



新国货崛起专题

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：龚轶之（执业 S1130523050001）
gongyizhi@gjzq.com.cn

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）
luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn

联系人：鲍秋宇
baoqiuyu@gjzq.com.cn

国货崛起下半场，寻找未来冠军品牌

研究意义

乘消费升级之风，中国消费企业已经历“品牌化”转型，诞生出一批现象级国货品牌。随着经济环境变化、性价比风潮流行、市场竞争加剧，国货崛起悄然进入下半场，格局变化将是重点。国金前瞻联合大消费团队，结合自上而下和自下而上角度，复盘国货崛起源流，展望未来中国消费行业格局演绎，旨在找出“国货冠军品牌”。

研究内容

- 国货崛起复盘，品牌浪潮迭起。2010年起中国经济转型，消费需求高增，2010-2019年社零CAGR9达13.9%。消费意愿强、民族自信高的“Z世代”成为消费主力，催生“宅经济”、“单身经济”等热点，本土新消费品牌应运而生。2017年起A股大消费IPO数量明显提升，“国货崛起”成为投资主线，复盘来看：1) 18-19年，化妆品珀莱雅上市打响第一枪，运动服饰受李宁纽约时装周催化引发国潮；2) 20年主题扩散，“所有消费品都值得重做一遍”，小家电/宠物/潮玩/医美等先后爆发，21年新疆棉/野性消费事件发酵，国货行情演绎到极致。
- 国货崛起归因，外部环境催化。产品力达标是国货崛起基础，品牌化转型是主因。中国消费品企业从跟随模仿到引领潮流，创造出扫地机/盲盒/新式茶饮等产品，并敏锐抓住需求融入国潮等元素。2014年起迎来三重利好，打开品牌塑造窗口：1) 政策引导，央媒舆论造势；2) 消费心理，偏好本土品牌；3) 渠道变革，平台流量加持。
- 日本经验回顾，把握风潮变化。“国货崛起”并非中国特色，日本1970年代经历相似过程。以日为鉴，国货崛起上半场往往经济上行，市场需求扩容，本土品牌在内因产品力+外因本土偏好共振下乘风而起；国货崛起下半场，经济转型消费支出受限，市场竞争加剧、性价比风潮流行，但踩准节奏的品牌如大创、无印良品依然有较好表现。
- 竞争从未止步，格局如何演绎？中国第一轮国货崛起接近尾声，消费升级趋缓、消费者重视性价比，但支撑国货成功的因素还在，新品牌仍会继续涌现。国货下半场，更应重视竞争格局变化，寻找α机会，锁定能持续扩大市场份额的“冠军品牌”。竞争优势是打出来的，建议关注各行业：1) 价格竞争；2) 产品迭代 两大趋势变革。
- 具体分行业看：1) **化妆品**：国货凭产品力突围，份额仍有提升空间。护肤市场走向品牌/产品/运营/研发等综合能力竞争，本土美妆集团珀莱雅全面追赶；彩妆市场国货化妆师IP品牌在高单价&壁垒较高的底妆类目突围，如彩棠高光修容盘、毛戈平鱼子酱气垫，未来补足粉底液等产品后份额有望继续提升；2) **纺织服装**：运动服饰龙头再迎崛起机遇，受供给端（营销资源优化）、需求端（消费趋于理性，追求性价比）双重驱动；3) **轻工制造**：①个人护理，国货运营策略优化，借力新渠道弯道超车，百亚股份推出“益生菌”卫生巾等系列；②智能坐便器，空间广阔且市场分散，瑞尔特等国货抓住智能一体机路线迭代和线上渠道曝光机会以性价比产品抢占市场；③宠物，国产产品&品牌体系形成，推出新工艺（主食冻干、烘焙粮等）同时突出价格优势，塑造品牌提升份额；4) **家用电器**：徕芬、追觅等国产品牌突破高速吹风机技术，平价替代放量，份额显著提升。

投资建议与启示

- 国货的下半场，锁定冠军公司。随着竞争加剧、性价比流行，国货品牌需调整战略，兼顾产品研发和定价。优秀的本土品牌仍大有可为，关注行业变局下的超车机会，锁定“冠军品牌”。具有过硬产品实力、灵活定价策略、完善渠道布局和强营销能力的公司有望胜出。建议关注珀莱雅、安踏体育、百亚股份、瑞尔特、飞科电器。

风险提示

- 竞争加剧风险、经济增长不及预期、品牌声誉风险。



内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1、国货崛起复盘，品牌浪潮迭起..... | 7 |
| 1.1、主题形成，“中国品牌”登上舞台..... | 7 |
| 1.2、行情复盘，2018-2021 年的狂欢..... | 9 |
| 2、国货崛起归因，外部环境催化..... | 10 |
| 2.1、内因，国货产品力达标是基础..... | 11 |
| 2.1.1、作为世界工厂，中国本土制造强大..... | 11 |
| 2.1.2、引领市场潮流，创造大消费新玩法..... | 11 |
| 2.2、外因，市场环境利于品牌打造..... | 12 |
| 2.2.1、政策引导，鼓励企业品牌化转型..... | 12 |
| 2.2.2、消费心理，本土品牌认可度提升..... | 13 |
| 2.2.3、渠道变革，国货获平台流量加持..... | 14 |
| 3、日本经验回顾，把握风潮变化..... | 16 |
| 3.1、上半场，经济腾飞国货乘风而起..... | 16 |
| 3.2、下半场，经济转型市场竞争加剧..... | 18 |
| 4、竞争从未止步，格局如何演绎？..... | 19 |
| 4.1、重在 alpha 机会，锁定行业冠军..... | 19 |
| 4.2、化妆品：国货凭产品力突围，份额仍有提升空间..... | 21 |
| 4.2.1、护肤走向综合竞争，化妆师 IP 彩妆高歌猛进..... | 21 |
| 4.2.2、珀莱雅：持续引领行业变革的本土美妆集团..... | 24 |
| 4.3、纺织服装：本轮国货崛起与此前的“新疆棉”等有何不同？..... | 27 |
| 4.4、轻工制造：把握产品迭代机会，借力渠道弯道超车..... | 30 |
| 4.4.1、个人护理：运营策略全面优化，国货扬帆起航..... | 30 |
| 4.4.2、智能坐便器：五大因素助力国货品牌认知度显著提升..... | 33 |
| 4.4.3、宠物：积极把握国产宠食产品&品牌体系快速成长机会..... | 38 |
| 4.5、家用电器：国牌高速吹风机，引领产品升级浪潮..... | 41 |
| 5、投资建议：关注市场竞争，寻找冠军品牌..... | 43 |
| 6、风险提示..... | 44 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|---|
| 图表 1： 2010 年起消费成为经济核心驱动力..... | 7 |
| 图表 2： 社零增速持续超越 GDP (%)..... | 7 |
| 图表 3： Z 世代开始掌握消费话语权..... | 7 |



| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 4: 提前消费意愿较强 | 7 |
| 图表 5: 中国新消费品牌登场 | 8 |
| 图表 6: A 股可选消费行业 IPO 公司数量 (家) | 8 |
| 图表 7: "国货、国潮"相关研报数量 (篇) | 8 |
| 图表 8: 2018 年至今指数累计涨跌幅 (%) | 9 |
| 图表 9: 国货崛起主题 | 9 |
| 图表 10: 国货主题行情复盘 | 9 |
| 图表 11: 新消费赛道销售费用及增速 | 10 |
| 图表 12: 国货品牌代表性龙头 PE TTM | 10 |
| 图表 13: 制造业 GDP 占比 (%) | 11 |
| 图表 14: 出口金额 (万亿美元) | 11 |
| 图表 15: 各国 PCT 专利申请数量 (万件) | 11 |
| 图表 16: 中国高校毕业生人数 (万人) | 11 |
| 图表 17: 国产品牌引领产品创新 | 12 |
| 图表 18: 中国李宁登陆纽约时装周 | 12 |
| 图表 19: 花西子国风化妆品 | 12 |
| 图表 20: 国货品牌相关支持政策时间线 | 13 |
| 图表 21: 央媒下场助力品牌推广 | 13 |
| 图表 22: 2018-2023 中美关系大事记 | 13 |
| 图表 23: 主旋律电影票房表现 (亿元) | 14 |
| 图表 24: 中国影史票房 TOP10 (亿元) | 14 |
| 图表 25: 电商平台 GMV (亿元) | 14 |
| 图表 26: 电商平台用户数 (亿人) | 14 |
| 图表 27: 直播电商发展历程 | 15 |
| 图表 28: 直播电商 GMV (亿元) | 15 |
| 图表 29: 平台 MAU (亿人) | 15 |
| 图表 30: 中日人均 GDP (美元) | 16 |
| 图表 31: 日本私人消费总额 (万亿日元) | 16 |
| 图表 32: 日本消费升级主力人群 | 16 |
| 图表 33: 日本现象级消费品牌 | 16 |
| 图表 34: 全球出口占比 (%) | 17 |
| 图表 35: 1970 年代日本出口高增 | 17 |
| 图表 36: 中日 GDP 占美国比例 (%) | 17 |
| 图表 37: 1980 年代日本地价飞升 | 17 |
| 图表 38: 日本女性妆容变化 | 18 |



| | | |
|--------|--|----|
| 图表 39: | 日本电视剧《血疑》 | 18 |
| 图表 40: | 日本经济增速中枢调整 | 18 |
| 图表 41: | 1990 年代日本地产泡沫破灭 | 18 |
| 图表 42: | 日本居民自我阶级认知分布 (%) | 19 |
| 图表 43: | 日本总需求增长停滞 (%) | 19 |
| 图表 44: | 日本消费者服装品牌偏好度 (%) | 19 |
| 图表 45: | 日本百元店代表品牌——大创 | 19 |
| 图表 46: | 成熟市场国产化率 (%) | 20 |
| 图表 47: | 新兴市场龙头公司份额 (%) | 20 |
| 图表 48: | 国货品牌依然大有可为 | 20 |
| 图表 49: | 我国护肤市场 21 年来新国货崛起趋势明显 | 21 |
| 图表 50: | 2018 年来薇诺娜、珀莱雅市占率持续提升 | 21 |
| 图表 51: | 历年双十一美妆店铺销售前十品牌 | 22 |
| 图表 52: | 2018 年来国货彩妆品牌在国内市占率加速提升、22 年略有下降 | 22 |
| 图表 53: | 我国彩妆市场 2018-2021 年集中度提升、22 年集中度下降 | 22 |
| 图表 54: | 底妆占优的品牌 (如 YSL、毛戈平、Nars 等) 市占率自 2018 年持续提升 | 23 |
| 图表 55: | 完美日记、花西子 22 年市占率下降, 彩棠/毛戈平提升 | 23 |
| 图表 56: | 彩棠、恋火营收 21 年来高速增长 (百万元) | 23 |
| 图表 57: | 日本护肤市场本土品牌市场份额 50%+ | 24 |
| 图表 58: | 日本彩妆市场本土品牌市场份额 50%+ | 24 |
| 图表 59: | 珀莱雅——高质量增长的美妆行业“三好生” | 24 |
| 图表 60: | 珀莱雅品牌产品进阶 | 25 |
| 图表 61: | 珀莱雅与领先化妆品功效原料商/科研机构合作概览 | 26 |
| 图表 62: | 珀莱雅产品共创机制组织架构 | 26 |
| 图表 63: | 珀莱雅多品牌矩阵 | 27 |
| 图表 64: | 中国体育服饰产业分阶段发展特征 | 27 |
| 图表 65: | 2018-2022 年运动服饰本土品牌市占率提升 | 28 |
| 图表 66: | 2021 年 3 月后国际品牌流水迅速下滑 | 28 |
| 图表 67: | 李宁已搭建完善的跑鞋产品矩阵并持续迭代 | 28 |
| 图表 68: | 本土品牌跑鞋、篮球鞋排名均好于休闲鞋 | 29 |
| 图表 69: | 服装细分赛道层级及增速 | 29 |
| 图表 70: | 女性卫生巾品牌格局变化 | 30 |
| 图表 71: | 新兴电商成为各大卫生巾品牌新发力点 (亿元) | 31 |
| 图表 72: | 传统电商 A 平台外资品牌占优 | 31 |
| 图表 73: | 新兴电商 B 平台国产品牌占优 | 31 |



| | |
|---|----|
| 图表 74: 国产品牌积极完善产品价格带 | 32 |
| 图表 75: 卫生巾线上三大平台 (天猫、京东、抖音) 格局呈现分散化趋势 | 32 |
| 图表 76: 百亚股份产品系列升级图谱 | 32 |
| 图表 77: 中国智能坐便器市场规模 (亿元) | 33 |
| 图表 78: 中国智能坐便器销量 (万台) | 33 |
| 图表 79: 2022 年中国整体智能坐便器渗透率仅为 4% | 33 |
| 图表 80: 2022 年全球智能坐便器渗透率对比 (%) | 33 |
| 图表 81: 天猫平台传统坐便器市场集中度 (%) | 34 |
| 图表 82: 天猫平台智能坐便器市场集中度 (%) | 34 |
| 图表 83: 2022 年线上销售额前十品牌份额 (%) | 34 |
| 图表 84: 2021 年智能坐便器不同渠道购买占比 (%) | 34 |
| 图表 85: 智能一体机线上均价 | 35 |
| 图表 86: 线上智能坐便器销额分产品占比 (%) | 35 |
| 图表 87: 2023 年 1-11 月线上智能马桶一体机品牌份额 (%) | 35 |
| 图表 88: 类似功能下, 国产品牌价格较外资品牌更便宜 | 36 |
| 图表 89: 智能一体机均价对比 | 36 |
| 图表 90: 九牧灵活运用价格策略应对市场差异化 | 36 |
| 图表 91: 卫浴企业专利数 | 37 |
| 图表 92: E-SHION 冲刷系统实现全方位性能突破 | 37 |
| 图表 93: 智能座便器代工厂一览 | 37 |
| 图表 94: 瑞尔特线上收入及增速 (百万元) | 38 |
| 图表 95: 瑞尔特线上市占率 (%) | 38 |
| 图表 96: 宠物食品市场规模及增速 | 38 |
| 图表 97: 宠物渗透率持续上升 (%) | 38 |
| 图表 98: 线上宠物食品市占率 (%) | 39 |
| 图表 99: 猫主粮价格带梳理 | 40 |
| 图表 100: 国产品牌引领高端生骨肉主食冻干价格下移 | 40 |
| 图表 101: 中宠国内、海外业务规模及增速 | 40 |
| 图表 102: 中宠主粮、罐头品类收入及增速 | 40 |
| 图表 103: 乖宝国内、海外业务规模及增速 | 41 |
| 图表 104: 乖宝旗下主推产品迭代变化 | 41 |
| 图表 105: 2023H1 高速吹风机市场格局 | 41 |
| 图表 106: 23H1 高速吹风机行业快速增长 (%) | 41 |
| 图表 107: 各品牌产品对比 | 42 |
| 图表 108: 剃须刀行业线上销量市占率 | 43 |



图表 109: 吹风机行业线上销量市占率 43



乘消费升级之风，中国消费企业已经历“品牌化”转型，诞生出一批现象级国货品牌，彰显民族自信、讲述中国故事。随着经济环境变化，性价比风潮流行、市场竞争加剧，国货崛起悄然进入下半场，格局变化将是研究重点。

本文结合自上而下和自下而上角度，联合国金大消费行业团队，复盘国货崛起源流，展望未来中国消费行业格局演绎，旨在找出“最强国货品牌”。

1、国货崛起复盘，品牌浪潮迭起

1.1、主题形成，“中国品牌”登上舞台

消费升级之风，带来转型机会。2010 年开始，中国经济增长模式发生变化，消费对经济的拉动作用日益增强，“消费升级”趋势伴随居民收入水平和加杠杆兴起。经济走向高质量发展过程中，社零为代表的消费需求保持双位数增长，2010-2019 年 CAGR9 达到 13.9%，不断扩容的消费需求为中国消费企业从“制造”走向“品牌”提供广阔市场。

图表1：2010 年起消费成为经济核心驱动力

图表2：社零增速持续超越 GDP (%)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

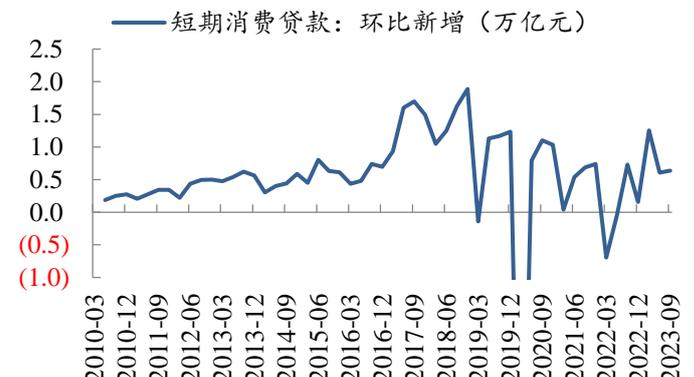
瞄准 Z 世代，中国品牌登场。从需求端分析，Z 世代是为本土新消费品牌买单的主力军，国货品牌的发展轨迹与年轻世代的成长路径高度吻合。群体特征上看，Z 世代（1995-2009 年出生）成长于中国经济高速发展阶段，消费水平、消费意愿都更强，总人数超过 2.6 亿。

2017 年起，Z 世代平均年龄超过 15 岁，身份陆续转变为大学生、职场新人，开始掌握消费话语权。

此外年轻群体超前消费意愿更强，2017Q1 中国短期消费贷款环比新增接近 1 亿元，增速中枢明显抬升。2017Q1 至 2019Q4 的 12 个季度即实现总额翻倍，达到 29 万亿元。

图表3：Z 世代开始掌握消费话语权

图表4：提前消费意愿较强



来源：Wind，国金证券研究所（注：平均年龄为加权计算得到）

来源：Wind，国金证券研究所



随着消费潜力不断释放，“宅经济”、“单身经济”、“她经济”等消费热点涌现，满足相应需求的本土新消费品牌也应运而生，遍布各类消费品领域。消费市场氛围持续火热下，每年的618、双十一等消费旺季成为国产品牌促销推广的最佳时机，销售额也屡创新高。

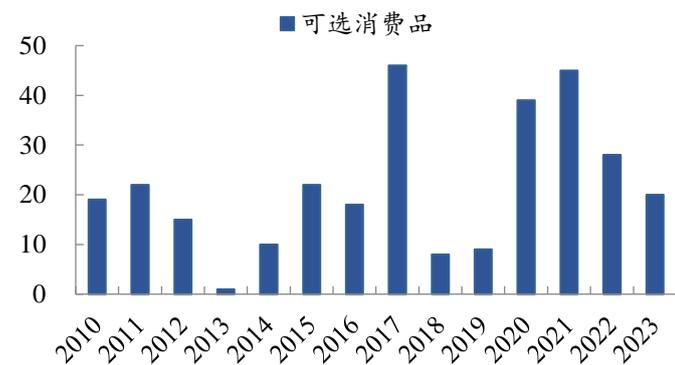
图表5：中国新消费品牌登场



来源：各品牌官网，国金证券研究所

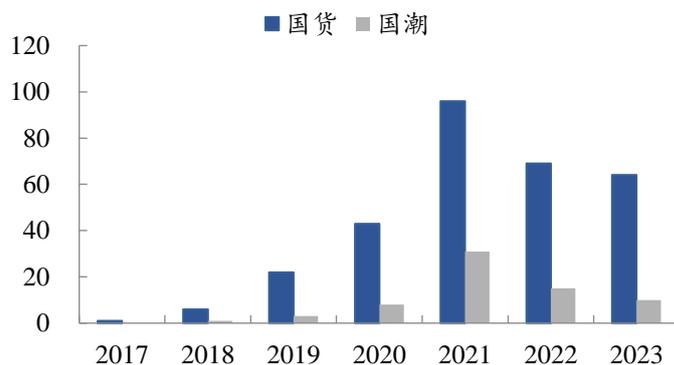
投资主题形成，市场凝聚共识。在大消费行业基本面如火如荼的同时，崛起的国货品牌也开始登陆资本市场。统计 A 股可选消费品行业融资情况可以看到，IPO 公司数量在 2017 年开始有明显提升，中间受贸易战和市场环境影响有所回落，2020、2021 年又迎来井喷。同期资本市场对国货的认知加深，2017 年起有关国货、国潮的研报数量不断提升，“国货崛起”成为共识。

图表6：A 股可选消费行业 IPO 公司数量（家）



来源：Wind，国金证券研究所（注 1：2023 年数据截至 2023/12/13；注 2：包括家用电器、轻工制造、纺织服装、美容护理行业）

图表7：“国货、国潮”相关研报数量（篇）



来源：Wind，国金证券研究所（注：仅统计 20 页以上报告）



1.2、行情复盘，2018-2021 年的狂欢

风起青萍之末，从酝酿到上攻。国货崛起作为投资主线，在 2018 年初到 2021 年中完成了从酝酿启动到冲顶的过程，不同品种先后有所表现。2018 年至 2021 年 6 月，中证消费指数最大累计涨幅达到 214%，大消费板块获得明显超额收益。掩盖在消费升级 β 机会之下的，是本土消费企业品牌化转型之下市场占有率显著提升的 α 变化。2020 年 1 月，中证新华社民族品牌工程指数发布，挂钩的“国货 ETF”也先后募集发行。

图表8：2018 年至今指数累计涨跌幅 (%)

