

中国消费结构探寻

大众消费变革系列报告之一

消费舆论话题与真相的差异及成因，探索中国大众消费新方向与新趋势。

- **舆论层面对于消费结构话题的关注较为割裂。**中国社会和舆论整体对消费话题的关注高峰主要出现过三次，现象与真实情况之间差异在于对消费结构现象的定义缺乏统一标准/客观衡量指标，使得不同参与者就不同的点状消费现象分别展开讨论，缺乏横向比较的一致性。特定点状现象拆分开来看灵活分布在“量”、“价”、“质”3个要素点所形成的4种交叉维度。再考虑中国城乡、区域等N个不同截面分化，中国消费市场或进一步扩大至“4*N”个现象。点状消费现象引发舆论讨论的催化剂主要为两点：一是消费现象级特殊事件，二是消费数据阶段性明显降速，如社零、各节假日销售数据等。从结果看，“4*N”维度内的不同消费现象或使得舆论讨论层面对于消费情况的关注得出众多相悖表达，并最终归集得出消费结构双向变动同时存在的结论，这种多维度下的消费结构讨论并不具备显著意义。一方面，我国的消费结构变动具有多层次、多维度、高分化的特点。另一方面，从舆论传播特质角度而言，传播消费存在结构问题的被关注度，要显著优于传播消费形式向好的被关注度。
- **消费总量仍将持续增长。**消费总量的持续增长是减少消费现象讨论的核心前提，零增和负增下的减量博弈是广义消费结构出现异常的必然前置条件。新冠疫情期间及疫后，由于消费总量数据的波动和增速中枢下行，使得相关讨论加剧有其合理性，但从长端来看，消费数据短期波动造成的消费预期紊乱将随着经济企稳而重新弥合、打消。
- **地产价格上涨到底是财富效应还是消费挤出。**当居民整体人均住房面积提升到一定水平的今日，房价再上涨的财富效应要强于挤出效应。我们认为居民收入水平仍将显著提升，但（居民人均住房面积提升背景下）房价上行幅度减弱或下行，在一定程度上会降低居民财富效应，边际上或影响消费同比增速的斜率。
- **以史为鉴：日本“失去的三十年”下的消费趋势。**20世纪90年代后日本经济持续低迷，陷入“失去的三十年”，人口老龄化与资产泡沫破裂进一步降低日本社会消费意愿，1990年代的日本社会消费走弱，消费者信心持续弱化。在此区间内，服装鞋帽、理发美容等日常商品及服务消费走弱，互联网、医疗等产业表现活跃，消费呈现出四大趋势：1)“性价比”消费崛起；2)低成本“宅”娱乐产业热度提升；3)“失业潮”驱动职教需求提升；4)新兴户外消费兴起。
- **关注大众消费、高端消费指数。**我们按自由流通市值加权编制了高端消费指数、大众消费指数。从两者间相对走势可见：大众消费相对高端消费历史上共有3轮占优过程，当前大众消费指数持续体现相对优势。高端/大众消费相对指数的同比数据与消费者信心指数和PMI数据具有一定相关性。价格走弱背景下高端较大众消费品的相对优势显著走弱，整体呈现震荡或负超额状态。
- **中国“大众消费”投资机会思考。**近年来，我国消费结构与消费趋势也出现了一定的变化，贡献了新的投资机会。在趋势上，我国“性价比”消费呈现崛起态势，特别是折扣零售、量贩零食、跨境电商、国货美妆等平价消费赛道景气度向好。“性价比”消费之外，近年来“娱乐经济”消费热度不断提升，“职业教育”受到市场需求提升与政策支持的双重催化，户外运动景气向好，相关行业均具备较优的投资机会。
- **风险提示：**1)国内经济增长不及预期，消费总量增长不及预期；2)地产周期超预期下行，冲击消费者资产负债表；3)日本消费市场与国内存在差异；4)国内促消费政策不及预期，国内消费者信心修复偏慢。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

1 引发消费现象讨论的几个另类数据.....	6
2 消费现象讨论的原因.....	10
3 消费总量持续增长意义重大.....	11
3.1 消费总量仍将持续增长.....	11
3.2 消费总量波动的海外经验.....	12
3.3 专题：地产价格上涨到底是财富效应还是消费挤出.....	13
4 消费总量指标对资本市场的影响.....	17
5 以史为鉴：日本“失去的三十年”下的消费趋势.....	19
5.1 日本“失去的三十年”.....	19
5.2 日本“失去的三十年”区间消费结构变迁.....	21
5.3 日本“失去的三十年”消费的四大趋势.....	22
6 总量增长下的消费结构新趋势.....	25
6.1 大众消费指数.....	25
6.2 消费结构变动持续演绎.....	28
7 中国“大众消费”投资机会思考.....	30
7.1 “性价比”消费.....	30
7.2 娱乐经济.....	34
7.3 职业教育.....	35
7.4 户外运动.....	36
风险提示.....	39

图表目录

图表 1. 舆论层面就社会消费现象的三次讨论高峰.....	6
图表 2. 2018 年商务部发言人就消费现象发表观点.....	7
图表 3. 2018 年涪陵、顺鑫股价大涨加速讨论.....	7
图表 4. 2019-2020 年茅台、中免股价大涨打消讨论.....	7
图表 5. 2022 年社零阶段性走弱加速舆论讨论.....	8
图表 6. 豆瓣群组发帖数量分布.....	8
图表 7. 2023 年双十一全网销售数据走弱加剧讨论.....	9
图表 8. 分析师就消费结构现象发布的研报数量分布.....	9
图表 9. 消费行业股价走弱与舆论讨论互相影响.....	9
图表 10. 中国舆论层面讨论消费现象的“4*N”分类.....	10
图表 11. 社零总额尚未修复至潜在水平.....	11
图表 12. 中国:最终消费支出:占 GDP 比重.....	11
图表 13. 中高收入消费群体数量或稳步扩大.....	12
图表 14. 美国消费者信心指数历史上多次探底.....	12
图表 15. 中美欧日消费者信心历史上多次探底.....	12
图表 16. 美国消费增速短期波动不影响总量增长趋势.....	13
图表 17. 美日消费总量也曾长期低于趋势线.....	13
图表 18. 实际消费水平的构成.....	14
图表 19. 地产价格与消费指数走势.....	15
图表 20. 地产价格与消费相对指数走势.....	15
图表 21. 房价上涨对不同居民及整体居民的影响路径.....	16
图表 22. 房产价格增速波动对消费者信心指数波动具有一定前瞻性.....	16
图表 23. 消费者信心指数对消费行业投资具有一定指引性.....	17
图表 24. 消费者信心指数与消费风格指数同比度数具有高相关性.....	18
图表 25. 1990 年至 2000 年日本失业率逐步上升.....	19
图表 26. 20 世纪 90 年代后日本居民收入增长陷入停滞.....	19
图表 27. 20 世纪 90 年代初日本国民储蓄率达到短期峰值.....	19
图表 28. 1990 年至 2000 年日本人口抚养比逐渐上升.....	20
图表 29. 1990 年至 2000 年日经 225 指数波动下降.....	20
图表 30. 日本 1990 年商业地产价格指数达到峰值.....	20
图表 31. 日本近三十年消费者信心指数变化.....	21
图表 32. 1990 年后日本零售商业额增速迅速下降.....	21
图表 33. 食品、交通通信等类消费占比.....	22
图表 34. 服饰支出占比下降, 保健医疗类支出占比上升.....	22
图表 35. 部分第三产业活动指数增幅一览.....	22
图表 36. 日本高性价比产品公司营收稳定增长.....	23

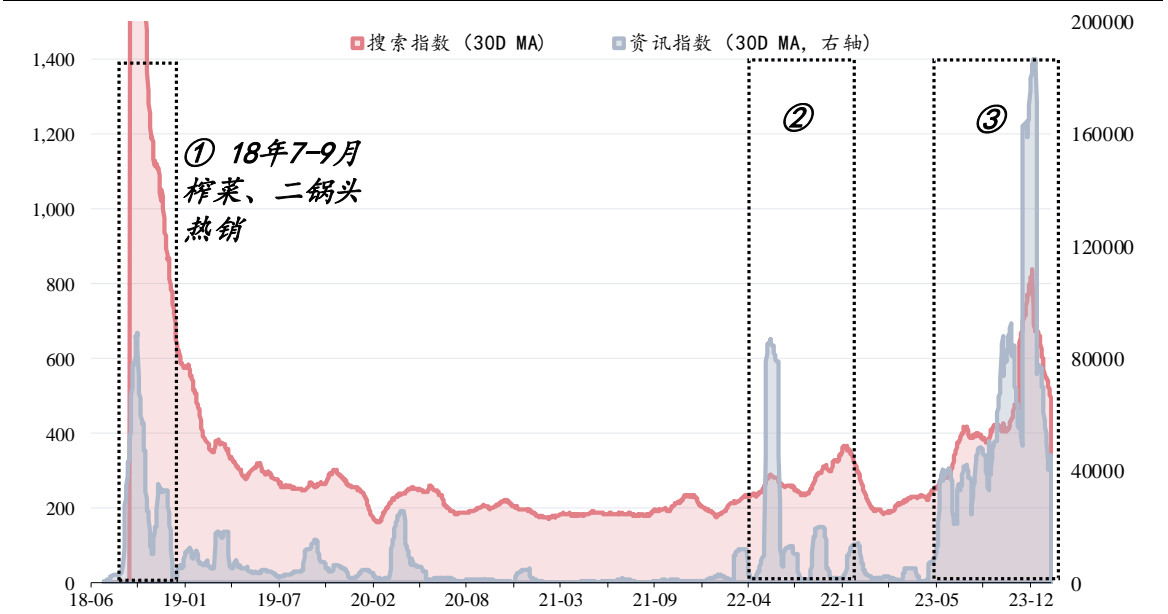
图表 37. 90 年代日本外食产业客单价显著下行.....	23
图表 38. 日本电视动画新增数量保持增长趋势.....	23
图表 39. 柏青哥产业从 90 年代至今景气指数持续提升.....	23
图表 40. 90 年代日本职业大学生人数持续快速上升.....	24
图表 41. 日本贷金业出现逆势增长.....	24
图表 42. 日本人均 GDP 达到 10000 美元后，户外运动热潮兴起.....	24
图表 43. 大众消费品指数历史上的三次占优阶段.....	25
图表 44. 高端、大众消费品指数（剔除白酒权重）2 走势.....	26
图表 45. 高端/大众消费品相对指数（同比走势）与消费者信心指数具有一定相关性.....	26
图表 46. 高端/大众消费品相对指数（同比走势）与 PMI 具有一定相关性.....	27
图表 47. 历史上的“弱价格”区间.....	27
图表 48. “弱价格”区间高端消费品相对大众消费品走势转弱或震荡.....	28
图表 49. 社零走弱后消费指数成分股正绝对收益表现.....	29
图表 50. 社零走弱后消费指数成分股正相对收益表现.....	29
图表 51. 社零走弱后，仍取得正相对收益的消费三级行业.....	29
图表 52. 拼多多单季营收同比增长显著高于淘宝、京东.....	30
图表 53. 名创优品未来五年战略地图.....	30
图表 54. 国内零售业态渠道发展趋势.....	30
图表 55. 折扣零售重点标的.....	31
图表 56. 中美 CPI 同比及其增速差.....	31
图表 57. 中国跨境电商出口交易规模逐年扩大.....	31
图表 58. 海外电商渗透率相较国内仍有较大差距.....	31
图表 59. 跨境电商重点标的.....	32
图表 60. 零食很忙门店扩张情况.....	32
图表 61. 2023 年度量贩零食连锁品牌 TOP30.....	32
图表 62. 量贩零食重点标的.....	33
图表 63. 2023 年电商销售量前五的化妆品品牌中，国货品牌价格显著低于海外品牌.....	33
图表 64. 国货化妆品出口额同比.....	33
图表 65. 国货美妆重点标的.....	34
图表 66. 泡泡玛特注册会员数逐年上升.....	34
图表 67. 2023 年移动游戏实销收入增长显著.....	35
图表 68. Steam 平台 VR 月活跃用户数量增长.....	35
图表 69. 娱乐经济重点标的.....	35
图表 70. “十四五”时期职业技能培训主要指标.....	36
图表 71. 国家公务员参考人数上升，录考比较低.....	36
图表 72. 职业教育重点标的.....	36
图表 73. 中国人均 GDP 突破 10000 美元.....	37

图表 74. 2022 年 5-8 月户外运动相关互动量同比增长率	37
图表 75. 户外包、运动鞋服处于消费趋势高增长区	38
图表 76. 2023 年户外服装市场各品类销售额占比及增速	38
图表 77. 户外运动重点标的	38

1 引发消费现象讨论的几个另类数据

市场和舆论对消费话题的异常讨论频率升高发生过几次？综合百度就消费话题词条的搜索指数和资讯指数来看，中国社会和舆论整体对消费话题的关注高峰主要出现过三次，分别发生于2018年7-9月，2022年5-11月，2023年5月迄今。

图表 1. 舆论层面就社会消费现象的三次讨论高峰



资料来源：百度指数，中银证券

1) 2018年7-9月，消费现象的第一次正式讨论。关于消费话题舆论发起的现象起因在于两件事：一是2018年7月拼多多成功赴美上市。二是榨菜、二锅头的热销，同期资本市场对应的上市公司涪陵榨菜和顺鑫农业股价相对行业指数明显大幅上涨。从背景来看，2018年中美贸易摩擦持续加剧，宏观预期的紧张加剧了整体情绪悲观氛围。另一方面，社零增速数据于2018年4月跌破10.0%，两者共同构成了舆情和讨论发酵的基础。

事后来看，把消费领域的点状现象和事件当消费转向低端的证据，并引发了第一次大规模的正式关注与讨论存在必然性，但同时也存在不合理性。2018年拿涪陵榨菜、顺鑫农业营收、盈利增速和股价来作为消费结构异常变化现象的举证案例，逻辑并不严密，后期涪陵榨菜、顺鑫农业的营收、盈利增速和股价开始走低也未能反向证明消费结构讨论错误的必然。而之后进入2019年，随着中国中免、贵州茅台等公司的营收、盈利增速和股价开始企稳回升，消费结构异常的讨论开始明显回落。因此整体来看，对消费结构异常的第一次正式讨论，实质上是被证伪的。

图表 2. 2018 年商务部发言人就消费现象发表观点

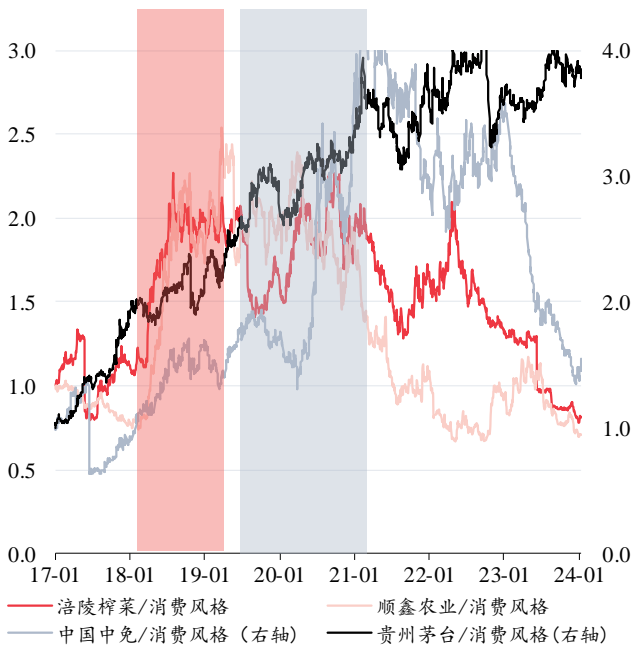


2018 年 9 月 6 日商务部召开的例行新闻发布会上，新华社记者便对当前热议现象进行提问（近期社会上出现的榨菜、二锅头销量上涨、出门共享单车、购物拼多多等现象，有人认为这是“消费降级”，请问您是否认同这一说法？如何看待当前关于消费升级和降级之争？）

商务部发言人高峰指出：关于“消费降级”的说法是有失偏颇的（当前市场出现部分大众化商品销售较好的情况，从一个侧面反映了消费升级的新趋势。一是消费者从选择杂牌商品到选择安全放心知名品牌的消费升级。有品质保障、经济实惠的行业知名品牌产品热销，满足了多样化的品质消费需求。二是消费方式的升级。多样化电商的发展，带动了网络消费群体的扩大，满足了中小城市和乡村新的消费群体的购买需求，同时也反映了电商领域差异化竞争的趋势。三是消费观念和消费心态的升级。共享经济等新的消费形式，反映了消费者更加理性、推崇绿色环保的消费趋势）。

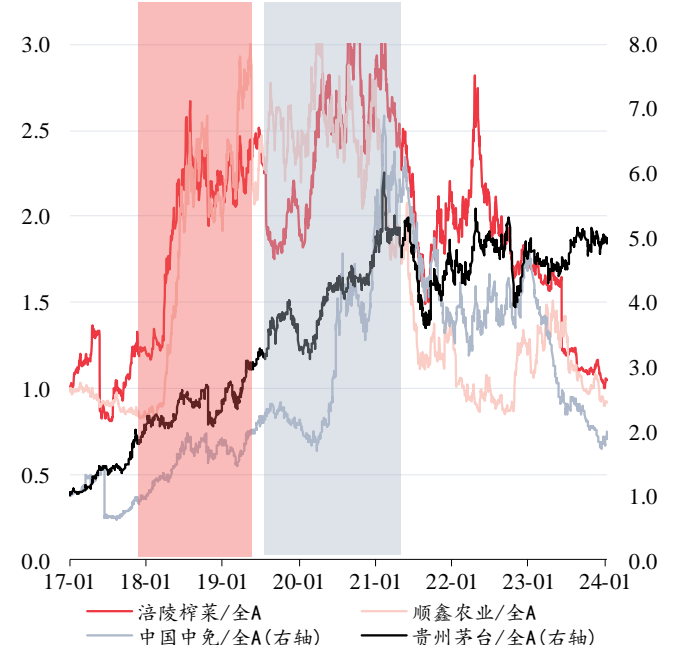
资料来源：中华人民共和国商务部，中银证券

图表 3. 2018 年涪陵、顺鑫股价大涨加速讨论



资料来源：iFinD，中银证券

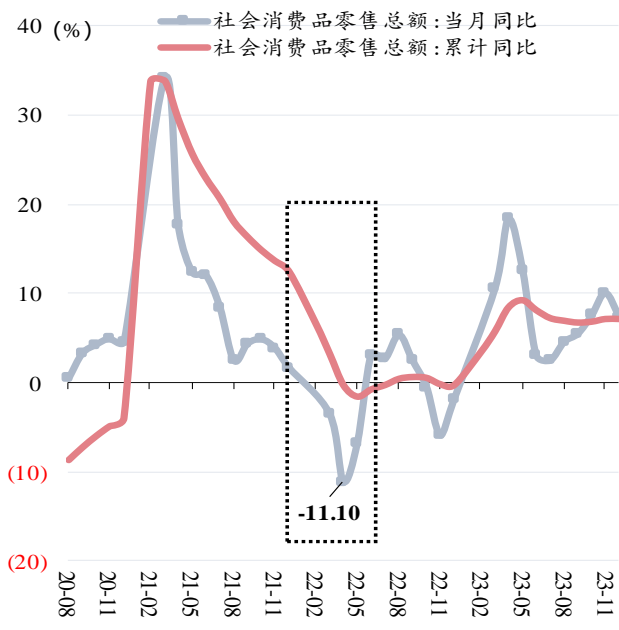
图表 4. 2019-2020 年茅台、中免股价大涨打消讨论



资料来源：iFinD，中银证券

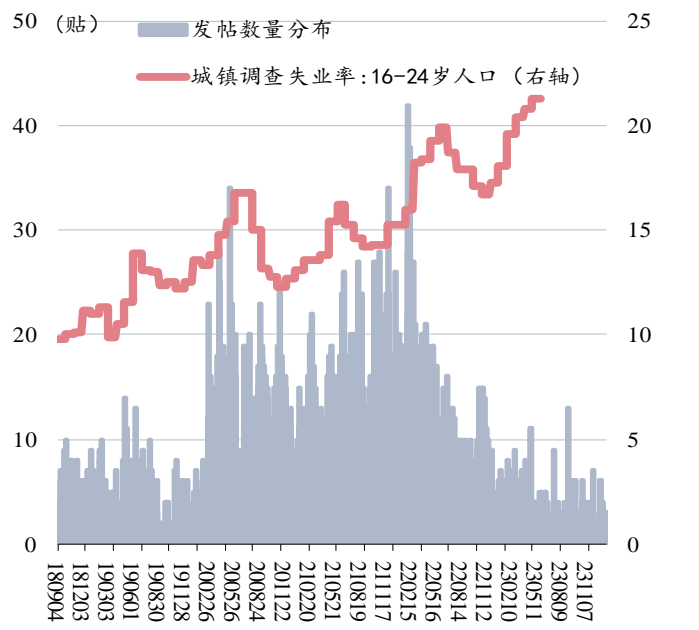
2) 2022 年 5-11 月，消费现象的第二次正式讨论。第二次舆情的发起，与新冠疫情背景下，2022 年 5 月发布的 4 月社零增速数据在转负后降幅进一步扩大有关。而对于另一数据，以年轻人参与度较高的豆瓣社区，其中一个创建于 2018 年 9 月，累计已有 35 万组员的关于消费话题讨论的群组，其群组的发帖数量构成了另一个另类观测数据，从发帖数量的分布统计来看，2020 年初新冠疫情发生后的三年内，该小组的发帖量持续提升，一方面和社会活动受限背景下的网络活跃度提升有关，另一方切实反映新冠疫情对居民，特别是对此数据反映出的部分（收入曲线处于早期）青年人组群消费行为产生一定影响，这里 16-24 岁青年人失业率数据降幅偏缓也构成另一观察视角。

