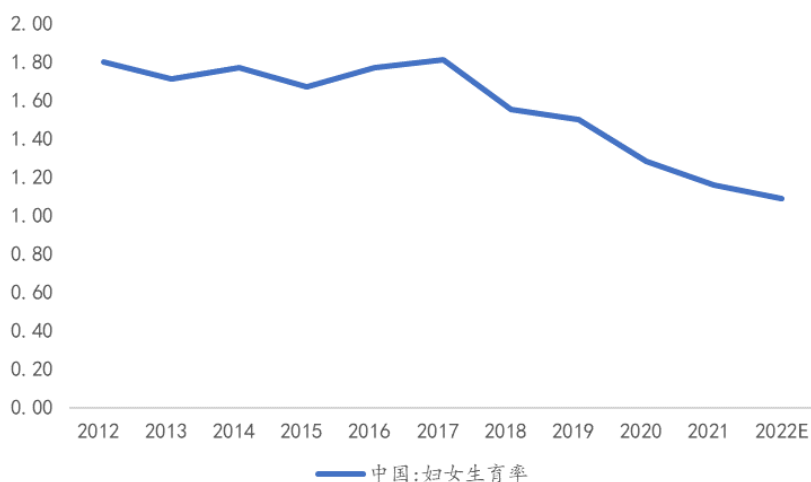
数据来源: iFind, 华福证券研究所

图表 66: 2012-2022 年我国 65 周岁及以上人口占比



数据来源: iFind, 华福证券研究所

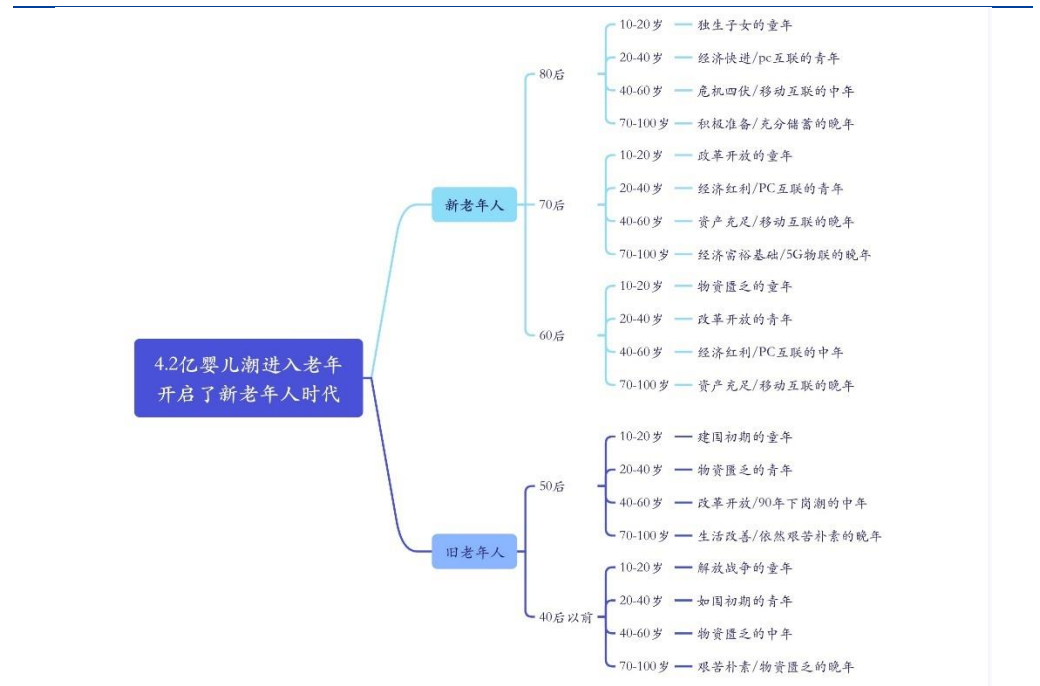
图表 67: 2012-2022e 年我国总生育率下降



数据来源: ifind, 李月、王茜和张许颖的《生育水平向何处去: 回推估计及趋势预测》、界面新闻, 华福证券研究所

“新老人”从关注家庭向关注自我转变，自我精神追求需要被填补。60 后-70 后的“新老人”经历了改革开放的红利，接触过互联网的风潮，思想更为开放和多元，晚年资产相对富足，很多人的子女与其不在同一个城市，并且子女的生育意愿、生育时间普遍推迟，因此其消费从传统的以家庭为导向消费逐渐转化为如何满足自身精神需求，这是老年大学、养宠意愿等近年来兴起的原因，据欧赛斯指出，60 后对宠物生活类商品的消费偏好达到了 80 后的 1.7 倍。同时随年龄增加带来的健康问题逐渐显现，“新老人”对保健品、药品“一掷千金”，愿意付出较高的消费预算到保健品类上，以保持自己健康的身体。

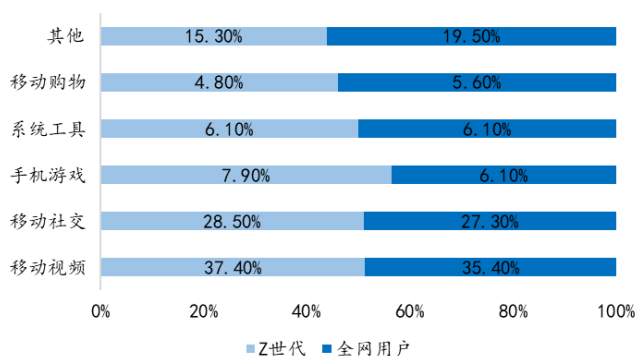
图表 68: “新老人”画像



数据来源: ageclub, 华福证券研究所

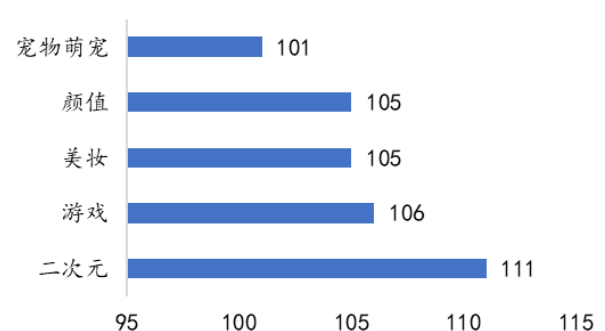
Z世代焕发新活力，尊重自我，追求多元。Z世代作为刚进入社会和即将进入社会的一代青年人，富足的生长环境、广阔的互联网世界及更多的选择促使其更加尊重自我，追求多元和精神类富足，并且其消费力随工作年限的提升，将更有影响力。从消费的表现来看，一方面，更喜欢从线上获取资讯并下单，线上化趋势明显；另一方面，兴趣驱使下表现出爱玩、爱美、爱萌宠、爱运动的特点，同时文化自信带动“国潮”兴起；最后从消费预算来看，Z世代消费者相较于过去的主流消费群体，家庭富足感更明显，更多表现为“今朝有酒今朝醉”，储蓄意愿相对较弱，“月光族”是常态。

图表 69: 2022 年 6 月 Z 世代&全网用户一级行业用户使用总时长对比



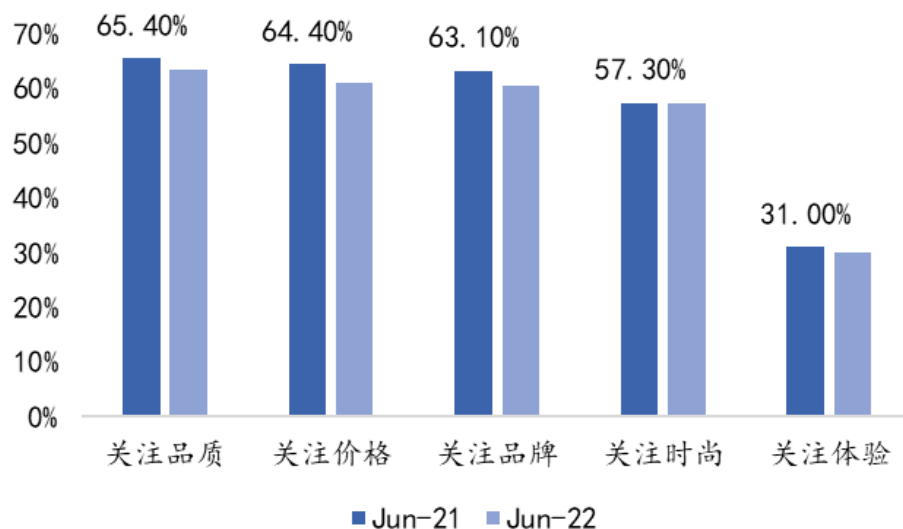
数据来源: questmobile, 华福证券研究所

图表 70: 2022 年 6 月 Z 世代用户 KOL 行业活跃渗透率 TGITOP5



数据来源: questmobile, 华福证券研究所

图表 71: Z 世代用户线上消费关注点 TOP5



数据来源: questmobile, 华福证券研究所

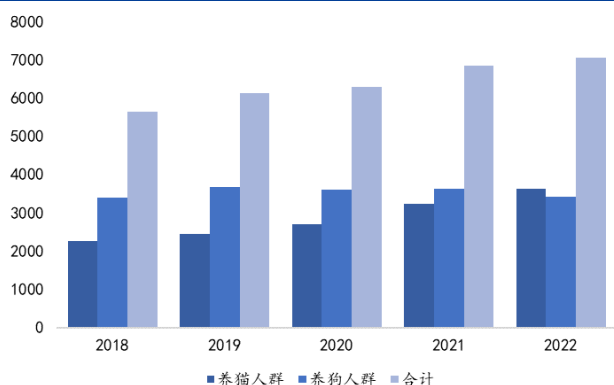
综合来看, 主流消费群体发生了新变化, 因此本章将从“新”消费群体的“新”需求说起, 探究哪个赛道在这一结构转型下, 拥有新机会。

4.1 宠物: 国产替代下量价逻辑双优

人口结构转型, 老龄化和独居趋势导致的孤独感, 是养宠量增的核心动力。

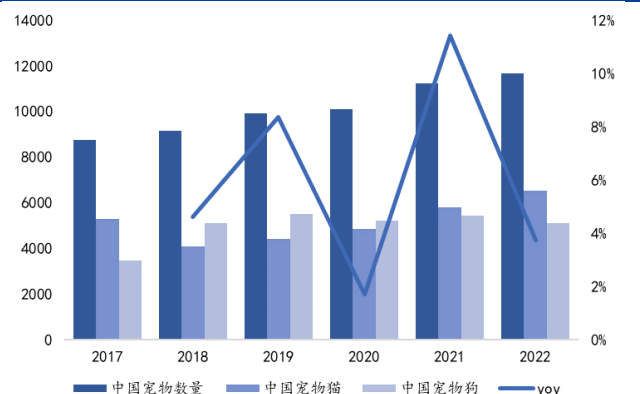
正如前文所说, 老龄化和独居家庭共同带来了孤独感和对陪伴的强需求, 特别是在近年来生育率下降的背景下, 老年人和年轻人没有被小孩占据的空余时间, 由宠物很好的填补, 同时通过宠物陪伴小孩也成为一种重要陪伴方式。这是我国养宠量增的核心逻辑。

图表 72: 2018-2022 年养宠人数 (万人)



数据来源: 宠物行业白皮书, 中商情报网, 华福证券研究所

图表 73: 我国宠物数量提升 (万只)

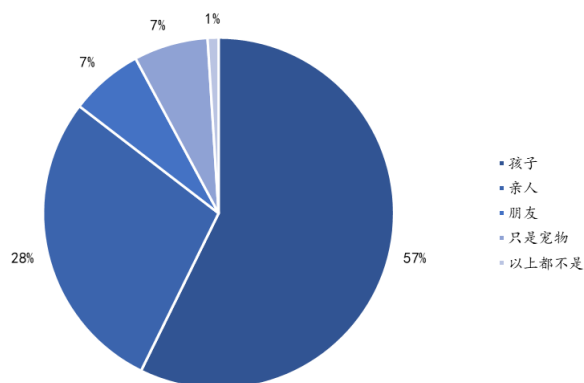


数据来源: 派读宠物参考, 华福证券研究所

养宠理念从养宠向爱宠转变, 宠物在家庭中的地位逐渐拟人化, 情感需求注入带来价增逻辑顺畅。据宠物行业白皮书数据, 2020 年我国有 92.0% 的人群将宠物视作孩子或者亲友 (其中孩子/亲人/朋友分别为 57%/38%/6.7%), 整体

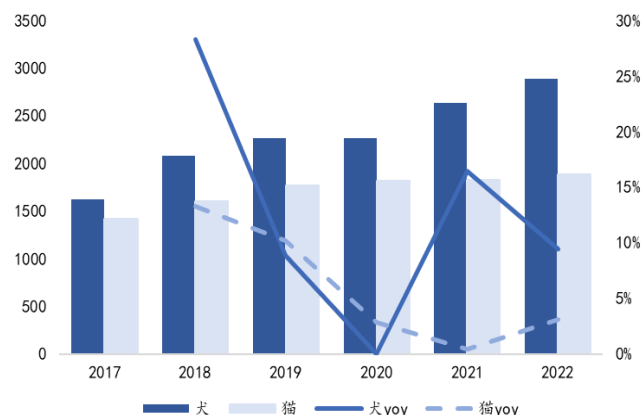
市场养宠情绪实现了从养宠向爱宠的转变。同时将宠物的拟人化能够使消费者投入更多的感情，从而能够转化为更高的宠均支出。

图表 74：2020 年宠物在宠主生活中扮演的角色



数据来源：中国宠物行业白皮书，华福证券研究所

图表 75：单只宠物平均消费金额（元）



数据来源：狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院，派读宠业参考，华福证券研究所

国内宠物市场仍然具备量价双增的逻辑，正如我们在《【华福商业&农业】宠物行业专题（1）：宠物是不是个好赛道？——对标国外及国内量价分析》中的分析，我们预计 2027 年国内宠物猫市场达到 2393 亿元，5 年 CAGR14.22%，宠物犬市场达到 2236 亿元，5 年 CAGR8.67%，宠物市场规模达到 4629 亿元，5 年 CAGR11.34%。

1) 从量的维度测算，基于 90 后独居家庭和云养宠的驱动，预计年轻一代的养宠热情进一步爆发，同时老龄化进程加快，生育率下降背景下老年人的陪伴需求进一步提升，叠加 00 后逐渐步入社会，在年轻人养宠热情高及收入、居住环境改善的背景下，00 后逐渐成为养宠人群的新后备军，我们预计各世代养宠渗透率都有提升。预计到 2027 年，95 后占比提升至 36.0%，90 后占比提升至 16.0%，80 后占比提升至 8.0%，70 后占比提升至 7.0%，70 前占比提升至 6.0%，00 后占比提升至 10.0%。则养宠总人数达到 9220.10 万人，5 年 CAGR 为 5.53%。

2) 拆分养猫和养狗群体，我们认为养猫群体的增长是主要的增长动能，养狗群体增长遇阻，基于当前猫狗类型分布，我们预计 2027 年养猫、养狗人群占比分别为 60%、40%。

3) 从价的维度测算，情感支出及品质化、精致化趋势带动宠均支出提升，参考母婴家庭人均 ARPU 增速保持在 8%以上，2020 年同增 11.9%，我们基于当前 GDP 增速、人均可支配收入增速、人均消费支出增速相较之前降速的背景进行保守预测，由于相较于猫，狗的额外支出更高（比如遛狗带来

的牵引绳、清洁用品、宠物衣服等的需求), 因此预计 2023-2027 年狗均支出年均增长 7%, 猫均支出年均增长 5%。

- 4) 从人均养宠维度, 根据上文的我国养猫(狗)人数和宠物猫(狗)数量, 我们可以算出 2018 年、2022 年人均养猫均为 1.8 只, 人均养狗均为 1.5 只, 因此我们预计未来 5 年人均养宠数量不变。

图表 76: 预计 2027 年我国宠物市场规模达到 4629 亿元

	2018 年	2022 年	4 年 CAGR	预测逻辑	2027 年	5 年 CAGR
养宠总人数 (万人)	5648	7043	5.67%	2022 年 95 后养宠占比 95 后人口总数的约 32.94%, 90 后占比 13.22%, 80 后占比 6.78%, 70 后占比 5.31%, 70 前占比 2.55%。我们认为未来的驱动力包括: 1) 90 后独居家庭和互联网时代云养宠的推动下, 年轻一代养宠热情进一步激发; 2) 老龄化进程加快, 生育率下降背景下老年人的陪伴需求进一步提升。各世代养宠渗透率提升, 同时, 00 后逐渐步入社会, 独立的居住环境和可支配收入的提升, 成为养宠人群新的后备军。我们预计到 2027 年, 95 后占比提升至 36%, 90 后占比提升至 16.0%, 80 后占比提升至 8.0%, 70 后占比提升至 7.0%, 70 前占比提升至 6.0%, 00 后占比提升至 10.0%, 则养宠总人数达到 9220.10 万人, 5 年 CAGR 为 5.53%。拆分养猫和养狗群体, 我们认为养猫群体的增长是主要的增长动能, 养狗群体增长受阻, 基于当前猫狗类型分布, 我们预计 2027 年养猫、养狗人群占比分别为 60%、40%。	9220.10	5.53%
养猫人数 (万人)	2258	3631	12.61%		5532.06	8.79%
养狗人数 (万人)	3390	3412	0.16%		3688.04	1.57%
人均养猫量 (只/人)	1.80	1.80	保持不变	保持不变	1.80	
人均养狗量 (只/人)	1.50	1.50			1.50	
中国宠物猫数量 (万只)	4064	6536	12.61%		9957.71	
中国宠物狗数量 (万只)	5085	5119	0.17%		5532.06	
猫均支出 (元/只)	1416.4	1883	7.38%	情感支出及品质化、精致化趋势带动宠均支出提升, 我们可以参考母婴行业人均 ARPU 来进行预测宠均支出情况: 母婴赛道的主要推动力为人均消费支出的增长, 人均消费增长高于全国人均消费水平, 增速保持在 8% 以上, 2020 年同增 11.9%, 我们基于当前 GDP 增速、人均可支配收入增速、人均消费支出增速相较之前降速的背景进行保守预测, 预计狗均支出年均增长 7%, 猫均支出年均增长 5%	2403.24	5.00%
狗均支出 (元/只)	1619.2	2882	15.50%		4042.15	7.00%
猫宠物市场规模 (亿元)	575.62	1230.73	20.92%		2393.07	14.22%
狗宠物市场规模 (亿元)	823.36	1475.30	15.70%		2236.14	8.67%
中国宠物市场规模 (亿元)	1398.99	2706.02	17.93%		4629.22	11.34%

数据来源: 宠物行业白皮书, 派读宠业参考, 发改委, 广州日报, 中商情报网, 驱动中国网络传媒, 狗民网、中国畜牧业协会宠物产业分会、头豹研究院, 华福证券研究所

海内外品牌纷纷发力争夺市场份额, 复盘双十一, 国产品牌逐渐通过: 1) 新原料; 2) 新工艺; 3) 新渠道; 4) 新营销; 5) 高性价比, 已成功占据消费者心智

份额，实现突围，国产替代逻辑顺畅。

综合电商平台国产品牌逐渐起量，天猫狗狗食品 TOP10 中国产品品牌占据 6 个份额，相较于 2022 年，实现从排名到上榜数量的双增长；猫狗用品方面，国产品牌更贴近我国消费者需求，产品设计和推新快速，天猫平台的猫狗用品 TOP10 中有 9 个国产品牌；保健品方面，卫仕、红狗、海乐妙、普安特等品牌均实现突围，进入多个综合平台的前十。

直播电商平台近年来高速增长，也是各品牌弯道超车的重要一环，目前国产品牌基于强营销能力和高营销投放，在抖音平台实现全面覆盖，TOP10 品牌均为国产品牌。头部国产品牌借助电商流量红利的转移，伴随抖音渠道实现高增。

从品牌排名来看，目前国内市场竞争仍然激烈，品牌换血速度快，市场热点稍纵即逝，通过营销投流换取市场份额仍是当前的主旋律，与成熟稳定的市场相比，我国品牌份额分散，头部品牌拥有较大提升空间。