图表9：国货崛起主题



来源：Wind，国金证券研究所（注：以 2018/1/1 为基准日）

来源：Wind，国金证券研究所

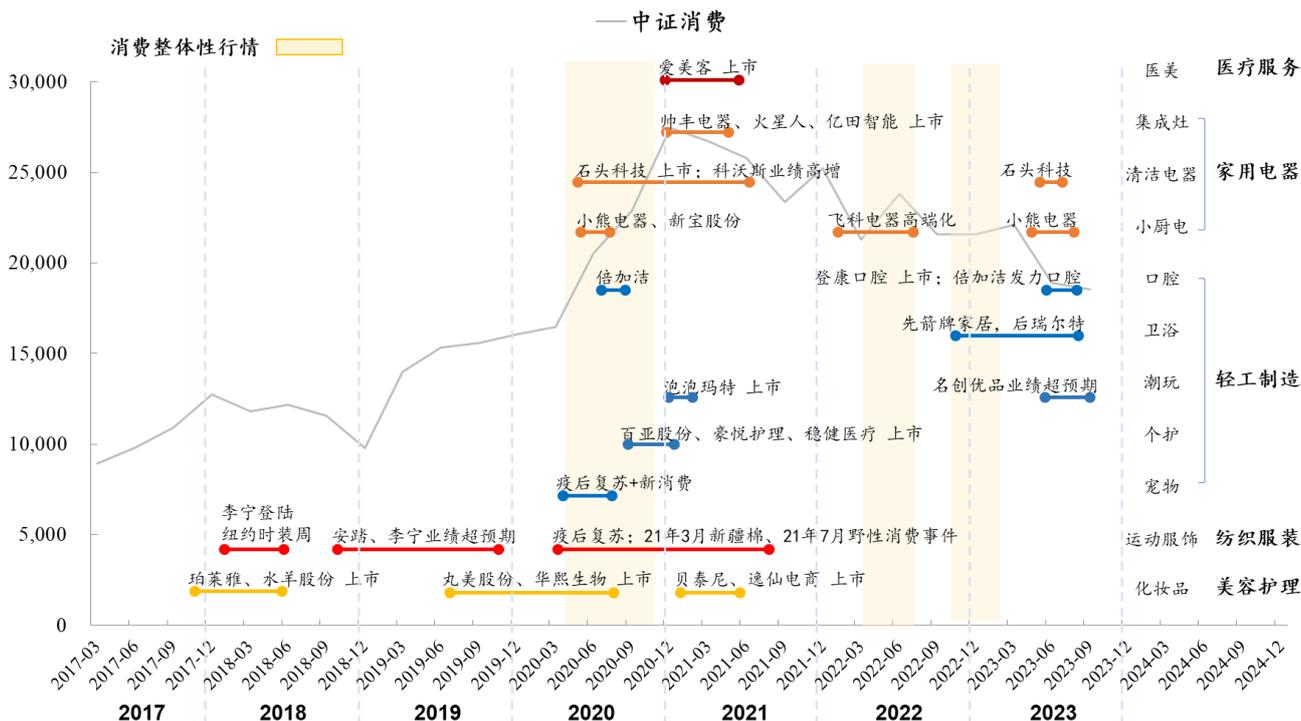
分阶段来看，国货崛起行情在 2018-2019 年开始形成，2020-2021 年全面扩散。

■ 酝酿（2018-2019 年）

最近一轮国货崛起最早由化妆品板块打响，2017 年底珀莱雅、水羊股份先后上市，市场开始关注国货主题，消费火热从基本面向二级市场传导。另一核心板块运动服饰也受到李宁 2018 年 2 月在纽约时装周走红的催化，“中国李宁”品牌创立。

尽管 2018 年下半年中美贸易战导致市场整体下行，但本土运动品牌李宁、安踏业绩持续超预期下依然使得板块在 2019 年出现持续性行情，年底丸美股份、华熙生物也相继上市。

图表10：国货主题行情复盘



来源：Wind，国金证券研究所整理（注：画线部分代表板块有持续上涨行情的区间）



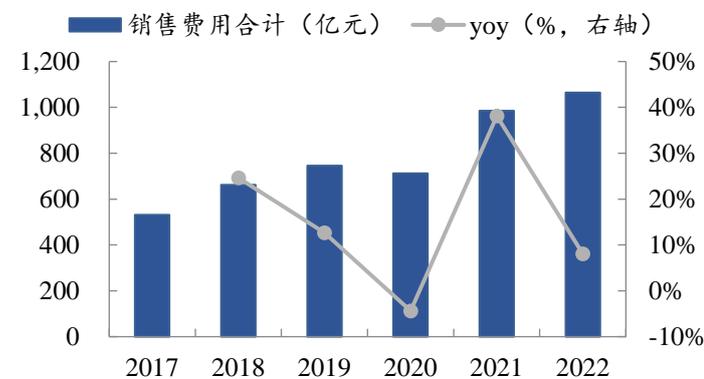
■ 上攻（2020年-2021年）

2020年4月，新冠疫情结束后“疫后复苏”流行，国货崛起开始从化妆品、纺织向其他板块扩散。当年可选消费板块IPO数量达到39家，尤其是轻工和家电行业有大量新消费品牌上市。期间流行的口号是“所有消费品都值得重新做一遍”，恰逢抖音、快手等新渠道兴起，品牌方加大销售费用投放换取流水增长，最终导致了一轮快速的产业变化。

按照行情爆发时间排序，其中比较有代表性的包括宠物、小家电、清洁电器、个护、潮玩等等，各行业的龙头公司大多在2个季度内实现了100-300%的涨幅。一方面随着国产品牌竞争力提升业绩出现高增长；另一方面乐观情绪之下板块估值水平快速拔高，并且可能贡献更大，PE水平达到60-80X，部分公司接近300X。

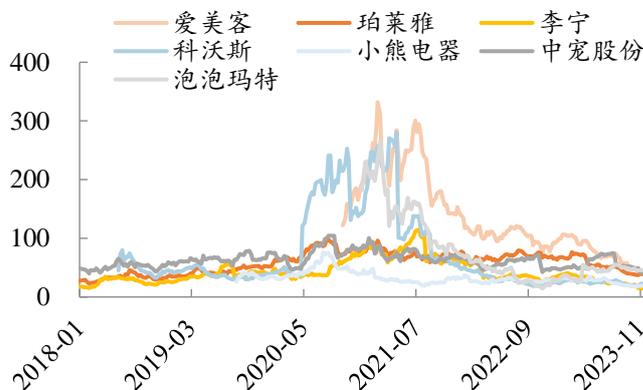
2021年初，大消费板块短期回落后再度迎来利好：1) 医美龙头爱美客、潮玩泡泡玛特、化妆品贝泰妮、厨电集成灶企业先后上市，再度炒热主题；2) 舆论事件催化，2021年月的新疆棉事件、2021年7月的鸿星尔克野性消费，国货认可度显著提升。因此在2021年上半年国货品牌估值继续拔高至历史最高水平，行情演绎到极致。

图表11：新消费赛道销售费用及增速



来源：Wind，国金证券研究所（注：包括美容护理、服装家纺、医疗美容、家居用品、文娱用品、小家电行业）

图表12：国货品牌代表性龙头PE TTM



来源：Wind，国金证券研究所

回顾第一轮国货崛起，可以总结出几点规律：1) 供给驱动，新赛道公司的上市往往会带动一波行情，板块接力轮动特征较为明显；2) 业绩加持，业绩层面连续季度高增长是行情的基础，化妆品、运动服饰、清洁电器板块持续性就更强；3) 估值泡沫，相比业绩增长，估值层面在线性思维下可能会被推升至百倍PE以上。

2021年下半年，随着消费需求整体承压和前期积累高估值泡沫的消化，行情走弱较为明显。但值得明确的是，国货崛起作为产业趋势不会随着行情走弱而中止。例如2022年以瑞尔特（智能马桶）、名创优品（杂货）为代表的国货品牌依然保持良好增长，股价逆势上行。

在消费升级时代的国货崛起上半场，本土消费品牌涌现；而在下半场中本土国货 VS 海外品牌、国货 VS 国货的市场竞争将是重点。“潮水退去后才知道谁在裸泳”，我们相信未来会有一批强势国货品牌跑出来，看好其穿越周期的长期增长，随着风险收益比回归合理区间也会带来投资机会。

2、国货崛起归因，外部环境催化

把握变与不变，坚定国货信心。国货崛起背后是产业层面慢变量的趋势变化，尤其聚焦在竞争格局，不会随着资本市场的波动和行业需求变化而中止，但只有不断把握规则变化的强势品牌才能笑到最后。

对第一轮国货崛起进行归因，分析变与不变，可以更好的看待未来行业变化。我们认为2014年-2021年的国货崛起，是在内因产品力达标基础上，因缘际会受到：1) 政策引导；2) 消费心理；3) 渠道变革 等外部催化而形成的产业浪潮，最终跑出来一批国货品牌。



2.1、内因，国货产品力达标是基础

2.1.1、作为世界工厂，中国本土制造强大

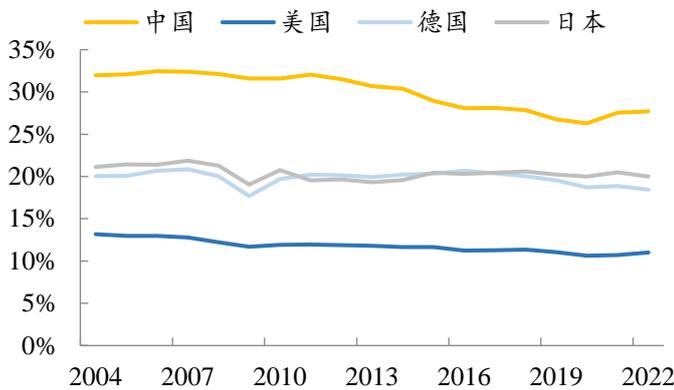
制造能力领先，已是世界工厂。改革开放以来，中国充分利用人口红利与资源优势，以制造业立国实现工业化，形成完整的供应链体系，制造水平居世界前列。从制造业 GDP 增加值占比角度看，中国长期维持在 30% 左右，显著高于海外传统制造强国。

2001 年加入 WTO 后，海外市场需求拓展，中国逐步变成“世界工厂”，累计在 2003 年、2009 年先后超越日本、德国。2022 年中国出口总计 2.3 万亿美元，接近美国水平。

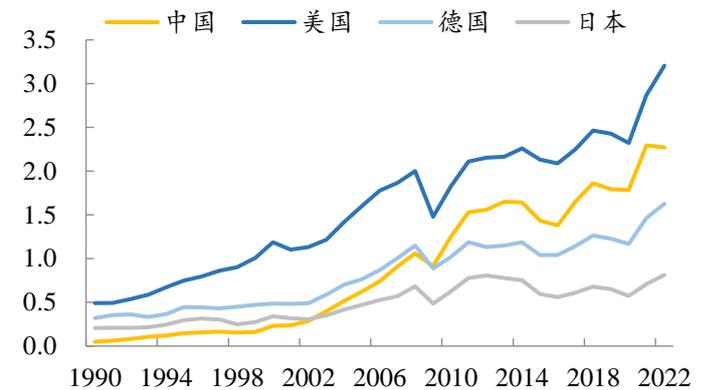
放眼全球，中国制造门类齐全、体系完整，有助于降低配套成本生产质优价廉的产品，强大的制造能力是国货崛起最坚实的基础。历史上的制造业强国都曾经经历从本土制造到本土品牌的过程，其中产品质量比肩进口产品是趋势启动的前提。

图表13：制造业 GDP 占比 (%)

图表14：出口金额 (万亿美元)



来源：Wind，国金证券研究所

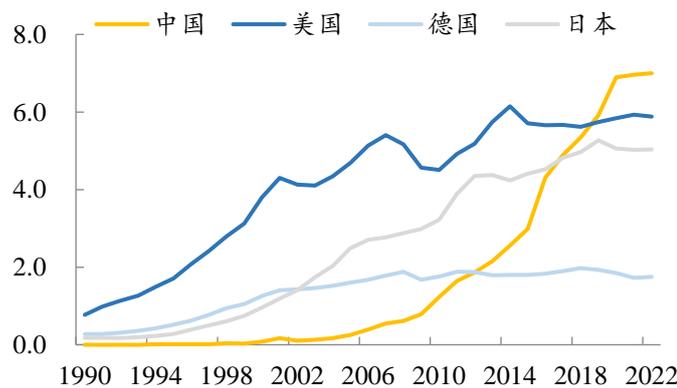


来源：Wind，国金证券研究所

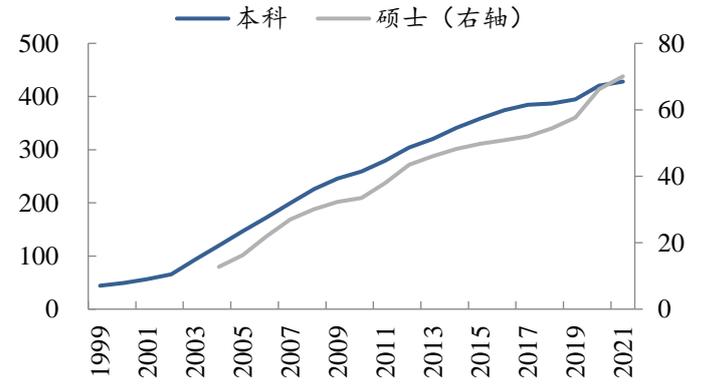
强调自主创新，发挥人才红利。产能提升的同时，自主创新能力也日益受重视，从中国制造向中国智造转型，《中国制造 2025》等文件也强调要打造制造强国。在科技创新上，中国已经形成了充分积累，并有继续提升的潜力。从 PCT 专利申请量看，中国在 2013 年、2017 年、2019 年先后超越德国、日本、美国。此外尽管人口总量迎来拐点，但中国每年高校毕业生，具有充足的“人才红利”。

图表15：各国 PCT 专利申请数量 (万件)

图表16：中国高校毕业生人数 (万人)



来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

2.1.2、引领市场潮流，创造大消费新玩法

本土制造和创新能力在大消费行业层面的表现，就是国产品牌开始引领市场潮流，在产品模式、设计思路不断创新，二者往往相伴而行。在“重做消费品”理念指引下，各赛道都涌现出大量创新案例，构成了国货崛起行情的产业基础。



■ 产品创新，带来新玩法

产品层面，国货品牌展现出强大的创新能力，引入了众多新兴品类或新模式。回顾 2015 年以来消费行业的变化，主要的创新大多由中国企业贡献，其中最具代表性的包括扫地机、小酒馆、潮流玩具等。基于本土制造优势，国货品牌能更敏锐的抓住本土消费者需求，快速迭代升级产品满足痛点，在消费意愿高涨环境下不断由供给创造需求。

图表17：国产品牌引领产品创新

| 产品 | 产品 | 推出时间 | 代表性公司 | 内容 |
|----|------|-------|-------------------|-----------------------------|
| | 扫地机 | 2015年 | 科沃斯、石头科技、追觅 | 技术迭代升级，智能路线规划，增加续航、水箱容量和基站 |
| | 小酒馆 | 2015年 | 海伦司、胡桃里 | 瞄准年轻群体，提供性价比酒水 and 聚会空间 |
| | 新式茶饮 | 2016年 | 喜茶、奈雪的茶、茶叶颜色等 | 鲜奶制作，口味创新，增加芝士奶盖、芋泥、波霸珍珠等小料 |
| | 潮流玩具 | 2016年 | 泡泡玛特、52Toys、九木杂物社 | 创造盲盒玩法，叠加IP赋能形象 |
| | 小厨电 | 2018年 | 新宝股份、小熊电器 | 创意设计，包括煮蛋器、多功能锅、空气炸锅、面包机等 |
| | 自热食品 | 2018年 | 自嗨锅、海底捞、开小灶 | 使用加热包烹饪，扩充火锅、煲仔饭等口味 |

来源：国金证券研究所整理

■ 内容创新，掀起国潮风

另一值得关注的消费趋势，就是“国潮”的崛起，这在纺织服装、美容护理等品牌、设计占据主导地位的可选消费品行业尤为显著。热点事件在潮流方面的推动作用明显，2018 年 2 月中国李宁走红纽约时装周，国潮元年由此开启。随着消费者对本土文化认可度提升，融合更多中国元素的产品受到欢迎，国潮风普遍流行。

图表18：中国李宁登陆纽约时装周



来源：TOPMEN，国金证券研究所

图表19：花西子国风化妆品



来源：国金证券研究所

2.2、外因，市场环境利于品牌打造

相比国货品牌产品力提升的内因，市场环境变化的外因可能是“国货崛起”更重要的因素。消费品公司由于行业属性所致，大多以品牌壁垒作为护城河，全球消费行业能保持业绩长青的公司如可口可乐、耐克、吉列、宝洁都具有长期积累的良好口碑和消费者认可。

2014 年起政策引导、消费心理、渠道变革带来消费行业变革，为国产品牌打开了塑造品牌的窗口期机会。

2.2.1、政策引导，鼓励企业品牌化转型

顶层政策定调，鼓励企业转型。2014 年 5 月，习近平主席在河南调研提出“推动中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、中国产品向中国品牌转变”，与我国经济发展从高速发展向高质量发展的阶段转变相适应，尤其是关于“中国品牌”的论述开启了



本土企业品牌化的浪潮。2016 年国务院发布《关于发挥品牌引领作用推动供需结构升级的意见》，从政策端给予支持，紧接着 2017 年又将 5 月 10 日定为“中国品牌日”。

央媒下场站台，提供舆论支持。2017 年起，新华社、中央电视台、人民日报相继启动了诸如“民族品牌工程”、“品牌强国工程”、“人民国货工程”在内的综合宣传推广活动，引导社会舆论，为本土品牌发展提供舆论支持。

图表20：国货品牌相关支持政策时间线

图表21：央媒下场助力品牌推广



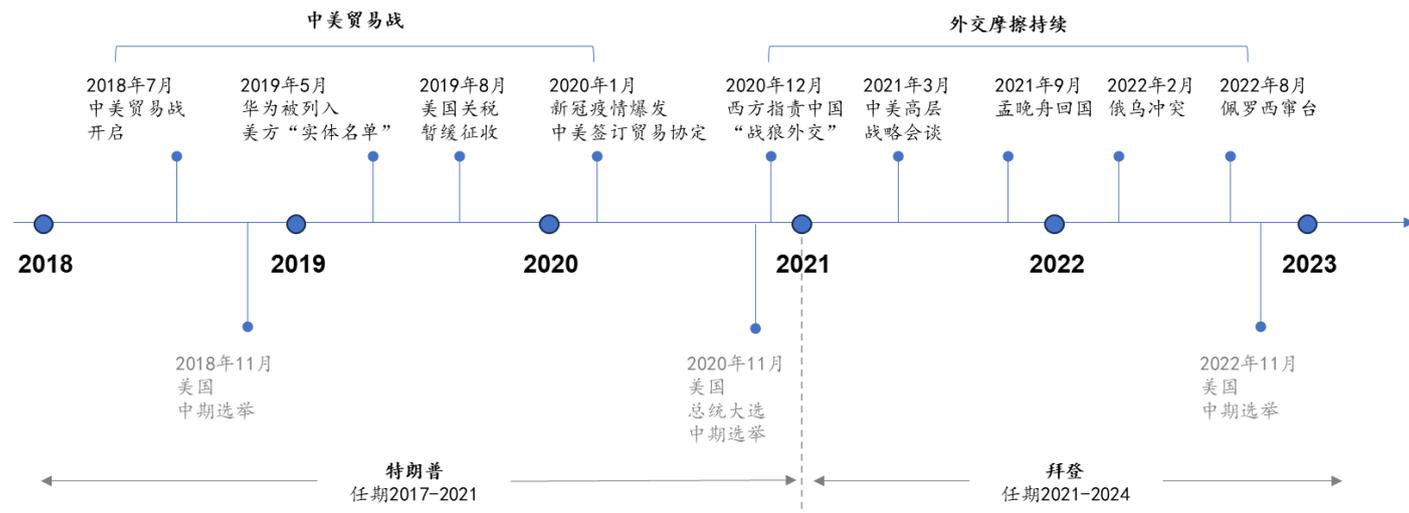
来源：中国政府网，国金证券研究所整理

来源：新华社，人民日报，央广传媒，国金证券研究所

2.2.2、消费心理，本土品牌认可度提升

中美摩擦频发，激发民族情绪。除了国内政策引导，外交关系尤其是中美之间摩擦频发也为本土品牌发展提供机会。2018 年起中美贸易战爆发，两国产业从互补逐渐迈向竞争，每逢美国选举期矛盾都有扩大迹象。中国自改革开放以来持续推进经济发展，综合国力已有明显提升，无惧外部压力。因此当国际竞争加剧，中国消费者的民族情绪也被激发，对国货的认可度、接受度明显提升。

图表22：2018-2023 中美关系大事记

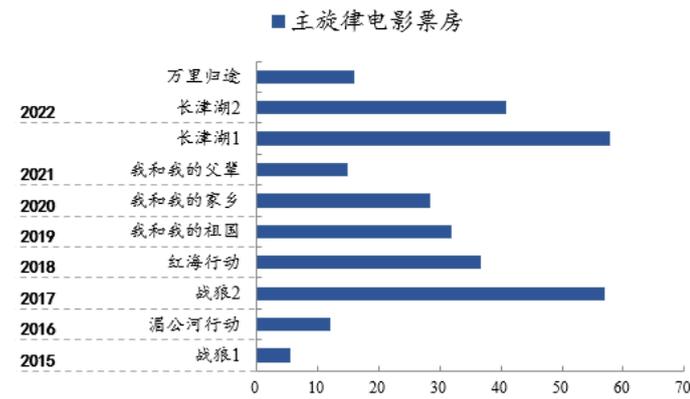


来源：新华网，中国日报，财联社，国金证券研究所

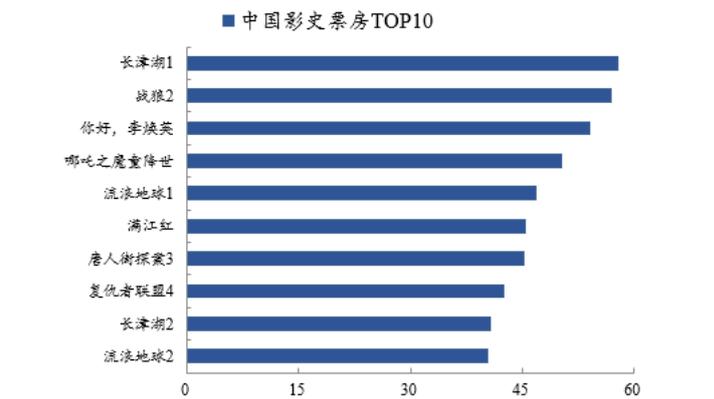
奏响“主旋律”，消费心理变迁。消费者行为受心理因素影响较大，难以直接计量，但从侧面可以一窥全貌。2014 年起伴随着国货品牌化，文化自信趋势也日盛。从电影市场表现看，“主旋律”电影成为大卖的热点题材，包括“战狼”、“我和我的祖国”、“长津湖”等现象级系列。此外在故事片、科幻片、动漫片等领域，也开始讲中国故事，出现了例如“唐人街探案”、“流浪地球”、“哪吒”等票房超 30 亿的电影，提供了大量本土 IP。纵览当前中国影史票房排名，TOP10 中有 9 部为国产电影。



图表23: 主旋律电影票房表现 (亿元)



图表24: 中国影史票房 TOP10 (亿元)



来源: 淘票票, 国金证券研究所 (数据截至 2023 年 12 月)

来源: 淘票票, 国金证券研究所 (数据截至 2023 年 12 月)

2.2.3、渠道变革, 国货获平台流量加持

消费渠道变革, 新晋玩家入局。2016 年起, 经过前期移动互联网浪潮带来的智能手机普及, 电商行业迎来了新的变化: 一方面拼多多挑战传统龙头阿里、京东、苏宁的地位; 另一方面兴趣电商、直播电商开始兴起。