图表 5. 2022 年社零阶段性走弱加速舆论讨论



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 6. 豆瓣群组发帖数量分布



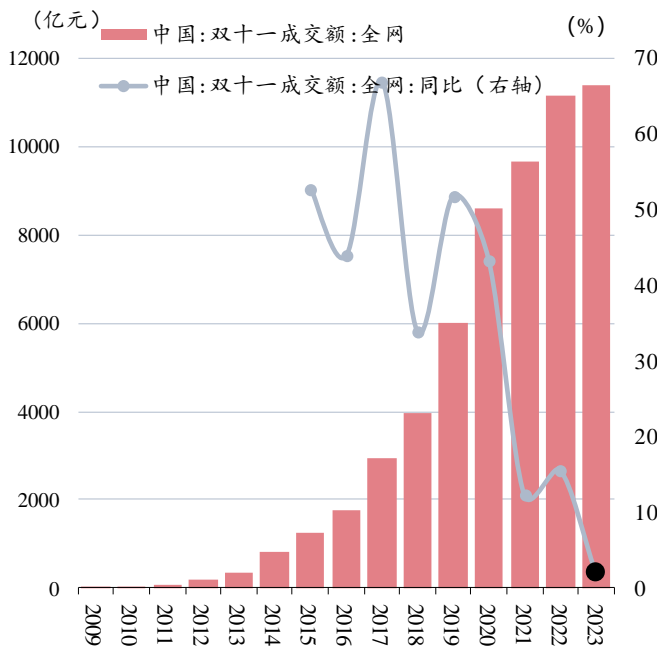
资料来源: iFinD, 豆瓣, 中银证券

3) 2023 年 5 月迄今, 消费现象的第三次正式讨论。本轮舆情讨论的数据和此前两轮有所不同, 一是关注度中枢值呈现出逐渐上升的趋势且搜索指数中枢值较前值明显上台阶, 二是舆情高位持续时间较长, 三是峰值数据较高。这些特点使得本轮消费舆情的讨论与之前点状式、爆发式的舆情有明显差异。

2022 年 10 月新冠疫情防控措施调整后, 在经历了三年的新冠疫情扰动后, 终于进入疫后时代, 叠加中国经济特别是制造业在过去 3 年中的优秀表现, 市场普遍对消费行业前景产生明显积极期许, 抑制三年的消费潜力释放是关注焦点, 这种乐观情绪在一季度保持在较高水平, 尽管对于新冠疫情的“疤痕效应”有所预估, 但经济重启背景下, 2023 年一季度经济活动成果总体超预期, 两会《政府工作报告》强调“保持政策连续性针对性”, 四月份政治局会议也定调“经济复苏好于预期”, 在较为良好的一季度经济数据披露后, 这种“疤痕效应”的担忧情绪也有明显消退。这同样使得二季度整体逆周期政策力度偏弱, “疤痕效应”在一季度之后暴露的更加明显。仅从微观数据来看, 实际 2023 年春节期间, 销售增速已较为平淡, 而后期其他数据的走弱进一步加剧了市场对于消费结构问题的担忧。而本轮舆论讨论的高峰发生在 11 月份, 或与“双十一”销售数据走弱引发的讨论有关。

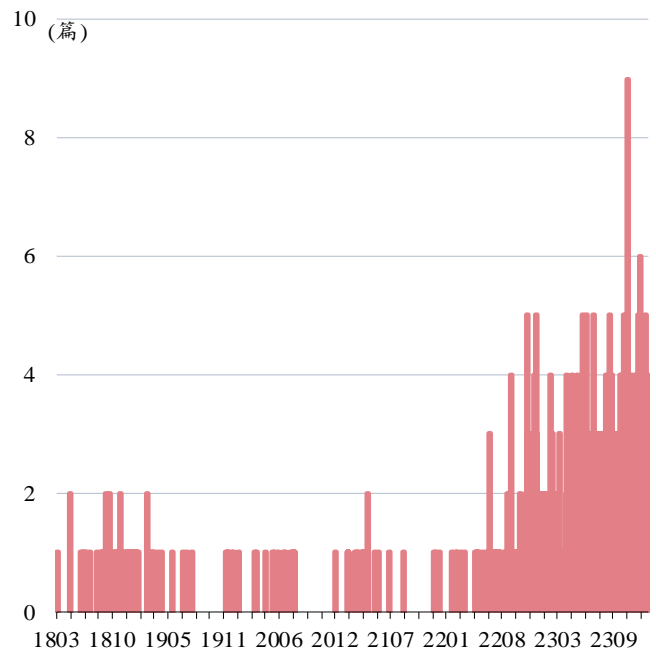
另从资本市场对于消费现象的理解角度来看, 也有两点值得注意的地方, 一是消费行业股价表现与消费结构话题讨论互为因果, 三次讨论高峰皆出现在消费行业绝对/相对收益走势大幅走弱阶段。从另一个另类数据跟踪来看, 2018 年初迄今, 对消费结构现象进行进一步讨论的分析师研报数量 (同花顺 iFinD 研报平台口径, 剔除定期的年度和中期策略报告后) 共计 612 篇, 从发布日期的分布来看, 2022 年 Q4 开始, 讨论频率开始有明显提升。二是资本市场对于消费的定价也容易过度偏斜, 从 2023 年消费行业走势来看, 各细分方向估值压缩剧烈, 对消费行业的乐观预期有明显降低。

图表 7. 2023 年双十一全网销售数据走弱加剧讨论



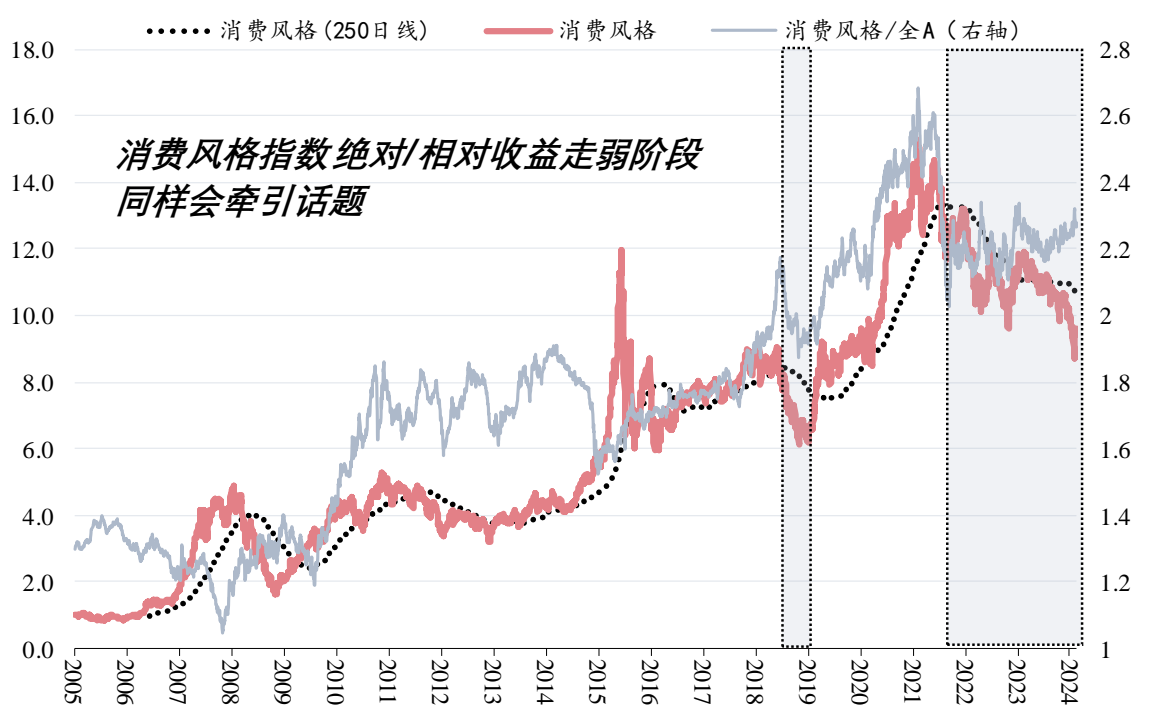
资料来源: 万得, 星图数据, 中银证券

图表 8. 分析师就消费结构现象发布的研报数量分布



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 9. 消费行业股价走弱与舆论讨论互相影响



资料来源: 万得, 中银证券

2 消费现象讨论的原因

上文，我们通过几个另类数据，理清了舆论层面对消费结构现象关注、讨论的生成及变化原因。但舆论层面所讨论的现象与真实情况之间是否存在差异，以及差异的成因是什么，仍然值得进一步深究。

我们认为第一层面的差异点核心在于对消费结构现象的定义缺乏统一标准/客观衡量指标，使得不同参与者就不同的点状消费现象分别展开讨论，以至缺乏横向比较的一致性。

社会舆论层面的讨论，主要是基于特定点状现象进行描述，拆分来看，灵活分布在“量”、“价”、“质”3个要素点所形成的4种交叉维度。如果再考虑中国部分经济数据统计口径及其对应的中国独特的城乡二元结构等结构分化，同样一个消费现象可能在城镇/乡村、高/低收入、不同年龄层等N个不同截面，倍数式的出现更多截然不同的现象，因此这4个交叉维度在中国消费市场或进一步扩大至“4*N”个现象（如低价液晶电视在乡村地区热销是乡村的消费结构向好）。这种拆分后各维度的消费现象（尤其是消费对子现象，如高奢和拼多多同样景气），使得舆论层面对于消费结构话题的讨论显得非常割裂。

我们检索了部分有关消费结构讨论的互联网新闻报道，按照“量”、“价”、“质”的单独及交叉维度，将报道中所涉及的消费现象举证案例进行分类。

图表 10. 中国舆论层面讨论消费现象的“4*N”分类

消费的现象分类								
现象分类	现象1		现象2		现象3		现象4	
指标	量*价		量*质		量 * 价 * 质		量*质/价	
消费类型	价格消费		品质消费		高端消费		性价比消费	
分类	高价热销	低价热销	高质热销	低质热销	高端热销	低端热销	低性价比热销	高性价比热销
消费结构	结构向好?	结构向坏?	结构向好?	结构向坏?	结构向好?	结构向坏?	结构向好?	结构向坏?
案例1	京东GMV提升	拼多多GMV提升	茅台热销	二锅头热销	欧美出境游大热	国内游大热	欧莱雅热销	珀莱雅热销
案例2	BBA营收提升	国产车营收提升	精品店热销	折扣店热销	高奢品热销	大众品热销	星巴克热销	瑞幸热销
N1: 城乡分化	城乡二元结构将上述现象进一步分层：拼多多上低价液晶电视的热销，是农村居民的消费结构向好							
N2: 区域分化	东西部消费能力差异带动消费现象分化							
N3: 线上线下分化	线上销售增速和线下销售增速差异化							

资料来源：中银证券

整体而言，点状消费现象引发舆论层面讨论的催化剂主要为两点：一是消费现象级特殊事件引发的现象讨论，典型为2018年关于消费的讨论，主要由拼多多上市和榨菜、二锅头热销现象所引发。二是消费数据阶段性明显降速引发的实际讨论，如社零、各节假日销售数据等。

从结果来看，“4*N”维度消费现象的不同结果，或使得舆论讨论层面对于消费情况的关注会得出众多相悖的表达，并最终归集得出消费结构双向变动同时存在的结论，这种讨论发起的导火索和背后成因不仅此前存在，我们相信今后也将长期存在。

总结来看，“4*N”维度下的消费结构讨论并不具备显著意义。一方面，我国的消费结构变动具有多层次、多维度、高分化的特点，这和我国土面积较大、人口数量众多、人口结构变化迅速、区域发展不平衡、城乡分化、高/低收入人群基数及收入增速等多方面因素有关，这也使得相比其他海外国家，我国消费市场的结构研究更具有复杂性和多样性。另一方面，从舆论传播特质角度而言，传播消费存在结构问题的被关注度，要显著优于传播消费形式向好的被关注度。

3 消费总量持续增长意义重大

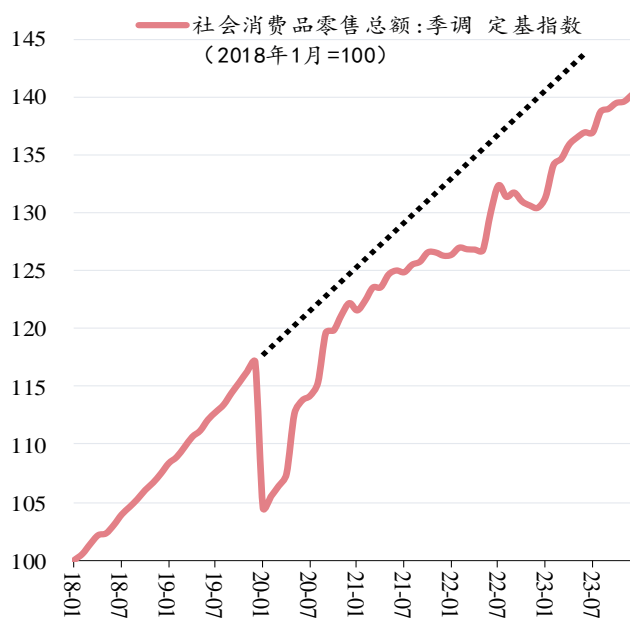
3.1 消费总量仍将持续增长

在我们去考虑尝试从理论层面理解消费结构变化前，需要首先对消费结构变化的定义进行明确，但由于这一词汇较为宽泛和广义，使得理论上明确这一定义存在较大困难。

结合资本市场视角与需求，我们认为从“目的”角度出发以进行定义更加适宜，投资者对于消费变动情况的关注主要聚焦在两点：一是消费总量增长（及增速），二是总量变化中的结构性变化趋势，最终在此两点的认知判断基础上，识别出结构上有利（存在增量或壁垒优化）的消费行业细分方向。

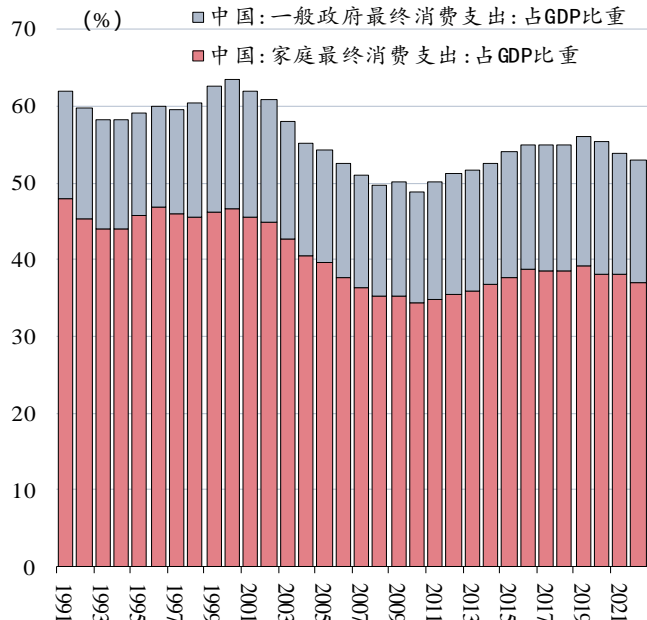
从第一点出发，消费总量的持续增长是减少消费现象讨论的核心前提，零增和负增下的减量博弈是广义消费结构出现异常的必然前置条件，增量环境下的消费内部结构并不能充分构成广义视角的消费问题。抛开总量增长背景下的消费结构异常是一个伪命题，只要消费总量在增长，广义消费升级会在供需两侧变动下持续存在。新冠疫情期间及疫后，由于消费总量数据的波动和增速中枢下行，使得相关讨论加剧有其合理性，但从长端来看，消费数据短期波动造成的消费预期紊乱将随着经济企稳而重新弥合、打消。

图表 11. 社零总额尚未修复至潜在水平



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 12. 中国:最终消费支出:占 GDP 比重



资料来源: iFinD, 中银证券

对于我国消费总量持续增长的逻辑和判断来源于经济内生动能和发展目标的倒推。2020 年 10 月审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》及说明中，提到经济发展的远景目标，一是到“十四五”末达到现行的高收入国家标准，二是到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标，**人均国内生产总值达到中等发达国家水平，中等收入群体显著扩大**。这一经济总量目标下的实际增长，从需求端分析来看，离不开最终消费支出的持续增长，从海外国家发展经验来看，从中等收入国家迈向中等发达国家过程中，最终消费支出占比整体保持平稳。因此不应就因近端消费总量数据的波动而动摇对于我国消费总量远端增长确定性的信心。

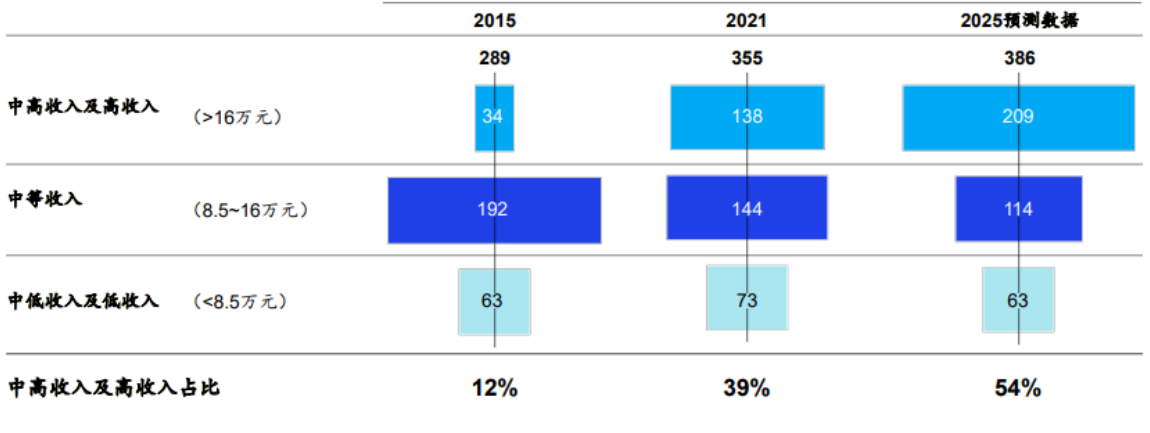
另一方面，总量趋势下，我国中等收入群体显著扩大的规划目标也同样在稳步进行。根据《麦肯锡中国消费者报告 2023》显示：“截至 2022 年底，中国的中高收入及高收入消费者群体已占据城镇家庭消费 55% 的份额，且未来还将持续快速增长。MGI 数据显示，2019~2021 年，年收入超过 16 万人民币（2.18 万美元）的中国城镇家庭数的年复合增长率（GAGR）达到 18%，从 9900 万增至 1.38 亿。到 2025 年，还将有 7100 万家庭进入这一较高收入区间，彰显了中国消费市场的巨大潜力。”

