



Research and  
Development Center

# 信达新消费 2024 年度策略报告： 中国消费的变与不变——挖掘我国消费行 业五大投资主线

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
执业编号：S1500522110002  
联系电话：15000310173  
邮箱：liujiaren@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

行业策略报告

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社服&amp;美护分析师

执业编号：S1500522110003

联系电话：18701877193

邮箱：wangyue1@cindasc.com

周子莘 美容护理分析师

执业编号：S1500522110001

联系电话：13276656366

邮箱：zhouzixin@cindasc.com

涂佳妮 社服&amp;零售分析师

执业编号：S1500522110004

联系电话：15001800559

邮箱：tujiani@cindasc.com

蔡昕妤 商贸零售分析师

执业编号：S1500523060001

联系电话：13921189535

邮箱：caixinyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# 信达新消费 2024 年度策略报告：中国消费的变与不变——挖掘我国消费行业五大投资主线

2023 年 11 月 21 日

- **消费行业具备长期投资价值，本报告将从中国消费的变与不变中挖掘消费与行业投资主线。**从去年底防疫政策调整至今，资本市场对消费板块从满怀期待到逐渐悲观。但是我们认为不宜将短期利空长期化，我国消费行业仍然具备长期投资价值。一方面在出口增速回落、国内产业结构亟需升级的背景下，中国经济崛起离不开国内消费行业的发展；另一方面，国家通过积极的稳就业、减税收等政策帮助居民“开源”，重点移除阻碍国内大循环的“住房”“医疗”“教育”三座大山来帮助居民“节流”，从两方面提升居民可支配收入，奠定消费行业的发展基础，因此，国内消费行业发展存在必要性和必然性。但是在寻找发展趋势时，盲目照搬海外单一国家历史经验并不可取，因此，本报告将从中国消费的变与不变中挖掘我国消费行业五大投资主线。
- **主线一：消费升级持续推进，首选渗透率提升×集中度提升赛道。**宏观经济增长带来的国民收入提升是消费升级的基础。但是 2018 年以来，“消费降级”的声音增多，我们认为主要源自：1) 经济周期波动影响居民边际消费倾向，带来消费降级的错觉；2) 中国独特的城乡二元结构带来“消费分级”的现象。实际上，我国中产阶级规模仍在继续提升，是消费升级的主要推动力之一。在消费升级的大背景下，建议寻找渗透率&集中度提升的消费子赛道。当前建议关注：1) 渗透率提升相关赛道：医美、眼视光（供需推动）；化妆品、黄金珠宝、潮玩手办、连锁咖啡（需求推动）；重组胶原蛋白（供给推动）。2) 集中度提升相关赛道：连锁酒店、黄金珠宝、眼镜零售、出境游旅行社。
- **主线二：从低端走向高端，从国货崛起到国货出海。**随着我国综合国力崛起，供给端正从“中国制造”转变为“中国智造”，需求端文化自信与民族自信持续提升，渠道端国货品牌体质灵活、善于抓住渠道变革红利，多因素助力国货品牌快速崛起。综合国力提升背景下，国货相继出海，通过强大供应链+主打性价比以及中国文化影响力输出商品与服务，打开更大的成长空间。当前建议关注：1) 国货崛起相关赛道：化妆品、重组胶原蛋白、运动服饰。2) 国货出海相关赛道：化妆品、连锁餐饮、眼视光、潮玩、跨境电商。
- **主线三：追求性价比，回归商品使用属性。**今年以来国内消费复苏进度整体慢于预期，折扣业态兴起，但此现象并非消费降级，而是消费观念的转变：1) 消费 4.0 时代来临，消费者不愿再为过高品牌溢价买单，性价比逐渐成为首选；2) 消费目的从“悦人”更多转变为关注商品本身使用价值的“悦己”。建议关注性价比相关赛道：名品折扣、折扣零售/零食/电商、餐饮。

- **主线四：供需关系变化，消费者需求更加个性化。**商品与服务的供求关系等因素决定了实际消费业态。中国消费行业的发展经历了从供不应求到供大于求的过程，当前经济增长带来生产力快速发展、消费市场供大于求，消费者对商品和服务的选择更加多样化，此时厂商需要努力针对各类消费者的实际需求提供差异化的消费品，消费市场也会显得更加个性化。建议关注个性化消费相关赛道：连锁酒店、旅游演艺、百货。
- **主线五：消费者年龄结构变化带来消费需求变化。**当前居民消费结构稳步升级，但人口结构面临老龄化、少子化等突出问题。不过中国消费市场庞大且复杂，意味着整体消费规模和细分消费场景仍具备较大潜力，人口结构的变化则可能孕育着新的投资机会。建议关注与年龄结构变化相关赛道：养老、宠物经济、促生育、预制菜、人服、职业教育。
- **投资建议：**持续向好的经济数据意味着前期经济刺激政策正逐步发挥效用并逐步体现在基本面上，悲观市场环境下逐步累计的利好因素正为后续反弹积蓄能量。在消费信心、消费能力、消费场景稳步修复的背景下，我们看好明年消费板块回暖，建议从确定性角度布局 2024 年消费赛道。重点关注：细分赛道龙头（爱美客、贝泰妮、中国中免、锦江酒店、欧普康视、名创优品、北京人力）、行业优质白马（珀莱雅、宋城演艺、王府井、老凤祥、周大生、安踏体育）、高成长潜力标的（巨子生物、锦波生物、君亭酒店、昊海生科）。

**风险因素：宏观经济增速不及预期风险；行业竞争加剧风险；终端需求疲软风险；原材料价格上涨风险。**

## 目录

中国消费的变与不变——挖掘我国消费行业五大投资主线 .....	10
主线一：消费升级持续推进，首选渗透率提升×集中度提升赛道 .....	17
1.1 需求侧+供给侧同时推动：医美、眼视光 .....	20
1.1.1 医美：消费者对美的追求永无止境，头部企业基于研发、运营等综合实力稳固龙头地位 .....	20
1.1.2 眼视光：青少年近视防控方兴未艾，人工晶体发展带来更多选择 .....	24
1.2 需求侧推动：化妆品、黄金珠宝、潮玩手办、连锁咖啡 .....	28
1.2.1 化妆品：渗透率&护肤意识提升趋势长期来看将与外资表现趋同 .....	28
1.2.2 黄金珠宝：消费力提升带动国内黄金珠宝需求增长 .....	33
1.2.3 潮玩手办：表达个性、寄托情感，平价盲盒推动潮玩由小众市场走向大众 .....	36
1.2.4 连锁咖啡：品类创新、赛道拓展，多方升级驱动行业发展 .....	40
1.3 供给侧推动：重组胶原蛋白 .....	42
1.3.1 重组胶原蛋白：国内领先于海外，近年来景气度持续提升 .....	42
1.4 行业增速放缓但集中度持续提升：连锁酒店、黄金珠宝、眼镜零售、出境游旅行社 .....	45
1.4.1 酒店：长尾出清，档档升级，头部品牌集中度进一步提升 .....	45
1.4.2 黄金珠宝：头部品牌核心竞争力突出，开店提速 .....	48
1.4.3 眼镜零售：轻加盟模式助力龙头企业市占率持续提升 .....	50
1.4.4 出境游旅行社：渗透率长期提升空间足，龙头迎来新发展机遇 .....	52
主线二：从国货崛起到国货出海 .....	54
2.1 国货崛起相关赛道：化妆品、重组胶原蛋白、运动服饰 .....	57
2.1.1 化妆品：国货崛起趋势初现，参考海外可见本土品牌集中度提升空间较为充足 .....	57
2.1.2 重组胶原蛋白：凭借科技创新实现弯道超车的典型案例 .....	59
2.1.3 运动服饰：涌现本土龙头，以科技、品质持续提升品牌势能 .....	63
2.2 国货出海相关赛道：化妆品、连锁餐饮、眼视光、潮玩、跨境电商 .....	67
2.2.1 化妆品：国货美妆的下一站——出海 .....	67
2.2.2 连锁餐饮：国际中餐市场广阔，火锅、茶饮率先出海 .....	70
2.2.3 眼视光：国产人工晶体逐步开启出海，产品力受海外认可 .....	72
2.2.4 潮玩：泡泡玛特、名创优品探寻出海之路 .....	74
2.2.5 跨境电商：跨境行业拐点已至，越过山丘逐步回暖 .....	77
主线三：追求性价比，回归商品使用属性 .....	82
3.1 名品折扣：兼具品质与性价比，有望在消费疲软时期实现突围 .....	84
3.2 折扣零售：折扣龙头名创优品的崛起 .....	86
3.3 折扣零食：近两年快速发展的新兴业态 .....	88
3.4 折扣电商：网购趋于务实理性，以性价比为特色的折扣电商崛起 .....	89
3.5 连锁餐饮：行业拥抱性价比，看好降价下沉的茶饮以及刚需属性的快餐 .....	89
主线四：供需关系变化，消费者需求更加个性化 .....	92
4.1 酒店：龙头多元品牌矩阵发展，品质类度假需求持续释放 .....	93
4.2 旅游演艺：游客个性化诉求增强，旅游演艺优质项目稀缺 .....	94
4.3 百货：传统百货商积极拥抱新消费，寻求突破、破圈重生 .....	96
主线五：消费者年龄结构变化带来消费需求变化 .....	99
5.1 养老：老龄化趋势加剧，养老市场等赛道成长具备较高确定性 .....	101
5.2 宠物经济：陪伴属性满足精神需求，国产品牌厚积薄发 .....	103
5.3 促生育：生育政策利好频出，晚婚晚育趋势下高端孕产迎来机遇 .....	104
5.4 预制菜：单身群体增加，C端预制菜有望扩容 .....	107
5.5 人服：就业端供需错配，灵活用工有望充分发挥稳就业功能 .....	108
5.6 职业教育：失业率与产业升级共同推动职业教育需求增长 .....	111
投资建议 .....	114
风险因素 .....	114

## 表目录

表 1： 相比于茶饮品牌，咖啡品牌在下沉市场仍有较大的拓展空间（截止 2023 年 8 月） .....	41
表 2： 2022-23H1 全国咖啡品牌融资情况（使用云南豆品牌） .....	41
表 3： 2023 年云南咖啡豆产品主要形态及代表品牌 .....	42
表 4： 部分品牌采购云南咖啡豆情况 .....	42
表 5： 部分胶原蛋白护肤品品牌及代表产品 .....	44
表 6： 已获批的胶原蛋白注射产品 .....	45
表 7： 我国运动鞋服行业国货崛起势头迅猛，2021 年“新疆棉事件”形成催化 .....	55
表 8： 泡泡玛特和名创优品出海对比 .....	75
表 9： 名创优品海外业务模式对比 .....	77
表 10： 消费社会的四个阶段以及消费特征 .....	82

表 11: 国内主要奥莱参与者及业绩梳理 .....	86
表 12: 部分香化及精品 SKU 价格对比情况 (元) .....	86
表 13: 名创优品合作国内外头部供应商 .....	87
表 14: 零食很忙主要门店类型 .....	88
表 15: 零食很忙单店模型 .....	89
表 16: 度假酒店分类及特征 .....	94
表 17: 百联股份旗下业态创新情况 .....	97
表 18: 王府井业态创新情况 .....	98
表 19: 各年龄段消费者偏好各异 .....	99
表 20: 中国机构养老服务发展情况 .....	102
表 21: 消费医疗板块人口老龄化相关受益赛道梳理 .....	103
表 22: 不孕不育症主流治疗手段 .....	105
表 23: 辅助生殖行业政策边际向好 .....	105
表 24: 广州酒家淘宝在售预制菜 .....	108
表 25: 同庆楼淘宝在售预制菜 .....	108
表 26: 日本主要就业形式 .....	109
表 27: “十四五”对技能人才增长提出明确目标 .....	112
表 28: 信达新消费团队重点关注标的及其盈利预测一览表 (截止 2023.11.20) .....	114

## 图 目 录

图 1: 大消费板块普遍在去年底防疫政策调整至今年春节前涨幅靠前, 而在今年春节后跌幅靠前 .....	10
图 2: 2023.07 CPI 同比增速转负, 市场担忧通缩风险 .....	10
图 3: 2022 年我国人口出生率再创历史新低 .....	10
图 4: 疫情以后月度社零增速较疫情前明显放缓 .....	11
图 5: 疫情以后的月度社零总额依然在长期趋势线之下 .....	11
图 6: 2023H1 净出口对 GDP 增速贡献率已降至-10.8%, 提振消费势在必行 .....	12
图 7: 23 年 6 月美国联邦政府债务规模突破 30 万亿美元 .....	12
图 8: 美国个人储蓄存款余额降至趋势线以下 (十亿美元) .....	12
图 9: 美国信用卡贷款拖欠率创 2013 年以来新高 (%) .....	12
图 10: 2023 年起美国到期的企业债规模将快速提升 .....	12
图 11: 美国企业债收益率已处于高位 (%) .....	12
图 12: 我国最终消费率远低于欧美日韩等发达国家 .....	13
图 13: 今年 9 月多家商业银行主动降存量首套房贷利率 .....	14
图 14: 今年 8 月提高个人所得税专项附加扣除标准 .....	14
图 15: 在美国的打压下, 80 年代之后日本的半导体产业迅速没落 .....	15
图 16: 从中国消费的变与不变中挖掘消费与行业投资主线逻辑图 .....	16
图 17: 1935 年以来美国人均消费支出出现 11 次负增长 .....	17
图 18: 尽管有波折, 美国人均消费长期趋势依然向上 (美元) .....	17
图 19: 不必过度在意我国居民人均消费支出波动 (元) .....	18
图 20: 2035 远景目标指明我国人均 GDP 将延续高增速 .....	18
图 21: 农村居民人均可支配收入水平相当于城市居民 10 年前的水平 (元) .....	18
图 22: 2012 年以来我国乡村社零增速多数时候都快于城镇社零增速 .....	18
图 23: 低线城市酒店市场连锁化率低于高线城市, 但近年来也在持续提升 .....	19
图 24: 2017 年以来低线城市新式茶饮行业增速明显快于高线城市 (亿元) .....	19
图 25: 中产阶级规模仍有望继续提升 .....	19
图 26: 主线一: 消费升级持续推进, 首选渗透率提升×集中度提升赛道 .....	20
图 27: 低线城市医美渗透率提升空间较大 .....	21
图 28: 30 岁以上人群医美渗透率有较大提升空间 .....	21
图 29: 核心赛道市占率提升空间充足 .....	21
图 30: 乔雅登 (艾尔建) 在中国玻尿酸注射剂市场中市占率不断提升 .....	22
图 31: 乔雅登中国市场规模 (出厂价计) 持续增长 .....	23
图 32: 乔雅登销售支数稳步增长, 出厂价相对较高 .....	23
图 33: 再生类产品出货额均实现 3 倍以上高速增长 .....	23
图 34: 再生类&胶原蛋白新材料赛道具备高增长潜力 .....	23
图 35: 以艾尔建的保妥适为例, 不断拓展新适应症亦帮助产品实现持续增长 .....	24
图 36: 2005-2022 年我国青少年近视率情况 .....	25
图 37: 高频筛查助力市场教育, 青控产品渗透率有望持续提升 .....	25
图 38: 国内及国外白内障手术率对比 .....	25
图 39: 国内外 ICL 手术量对比 .....	25
图 40: 青少年近视防控产品对比 .....	26

图 41:	欧普康视自营及参控股视光服务终端数量情况 (家)	27
图 42:	爱尔眼科境内门诊部数量情况 (家)	27
图 43:	不同近视手术对比	27
图 44:	人工晶体材料、光学技术及结构设计持续迭代, 各类新型屈光性高端人工晶体产品供给不断丰富	28
图 45:	人均化妆品消费额 (美元)	29
图 46:	每千美元人均 GDP 花费在化妆品上的美元	29
图 47:	人均护肤品消费额 (美元)	29
图 48:	每千美元人均 GDP 花费在护肤品上的美元	29
图 49:	相对于海外, 我国皮肤学级护肤品占护肤品比重处于相对低位	30
图 50:	欧莱雅亦认可皮肤学级美妆市场占比提升逻辑	30
图 51:	药妆 (医药外部品/quasi drugs) 的功效性小于药品、大于一般化妆品	31
图 52:	药用化妆品出货额稳步提升, 2020 年药妆占化妆品整体出货额比重约 40%	31
图 53:	日本药妆 2010-2020 年产值 CAGR 为 7.3%	31
图 54:	药妆类目中霜类&化妆水产品占比较高	31
图 55:	日本消费者并未在医美后放松护肤	32
图 56:	医美后反而对于产品的功效性/效果更为关注	32
图 57:	欧莱雅提到医美消费者增多也为皮肤学级护肤品发展提供驱动	32
图 58:	新入局者增多共同做大皮肤学级护肤品赛道	33
图 59:	薇诺娜在国内外皮肤学级市场市占率不断提升	33
图 60:	2022 年薇诺娜终端零售额达 73.7 亿元	33
图 61:	我国珠宝零售额 2019-2020 年 CAGR 为 5%	34
图 62:	我国年人均珠宝消费额提升为终端规模增长的核心要素	34
图 63:	2019 年以来国内金价总体呈上行趋势 (元/克)	34
图 64:	2023H1 我国黄金首饰消费量创 2017 年以来同期新高	35
图 65:	黄金首饰零售额增速快于珠宝总体零售额增速	35
图 66:	2021-2022 年金银珠宝零售额增速与结婚对数、出生人口数相关性减弱	35
图 67:	FY2023 周大福传承系列黄金产品占中国大陆黄金产品总体零售值的 40%	36
图 68:	周大福同店黄金首饰平均售价 FY2021 以来保持平稳	36
图 69:	按 GMV 计中国潮流玩具市场的市场规模 (十亿元)	36
图 70:	中国潮玩市场用户性别画像	37
图 71:	中国潮玩市场用户年龄画像	37
图 72:	近一年潮流玩具百度搜索指数省份分布	37
图 73:	近一年潮流玩具百度搜索指数城市分布	37
图 74:	泡泡玛特 2022 年用户画像	38
图 75:	Crystal Decorate Minnie Mouse 官网售价约合 4.7 万元人民币	39
图 76:	美国二手交易网站 Stock X 上 BE@RBRICK 售价约合 7.1 万元人民币	39
图 77:	泡泡玛特注册会员人数快速增长	40
图 78:	泡泡玛特会员复购率有所下滑	40
图 79:	泡泡玛特历年营收及增速	40
图 80:	泡泡玛特分产品营收及增速 (百万元)	40
图 81:	高线城市咖啡消费量与美日韩相当	41
图 82:	胶原蛋白类原料在护肤品中的应用率持续提升	43
图 83:	以“胶原”命名的护肤品备案数量持续增长	43
图 84:	重组胶原蛋白相关产品市场规模 (亿元)	43
图 85:	重组胶原蛋白正处于概念普及期	43
图 86:	胶原蛋白功效护肤品成分以重组胶原为主 (亿元)	44
图 87:	我国医用敷料市场规模测算 (亿元)	44
图 88:	我国重组胶原蛋白敷料市场规模测算 (亿元)	44
图 89:	2016-2027E 全国酒店数及增速 (万家)	46
图 90:	2016-2027E 全国酒店房间数及增速 (万间)	46
图 91:	2018-2022 年以客房计全国酒店业整体连锁化率	46
图 92:	2018-2022 年全国酒店业分档次以客房计连锁化率	46
图 93:	2016-2022 年全国以档次分类酒店数占比	47
图 94:	2016-2022 年全国以档次分类客房数占比	47
图 95:	2017-2022 年锦江华住首旅中高端酒店占比	47
图 96:	2019-2022 年我国三大酒店集团市占率	48
图 97:	2019-2022 年我国三大酒店集团开店量 (家)	48
图 98:	A 股重点黄金珠宝上市公司合计营收增速持续跑赢金银珠宝零售额增速	48
图 99:	头部珠宝品牌集中度持续提升 (%)	48
图 100:	我国珠宝消费以线下场景为主	49
图 101:	重点黄金珠宝上市公司期末珠宝门店数量 (家)	50

图 102:	重点黄金珠宝上市公司每年珠宝净开店数量 (家)	50
图 103:	各品牌直营店店均收入 (万元)	50
图 104:	各品牌加盟店店均收入 (万元)	50
图 105:	中国眼镜及镜片购买渠道 (截至 2022 年 11 月)	51
图 106:	国内眼镜连锁品牌市占率较低	51
图 107:	美国眼镜行业市场份额及变化 (亿美元, %)	51
图 108:	日本三大眼镜品牌营收及市占率 (亿日元, %)	51
图 109:	博士眼镜轻加盟模式逻辑图	52
图 110:	2011-2019 年我国出境游人次 CAGR 超过 10%	52
图 111:	我国出境游渗透率与美日韩差距较大	52
图 112:	2019 年日本出境游旅行社 CR2 超过 50%	53
图 113:	2017 年中国出境游旅行社 CR10 不足 25%	53
图 114:	2019 年线上中国品牌市场占有率就已经达到 72%, 其中家具家电国产化率更高	54
图 115:	2000 年以来我国全社会 R&D 经费支出持续增加	55
图 116:	企业资金已占全社会 R&D 经费的近 8 成	55
图 117:	珀莱雅抓住渠道变革的红利, 其市占率持续提升 (单位: %)	56
图 118:	主线二: 从国货崛起到国货出海	57
图 119:	海外国家护肤市场 CR5/CR10 中, 本土品牌市占率普遍较高	58
图 120:	消费能力增强&消费者受教育程度提升推动消费者选择向兼顾品牌力与产品力的品牌倾斜	58
图 121:	国货品牌在波动中迎来崛起机遇	59
图 122:	珀莱雅市占率持续提升	59
图 123:	巨子生物在重组胶原蛋白生物制造领域处于领先地位	60
图 124:	2021 年国内前五大专业皮肤护理产品公司	60
图 125:	可复美联合新世相、美 ONE 推出短片《成分中国·原料之战》	60
图 126:	天然人体 III 型胶原蛋白中央功能区域具备高细胞黏附性特征	61
图 127:	锦波生物开发的人源 III 型胶原蛋白核心区呈现出特有的 164.88° 柔性弯折结构	61
图 128:	锦波生物已申请专利《人胶原蛋白 17 型多肽、其生产方法和用途》	61
图 129:	锦波生物已申请专利《重组 17 型人源化胶原蛋白在乳腺癌治疗的用途》	61
图 130:	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维注册信息	62
图 131:	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维产品包装	62
图 132:	锦波生物注射用重组 III 型人源化胶原蛋白溶液于 2023 年 8 月获批上市	62
图 133:	国内运动鞋服行业发展历史概览	64
图 134:	近年来中国运动鞋服行业 CR10 变化情况	64
图 135:	近年来中国运动鞋服行业品牌市占率对比	64
图 136:	近年来双十一运动鞋服品牌销售排名情况	65
图 137:	阿迪、NIKE、安踏、特步、李宁的跑鞋中底技术发展史	66
图 138:	2022 年北京马拉松男女冠军跑鞋分布	66
图 139:	2022 年北京马拉松男女前 8 名跑鞋选择	66
图 140:	2022 年各品牌跑鞋穿着率较 2019 年运动品牌穿着率变化情况	67
图 141:	2015 年开始日本化妆品出口额大幅提升	67
图 142:	中国大陆、中国香港与韩国为日本主要出口国家或地区	67
图 143:	国货护肤品牌出海情况一览	68
图 144:	人均可支配收入提升趋势之下, 资生堂广告宣传侧面体现出了消费者审美取向的变化	68
图 145:	资生堂集团收入保持稳健增长	69
图 146:	从亚洲起步, 资生堂国际业务不断扩张	69
图 147:	2022 年包括日本在内的亚洲地区收入占资生堂集团收入比重达 52.9%	69
图 148:	2016-2026E 国际市场中式餐饮市场规模	70
图 149:	茶饮、火锅和其他餐饮品牌首次出海时间及选址	70
图 150:	中国每万人餐厅保有量较高	71
图 151:	中餐被认为是最能代表中国文化的前三位符号	71
图 152:	2016-2026E 海外火锅市场规模	72
图 153:	2021 年全球部分市场中式餐饮及火锅市场规模	72
图 154:	2021 年东南亚奶茶市场规模	72
图 155:	东南亚市场知名奶茶品牌门店数量对比	72
图 156:	国产高端人工晶体产品突破时间轴	73
图 157:	爱博医疗境外收入及增速情况 (亿元)	73
图 158:	爱博医疗人工晶体产品力受海外认可	73
图 159:	爱博医疗人工晶体产品海外注册情况	74
图 160:	昊海生科人工晶体产品海外注册情况	74
图 161:	泡泡玛特海外市场营收规模及增速	76
图 162:	泡泡玛特海外门店数量及开店计划 (家)	76

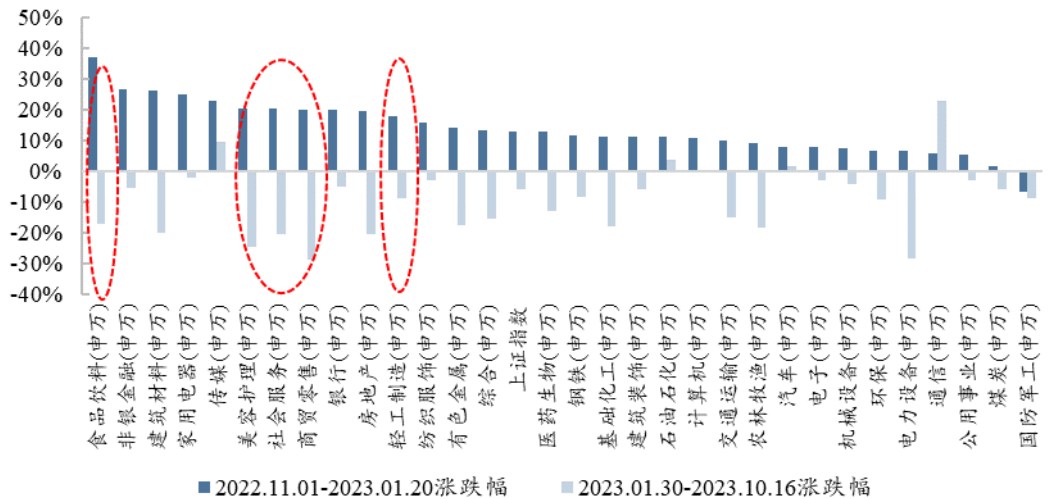
图 163:	名创优品海外市场营收规模及增速	76
图 164:	名创优品海外分地区营收规模 (亿元)	76
图 165:	亚马逊封号潮跨境企业损失惨重	77
图 166:	近年来中国出口集装箱运价指数	77
图 167:	近年来美国通胀率变化情况	78
图 168:	近年来美国消费信心指数变化	78
图 169:	近年来全球电商渗透率及未来预测	78
图 170:	中国电商渗透率及其他国家、地区对比	78
图 171:	中国和其他国家制造业增加值对比	79
图 172:	中国与主要国家工业制成品出口全球占比变化	79
图 173:	2022 年全球集装箱吞吐量前十名港口	80
图 174:	中欧班列 2014-2022 年开行列数	80
图 175:	不同国家“灯塔工厂”数量统计	80
图 176:	数字技术驱动跨境电商创新	81
图 177:	2023Q2 名创优品营收增速创近年来新高	82
图 178:	近两年我国折扣零售门店数量快速增长	82
图 179:	调查显示, 00 后群体对消费性价比的重视程度最高	83
图 180:	主线三: 追求性价比, 回归商品使用属性	84
图 181:	海外折扣零售与普通百货商营收对比 (亿美元)	85
图 182:	海外折扣零售与普通百货商营收增速对比	85
图 183:	2020-2022 年主要零售业态增幅情况对比	85
图 184:	年销售额超 10 亿元奥莱门店数、销售额 (亿元) 及销售额增速情况	85
图 185:	名创优品商品开发、生产、销售流程	87
图 186:	名创优品单一供应商依赖度低	88
图 187:	名创优品存货周转速度加快	88
图 188:	2015-2022 年主流电商平台 GMV 份额情况	89
图 189:	22Q1-23Q1 主要电商平台收入增速情况	89
图 190:	餐饮加盟店单店模型	90
图 191:	茶饮主要品牌门店数及客单价	90
图 192:	2020-22 年茶饮人均消费 15 元以下占比大幅提升	90
图 193:	日本外食产业市场中快餐恢复度最高	91
图 194:	近三年面点主食类品牌线上消费时段订单量占比	91
图 195:	主线四: 供需关系变化, 消费者需求更加个性化	92
图 196:	锦江酒店多元品牌矩阵	93
图 197:	华住酒店多元品牌矩阵	93
图 198:	锦江全球创新中心模块图	93
图 199:	2023Q1 新开业高端酒店主题分布	94
图 200:	旅游演艺“1+3+N”格局稳定	95
图 201:	宋城演艺 7 月首次举办音乐节活动	95
图 202:	宋城演艺项目演出场次较 19 年恢复度情况	95
图 203:	大丰数艺科技业务收入快速增长	96
图 204:	大丰通过《今夕共西溪》切入下游文旅演艺	96
图 205:	重庆百货“潮夏节”集市	98
图 206:	解放碑重庆百货大楼景观位咖啡厅	98
图 207:	生存类消费占比下降, 享受类消费占比提升	99
图 208:	城乡居民消费支出呈现相同变化趋势	99
图 209:	2000-2020 年中国人口年龄分布变化	100
图 210:	过去 20 年 65 岁及以上人口规模及占比翻倍增长	100
图 211:	一人户、二人户占比大幅提升	100
图 212:	适婚年龄人群未婚占比提升明显	100
图 213:	中国出生人数连续七年下降, 近三年 CAGR 低于-10%	101
图 214:	中国老年人口抚养比 20 年增长近一倍	102
图 215:	2026 年商业养老市场有望达到 2000 亿元	102
图 216:	2018-2021 年中国犬猫总饲养量情况 (百万只)	103
图 217:	2013-2028E 中国宠物行业市场规模情况 (亿元)	103
图 218:	中国宠物行业细分赛道情况	104
图 219:	2013-2022 世界宠物食品行业分公司份额情况	104
图 220:	2013-2022 中国宠物食品行业分公司份额情况	104
图 221:	我国人口结构正在从金字塔型向漏斗型转变	105
图 222:	中国辅助生殖服务市场规模 (亿元)	105
图 223:	中国消费者认为“坐月子”期间的重要因素	106

图 224:	2025 年我国月子中心市场规模或将达到 281.1 亿元.....	107
图 225:	2026 年预制菜市场规模有望突破万亿 .....	107
图 226:	22-40 岁年龄区间预制菜消费群体占比超 80%.....	107
图 227:	超过一半的 Z 世代厨艺属于略知一二.....	108
图 228:	C 端购买预制菜产品目的多为节省时间.....	108
图 229:	日本 GDP 同比增速 (%) .....	109
图 230:	非正式雇员呈上升趋势 .....	109
图 231:	经济衰退周期下日本社员派遣规模增长趋势不变 .....	109
图 232:	城镇调查失业率 (%) .....	110
图 233:	高校毕业生人数 (万人) .....	110
图 234:	全国求人倍率.....	110
图 235:	人力资源服务公司灵活用工收入 .....	111
图 236:	人力资源服务公司灵活用工收入同比增速 .....	111
图 237:	日本教育文化娱乐家庭平均支出 (除旅游) .....	111
图 238:	日本教育文化娱乐 (除旅游) 占总消费支出比重与失业率.....	111
图 239:	国考报名人数 (万人) 及同比增速 .....	112
图 240:	国考招录人数 (万人) 及录取率 .....	112
图 241:	高技术产业投资增速.....	113

## 中国消费的变与不变——挖掘我国消费行业五大投资主线

从满怀期待到逐渐悲观，资本市场对消费板块的投资价值产生分歧。从去年底防疫政策调整至今，A股消费板块经历了一波“过山车”行情：1) 防疫政策调整初期，市场普遍认为经过三年疫情压制之后，国内居民消费潜力有望集中释放、消费板块将触底反弹。因此在2022.11.01-2023.01.20（春节前）期间，大消费板块引领大盘反弹，食品饮料以36.92%的涨幅位居31个申万行业首位，家用电器、美容护理、社会服务、商贸零售等消费子赛道涨幅靠前；2) 然而疫后消费复苏进程的首个观测期——春节黄金周数据表现平平，加上后续的月度社零增速疲软、生育率创新低、青年失业率创新高、CPI跌至负值等宏观经济数据影响，部分投资者开始担心国内消费行业短期反弹预期落空、长期发展潜力被进一步压缩，资本市场对消费板块的长期投资价值产生分歧。因此从2023.01.30（春节后）-2023.10.16，大消费板块领跌大盘，商贸零售跌幅居首，美容护理、农林牧渔、食品饮料、社会服务板块等消费子赛道跌幅靠前。

图1：大消费板块普遍在去年底防疫政策调整至今年春节前涨幅靠前，而在今年春节后跌幅靠前



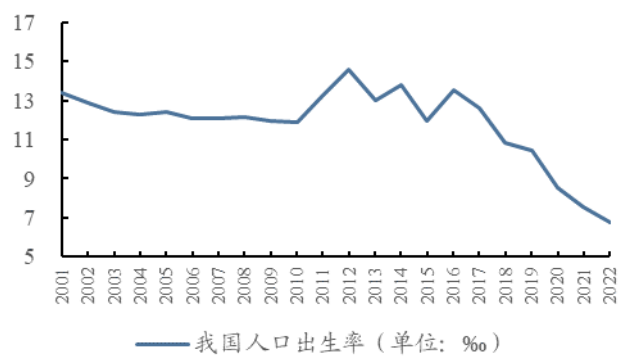
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图2：2023.07 CPI同比增速转负，市场担忧通缩风险



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图3：2022年我国人口出生率再创历史新低

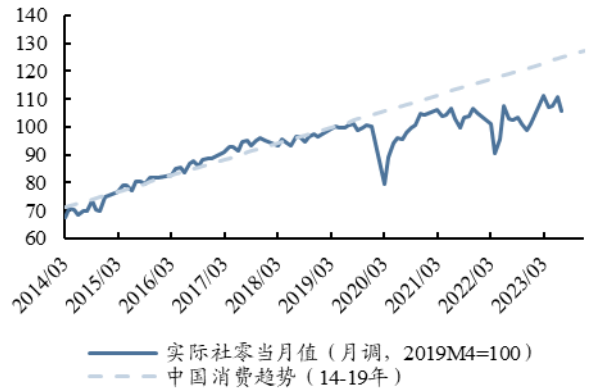


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图4：疫情以后月度社零增速较疫情前明显放缓**


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2020年及以前为同比增速，2020年以后为相较19年同期的CAGR

**图5：疫情以后的月度社零总额依然在长期趋势线之下**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

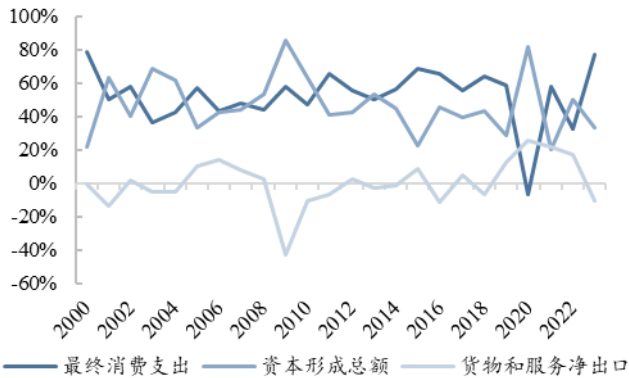
**不宜将短期利空长期化，我国消费行业仍然具备长期投资价值。**在熊市环境下，资本市场投资者通常会将短期利空长期化，即因短期因素导致行业数据出现扰动之后开始担心该行业的长期逻辑是否同样受到影响。以此前的“消费升级 or 降级”讨论为例，一方面 2018 年国内宏观经济增速下行带来社零增速近十年首次跌破 10%，另一方面被市场认为是“廉价消费”代表的涪陵榨菜 2018 年归母净利润大增 60%，拼多多的营收同比更是大增 652%，因此越来越多投资者担心国内消费升级进程已经结束、消费降级将是未来消费行业的主旋律。但此后的事实却是，2019-2020 年消费重新释放活力，免税、奢侈品、中高端白酒等消费子赛道掀起热潮证明消费升级依然在继续。而站在当前时点，且不论国内外资本市场已经用历史股价一次又一次证明了消费板块是经典的可以穿越牛熊的长坡厚雪赛道，仅从中国的实际情况出发，我们依然认为国内消费市场仍然拥有广阔的发展空间：

- ✓ **中国经济崛起离不开国内消费行业的发展。**1) 出口增速回落后需要国内消费扛起经济增长大旗：2020 年疫情爆发以后我国经济增速之所以能快速复苏，主要得益于我国率先复工复产填补了海外供应链的空缺，从而使得 2020-2021 年净出口对 GDP 增长的贡献率近 20 年来首次突破 20%；而随着疫情对全球的影响逐渐减弱以及全球贸易摩擦加剧，2022 年该指标滑落至 17.1%，并且在 2023H1 滑落至 -10.8% 反过来拖累经济增长。

而且高利率环境下美国衰退风险加大，明年我国出口压力或更大。美国政府方面，今年 6 月美国联邦政府负债总额首次突破 30 万亿美元，并于 9 月突破 33 万亿美元。在美债收益率连创新高的情况下，明年美国联邦政府利息支出或将达到 1.3 万亿美元，占年初美国联邦政府公布的 2024 财年预算的近 2 成，我们预计美国财政政策将显著受限；美国居民方面，一方面，2020 年以来美国政府的“全民疫情补贴”一度导致美国个人储蓄存款总额超过 5.7 万亿美元，但 2023 年 8 月已大幅减少至 0.8 万亿美元，甚至已经低于疫情前水平，说明此前的补贴已经被消耗殆尽；另一方面，高利率环境下美国信用卡贷款拖欠率也于 2023 年 6 月末达到 2.77%，创 2013 年以来新高。美国居民支付能力减弱也将拖累明年美国消费预期；美国企业方面，此前多数企业在低利率环境下大量发行企业债，这些企业债将从今年开始集中到期，例如美国企业债年度到期额此前均低于 300 亿美元，2023 年激增至 1,194 亿美元，并且增长至 2026 年的 10,739 亿美元。也就是说，今年开始美国企业将不得不用高利率新发企业债来置换此前的低利率企业债，企

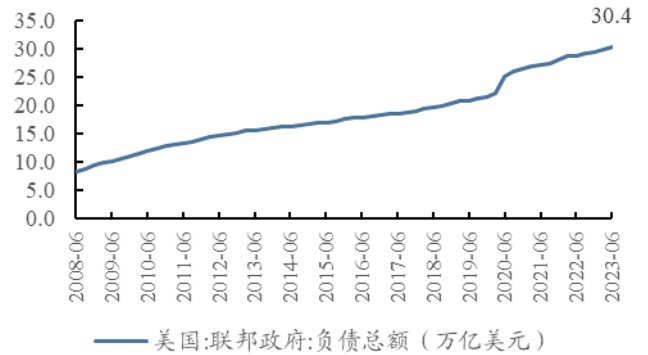
业利息支付压力也进一步提升。因此从美国政府、企业、居民三方面来看，高利率环境下美国衰退风险加大，或将继续拖累明年我国出口。

**图6：2023H1 净出口对 GDP 增速贡献率已降至-10.8%，提振消费势在必行**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图7：23年6月美国联邦政府债务规模突破30万亿美元**



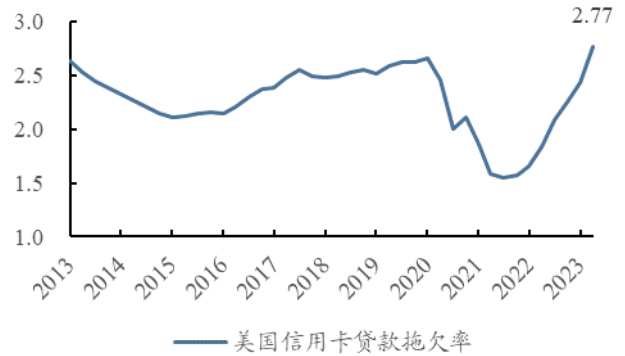
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图8：美国个人储蓄存款余额降至趋势线以下（十亿美元）**



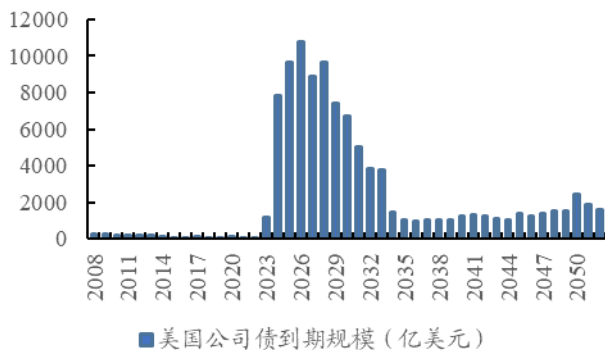
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图9：美国信用卡贷款拖欠率创2013年以来新高（%）**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图10：2023年起美国到期的企业债规模将快速提升**



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

**图11：美国企业债收益率已处于高位（%）**

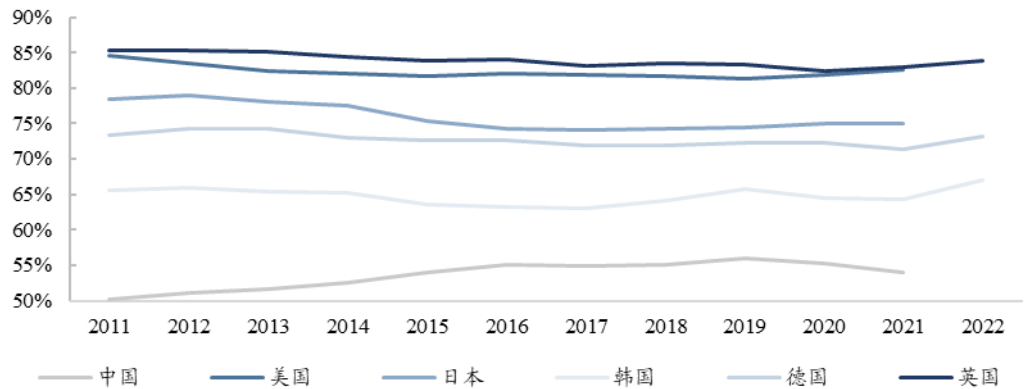


资料来源：Wind，信达证券研发中心

在出口受阻的情况下，我们预期短期国家可能通过创新货币政策工具支持绿色经济发

展，从而加大绿色经济方面的基建投资支出，从而促进经济增长；但长期来看，经历过快速工业化与城镇化之后，单纯依靠基建投资或房地产投资的高增长来拉动经济增长是不可持续的，国内消费行业的复苏与发展势在必行。对比欧美发达国家超 70% 的最终消费率，当前我国最终消费率尚不足 60%，我们预计未来我国经济发展对消费的依赖程度将持续提升，扩大内需、挖掘国内消费市场潜力将成为长期工作重点；

**图12：我国最终消费率远低于欧美日韩等发达国家**



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

**2) 我国产业结构升级也需要庞大的消费市场做支撑：**站在国家角度，国家也需要通过定向培育终端消费市场，例如促进中高端消费品、高科技价值含量消费品等市场发展，引导企业加大科技投入与品牌建设投入，减少低质产品的供给投入，从而加速我国产业结构从劳动密集型的低附加值制造业向人才&资本密集型的高附加值高新技术产业转型，例如消费电子、新能源车等终端消费市场的发展支撑我国半导体产业的升级。

- ✓ **扫除重重阻碍，打开国内消费行业发展空间。**扩大居民消费的基础是提升居民可支配收入，而可支配收入的提升，一方面要切实提升居民收入，另一方面要减少居民在其他方面的刚性支出。近年来，国家除了通过持续出台稳就业政策以降低失业率&增加个税专项附加扣除项目以减少个人所得税等方式帮助居民“开源”以外，还重点移除阻碍国内大循环的三座大山来帮助居民“节流”：**1) 住房：**坚持房住不炒，同时在今年重点推进存量房贷利率下调，以减少居民房贷支出；**2) 医疗：**大规模推进药品及医疗器械的集采，并且在今年重点推进医疗反腐，以减少居民医疗支出；**3) 教育：**切实推进“双减”政策，规范校外培训机构发展，其中《校外培训行政处罚暂行办法》已于今年 10 月 15 日起正式施行。在这些“开源节流”政策的帮助下，国内消费行业也具备短期复苏与长期增长的发展基础。

**图13：今年9月多家商业银行主动降存量首套房贷利率**

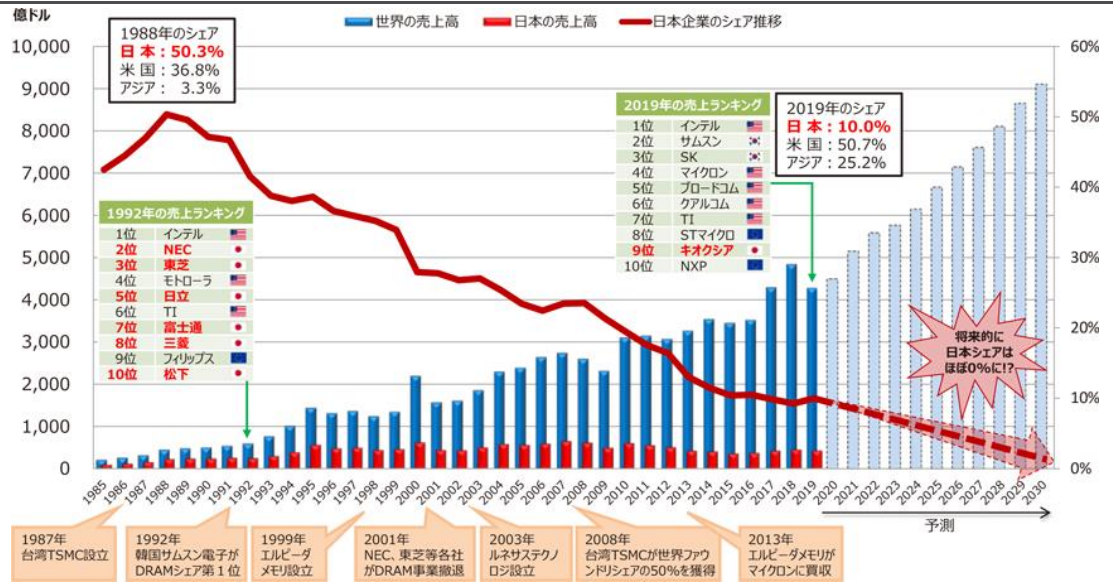

资料来源：中国工商银行公众号，信达证券研发中心

**图14：今年8月提高个人所得税专项附加扣除标准**

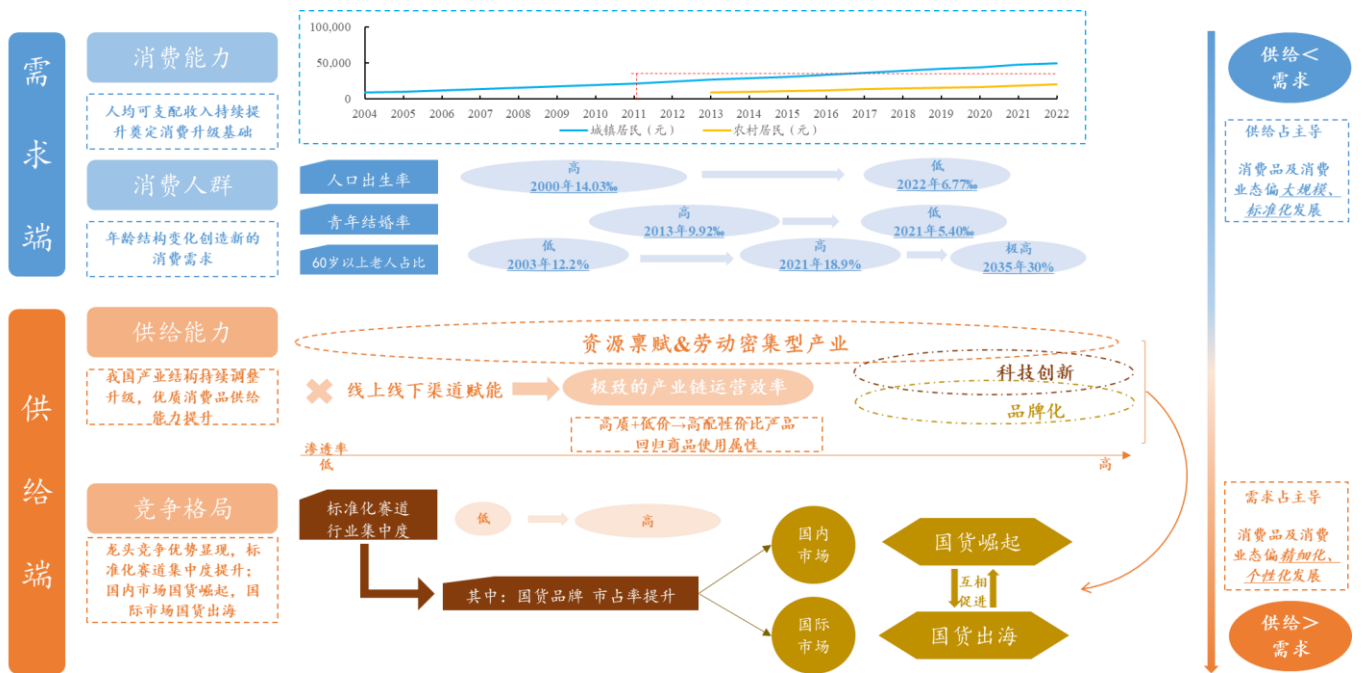

资料来源：中国政府网，信达证券研发中心

然而盲目照搬海外单一国家消费行业历史经验寻找发展趋势并不可取。在明确国内消费行业发展壮大的必要性与必然性之后，下一步就应分析国内消费行业未来变化趋势，并依此进行投资决策。在这一环节，资本市场往往会总结海外发达国家的消费行业历史发展经验，进而推行我国消费行业发展趋势。对标最多的国家便是东亚邻国日本，市场上也有很多篇从各个角度分析日本消费历史经验的文章与书籍，主要源自当前我国人均GDP正处于日本80年代的水平，以及我国与日本同属东亚文化圈，国民很多消费习惯类似。但是我们认为，由于各国的实际情况并不相同，盲目照搬单一国家的消费行业发展经验很容易得到错误结论，尤其是对具体消费子赛道的发展趋势直接搬用是不可取的。

以日本的消费电子行业为例：二战后日本在对美关系上一直处于服从地位，并没有实际的经济决策权。例如80年代日本半导体产业一度超过美国、占据全球市场的半壁江山，部分源自日本在1976年推出的“超大规模集成电路项目”。然而在美国打压下，该项目于1980年正式终止，并且在1980-1995年这15年期间再也没有推出过类似的半导体支持政策，从而导致日本错过半导体产业发展的黄金时期，其在全球半导体市场的份额也持续下跌至个位数。以手机为代表的消费电子产业链的发展与半导体密切相关，日本半导体产业的没落也使得索尼、夏普等日本消费电子厂商在全球的影响力与市占率持续下降。而与日本不同的是，尽管中国半导体产业起步较晚，但得益于庞大的国内消费市场支撑，以及中国经济政策的独立性，中国半导体行业以及消费电子行业依然突破了美国的重重封锁，诞生了华为、小米、OPPO、VIVO等知名品牌。尤其是今年9月，华为在被美国断供5G芯片4年后推出Mate 60、Mate X系列国产手机，其中Canalys预计Mate 60系列手机全周期出货量有望达1000-1500万台。如果我们参考日本消费电子行业的没落来推演我国消费电子行业发展趋势的话，得出的结论将是完全错误的。

**图15：在美国的打压下，80年代之后日本的半导体产业迅速没落**


从中国消费的变与不变中挖掘消费与行业投资主线。经济发展带动我国居民人均可支配收入持续提升是贯穿我国消费行业发展始终不变的主线，同时也为消费升级的趋势奠定基础。在消费升级的大背景下，供给可以顺应需求结构变化的消费赛道渗透率将持续提升：1) 消费人群年龄结构变化，例如结婚率降低推动外卖&速冻（生理需求）、宠物&游戏&潮玩手办（心理需求）等单身经济行业发展，少子化推动辅助生殖，老龄化带来养老等银发经济；2) 消费观念更加开放、民族自信心更强的年轻一代逐渐成为消费主力军，他们一方面更重视消费“悦己”，追求同质化程度较高产品的性价比，另一方面也希望在小众细分赛道获得个性化、差异化的消费体验。从竞争格局的角度来看，这些消费领域发展初期大多呈现分散化的特点，而且起步更早的外资品牌往往能占据先机；但伴随着科技化&品牌化推动我国产业升级，以及龙头企业核心竞争力愈发巩固，这些消费领域的行业集中度持续提升，其中国货品牌相继崛起，并且还会在我国综合国力提升的过程中走出海外，挖掘更大的海外消费市场潜力。我们根据上述消费行业发展趋势在下文总结出五大投资主线，并具体落实到细分子赛道与相关标的，供各位投资者参考。

**图16：从中国消费的变与不变中挖掘消费与行业投资主线逻辑图**


资料来源：国家统计局，Wind，卫健委，信达证券研发中心

## 主线一：消费升级持续推进，首选渗透率提升×集中度提升赛道

宏观经济增长带来的国民收入提升是消费升级的基础。我们认为消费升级本质上是居民通过改变消费行为以自发地追求更好的生活品质，而消费行为改变的前提条件在于收入增长。根据库兹涅茨的长期消费函数理论，长期边际消费倾向为常数，长期来看国内消费总量与居民收入的关系最为密切，因此如果宏观经济持续增长带来居民收入持续提升，消费升级的进程就很难中断，这一点将贯穿中国经济发展始终。但是2018年以来，经常会有人质疑国内的消费升级已经转为了消费降级，我们认为这一错误观点的背后是对两方面的误判：1) 错将短期经济周期影响理解为长期趋势；2) 没有结合中国实际情况理解消费分级。

- ✓ **经济周期波动影响居民边际消费倾向，带来消费降级的错觉。**长期消费函数理论还提到，在短期的经济周期波动中，繁荣时期边际消费倾向会在长期水平之上，反之萧条时期会在长期水平之下。具体到近年来我国消费行业实际发展情况来看：1) 在此前的经济高速增长时期，居民边际消费倾向走高，社零增速始终保持在10%以上，消费升级速度加快；2) 随着我国经济步入新常态，经济增速从高速增长切换为中高速增长，再加上2020年以来的疫情冲击导致经济增速进一步放缓，甚至个别季度出现大面积封控，导致居民边际消费倾向放缓，社零增速跌至个位数，“消费降级”声音也越来越多。实际上，参考欧美日韩等海外发达国家发展经验可知，各国居民人均消费支出增速的波动均与经济周期呈现高度正相关的关系，因此不必拘泥于短期低增速甚至负增长的消费数据。

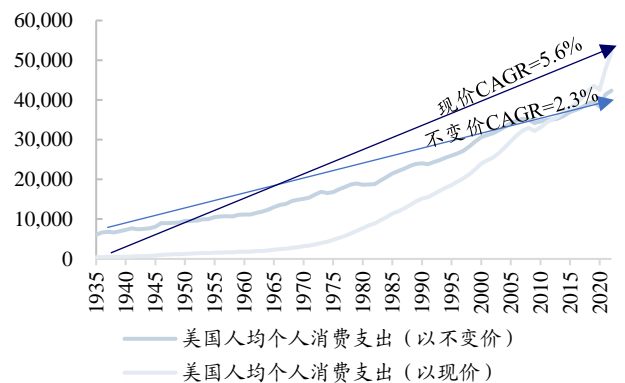
以美国为例，1935年以来美国居民年度人均消费支出同比增速共出现过11次负增长，这11次负增长无一例外均与宏观经济波动有关，例如1938年大萧条时期、1974年&1980年&1991年三次石油危机、2008年全球金融危机、2020年新冠疫情等。但是拉长时间来看，1935-2022年美国以现价计的居民人均消费支出从439美元增长至52,031美元，87年间CAGR高达5.64%，以不变价计的CAGR也有2.26%，在此背景下也诞生出麦当劳、星巴克、可口可乐、雅诗兰黛等百年消费大牛股。而根据2020年公布的远景目标，2035年我国人均国内生产总值将达到中等发达国家水平，而2022年中等发达国家人均GDP约为3-5万美元，同期我国为1.27万美元，由此计算出我国人均GDP未来13年CAGR目标为6.8%-11.1%。由此可以推断，在该增速背景下，我国国内消费市场潜力将继续释放，消费升级进行也会持续推进。