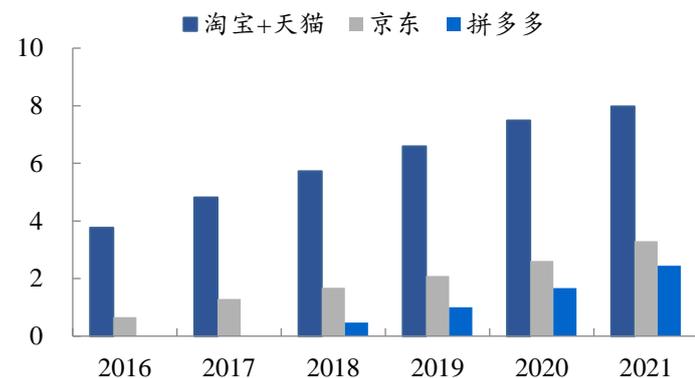
消费渠道端的变化, 极大的改变了流量的分布, 在线上化率更高的可选消费品行业产生的影响则更为明显, 一大批国产品牌抓住露出机会加大营销投入打开市场。

■ 拼多多异军突起, 搅动电商格局

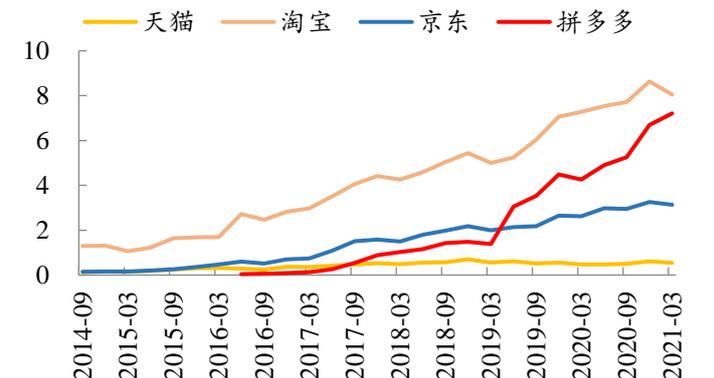
2015 年拼多多成立, 主打性价比和社交电商, GMV 逐年攀高并在 2018 年登陆纳斯达克。2018-2021 年, 拼多多 GMV 从 0.5 万亿上升至 2.4 万亿元, 仅次于京东位居行业第三, 月度活跃用户数也接近 7 亿人。2023 年拼多多继续高歌猛进, 市占率或将更进一步。

在拼多多规模持续扩张期间, 国货品牌最早吃到红利。由于拼多多初期定位偏性价比, 加上成熟电商平台对品牌方有隐性“二选一”的约束, 多数海外品牌商家并未及时入驻拼多多, 为国货品牌留下战略空间。

图表25: 电商平台 GMV (亿元)



图表26: 电商平台用户数 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

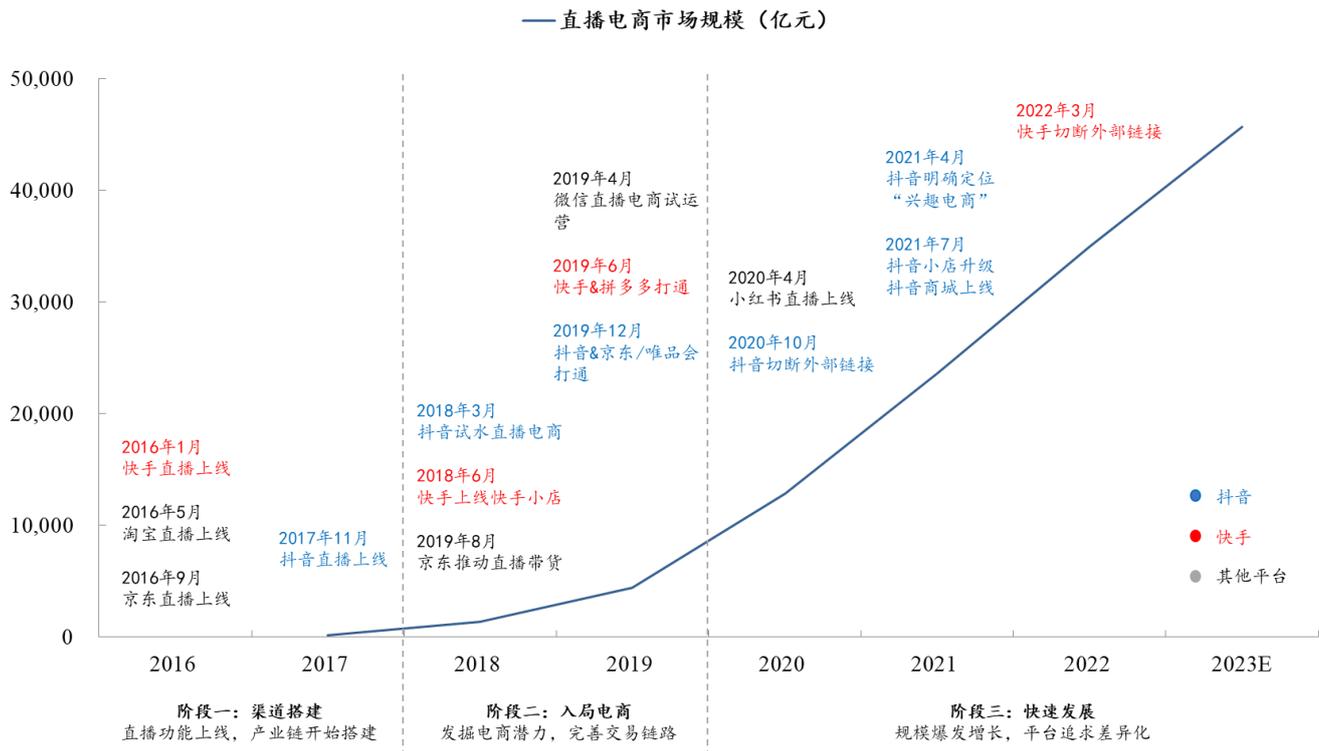
来源: Wind, 国金证券研究所

■ 直播电商新业态, 种草经济萌发

另一类渠道变革发生在直播电商赛道, 抖音、快手等短视频玩家 2018 年起入局电商, 逐步摸索出自己的打法, 2020 年起切断外链开始独立运营, 标志着一个新渠道的形成。



图表27: 直播电商发展历程

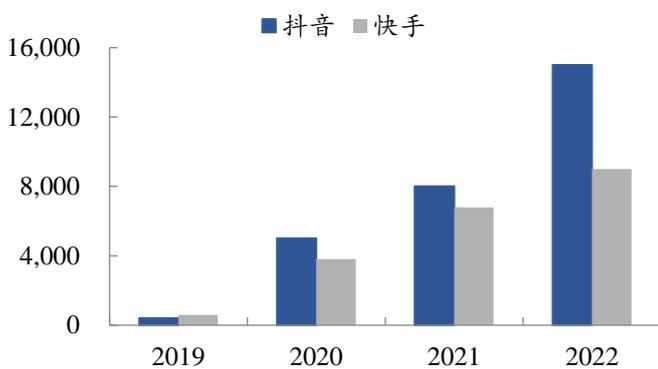


来源: Wind, 电子商务研究中心, 国金证券研究所

相比传统平台电商, 直播电商的客群针对性、互动水平、消费号召力都更强, 诞生了例如李佳琦、薇娅、辛巴、小杨哥、东方甄选等一众头部主播。2020年直播电商迎来爆发式增长, 抖音、快手GMV分别达到约5000亿元、3814亿元, 2022年进一步提高到约15000亿元、9012亿元。

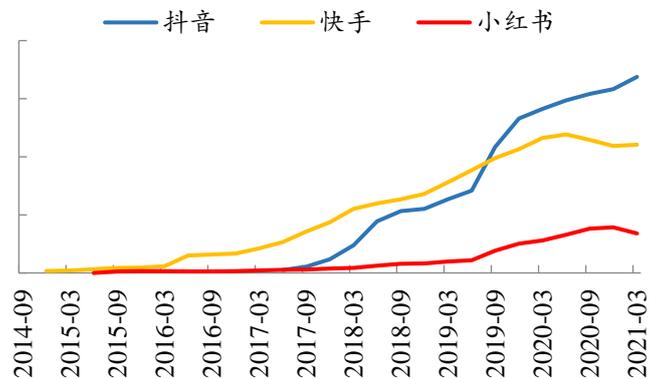
此外小红书等社群平台开始从小众群体交流破圈到大众市场, 尤其在美妆、时尚等领域, 素人和KOL等对市场教育和品牌塑造有重要作用。“种草经济”应运而生, 2020年用户数已突破1.5亿人。

图表28: 直播电商GMV (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 平台MAU (亿人)



来源: Wind, 国金证券研究所



3、日本经验回顾，把握风潮变化

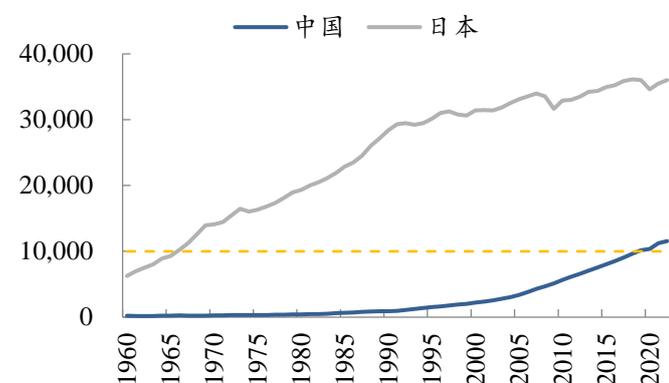
“国货崛起”并非中国特有现象，邻国日本在 1970 年代同样曾经历过相似过程。参考海外经验一方面可验证对中国的历史分析，更重要的是对国货崛起之后的未来走势有预判。

以日为鉴，国货崛起可分上下半场。上半场经济向好发展，本土品牌在内因产品力+外因本土偏好提升共振下乘风而起；下半场则随着经济增速放缓而偏重性价比，踩准时代节奏的本土品牌依然能实现较好表现。

3.1、上半场，经济腾飞国货乘风而起

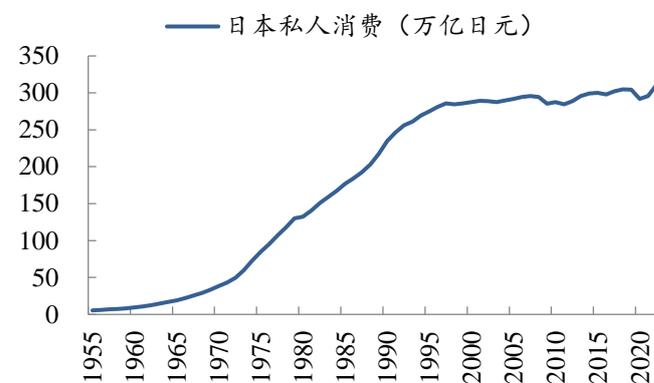
收入水平提升，日本消费升级。1970 年代前后，日本经济发展进入快车道，一方面出口总额不断提升、制造业兴盛，另一方面地产市场随着国民杠杆率水平提升而繁荣。期间居民收入水平快速提升，1966 年日本人均 GDP 超过 12000 美元，开启消费升级大趋势。

图表30：中日人均 GDP (美元)



来源：Wind，国金证券研究所（注：黄线为 10000 美元水平）

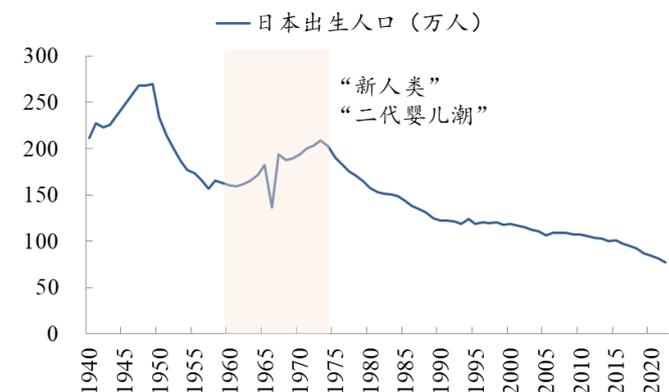
图表31：日本私人消费总额 (万亿日元)



来源：Wind，国金证券研究所

日本国货崛起的上半场由 1960-1970 年代出生的“新人类”、“二代婴儿潮”作为主力，成长于日本经济蓬勃发展年代的新生代消费者对未来收入有着乐观预期并且对日本本土品牌认可度也更高。因此当其成年步入社会后，1980 年代日本国货也开始崭露头角，各领域均诞生了现象级日本消费品牌，例如任天堂（电子游戏）、资生堂（化妆品）、优衣库（服装）等。

图表32：日本消费升级主力人群



来源：Wind，国金证券研究所

图表33：日本现象级消费品牌



来源：国金证券研究所整理

对日本“国货崛起”进行归因，同样可以看到内因产品力提升、外因本土品牌认同提升或许是趋势形成的核心因素。

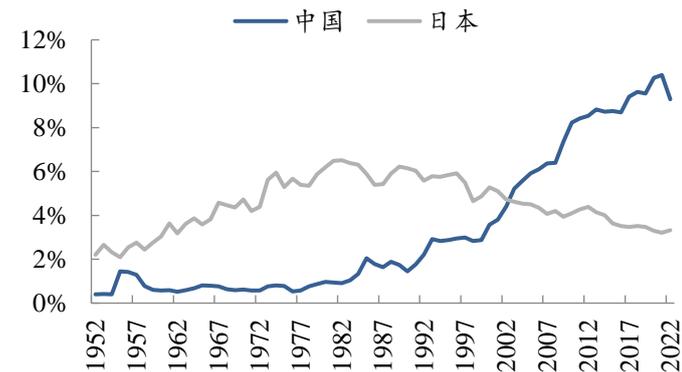


■ 内因：树立日本制造，出口规模高增

国货崛起的基础是产品力达标，日本二战后也经历了从仿制为主到自主研发的过程，树立了“日本制造”的口碑。1970年代日本出口规模加速扩张，1970-1980年日本出口总额由7.0万亿日元上升至29.4万亿日元，年化增速约为15.5%，期间日本出口总额占全球贸易额比例也上升至6%的历史高位。

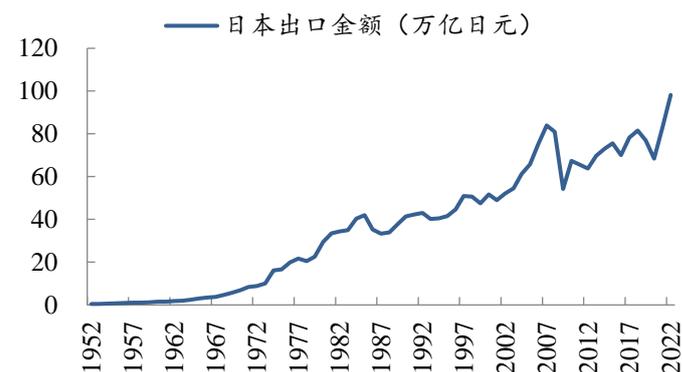
日本出口高增的背后是产品设计和研发能力的提升，创造出大量领先全球的产品。在消费电子领域日本的领先优势极为明显，例如1979年日本索尼推出随身听，1983年日本任天堂推出FC游戏机、1984年日本Victor推出便携摄像机。此外在汽车、家电、服装、日用品等领域日本也均有大量创新，索尼、丰田、本田、松下等跨国企业走向全球。

图表34：全球出口占比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表35：1970年代日本出口高增

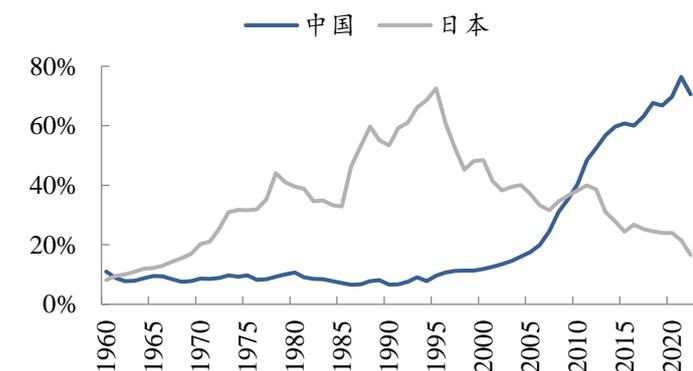


来源：Wind，国金证券研究所

■ 外因：国民自信提升，讲述日本故事

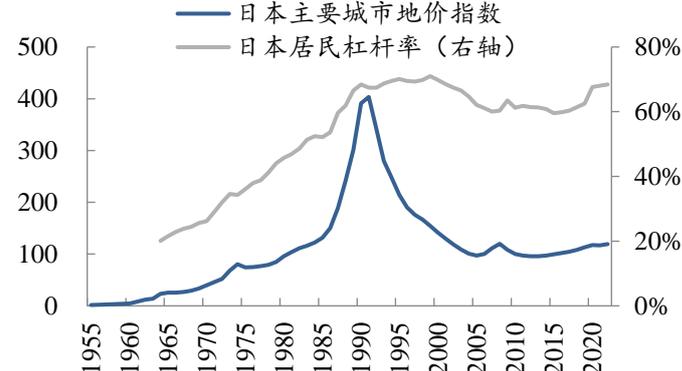
经济腾飞年代，国民自信提升。1970-1980年代，日本经济进入黄金年代，GDP总额不断增长，1970年达到美国的20%，1988年则上升至59%，追平似乎指日可待。此外日美贸易逆差走扩使得美国牵头在1985年签订广场协议，日元开启单边升值，日本企业大肆出海并购，日本本土土地价格也开始飞涨，舆论声称“卖掉东京就可以买下整个美国”。经济的快速增长，极大的支撑了日本的国民自信，体现在消费领域则是本土化的提升。

图表36：中日GDP占美国比例 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表37：1980年代日本地价飞升



来源：Wind，国金证券研究所

从可选消费品类变化，可以更清晰的看到日本“国货崛起”演进趋势。因为文化、精神消费属性强的产品往往生产难度、功能性较低而承载的品牌价值较高，也是本土品牌较难切入的领域。从日本化妆品、影视剧的变化可以一窥端倪。战后日本各行业以欧美为标杆，而到了1970-80年代民众摆脱了对欧美文化的崇拜，日系彩妆开始流行，本土彩妆品牌如资生堂、雪肌精等开始发展。此外电视剧领域，日本创造出包括《血疑》、《排球女将》、《阿信》等一大批风靡亚洲的剧集，讲述日本当代社会故事。



图表38：日本女性妆容变化



1960年代

1980年代

图表39：日本电视剧《血疑》



来源：沪江网，国金证券研究所

来源：品观，国金证券研究所

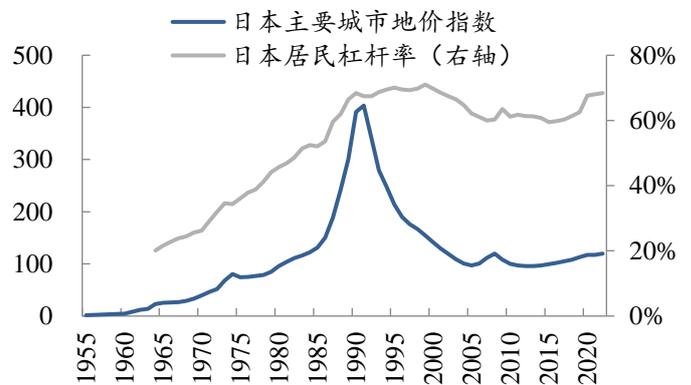
3.2、下半场，经济转型市场竞争加剧

宏观环境变化，竞争核心改变。1990年代，日本地产泡沫破灭，GDP增速中枢快速回落至接近0%的低个位数水平，标志着黄金年代的结束。前期积累的居民债务成为沉重负担，消费者的收入预期、支出意愿都受到明显打击。尽管在日本国货崛起上半场诞生的日本品牌大多依然存在，但宏观环境的变化意味着市场竞争的核心将发生改变，新一轮的比拼开始。

图表40：日本经济增速中枢调整



图表41：1990年代日本地产泡沫破灭



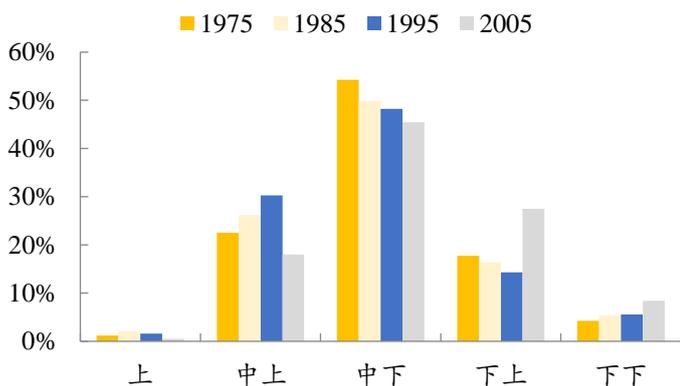
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

从需求端看，经济降速直接导致日本出现“中产下流”现象，1995-2005年，日本中产阶级占比从79%下降至63%，其中中上阶层降幅最大达到12pct。消费中坚群体的消失，直接影响了社会消费需求，1990年后日本最终消费需求增速仅有约2%。

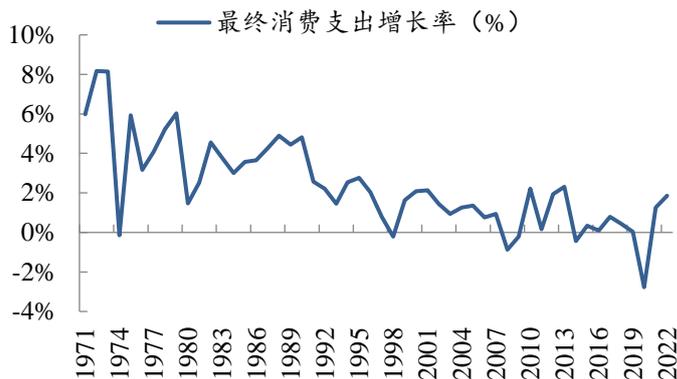


图表42：日本居民自我阶级认知分布（%）



来源：日本社会学学会，国金证券研究所

图表43：日本总需求增长停滞（%）

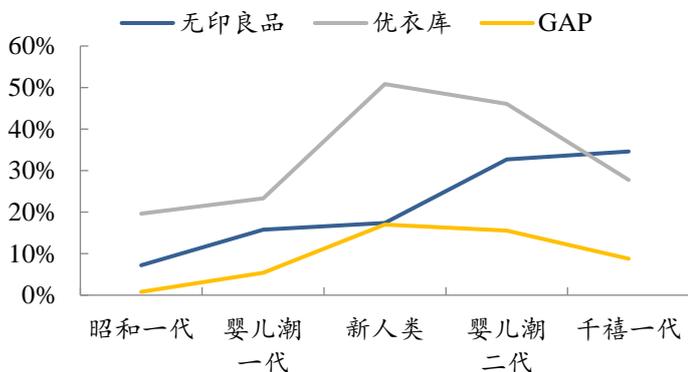


来源：世界银行，国金证券研究所

居民收入受限、需求总量见顶之后，消费行业内部竞争加剧是必然结果，其中最显著的特征就是“性价比”风潮流行。杂货零售领域诞生了以大创、Seria 等为代表的百元折扣店，满足当时日本消费者需求。