图表 13. 中高收入消费群体数量或稳步扩大

中国家庭年可支配收入

2020年实际人民币

按照收入群体统计的城镇家庭数量, 单位: 百万户



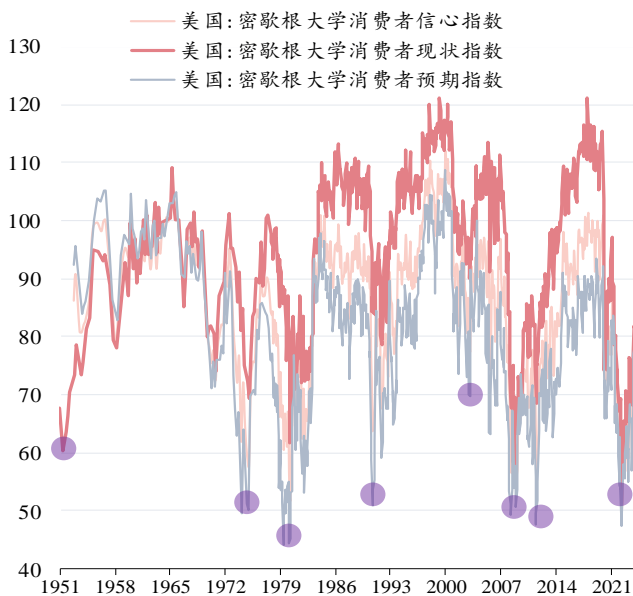
资料来源:《麦肯锡中国消费报告2023》, 中银证券

3.2 消费总量波动的海外经验

从消费者信心指数视角来看, 美欧日等主要经济体在长历史维度内都出现过多次信心探底的过程, 以美国为例, 如 70 年代两次石油危机, 1990 年两伊战争, 2008 年金融危机, 2011 年欧债危机和美国国内财政悬崖问题, 2020 年新冠疫情和 2022 年高通胀等事件都引发了消费者信心指数的阶段性大幅走弱。就其他消费数据而言, 美国人均个人消费支出同比数据历史上也有多次大幅走弱转负增的阶段, 另一方面该数据同比增速在 80 年代后也同样进入中枢下行的过程, 但是由于总量绝对值持续保持稳定增长, 美国消费市场和消费行业扩张步伐一直在稳步提升。

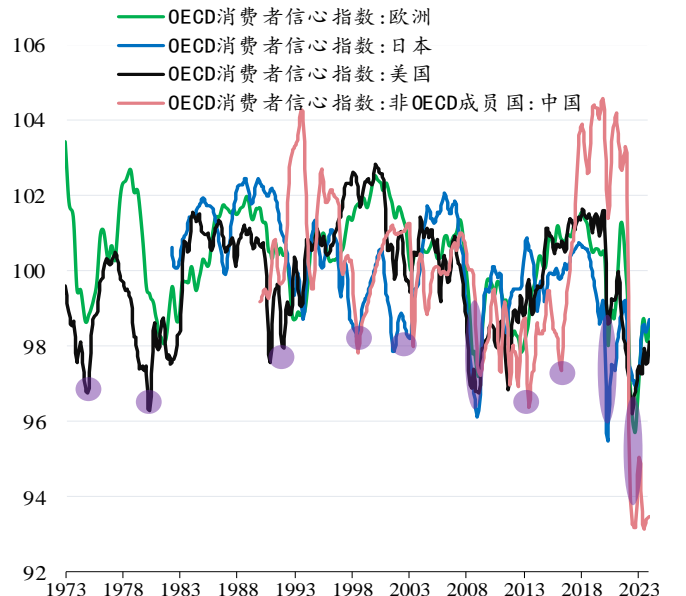
从美股市场表现来看, 20 世纪 80 年代是美国消费股发展黄金期, 90 年代后, 美股消费行业指数超额收益减弱, 但稳健的盈利增速仍推动其绝对收益持续增长。从代表性公司来看, 可口可乐、宝洁、家得宝、百事、开市客、麦当劳等, 基本仍以大众消费品经营为主。

图表 14. 美国消费者信心指数历史上多次探底



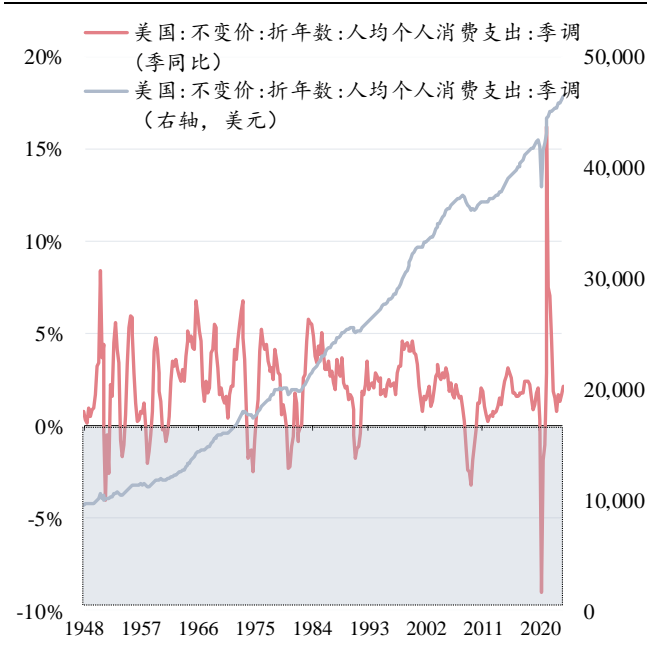
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 15. 中美欧日消费者信心历史上多次探底



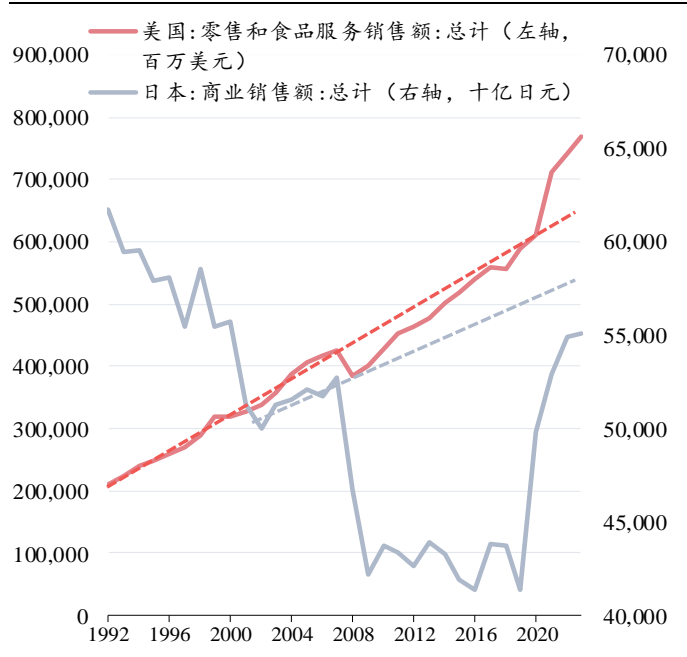
资料来源: iFinD, 中银证券

图表 16. 美国消费增速短期波动不影响总量增长趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 美日消费总量也曾长期低于趋势线



资料来源：iFinD，中银证券

3.3 专题：地产价格上涨到底是财富效应还是消费挤出

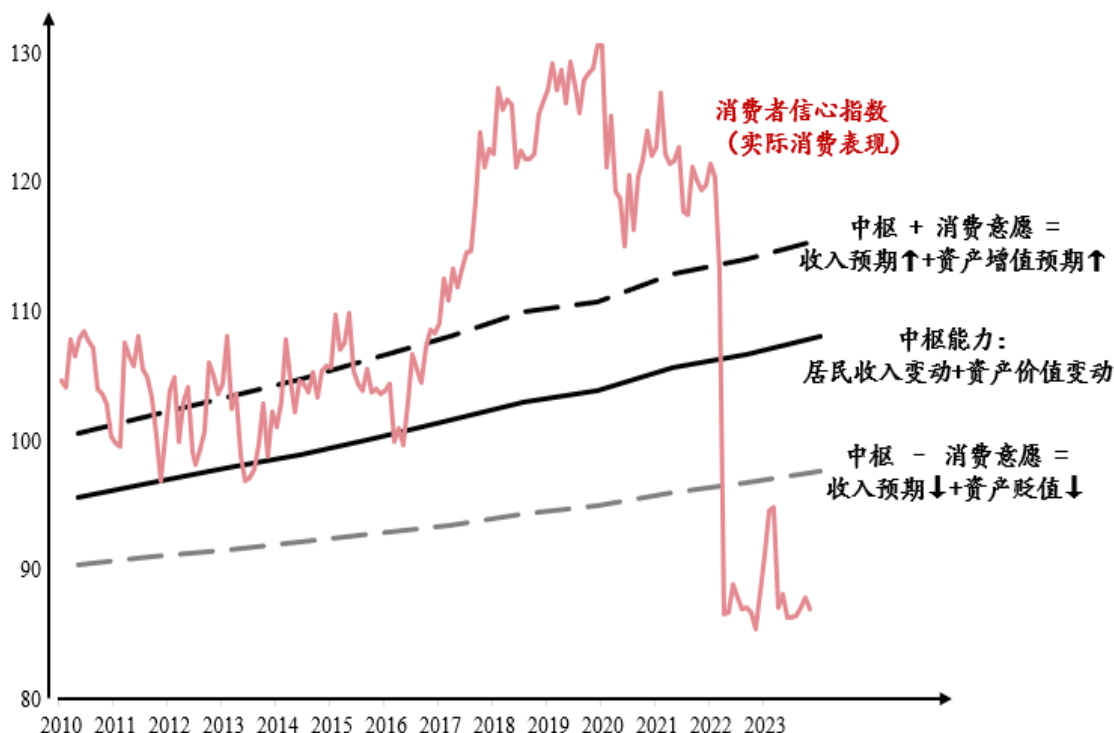
消费总量增减对应的是消费整体需求侧的来源，我们将来源的定义拆分为两部分，分别是：居民的消费能力和消费意愿。

- 居民消费能力由居民的收入 income 增长/降低，及居民所持有的资产价格 wealth 上涨/下跌所决定。
- 居民消费意愿由居民的收入变动预期 income expectation，及居民所持有资产价格的变动预期 wealth expectation 所决定。

居民收入和所持有资产价格上涨，有助于提升居民的消费能力，而居民的消费意愿（可支配收入增长预期和所持资产价格上涨预期）有助于打开居民的消费预算约束。我们认为理论上的实际消费水平是由“消费能力+消费意愿”，“消费能力-消费意愿”所构成的区间。居民的消费能力（收入+资产价格变动）决定了消费水平的中枢，居民的消费意愿（收入和资产价格变动预期）构成了居民消费能力的上下沿。

当前由于居民失业率下行速度较慢，居民消费意愿（收入端预期）受到一定影响，另一方面由于地产周期下行下的房价下行压力，也同样影响了居民的消费意愿（资产端预期），两者叠加使得整体消费表现有所承压。

图表 18. 实际消费水平的构成



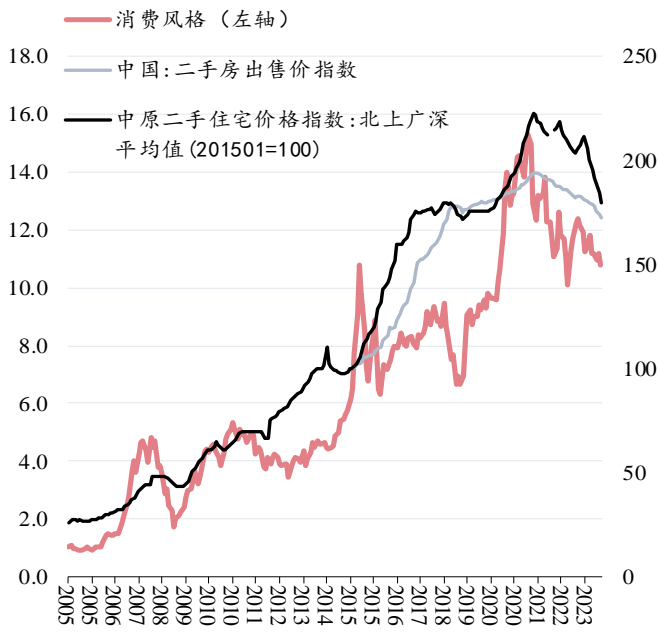
资料来源: iFinD, 中银证券

这其中，对消费前景关注度更高的点在于居民的房产资产（主要持有物）价格上涨或下跌对应的到底是居民消费能力的财富效应还是挤出效应。

在过去很长时间内，持有消费股（看多消费能力增长）和持有一线城市房产都被部分投资者视为中产阶级最好的两类持有资产（复合回报率高、低回撤）。因此两者之前都存有长牛走势，即两者之间都呈现一定高斜率稳健上涨特征，部分投资者认为消费行业指数和中国房价特别是一线城市房价走势的明显相关性，不能充分说明两者之间存在直接因果关系，并认为从底层逻辑上来说，经济总量的持续增长才是分别助推上述两类资产持续向上的核心原因。

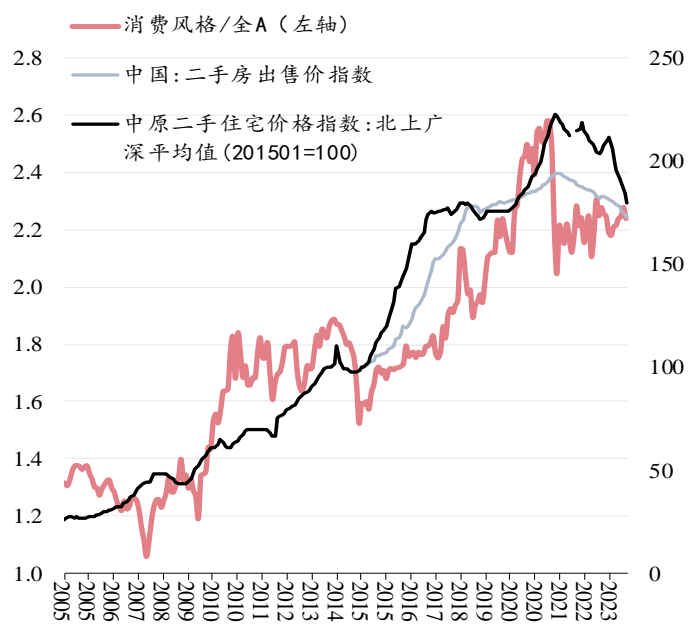
但我们认为上述观点也无法证明消费指数（所代表的消费能力）和房产价格之间不存在互相影响。因此，首先需要明确消费问题的一个核心关注点，即中国地产价格上涨到底是居民消费的财富效应还是挤出效应，以及中国地产价格下行对消费的影响是正面的还是负面的。

图表 19. 地产价格与消费指数走势



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 地产价格与消费相对指数走势

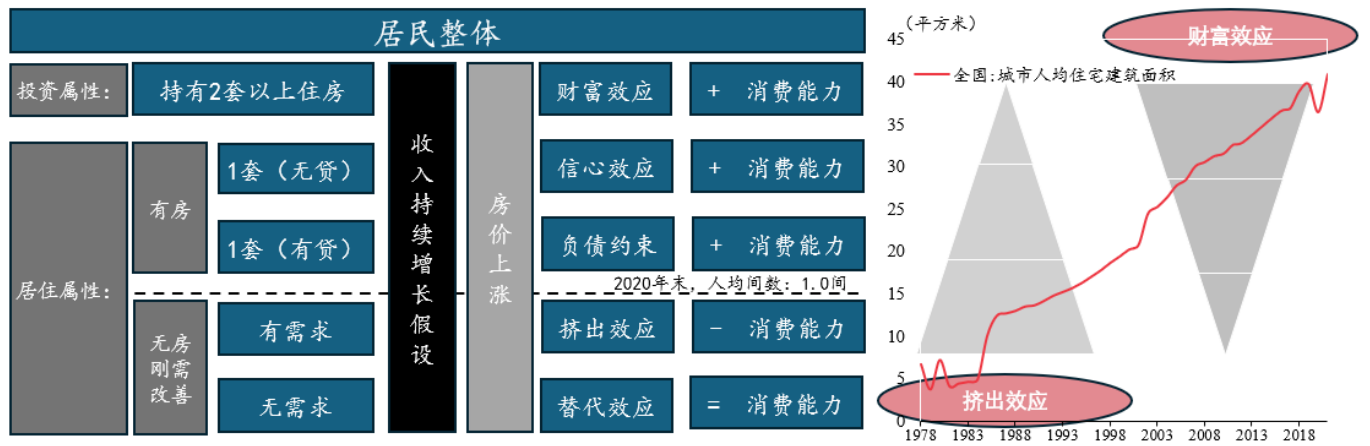


资料来源：万得，中银证券

我们根据持有房产资产的状态将居民分为五类，并（在居民收入持续增长的总体假设下）分别讨论房价变动对每类居民消费能力和意愿的影响效应：

- 1 财富效应（适用于将房产作为投资属性的居民）：在居民收入持续增长的假设下，住房价格上升会使居民财富水平增加，通过资产产生的现金流（租金）增长等方式，提升居民的消费能力及意愿，进而促进真实消费水平的提升。
- 2 信心效应（适用于有房无贷居民）：房价变动不影响居民的实际可支配收入及对应的消费能力，但对消费潜力有一定影响，考虑住房具有借贷抵押物特性，住房资产增值有助于提高其可抵押价值，提升居民的负债授信空间，增强消费信心。
- 3 负债约束效应（适用于有房有贷居民）：在居民收入持续增长的前提下，负债端（房贷）利息支出为刚性，占总收入的比重持续降低，释放更多可支配收入，提升消费能力。房价缓慢下跌对消费能力短期影响不大，然房价大幅下跌，考虑房贷的杠杆属性或使得居民资产负债表受损，消费能力会进一步挫伤。
- 4 挤出效应（适用于有购房意愿的无房、刚需、改善居民）：对于存在购房意愿的无房、刚需、改善居民，房价的持续上涨，个人和家庭为购买住房需要减少消费，一定程度上挤压了消费能力。
- 5 替代效应（适用于无房且无购房意愿的居民）：对于此类居民，主要影响机制为替代购房的房租约束，房租支出项为挂钩房价的租金支出占可支配收入的比重，考虑的是收入增速与房价/房租增速的差值。

图表 21. 房价上涨对不同居民及整体居民的影响路径



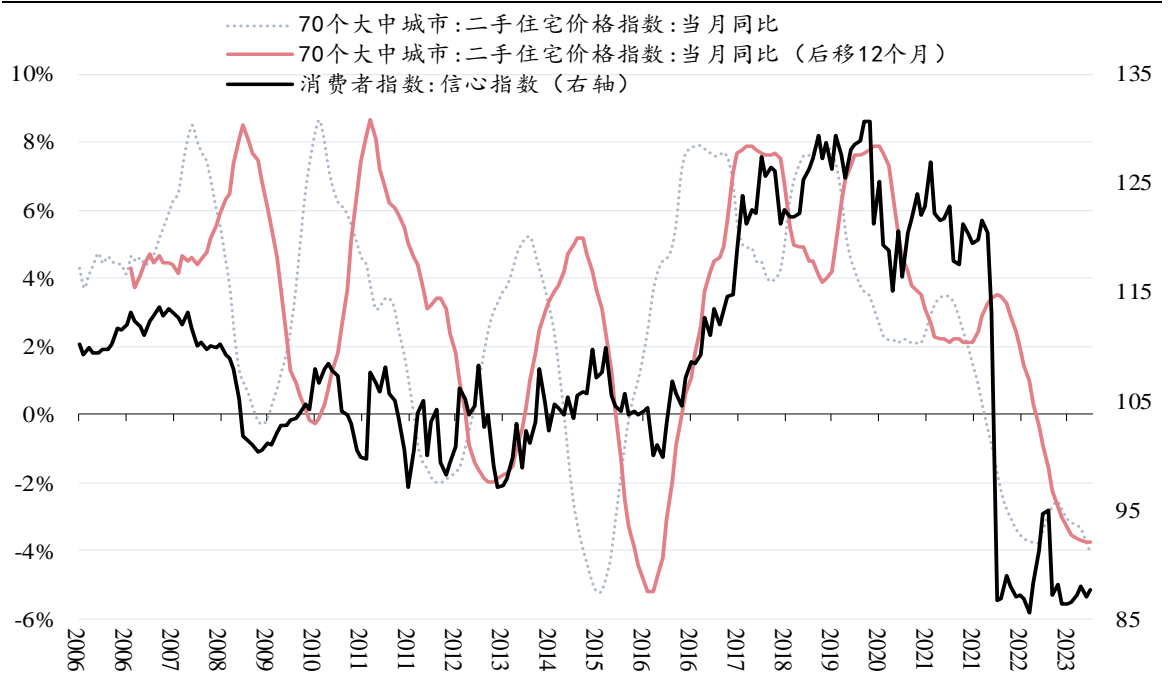
资料来源: 万得, 中银证券

过去对此问题的分析首先考虑的是, 是否应将样本拆分成有房家庭、无房家庭的框架下进行研究, 这种拆分的分维度讨论, 使得相关问题的答案呈现复杂和争议化。我们认为, 当前重新思考此问题的难度显著降低, 这主要是基于当前我国城乡居民住房保有量已经到了较高水平。(根据中银地产团队整理的七普数据, 截至 2020 年末, 我国居住在普通住宅中的城镇家庭户数有 2.92 亿户, 占整体城镇家庭户数量的比重为 94%, 某种程度上可以认为, 我国住房总体基本供求平衡。)