图17：1935年以来美国人均消费支出出现11次负增长

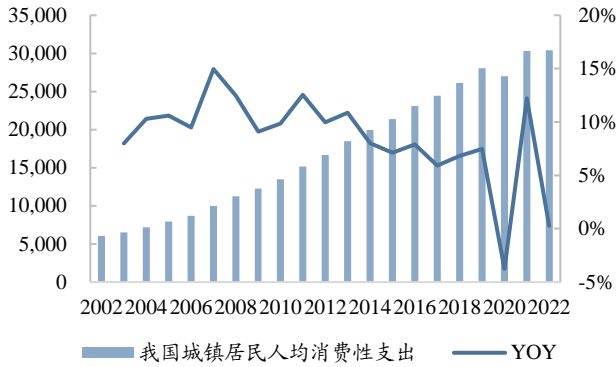


资料来源：Wind，信达证券研发中心

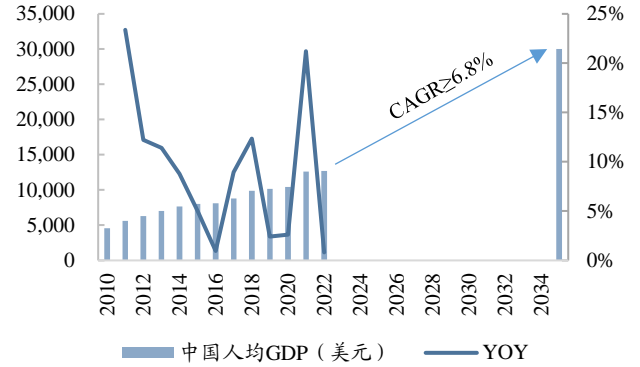
图18：尽管有波折，美国人均消费长期趋势依然向上(美元)



资料来源：Wind，信达证券研发中心

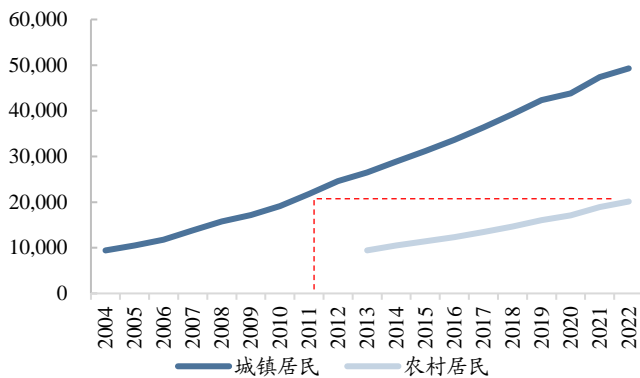
**图19：不必过度在意我国居民人均消费支出波动（元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

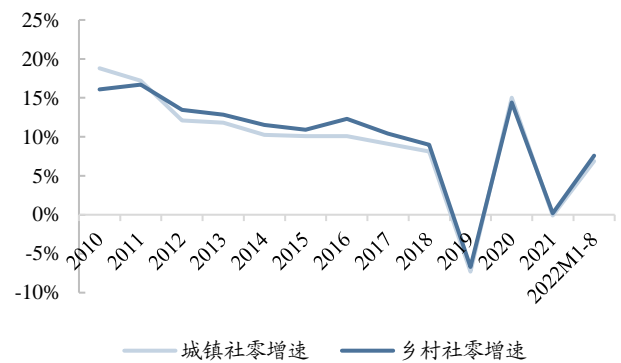
**图20：2035 远景目标指明我国人均 GDP 将延续高增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

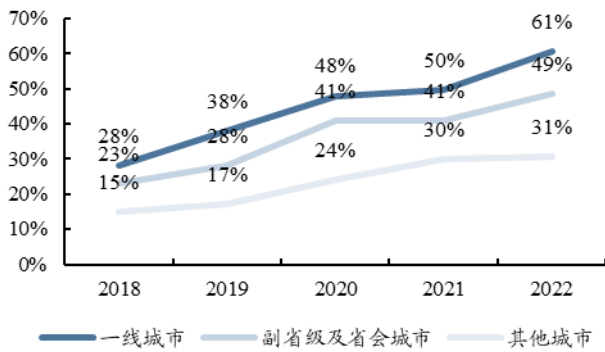
- 独特的城乡二元结构带来“消费分级”的现象。**与海外发达国家不同的是，我国是一个拥有超 14 亿人口的超大经济体，其中 9.2 亿人居住在城镇，但依然还有 4.9 亿人居住在经济发展相对落后的农村，独特的城乡二元结构导致我国消费行业形成了从低端到高端的全面布局。而市场此前热烈讨论的一些“消费降级”的现象严格来讲应该是“消费分级”，即高线城市、低线城市与农村居民的收入都随着经济发展而持续增长，但是他们在消费升级过程中所需的消费品并不相同，例如快手商城的崛起并不是高线城市的消费降级，而是农村居民的消费升级。但是有两点需要特别注意：1) 现阶段农村居民的收入&消费增速均明显快于城镇居民，说明农村市场消费升级的速度快于城镇市场；2) 当前农村居民人均可支配收入绝对值水平相当于 10 年前城镇居民的水平，因此过去 10 年间发生在高线居民消费市场上的升级现象大概率也会出现在低线城市居民消费市场，例如近年来连锁酒店、连锁餐饮等业态向低线城市的下沉速度明显加快。

**图21：农村居民人均可支配收入水平相当于城镇居民 10 年前的水平（元）**


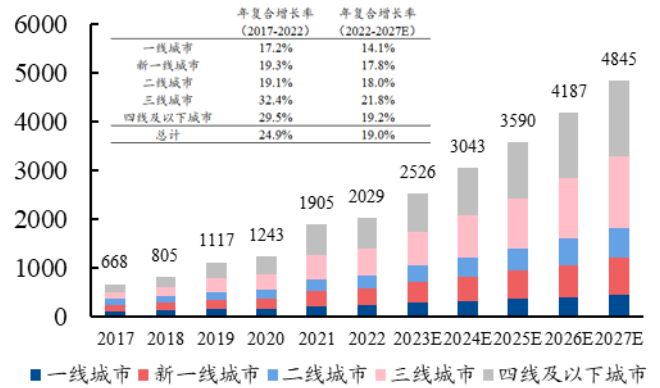
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图22：2012 年以来我国乡村社零增速多数时候都快于城镇社零增速**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图23：低线城市酒店市场连锁化率低于高线城市，但近年来也在持续提升**


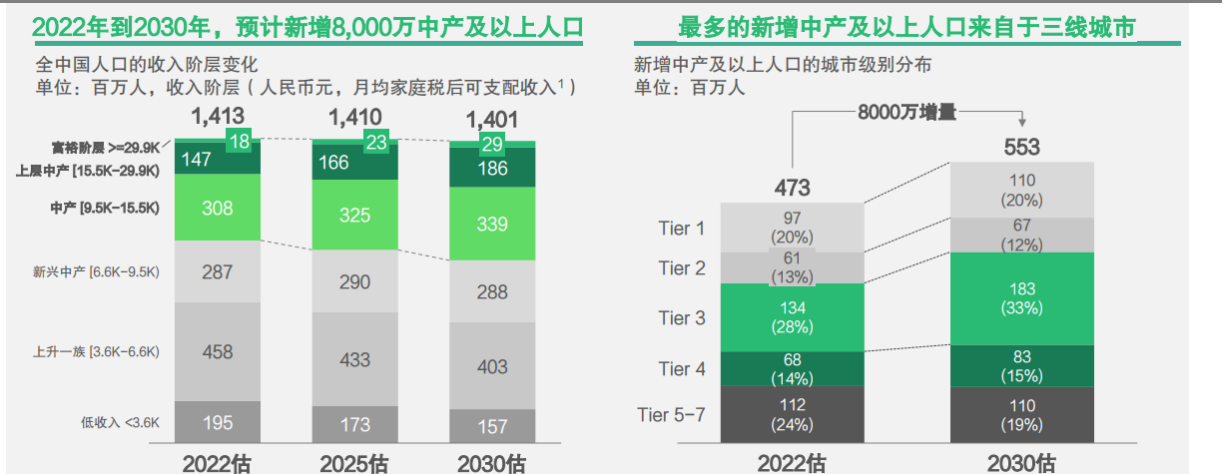
资料来源：盈蝶咨询，信达证券研发中心

**图24：2017年以来低线城市新式茶饮行业增速明显快于高线城市（亿元）**


资料来源：茶百道招股说明书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

- ✓ **“低价”并非消费降级的体现。**改革开放以来我国制造业体系迅速完善并逐渐发展壮大，在此过程中，部分资源禀赋或劳动密集型行业得益于供应链效率大幅提升、供给迅速增长并大于需求，从而导致价格下降，这些低价消费业态掀起热潮并非是消费降级的体现，例如平价服饰、折扣零食等。除了这些业态以外，科技创新、品牌化发展等因素还推动部分消费业态供给端持续创新，厂商不断推出更高质量、更强品牌力的新品来满足更多消费者的需求，而在这个过程中往往会呈现出价格提升的特点，例如医美上游产品。我们认为高性价比的低价高质和高价高质消费业态均为消费升级的体现。

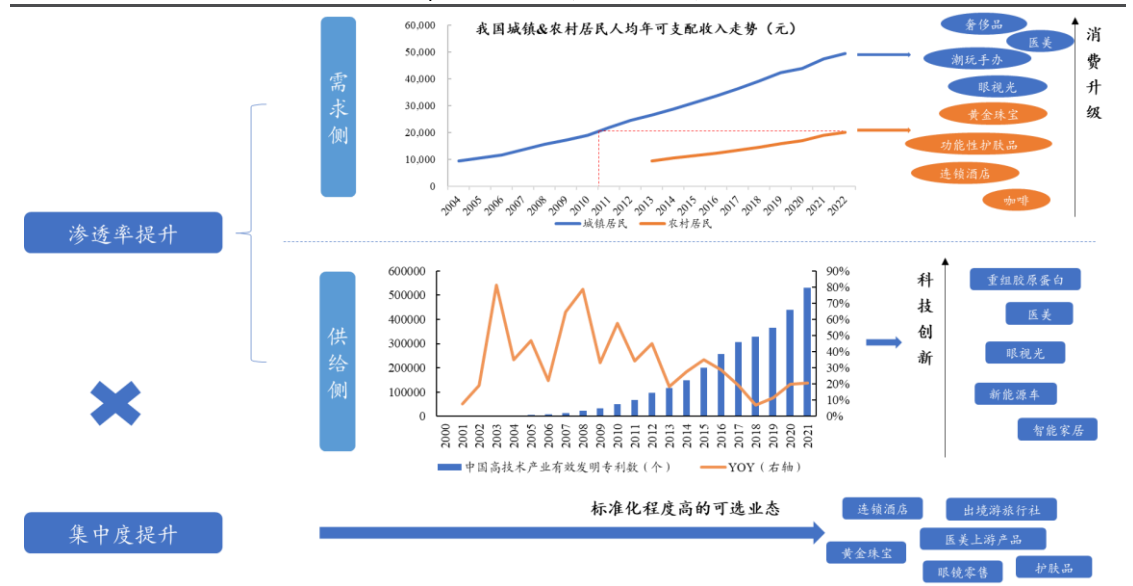
**中产阶级规模仍在继续提升，成为消费升级的主要推动力之一。**中产阶级最大的特征是“生产者与消费者共存”的属性，即这类群体在工作创造物质财富或者精神财富，与此同时，他们有消费能力和消费意愿去消费财富。中产阶层人群数量的增加是我国消费升级进程的主要推动力之一。根据BCG发布的《2023年中国未来消费者研究报告》测算，2022年我国各类中产阶层（月均家庭税后可支配收入介于0.66-2.99万元之间）群体人数达7.42亿人，占总人口比例为52.5%，BCG预计到2030年将提升为8.13亿人，其中超70%的新增中产阶层人群来自低线城市。

**图25：中产阶级规模仍有望继续提升**


来源：BCG《2023年中国未来消费者研究报告》，信达证券研发中心

在消费升级的大背景下，寻找渗透率&集中度提升的消费子赛道。前文提到，我们认为消费升级本质上是居民通过改变消费行为以自发地追求更好的生活品质，而居民消费行为的改变，一方面源自居民收入提升带来需求端对更多数量和更高品质消费品的追求，另一方面源自科技进步带来更高品质消费品的供给，二者共同推动迎合消费升级趋势的消费子赛道渗透率的提升。此外，部分消费子赛道在消费升级前期其渗透率已有明显提升，当前行业规模增速并不突出，但行业龙头企业核心壁垒越来越稳固、市占率越来越高，从而带来行业集中度的提升，这些行业龙头标的同样具备投资价值。下文我们将详细分析在消费升级过程中，渗透率&集中度提升的消费子赛道的投资机会。

图26：主线一：消费升级持续推进，首选渗透率提升×集中度提升赛道



来源：Wind，信达证券研发中心

➤ 消费升级带来渗透率提升：

**1.1 需求侧+供给侧同时推动：医美、眼视光**

**1.1.1 医美：消费者对美的追求永无止境，头部企业基于研发、运营等综合实力稳固龙头地位**

对于医美而言，所谓的“消费升级”实际为对于更优效果追求升级。其背后来自消费者对美的主动追求&供给端优质选择不断丰富。医美项目具备严谨的临床验证以及较为明显的客观效果，成为功能性护肤品之上进阶的抗衰途径，其增长逻辑除传统所理解的收入水平提升带来的消费升级之外，还有有效新途径供给带来的抗衰路径切换与补充，消费者主动寻找选择功效更优的产品带动行业增长，这类产品往往具备科研成果带来的高附加价值以及更高的终端售价。

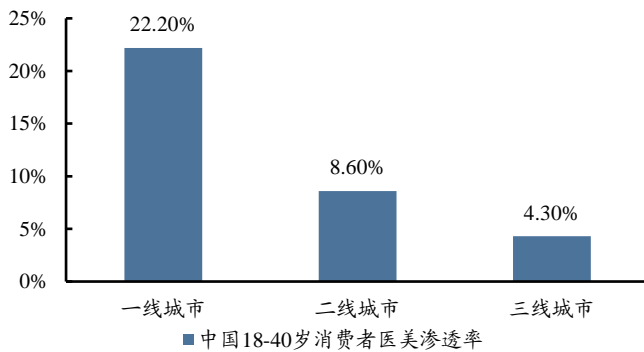
➤ 从需求端来看：可支配收入提升+对更优效果追求推动行业渗透率提升。

收入水平和医美意识提升有望推动低线城市医美渗透率提升。我国每千人医美疗程数与成熟市场的差距较为明显，2020年每千人医疗美容次数仅20.8次，相较于韩国、美国、巴西的82.4、

47.9、42.8次还有较大的空间。拆分城市层级来看，沙利文数据显示2021年我国一线、二线、三线城市18-40岁消费者中的医美渗透率分别为22.2%/8.6%/4.3%，一线城市18-40岁女性医美渗透率更高，未来随着人均可支配收入增长带动需求丰富、医美服务将逐渐向更低线城市下沉。

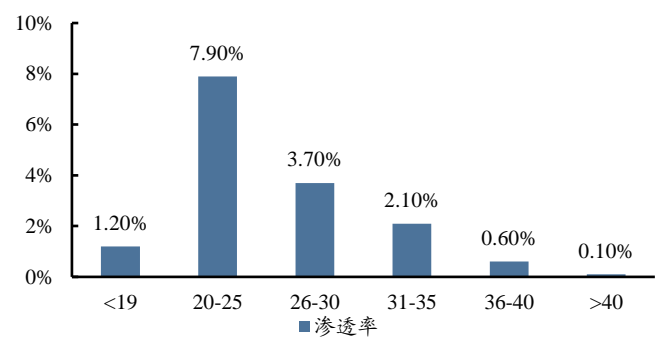
而随着求美者年龄增长和渗透率持续提升，有望出现30岁以上人群渗透率更高的消费者结构。由于我国互联网更为发达以及较早出现新氧、更美等互联网医美垂直平台，我国20-25岁人口医美渗透率显著高于其他年龄阶段，考虑到医美消费的粘性较强，随着当前20-25岁的核心年轻消费者年龄增长，对于皮肤养护的需求将从基础的补水保湿，向进阶的联合疗程抗衰发展，与此同时，30岁以上消费者进一步提升医美意识，未来有望出现30岁以上的人群渗透率更高的消费者结构。

图27：低线城市医美渗透率提升空间较大



资料来源：爱美客港股招股书、弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

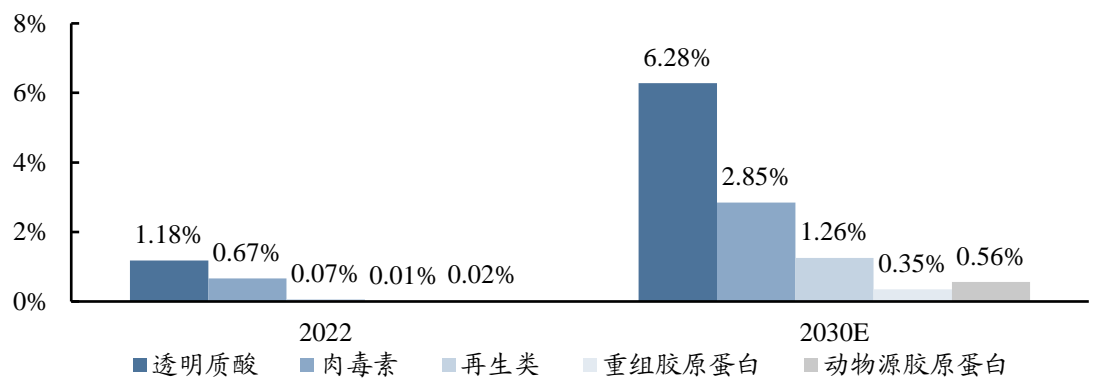
图28：30岁以上人群医美渗透率有较大提升空间



资料来源：爱美客港股招股书、弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

从核心赛道来看，现有赛道仍然有较大提升空间。据我们测算，医美行业内细分赛道渗透率均有数倍以上提升空间。根据沙利文数据以及我们测算，2022年透明质酸/肉毒素/再生类/重组胶原蛋白/动物源胶原蛋白渗透率分别为1.18%/0.67%/0.07%/0.01%/0.02%，我们预测2030年各个细分赛道渗透率分别为6.28%/2.85%/1.26%/0.35%/0.56%，渗透率增长空间充足，能够率先把握新材料赛道或新适应症带来的增长机遇的龙头上游生产商有望获得持续增长的驱动力。

图29：核心赛道市占率提升空间充足



资料来源：爱美客港股招股说明书、弗若斯特沙利文、wind，信达证券研发中心测算

- 从供给端来看，新材料/新适应症产品/新适应症驱动需求增长。供给类别尚稀缺，新的材料、新的适应症产品、新的解决方案的推出一方面可以通过更有效的联合疗程提升老客客单价和疗程数，另一方面也可以提升新客渗透率。

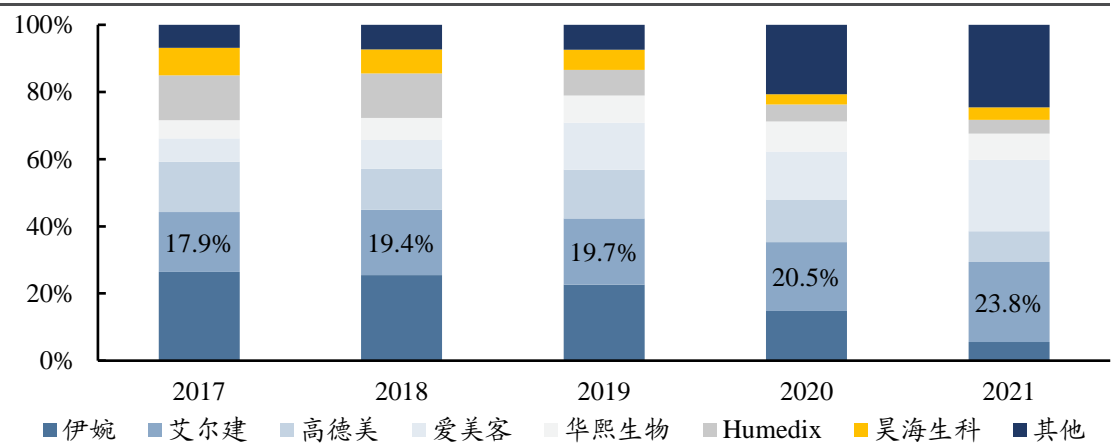
- ① 新材料以差异化效果匹配未满足需求，驱动行业增长：新材料的推出以差异化作用

迅速满足市场差异化需求，带来行业发展浪潮，短期迅速驱动行业增长，如再生材料，根据濡白天使、伊妍仕、艾维岚 22 年销售额大致测算，三款产品上市后的第一个完整年度实现超 13 亿元的出厂规模，而考虑到 22 年三款材料销量 30+ 万支（瓶）仅为沙利文预估的透明质酸 22 年销量 1110 万支的 3%，再生赛道存在快速放量、从而继续稳定增长的确定性。目前溶脂针赛道正处于研发阶段，有望在未来创造新的大赛道。

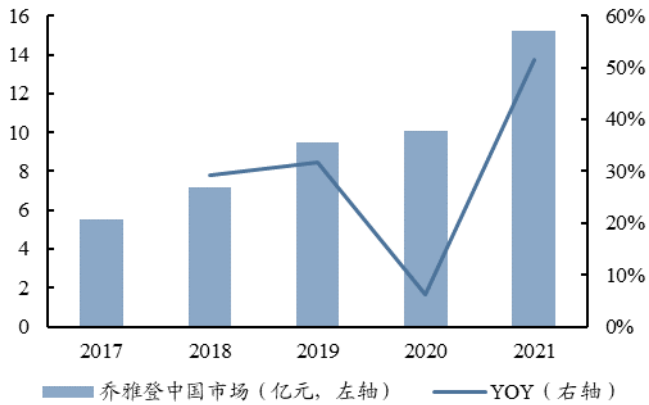
- ② **新适应症&新概念亦是供给创造需求的有利方向，具备强确定性。**但考虑到新材料较高的研发壁垒，同时有效的医美新材料具备稀缺性，新材料赛道的崛起也具备一定的周期性和偶然性，而基于已有材料开发新的适应症、提出新的概念也能够持续为消费者创造新的项目需求，其对于行业发展的推动作用则具备更强的确定性，如：针对颈纹的嗨体产品、“轮廓固定”、“精灵耳”、“直角肩”等概念的兴起也多次验证了上述逻辑。当前医美行业处于快速发展阶段，无论是偏向长周期的新材料推出或是更具确定性的新适应症&新概念出现均能从供给端推动需求继续丰富进而驱动行业加速增长。

**科研属性加持之下，高端乔雅登系列在中国市场实现持续增长。**以艾尔建的核心产品乔雅登为例，产品系列定位高端、被誉为“玻尿酸中的爱马仕”，其具备特殊的 Vycross 交联技术，能够帮助产品延长效果维持时间并降低炎症反应。从中国玻尿酸注射剂（出厂价）市占率来看，乔雅登（艾尔建）市占率自 2017 年开始稳步提升，至 2021 年市占率已经达到 23.8%，可见疫情对于消费力的扰动并未抑制高端玻尿酸注射剂产品的市占率提升趋势。

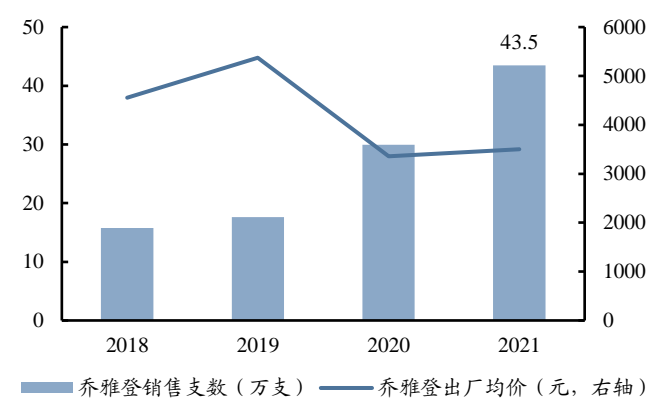
**图30：乔雅登（艾尔建）在中国玻尿酸注射剂市场中市占率不断提升**



资料来源：爱美客港股招股书，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

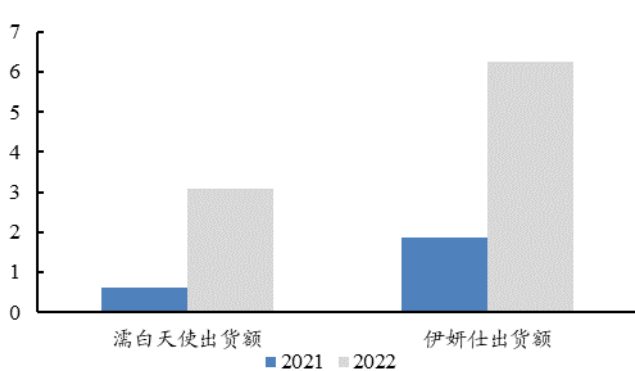
**图31: 乔雅登中国市场规模 (出厂价计) 持续增长**


资料来源: 爱美客港股招股书, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

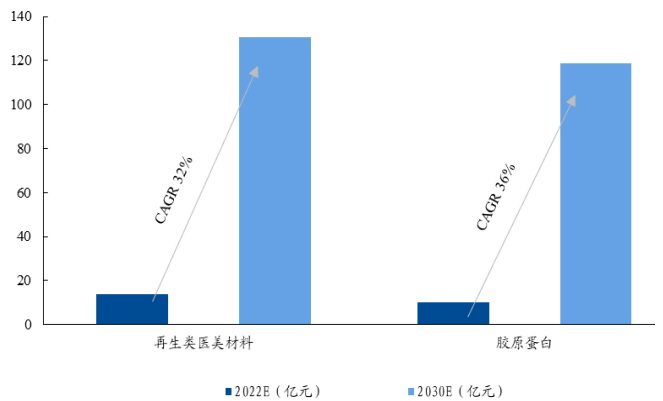
**图32: 乔雅登销售支数稳步增长, 出厂价相对较高**


资料来源: 爱美客港股招股书, 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

高端再生类产品上市以来的优异表现亦证明了消费者对于更优效果的诉求强烈。再生类产品的优势在于一定程度上规避了玻尿酸产品可能位移、变宽的问题, 并且能够提供更长维度的胶原蛋白刺激再生效果, 在当前中国消费者更加追求“效果自然”的情况下, 再生类产品无疑提供了更优的解决方案: 濡白天使/伊妍仕/艾维岚终端指导价分别为 12800/18800/18800 元, 定位较为高端, 2021 年 3 款再生类产品获批上市以来, 产品出货额持续取得优异增长, 我们测算濡白天使/伊妍仕产品 2022 年同比增速分别约 400%/200%+, 出货规模分别约 3+/6.26 亿元, 其亮眼的出货以及增速表现亦证明了消费者对科技赋能下具备更优效果的高端产品存在较强的“消费升级”需求。

**图33: 再生类产品出货额均实现 3 倍以上高速增长**


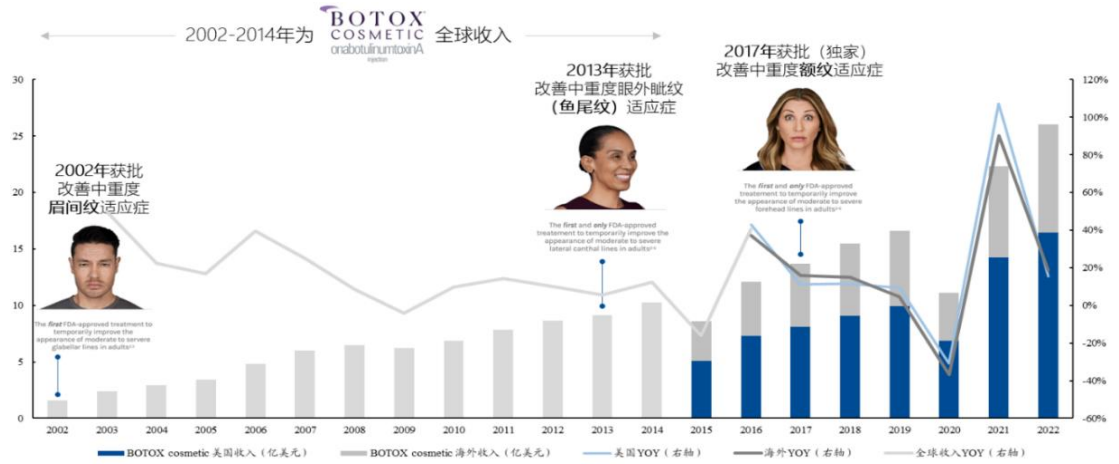
资料来源: 华东医药公司公告, 信达证券研发中心测算

**图34: 再生类&胶原蛋白新材料赛道具备高增长潜力**


资料来源: 弗若斯特沙利文, 信达证券研发中心

从海外成熟经验来看, 保妥适新适应症的拓展亦为销售额持续增长提供动力。参考海外“明星单品”保妥适的发展, 自 2002 年保妥适 (BOTOX Cosmetic) 获批用于医美治疗以来, 20 年间 (2002-2022 年) 的全球保妥适销售额复合增速达到 15%, 产品生命周期较长, 除因行业发展带动医美消费者增多进而推动销售收入增长外, 保妥适亦通过不断拓展适应症以提升其增长动力: 保妥适分别于 2002/2013/2017 年 (FDA) 获批中重度眉间纹/中重度眼外眦纹 (鱼尾纹) /中重度额纹适应症, 保妥适官网中也强调了保妥适是“唯一一款”获 FDA 批准可用于 3 个区域治疗的肉毒素产品, 海外龙头产品的发展策略也可以为国内品牌/产品的发展提供参考, 持续布局新适应症有望延长产品生命周期、推动产品规模持续增长, 新适应症的出现亦有望通过针对未满足的需求推动行业增长。

图35：以艾尔建的保妥适为例，不断拓展新适应症亦帮助产品实现持续增长



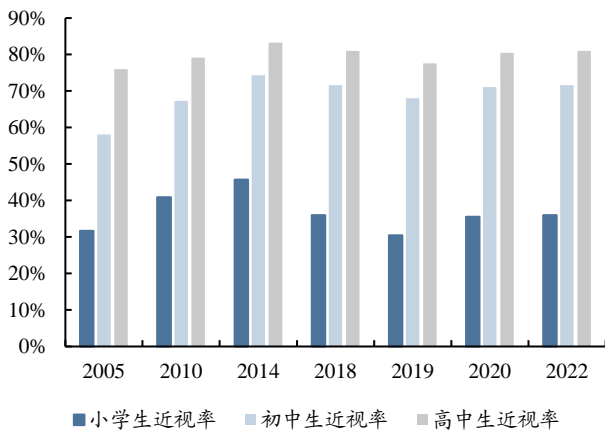
保妥适为被FDA同时获批3个适应症的产品，且成为了产品在官网的核心宣传点之一：



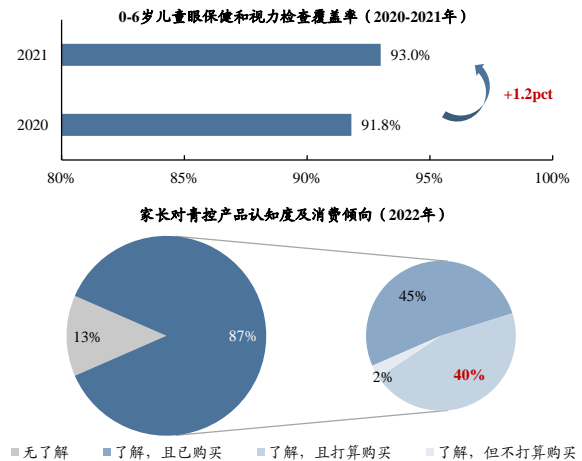
资料来源：艾尔建财报、艾伯维财报、Botox cosmetic 官网，信达证券研发中心

### 1.1.2 眼视光：青少年近视防控方兴未艾，人工晶体发展带来更多选择

青少年近视率高企、高频筛查助力市场教育，青少年近视防控产品市场需求持续提升。角膜塑形镜、离焦框架镜、低浓度阿托品滴眼液、离焦软镜为国家卫健委推荐的安全有效的青控产品。从需求端来看，我国青少年视力健康问题严峻，近视率居高不下，2022年全国青少年总体近视率53.6%，其中高中生近视率超81%，近视防控已成社会关注焦点；政策端持续发力，要求建立中小学生视力定期筛查制度，筛查频率从每学年不少于1次提升至2次，并明确提出0-6岁儿童眼保健和视力检查覆盖率不低于90%的要求，高频、全面筛查推升家长对子女视力健康及青少年近视防控产品的关注，据艾瑞咨询，2022年约87%的家长对青控产品有所了解，青控产品有望持续渗透。

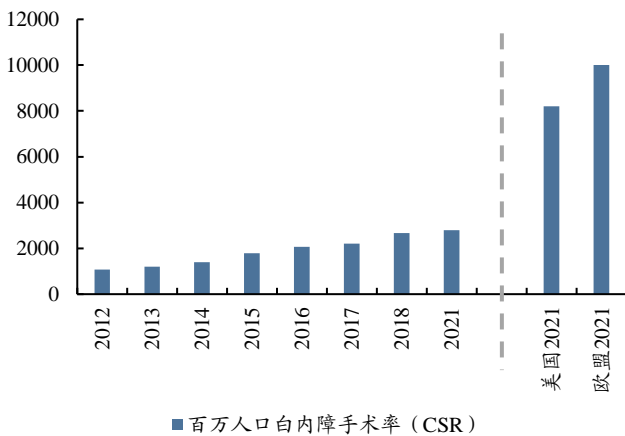
**图36：2005-2022年我国青少年近视率情况**


资料来源：国家卫健委、教育部、央广网、光明网、中国教育新闻网、法制日报、中国青年网、科普中国，信达证券研发中心

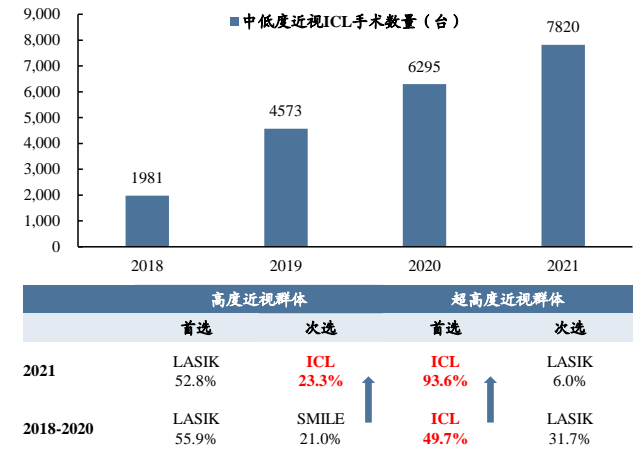
**图37：高频筛查助力市场教育，青控产品渗透率有望持续提升**


资料来源：2021年《中国儿童发展纲要（2021-2030年）》统计监测报告、艾瑞咨询，信达证券研发中心

**白内障手术及 ICL 手术渗透率有较大提升潜力：**1) 白内障为全球首要致盲眼病，我国 60 岁以上人群白内障发病率约为 80%，而通过手术植入人工晶体是当前治疗白内障的唯一有效手段；但从手术率来看，2021 年我国百万人口白内障手术率不到 3000，而同期美国、欧盟分别已达 8208、10000，我国白内障手术率及相应的人工晶体渗透率仍存较大提升潜力；2) 有晶体眼人工晶体 (ICL) 植入术以其适用度数范围广的特点，成为高度及超高度近视人群的主流摘镜手术选择，且其可逆性等优点亦正使其逐渐受到中低度近视人群的青睐。

**图38：国内及国外白内障手术率对比**


资料来源：爱博医疗公司公告，中国防盲治盲网，第三届中国眼健康大会，信达证券研发中心

**图39：国内外 ICL 手术量对比**


资料来源：爱尔眼科《2022 中、欧国际近视手术白皮书》，信达证券研发中心

**产品端：青少年近视防控产品供给不断丰富，多元化选择有望助推渗透率提升。**角膜塑形镜作为国内市场引入最早、应用相对最为广泛的青控产品，欧普康视早于 2008 年即已取得国内产品牌首款注册证，新企业陆续加入市场竞争，截至 2022 年末，已有 16 家国内外厂商取得 18 张注册证，产品适用度数范围、佩戴舒适度及个性化程度不断提升。相较于角膜塑形镜，**离焦框架镜**与常规单焦眼镜外观无异，家长接受度和青少年佩戴依从度相对更高，2018-2021 年间，豪雅新乐学及依视路星趣控相继开启中国离焦镜市场教育，2022 年起，包含明月镜片

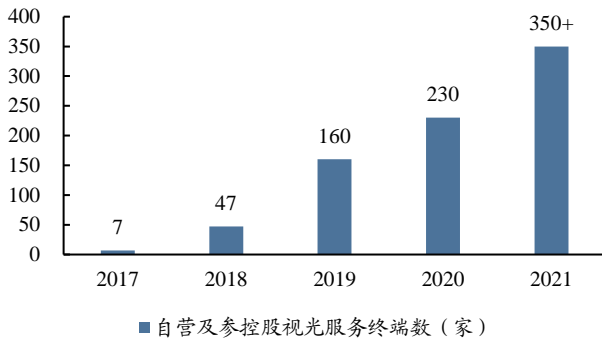
轻松控 Pro 等国内外产品陆续上市，进一步加速国内市场的离焦镜产品渗透；此外，**离焦软镜**的推出亦提供了框架镜之外的青少年近视防控新选择；药品方面，新加坡等地流行的**低浓度阿托品滴眼液**目前在中国大陆地区仍以院内制剂为主，2023 年 4 月兴齐眼药产品注册获受理，正式药品上市加速。随着近视防控技术的持续迭代，近视防控产品品类逐步丰富、新产品不断推出，近视防控理念和消费者认知度有望得到强化，从而有望助推各类青控产品的渗透率持续提升。

**图40：青少年近视防控产品对比**

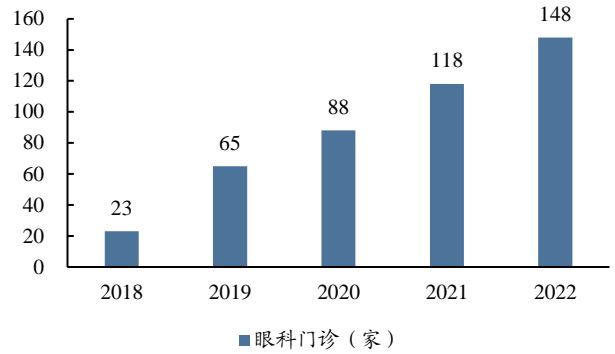
产品	角膜塑形镜	多点离焦框架镜	离焦软镜	低浓度阿托品
原理	在睡觉时戴在角膜前部，使角膜弯曲度变平（可逆性非手术物理矫正方法）	通过特殊光学设计不仅使中心视力处图像投影至视网膜上，而且使其外围投影到视网膜上或前方，形成周边近视性离焦，通过离焦像来控制眼轴生长及延缓近视加深	采用“多环离焦”研发技术，将远视性离焦转变为正焦或近视性离焦状态，控制眼轴延长，从而减缓近视度数的加深	散大瞳孔，使睫状肌松弛，一定程度上缓解视疲劳，预防和控制近视进展
推出时间	2008年欧普康视获证；国内具十余年临床经验	2018年豪雅推出新乐学；此后多个国内外品牌推出产品	2016年捷安视进入国内市场；2021年8月库博Misight获批	当前仅有院内制剂；23年4月兴齐眼药获药品注册受理通知书
适用人群	8岁以上，角膜曲率40.00-46.00D，近视600度以内	近视增长较快的儿童青少年（近视增长≥0.75D/年）	等效球镜超过-0.75D，散光<1.00D，球柱镜比>3:1，屈光度数增加≥0.75D/年的儿童青少年	建议12岁以内，近视增长量≥0.75D/年的儿童青少年
屈光度数延缓量	平均0.25-0.50D/年，延缓35%-60%近视进展，近视控制效力中等	周边离焦：延缓量平均0.12D/年，近视控制效力弱；多点离焦：延缓量平均0.28D/年，近视控制效力中等	延缓量平均为0.21D/年，近视控制效力低到中等	6-12岁儿童平均延缓60%-80%，延缓量平均为0.53D/年，近视控制效力中至强
眼轴增长延缓量	延缓量约0.15mm/年	周边离焦：延缓量平均0.05mm/年；多点离焦：延缓量平均0.16mm/年	延缓量平均0.11mm/年，可控制25%-50%的眼轴增长	延缓量平均0.15mm/年
优点	1.近视控制效果最好的产品之一； 2.美观度较高，夜间佩戴，无需佩戴框架镜； 3.为可逆性非手术物理矫正手段； 4.临床使用十余年，医学界认可度较高	1.外观与常规单焦框架镜无差别，患者配戴依从性较好； 2.价格相对较低； 3.验配便捷	1.年龄无限制； 2.适合无法接受角膜塑形镜者； 3.可选择日抛型镜片，减少并发症，安全性佳	1.近视控制效果最好的产品之一； 2.不受年龄、近视度数限制； 3.每晚睡前使用1次，使用简单； 4.价格低廉
缺点	1.III类医疗器械，需在医务人员指导下使用； 2.单价高，且需定期更换； 3.日常镜片护理操作要求高； 4.矫正范围有限，适合近视600度以下患者； 5.卫生要求较高，佩戴不当存在并发症风险	1.周边离焦设计：视远时产生的近视偏差会影响中心视力清晰度，视网膜周边的离焦效应也会发生未知变化，影响其近视控制效果； 2.多点近视离焦：光线经过镜片中央离焦区后，分解为运用矫正部分和近视离焦部分，使得对比度有所降低	1.价格较贵； 2.多焦设计将影响视觉； 3.屈光度数太高无可获得产品，如屈光不正<-10.00者； 4.散光矫正能力差，如角膜散光>1.50D者	1.部分患者短期出现畏光、模糊不良反应，适应后恢复正常； 2.日常仍需佩戴框架镜； 3.仍属于院内制剂，无临床注册用药； 4.控制眼轴增长的作用原理尚不确定
品牌/企业	欧普康视；梦戴维；爱博医疗；普诺瞳；昊海生科；童享；亨泰；Hilime, MyOK；浙江天瞳；天津视达佳；北京博视顿；菁眸（乐普）；Euclid；韩国露晰得；日本目立康；Alpha；国产+进口；Procorna；DreamLife；台湾鹰视；Paragon；CRT；菁晖；共18张注册证	蔡司；小乐园；豪雅；新乐学；依视路；星趣控；明月镜片；轻松控Pro；万新；易百分；伟星；星乐视；爱博医疗；iBright普诺瞳等	库博Misight；捷安视；Biothin视界；蝶适；安视美	兴齐眼药（上市申请被受理）欧康维视（III期临床试验被受理）等
价格	6000-15000/副 集采后或有变化	1000-4000元/副	双眼费用8000-20000元/年	3000-4000元/年
销售渠道	医院、眼科门诊、视光中心	医院、眼科门诊、视光中心、眼镜店、线上	医院、眼科门诊、线上为主	院内制剂、互联网医院、代购新加坡或中国台湾产品

资料来源：国家药监局、欧普康视招股书、兴齐眼药药品注册上市许可公告、浙江医院眼视光中心服务号，信达证券研发中心

**渠道端：眼科终端社区化覆盖持续推进，有望缩短消费者触达半径、强化触达能力。**眼视光企业纷纷发力社区化终端建设，将推动老年人群体的眼病筛查、及成年人近视手术的渗透及转化，亦可直接推进角膜塑形镜、离焦镜、视功能训练等青少年近视防控服务，社区化覆盖下其有望显著缩短目标客群的触达半径，并凭借便利、个性化的服务提升转化效率。以眼科相关上市公司为例，欧普康视计划投资近 18 亿元在全国新建/投资并购服务终端 1348 个，爱尔眼科等民营头部眼科医院亦加快推进分级连锁建设，构建“1 小时眼健康诊疗圈”，截至 2022 年末爱尔眼科已拥有门诊部 148 家。

**图41: 欧普康视自营及参控股视光服务终端数量情况 (家)**


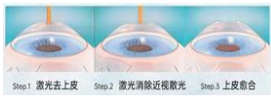
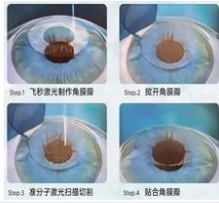

资料来源: 欧普康视 2017-2021 年度报告, 信达证券研发中心

**图42: 爱尔眼科境内门诊部数量情况 (家)**


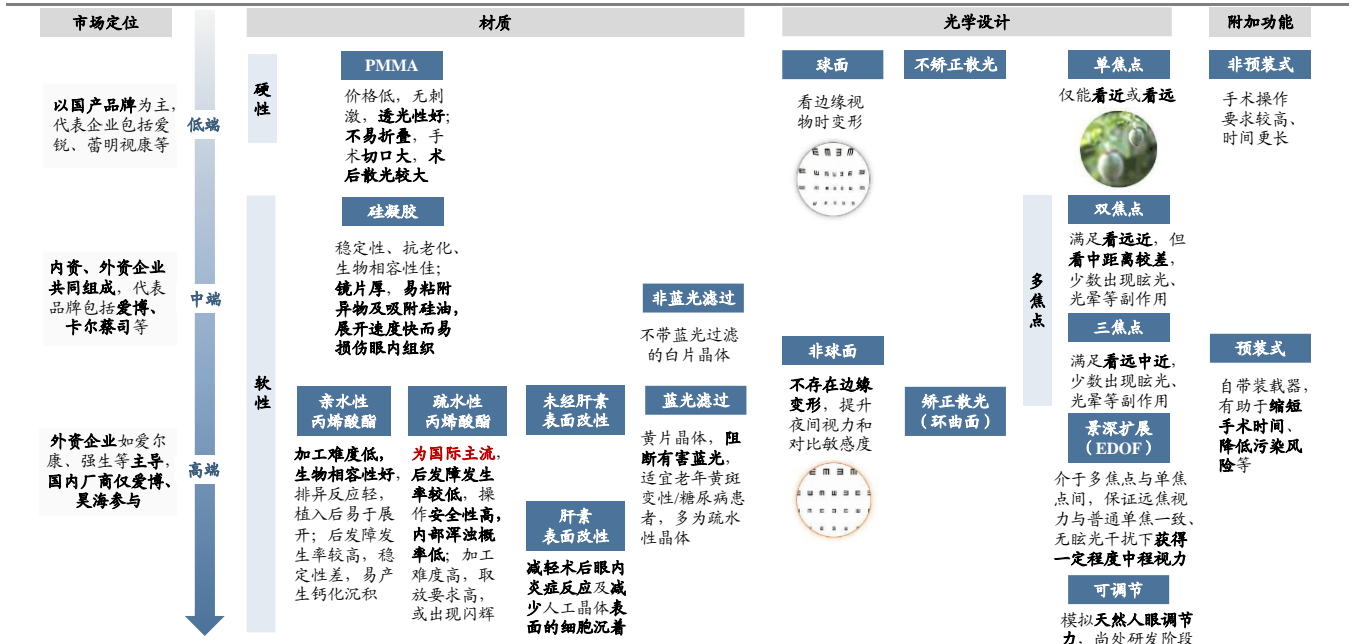
资料来源: 爱尔眼科 2018-2022 年度报告, 信达证券研发中心

**ICL 满足高度近视人群刚性需求, 高端人工晶体提升患者视觉质量。**激光类近视手术通过切削一定的角膜组织以改变角膜曲率从而实现近视矫正, 近视度数越高、角膜切削量相对较多, 手术安全性需要患者足够的角膜厚度支撑, 因此在中低度近视人群适应性更广; 而 ICL 不涉及角膜切削, 矫正范围突破了角膜条件限制, 可矫正 1800 度以下的近视及 600 度以下的散光, ICL 的推出满足了高度近视人群及角膜条件不佳人群的刚性需求。同时, 人工晶体材料、光学技术及结构设计不断发展, 各类新型屈光性高端人工晶体产品供给不断丰富, 助力患者由“看得见”的视觉能力提高向“看得清晰、舒适、持久”的视觉质量升级转变。

**图43: 不同近视手术对比**

手术类型	表层手术 (T-PRK/Smart全激光手术)	半飞秒手术 (FS-LASIK全激光手术)	眼内屈光手术 (ICL晶体植入)
适宜人群	角膜偏薄、中低度近视(600度以内近视及400度以内散光)、有运动需求人群或二次手术人群	角膜条件满足要求、1200度以内近视及600度以内散光人群	角膜薄或角膜形态不适合激光、度数高(近视1800度以内及散光600度以内)人群
原理			
优点	全自动化切削, 无需手动操作; 无需制作角膜瓣, 术后角膜上皮完全愈合, 角膜形态无痕	术后视力恢复快; 可做个性化切削; 角膜略薄、角膜不规则等人群亦可手术	不切削角膜, 术后干眼少, 视觉质量佳; 微创切口约3毫米, 恢复快; 必要时晶体可取出或替换; 不存在视力回退
缺点	术后恢复期较长, 不适感一般持续3-5天, 用药较复杂	上皮切口较大, 术后干眼发生率及角膜瓣移位、皱褶、感染等相关并发症风险相对高	为内眼手术; 晶体定制时间长、价格高; 对医生经验要求高
价格		0.8万-2.0万元	3.0万以上

资料来源: 西安市人民医院、桂平市人民医院、陕西广播电视台健康好生活、渭南市眼科医院, 信达证券研发中心

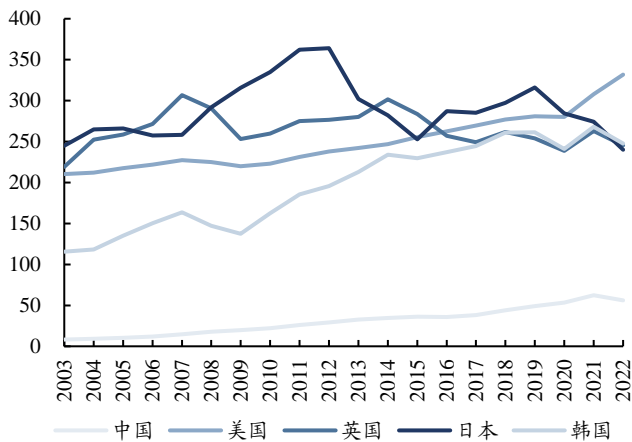
**图44：人工晶体材料、光学技术及结构设计持续迭代，各类新型屈光性高端人工晶体产品供给不断丰富**


资料来源：爱博医疗招股书、上海市眼病防治中心、医学界眼科频道、众成医械，信达证券研发中心

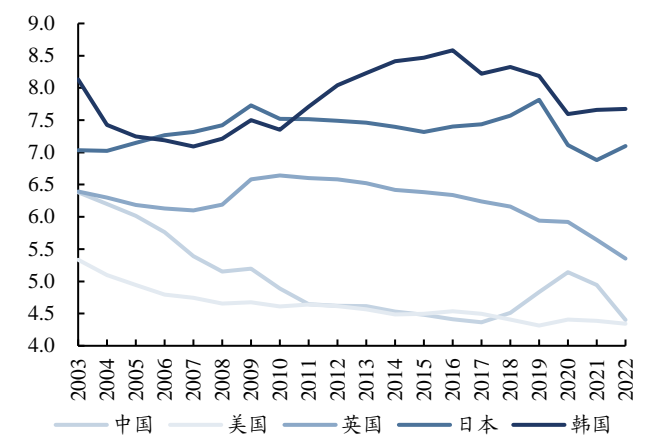
## 1.2 需求侧推动：化妆品、黄金珠宝、潮玩手办、连锁咖啡

### 1.2.1 化妆品：渗透率&护肤意识提升趋势长期来看将与外资表现趋同

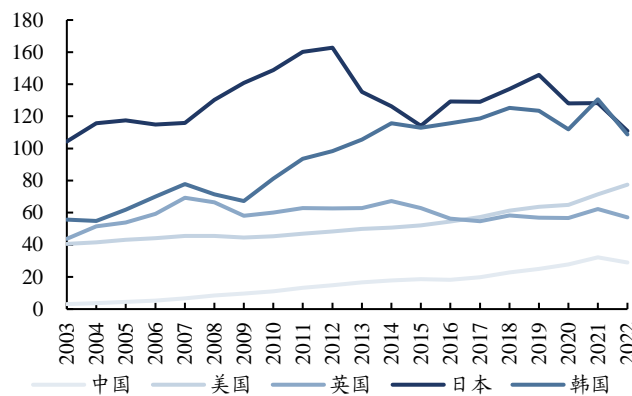
亚洲消费者对于护肤更为重视，我国护肤品人均消费额相较海外仍有较大空间。从人均化妆品消费额来看，美、英、日、韩的消费水平较为相似，但从人均护肤品消费额来看，日韩人均消费额较英美明显更高，或源于亚洲消费者相对更加重视护肤，虽然短期在 2021-2022 年受到疫情扰动导致人均消费额有所下降，但更长维度来看其提升趋势依然有较高确定性，而中国护肤品人均消费额相比英美/日韩，分别有 2-3/3-4 倍提升空间。从每千美元人均 GDP 花费在化妆品/护肤品上的美元数据来看，同为发达国家的英美与日韩也表现出较大差异，日韩每千美元人均 GDP 花费在化妆品/护肤品上的美元数据相较于英美明显更高，英美相对处于低位，也侧面印证了亚洲消费者对于化妆品、护肤品需求更加旺盛，若以日韩对标，中国每千美元人均 GDP 花费在化妆品/护肤品上的美元数据均有 1-2 倍提升空间，未来随着人均可支配收入增长有望继续带动行业规模扩张，且护肤品赛道即使在不利外部环境压力之下依然有望呈现较好的增长韧性。

**图45：人均化妆品消费额（美元）**


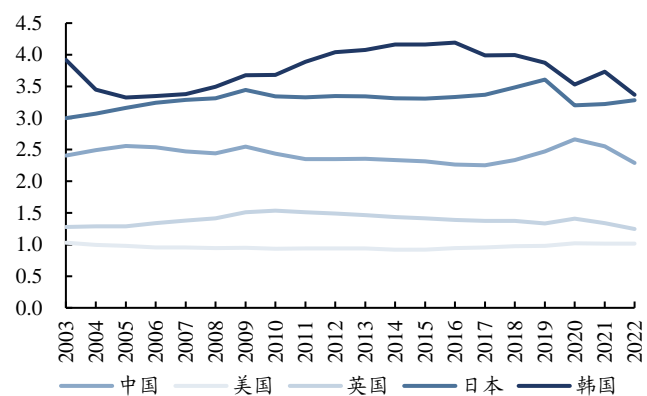
资料来源：欧睿咨询、世界银行，信达证券研发中心  
 注：化妆品指 beauty and personal care 分类

**图46：每千美元人均 GDP 花费在化妆品上的美元**


资料来源：欧睿咨询、世界银行，信达证券研发中心  
 注：化妆品指 beauty and personal care 分类

**图47：人均护肤品消费额（美元）**


资料来源：欧睿咨询、世界银行，信达证券研发中心  
 注：护肤品指 skin care 分类

**图48：每千美元人均 GDP 花费在护肤品上的美元**


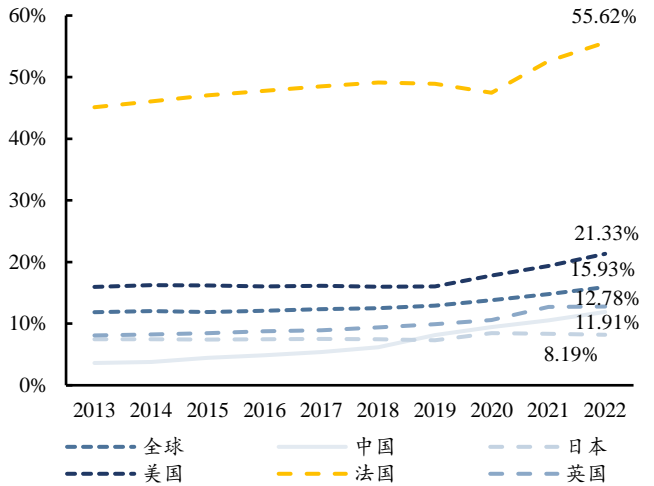
资料来源：欧睿咨询、世界银行，信达证券研发中心  
 注：护肤品指 skin care 分类

在护肤品消费渗透率稳步提升的过程中，消费者对于行业的认知不断加深，消费行为趋于理性、更加关注皮肤健康，产品客观效果在购买决策中的权重不断提升，具备更加明确功效性或成分背书的细分赛道其成长确定性或更为充足：

**细分赛道中，消费趋于理性促进皮肤学级护肤品行业渗透率不断提升。**皮肤学级护肤品往往具备严谨的临床试验证实其有效性，在疫情催化消费者对于产品安全、健康诉求之下，2017-2022 年，中国皮肤学级护肤品行业规模 CAGR 达 26.48%，明显优于化妆品（beauty and personal care）/护肤品（skin care）7.30%/7.99%的复合增速，消费者教育的加深以及新入局者增多帮助共同做大市场，2022 年中国皮肤学级护肤品市场占整体护肤品市场的比重为 11.9%，而法国市场的占比则达到 55.62%（这里用法国举例，主要源于欧睿咨询数据统计时仅计入敏感肌品牌，而忽视了普通护肤品品牌中的敏感肌系列，我国与法国针对敏感肌用的产品皆以敏感肌护肤品品牌为主，普通护肤品中的敏感肌系列较少），欧莱雅也在 2022 年年报发布会中将原本的活性化妆品事业部更名为皮肤美容事业部，强调了皮肤学级美妆市场的发展潜力，认为在①全球存在皮肤问题的人群超 21 亿；②医美消费增长催化敏感问题增

多等因素的驱动之下，皮肤美容市场规模的占比未来将会继续提升。随着外部环境因素导致消费者皮肤问题增多以及消费者购买理念逐渐回归产品的功效本质，中国皮肤学级化妆品提升空间充足。

**图49：相对于海外，我国皮肤学级护肤品占护肤品比重处于相对低位**



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

**图50：欧莱雅亦认可皮肤学级美妆市场占比提升逻辑**



资料来源：欧莱雅 22 年财报，信达证券研发中心

参考日本“药妆”市场，强调特定功效的“药用化妆品”占日本化妆品市场整体比重于 2020 年提升至 40%。日本市场亦可作为皮肤学级护肤品发展的参考，由于欧睿咨询的皮肤学级行业规模测算口径为仅考虑主打皮肤学级护肤的品牌规模总额而忽略了部分有皮肤学级产品线布局的品牌，一定程度上会造成行业规模的低估，因此我们以日本的药妆占比数据作为参考：药妆（医药外部品/quasi drugs）指具备一定成分和功效性的、介于药品和化妆品之间的产品，主要包括霜类、化妆水、乳液、洗发水、漱口水、药皂品类，其中日常护肤中需要频繁使用的霜类、化妆水、乳液类产品产值占比相对更高。从功效性角度来看，化妆品<药妆<药品。根据日本化妆品工业协会数据，2020 年药妆占化妆品整体出货额比重约 40%，且在 2020 年疫情压力导致整体化妆品出货规模首次出现明显下滑（部分源于疫情期间游客大幅减少对于销售造成影响）的情况下保持稳定增长趋势，2010-2020 年日本药妆品产值复合增速达到 7.3%，高于同期日本人均 GDP-1.2%的增速表现，即使在经济压力之下依然保持具备韧性的增长。

**图51: 药妆 (医药外部品/quasi drugs) 的功效性小于药品、大于一般化妆品**

## Quasi drugs

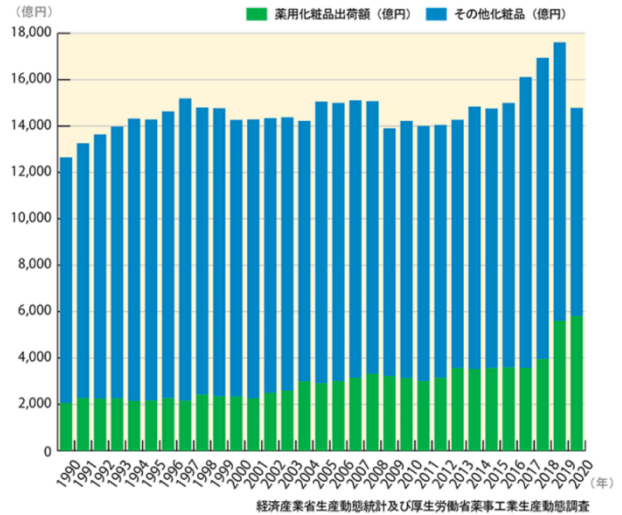
— Latest update: July 2022 —

Quasi-drugs are medicines for the purpose of prevention of symptoms and hygiene: they have a weaker effect on the human body than medicines. Some products, such as nutritional drinks, shampoos, and hair-growth products, are considered "quasi-drugs" whereas skincare products that are less effective than "quasi-drugs" are classified as cosmetics.