在服装市场，出生于 1980-1990 年代的千禧一代幼年成长于经济增速下行的时代，品牌选择上尤其偏好性价比突出的无印良品。这些踩准时代风潮的公司实现了快速成长，反映在业绩上，1998-2003 年大创的收入复合增速超过 40%，无印良品在 1990-1999 年间收入也上升了 4 倍以上。

图表44：日本消费者服装品牌偏好度（%）



来源：文化研究所，国金证券研究所

图表45：日本百元店代表品牌——大创



来源：大创官网，国金证券研究所

4、竞争从未止步，格局如何演绎？

中国本土品牌在走完第一轮消费升级时代的“国货崛起”后，需要重新分析形势、研判下一步战略。显然当前最大的变化在于消费升级节奏趋缓，经济结构转型期间中国消费者对性价比的重视程度有明显提升。但同时值得注意，国货品牌赖以成功的因素也还存在，以突出的产品力为基础，政策支持、国民认同、渠道红利作为催化，国货的上升期并未结束，新品牌仍会继续涌现。

我们判断在国货崛起下半场，相比需求总量，更应重视产业内部结构和竞争格局变化。能够做到“剩者为王”的，一定是兼具优秀产品力，且定价策略、营销策略精准，符合性价比时代风潮的品牌。对内可以继续带领国货阵营扩大份额，对外则可以走出海外开疆拓土。

4.1、重在 alpha 机会，锁定行业冠军

产业变革不息，市场竞争不止。大消费板块的 alpha 机会将持续涌现，一方面产业变革并不会随着需求见顶而停滞，相反竞争从单一要素走向多维度，成熟市场中品牌市占率的次序也有可能发生调整；另一方面，不同产业所处的生命周期各异，新兴行业格局未定、胜



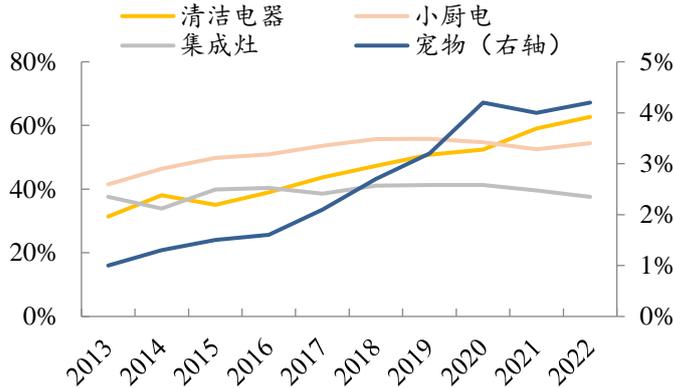
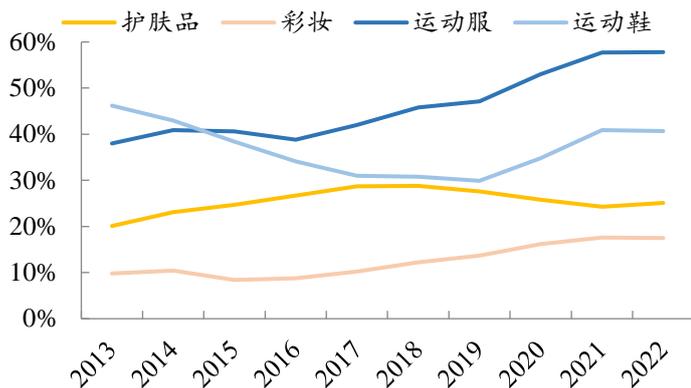
负尚未可知。综合来看，国货阵营当前面临“老品牌鏖战，新品牌涌现”，竞争对手既包括海外品牌也包括国内同行，投资关键在于锁定未来能登顶的“冠军品牌”。

在相对成熟的市场，部分国货品牌已经在产品、营销、公司等方面快速接近外资品牌水平，市场份额亦有显著提升。其中具代表性的包括化妆品和运动服饰赛道，截至2022年国产品牌累计占比分别达到接近25%、40%，包括珀莱雅、毛戈平、安踏体育、李宁等一批国货品牌表现突出。

在一些快速成长的新兴市场，本土龙头公司也在引领行业，其中比较典型的包括清洁电器（科沃斯、石头科技）、宠物（中宠股份、佩蒂股份），享受行业扩展的同比其市场份额也在扩大，相关赛道在上市龙头公司合计市占率在2018-2022年分别上升了15.4pct、1.5pct。

图表46：成熟市场国产化率（%）

图表47：新兴市场龙头公司份额（%）



来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

可以看到，所谓“alpha 机会”指的就是中国公司竞争力提升带动市场份额扩大的机会。“国货崛起”并不意味着只要是本土品牌都能不断成长，而是意味着会有一家或几家竞争力突出的本土品牌跻身行业前列。这也是市场竞争的结果，此起彼伏。在外资品牌主导的市场表现为国产品牌崛起，在内资已经占据优势的行业则表现为龙头公司诞生。

优势是打出来的，冠军需竞争淬炼。要锁定未来的行业冠军，一方面需观察公司自身能力建设，另一方面需要观察市场竞争核心的转换和产业趋势，在行业竞争中不断扩大优势的公司才能成为真正的龙头，边际变化值得关注。未来几年摆在各行业面前至少有两大战役：

- 1) 价格竞争。性价比时代，质优价廉才是王道。
- 2) 产品迭代。新技术涌现，路线变更带来机会。

前者需要公司具有生产规模、生产效率上的优势，并且选择更高效的渠道；后者则需要公司具有深厚的研发能力积累、精准的消费者需求获取能力和品牌宣传能力，抢占增长先机。

不同赛道的竞争环境各不相同，胜负手各异。虽然需求增速放缓，但国货品牌依然在继续进步。国金前瞻联合大消费团队梳理了典型赛道和公司案例，以供投资参考。

图表48：国货品牌依然大有可为

| 一级行业 | 赛道 | 重点标的 | 产业趋势 | 竞争核心 | 市场规模 (亿元) | | | CAGR4 (%) | | 国货 (%) |
|------|-------|---------|---------------------------------|----------------|-----------|------|-------|-----------|--------|--------|
| | | | | | 2018 | 2022 | 2026E | 18-22 | 22-26E | 2022 |
| 美容护理 | 护肤 | 珀莱雅 | 走向综合竞争 品牌/产品/运营/研发 | 产品/渠道 | 451 | 555 | 735 | 5.3% | 7.3% | 25.5% |
| | 彩妆 | | | | 2131 | 2763 | 3557 | 6.7% | 6.5% | 26.5% |
| 纺织服饰 | 运动服 | 安踏体育、李宁 | 马太效应延续，龙头强者恒强 国货科技已追平，抢夺营销资源 | 品牌/产品 产品/品牌 | 1176 | 1430 | 2044 | 5.0% | 9.3% | 57.8% |
| | 运动鞋 | | | | 1515 | 1947 | 2857 | 6.5% | 10.1% | 40.7% |
| 轻工制造 | 个人护理 | 百亚股份 | 新兴渠道兴起，国牌抢占先机 | 渠道 | 871 | 991 | 1099 | 3.3% | 2.6% | 17.1% |
| | 智能坐便器 | 瑞尔特 | 一体机路线占优，国产性价比强 | 产品/价格 | 113 | 151 | 202 | 7.5% | 7.6% | 82.0% |
| 家用电器 | 宠物 | 中宠、佩蒂 | 国产替代逻辑，打造本土品牌 | 价格/产品/品牌 | 269 | 487 | 733 | 16.0% | 10.8% | 约31% |
| | 吹风机 | 飞科 | 国货技术突破，快速平价替代 | 价格/产品 | 21 | 23 | 26 | 1.9% | 3.3% | 约45% |

来源：欧睿，奥维云网，观研，久谦，国金证券研究所整理



4.2、化妆品：国货凭产品力突围，份额仍有提升空间

4.2.1、护肤走向综合竞争，化妆师 IP 彩妆高歌猛进

■ 护肤：竞争向品牌/产品/运营/研发等综合能力升维，国货品牌发力赶超

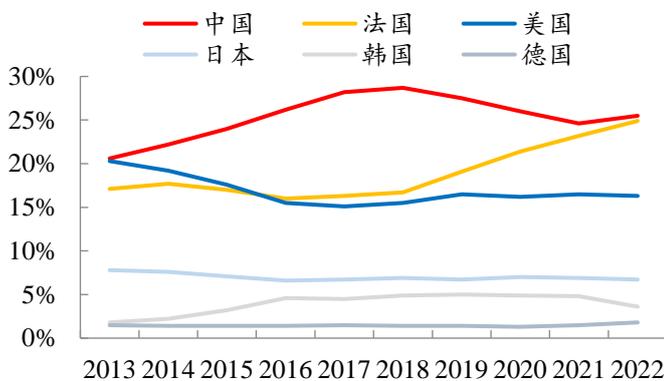
我国护肤市场已经历两轮国货崛起，从早期重渠道演进至比拼综合能力：

第一轮（2013-2018 年）中，国货品牌凭借敏锐反应速度&大胆的营销投放迅速占领红利渠道，市场份额迅速提升，但品牌力和产品力略逊于国际品牌。2013-2017 年国货品牌市场份额由 20.6%提升至 28.7%，产品主要以价值量偏低的套组、面膜等为主，其中百雀羚、自然堂表现突出（2013-2017 年市占率分别由 1.8%提升至 4.4%、2.3%提升至 3.3%）；

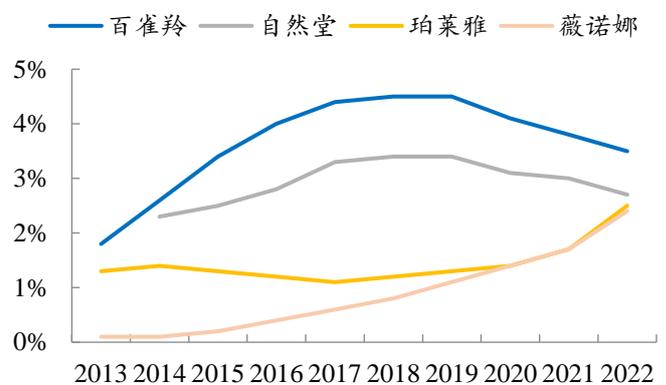
第二轮新国货崛起（2021 年以来），竞争从单一要素演变至综合能力，比拼得是公司产品开发、配方研发、精细化运营、品牌力、产品力等多维能力，薇诺娜、珀莱雅等品牌不断追赶国际品牌，2021-2022 年国货品牌市场份额由 24.6%提升至 25.5%。

图表49：我国护肤市场 21 年来新国货崛起趋势明显

图表50：2018 年来薇诺娜、珀莱雅市占率持续提升



来源：欧睿，国金证券研究所（注：品牌阵营按照其公司归属划分）



来源：欧睿，国金证券研究所

天猫渠道看国货突围，从“追赶”到“领跑”

1) 国货品牌抢占先机：“渠道为王”红利下，早期胜负手是谁最先进入红利渠道、谁最先让新崛起的红利渠道的消费者认知/完成首次购买，体现出高销售费用率（线下时代比的是铺网点速度，线上时代则是流量引入速度），规模体量小转弯相对容易、反应速度快的国货品牌往往能够抢占先机。参考 2012-2016 年以相宜本草/自然堂/御泥坊为代表的淘品牌快速发展，占据天猫“双”11 榜单主导地位。

2) 国际品牌降维打击：渠道玩法逐渐透明、越来越多品牌涌入赛道，参考 2017-2019 年国际品牌降维打击下国货品牌发展趋弱，国际品牌逐步占领天猫“双 11”榜单。

3) 国货品牌细分赛道突围：当市场容量逐步接近天花板（人群触达足够多），品牌重心转向“向宽”留住消费者（复购+连带），竞争回归产品力，只有满足消费者需求的产品才能最终得到消费者的长久青睐。国产品牌纷纷加强研发进军功效/成分党等细分景气赛道，薇诺娜/珀莱雅崛起，2020-2022 年薇诺娜连续 3 年跻身天猫“双”11 前十榜单，珀莱雅 22 年位列第五。

4) 国货龙头更上一层楼、领跑榜单：存量市场、竞争加剧，国货龙头珀莱雅凭借大单品矩阵+超头流量赋能+超强精细化运营能力+敏锐消费者洞察力等完成从“追赶”到“领跑”的跃迁，23 年跻身天猫双 11 榜首。



图表51: 历年双十一美妆店铺销售前十品牌

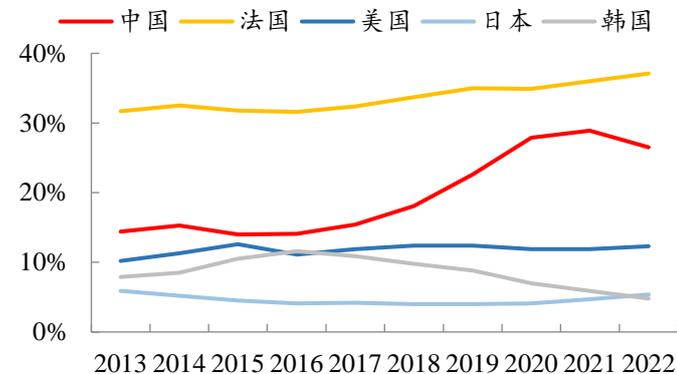
| 排名 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1 | 阿芙 | 阿芙 | 百雀羚 | 百雀羚 | 百雀羚 | 兰蔻 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | 欧莱雅 | 珀莱雅 |
| 2 | 美即 | 美即 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 | Olay | 兰蔻 | 欧莱雅 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 欧莱雅 |
| 3 | 御泥坊 | 百雀羚 | 欧莱雅 | SK-II | 兰蔻 | 欧莱雅 | 雅诗兰黛 | 兰蔻 | 兰蔻 | 兰蔻 | 兰蔻 |
| 4 | 欧莱雅 | 欧莱雅 | 玉兰油 | 一叶子 | 雅诗兰黛 | 雅诗兰黛 | Olay | 后 | 后 | Olay | 雅诗兰黛 |
| 5 | 牛尔 | 御泥坊 | 御泥坊 | 自然堂 | SK-II | SK-II | SK-II | Olay | 资生堂 | 珀莱雅 | 薇诺娜 |
| 6 | 百雀羚 | 自然堂 | 膜法世家 | 雅诗兰黛 | Olay | 百雀羚 | 自然堂 | SK-II | 薇诺娜 | 薇诺娜 | 海蓝之谜 |
| 7 | 玉兰油 | 韩束 | 珀莱雅 | 韩束 | 欧莱雅 | 自然堂 | 百雀羚 | 雪花秀 | OLAY | 海蓝之谜 | Olay |
| 8 | 膜法世家 | 玉兰油 | 韩后 | 佰草集 | 一叶子 | HFP | 后 | 资生堂 | SK-II | SK-II | 修丽可 |
| 9 | 雅诗兰黛 | 膜法世家 | 佰草集 | Olay | 悦诗风吟 | 薇诺娜 | 完美日记 | 薇诺娜 | 海蓝之谜 | HR | HR |
| 10 | 相宜本草 | 丸美 | 卡姿兰 | 兰蔻 | 资生堂 | 悦诗风吟 | 薇诺娜 | 海蓝之谜 | HR | 资生堂 | 娇兰 |

来源: 青眼情报, 国金证券研究所 (注: 蓝色底纹为国产品牌)

■ 彩妆: 国货品牌激流勇进, 看好底妆类目突围

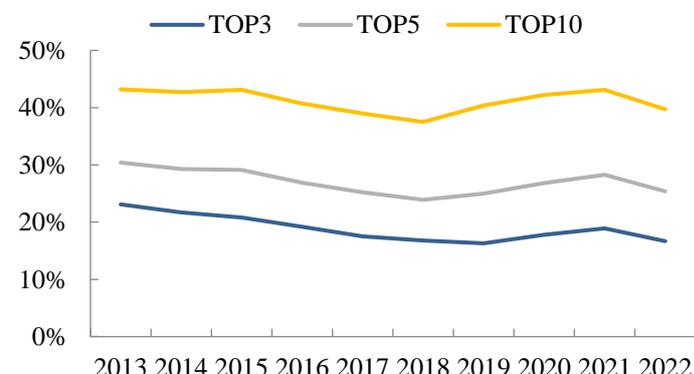
2018年来我国彩妆市场中国货品牌市占率加速提升, 至21年市场份额提升至28.9%, 主要系: 1) 以完美日记为代表的时尚快消品牌; 2) 以花西子为代表的国风品牌 借力直播渠道红利快速崛起。2022年国货品牌市场份额略降至26.5%, 但底妆占优的化妆品IP、时尚品牌如毛戈平、彩棠、恋火等表现高速增长。

图表52: 2018年来国货彩妆品牌在国内市占率加速提升、22年略有下降



来源: 欧睿, 国金证券研究所 (注: 品牌阵营按照其公司归属划分)

图表53: 我国彩妆市场2018-2021年集中度提升、22年集中度下降



来源: 欧睿, 国金证券研究所

竞争格局来看, 2018-2021年集中度提升 (TOP3/TOP5/TOP10市占率由16.8%/23.9%/37.5%提升至18.9%/28.3%/43.1%), 2022年集中度下降、TOP20品牌中国货品牌占据5席。其中, 底妆占优的品牌 (如YSL、毛戈平、Nars等) 市占率自2018年持续提升。



图表54: 底妆占优的品牌 (如 YSL、毛戈平、Nars 等) 市占率自 2018 年持续提升

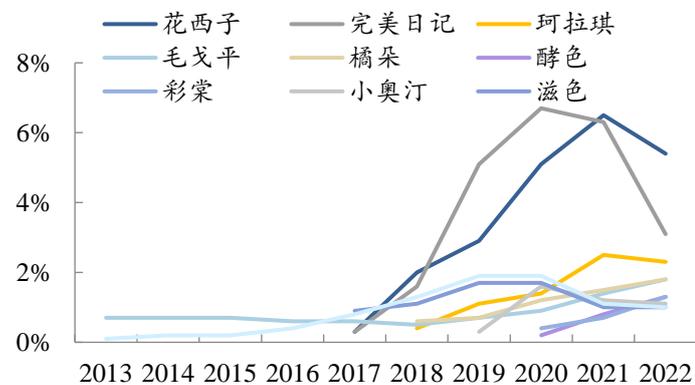
| 排名 | 品牌 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 1 | YSL | 0.0% | 0.2% | 0.4% | 0.9% | 1.8% | 3.3% | 3.7% | 3.8% | 4.3% | 5.7% |
| 2 | 迪奥 | 3.0% | 3.1% | 3.1% | 3.4% | 4.7% | 6.0% | 6.1% | 6.0% | 6.1% | 5.6% |
| 3 | 花西子 | - | - | - | - | 0.3% | 2.0% | 2.9% | 5.1% | 6.5% | 5.4% |
| 4 | 兰蔻 | 2.8% | 2.9% | 3.5% | 4.0% | 4.3% | 4.3% | 4.9% | 5.0% | 5.1% | 5.4% |
| 5 | 阿玛尼 | 0.3% | 0.5% | 0.7% | 1.0% | 1.5% | 2.2% | 3.0% | 3.1% | 3.4% | 3.3% |
| 6 | 完美日记 | - | - | - | - | 0.3% | 1.6% | 5.1% | 6.7% | 6.3% | 3.1% |
| 7 | 3CE | - | - | - | - | - | - | 0.9% | 1.8% | 2.2% | 2.9% |
| 8 | 香奈儿 | 2.2% | 2.4% | 2.2% | 2.1% | 2.5% | 2.7% | 2.6% | 2.5% | 2.8% | 2.8% |
| 9 | 卡姿兰 | 4.3% | 4.6% | 5.0% | 4.9% | 4.5% | 3.8% | 3.2% | 2.5% | 2.6% | 2.8% |
| 10 | Mac | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 1.6% | 2.2% | 3.2% | 3.8% | 3.4% | 2.9% | 2.7% |
| 11 | Nars | - | - | - | - | 0.5% | 0.7% | 1.2% | 1.5% | 1.9% | 2.6% |
| 12 | 雅诗兰黛 | 1.5% | 1.6% | 1.4% | 1.3% | 1.8% | 2.2% | 2.5% | 2.6% | 2.7% | 2.6% |
| 13 | 美宝莲 | 13.0% | 12.1% | 11.1% | 10.1% | 8.3% | 6.5% | 5.1% | 4.0% | 3.0% | 2.6% |
| 14 | 珂拉琪 | - | - | - | - | - | 0.4% | 1.1% | 1.4% | 2.5% | 2.3% |
| 15 | 巴黎欧莱雅 | 4.4% | 4.3% | 4.1% | 3.7% | 3.2% | 2.7% | 2.3% | 2.3% | 2.3% | 2.2% |
| 16 | 纪梵希 | 1.1% | 1.5% | 1.7% | 1.9% | 2.1% | 2.2% | 2.5% | 2.3% | 2.2% | 2.0% |
| 17 | 芭比波朗 | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 1.1% | 1.2% | 1.3% | 1.5% | 2.0% |
| 18 | 毛戈平 | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.7% | 0.9% | 1.4% | 1.8% |
| 19 | 橘朵 | - | - | - | - | - | 0.6% | 0.7% | 1.2% | 1.5% | 1.8% |
| 20 | 蜜丝佛陀 | - | - | - | 2.8% | 2.8% | 2.4% | 1.9% | 1.9% | 1.8% | 1.8% |

来源: 欧睿, 国金证券研究所

分品牌类型看, 时尚快消类品牌表现分化, 22 年, 完美日记、珂拉琪、滋色等市占率降低, 橘朵、酵色等市占率提升, 主要系时尚快消类品牌主打的色彩类产品 (如口红、眼影等) 上新快、定价偏低 (50-100 元)、市场流行多变, 且进入门槛相对较低、更依赖营销概念, 属于能够快速放量但不易持续保持。

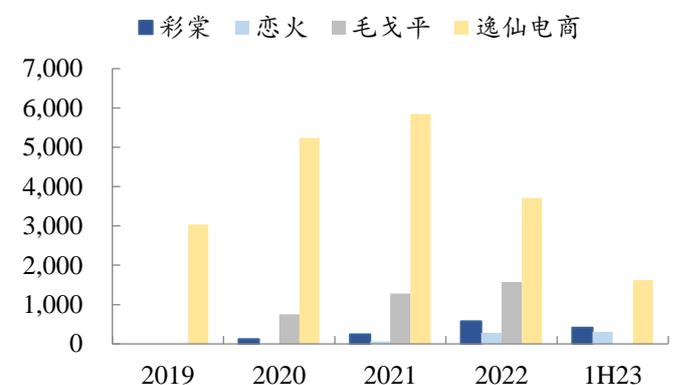
国货化妆师 IP 品牌在高单价&进入壁垒相对较高底妆细分类目突围, 如彩棠大单品三色一体高光修容盘、毛戈平鱼子酱气垫, 未来补足粉底液等产品后市场份额有望进一步提升。