在此背景下, 房价变动对消费是财富效应还是挤出效应, 本质上变成了存量资产和增量负债之间的角逐。在全国范围内整体来看, 取决于房价上涨带来的住房资产的存量增值效应是否大于增量负债效应。在居民整体人均住房住宅面积较低时, 房价上涨(如 2009 年、2013 年)对于消费抑制作用或更大, 居民内生减少支出进行购房行为, 当居民整体住宅面积提升到一定水平的今日, 房价再上涨的财富效应要强于挤出效应。

总结而言, 我们认为居民收入水平仍将显著提升, 但(居民人均住房面积提升背景下)房价上行幅度减弱或下行, 在一定程度上会降低居民财富效应, 边际上或影响消费同比增速的斜率。

图表 22. 房产价格增速波动对消费者信心指数波动具有一定前瞻性



资料来源: 万得, 中银证券

4 消费总量指标对资本市场的影响

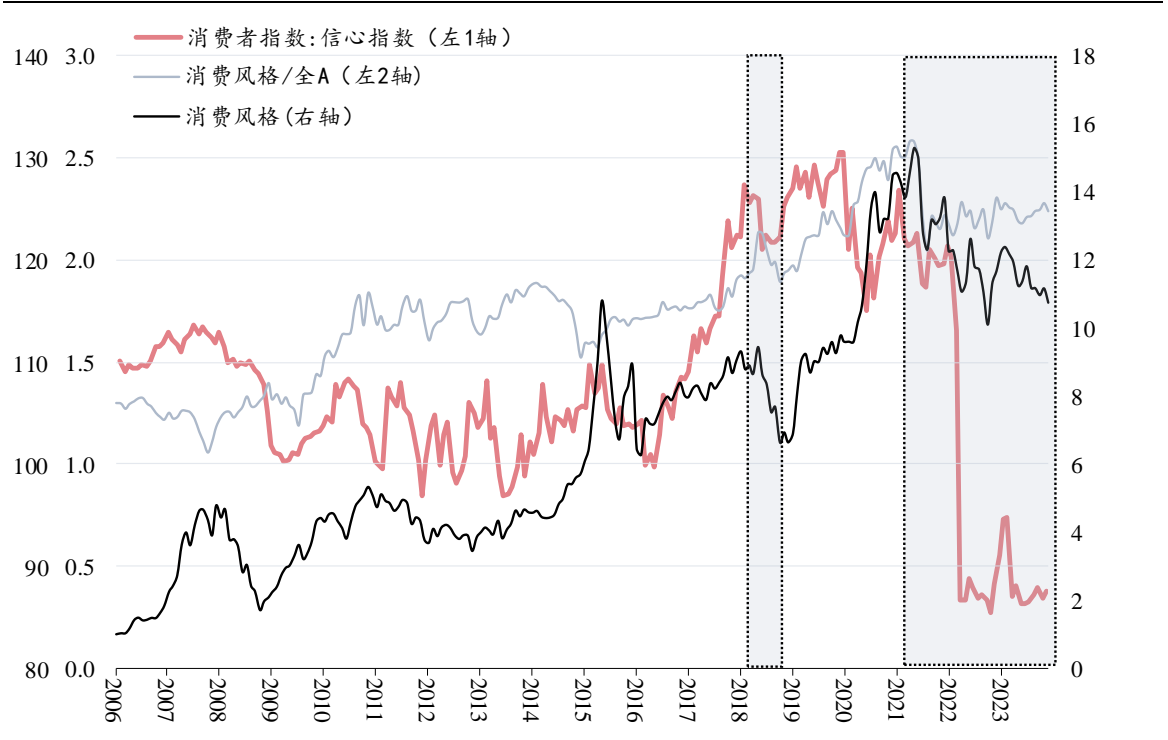
从宏观指标上，投资者总量层面建议关注的三类消费指标分别是：1) 社会消费品零售总额及同比增速，2) 居民人均消费支出及同比增速，3) 最终消费支出及同比增速。从发布频率来看，社零（月频）和居民人均消费支出（季频）两个指标的关注度和分析跟踪便利性更高。但上述指标类同 GDP 数据，波动幅度十分狭窄，使得其对于消费行业投资指向性有所缺乏。

从宏观指标而言，我们建议关注与消费行业指数相关性较高的消费者信心指数。从相关性和指向性的结果来看，居民消费信心对消费行业指数投资参照意义更强。

相关性方面：消费者信心指数与消费风格指数月收盘价同比数据，在趋势上具有高相关性，参考 2018 年的经验，消费者信心短期大幅下降，消费股股价大跌。随着 2019 年-2020 年消费者信心转好，此前积压的消费需求有更强的释放动能，消费大行情同步孕育产生。从三次消费讨论与消费行业股价表现对照来看，2018 年消费讨论被证伪，消费行业也在随后 2 年内创新高，2022 年消费讨论加剧，消费行业股价表现承压，但整体韧性依然较强，2023 年进入后新冠疫情时代，讨论再加剧，消费行业股价进一步承压，且至今未被完全证伪。当前消费者信心指数仍处于历史较低水平，这也意味着消费行业同样在孕育较为强劲的修复动能。

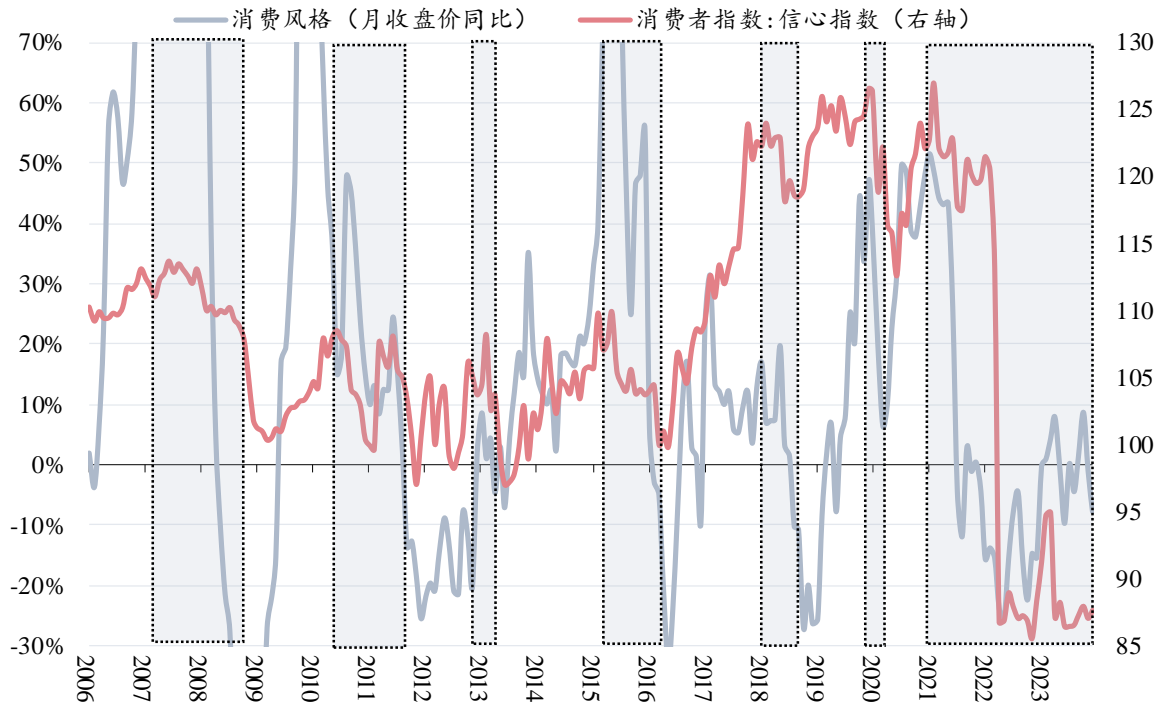
拐点方面：消费者信心指数历轮低点也都对应着风格指数收盘价同比读数的低点，消费者信心指数历轮阶段高点也都对应着风格指数收盘价同比读数的高点，每一次消费者信心指数触底后的阶段拐点都值得保持高度关注。

图表 23. 消费者信心指数对消费行业投资具有一定指引性



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 消费者信心指数与消费风格指数同比度数具有高相关性



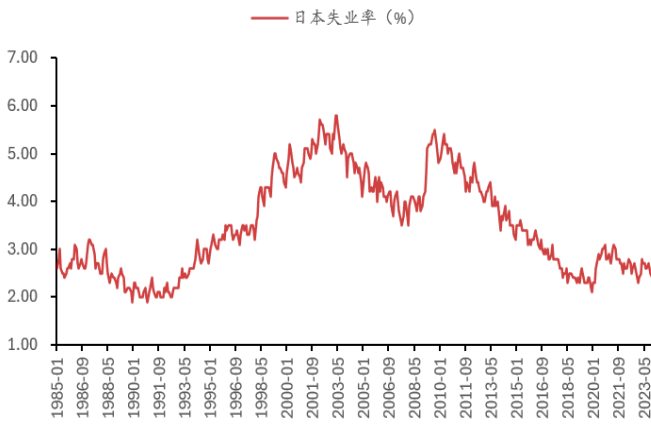
资料来源：万得，中银证券

5 以史为鉴：日本“失去的三十年”下的消费趋势

5.1 日本“失去的三十年”

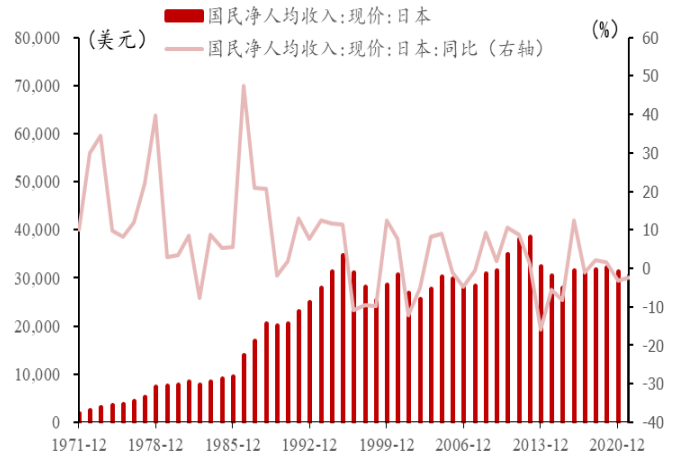
20 世纪 90 年代后日本经济持续低迷，陷入“失去的三十年”。20 世纪 80 年代，“广场协议”签订后日元升值持续冲击日本出口产业，同时 80 年代末日本央行为了抑制通货膨胀和投机活动开启加息，其后日本经济泡沫破裂，国民经济长期处于低迷状态。在 1989 年至 2019 年的三十年间，日本人均 GDP 的平均增速缓慢，仅为 1.86%，这一时期也被经济学界称为“失去的三十年”。伴随经济增速逐步放缓，日本失业率攀升，居民收入增长速度下降。失业率上升伴随着即期收入以及预期收入下降之下，20 世纪 90 年代初居民储蓄倾向上升，国民储蓄率达到短期峰值。

图表 25. 1990 年至 2000 年日本失业率逐步上升



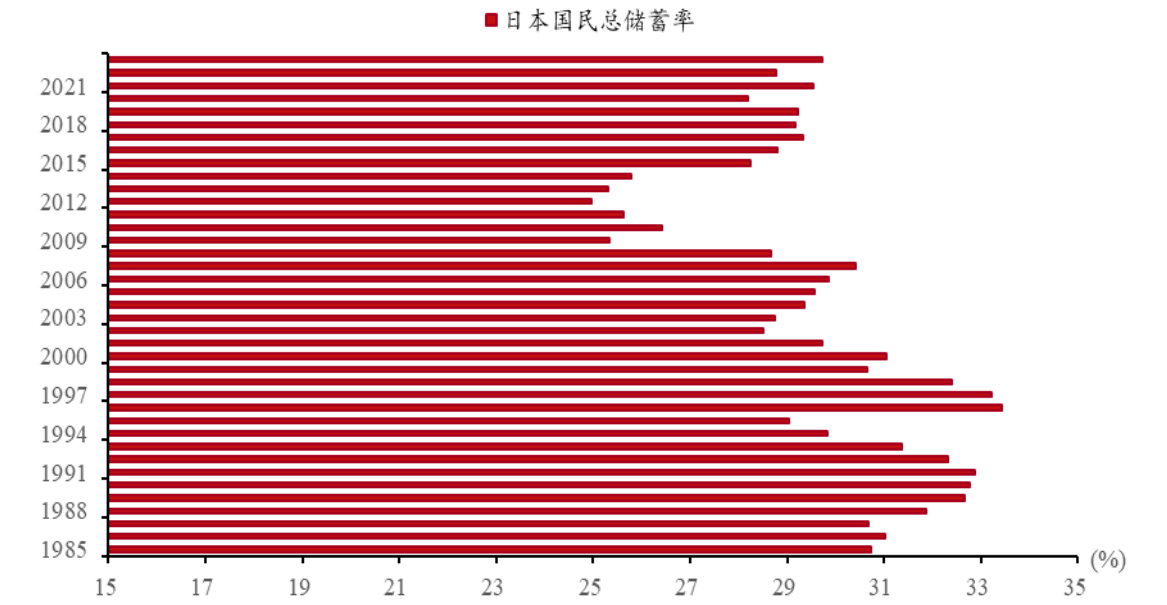
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 20 世纪 90 年代后日本居民收入增长陷入停滞



资料来源：万得，中银证券

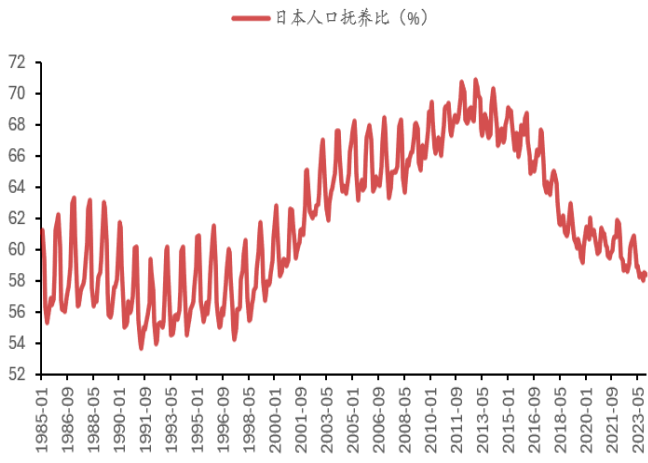
图表 27. 20 世纪 90 年代初日本国民储蓄率达到短期峰值



资料来源：万得，中银证券

人口老龄化与资产泡沫破裂进一步降低日本社会消费意愿。1990年代，日本人口抚养比持续上升，日益加重的人口老龄化问题进一步加剧日本消费困境。人口老龄化趋势下，非劳动力人口基数变大，老年人拥有着较年轻群体更多的个人资产，但其消费欲望本身相对较低，消费能力较弱，导致居民整体的消费意愿下降，内向循环的经济增长进一步放缓。另一方面，资产泡沫破碎对消费影响也较大。20世纪70-80年代初，日本股市和房地产价格一路上涨，公众对日本资产价格乐观预期较高。但90年代初，日本股市股价开始大幅下跌，至1992年4月，日经225指数已下跌至20000点以下，较历史最高点下跌52%。同期房地产价格也急速下跌，商业地产价格指数在1990年达到峰值后开始快速下降，下降趋势一直持续到2002年。股市以及房产价格的迅速下降加速居民财富的收缩，使得居民消费意愿进一步下降。

图表 28. 1990 年至 2000 年日本人口抚养比逐渐上升



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 1990 年至 2000 年日经 225 指数波动下降



资料来源：万得，中银证券

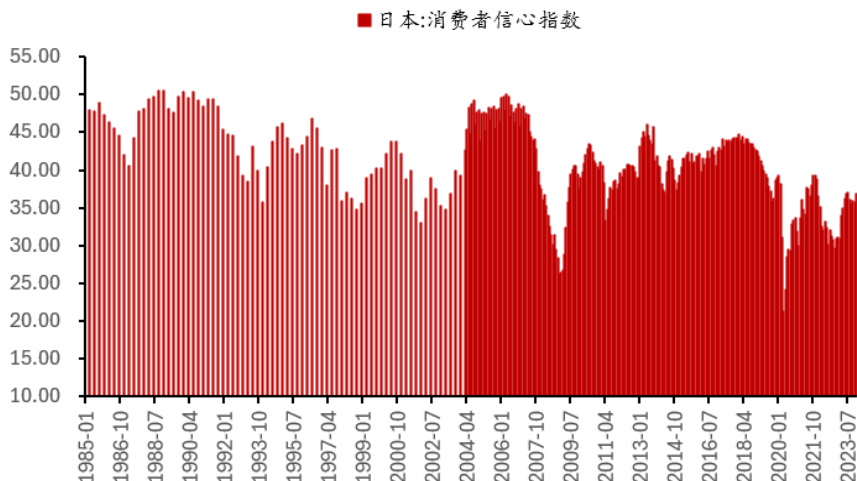
图表 30. 日本 1990 年商业地产价格指数达到峰值



资料来源：万得，中银证券

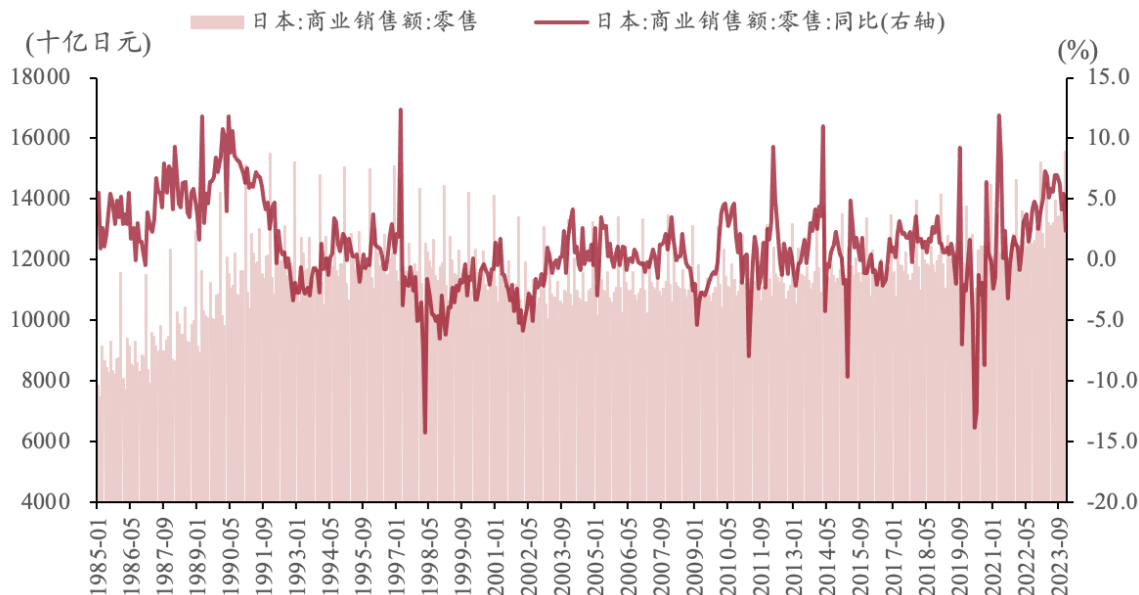
1990 年代初日本社会消费走弱，消费者信心持续弱化。日本零售商业销售额同比增长率在 1990 年后出现了明显的中枢下移，1990 年日本零售商业月度销售额同比增速最高达 11.8%，创历史新高，但在 1993 年 7 月已降至 -3.0%，此后 1997 年至 2005 年间持续在负值区间波动。经济问题和人口老龄化因素等也对消费者信心也产生了负面影响，1990 年代初，日本的消费者信心指数持续走低。