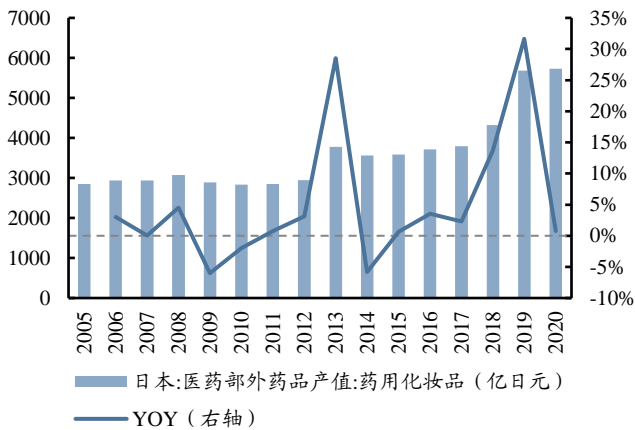
医薬品	● 治療を目的とするもの
医薬部外品	● 厚生労働省が特定の肌効果を承認し、配合された有効成分による効果が期待できるもの
化粧品	● 体を清潔にしたり、見た目を美しくしたりする目的で皮膚等に塗布するもので、効果が緩和なもの

资料来源: EU business in Japan 官网, 信达证券研发中心

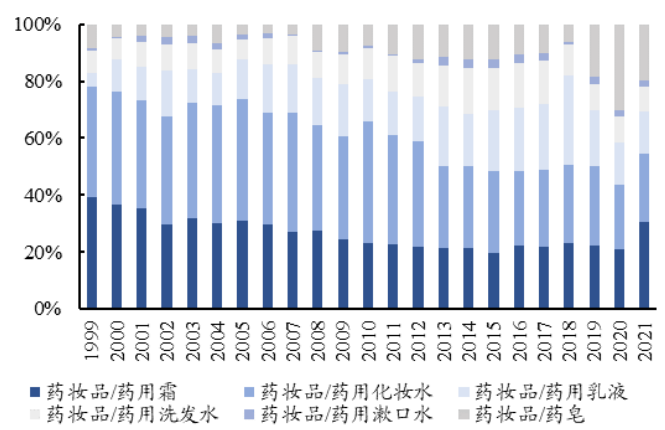
**图52: 药用化妆品出货额稳步提升, 2020 年药妆占化妆品整体出货额比重约 40%**



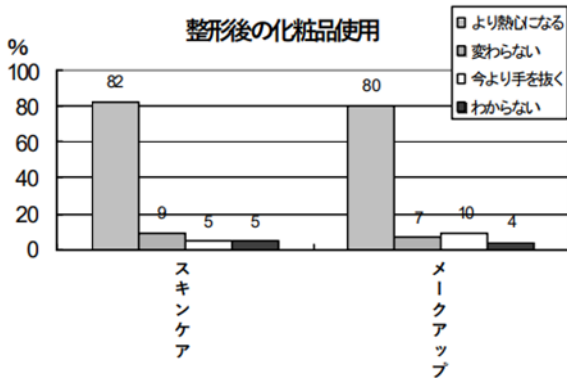
**图53: 日本药妆 2010-2020 年产值 CAGR 为 7.3%**



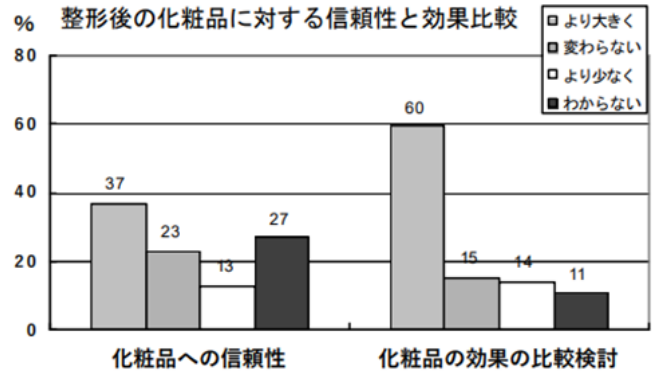
**图54: 药妆类目中霜类&化妆水产品占比较高**



医美消费者增多亦为皮肤学级护肤品人群渗透提供动力。随着消费者对于医美消费的理解与接受度加深, 存在部分原本购买高端护肤品的消费者转为使用低价有效的入门级医美项目+中端价位段的皮肤学级护肤品作为替代, 欧莱雅在 22 年财报发布会中提及全球 6.2 亿人群存在进行医美治疗的诉求, 为皮肤学级市场未来的发展提供了支撑, 其背后或源于医美术后消费者的皮肤屏障处于较为脆弱的状态, 因而对于低刺激的防晒、修复维稳等皮肤学级护肤产品产生确定性需求; 根据 POLA 研究所对于日本消费者的调研显示, 在医美治疗后认为自己护肤习惯会发生变化的日本消费者中, 超过 80% 的消费者会对于护肤、化妆投入更多精力, 同时对于护肤品的功效的关注度亦会更高, 或源于在医美治疗对于外表的改善效果相对明显的情况下, 消费者会更倾向于通过更细致的护肤习惯维持最优状态, 进而也催化了对于护肤品效果关注程度的提升, 功效相对于一般护肤品更加明显的皮肤学级护肤品或也将得到更多关注。

**图55：日本消费者并未在医美后放松护肤**


资料来源：POLA 文化研究所，信达证券研发中心

**图56：医美后反而对于产品的功效性/效果更为关注**


资料来源：POLA 文化研究所，信达证券研发中心

**图57：欧莱雅提到医美消费者增多也为皮肤学级护肤品发展提供驱动**

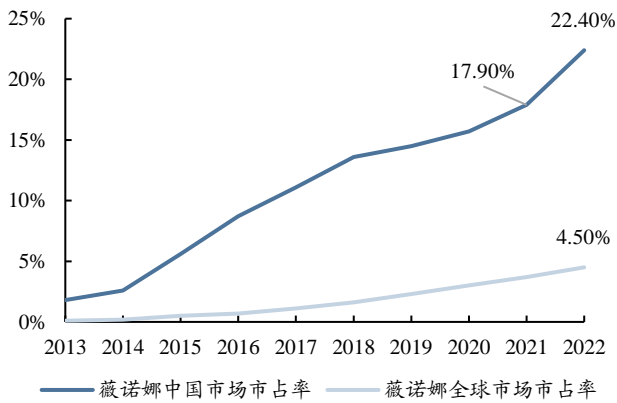

资料来源：欧莱雅 22 年报，信达证券研发中心

入局者众多，共同做大国内皮肤学级化妆品市场。从欧睿咨询统计口径来看，2018-2021 年均有新品牌被计入皮肤学级护肤品市场中，推高行业增速的同时可见众多国内外品牌均看好这一具备高成长性的赛道，并有望通过共同的消费者教育做大市场，其中薇诺娜品牌即使在有众多竞争者加入的情况下依然保持市占率第一且稳定提升趋势，2022 年薇诺娜在中国皮肤学级市场市占率达到 22.4%/yoy+4.5pct，其综合能力不容小觑；在透明质酸、重组胶原蛋白的功效性原料优势之下，巨子生物以及华熙生物旗下品牌有望借此实现较好增长，建议持续关注。

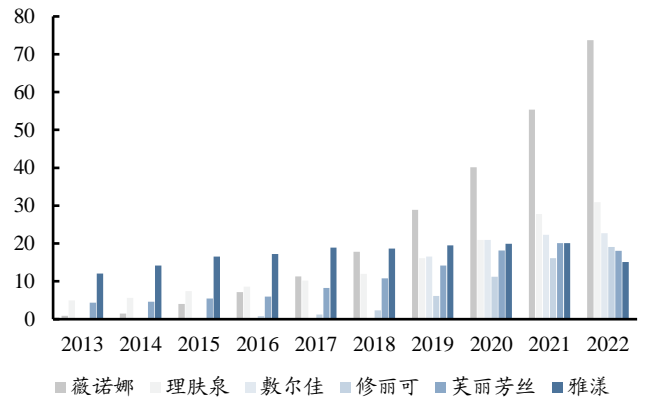
**图58：新入局者增多共同做大皮肤学级护肤品赛道**


资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

注：图中品牌为对应年份中新计入皮肤学级市场的品牌

**图59：薇诺娜在国内外皮肤学级市场市占率不断提升**


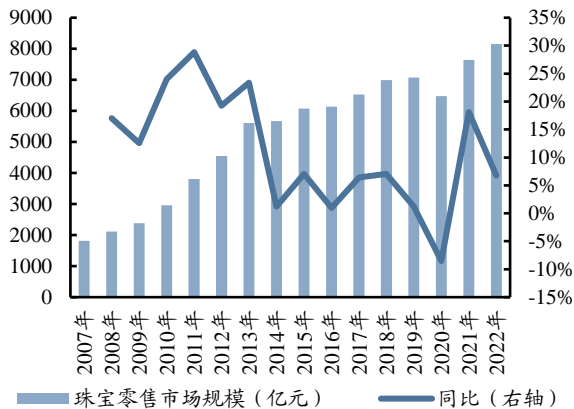
资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

**图60：2022年薇诺娜终端零售额达73.7亿元**


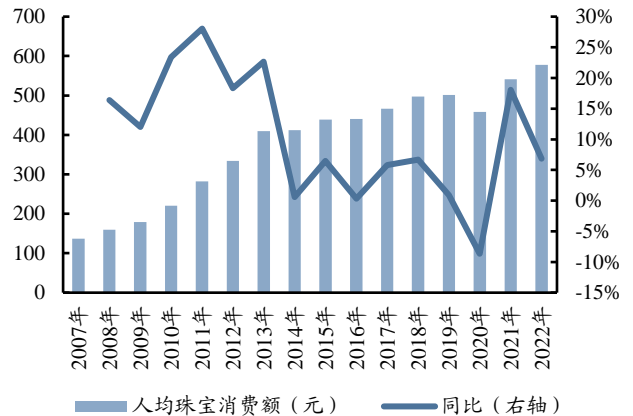
资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

### 1.2.2 黄金珠宝：消费力提升带动国内黄金珠宝需求增长

根据欧睿咨询，2022年我国珠宝零售额8159亿元，2019-2022年均增速5%，总体呈稳步增长趋势。根据欧睿咨询销售规模数据及国家统计局统计的人口数据测算我国年人均珠宝消费额，总体呈上升趋势，2022年达到578元，2019-2022年均增速5%，即近年来珠宝终端零售规模增长基本全部来自人均消费的增长，我们认为核心在于消费力提升带动的渗透率提升。

**图61：我国珠宝零售额 2019-2020 年 CAGR 为 5%**


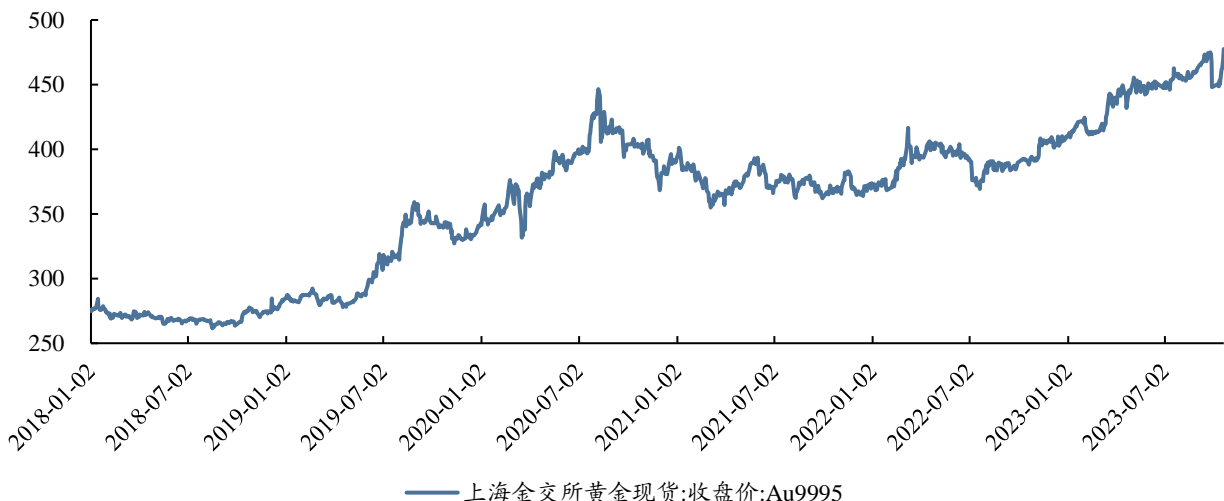
资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

**图62：我国年人均珠宝消费额提升为终端规模增长的核心要素**


资料来源：国家统计局，欧睿咨询，信达证券研发中心

具体来看珠宝消费渗透率提升的核心逻辑，我们认为在于：1) 金价处上行周期使得消费者愈发认可其保值、避险属性，黄金首饰消费也附着部分投资心理；2) 供给端的工艺升级，包含古法金、金镶钻、点翠等新产品系列的普及，使得黄金首饰更适合日常佩戴场景，消费场景拓宽带来需求增长。

上海黄金交易所黄金现货价格自 2019 年以来总体呈上行趋势，近年来疫情影响、宏观环境不确定性、汇率波动等多重因素叠加，黄金作为保值增值资产越发受到消费者欢迎。10 月以来国内金价先抑后扬，截至 10 月 20 日底部回升 6.6%，重返历史高位。

**图63：2019 年以来国内金价总体呈上行趋势（元/克）**


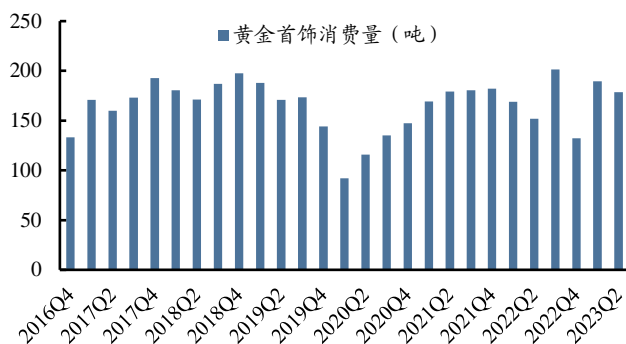
资料来源：Wind，上海黄金交易所，信达证券研发中心

我国黄金首饰主流以成本加成法定价，故可将销售额的增长大致进行量价拆分。根据中国黄

金协会，2023H1 我国黄金首饰消费量 368.26 吨，同比增长 14.8%，上海黄金交易所上半年度平均金价同比增长 10.7%，在不考虑工费及零售金价折扣变动的情况下，我们估算终端黄金首饰零售额=黄金首饰消费量\*季度平均金价，由此推算 2023H1 黄金首饰零售额同比增长 27%，快于金银珠宝零售额的同增 17.5%。黄金消费的表现好于钻翠珠宝等其他品类，且此趋势自 2018 年以来总体延续，我们预计主要因为金价总体呈上行趋势，且黄金首饰主流按克计价、具备回购换款等消费场景，故保值属性凸显而受到消费者青睐。

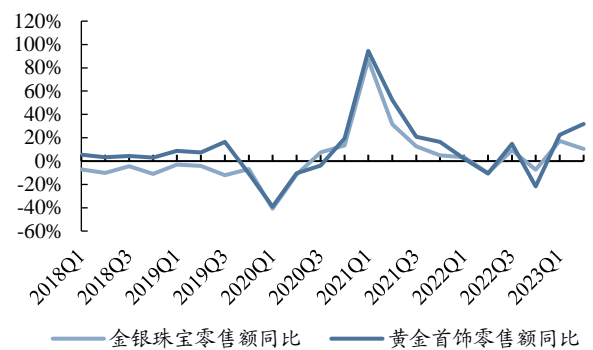
2023H1 我国黄金首饰消费量创 2017 年以来同期新高，在 1 月上旬仍受疫情影响的情况下，消费量恢复至超越疫情前水平、展现黄金消费高景气度，且量价均有贡献。

**图64：2023H1 我国黄金首饰消费量创 2017 年以来同期新高**



资料来源：中国黄金协会，iFind，信达证券研发中心

**图65：黄金首饰零售额增速快于珠宝总体零售额增速**

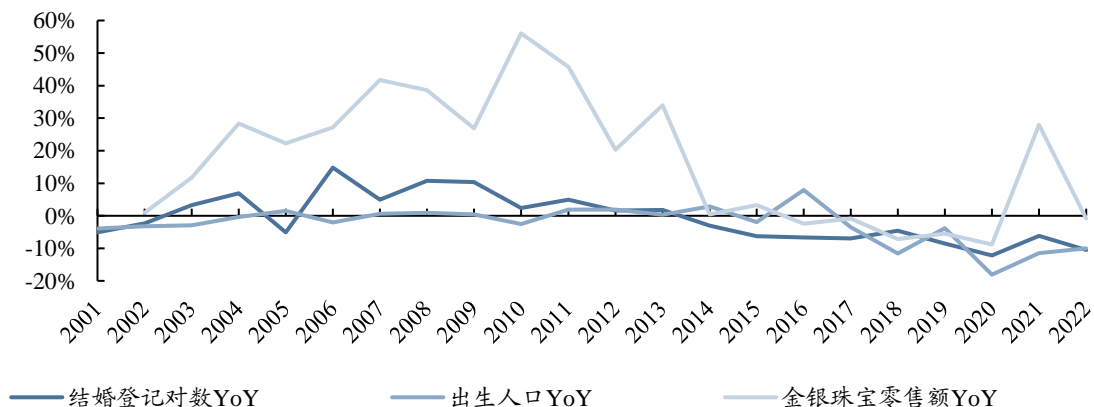


资料来源：国家统计局，中国黄金协会，上海黄金交易所，Wind，iFind，信达证券研发中心

除去金价的因素外，黄金工艺、设计的升级带来消费场景的拓宽，使得其应用除了婚庆、新生儿送礼、投资之外，也适合于日常佩戴的悦己型消费。

复盘 2001 年以来我国金银珠宝零售额年同比增速，总体与结婚登记对数、出生人口数的增速呈同向变动，而 2021-2022 年结婚、出生人口数延续同比下滑的趋势下，珠宝零售规模实现了正向增长，且去除金价因素，黄金首饰消费量在 2022、2021 年分别为 2019 年的 97%、105%，我们预计主要由悦己型消费贡献了增量。

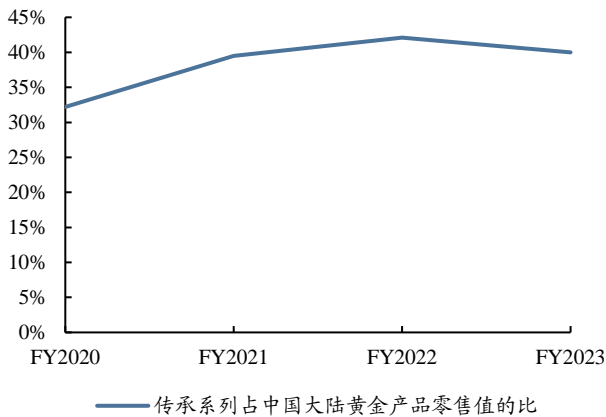
**图66：2021-2022 年金银珠宝零售额增速与结婚对数、出生人口数相关性减弱**



资料来源：国家统计局，iFind，信达证券研发中心

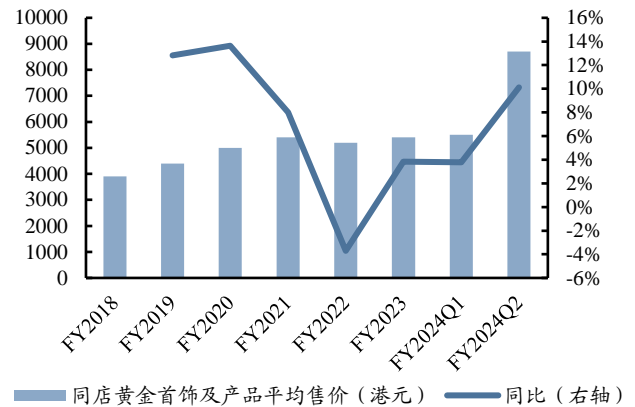
代表性的例如周大福于 2019 年推出运用古法加工工艺、融合中华传统文化元素的时尚黄金产品“传承”系列，于 FY2020 (2019.4.1-2020.3.31) 贡献了公司在大陆黄金产品总零售的 32.2%，在 FY2021-FY2023 进一步提升至 40% 以上，并且使得公司黄金产品销售均价有所提升。

**图67: FY2023 周大福传承系列黄金产品占中国大陆黄金产品总体零售值的 40%**



资料来源：周大福公告，信达证券研发中心

**图68: 周大福同店黄金首饰平均售价 FY2021 以来保持平稳**

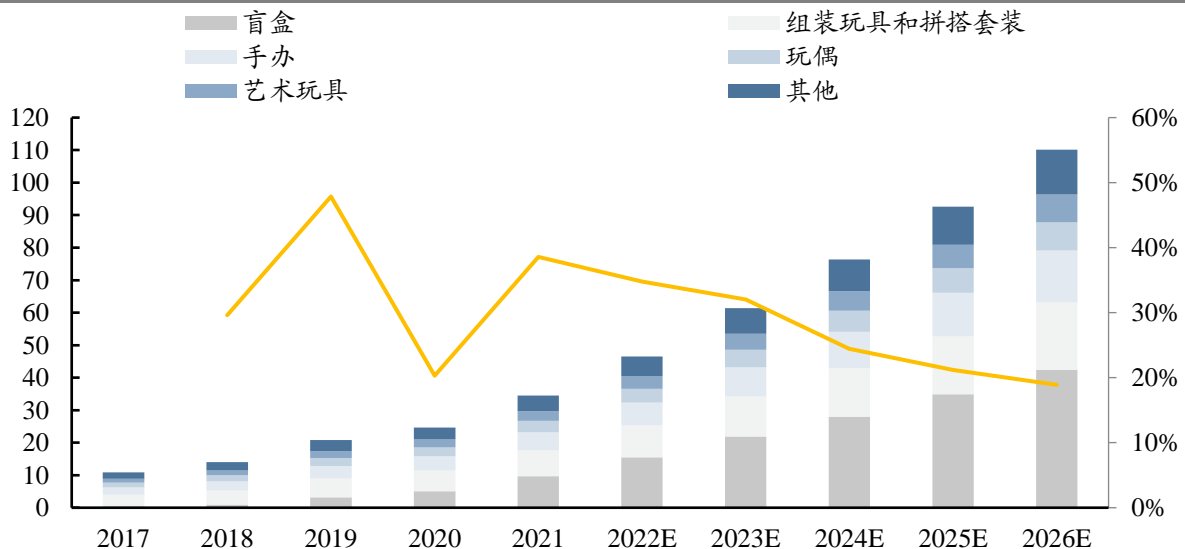


资料来源：周大福公告，信达证券研发中心

### 1.2.3 潮玩手办：表达个性、寄托情感，平价盲盒推动潮玩由小众市场走向大众

中国潮流玩具市场起步晚，处快速发展期。根据弗若斯特沙利文，中国潮流玩具市场按 GMV 计规模由 2017 年的 108 亿元增至 2021 年的 345 亿元，CAGR4 达 34%，且弗若斯特沙利文预计至 2026 年市场规模将进一步增长至 110 亿元，2021-2026 年 CAGR5 为 26%。

**图69: 按 GMV 计中国潮流玩具市场的市场规模 (十亿元)**



资料来源：弗若斯特沙利文，名创优品招股说明书，信达证券研发中心

我们认为行业规模近年来的较快增长主要来自年轻群体、经济相对发达地区的贡献。

根据百度指数，2023年6月潮流玩具搜索人群分布上，女性占比48%、男性52%，性别分布较为均衡；年龄上，19岁以下用户约占17%、20-29岁约占49%、30-39岁约占21%、40-49岁约占9%、50岁以上约占3%，Z世代和千禧一代是消费主力；区域分布上，近一年数据来看北京、上海、广州、深圳、杭州排名前五，目标人群集中在一线城市及东部沿海发达区域。

图70：中国潮玩市场用户性别画像

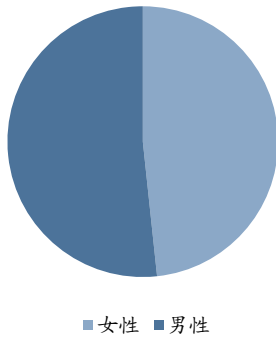
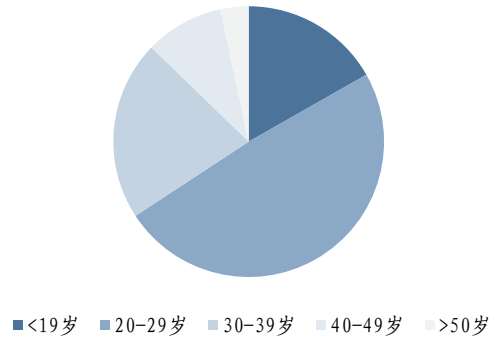
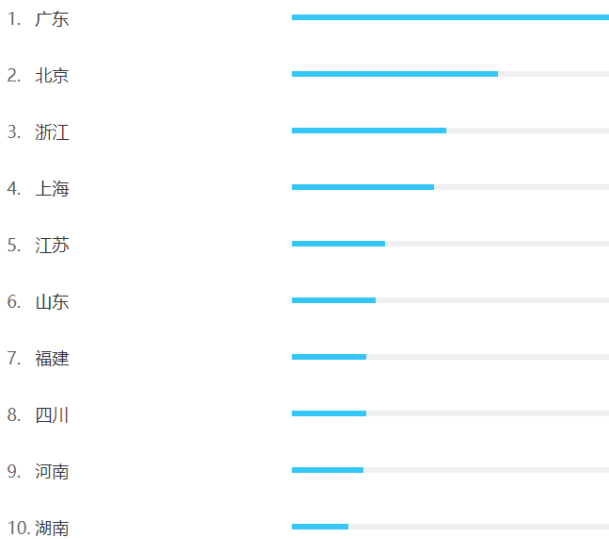


图71：中国潮玩市场用户年龄画像



资料来源：百度指数，信达证券研发中心  
 注：统计时间范围为2023年6月

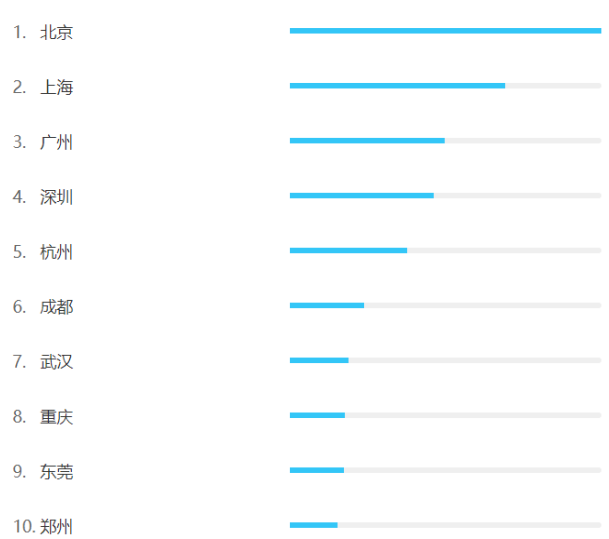
图72：近一年潮流玩具百度搜索指数省份分布



资料来源：百度指数，信达证券研发中心  
 注：统计时间范围为2022.10.23-2023.10.23

资料来源：百度指数，信达证券研发中心  
 注：统计时间范围为2023年6月

图73：近一年潮流玩具百度搜索指数城市分布



资料来源：百度指数，信达证券研发中心  
 注：统计时间范围为2022.10.23-2023.10.23

从供需两端解读行业增长原因，我们认为需求侧主要来自年轻人依托潮流玩具表达个性、寄托情感的诉求；供给侧来自平价化盲盒推动潮玩由小众市场走向大众，以降低单价、提升渗透率的方式做大做强。

人均GDP站稳1万元后，消费升级加速，年轻人追求精神娱乐消费。根据弗若斯特沙利文，中国潮流玩具的用户年龄分布在15-40岁，受过良好文化教育的年轻一代是潮流玩具行业的主要受众，他们更希望通过以兴趣为纽带的圈层社交表达情感诉求，潮流玩具丰富的IP形象满足其不同的个性化审美需求。

泛娱乐背景下，工作生活快节奏化及娱乐时间碎片化，使市场缺乏足够的时间探索沉淀，快速更新换代的潮玩与之充分匹配。潮玩属于艺术创作，本身不需要长期的内容积累，也不具有厚重的故事背景，降低了人们认知 IP 的时间门槛，也赋予了消费者投射自我情感的空间。

图74：泡泡玛特 2022 年用户画像



资料来源：泡泡玛特 2022 年度业绩说明会，信达证券研发中心

**Sonny Angel、泡泡玛特等推动潮玩平价大众化，打开消费圈层。**从用户需求和消费行为来看，可将潮玩玩家分为资深玩家和大众玩家。早期潮流玩具具备较高的艺术、收藏、稀缺属性，仅存在于小众圈层，资深玩家基于个性化需求，体现在高消费、高复购和强互动上。知名潮玩品牌如 HowWork、Medicom Toy、KAWS、TOY2R 等。

以 Medicom Toy 旗下的 BE@RBRICK 为例，其每年的 6 月和 12 月会推出两代产品，包括 basic、jellybean 等 10 大类。玩具熊最常见的尺寸为 100%、400%、1000%，官网 100% 和 400% 一体售价 800-1000 元人民币，1000% 的价格约 4000 元人民币。由于玩家的强烈购买意愿以及有限的发售数量，大部分玩家只能在二手市场高价求购。在美国二手交易网站 Stock X 上，BE@RBRICK 根据大小和款式不同，价格从几十到上千美元不等，其中尤以联名款、限定款为甚。

图75: Crystal Decorate Minnie Mouse 官网售价约合 4.7 万元人民币



资料来源: Stock X, 信达证券研发中心

图76: 美国二手交易网站 Stock X 上 BE@RBRICK 售价约合 7.1 万元人民币

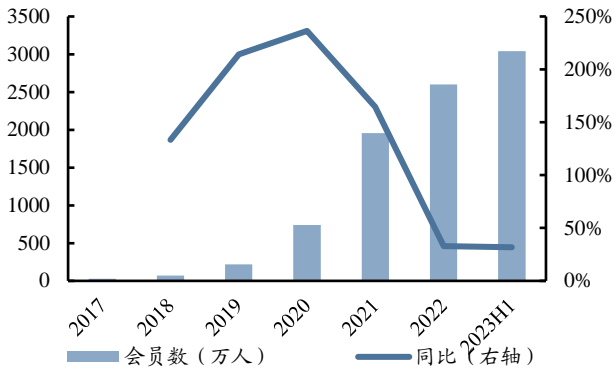


资料来源: Stock X, 信达证券研发中心

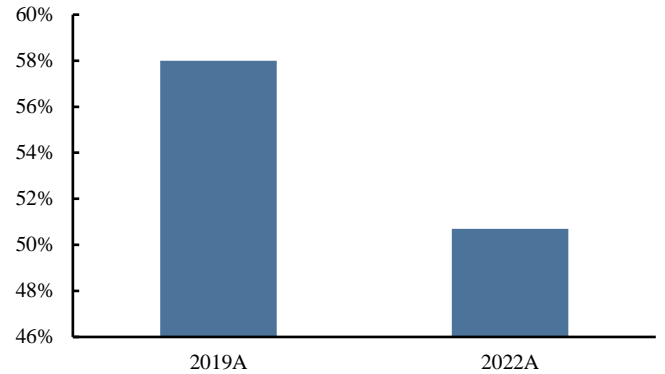
2004 年, 日本 Dreams 公司推出 Sonny Angel 玩偶, 以身高 18 厘米的小男孩形象面世, 以“治愈 25 岁左右的上班族女性的小男孩”为创作理念, 以盲盒销售, 主要有常规款、限量款、艺术家款, 其中常规款一系列通常有 12 只, 定价相对传统潮流玩具明显更低, 例如于 2023 年 6 月发售的 Cat Life 系列售价 72 港币/个 (约合 66 元人民币)。2014 年, 泡泡玛特作为渠道商将 Sonny Angel 引入中国, 初步打开中国大众潮玩市场。Sonny Angel 以其系列化带来的“集卡”心理, 盲盒的未知性和期待感, 相对亲民的价格在国内市场受到欢迎。

受 Sonny Angel 成功的启发, 泡泡玛特于 2016 年收购 Molly 独家版权, 当年 8 月推出“Molly Zodiac”系列盲盒 200 套, 预售上线仅 4 秒就售罄。目前泡泡玛特已构建以 SKULL PANDA、Molly、Dimoo 为核心的头部 IP 矩阵, 借鉴代理 Sonny Angel 的成功经验迅速推动中国潮玩行业发展。其注册会员数量从 2017 年末的 30 万人增长到 2022 年末的 2600 万人, CAGR5 达 144%。

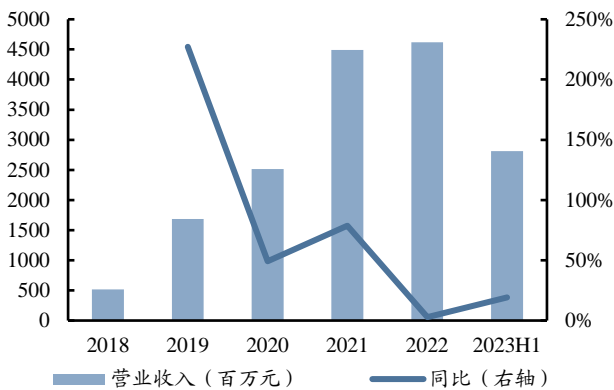
泡泡玛特依托盲盒形式占据国内潮玩市场, 我们预计其会员数快速增长主要来自于大众玩家。区别于资深玩家, 大众玩家消费主要出于从众、猎奇心理, 其客单价、购买频次较前者偏低。因而随着用户规模的快速增长, 资深玩家占比下降, 泡泡玛特会员复购率 (当年购买产品两次或以上的注册会员比例) 从 2019 年的 58% 略下降至 2022 年的 50.7%, 但并不影响公司营收规模的持续增长。2021、2022 年, 公司三大核心 IP SKULL PANDA、Molly、Dimoo 营收均突破 5 亿元, 其中 SKULL PANDA、Molly 在 2022 年营收突破 8 亿元, Molly 在泡泡玛特推出第一款盲盒产品已经过 6 年, 核心 IP 的价值、生命周期不断强化。

**图77：泡泡玛特注册会员人数快速增长**


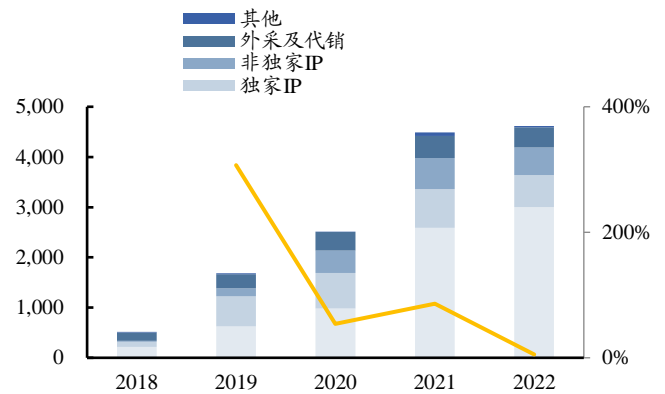
资料来源：泡泡玛特招股说明书、定期报告，信达证券研发中心

**图78：泡泡玛特会员复购率有所下滑**


资料来源：泡泡玛特招股说明书、定期报告，信达证券研发中心

**图79：泡泡玛特历年营收及增速**


资料来源：泡泡玛特招股说明书、定期报告、2023H1 正面盈利预告，信达证券研发中心

**图80：泡泡玛特分产品营收及增速（百万元）**


资料来源：泡泡玛特招股说明书、定期报告，信达证券研发中心

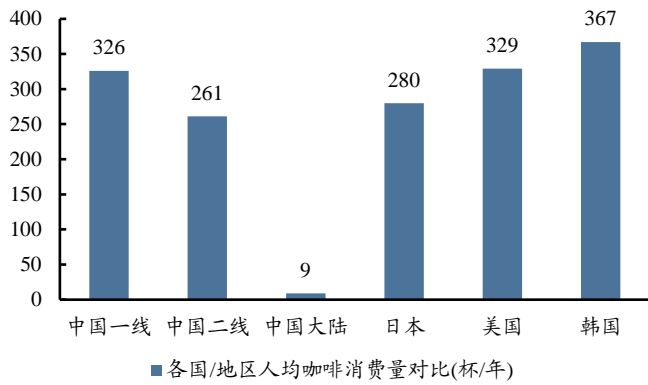
**行业发展展望：提升会员粘性提客单，下沉市场空间广阔。**行业发展早期依托平价盲盒的形式积累了可观用户基础，头部公司有望通过不断推新提升用户粘性，使初次消费的新会员逐步成长为高复购、高客单的资深用户。据弗若斯特沙利文，68.5%的潮玩客户于2019年购买超过一次，其中19.8%购买次数超过五次；由于对特定款式的偏好，70%的消费者重复购买同款盲盒三次以上，45%以上的潮玩消费者年花费超过500元。我们预计盲盒以其“系列化”的特征，且核心IP能够持续推新并拓展例如大型手办、毛绒玩具、挂饰等周边，有望持续增强用户粘性，提高复购及客单。

### 1.2.4 连锁咖啡：品类创新、赛道拓展，多方升级驱动行业发展

**低线城市咖啡需求增长，性价比、差异化关键词。**1) 高线咖啡刚需化，低线咖啡快速渗透。高线城市咖啡消费逐渐日常化、刚需化，咖啡饮用向全时段演变，主要源自高线城市生活节奏较快，消费者对咖啡的提神醒脑功能性需求稳步增长；同时低线城市咖啡消费渗透率快速提升，主要得益于就业人才下沉&一二线青年回流撬动消费，互联网平台宣传影响下逐步渗透，以及品牌在高线城市相对饱和后加码下沉市场。2) 追求性价比成为消费者主流选择。在资本加持以及行业发展背景下，加之品质不断提升且上新周期相对较短，以瑞幸、Manner、挪瓦咖啡为代表的高性价比咖啡品牌发展势头强盛，营收增速快，并日益受到消费

者们的追捧。3) 产品个性化、差异化需求需得到满足。一方面，咖啡消费者主要为 18-40 岁的年轻人，他们追求彰显个性的消费体验，关注氛围感、颜值等多元属性，另一方面对于现磨咖啡而言，只有持续打造记忆点，才能避免审美疲劳、维护高客单价，并在一众平价连锁品牌中建立差异化认知。

图81: 高线城市咖啡消费量与美日韩相当



资料来源:《2021 中国现磨咖啡行业白皮书》，信达证券研发中心

表1: 相比于茶饮品牌, 咖啡品牌在下沉市场仍有较大的拓展空间 (截止 2023 年 8 月)

品牌	客单价 (元)	主要拓店形式	三线及以下城市门店数量 (家)	门店数量占比
瑞幸咖啡	18.13	直营+加盟	2833	27.7%
星巴克	38.81	直营	1685	23.0%
库迪	11.75	直营+加盟	1192	38.0%
幸运咖	8.26	加盟	1641	62.9%
蜜雪冰城	7.68	加盟	13953	57.3%
书亦烧仙草	13.17	加盟	3771	54.5%
古茗	15.49	加盟	3723	46.3%

资料来源: 窄门餐眼小程序, 信达证券研发中心

表2: 2022-23H1 全国咖啡品牌融资情况 (使用云南豆品牌)

品牌名称	披露时间	融资轮次	融资金额	投资方
瑞幸咖啡	2022.1	战略融资	超 4 亿美元	大钲资本、IDG 资本、Ares SSG Capital Management
Seesaw Coffee	2022.2	A++轮	数亿元	黑蚁资本、基石资本
花田萃	2022.4	天使轮	数百万美元	青山资本
少数派咖啡	2022.6	战略融资	未披露	喜茶
熊爪咖啡	2022.7	天使轮	未披露	未披露
啡之家	2022.9	天使轮	未披露	启程基金
AOKKA	2022.9	战略融资	未披露	奈雪的茶
巡咖	2022.10	天使轮	未披露	未披露
虎闻咖啡	2023.2	天使轮	未披露	梅花创投
雷力咖啡	2023.2	A 轮	3,000 万元	昕晟基金
嗨罐咖啡	2023.3	天使轮	未披露	初芽创投
四叶咖	2023.3	天使轮	数千万元	内向基金、天图投资
隅田川咖啡	2023.3	C 轮	数亿元	沂景资本、建德国控、不二资本、启明创投
布鲁熊咖啡	2023.3	天使轮	未披露	艺领基金
花田萃	2023.5	Pre-A 轮	未披露	合享创投
M Stand	2023.6	B+轮	数亿元	小红书

资料来源:《云南咖啡豆产业发展报告 2023》，红餐网, 信达证券研发中心

### 品类创新、渠道变革, 全产业链提速升级。

- **上游: 品质化咖啡消费需求对咖啡豆提出更高要求。**对此, 一方面各大咖啡品牌深入全球优质咖啡产区寻访精品豆, 例如, 星巴克 2013 年买下哥斯达黎加的阿尔萨西亚咖啡

庄园，瑞幸提前一年寻访精品豆，联系咖啡庄园进行定制化种植；另一方面，云南咖啡面积、产量和产值占全国 98% 以上，种植世界主流的阿拉比卡咖啡豆，在咖农政策积极扶持、农科院技术研发支持、下游品牌采购支持下，云南咖啡实现精品化转型，咖啡豆品质 and 价格双双提升。

**表3：2023年云南咖啡豆产品主要形态及代表品牌**

形态	品牌类型	代表品牌
现磨咖啡	国际知名	连锁：星巴克、肯德基K COFFEE、蓝瓶咖啡
	云南本土	连锁：四叶咖 独立：PCUP CAFE、云南满月咖啡、juan'er 卷耳咖啡、Al-titude 1891
	其他本土	连锁：瑞幸咖啡、Manner Coffee、Seesaw Coffee、M Stand、NOWWA 挪瓦咖啡、幸运咖、库迪咖啡、SEngine 鹰集咖啡、本来不该有、代数学家咖啡、邮局咖啡
速溶咖啡	国际知名	雀巢、UCC、LAVAZZA 拉瓦萨咖啡
	云南本土	后谷咖啡、爱倪加啡、比顿咖啡、中咖、漫崖咖啡、云啡、云潞、景兰咖啡、中啡、肆只猫、嗨罐咖啡、花田萃
	其他本土	三顿半、永璞咖啡、隅田川咖啡、感CAFE、柯林咖啡、AOKKA、京东京造、南国咖啡、金猫咖啡
即饮咖啡	国际知名	雀巢
	云南本土	后谷咖啡、四叶咖、蝶巢、欧亚
	其他本土	娃哈哈

资料来源：《云南咖啡豆产业发展报告 2023》，红餐网，信达证券研发中心

**表4：部分品牌采购云南咖啡豆情况**

品牌	采购情况
星巴克	近几年每年采购量0.75万~0.8万吨 2022年收购合格率提高至80%，2012-2022年累计采购5.6万吨，其中最高品质的甄选豆99吨
蓝瓶咖啡	2022年首次采购云南精品豆
雀巢	近几年每年采购量0.8万~1.0万吨 2022年小农户供应商占比超75%，2022/2023年采购量大幅下滑
瑞幸咖啡	2020/2021年采购精品豆0.1万吨，占品牌生豆采购总量10%不到； 2022年4月采购保山普洱咖啡0.1万吨
Manner Coffee	2022/2023年采购量预计超过0.1万吨，占品牌生豆采购总量30%以上
Seesaw Coffee	采取颠覆传统的定价模式：承诺购买与溢价采购；依庄园是Seesaw云南生豆采购量的TOP1
NOWWA 挪瓦咖啡	2022年云南咖啡种植基地落地，要求所有门店都要采用自有咖啡豆
幸运咖	近几年每年采购量接近1万吨 第一家在云南实行保底价收购咖啡豆的公司

资料来源：《云南咖啡豆产业发展报告 2023》，红餐网，信达证券研发中心

- **中游：头部品牌构建自供新局面，小微品牌依赖共享模式。**目前，中游工厂主要分布在上海、广州等地。头部品牌选择向中游延伸，通过自建工厂实现 B 端业务拓展与品牌资产沉淀，例如星巴克在昆山投资约 11 亿元建绿色咖啡烘焙工厂，瑞幸第二家烘焙厂已于 22Q2 完成投资协议，计划投资 1.2 亿美元。同时也有中游共享工厂利用小体量品牌烘焙痛点切入赛道，为小微精品与跨界玩家提供全新解决方案。
- **下游：精品咖啡品质升级，饮品化渗透尝鲜客群。**精品咖啡以高品质产品和独特设计风格为卖点，提升品牌定位，实现品质化升级。与此同时，以瑞幸为代表的诸多咖啡品牌在配方和品类上创新，以饮品化咖啡风味为核心卖点，更符合中国消费者的饮用习惯，同时也成功将产品渗透进现制茶饮客群。

### 1.3 供给侧推动：重组胶原蛋白

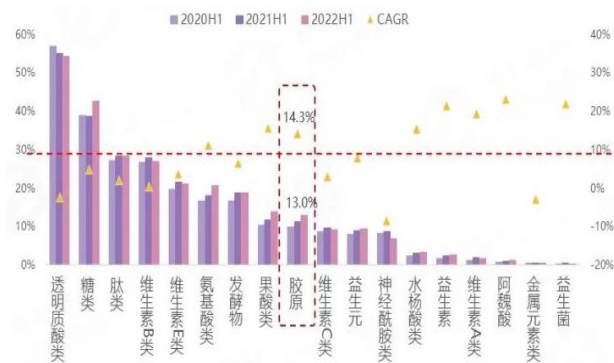
#### 1.3.1 重组胶原蛋白：国内领先于海外，近年来景气度持续提升

技术革命是推动渗透率提升的主要动力之一，对于重组胶原蛋白行业来说也不例外。胶原蛋白具备高拉伸强度、生物降解性能、低抗原活性、低刺激性等特征，不仅是护肤品、医美产品、保健品的理想生物活性成分，还在止血、烧伤等严肃医疗领域有着关键性的应用。早在 1981 年，获得 FDA 批准上市的 zyderm（动物源胶原蛋白填充剂）就被广泛应用于医美领域，但由于动物源胶原蛋白量产难度大、造价成本高、可能存在疾病感染等安全隐患，因此随着玻尿酸、肉毒素等产品陆续上市，动物源胶原蛋白的商业化发展一度陷入停滞。重组胶原蛋白是利用结构生物学、合成生物学等技术制备的胶原蛋白，不仅消除了动物源提取法存在的疾病感染隐患，还改善了胶原蛋白的亲水性及生物活性，在护肤品、餐饮、医美、生物医学等领域具有较好的潜在应用价值。近几年随着规模量产、结构特性、纯度等工艺技术持续突破，重组胶原蛋白在护肤品、医美领域

的市场渗透率逐年递增。

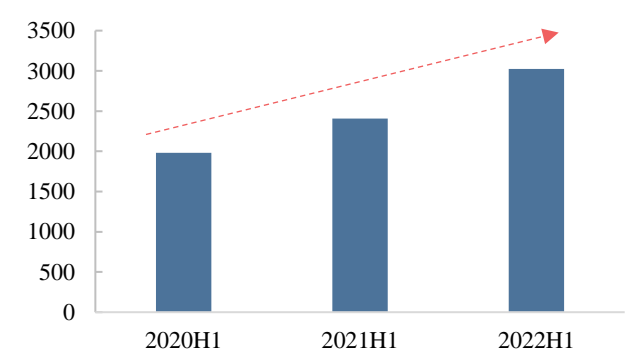
随着重组胶原蛋白制备技术日渐成熟，基于胶原蛋白开发的功效性护肤品及医用敷料受到越来越多消费者和厂商的青睐。1) 从护肤品备案数据来看：2022年上半年已有13%新备案的护肤品使用了胶原蛋白原料，且直接以胶原命名的护肤品备案数量还在持续增长；2) 从行业规模来看：根据巨子生物招股书，胶原蛋白功能性护肤品市场规模已从2017年的16亿元增长至2021年的62亿元，CAGR达到40.3%；胶原蛋白医用敷料市场规模已从2017年的3.52亿元增长至2021年的48亿元，CAGR高达92.2%。3) 从热门成分生命周期曲线来看：动物源胶原蛋白正处于成熟初期，而重组胶原蛋白仍在概念普及期，未来应用端有望加速发展；4) 从护肤品厂商来看：在行业竞争激烈、监管政策趋严、外资品牌下沉的背景下，依靠创新原料突围成为厂商弯道超车的路径之一，近几年越来越多的厂商纷纷布局重组胶原蛋白赛道。

图82：胶原蛋白类原料在护肤品中的应用率持续提升



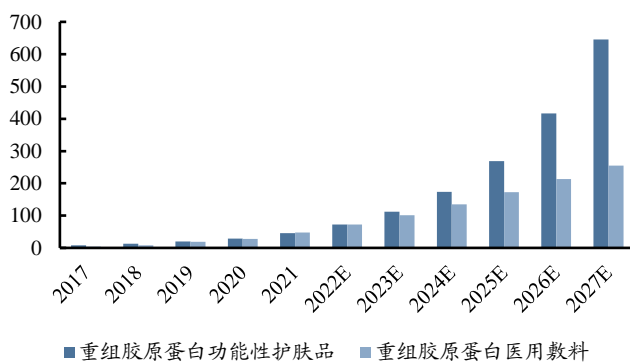
资料来源：美修大数据，信达证券研发中心

图83：以“胶原”命名的护肤品备案数量持续增长



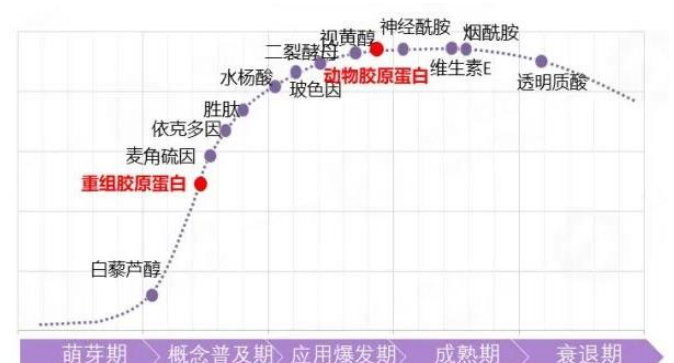
资料来源：美修大数据，信达证券研发中心

图84：重组胶原蛋白相关产品市场规模（亿元）



资料来源：欧睿咨询，弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

图85：重组胶原蛋白正处于概念普及期



资料来源：美修大数据，灼识咨询，信达证券研发中心

重组胶原蛋白以小分子存在于护肤品中，主打保湿、抗衰、修复等功效，随着重组胶原蛋白规模化生产的推进以及市场教育的普及，该成分在功效护肤品中的渗透率有望进一步提升。与天然胶原蛋白相比，重组胶原的分子量小，在中性条件下具有出色的溶解性、水结合和易渗入真皮的特性，因此在化妆品配方中的应用更为广泛，比如巨子生物的可丽金及可复美主打重组胶原蛋白，锦波生物的肌频和重源主打重组III型人源化胶原蛋白，丸美股份的丸美和美丽法则主打全人源胶原蛋白(I型+III型)，绽妍生物的绽妍 JUYOU 主打重组人源化胶原蛋白，广州美神生物科技的湖华主打重组人源化胶原蛋白。从市场规模来看，近年来胶原蛋白功效性护肤品市场规模快速增长，