图表 77：2023 双十一各平台宠物榜单

	天猫平台			抖音平台	京东平台	
	猫狗食品 TOP10	猫狗用品 TOP10	猫狗保健品等 TOP10	宠物品牌 TOP10	热卖品牌 TOP10	健康品牌 TOP9
1	麦富迪	pidan	大宠爱	麦富迪	皇家	大宠爱
2	皇家	小佩	福来恩	喵梵思	麦富迪	福来恩
3	蓝氏	霍曼	卫仕	网易严选	网易严选	皇家
4	诚实一口	铂钻	MAG	蓝氏	渴望	卫仕
5	鲜朗	petshy	麦德氏	诚实一口	伯纳天纯	麦德氏
6	网易严选	lorde	红狗	卫仕	爱肯拿	红狗
7	Instinct	鸟语花香	海乐妙	醇粹	pidan	普安特
8	渴望	福丸	爱沃克	伯纳天纯	素力高	海乐妙
9	伯纳天纯	嬉皮狗	普安特	阿飞和巴弟	冠能	爱沃克
10	素力高	华元宠具	vetwish	普安特	Instinct	

数据来源：宠业家，华福证券研究所注：浅蓝色标记为国产品牌

图表 78：2022 双十一各平台宠物榜单

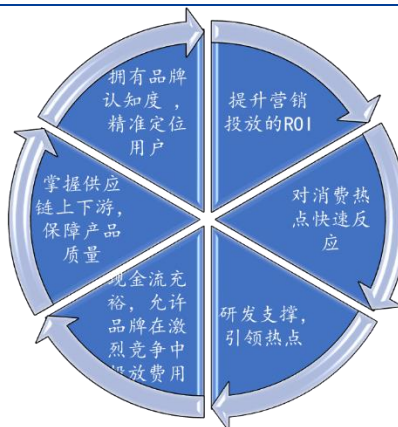
	天猫平台		抖音平台	京东平台
	猫狗食品 TOP10	猫狗用品 TOP10	宠物品牌 TOP10	热卖品牌 TOP10
1	麦富迪	pidan	麦富迪	皇家
2	皇家	小佩	网易严选	麦富迪
3	渴望	霍曼	喵梵思	网易严选
4	网易严选	lorde	卫仕	爱肯拿
5	爱肯拿	华元宠具	伯纳天纯	伯纳天纯
6	Instinct	petshy	WoWo	渴望
7	ziwi	嬉皮狗	高爷家	卫仕
8	阿飞和巴弟	鸟语花香	诚实一口	素力高
9	卫仕	catlink	Pidan	pidan
10	蓝氏	福丸	海洋之星	冠能

数据来源：宠业家，华福证券研究所注：浅蓝色标记为国产品牌

另一方面，市场进入逐渐变得困难，增量竞争逐步转向存量竞争，掌握供应链和顺应需求的品牌能成功突围，看好头部已形成品牌势能和营销持续精准的品牌。一级市场投资趋于冷静下，我们认为，宠物品牌无限投流的阶段已经过去；存量消费者变多，消费者拥有自身的品牌认知，新品牌更难抢占新市场份额；消费情绪转

化，健康养宠观念兴起，市场热点变化快，优质的原材料和快速的反应能力都对供应链的把握提出了高要求。综合来看，市场进入越来越难，未来增量竞争将逐步向存量竞争转移。竞争在短期仍然激烈，但是竞争点开始向现金流保障、营销投放的 ROI 提升、热点的快速反应及研发的先行引领上转移，因此我们看好具有较强现金流支撑，且已形成品牌势能，拥有用户心智、持续精准营销、供应链稳定的品牌。

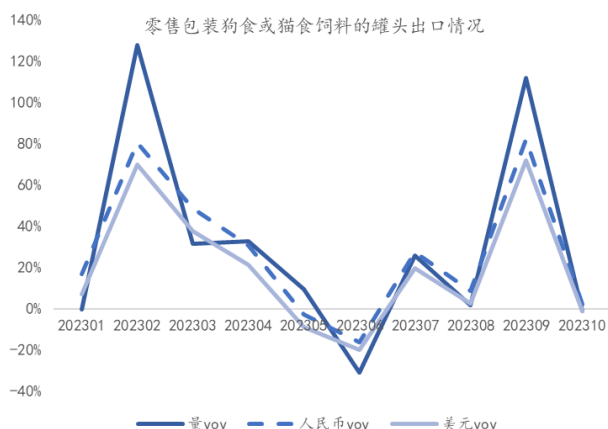
图表 79：宠物品牌当前的竞争热点



数据来源：华福证券研究所

海外：海外去库存基本结束，Q3 开始逐月转暖。出于对生产、海运等方面的担忧，海外客户在 2022 年上半年大量采购宠物相关产品，透支 2023 年订单，据海关总署数据，2023H1 人民币/美元口径下，宠物食品出口总额分别下行-6.87%/-13.08%，拆分量价来看，主要系出口总量下降 14.98% 导致。出口量的下降在 Q3 逐月收窄，并在 9 月实现大幅回暖，10 月出口量同比增势进一步明确，我们认为海外去库存的影响已经消退，同时参考上市公司出口情况，订单已恢复正常。

图表 80：零售包装宠食出口同比修复



数据来源：海关总署，华福证券研究所

图表 81：其他零售包装宠食出口同比高增



数据来源：海关总署，华福证券研究所

看明年：看好具备高营销投放 ROI 的企业。我们预计明年宠物市场规模仍然加速扩容，对品牌而言，国内的竞争集中在营销投放的转化上，因此对国内市场更看重如何精准投放营销和定位客群，拥有高 ROI 和高转化率的企业才能实现更大的品牌势能，从而带动以钱生钱的转化。

我们在此对各宠物上市公司的国内销售费用转化率进行测算，首先由于宠物用品公司国内自有品牌业务占比较少，所以我们将测算集中于宠物食品公司；其次我们参考中宠股份和佩蒂股份 2013 年的销售费用率为基准，测算中宠股份、乖宝宠物的代工业务销售费用率约为 3%，佩蒂股份的代工业务销售费用率约为 2%，简单测算出各公司国内业务的单位销售费用转化率（即国内收入/国内业务销售费用）。可以看出相较于 2018 年，各公司销售费用转化率均有提升，其中中宠股份和乖宝宠物的增长较为稳健，佩蒂股份的增长弹性较大。

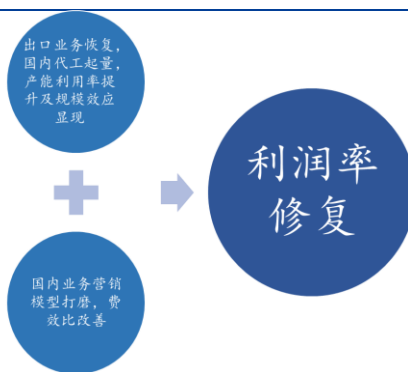
图表 82：宠物食品公司的销售费用转化测算

	2018	2019	2020	2021	2022
中宠股份	2.3846	2.6543	3.9810	3.8215	3.8172
乖宝宠物	3.6936	3.3325	4.4162	4.1822	4.0382
佩蒂股份	2.4736	2.7451	5.7632	6.2837	4.7906

数据来源：ifind，华福证券研究所

利润端：规模效应释放及 ROI 提升，利润率弹性值得期待。从代工业务来看，预期明年出口业务的恢复，将通过规模效应摊薄单位成本，从而提升毛利率和净利率，同时，若各头部公司新增产能，基于自身自有品牌和长期国外代工的口碑积累下，有望在当前市场环境中获得更多国内代工订单（代工领域也存在品牌效应），从而缓解资本开支压力；另一方面，基于头部品牌公司的营销模型进一步的打磨和细化，国内业务费效比有望进一步改善，共同带动净利率具备弹性。

图表 83：利润率修复的两条路径



数据来源：华福证券研究所

整体看，行业快速成长的 β 仍然存在，板块具备长期配置的逻辑，短期来看，海外去库结束后，看好顺应新需求且订单充足的企业，同时，看好更具自有品牌盈利兑现度的标的。

推荐个股：拥有海外优势工厂及自有品牌快速布局的中宠股份；具备强营销实力、主品牌实力稳固、副品牌高速起量的乖宝宠物。**建议关注：**受去库影响较大，具备强恢复弹性，且国内业务加速发力的佩蒂股份、依依股份、源飞宠物、天元宠物。

图表 84：各企业盈利预测

	归母净利润（亿元）	PE
--	-----------	----

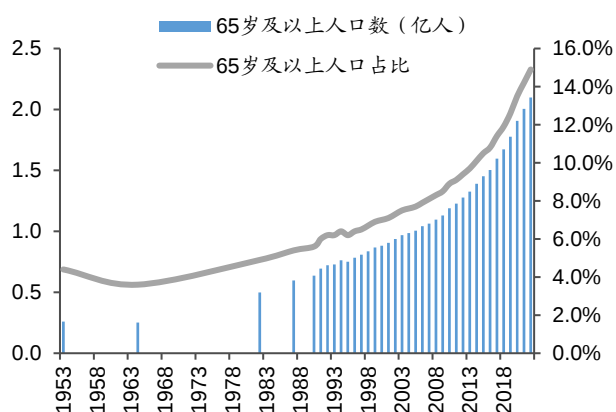
股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
002891.SZ	中宠股份	76.85	1.06	2.32	2.86	3.66	72.50	33.13	26.87	21.00
301498.SZ	乖宝宠物	158.58	2.67	3.74	4.42	5.08	59.39	42.40	35.88	31.22
300673.SZ	佩蒂股份	32.67	1.27	0.56	1.38	1.77	25.70	58.81	23.70	18.45
001222.SZ	源飞宠物	27.76	1.59	1.41	1.61	1.83	17.51	19.73	17.24	15.14
301335.SZ	天元宠物	27.06	1.29	0.75	1.01	1.17	21.04	36.09	26.80	23.13
001206.SZ	依依股份	28.86	1.51	1.47	1.77	2.07	19.17	19.58	16.26	13.96

数据来源: ifind, 华福证券研究所 注: 佩蒂股份、源飞宠物、天元宠物、依依股份基于 IFIND 一致预期, 其余公司来源于我们的预测, 以上数据以 2023.12.22 为基准

4.2 保健品: 老龄化趋势和健康意识提升的双击

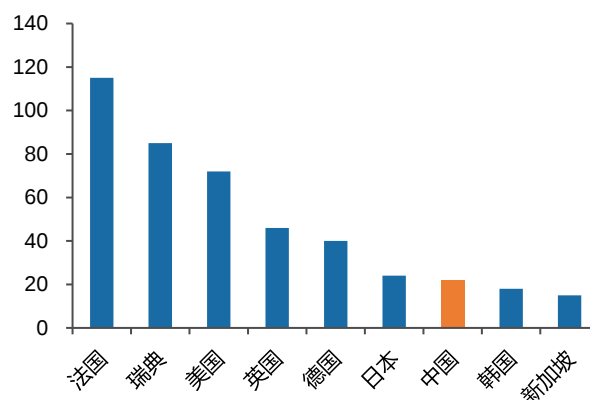
经济社会的趋势之一——人口老龄化催生健康产业发展。2000 年我国 65 岁以上人口占比达 7.0%, 正式进入人口老龄化社会。随着老龄化人口的增加, 这部分群体的生理机能下降、运动减少, 更容易出现营养不良以及相关慢性疾病, 根据健博会专家表示, 目前中国有超过 1.8 亿老年人患有慢性病, 中国老年人带病生存时间已达 9.1 年, 65 岁以上多病共存的老人占比达到 2/3。老年群体数量的增长以及该部分群体对医疗服务、食品易于进食且营养健康、保健品等需求逐渐增加, 倒逼食品企业的发展和转型。**同时, 老龄化并不是老年人的独有命题。**根据国家统计局数据显示, 我国居民的预期寿命由 1980 年 68 岁增长到 2020 年的 78 岁, 伴随人们生活水平的改善及国家医疗水平的提升, 我国居民预期寿命在不断增加。在老龄化加深速度快、出生率降低的现状面前, 应对老龄化趋势的健康产业的搭建将成为全社会、全生命周期的课题。

图表 85: 我国老龄化趋势日益明显



数据来源: wind, 国家统计局, 华福证券研究所

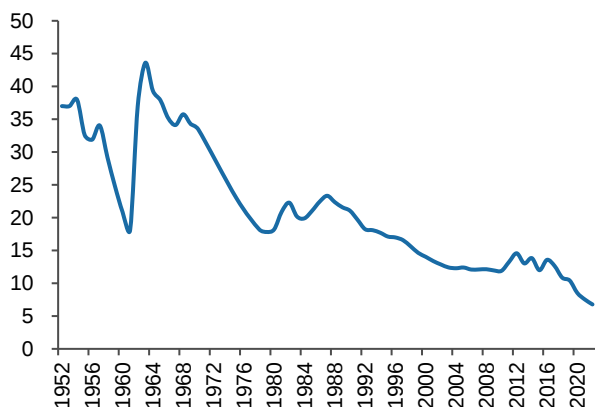
图表 86: 我国老龄化率由 7%到 14%仅用了 22 年



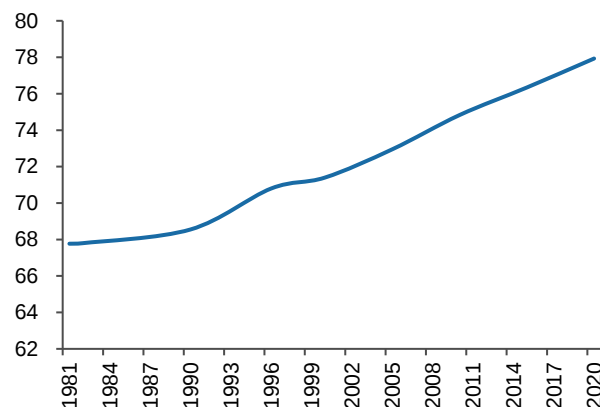
数据来源: 日本内阁府, 华福证券研究所

图表 87: 我国出生率逐年走低

图表 88: 我国平均预期寿命不断增加



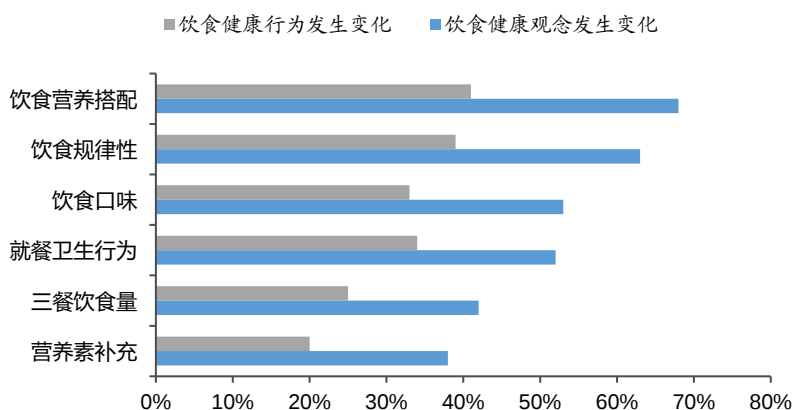
数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所



数据来源：wind，国家统计局，华福证券研究所

经济社会的趋势之二——疫情三年强化人们的健康意识。根据丁香医生统计，疫情给 55%和 49%的人们带来生命观和人生观的改变。疫情后饮食营养搭配和饮食规律性的意识增强最多，大家对于健康饮食的意识提升体现在生活的方方面面，人们不仅更注重营养搭配，同时也更注重饮食的规律性，超过八成人群在疫情后饮食健康行为发生了改变。

图表 89：疫情带来人们健康意识与行为的提升

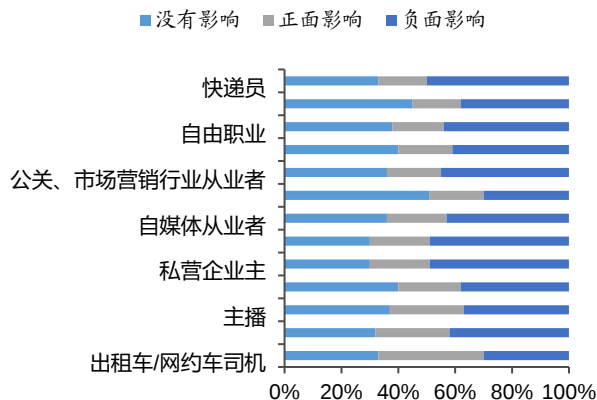


数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所

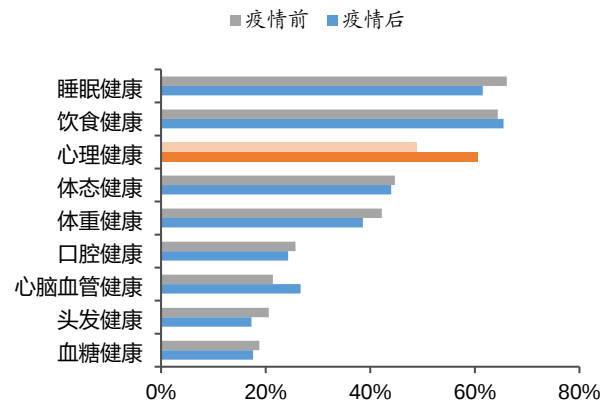
经济社会的趋势之三——信息化时代及社会压力作用下，人们积累的健康焦虑也催生保健品消费需求。在信息化的时代下，信息传播媒介变多，人们随时随地能够通过百度、小红书、微博、微信等平台获取各种信息。而面对网络获取健康信息，美国的皮尤调查结果显示，75%的用户基本不检查信息来源和发布日期就选择盲目相信。因此在经济下行、社会压力增大的情况下，加之对信息的筛选和判断能力的欠缺，容易导致人们对某种身体状况或患有疾病的恐慌心理和过度关注，也就是所谓的健康焦虑。人们希望通过保健品的消费缓解自身健康焦虑，这一现象也导致健康需求从老龄向低龄过渡。

图表 90：疫情对不同职业群体带来的影响

图表 91：疫情后人们对心理健康的关注度提升



数据来源：《2021 国民健康洞察报告》，华福证券研究所



数据来源：艾瑞咨询，华福证券研究所

中日对比来看，目前我国保健品行业在逐步规范过程中，各品类发展不均。保健品消费属性介于食品和药品之间，既具有食品的特点，又能够补充营养成分、调节身体机能，其复杂的属性也决定了监管的特殊性。对标日本来看，2015 年日本内阁会颁布《规制改革实施计划和日本再兴战略》，将功能性标示食品以备案制形式纳入监管条例，此次改革覆盖了可能涉及功能性的全部食品（包括膳食补充剂形态的加工食品、膳食补充剂形态以外的加工食品、生鲜食品），而不同于狭义的保健功能食品，此次新规让日本保健品行业叠加“多重 buff”——强医疗背景、行业严监管、先进技术、优质原材料以及更广的覆盖面等，催化保健品行业加速发展。相比之下，我国保健食品覆盖面较窄，截至目前，我国保健食品的备案范围主要涵盖营养素补充剂和辅酶 Q10、灵芝孢子粉等单方产品，备案产品组方、功能声称并未突破注册制产品的可控范围，政策方面尚待完善。

图表 92：中日保健食品市场准入机制比较

国家	产品名称	定义	市场准入
中国	保健食品	声称并具有特定保健功能或者以补充维生素、矿物质为目的的食品。适用于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	注册（目录外原料）或备案（目录内原料）
	营养功能食品	以补充特定营养成分为目的的食品。国家对营养成分的种类、摄入量以及营养成分的功能声称做出明确规定，企业根据规定生产和标示营养成分功能	自行上市
日本	特定保健用食品	具有调节机体功能或降低因生活习惯引起的健康风险，经过批准，可以标示具体保健用途的食品	常规型：在饮食生活中，消费者通过食用能达到所标示的保健目的 条件限制型：有效性依据虽然不能完全达到特定保健用食品（常规型）批准的审查要求，但经验证具有一定有效性，应对限制型条件进行明确标示 降低疾病风险型：有效成分降低疾病风险的效果已经获得医学和营养学界的广泛认知，降低疾病风险可作为标示内容 规格标准型：作为特定保健用食品的批准产品数量比较多，已经积累较多的科学依据，有效成分等相关标准已经确定，无须经过个别审查，通过规格标准是否适合等审查后，即可许可
			注册
			注册
			简单注册
			简单注册