图表 31. 日本近三十年消费者信心指数变化



资料来源: 万得, 中银证券

图表 32. 1990 年后日本零售商业额增速迅速下降

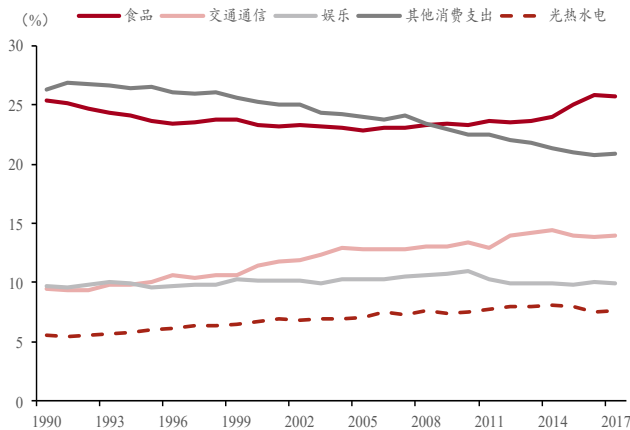


资料来源: 万得, 中银证券

5.2 日本“失去的三十年”区间消费结构变迁

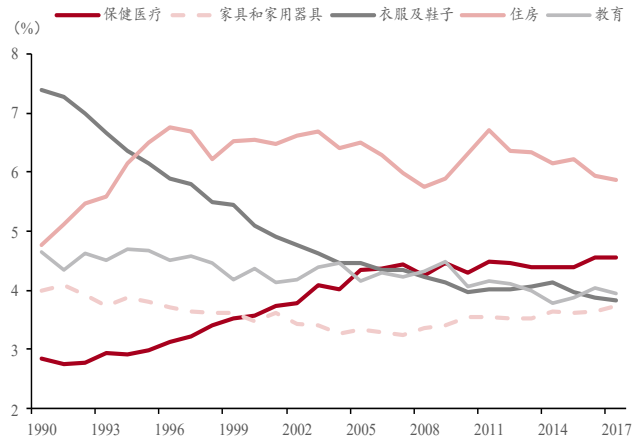
日本“失去的三十年”中，服装鞋帽、理发美容等日常商品及服务消费走弱，互联网、医疗等产业表现活跃。20 世纪 90 年代开启的日本“失去的三十年”中，居民消费结构发生了较大变化。从日本家庭消费支出占比来看，日本家庭采取了更加谨慎的消费态度，以衣服鞋子为代表的商品支出占比有较大幅度降低，家具和家用器具占比一定程度回落，1990-2010 年食品支出占比也有小幅下降；另一方面，日本在该时期的人口老龄化问题逐渐显露，家庭保健支出占比提升明显，随着信息通信技术的发展，家庭消费在交通通信方面的支出占比也持续增长。而从日本第三产业活动指数来看，在 1990 年之后的 20 年中，互联网、医疗、汽车租赁等产业表现持续活跃，这些产业在日本经济困难时期仍然保持相对较高的景气水平；在 90 年代初的十年，金融商品及商品期货交易产业曾经辉煌一时，但由于后期金融危机和市场波动的增加，该类产业活跃度减缓；同时，服装、日用品批发零售、理发、美容等产业在经历 90 年代后遭遇较大的持续冲击。

图表 33. 食品、交通通信等类消费占比



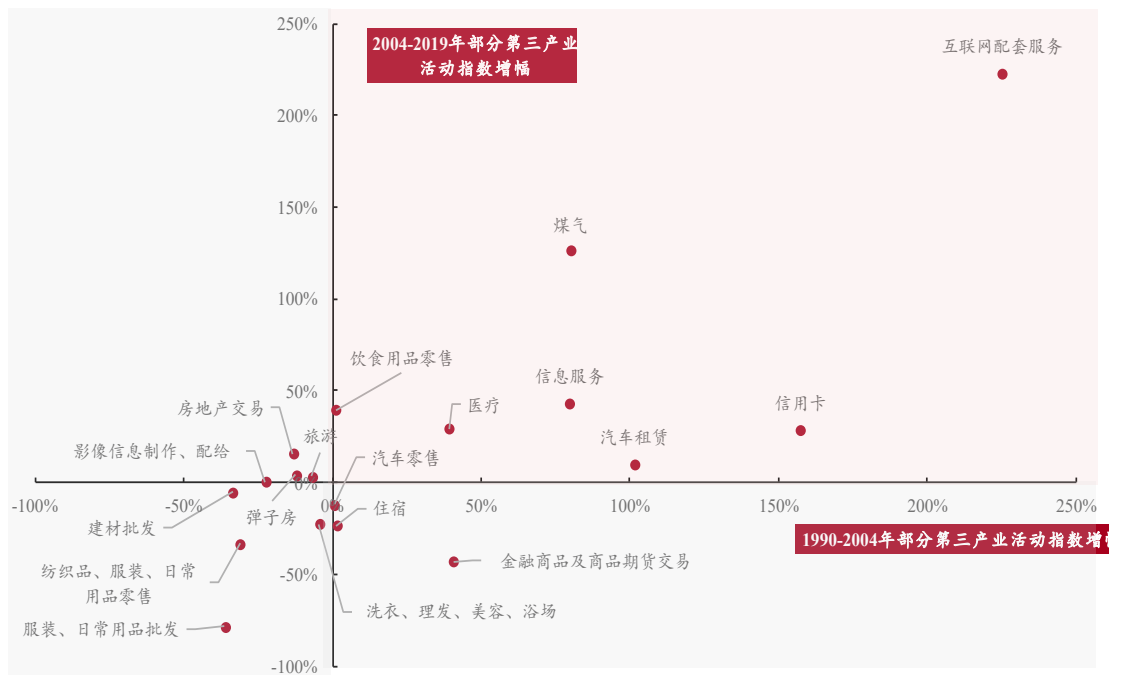
资料来源：日本国家统计局，中银证券

图表 34. 服饰支出占比下降，保健医疗类支出占比上升



资料来源：日本国家统计局，中银证券

图表 35. 部分第三产业活动指数增幅一览



资料来源：日本产业经济省，中银证券

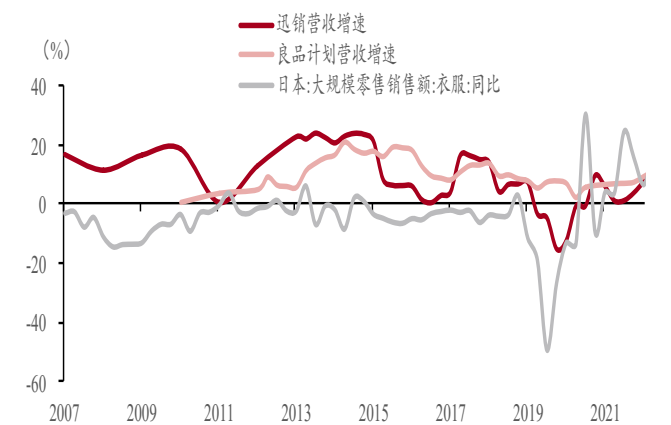
5.3 日本“失去的三十年”消费的四大趋势

5.3.1 “性价比”消费崛起

日本经济下行背景下消费者消费偏好转向“高性价比”。“失去的三十年”期间，随着日本居民收入增速的下降和失业率的上升，居民在日常消费的支出占比逐渐减少，在消费趋势上，则呈现为日常消费明显的平价化趋势。2007 年以来，服饰“性价比”消费的代表无印良品营收增速始终保持正向增长，其中 2015 年 Q1 同比增速高达 21.14%；同为平价类产品企业代表优衣库母公司迅销集团除受新冠疫情影响的三年外，业绩增速也维持稳定增长。平价品牌的销售额增速明显优于日本服饰销售整体增速。

消费的“平价化”趋势也出现在 90 年代的日本外食产业。自 1994 年起，日本外食产业整体客单价出现下跌趋势，且在 1998 年加剧，1994-2012 年日本外食产业整体客单价下降 18.34%。90 年代日本整体经济不振、劳动者收入不佳，而外食产业的主要消费人群为职场人群，这类人群面临着解雇率高、工资降低的双重压力，外食的消费单价出现显著的降低，低价连锁外食消费开始受到青睐。

图表 36. 日本高性价比产品公司营收稳定增长



资料来源: 万得, 中银证券

图表 37. 90 年代日本外食产业客单价显著下行

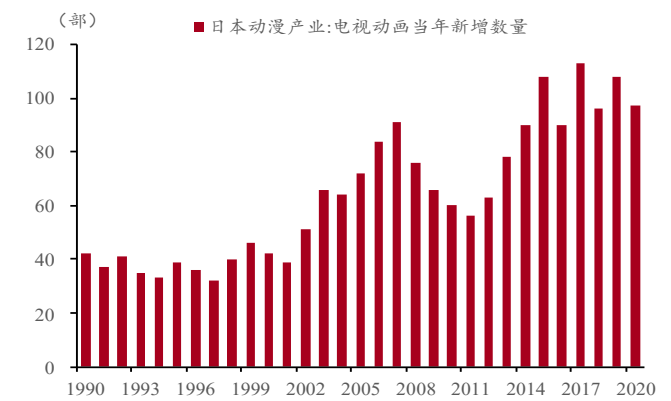


资料来源: 日本食品服务协会, 中银证券

5.3.2 低成本“宅”娱乐产业热度提升

经济下行背景下，居民生活压力增加，动漫和小额博彩等低成本娱乐产业发展迅猛。日本经济萧条下，低成本“宅”娱乐产业悄然崛起，动漫产业发展迅速，诸多优秀动漫作品涌现，每年电视动画新增数量保持持续增长趋势。在国际市场上，日本动漫广受喜爱，出口市场不断扩大，《新世纪福音战士》、《魔卡少女樱》等一批优秀作品广为流传。同时，柏青哥 (Pachinko) 等小额博彩业的市场规模及景气指数也持续提升。在整体经济下行、居民生活压力增大时，人们往往寻求一些廉价或者娱乐成本较低的方式来消遣，例如动漫游戏、小额博彩等活动使得人们可以在紧张的生活寻求放松和娱乐。

图表 38. 日本电视动画新增数量保持增长趋势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 39. 柏青哥产业从 90 年代至今景气指数持续提升

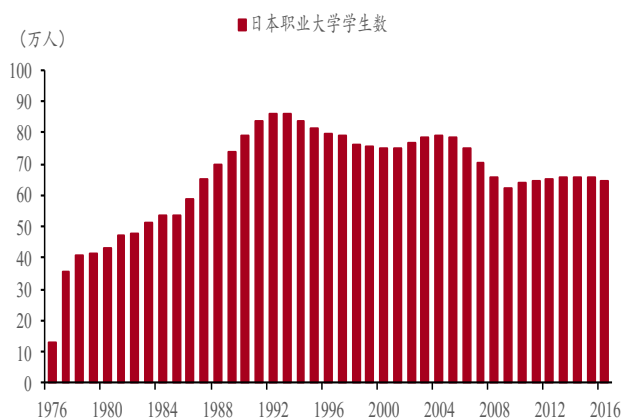


资料来源: 日本产业经济省, 中银证券

5.3.3 “失业潮”驱动职教需求提升

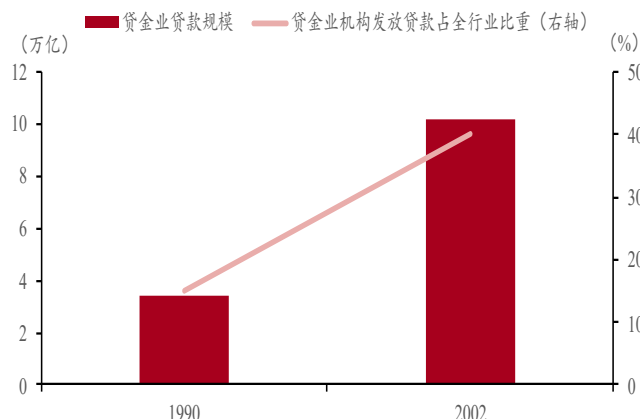
日本失业率大幅上涨，就业人员职业培训需求扩张，个人消费贷快速增长。90 年代日本职业大学生人数持续快速上升，至 1992 年达历史高位 86 万人，而该时期日本经济整体下行，待就业的日本职业大学生进入就业市场的竞争更加激烈。“失业潮”使得就业人员面临着更大的不确定性，为提升竞争力，待就业者倾向主动寻求职业培训或进修课程，使得职业培训获得较大需求。同时，失业率上升使得日本居民经济压力增加，为维持生活，个人消费贷产业快速增长。从 1990 年至 2002 年，日本贷金业出现逆势增长，截至 2002 年日本贷金业贷款规模达约 10.2 万亿日元，为 1990 年的 3 倍，贷金业机构发放贷款占全行业比重从 15% 上升至 40%。

图表 40. 90 年代日本职业大学生人数持续快速上升



资料来源：日本统计局，中银证券

图表 41. 日本贷金业出现逆势增长

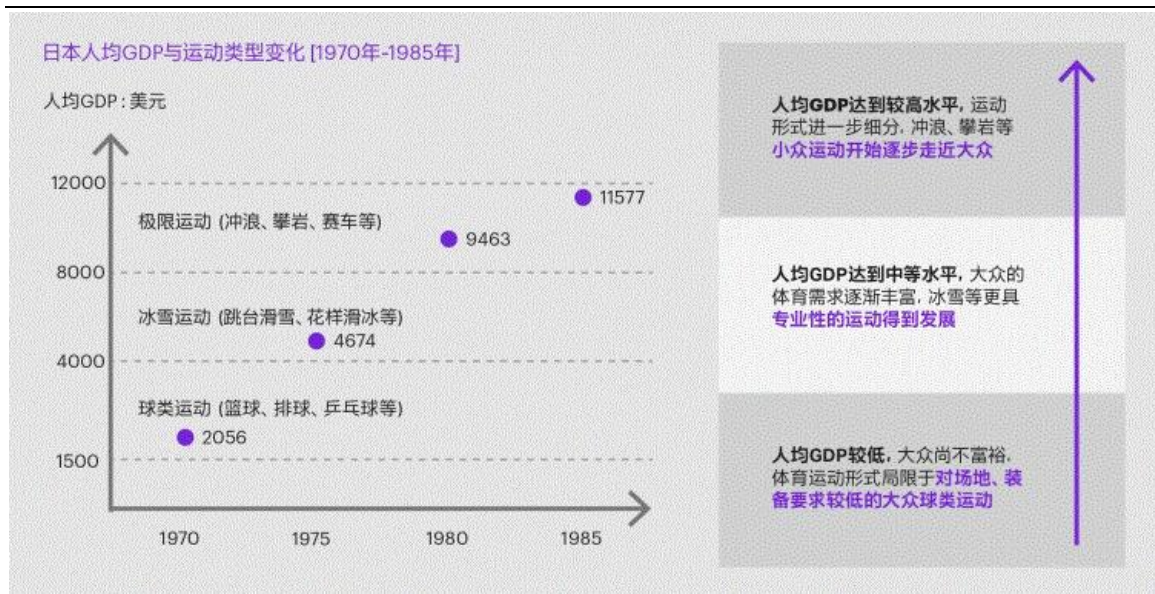


资料来源：《从混乱到有序——日本消费金融“三恶”的治理经验》，张伟强、田原，知网，中银证券

5.3.4 新兴户外消费兴起

80 年代中期-90 年代中期日本掀起户外消费热潮。80 年代初，日本人均 GDP 突破 10000 美元，其后至 90 年代末期，人均 GDP 整体持续呈现上涨趋势，居民运动偏好逐渐从较为大众的球类运动逐渐向相对更小众、平均花费更高的冰雪运动、极限运动、户外运动等拓展。80 年代后期至 90 年代前期，日本迎来露营、登山、滑雪、骑行等新兴户外运动热潮。

图表 42. 日本人均 GDP 达到 10000 美元后，户外运动热潮兴起



资料来源：科尔尼咨询，中银证券

6 总量增长下的消费结构新趋势

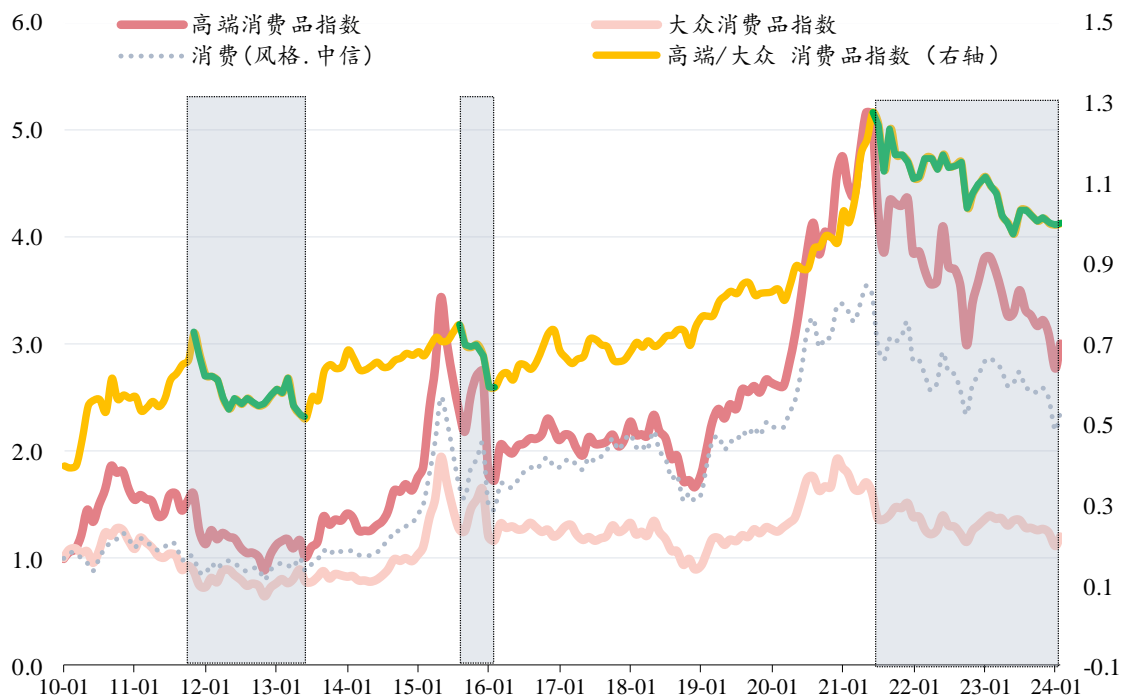
6.1 大众消费指数

基于行业异质性，我们将消费（风格，中信）指数成分股公司（剔除一级行业农林牧渔和地产及北交后，872家公司）按其中信三级行业进行分类，并按照同细分行业公司毛利率高/低和销售费用率低/高两个指标（高端消费品特点：高毛利、低销售费用率）将其分为高端消费（前20%分位，183家公司）和大众消费（保留前20-40%分位，以期最大程度消除绩优、绩差区别）两类，并将其按自由流通市值加权编制为高端消费指数、大众消费指数。