图表55: 完美日记、花西子 22 年市占率下降, 彩棠/毛戈平提升



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表56: 彩棠、恋火营收 21 年来高速增长 (百万元)



来源: 珀莱雅、丸美股份、毛戈平、逸仙电商公司公告, 国金证券研究所



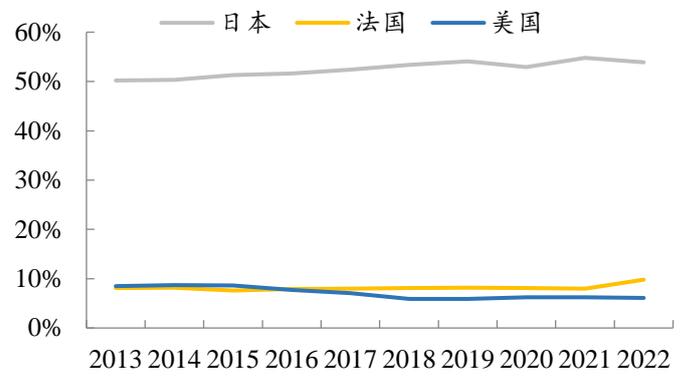
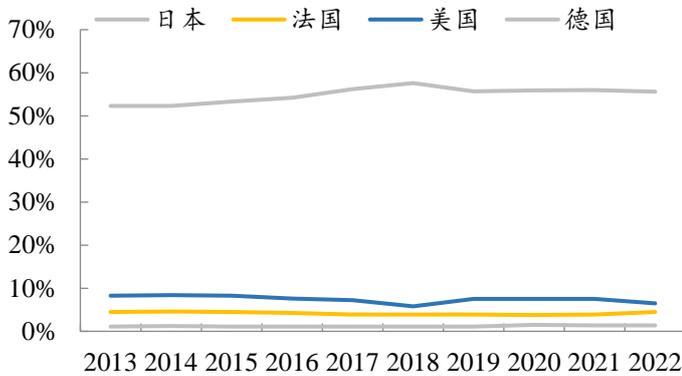
■ 他山之石：成熟护肤&彩妆市场本土品牌市场份额超 50%

参考较为成熟的日本化妆品市场（已完成品牌本土化），2013-2022 年日本护肤&彩妆市场本土品牌市场份额稳定在 50%-60% 区间，且头部品牌大多为本土品牌。

2022 年日本护肤/彩妆市场 TOP1 品牌分别为 DHC、Maquillage，市占率分别为 4.4%、6.4%。我国护肤&彩妆市场新国货崛起是长期趋势，国货品牌市场份额提升空间仍较大。

图表57：日本护肤市场本土品牌市场份额 50%+

图表58：日本彩妆市场本土品牌市场份额 50%+



来源：欧睿，国金证券研究所（注：品牌阵营按照其公司归属划分）

来源：欧睿，国金证券研究所（注：品牌阵营按照其公司归属划分）

4.2.2、珀莱雅：持续引领行业变革的本土美妆集团

公司是少数渠道转型/产品升级成功的本土美妆龙头之一。2017 前把握行业红利、渠道扩张（线下以 CS 渠道起家、2012 年起转战线上）成长为全国性品牌。公司率先认识到电商直营店作为直接接触消费者的窗口，一方面有利于实时获得反馈、宣传品牌形象/提高知名度，另一方面助力毛利率提升，上市后加码线上直营。2017-2018 年股权激励下电商直营驱动业绩高速增长；2019 年抓住社媒电商红利、泡泡面膜成功出圈；2020 年来大单品策略&多平台精细化运营，业绩更上一层楼。根据欧睿数据，公司主品牌珀莱雅在我国护肤行业的市场份额持续提升，2017-2022 年市占率由 1.1% 提升至 2.5%。

图表59：珀莱雅——高质量增长的美妆行业“三好生”



来源：Wind，国金证券研究所整理



■ 产品进阶：基础护肤套装——爆品——大单品——大单品矩阵

美妆消费升级+功效护肤高景气+国潮兴起背景下，公司借力大单品策略完成蜕变、提升产品力及品牌力，实现从渠道驱动快速升级为产品驱动。

图表60：珀莱雅品牌产品进阶

| 产品策略 | 基础套装 | | 爆品 | 大单品——大单品矩阵 | | |
|---------|---------------|-----------|-------------------------|-------------------|--------------------------|------------|
| | 2016年及以前 | 2017-2018 | 2019年 | 2020年 | 2021年及以后 | |
| 驱动力 | 渠道驱动 | | | 产品驱动 | | |
| 特点 | 基础护肤、产品附加值低 | | 向年轻化发展、核心爆品依靠营销驱动、产品力一般 | 推出精华产品 | 同系列拓展+升级迭代，产品生命力增强、客单价提升 | |
| 核心品类 | 水乳 | | 面膜 | 面部精华/面霜/眼霜等 | | |
| 产品代表 | 水漾、水动力、肌密水乳套装 | | 黑海盐泡泡面膜、insbaha粉底液 | 双抗/红宝石/源力系列 | | 23年新上市能量系列 |
| 功效 | 基础补水+清洁 | | | 抗初老 | 抗初老+修护 | 抗皱 |
| 定位 | 大众 | | | 中高端 | | 偏高端 |
| 价格带 | 100-200 | | | 100-300 | 200-400 | 400+ |
| 珀莱雅品牌定位 | 定位于海洋科技护肤 | | | 专注科技护肤，针对年轻白领女性群体 | | |

来源：珀莱雅公司公告，解数咨询，国金证券研究所

■ 成分及配方：前瞻布局早C晚A风口，化研发“内功”为创新力

独家核心成分增强模仿难度和进入壁垒、打造差异化，如SK-II神仙水的Pitera，欧莱雅的王牌专利玻色因，雅诗兰黛的麦角硫因以及二裂酵母发酵产物溶胞物。相较于国际美妆集团，本土美妆公司在功效原料研发及创新方面存在明显的劣势。

公司研发内功修炼主要围绕三方面持续加大投入：

- 1) 借力优质原料商：合作全球领先的化妆品功效原料商（巴斯夫中国、亚什兰中国等），例如西班牙LIPOTRUE六胜肽应用于红宝石精华中，巴斯夫抗糖专利Collrepair应用于双抗精华中，联合亚什兰共创成分NOX-AGE（薰衣草活性精粹+多肽组合）应用于小夜灯眼霜2.0；
- 2) 配方创新：双抗精华抗氧CP（麦角硫因+虾青素）/抗糖CP（肌肤+Collrepair），红宝石精华抗老CP（高浓度六胜肽+超分子维A醇）；
- 3) 独家成分崭露头角：超分子维A醇（更温和/更高效）21年7月专利申请成功，20年首次应用于红宝石精华1.0中；三重神经酰胺脂质体（具有舒缓抚红、修护角质层功效）成功应用于源力面霜和源力精华2.0中，并于21年8月递交申请材料；能量系列（23年9月上市）主打专研核心成分CELLERGY（融合槲皮素、亚精胺等7大能量精萃）；与药企共研出中国美妆首款合成环肽（环肽-161），并应用于红宝石面霜3.0（23年9月上市）。



图表61：珀莱雅与领先化妆品功效原料商/科研机构合作概览

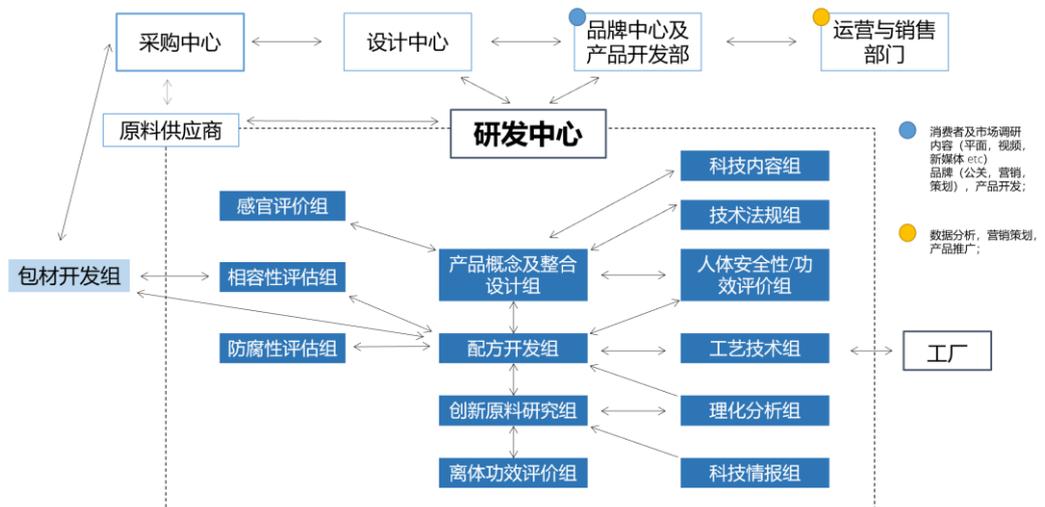
| 时间 | 合作机构 | | 合作事项 | 原料应用 |
|---------|-----------------|-------------------------------|---|--------------------------------|
| 2019年 | 西班牙 LIPOTRUE | 国际胜肽世家 | 技术合作协议 | LIPOTRUE 六胜肽应用于红宝石精华中 |
| | 法国 CODIF | 海洋生物科技专家 | 战略合作协议，探索海洋生物科技领域 | |
| | 法国海藻研究机构 CEVA | | 委托研发化妆品功效成分 | |
| | 日本美研创新株式会社 | | 委托开发洗护用品产品 | |
| 2021年1月 | 美国亚什兰 | 国际领先的特种材料供应商 | 战略合作协议，1) 度身定做独家专供珀莱雅的成分设计；2) 与亚什兰在功效评价方面进行深度合作；3) 在亚什兰新原料上市前，双方进行深度沟通与研究 | 联合亚什兰共创成分 NOX-AGE 应用于小夜灯眼霜 2.0 |
| 2021年3月 | 德国巴斯夫 | 化妆品原料巨头 | 战略合作协议，共同研发具有“珀莱雅特色”及本土市场趋势的独家专供成分 | 巴斯夫抗糖专利 Collrepair 应用于双抗精华中 |
| 2021年7月 | 荷兰皇家帝斯曼 | 化妆品原料巨头 | 战略合作协议，帝斯曼将利用其在合成肽 SYN®-Peptide 的长足经验和整体护肤领域的专业优势，专供定制化的全面抗老功效活性成分 | |
| 2022年 | 深圳中科欣扬 | 国内领先的技术驱动型生物工程企业，实现了麦角硫因的生物合成 | 将在化妆品功效原料领域展开合作 | |
| 2022年4月 | 浙江湃肤 | 小巨人多肽生产企业 | 战略合作协议，将在创新多肽研发、多肽绿色合成、原料生产供应等多领域展开合作 | 将率先应用于红宝石系列中 |
| 2023年9月 | 药企 | | 共研出中国美妆首款合成环肽（环肽-161、化妆品行业首款通过获批备案的环肽成分） | 应用于红宝石面霜 3.0 |

来源：珀莱雅公司公告，珀莱雅股份微信公众号，国金证券研究所

■ 组织结构：以消费者需求为抓手的产品开发能力快速成长

以消费者需求为抓手的前瞻性产品开发能力快速成长。公司产品开发流程从传统的各部门各司其职，升级为各部门合力共创，以满足消费者需求为抓手，由品牌管理及产品开发部、运营推广部门、研发创新中心、产品设计中心、采购中心组成的新品开发项目小组共创产品、责任共担，总结反馈、快速迭代，持续推出功效可被消费者感知、能打动消费者的产品。

图表62：珀莱雅产品共创机制组织架构



来源：美丽研制微信公众号，国金证券研究所



■ 品牌矩阵：子品牌多点开花

22年多品牌战略成效初显，旗下子品牌彩棠/悦芙媿/OR均实现扭亏为盈。1) 彩棠：定位新国风化妆师专业彩妆，价格带150-200元，持续强化高光/修容/遮瑕等底妆优势，23年发力腮红/口红等色彩类产品，未来进一步补足气垫+粉底液产品。2) 悦芙媿：聚焦油皮/痘肌护肤、专为年轻肌肤定制，针对大学生等年轻女性群体，价格带50-100元，线上销售为主。3) off&relax：定位中高端洗护，线上销售为主，价格带260-600元，23年聚焦产品调整。

图表63：珀莱雅多品牌矩阵

| 品牌 | 品牌简介 | 主价格带(元) | 代表产品 | 22年营收(亿元) | 23年展望 | 销售渠道 |
|--------------|-------------------------------|---------|-----------------------------------|-------------------|------------|-------------|
| 珀莱雅 (主品牌) | 大众科技护肤 | 200-400 | 双抗/红宝石/源力, 23年新上市400元+ 能量系列 | 52.64 同增37.46% | 同增30%左右 | 线上线下全 渠道 |
| 彩棠 | 新国风化妆师 中端专业彩妆 | 150-200 | 高光修容盘/妆前乳 /三色遮瑕盘 | 5.72 同增132.04% | 同增50%-100% | 线上 |
| 悦芙媿 | 专为年轻肌肤定 制,针对大学生等 年轻女性群体 | 50-100 | 多酸泥膜/氨基酸洁 颜蜜 | 1.26 同增509.93% | 高速增长 | 线上为主 |
| off&relax | 中高端洗护 | 260-600 | 温泉净澈清爽 洗发水 | 1.87 同增188.27% | 高速增长 | 线上为主 |

来源：珀莱雅公司公告，国金证券研究所

4.3、纺织服装：本轮国货崛起与此前的“新疆棉”等有何不同？

我们认为近年来纺织服装板块国货的崛起共有两轮机遇，分别受到不同的因素驱动：

■ 2018-2020年：供给驱动——国产龙头“硬科技”实力崛起

2012年以来海外龙头纷纷入局中国市场，尤其在功能壁垒深厚的运动赛道，Adidas、Nike等龙头的中底科技创新引领全球的、占据绝对主导地位。而本土鞋服品牌由于研发、品牌营销等实力的落后受到显著冲击，开始增加研发投入、增强产品力。2018年后行业龙头集中完成了科技实力0到1的崛起，匹克“态极”、李宁“䨻”、特步“动力巢”等科技的出现使得国产运动鞋可与国际一线跑鞋同台竞技、崭露头角，引发了消费者对“国货黑科技”的推崇。

图表64：中国体育服饰产业分阶段发展特征

| 发展阶段 | 品牌觉醒期 (1990-2001) | 快速扩张期 (2002-2008) | 行业调整期 (2009-2013) | 经营转型期 (2014-2020) |
|--------------|-------------------------------|-----------------------------|------------------------------|---------------------------------|
| 发展情况 | 大量国产体育品牌创立，以电视营销、赞助打开知名度，带动销售 | 头部体育品牌纷纷上市，抓住北京奥运机会，建设全国性渠道 | 产品过度供应，渠道库存高企，终端需求下降引发行业恶性竞争 | 重新聚焦产品力提升，启动零售改革和数字化转型，经营效率显著提升 |
| 市场增速 CAGR | 高双位数 | 约21.7% | 约5.6% | 约16.6% |
| CR5 | 相对分散，低于20% | 逐步提升，约40% | 略有上浮，约50% | 显著提升，超70% |
| 发展驱动力 | 渠道铺设 | 渠道铺设 | 品牌意识初步崛起 | 功能性、品牌文化提升 |
| 渠道结构 | 经销 | 经销 | 经销+直营 | 经销+直营+线上 |

来源：欧睿，国金证券研究所

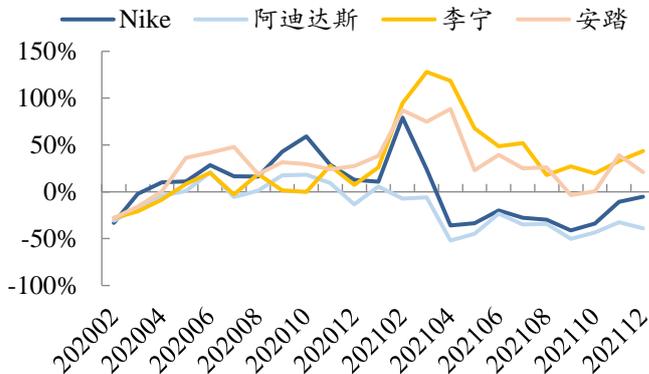
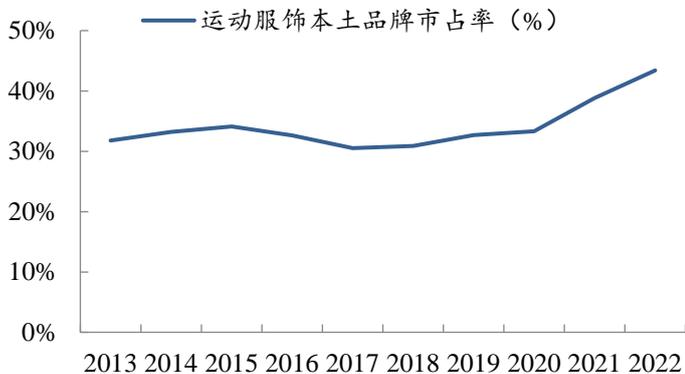


■ 2021-2022年：舆论驱动——新疆棉事件刺激国货份额提升

2021年3月，Nike、H&M等国际品牌发布声明称停止与新疆的服装制造工厂合作、不再使用从新疆地区采购的棉花原材料后，显著激发了服装市场国货消费热情，同时涉事国际品牌在地图APP、电商平台中纷纷被下架。事件发酵3周后，Nike和Adidas线上市占率分别由13%和12%下降至7%和11%，而李宁和安踏的线上市占率分别由7%和6%提升至10%和9%。

图表65：2018-2022年运动服饰本土品牌市占率提升

图表66：2021年3月后国际品牌流水迅速下滑



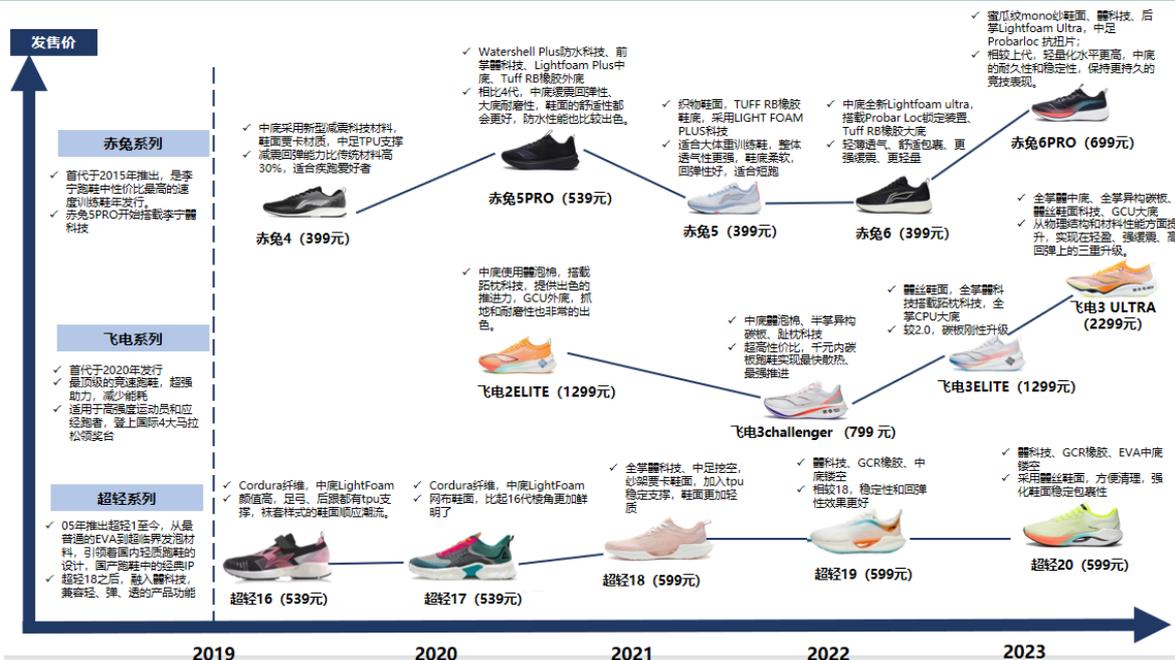
来源：欧睿，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

■ 本轮国货崛起：受到供给+需求的双重驱动

从需求端来看，消费降级实质为消费回归理性，从“买得起”到“想要买”。我们认为消费者对于美好生活的追求并不因经济环境的波动而减弱，因此消费降级并不直接等同于降价，更不是对低质量产品的妥协，而是更加突出性价比这一核心需求。所以当未来收入预期偏弱时，消费者对品牌溢价容忍度降低，消费行为逐渐回归理性。在此背景下，国产品牌凭借“极致性价比”标签，获得了消费者的青睐。我们认为第一轮国货崛起的本质是国内优质供应链从模仿到超越的进步，带来了国货产品力的大幅提升；而第二轮新疆棉的舆论刺激则使得国产品牌的高性价比优势、文化内涵受到了消费者的广泛关注与认可，并凭借优秀的产品力、完善的产品矩阵形成了长期的用户留存，即从“买得起”到“想要买”再到“稳定复购”。叠加当下消费环境、收入预期偏弱，预计进一步刺激消费者对高性价比国货的追求。

图表67：李宁已搭建完善的跑鞋产品矩阵并持续迭代

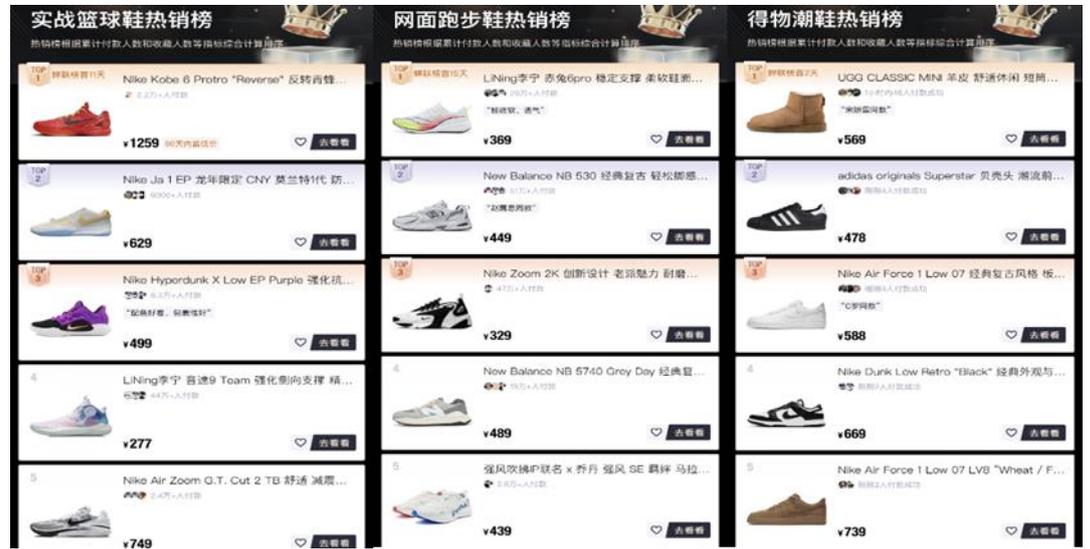


来源：李宁官网，国金证券研究所



从供给端来看，本土运动龙头头部明星及时尚资源仍有提升空间。尽管在功能性角度国货已与海外龙头看齐，但本土品牌的外观时尚性、头部球星资源仍与之有较大差距。23 年伴随着李宁签约巴特勒、安踏签约欧文、361 签约约基奇等各品牌讨论度有所提升，加快了追赶的步伐。未来随着本土品牌营销资源、外观的优化，仍有望在时尚属性较强的篮球、休闲鞋赛道抢夺更多份额。