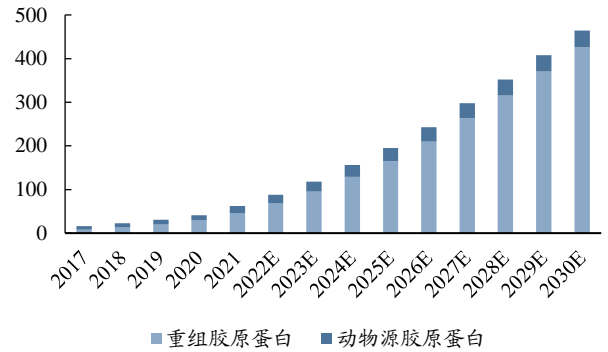
而重组胶原蛋白功效护肤品是增长的主力军，其市场规模从 2017 年的 8.40 亿元增至 2021 年的 46 亿元，CAGR 为 53%。2021 年重组胶原蛋白在胶原蛋白功效性护肤品市场的渗透率为 74.19%，我们预计 2027 年重组胶原蛋白功效护肤品市场规模将进一步增至 263 亿元，渗透率将达到 88.26%。

**表5：部分胶原蛋白护肤品品牌及代表产品**

公司	品牌	核心成分
巨子生物	可丽金、可复美	重组胶原蛋白
锦波生物	肌频、重源	重组III型人源化胶原蛋白
丸美股份	丸美、美丽法则	全人源胶原蛋白 (I型+III型胶原蛋白)
创尔生物	创尔美	天然I型胶原蛋白
绽妍生物	绽妍 JUYOU	重组人源化胶原蛋白
广州美神 生物科技	溯华	重组人源化胶原蛋白

资料来源：各公司官网，灼识咨询，信达证券研发中心

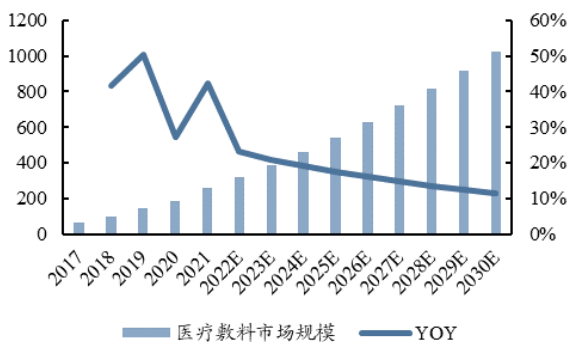
**图86：胶原蛋白功效护肤品成分以重组胶原为主(亿元)**



资料来源：欧睿咨询，弗若斯特沙利文，巨子生物招股说明书，信达证券研发中心

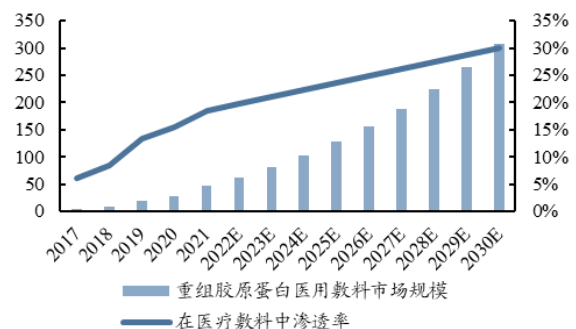
**重组胶原蛋白在创面修复等方面表现相对突出，在医用敷料的渗透率也有望继续提升。**医用敷料的核心成分包含胶原蛋白、透明质酸等，其中胶原蛋白敷料不仅具备传统敷料的防护性能，还有促进皮肤修复以及生物相容性好等特征。近年来，轻医美手术渗透率持续提升促进了医用敷料市场需求的进一步扩容。在合成生物学技术不断进步的背景下，重组胶原蛋白医用敷料的渗透率也在持续提升。根据弗若斯特沙利文数据，2021 年我国医用敷料市场规模为 259 亿元，其中以重组胶原蛋白为主要成分的医用敷料市场规模为 48 亿元，对应渗透率为 19%。我们预计 2027 年我国医用敷料市场规模有望达到 720 亿元，而重组胶原蛋白医用敷料市场规模将进一步提升至 188 亿元，对应渗透率为 26%。

**图87：我国医用敷料市场规模测算（亿元）**



资料来源：欧睿咨询，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

**图88：我国重组胶原蛋白敷料市场规模测算（亿元）**



资料来源：欧睿咨询，弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

**在医疗美容领域,胶原蛋白被作为填充剂注射至面部组织内,可以起到支撑的作用,从而实现纠正皱纹的目的,目前已上市的产品以动物源胶原蛋白为主。**胶原蛋白的三螺旋结构使之具备较强的支撑性,因而可以用作医美填充注射剂以实现除皱抗衰等目的。但由于胶原蛋白填充剂具有较高的研发和技术壁垒,且III类医疗器械拿证周期长,因此行业内竞争主体相对较少,目前我国已获批的胶原蛋白填充剂产品主要来自四家厂商,分别为中国台湾双美、长春博泰、荷兰汉福和锦波

生物，产品适用范围包括纠正鼻唇沟、纠正额部动力性皱纹等。在获批的产品中，除了锦波生物的重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维和重组 III 型人源化胶原蛋白溶液，其他产品的主要成分均为动物源胶原蛋白。不过动物源胶原蛋白具有疾病感染风险、产能限制等局限性，且制备成本较高（成本主要集中于滤芯，短期内难以降低），因此其市场规模短期内难以实现突破。

**表6：已获批的胶原蛋白注射产品**

公司	产品名称	管理类别	获证时间	成分	适应症	功效
中国台湾 双美	肤柔美	III类	2019	交联 I 型胶原蛋白，来源于猪皮	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	祛皱、美白、亮肤
	肤丽美	III类	2017	I 型胶原蛋白，来源于猪皮	面部真皮组织填充以及纠正额部动力性皱纹	改善黑眼圈，紧致提升皮肤
	肤力原	III类	2019	交联 I 型胶原蛋白，来源于猪皮	面部真皮组织中层至深层注射以纠正鼻唇沟重力性皱纹	改善黑眼圈，紧致提升皮肤
长春博泰	弗缦	III类	2012	I 型+III 型胶原蛋白，3.5%牛胶原+0.3%盐酸利多卡因悬浮液	面部真皮组织填充以纠正中、重度鼻唇沟	亮肤、嫩肤、祛黑眼圈
锦波生物	薇旖美	III类	2021	重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维，4mg/瓶	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹	改善眼部皱纹等
	-	III类	2023	重组 III 型人源化胶原蛋白溶液，2mg/ml	用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹	亮肤、嫩肤等
汉福生物	爱贝芙	III类	2012	PMMA+胶原蛋白	真皮深层纠正鼻唇沟纹，或填充到骨膜外层进行隆鼻	面部皱纹、皮下缺损、鼻部不规则等

资料来源：药监局，新氧，信达证券研发中心

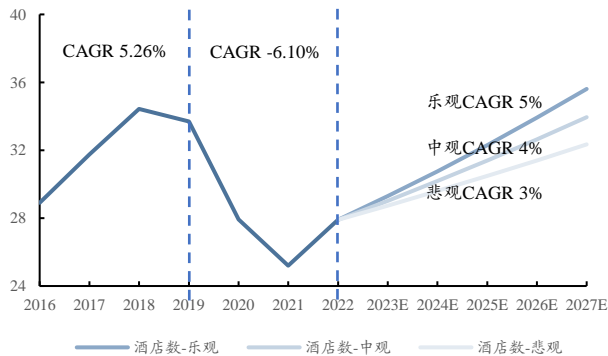
受益于合成生物学技术发展以及新品陆续获批，重组胶原蛋白填充剂有望逐步替代动物源胶原填充剂。重组胶原蛋白是基于人类基因重组的，在降低免疫原性和排异反应上更具优势，虽然目前重组胶原蛋白的制备成本较高，且各大生厂商尚无法规模化生产具备完整三螺旋结构的重组胶原蛋白，但我们认为长期来看，随着合成生物学技术的发展，胶原蛋白的定量可控表达、功能定向强化以及规模化生产均有望实现。当前锦波生物、巨子生物、创健医疗等公司均有重组胶原蛋白三类医疗器械的产品管线布局。我们认为随着重组胶原蛋白填充剂产品陆续获批上市，以及厂商的营销推广活动全面铺开，求美者对于医美胶原蛋白产品的认知度将不断加深，机构端或将有更强能力提供优质产品注射服务，并进一步提升产品口碑，带来更多消费者转化，届时重组胶原蛋白填充剂或将代替动物源胶原蛋白填充剂。

## 1.4 行业增速放缓但集中度持续提升：连锁酒店、黄金珠宝、眼镜零售、出境游旅行社

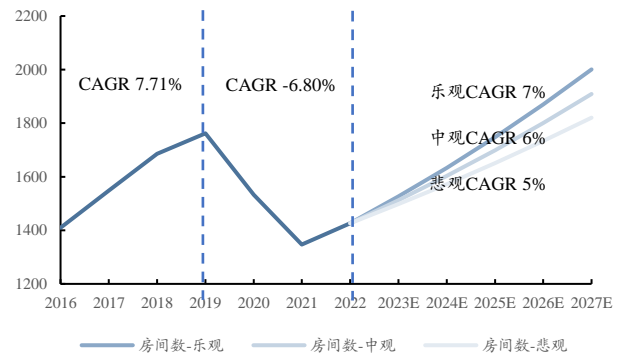
### 1.4.1 酒店：长尾出清，档次升级，头部品牌集中度进一步提升

疫情期间酒店供给总量快速出清，中期内预计增速平稳。酒店经营杠杆较高，疫情期间酒店收入下滑导致部分酒店特别是小规模单体酒店大量出清，2019-2021 年酒店数自 33.7 万家降

至 25.2 万家，房间数自 1762 万间降至 1347 万间，2022 年酒店数和房间数回升至 27.9 万家和 1426 万间，但较疫情前仍有较大差距。展望未来，一方面由于 2015 年后住宿业固定资产投资完成额增速维持在较低区间，2018 年后酒店供给增速放缓，而新冠疫情进一步冲击导致固定资产新建投资意愿减弱，另一方面疫情期间退出的酒店大部分有望重回市场，因此我们预计酒店供给整体增速较为平稳。参考 2016-2019 年酒店数量 CAGR 为 5.3%，房间数量 CAGR 为 8%，中性假设下我们预计 2023-2027 年全国酒店数 CAGR 为 4%，房间数 CAGR 为 6%，酒店供给有望在明年年内恢复至 30 万家以上，到 2027 年底有望达到 33.9 万家。

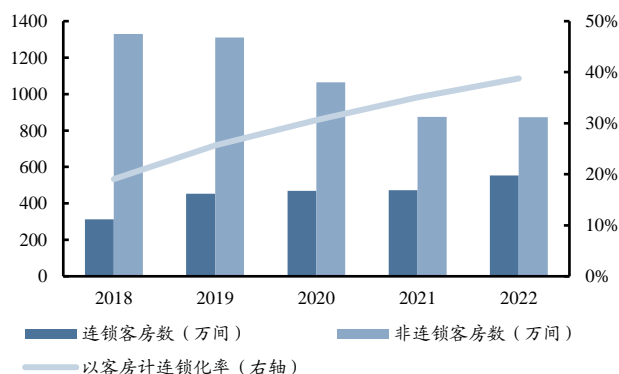
**图89：2016-2027E 全国酒店数及增速（万家）**


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研发中心

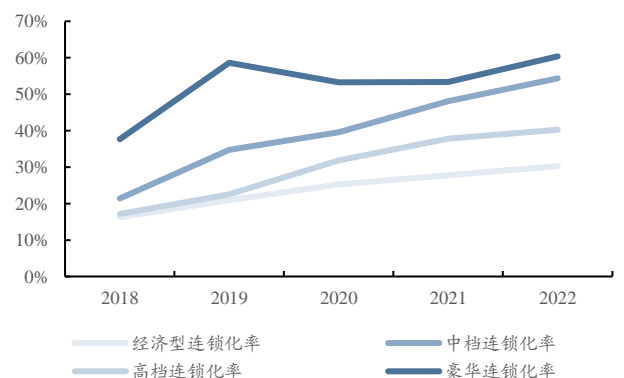
**图90：2016-2027E 全国酒店房间数及增速（万间）**


资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研发中心

**单体酒店大量出清，连锁化率逐步提升。**以客房计连锁化率从 2018 年的 19.05% 提升到 2022 年的 38.78%。与单体酒店相比，连锁酒店在疫情期间有机会得到来自集团的金融支持和优惠政策，抗周期能力更强。大量出清的小微住宿设施与疫情期间逆势扩张的连锁酒店共同作用提升连锁化渗透率。从品牌方角度来看，连锁化轻资产模式扩张速度快，方便抢占市场，扣点收取加盟费相对更稳定，抗风险能力更强。从加盟商角度来看，连锁化则能带来会员化、品牌化、数字化赋能价值。酒店连锁化在疫情期间及后疫情时代更能凸显其价值。

**图91：2018-2022 年以客房计全国酒店业整体连锁化率**


资料来源：盈蝶咨询，信达证券研发中心

**图92：2018-2022 年全国酒店业分档次以客房计连锁化率**


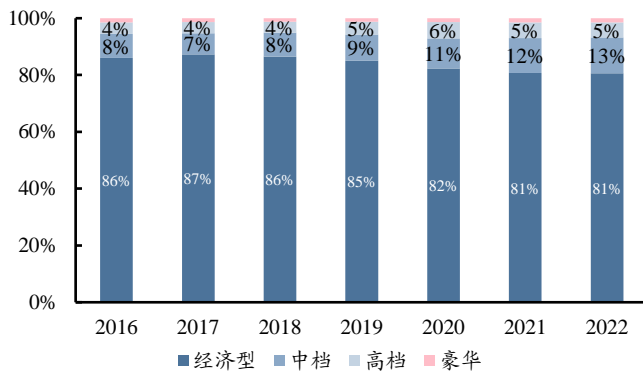
资料来源：盈蝶咨询，信达证券研发中心

**中高端酒店将贡献酒店规模主力增量。**根据国家统计局数据，2022 年全国居民人均可支配收入中位数仅为平均数的 85.1%，低收入群体占比依然较高，意味着经济型酒店在相当长一段时间内仍会是酒店消费主力。但酒店仍会从经济型向中高端结构升级，一方面，疫情中出

清的小规模单体酒店多为经济型，而经营成本上升则促使酒店向单房价格更高的中高端升级；另一方面，服务性消费支出快速增长，中产阶级群体基数庞大、比重提升，消费升级以及高端转移，将推动中高端酒店需求增长，头部酒店集团向酒店升级资源倾斜，依然构成中高端酒店市场中长期发展利好的基本面。整体来看，酒店市场向上而行，中高端连锁酒店增长潜力较大。

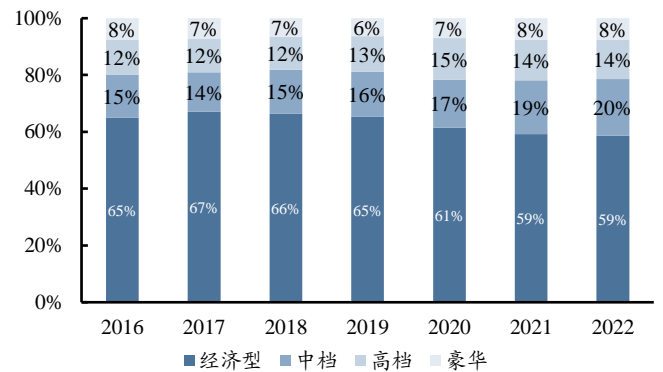
**档次升级步伐未止，头部酒店集团变化更为明显。**按酒店数计，2019-2022年，全国经济型酒店占比从85%降至80.6%。中端酒店和高端酒店占比分别从9.3%和4.5%，提升到12.6%和5.3%。按客房数计，2019-2022年，经济型酒店占比从65.2%降至58.6%，中端酒店和高端酒店占比分别从16%和12.5%，增至20%和13.7%。此外，头部酒店集团这一趋势更为明显，锦江、华住和首旅在2017-2022年中高端酒店占比均实现或接近翻番。

图93：2016-2022年全国以档次分类酒店数占比



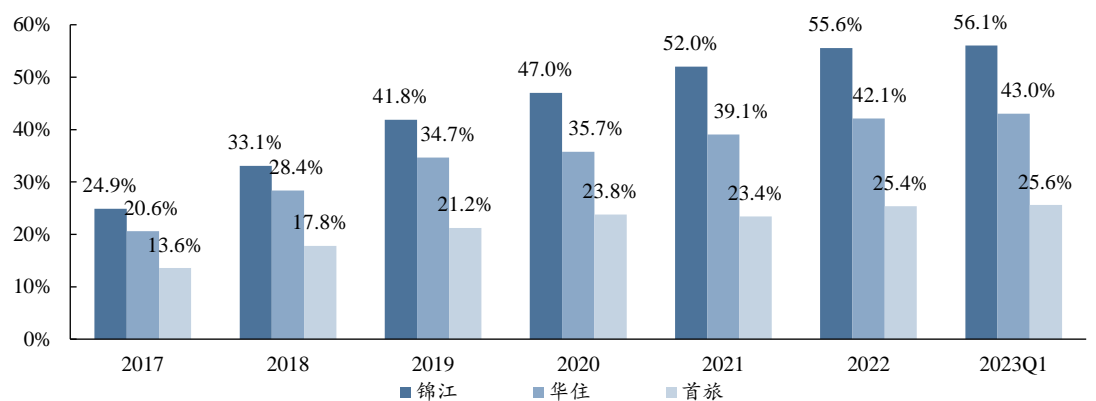
资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研发中心

图94：2016-2022年全国以档次分类客房数占比



资料来源：盈蝶咨询，中国饭店协会，信达证券研发中心

图95：2017-2022年锦江华住首旅中高端酒店占比

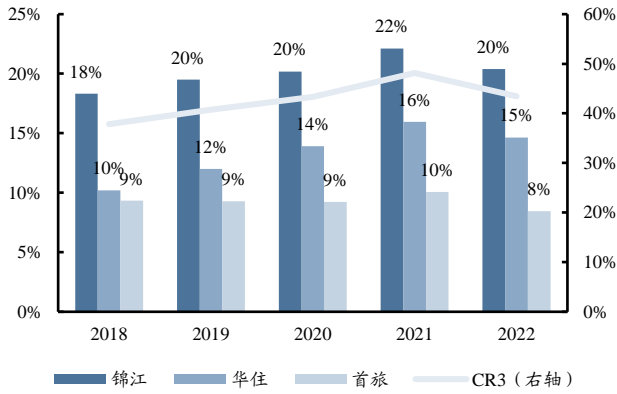


资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

**酒店集团集中度整体稳中有升，头部品牌地位进一步巩固。**酒店业与生俱来的较高竞争壁垒，包括品牌打造、运营技术、供应链和资金等多方面，推动着行业不断走向“强者更强”的发展局面。持续演进的连锁化趋势，使酒店龙头企业的集中度不断提高。在行业总供给减少背景

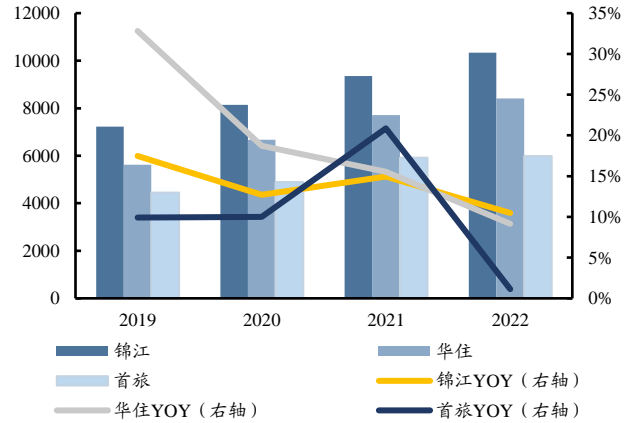
下，锦江、华住、首旅境内开业酒店数分别自 2019 年的 7221、5618、4450 家增长到 2022 年的 10335、8411、5982 家。CR3 自 2019 年的 37.83% 提升至 2022 年的 43.47%。疫情期间三大龙头利用头部竞争优势，逆势拓店提高市占率，巩固龙头地位。2023 年，锦江、华住和首旅分别计划开店 1200、1400、1500-1600 家，保持稳健的扩张节奏。

图96：2019-2022 年我国三大酒店集团市占率



资料来源：盈蝶咨询，信达证券研发中心

图97：2019-2022 年我国三大酒店集团开店量（家）



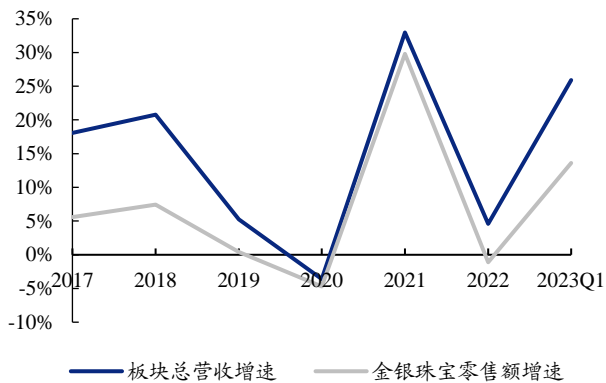
资料来源：锦江酒店公司公告，华住集团-S 公司公告，首旅酒店公司公告，信达证券研发中心

### 1.4.2 黄金珠宝：头部品牌核心竞争力突出，开店提速

我国珠宝行业品牌集中度自 2017 年以来持续提升。我们统计 A 股重点上市公司珠宝业务合计营收增速，与国家统计局披露的限额以上金银珠宝零售额增速对比，2017 年以来重点公司营收增速持续快于行业。

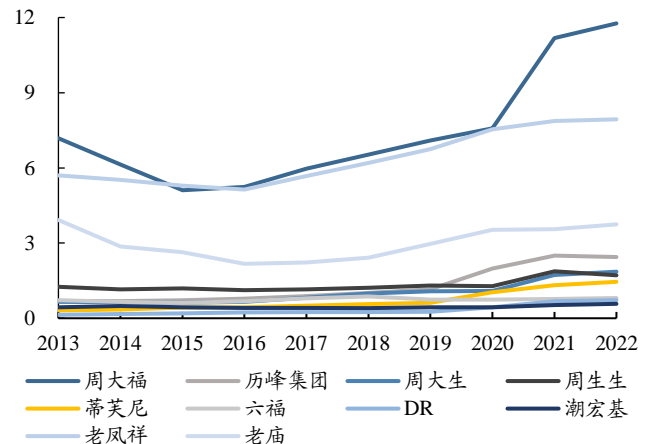
根据欧睿咨询，中国市场珠宝品牌 CR3、CR5 分别从 2016 年的 13%、14% 提升到 2022 年的 23%、28%，本土品牌中周大福、老凤祥、老庙、周大生份额提升较多，6 年内分别提升 6.5/2.8/1.6/1.2PCT。

图98：A 股重点黄金珠宝上市公司合计营收增速持续跑赢金银珠宝零售额增速



资料来源：国家统计局，各公司公告，信达证券研发中心  
 注：本章节统计的重点 A 股公司包含老凤祥、豫园股份（珠宝业务）、周大生、中国黄金、菜百股份、潮宏基、迪阿股份、曼卡龙

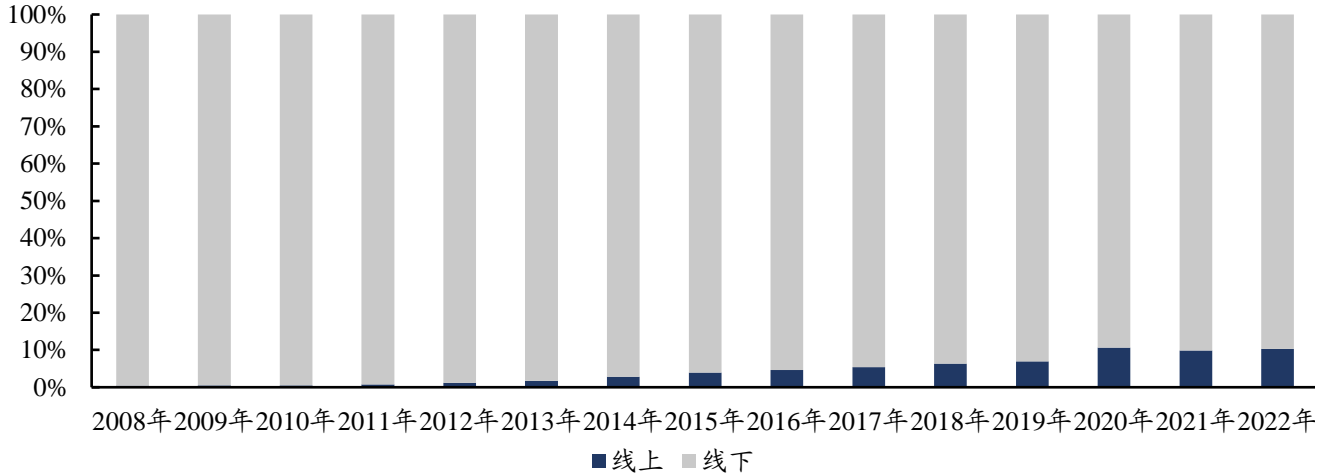
图99：头部珠宝品牌集中度持续提升 (%)



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

我国珠宝消费场景以线下为主，当前行业核心竞争在渠道。根据欧睿咨询，2022 年我国珠宝终端零售中线上消费占比 10.3%，较 2021 年略提升 0.4PCT，2020 年以来稳定在 10%左右。珠宝消费以线下为主，核心在于 1) 黄金、钻石等高客单消费电商交易存在风险；2) 作为配饰消费者通常需要先试戴看效果再决定是否购买。

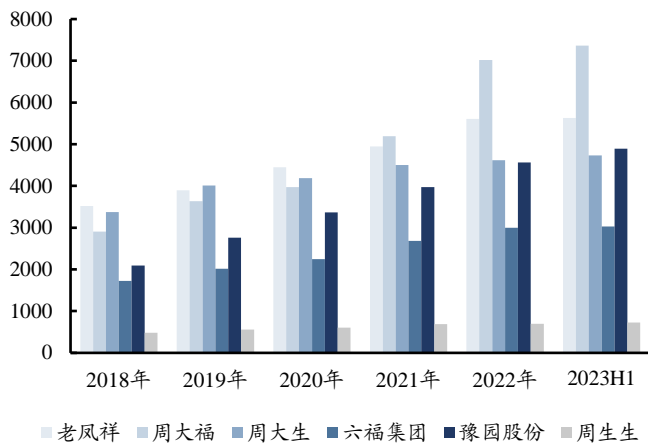
图100：我国珠宝消费以线下场景为主



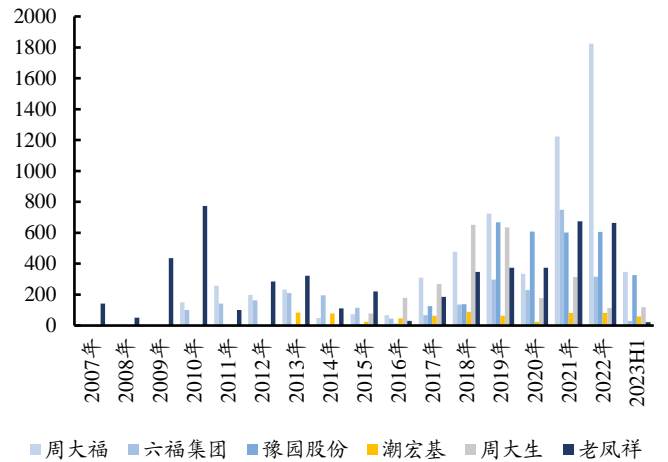
资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

因此，头部品牌的份额竞争核心为渠道竞争。根据中国珠宝玉石协会调研，2020 年我国黄金珠宝终端零售店铺数约 8.1 万家，截至 2020 年末共有 8 家珠宝企业中国大陆门店数量超过 2000 家，其中排名前四的上市公司为老凤祥 4431 家、周大福 4295 家、周大生 4189 家、豫园股份旗下老庙+亚一 3367 家，门店数量占比分别为 5.5%、5.3%、5.2%、4.2%，欧睿咨询统计的上述五家公司在中国市场市占率 2022 年分别为 7.5%、7.6%、1.1%、3.5%。总体来看市占率高的品牌门店数量同样更多，头部品牌相较而言单店收入更高。

对比于相对饱和的总门店规模，头部品牌近几年仍然维持着较快的开店节奏，且疫情期间并未减缓。FY2023（2022.4.1-2023.3.31）周大福珠宝在中国大陆净开店 1631 家，2022 年老凤祥净开店 664 家、老庙+亚一 606 家，市占率排名前三的品牌同样保持行业前三的拓店速度。我们预计头部品牌将继续通过快于同业的开店速度提升份额。

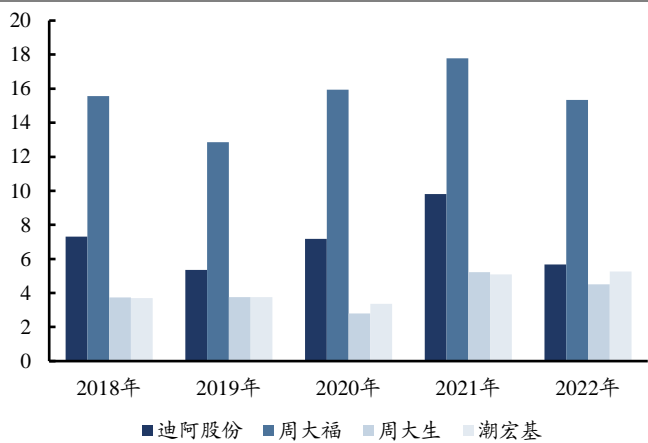
**图101: 重点黄金珠宝上市公司期末珠宝门店数量(家)**


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

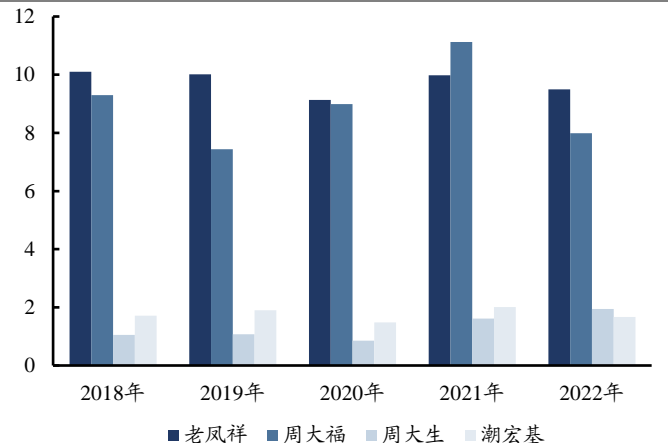
**图102: 重点黄金珠宝上市公司每年珠宝净开店数量(家)**


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

我们认为头部品牌能够维持每年较快拓店的核心在于其品牌力的积累, 最终则体现在单店销售水平。对比各品牌所披露的直营、加盟店均收入来看, 不考虑出货折扣、产品结构等因素的差异, 市占率排名前二的周大福、老凤祥相较于周大生、潮宏基在单店规模上有较为显著的优势, 说明龙头在产品迭代、消费者认知上已逐步形成品牌影响力, 因而投资其门店爬坡期或更短、成功率或更高, 将进一步吸引资金实力、运营实力强的加盟商加盟, 实现快速拓店市占提升的正向循环。

**图103: 各品牌直营店店均收入(万元)**


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

**图104: 各品牌加盟店店均收入(万元)**


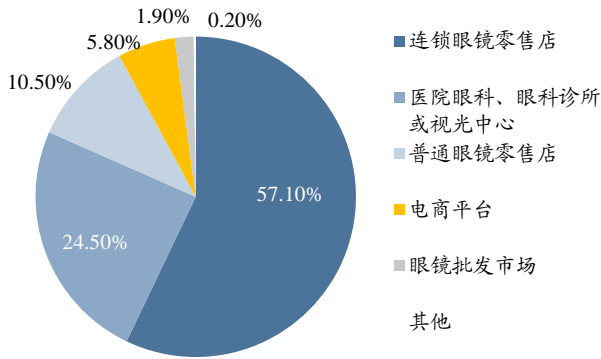
资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

### 1.4.3 眼镜零售: 轻加盟模式助力龙头企业市占率持续提升

我国眼镜零售行业连锁率低, 对标海外仍有较大整合空间。从市场份额来看, 2021年国内CR10仅约10%, 在连锁眼镜店购物的消费者仅占全行业的57%, 连锁化率低; 从门店数量来看, 截至2022年, 全国眼镜行业共有近10万家门店, 而博士眼镜作为国内眼镜零售行业头部企业仅有513家门店, 门店市占率0.5%, 竞争格局分散。对比海外市场, 2021年美国

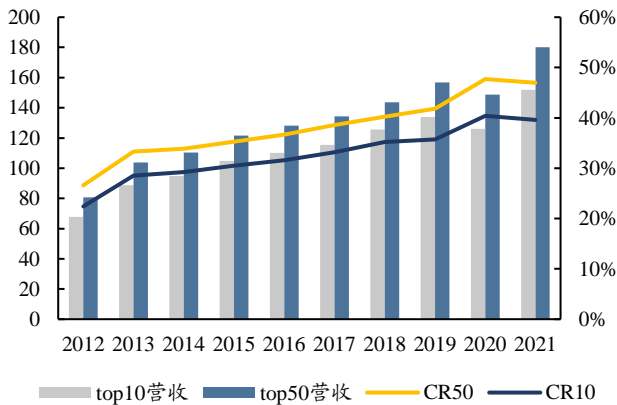
眼镜市场 CR10 已达约 40%，其中美国最大的眼镜零售商 Vision Source 有 3139 家门店，而日本仅前三大公司市占率即达 40%，相比之下，博士眼镜作为行业龙头，按营收计 2022 年市占率仅约 1.20%。对标海外眼镜市场，提升行业集中度是提高经营效率的必经之路，中国眼镜零售行业仍有较大整合空间，头部眼镜零售商市占率提升潜力可观。

图105：中国眼镜及镜片购买渠道（截至 2022 年 11 月）



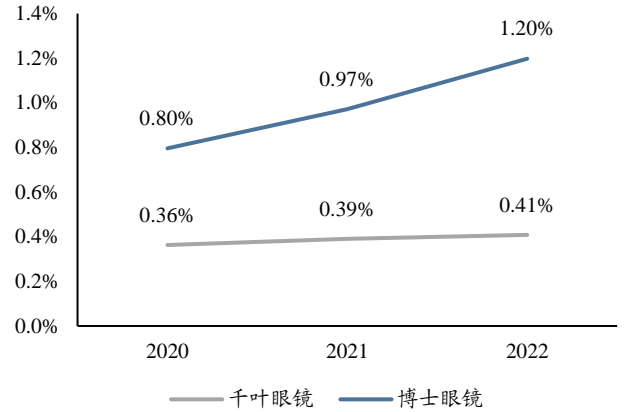
资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

图107：美国眼镜行业市场份额及变化（亿美元，%）



资料来源：Vision Monday，信达证券研发中心

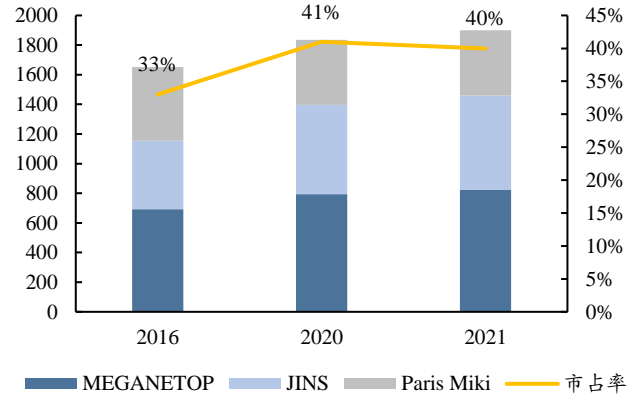
图106：国内眼镜连锁品牌市占率较低



资料来源：欧睿咨询、千叶眼镜公司公告、博士眼镜公司公告，信达证券研发中心；

注：市占率=营收/行业规模，其中行业规模为欧睿咨询中国眼镜行业中隐形眼镜、眼镜和太阳眼镜规模之和

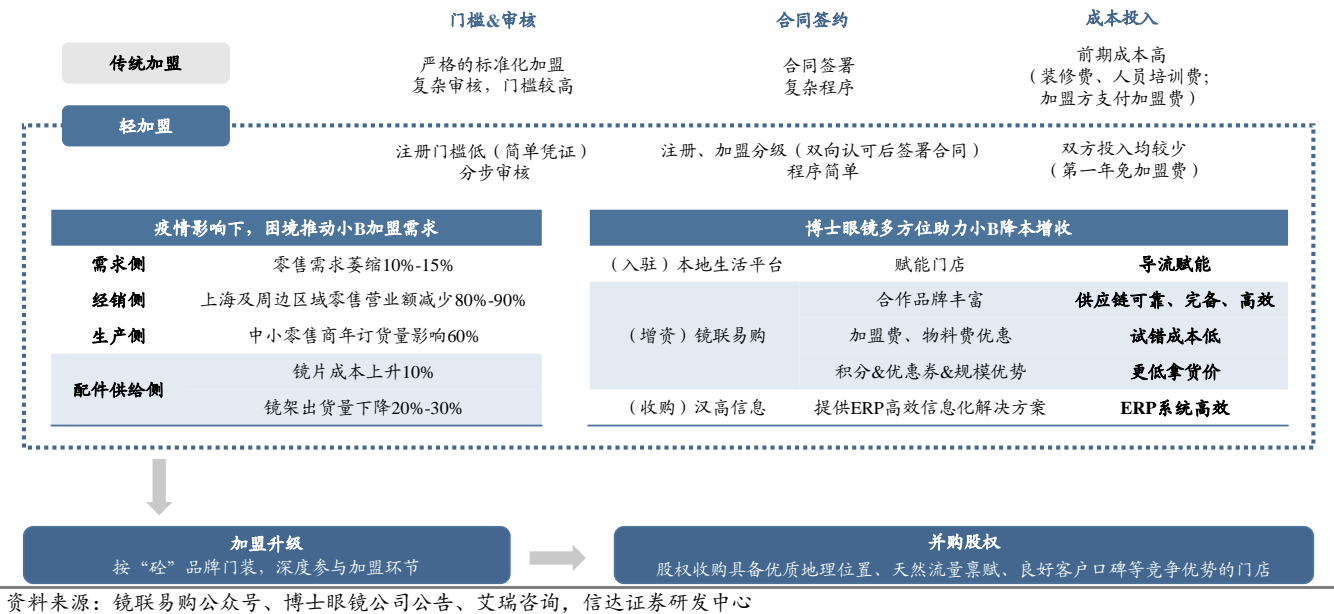
图108：日本三大眼镜品牌营收及市占率（亿日元，%）



资料来源：矢野经济研究所、业界动向，信达证券研发中心

**博士眼镜借力轻加盟模式攻城略地，有望实现门店覆盖数量及业绩规模的快速扩张。**传统加盟模式扩张速度较慢，公司依托镜联易购打通供应链上下游数据，通过汉高信息制定一站式开店方案和加盟政策吸引非连锁门店的加盟合作，并建立加盟采购平台，探索轻资产加盟新路径，镜联易购承诺至 25 年活跃门店数及平台 GMV 分别不低于 1 万家、3 亿元。疫情期间小 B 经营受困，轻加盟模式下公司将从供应链、更低拿货价、导流赋能、低试错成本、ERP 系统等多方位支持小 B 发展，助力其降本增收；同时，通过轻加盟模式，公司或可快速扩大门店覆盖量，未来有望提升至万家以上，并从中筛选优质门店转型升级为深度加盟、甚至并购，实现前期投入更低且成功率更高的市占率及业绩规模扩张。

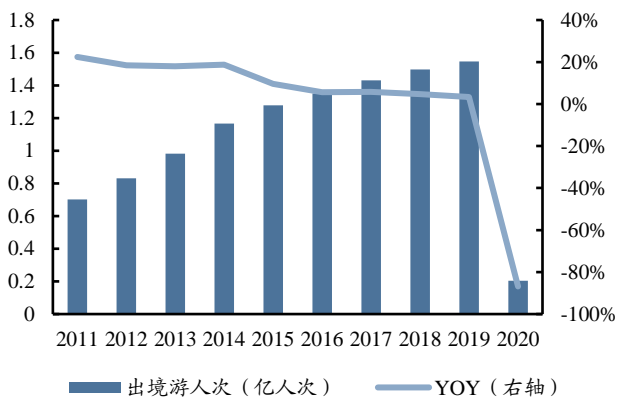
图109：博士眼镜轻加盟模式逻辑图



### 1.4.4 出境游旅行社：渗透率长期提升空间足，龙头迎来新发展机遇

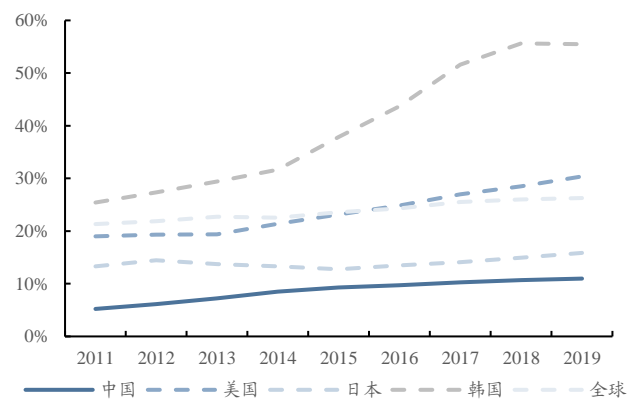
出境游渗透率长期提升空间大，政策放开+航线恢复，短期有望加快复苏。疫情前我国出境游市场快速发展，根据 UNWTO，2011-2019 年，我国出境游人次 CAGR 超过 10%，出境游消费金额 CAGR 达到 17%，出境游渗透率（出境游人次/总人口，高于实际渗透率）从 5.2% 稳步提升到 11.0%。但该数值仍低于全球平均水平（26.3%），与美国（30.4%）、韩国（55.5%）相比仍有较大差距，长期来看，我国出境游渗透率仍有较大提升空间。而根据亨利护照指数（以免签证目的地总数量计算），中国护照全球排名从 2017 年第 85 名提升至 2023 年第 66 名，可免签前往全球 82 个国家和地区，这意味着出境游的便利性大幅提升。2023 年 7 月 24 日政治局会议特别提到要增加国际航班，8 月 10 日文旅部披露第三批出境团队游国家名单，开放目的地超 70 个，包含美英日韩等热门旅游目的地，我们认为今年下半年为出境旅游企业积极筹备期，期待明年出境游市场全面复苏。

图110：2011-2019 年我国出境游人次 CAGR 超过 10%



资料来源：UNWTO，信达证券研发中心

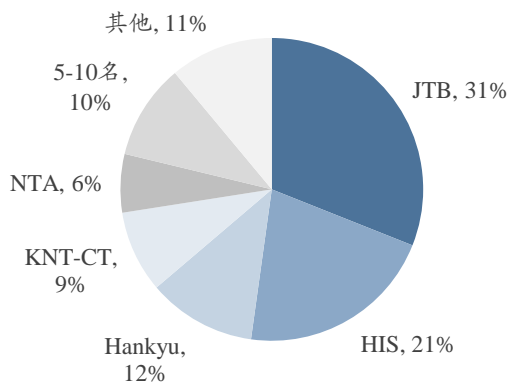
图111：我国出境游渗透率与美日韩差距较大



资料来源：UNWTO，Wind，信达证券研发中心

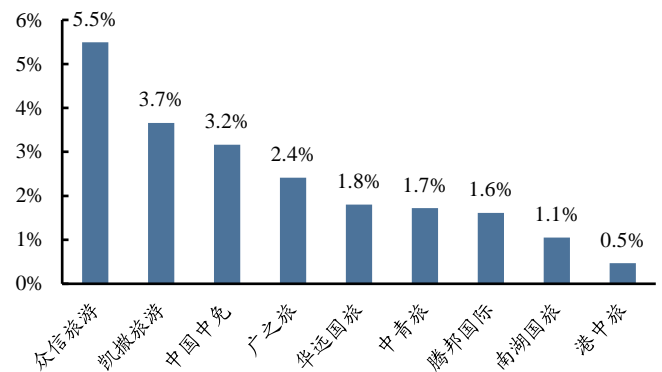
对比日韩，我国出境游格局分散，疫情期间供给出清、龙头资源整合，集中度有望提升。从龙头成长路径来看，日韩龙头 JTB、HANA TOUR 往往先通过快速做大规模、提升议价能力来建立行业领先地位，之后通过强化资源掌控、提高产品体验来构筑竞争壁垒。而上下游议价能力提升代表更低的采购成本和更高的毛利率，资源整合后部分费用内部化，带来更高的净利率。相比之下我国区域割据明显，全国市场分散，2017 年我国市场份额最大的出境服务商众信旅游市占率约 5.5%，CR10 不足 25%。疫情期间，旅行社供给出清较多，文旅部数据显示 2021 年旅行社从业人员较 2019 年减少 33%，而头部旅行社掌握更多上下游资源以及人员储备，抗风险能力强，业务复苏快，集中度有望提升。其中，众信旅游作为具有批零一体化的渠道优势的出境游服务商，深化旅游全产业链模式，整合上下游资源，在出境团队游开放的利好下经营有望率先恢复。

图112：2019 年日本出境游旅行社 CR2 超过 50%



资料来源：日本观光厅，信达证券研发中心

图113：2017 年中国出境游旅行社 CR10 不足 25%

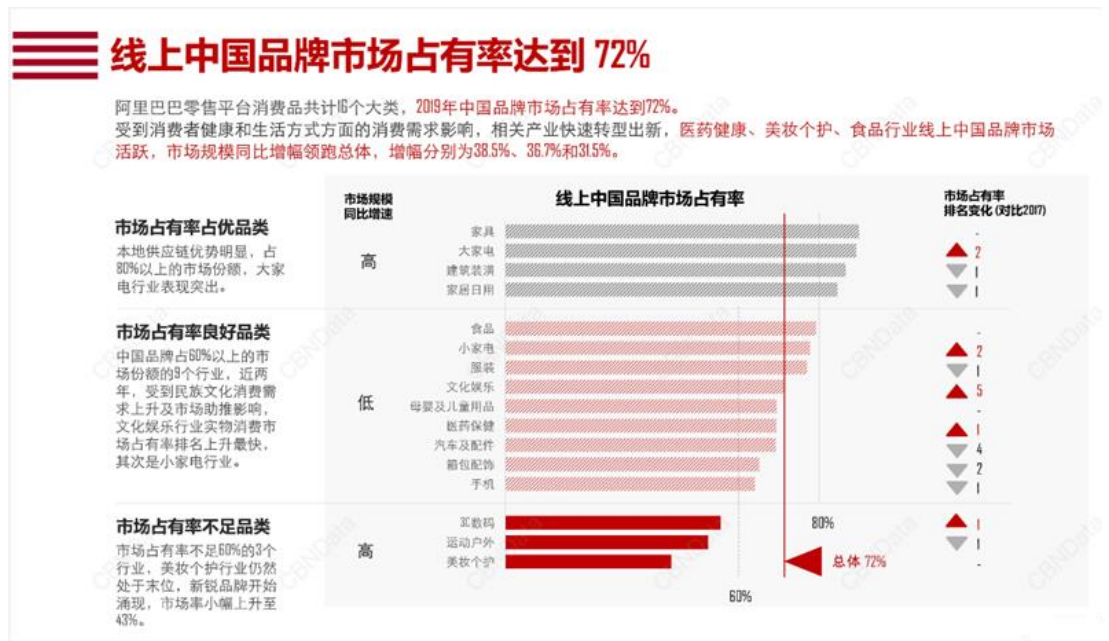


资料来源：华经产业研究院，信达证券研发中心

## 主线二：从国货崛起到国货出海

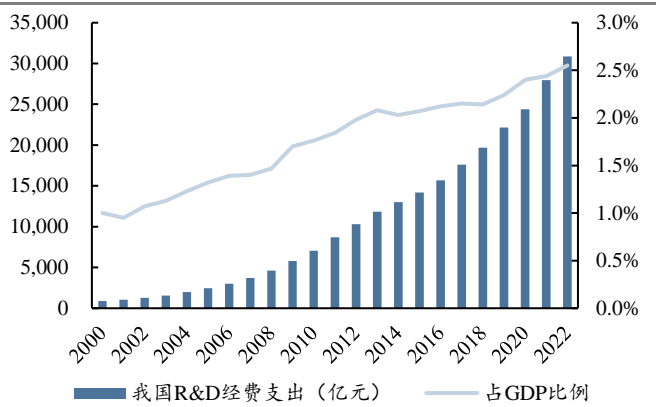
从低端走向高端，多因素助力国货品牌快速崛起。本质上，消费不仅仅是一种经济行为，更是一种文化价值的体现。千百年前，我国的茶叶、丝绸、瓷器等高档消费品大批量出口欧洲与中东，其背后展现出东方文明古国的强盛；而在改革开放初期，国内经济环境相对艰苦，海外商品大批量进入国内，国人也经常以购买海外大牌作为身份与财富的象征。但是随着我国综合国力再次崛起，加上“Z世代”从出生开始就见证了国家实力的成长和强大，撇除认知滤镜后，国货品牌正在各个领域快速崛起。根据阿里研究院统计数据显示，在疫情之前的2019年，中国消费者的购物车里平均每10件商品中有8件都是国货，而当时线上中国品牌市场占有率达72%。而在疫情影响下，国产品牌商针对国内消费新需求、新渠道的应变速度明显快于海外品牌，我们预计疫后的中国品牌市占率或将更高。这一现象的背后，主要源自：

图114：2019年线上中国品牌市场占有率就已经达到72%，其中家具家电国产化率更高

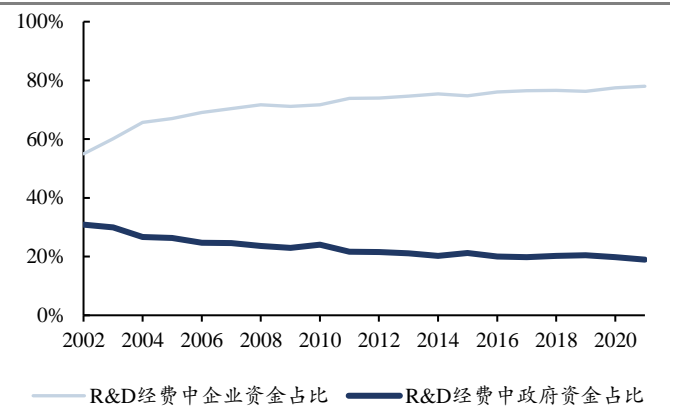


资料来源：阿里研究院《2020中国消费品牌发展报告》，信达证券研发中心

- ✓ **供给端——从“中国制造”转变为“中国智造”助力国货崛起。**改革开放初期，我国多个地区采用“三来一补”的模式吸引外资企业入驻，并且围绕这些外企的产业链上下游逐渐诞生出一大批本土企业，从而补强了国内制造业，完善了国内供应链体系。当时国货的品牌竞争力很难与外资抗衡，主要源自国货品牌在品质和性能上尚与外资品牌有一定差距，尤其是在部分技术较高的领域里，国货仍依赖海外技术。但是后续凭借国内外庞大的消费市场需求，我国制造业发展水平持续提升，制造业企业创新力度持续加大。我国全社会研究与试验发展（R&D）经费从2000年的896亿元提升至2022年的30,870亿元，占GDP比例也相应地从1%提升至2.55%；而且从结构上，这些科研经费中来自企业资金的占比持续提升至近8成，而来自政府资金的比例已降低至不足2成，说明我国的科技创新更多由企业主导，其创新方向更符合市场实际需求。在高度重视制造业研发创新的背景下，我国制造业企业通过单点突破，已经在新能源车、高铁、智能装备等多个领域位于全球领先地位，从而保障很多国货消费品的品质与性能已不输外资品牌。

**图115：2000年以来我国全社会 R&D 经费支出持续增加**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图116：企业资金已占全社会 R&D 经费的近 8 成**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

- ✓ **需求端——文化自信与民族自信提升。**随着消费升级进程的持续推进，尤其是“Z世代”逐渐成为我国消费市场的生力军，加上国货品牌更善于挖掘中华优秀传统文化的亮点，国内消费者对国产品牌的认可度日益提升。此外，2018年以来国际贸易摩擦加剧，西方发达国家以各种无端理由打压中国以及中国制造业企业，例如在高端新品领域封锁华为、在服装领域禁止新疆棉等，这些事件作为催化剂同样促使国内消费者更倾向于购买国货。以运动服饰为例，2021年初“新疆棉事件”之后，Nike、Adidas等国际大牌在我国运动服饰领域的市占率走低，而李宁、安踏、特步等国货品牌的市占率有所提升。

**表7：我国运动鞋服行业国货崛起势头迅猛，2021年“新疆棉事件”形成催化**

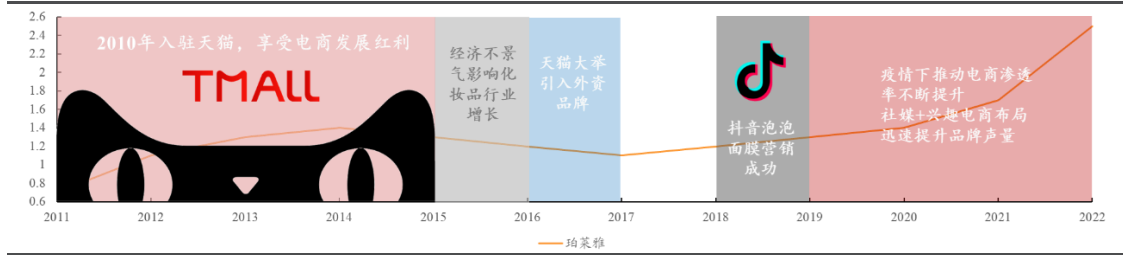
市占率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nike	14.0%	14.3%	15.5%	16.9%	18.2%	18.7%	18.8%	20.1%	18.1%	17.0%
Adidas	15.0%	14.8%	15.3%	16.1%	18.3%	19.2%	18.8%	16.6%	15.0%	11.2%
安踏(合计)	7.4%	8.5%	9.8%	10.3%	10.9%	12.7%	14.5%	15.1%	17.1%	18.5%
——安踏	6.4%	7.0%	7.8%	8.1%	8.4%	9.0%	9.1%	8.6%	9.8%	11.0%
——Fila	1.0%	1.5%	2.0%	2.2%	2.5%	3.7%	5.4%	6.5%	7.3%	7.5%
李宁	6.6%	6.6%	6.9%	6.6%	6.2%	6.0%	6.5%	6.8%	9.3%	10.4%
特步	6.3%	6.6%	6.3%	5.6%	4.5%	4.7%	4.8%	4.6%	5.0%	6.3%
361度	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	3.8%	3.1%	2.9%	2.7%	2.7%	3.1%

资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

- ✓ **渠道端——灵活的体制使得国货品牌更善于抓住渠道变革的红利。**国际大牌初入中国市场时，其标准化打法是抢占高线市场的优质渠道点位并找主流媒体营销，以排他性的反复式灌输塑造独一无二的品牌形象，国货品牌难以与其抗争。但是在国内各大互联网企业的推动下，我国互联网浪潮深刻推动了消费市场的渠道变革，新渠道层出不穷。从线下到线上，从货架式电商到兴趣电商，从社媒营销到直播带货，国内消费市场去中心化后给国货品牌带来了机遇。以抖音&快手为代表的兴趣电商为例，这些兴趣电商的无限货架使国货品牌可与外资品牌一同覆盖高线用户，而且国货通过加大“内容+预算”的投入进行多渠道覆盖、全网营销，使国货品牌能够更大程度地触及消费者，而外资品牌受制于体制，在拥抱新渠道的速度上明显更慢。以化妆品行业为例，国货龙头珀莱雅在

每一次渠道变革的过程中均积极调整，享受了渠道变革的红利，从而使其营收从 2017 年的 17.83 亿元增长至 2022 年的 63.85 亿元，CAGR 高达 29%，上市以来其股价最高涨幅超过 700%；而外资大牌雅诗兰黛并未重视兴趣电商营销，而是在疫情期间大举布局其更为熟悉的旅游零售渠道，从而导致其净利润连续两个财年下降，其中 2023 年财年净利润仅为 72.69 亿元/YOY-57.91%，其股价也从 2021 年底的高点下跌超 50%。