从两者间相对走势可见：

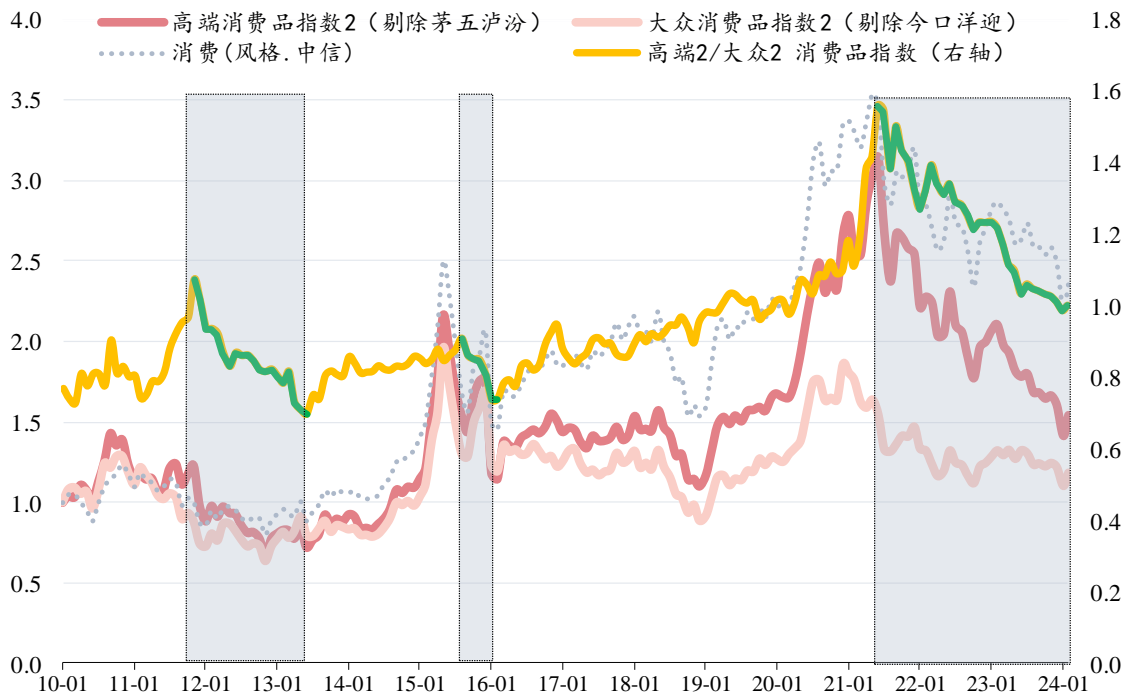
- 1) 大众消费指数相对高端消费指数的历史绝对净值偏低，这主要是由于过去以白酒龙头公司为代表的高端消费品，如茅五泸汾相对二线（今世缘口子窖洋河迎驾）占优明显，高端、大众消费指数分别剔除白酒标的后，两者之间相对走势差异明显缩窄。另一方面，相比高端消费品公司数量，以大众消费品为主营业务的公司数量明显更多，细分方向确定后仍有进一步优选必要。
- 2) 大众消费相对高端消费历史上共有3轮占优过程，主要为2012-2013年，2015年及2021年后迄今，当前高端消费指数上涨动能仍处于减缓状态，大众消费指数持续体现相对优势。

图表 43. 大众消费品指数历史上的三次占优阶段



资料来源：万得，中银证券

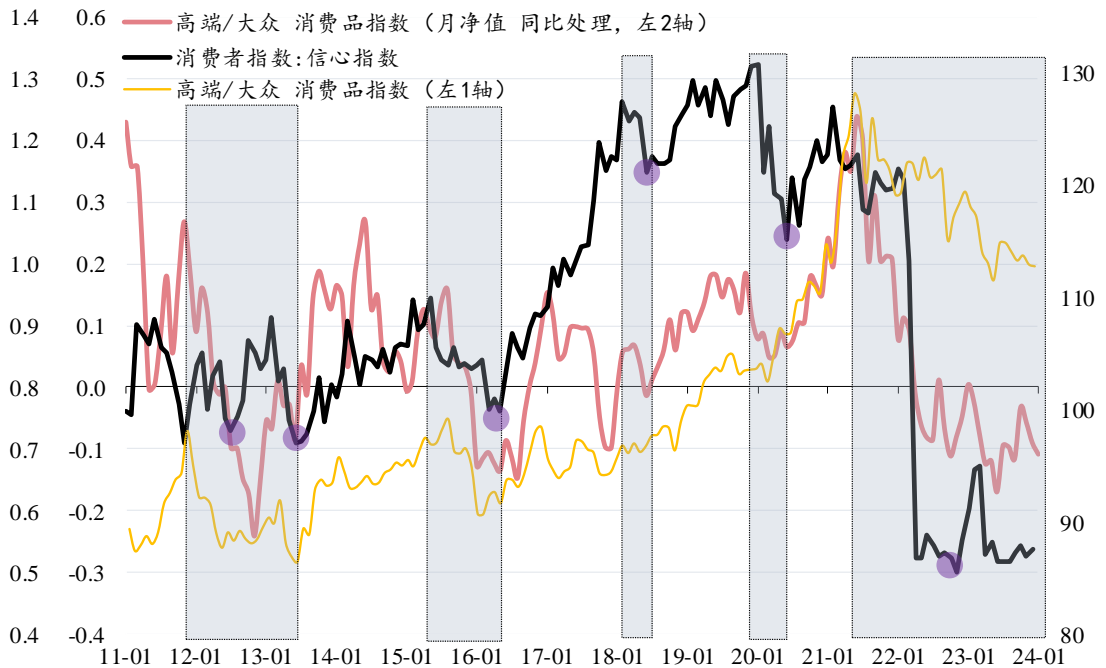
图表 44. 高端、大众消费品指数（剔除白酒权重）2 走势



资料来源：万得，中银证券

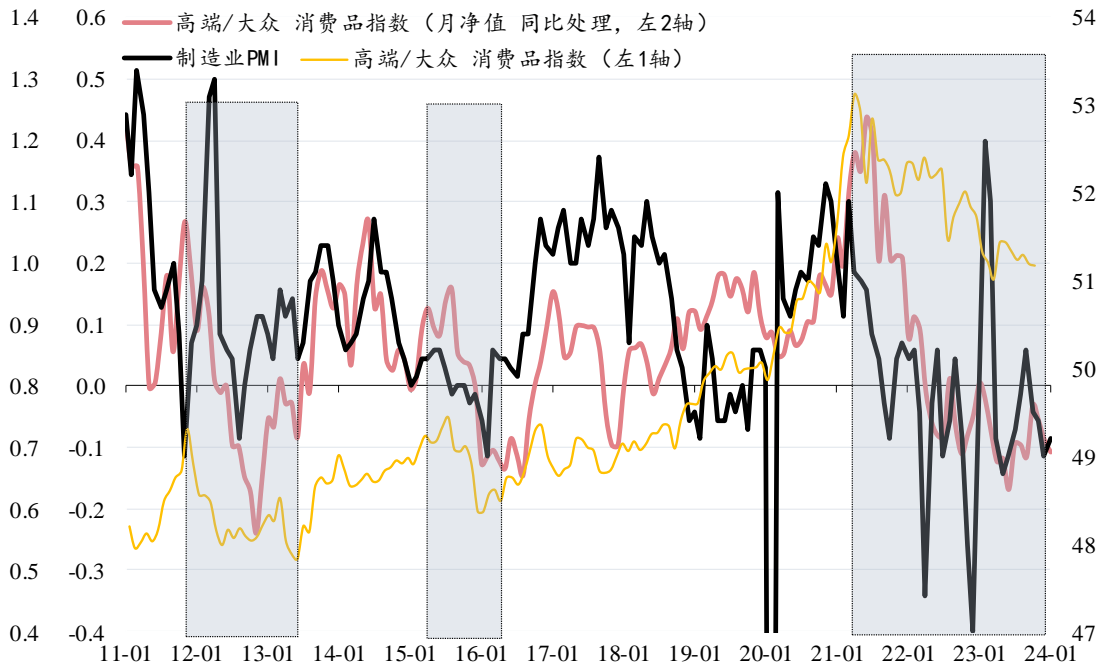
3) 从高端/大众消费相对指数的同比数据与主要宏观经济指标对比来看，高端与大众消费的相对动能与消费者信心指数和 PMI 数据具有一定相关性，反映出宏观经济动能和信心层面指标对高端、大众消费品之间选择的指向性。

图表 45. 高端/大众消费品相对指数（同比走势）与消费者信心指数具有一定相关性



资料来源：万得，中银证券

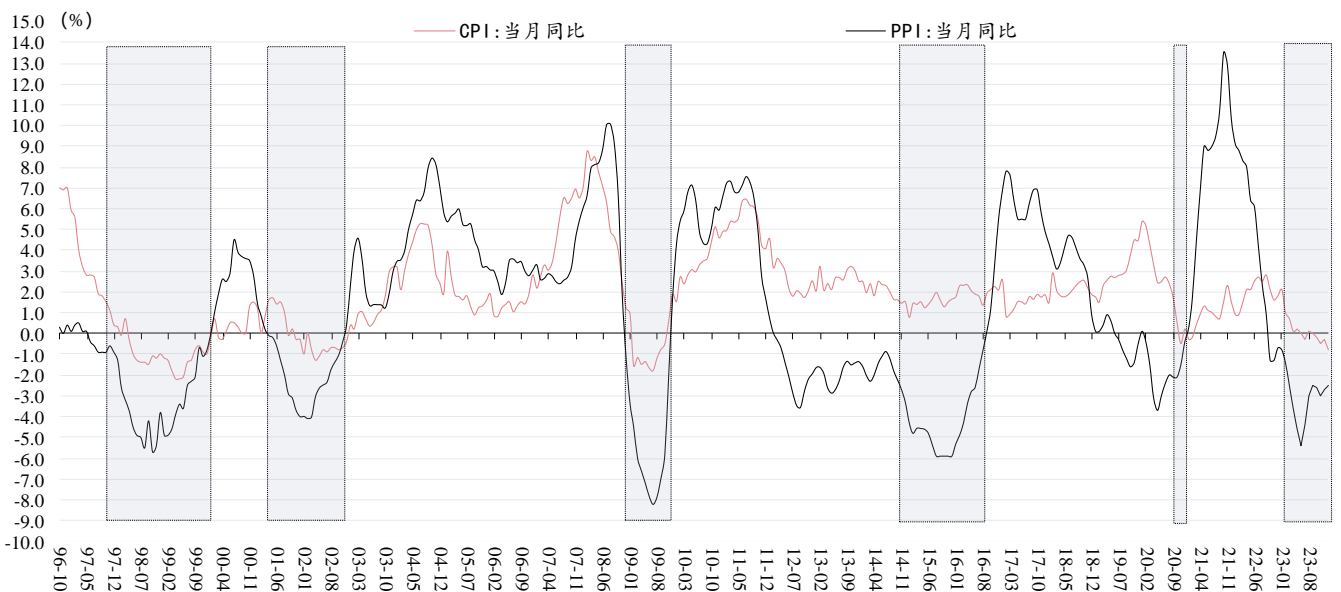
图表 46. 高端/大众消费品相对指数（同比走势）与 PMI 具有一定相关性



资料来源：万得，中银证券

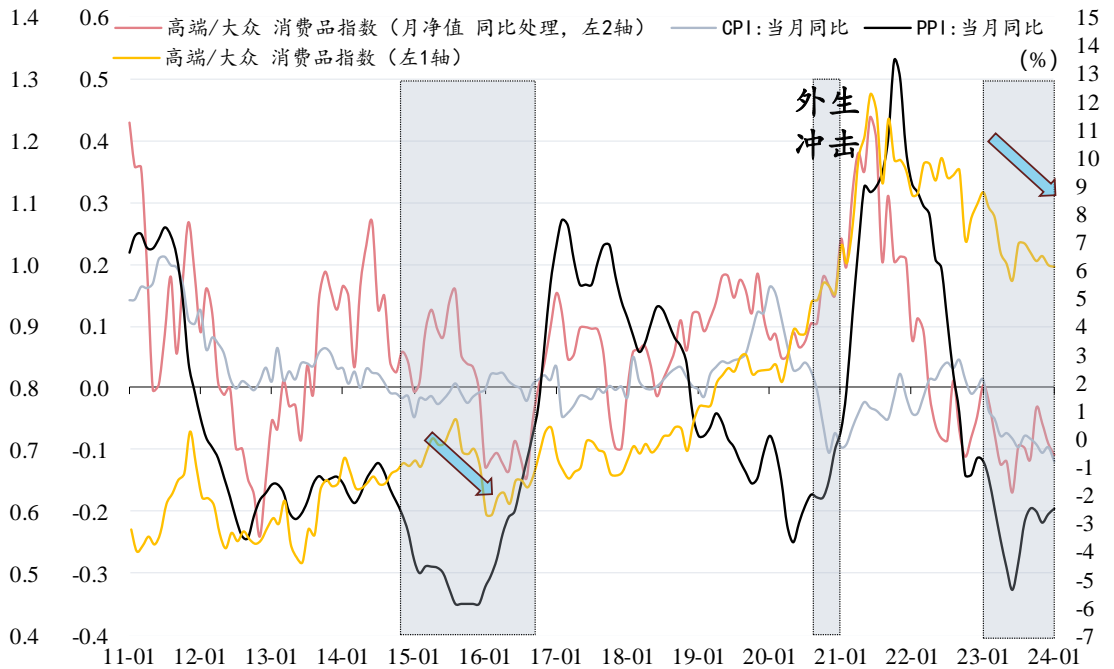
4) 就价格走弱背景下的高端、大众消费品表现而言，首先我们将 CPI 当月同比在 1.5% 以下，PPI 当月同比在 0% 以下的两指标双弱区间定义为弱价格区间，历史上的弱价格区间主要发生在 1997-1999 年，2001-2002 年，2009 年，2014-2015 年，2020 年，以及 2023 年迄今。从与 A 股的可对照性及侧重内需因素来看，2009 年金融危机带来的外需冲击和 2020 年的新冠疫情外生冲击暂不考虑，重点观察 2014-2015 年以及 2023 年迄今，两段弱价格区间内高端和大众消费品的表现。从高端相对大众消费品指数的相对走势来看，在两段弱价格区间，高端消费品较大众消费品的相对优势显著走弱，整体呈现震荡或负超额状态。

图表 47. 历史上的“弱价格”区间



资料来源：iFinD，中银证券

图表 48. “弱价格”区间高端消费品相对大众消费品走势转弱或震荡



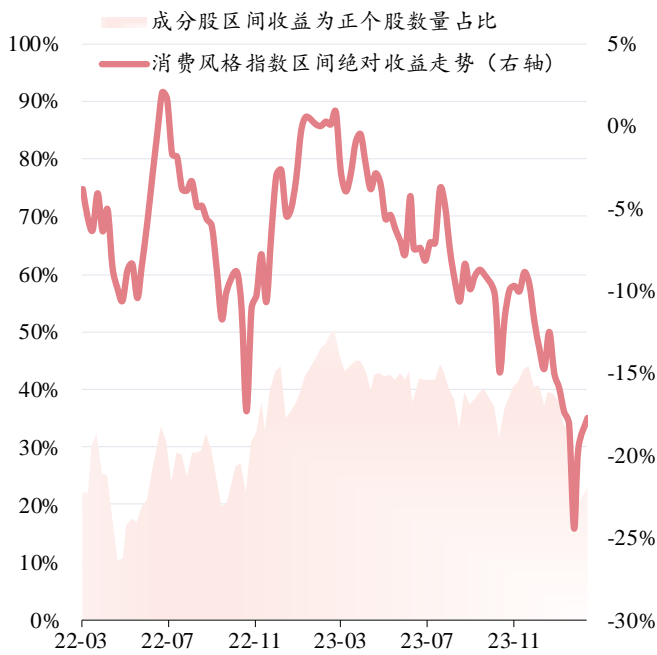
资料来源: iFinD, 中银证券

6.2 消费结构变动持续演绎

从消费风格指数成分股的分化表现来看，资本市场对于消费品的差异化定价也一直在同步进行，从2022年3月社融同比增速首次转负迄今，消费风格指数成分股中，实现正绝对收益个股数量占比均值维持在34%左右，实现正相对收益的个股数量占比均值在55%左右，从这两个数据分布来看，消费风格内部的细分此消彼长定价并没有明显缺位。

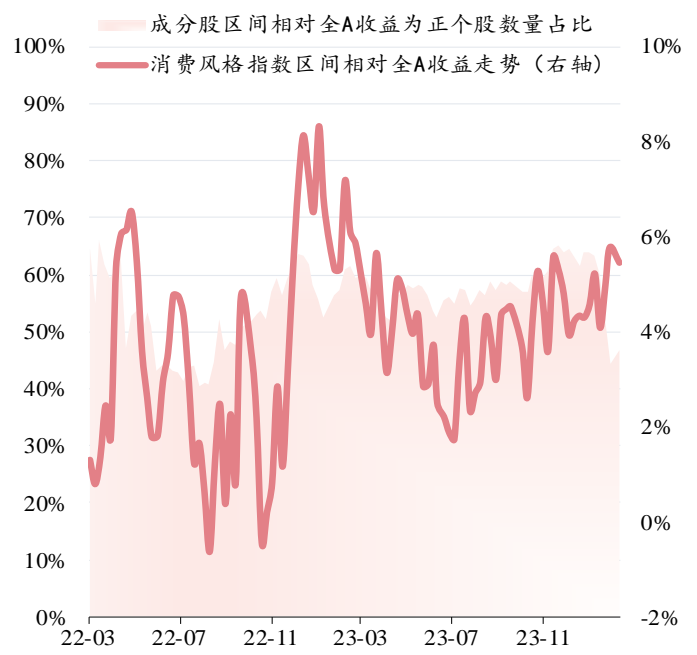
中国的消费总量一直在持续扩大，新冠疫情期间和疫后出现了短期的增速放缓，消费总量数据当前尚未修复至潜在水平。后新冠疫情时代，所谓消费现象讨论加剧的表观现象实为实质性的消费分化现象进一步加剧。而总量增速的波动与中枢下行，使得当前阶段消费结构新趋势的研究重要性进一步凸显，这也使得当前消费内部结构中“平价消费”和“大众消费”等细分方向，成为当前阶段我们关注的重点。