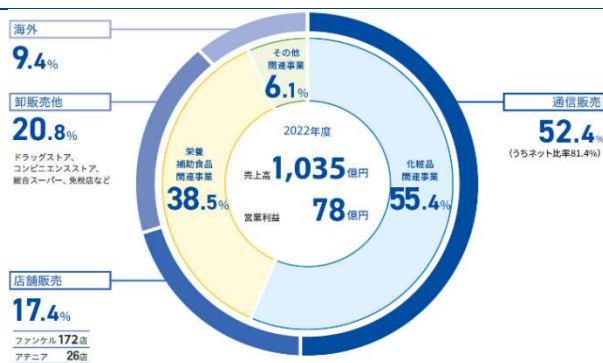
功能性 标示食 品	对未患病人群（不包括未成年人、孕产妇、计划怀孕妇女、乳母），以科学依据为基础，可以在包装容器上标示功能性相关成分及其以维持和改善健康为目的的特定保健功能（降低疾病风险除外）的食品	上市前 60 日 备案
-----------------	---	----------------

数据来源：中国食品卫生杂志，华福证券研究所

复盘日本 FANCL——中日发展的相似性与保健品行业龙头崛起的必然性。

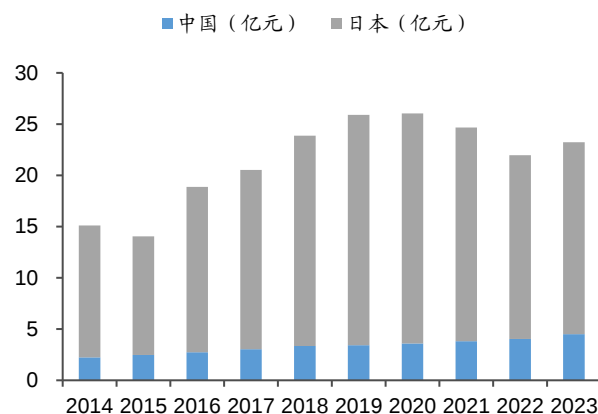
1980 年，池森贤二首创“无添加”护肤新概念，并于 1982 年创立 Fancl 集团，首推无添加小包装护肤产品，在解决女性肌肤敏感方面赢得市场和口碑。1994 年，FANCL 在日本相关产品普遍高价的背景下推出了价格合理的营养补充剂，成为继化妆品后的又一大基石业务。中国与日本有在发展的过程中存在较高的相似度，我们认为通过 FANCL 在保健品业务上的突围，中国老龄化及国民健康意识的提升、对健康重视程度提升的背景下，未来也将诞生出类似重量级的企业。

图表 93：2022 年 FANCL 各业务营业表现（百万日元）



数据来源：FANCL 官网，华福证券研究所

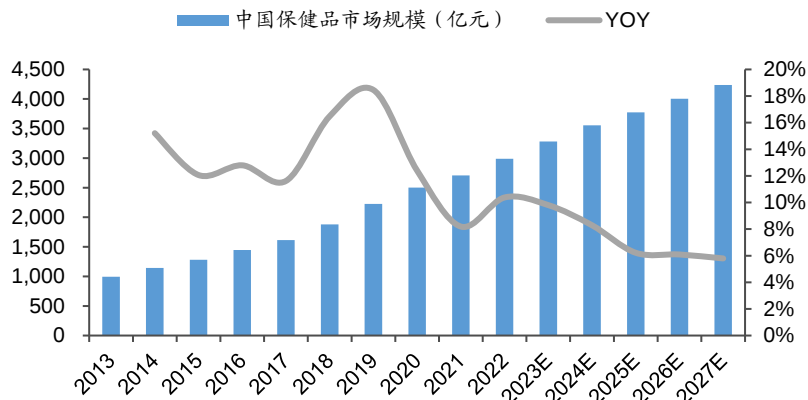
图表 94：FANCL 保健品业务在中日品牌份额情况



数据来源：欧睿，华福证券研究所（已统一成人民币计价）

我国保健品行业空间广阔，未来五年内直指 4000 亿。根据艾媒咨询，2022 年我国保健品市场规模为 2989 亿元，五年内 CAGR 为 13.1%，增长迅速。短期来看，保健品行业受“百日行动”打假负面新闻、跨境电商法带来的监管趋严等事件影响增速有一定回落，但长期来看“银发一族”和“年轻一代”作为驱动行业增长的核心群体，在健康意识提升、老龄化背景下，行业发展动能充足、空间广阔。

图表 95：我国保健品行业空间广阔



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

建议关注：受益全民健康意识觉醒、老龄化趋势及老龄化消费习惯的普及，国内保健品龙头**汤臣倍健**。

图表 96：保健品板块重点公司盈利预测

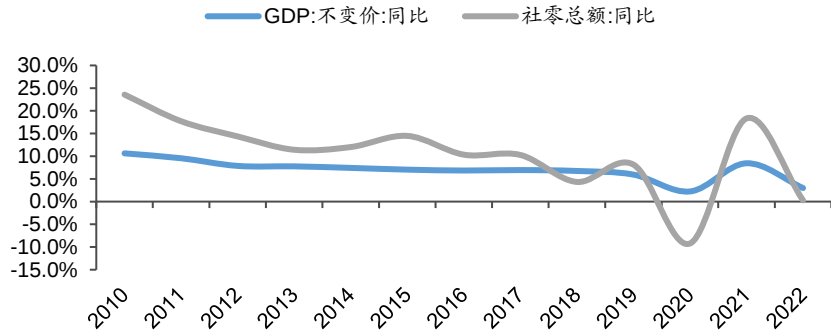
股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300146.SZ	汤臣倍健	284.88	13.86	17.91	21.42	24.88	20.56	15.91	13.30	11.45
300791.SZ	仙乐健康	59.91	2.12	2.67	3.80	4.70	28.22	22.42	15.75	12.75
1112.HK	H&H 国际控股	69.45	6.12	8.090	9.69	12.51	11.35	8.58	7.17	5.55
300858.SZ	科拓生物	50.30	1.10	1.12	1.49	2.27	45.77	44.74	33.81	22.13

数据来源：iFind，华福证券研究所（注：23-25 年归母净利润均来自于 iFind 一致预期，总市值数据截至 2023 年 12 月 22 日）

5 广义可选消费品的极致性价比

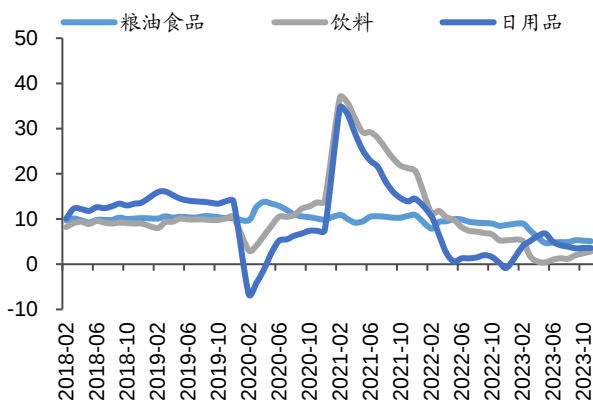
整体来看：消费复苏趋势稳中向好，但近年来消费弱于经济。根据国家统计局数据，截至 2023 年 11 月社会消费品零售总额为 42.79 万亿，同比增长 7.2%，整体来看消费复苏趋势稳中向好。但从与 GDP 的对比来看，正常年份社零表现均好于 GDP 增速，但近年来尤其是疫情开始后，社零增速与 GDP 增速上呈现较大波动，从宏观数据上来看消费受疫情影响较明显。分品类来看，必选消费增长更加稳健，可选消费自疫情以来震荡明显。根据国家统计局披露，2023 年 11 月限额以上零售额中以粮油食品/饮料/日用品为代表的必选品同比变动分别为 5.10% /2.80% /3.60%，以化妆品/服装鞋帽/电器音像/家具/汽车为代表的可选品同比变动分别为 4.70% /11.50% /0.60% /2.80% /6.20%，可选品的振幅较大且存在分化，可以发现必选消费具备更强的抗经济周期的能力。从更长的维度来看，2018-2022 年粮油食品增长速度一直稳定在 10%左右，可选品在疫情前也基本稳定在 10%上下，疫情后受影响较大、恢复弹性较明显。

图表 97：疫后经济与社零增速呈现较大波动



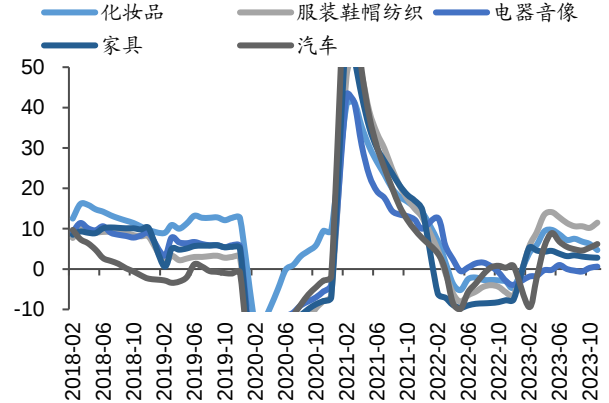
数据来源: Wind, 华福证券研究所

图表 98: 必选品消费情况同比 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

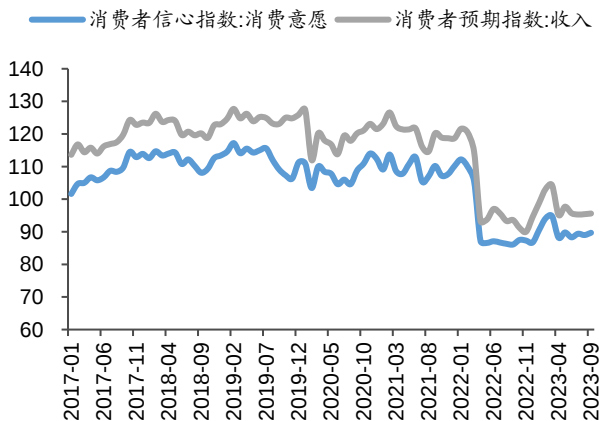
图表 99: 可选品消费情况同比 (%)



数据来源: wind, 华福证券研究所

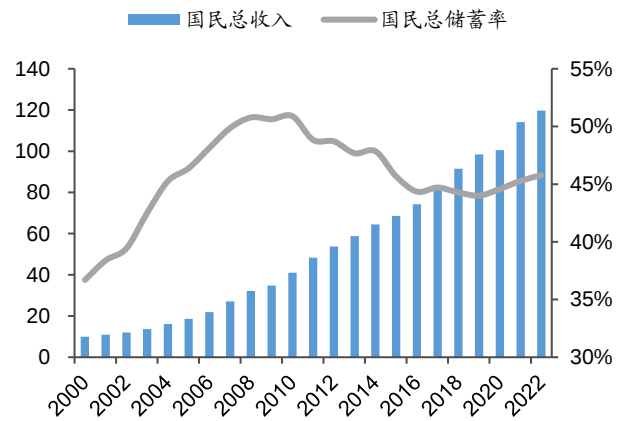
从消费者信心来看, 居民对未来收入预期及消费意愿均下降, 导致近年来储蓄率上升。我们通过消费者信心指数来量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。自 2022 年断崖式下降后一直未能恢复, 主因疫情挤压的悲观情绪、房地产深度调整等多方面因素打击居民消费信心和消费意愿, 从而导致储蓄率的上升。

图表 100: 居民收入预期、消费意愿均呈下降趋势



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 101: 近年来居民储蓄率上升

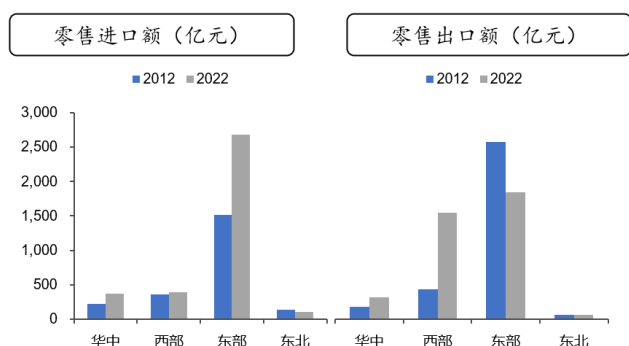


数据来源: wind, 华福证券研究所

东西部发展不均衡、城乡发展差异以及人口结构民族多样化的特点的导致我国

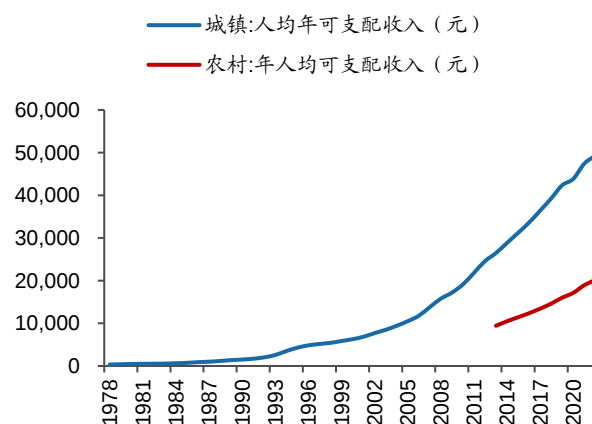
需求更加多元，不同消费层级群体在可选消费品上有不同的消费偏好。根据国家统计局数据，横向对比我国东部、西部等地区，东部地区经济水平发展迅速，零售业发展较好，而东北及西部地区产业发展相对滞后，也因此东西部各地区存在较明显的发展落差；同地区城镇及农村对比来看，2022 年农村居民人均可支配收入仅为城镇居民的一半，因此我们合理推测在下线城市中，居民消费水平稳步提升的背景下，对于可选品的消费仍处于升级阶段，而一二线城市因房贷、经济下行收入降低等原因对于可选消费趋于理性而处于阶段性降级阶段，因此不同地区的消费群体面对可选品有不同的消费偏好。

图表 102：近十年国内各区域零售进出口额差异情况（亿元）



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 103：我国城镇及农村人均可支配收入对比



数据来源：wind，华福证券研究所

因此我们认为目前在广义可选品的范围内存在下列趋势：

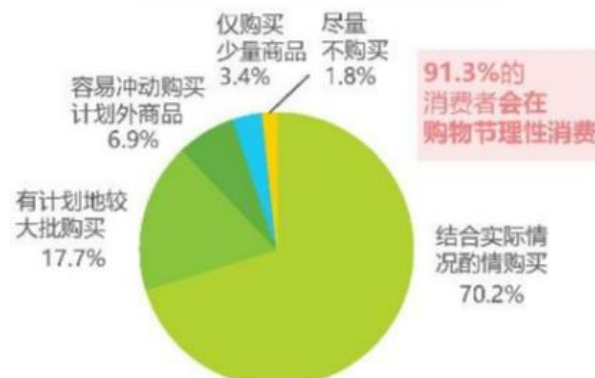
向下游要转型：消费者消费观念的转变。根据艾媒咨询调研数据显示，大多数消费者（65.2%）开始从自身真实需求入手，认为消费应该花在刀刃上，消费的最大意义在于最大化的提升自己的生活质量，面对理想的消费商品也会斟酌其价格，直至价格达到心理价位后才会进行购买。这意味着人们对于可选消费的消费预期在下降，逐渐由奢侈品消费、挥霍性消费转变为理性消费。

图表 104：消费者的消费理念更趋于理性



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

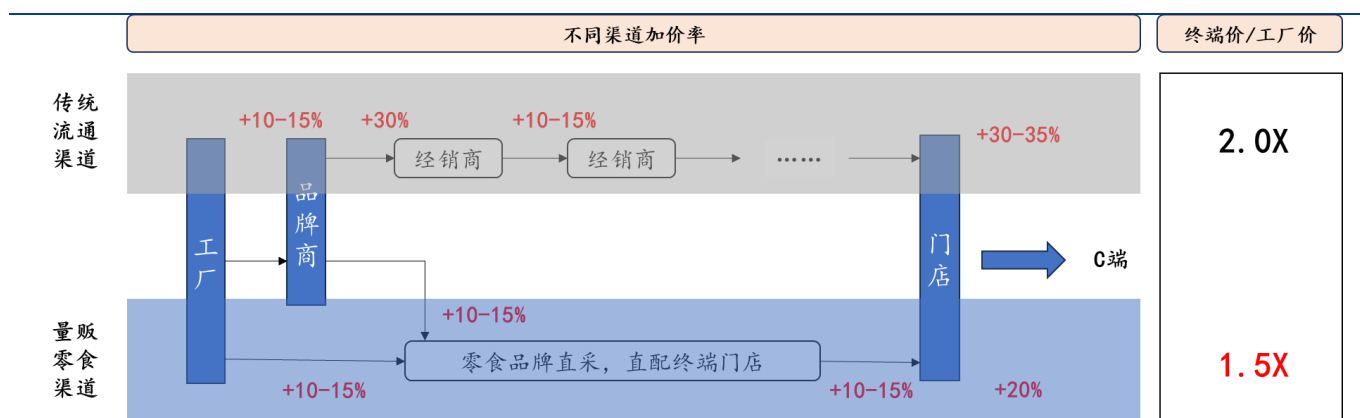
图表 105：消费者面对促销心智更加成熟理性



数据来源：艾媒咨询，华福证券研究所

向上游要效率：供应链效率的提升&渠道的加剧内卷。通过对渠道结构的复盘，我们以零食渠道为例，十年前零食渠道主要有经销、KA、批发、B2C 和便利店，渠道相对简单且经销商占据主要份额，但如今伴随着人们生活方式的改变（电子设备成为人们生活必需品）以及新技术的冲击、外生环境的变化（电商的发展，疫情下社区团购的兴起）等等，如今人们所接触到的货品渠道更加多元、且渠道的多样化朝压缩渠道利润、更加高效能的方向发展，量贩零食作为渠道内卷的产物之一，未来伴随新生事物的发展，我们预计其他高效能渠道也将通过新的方式出现。

图表 106：以量贩零食为例，供应链效率更优带来更低的终端价格



数据来源：新经销，华福证券研究所

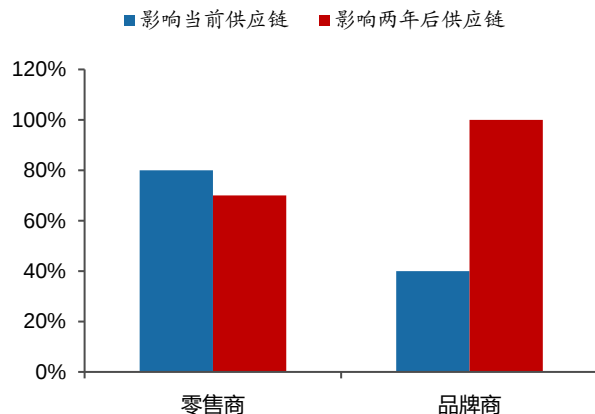
低成本是供应链短期内实现高效率的不可逆的必然选择，而消费者终端精准的需求匹配是未来减缓供应链压力的有效方法。当前国内大多数零售商仍然在做以成本降低为导向的供应链升级，但我们知道成本端不会被一直压缩，目前来看鲜少企业对供应链的改革从压缩成本到预测需求的转变，根据 PWC 的调查显示，70%/100%的零售商/品牌商认为具有预测未来销售的能力是未来两年后供应链重点，但对于品牌商而言，距离消费者终端更远，对于消费需求的把控难度更大，因此提高预测准确性，并提高供应链端到端可视化程度，从而降低供应链的运营成本，是零售消费品行业供应链的核心挑战。