**图117：珀莱雅抓住渠道变革的红利，其市占率持续提升（单位：%）**



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

**品牌化&科技化或将是国货品牌持续突围的重要方向。**价值和使用价值是商品的两个基本属性，国货崛起的趋势说明国产品牌在至少一个属性上超过了外资品牌。回顾国货发展历程我们发现，国货品牌首先在使用价值上发力，借助我国的资源禀赋与人口红利，通过强大的供应链，在产品性价比方面通过低价高质的形式逐步蚕食外资品牌市场份额，例如家电、家具、中低档手机等。展望未来，国货品牌要继续突围，我们认为依然需要在价值和使用价值这两个方面下足功夫：

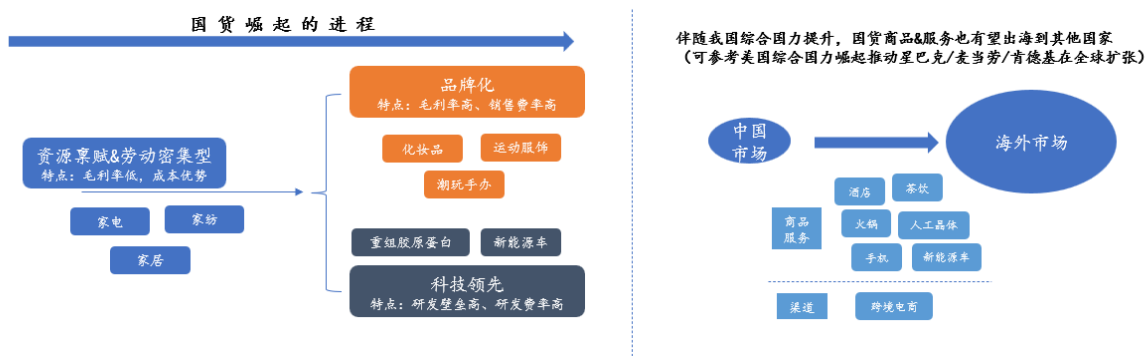
- ✓ **价值——提升品牌力，增强消费者认同感。**商品的价值体现其社交属性，具体表现为消费者为了获得该商品而支付的超越使用价值的溢价，通俗来讲就是商品的**品牌力**，例如【奢侈品、化妆品、运动服饰】等。这些消费品的特征是需要持续进行大量的品牌营销投入以支撑其品牌力经久不衰。在这些领域，最终脱颖而出的外资大牌通常拥有悠长的发展历史，而长期的销售费用投入，便是其重要的核心壁垒之一。我国在十四五规划中明确提到，“开展中国品牌创建行动，保护发展中华老字号，提升自主品牌影响力和竞争力，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌”，我们预计这将是未来国货品牌崛起的途径之一。
- ✓ **使用价值——提升科技创新能力，打造产品技术壁垒。**要在商品的使用价值上取得领先，一个有效的方式是通过科技创新塑造产品壁垒，通俗来讲就是提供多数厂商无法提供的高科技消费品，例如【新能源车、高档手机、重组胶原蛋白】等。这些消费品短期或可能出现大额亏损，但一旦产品销量突破之后，其净利率有望随之大幅提升。国家同样对科技创新高度重视，十四五规划坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，并且从强化国家战略科技力量、提升企业技术创新能力、激发人才创新活力、完善科技创新体制机制等四方面进行了全面部署。

**综合国力提升推动国货出海，在全球市场占有率持续提升。**中国品牌的市占率持续提升，在国内表现为国货崛起，在国外则表现为国货出海。参考美股麦当劳、星巴克、可口可乐、迪士尼、雀巢、宝洁等消费长牛标的可以发现，这些公司的共同特征之一便是均已完成全球化

布局，目标消费群体不仅仅局限于美国本土，而是着眼于全球市场，有助于突破天花板、打开外延成长空间，股价自然也走出了长牛。而随着我国综合国力的持续提升，国货品牌也相继出海，打开更大的成长空间。国货出海的发展方向，与国货崛起的方式有异曲同工之妙：

- ✓ **出海方式之 1——通过强大的供应链，主打性价比。**高性价比往往是消费品畅销的秘诀之一。近年来，越来越多国货企业依托中国完善且灵活的供应链体系，通过 B2C 的方式将高性价比的中国产品销往全球，而在渠道上更多采用的是跨境电商。2017 年到 2021 年，我国跨境电商出口以约 40% 的年平均增速高速增长，其中亚马逊作为全球跨境电商平台龙头，中国卖家数量占据其半壁江山，2022 年中国卖家贡献的 GMV 更是达到了 2000 亿美元；在东南亚领航电商平台 Shopee 的热销榜单中，65% 的企业均来自中国。而服装领域的跨境电商龙头 Shein，2020 年营收约 700 亿元，2015-2020 年 CAGR 高达 189%，其估值已达到 1000 亿美元。
- ✓ **出海方式之 2——通过中国文化影响力输出商品与服务。**随着中国在全球影响力的提升，中国传统文化对海外消费市场的影响力也越来越大。在这一方面，受政治等多方面因素影响，东南亚市场是多数中国消费品企业的首选地之一。不同于欧美市场的高度饱和状态，亦不同于国内的存量“内卷”竞争格局，东南亚是一个年轻的、充满活力的新兴增量市场，而且对于企业而言，高度相似的人文环境不同于欧美地区，品牌或产品更容易获得用户的认可。因此我们看到，新式茶饮、火锅、潮玩等行业的龙头企业纷纷在东南亚地区布局，未来也有望随着中国综合国力的进一步增强而覆盖全球更多消费市场。

图118：主线二：从国货崛起到国货出海



资料来源：信达证券研发中心

## 2.1 国货崛起相关赛道：化妆品、重组胶原蛋白、运动服饰

### 2.1.1 化妆品：国货崛起趋势初现，参考海外可见本土品牌集中度提升空间较为充足

参考海外成熟市场，市占率居前的品牌多以本国品牌为主，如日本、美国护肤市场 CR5 品牌均为本土品牌，而对比中国护肤市场 CR5 品牌，国货市占率/整体 CR5 比重仅 15.4%，尚有很大的提升空间。从国内护肤市场来看，也经历了从消费者偏好具备强品牌力的外资品牌、出清部分竞争力较弱的国货品牌，再到目前对于国货品牌认可程度逐渐提升，“国潮崛起”趋

势逐渐清晰的过程。

**图119：海外国家护肤市场 CR5/CR10 中，本土品牌市占率普遍较高**



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

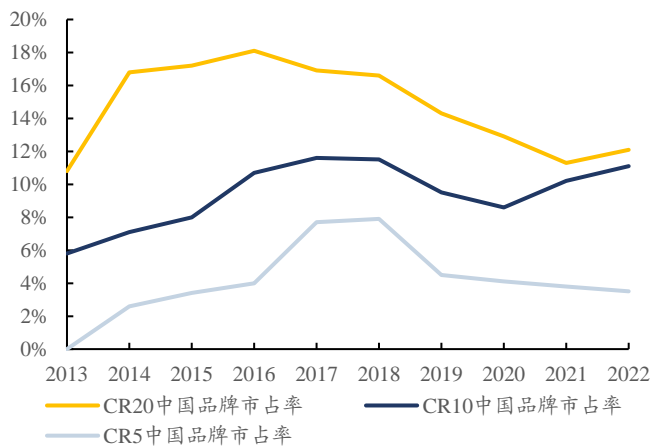
2016-2020 年间，具备强品牌力+研发背书的外资品牌进入挤压部分缺乏产品力的国货品牌市场。随着消费能力增强以及电商普及，消费者可选择的品牌范围扩大，更多国际品牌走入消费者视野。从中国护肤（Skin Care）市场的品牌市占率变动趋势来看，国货品牌主要面临的竞争者依旧是以法国（欧莱雅集团、LVMH）、美国（雅诗兰黛集团）为主，日本、韩国品牌市占率相对稳定偏低，在国际品牌更强势的产品力、集团背书以及品牌心智影响之下，TOP20 品牌中国货市占率先于 2017 年出现下降、TOP10、TOP5 品牌中国货市占率下滑的趋势则滞后几期，分别于 2018 年、2019 年有所下滑，缺乏研发能力与品牌力、产品功效性较弱，基于渠道优势以低价获取客群的品牌逐渐退出核心市场竞争。

**图120：消费能力增强&消费者受教育程度提升推动消费者选择向兼顾品牌力与产品力的品牌倾斜**

排名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
1	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国
2	OLAY 美国	OLAY 美国	OLAY 美国	OLAY 美国	欧莱雅 法国	欧莱雅 法国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国
3	雅诗兰黛 美国	雅诗兰黛 美国	雅诗兰黛 美国	雅诗兰黛 美国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国
4	雅诗兰黛 美国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	OLAY 美国	自然堂 中国	OLAY 美国	雅诗兰黛 美国	百雀羚 中国	百雀羚 中国	百雀羚 中国
5	兰蔻 法国	雅诗兰黛 美国	自然堂 中国	自然堂 中国	OLAY 美国	兰蔻 法国	OLAY 美国	OLAY 美国	OLAY 美国	OLAY 美国
6	完美 中国	自然堂 中国	完美 中国	兰蔻 法国	兰蔻 法国	欧莱雅 法国	自然堂 中国	自然堂 中国	自然堂 中国	自然堂 中国
7	自然堂 中国	完美 中国	完美 中国	雅诗兰黛 美国	雅诗兰黛 美国	雅诗兰黛 美国	自然堂 中国	自然堂 中国	自然堂 中国	自然堂 中国
8	佰草集 中国	兰蔻 法国	兰蔻 法国	雅诗兰黛 美国	草蓓 中国	草蓓 中国	SK-II 美国	海蓝之谜 美国	海蓝之谜 美国	薇诺娜 中国
9	雅诗兰黛 美国	佰草集 中国	雅诗兰黛 美国	佰草集 中国	佰草集 中国	佰草集 中国	佰草集 中国	佰草集 中国	佰草集 中国	佰草集 中国
10	百雀羚 中国	雅诗兰黛 美国	佰草集 中国	草蓓 中国	完美 中国	SK-II 美国	悦诗风吟 韩国	珀莱雅 中国	薇诺娜 中国	海蓝之谜 美国
本土品牌数量	3	3	3	4	4	4	3	3	4	4
本土品牌市占率	6%	7%	8%	11%	12%	12%	10%	9%	10%	11%
外资品牌数量	7	7	7	6	6	6	7	7	6	6
外资品牌市占率	26%	25%	23%	18%	17%	18%	21%	23%	23%	24%

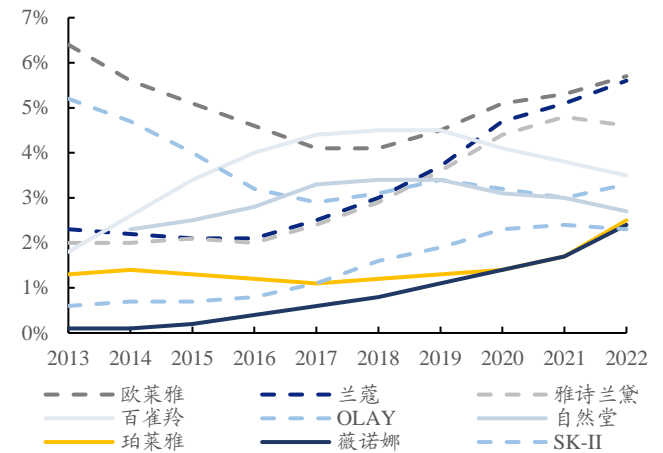
资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心 注：品牌归属国家以其所属的集团为准，市占率指 CR10 中本土/外资品牌市占率

2020 年以来，回归功效性诉求+文化自信提升共同推动“国货崛起”趋势。根据教育部数据，2022 年全国新增劳动力平均受教育年限达 14 年，年轻消费人群受教育程度提升叠加社媒中强调成分概念的趋势，消费者对于产品成分、配方和功效的关注程度不断提升，在消费时更加回归产品成分，而非完全以外资知名品牌为导向；同时消费者的文化自信提升也可以从“中国李宁”品牌走向国际、汉服从小众爱好向大众转变中得以体现，消费者对于：配方概念契合消费者需求(如：推广早 C 晚 A 趋势的珀莱雅)、在成分与品牌概念上具备中国特色(如：主打中华特色植物提取的薇诺娜、自然堂)或能够体现国内独有成分优势(如：华熙生物旗下品牌、巨子生物旗下品牌)的品牌给予了更多关注，且短期在“核辐射”舆论影响下日妆的竞争力或有所减弱，在消费者主动选择之下，具备产品力的国货品牌有望继续脱颖而出，延续“国货崛起”趋势。

**图121：国货品牌在波动中迎来崛起机遇**


资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

注：市占率波动存在CRN中国品牌数目波动的影响

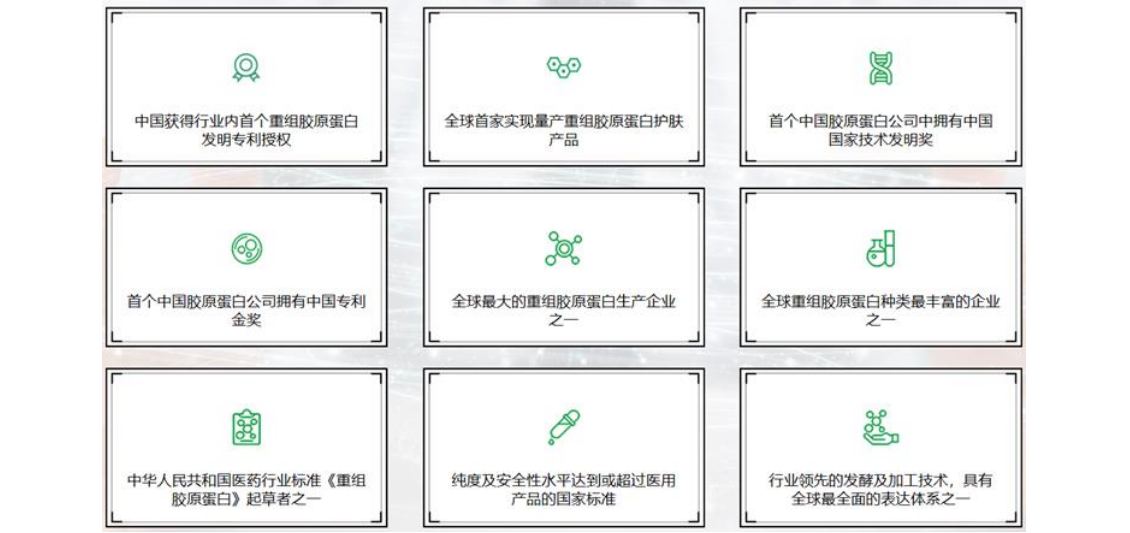
**图122：珀莱雅市占率持续提升**


资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

以珀莱雅为例，渠道红利+大单品策略+品牌力建设共促市占率提升。从2013-2018年护肤市场市占率排名来看，珀莱雅排名在第13-17名之间波动，相较于国内外龙头品牌并未表现出明显优势，2019年起，公司“年轻化”&积极拥抱社媒策略的调整初现成效，当年市占率排名上升5名至11名，并在2020-2022年依靠“大单品”策略逐步强化产品力，进而推动市占率以及排名继续提升，同时品牌文化输出的持续积累、品牌形象打造为珀莱雅从其他国际品牌吸引新消费者打下基础，市占率提升趋势有望得到进一步延续，为“国货崛起”展示了一条清晰路径。

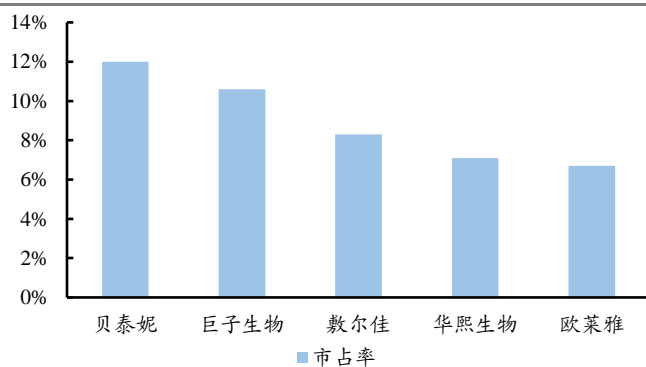
### 2.1.2 重组胶原蛋白：凭借科技创新实现弯道超车的典型案例

国货崛起的背后，除了年轻消费群体的追捧之外，研发实力及产品力的提升也功不可没，巨子生物在全球率先实现重组胶原蛋白科研成果转化和产业化就是典型的例子。人类从1940年开始对胶原蛋白结构进行探究，起初胶原蛋白主要通过从牛、猪、鱼等动物源提取的方式实现，但由于动物源胶原蛋白具有潜在的疾病感染风险，20世纪90年代众多科学家开始研究通过培养、发酵、表达等方式获得与人体胶原蛋白相同或相似的重组胶原蛋白。1999年现巨子生物首席科学家范代娣教授留学归国，在西北大学组建科研团队开始研发重组胶原蛋白，并于2000年在全球率先采用基因重组和生物工程技术，将人体胶原蛋白基因重组于底盘细胞内，经过细胞工厂的高密度发酵及蛋白质的分离纯化，最终成功研发出了重组胶原蛋白，实现了行业内的重大突破。2005年巨子生物的重组胶原蛋白技术在中国获得行业内首个专利授权；2013年和2016年巨子生物专有的重组胶原蛋白技术分别获得国家技术发明奖二等奖和中国专利金奖。从重组胶原蛋白的问世，到成为全国首个重组胶原蛋白专利获批者，再到在全球率先实现重组胶原蛋白科研成果转化和产业化，巨子生物在业界创造了诸多第一，是重组胶原蛋白行业重要的领航者。

**图123：巨子生物在重组胶原蛋白生物制造领域处于领先地位**


资料来源：巨子生物官网，信达证券研发中心

一直以来缺乏研发积淀被认为是造成中国美妆品牌与国际品牌差距的关键因素，而重组胶原蛋白作为市场上少有的、能够代表“中国名片”的原料成分，以强劲的技术创新赋能中国品牌崛起。以巨子生物旗下品牌可复美为例：可复美专注于专业皮肤护理领域，产品以重组胶原蛋白为核心技术成分，以解决敏感、皮炎痤疮、美容项目后护理等肌肤问题为导向。2011年可复美类人胶原蛋白敷料获批II类医疗器械注册上市，成为中国首款重组胶原蛋白医用敷料产品，并凭借良好的功效性和安全性在全国的三甲医院皮肤科提升了品牌知名度；2015年可复美将产品的用户范围扩展至大众市场，为消费者提供更多针对问题肌肤状况的产品；近几年公司持续拓展精华、面膜等品类以丰富功能性护肤品产品矩阵，爆款产品可复美胶原棒、胶原乳、胶原舒舒贴等广受市场好评和消费者追捧。按2021年零售额计，可复美已成为中国医用敷料市场的第二畅销品牌，也是中国第四畅销的专业皮肤护理品牌。2023年5月可复美联合新世相、美ONE推出《成分中国·原料之战》故事短片，讲述了“中国成分”重组胶原蛋白从探索、诞生到量产、品牌化的曲折之路，该短片全平台总曝光量超5亿，让更多人感受到中国成分的魅力与国货品牌对品质的坚守。

**图124：2021年国内前五大专业皮肤护理产品公司**


资料来源：弗若斯特沙利文,巨子生物招股说明书,信达证券研发中心

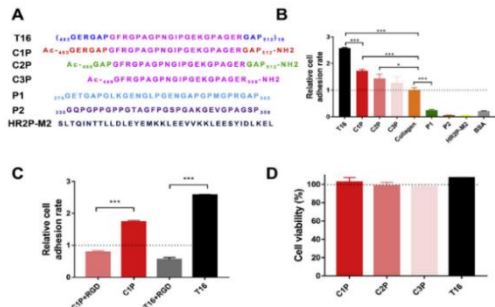
**图125：可复美联合新世相、美ONE推出短片《成分中国·原料之战》**


资料来源：未来迹微信公众号，信达证券研发中心

在重组胶原蛋白赛道中，锦波生物、创健医疗、暨源生物等国内企业也颇有建树。创健医疗和聚源生物专注于胶原蛋白原料：创健医疗拥有国内最大规模的稳定发酵纯化技术（30吨级），先后实现了重组 I、II、III、XVII 型、小分子胶原蛋白的规模化和标准化生产；聚源生物的主要产品

为重组 III 型人源化胶原蛋白，目前正在扩展重组 I 型、IV 型和 VII 型胶原蛋白的生产。锦波生物聚焦于人源化胶原蛋白的研发、生产以及产业化应用：公司现已完成重组 I 型、III 型、XVII 型人源化胶原蛋白的基础研究，并取得一系列突破性成果：1) 首次高通量筛选出人源 III 型胶原蛋白核心功能区，并通过生物合成制备出与人胶原蛋白功能区 100% 相同的氨基酸序列的重复单元；2) 首次成功解析人源 III 型胶原蛋白核心功能区的原子结构，结构特征呈现 164.88° 柔性弯曲；3) 首次成功解析 XVII 型胶原蛋白的原子结构，完成了重组 XVII 型人源化胶原蛋白主要的基础研究；同时公司还在医疗美容、妇科、泌尿科、皮肤科、骨科等领域持续开展临床应用研究。

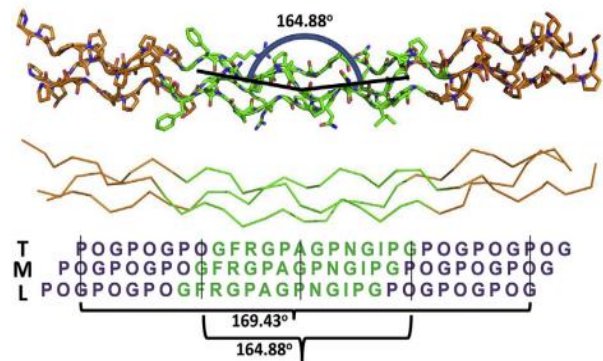
**图126：天然人体 III 型胶原蛋白中央功能区域具备高细胞黏附性特征**



**Fig. 4. The cell adhesion activity of NCOL3A1-derived peptides and protein.** (A) The amino acid sequences of NCOL3A1-derived native peptides (C1P, C2P, C3P), tandem-repeat protein (T16), randomly selected from the triple-helix region of NCOL3A1 (P1, P2) and relevant peptide (HR2P-M2). (B) Adhesion of the peptides (C1P, C2P, P1, P2, and HR2P-M2) and the protein (T16, type I collagen, and 15 local-derived RGA) to T23 cells, respectively. Substrate concentrations are 0.2 mg/ml for peptides and protein. The type I collagen was included as a reference to calculate relative cell adhesion rate. (C) Competition cell adhesion assay. The T23 cell adhesion activity of T16 and C1P (200 µg/ml) was significantly decreased after RGD peptide (10 µM) binding with integrin. All peptides and proteins were compared with type I collagen without RGD. (D) Peptides and T16 did not show cytotoxicity at concentrations of 1 mg/ml. Data are shown as mean ± s.d. The asterisks represent statistical differences. \*P < 0.05; \*\*P < 0.01; \*\*\*P < 0.001, n = 3. Student's two-tailed t-test was used for the comparisons.

资料来源：《Characterization by high-resolution crystal structure analysis of a triple-helix region of human collagen type III with potent cell adhesion activity》(Hua et al., 2018)，信达证券研发中心

**图127：锦波生物开发的人源 III 型胶原蛋白核心区呈现特有的 164.88° 柔性弯折结构**

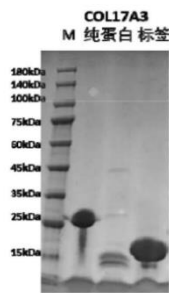


资料来源：《Characterization by high-resolution crystal structure analysis of a triple-helix region of human collagen type III with potent cell adhesion activity》(Hua et al., 2018)，信达证券研发中心

**图128：锦波生物已申请专利《人胶原蛋白 17 型多肽、其生产方法和用途》**

(54) 发明名称  
人胶原蛋白 17 型多肽、其生产方法和用途

(57) 摘要  
本发明提供了一种多肽，所述多肽包含 SEQ ID No. 9 的 63 至 1496 个连续的氨基酸残基，其中所述多肽包含 (A)<sub>m</sub> 所示的序列或者由 (A)<sub>m</sub> 所示的序列组成，其中每个 A 为选自 SEQ ID No. 1、SEQ ID No. 2 和 SEQ ID No. 3 任一一个所示的氨基酸序列或 SEQ ID No. 1、SEQ ID No. 2 和 SEQ ID No. 3 任一一个取代、添加、或缺失了 1 或多个，例如 2、3、4 或 5 个氨基酸残基的氨基酸序列或者与 SEQ ID No. 1、SEQ ID No. 2 和 SEQ ID No. 3 任一一个所示的氨基酸序列具有 83%–97% 序列同一性的序列；m 为 1–10 之间的整数；其中每个 A 相同或不同并且相邻两个 A 之间直接通过肽键连接或者通过 1 个以上的氨基酸残基连接；其中所述多肽具有细胞黏附活性，以及所述多肽的生产方法和用途。



资料来源：国家知识产权局，锦波生物专利申请书，天眼查，信达证券研发中心  
申请公布时间：2020.2.28

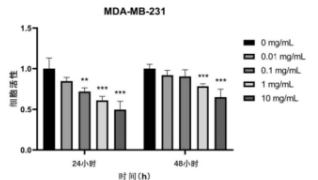
在技术创新的驱动下，锦波生物成为国内重组胶原蛋白医美填充剂的先行者，展示出医美行业国货崛起的实力和民族品牌创新的后劲：

- 2021 年 6 月锦波生物重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维获批上市，成为国内第一款注射级别的重 III 型人源化胶原蛋白生物医用材料，该产品特点为：1) 氨基酸序列的重复单元与人胶原蛋白氨基酸序列特定功能区相同，生物相容性好；2) 功能区域具有 164.88° 柔性三螺旋结构，相关结构数据已被国际蛋白结构数据库收录；3) 具

**图129：锦波生物已申请专利《重组 17 型人源化胶原蛋白在乳腺癌治疗中的用途》**

(54) 发明名称  
重组 XVII 型人源化胶原蛋白在乳腺癌治疗中的用途

(57) 摘要  
本发明属于生物医药领域，具体涉及重组 XVII 型人源化胶原蛋白在乳腺癌治疗中的用途。本发明提供了重组 XVII 型人源化胶原蛋白在制备用于预防和/或治疗乳腺疾病的药物中的用途；所述重组 XVII 型人源化胶原蛋白包含 (A)<sub>m</sub> 所示的序列或者由 (A)<sub>m</sub> 所示的序列组成，其中每个 A 为选自 SEQ ID No. 1、SEQ ID No. 2 和 SEQ ID No. 3 任一一个所示的氨基酸序列；m 为 1–10 之间的整数。研究结果表明，重组 XVII 型人源化胶原蛋白可以明显抑制乳腺癌细胞的生长增殖能力及迁移特性，同时还可以促进乳腺癌细胞休眠，从而为治疗乳腺癌的药物制备奠定了基础。



资料来源：国家知识产权局，锦波生物专利申请书，天眼查，信达证券研发中心  
申请公布时间：2023.6.23 (目前处于申请公布阶段)

有高于人体 I 型和 III 型胶原蛋白的细胞粘附性，形成了网状纤维结构，具有良好的修复特性。2021-2022 年重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维销量分别为 2.51/16.38 万支，实现销售收入分别为 0.28/1.17 亿元，我们预计 2023 年上半年该产品销售额超 2 亿元，全年有望实现同比翻倍以上的销售额目标。

**图130：重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维注册信息**

<b>注册证编号</b>	国械注准 20213130488
<b>产品名称</b>	重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维
<b>管理类别</b>	第三类
<b>型号规格</b>	2mg/瓶、4mg/瓶、6mg/瓶、8mg/瓶、10mg/瓶
<b>结构及组成</b>	该产品为白色海绵状固体，由重组III型人源化胶原蛋白组成。玻璃瓶包装，一次性使用，无菌过程生产。货架有效期 18 个月。该产品使用时用无菌生理盐水溶解

资料来源：国家药品监督管理局，信达证券研发中心

**图131：重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维产品包装**



资料来源：“秋涛医学美肤”微信公众号，信达证券研发中心

- 2023年8月锦波生物注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液获批上市，该产品是公司第二款、也是国内第二款获批上市的重组胶原蛋白三类医疗器械产品，虽然上述两款产品的成分差异不大，但我们预计未来公司将在两款产品的打法上做明确区分，即重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维主打眼部年轻化，而重组III型人源化胶原蛋白溶液主打水光注射。

**图132：锦波生物注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液于2023年8月获批上市**

国境内医疗器械（注册）——“国械注准20233131245”基本信息	
注册证编号	国械注准20233131245
注册人名称	山西锦波生物医药股份有限公司
注册人住所	山西综改示范区太原唐槐园区锦波街18号
生产地址	山西综改示范区太原唐槐园区锦波街18号
产品名称	注射用重组III型人源化胶原蛋白溶液
管理类别	第二类
型号规格	型号：2mg/ml规格：0.5ml/支、1.0ml/支、1.5ml/支、2.0ml/支、2.5ml/支、3.0ml/支、3.5ml/支、4.0ml/支、4.5ml/支、5.0ml/支、6.0ml/支
结构及组成/主要组成成分	该产品为无色或类白色液体，由重组III型人源化胶原蛋白（A型）和0.9%的生理盐水组成，胶原蛋白浓度2mg/ml。产品预装于无菌预灌封注射器中，产品经过滤除菌及无菌过程生产，一次性使用。货架有效期2年。
适用范围/预期用途	该产品用于面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹（包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹）。
产品储存条件及有效期	
附件	产品技术要求
其他内容	/
备注	/
审批部门	国家药品监督管理局
批准日期	2023-08-28
生效日期	2023-08-28
有效期至	2028-08-27

资料来源：国家药监局，信达证券研发中心

- 我们认为未来在胶原蛋白注射剂需求扩容、重组胶原蛋白渗透率持续提升的背景下，

锦波生物有望凭借其领先技术、产业化能力、资质牌照等方面的优势在医美领域持续拓展，以进一步抢占重组胶原蛋白填充剂的市场份额，并逐步成为国货医美品牌的代表之一。

### 2.1.3 运动服饰：涌现本土龙头，以科技、品质持续提升品牌势能

复盘国内运动鞋服发展历史，80年代依靠国内较低的劳动力、原材料等成本优势，鞋服企业以外贸、代工模式起家。随后代工的红利使得越来越多的工厂进入“内卷”环节，行业出现同质化竞争激烈、价格战、利润空间大幅压缩等问题。因此到90年代，行业内部分运动代工厂开始谋求转型，成立自有品牌，其中特步、匹克、李宁、安踏相继于1987年、1989年、1990年、1991年成立，并开始借助比赛、明星推广开展宣传，运动鞋服市场在李宁及晋江系品牌的奠基下雏形初现。

2001年至2010年是本土品牌迅速扩张跑马圈地的重要十年，加入WTO后高速成长的中国经济、显著提升的大众消费能力加上北京奥运会及各项赛事带来的运动热潮为运动品牌创造优渥的发展环境，国内龙头运动品牌借势扩张门店、增加库存，从供给及营销端促进消费，品牌营收相继突破50亿元，其中李宁作为本土第一运动品牌，于2010年实现收入近百亿。

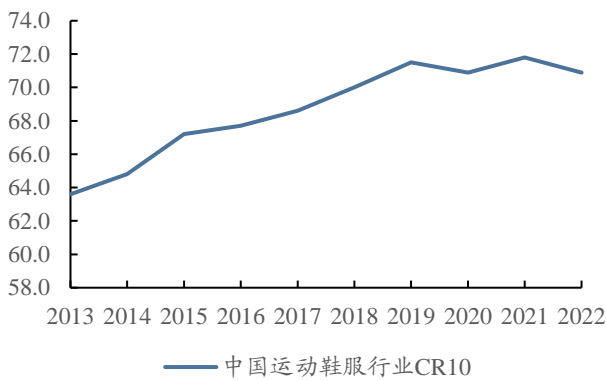
2011年至2012年受奥运热潮退却、次贷危机等影响，运动鞋服行业增速放缓、需求减少、库存积压，但前期业绩的蓬勃发展趋势导致行业品牌商总体过于乐观，各大运动鞋服公司盲目扩张，加剧渠道过剩、行业低迷及业内竞争激烈的现状，业绩出现下滑，进入去库存周期。2013年后业内部分公司开始整顿渠道及库存，寻找新的增长动力，行业触底反弹，供给减少，渠道库存压力降低。

2014年后我国居民收入逐步提升，政府发文支持体育产业发展，运动鞋服需求释放，行业需求持续复苏，2019年我国运动鞋服市场规模已达3199.28亿元，2014-2019年均复合增速达15.57%。2020年受新冠肺炎疫情影响，中国运动鞋服市场规模同比有所下降，2021年下游需求恢复快速增长，消费者更加注重体育锻炼，运动鞋服市场规模同增19.06%至3718.18亿元。行业复苏背景下优质头部运动品牌收入、业绩持续增长，尤其国潮趋势下本土品牌受到更多消费者认可。

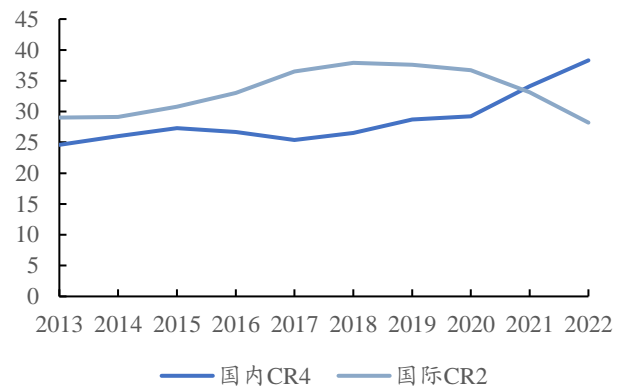
**图133：国内运动鞋服行业发展历史概览**


资料来源：产业信息网，信达证券研发中心整理

2020 年以前国内外龙头公司抢占杂牌市场，行业集中度提高。随着消费者需求逐渐升级，品质优良、口碑保证的头部品牌运动鞋服备受追捧，2022 年我国运动鞋服公司 CR10 达到 70.9%，较 2013 年增加 7.3pct，其中本土运动用品公司 CR4（即安踏、李宁、特步、361°）市占率为 38.3%，较 2013 年增加 13.7pct；国际龙头公司 CR2（即 NIKE、ADIDAS）为 28.2%，较 2013 年减少 0.8pct。由此可见，国内与国际龙头公司同时抢占运动鞋服杂牌市场份额，运动鞋服行业集中度持续提高，其中国内品牌市场份额提升幅度更大。

**图134：近年来中国运动鞋服行业 CR10 变化情况**


资料来源：欧睿咨询,信达证券研发中心

**图135：近年来中国运动鞋服行业品牌市占率对比**


资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

**行业进入存量竞争阶段，国产品牌超车在即。**国内运动鞋服行业经过多年发展，行业集中度已处于较高水平，逐步进入存量竞争阶段，头部品牌之间需要博弈、抢占市场份额。近年来国潮需求快速崛起，本土头部运动品牌优化产品设计、营销、研发资源，影响力逐步提升，与国际一线品牌差距持续缩小。2021 年新疆棉事件发生后，耐克、阿迪达斯等国际运动品牌罔顾事实参与抵制，降低国内消费者心理认同，受到消费者抵制，且丧失部分国内优质明星、渠道等资源，因而市占率有所下降，本土品牌迎来赶超机会。

**图136：近年来双十一运动鞋服品牌销售排名情况**

排名	2018	2019	2020	2021	2022
1	耐克	耐克	耐克	安踏	耐克
2	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	阿迪达斯	安踏
3	安踏	安踏	李宁	李宁	fila
4	李宁	李宁	安踏	安踏	李宁
5	fila	fila	fila	fila	阿迪达斯

资料来源：阿里研究院，信达证券研发中心整理

#### 产品端：本土品牌强化科技与专业，品质提升性能优化

本土功能性服装品牌发挥自身独特价值即（科技+颜值+故事）/合适的价格，打造自有核心科技强化专业与功能属性，以科技作为与消费者互动的手段，从而获得消费者认可。

运动鞋产品分为跑鞋、篮球鞋、足球鞋、羽球鞋等品类，其中跑鞋为功能性鞋类中第一大品类。近年来国内消费者更加追求健康，跑步运动快速兴起，国产品牌将跑鞋作为重要品类集中突破并实现快速赶超，因此我们以跑鞋为重点分析本土品牌的技术升级迭代。

跑鞋的研发主要围绕缓震、回弹、轻便三大功能展开，运动鞋可以拆分为鞋面、鞋垫、中底等部分，三大功能主要体现于中底。中底可以分为气垫、物理形变缓震、发泡材料、缓震胶四类，中底技术的突破则有改变结构和材料创新的两大路径。1970年后中底技术创新进入突破期，海外品牌率先引领此类技术。长期以来运动鞋中底材料基本是以EVA材料为基础，通过搭配其他材料并调整其配比、发泡次数以实现不同的效果。

国际头部运动品牌深耕研发创新，在鞋底科技的研发方面具有较强的先发优势，不断推出新技术并进行产品迭代。

2018年后本土品牌也迅速加入运动鞋中底研发的竞争中，持续推出创新产品，缩短与国际一线品牌差距。

**图137: 阿迪、NIKE、安踏、特步、李宁的跑鞋中底技术发展史**

		2000前	2001-05	2006-10	2011-15	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
耐克	中底技术	Air-Sole, Max Air, Zoom Air, Shox	Free	Lunarlon, Cushlon			React, Zoomx		Bclipse, plate, Joyride			
	代表鞋款		Free RN 5.0	Lunar系列、Pegasus34			Hyperdunk2017, Zoomx Vaporfly		Air Jordan34, Joyride Dual			
阿迪	中底技术	Adi PRENE	A3 STRUCTURE		Springblade、UltraBoost	Bounce			Alphaedge 4d	Lightstrike		
	代表鞋款	T-Mac, Yeezy	A3 Superstar Structure, A3 Garnett II		Adidas Springblade、UltraBoost	Alpha Bounce			Alphaedge 4d	Trae 2, Adizero adios Pro		
李宁	中底技术			李宁弓	李宁弧、李宁云		Drive Foam	䨻	Light Foam			
	代表鞋款			单弦弓, 双弦弓	弧ACE、云五代, 防护云; 恶魔系列		云六代; 韦德之道6	韦德之道7, 驭帅13䨻	超轻16代			
安踏	中底技术			A-JELLY弹力胶			A-FLASHFOAM		A-FLASHLITE	SMART S.A.M、A-FLASHEDGE	NITROEDGE、A-FLASH BUBBLE、MARSFORM	
	代表鞋款			A-JELLY弹力胶科技			虫洞科技, 火箭鞋3.0		氢跑鞋三代	创1.0、舒弹科技跑鞋, 创1.0	创2.0, C202GT、泡泡跑鞋、火星泡棉	
特步	中底技术				减震旋	动力巢科技	气能环	柔立方		动力巢PB	动力巢2.0T	XTEP ACE
	代表鞋款				减震旋系列	动力巢	气能环系列	柔立方系列		160X 2.0, 160X Pro, 160X 3.0	动力巢2.0, 动力巢2.0T	160X 3.0 PRO

资料来源: 信达证券研发中心整理

品牌供给端改善带来需求提升、消费者认可度提升, 在比赛上被越来越多的专业运动员选择。2022 年在北京马拉松精英运动员穿着率方面, 国产品牌表现亮眼。男女冠军分别穿特步、李宁品牌, 一改过去四届北马冠军被国际品牌垄断的局面; 在男子、女子前三名选手中, 仅有一位参赛者选择穿国际品牌; 在男女前八名跑者中, 本土品牌跑鞋占据半壁江山, 其中包括 4 双特步 160X 系列、3 双李宁“飞电”系列、2 双安踏“C202GT”系列。在马拉松竞赛使用场景下, 跑鞋本身的专业属性与科技含量成为运动员选择装备的核心考虑。越来越多的国产顶级跑鞋被马拉松精英运动员选择并屡创佳绩, 凸显国产跑鞋在顶级产品科技上硬实力的提升。

**图138: 2022 年北京马拉松男女冠军跑鞋分布**

年份	男子	女子
2022	特步	李宁
2019	耐克	遮挡品牌
2018	耐克	阿迪达斯
2017	耐克	阿迪达斯
2016	耐克	阿迪达斯

资料来源: 悦跑圈, 信达证券研发中心

**图139: 2022 年北京马拉松男女前 8 名跑鞋选择**

名次	男子	女子
1	特步 160X3.0 PRO	李宁 飞电3Ultra
2	安踏 C202GT2.0	安踏 C202GR PRO
3	特步 160X3.0	adidas adizero adios Pro3
4	adidas adios Pro2	李宁 飞电3Ultra
5	PUMA Deviate NITRO Elite	特步160X2.0
6	adidaa adizero Pro2 TME	特步160X3.0 PRO
7	NIKE Air Zoom Alphafly NEXT%	adidas adizero adios Pro2
8	李宁 飞电2.0Elite䨻丝版	NIKE ZoomX Vaporfly Next%2

资料来源: 悦跑圈, 信达证券研发中心

**图140：2022年各品牌跑鞋穿着率较2019年运动品牌穿着率变化情况**

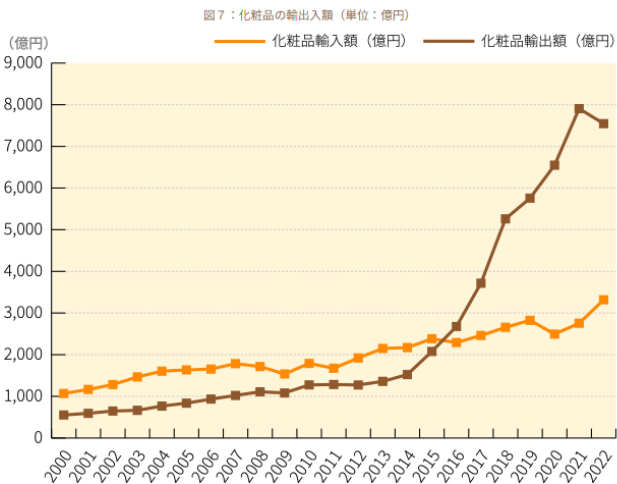
排名	品牌	占比	排名变化	与2019年相比	排名	品牌	占比	排名变化	与2019年相比
1	NIKE	32.6%	保持	2.4%	7	李宁	3.70%	保持	0.3%
2	asics亚瑟士	13.3%	保持	-6.6%	8	安踏	3.30%	下降	-2.0%
3	adidas	10.2%	保持	-4.0%	9	HOKA	2.40%	上升	2.4%
4	特步	8.6%	上升	4.7%	10	多威	1.50%	下降	-3.7%
5	saucony	7.7%	上升	5.9%	11	必迈	1.40%	上升	1.4%
6	乔丹	5.4%	上升	5.4%	12	美津浓	1.40%	下降	-0.7%

资料来源：悦跑圈，信达证券研发中心

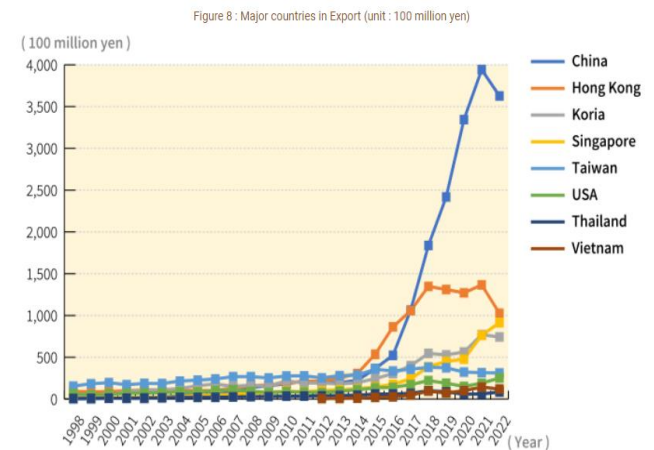
## 2.2 国货出海相关赛道：化妆品、连锁餐饮、眼视光、潮玩、跨境电商

### 2.2.1 化妆品：国货美妆的下一站——出海

以日本为例，化妆品出口地区依然以亚洲为主。根据日本财务省贸易统计，2015年以前化妆品进口额与出口额同步增长但进口额>出口额，2015年起日本化妆品出口额开始大幅提升，并于次年即超过进口额水平，核心出口国家/地区均位于亚洲（TOP5出口国家/地区：中国大陆、中国香港、韩国、新加坡、中国台湾），其背后原因或为亚洲消费者面部结构、肤质、护肤&彩妆诉求相对更为接近，因此对于亚洲品牌的接受度更高，随着部分国货的品牌力与产品力均得到了消费者的认可，向东南亚等亚洲地区出海为品牌未来增长提供全新可能。

**图141：2015年开始日本化妆品出口额大幅提升**


资料来源：日本化妆品工业协会，信达证券研发中心

**图142：中国大陆、中国香港与韩国为日本主要出口国家或地区**


资料来源：日本化妆品工业协会，信达证券研发中心

国货逐步开始出海尝试，未来多地区发展有望为集团贡献收入增量。根据《2023 美妆护肤行业出海白皮书》预测，2021-2026年东南亚六国美妆护肤市场增速达10.1%，超越大部分

国家或地区，增长潜力充足，考虑到品牌文化与当地市场文化差异更小的情况下消费者接受程度更高，在大中华文化圈中的东南亚地区成为了众多国货品牌出海的选择，珀莱雅在年报交流中提到公司开始逐步拓展东南亚地区线上市场，未来头部国货集团核心品牌出海有望为集团贡献更多收入增量。

**图143：国货护肤品牌出海情况一览**

品牌	出海时间	出海市场范围	出海方式	代表产品
薇诺娜	/	多地区	电商	特护霜
百植萃	2021	东南亚	电商	精华、防晒
一叶子	2019	东南亚	电商	面膜
润百颜	/	多地区	电商	面膜、精华
佰草集	2008	多地区	丝芙兰海外旗舰店	面霜
自然堂	2018	澳洲、越南、美国	电商	面膜
御泥坊	2013	东南亚	电商	清洁面膜
植物医生	2019	日本、新加坡、中国香港、东南亚	单品牌店	水乳
片仔癀化妆品	上世纪80年代	多地区	/	珍珠膏
养生堂	2017	日本	KIMURA SAE代理	补水保湿面膜
美吉丽	/	全球	云仓、免税店	贵妇膏、平衡水等
相宜本草	2019	法国等	/	红景天面霜、龙胆冻干面膜
纽西之谜	2019	东南亚	电商	面膜等

(不完全统计，难免不齐全)  
注：数据公开资料，人工统计，可能存在误差

Designed by 聚美丽-2023

资料来源：聚美丽，信达证券研发中心

复盘日本化妆品巨头的崛起之路，我们发现日本也经历了从“追求西方生活方式”到“回归日本美学”的过程，资生堂在前瞻的研发布局、持续品牌建设之下最终成长为世界化妆品集团，为国货的发展路径提供了一定参考：

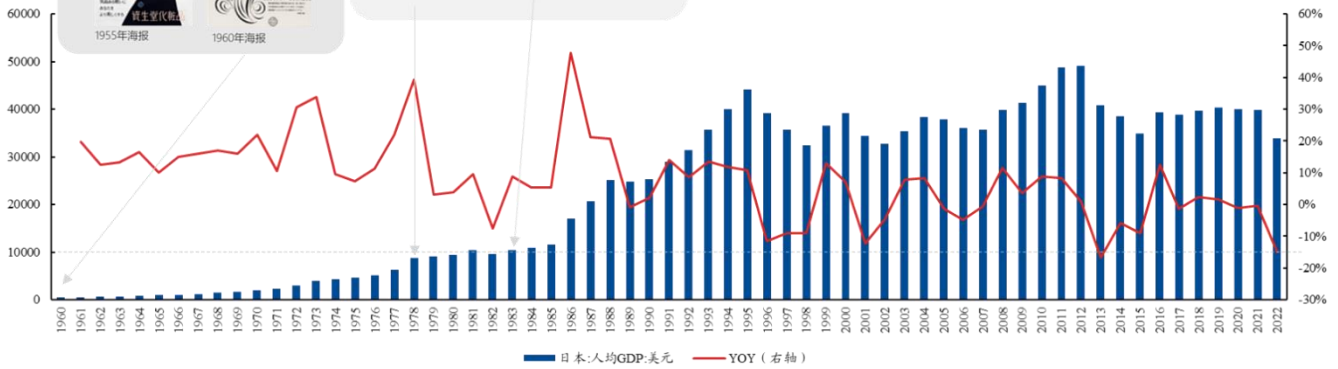
**从药到妆，研发积累为资生堂的长期发展奠定基础。**创始人福原有信于1872年在东京银座创立了日本第一家西式药店“资生堂”，并于1897年进入化妆品行业（欧莱雅/雅诗兰黛分别创立于1907/1946年），推出护肤品红色蜜露/Eudermine，1916年资生堂正式开设化妆品部门，设立了化妆品实验室，并陆续推出了“七色粉”、“花椿”香水、“冷霜”等产品，1939年资生堂将原有化妆品部的实验室独立出来设立资生堂化学研究所、1989年与哈佛大学合作建立全球第一家皮肤病研究所，在较早的时间节点即开始布局研发并不断拓宽研发领域，较早的研发积累也为资生堂后续直面国际大牌竞争奠定了研发能力基础。

**较早即布局品牌形象塑造，20世纪60年代后“文化自信”带来品牌崛起机遇。**得益于资生堂第二任社长福原慎三在欧美的留学经历，在其1913年留学归国后，把海外对于艺术设计、宣传营销的重视带回了资生堂，1916年设计部门根据福原慎三绘制的草图创作沿用至今的资生堂标志“花椿”，并通过广告文案与插图强调公司产品的奢华、优雅、时尚，传递了对于西方优雅生活方式的追求，奠定了资生堂产品高质量、高溢价的高端定位。在东京举办奥运会的1964年，资生堂意识到世界对于日本文化关注度提升，推出了以日本文化特色为灵感的“Zen（禅宗）香水”，20世纪70年代末，资生堂邀请活跃在国际T台上的山口小夜子（Sayoko Yamaguchi）成为品牌全线产品的专属代言人，海报风格逐渐向强调日本之美的风格转变，在人均可支配收入迅速提升趋势之下，日本人文化逐步自信，消费者从追求西式优雅的审美趋势向关注本土文化转变，为具备产品力与品牌积累的本土品牌带来崛起机遇。

**图144：人均可支配收入提升趋势之下，资生堂广告宣传侧面体现出了消费者审美取向的变化**



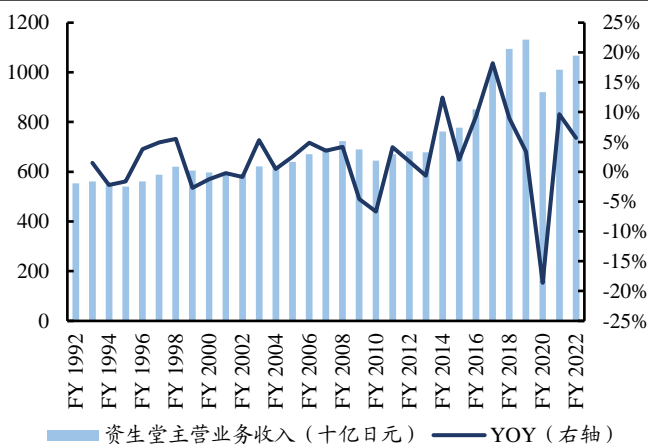
人均可支配收入提升趋势之下，  
消费者从追求西方优雅精致的生活方式  
逐渐转向关注日本本土文化的独特价值



资料来源：资生堂企业资料馆、wind，信达证券研发中心

以资生堂为例，其海外业务于亚洲起步逐步向欧美拓展，业务重心依旧以亚洲为主。资生堂1931年首次将产品出口至海外，主要在东南亚地区销售；二战结束12年后，资生堂进入中国台湾地区，并加速向欧美地区扩展业务，全球业务的不断拓展也为资生堂收入规模的稳定增长提供了动力，2012-2022年公司收入CAGR达5%。从2022年资生堂集团各地区业务结构来看，2022年包括日本在内的亚洲地区收入占资生堂集团收入比重达52.9%，可见在文化价值观更加相似的亚洲地区发展业务的成功率或许更高，为中国化妆品品牌未来出海提供了路径参考。

图145：资生堂集团收入保持稳健增长



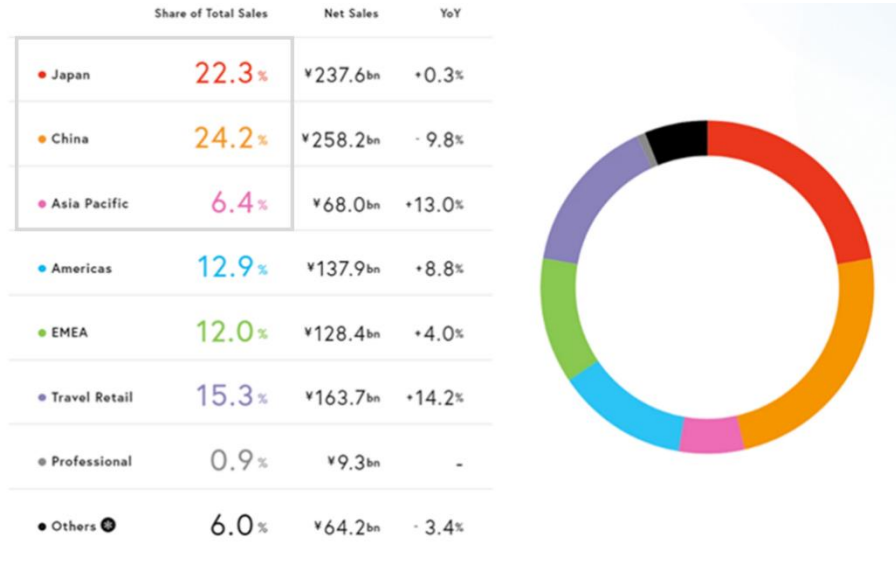
资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

图146：从亚洲起步，资生堂国际业务不断扩张

年份	海外业务发展
1931年	出口玫瑰化妆品至东南亚地区，国际业务开展
1957年	开始在中国台湾地区销售
1962年	成立夏威夷资生堂
1963年	首次出口欧洲，在意大利销售
1965年	成立资生堂化妆品美国有限公司
1970-1972年	成立资生堂新加坡、新西兰、泰国有限公司
1980年	成立资生堂法国、德国有限公司
1981年	开始在中国北京销售
1993年	成立资生堂加拿大公司
1997年	成立合资公司资生堂韩国有限公司、成立资生堂欧洲有限公司
2001年	成立资生堂中国研究中心有限公司、成立资生堂巴西有限公司
2008年	成立资生堂越南有限公司、次年越南工厂竣工
2010年	成立资生堂化妆品越南有限公司

资料来源：资生堂官网，信达证券研发中心

图147：2022年包括日本在内的亚洲地区收入占资生堂集团收入比重达52.9%

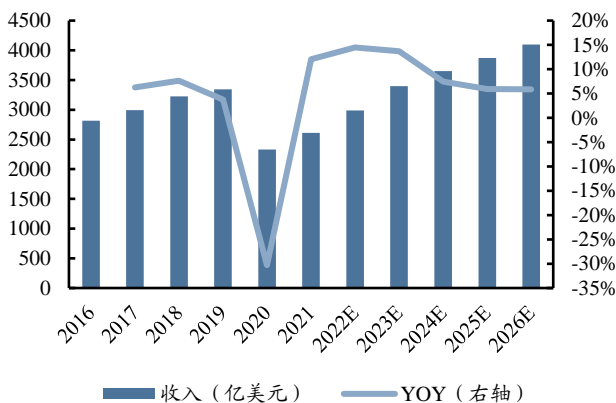


资料来源：资生堂官网，信达证券研发中心

### 2.2.2 连锁餐饮：国际中餐市场广阔，火锅、茶饮率先出海

**中餐频频出海，加速海外扩张。**伴随全球经济复苏，防疫政策优化调整，“出海”成为中餐品牌追逐的新目标。今年1月，海底捞海外业务休整门店复开，整体翻台率同比提升超25%；同期，呷哺呷哺宣布出海，在新加坡开店，计划全年开出6家门店并延伸至马来西亚。茶咖品牌出海足迹也从东南亚、日本等亚洲国家，延伸到欧美、澳洲等西方国家。除火锅、茶咖外，烤鱼、麻辣烫、烧烤等不同品类餐饮品牌也在加速布局海外市场。截至2021年，中餐已经传播至全球130个国家，海外有超过60万家中式餐厅。根据弗若斯特沙利文报告，预期国际市场中式餐饮将以9.4%复合增速由2021年的2611亿美元增长至2026年的4098亿美元，超过国际餐饮市场整体增速。