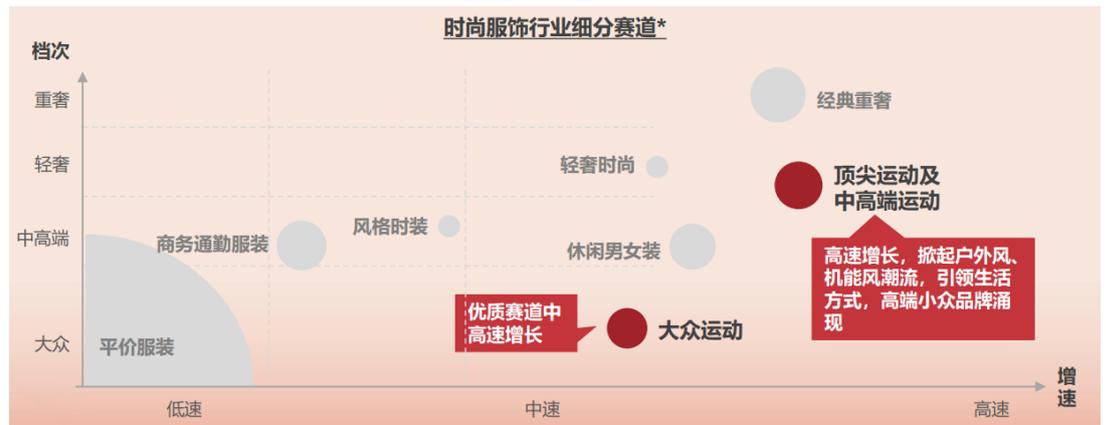
图表68：本土品牌跑鞋、篮球鞋排名均好于休闲鞋



来源：得物 APP，国金证券研究所

- 安踏体育：品牌矩阵完善，充分享受行业β与结构性机会。1) 公司主品牌安踏预计通过定位升级打开新增长曲线，目标 2026 年营收达到 600 亿、2023-2026 年收入 CAGR 达到 10-15%；品牌关联度（品牌喜爱、满足需求程度）行业领先，奥运关联度稳居第一；专业品牌形象持续领先。2) FILA 继续引领高端时尚运动赛道，预计未来三年达到 400-500 亿业务规模，目标 2023-2026 年 CAGR 约 10-15%。3) 迪桑特+可隆预计充分享受户外赛道快速增长机会，预计到 23 年底流水超 50 亿、目标 2024-2026 年 CAGR 为 20-25%。

图表69：服装细分赛道层级及增速



来源：安踏官网，国金证券研究所

- 李宁：当前估值性价比高，库存逐步回归健康水位。从收入端来看，公司 2023 年受到优势品类篮球、国潮生活等大盘收缩、窜货的扰动等拖累流水不及预期，但仍保持行业领先地位、产品力优势仍尤为突出。随着行业逐步进入上升周期，预计李宁将依靠品类优势+低基数贡献更多弹性。且我们认为，公司“被窜货”主要由于：1) 经销渠道占比高，经销商囤积了过量的库存，且经营环境不佳、现金流不好；2) 品牌具



备一些量大、辨识度高、产品力强的 top 单品。随着公司近期主动前置性处理存货、严厉查处窜货，经销商压力减轻后，预计线上线下销售流水都将迎来显著改善。公司 23 年净利下滑主要受到：1) 近年来坚持开大店拿市场份额，23 年新店处于爬坡期、老店同店走弱，费用持续投入，影响门店营业利润率；2) 巴特勒等部分事件营销费去年未规划在预算内；3) 打折清货，毛利率收到挤压。预计随着 23 年公司高线城市门店进入“要效益”期、减少门店投入，产品折扣回归正常，净利润有望实现 20% 以上同比增长。

4.4、轻工制造：把握产品迭代机会，借力渠道弯道超车

4.4.1、个人护理：运营策略全面优化，国货扬帆起航

随着我国女性生理健康意识提升，卫生巾使用习惯普及，市场渗透率已达饱和，个护行业进入稳健成长期。据欧睿统计，2022 年我国卫生巾零售市场规模达到 990.7 亿元，同比增长 2.4%，2013-2022 年 CAGR 为 5.27%，市场规模稳中有进。

头部外资品牌份额较稳定，国产品牌现分化：外资一线品牌（苏菲、护舒宝、高洁丝、乐而雅）持续保持领先地位，例如高洁丝从线上发力，定位中高端，近年来发力线下 KA、便利店等渠道，份额由 2018 年 3.0% 到 2022 年 5.0%；传统国产品牌龙头恒安集团旗下七度空间受产品老化、定位中低端等影响品牌势能受到影响，市场占有率由 2018 年 11.1% 下降至 2022 年 9.2%；部分区域型国产品牌（洁婷、自由点、洁伶、好舒爽）市场占有率则逐年提高，根据欧睿数据，百亚股份旗下自由点市场份额从 2018 年 1.0% 提升至 2022 年 1.7%。

图表 70：女性卫生巾品牌格局变化

| 排名 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|-------------------|
| 1 | 七度空间 (恒安) 11.1% | 苏菲 (尤妮佳) 11.6% | 苏菲 (尤妮佳) 12.4% | 苏菲 (尤妮佳) 12.0% | 苏菲 (尤妮佳) 11.4% |
| 2 | 苏菲 (尤妮佳) 10.5% | 七度空间 (恒安) 10.7% | 七度空间 (恒安) 10.2% | 七度空间 (恒安) 9.1% | 七度空间 (恒安) 9.2% |
| 3 | 护舒宝 (宝洁) 5.2% | 护舒宝 (宝洁) 5.7% | 护舒宝 (宝洁) 5.7% | 护舒宝 (宝洁) 5.6% | 护舒宝 (宝洁) 5.6% |
| 4 | ABC (景兴) 3.1% | 高洁丝 (金伯利) 3.4% | 高洁丝 (金伯利) 3.6% | 高洁丝 (金伯利) 3.7% | 高洁丝 (金伯利) 5.0% |
| 5 | 高洁丝 (金伯利) 3.0% | ABC (景兴) 3.3% | ABC (景兴) 3.2% | ABC (景兴) 3.3% | ABC (景兴) 3.4% |
| 6 | 乐而雅 (花王) 2.1% | 乐而雅 (花王) 2.3% | 乐而雅 (花王) 2.3% | 乐而雅 (花王) 2.3% | 乐而雅 (花王) 2.1% |
| 7 | 洁婷 (丝宝) 1.2% | 自由点 (百亚) 1.2% | 自由点 (百亚) 1.3% | 自由点 (百亚) 1.5% | 自由点 (百亚) 1.7% |
| 8 | 自由点 (百亚) 1.0% | 洁婷 (丝宝) 1.2% | 洁婷 (丝宝) 1.2% | 洁婷 (丝宝) 1.3% | 洁婷 (丝宝) 1.3% |
| 9 | 洁伶 (桂林洁伶) 0.8% | 洁伶 (桂林洁伶) 0.9% | 洁伶 (桂林洁伶) 0.9% | 洁伶 (桂林洁伶) 0.9% | 洁伶 (桂林洁伶) 0.9% |
| 10 | 好舒爽 (恒利) 0.8% | 好舒爽 (恒利) 0.7% | 好舒爽 (恒利) 0.6% | 好舒爽 (恒利) 0.6% | 好舒爽 (恒利) 0.6% |

来源：欧睿，国金证券研究所（注：国产品牌有底色标注）

综合来看，国货个护品牌有望受到两大驱动因素的利好：

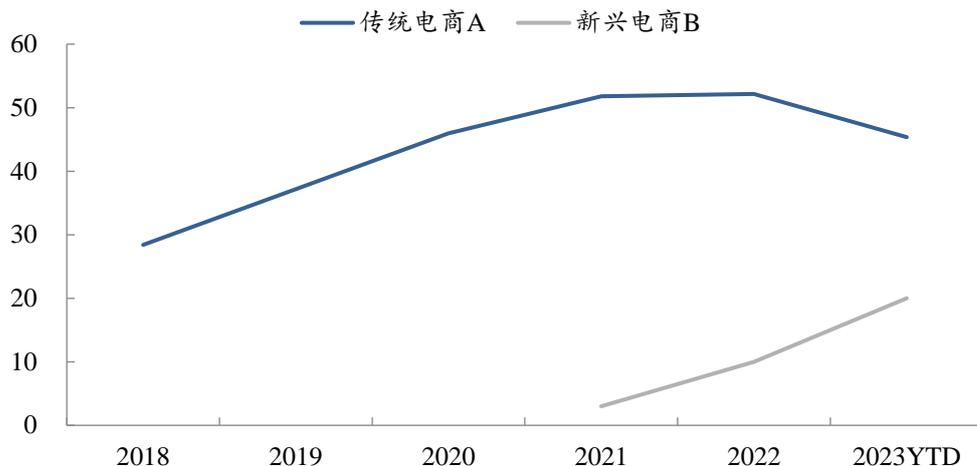
■ 驱动一：渠道&营销：依托新渠道弯道超车，品牌心智逐步构建中

充分利用抖音小红书新渠道，国产新锐品牌普遍加大对小红书、抖音等内容电商、社交电商资源的投入力度，一方面建立更精准的营销投放和销售转化，另一方面基于品类用户运营反向助力产品需求、助力高效研发。国产新锐品牌线下传统渠道包袱小，所以渠道运营方式更灵活，更愿意新渠道平台投入。

新兴渠道品牌更分散、且前期国产新锐品牌表现更优：以传统电商 A 平台为例，品牌格局较为稳固，尽管近年来 CR5 有所下行，但仍高于 60%。新兴电商 B 平台仍处于品牌格局变动期，CR5 低于 50% 且以国产新锐或国产区域型品牌为主，如自由点、软风研究社（纳可诺）、白い森林（华瀚诚创）。



图表71：新兴电商成为各大卫生巾品牌新发力点（亿元）



来源：久谦，国金证券研究所（注：数据截至2023年11月）

从品牌端来看，以百亚旗下自由点为例，其抓住抖音渠道异军突起的优势，依托中高端产品系列，采取批量购买送行李箱等更灵活的运营方式进行用户拉新。根据久谦数据，“自由点”在抖音平台份额由2021年的2.3%提升至2023M1-M11的12%，在2023年下半年长期占据抖音平台卫生巾销售额第一。

图表72：传统电商A平台外资品牌占优

图表73：新兴电商B平台国产品牌占优

| 排名 | 2021 | 2022 | 2023M1~M11 |
|------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1 | 护舒宝(宝洁) 26% | 护舒宝(宝洁) 24% | 护舒宝(宝洁) 21% |
| 2 | 苏菲(尤妮佳) 16% | 苏菲(尤妮佳) 15% | 高洁丝(金伯利) 13% |
| 3 | 高洁丝(金伯利) 13% | 高洁丝(金伯利) 14% | 苏菲(尤妮佳) 13% |
| 4 | 乐而雅(花王) 10% | 乐而雅(花王) 8.8% | 乐而雅(花王) 7.2% |
| 5 | 七度空间(恒安) 7.5% | 七度空间(恒安) 7.1% | 七度空间(恒安) 6.6% |
| CR5 | 72.5% | 68.9% | 60.8% |
| 6 | 全棉时代(全棉时代) 3.8% | 全棉时代(全棉时代) 4.2% | 自由点(百亚) 5.2% |
| 7 | ABC(景兴) 3.7% | 洁婷(丝宝) 3.9% | 全棉时代(全棉时代) 4.1% |
| 8 | 洁婷(丝宝) 3.6% | 自由点(百亚) 3.2% | 洁婷(丝宝) 4.1% |
| 9 | 自由点(百亚) 2.3% | ABC(景兴) 3.0% | 薇尔(维达) 4.0% |
| 10 | 薇尔(维达) 1.7% | 薇尔(维达) 2.0% | ABC(景兴) 2.6% |
| CR10 | 87.6% | 85.2% | 80.8% |

| 排名 | 2021 | 2022 | 2023M1~M11 |
|------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 1 | 苏菲(尤妮佳) 23% | 七度空间(恒安) 16% | 七度空间(恒安) 12% |
| 2 | 七度空间(恒安) 21% | 苏菲(尤妮佳) 12% | 自由点(百亚) 12% |
| 3 | 薇尔(维达) 13% | 护舒宝(宝洁) 7% | 苏菲(尤妮佳) 8.9% |
| 4 | 高洁丝(金伯利) 5.8% | 薇尔(维达) 6.5% | 护舒宝(宝洁) 5.7% |
| 5 | 知音有语(知音有语) 5.4% | 自由点(百亚) 6.4% | 白森林(华瀚诚创) 5.7% |
| CR5 | 68.2% | 47.9% | 44.3% |
| 6 | ABC(景兴) 3.7% | 康佰利(华瀚诚创) 5.9% | 薇尔(维达) 4.9% |
| 7 | 自由点(百亚) 2.3% | 软风研究社(纳可诺) 5.4% | 高洁丝(金伯利) 4.1% |
| 8 | 洁婷(丝宝) 3.6% | 高洁丝(金伯利) 3.6% | 棉妮佳(棉妮佳) 3.9% |
| 9 | 软风研究社(纳可诺) 2.8% | 知音有语(知音有语) 3.1% | 康佰利(华瀚诚创) 3.5% |
| 10 | 白森林(华瀚诚创) 2.0% | 白森林(华瀚诚创) 2.8% | 软风研究社(纳可诺) 3.3% |
| CR10 | 82.6% | 68.7% | 64% |

来源：久谦，国金证券研究所（注：国产品牌有底色标注）

来源：久谦，国金证券研究所（注：国产品牌有底色标注）

■ 驱动二：中高端差异化产品策略，积极完善产品价格带

尽管消费疲软环境下带来消费品降级预期，我们认为由于卫生巾行业片单价较低、刚需属性强，受影响预计偏小。部分优秀的快消品企业主动推出差异化&功能性创新品策略，借助低成本的新渠道积极拓圈，向上突破价格带。

例如百亚股份旗下“自由点”，针对不同价位、不同目标用户持续推出、更新系列产品：1) 针对学生和尝试超薄款式的年轻女性推出7日无感系列，片单价定位在0.8-1元/片；2) 针对白领以及轻熟女性打造的无感无忧系列，主打YY芯设计不留痕；3) 21年起相继推出大健康理念的益生菌、敏感肌、有机纯棉等系列，价格带突破到1.2元/片以上，加快一二线白领人群拉新。



图表74：国产品牌积极完善产品价格带



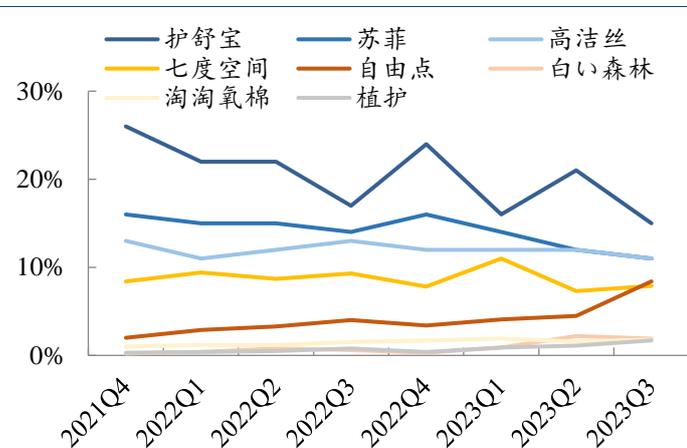
来源：国金证券研究所（注：为保证价格可比性，选择使用235mm-255mm日用款的单片价格）

■ 百亚股份：品牌势能向上，线上+外围加速扩张，看好优质国产品牌扬帆起航

1) 渠道端：2Q 公司对外围市场招商加速，对组织架构进行优化调整，将广东、湖南、河北作为重点发展战区快速突围，中期看好外围理顺机制重启高成长。电商+线下外围区成长提速，核心区域高基数下稳健成长。23Q1-3，线下/电商营收 9.64/4.33 亿元，同比+17.4%/+93.8%。

2) 产品端：公司上半年发布新品“益生菌”系列，并对前期明星系列“有机纯棉”、“敏感肌”等进行升级，下半年起产品升级趋势加速，大健康矩阵不断完善，看好中期份额持续提升空间。

图表75：卫生巾线上三大平台（天猫、京东、抖音）格局 呈现分散化趋势



来源：久谦，国金证券研究所

图表76：百亚股份产品系列升级图谱



来源：百亚股份公司公告，国金证券研究所

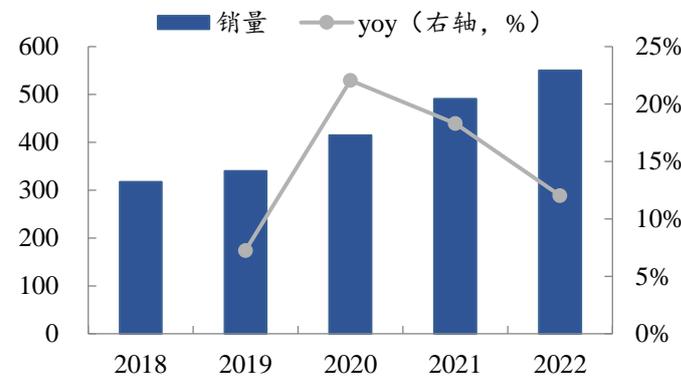
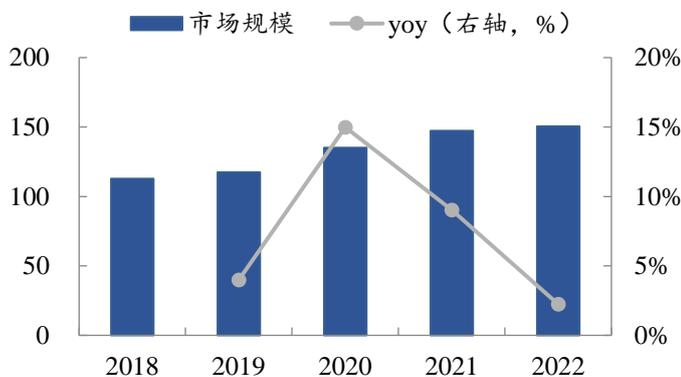


4.4.2、智能坐便器：五大因素助力国货品牌认知度显著提升

智能坐便器产品近年来不断创新，在满足基础清洁和舒适需求的同时细化功能，为消费者提供更个性化的选择。尽管 2020-2022 年受到疫情和基数影响行业规模增速有所下降，但仍保持稳定增长态势，2022 年我国智能坐便器市场规模超过 150.5 亿元，CAGR4 达 7.5%。从销量看，2022 年达 550 万台，CAGR4 达 14.8%。

图表77：中国智能坐便器市场规模（亿元）

图表78：中国智能坐便器销量（万台）



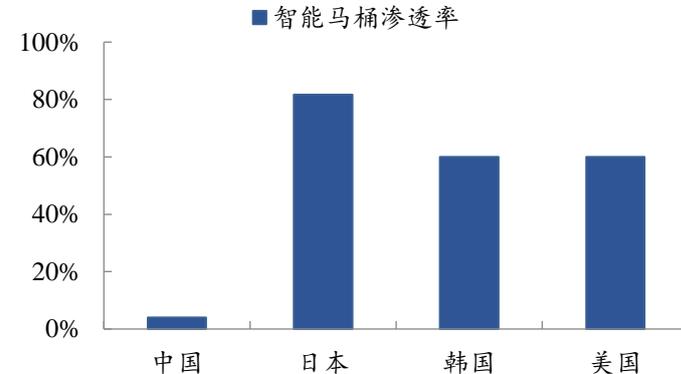
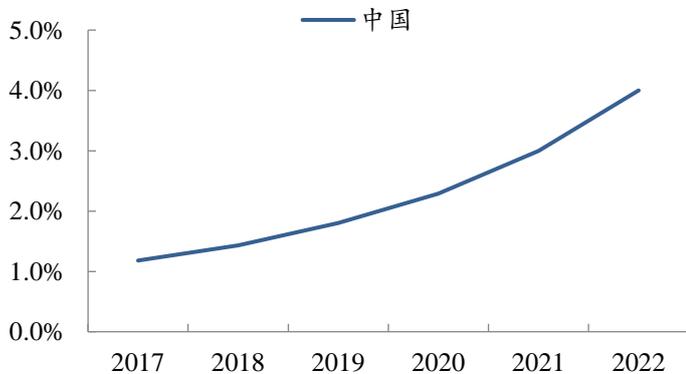
来源：观研，国金证券研究所

来源：观研，国金证券研究所

2022 年中国整体智能坐便器的渗透率仅为 4%。相较日本的 81.7%、韩国与美国的 60%，仍存较大发展空间。分城市来看，目前一线及新一线城市智能坐便器的渗透率率达 5-10%，而三四线城市和乡镇的渗透率仅为 1%。

图表79：2022 年中国整体智能坐便器渗透率仅为 4%

图表80：2022 年全球智能坐便器渗透率对比 (%)