图表 107：中外零售企业“库存周转天数”对标

图表 108：零售商&品牌商认为预测未来销售对供应链影响对比



数据来源：中国连锁经营协会，华福证券研究所



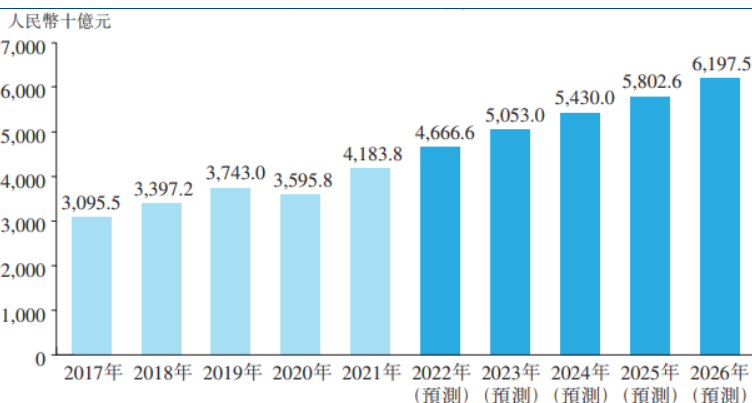
数据来源：中国连锁经营协会，华福证券研究所

5.1 大众化消费的性价比赛道——零售折扣店

我们以名创优品为例来探讨具有折扣性价比的大众化消费品门店：

从市场规模来看，根据弗若斯特沙利文报告，按GMV计的中国生活家居产品市场的规模由2017年的人民币3.1万亿元增至2021年的人民币4.2万亿元，年CAGR为7.8%，超过同期中国零售市场4.8%的年复合增长率，且为所有零售分部中增长最快的市场之一。预计到2026年生活家居用品市场规模将超6万亿，市场空间广阔。同时，自有品牌销售作为家居生活零售市场的重要组成部分，往往有较高的性价比、高品质以及独特的设计风格吸引消费者，年轻一代消费群体

图表 109：我国生活家居用品市场规模（十亿元）

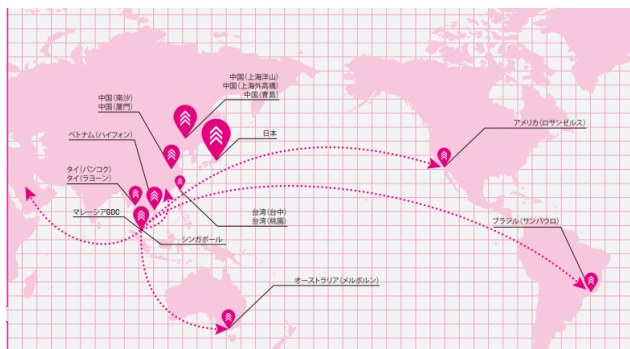


数据来源：名创优品招股书，弗若斯特沙利文，华福证券研究所

中日对比来看：日本大创&中国名创优品。大创（Daiso）成立于1977年12月，在90年代日本经济泡沫时期崛起，是日本百元店龙头公司，主要销售自有品牌商品，由于定价在百元左右，商品物美价廉而受到群众喜爱。门店方面，截至2023年9月，大创已在全球26个国家建立5247家门店；供应链方面，大创在全球范围内均有布局，截至2023年2月，公司在国内外网点已有25万家，仓储面积达25万平，强大的供应链保障了全球范围内的商品销售。我们通过日本大创与名创优品的对比，

截至 2023 年 6 月，名创优品在海外已有 2187 家门店（大多为代理），海外占比远高于大创的 18.4%，中国一二三线城市门店数分别为 474 / 1496 / 1634 家，但单店收入不到大创的 40%，海内外发展空间充足。

图表 110：日本大创在全球范围内的供应链布局



数据来源：日本大创官网，华福证券研究所

图表 111：大创与名创优品主要经营情况对比

	名创优品	大创
门店数（家）	5791	5247
海外门店占比	37.8%	18.4%
SKU（个）	9700*	76000
平均每月更新 SKU（个）	530	1200
营业收入（亿元）	114.73	295.41
单店收入（万元/家）	198.12	563.01

数据来源：名创优品年报，日本大创官网，华福证券研究所（名创优品门店数及 SKU 不包括旗下 TOP TOY 品牌，SKU 为核心单品数；名创优品各项数据截至 2023 年 6 月，大创各项数据截至 2023 年 2 月；大创数据已换算成人民币计价）

5.2 休闲零食的性价比赛道——量贩零食

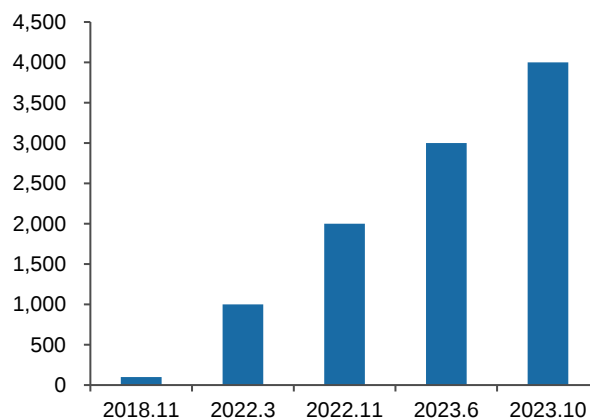
量贩零食行业尚处于扩张期，基本形成区域化龙头，华北区域待开发。从目前来看，大多数零食品牌还在跑马圈地的过程中，以湖南地区的零食很忙为例，根据官网数据显示，截至 2023 年 10 月零食很忙总门店数达 4000+，并且按照一天新开 7 家门店测算，预计年底零食很忙门店数将达 5000 家；根据 Euromonitor，四川区域的零食有鸣在 2023 年 9 月门店数也达到了 2000+。各品牌主要基于发源地市场向周边扩张，区域分布特性明显，同时量贩零食门店大多分布在华南华东和西南区域，华北市场待开发。

图表 112：量贩零食主要品牌的门店分布情况



数据来源：Euromonitor，华福证券研究所

图表 113：零食很忙门店扩张情况（家）



数据来源：零食很忙官网，华福证券研究所

从成熟门店单店模型来看，预计到 2025 年量贩零食门店将达 4.8 万家：我们通过量贩零食区域化特征以及目前扩张阶段，对全国各省份进行划分；同时考虑

到目前量贩零食品牌大多布局在南方，主因南方饮食习惯催生出更强烈的零食需求，以及大部分食品工厂分布在南方所致，因此我们也将处于扩张期的区域分为南北方加以区分。

假设 1：引入常住人口，我们通过各省市常住人口与门店数的关系，通过对比成熟品牌零食很忙的模型，对不同区域单一门店覆盖人口数进行预测。公式如下：门店数 = 常住人口数 * 单一门店覆盖人口数

假设 2：由于数据可获得性的原因，这里我们以 Euromonitor 披露的量贩零食零售业在主要省区的渗透率分布图对各区域门店数据进行假设，当下成熟区域/扩张区域/待扩张区域/难进入区域门店分别为 3200 / 5600 / 9200 / 2850 / 450 家。

假设 3：我们假设成熟区域门店几乎能够达到零食很忙的覆盖程度，同时成熟门店也将达到稳态，预计稳态覆盖效果在 2 万人/家；扩张区域中南北方稳态在 2.5/3 万人/家；待扩张区域中南北方稳态在 3.5/4 万人/家；难进入区域稳态在 6 万人/家。

图表 114：不同区域下量贩零食门店空间测算，预计 2025 年量贩门店稳态在 4.8 万家

全国各省市市场发展阶段	涉及省份	2022 年常住人口（万人）	单一门店覆盖人口数		门店数	
			2022	2025E	2022	2025E
以成熟品牌零食很忙为例对标成熟门店的覆盖上限	湖南（根据 Euromonitor，零食很忙 70% 门店位于湖南，考虑到湖南亦有其他品牌门店，故以 80% 计）	6604	2.06	2	3200	3302
成熟区域	湖南、江西、四川	19506	3.48	2	5800	9753
扩张区域	南方地区：福建、广东、浙江、安徽、江苏、上海、湖北、	46383	7.22	2.5	9200	18553
	北方地区：河南、山东	20035		3		6678
待扩张区域	南方地区：云南、贵州、重庆、广西	16809	14.65	3.5	2850	4803
	北方地区：北京、天津、河北、山西、陕西、辽宁、吉林	24949		4		6237
难进入区域	黑龙江、吉林、内蒙古、甘肃、宁夏、青海、西藏、新疆、海南	13293	29.54	6	450	2216
总市场	全国	140975	-	-	18300	48240

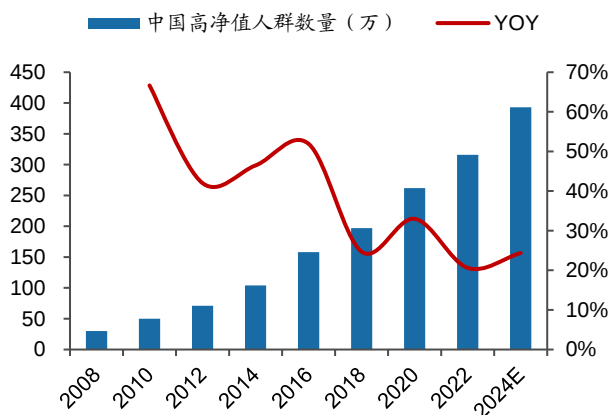
数据来源：国家统计局，Euromonitor，华福证券研究所（注：该测算未考虑到常住人口的细微变动对模型的影响、各省市发展阶段和类型的误判、区域渗透率的估计可能存在偏差等等，可能会对测算结果造成一定误差）

5.3 中高端消费群体的性价比赛道——奥莱&免税

奥莱&免税整体逻辑仍然是中高端群体消费升级下的消费降级——高净值群体消费能力稳中有升，奢侈品需求提升下的性价比选择。根据贝恩发布的《2023 中国私人财富报告》显示，2022 年可投资资产在 1000 万人民币以上的中国高净值人群

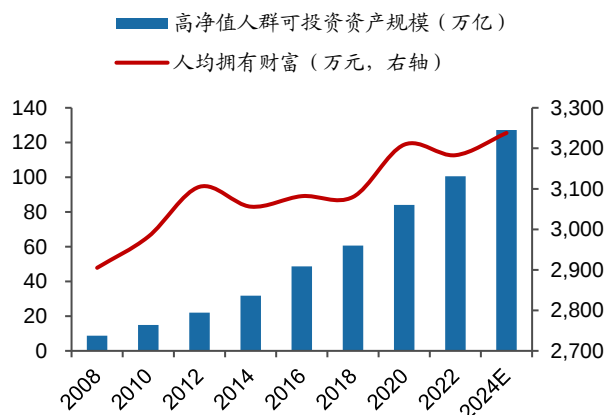
数量达 316 万人，高净值群体的个人可投资资产总规模达 100 万亿人民币，近 10 年 CAGR 达 16%，成为国人奢侈品消费的中坚力量。

图表 115：我国高净值群体数量不改增长趋势



数据来源：贝恩，华福证券研究所

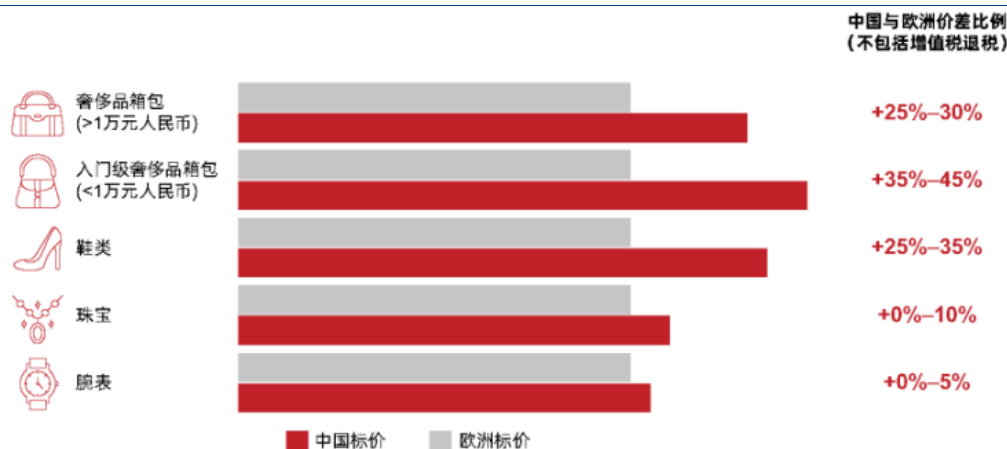
图表 116：2022 年我国高净值群体人均财富略有下降



数据来源：贝恩，华福证券研究所

中外奢侈品价差尚未统一，国内折扣在收紧。由于受疫情出入境限制影响，中国地区奢侈品售价未能保持与全球地区统一。根据贝恩的抽检测算，在不考虑增值税退税（10%-12%）的情况下，中欧价差高达 25%-45%，国外奢侈品对于中国消费者来说具有较强的性价比，这也印证了在疫情放开、出入境不受限后，国内免税市场外流严重的情况；纵向对比国内市场，疫情放开后中免免税折扣反而呈现收窄趋势，而海旅海控免税商品折扣基本一致、个别单品折扣更低，可以看出在消费外流的情况下国内免税市场中市场份额占比较小的玩家为保障营收，存在一定的价格战，而中免不再享有品牌方给予的优势价格后，通过收窄折扣来维持营收。

图表 117：出入境限制下，中欧奢侈品市场价格对比（截至 2022 年 12 月 31 日）

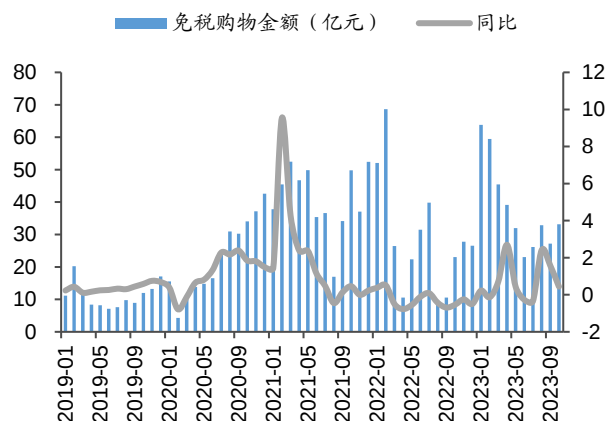


数据来源：贝恩，华福证券研究所（注：在备品类 3-5 个领先品牌中选择的较高的 3 个 SKU。箱包，鞋类和珠宝价格参照法国官网价格，腕表价格参照瑞士官网价格。欧元对人民币汇率为 1:7.3，瑞士法郎对人民币汇率为 1:7.5），华福证券研究所

离岛免税渐进式复苏，机场免税受益客流量恢复，市内免税看政策。离岛免税方面：根据海口海关数据，2023 年 1-10 月海南离岛免税购物金额为 382.26 亿元，

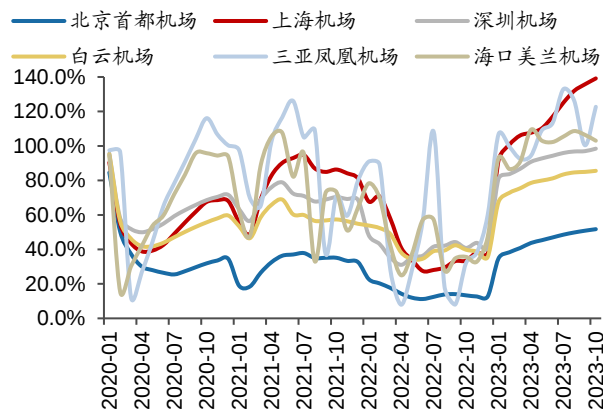
同比增长 29.7%，但客单价由 8166.3 降至 6599.0 元/人，同比下降 19.2%，主要原因因为销售增幅趋弱以及海南严厉打击代购等原因所致。**机场客流量方面：**根据 wind 数据统计，2023 年 1-10 月北京机场/上海机场/深圳机场/白云机场/三亚机场/美兰机场客流量分别为 4,335.73/4,416.69/4,326.19/5,207.52/1,820.40/2,000.05 万人次，同比增长 288.0%/315.9%/141.0%/115.0%/132.0%/111.2%，恢复至 2019 年的 51.7%/139.2%/98.4%/85.6%/122.7%/103.0%，三亚、美兰及上海机场恢复良好。**市内免税方面**政策预期在加快，2021 年推出的《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》中提到“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店”，我们认为政策导向的市内免税放开、扩容将成为必然趋势。

图表 118：2019-2023 年 10 月海南离岛免税购物情况



数据来源：海口海关，华福证券研究所

图表 119：三亚、美兰以及上海机场旅客吞吐量已超 2019 年同期水平



数据来源：wind，华福证券研究所

图表 120：国内已出台涉及市内免税的政策汇总

发布时间	文件名	发布主体	相关内容
2018 年	《支持市内免税店和进口商品直营店发展项目申报指南》	北京市政府	“对市内免税店和进口商品直营店 2017 年 1 月 1 日以后的装修改造和硬软件设备购置等支出给予支持。”
2020 年	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	商务部等	“鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。”
2020 年	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	上海市政府	为境外人士和国内出境人员更加便捷地购买到全球优质商品，《若干措施》提出“支持免税品经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。推动国产自主品牌走向国际市场。”
2020 年	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	商务部等	促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作，推动境外消费回流，激发国内消费活力。
2020 年	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	发改委等二十三个部门	明确免税业功能定位，服务境外人士和我出境居民并重。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。
2021 年	《广州市加快推进消费国际化特色化若干措施》	广州市政府	“加快提升我市消费供给的结构，积极引导争取开设市内免税店，释放免税消费潜力，更好指引境外消费回流。”

2021 年	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021 - 2023 年）》	深圳市政府	“探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策。”
2022 年	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	国务院	“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。”

来源：海关总署，财政部，发改委，上海市政府，华福证券研究所

奥莱：以时尚类品牌折扣商品销售为主，以折扣形式吸引顾客。奥莱门店位置一般在城市边缘地区或城郊，单店面积介于百货和购物中心之间，经营品类主要为运动、女装、男装、鞋帽和箱包，占总销售额约九成。以头部企业王府井为例，2020-2022 年营收 7.46/16.07/14.78 亿元，恢复至 2019 年的 16.6%/35.7%/32.8%。同时，近三年奥莱业态的毛利率水平稳定在 60-70%，为传统零售业态中最高，凸显盈利能力。

综合上述分析，消费弱复苏下的零售业态折扣化，叠加供应链提效增速与企业端的合理控费，以价降牵动量增，顺应性价比消费与内卷时代。广义可选品的性价比趋势下，我们建议关注：

（1）零售折扣化——名创优品：国内家具零售龙头，供应链高效&全球化布局引领增长。整体来看，公司积极布局海外及下沉市场，叠加强大的供应链管理支撑公司门店迅速扩张，增长逻辑明确；同时公司旗下经营 TOP TOY 品牌，进驻潮流玩具市场，在社会压力下作为人们的精神代偿，目前门店也在加速扩张中。

（2）休闲零食——新渠道红利期叠加产品升级、费用合理优化合力作用，休闲食品行业多家公司业绩亮眼。渠道端来看，量贩零食方兴未艾，门店数量仍在高速增长阶段，目前行业仍处于红利期，盐津、甘源、洽洽等上市公司纷纷进场进行渠道改革，营收端增速明显；产品端来看，多家公司开始新“大单品”的打造，如劲仔“大包装”产品的推出提升客单价、高毛利的鹌鹑蛋产品的推出丰富产品矩阵等方式提升用户黏性，提高盈利能力；费用端来看，各家公司合理控费实现降本增效。从个股来看，我们建议关注：

劲仔食品：新老产品双双放量，收入维持高增长。2023 年前三季度公司营收和净利润已经超过了去年全年总额。**产品端**，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，以劲仔小鱼为基，受新品鹌鹑蛋（散称）表现亮眼推动，2023 年上半年公司散称产品收入增长超过 220%，产品端实现结构升级；**渠道端**，公司将发力流通渠道以及量贩零食&抖音等新渠道，受益渠道红利实现营收放量；**盈利端**，受公司降本增效及产品结构优化等因素影响，预计公司盈利能力将得到提升。

洽洽食品：产品升级&渠道红利&成本降低，三重优势打造核心竞争力。**成本端**，23Q4 新采购季成本端有一定下降，且 Q4 旧库存已基本消化，预计公司未来一年成