图148：2016-2026E 国际市场中式餐饮市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，特海国际招股说明书，信达证券研发中心

图149：茶饮、火锅和其他餐饮品牌首次出海时间及选址

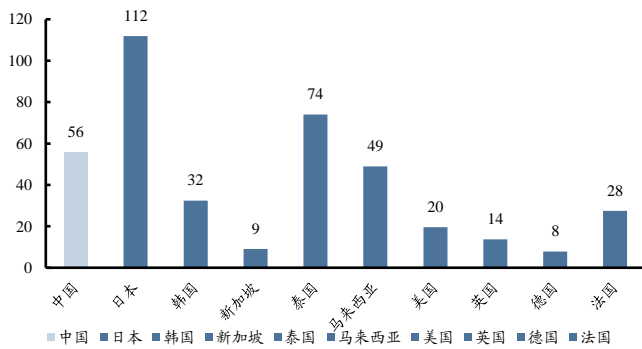
	品牌	首次出海时间	海外首店地点
茶饮	快乐柠檬	2010	菲律宾马尼拉
	CoCo奶茶	2011	美国纽约
	蜜雪冰城	2018	越南
	喜茶	2018	新加坡
	奈雪的茶	2018	新加坡
	霸王茶姬	2019	马来西亚
	柠柠手打柠檬茶	2021	泰国
火锅	小肥羊	2003	美国洛杉矶
	重庆刘一手火锅	2010	阿联酋迪拜
	德庄	2011	加拿大
	海底捞	2012	新加坡
	快乐小羊	2016	美国波士顿
	小龙坎	2017	新西兰
	大龙锅	2017	新西兰
	湊湊	2022	新加坡
其他	鼎泰丰	1996	日本新宿
	眉州东坡	2013	美国
	大鼓米线	2017	加拿大多伦多
	云海肴	2019	新加坡
	瑞幸咖啡	2023	新加坡

资料来源：窄门学社，信达证券研发中心

**国内餐饮红海竞争，中餐出海塑造大国品牌。**从餐饮现状来看，中国每万人餐厅保有量是美国约3倍，是新加坡约6倍。目前，国内餐饮已进入存量争夺的新时期，仅下沉市场还有较

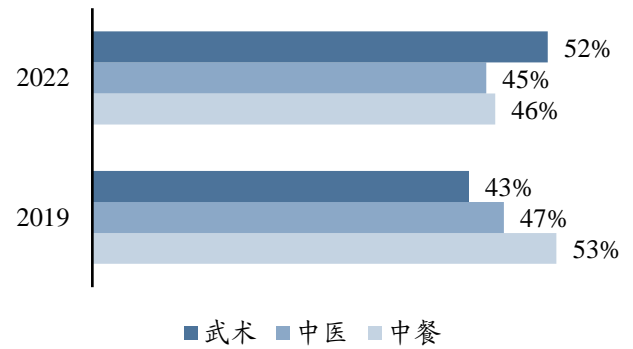
大增量空间，在获客成本不断提升情况下，出海成为各品牌拓展市场边界、开拓第二增长曲线的重要机会。而从餐饮基因来看，2022 年中国餐饮市场连锁化率仅有 19%，多元化中餐生态使中餐保持着较强的产品和品牌创新力，海外餐饮连锁集中度较高，产品、业态较为单一，因此中餐出海具备较强的竞争力。此外，中餐出海背后是文化出海，大国崛起和文化自信推动中国味道走向全球。根据《中国国家形象全球调查报告 2022》，国际民众认为最能代表中国文化的依次是武术、饮食、中医，因此中餐是具有代表性的文化符号。

图150：中国每万人餐厅保有量较高



资料来源：窄门学社，信达证券研发中心

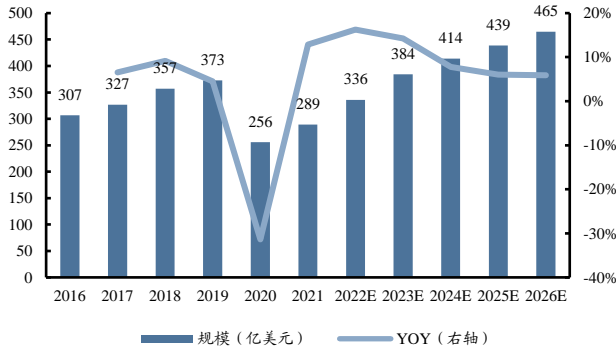
图151：中餐被认为是最能代表中国文化的前三位符号



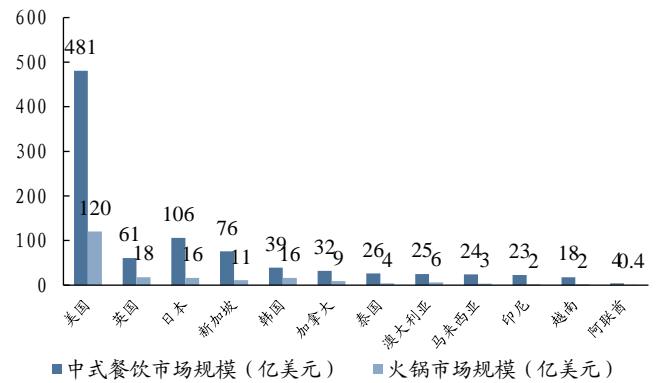
资料来源：窄门学社，信达证券研发中心

目前餐饮出海发展最快的两个品类是火锅和新中式茶饮。火锅是中国传统特色美食，食辣则成为很多人的饮食准则；而新茶饮则是餐饮界重要的产品创新，在华人圈子有广泛的影响力。二者共同之处在于，供应链相对标准化、对后厨依赖度低、单店模型易于复制，为率先“走出去”奠定基础。

- **火锅出海成果显著，有望率先跑出全球化品牌。**2021 年火锅收入口径规模占国际中式餐饮市场的 11.1%；2026 年，海外火锅市场规模有望达 465 亿美元，2021-26 年 CAGR 达 10%。今年 4 月，诞生于 2020 年的火锅界黑马朱光玉火锅宣布出海。而在此之前，海底捞、小肥羊、蜀大侠、小龙坎、香天下、凑凑、呷哺呷哺等国内颇具影响力的火锅品牌，都已布局海外，并且受到了海外食客的喜爱。截止 2022 年底，海底捞在海外已开设 111 家门店。我们认为连锁火锅品牌出海既可以获取海外华人消费群体，又能在火锅受众非华人化潮流刚兴起阶段，留住第一批外国忠实食客，为品牌海外长期发展蓄力。由于全球消费者接受度较高、连锁品牌知名度较广、赛道头部企业均已规模化出海，在中餐受众“非华人化”的大趋势下，火锅赛道很有可能最先诞生出中餐全球化品牌。

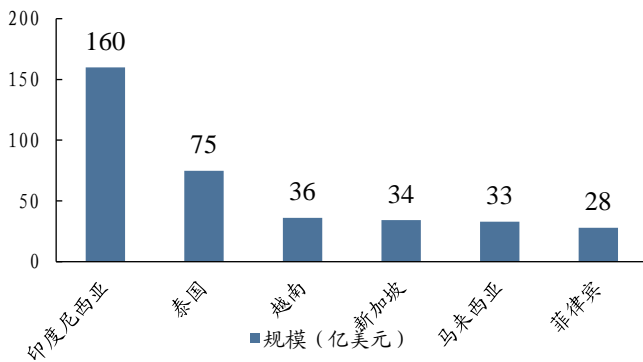
**图152：2016-2026E 海外火锅市场规模**


资料来源：弗若斯特沙利文，特海国际招股说明书，信达证券研发中心

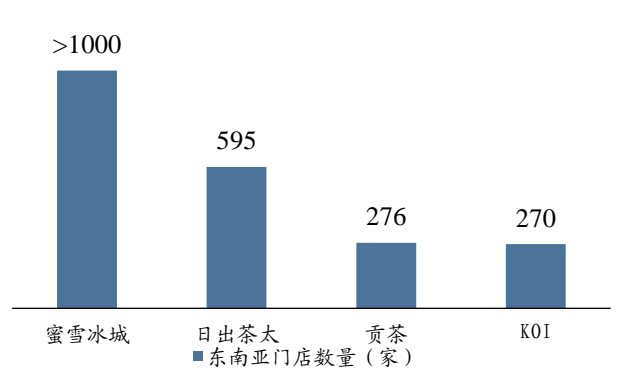
**图153：2021 年全球部分市场中式餐饮及火锅市场规模**


资料来源：美国人口普查，日本食品服务协会，新加坡统计局，弗若斯特沙利文，特海国际招股说明书，信达证券研发中心

- 茶饮出海首选东南亚，掘金欧美开辟新市场。**各茶饮品牌出海首站多选在东南亚地区，喜茶、奈雪的茶于2018 年新加坡开店；蜜雪冰城于2018 年出海越南；英歌魂和霸王茶姬也接连落地泰国和马来西亚。据 Momentum Works，2021 年东南亚奶茶市场规模达到36.6 亿美元，规模庞大；热带气候使得全年没有冷饮淡季，相似饮茶文化使得中式茶饮容易接受；较低的人力成本和店面租金带来较强的单店模型盈利潜力。而面对东南亚茶粉调制的落后茶饮市场，中国3.0 时代新茶饮具有较强的产品优势，国内激烈竞争使得各茶饮品牌在供应链、品牌、经营、管理、人才培养等环节得到锻炼，其中，蜜雪冰城成都亚洲总部于2023 年6 月开园，解决东南亚市场供应链问题，目前已在海外扩展至上千家门店。在经过几轮淘汰换代后，目前的茶饮品牌具备较强实力，继东南亚地区之后又纷纷开辟欧美加澳等发达国家市场，新茶饮之风有望席卷全球，诞生出下一个“星巴克”。

**图154：2021 年东南亚奶茶市场规模**


资料来源：Momentum Works & qlub，信达证券研发中心

**图155：东南亚市场知名奶茶品牌门店数量对比**


资料来源：Momentum Works & qlub，信达证券研发中心

### 2.2.3 眼视光：国产人工晶体逐步开启出海，产品力受海外认可

国产人工晶体逐步突破外资垄断，材料、性能及工艺已接近全球一流水平。2014 年7 月，爱博医疗推出国内首款可折叠非球面人工晶体；2021 年11 月，昊海生科旗下国产首个预装式亲水非球面产品获批；2022 年10 月，爱博医疗非球面衍射型多焦人工晶体推出，其创新性采用的衍射分光和非球面相结合设计居于全球先进水平，并填补了该领域国产产品的空白。

截至 2022 年末，爱博尚有非球面三焦散光矫正、非球面扩景深等高端人工晶体处于临床阶段，另外 ICL 产品已于 2023 年 7 月进入创新医疗器械特别审查程序；同时，昊海亦积极研发功能型高端产品，由亲水性材料延伸至疏水性材料，并掌握有别于传统车铣工艺的一次模注成型工艺，实现高端材料、复杂光学性能、创新工艺的全面布局，截至 2022 年末其创新疏水模注非球面人工晶体正进行注册申报，另有两款高端人工晶体的临床试验有序推进，国产人工晶体持续突破国外先进技术的垄断，有望逐步摆脱进口依赖、实现国产替代。

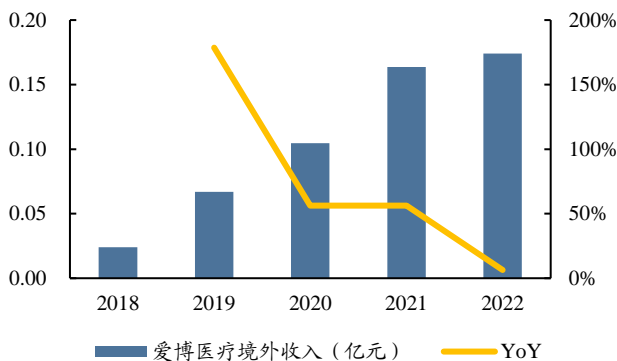
图156：国产高端人工晶体产品突破时间轴



资料来源：爱博医疗招股书、爱博医疗 2020-2022 年年报、昊海生科 2019-2022 年年报，信达证券研发中心

国产人工晶体逐步开启出海，产品力受海外认可。爱博医疗、昊海生科等国内企业积极推进产品在海外技术化落地，产品陆续获得欧盟 CE 等海外认证，进入德国、法国、英国等发达国家市场。爱博自 2017 年开拓境外市场，人工晶体产品力逐步获得海外认可，产品已出口至五大洲 30 余国家，即便在受疫情冲击国际交流受阻，境外收入仍实现较快增长、2022 年收入体量近 2000 万元。2023 年，爱博医疗检测中心通过 CNAS 实验室认可，CNAS 标识在全球拥有广泛认可，将进一步减少公司出口壁垒，提高产品质量同时，有助于我国人工晶体提升国际影响力。

图157：爱博医疗境外收入及增速情况（亿元）



资料来源：爱博医疗公司公告，信达证券研发中心

图158：爱博医疗人工晶体产品力受海外认可



资料来源：爱博医疗官网，信达证券研发中心

**图159：爱博医疗人工晶体产品海外注册情况**

注册地	产品名称	注册时间
欧盟	人工晶体及植入系统、预装式人工晶体、一次性人工晶体植入系统等	2019.05
泰国	泰国人工晶体 AQBHL	2020.02
韩国	韩国人工晶体 AIUL	2020.03
泰国	人工晶体 A1-UV、一次性植入系统DIS	2020.05
欧盟	大景深人工晶体 AE1-UV、AE2-UV、预装式大景深人工晶体 AE1UL、AE2UL、推入预装式人工晶体 AIULP、AQXLP	2020.09
哥伦比亚	自由销售证明（含公司所有CE已认证产品）	2020.12
泰国	散光矫正人工晶体	2021.01
哥伦比亚	预装式非球面人工晶体	2021.05
巴西	一次性人工晶体植入系统和手术刀	2021.05
泰国	一次性人工晶体植入系统	2022.06
秘鲁	预装式人工晶体	2022.06
马来西亚	预装式人工晶体注册证书	2022.09

资料来源：爱博医疗公司公告，信达证券研发中心

**图160：昊海生科人工晶体产品海外注册情况**

注册人	注册地	产品名称
河南赛美视（昊海生科控股子公司）	欧盟	可折叠、疏水丙烯酸酯、非球面、散光人工晶体（Toric Intraocular Lens）
河南赛美视（昊海生科控股子公司）、Simedice（赛美视美国全资子公司）	欧盟	可折叠、疏水性丙烯酸酯、单焦、非球面人工晶体（Intraocular Lens）

资料来源：昊海生科公司公告，信达证券研发中心

### 2.2.4 潮玩：泡泡玛特、名创优品探寻出海之路

泡泡玛特和名创优品均为本土自有零售商品品牌代表，产品面向年轻消费群体，产品具备情感表达、IP联名、兴趣及社交特征。具体来看，泡泡玛特更聚焦以盲盒、手办为主的潮流玩具，其核心竞争力在自有IP开发及运营；名创优品SKU则更丰富，聚焦在有设计感、好看好玩、高性价比的产品，范围较为宽泛，其核心在于供应链整合及加盟商管理能力。

两者在立足国内市场之后，均开始探寻品牌出海之路。我们对比两者出海历程、业务模式、核心战略等要素，发现品牌出海均经历了早期以批发/代理模式试水、直营开店打造标杆及本土化转型、门店模型初步跑通后有望通过开店加速海外扩张的三个阶段。

**表8：泡泡玛特和名创优品出海对比**

发展阶段		泡泡玛特	名创优品
探索可行性阶段，以批发为主要模式进行试水	时间	2018-2020年	2015-2016年
	业务模式	批发为主	代理为主
	布局市场	截至2020H1共有22个海外经销商，覆盖韩国、日本、新加坡、美国等21个海外国家及地区，其中韩国和东南亚为主要拓展市场	中国香港、新加坡、东南亚、墨西哥
	核心战略	扩展消费者触达渠道，扩大销售规模 参加海外潮玩展会提升知名度	试水海外市场，探索第二成长曲线
	销售规模	2020年海外批发收入0.74亿元	——
	门店数量	2020年9月在韩国开设海外首店	2016年进驻菲律宾和泰国
直营打造标杆、因地制宜本土化	时间	2021-2022年	2017-2021年
	业务模式	DTC+批发模式，布局线下门店、机器人商店、跨境电商等多渠道	直营+代理+名创合伙人模式进行门店扩张，其中以代理商开店为主
	布局市场	已入驻韩国、日本、美国、加拿大、英国、新加坡等23个海外国家及地区。	截至2021年底，公司覆盖全球约100个国家及地区
	核心战略	推进DTC模式，业务本地化，探索符合本土市场的业务模式、IP、商品品类。	丰富产品组合、完善数字化系统、加强代理及加盟商管理支撑门店扩张
	销售规模	2022年中国港澳台及海外收入4.5亿元，占总营收的9.8%，其中线下/线上/批发分别实现收入1.5/0.9/2.1亿元。	FY2021海外收入17.8亿元，占总营收的19.6%，其中亚洲/美洲/欧洲分别实现收入9.6/5.8/1.2亿元。
	门店数量	截至2022年末共拥有43家线下门店，120家机器人商店，布局跨境电商平台站点数13个。除亚洲市场外，于2022年在英国、新西兰、美国、澳大利亚开设了该国首家线下门店。	截至2021年末共拥有136家直营店、203家名创合伙人门店、1538家代理门店。
模式初步跑通，加速海外扩张步伐	时间	2023年以来	2022年-至今
	业务模式	toB向toC转型，线上线下多渠道	直营+代理+名创合伙人模式进行门店扩张，其中以代理商开店为主
	布局市场	覆盖东亚、东南亚、欧美澳等地区	截至FY2023Q3(2023.3.31)，公司覆盖106个国家及地区。
	核心战略	DTC直面消费者、限定首发&本土化(商品差异化)、跨境电商(扩大销售、获得销售数据、了解客户诉求)	聚焦战略品类(香氛、毛绒玩具、盲盒、饰品等兴趣类、情绪类、IP类商品)，因地制宜推进中国供应链出海，提升单店销售
	销售规模	——	FY2022海外收入26.4亿元，占总营收26.2%。 FY2023Q1-3海外收入27.1亿元，占总营收的32.9%。
	门店数量	公司预计到2023年底海外门店数量达80-90家，机器人商店接近200家，其中70%位于东亚和东南亚，30%位于欧美澳地区。	2023自然年内公司计划在国内、海外各净开350家以上的名创优品门店

资料来源：泡泡玛特招股说明书、定期报告、2022年度业绩说明会，名创优品招股说明书、定期报告，信达证券研发中心

泡泡玛特出海较名创优品晚约3年，海外营收规模从2019年的0.27亿元增至2022年的4.54亿元，CAGR3达156.5%。

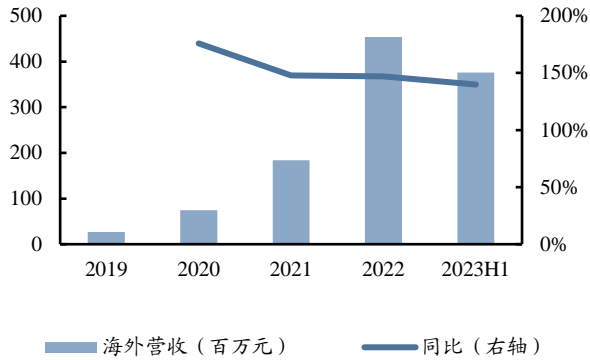
公司海外渠道发展前期以批发业务为主，自2021年开始通过社交媒体、电商及独立站、开设直营店以及参加国际潮玩艺术和动漫展会的方式拓展海外业务，加速推进海外DTC战略。截至2023年6月底，公司在中国港澳台及海外门店总数达到55家，机器人商店总数达到143台，分别净增长12、23家，开店步伐加快；跨境电商平台站点数达到28个。在扩张亚洲区域线下渠道的同时，于2022年分别在英国、新西兰、美国、澳大利亚开设了首家线下门店。

2023年公司仍以东亚和东南亚市场为海外开拓的核心，计划到2023年底海外门店数量达到80-90家，机器人商店达到200家，其中70%位于东亚和东南亚，30%位于欧美澳地区。

2023年泡泡玛特将持续尝试新的国家和业务模式的探索，正在计划举办海外潮流玩具展、开展

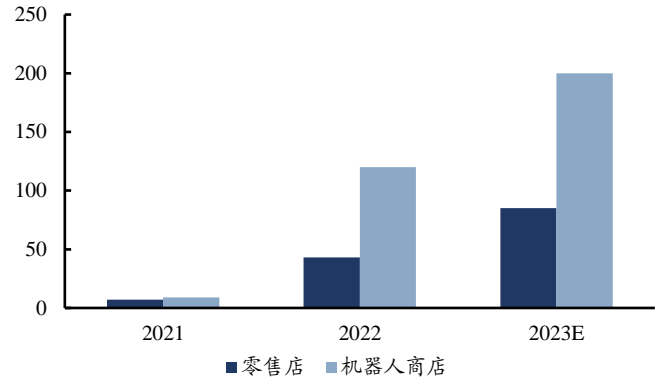
全球授权业务等，希望提供更多海外粉丝与艺术家见面的机会，提高泡泡玛特在全球的品牌知名度。

**图161：泡泡玛特海外市场营收规模及增速**



资料来源：泡泡玛特定期报告，信达证券研发中心

**图162：泡泡玛特海外门店数量及开店计划（家）**

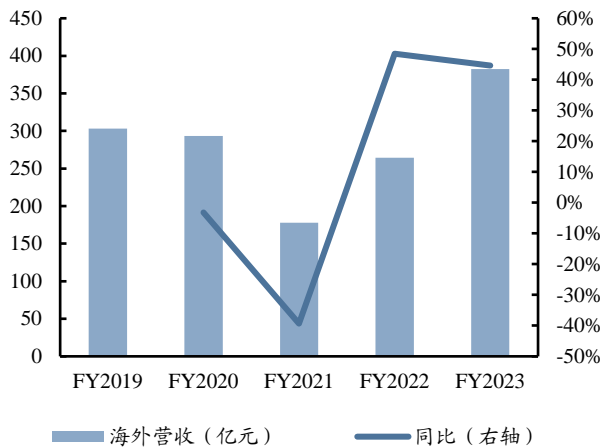


资料来源：泡泡玛特定期报告、泡泡玛特2022年度业绩交说明会，信达证券研发中心

名创优品海外扩张已经历8年，营收规模较大，在FY2023达到382.24亿元、同比增长44.6%，整体规模已超越疫情前（FY2019-FY2020）水平。

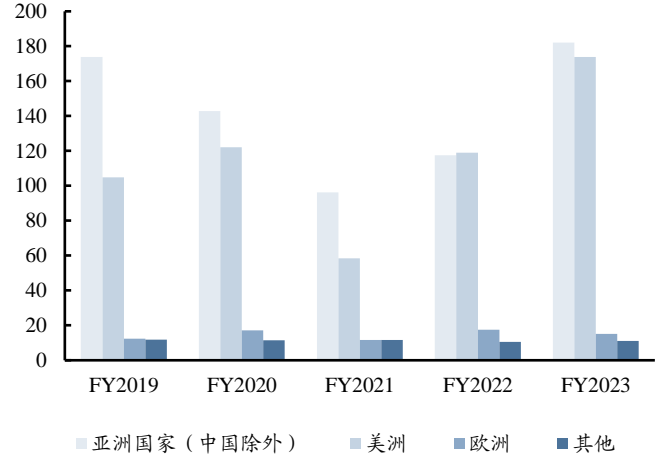
海外分地区来看，公司核心业务在除中国以外的亚洲国家及地区、以及美洲市场，FY2023分别占海外营收的48%、45%，欧洲及其他地区收入贡献尚较小。

**图163：名创优品海外市场营收规模及增速**



资料来源：名创优品招股说明书、定期公告，信达证券研发中心  
 注：公司FY2022财政年度对应自然年2021.7.1-2022.6.30，依此类推

**图164：名创优品海外分地区营收规模（亿元）**



资料来源：名创优品招股说明书、定期公告，信达证券研发中心

**对比公司海外业务采取的三种业务模式，分别适用于不同国家及地区的背景推出。**

在美国、加拿大、新加坡、越南、中国香港，公司主要采用直营模式。这些国家及地区人口众多、为公司战略拓展重要区域，以直营模式打造标杆店更有利于快速树立品牌心智。

在大部分其他海外市场，公司采用代理模式，借助代理商在当地的渠道资源、零售行业经验快速打开市场，本土代理商具备较强的运营管理、货品选择权，货品为买断制。

名创合伙人模式下，加盟商仅承担门店初始投资、日常运营成本及货品保证金，而由公司主导品

牌运营大方向，加盟商不承担库存风险，更像是类直营的模式。

**表9：名创优品海外业务模式对比**

经营模式	商品归属权	门店收入	签约年限	员工招聘	定价权	门店管理责任
直营模式	公司		-	公司	公司	公司
名创合伙人模式	公司	按固定比例获取	3年或以下	名创合伙人	经公司书面同意	名创合伙人承担主要责任，公司监督和提出建议
代理模式	代理商		2-10年	代理商	代理商拥有定价权，公司有权提出建议	代理商承担主要责任，公司监督

资料来源：名创优品招股说明书，信达证券研发中心

### 2.2.5 跨境电商：跨境行业拐点已至，越过山丘逐步回暖

复盘 2021-2022 年。亚马逊封号事件、海运费上涨，跨境卖家受到较大冲击。

1) 2021 年以前亚马逊中国卖家凭借人口红利和供应链优势，在亚马逊卖家市场占据重要地位，21 年亚马逊平台中国卖家占比达 63%。2021 年 5 月，亚马逊算法机器人识别到部分中国卖家的刷单数据，包括引导消费者发布好评等操作。亚马逊平台根据刷单名单，对有过相关行为的中国卖家进行严格封号处理、冻结平台内资产结款，超 3000 家中国卖家店铺被封停。

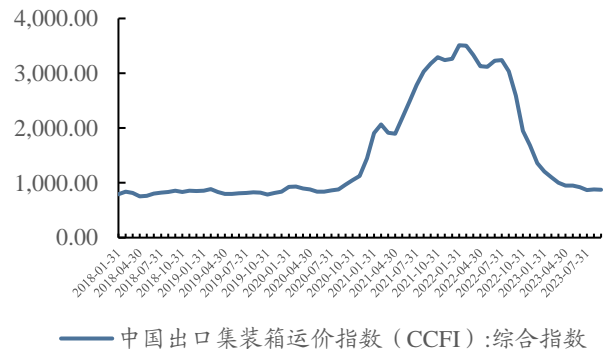
2) 2020 年疫情对全球物流及跨境运输带来持续性影响，在疫情初期，得益于我国制造产能的稳定供给以及海外对国内商品的需求持续旺盛，跨境电商行业呈现稳步发展态势。2020 年下半年，国际海运费价格逐步上涨；2021 年上半年苏伊士运河阻塞事件导致我国跨境电商欧线、部分美东线的运输受到影响。一方面货物运输积压滞留，难以按时到港；另一方面，船公司联合哄抬价格，致使欧线价格峰值时期达到 18000 美元；美国港口卡车司机罢工事件使得集装箱滞留港口，大批运输船只无法靠岸，导致美线价格峰值时期达到 22000 美元。

**图165：亚马逊封号潮跨境企业损失惨重**



资料来源：央视网，信达证券研发中心

**图166：近年来中国出口集装箱运价指数**



资料来源：iFind，信达证券研发中心

在亚马逊封号潮、国际海运费上涨的背景之下，2022 年海外高通胀持续，消费需求和消费者购买力有所下降，一系列外部环境的变化使得库存问题成为卖家的核心难题。跨境电商卖家

纷纷采用低价清仓甩卖，以低价促销量，行业进入“内卷”的竞争生态，中小型企业面临关店、倒闭，大型企业盈利受损。

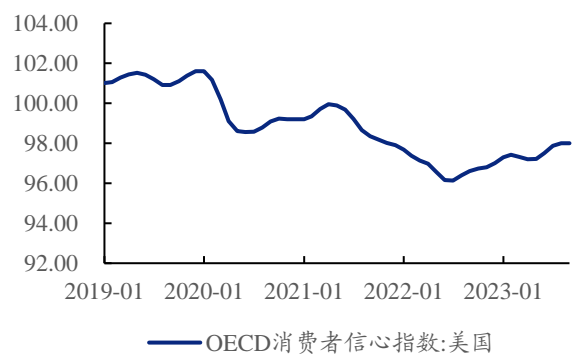
**跨境电商行业基本完成一轮洗牌，门槛逐步提高，进入强者角逐生态。**一方面欧美市场通胀水平正在持续降温，以美国为例，截至2023年9月通胀指数3.7%，今年以来有明显下降，9月全美消费者信心指数98，为21年12月以来的最高水平；另一方面，海运费持续下降，港口效率提升，物流方面不确定因素相对减少。因此跨境电商行业低谷已过，在低基数下有望迎来稳步恢复。此外2021-2022年行业完成一轮洗牌，部分中小企业已退出竞争，“二八法则”在亚马逊等成熟平台更为凸显，同时平台将重点扶持优质头部卖家，推动流量及销售份额向头部集中。

图167：近年来美国通胀率变化情况



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图168：近年来美国消费信心指数变化

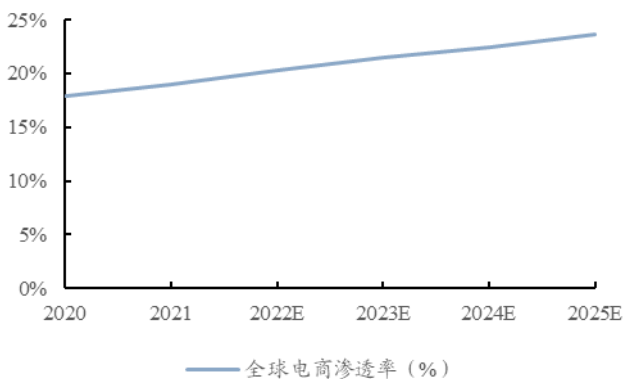


资料来源：iFind，信达证券研发中心

**我们认为海外电商渗透率的提升、中国卖家供应链及产品力优势、相关基础配套服务的完善加速中国卖家出海。**

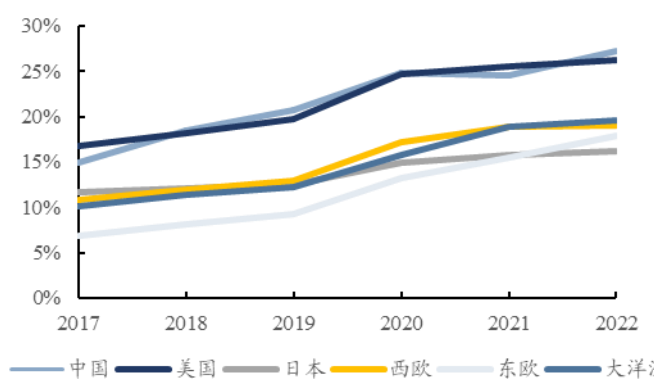
对标中国市场，海外电商渗透率仍有较大提升空间。据欧睿咨询统计，2022年中国电商渗透率达到27%，相比之下全球整体电商渗透率为20%，其中电商发展相对较为成熟的美国市场，2022年电商渗透率在26.26%，以东南亚、拉美等地区为代表的新兴市场2022年渗透率不足5%，未来渗透率有望逐步提升。

图169：近年来全球电商渗透率及未来预测



资料来源：eMarketer，信达证券研发中心

图170：中国电商渗透率及其他国家、地区对比



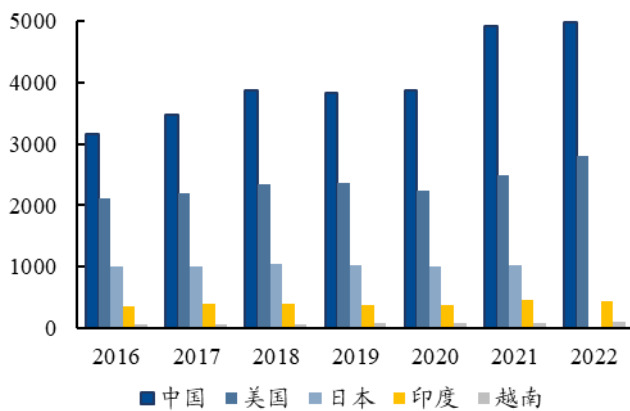
资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心

**优质供应链对于跨境电商卖家意义重大。**对于跨境电商卖家而言，优质的供应链能够帮助卖家提升运营效率、降低运营成本、灵活调节库存。产品品质方面，供应链管理可以确保从生产到交付的这个过程中的质量控制；成本控制方面，优质供应链能够帮助卖家优化物流、减少库存费用；时效性方面，跨境电商涉及物流、清关、尾程零售商配送等环节，优质供应链能够确保产品交付及时性。中国卖家凭借低成本、高效率的制造业优势成为“世界工厂”，能够快速识别并响应全球消费趋势，并灵活调整选品策略，形成柔性供应链优势。

**中国卖家的供应链优势。**近年来尽管在贸易保护主义、中美博弈竞争、俄乌冲突等多重因素影响下，全球供应链格局正在加速重塑，中国供应链优势仍旧显著。长期以来中国供应链成本低、大规模生产等传统优势正在逐步削弱，但规模化、配套性以及综合效能等优势不断强化持续巩固中国作为全球供应链区域中心的核心地位。

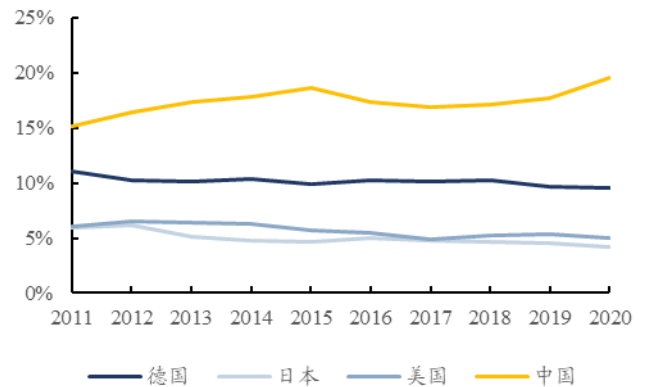
1) **制造业规模优势庞大，配套完善。**中国制造业增加值连续 12 年位居全球第一，在全球占据绝对规模优势，新兴制造业大国越南、印度在短期内难以超越。在制造业配套方面，中国拥有 41 个工业大类、207 个中类、666 个小类，是全球唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家，具备一批产品集中生产、专业化协作配套、产业链条成熟的产业集群。2003-21 年中国货物出口规模由 0.45 万亿美元，增至 21.73 万亿美元，占全球出口比重由 4.7% 上升至 15.1%，其中工业制成品出口规模占全球比重持续提升，2020 年已达到 19.54%，明显高于美国、日本和德国等制造业大国，世界各国对中国供应链高度依赖。

图171：中国和其他国家制造业增加值对比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图172：中国与主要国家工业制成品出口全球占比变化



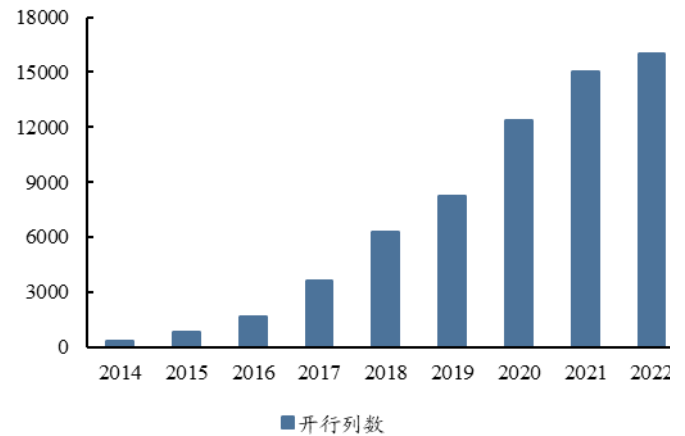
资料来源：新浪 VR，信达证券研发中心

2) **基础设施全球领先，国际物流供应链优势持续增强。**传统基础建设方面，中国高速铁路总里程超过 3.6 万公里，占全球总里程的 2/3，高速公路通车里程 15 万公里，位居世界第 1 位。新型基础设施建设方面，新型基础设施建设持续发力，截至 2022 年，建成开通 5G 基站超过 231.2 万个，5G 网络已覆盖全国所有地级市城区，建设投资强度远超美国、英国和韩国等传统信息通讯大国，预计到 2025 年，中国将建成覆盖全国的 5G 网络。国际物流建设方面，全球港口货物吞吐量、集装箱吞吐量前 10 名港口中，中国分别占据 8 席、8 席；此外中欧班列的开通进一步加强中国向全球供应的重要保障，22 年班列已达到 16000 列，2013-22 年年均复合增速达 163%。

**图173：2022年全球集装箱吞吐量前十名港口**

排名	国别	港口	集装箱吞吐量 (万TEU)	同比增长
1	中国	上海港	4730	0.60%
2	新加坡	新加坡港	3730	-0.70%
3	中国	宁波舟山港	3335	7.30%
4	中国	深圳港	3004	4.40%
5	中国	青岛港	2567	8.30%
6	中国	广州港	2486	1.60%
7	韩国	釜山港	2207	-2.80%
8	中国	天津港	2102	3.70%
9	中国	香港港	1657	-6.90%
10	荷兰	鹿特丹港	1445	-5.60%

资料来源：腾讯网，信达证券研发中心

**图174：中欧班列 2014-2022 年开行列数**


资料来源：国铁集团，信达证券研发中心

- 3) **数字化转型优势逐步形成。**近年来在全球供应链数字化转型过程中，中国制造业数字化转型呈现出加速发展态势，制造业与包括 5G、大数据、云计算、人工智能在内的新一代信息技术加速融合。截至 2022 年，国内大型工业互联网平台超过 160 万家、受益于平台服务的工业企业超过 160 万家。此外中国为全球拥有“灯塔工厂”最多的国家，据世界经济论坛，全球 44 家“灯塔工厂”网络成员中，12 家位于中国。

**图175：不同国家“灯塔工厂”数量统计**

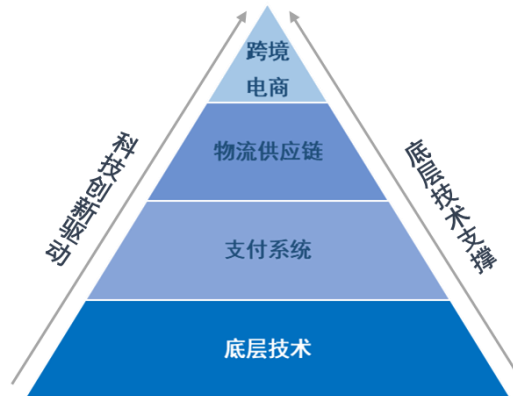
灯塔工厂地址	灯塔工厂数量	所属行业	灯塔工厂地址	灯塔工厂数量	所属行业
中国	12	汽车、钢铁制品、电器、医疗设备、消费品、 工业机械、工业设备、电子设备、工业自动化	英国	1	制药
德国	4	农业设备、消费品、汽车制造、工业自动化	芬兰	1	电子设备
美国	3	医疗设备、生物技术、增材制造	瑞典	1	工业设备
日本	2	医疗、工业设备	爱尔兰	1	医疗设备
土耳其	2	化学品、汽车制造	阿联酋	1	消费品
意大利	2	电子元件、制药	捷克	1	消费品
法国	2	电子元件、汽车制造	韩国	1	钢铁制品
巴西	2	汽车、油气	罗马尼亚	1	家用电器
新加坡	2	半导体	印度	1	钢铁制品
印度尼西亚	2	电子元件、采矿	沙特	1	天然气处理

资料来源：新浪 VR，信达证券研发中心

**数字技术驱动跨境电商模式创新，助力卖家降本增效。**近年来数字技术、数字工具逐步成熟，在生产、采购、交易、支付、风控、结算、物流、仓储、营销等环节深度应用。借助大数据手段，卖家能够挖掘销售产品、用户行为等多类别数据，有效形成“数据池”，为运营管理提供数据支持，提升决策有效性、科学性；云计算助力跨境卖家实现生产、采购、物流、仓储、支付、营销等全链条数字化运营，提升供应链运作效率；人工智能能够有效识别货物信息，应用于智能入库、智能分拣、智能调拨等物流环节 通过分析用户和产品信息，实现人货匹

配，提升营销转化率；区块链得益于其去中心化、可追溯性、不可篡改性等特点，用于跨境物流检测、跨境电商产品追溯等场景，提升跨境支付结算交易速度，降低交易成本。

**图176：数字技术驱动跨境电商创新**

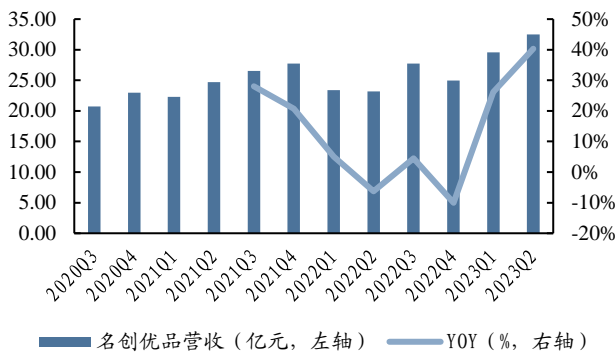


资料来源：尼尔森，信达证券研发中心

## 主线三：追求性价比，回归商品使用属性

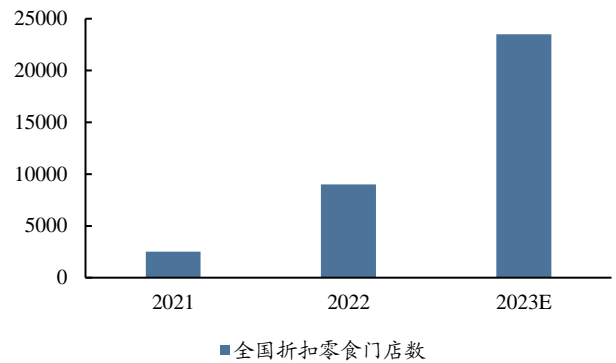
折扣业态掀起热潮的背后并非消费降级，而是消费观念的变化。今年以来国内消费复苏进度整体慢于预期，但折扣零食、奥特莱斯、折扣零售、低价电商等业态兴起，平价零售巨头名创优品 23Q2 营收 32.52 亿元/+40.3%，净利润 5.39 亿元/+163.3%，其股价在近一年的累计涨幅最高超 500%，这些现象的背后令很多投资者担忧疫后消费降级的可能性。实际上，奥特莱斯最早起源于 20 世纪 70 年代的美国，而更广义的折扣零售在国外早已是成熟的商业模式，例如美国的 TJX、罗斯，欧洲的 Primark、TK Maxx 等商场。如果折扣业态的兴起意味着消费降级，那么这与目前美国全球第一大消费市场的地位和强劲的消费数据是相违背的。我们认为，这些现象并不代表消费降级，反而是部分消费者的消费升级进入到新阶段，多种因素带来其消费观念的改变，具体包括：

图177：2023Q2 名创优品营收增速创近年来新高



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图178：近两年我国折扣零食门店数量快速增长



资料来源：新经销公众号，信达证券研发中心

- ✓ **消费 4.0 时代来临，性价比成为越来越多消费者的首选。**在此前的经济高速发展时期，国内消费者见识到各种新兴商品而需求高涨，很容易进行跟风消费并出现攀比心理，“人无我有、人有我优”是该阶段消费者的普遍心态，也是消费升级速度最快的阶段；而当经济增速放缓之后，我国以 44 万亿的社零总额已成为仅次于美国的全球第二大消费市场，高效率的线上线下渠道使得国内消费者可以选择全球各类商品，消费者之间也不在进行攀比。正如松浦弥太郎在《Cheap Chic》书中提到的，“当该有的东西大家都有了之后，谁比谁拥有更多一点比较不再有意义，商品终究要回归使用本质”。而这一点也正好与三浦展《第四消费时代》一书中提到的消费 4.0 时代的特征类似：消费者重新审视消费的意义，个人化、差异化的消费变得异常重要，不愿再为过高的品牌溢价买单，以简约、共享为特征的产品受到欢迎。

表10：消费社会的四个阶段以及消费特征

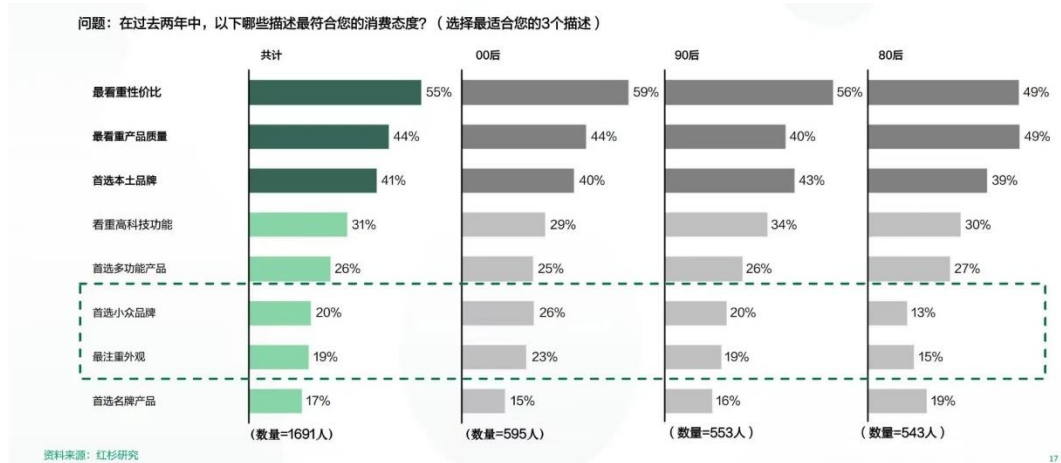
时代划分	第一消费社会	第二消费社会	第三消费社会	第四消费社会
	1912-1941	1945-1974	1975-2004	2005-2034
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5	5→2	2→1.3~1.4	1.3~1.4
老年人比率	5%	5%→6%	6%→20%	20%→30%
国民价值观	消费属于私有主义，整体来讲重视国家	消费属于私有主义，重视家庭、社会	私有主义、重视个人	趋于共享、重视社会
消费趋向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 大城市倾向	个性化 多样化 差别化	无品牌倾向 朴素倾向 休闲倾向

		美式倾向	品牌倾向 大城市倾向 欧式倾向	日本倾向 本土倾向
<b>消费主题</b>	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 三大神器 3C	从量变到质变 每家数辆 每人一辆 每人数辆	联系 几人一辆 汽车分享 住宅分享
<b>消费承担者</b>	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老单身	所有年龄层里 单一化的个人

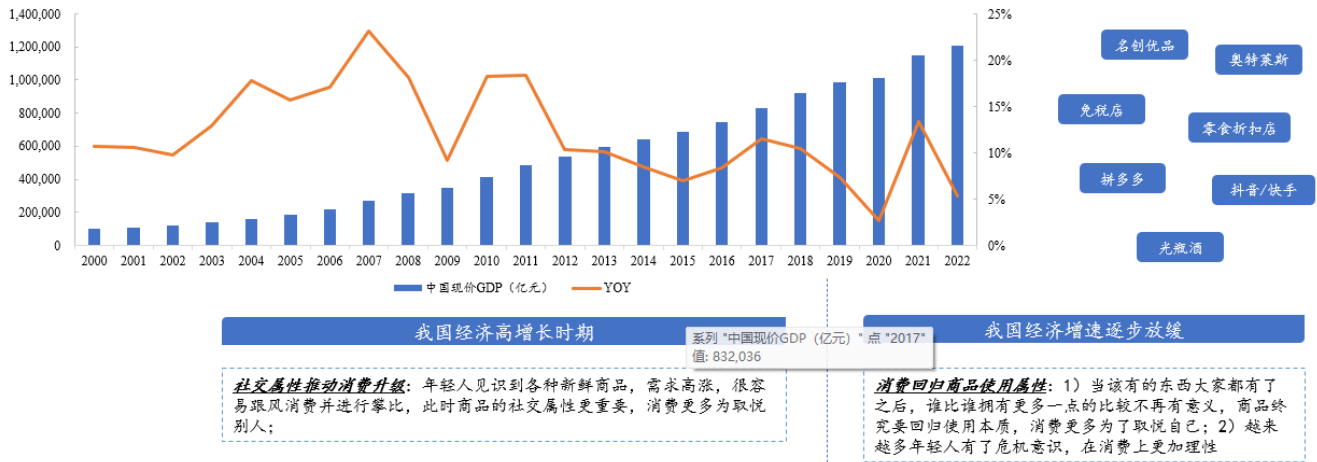
资料来源：《第四消费时代》，信达证券研发中心

- ✓ **消费目的从“悦人”更多转变为“悦己”。**根据经典的马斯洛需求层次理论，消费者通常会经历从解决温饱的初级阶段，到社会认同“名牌购物潮”的中级阶段，再到更在乎自己的感受、自己的快乐以及自我实现这一高级阶段。随着我国消费升级进程的持续推进，加上新冠疫情后大家对自身的关注度提升，“悦己”型消费的占比越来越高，由此所带来的直接结果之一便是结婚率、生育率下降，单身比率提升。而从商品的本质属性来看，“悦己”型消费更关注商品本身的使用价值，即使用该商品后消费者能够获得什么，而更少地关注商品的价值，即使用该商品后能带来哪些社交属性。因此，“悦己”型消费与前文提到的折扣业态有异曲同工之妙。根据红杉中国发布的《2023 中国消费者品牌偏好洞察》调查报告显示，虽然性价比是80后、90后、00后的消费态度首选，但越年轻的群体对性价比的重视程度反而越高。因此，要抓住中国消费行业未来的发展趋势，年轻一代对高性价比的追求不可忽视。

图179：调查显示，00后群体对消费性价比的重视程度最高



资料来源：红杉中国《2023 中国消费者品牌偏好洞察》，信达证券研发中心

**图180: 主线三: 追求性价比, 回归商品使用属性**


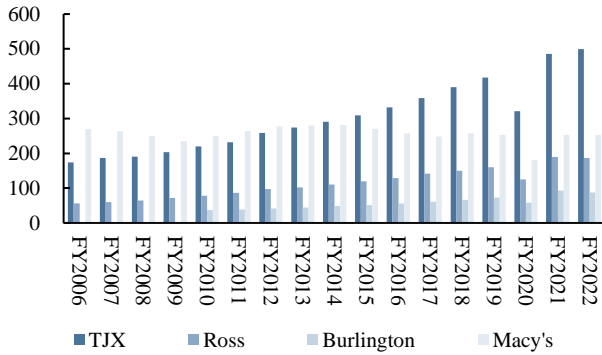
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

➤ 高性价比相关赛道: 名品折扣、折扣零售/电商/零食、餐饮

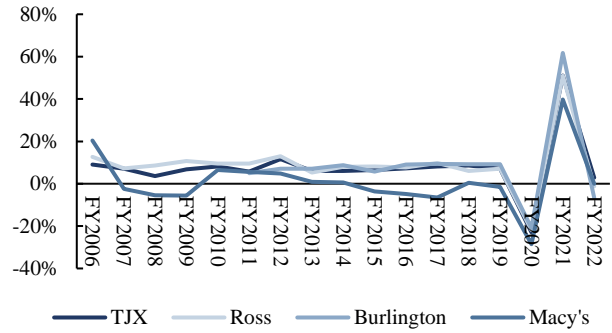
### 3.1 名品折扣: 兼具品质与性价比, 有望在消费疲软时期实现突围

名品折扣业态兼具品质与性价比, 可作为消费升级需求和未来收入保守预期下的平衡。从当前国内消费市场来看, 根据BCG 2023年5月消费者调研, 未来一年预期收入增加人数(45%)远高于减少人数(16%), 但整体预期收入变化绝对值较2023年1-5月下滑1.5%, BCG预计未来一年中国消费者消费意愿正不断增强, 同时不同收入层次的消费者信心分化可能加剧, 富裕阶层或将延续消费升级趋势, 而中产及以下群体的消费或将持续向更具性价比的商品倾斜; 麦肯锡亦提出中产阶级持续壮大、高端化势头延续、消费者整体转向价格更具竞争力渠道并积极寻求折扣和促销为重塑中国消费市场的明显趋势。在此背景下, 可提供具有正品保障及优惠价格产品的名品折扣零售业态或有望受益。

对标海外, 名品折扣业态有望在消费疲软的时期实现突围。我们选取海外折扣零售商TJX、Ross、Burlington, 与传统百货公司Macy's进行对比, 其中, TJX以中产阶级为目标客群, 主要销售高奢及轻奢鞋包、一线香化等, 定位整体高于Ross、Burlington等折扣百货。2006-2022年三大折扣零售商营收整体均呈持续增长趋势, 而多年来Macy's营收在250亿美元左右波动、未有明显增长, FY2014 TJX营收体量已超越Macy's; 在金融危机时期, Macy's收入连续三年下滑而三大折扣零售商收入持续保持正增长, 即便在受疫情影响线下业态遭受严重冲击的2020年, 折扣零售商收入下滑幅度仍小于Macy's, 而其后的复苏情况亦好于Macy's, 折扣零售商在消费疲软时期展现出强大经营韧性。因此, 名品折扣业态或有望在当前中国消费环境中实现突围, 当前建议关注奥特莱斯、免税店两条名品折扣子赛道。

**图181: 海外折扣零售与普通百货商营收对比(亿美元)**


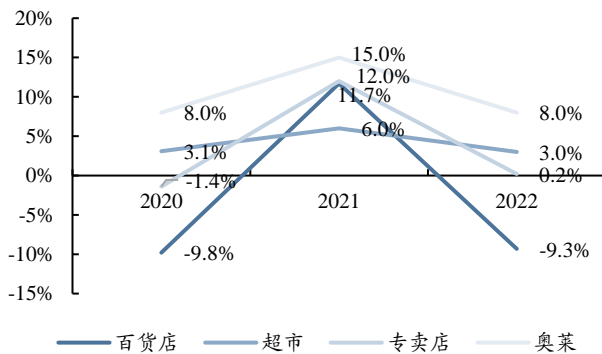
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图182: 海外折扣零售与普通百货商营收增速对比**


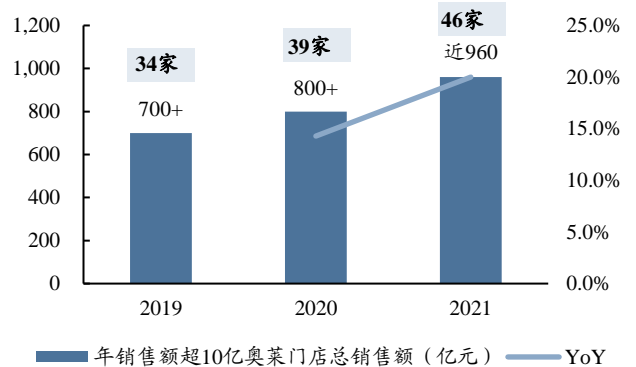
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

➤ **奥莱在疫情期间履行业绩韧性, 行业有望持续扩容:**

中国奥莱行业的抗周期性在疫情期间履行亦得到显著印证, 2020 年以来线下零售遭受严重冲击, 而奥莱逆势持续增长、增幅领先于各零售业态。近十年, 国内奥莱行业蓬勃发展, 项目总数已由 53 个增至 266 个, 总体量由 352 万平米增至 2350 万平米; **从竞争格局来看**, 我国奥莱行业连锁化率较高, 连锁项目占市场总量约 70%, 其中头部六大企业共开出 77 家门店、占比超三成。过去几年奥莱门店数量持续增长, 2022 年全国新开奥莱 23 家, 在所有零售业态中增长比例最高, 据中国连锁经营协会, 全国约 50% 的奥莱仍处于经营摸索期或爬坡阶段, 目前仍有大量项目处于培育期, 业绩有望随项目的逐步成熟而释放; 从新店拓展来看, 据赢商大数据, 2023 全年共筹开奥莱 26 个、总体量约 260 万平米, 如王府井奥莱 UPTOWN 有望于 2023 年 12 月开业, 开业后王府井奥莱即形成在北京东、南、中、北部的多方位布局, 此外, 王府井环球影城奥莱将于 2025 年落地, 即便一线城市奥莱项目正逐步趋于饱和, 而三四线下沉市场城市仍有广阔铺设空间。

**图183: 2020-2022 年主要零售业态增幅情况对比**


资料来源: 中国百货商业协会, 信达证券研发中心

**图184: 年销售额超 10 亿元奥莱门店数、销售额(亿元)及销售额增速情况**


资料来源: 奥莱领秀、奥特莱斯网, 信达证券研发中心

**表11：国内主要奥莱参与者及业绩梳理**

集团	砂之船集团	王府井	首创	杉杉商业集团	百联股份	RDM佛罗伦萨小镇
奥莱门店数	16	16	15	14	9	7
门店市占率	7%	7%	7%	6%	4%	3%
总面积	超300万平方米	119万平方米	182万平方米	153万平方米	92万平方米	50万平方米
新增奥莱规划	砂之船（石家庄）超级奥莱 砂之船（上海嘉定）超级奥莱 砂之船（武汉）奥莱	西宁王府井奥莱 王府井奥莱UP TOWN	大连金石滩度假区	天美杉杉奥特莱斯广场·太原 天美杉杉奥特莱斯广场·天津	-	-
销售情况						

资料来源：iFind、人民资讯、美通社、RDM官网、唯品会公司公告、中国商业联合会奥特莱斯分会、奥莱领秀、奥特莱斯网、中国百货商业协会、观点指数，信达证券研发中心；

注：王府井、百联销售情况图表为营收口径，2020年收入准则调整导致奥莱业务营收大幅下滑

- **免税：疫情期间国内免税市场修炼内功，国内免税商有望长期占领消费者心智和保持全球竞争力。**免税销售主要由供给决定，疫情期间供应链体系得到重构，国内免税企业在品牌方端的话语权已获提升，在价格优惠度、品牌及SKU丰富度逐步具备国际化竞争水平。**从价格优惠度来看**，我们对比部分香化及精品SKU价格，中国大陆免税渠道较有税渠道享有显著价格优势，且大部分SKU中国大陆免税渠道的价格在中国香港、韩国、日本等亚洲热门旅游及购物目的地中最低；**从品牌及SKU丰富度来看**，截至2022年10月，海南离岛免税已引入超1500个品牌、集合数十家全球品牌旗舰店，其中雅诗兰黛、卡地亚、宝格丽、蒂芙尼等超20多个品牌单店销售位列全球旅游零售第一。展望未来，我国境内免税市场仍有望凭借持续升级的供给、较高的消费额度、便捷的线上平台、较低的购物门槛等竞争优势长期占领消费者心智和保持全球竞争力。

**表12：部分香化及精品SKU价格对比情况（元）**

品类	SKU	规格	中国大陆有税渠道	中国大陆免税渠道	中国香港	韩国	日本
香化	圣罗兰悦享青春夜间焕肤精华	30ml	790	358	569	403	534
	芭比布朗妆前柔润底霜	50ml	590	297	336	245	351
	海蓝之谜修护精粹水	100ml	1020	493	812	451	635
	兰蔻臻颜焕活亮彩柔润面霜	60ml	2800	1338	2367	1395	1632
	雅诗兰黛第七代小棕瓶精华	50ml	960	496	753	451	600
	馥蕾诗玫瑰深层保湿柔肤水	250ml	430	150	198	202	-
	赫莲娜黑绷带面霜	50ml	3780	2358	3092	1746	2033
	科颜氏集焕白均衡亮肤淡斑精华	115ml	1400	554	1111	635	991
	阿玛尼黑钥匙至臻焕颜面霜	50ml	3150	958	2853	1618	2155
	娇韵诗双萃赋活修护精华露	100ml	1780	956	1431	1359	1047
	希思黎全能乳液	125ml	1780	769	1215	845	1195
	资生堂百优精纯乳霜	75ml	-	400	719	415	-
精品	沛纳海Luminor 1301月相精钢机械手表女	月相腕表38MM	79100	-	73458	72092	65815
	卡地亚蓝气球腕表	WSBB0044	47500	42000	44312	-	42196
	欧米茄Co-Axial Chronometer 32.7mm Steel on steel	424.10.33.20.52.001 5.25	33100	29300	-	-	25417
	积家超薄大师系列腕表 月相腕表	精钢-39MM-自动上链 1368430	92000	81500	82926	-	81137
	Small Dior Book Tote Latte Toile de Jouy Zodiac Embroidery	(26.5*21*14 cm)M1265ZRHZ_M941	-	19408	-	23686	20945
	LV手袋	樱花粉 M44022	15000	10470	14954	13264	11546
	GUCCI GG Marmont matelassé mini bag	446744 D TD IT 1000 black leather	-	11512	-	16317	12840
	Celine Belt Mini 迷你鞋面小牛皮手袋	浅灰褐色 189103ZVA.18LT	19500	15900	21101	-	18639
	Chanel迷你口袋包 羊皮革与黑色金属，黑	A69900 Y04059 94305 12*20*6cm	-	32577	34862	34845	34016
	APM手镯	AB3582XNA 22cm	-	1445	-	654	-

资料来源：杰西卡的秘密APP、各品牌天猫官方旗舰店，信达证券研发中心；注：统计时间截至2023年8月2日；其中，中国大陆免税渠道价格为含日上上海及海南免税渠道内的最低价，中国香港地区价格统计范围主要包括DFS、永安、莎莎、中免东荟城、连卡佛等，韩国地区价格统计范围主要包括其各免税店，日本地区价格统计范围主要包括JAL、Fa So La、阪急百货（退税后）、高岛屋百货（退税后）、关西KIX免税店、TIAT机场免税店、ANA成田店，不一定为当地最低价格

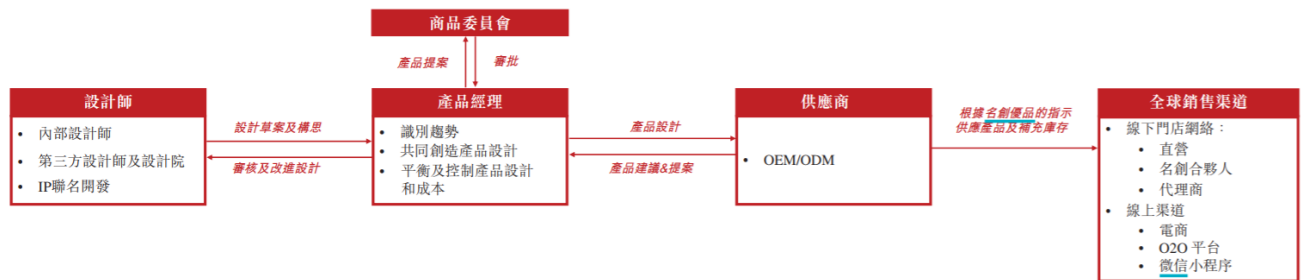
### 3.2 折扣零售：折扣龙头名创优品的崛起

名创优品以时尚、创意、高品质、高性价比的商品吸引消费者。公司核心竞争力在丰富及高频推新的 SKU、强大的供应链支持。

FY2023, 名创优品品牌平均每月推出约 530 个 SKU, 为消费者提供约 9700 个可选的核心 SKU 的广泛产品组合, 涵盖生活家居、小型电子产品、纺织品、包袋配饰、美妆工具、玩具、彩妆、个人护理、零售、香水、文具、礼品 11 个主要品类。

公司从包含 1 万个产品方案的创意库中挑选合适的产品组合, 每 7 天就会推出约 100 个新 SKU, 主要来自内部产品经理及合作第三方设计师团队的支持。截至 2021 年末, 公司共有 110 位产品经理, 负责识别市场趋势、产品设计、与供应商的协调生产等职能。

图185: 名创优品商品开发、生产、销售流程



资料来源: 名创优品招股说明书, 信达证券研发中心

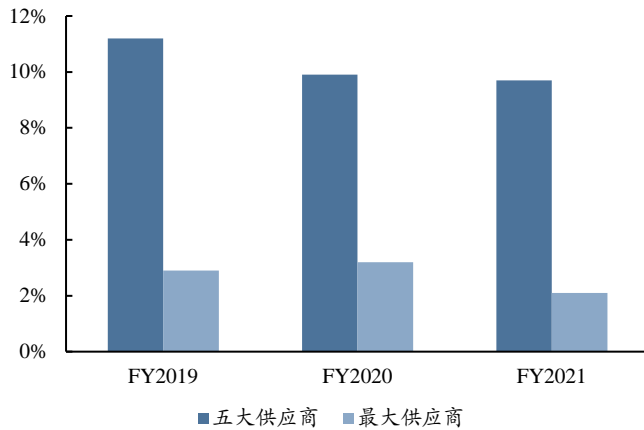
依托大量 SKU 储备及高频推新, 支撑终端销售扩张, 并由此获得对供应商的议价力。公司通过大量采购、准时付款、持续优化的数字化供应链, 最终实现“性价比”的品牌定位。

截至 2021 年末, 公司合作供应商超 1000 家, 并在一些核心品类与国内外头部供应商达成合作, 例如美护领域合作莹特丽、科丝美诗, 香氛领域合作奇华顿等, 以保证低价的同时又有可靠的产品质量。

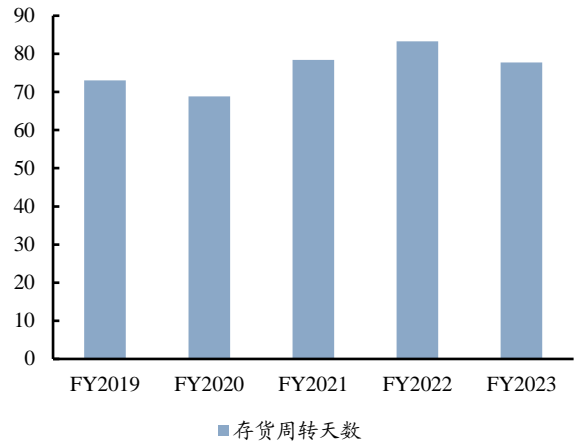
表13: 名创优品合作国内外头部供应商

美护		香氛	餐具	家电
莹特丽	科丝美诗	奇华顿	嘉诚工业	新宝股份
全球领先的彩妆和护肤品 OEM/ODM 供应商, 合作全球 30 强化妆品企业中的 26 家、贡献营业额的 50% 以上	全球化妆品 ODM 龙头, 合作伙伴超 1000 家, 包含欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等	全球食用和日化香精龙头, 客户包含爱马仕、迪奥、香奈儿等	国内最大的不锈钢餐具生产厂商之一, 与欧美各连锁店、品牌、以及进口商建立了长期的合作关系	主营小家电, 产品主要出口到欧美, 并积极开拓东南亚、中东、非洲等新兴市场, 现已进入全球 100 多个国家和地区

资料来源: 莹特丽官网, 名创优品官网, 奇华顿官网, 科丝美诗官网, 新宝股份公告, 药监局信达证券研发中心

**图186: 名创优品单一供应商依赖度低**


资料来源: 名创优品招股说明书, 信达证券研发中心

**图187: 名创优品存货周转速度加快**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

### 3.3 折扣零食: 近两年快速发展的新兴业态

根据中国食品报, 2022 年我国休闲零食市场规模 1.5 万亿元, 同比增长 11.6%, 零食集合店占据约 10% 的市场份额, 达到 1500 亿元, 预计 2023 年将超过 2000 亿元。截至 2022 年年底, 我国零食量贩门店总数达 1.3 万家左右, 其中截至 2022 年年底来伊份门店突破 3500 家, 良品铺子突破 3000 家, 零食很忙 2022 年 11 月门店突破 2000 家, 2023 年 6 月突破 3000 家。行业竞争激烈, 但头部品牌依托快速开店优势正逐步显现。

以量贩零食为代表的折扣零售业态于近年兴起, 我们认为核心来自于电商的发展使得商品价格变得更透明可比, 且在消费力逐步复苏阶段消费者对性价比及购物体验的追求使得量贩零食业态应运而生。

以零食很忙为代表的量贩零食店具备高性价比、丰富 SKU、聚焦区域下沉市场、高效供应链高周转的特征。

根据零食很忙官网, 其门店主要布局社区、商业区、学区厂区以及乡镇店, 规划单店面积 120 平方米左右, 陈列商品种类包含散货、包装食品、牛奶饮料、酸奶等, 根据店面大小商品品种一般在 800 至 1000 种左右, 单品数量在 1600 个以上。

**表14: 零食很忙主要门店类型**

门店类型	营业面积	辐射范围参考
社区型	120 平米	辐射 5000 户以上成熟社区主出入口
商业区		体量 5 万平方以上商业项目
学区、厂区		1 万人以上大学或工业园
乡镇店		常驻人口 3 万人以上

资料来源: 零食很忙官网, 信达证券研发中心

参考成熟门店运营情况, 通常 120 平的门店能够实现日均 1-1.5 万元的营业额, 公司规划门店毛利率 18%, 以初始投资 50-55 万元计, 投资回收期在 1.5-2 年, 门店净利率 6%-9%。

公司凭借高性价比、以量换价的策略合作优质供应商, 使得其相较于传统商超及电商具备价格优势的情况下仍能实现较好的门店净利率。2023 年 6 月零食很忙门店数已突破 3000 家, 自 2017 年 3 月首家店开业以来, 实现快速扩张, 区域上立足湖南, 江西, 湖北, 贵州, 广西, 广东, 河

南，重庆，云南，四川 10 省市。

**表15：零食很忙单店模型**

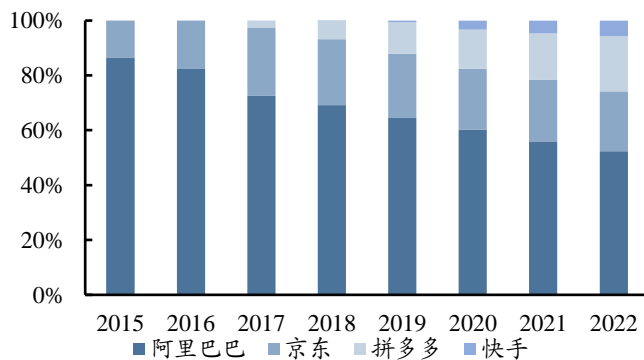
初始投资合计（以 120 平门店为例）	50-55 万元
——加盟费	5 万元
——保证金	3 万元
——装修成本	约 12 万元
——货架、监控、空调、全套收银设备、门头广告	约 12 万元
——首次备货	18-20 万元
<b>日均营业额</b>	<b>1-1.5 万元</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>18%</b>
<b>投资回收期</b>	<b>1.5-2 年</b>
<b>净利率（不考虑资金成本、转让费等）</b>	<b>6%-9%</b>

资料来源：零食很忙官网，信达证券研发中心

### 3.4 折扣电商：网购趋于务实理性，以性价比为特色的折扣电商崛起

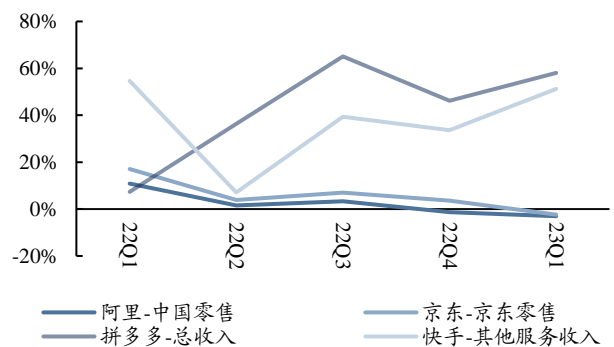
**网购趋于务实理性，以性价比为特色的折扣电商崛起。**随着传统电商流量红利见顶、增速放缓，新锐电商平台依赖性价比概念加入竞争，受到消费者青睐，如本身即以低价和团购折扣等为特色的社交电商拼多多，以及亦隐含性价比逻辑的抖音、快手等直播电商平台，头部主播具备更强的议价权、从而可为消费者带来更低价优惠的商品。折扣电商平台拼多多、快手 GMV 体量持续快速成长，至 2022 年，拼多多 GMV 已接近同期京东水平，约 3.2 万亿元；同时，22Q1-23Q1 拼多多、快手的电商业务收入增速整体呈加快趋势，遥遥领先于整体走弱、并转而下滑的传统电商平台阿里、京东。

**图188：2015-2022 年主流电商平台 GMV 份额情况**



资料来源：阿里巴巴公司公告、36 氪、前瞻经济学人、每经网、电商会、亿邦动力网、金融界，信达证券研发中心

**图189：22Q1-23Q1 主要电商平台收入增速情况**



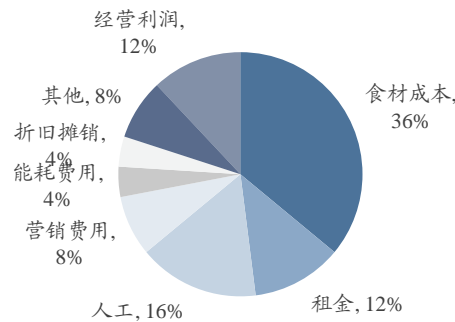
资料来源：公司公告（阿里巴巴-SW、京东集团-SW、拼多多、快手-W）、Wind，信达证券研发中心

### 3.5 连锁餐饮：行业拥抱性价比，看好降价下沉的茶饮以及刚需属性的快餐

**餐饮消费新趋势，性价比时代到来。**疫情之下，消费趋于理性、价格敏感度提高，消费者往往更倾向于高性价比餐饮，给性价比品类快速发展提供了土壤。疫情导致行业竞争加剧，餐饮洗牌并进入存量时代，对于流量的争夺使得各餐饮品牌需向性价比方向发展。同时，餐饮自身品牌化、连锁化、工业化发展，为高性价比产品的诞生创造了条件。规模化下的连锁品

牌，在食材成本、门店租金成本等方面更具议价能力，有助于在产品采购时缩减成本，从而做到压缩成本，提供具备性价比的产品。不过，餐饮本质始终未变，消费者依然追求好食材和好味道，餐饮品牌需在保持高品质、好吃的前提下优化单店模型，实现降本降价。

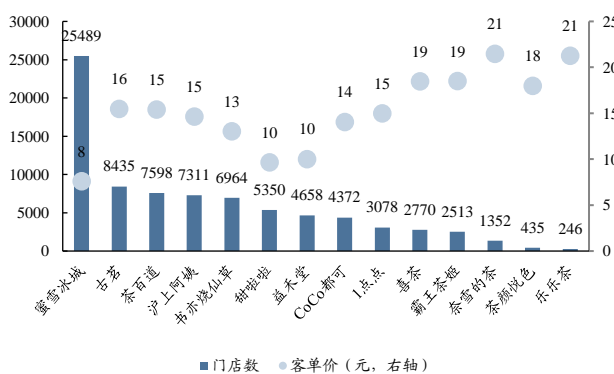
**图190：餐饮加盟店单店模型**



资料来源：窄门学社，信达证券研发中心

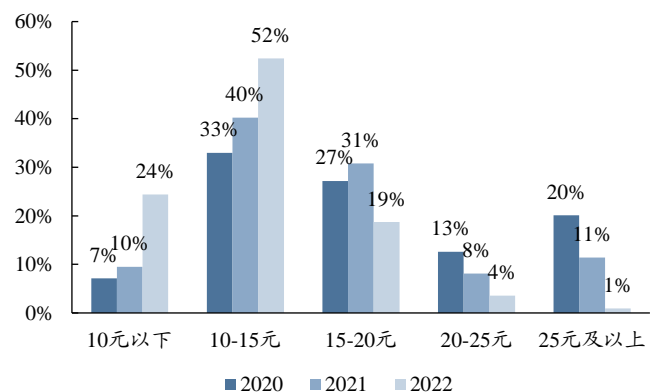
- **看好茶饮赛道降价、加盟、下沉的扩张逻辑。**在当前市场环境下，头部新茶饮品牌溢价会导致竞争劣势。因此，奈雪的茶和喜茶均在去年年初均宣布降价，将产品均价稳定在25元以下，而两家品牌均表示产品降价主要得益于规模化之后摊薄成本。在降价之后，两品牌均选择通过加盟模式进军下沉市场。加盟模式不仅能扩大市场份额，带来加盟费、原材料供应费等营收增长，也能将门店经营压力转移。遍布全国的门店也能将营销推广效果有效发挥，进而压缩运营成本、提高毛利。喜茶开放加盟后自去年年底850家左右门店快速扩张至超过2000家，扩张效果显著；而奈雪尽管步伐晚于喜茶，但整体来看，无论是收购乐乐茶优化竞争格局，还是面向下沉市场开放加盟，均保持了积极正确的战略指向。

**图191：茶饮主要品牌门店数及客单价**



资料来源：窄门餐眼小程序，信达证券研发中心  
 注：数据截止 2023/10/24

**图192：2020-22 年茶饮人均消费 15 元以下占比大幅提升**

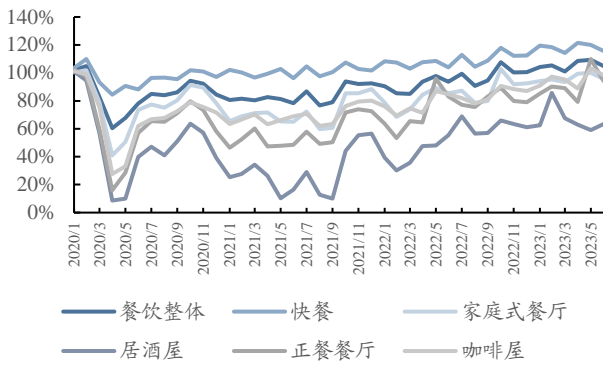


资料来源：红餐大数据，信达证券研发中心

- **看好快餐赛道全时段、多场景运营的增效逻辑。**参考海外经验，据日本农林水产省数据，2021年4月之后快餐赛道收入已基本恢复至2019年同期水平，复苏程度明显高于居酒屋、家庭式餐馆等其他餐饮细分子赛道。据日本特许经营协会数据，2021年快餐销售额较2019年恢复度(99%)相比外食业整体恢复程度(86%)高出13pct。快餐赛道具

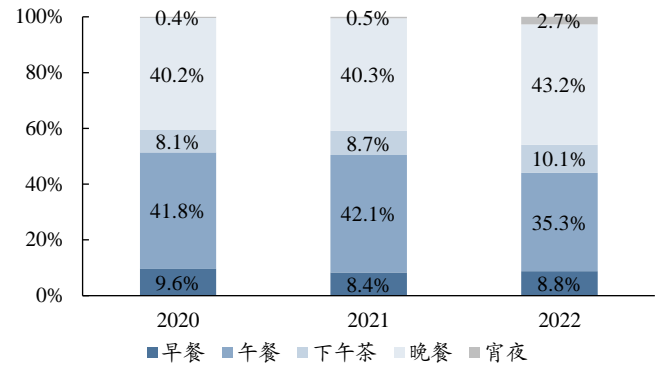
备刚需特性，同时受益于性价比和消费场景更灵活等优势表现出较强韧性，老乡鸡、老娘舅、杨国福等一批企业也纷纷申报上市。据乡村基招股书，2019-21年，乡村基客单价不断降低，这也反映了“性价比”成为占据市场的有利因素。此外，快餐企业纷纷扩宽消费场景，转向“零售+堂食+外卖+外带”一体的模式，同时追求经营时段弹性化，纵贯早/午/晚餐+下午茶+宵夜。全时段、多场景运营让快餐品牌找到新的增长渠道，拥有更强抗风险能力。

图193：日本外食产业市场中快餐恢复度最高



资料来源：日本食品服务协会，信达证券研发中心

图194：近三年面点主食类品牌线上消费时段订单量占比



资料来源：《2022 快餐品类分析报告》，信达证券研发中心

## 主线四：供需关系变化，消费者需求更加个性化

中国消费行业的发展经历了从供不应求到供大于求的过程。商品与服务的供求关系等因素决定了实际消费业态。当生产力不足导致消费市场供不应求时，厂商往往不必在意销售渠道与销售方式，反而是消费者需要努力寻找供给方；而当经济增长带来生产力提升、消费市场供大于求时，消费者对商品和服务的选择更加多样化，此时厂商需要努力针对各类消费者的实际需求提供差异化的消费品，消费市场也会显得更加个性化。具体来看我国消费行业的发展历程：

- ✓ **满足刚需阶段（20世纪90年代以前）**：在改革开放的推动下，国内居民开始有了消费的欲望。但当时中国工业体系尚不完善，物质短缺的时代商品基本只能满足基础的消费需求。甚至在消费需求大于商品供给时，消费者只能凭票购买，票据使供给与需求达到了一个相对稳定的平衡。在这一时期，国内消费市场只能满足居民的刚性消费需求，粮油店、传统百货大楼、招待所等业态是该阶段的代表；
- ✓ **追求丰富阶段（20世纪90年代-2010年）**：随着城镇居民逐步进入小康社会，居民消费层次也显著提升，发展型、享受型消费比重持续增加。网络购物刚刚兴起，人们的消费需求更加多样化，旅游、体育、3C等商品与服务的需求量快速增长。在这一时期，我国消费供给逐渐增加，居民通过各种渠道追求更丰富的商品，经济型酒店、超市大卖场、快捷连锁西餐、网吧等业态在这一阶段快速成长；
- ✓ **品质升级阶段（2010年-2020年）**：根据欧美日韩等发达国家的经验，当人均GDP达到5,000美元以后，消费逐步升级到以房子、汽车为代表的耐用消费品，人们开始强调物质的贵重性。而2011年我国人均GDP正式超过5,000美元，国内居民开始追求更高品质的生活，市场上关于“消费升级”的讨论也越来越多。中高端酒店、新式现制茶饮、全家等新型便利店、盒马等生鲜超市等业态需求量大增；
- ✓ **个性化消费阶段（2020年至今）**：随着我国全面步入小康社会，工业制造业规模稳居世界第一，国内消费开始进入个性化消费阶段。在各类电商平台的助力下，国内居民拥有丰富的消费品供选择，商家需要精准定位目标人群，并针对性推出差异化、个性化的产品，以满足消费者需求。多品牌矩阵的酒店集团、多品牌矩阵的化妆品集团、重视年轻人体验式消费的百货商场等业态成为发展趋势。

图195：主线四：供需关系变化，消费者需求更加个性化



资料来源：信达证券研发中心

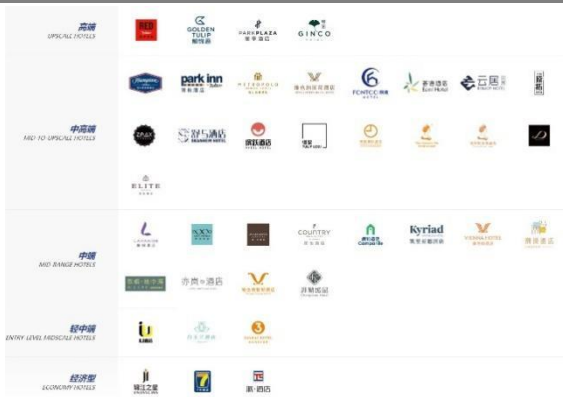
➤ 个性化消费相关赛道：连锁酒店、旅游演艺、百货

#### 4.1 酒店：龙头多元品牌矩阵发展，品质类度假需求持续释放

酒店大单品难再出现，各品牌精耕细作、多元发展。当前中国酒店市场已从增量红利转向存量博弈，更多消费者开始追求个性化及更高品质的酒店产品，我们认为大型酒店单品难再出现。截止 2022 年底，华住汉庭开店 3257 家，全季开店 1694 家；锦江维也纳开店 2925 家；首旅如家开店 1696 家，这些品牌产品成熟且规模较大，基本都完成了在重点地区的布局。进入 2023 年，各大酒管公司“精耕细作、深度布局”信号明显，多元化品牌矩阵与多样化场景创新并举。我们认为未来或将呈现多个中小品牌各有主打特色、共存成长扩张的格局。

头部酒店公司通过内部孵化、外延并购及外部合作方式不断拓展酒店品牌，贯穿不同档次酒店抢占细分赛道市场份额，差异化定位覆盖各层次消费人群。华住旗下有 31 个酒店及公寓子品牌；亚朵集团 6 大酒店品牌覆盖了中高端及豪华领域；万豪推出 City Express by Marriott，进军经济型中端酒店市场；首旅全新推出扉缦品牌。同时，各酒店集团通过开发个性化品牌服务未来新消费，如雅高集团推出中高端品牌“翰悦阁”，面向温馨旅行客群；锦江集团孵化“缤跃”、“欧暇·地中海”和“云居”系列，分别对标健身爱好者、地中海生活方式和中高端国风度假，推出国潮品牌“原拓”，对中国文化进行时尚演绎，而近年来锦江全球创新中心（GIC）也陆续推出 9 个自主创新酒店品牌，升级焕新 5 个存量品牌。

图196：锦江酒店多元品牌矩阵



资料来源：锦江酒店官网，信达证券研发中心

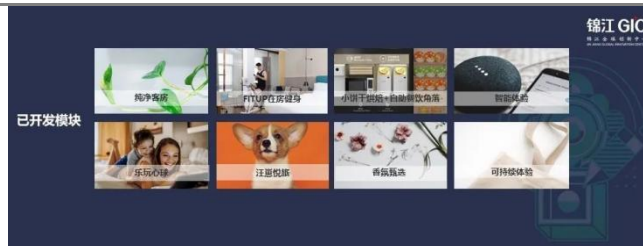
图197：华住酒店多元品牌矩阵



资料来源：华住酒店官网，信达证券研发中心

“酒店+X”概念深入，酒店品牌打造多样化应用场景。酒店客群逐步细分为商务、学生、亲子、老年人等多个群体，酒店+剧本杀/喜剧/IP/医疗/旅馆等模式重构酒店场景，共生共创的模式利于增加酒店坪效。例如锦江全球创新中心(GIC)研发了纯净客房、在房健身(FITUP)、亲子礼遇(乐玩心球)等产品，丰富消费者场景体验。此外数字化智能化技术推动酒店转型，助力提升消费者居住体验，同时帮助酒店提升运营效率，如 TCL 与希尔顿欢朋共创“智慧客房”，以及酒店机器人随场景多样化不断推新。

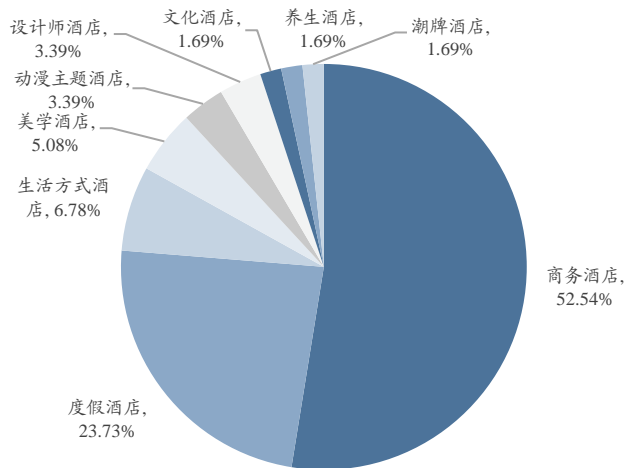
图198：锦江全球创新中心模块图



资料来源：锦江 GIC2023 创新峰会，信达证券研发中心

**度假产品集中发展，品质类消费持续释放。**文化内涵和个性化旅游的追求，使得此前观光式出游落于俗套，受益于旅游内循环需求释放和休闲旅游理念转变，休闲度假酒店关注度逐渐提高。2023Q1 我国新开业高端酒店 62 家，其中度假酒店开业 14 家，占比 24%，而占比 53% 的商务酒店中也有不少定位涉及商务休闲、商务度假、商务旅居等。作为国内度假酒店市场领军品牌，君澜遍及全国 23 个省市，覆盖 100 多处优质自然资源级景区，投资管理超过 200 家酒店，其在 2023 年初披露预开业 20 家酒店，其中江南/华南/北方/西南度假圈分别为 12/3/3/2 家，用圈层效应扩大影响力。与此同时一站式度假型酒店产品也悄然兴起，其中天目湖是华东地区最早提出“一站式旅游”旅游模式景区，公司积极联合周边旅游度假资源，打造吃住行游购娱兼备的综合性目的地产品，旗下竹溪谷/遇天目湖酒店分别于 2020 年 9 月/2021 年 7 月开业，依托优秀地理优势揽客，实现快速爬坡增长。我们认为，度假品牌在国内市场快速发展，既反映了人们旅游态度的转变，也是消费者愿为体验类消费和品质消费买单的表现。

**图199：2023Q1 新开业高端酒店主题分布**



资料来源：《2023 年第一季度高端酒店开业统计报告》，信达证券研发中心

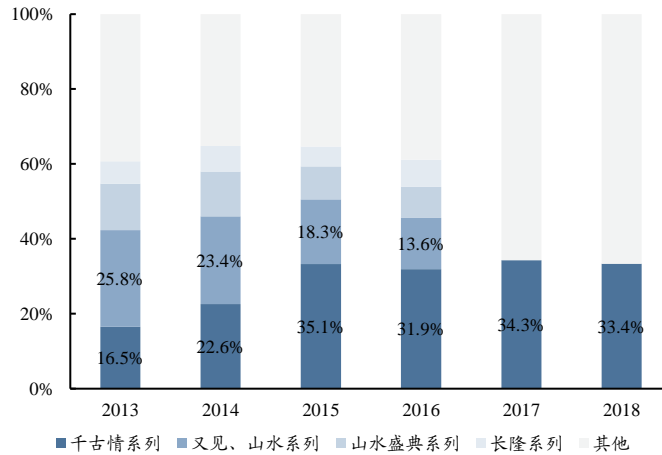
**表16：度假酒店分类及特征**

细分类型	典型特征	代表酒店
目的地度假酒店	多分布在东部沿海城市及旅游城市，以独特的自然或人文风光吸引游客；多以全服务型为主，平均停留时间通常在 5 天及以上。	三亚亚特兰蒂斯酒店
康养类度假酒店	以酒店为载体，通过康养、温泉疗养等服务改善消费者生活方式及健康的酒店。平均停留时间往往更长。	博鳌乐城逸和康养度假酒店
城市度假酒店	依赖于城市业态，多坐落于核心城市，集城市观光、城市文化、出行娱乐等概念为一体，多为一线城市高端奢华酒店。	J 酒店上海中心
主题度假酒店	酒店的建筑风格、装饰、乃至服务项目，都展现了特定的主题，以个性化的体验与服务区别于常规度假酒店	上海迪士尼乐园酒店

资料来源：《2022 年中国度假酒店行业分析报告》，信达证券研发中心

## 4.2 旅游演艺：游客个性化诉求增强，旅游演艺优质项目稀缺

**旅游演艺蓬勃发展，游客个性化诉求增强，优质项目仍旧稀缺。**中国演出行业协会数据显示，2023 年上半年，旅游演艺演出 6.84 万场，票房收入 70.55 亿元，观众 3911.93 万人次；7-8 月全国大中型旅游演艺项目超 300 个，演出场次超 2 万场，预计接待观众超 1500 万人次。旅游演艺总体态势良好，但由于部分演艺消费来自存量需求释放，因此演出机构要保持活跃度还需提供优秀作品，更好服务于观众。过去人们倾向于认为旅游演艺仅仅是景区的一部分，受众高度流动且消费浅尝辄止，刻板印象导致产品过度强调大场面视听冲击，忽视内容创意与情感认同。但游客已不满足于走马观花式了解，对旅游体验的个性化要求越来越高。因此旅游演艺不断升级，表现为：1) 叙事性、戏剧性特征突出，文化内涵、精神共鸣诉求增强；2) 突破传统表演样式和观演关系，沉浸式成为重要发展方向。整体来看，旅游演艺项目体量虽逐年增加，但精品爆款并不多，表现出较强马太效应。

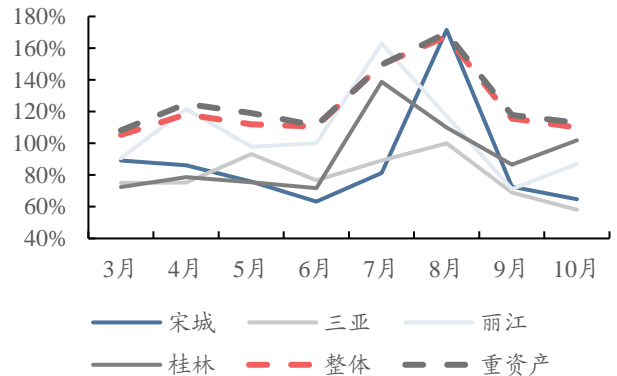
**图200：旅游演艺“1+3+N”格局稳定**


资料来源：道略咨询，信达证券研发中心

**宋城演艺：3年内功修炼，多项目改版升级，未来成长可期。**疫情期间，公司根据市场反馈对项目进行及时调整、整改升级，适应文旅需求新变化、新趋势，取得出色经营表现。上海项目紧扣上海本地知名历史，增加游客互动性场景，提升观众代入感，推出《WA! 恐龙》及木偶等节目契合亲子需求；杭州项目举办狂欢节、音乐节等活动，邀请王心凌、潘玮柏等知名歌手出场，提前一月宣传造势，提高对年轻游客群体的吸引力；西安项目则举办唐潮奇妙夜，针对国潮细分客群提供汉服换装等丰富活动。截止10月15日，宋城全年演出场次较2019年同期增长17.4%，重资产项目演出较2019年同期增长18.8%，全年业绩可期。

**图201：宋城演艺7月首次举办音乐节活动**

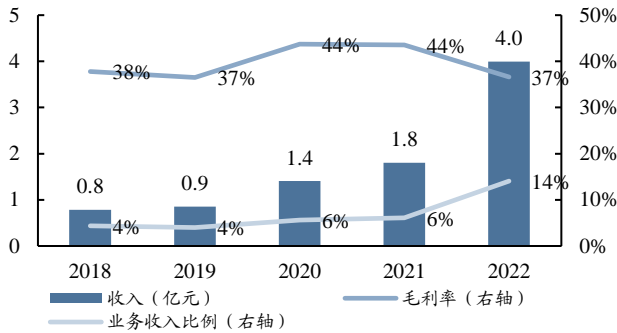

资料来源：宋城演艺公众号，信达证券研发中心

**图202：宋城演艺项目演出场次较19年恢复度情况**

 资料来源：宋城演艺公众号，信达证券研发中心  
 注：截止2023/10/16

**大丰实业：演出定制需求带动数艺科技业务增长，打造实景演艺转型文旅运营商。**我们认为，高科技与文化内涵融合打造的差异化、个性的演出是吸引观众、赢得市场的关键，而文化演出发展会增加对个性化演艺设备的需求。2017年，公司成立大丰数艺科技子公司，开展数艺科技业务，运用AR/VR/MR、全息、裸眼3D等前沿技术，聚焦于城市文化综合体、夜间经济、景区文旅融合。2018-2022年，数艺科技业务营收自0.78亿元增长至4.00亿元，复合增速达50%，毛利率在40%左右。此外，公司还切入下游文旅演艺环节，斥资1.5亿元打造大型实景演艺《今夕共西溪》，采用双动线、沉浸式演艺形式，将文化艺术、湿地景色与

科技融为一体，该项目于今年3月回归公演，有望实现爬坡，贡献业绩。

图203：大丰数艺科技业务收入快速增长



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图204：大丰通过《今夕共西溪》切入下游文旅演艺



资料来源：大丰实业官网，信达证券研发中心

### 4.3 百货：传统百货商积极拥抱新消费，寻求突破、破圈重生

**Z世代消费群体崛起，个性化需求凸显、引领消费趋势。**根据上海市文化与旅游局，2022年底中国Z世代人口的规模约2.64亿，占总人口的比重不到20%，但所贡献的消费规模已经占到40%。在单纯的购物消费以外，Z世代追求沉浸体验、打卡互动等新兴消费体验及社交场景。

**传统百货商百联股份积极拥抱新消费，寻求突破、破圈重生。**在电商等新渠道、新业态的冲击叠加过去三年的疫情影响下，传统百货的生存空间被不断挤占，经营分别15年、25年的广州天河城百货、上海置地广场等老牌百货店渐次停业，传统零售商业亟待转型升级。百联股份等传统企业把握消费群体及消费趋势的变化，挖掘线下商业的情感、体验及社交功能，通过业态创新来促进年轻客群、细分客群的消费，由商品零售的渠道商转变为消费场景的渠道商。

- **百联TX淮海：**定位于策展型零售，开业之初即明确主打年轻力，平均每月举办超10场展览、快闪及各类各种跨界活动，以触达不同圈层的年轻客群；并积极推动国潮，零售店铺中较多来自于国内原创设计师及原创国潮品牌；同时，善用社群经济，通过建立兴趣内容标签的社群达成活跃互动，吸引消费者从线上走到线下。从销售情况来看，TX淮海开业一年半即已实现盈利，近0.7万平米的零售面积可实现数千万的月销售额，其中一楼VANS亚洲首店作为国内坪效最高的门店，营业额高于同品牌同规模门店30-50%，三楼国潮集合店11家门店月销售额平均超百万。
- **百联ZX创趣场：**为国内首座聚焦次元文化的商业体，以动漫及二次元文化为核心打造圈层社交和沉浸式体验，除吸引核心二次元粉丝外，还通过潮流文化、动漫主题活动辐射泛二次元消费者。从入驻商户来看，约60%为品牌首店和旗舰店，不仅引入海外首家万代魂旗舰店、中国首家MegaHouse等知名IP，还入驻有赵云等较多传统国漫IP，商场覆盖零售、娱乐、餐饮的次元文化全业态；从客流及销售情况来看，ZX创趣场日客流量超5万人，且该圈层消费者具有较高的粘性和复购率。
- 此外，百联股份正在持续探索融合剧院、艺术展、博物馆等空间的UNEX潮引力中心，以及设计师品牌时尚买手店the balancing等。

**表17：百联股份旗下业态创新情况**

创新业态	百联TX淮海年轻力中心	淮海755新意思空间	百联ZX创趣场	时尚买手店the balancing	UNEX潮引力中心
					
<b>前身</b>	华亭伊势丹	东方商厦淮海店	华联厦中联运	-	-
<b>目标客群</b>	95后、00后新生代年轻人	年轻时尚群体	18-25岁次元文化爱好者	20-35岁消费者	游客
<b>开业时间</b>	2019年12月31日试营业 2020年12月23日开业	2015年12月更名升级 2022年再次更新改造	2023年1月15日试营业	2017年9月2日首家开业	2023年首次亮相消博会
<b>体量</b>	商业面积2.7万平米 (其中零售面积近0.7万平米)	建筑面积2.3万平米 实际营业面积1.7万平米	建筑面积0.96万平米	单店300-1200平米	-
<b>标签</b>	全球首个策展型零售商业体	策展型年轻感商场 年轻人社交活动平台	国内首座聚焦次元文化商业体 二次元文化圣地	本土特色+国际视野精品买手店 设计师品牌首秀首展平台	旅游+零售全新空间产品
<b>特色</b>	每月举办超10场快闪、艺术展、派对、品牌活动等触达不同圈层年轻客群；引入较多原创国潮品牌	将设计、艺术、展演与零售空间融合，创造温暖、年轻态、有趣的新意思空间	引入大量国内外知名动漫品牌和流量IP，覆盖零售、娱乐、餐饮次元文化全业态	打通聚合跨国时尚供应链，沉淀超200个核心品牌及独家品牌库	设置潮奢定制生活方式、时尚先锋基地、数字娱乐体验馆、野趣露营俱乐部、世界美食艺博会、主题精品酒店6大模块
<b>客流</b>	21年日均客流2万-2.5万人次	16年全年近500万人次， 较此前正常经营年份平均客流翻倍； 23年节假日客流增长强劲	平均日客流2万+人次； 23年五一客流突破7.5万	22年会员增长12%， 复购率达40%	-
<b>销售额</b>	每月均可达数千	-	最高日销售超200万元， 有品牌单日最高销售达92万元 (与一些奢侈品坪效相当)	22年东方商厦店业绩增长24%	-

资料来源：黄浦区商务委员会、赢商网、港汇恒隆广场、华东师大亚欧商学院、商业绘、上海国资、地产与观察，信达证券研发中心

**王府井积极推进一店一策转型，顺应年轻群体需求。**在城市更新浪潮下，王府井集团精准定位目标客群，对历史悠久的传统百货项目进行改造升级，满足当下消费群体需求。其中，**东安睿锦**作为北京首个买手制百货，转型自具有百年历史的东安市场重装亮相，品牌矩阵集合超600个国际一线奢侈品牌、设计师品牌和高街品牌，建筑形态兼具年轻潮流与传统文化魅力，主要面向年轻潮流群体；**王府井喜悦购物中心**定位于首个新国潮购物中心，拟于2023年年底开业，其应用日晷、榫卯、乾坤等传统元素，融合创新业态和新国潮文化，引入零售品牌中近60%为首进王府井商圈品牌，超70%为具有国潮属性的零售及餐饮品牌，促进王府井大街商业年轻化。此外，王府井还有多家商业存量项目如友谊商店、西单商城正在进行升级改造，有望推动王府井传统业务焕发新生机。

**表18：王府井业态创新情况**

创新业态	东安睿锦	王府井喜悦购物中心	友谊商店	西单商场
			改造中	改造中
前身	东安市场	新燕莎金街购物广场	友谊商店	西单商场
目标客群	潮流时尚群体	16-36岁年轻客群	-	由中老年群体转向年轻人
开业时间	2022年1月19日开业	拟于2023年年底开业	预计2023年秋改造完毕	预计2023年下半年开始施工
体量	经营建筑面积1.1万平米	建筑面积7.8万平米	1.5万平米	营业面积3万+平米
标签	北京首个买手制百货 国际化、年轻化、潮流范新消费地标	国内首个新国潮购物中心	城市典藏商业生活艺术中心	都市新生活引力场
特色	集合600余个国际一线奢侈品牌、 独立设计师品牌和高街潮牌	“中国核，潮流壳”，应用日晷、 榫卯、乾坤等传统元素；即将入驻 的200+个零售品牌中，近6成为首进 王府井商圈品牌，国潮属性零售与 餐饮品牌超7成	园林绿色生态设计风格，将内院多 间房舍设计为策展中心、花园米其 林餐厅、花店茶室、院落式酒吧、 咖啡馆、艺术书店、潮玩店等	集时尚零售、品质餐饮、社群娱乐、 人文体验于一体的综合性商业，并 增设时代人文主题街区、剧场或策 展空间

资料来源：新京报、北京交通广播、商业地产观察，信达证券研发中心

重庆百货以“玩爆潮夏”为主题，于今年7月7-16日开展第五届“潮夏节”主题活动，以集市小摊的形式销售啤酒等符合夏季需求的商品，同时携手上游新闻、艺术人人网共同推出2023年川美校外艺术展，打造沉浸式艺术文化消费空间。活动10天时间内公司百货事业部旗下52家门店共实现销售2.4亿元，进店客流近350万人次，客流同比增长20%。

位于解放碑核心商圈的重百大楼通过动线改造，增加新的消费业态，将传统的封闭卖场打通，在二楼、三楼开辟出可观景打卡的咖啡茶饮空间，满足年轻人社交需求。

**图205：重庆百货“潮夏节”集市**


资料来源：重庆百货公众号，信达证券研发中心

**图206：解放碑重庆百货大楼景观位咖啡厅**

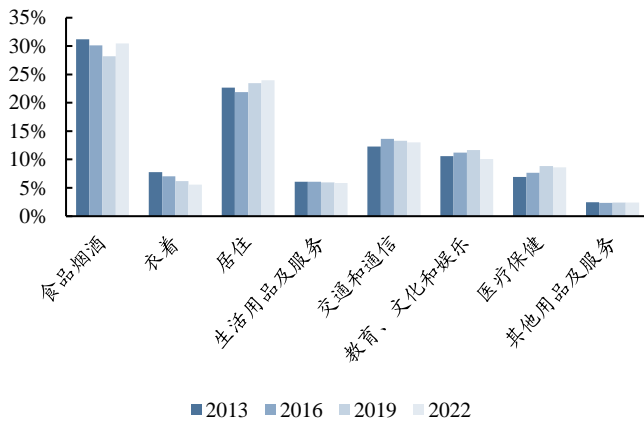

资料来源：十三席微信公众号，信达证券研发中心

## 主线五：消费者年龄结构变化带来消费需求变化

作为消费主体的人口是影响经济发展的重要因素，其结构变动在消费市场发展过程中扮演着重要角色。当前居民消费结构稳步升级，但人口结构面临老龄化、少子化等突出问题。不过中国消费市场庞大且复杂，意味着整体消费规模和细分消费场景仍具备较大潜力，人口结构的变化则可能孕育着新的投资机会。

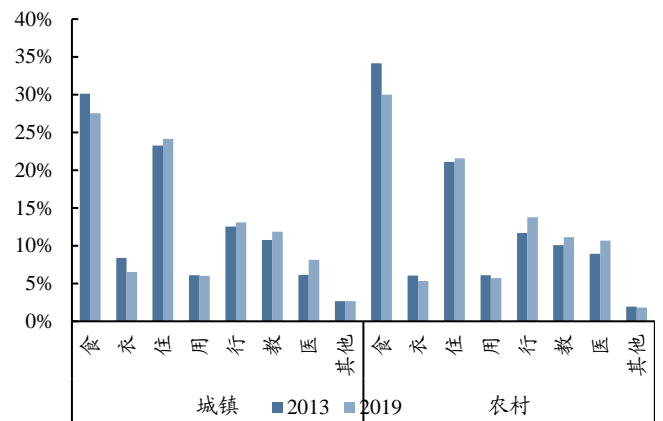
**消费结构由生存类消费向享受型消费稳步升级。**从结构上看，随着经济快速发展和城乡居民收入不断增加，我国居民消费结构不断变化。2013~2019年，食品烟酒和衣着类消费等生存类消费占比下降最为明显，分别从2013年的31.2%和7.8%下降至2019年的28.2%和6.2%。与之对应的是居住、交通通信、教育文化娱乐和医疗保健等享受类消费支出占比的上升。举例来说，2013~2019年间，城市、农村居民医疗保健消费支出占比分别从6%、9%上升至8%、10%，教育文化娱乐消费支出分别从10.8%、10.1%上升至11.9%、11.1%。上述结果显示，在疫情之前，城乡消费支出中生存类消费占比有所下降，而生活类、享受类消费占比有所提升。此外，不同年龄群体消费行为存在显著差异，人口年龄结构变动对我国产业结构、经济结构、消费结构影响较大。

图207：生存类消费占比下降，享受类消费占比提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图208：城乡居民消费支出呈现相同变化趋势

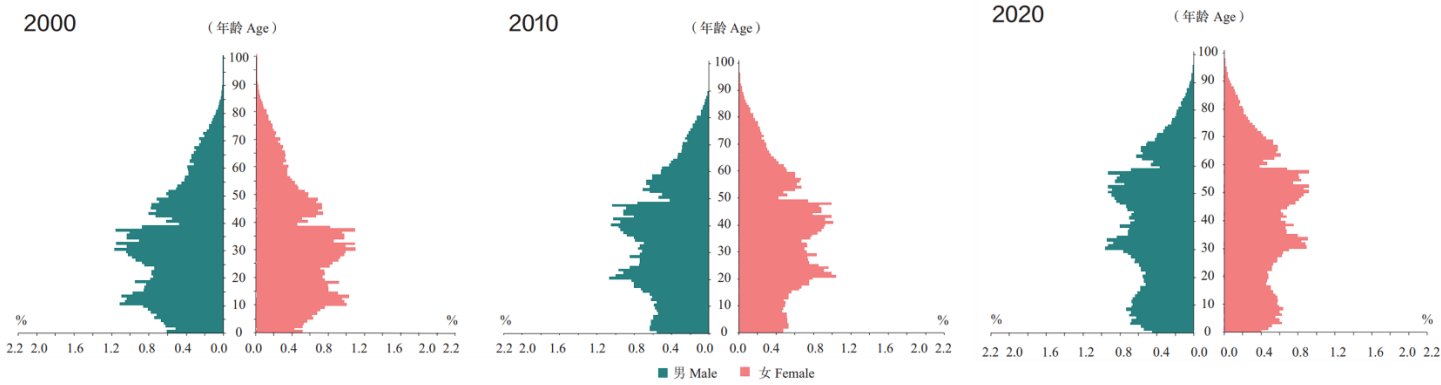


资料来源：Wind，信达证券研发中心

表19：各年龄段消费者偏好各异

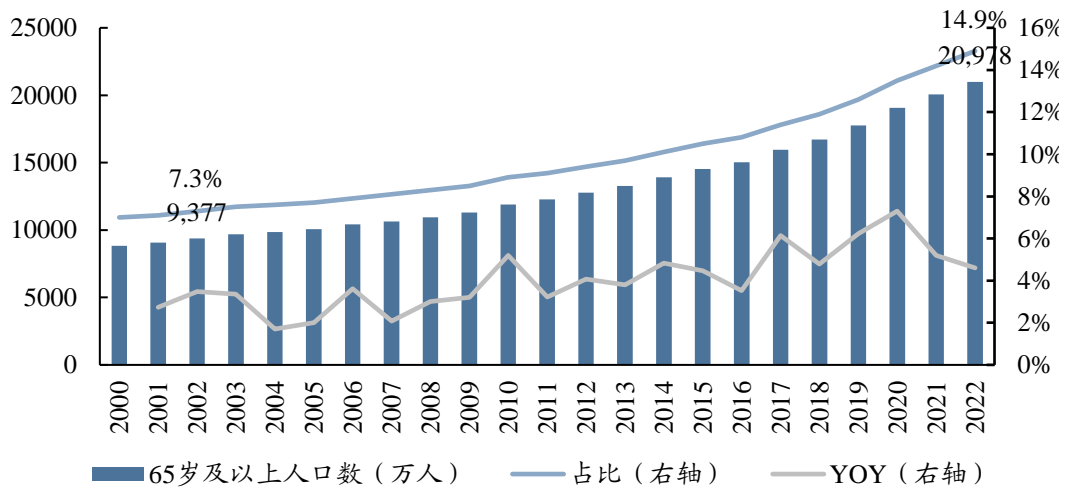
	25岁及以下	26-35岁	36-45岁	46-55岁	56岁及以上
1	手机通讯产品	母婴产品	图书	邮票收藏类产品	农资园艺产品
2	电脑办公产品	汽车	邮票收藏类产品	农资园艺产品	传统滋补品
3	数码类产品	美妆护肤产品	生鲜产品	医药产品	医疗保健品
4	运动户外产品	健康服务	酒类产品	传统滋补品	医药产品
5	旅游出行产品	珠宝首饰	食品饮料	医疗保健产品	生鲜产品
6	摩托车/电动车	手机通讯产品	玩具乐器	厨具	营养保健品
7	美妆护肤产品	奢侈品	医药产品	服饰内衣	厨具
8	钟表眼镜	摩托车/电动车	厨具	家居日用品	服饰内衣
9	箱包皮具	个人护理产品	健康服务	鞋靴	家具日用品
10	服饰内衣	家装建材	传统滋补品	酒类产品	家纺产品

资料来源：经济日报，信达证券研发中心

**图209：2000-2020年中国人口年龄分布变化**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

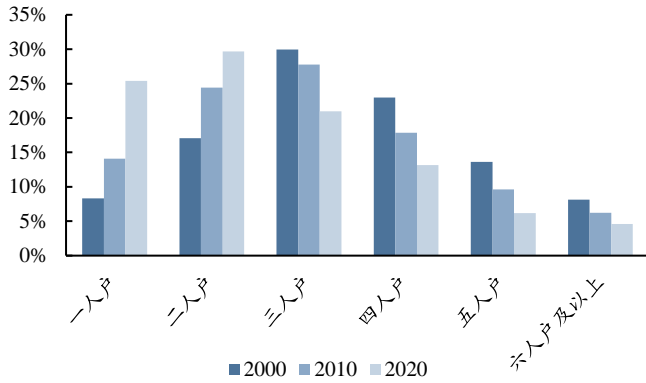
1) 人口老龄化趋势明显，关注生理条件变化带来的消费医疗、保健、养老产业发展机会。过去20年，中国65岁及以上人口占比翻倍增长到14.9%，绝对水平达到2.1亿规模。育娲人口按照低预测预计2032年左右进入65岁以上人口占比超20%的超级老龄化社会。根据生命周期理论，老年人平均消费倾向较高，而现实中60后、70后人群享受改革开放后高速发展的红利，物资积累较充裕，未来老年人口数量提高有望拉动消费医疗、保健、养老等产业的快速发展。