来源：奥维云网，国金证券研究所

来源：奥维云网，日本内阁府，嘉世咨询，国金证券研究所（注：美国、韩国为 2021 年数据）

看好行业长期发展的同时，我们认为国产品牌在智能座便器赛道有望抓住产业发展、渠道变革、技术迭代的机会，塑造品牌认知实现卓越表现。

■ 外因一：智能坐便器市场集中度仍低，国产品牌有望突围

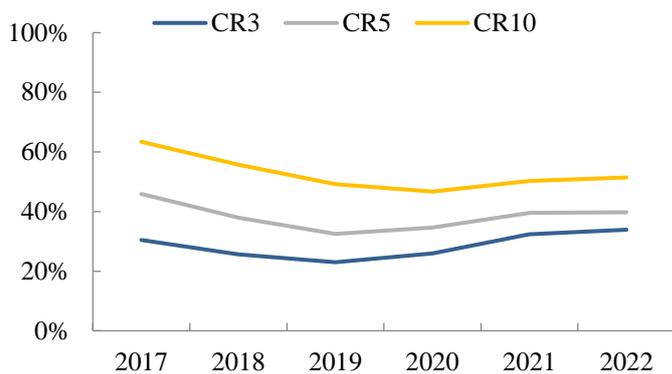
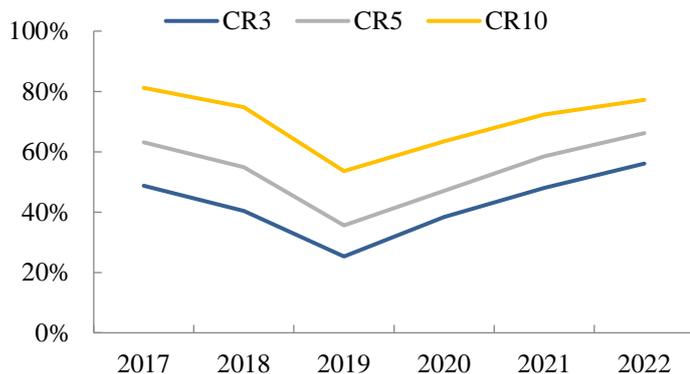
从品类对比角度看，智能坐便器市场集中度较低，给国产品牌突围基础。具体来看：1) 普通坐便器市场，由于外资卫浴品牌较早进入中国，且以线下销售为主，叠加品牌+产品优势稳固，已占据大量市场份额；2) 智能坐便器作为新兴品类，消费者教育不够导致品类渗透率仍然较低，并且市场格局尚未成型。

根据久谦数据统计，2022 年传统坐便器线上 CR3/CR5/CR10 分别为 56.1%/66.2%/77.2%，而智能坐便器线上 CR3/CR5/CR10 分别为 33.9%/39.8%/51.4%，与传统坐便器相比，智能坐便器市场集中度仍较低。



图表81: 天猫平台传统坐便器市场集中度 (%)

图表82: 天猫平台智能坐便器市场集中度 (%)



来源: 久谦, 国金证券研究所

来源: 久谦, 国金证券研究所

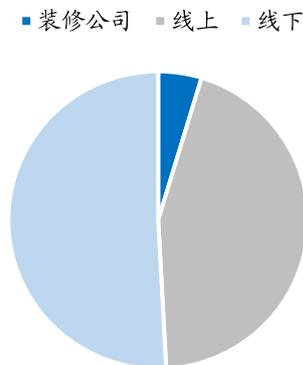
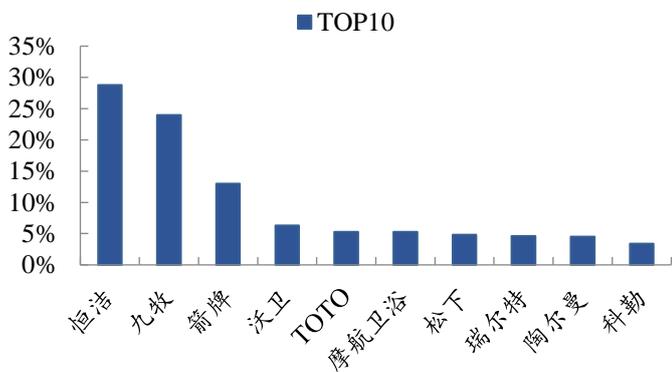
■ 外因二: 线上化+智能化助推国产品牌份额提升

智能坐便器格局尚未成型, 国产品牌有望借力线上渠道实现份额提升。一方面, 国产品牌智能坐便器在具备价格优势的前提下, 在功能上(例如加热、暖风烘干、自动冲水以及紫外线抑菌、光感夜灯等扩展功能)与外资品牌已无明显差异; 另一方面, 国产品牌定位性价比更适于线上销售, 本土化运营+更早布局电商平台使得国产品牌在线上渠道具备先发优势。

2021年中国消费者通过线上及线下购买智能坐便器比例分别为41.8%/47.8%, 线上渠道重要性日益凸显。近年来带货直播等引流方式更加多元化, 国产品牌曝光率将进一步提升, 线上渠道优势更加稳固。2022年智能坐便器年线上销售额前十品牌中国产品牌份额达到82.0%, 其中排名前三品牌为恒洁、九牧、箭牌, 份额分别为28.8%/24.0%/13.0%, 智能坐便器线上化销售趋势将助推国产品牌份额进一步提升。

图表83: 2022年线上销售额前十品牌份额 (%)

图表84: 2021年智能坐便器不同渠道购买占比 (%)



来源: 久谦, 国金证券研究所

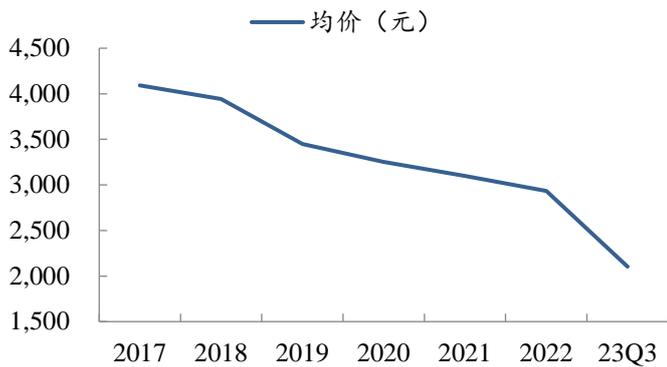
来源: 华经产业研究院, 国金证券研究所

■ 外因三: 智能坐便器产品迭代给予国产品牌机遇

智能坐便器按技术路径还可以分为智能马桶盖、智能一体机, 前者发明时间早且由国际品牌把持市场, 而后者凭借着价格亲民、功能完善、设计时尚等优势正在成为行业主流。2017-2023年, 智能一体机的线上均价由4092元下降至约2100元, 以价换量之下2023年前三季度智能一体机线上销量同增71.2%达到49.3万台。从市场构成看, 2017-2022年智能一体机销额占比已从66%上升至81%, 确立品类主导地位。

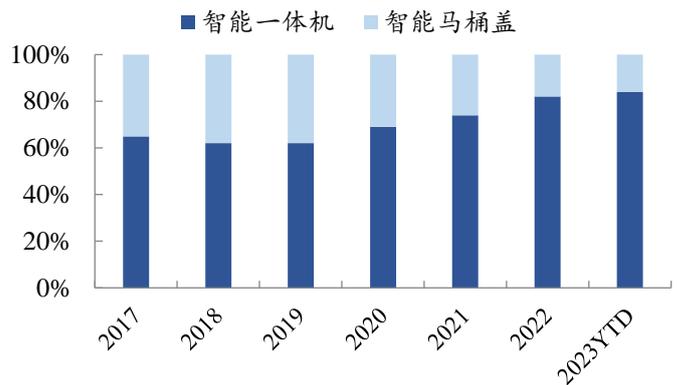


图表85: 智能一体机线上均价



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

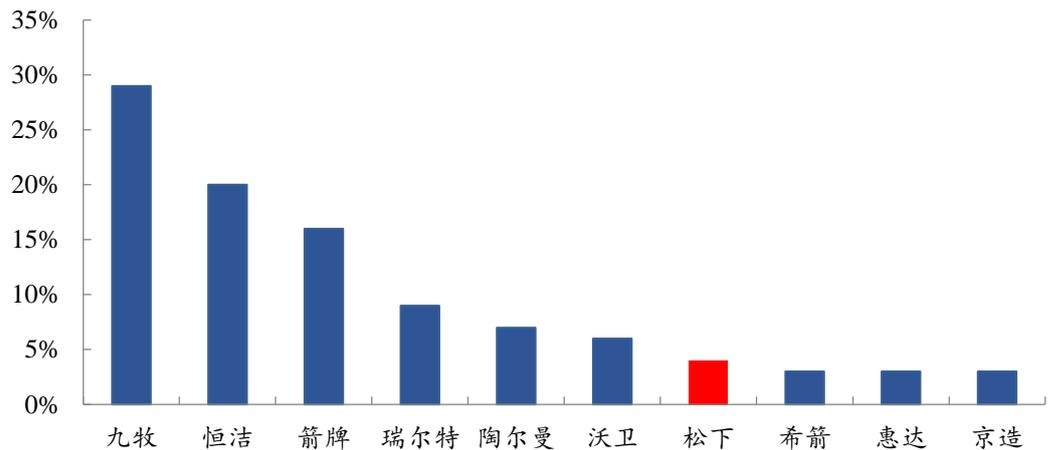
图表86: 线上智能坐便器销额分产品占比 (%)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

智能一体机领域, 国产品牌优势尽显。2023年1-11月, 智能一体机在线上零售市占率前三名为九牧、恒洁和箭牌, 市占率分别为 29%/20%/16%, TOP 10 品牌中仅有松下 (占比 2.2%) 为外资品牌。国产品牌的成功, 不仅取决于有利的市场环境, 也是自身定价策略灵活、产品力水平提升的结果。

图表87: 2023年1-11月线上智能马桶一体机品牌份额 (%)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所 (注: 标红为非国产品牌)

■ 内因一: 国产品牌巧用定价战略占领多层次市场, 性价比与耐用性双丰收

在定价策略方面, 外资品牌主要以高端为主导, 侧重于提供高品质和高价位的产品, 注重品牌溢价以及培养品牌忠诚度。相比之下, 国货品牌则更注重性价比, 致力于提供高质量但相对亲民的产品, 通过巧妙的价格策略赢得市场份额。

横向比较不同品牌类似性能产品的价格, 国产品牌价格段更为亲民, 集中在 2500-5000 元, 相反外资品牌主要覆盖 8000 元以上的高端市场。在功能表现上, 国产品牌在实现低价的同时性能表现甚至更为出色。以瑞尔特为例, 其 E-shion 技术实现了节约用水的同时有效降低直冲噪音, 同时实现了纯机械式无电冲刷。



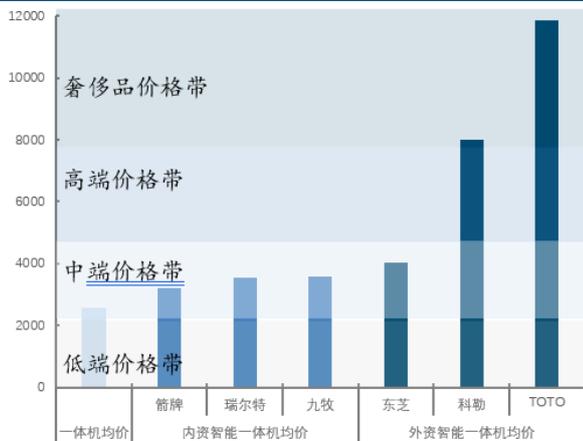
图表88: 类似功能下, 国产品牌价格较外资品牌更便宜

| 基本情况 | 品牌 | 瑞尔特 | | 箭牌 | | TOTO |
|------|--------|-----------------------|-----------------------|---------|---------|--------------|
| | 型号 | 旗舰款A6 | F3 | AKE1135 | AKE1134 | CES9433CSECN |
| | 价位 | 3899 | 2988 | 4159 | 2959 | 9999 |
| | 加热方式 | 即热式 | 即热式 | 即热式 | 即热式 | 储热式 |
| 排水 | 排水方式 | 地排 | 地排 | 地排 | 地排 | 地排 |
| | 冲水方式 | E-shion静音 | U-wave | 虹吸式 | 虹吸式 | 直冲式 |
| | 冲水量 | 4.8L | 4.8L | 5.0L | 5.0L | 3.0L/4.5L |
| | 水效等级 | 2级 | 2级 | 2级 | 2级 | 3级 |
| | 安装水压 | 10秒3瓶水 | 无水压限制 | 10秒4瓶水 | 10秒4瓶水 | 10秒4瓶水 |
| | 停电冲水 | ● | ● | ● | ● | ● |
| 清洗 | 喷嘴材质 | ABS弧形喷杆(可拆卸、SIAA抗菌认证) | ABS弧形喷杆(可拆卸、SIAA抗菌认证) | 不锈钢 | 不锈钢 | 洁净树脂 |
| | 臀洗 | ● | ● | ● | ● | ● |
| | 妇洗 | ● | ● | ● | ● | 增加轻柔清洗 |
| | 清洗强度 | 3档 | 3档 | 3档 | 3档 | 5档 |
| | 移动清洗 | ● | ● | ● | ● | ● |
| | IPX4防水 | ● | ● | ● | ● | - |
| 其他 | 除臭功能 | 硅藻除臭+等离子杀 | 无光触媒 | 活性炭 | 活性炭 | ● |
| | 抗菌座圈 | SIAA认证 | SIAA认证 | SIAA认证 | SIAA认证 | 国内认证 |
| | 智能节电 | ECO节电 | 四季温感 | ECO节电 | ECO节电 | 定时+自动节电 |
| | 其他保护 | 防干烧等7项 | 防干烧等7项 | 漏电保护等5项 | 漏电保护等5项 | - |
| | 泡沫盾 | - | ● | - | - | - |

来源: 各品牌天猫旗舰店, 国金证券研究所

国产品牌的定价策略不仅是主流价格带更亲民, 价格上下限的延申也更广泛, 兼顾不同层次市场。截至2023年11月, 瑞尔特、恒洁、九牧等国产品牌定价通常在2500元至5000元左右。与此同时, 这些国产品牌通过旗下子品牌灵活运用价格策略。以九牧为例, 在高端市场JOMOO品牌推出的带水箱智能一体机ZS900-305上探9999元, 中低端市场旗下小牧卫浴推出的轻智能马桶MTM5560最低价可下探至999元。并且年初至今小牧卫浴智能马桶总销量已突破1000万, 突显了国产品牌细分市场精准定位、灵活满足不同层次消费需求的能力。

图表89: 智能一体机均价对比



来源: 奥维云网, 国金证券研究所

图表90: 九牧灵活运用价格策略应对市场差异化



来源: 各品牌京东自营旗舰店, 国金证券研究所



■ 内因二：技术持续创新，供应链优势明显支撑国货持续发展

从智能马桶技术创新上看，截至 2022 年末，箭牌家居/惠达卫浴/瑞尔特发明专利数量分别为 70/45/102 项，近年来持续创新迭代技术。以瑞尔特的 E-shion 冲刷技术为例，其针对市面上智能坐便器普遍存在的冲刷力度不够、冲刷噪音大等问题，以双动力技术进行 360° 组合冲刷实现更佳冲刷效果的同时节约用水并有效缓解直冲噪音大的问题。目前该技术凭借优越性能已经得到广泛推广及运用，切实提升消费者使用体验。

图表 91：卫浴企业专利数

图表 92：E-SHION 冲刷系统实现全方位性能突破

| | 箭牌家居 | 瑞尔特 | 惠达卫浴 |
|--------|------|------|------|
| 实用新型专利 | 1554 | 1593 | 934 |
| 外观设计专利 | 719 | | |
| 发明专利 | 70 | 102 | 45 |
| 共计 | 2343 | 1695 | 979 |

| 序号 | 测试项目 | 设计要求 |
|----|-----------------------------------|--------------------------|
| 1 | MISO 测试 静压 0.35MPa | ≥600g |
| 2 | PP 球 100 个 PP 球 | 全部通过 |
| 3 | 小颗粒 2500 个 PE 小颗粒+ 100 个尼龙球 | 残留小颗粒平均值≤5 颗 残留尼龙球无残留 |
| 4 | 噪音 测试 L10、L50 | L10≤63dB L50≤50dB |
| 5 | 最低使用压力 | 静压 0.06MPa |
| 6 | 18 米管道输送能力 | 18 米全部通过 |
| 7 | 智能盖板厚度 | 厚度可做到 70mm 以下 |
| 8 | 水效等级要求 | 满足一、二级水效 |

来源：各公司公告，国金证券研究所

来源：瑞尔特微信公众号，国金证券研究所

从生产端来看，中国智能坐便器生产企业主要分布于东南沿海地区，具备完备的供应链体系。例如浙江台州在机械、模具、塑料、五金件等方面具有配套优势，形成了一个稳定的零部件供应链，使其成为全国智能坐便器最为重要的生产基地之一。福建厦门也吸引了中国台湾地区的产业转移，为国际知名卫浴品牌提供代工服务，产品远销欧美、日本。

图表 93：智能座便器代工厂一览

| 品牌 | 代工商 |
|-------------------|--------|
| ROCA | 瑞尔特 |
| INAX | 瑞尔特 |
| KOHLER | 瑞尔特、福马 |
| American Standard | 瑞尔特、福马 |
| 航标 | 瑞尔特 |
| TOTO | 威迪亚 |

来源：瑞尔特公司公告，国金证券研究所

■ 瑞尔特：品类仍处渗透红利期，看好自主品牌份额提升

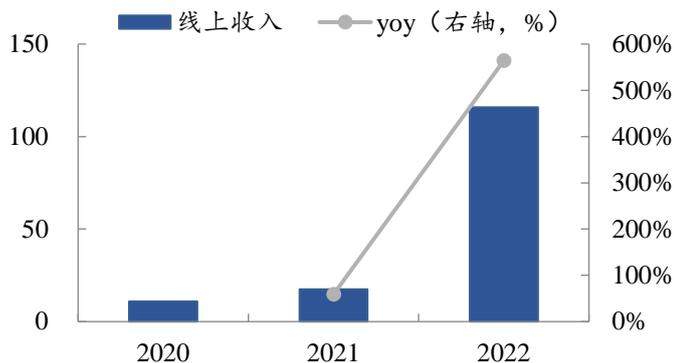
中国智能坐便器行业仍处渗透率提升红利期，为公司自主品牌快速发展奠定基础。

瑞尔特依托自产带来的成本优势及爆品运营策略，线上自主品牌保持快速增长。根据久谦平台数据测算，截至 2023 年 10 月公司自主品牌在天猫/京东份额分别达 5.9%/4.2%，后续仍有较大提升空间。

线下方面，在生产到售后服务的全流程环节中，经销商只需负责获客销售环节，其余仓储、物流、安装及售后环节均由公司完成，该模式使得经销商能够专注于销售获客环节，充分调动经销商积极性。整体来看，公司自主品牌发展思路清晰，增长驱动力充足（渠道扩张+产品价格带拓宽），看好自主品牌智能坐便器份额进一步提升。

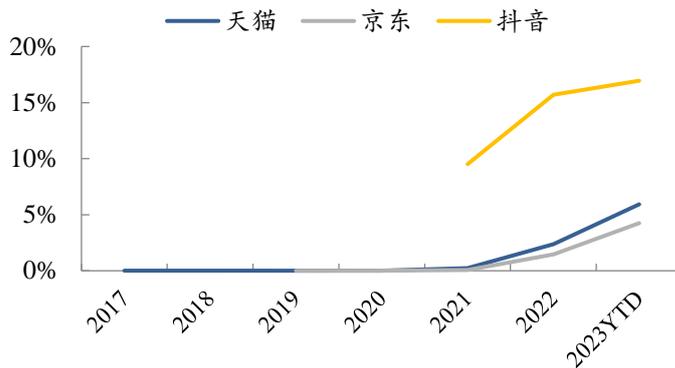


图表94：瑞尔特线上收入及增速（百万元）



来源：瑞尔特公司公告，国金证券研究所

图表95：瑞尔特线上市占率 (%)



来源：久谦，国金证券研究所

4.4.3、宠物：积极把握国产宠食产品&品牌体系快速成长机会

渗透率提升阶段，享受行业成长红利。2019-2023 年国内宠物食品市场零售额规模从 337 亿元增长至 533 亿元，复合增速达 12.1%。从行业生命周期角度看，当前国内养宠渗透率不足 20%，相较日本、美国仍有较大空间，企业仍享受行业成长红利。

我们认为当前宠物赛道的成长性主要来自三大驱动：1) 行业生命周期带来的渗透率自然提升（量增）；2) 养宠认知提升带来的品类丰富化（单宠消费提升）；3) 用户画像角度首次养宠人群占比较高。

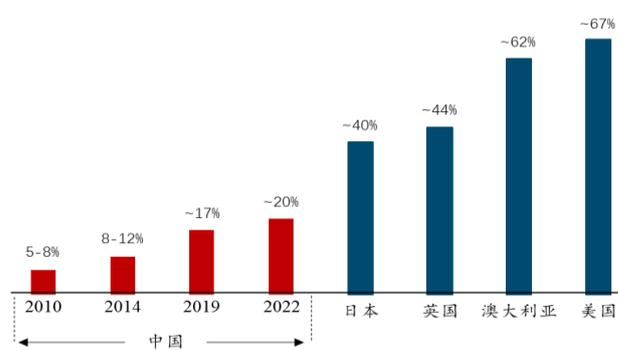
根据宠物行业白皮书，2022 年养宠人群 90/95 后占比达到 55.9%，成为主流客群。这类人群特征是：信息获取渠道集中度社交媒体小红书/抖音等、拥抱变化、成分党、偏爱性价比，我们认为这大大提升了国产宠物品牌对细分新品类、新产品的渗透效率，为国产品牌弯道超车提供发展机遇。

图表96：宠物食品市场规模及增速



来源：欧睿，国金证券研究所

图表97：宠物渗透率持续上升 (%)



来源：普华永道，《宠物行业白皮书》，国金证券研究所

■ 国产替代仍是重要逻辑，新品类/新原料实现差异化竞争

消费降级背景下，外资品牌份额下滑，国货品牌也有分化。首先从国内 VS 国外角度，国产品牌崛起，23M1-M10 三大电商平台重点国产宠食品牌合计份额从 21 年的 25.5% 提升至 33.6% (+8.1pct)，重点外资品牌份额从 22.6% 下降至 19% (-3.6pct)。

在品牌梯队上，一方面麦富迪、网易严选等以更强的价格优势，强化中高端消费人群的品牌形象塑造份额呈现加速提升趋势；部分新锐品牌如蓝氏等，凭借新工艺（主食冻干、烘焙粮等）和差异化新原料作为卖点，以价格优势取得份额的阶段性提升。

另一方面性价比线上低价品牌凯锐思、疯狂小狗等受品牌老化、产品力影响份额有所下滑；进口高端品牌渴望等受前期库存备货影响出现价格战导致品牌力阶段性受损，份额有所下滑。



图表98：线上宠物食品市占率（%）

| 品牌 | 2021 | 2022 | 2023M1~M10 | 23M1~M10较22 份额变化 | 23M1~M10较21 份额变化 |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|---------------------|
| 国产品牌 | | | | | |
| 麦富迪 Myfoodie | 6.5% | 6.7% | 7.2% | 0.5% | 0.7% |
| 网易严选 | 1.7% | 3.2% | 3.9% | 0.7% | 2.2% |
| 伯纳天纯 Pure&natural | 3.2% | 3.0% | 2.7% | -0.3% | -0.5% |
| 蓝氏 Legend Sandy | 0.4% | 1.3% | 2.0% | 0.7% | 1.6% |
| 凯锐思 Keres | 3.1% | 2.4% | 1.9% | -0.5% | -1.2% |
| 卫仕 Nourse | 1.9% | 2.4% | 1.9% | -0.5% | 0.0% |
| 醇粹 Purich | 0.4% | 1.0% | 1.6% | 0.6% | 1.2% |
| 诚实一口 | 0.4% | 0.8% | 1.6% | 0.8% | 1.2% |
| 阿飞和巴弟 Alfie&buddy | 0.8% | 1.4% | 1.4% | 0.0% | 0.6% |
| 鲜朗 | 0.2% | 0.9% | 1.4% | 0.5% | 1.2% |
| 疯狂小狗 | 2.0% | 1.5% | 1.3% | -0.2% | -0.7% |
| 顽皮 Wanpy | 1.5% | 1.5% | 1.2% | -0.3% | -0.3% |
| 力狼 | 1.4% | 1.4% | 1.2% | -0.2% | -0.2% |
| 江小傲 | 0.4% | 1.4% | 1.2% | -0.2% | 0.8% |
| 喵梵思 | 0.1% | 0.7% | 1.2% | 0.5% | 1.1% |
| 比乐 Bile | 1.4% | 1.1% | 1.0% | -0.1% | -0.4% |
| 弗列加特 | 0.1% | 0.3% | 0.9% | 0.6% | 0.8% |
| 合计 | 25.5% | 31.0% | 33.6% | 2.6% | 8.1% |
| 外资品牌 | | | | | |
| 皇家 Royal Canin | 6.7% | 6.4% | 6.6% | 0.2% | -0.1% |
| 渴望 Orijen | 4.4% | 3.9% | 2.9% | -1.0% | -1.5% |
| 爱肯拿 Acana | 4.3% | 2.7% | 2.4% | -0.3% | -1.9% |
| 生鲜本能 Nature's Variety Instinct | 1.4% | 2.0% | 2.0% | 0.0% | 0.6% |
| 素力高 Solid gold | 1.9% | 1.8% | 1.9% | 0.1% | 0.0% |
| 冠能 Pro Plan | 2.2% | 1.6% | 1.8% | 0.2% | -0.4% |
| 滋益巅峰 Ziwi | 1.7% | 1.6% | 1.4% | -0.2% | -0.3% |
| 合计 | 22.6% | 20.0% | 19.0% | -1.0% | -3.6% |

来源：久谦，国金证券研究所

从品牌竞争角度，大众+中高端价格带（40-100元/kg）是内外资品牌重点竞争布局之地，网易严选、弗列加特、顽皮、麦富迪 BARF 系列等国产品牌或重点推广系列聚集于此。未来差异化产品力体系、强有力的品牌构建有望成为未来品牌成长分化的关键能力所在。

产品迭代：国产品牌从品类形态、营养角度进行升级。国产品牌在生骨肉冻干、羊奶粉冻干、低温烘焙猫粮等新兴品类上发展迅速，产品形态创新更为丰富。以麦富迪为例，根据麦富迪天猫旗舰店统计，其冻干系列产品 SKU 达到 95 个，其中主食冻干 SKU 达到 49 个，深度挖掘单客价值。



图表99: 猫主粮价格带梳理



图表100: 国产品牌引领高端生骨肉主食冻干价格下移



来源: 欧睿, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

伴随国产宠食品品牌借助渠道优势(天猫、抖音)、产品力层面差异化表现,已在部分价格带实现对外资品牌阶段性的弯道超越。基于健康营养更专业前瞻、细分的产品体系布局、更高效持续的品牌表达有望成为国产品牌之间拉开差距的必要条件。

头部国产品牌乖宝-麦富迪、中宠-顽皮/领先在品牌力表达、产品力升级已呈现快速提升趋势,消费趋势洞察能力领先,且逐步进入到基础研究赋能研发,宠物品牌底层构建能力不断深化,看好中长期品牌成长空间。重点推荐标的:乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

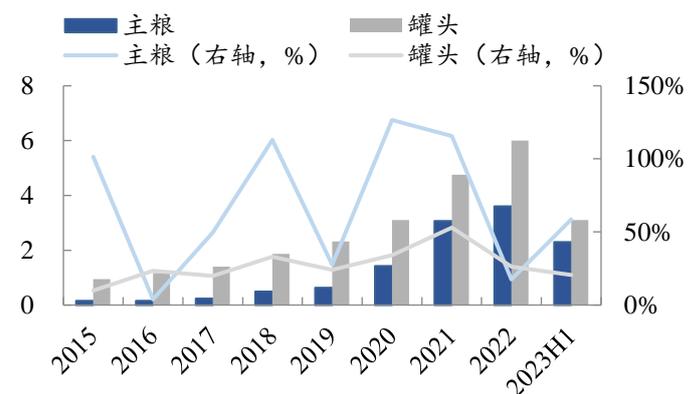
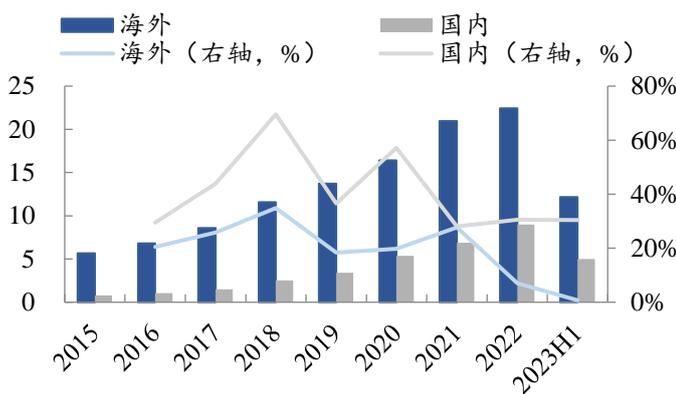
■ 中宠股份: 品牌快速成长期, 拓品类+前瞻布产能长远布局

内销: 产品运营思路升级趋势下看好公司内销资源投放效率提升,盈利模型优化效果可期。分品牌来看: 1) 顽皮: 保持 30%+成长, 加速发力高毛利高端主粮, 强化品牌形象曝光, 新品推动下后续品牌势能提升效果值得期待; 2) Zeal: 高端形象稀缺性凸显, 23 年主做控价保持销量稳定, 后续主粮矩阵完善下高速成长可期; 3) 领先 Topdress: 主打大单品策略, 99 主食罐、新品烘焙粮等差异化竞争, 保持三位数快速增长趋势。

外销: 伴随下游客户库存清理完毕恢复节奏快于预期; 基于下游客户结构分散度、美国优质产能不断承接优质订单, 盈利能力稳步提升。

图表101: 中宠国内、海外业务规模及增速(亿元)

图表102: 中宠主粮、罐头品类收入及增速(亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

■ 乖宝宠物: 主品牌麦富迪品牌势能提升期, 高端副牌弗列加特快速推新成长

品牌升级角度, 三大升级策略指引后续高质成长: 1) 主品牌麦富迪借助 barf、羊奶系列价格带升级, 强需求洞察强化产品升级; 2) 高端副牌弗列加特以大单品为突破口, 主打品质差异化, 凭借供应链优势、先进生产线以及强大产品力, 走出国产品牌高端化道路; 3) 收购美国品牌歪小尾 waggin'train 布局高端犬类鲜粮。

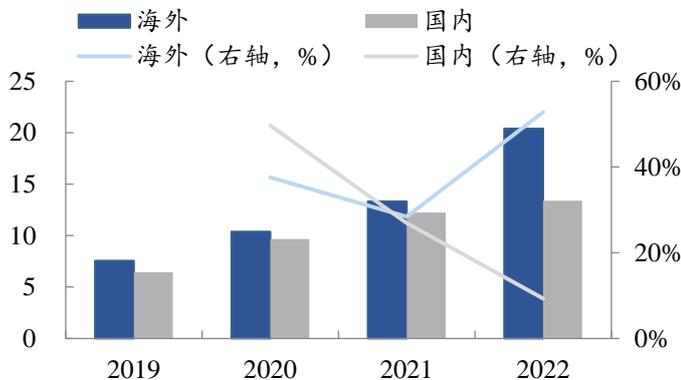
线上先发优势+精细化运营抢占渠道发展红利, 植入+内容推广+跨界联名, 多维度强化品



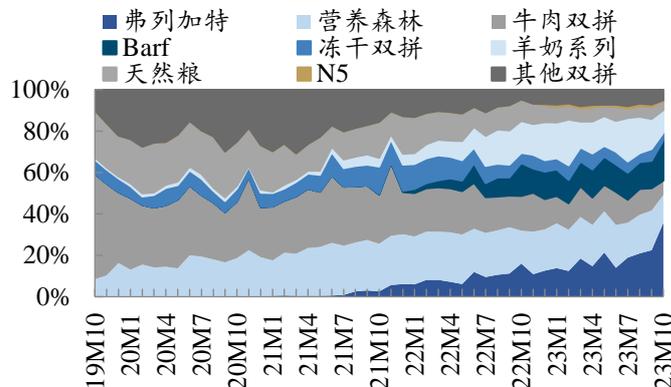
牌价值。公司 18-22 线上营收 CAGR 达 45.6%，22 年线上收入 15.87 亿元，占比 77.6%，流量基础较国内其他品牌更具优势，20-22 年销售费用率 13.1%/13.8%/ 16.0%，泛娱乐、新平台品宣等业务宣传费占比超 45%。

图表103: 乖宝国内、海外业务规模及增速 (亿元)

图表104: 乖宝旗下主推产品迭代变化



来源: Wind, 国金证券研究所



来源: 久谦, 国金证券研究所

4.5、家用电器：国牌高速吹风机，引领产品升级浪潮

■ 戴森开创吹风机产业升级，国货技术突破

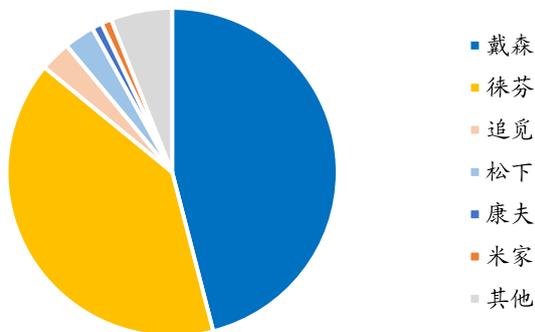
戴森凭借科技创新，开创吹风机产业升级之路。2016 年戴森首次推出高速吹风机产品，其搭载了高速电机与气流技术专利，相比普通吹风机具有更强大的风速和风量，可以大幅缩短吹干头发时间。同时通过控温减少对头发的热损伤，并运用负离子等技术提供护发功能、使发质更加柔顺，因此一经发售便深受消费者青睐。戴森高速吹风机定位高端，价格普遍在 3000 元以上，凭借较少的销量占据大部分市场份额。据奥维云网数据，2023 年上半年线上高速吹风机市场，戴森销量占比约 12%，而销售额占比达到约 46%。

国产品牌技术突破，平替产品销量快速增长。自 2020 年起，各大国产品牌先后推出高速电吹风产品，伴随技术精进和产业链完善，高速电吹风均价持续下降。根据奥维云网数据，2022 年高速吹风机产品均价首次下降至千元，2023 年上半年进一步下降至 783 元，相对比去年同期降低了 41.3%。目前市面上不乏有 299、399 元主流产品推出，价格仅是戴森的十分之一，并且除去电机电控等技术上与戴森的差距，产品真实使用体验与戴森相差无几，这些高性价比产品吸引到了更多的国内消费者，既满足了人们对于高性能产品的追求，同时对于提升高速电吹风的行业渗透率起到了强有力的推动作用。

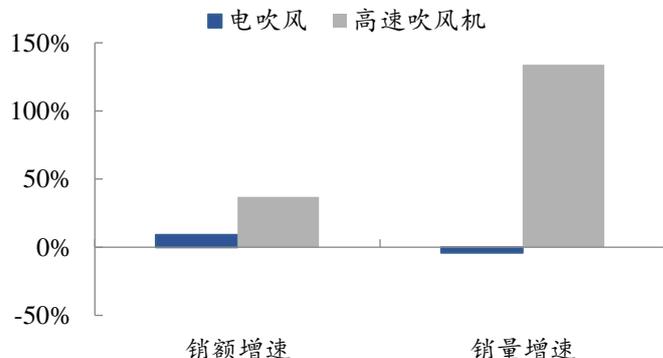
高速吹风机品牌数量与产品机型均呈现加速增长态势，行业迎来快速增长。根据奥维云网数据，2023H1 我国电吹风整体/高速吹风机线上零售额分别同比+9%/+37%，线上零售量分别同比-4%/+134%，高速吹风机销量增速明显快于行业平均。

图表105: 2023H1 高速吹风机市场格局

图表106: 23H1 高速吹风机行业快速增长 (%)



来源: 奥维云网, 国金证券研究所



来源: 奥维云网, 国金证券研究所



■ 国产品牌性价比优势凸显，份额逐渐提升

凭借生产工艺的优化和成熟，加以国内发达的制造业和成熟的供应链体系，国产品牌开发出极具性价比的吹风机产品。高速马达是高速吹风机产品核心技术之一，随着国产高速马达技术达成突破，国产品牌陆续推出高性能高速吹风机产品。米家，追觅，飞科等品牌的产品马达转速达11万转/分钟，与戴森旗舰HD5的11万转/分钟持平，风速更是达60-70m/s，超过戴森旗舰HD5的46m/s。在产品性能上，国产产品与戴森的差距正在不断缩减。而国产产品在生产成本控制，运输成本，税费等方面相对戴森等进口商品有着天然优势，使得产品成本及价格得到控制，国牌近年来于高速吹风机市场中增速亮眼。

徕芬作为国产高速吹风机产品的领跑者，在近两年取得了亮眼的增长。2021年10月，徕芬第三代高速吹风机产品LF03发布，搭配11万转/分钟高速电机，与戴森电机转速相近，但定价仅为599元。2022年徕芬推出SE高速吹风机，电机转速10.5万转/分钟，价格进一步下探至399元。徕芬凭借不输戴森的产品性能、亲民的价格、抖音，B站等新渠道的造势与营销，取得了非常好的市场反响，2021全年GMV达到1.3亿元，2022全年GMV高达15.7亿元，根据奥维云网数据，2022年1-9月，徕芬占据了65%的销售量和19%的销售额，2023H1其销量达64%，远超于第二名戴森的12%。此外，徕芬作为国产高速吹风机行业的先行者，教育了市场，增加了高速吹风机品类的知名度，促进产品渗透率的提高。

追觅科技与徕芬同属第一批发布高速吹风机的品牌之一，展现了国产品牌在高速吹风机赛道上的潜力与发展速度。其在2022年发布的“光蕴小金管”搭载11万转/分钟高速无刷马达，拥有高达70m/s的风速，远高于徕芬LF03的22m/s和戴森HD05的46m/s，该产品以最快的速度吹干发丝，将对于头发角质层的损伤降为最低。同时还搭载护发精华风嘴和负离子科技，达到养发护发的效果。

随着徕芬，追觅等品牌在高速吹风机领域获得成功，高速吹风机市场的巨大空间及潜力被越来越多的品牌所看见，包括美的，松下等家电巨头，先后发布高速吹风机产品，布局高速吹风机市场。以美的为例，作为知名全球家电制造商，美的在供应链管理、品牌效应上都有巨大优势，在高速吹风机这一细分领域内，也拥有着强大的竞争力。其产品FG2高速吹风机，凭借仅288元的售价，马达转速达11万转/分，风速达65m/s，性能不输戴森，徕芬，追觅等品牌。国产传统吹风机龙头企业飞科同样开始入局高速吹风机产业，国产老牌选手加入有利于进一步促进行业渗透率提升。

图表107: 各品牌产品对比

| 外观 | | | | | | |
|-------------|--------|-------|---------|--------|----------|----------|
| 型号 | 飞科星环 | 徕芬 SE | 徕芬 LF03 | 追觅 G20 | 美的 FG2 | 戴森 HD5 |
| 售价 | 339 | 399 | 599 | 529 | 288 | 3399 |
| 风速 (m/s) | 65 | 21 | 22 | 70 | 65 | 46 |
| 马达转速 (万/分钟) | 11 | 10.5 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 重量 (g) | 360 | 407 | 407 | 345 | 383 | 560 |
| 噪音 (db) | | | 59 | 58 | | |
| 风速档位 | 两档风速 | 两档风速 | 两档风速 | 两档风速 | 两档风速 | 三档风速 |
| 风温档位 | 三档风温 | 四档风温 | 四档风温 | 四档风温 | 四档风温 | 四档风温 |
| 负离子 (亿) | 2 | - | 2 | | 6 | - |
| 配件 | 造型磁吸风嘴 | - | 顺滑风嘴 | 磁吸顺滑风嘴 | 360度磁吸风嘴 | 防飞翘风嘴等四种 |

来源: 各品牌官网, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2023/12/22)

■ 飞科电器: 老牌焕新, 供应链与渠道优势领先

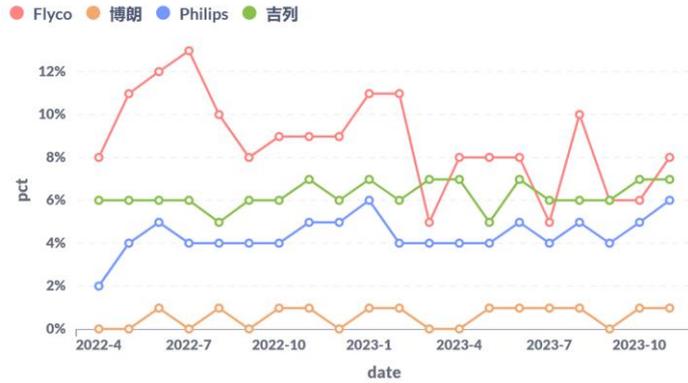
飞科电器于23年7月发行新品“银河星环”FH6371高速电吹风, 正式入局高速吹风机市场。相较于市场上其他主流产品, 飞科银河星环性价比较高, 售价为339元, 马达转速达11万转, 与徕芬, 戴森的旗舰产品几乎持平, 在风速上更是达到了65m/s, 超过了徕芬、戴森, 此外“银河星环”还具有轻量化的设计及两亿负离子的养发护发功能。飞科具有完备的产业链与供应链, 在产品生产环节, 高度重视降本管理, 深入研发、供应链、采购、品控、实验室每个环节, 因此能做出具有性价比的高速吹风机产品。

飞科为个护小家电龙头, 在个护领域拥有强大的品牌力。飞科电动剃须刀产品销量份额多

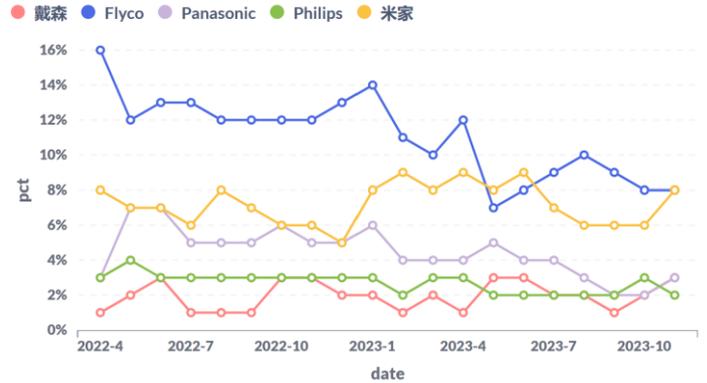


年维持国内第一，品牌知名度高。作为传统电吹风龙头，更是在电吹风行业上拥有原始积累。由国金数字 lab 数据，2023 年 11 月飞科线上吹风机销售量市占率达 8%，位于首位。品牌知名度和用户基础有望助力飞科快速开拓高速吹风机新品。

图表108: 剃须刀行业线上销量市占率



图表109: 吹风机行业线上销量市占率



来源：国金数字 lab，国金证券研究所（注：包含天猫、京东、拼多多、抖音）

来源：国金数字 lab，国金证券研究所（注：包含天猫、京东、拼多多、抖音）

飞科实现全渠道覆盖，在线上、线下渠道均拥有强大优势。在线上，飞科 2021 年通过抖音营销，成功打造爆款“小飞碟”剃须刀，据抖音电商营销观察发布，2021 年 8 月，小飞碟与飞科先后占据家电行业销售榜单与店铺榜单第一。其产品及品牌随后一直以更加时尚化、年轻化的形象出现在人们的视野，抖音账号积累近两百万粉丝。同时，飞科积极布局快手，小红书，微博等多重具有社交属性的社交平台。在线下，飞科实行卖场直供，区域分销等销售方式，经销商门店布局优势远超竞争对手，同时飞科积极开展线下营销手段，通过写字楼，住宅区电梯等媒体进行产品营销，提高产品知名度。“银河星环”产品以充满科技感的外观出现在消费者视野之中，有望复刻“小飞碟”的成功案例。

5、投资建议：关注市场竞争，寻找冠军品牌

国货的下半场，关注市场竞争。国货崛起始于 2014 年，2020-2021 年达到高潮。以产品力达标为基础，在消费升级时代受到政策引导、消费偏好、渠道偏好三重催化，涌现出一批国产消费品牌。而当前经济环境发生变化，参考日本经验来看，“性价比”或成为重要消费趋势。品牌需要因时制宜调整战略，兼顾产品研发和定价。预计未来本土 VS 海外、国货品牌之间的市场竞争都会加剧。国货进入下半场，投资框架也要变化，更应关注竞争格局。

抓住行业变局，锁定冠军品牌。国货崛起的底层因素未变，优秀的本土品牌依然大有可为，市场份额有望持续提升，锁定“冠军公司”是投资关键。尤其需要关注行业变局带来的超车机会，包括：1) 性价比时代的价格竞争；2) 新技术推动的产品迭代。我们认为具有过硬的产品实力、灵活定价策略、完善的渠道布局和营销能力的公司最有望胜出。此外本土品牌还可以额外借助较低的生产成本和初始价格带、对抖音快手等新渠道优势，强化竞争优势。

具体来看，各行业都有强势国货品牌崛起，建议关注：1) 化妆品：引领行业变革的本土美妆集团珀莱雅；2) 运动服饰：受营销资源优化和性价比风潮双重驱动的龙头公司李宁、安踏体育；3) 轻工制造：品牌势能向上的的百亚股份、瑞尔特、中宠股份、佩蒂股份；4) 家用电器：国产个护小家电品牌飞科电器。



6、风险提示

- 竞争加剧风险：市场竞争加剧程度若超出预期，可能影响公司短期业绩表现。
- 经济增长不及预期：市场需求持续承压，可能放大公司经营压力。
- 品牌声誉风险：消费品牌若发生舆论事件，品牌价值可能受损，影响经营表现。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
 电话: 021-80234211
 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn
 邮编: 201204
 地址: 上海浦东新区芳甸路1088号
 紫竹国际大厦5楼

北京
 电话: 010-85950438
 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn
 邮编: 100005
 地址: 北京市东城区建国内大街26号
 新闻大厦8层南侧

深圳
 电话: 0755-83831378
 传真: 0755-83830558
 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
 邮编: 518000
 地址: 深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
 18楼1806



【小程序】
 国金证券研究服务



【公众号】
 国金证券研究