本端压力逐渐减轻；**渠道端**，公司布局量贩零食，新渠道仍在逐步放量过程中，预计 24 年公司新渠道仍快速增长；**产品端**，公司新品陆续推出，高毛利单品风味坚果、打手瓜子等将成为 24 年公司发展重心。

图表 121：重点公司盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
9896.HK	名创优品	429.43	6.12	16.67	23.25	28.31	70.17	25.77	18.47	15.17
002557.SZ	洽洽食品	171.87	9.76	8.42	11.20	13.21	17.61	20.40	15.34	13.02
003000.SZ	劲仔食品	52.59	1.25	1.82	2.42	3.07	42.19	28.95	21.74	17.12
002991.SZ	甘源食品	64.36	1.58	2.88	3.71	4.66	40.65	22.35	17.36	13.81
002847.SZ	盐津铺子	133.38	3.01	5.19	6.77	8.61	44.24	25.72	19.69	15.49
300972.SZ	万辰集团	56.76	0.48	-0.24	1.62	3.11	118.82	-237.45	35.14	18.28
603719.SH	良品铺子	79.16	3.35	3.51	4.33	5.22	23.60	22.55	18.29	15.15

数据来源：iFind，华福证券研究所（注：23-25 年归母净利润均来自于 iFind 一致预期，总市值数据截至 2023 年 12 月 22 日）

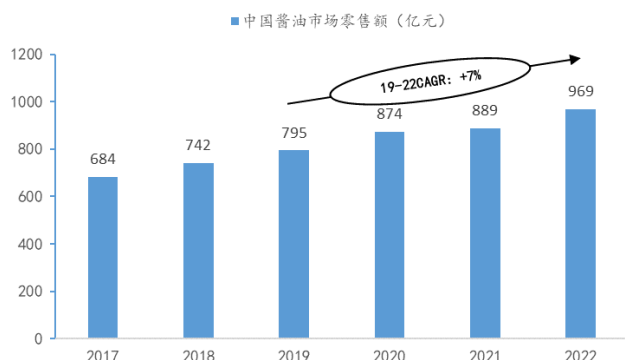
6 狭义必选消费的加速健康化

以邻为鉴，日本 90 年代后消费端呈现整体疲软、局部分化的特征；其中，在健康化思潮崛起与消费税等作用下，部分必选消费展现出逆势升级的趋势，例如，酱油、乳制品等；且这些品类往往具备刚需、集中度高、龙头议价力强等共性特征。而目前我国 GDP、人均收入、城镇化率与日本 1980s 相似，同时酱油、乳制品等产业成熟度高、消费共性大，故在展望此类行业趋势时，具备较高的可鉴性。但不同于日本 90s 后行业发展，我国经济韧性更强、内需升级空间大；看好酱油、乳制品等狭义必选品健康化前景，建议聚焦已卡位升级价格带、充分受益于品类 β 的个股。

6.1 酱油刚需升级驱动价格带向上，高端品类红利释放

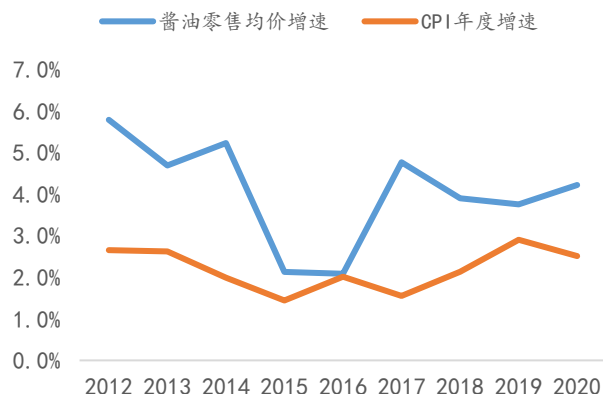
作为调味品中的核心子赛道，我国酱油市场近年来稳步扩容；而从量价看，行业已经进入价值提升驱动规模增长阶段。根据立鼎研究院与《2023 酱油业趋势洞察白皮书》，我国酱油业 2022 年市场零售额约 969 亿，2017-22 年期间 CAGR 约 7%，其中分量价看，2016-21 年销量、吨价 CAGR 分别为 3.27%/3.86%。他山之石可以攻玉，日本酱油业 1990s 后整体呈现“降频提质、量减价增”的消费趋势，而考虑到我国经济韧性与消费者健康意识崛起，预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速的态势。另一方面，在需求多元化、B 端持续扩容背景下，酱油业仍具备场景渗透空间。因此，我们预计酱油市场量价均有空间，且价增或成为酱油业未来扩容的主要驱动力。

图表 122：我国酱油业市场零售额持续增长



数据来源：《2023 年酱油业趋势洞察白皮书》，华福证券研究所

图表 123：酱油零售均价增速高于年度 CPI 增速



数据来源：欧睿数据，wind，《中国酱油行业发展趋势报告》，华福证券研究所

6.1.1 以邻为鉴，我国酱油业品类升级趋势强、品阶提升空间大

回顾我国酱油业发展，作为刚需型消费，行业历经散装区域化、低质无品牌到工业品牌化、高端健康化，整体呈现出量价齐升的趋势。尽管近年受需求疲软、渠道碎片化以及原料价格波动等影响，酱油业一度面临价盘不稳、内卷加剧等困境。但考虑到我国经济韧性、消费者健康型需求崛起以及品牌龙头的议价力，行业仍有望回归量价良性增长的道路。具体来看：

- 改革开放初期，我国酱油业处于工业化起步阶段，地方产的散装酱油占据市场主流，整体呈现出消费品阶低（三级酱油为主）、地区差异较大等特征。进入 90s，经济高速发展、人口加速流动下，酱油业进入工业化时代，其中沪产黄豆酱油开启全国化发展。而 2000 年后，餐饮渠道高增、粤菜全国渗透、消费者购买力提升与品牌意识崛起，进一步带动酱油业量价齐升；其中，酱油消费品阶升级驱动主流价格带跃迁至 5 元左右，同时一、二级酱油也成为消费主流。
- 2010-2019 年，尽管我国面临劳动人口数量见顶、GDP 降速等压力，但经济活力高、居民财富效应强，消费升级成为酱油业发展主旋律；同时，原料价格波动周期中的提价阶段性拔高价增斜率。多重作用下，行业主流价格带也从 2010 年 5 元+跃迁至 8 元+。除了餐饮扩容驱动 B 端渠道量增，酱油需求扩张也从家庭端渗透逐步切换至需求多元下的场景渗透与品类裂

变。此外，代表品质升级的高鲜酱油开始在家庭端快速渗透，特级品阶酱油占比也提升至 42%，同期健康、功能型酱油应运而生。

- 2020 年以来，经济增长乏力、内需不足等影响了我国消费品的升级节奏；酱油业一度出现渠道高库存、价格内卷等问题，预计今年主流消费价格带或较 10-15 元略微回落。但在健康性消费崛起下，低盐、零添加、有机等品类开始快速渗透，尤其在 22 年添加剂事件后，零添加酱油开始成为行业健康化发展的主线；同时，需求多元、场景细化同样催生一系列定位更高价格带的功能型、概念型酱油。因此，刚需健康化升级、品类向上迭代，持续推动行业高端化发展、价格带跃迁。

图表 124：我国酱油业发展历程

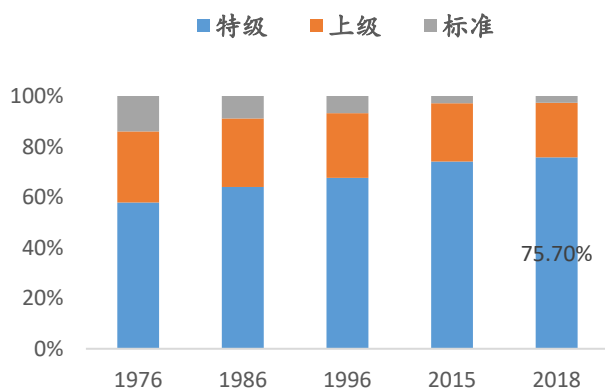


数据来源：中国调味品协会，调料家，《2023 年酱油业趋势洞察白皮书》，华福证券研究所

酱油业在需求持续回暖与龙头积极调整下，短期有望回归良性的量价增长节奏。长期刚需健康化升级、龙头品类创新有望推动行业价格带不断向上跃迁，且预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速。

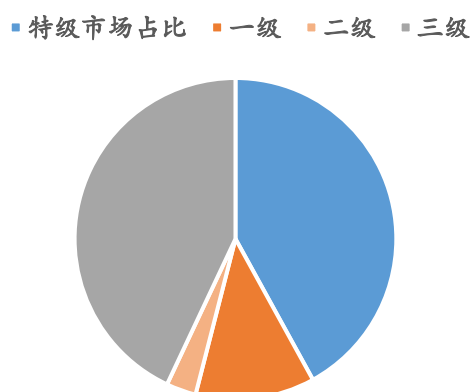
目前我国 GDP、人均收入、城镇化率与日本 1980s 相似，而且酱油产业成熟度高、消费文化共性大，故具备较高的可鉴性。对比当时日本特级酱油占比（60%+），2019 年我国仅提升至 42%。其中，广大下线城市、农村等市场具备较大升级空间。（1）短期来看，伴随需求回暖、行业龙头的主动调整以及渠道库存去化，我国酱油业有望稳住 10 元价格带。（2）长期来看，借鉴日本同业“降频提质”的趋势——消费端整体呈现“低频高质”，行业端则表现为“量减价增”同时考虑到我国经济韧性与消费者健康意识崛起，预计酱油价格增速将保持高于 CPI 增速；结构端，中国调味品协会预计我国高端酱油（12 元/500ml 以上）2018-25 年规模 CAGR 为 8.6%，高端酱油将保持高增速。

图表 125: 日本特级酱油结构占比持续提升



数据来源: 日本酱油协会, 柯继《日本酱油的标准种类及特点》, 夏恒涟《日本酱油、醋需求动向》, 华福证券研究所

图表 126: 我国酱油品阶升级空间大



数据来源: 中国调味品协会, 《中国酱油行业发展趋势报告》, 华福证券研究所

6.1.2 掘金需求升级中的小 β 红利,量价维度聚焦高端品类

前面我们提到日本家庭酱油消费在经济低迷期呈现整体逆势升级, 具体来看, 尽管国内消费量由于饮食多元化、社会人口趋势等因素而不断下滑, 但品类端仍存在结构化机会, 其中低盐、丸大豆、有机、鲜榨等健康型酱油在人均消费量见顶后相继出现, 它们卡位更高价格带同时快速渗透, 并表现为阶段性品类 β 红利。具体而言, 我们回顾日本酱油行业健康化发展的历程。即在家庭健康需求崛起、行业龙头引领下, 高端品类普遍出现阶段性红利。

- 1980s, 日本家庭消费富足, 其中饮食端迎来多元化发展, 同时健康化思潮兴起。尤其是低盐概念开始在日本大范围普及, 进而使得减盐酱油 (盐含量 $\leq 90\text{mg/ml}$) 开始从病患人群向大众家庭端渗透; 期间行业领导者龟甲万厚积薄发 (1965 年开始布局), 减盐系列在 1976-1983 年间增长 7 倍, 年销售量达 0.5 万 KL。进入 90s, 低钠酱油产量持续增长至 2 万 kl 以上。
- 进入 90s-2010 年, 日本酱油业在原料端开启健康化升级, 其中丸大豆酱油在内需低迷、供给优化下逆势崛起。首先在 90 年代, 家庭酱油消费低迷, 量价承压下行业持续向头部集中。期间, 生产原料采用完整大豆的丸大豆酱油应运而生; 在行之有效的广告宣传下, 消费者对其品质认可度不断提升, 高定价的丸大豆酱油得以逆势加速渗透。行业整体产量也从不到 2 万 kl 一度扩增至 2008 年的阶段性高峰 10 万 kl; 截止目前, 日本国内酱油中 18.6% 由纯大豆酱油构成。
- 2000s: 日本有机酱油掀起行业第二轮原料升级热。在有机种植、有机食品如火如荼地发展下, 酱油龙头开始率先布局有机酱油, 如龟甲万 1998 年顺势推出特选有机酱油。2000 年后, 伴随日本有机认证制度落地、监管成熟、行业持续出清, 有机健康的理念逐步被消费者认知所认同。自此, 有机酱油进入发展快车道, 其中产量快速攀升至 2006 年的 6700 吨, 02-06

年 CAGR 达 43.05%。但由于有机作物种植面积受限、消费者感知价值不高，有机酱油产量稳定在 6000 吨。

- 2010 年后，鲜榨酱油在家庭端放量，酱油“减量提质”的消费趋势持续强化。在消费税冲击、老龄化、少子化，消费端“低频高价”趋势凸显，消费者对酱油口感新鲜、营养健康提出了更高要求，并进一步强化了酱油“减量提质”的消费趋势。自此，鲜榨酱油开始在日本家庭迅速普及，其在家庭用市场中的销售额占比从 2011 年的 6% 上升至 2015 年的 23%。同时，一些多容器（密封瓶、喷雾式、木桶）、多规格酱油进入市场。

图表 127：日本酱油品类升级复盘

时间线	1980-1990	1991-2000s	2001-2010	2011-2022
品阶消费结构	1985 年特级/上级/标准 =64.3%:27.1%:8.9%	1996 年特级/上级/标准 =67.6%:25.6%:6.8%	/	2018 年特级/上级/标准 =75.7%:21.6%:2.7%
竞争环境	82 年厂商数 3000 家，CR5 产量约 50%，其中龟甲万 30%	92 年减少至 2105 家，95 年进一步减少至 1883 家	产能不断出清，从 2001 年 1607 家减少至 2010 年 1447 家	12 年 1364 家减少到 20 年 1108 家；CR6 产量占 60%，CR15 占 75%
升级品类	低盐&减盐酱油	丸酱油、日料所用高附加值酱油	有机酱油；多规格酱油	鲜榨酱油；多容器（密封瓶、喷雾式、木桶）
价格定位 日元 /100ml	22 年龟甲万减盐系列 定价 41.6-58	龟甲万 90 年上市首款 特选丸大豆定价 40， 93 年上市的特选减盐 丸大豆 53	2004 年龟甲万特选有 机酱油零售价 49-55	2022 年龟甲万的大单品 “生”系列鲜榨酱油单价 58
规模扩张	96-98 年期间产量超 2 万 kl，预计占总销量 2%	93/-94 年销售逆势增长：产量占比 2%→近 6%	产量从 02 年 1600 吨增长至 06 年 6700 吨，期间 CAGR 为 43.05%	11-15 年，销售额增长 2.6 倍，在家庭市场的销售占比从 6%-23%。
备注	日本 95% 左右的大豆原料靠美国、巴西等地进口；2015 年健康类酱油出货量占 40%，则预计销售端能占 50%-60%			

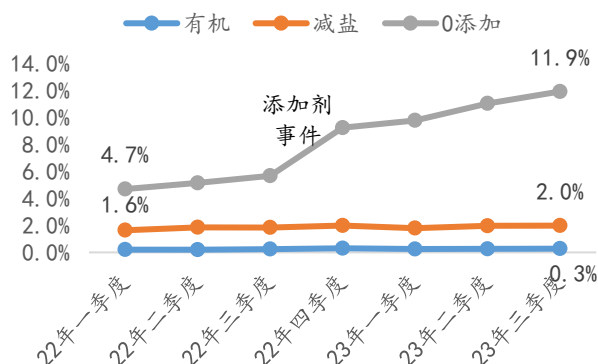
数据来源：日本酱油协会，夏恒涟《日本酱油、醋需求动向》，包启安《日本酱油工业近况及动向》，励晔《日本酱油发展趋势》，36 氪，日本食粮新闻，广告朝日新闻，华福证券研究所

与日本同业趋势相近，我国泛健康类酱油开始逐步成为市场主流，其中零添加酱油成为近年健康升级的主线，增长中枢最高；且相较多元化需求催生的一系列功能型、概念型酱油，我们认为高鲜酱油仍有较大渗透空间，长期品类红利大。

2017 年，国务院印发了《国民营养计划（2017-2030）》并明确提出：到 2030 年，全国人均每日食盐摄入量降低 20%；期间，消费者购买力充足同时消费健康意识逐步觉醒，进而带动健康型高端酱油开始渗透少数家庭。随后，疫情加速家庭健康型需求崛起，其中低盐酱油通过凝聚更多场景、人群共识（22 年减盐认知群体渗透率达 58.5%，同增 17.8%）率先放量，据《尼尔森 2020 零售数据》显示，2020 年减盐酱油市场增速达 82%。同时，零添加酱油也引来大量消费者关注，尤其在 22 年添加剂舆情爆发后，零添加酱油跨越渗透拐点，成为近年健康升级的主线。此外，食品有机化同样是健康消费的重要议题，对应的有机酱油近年也在持续增长，但受

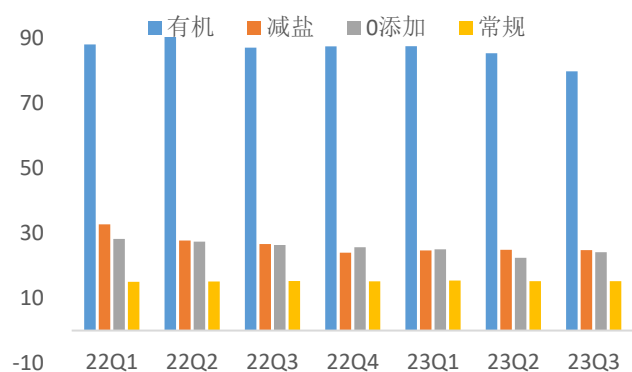
限于有机法律、制度未完善，产品高定价叠加消费者品类认知不充足，该品类并未完全放量。

图表 128: 22Q1-23Q3 健康属性酱油销售额占比/%



数据来源: 马上赢, 华福证券研究所

图表 129: 22Q1-23Q3 健康属性酱油均价 (元/升)



数据来源: 马上赢, 华福证券研究所

虽然需求多元、场景细分化催生功能型酱油快速增长，如银发经济、清淡饮食创造减盐、减脂、零添加系列，厨师端多元烹饪的需求，育儿场景下的宝宝酱油，户外、单身经济下的小包装等；但是，我们认为高鲜酱油市场基础好，更有利于凝聚消费对酱油品阶升级的共识；且考虑到酱油品阶升级的空间与确定性趋势，我们认为高鲜酱油依然具有较大的品类红利。

标的上：建议关注：主业基本盘扎实、董事会换届、公司治理改善的中炬高新；卡位酱油高端化升级，有望充分受益品类β红利的千禾味业。

图表 130: 各企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600872.SH	中炬高新	197.36	-5.92	-1.22	8.09	9.64	-33.32	-162.44	24.40	20.47
603027.SH	千禾味业	157.26	3.44	5.26	6.63	8.04	45.72	29.89	23.72	19.55

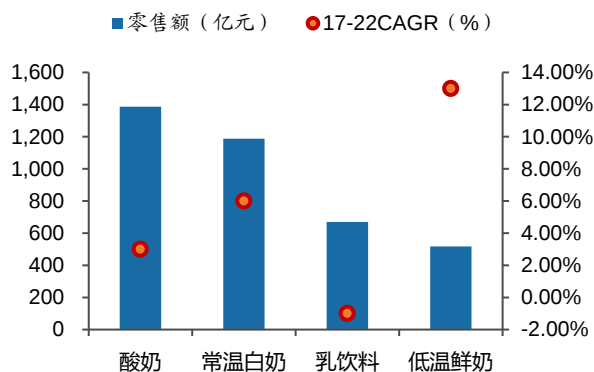
数据来源: iFind, 华福证券研究所 注: 以上数据以 2023.12.22 为基准, 归母净利润均来自 ifind 一致预期