图表 49. 社零走弱后消费指数成分股正绝对收益表现



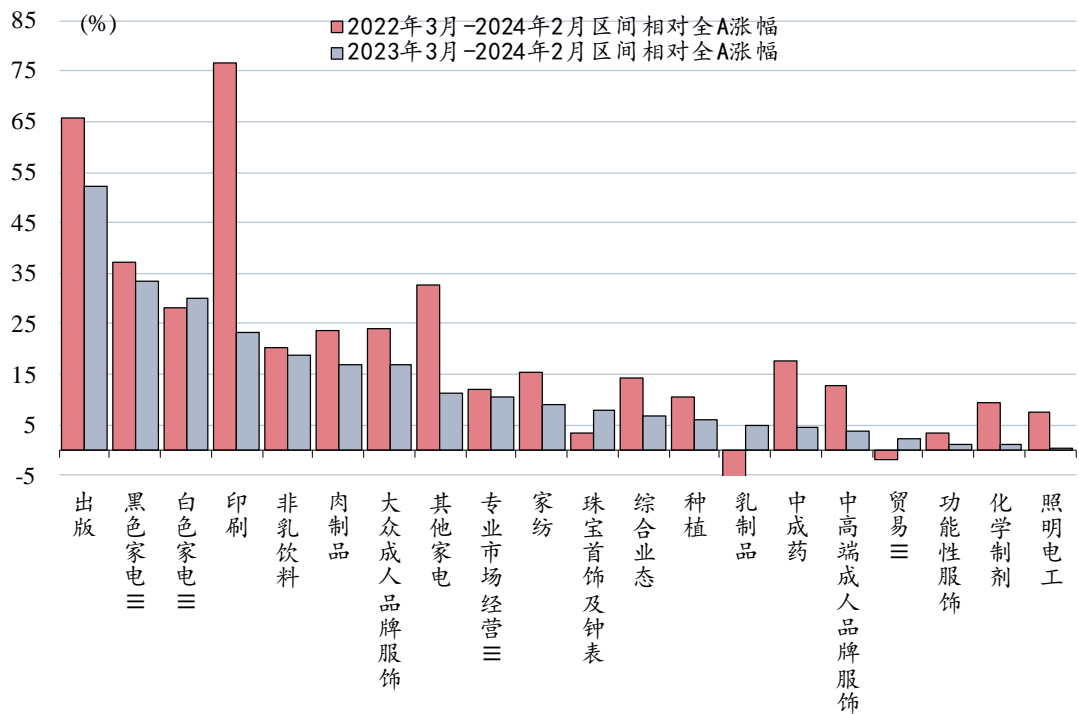
资料来源：万得，中银证券

图表 50. 社零走弱后消费指数成分股正相对收益表现



资料来源：万得，中银证券

图表 51. 社零走弱后，仍取得正相对收益的消费三级行业



资料来源：万得，中银证券

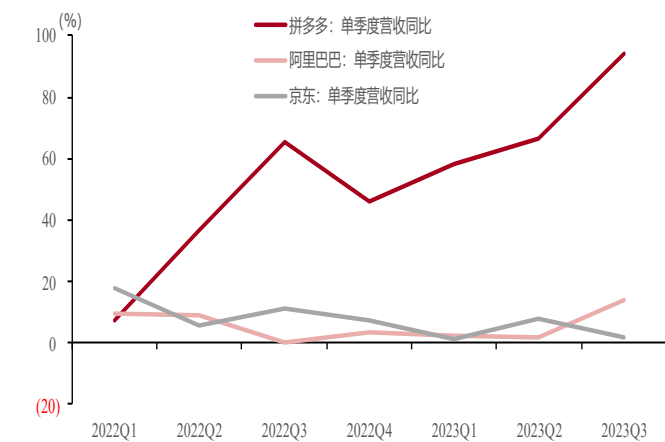
7 中国“大众消费”投资机会思考

7.1 “性价比”消费

7.1.1 平价折扣零售

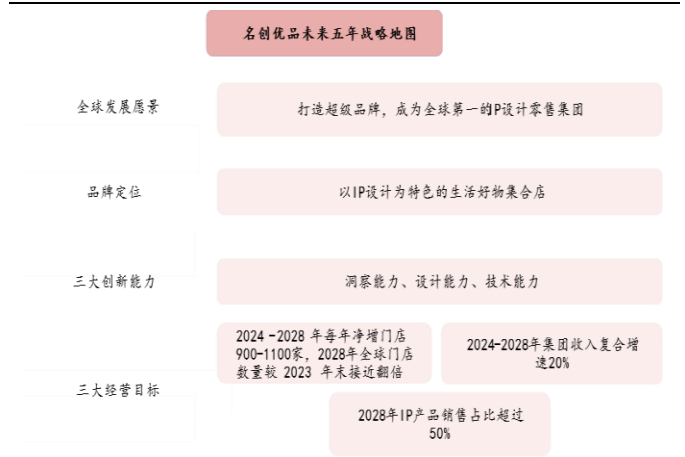
我国消费倾向呈现平价化趋势，新型电商和折扣零售产业崛起。近年来，中国零售产业出现了一些新的产业趋势，新型电商及线下折扣店表现愈发亮眼。线上方面，拼多多等主打平价的电商平台营收增速较阿里巴巴、京东等传统电商更高；线下方面，平价的仓储会员店、线下折扣店等多种形式蓬勃发展，近年来拓店增长迅速，2020-2023年CAGR在20%以上。平价连锁业态的典型代表名创优品在近两年不断加大拓店力度，计划2024-2028年每年净增门店900-1100家，2028年全球门店数目较2023年末门店数目接近翻倍，2024-2028年集团收入复合增速20%，2028年IP产品销售占比超过50%。

图表 52. 拼多多单季营收同比增长显著高于淘宝、京东



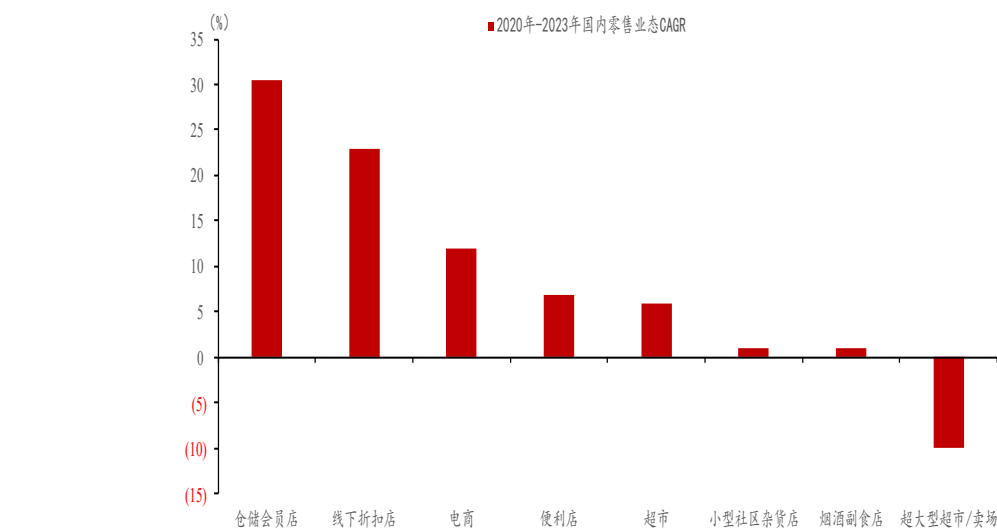
资料来源: 万得, 中银证券

图表 53. 名创优品未来五年战略地图



资料来源: 松果财经, 新浪财经, 搜狐财经, 中银证券

图表 54. 国内零售业态渠道发展趋势



资料来源: 欧睿《2023年国内量贩零食零售行业白皮书》, 中银证券

建议关注积极布局折扣零售的龙头平价零售厂商名创优品、平价折扣电商拼多多, 以及积极布局折扣零售业态、估值合理的传统商超龙头重庆百货、家家悦。

图表 55. 折扣零售重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润增速 (%)	2023年预测净利润增速 (%)	2024年预测净利润增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
9896.HK	名创优品	183.75		34.60	25.13	28.34
PDD.O	拼多多	66.39	56.47	43.40	38.62	49.28
603708.SH	家家悦	11.09	348.28	34.60	121.88	87.37
600729.SH	重庆百货	36.94	50.26	11.17	14.19	16.75

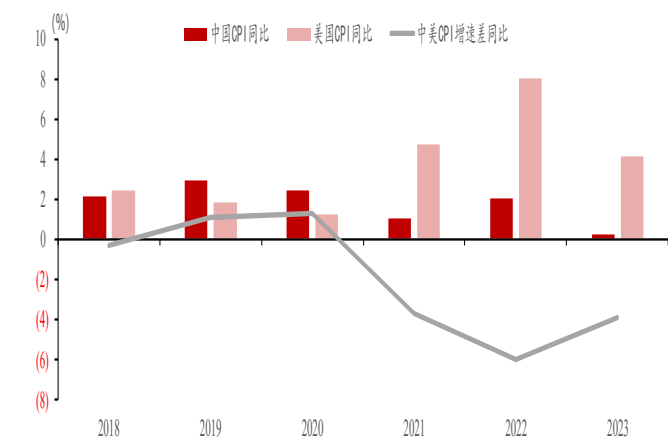
资料来源：万得，中银证券

注释：图表中数据统计时间截至 2024 年 2 月 22 日，2023、2024 年业绩预测数据为万得一致预期数据

7.1.2 跨境电商

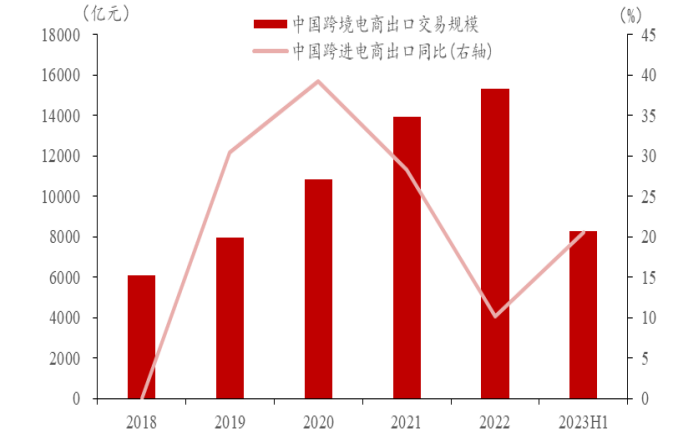
中美价差下中国商品具备低价竞争力，跨境电商仍具较大成长空间。CPI 同比来看，中美物价存在较为明显的价差，美国 2023 年 CPI 同比增长 4.1%，中国物价运行则保持总体稳定，2023 年中国 CPI 同比增长 0.2%，中美物价差短期预计仍难完全弥合，对比之下，中国商品具备更强低价竞争力，2023 年 H1 跨境电商交易规模同比增长 20.6%，较 2022 年有较大提升，也一定程度上显示了这一趋势。中欧、东欧及北美地区等电商渗透率尚低，中国跨境出口电商仍具备较大的增长空间。

图表 56. 中美 CPI 同比及其增速差



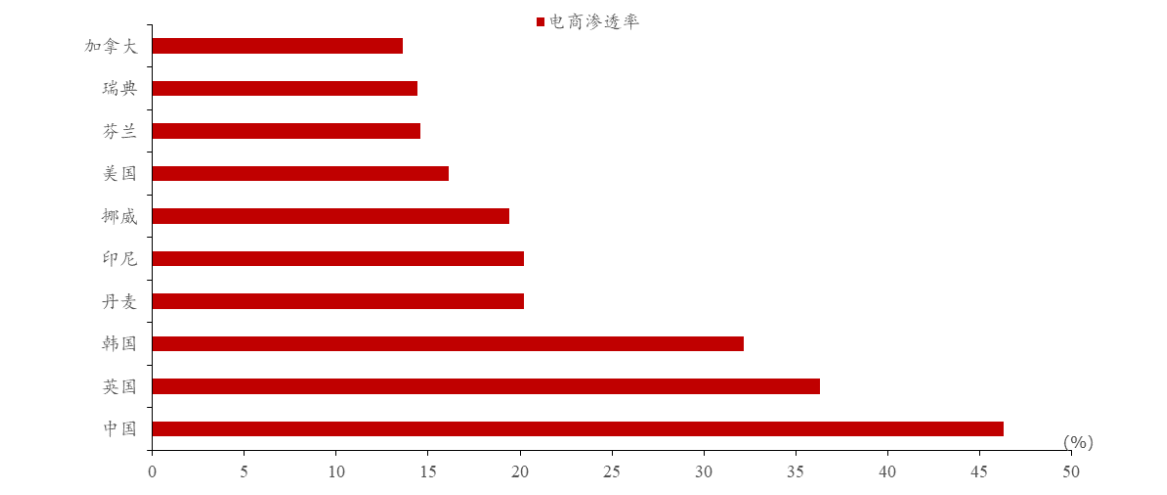
资料来源：万得，中国国家统计局，中银证券

图表 57. 中国跨境电商出口交易规模逐年扩大



资料来源：中国海关，中银证券

图表 58. 海外电商渗透率相较国内仍有较大差距



资料来源：eMarketer，中银证券

跨境电商产业中，建议关注华凯易佰、吉宏股份、赛维时代、安克创新等供应链竞争壁垒强的 C 端跨境电商，以及龙头跨境电商 to B 平台焦点科技。

图表 59. 跨境电商重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润增速 (%)	2023年预测净利润增速 (%)	2024年预测净利润增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
300592.SZ	华凯易佰	109.02	67.25	42.94	26.25	0.97
002803.SZ	吉宏股份	60.33	113.69	26.18	33.17	25.69
301381.SZ	赛维时代	41.71	94.75	36.02	55.67	6.76
300866.SZ	安克创新	46.09	43.04	16.68	29.26	14.89
002315.SZ	焦点科技	24.69		25.00	25.61	19.84

资料来源：万得，中银证券

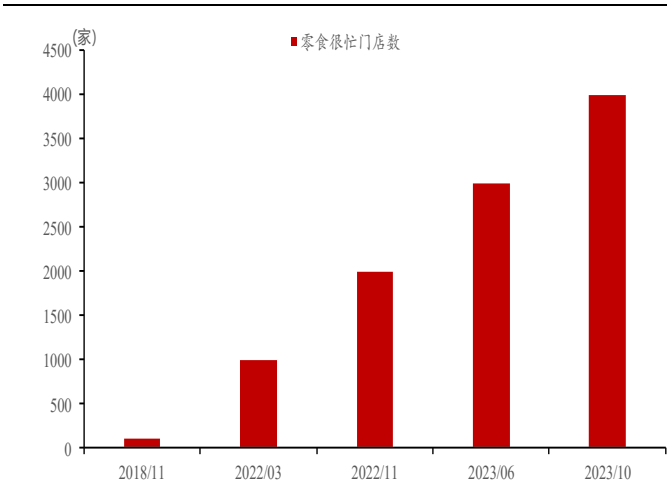
注释：图表中数据统计时间截至 2024 年 2 月 22 日，2023、2024 年业绩预测数据为万得一一致预期数据。

7.1.3 量贩零食

性价比消费趋势增强，量贩零食成为热门线下零售业态，门店数量加速增长。量贩零食行业主要商业模式为通过批发采购的方式以较低的价格获得商品，再以较低的售价卖给消费者，以规模化经营实现利润的增长。近年来，量贩零食店增长十分迅速，一方面新冠疫情三年使得大量低价店铺点资源释放，另一方面凭借价格低、品种多、上新快的优势，量贩零食店能够有效满足现代消费者对于平价和即时性消费的需求，不到两年的时间里，头部量贩零食品牌零食很忙门店数已从 2022 年 3 月的 1000 家门店扩张至 2023 年 10 月的 4000 家门店。

传统零食品牌积极融入量贩零食产业链。良品铺子在零食量贩的兴起浪潮中率先出手，2022 年推出了零食量贩品牌“零食顽家”，拓展新型零食连锁业务；盐津铺子提出全渠道覆盖的发展战略，与当下热门零食量贩品牌零食很忙深度合作，2022 年零食很忙成为其第一大客户，与其产生的销售额占年度销售总额的 7.31%，进入 2023 年盐津铺子仍然保持业绩高增长的趋势，2023 年前二季度分别实现营收同比增长 55.37%、57.59%。

图表 60. 零食很忙门店扩张情况



资料来源：零食很忙官网，中银证券

图表 61. 2023 年度量贩零食连锁品牌 TOP30

排名	品牌名称	所属企业	创立时间	门店数量
1	零食很忙	湖南零食很忙商业连锁有限公司	2017年	4000+
2	好想来	福建万辰生物科技集团股份有限公司	2011年	3700+
3	赵一鸣零食	宜春市赵一鸣商贸有限公司	2019年	2300+
4	零食有鸣	成都零食有鸣商业管理有限公司	2019年	2000+
5	爱零食	湖南爱零食科技有限公司	2020年	1400+
6	糖果	厦门坤旺达商贸有限公司	2011年	1400+
7	零食优选	长沙臻优选食品经营有限公司	2018年	1300
8	戴永红	湖南省戴永红商业连锁有限公司	1996年	600+
9	老婆大人	万辰商业管理有限公司(万辰旗下子公	2010年	550+
10	零食舱	广东蜜食日记食品科技有限公司	2021年	500+
11	恰货铺子	湖南味尚齐航商业管理有限公司	2018年	500+
12	桔子花开	衡州市桔子花开商贸有限公司	2016年	500+
13	零食奶卷	长沙优资商业管理有限公司	2004年	500
14	湘遇舌尖零食	湖南舌尖商贸有限公司	2010年	500
15	怡佳仁	上海怡佳仁食品发展有限公司	2008年	360+
16	七货街	安徽七货街运营管理有限公司	2016年	300+
17	喜喜零食	陕西喜喜零食食品连锁有限公司	2022年	近300
18	零食青蛙	广州德嘴企业管理有限公司	2020年	200+
19	零食站点	湖南天盛宏源实业有限公司	2018年	200+
20	第一品	成都第一品商业服务有限公司	2007年	200+
21	小新很忙	秦皇岛箭帆商贸有限公司	2019年	200+
22	清闲果儿	清闲果儿(杭州)品牌管理有限公司	2017年	200+
23	零食很忙嗨	云南龙小厨商业运营管理有限公司	2016年	200
24	贝点零食	江西壹贝商业管理有限公司	2020年	150
25	零食顽家	北千佰味食品有限公司(良品铺子旗	2022年	100
26	略略熊	江西略略熊企业管理有限公司	2020年	100
27	贝格生活零食	长沙贝格企业管理有限公司	2013年	80+
28	零食侠客	东莞市坤记贸易有限公司	2021年	60+
29	零食魔法	四川尔食魔法科技有限公司	2021年	50+
30	如盛日记	浙江如盛食品商贸有限公司	2014年	50+

资料来源：联商网，中银证券

建议关注积极切入量贩零食产业链、2024 年预期向上的上游零食生产商盐津铺子、甘源食品、劲仔食品以及量贩零食店铺品牌渠道商万辰集团。

图表 62. 量贩零食重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润 增速 (%)	2023年预测净利润 增速 (%)	2024年预测净利润 增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
002847.SZ	盐津铺子	81.08	70.00	31.38	45.33	2.75
002991.SZ	甘源食品	139.21	91.80	28.60	43.07	4.06
003000.SZ	劲仔食品	47.49	56.81	35.21	51.09	22.14
300972.SZ	万辰集团	-250.67	-262.25	300.65	107.20	

资料来源：万得，中银证券

注释：图表中数据统计时间截至2024年2月22日，2023、2024年业绩预测数据为万得一致预期数据。

7.1.4 国货美妆崛起

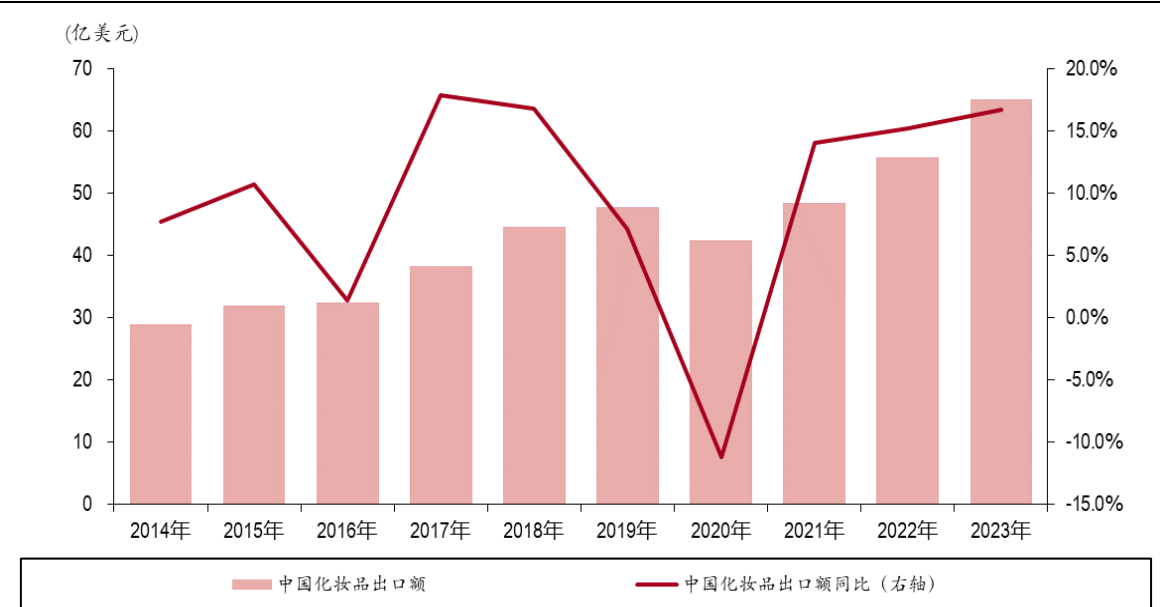
“性价比”消费趋势下，价格优势助力国货化妆品市场份额不断上升。相比于海外美妆大牌，国货在价格上具有一定优势，从2023年抖音电商平台和淘系平台销售数据来看，排名前五的化妆品品牌中，国货品牌价格显著低于海外品牌。近年来化妆品领域的“性价比”消费趋势逐渐显现，国货风潮崛起，国货品牌市出口竞争力持续提升。近十年来，我国化妆品出口额基本保持增长态势，从2014年的28.9亿美元逐步攀升至2023年的65.1亿美元；除2020年因受新冠疫情影响出口额有所下滑外，其余年份均保持正增长，且增幅大部分超过10%。此外，根据青眼情报发布的《2023年中国化妆品年鉴》显示，2023年国货美妆销售额同比增长21.2%，市场份额达50.4%，首次超过外资化妆品品牌。