**图210：过去20年65岁及以上人口规模及占比翻倍增长**


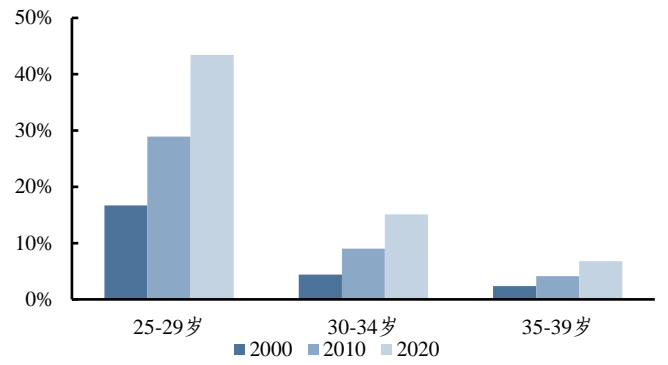
资料来源：Wind，信达证券研发中心

2) 家庭规模小型化，单身群体增加，关注契合小型快捷化需求的预制菜等赛道以及满足精神需求的宠物经济等业态。2000-2020年一人户/二人户家庭占比分别从8.3%、17%增至25.4%、29.7%，三人及以上家庭户占比均有不同程度减少。与之对应，各年龄段未婚人数占比明显提升，25-29岁适婚年龄区间未婚人数占比从2000年的16.7%提升至2020年的43.4%。家庭规模缩小带动“单身经济”发展，单身条件下小型快捷化消费特点以及对精神情感的需求逐步衍生出预制菜、小家电、“宠物经济”、手办等新消费业态的发展。

**图211：一人户、二人户占比大幅提升**
**图212：适婚年龄人群未婚占比提升明显**



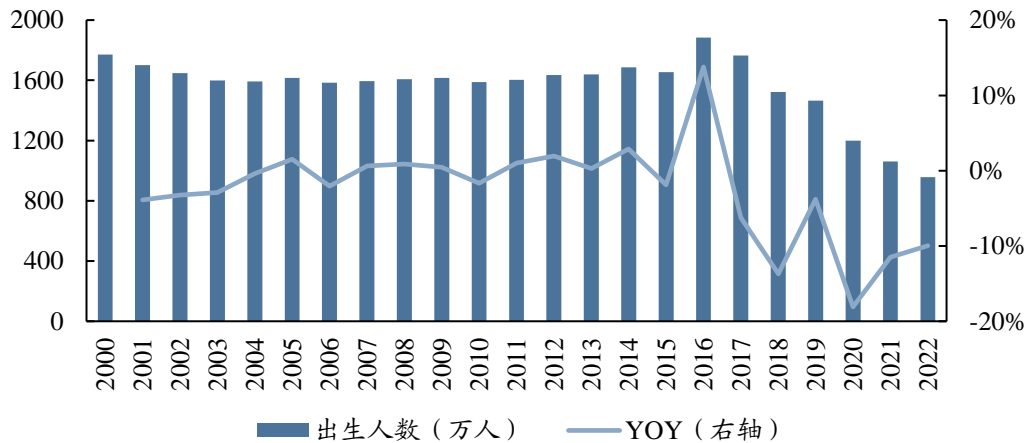
资料来源：国家统计局，信达证券研发中心



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

3) 生育率持续走低，晚婚晚育特征明显，辅助生殖、月子中心赛道有望迎来渗透率提升。家庭规模小型化的另一层含义是少子化和晚婚晚育特征。2016年至今，我国出生人口数量连续7年下降，2022年降至956万人，创历史新低。少子化意味着家长在孩子身上的平均资源投入会得到提高，诸如高端母婴护理、学龄儿童教育培训等行业有望迎来发展机遇；此外，针对低生育率困境和晚婚晚育现状，国家出台生育支持政策，伴随高育龄妇女群体支付能力提升、相关配套福利完善，月子中心、辅助生殖等赛道也有望因此而繁荣。

图213：中国出生人数连续七年下降，近三年 CAGR 低于-10%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

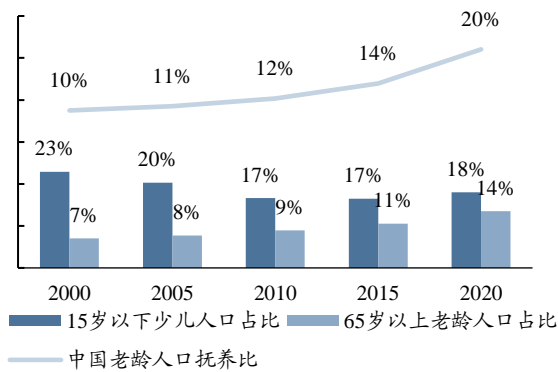
4) 就业端供需错配，灵活用工和职业培训迎来旺盛需求。老龄化、低生育率带来的另一影响是劳动年龄人口比例及规模的持续以及长期萎缩，这意味着从“人口红利”向“人才红利”过渡的重要性日益提升，同时倒逼国内产业结构升级，而职业教育培训的需求有望持续旺盛；而短期来看，就业市场供需错配问题明显，导致年轻人失业率高企，灵活用工有望充分发挥稳就业功能。

➤ 与年龄结构变化相关赛道：

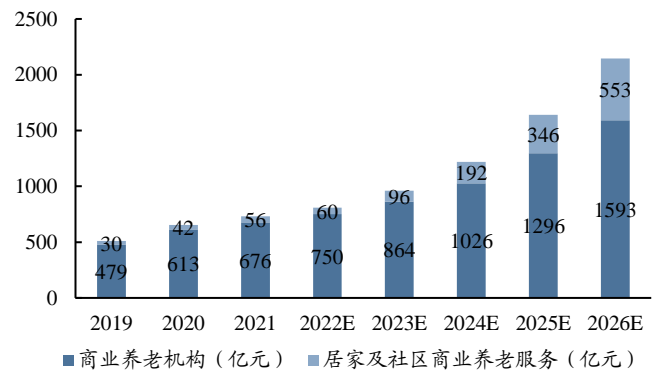
**5.1 养老：老龄化趋势加剧，养老市场等赛道成长具备较高确定性**

养老市场需求庞大，2026年商业养老有望超2000亿。随着“老龄化”与“少子化”成为中国人口结构变化的关键特征，老龄人口抚养比持续攀升，20年内增长近一倍，传统“养儿防老”模

式难以为继，旺盛需求背景下商业养老市场不断发展。2021年商业养老市场规模732亿元，其中机构养老发展较早，资本基础较好，因此占比较大。展望未来，1) 商业养老机构：随着医疗服务水平提升、市场价格模式逐步建立，机构养老有望稳步较快增长。2) 居家及社区商业养老：短期来看，随着老年人群对养老服务认知深入，叠加长护险在全国范围内试点持续扩大，居家及社区养老有望快速增长。中长期来看，随着社会整体对商业养老服务的消费习惯逐渐形成、市场经营秩序逐步建立、经营牌照发放有序放开、用户渗透持续加深，居家及社区养老市场增长空间仍然较大。根据艾媒研究院预计，到2026年居家养老规模有望突破500亿元，商业养老市场整体规模有望突破2000亿元。除养老市场直接参与者之外，还有一大部分间接受益于银发经济的衍生产业，如家庭医疗器械、康复护理机构、中医药和保健品产业、智能穿戴设备厂商等，以上领域内专门从事养老事业的企业也同样具备较大发掘空间。

**图214：中国老年人口抚养比 20年增长近一倍**


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

**图215：2026年商业养老市场有望达到2000亿元**


资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

**表20：中国机构养老服务发展情况**

月单价	入住情况	机构性质	机构特征
10000元以上	入住率低，约30%上下	以集团企业背景的高端养老院为主	居住环境高端设备先进，服务质量好
6000-10000元	入住率适中，可超过50%	部分民营，部分政府公办养老院	设备齐全、经济舒适，服务质量适中
2000-6000元	入住率高，基本满员	以具有福利性质的敬老院、福利院为主	满足老年人基础生活条件，服务质量较差

资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

从消费医疗板块来看，眼科、齿科、体检及保健品多个细分赛道市场规模有望显著受益于人口老龄化。1) 眼科：我国60-89岁老人白内障发病率约80%，而通过手术植入人工晶体是治疗白内障的唯一有效手段，此外，患者就诊意愿及付费能力提升易有望助推老年人常见病手术渗透率提升，上游人工晶体产品及中下游眼科医院赛道市场规模有望随之持续成长；同时，渐进多焦点镜片可同时满足看近、看远需求，符合新一代中老年人近视群体占比较高及付费能力升级的趋势，镜片品牌商及眼镜零售商有望受益；2) 齿科：据第4次全国口腔流行病学调查结果，我国65-74岁人群恒牙患龋率达98%，并有86%的人群存在牙缺失问题

题，种植牙、补牙需求旺盛，齿科赛道规模有望随之提升；3) 体检：在慢性病防控需求增长和医保压力加剧的推动下，体检服务市场有望持续扩容；4) 保健品：老年人身体机能逐渐下降，而整体消费水平和健康意识正不断提升，有望促使保健品市场规模不断增加。

**表21：消费医疗板块人口老龄化相关受益赛道梳理**

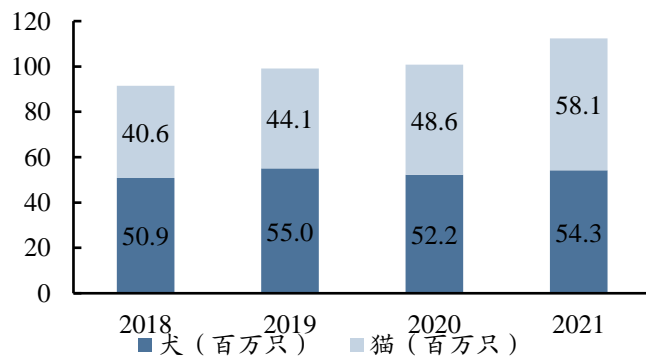
消费医疗板块	环节	细分赛道	受益逻辑	相关标的
眼科	上游	人工晶体	我国60-89岁人群白内障发病率约80%、90岁以上人群白内障发病率超90%，白内障已成为眼科第一大类疾病，而通过眼科手术植入人工晶体是唯一有效的治疗手段	爱博医疗、昊海生科、冠昊生物
	中下游	眼科医院	老龄化背景下白内障、黄斑病变等眼病群体逐步扩大，而患者就诊意愿及付费能力提升	爱尔眼科、华夏眼科、普瑞眼科、朝聚眼科、何氏眼科
	上游	渐进多焦点镜片	新一代中老年人近视占比提升+付费能力升级，渐进镜片可同时解决看远和看近视觉需求	明月镜片
	中下游	眼镜零售		博士眼镜、千叶眼镜
齿科	上游	种植牙	我国65-74岁老人中，恒牙患龋率达98%，且有86%存在牙缺失问题，人口老龄化将带来牙齿种植、填充等需求	正海生物、奥精医疗
	中下游	口腔医院		通策医疗、皓宸医疗、瑞尔集团
体检	下游	体检服务	老年人各类慢性疾病患病风险显著增加+健康意识增强，体检需求不断增加；同时，健康体检或为老龄化背景下政府减轻医保压力和慢病防控的有效手段	美年健康、瑞慈医疗
保健品	中下游	保健产品	老年人身体机能衰退，而消费水平、健康意识提升	汤臣倍健、东阿阿胶、新诺威、片仔癀

资料来源：爱博医疗招股书、南方 plus、极目新闻、眼睛圈公众号，信达证券研发中心

## 5.2 宠物经济：陪伴属性满足精神需求，国产品牌厚积薄发

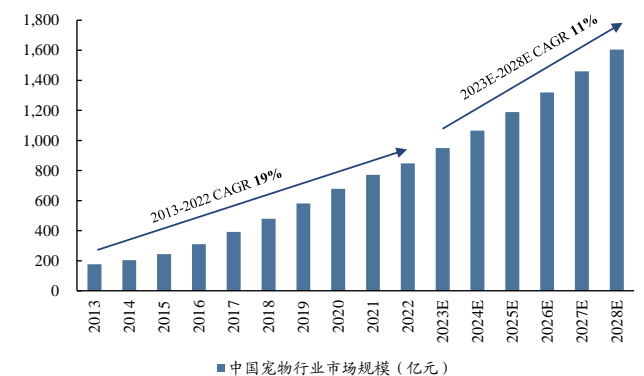
老龄人口+独居人口占比不断提升，宠物陪伴属性凸显，宠物市场持续成长。在老龄人口、独居人口比例逐渐提升的社会背景下，宠物的陪伴属性与情绪价值不断凸显，叠加生活水平的提高，我国养宠渗透率及家庭养宠数量持续增长，2021年我国犬猫总饲养量已从2018年的0.91亿只增长至1.12亿只，而根据京东调研，2022年中国宠物家庭渗透率约20%，仅为欧美市场的1/3，其中，在1.7亿户有孩家庭、1.25亿户独居人群、1.5亿中高收入老年群体的养宠渗透率分别为28%、16%、7%，仍有较大渗透空间；同时，宠物地位拟人化趋势下，宠物主付费意愿不断增强，我国约76%的消费者将宠物视作亲密的家庭成员之一，助推客单价提升。据欧睿咨询数据，2022年中国宠物行业市场规模（不含宠物服务）约847亿元，并有望受益于宠物饲养量增长、单只宠物消费额提升而持续扩容，至2025年市场规模或可达1188亿元。

**图216：2018-2021年中国犬猫总饲养量情况（百万只）**



资料来源：中国畜牧业协会宠物产业分会，信达证券研发中心

**图217：2013-2028E中国宠物行业市场规模情况（亿元）**



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心；注：为欧睿咨询 Pet Care 品类市场规模，仅包括宠物食品和宠物用品，不含宠物服务

国产品牌厚积薄发，有望加速进口替代。细分来看，宠物市场主要可包括宠物食品、宠物用

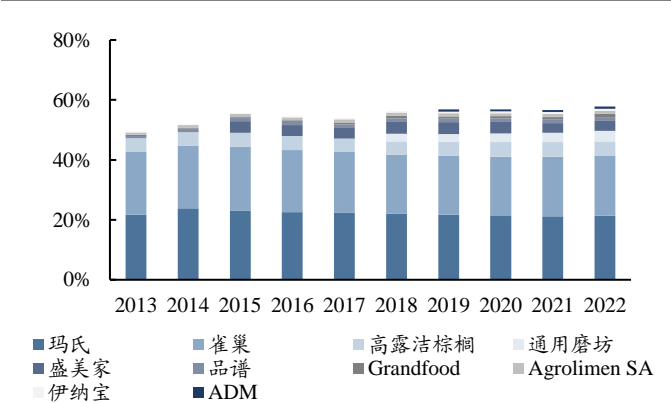
品、宠物服务（其中尤其是宠物医疗）三条赛道，其中宠物食品作为最大、最成熟的细分市场，2022年中国宠物食品市场规模约487亿元，行业竞争格局相对分散，2022年CR10约30.0%，以玛氏、雀巢为代表的外资企业先于本土企业建立了技术、品牌和渠道优势，占据较高的市场份额，但近年来越来越多的国内厂商如乖宝、中宠等以自有品牌加入市场竞争，正逐渐跻身行业头部，2022年分别以4.8%、2.4%的份额分列第2、第4；宠物用品行业细分品类众多、市场高度分散，2022年市场规模约360亿元、CR10仅11.9%；此外，近几年宠物服务渗透率正处于快速提升阶段。国内厂商凭借其在产品生产工艺、销售渠道建设及品牌推广等环节的后发优势逐渐崭露头角，市场地位有望持续提升。

图218：中国宠物行业细分赛道情况



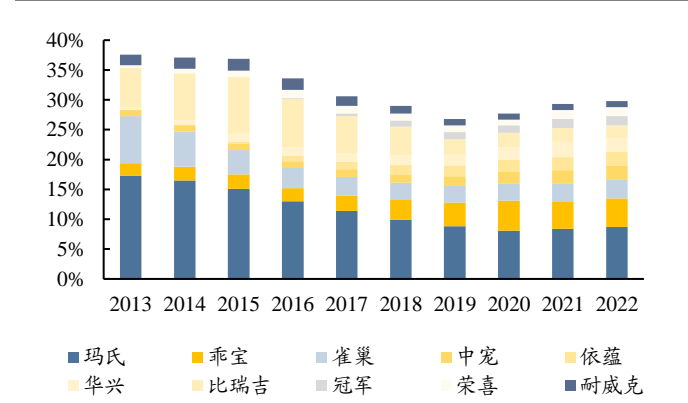
资料来源：普华永道《2022年中国宠物行业报告》，信达证券研发中心

图219：2013-2022 世界宠物食品行业分公司份额情况



资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心；注：黄色系代表国内品牌，2022年世界宠物食品行业市占率Top10全部为海外品牌

图220：2013-2022 中国宠物食品行业分公司份额情况

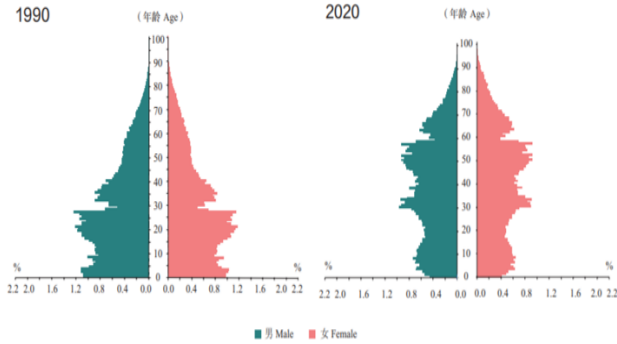


资料来源：欧睿咨询，信达证券研发中心；注：黄色系代表国内公司

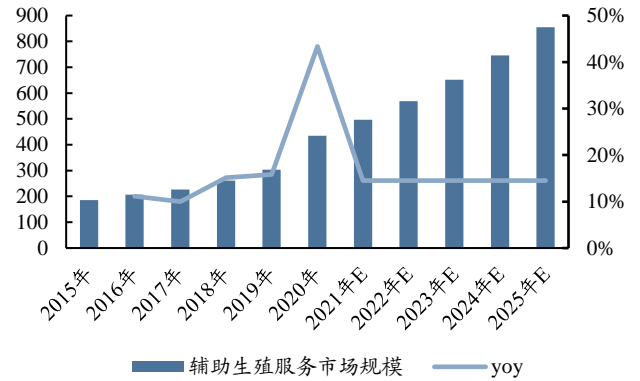
### 5.3 促生育：生育政策利好频出，晚婚晚育趋势下高端孕产迎来机遇

晚婚晚育趋势或将导致高龄人群生育需求增加，进而促进辅助生殖服务行业发展。1990年我国的人口结构呈现标准金字塔型，0-34岁人群占很大比例。近年来随着城市化和工业化的加速推进，越来越多的年轻人倾向于追求更高的教育和职业发展，而不是过早地结婚生育，社会观念和生活方式的转变在一定程度上导致我国生育率下降，并带动人口结构逐渐向漏斗型转变。随着人口结构的转变，20-35岁主力育龄妇女规模或已见顶下滑，叠加晚婚晚育人数不断增加以及“三孩”

政策落地，预计未来国内高育龄妇女生育需求有望呈现上升趋势。然而高育龄人群患不孕不育症的概率更大。目前不孕不育症主流治疗手段包括药物治疗、手术治疗和辅助生殖技术(人工授精、体外受精)，其中辅助生殖技术的成功率最高，因此我们认为未来辅助生殖服务市场有望持续扩容。根据弗若斯特沙利文数据，我国辅助生殖行业的市场规模已从 2015 年的 185.8 亿元增长至 2020 年的 434.1 亿元，预计到 2025 年市场规模将进一步增长至 854.3 亿元，2020-2025 年 CAGR 将达到 14.5%。

**图221：我国人口结构正在从金字塔型向漏斗型转变**


资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

**图222：中国辅助生殖服务市场规模（亿元）**


资料来源：头豹研究院，36氪研究院，信达证券研发中心

**表22：不孕不育症主流治疗手段**

治疗手段	具体方法	成功率
药物治疗	帮助解决女性排卵障碍问题，包括生殖激素调节药、促排卵药、黄体支持药物及调理类中药等	10%-15%
手术治疗	女性通过外科手术治疗子宫内膜异位、肌瘤和输卵管阻塞等病症；男性可以进行外科治疗，如：输精管附睾吻合术等	20%-30%
辅助生殖技术	人工授精、体外受精、胚胎移植及其衍生技术等	人工授精：20% 体外受精：45%-50%

资料来源：头豹研究院，信达证券研发中心

**辅助生殖政策边际向好，较大程度降低患者负担，行业渗透率有望进一步提升。**为鼓励生育，近年来各地纷纷出台政策以减轻不孕不育患者医疗负担，例如：2022 年 2 月国家医保局答复，将逐步把适宜的辅助生殖技术纳入医保，并鼓励中医医院开设优生优育门诊，提供不孕不育诊疗服务；2023 年 2 月银川卫健委提出对特殊家庭中年龄为 40-49 岁的女性，确需要实施辅助生殖技术再生育的给予 6 万元生育补贴；2023 年 6 月北京医保局提出将人工受精、胚胎移植等 16 项辅助生殖技术纳入北京医保。目前我国辅助生殖行业的渗透率较低（2018 年我国渗透率为 7.0%，而美国同期渗透率为 30.2%），我们认为随着辅助生殖政策面利好频发，未来行业渗透率有望进一步提升。

**表23：辅助生殖行业政策边际向好**

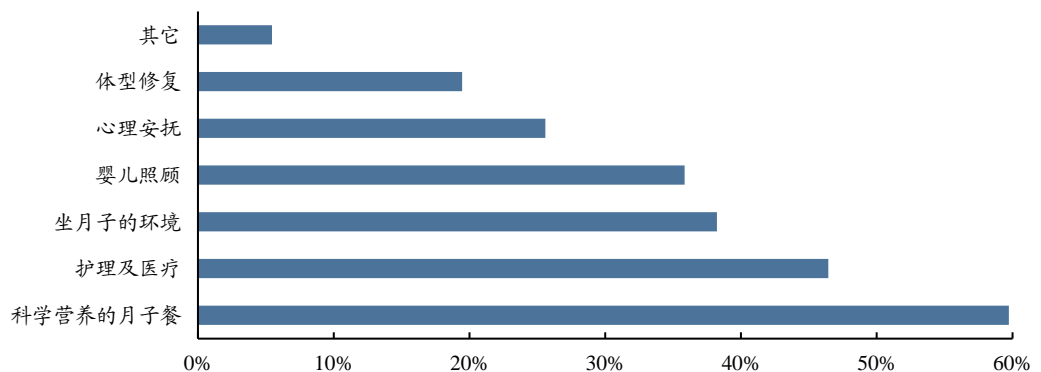
发布时间	具体内容	发布机构
2022.2.3	将符合条件的生育支持药物如溴隐亭、曲普瑞林、氯米芬等促排卵药品纳入易宝支付范围；逐步将适宜的分娩镇痛和辅助生殖技术项目纳入基金支付范围	国家医疗保障局
2022.4.29	将男性生殖系统手术、胚胎冷冻、冷冻胚胎复苏等纳入医保。	湖南省医疗保障局

2022.5.13	在市内具有辅助生殖资质医疗机构开展辅助生殖技术治疗的费用，按照每户累计不超过1万元的标准予以报销	湖北省咸宁市人民政府办公室
2022.6.20	单精子显微镜下卵细胞内受精术包含在医保项目中。	天津市市医保局、天津市卫生健康委、天津市人社局
2023.2.2	对特殊家庭中年龄为40-49岁的女性，确需要实施辅助生殖技术再生育的给与6万元生育补贴	银川卫健委
2023.6.14	将促排卵检查、胚胎移植术等16项治疗性辅助生殖技术项目都将纳入基本医疗保险报销范围	北京市医疗保障局、北京市人力资源和社会保障局

资料来源：各地医保局，信达证券研发中心

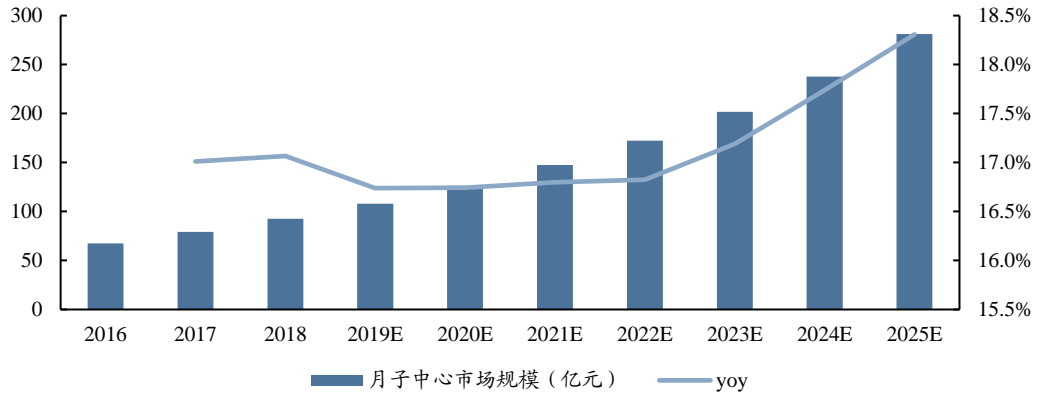
**受益于生育支持政策的推行、生育主力阶层支付能力的提升以及月子中心服务的不断升级，月子中心在育龄夫妇中的接受度有望进一步提升。**为避免人口结构继续向漏斗型转变，当前国家从放宽生育、医疗覆盖、辅助生殖、素质培育、社会协助、住房支持、养老支持等方面发力促进人口发展。正如上文所述，在一系列生育支持政策下，未来高育龄妇女生育需求有望呈现上升趋势。我们认为月子服务行业作为服务新增人口的第一环节，一方面将直接受益于“三孩”政策以及相关配套福利的完善，另一方面也将受益于晚婚晚育趋势下高育龄妇女支付能力的提升。当前月子中心不仅提供针对产妇的专业护理、育婴指导、心理辅导，还提供包括瑜伽塑形、美容修复、宝宝摄影、母婴商城在内的一系列衍生服务，能够较大程度满足消费者的多方面需求，因此我们认为未来月子中心在育龄夫妇中的接受度有望进一步提升。

**图223：中国消费者认为“坐月子”期间的重要因素**



资料来源：艾媒数据中心，信达证券研发中心

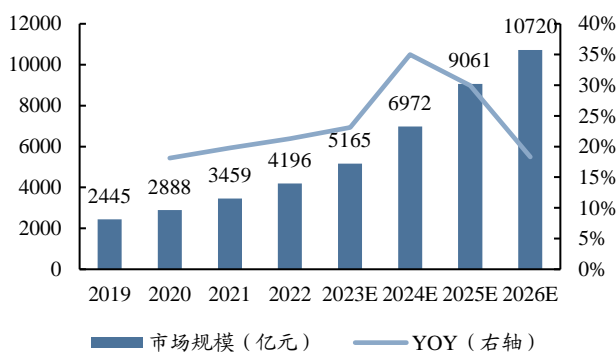
**对比中国台湾，当前中国大陆地区月子中心的渗透率较低，未来市场规模可期。**月子中心起源于中国台湾，最早出现在20世纪90年代，2000年以来逐步扩展到深圳、北京、广州等一线城市。得益于家庭少子化、照护专业化、家庭小型化等社会因素的推动，以及监管措施的不断完善，当前中国台湾月子中心的发展已较为成熟，2022年行业渗透率已达到62.5%。而中国大陆的月子中心发展进程相对较慢，目前主要集中在一、二线城市和部分经济发达城市，截至2022年末，中国大陆一线城市月子中心渗透率为7-8%，新一线城市月子中心渗透率为4-5%。展望未来，我们认为短期来看，月子中心以专业的护理迎合了高育龄妇女及众多年轻产妇的需求，随着生育支持政策的推行、月子中心市场教育的推进，行业渗透率有望进一步提升；中长期来看，政府部门有望不断完善监管政策以推动行业持续健康发展。根据弗若斯特沙利文数据，预计我国月子中心市场规模有望从2021年的147.4亿元增长至2025年的281.1亿元，CAGR将达到17.51%。

**图224：2025年我国月子中心市场规模或将达到281.1亿元**


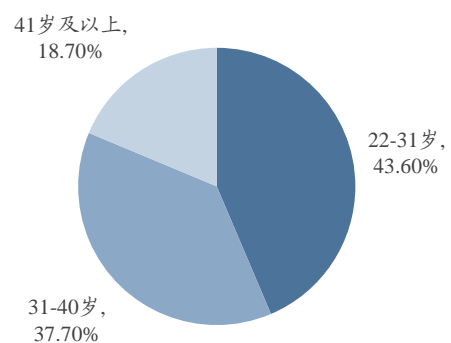
资料来源：弗若斯特沙利文，信达证券研发中心

#### 5.4 预制菜：单身群体增加，C端预制菜有望扩容

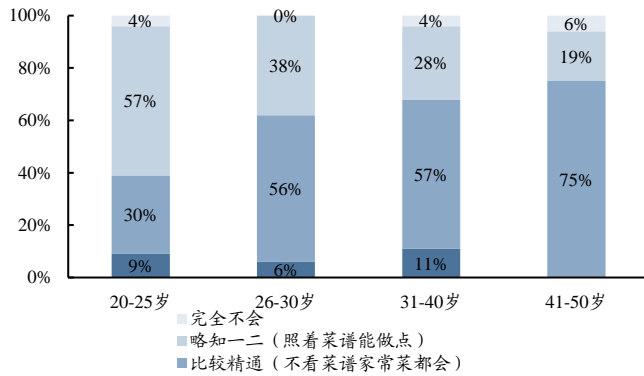
**C端消费习惯变革，渗透率有望提升，预制菜市场容量广阔。**除了与餐饮工业化背景下餐饮企业降本增效的诉求契合，预制菜也为快节奏生活下无暇下厨的年轻消费群体提供新选择。随着单身独居人群增加、家庭小型化趋势明显，以及年轻一代烹饪技能弱化、工作压力增加，预制菜凭借耗时低、易收尾、口味标准、操作简单等特点受到年轻消费者青睐。美团研究院数据显示，购买预制菜的消费者中，一二线城市占比达80%；22-40岁年龄区间消费者占比超81.3%。艾媒咨询数据显示，用户购买预制菜最主要目的是节约时间（71.9%），美味（36.9%）、不喜欢做饭（30.4%）、健康（26.6%）、不会做饭（24.9%）等。2022年我国预制菜市场规模约4196亿元，约80%来自B端，随着C端消费习惯变革，预制菜市场容量广阔。而从世界范围看，2021年预制菜在日、美两国渗透率超过60%，而我国只有10-15%，整体来看，中国预制菜市场增长潜力较大，有望成为下一个万亿市场。

**图225：2026年预制菜市场规模有望突破万亿**


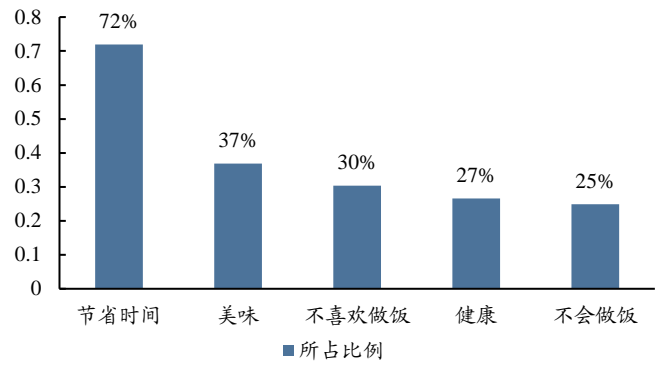
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

**图226：22-40岁年龄区间预制菜消费群体占比超80%**


资料来源：《2023年预制菜产业发展观察》，信达证券研发中心

**图227：超过一半的 Z 世代厨艺属于略知一二**


资料来源：《2022 年中国连锁餐饮报告》，信达证券研发中心

**图228：C 端购买预制菜产品目的多为节省时间**


资料来源：《2023 年预制菜产业发展观察》，信达证券研发中心

**老字号餐饮龙头发力 C 端预制菜。**广州酒家是国内少有的拥有完整大型现代化食品研发、生产、营销、零售全链条食品业务的大型餐饮集团。近年来公司持续加大预制菜投入。其预制菜以广式口味为主，现阶段主要面向 C 端消费者，目前已推出多款自有品牌预制菜品类，产品还原度高，同时也为第三方品牌加工预制广式盆菜。**同庆楼**以食品业务部为基，形成速冻面点、自热饭、臭鳊鱼、腊味、名厨名菜等五大系列为主的预制菜产品矩阵，据艾媒咨询 2022 年预制菜品牌百强榜，同庆楼以即热预制菜系列位列 31 名。

**表24：广州酒家淘宝在售预制菜**

系列	产品	原价
预制菜	豉油鸡 1.1kg	128
	盐焗鸡 1.1kg	128
	佛跳墙盆菜 1.6kg	398
	糖醋生炒排骨 270g	32
广式点心	叉烧包 337.5g*2 袋	52
	凤凰流沙包 337.5g*2 袋	52
	虾仁肠粉 185g*2 袋	54
	排骨 250*2 袋	102

资料来源：淘宝，信达证券研发中心

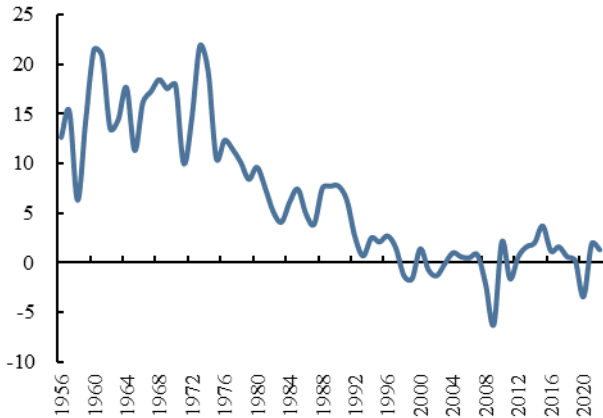
**表25：同庆楼淘宝在售预制菜**

系列	产品	原价
自热饭	腊味双拼自热饭*2 盒	49.9
	酸菜笋丝自热饭*2 盒	49.9
大厨菜	四喜丸子 650g	39.9
	酸菜肥肠 280g	57.37
大厨面点	鲜肉包 480g*3 袋	50.9
臭鳊鱼	净膛 400-450g/条, 料汁 240g/包	118
腊味	咸肉 200g	35.9
	酱肉 300g	44.9

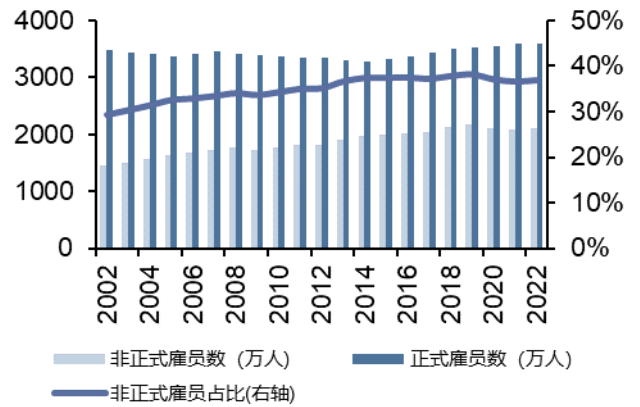
资料来源：淘宝，信达证券研发中心

## 5.5 人服：就业端供需错配，灵活用工有望充分发挥稳就业功能

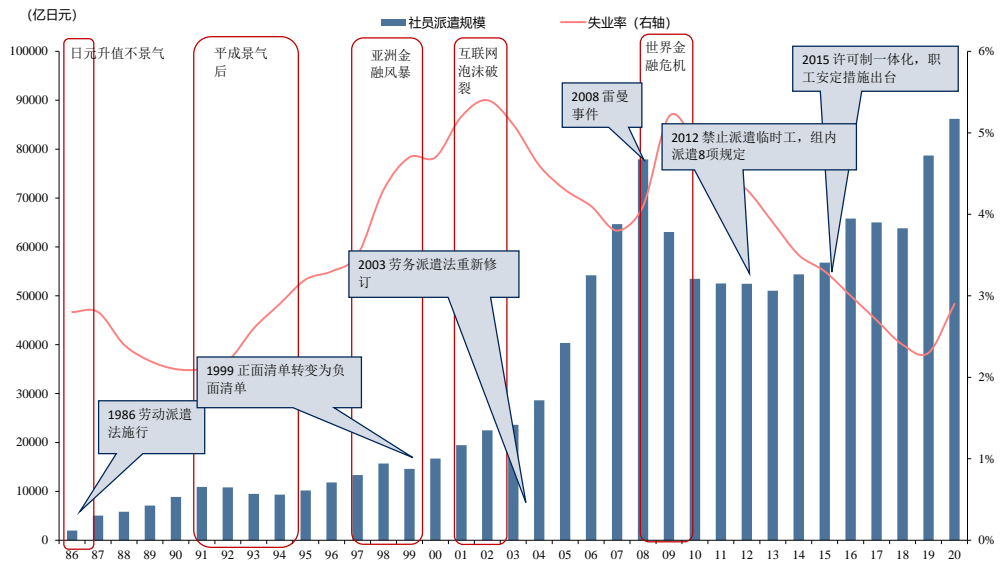
纵观日本历史，劳务派遣有效解决了高失业问题。02-19 年在经济增速整体下行时，日本非正式雇员占比呈上升趋势。日元升值导致的经济不景气、亚洲金融风暴前期以及互联网泡沫破裂均未造成日本劳务派遣规模的下降。此外，自 02 年开始，日本劳务派遣规模与失业率呈现明显负相关，我们认为这说明了劳务派遣能够有效化解高失业问题。

**图229: 日本 GDP 同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图230: 非正式雇员呈上升趋势**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图231: 经济衰退周期下日本社员派遣规模增长趋势不变**

 资料来源: 日本人才派遣协会, 日本总务省, 信达证券研发中心  
 注: 日本派遣社员业务与中国灵活用工定义类似

**表26: 日本主要就业形式**

	定义	就业形式划分	直接/间接就业
正式员工 (63%)	劳动合同没有固定期限	正式员工	直接就业
兼职工 (26%)	工作时间比正式员工短 (主要对象: 家庭主妇); 一周中的几天和几个小时内的临时工作 (主要对象: 学生)	非正式员工	
合同工/临时工 (5%)	定期雇佣合同		间接就业
派遣员工 (3%)	从临时机构派遣并在派遣公司工作		

 资料来源: 厚生劳动省, 日本总务省, 信达证券研发中心  
 注: 括号内为 22 年日本就业形式占比

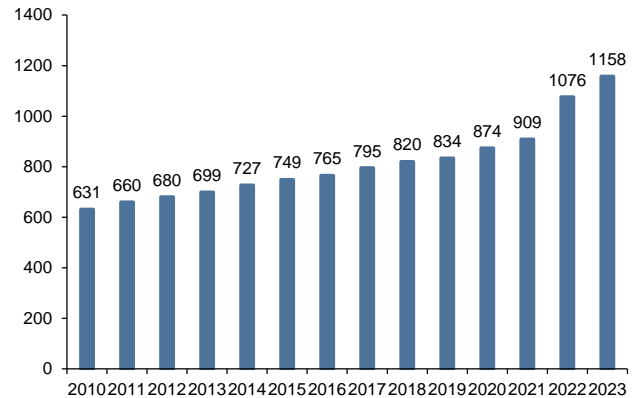
我国青年群体面临更大的就业压力。23年1~9月城镇调查失业率稳中有降，整体就业压力有所缓解，自23年1月的5.5%降至9月的5.0%。但高校毕业生人数逐年提升，22年增加167万人，教育部预计23年将继续增加82万人，达1158万人。就业群体存在结构性失业矛盾，青年群体面临更大的就业压力。

图232：城镇调查失业率（%）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

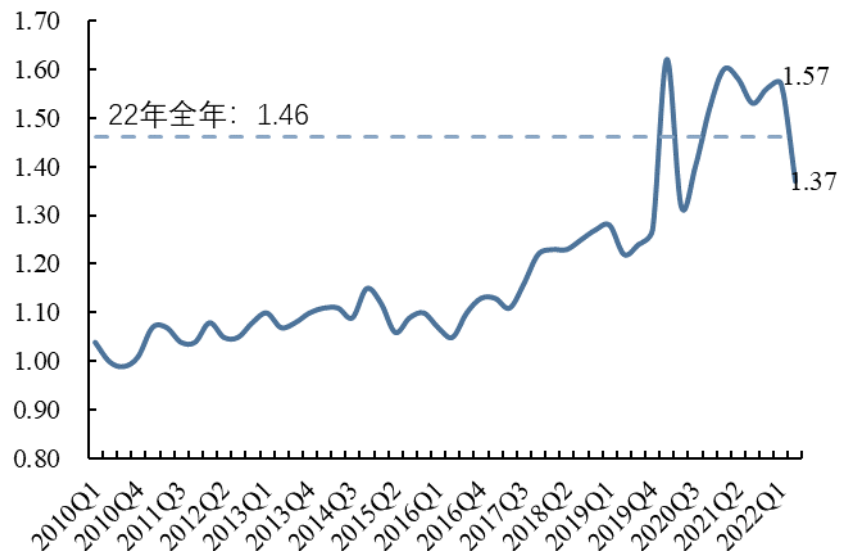
图233：高校毕业生人数（万人）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

劳动力供给收缩&年轻人失业率提高并存，需要人服机构的调节。在劳动力总数减少的影响下，我国劳动力市场供需错配矛盾日益凸显，全国求人倍率（有效需求人数/有效求职人数）自15年开始呈上升趋势，20Q4-22Q1全国求人倍率持续攀升，超过1.5，22年全年达1.46，有效需求人数远大于有效求职人数。我们认为，劳动力市场一方面供不应求，另一方面失业率攀升，可见存在明显的供需错配，因此需要人力资源服务机构的调节。

图234：全国求人倍率



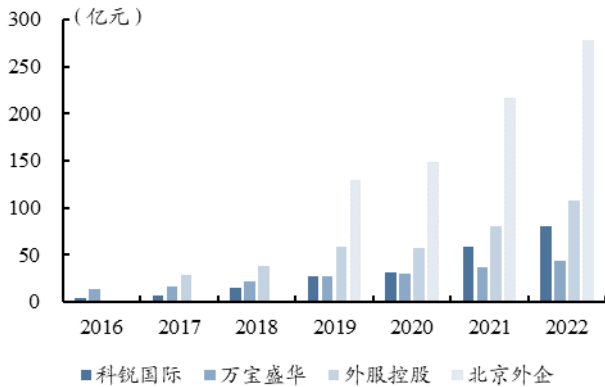
资料来源：Wind，人社部，信达证券研发中心

注：在一个统计周期内，求人倍率=有效需求人数/有效求职人数

灵活用工维持高增长，有望充分稳定就业。我国灵活用工渗透率对比国外来看仍处于较低水平，有较大增长空间，未来有望充分发挥匹配岗位供需、稳定就业的作用。近年来，灵活用工一直保持高速增长的态势，22年国内疫情反复，科锐、外服控股、北京人力灵活用工增速依旧靓丽，其

中科锐 22 年灵活用工增速达 35.5%。

图235：人力资源服务公司灵活用工收入



资料来源：各公司公告（科锐国际、万宝盛华、外服控股、北京外企），信达证券研发中心  
 注：北京外企 22 年数据为估算数值

图236：人力资源服务公司灵活用工收入同比增速



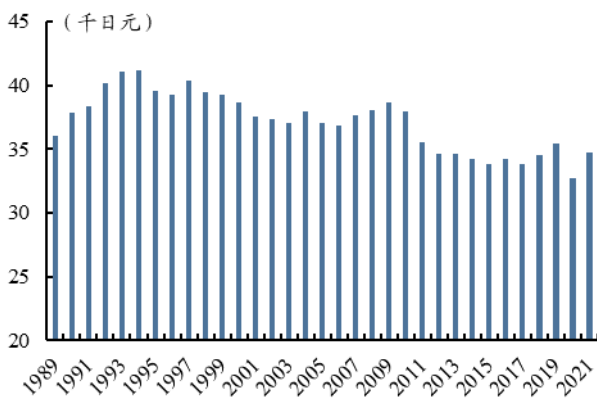
资料来源：各公司公告（科锐国际、万宝盛华、外服控股、北京外企），信达证券研发中心

## 5.6 职业教育：失业率与产业升级共同推动职业教育需求增长

### 1) 失业率高企带来职业培训需求旺盛

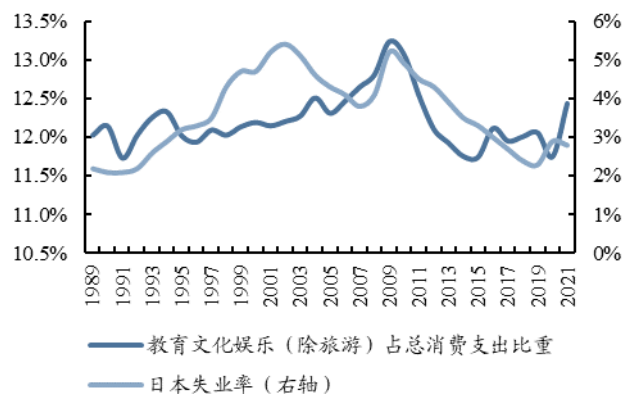
日本失业率提升促使教育消费占比提升。根据日本统计局数据，在经历亚洲金融风暴及互联网泡沫破裂时，日本失业率显著提升，教育文化娱乐分项（主要含学费、书费、补习费、课外书费等，除旅游）占家庭消费支出显著提升，与失业率呈正相关，我们认为，在经济增速下行、失业率高企时，人们往往更愿意为能给自身带来长期收入预期上涨的教育买单。

图237：日本教育文化娱乐家庭平均支出（除旅游）



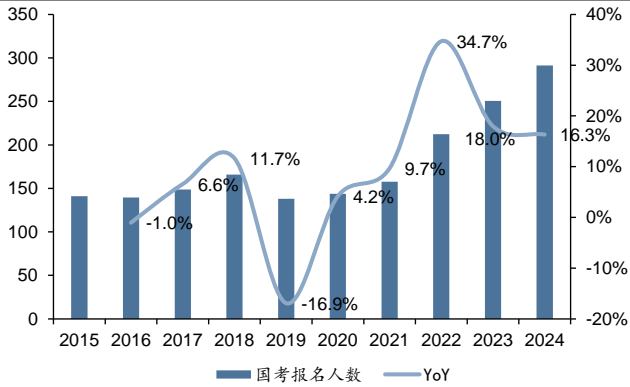
资料来源：日本统计局，信达证券研发中心

图238：日本教育文化娱乐（除旅游）占总消费支出比重与失业率



资料来源：日本统计局，信达证券研发中心

我国青年群体就业压力大，职业培训需求旺盛。我国青年群体面临较大就业压力，职业教育培训需求有望持续旺盛。例如 23 年国考计划招录 3.71 万人、同增 18.8%，报名人数增加带来考公培训需求旺盛。

**图239：国考报名人数（万人）及同比增速**


资料来源：中公教育，国家公务员局，信达证券研发中心  
 注：23年数据为中公教育统计数据，非最终过审人数

**图240：国考招录人数（万人）及录取率**


资料来源：中公教育，信达证券研发中心

## 2) 产业升级要求高技能人才数增加，职业培训需求有望持续旺盛

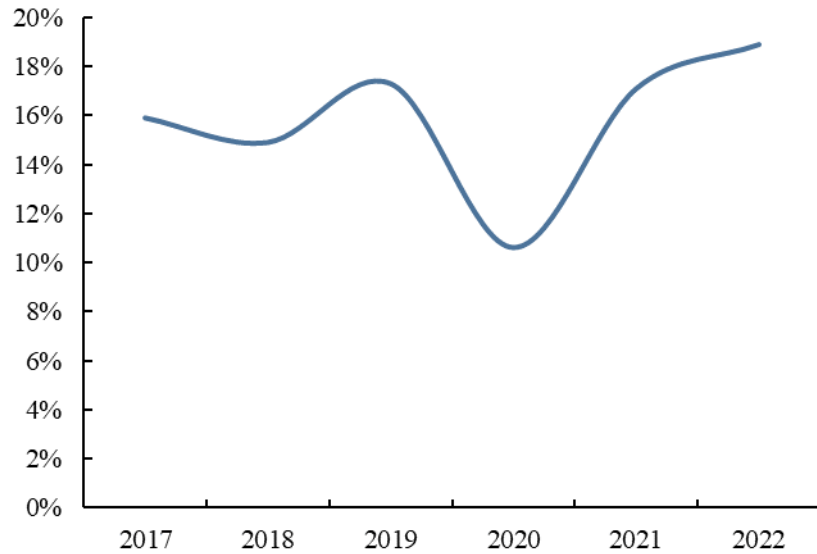
“十四五”对技能人才增长提出明确目标。21年我国技能人才仅占就业人员总量的26%+，其中高技能人才比例仅占技能人才近30%，我国技能人才占比，尤其是高技能人才占比，仍有较大提升空间。人社部印发的《“技能中国行动”实施方案》明确了十四五期间技能人才要实现新增4000万人以上的目标，并对高技能人才的占比制定了目标。随着产业结构的升级，我国对新一代信息技术、新材料等技术密集型领域的人才需求不断加大。当前劳动力市场供需错配问题明显，有望推动职业教育需求不断增长。

**表27：“十四五”对技能人才增长提出明确目标**

	2021年	十四五目标
技能人才	2亿人+	新增4000万人+
技能人才占就业人员总量	26%+	技能人才占就业人员比例达到30%
高技能人才	6000万人+	-
高技能人才占技能人才比例	近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

资料来源：人社部，中国政府网，信达证券研发中心

预计未来职业技术培训有望更加贴合产业升级人才需求。我们认为随着高技术产业投资力度的加大和增加值贡献的提升，这些产业的就业吸纳能力增强，同时部分传统产业或将转移或退出，释放出来的劳动力或需要通过进一步的技术和技能培训进入到高技术产业。因此，我们认为，高技术产业相关的技术和技能培训有望在中长期体现出旺盛的需求，而布局这些赛道的职业技术培训公司有望充分受益。

**图241：高技术产业投资增速**


资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

我们认为，无论是学历职业教育，还是非学历职业教育都有望越发贴合产业升级的发展方向，提供符合产业升级人才需求的专业和课程的公司有望更加受益。落实在职业教育行业量化层面，学历职业教育或将体现为生额的不断增加（政策不断支持）、相应专业报到率的提升（需求旺盛）；非学历职业教育或将体现为报名人数增加（需求旺盛）、行业集中度不断提升。

## 投资建议

持续向好的经济数据意味着前期经济刺激政策正逐步发挥效用并逐步体现在基本面上，悲观市场环境下逐步累计的利好因素正为后续反弹积蓄能量。在消费信心、消费能力、消费场景稳步修复的背景下，我们看好明年消费板块回暖，建议从确定性角度布局 2024 年消费赛道。

重点关注：细分赛道龙头（爱美客、贝泰妮、中国中免、锦江酒店、欧普康视、名创优品、北京人力）、行业优质白马（珀莱雅、宋城演艺、王府井、老凤祥、周大生、安踏体育）、高成长潜力标的（巨子生物、锦波生物、君亭酒店、昊海生科）。

表28：信达新消费团队重点关注标的及其盈利预测一览表（截止 2023.11.20）

行业	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	营收 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE			PE分位数		PEG		PB (MRQ)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2023E	2024E	
美护	300896.SZ	爱美客	706	29	40	53	19	26	34	38	27	21	0%	0%	0.77	0.74	10.9
美护	300957.SZ	贝泰妮	313	67	91	113	13	17	22	24	18	14	0%	0%	0.96	0.57	5.4
美护	603605.SH	珀莱雅	414	82	103	124	11	14	17	37	30	25	4%	0%	0.95	1.27	10.6
美护	2367.HK	巨子生物	316	34	46	59	13	18	22	24	18	15	5%	0%	0.69	0.59	9.1
美护	832982.BJ	锦波生物	191	8	11	15	3	4	6	67	43	31	85%	0%	0.41	0.79	22.6
美护	300856.SZ	科思股份	105	25	33	41	7	8	10	15	13	11	0%	0%	0.20	0.68	4.5
美护	000963.SZ	华东医药	725	429	468	508	29	36	43	25	20	17	48%	40%	1.39	0.89	3.6
免税	601888.SH	中国中免	1,923	664	837	1,001	68	94	115	28	21	17	0%	0%	0.81	0.54	3.7
免税	600859.SH	王府井	201	120	137	154	9	11	13	23	18	15	37%	28%	0.06	0.74	1.0
酒店	600754.SH	锦江酒店	303	141	161	177	12	18	23	26	17	13	48%	21%	0.03	0.30	2.0
酒店	301073.SZ	君亭酒店	48	6	9	15	0	2	4	112	27	14	18%	0%	2.52	0.08	5.0
演艺	300144.SZ	宋城演艺	284	22	30	35	9	14	17	31	20	17	55%	31%	0.00	0.38	3.4
景区	603099.SH	长白山	39	6	7	8	2	2	2	24	20	17	56%	56%	0.06	1.05	3.7
眼视光	301101.SZ	明月镜片	75	8	9	11	2	2	2	47	39	31	13%	2%	2.66	1.87	4.8
眼视光	688050.SH	爱博医疗	193	9	12	17	3	5	6	58	43	32	0%	0%	1.40	1.15	9.3
眼视光	300595.SZ	欧普康视	224	17	20	23	7	8	8	33	29	27	0%	0%	3.58	2.50	5.3
眼视光	688366.SH	昊海生科	153	27	31	36	5	6	7	34	28	23	0%	0%	0.22	1.28	3.0
眼视光	300622.SZ	博士眼镜	35	12	15	20	1	2	3	26	19	14	3%	0%	0.33	0.54	4.6
珠宝	600612.SH	老凤祥	242	754	864	975	24	27	31	15	13	11	39%	22%	0.39	0.84	2.8
珠宝	002345.SZ	潮宏基	57	62	80	101	4	5	5	14	12	9	35%	19%	0.13	0.71	1.5
珠宝	002867.SZ	周大生	164	163	202	241	14	18	21	12	10	8	8%	0%	0.37	0.44	2.7
珠宝	605599.SH	莱百股份	108	168	201	229	8	9	10	14	12	11	0%	0%	0.20	0.90	3.0
零售	9992.HK	泡泡玛特	281	62	77	93	10	13	17	28	21	17	15%	5%	0.25	0.66	3.9
零售	9896.HK	名创优品	598	115	148	174	18	23	28	34	26	21	82%	49%	0.19	0.88	6.8
零售	600827.SH	百联股份	169	326	341	352	7	8	10	27	23	19	54%	42%	-19.81	1.14	1.0
零售	301498.SZ	乖宝宠物	173	42	51	62	4	5	6	47	37	29	18%	0%	1.05	1.32	4.9
教育	605098.SH	行动教育	45	7	9	11	2	3	4	21	16	13	13%	0%	0.21	0.55	5.0
教育	2469.HK	粉笔	98	33	40	48	3	5	7	31	19	14	100%	100%	0.27	0.31	7.8
人服	600861.SH	北京人力	122	389	489	597	7	10	12	18	12	10	75%	74%	0.04	0.27	2.1
会展	300795.SZ	米奥会展	51	8	10	13	2	3	4	28	19	14	62%	62%	0.10	0.39	9.3
服饰	2020.HK	安踏体育	2,124	621	715	818	97	116	135	22	18	16	2%	0%	0.80	0.94	4.4
服饰	2331.HK	李宁	559	283	320	363	39	47	55	14	12	10	0%	0%	-4.36	0.65	2.2
服饰	3998.HK	波司登	309	194	223	254	26	31	35	12	10	9	0%	0%	0.47	0.57	2.3
服饰	300979.SZ	华利集团	567	205	241	279	32	38	44	18	15	13	12%	0%	-8.27	0.81	4.0

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：归母净利润及 PE 为信达证券研究开发中心预测

## 风险因素

**宏观经济增速不及预期风险：**如宏观经济增速低于预期，或将影响市场出行需求，拖慢消费行业复苏节奏，同时或将影响消费者收入预期，影响线下消费复苏。

**行业竞争加剧风险：**行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或受下行影响。

**终端需求疲软风险：**消费复苏不及预期或将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

**原材料价格上涨风险：**原材料价格上涨影响成本端，或导致中下游消费企业毛利率下降。

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**蔡昕妤**，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

**张洪滨**，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。