6.2 全民健康意识提升带来的升级赛道——乳制品

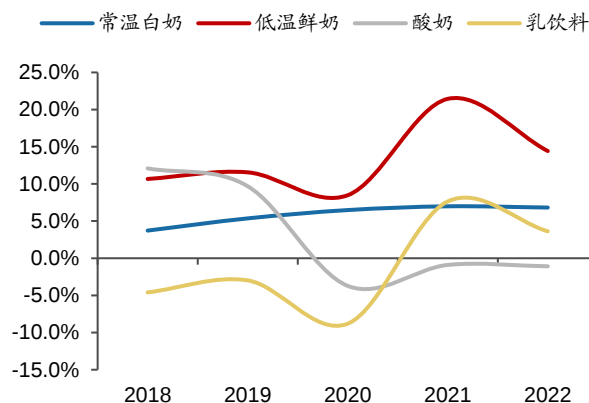
我国乳制品行业已进入发展成熟期，高端化转型成为长期消费升级逻辑下的必然选择。乳制品种类繁多，一般分为常温奶、低温奶、奶酪及奶粉四大类。根据 Euromonitor，2022 年我国常温白奶/低温鲜奶/酸奶/乳饮料市场规模分别为 1187 / 517 / 1387 / 670 亿元，各细分行业呈现阶梯状特点：常温白奶为代表的乳制品基本盘定位低端，行业增速已趋缓，市场进入成熟期；低温鲜奶为代表的高端化产品同比呈现双位数增长，盈利能力较强，新兴&高利润细分行业成为各大乳企的发力点。

图表 131: 2022 年液奶各细分行业市场规模 (亿元)

图表 132: 液奶各细分行业增速 (%)

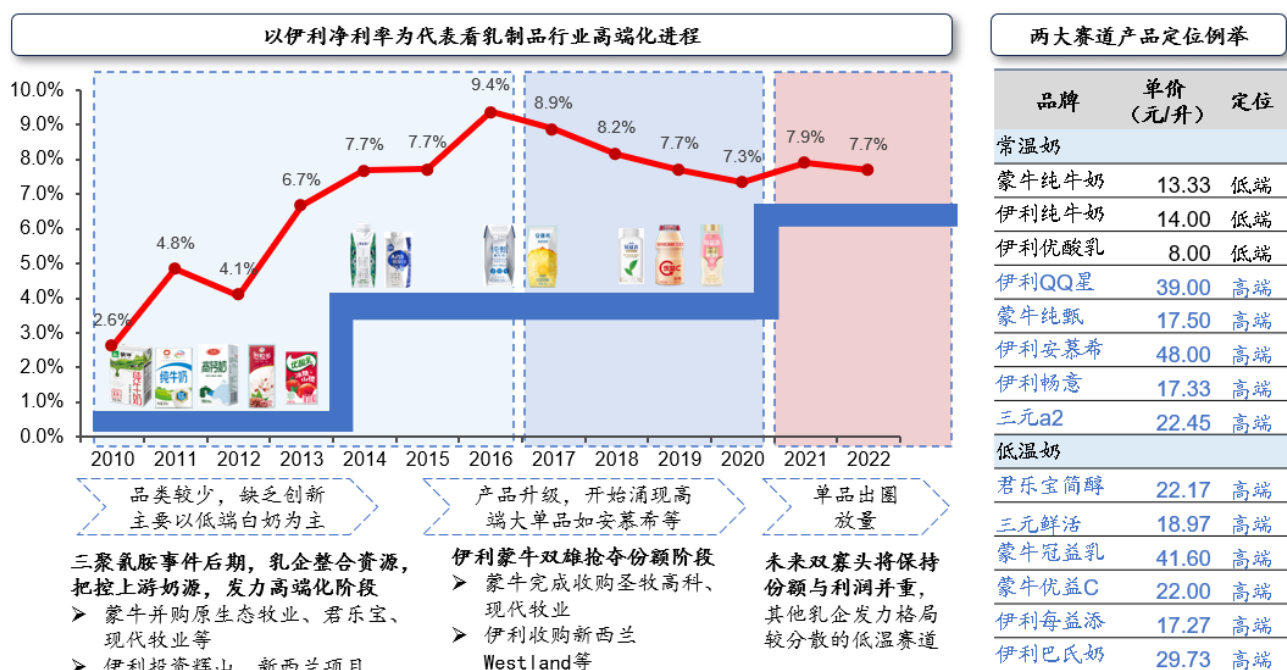


数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所



数据来源: Euromonitor, 华福证券研究所

图表 133: 乳制品行业发展阶段性复盘

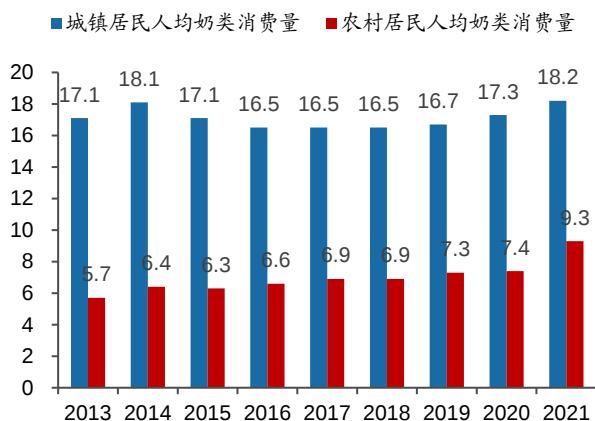


数据来源: 公司官网, 天猫, wind, 公司公告, 华福证券研究所

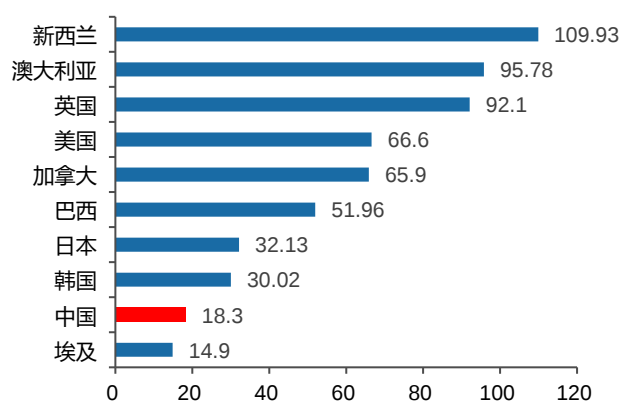
横向对比来看, 国内外、城镇&农村人均奶类消费尚存在较大的区域差距, 乳制品仍有较大增量空间。2022 年中国 GDP 已突破 120 万亿, 继 2020 年、2021 年连续突破 100 万亿、110 万亿后再跃新台阶, 人均 GDP 达 GDP8.57 万元。伴随着中国居民消费水平的增长, 人们逐渐过渡到对生活品质的追求例如健康膳食、营养均衡等。对比海内外, 2021 年我国人均奶类消费与各发达国家相距甚远, 整体需求端仍有放量空间; 对比我国城镇&农村奶类消费, 2021 年城镇/农村人均奶类消费分别为 18.2 / 9.3kg, 下沉市场空间广阔。

图表 134: 我国城镇&农村居民人均奶类消费量对比 (kg)

图表 135: 2021 年全球主要国家人均奶类消费量对比 (kg)



数据来源：国家统计局，华福证券研究所



数据来源：中国奶业统计资料，华福证券研究所

政策发力，促奶业发展升级。相比于畜牧业发达的欧美国家，东亚国家天然不具有饮奶习惯，因此自上而下的政策成为消费者培育的重要抓手。国务院发布《健康中国 2030 规划纲要》、《中国居民膳食指南(2022)》等政策，全面严抓食品安全以及向大众普及膳食均衡，提出每日摄入奶及奶制品标准，不仅从上游奶源出发保障用奶安全，在政策面建立消费者信心，更是建立了用奶标准，推动消费者教育。同时奶业协会发布的《国家“学生饮用奶”计划推广规划》，也推动奶业向特定学生人群普及、渗透，对奶业发展带来直接影响。

图表 136: 近年来乳制品行业支持性政策

时间	发布主体	政策名称	内容
2016 年 10 月	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》	全面普及膳食营养知识，发布适合不同人群特点的膳食指南，引导居民形成科学的膳食习惯；
2020 年 12 月	中国奶业协会	《国家“学生饮用奶”计划推广规划（2021-2025 年）》	提出到 2025 年，学生奶覆盖人数达 3500 万人，覆盖率 28%。在学生奶质量安全、品类、信息化建设与标准等方面进一步加强。
2021 年 11 月	国务院	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	加强奶源基地建设，优化乳制品产业结构。提出改造升级一批适度规模奶牛养殖场，推动重点奶牛养殖大县整县推进生产数字化管理，建设一批重点区域生鲜乳质量检测中心，建设一批优质饲草料基地。
2022 年 2 月	农业农村部	《“十四五”奶业竞争力提升行动方案》	方案提出优化奶源区域布局，提升自主育种能力，提高国产苜蓿自给率；支持标准化、数字化规模养殖
2022 年 4 月	国家卫生健康委员会等	《中国居民膳食指南(2022)》	膳食指南 2022 提出每日摄入奶及奶制品 300-500 克，相较于 2016 年版每日摄入 q300 克，指南提倡明显增加，盐的摄入量减少至<5 克。

数据来源：国务院，中国奶业协会，农业农村部，卫健委，华福证券研究所

低温赛道主打健康化，在国民健康意识提升的背景下前景广阔，同时超巴奶的出现打破运输半径限制，辐射区域更广。低温奶和奶酪通常含有更好的优质乳蛋白，营养价格更高，我国居民健康意识的提高以及冷链的发展为低温奶行业扩容打下坚实基础，根据 Euromonitor 数据，中国大陆低温奶行业和乳酪行业近 5 年 CAGR 均

呈双位数增长，低温赛道前景广阔。从供给端来看，低温赛道格局未定，传统巴氏奶保质期约 3-7 天，运输半径受到限制，区域乳企具备一定优势。但超巴奶的出现将带来市场格局的变化，超巴奶在口感与营养价值上与巴氏奶相似，但保质期延长至 15 天以上，给龙头乳企的发展带来可能。

图表 137：低温巴氏奶营养价值更佳

		巴氏杀菌乳	高温灭菌乳
乳蛋白	酪蛋白变性率（%）	影响甚微	影响较小
	乳清蛋白变性率（%）	10~20	60-90
	微量活性蛋白变性	部分仍有一定活性	绝大多数已变性
	蛋氨酸损失率（%）	10	34
	赖氨酸损失率（%）	1.8	3.8
	免疫球蛋白（具免疫功能）	保留部分活性	几乎丧失殆尽
维生素	维生素 C 损失率（%）	10~20	20-40
	维生素 B1 损失率（%）	5~10	10-35
	维生素 B12 损失率（%）	5~10	15-30
	叶酸损失率（%）	7~10	20-35

数据来源：中国乳业，华福证券研究所

低温巴氏奶生意上类似生鲜，消费特性上更偏向刚需高频的即饮消费。低温鲜奶消费者中重度消费者比例高，忠诚度高，若能将品类粘性转化为品牌粘性，意味着高复购率，股票上对应的是更长的生命周期和估值。从消费人群特征来看液体乳重度消费者对低温牛奶的贡献度最高达到 60% 左右。这部分消费者多是已经形成牛奶饮用习惯对低温鲜奶、品牌的忠诚度高，具备高潜力。

综合来看，我们认为需求弱复苏，成本下行&结构升级将带来乳企弹性向上。**23Q3 整体延续 23Q2 的行业趋势，预计未来 2024 年在原奶价格仍处于下行背景下，各乳企分化明显。从个股来看，我们建议关注：**

1）具备利润弹性的区域乳企天润乳业，建议关注其疆外扩张进展。天润乳业在原奶下行周期中开启新一轮的出疆战略，此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显。公司虽因合并新农对业绩造成一定影响，但新一轮出疆战略清晰，待公司消化合并影响、需求端复苏后，战略作用将逐渐凸显。

2) 利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。并且随着需求端的稳步恢复，伊利常温基本盘/低温等产品营收也有望实现正增长，在经营层面的向好趋势下，未来利润端的兑现可期。

图表 138：重点公司盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600887.SH	伊利股份	1,655.19	94.31	106.86	122.05	138.99	17.55	15.49	13.56	11.91
2319.HK	蒙牛乳业	712.12	51.85	59.031	69.00	80.34	13.73	12.06	10.32	8.86
600419.SH	天润乳业	37.24	1.97	1.843	2.21	2.61	18.94	20.20	16.84	14.29
600597.SH	光明乳业	118.96	3.61	6.03	7.10	8.29	32.98	19.73	16.75	14.36
002732.SZ	燕塘乳业	29.53	0.99	1.71	2.04	2.36	29.72	17.24	14.50	12.51
002946.SZ	新乳业	95.41	3.62	4.80	6.33	7.95	26.39	19.90	15.07	12.00

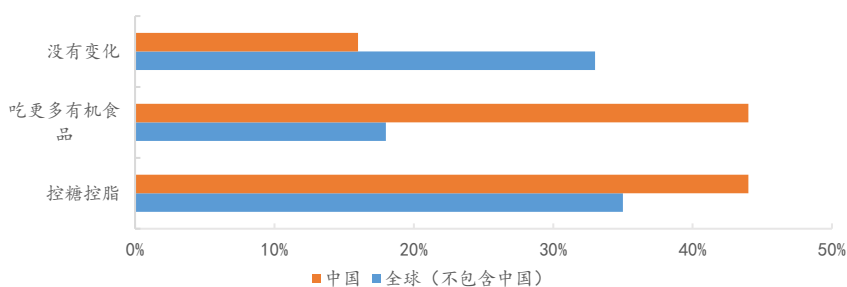
数据来源：iFind，华福证券研究所（注：23-25 年归母净利润均来自于 iFind 一致预期，总市值数据截至 2023 年 12 月 22 日）

6.3 减糖健康化趋势下天然代糖空间广阔

6.3.1 消费需求健康化，天然代糖需求持续提升

减糖成为全球消费共识，我国加强政策引导。世界卫生组织多次指出，过多摄入游离糖会增加龋齿、肥胖、糖尿病和高胆固醇血症等疾病的患病风险。随着消费者健康意识的不断增强，“减糖”逐渐成为全球的消费共识，世界各国纷纷推出各类减糖政策。我国也从 2016 年起相应出台各类健康规划，从知识传播、标准界定及引导角度鼓励大家减少糖摄入，控制肥胖超重，从而预防糖尿病等相关疾病。健康中国行动（2019-2030）中提出鼓励相关生产经营者使用天然甜味剂取代蔗糖，提倡到 2030 年人均每日添加糖摄入量不高于 25g。另外，疫情后全球消费者更注重健康饮食，中国消费者尤为显著，44%的中国消费者表示更注意控糖控脂，高于全球整体水平。

图表 139：疫情以来消费者的饮食变化情况



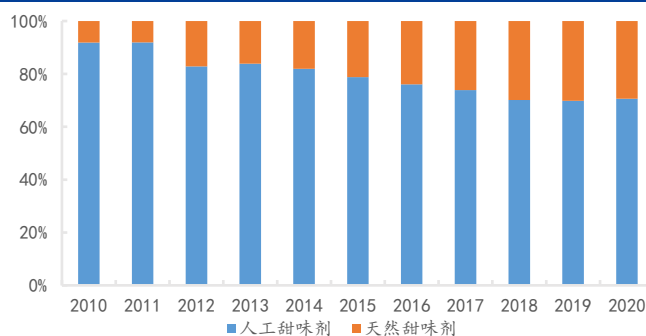
数据来源：埃森哲新冠动向调研，亿欧智库，华福证券研究所

顺应减糖趋势，代糖应运而生，发展迅速。代糖本质并不是糖，但可以和糖一样帮助食物产生甜味，也被称为甜味剂，其与糖最大的区别在于代糖几乎不参与代

谢、不产生热量、不升高血糖，因此规模发展迅速，根据尚普咨询集团数据，2022年全球代糖产品市场规模为 189.6 亿美元。

全球天然代糖占比提升。代糖主要分为人工代糖和天然代糖（包括糖醇）两大类，人工代糖发展至今已经有六代，但是人工代糖虽然减糖性能已满足零糖标准，但仍有部分健康安全隐患，同时部分原料口感还原度低，因此天然代糖等凭借其来源天然、安全性较高、口感清爽等特质需求逐步提升。根据英敏特数据，2010-2020 全球天然代糖的市场占比由 8.16%提升至 29.41%。

图表 140：全球天然代糖占比提升



数据来源：英敏特数据，华福证券研究所

天然代糖一般分为两类：一类为通过植物提取得到，甜度较高，甜度倍数一般为蔗糖的 200 倍以上，包括甜菊糖苷、罗汉果苷、甘草素等；另一类为糖醇类或稀有糖类功能性甜味剂，甜度倍数为蔗糖的 0.6-1.2 倍，包括木糖醇、山梨糖醇、赤藓糖醇、麦芽糖醇、阿洛酮糖等。

图表 141：天然代糖类别及性质情况

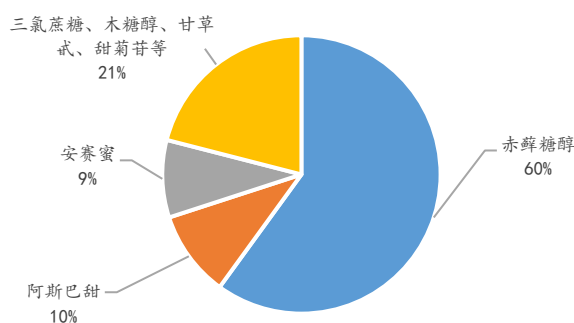
类别	对使用量的规定	甜度倍数	甜价比	口感特性	应用	特点
木糖醇	不受限制	1.2	0.04	微清凉感	糖果、糕点、饮料。	防龋齿特性效果最好，但摄入过多导致腹泻
山梨糖醇	不受限制	0.6-0.7	0.05	清凉感	雪糕、冰棍、糕点、饮料、饼干、面包、酱菜、糖果	应用领域不仅局限于食品工业，是产销量最大的糖醇产品
赤藓糖醇	不受限制	0.65	0.03	纯正	乳制品、糖果、焙烤食品、饮料等	结晶性好、吸湿性低、溶解热高、能量值低、耐受性高等优点，还能避免肠胃不适，增强人体免疫力，预防龋齿
麦芽糖醇	不受限制	0.8-0.9	0.88	柔和	雪糕、糕点、果汁、饼干、面包、酱菜、糖果	具备焦糖化反应，能延长果蔬的保鲜期，具有良好的保湿性，非发酵性，可提高蛋糕弹性，降低咀嚼性和硬度
阿洛酮糖	不受限制	0.7	0.014-0.028	与蔗糖相近，柔和细致	烘焙产品、调味品、低 PH 值的食品饮料	高温和酸性环境下均有较强的稳定性，可产生美拉德反应和焦糖化反应，降低血糖、血脂，有助于肝脏解毒和改善肝功能，还可预防肥胖和 2 型糖尿病，可应用于烘焙产品、调味品、低 PH 值的食品饮料中
甜菊糖苷	ADI:4mg/kg	200	0.91	甘草味和薄荷醇味，苦涩味浓重	冰激凌、软饮料、糖果、生产蛋糕粉	有一定热稳定性，也可用甜菊糖苷和高果糖浆复配来增甜，可改善风味，延长保质期
罗汉果甜苷	不受限制	300	1.25	清凉感、有甘草后味	茶、咖啡、中药、烹饪食品以及儿童辅食和甜点等	热稳定性强，无褐变和发酵性，水溶液在高温下甜味不变，而且与食物中的蛋白质、果胶等主要成份不起化学反应，可在任何食品配料系统和加工过程中使用
甘草素	不受限制	200-500	7.9	有特殊风味，甜味刺激出现	乳制品、糕点	有增香作用，还可以掩盖食品中的苦味，在水中还有一定乳化作用。在腌制品中加入甘草素可避免食物发

			时间慢，持续 较长	酵、变色及硬化。用于脂肪中时，要采取一些手段使其分散均匀
--	--	--	--------------	------------------------------

数据来源：CNKI，三元生物招股说明书，中国糖业会，食品商务网，华福证券研究所

我国天然代糖增速较快，赤藓糖醇为主要品种。2022 年我国代糖产品的总消费量约为 30 万吨，同比增长 20%。其中天然代糖的消费量约为 19 万吨，同比增长 22.6%，高于人工代糖 15.8%的增速。按照品类划分，赤藓糖醇是我国代糖产品的主要品种，占总消费量的 60%。