图表 63. 2023年电商销售量前五的化妆品品牌中，国货品牌价格显著低于海外品牌

排名	抖音电商平台					淘系平台				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
品牌名称	韩束	欧莱雅	珀莱雅	雅诗兰黛	花西子	欧莱雅	珀莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	玉兰油
品牌国家	中国	法国	中国	美国	中国	法国	中国	法国	美国	美国
商品均价(元/件)	327.2	337.0	272.9	879.6	179.3	369.1	311.5	717.0	598.5	444.5
销售额TOP产品	韩束抗皱红蛮腰护肤礼盒	欧莱雅紫熨斗眼霜	珀莱雅紧致肌密护肤套装	雅诗兰黛紧致抗皱护肤套装	花西子小黛伞防晒霜	欧莱雅玻色因安瓶面膜	珀莱雅红宝石面霜	兰蔻菁纯眼霜	雅诗兰黛第五代小棕瓶	OLAY第4代小白瓶美白精华液

资料来源：魔镜洞察，中银证券

图表 64. 国货化妆品出口额同比



资料来源：中国医药报，中银证券

建议关注受益于美妆平价趋势、具备估值性价比的国货美妆厂商，如福瑞达、上美股份、润本股份、丸美股份等。

图表 65. 国货美妆重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润 增速 (%)	2023年预测净利润 增速 (%)	2024年预测净利润 增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
600223.SH	福瑞达	54.79	621.92	32.08	190.54	91.07
2145.HK	上美股份		132.61	41.39	94.73	100.00
603193.SH	润本股份	37.47	38.51	28.91	38.12	11.76
603983.SH	丸美股份	44.84	71.66	27.74	70.58	65.19

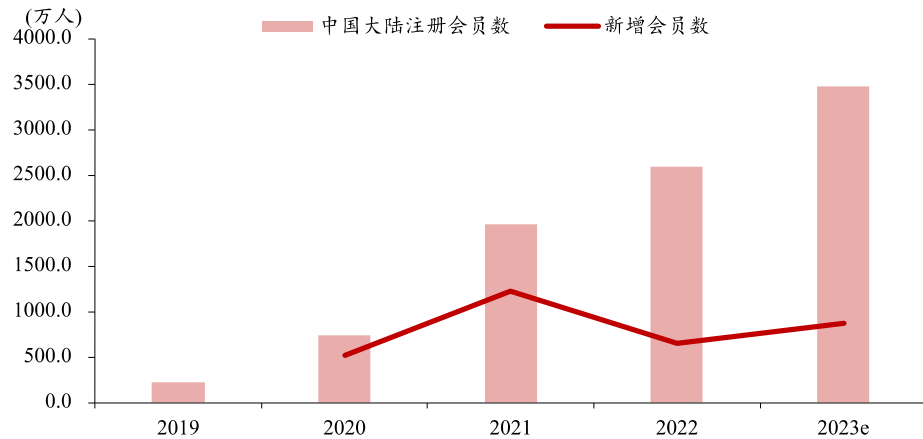
资料来源：万得，中银证券

注释：图表中数据统计时间截至 2024 年 2 月 22 日，2023、2024 年业绩预测数据为万得一致预期数据。

7.2 娱乐经济

国内低成本精神娱乐需求提升。居民消费重心从“物质富足”逐渐向“精神富足”倾斜。一方面，潮玩越来越受到消费群体的青睐。2019 年至今，泡泡玛特中国大陆注册会员数始终保持快速增长。另一方面，近几年众多热门网文 IP、影视 IP 不断涌现，《斗罗大陆》、《狂飙》、《斗破苍穹》、《纵有疾风起》等优秀作品深受观众喜爱。

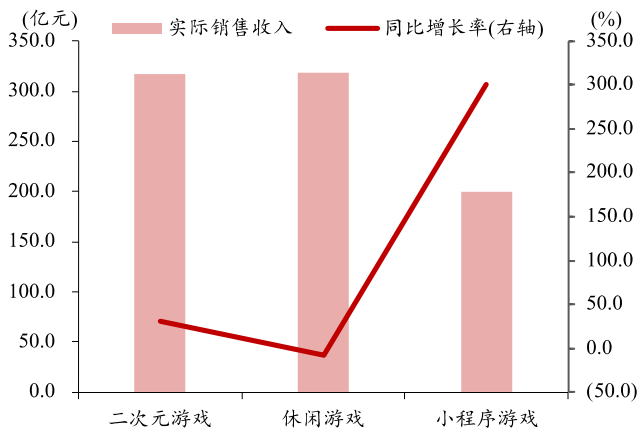
图表 66. 泡泡玛特注册会员数逐年上升



资料来源：泡泡玛特业绩报告，万得，中银证券。注释：2023 会员数根据 2023H1 数据估计得到

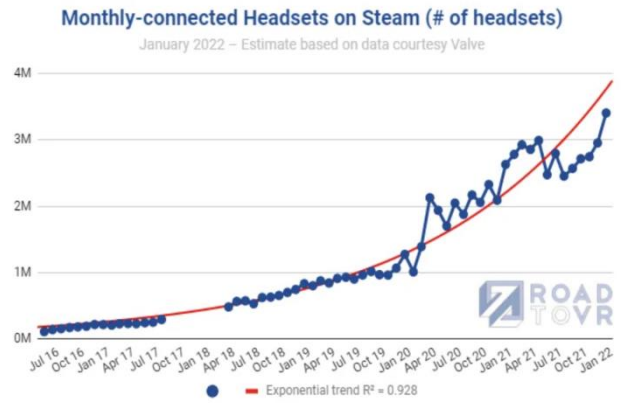
游戏行业快速发展，游戏实销收入和活跃用户数上升。根据中国音像与数字出版协会发布的《2023 年中国游戏产业报告》，2023 年国内游戏市场实际销售收入 3029.64 亿元，同比增长 13.95%，首次突破 3000 亿关口；用户规模 6.68 亿人，同比增长 0.61%，为历史新高点。在细分市场中，移动游戏实销收入增幅明显，收入占比高达 74.88%，继续占据主导地位。其中，二次元移动游戏市场实际销售收入 317.07 亿元，同比增长 31.01%，增幅明显；休闲移动游戏市场收入 318.41 亿元，同比下降 7.54%；小程序游戏市场收入 200 亿元，同比增长 300%，由于内购付费的占比快速提升，带动了小游戏市场规模的较快增长。此外，行业正在面临“AI+”新业态迭代带来的催化。在 AI、VR 等技术下，游戏行业有望迎来更大的发展机遇。

图表 67. 2023 年移动游戏实销收入增长显著



资料来源：中国音像与数字出版协会《2023 年中国游戏产业报告》，北京青年报，中银证券

图表 68. Steam 平台 VR 月活跃用户数量增长



资料来源：Road to VR，中银证券

建议关注潮玩头部厂商**泡泡玛特**、**奥飞娱乐**，具备海量 IP 资源、有望受益于 AI 产业趋势的**中文在线**、**阅文集团**，以及**网易**、**掌趣科技**等前沿布局“AI+游戏”的头部游戏厂商。

图表 69. 娱乐经济重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润 增速 (%)	2023年预测净利润 增速 (%)	2024年预测净利润 增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
9992.HK	泡泡玛特		114.15	31.74	48.71	25.86
002292.SZ	奥飞娱乐	768.25	176.69	104.10	-60.23	
0772.HK	阅文集团		32.37	35.02	38.18	28.55
300364.SZ	中文在线	101.98	133.92	39.25	-56.78	
9999.HK	网易-S	39.36	41.21	5.49	24.04	25.16
300315.SZ	掌趣科技	20.16	93.38	69.89	148.92	76.10

资料来源：万得，中银证券

注释：图表中数据统计时间截至 2024 年 2 月 22 日，2023、2024 年业绩预测数据为万得一致预期数据。

7.3 职业教育

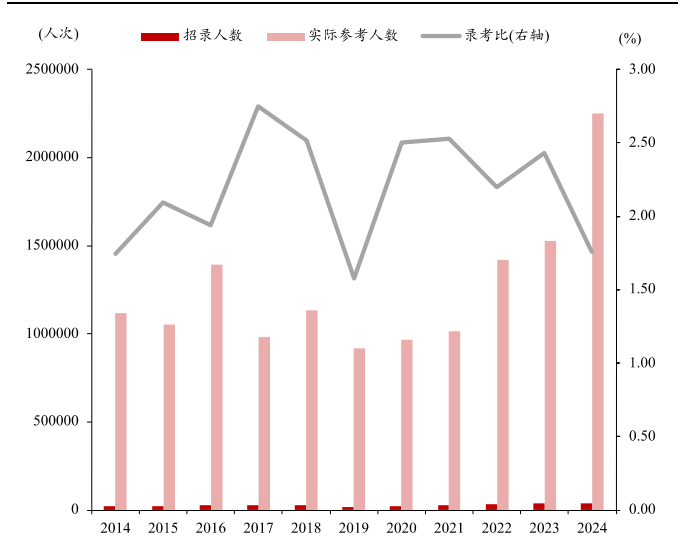
经济结构转型带来职业技能培训需求增加。经济结构转型背景下，接受技能培训的机会成本较低，原有技能不足以满足新岗位要求，许多人选择进一步学习和提升自己的技能，以增加竞争力，适应经济发展的需要。2019 年以来，国家出台多项政策支持职业教育的发展。2019 年 2 月 13 日，国务院印发《国家职业教育改革实施方案》，强调把职业教育摆在教育改革创新和经济社会发展中更加突出的位置。经过 5-10 年时间，大幅提升新时代职业教育现代化水平，为促进经济社会发展和提高国家竞争力提供优质人才资源支撑。2021 年，人社部印发《技能中国行动实施方案》，明确要求在“十四五”时期，大力实施“技能中国行动”。“十四五”期间，新增技能人才 4000 万人以上，技能人才占就业人员比例达到 30%，东部省份高技能人才占技能人才比例达到 35%，中西部省份高技能人才占技能人才比例在现有基础上提高 2-3 个百分点。2022 年 1 月 4 日，人力资源社会保障部、教育部等多个部门联合印发《“十四五”职业技能培训规划》，对推动职业技能培训高质量发展提出了工作指引。同时，经济下行期背景下，考公热度进一步上升。经济下行期，国内居民收入增速放缓，失业率上升，居民面临的不确定性上升。公务员工作稳定性强、福利待遇高、社会地位高，具有一定抗周期属性。2019 年以来，实际参考人数逐年提升，2024 年实际参考超 225 万人次，录取比低于 2%，竞争激烈。

图表 70. “十四五”时期职业技能培训主要指标

主要指标	2021-2025年目标	属性
开展补贴性职业技能培训(人次)	≥7500万	预期性
其中: 农民工参加职业技能培训(人次)	≥3000万	预期性
新增取得职业资格证书或职业技能等级证书(人次)	≥4000万	预期性
其中: 新增高技能人才(取得高级工及以上职业资格证书或职业技能等级证书)(人次)	≥800万	预期性
新建公共实训基地(个)	200	预期性

资料来源: 人力资源和社会保障部《“十四五”职业技能培训规划》, 中银证券

图表 71. 国家公务员参考人数上升, 录考比较低



资料来源: 国家公务员考试网, 中银证券

建议关注受益于行业供给侧出清的优质职业教育培训机构, 包括行动教育、学大教育、粉笔、中公教育。

图表 72. 职业教育重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润增速 (%)	2023年预测净利润增速 (%)	2024年预测净利润增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
605098.SH	行动教育	70.72	98.50	28.44	45.25	64.77
2469.HK	粉笔		113.08	76.05	-4.46	
002607.SZ	中公教育	129.42	127.50	184.63	-18.52	
000526.SZ	学大教育	1,365.08	1,231.29	43.21	594.31	17.23

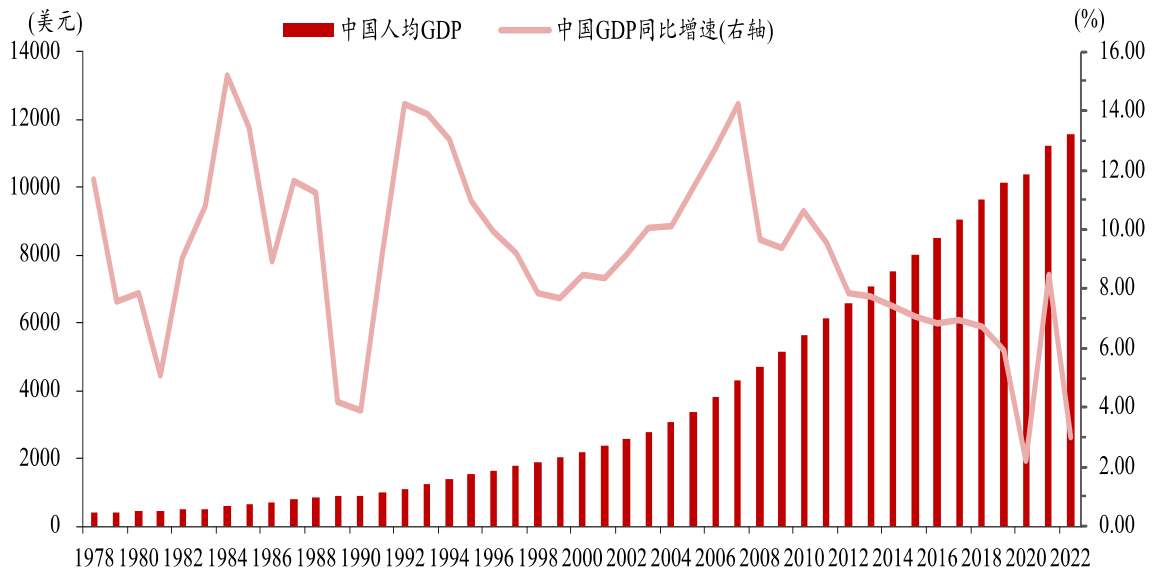
资料来源: 万得, 中银证券

注释: 图表中数据统计时间截至 2024 年 2 月 22 日, 2023、2024 年业绩预测数据为万得一一致预期数据。

7.4 户外运动

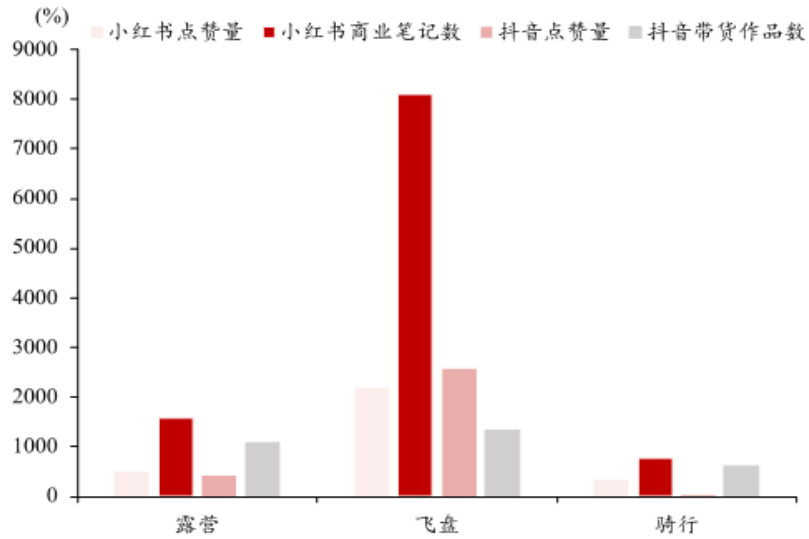
人均 GDP 突破 10000 美元, “单身经济”与消费倾向转变驱动下, 户外运动有望加速渗透。2019 年以来, 中国人均 GDP 突破 10000 美元, 类比日本 20 世纪 80 年代中期, 居民运动由球类等大众运动向各种小众运动拓展, 中国户外运动也有望迎来渗透率加速, 并且近年来受“单身经济”与消费倾向转变等的影响, 人们对于自身运动健康及娱乐的关注也逐渐提升, 对于平均消费较高的户外运动也有望产生一定的促进。新榜研究院数据显示, 2022 年抖音、小红书等平台上, 户外内容的点赞量、商业笔记数、带货作品数增长明显。中国户外运动产业大会发布的《中国户外运动产业发展报告(2022-2023)》指出, 2022-2023 年, 我国户外运动产业逐步恢复, 并迎来历史性发展机遇。2022-2023 年, 冰雪、路跑、骑行、越野、露营等户外运动热度有所增长, 多个领域已恢复至甚至超过新冠疫情前的水平。据携程网数据, 2023 年上半年, 与户外运动相关的订单量较 2022 同期增长 79%, 与新冠疫情之前的 2019 年相比, 订单量增长 221%, 市场规模已超过新冠疫情之前。

图表 73. 中国人均 GDP 突破 10000 美元



资料来源：万得，中银证券

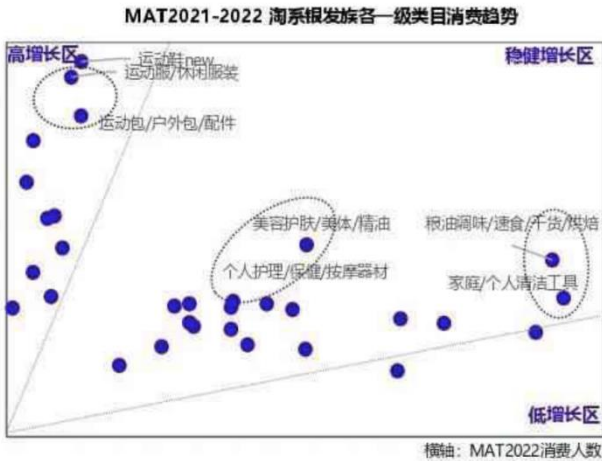
图表 74. 2022 年 5-8 月户外运动相关互动量同比增长率



资料来源：新榜研究院，中银证券

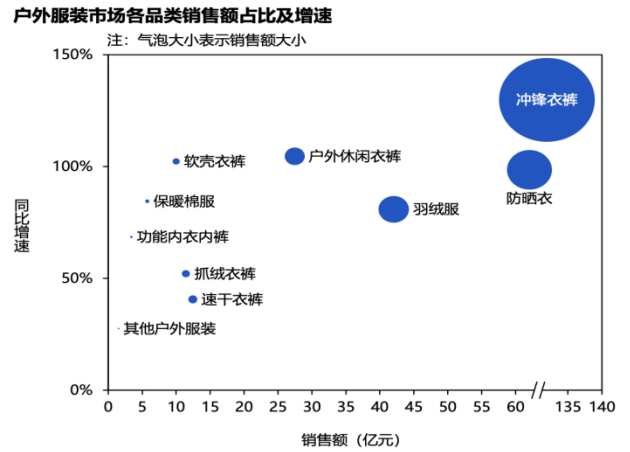
户外运动鞋服市场受到促进，销售额快速增长。对于户外运动，运动鞋服较为重要，清渠数据发布的《2023 中国新消费趋势白皮书》显示，近年来，户外包、运动鞋服处于消费趋势高增长区，根据中国纺织品商业协会户外用品分会统计，2022 年中国户外用品行业市场规模 1971 亿元，预计 2025 年将增至 2400 亿元，增幅达 21.8%。

图表 75. 户外包、运动鞋服处于消费趋势高增长区



资料来源：清渠数据《2023 中国新消费趋势白皮书》，中银证券

图表 76. 2023 年户外服装市场各品类销售额占比及增速



资料来源：清渠数据《2023 年度消费新潜力白皮书》，中银证券

建议关注户外鞋服装备龙头厂商三夫户外、探路者、牧高笛。

图表 77. 户外运动重点标的

证券代码	证券简称	2023年Q3归母净利润 增速 (%)	2023年预测净利润 增速 (%)	2024年预测净利润 增速 (%)	市盈率PE (倍)	市盈率分位数 (%)
002780.SZ	三夫户外	135.31	202.47	72.06	-50.01	21.66
300005.SZ	探路者	306.36	68.28	36.83	61.93	35.69
603908.SH	牧高笛	-15.55	-1.97	26.49	13.85	0.59

资料来源：万得，中银证券

注释：图表中数据统计时间截至 2024 年 2 月 22 日，2023、2024 年业绩预测数据为万得一致预期数据。

风险提示

- 1) 国内经济增长不及预期，消费总量增长不及预期；
- 2) 地产周期超预期下行，冲击消费者资产负债表；
- 3) 日本消费市场与国内市场存在差异；
- 4) 国内促消费政策不及预期，国内消费者信心修复偏慢。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371