图表 142：2022 年我国各类代糖消费量占比



数据来源：中商产业研究院，华福证券研究所

6.3.2 天然代糖应用领域广泛，发展空间广阔

无糖饮料中赤藓糖醇使用比例最高。据 CNKI，我国无糖饮料销量较高的产品中，有 7 种甜味剂被频繁使用。其中，使用率最高的是赤藓糖醇、三氯蔗糖和安赛蜜，三者使用比例分别为 33%/29%/21%。赤藓糖醇由于优化了人工代糖的非健康因素，长期食用不易发胖，具备抗氧化的作用，而且口感清新爽口、无后苦味、无副作用，因此是目前市面上代替蔗糖作为无糖饮料原料的较优方案。

多元糖醇适用于制备无糖糖果。目前代糖在胶基糖、压片糖和硬糖中应用广泛，配方和技术已经较为成熟。多元糖醇由于不仅可以提供与蔗糖或淀粉糖浆相似的结构和技术性能，而且在人体代谢中与胰岛素无关，不引起血糖和胰岛素剧烈波动，在无糖糖果中使用占比最高。

无糖冰淇淋中麦芽糖醇应用较多，阿洛酮糖性能更具优势，未来有望应用于无糖冰激淋。糖醇类代糖由于口感更为接近蔗糖、热量低且成分天然安全，是冰淇淋中的主要代糖，根据中国冰淇淋，麦芽糖醇在各类使用代糖的冰激淋产品中占比约 60%，主要是由于麦芽糖醇具备焦糖化反应，可以使冰淇淋奶油状态恒定、具有脂肪感和色泽香味并且延长保质期。阿洛酮糖虽然目前价格较高，但是在热量、加工特性、安全性、血糖调节等方面较优于麦芽糖醇，不仅可以保留传统冰激淋的密度，还有助于减轻体重，改善消化健康避免肠胃不适。未来随着阿洛酮糖在国内的获批，有望被应用于无糖冰激淋中。

多种天然代糖已应用于烘焙产品中：木糖醇是最早应用于烘焙的代糖之一，可以提高蛋糕和面包的柔软度和嫩度，适合制造松软的烘焙食品；赤藓糖醇通常以复配形式用于烘焙食品；液体麦芽糖醇具有很强的黏度，适合制作具有粘性的烘焙产品；在烘焙食品中加入山梨糖醇可以防止干裂，使蛋糕面包保持新鲜柔软，延长货架期；阿洛酮糖可以产生美拉德反应，高温条件下的糖化着色效果良好并具有较强的保水性能。罗汉果甜苷可以为面包发酵提供养分，从而提高面包发酵的气孔均匀度，增加面包蓬松度，产生美拉德反应，在蓬松度、回弹性、口感等方面与蔗糖发酵类似。

天然代糖发展空间广阔。目前我国的无糖化饮食还处于刚兴起阶段，饮料、烘焙、糖果、冷冻饮料等各类食品饮料的无糖化渗透率远低于发达国家，但这也意味着未来有较大的发展空间。根据我们的测算，2030 年饮料、烘焙、糖果、冷冻饮料各领域总的代糖增量空间为 440 万吨食糖甜度，其中人工代糖的增量空间为 98 万吨蔗糖甜度，相当于 0.49 万吨安赛蜜；植物提取天然代糖的增量空间为 73 万吨蔗糖甜度，相当于 0.36 万吨甜菊糖苷；功能性代糖增量空间为 270 万吨蔗糖甜度，相当于 415 万吨赤藓糖醇/385 万吨阿洛酮糖。我们认为未来天然代糖中功能性糖由于安全性更高、甜味表现更好，并且在无糖饮料、无糖糖果、无糖冷冻饮料、无糖饼干糕点中更具备类似蔗糖的功能，未来有更为广阔的发展空间。

图表 143：各类代糖空间测算

	代糖增量甜度空间 (万吨)	人工代糖		植物提取天然代糖		功能性代糖	
		占比	甜度空间 (万吨)	占比	甜度空间 (万吨)	占比	甜度空间 (万吨)
饮料	121	50%	60.28	10%	12.06	40%	48.22
糖果	112	15%	16.81	20%	22.41	65%	72.84
冷冻饮料	68	10%	6.82	15%	10.23	75%	51.16
饼干糕点	139	10%	13.93	20%	27.87	70%	97.54
总计	440		97.84		72.57		269.75

数据来源：华福证券研究所测算

标的上：建议关注具备阿洛酮糖先发优势且新建阿洛酮糖产能即将释放的百龙创园。

图表 144：各企业盈利预测

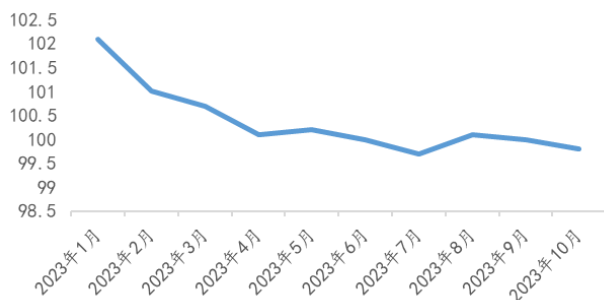
股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
605016.SH	百龙创园	68.62	1.51	2.06	3.01	4.06	45.50	33.31	22.80	16.90

数据来源：WIND，华福证券研究所预测，注：收盘价以 2023.12.22 为基准

7 出口链路上的规模化机遇

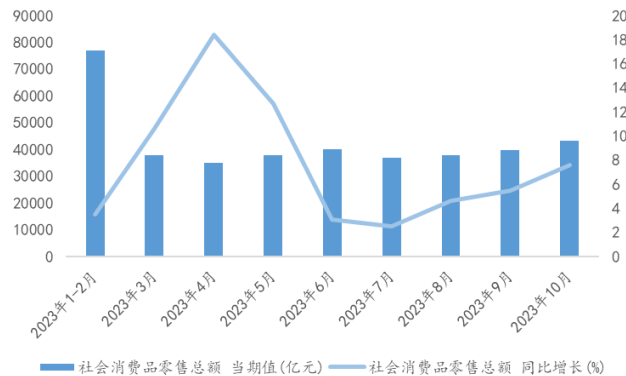
国内经济持续弱修复，前三季度国内生产总值同增 5.2%。2023 年前三季度国内生产总值（GDP）为 913027 亿元，同比+5.2%，23 年十月份，全国居民消费价格同比下降 0.2%，环比下降-0.1%。前十个月，社会消费品零售总额为 385440 亿元，同比+6.9%。前十个月全国网上零售额为 1229915 亿元，同比+11.2%，其中实物商品网上零售额为 103010 亿元，同比+8.4%。

图表 145：23 年 1-10 月全国居民消费价格指数变化



数据来源：国家统计局、华福证券研究所

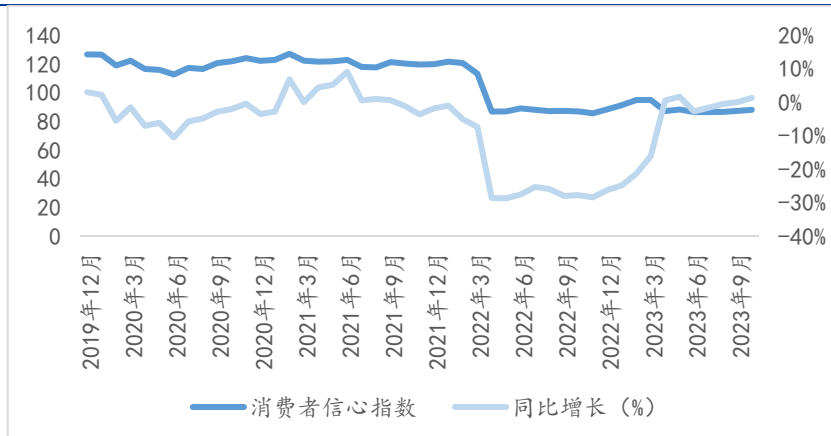
图表 146：23 年 1-10 月社会消费品零售总额变化



数据来源：国家统计局、华福证券研究所

内需修复，但距离疫情前仍有较大空间。居民对未来预期相对悲观，预防性储蓄意愿上升，疫情期间居民储蓄创新高。消费恢复预期不足，消费信心及消费意愿下降，2022 年 4 月份中国消费者信心指数跌至历史低位。从消费者信心指数来看，2022 年 12 月以来消费者信心指数有小幅回升，单整体指标仍远低于疫情前水平，国内整体消费活力修复仍有空间。

图表 147：消费者信心指数仍有修复空间



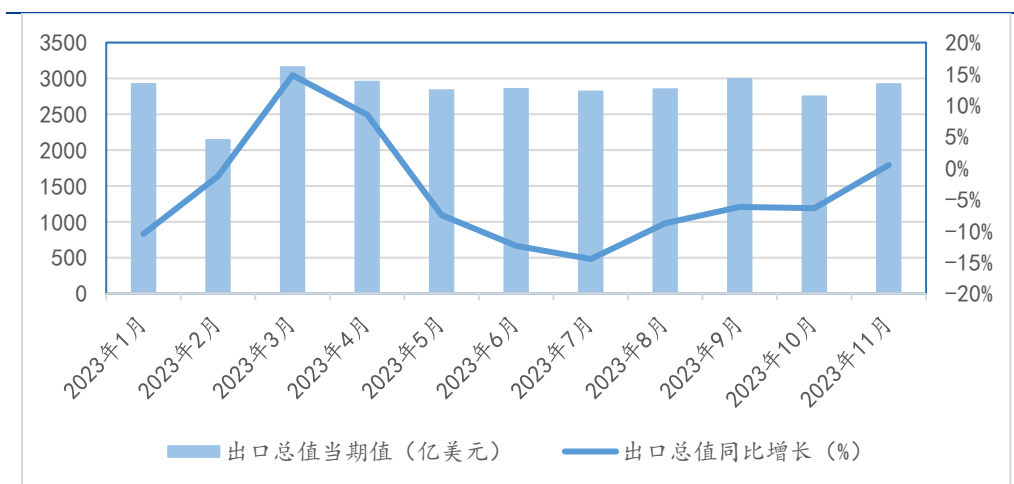
数据来源：东方财富网、华福证券研究所

中央经济工作会议中提到提振消费是 2023 年的重要任务，疫后生产制造也率先复工复产，3 月初，全国生产制造业复工率已经达到 90%以上，今年以来消费整体呈现向好的态势，居民外出就餐、购物等聚集型服务需求快速释放。但是当前消费修复仍处于初步阶段，目前我国经济运行好转主要系恢复性增长，内生动力及需求

不强。截至 23 年十月份，消费者信心指数为 87.90，消费者满意指数为 87.80，消费者预期指数为 88，较 19 年同期均有较大差距。消费信心是储蓄释放的催化剂，但从数据面来看，消费信心仍需增强，内需仍在底部。

贸易结构持续优化，货物进出口实现正增长。在经历了五个月的负增长后，今年三月份出口增速显著回升，同比+14.8%。12月7日海关总署发布数据显示，1-11月份，货物进出口总值为 37.96 万亿元，与去年同期持平。其中，出口 21.6 万亿元，同比+0.3%，进口 16.36 万亿元，同比-0.5%。贸易顺差 5.24 万亿元，扩大 2.8%。其中，一般贸易进出口同比增长 1.6%，占外贸总值的 64.8%，比去年同期增长 1%。

图表 148：23 年 1-11 月份出口总值变化



数据来源：国家统计局、华福证券研究所

供需错配需要被消费，限制放松出口链先行。全球滞胀背景下，国内出口在成本、产品性价比等方面具备优势，从供给端来看，海外面临供给约束，国内家电业、轻工业、纺服、家居等劳动密集型产业出口优势凸显。政策面，国家持续加强在外贸领域的政策支持，强化贸易安全，提升贸易便利化水平。今年全国外贸工作会议强调，以更大力度推动外贸稳规模优结构，实现促稳提质工作目标。

疫后经济弱修复，但从整体内需来看，目前国内消费信心仍未完全恢复至疫情前的水平，个人储蓄释放催化因素不强，国内市场整体需求内生动力不足，消费政策支持叠加生产恢复下，内需正在恢复。从贸易角度看，3 月份我国出口总值增速回正，近期降幅收窄，今年前 11 个月整体贸易顺差扩大 2.8%，全球滞胀环境下，供需错配，我国出口链供给侧优势凸显，劳动密集型产业出口活力旺，家电、轻工、纺服、家居等行业机会显现。

根据前文分析，我们认为内需动力不足，海外市场供给侧乏力，供需错配，劳动密集型产业海外有机遇。全球限塑禁塑政策趋严，可降解塑料对传统塑料制品的替代已成为趋势，建议关注：起家海外，与下游诸多知名客户深度绑定，深耕 PLA 改性技术的家联科技。

图表 149：重点企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
301193.SZ	家联科技	33.31	1.79	1.06	1.50	1.94	18.59	31.45	22.17	17.14

数据来源：ifind，华福证券研究所（注：总市值截至 2023 年 12 月 22 日，归母净利润来自于 iFind 一致预期）

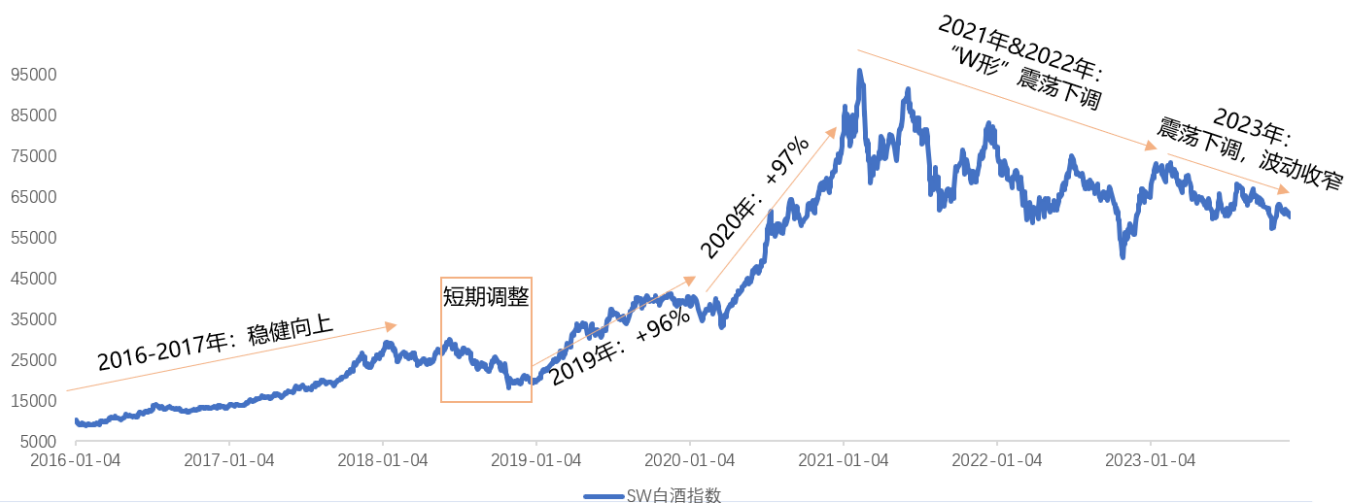
8 经济回暖下商务消费的环比优化

8.1 长期视角：从疫情的不确定性走出，新周期序幕拉起

21 世纪以来，白酒发展阶段可分为 16 年之前的量价齐升阶段和 2016 年至今的量减价增阶段。经历了 2013 年开始的深度调整期后，2016 年白酒产销量触顶，白酒上市公司的增长驱动从量价齐升切换到消费升级驱动价增、行业集中度提升带动量增的逻辑。以 2016 年为起点，从 SW 白酒指数上看，2016-2017 年板块趋势稳健向上，18H2 在宏观经济不稳定性增强，叠加白酒企业业绩出现放缓，行业经历了半年左右的短期调整。2019 年开始 SW 白酒指数快速提升，2019 年/2020 年分别提升 96%/97%。

21 年和 22 年白酒板块连续呈“W 形”震荡下调，21 年内最高值/最低值分别为 9.6/6.2 万点；22 年在疫情导致的消费场景缺失的压力下，在疫后消费复苏的期待中，上一轮景气期尾声红利持续释放，酒企报表端保持韧性，22 年 SW 白酒最高值/最低值分别为 7.7/5.0 万点。进入 2023 年，一季度消费报复性修复后，二季度开始受宏观压力影响，情绪悲观导致行业“蓄水池”弹性收紧，市场对真实动销关注度加大，白酒指数全年呈震荡下行，波动性较前两年下降，21-23 年白酒指数方差分别为 7071/5224/3799 点。

图表 150：23 年白酒 SW 指数整体震荡向下，波动较前两年幅度收窄



数据来源：Wind，华福证券研究所

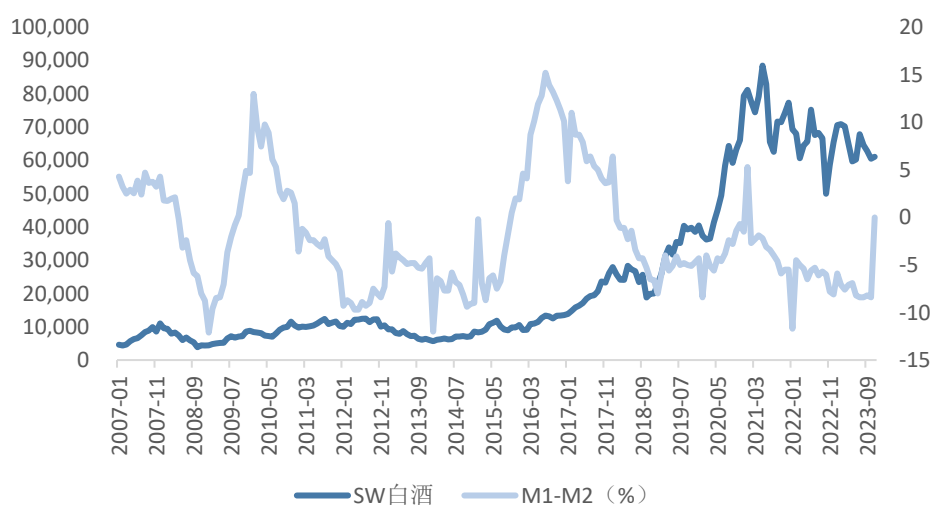
图表 151：行业深度调整后，2016 年至今白酒板块复盘



数据来源：新华社，人民网，智研咨询，京华时报，21世纪经济，中国证券报，新浪财经，每日经济新闻，中国经济时报，华经济情报网，人民日报，新浪财经，美酒网，华夏酒报，国家统计局，澎湃新闻，观网财经，第一财经，华福证券研究所

宏观压力下，白酒韧性彰显。以 M1 反应当下购买力，M2 反应未来购买力，M1-M2 剪刀差扩大则说明消费意愿持续、资金运作灵活、企业投资意愿上升。2019-2021Q1，M1-M2 剪刀差持续扩大，白酒板块处于快速上行期，21Q2 之后 M1-M2 整体下行，疫后年初至今呈波动下滑，与白酒板块在趋势上虽趋同，但相较于白酒板块表现更加稳健，韧性彰显。

图表 152：在 M1-M2 剪刀差缩小的背景下，白酒彰显韧性



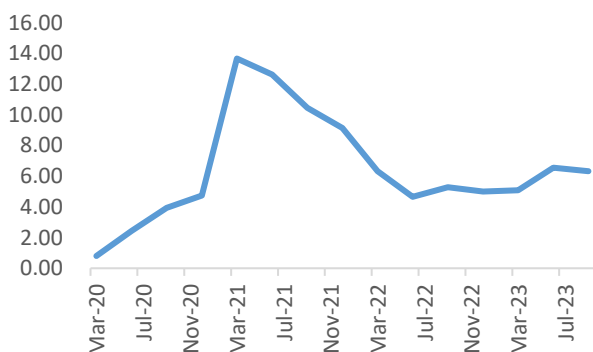
数据来源：Wind, 华福证券研究所

8.2 24 年展望：白酒龙头仍具韧性，行业优化健康度提升

2024 年预计行业整体平稳增长，韧性不应被低估。展望来年，在宏观经济渐进式复苏，消费需求稳中提振、此前行业高景气期造就的高基数下，全行业的高增长短期内仍有压力，企业间分化仍将为主旋律。在此背景下，高端白酒整体稳健增长的确定性较高，茅台提价后未来两年业绩增长确定性明晰，同时为高端酒打开价格天花板；次高端整体还需沉淀调整，同时静待宏观提振带动商务消费复苏；区域龙头今年受益于宴席回补和基地市场的强支撑，表现较好，随着宴席回补节奏放缓，叠加今年增速基数不小，明年区域龙头表现或将出现分化，但基于区域酒的长期基地市场深耕，预计表现依然稳健。

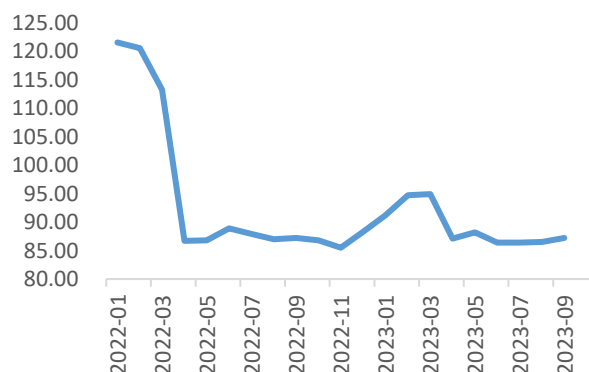
从需求端看，白酒消费需求虽较为平淡，但韧性仍在。在人均可支配收入仍在温和提振的背景下，尽管消费降级对商务宴请的频次和用酒档次均有一定程度的影响，但高端宴请用酒的刚性强，次高端及中端的商务宴请在经济的大背景下提振是时间问题，且由于白酒的社交属性强，随着企业信心提振，商务消费修复会早于企业实际可支配收入和宏观指标的修复。在今年消费升级的大环境下，百元以下大众价格带仍在向上提升，从过去的主流价格带在 30 元以下逐渐升级到 50-100 元和 100 元以上价位，光瓶酒市场向上尤具较大空间。

图表 153： 中国居民人均可支配收入同比变化 (%)



数据来源：Wind，华福证券研究所

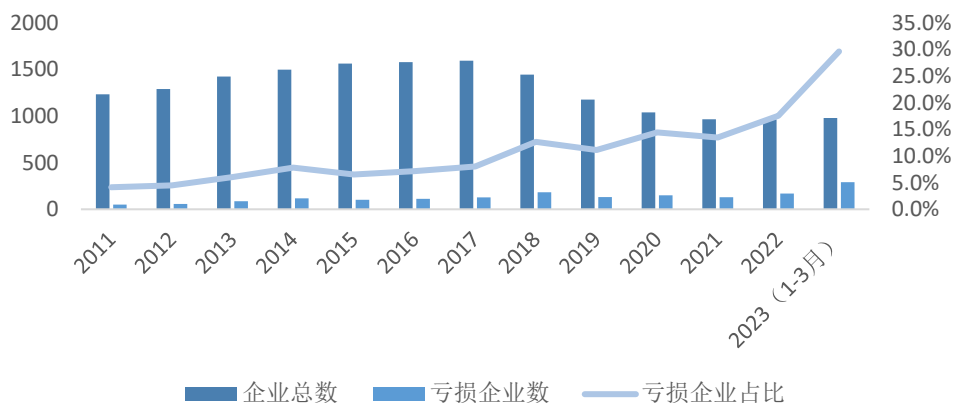
图表 154： 中国消费者信心指数变化



数据来源：Wind，华福证券研究所

从供给端看，预计集中度持续提升将继续为龙头带来量增。2016 年行业产销量触顶后，行业已然进入了量降价增的阶段。今年 1-3 月，纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业共 979 家，其中亏损企业 290 个，企业亏损面为 29.62%，白酒亏损企业占比创下新高。在此背景下，今年上市酒企普遍开门红顺畅，充分说明行业集中度提升带动上市公司量增的逻辑没有变，我们判断明年马太效应持续加剧，中小企业会持续出清，为龙头带来量增空间。

图表 155： 今年上市酒企开门红普遍顺利，但 1-3 月白酒亏损企业占比创下新高



数据来源: Wind, 人民网, 中国酒业新闻网, 酒志网, 国家统计局, 新浪新闻, 《2019 中国酒业经济运行报告》, 华福证券研究所

从白酒周期来看, 行业面临过多次调整期, 调整期内企业表现分化, 调整期后更适应时代和消费需求是历史规律。在此前外发的专题报告《从二战后的日本清酒看改革开放以来的中国白酒》中, 我们对标日本清酒, 发现上世纪末的日本清酒与中国白酒均具有深厚的文化根基、与宏观的较高相关性、且在人口结构带来的需求变化上面临相似的困境, 但同为“国酒”, 从行业发展的整体走势看, 不同于日本清酒增长后震荡下行的发展历程, 中国白酒在整体向上的大周期里, 几经阵痛后能够不断的穿越周期的原因之一就是, 不同于清酒迅速增长、触顶后持续下滑的直白走势, 白酒发展中几经波折, 几次调整期内需求预期走高、渠道弹性加厚所掩盖的问题得到暴露, 从长期角度看有益于行业的健康和长期发展。

例如从今年的情况来看, 在渠道面临压力、表现更为审慎的背景下, 酒企纷纷下场, 加大 C 端触达, 本质上符合时代趋势。今年年初开始, 企业加大抢占 C 端趋势明显, 各大酒厂纷纷将“开瓶扫码”作为拉动销、促开瓶的标配动作, 不少企业还通过加大红包力度、翻倍奖励、热门时间设定等加大 C 端互动, 通过打通 C 端帮助 B 端纾解压力、维持渠道状态良性成为行业共识目标。从龙头看行业未来, 茅台近年来直销渠道营收占比持续上升, 强品牌认知下预计率先完成渠道调整, 未来经销商的角色将逐步向服务商转变, 在现在的过度调整阶段, 保障渠道利润成为稳定 B 端的制胜关键。

图表 156: 23 年白酒企业纷纷加大 C 端投入

公司/产品		政策内容
五粮液	五粮液1618	3月1日至11月25日，扫码返利，红包金额30-2000元
	39度五粮液	3月1日至11月25日，扫码返利，红包金额20-2000元
泸州老窖	国窖1573经典装 (2022二维码装)	上半年进行数字化改革，实现“五码合一”，联通B端和C端，3月1日至10月31日，扫码获利的同时验证真伪，红包金额从15.73元起，最高达15739元
	泸州老窖·头曲	中秋、春节、元宵、清明、端午、重阳、七夕开设再来一瓶，现金红包活动
	泸州老窖·黑盖	红包金额1.88-888元，在开瓶扫码获奖之外，还会获得积分和成长值
珍酒	珍十五	1.5L珍酒错金兔1坛、本品1瓶、8.8-25元红包，活动时间8月15日至10月15日
	珍八	设置了再来一瓶的奖项，获本品1瓶 & 6.88-15元红包，活动时间8月15日至10月15日
	珍五	设置了再来一瓶的奖项，获本品1瓶 & 6.88-10元红包，活动时间8月15日至10月15日
	老珍酒、精装老珍酒	设置了再来一瓶的奖项，获本品1瓶 & 6.88-10元红包，活动时间8月15日至10月15日
郎酒	红花郎	红包30元、惊喜奖励包括限量珍藏版习酒等
	郎牌特曲兼香T系 (T6/T8/T9)	扫码送金条、再来一瓶、红包4.8元-18.8元、另设置10/5/2倍红包翻倍概率
洋河	海之蓝	小额红包2元和4888元，再来一瓶，红包翻倍卡，活动时间4月1日至6月30日
	天之蓝	小额红包3元和4889元，再来一瓶，红包翻倍卡，活动时间4月1日至6月30日
	M3、海之蓝、天之蓝、双沟	中秋期间，奖品有华为手机P40Pro、格力电冰箱、雅迪电动车、小米空气净化器、美的破壁机等十多种“国货好礼”
古井贡酒	古26	红包金额19-1999元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古20	红包金额10-2000元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古16	红包金额8-1666元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古8	红包金额5-999元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
	古7	红包金额5-666元，活动时间2023年5月15日至2025年3月31日
舍得	品味舍得/智慧舍得/水晶舍得/ 舍得中国红限量老酒	红包金额9.9-99.9元、5g/20g生肖金条、文创礼盒/代驾券
	习酒	红包金额从8.88-4999元、惊喜奖励限量珍藏版习酒
国台国标		红包金额9.9元-1999.99元、特等奖为1L装纪念酒，活动时间为今年全年
摘要		红包金额48-4999元，瓶瓶有红包，活动时间2023年5月1日至年底

数据来源：酒说，证券日报网，多米大数据，糖酒快讯，伟鹏酒业，华福证券研究所

在 beta 短期迅速提振可能性较低的背景下，我们认为酒企应摒弃木桶原理，勿求“既要又要”，在产品和渠道投入上应更有针对性。当前在选股上应关注具有强 alpha、已走出自己经营节奏，主推产品价格带符合需求趋势和品牌价值的标的：1) 高端酒，贵州茅台（飞天提价后明年量增压力缓解，未来两年确定性明晰）、泸州老窖（企业面对行业变化策略转变的灵活度高，今年“春雷行动”+“秋收行动”积极迎合变化）、五粮液（品牌力稳固，估值性价比高于其他高端酒）；2) 次高端，山西汾酒（青花+玻汾双轮驱动，今年动销表现突出）、珍酒李渡（转酱趋势下持续吸收红利，具备成长性）、舍得酒业（有望率先受益于宏观提振）；3) 区域龙头，金徽酒（发展战略明晰，仍在起势）、古井贡酒（徽酒龙头，攻守兼备）、今世缘（省内基地夯实，省外基数小）。

图表 157：各企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	20,986.67	627.16	743.28	901.40	1,044.78	33.46	28.24	23.28	20.09
000568.SZ	泸州老窖	2,509.44	103.65	132.14	162.72	197.24	24.21	18.99	15.42	12.72
000858.SZ	五粮液	5,178.84	266.91	303.45	348.21	398.17	19.40	17.07	14.87	13.01
600809.SH	山西汾酒	2,711.49	80.96	105.00	130.67	160.22	33.49	25.82	20.75	16.92
6979.HK	珍酒李渡	266.33	10.30	16.07	20.29	26.13	25.86	16.58	13.13	10.19
600702.SH	舍得酒业	293.03	16.85	18.06	21.08	27.24	17.39	16.23	13.90	10.76
603919.SH	金徽酒	119.76	2.80	3.75	4.97	6.39	42.74	31.92	24.09	18.73
000596.SZ	古井贡酒	1,031.64	31.43	44.39	57.05	71.31	32.82	23.24	18.08	14.47
603369.SH	今世缘	567.03	25.03	31.51	39.21	48.15	22.66	18.00	14.46	11.78

数据来源：iFind，华福证券研究所（注：以上数据以 2023.12.22 为基准，贵州茅台、五粮液、舍得酒业为团队预测数据，其余均来自 iFind 一致预期）

9 投资建议

9.1 K 型分化和 M 型社会下的持续精神享受

（1）预调酒&啤酒

1）啤酒行业关注两大主线受益标的，分别为自由市场消费 K 型分化下的受益厂商，和基地市场高端化仍具备较低起点、较大升级空间的厂商，对应**珠江啤酒**、**青岛啤酒**

2）预调酒产业趋势向上，消费人群年轻化之下，饮酒场景和饮酒方式逐渐变化，聚饮转向独饮背后是“悦己”消费理念的兴起，行业渗透率亟待提升，龙头企业最先受益，关注**百润股份**

（2）医美

建议关注：注射类产品管线布局完善+监管趋严下龙头集中度提升+股权激励计划三重共振的**爱美客**；医药板块为基石，向医美板块拓展的**华东医药**，**昊海生科**；从医美向医美扩展的**朗姿股份**。**建议关注：**在重组胶原赛道具备优势的**巨子生物**、**锦波生物**。

（3）黄金珠宝

建议关注：行业整体估值水平不高，推荐国企改革提质增效及渠道扩展的**老凤祥**；具有强设计感及进入加盟扩店周期的**潮宏基**；黄金品类占比持续提升且门店增长的**周大生**；聚焦单店提质增效的**周大福**。**建议关注**从京津冀扩展，全直营模式的**菜百股份**。

9.2 重劳力的标准化和工业化

预制菜：我们看好：1) **安井食品：**全国化规模效应已经得到充分验证，菜肴业务以及细分渠道多点开花有望持续攫取市场份额；2) **千味央厨：**大B逻辑有望持续演绎，产品力得益于公司对于场景理解加持，期待小B端回暖放量，延续快速增长。

复调：建议关注在旺季动销催化（C端主业回暖）、并购食萃带动渠道补能破圈预期（孵化大、小B第二增长曲线）的天味食品。

烘焙：推荐多渠道协同发展的立高食品，关注加大拓展餐饮客户的海融科技、南侨食品。

小餐饮连锁：推荐早餐品牌连锁龙头，经营品类具备刚需性的巴比食品；关注连锁休闲卤味龙头绝味食品。

9.3 老龄少子背景下的必然趋势

（1）宠物

建议关注：拥有海外优势工厂及自有品牌快速布局的**中宠股份**；具备强营销实力、主品牌实力稳固、副品牌高速起量的**乖宝宠物**。

建议关注：受去库影响较大，具备强恢复弹性，且国内业务加速发力的**佩蒂股份**、**依依股份**、**源飞宠物**、**天元宠物**。

（2）保健品

建议关注受益全民健康意识觉醒、老龄化趋势及老龄化消费习惯的普及，国内保健品龙头**汤臣倍健**。

9.4 广义可选消费品的极致性价比

（1）零售折扣化

建议关注国内家具零售龙头，供应链高效&全球化布局引领增长的名创优品。名创优品作为国内家具零售龙头，供应链高效&全球化布局引领增长。整体来看，公司积极布局海外及下沉市场，叠加强大的供应链管理支撑公司门店迅速扩张，增长逻辑明确；同时公司旗下经营TOP TOY品牌，进驻潮流玩具市场，在社会压力下作为人们的精神代偿，目前门店也在加速扩张中。

（2）休闲零食

劲仔食品：新老产品双双放量，收入维持高增长。2023年前三季度公司营收和净利润已经超过了去年全年总额。产品端，公司以“大包装+散称”产品组合为基础，

以劲仔小鱼为基，受新品鹌鹑蛋（散称）表现亮眼推动，2023 年上半年公司散称产品收入增长超过 220%，产品端实现结构升级；渠道端，公司将发力流通渠道以及量贩零食&抖音等新渠道，受益渠道红利实现营收放量；盈利端，受公司降本增效及产品结构优化等因素影响，预计公司盈利能力将得到提升。

洽洽食品：产品升级&渠道红利&成本降低，三重优势打造核心竞争力。成本端，23Q4 新采购季成本端有一定下降，且 Q4 旧库存已基本消化，预计公司未来一年成本端压力逐渐减轻；渠道端，公司布局量贩零食，新渠道仍在逐步放量过程中，预计 24 年公司新渠道仍快速增长；产品端，公司新品陆续推出，高毛利单品风味坚果、打手瓜子等将成为 24 年公司发展重心。

9.5 狭义必选消费的加速健康化

（1）酱油

建议关注：中炬高新：新管理团队上任后积极务实，对销售团队和渠道推进精细化管理，有望持续释放治理改善红利。**千禾味业：**卡位酱油高端化升级，有望充分受益品类 β 红利。

（2）乳制品

建议关注：1）具备利润弹性的区域乳企天润乳业，建议关注其疆外扩张进展。天润乳业在原奶下行周期中开启新一轮的出疆战略，此轮出疆主要依靠专卖店渠道，避开 KA、便利店等白奶竞争激烈的主流渠道，产品上以奶啤、桶酸、主打新疆奶源的常温白奶等为主，差异化特色明显。公司虽因合并新农对业绩造成一定影响，但新一轮出疆战略清晰，待公司消化合并影响、需求端复苏后，战略作用将逐渐凸显。

2）利润导向明显的全国乳企巨头伊利股份，建议关注产品结构优化带来的毛利率改善情况以及费用率投放情况。并且随着需求端的稳步恢复，伊利常温基本盘/低温等产品营收也有望实现正增长，在经营层面的向好趋势下，未来利润端的兑现可期。

（3）代糖

建议关注具备阿洛酮糖先发优势且新建阿洛酮糖产能即将释放的百龙创园、全球领先的木糖醇。

9.6 出口链路上的规模化机遇

内需动力不足，海外市场供给侧乏力，供需错配，劳动密集型产业海外有机遇。全球限塑禁塑政策趋严，可降解塑料对传统塑料制品的替代已成为趋势，建议关注：起家海外，与下游诸多知名客户深度绑定，深耕 PLA 改性技术的**家联科技**。

9.7 经济回暖下商务消费的环比优化

建议关注受益于马太效应加剧、报表端确认性较高的高端酒**贵州茅台**（飞天提价后明年量增压力缓解，未来两年确定性明晰）、**泸州老窖**（面对行业变化策略转变的灵活度高）、**五粮液**（品牌力稳固，估值性价比高于其他高端酒）。

图表 158：重点企业盈利预测

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600519.SH	贵州茅台	20,986.67	627.16	743.28	901.40	1,044.78	33.46	28.24	23.28	20.09
000568.SZ	泸州老窖	2,509.44	103.65	132.14	162.72	197.24	24.21	18.99	15.42	12.72
000858.SZ	五粮液	5,178.84	266.91	303.45	348.21	398.17	19.40	17.07	14.87	13.01
600600.SH	青岛啤酒	797.71	37.11	42.89	53.73	62.51	21.50	18.60	14.85	12.76
002568.SZ	百润股份	245.10	5.21	8.97	12.00	14.97	47.02	27.32	20.43	16.37
600887.SH	伊利股份	1,655.19	94.31	106.86	122.05	138.99	17.55	15.49	13.56	11.91
002557.SZ	洽洽食品	171.87	9.76	8.42	11.20	13.21	17.61	20.40	15.34	13.02
003000.SZ	劲仔食品	52.59	1.25	1.82	2.42	3.07	42.19	28.95	21.74	17.12
603345.SH	安井食品	282.30	11.01	16.06	18.96	23.27	25.64	17.58	14.89	12.13
603317.SH	天味食品	134.57	3.42	4.43	5.40	6.49	39.38	30.38	24.92	20.74
001215.SZ	千味央厨	43.87	1.02	1.40	1.79	2.25	43.04	31.33	24.51	19.50
9896.HK	名创优品	429.43	6.37	16.67	23.25	28.31	67.46	25.77	18.47	15.17
002345.SZ	潮宏基	58.11	1.99	4.07	4.88	5.86	29.18	14.28	11.91	9.92
002891.SZ	中宠股份	76.85	1.06	2.32	2.86	3.66	72.55	33.13	26.87	21.00
301193.SZ	家联科技	33.31	1.79	1.06	1.50	1.94	18.59	31.45	22.17	17.14

数据来源：ifind，华福证券研究所（注：总市值截至 2023 年 12 月 22 日，贵州茅台、五粮液、青岛啤酒、百润股份、安井食品、天味食品、千味央厨、中宠股份和潮宏基来自外发报告预测，其余归母净利润来自于 iFind 一致预期）

10 风险提示

宏观经济波动影响消费水平：宏观经济波动将对人们生产、消费、物流运输等多方面产生不利影响，这将制约行业及公司的发展。

食品安全风险：若行业内或公司出现食品安全问题，将影响全行业及相关产业链的终端销售情况，从而对公司经营及盈利能力带来不利影响。

政策风险：由于政商消费在白酒高端酒消费中占比较大，若政策性文件出台将影响茅台等高端酒产品的需求，相关行业及公司的经营风险较大。

经销商资金链问题抛售产品损害品牌：一旦经销商因为资金链问题对经营产品进行抛售，将会损害产品价盘以及品牌形象，从而对公司经营带来不利影响。

原材料成本大幅波动的风险：例如餐饮、啤酒、休闲食品原材料成本占比较高，上游原材料价格大幅波动将影响相关行业公司的盈利能力。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn