

## 消费组专题深度报告

## 重构效用函数——人生逻辑下的消费新趋势

- **人生是每个人最大的消费对象：**“性价比、情绪消费、体验式消费”等是人们消费倾向的外在特征，但本质上是，这些情绪调动起我们就认可的人生逻辑，进而推动我们做出最终的消费决策。
- **重构效用函数：**在“人生逻辑下的消费选择”的决策框架下，人们每时每刻都需要在现在和未来中分配有限的时间和金钱甚至感情，以期获得最大的人生效用。考虑到一个消费活动可以同时折叠时间、折叠多层次需求，实现更高的总效用，我们重构了一个效用函数以更符合逻辑地评估消费活动的“性价比”。
  - (1) **折叠时间：**一是每个人不仅受到价格的约束，也受到时间的约束和时间观的主导，性价比的衡量需要加上时间代价；二是不同消费活动产生效用可持续性差距较大，一次美好的回忆可能在余生都会产生持续的积极效用，总效用等于愉悦强度在时间轴上的积分面积，例如一次偶像的演唱会可能花掉整月的工资，但它留给人们的美好回忆是受用一生。
  - (2) **折叠需求：**如果简单划分人生的三个阶段式的追求，我们可以分为“生存、生活、生命”，一个活动如果能够同时满足“生存、生活、生命”三种效用（尤其是后两者），那么它获得的效用可能会更大，能够帮助人们折叠多种效用的业态也将更具生命力。

在重构效用函数的基础上，我们构建一个三维立体图，垂直的 Z 轴是总效用，X 轴是价格，Y 轴是时间代价，如果在所有消费活动中对比，单位时间单位价格的基础上，总效用越大，越可能是消费者青睐的新趋势。
- **实现美好人生的那些“场景”是新消费时代里最刚需的：**一杯咖啡卖 30-40 元可能会很贵，但我们买的可能不一定是产品本身，如果买的是自己专心致志工作或学习、在户外享受闲暇或自然风光、与人愉悦地交流的两小时，则总效用因折叠多层次需求而变得较大，其消费的“性价比”较高，对比去购物中心，可能是更受消费者青睐的消费场景。好的业态能帮助人们更好地折叠时间与需求，即在一次消费花费的时间、金钱固定的情况下，产生的效用层次越多、高层次的占比越大，且效用持续的时间越长，则总效用越大，也就意味着“性价比”越高，越可能成为消费新趋势。
- **人与人之间的愉悦是最强的效用等级：**马斯洛的需求层次理论和三浦展的《第四消费时代》均总结出了消费的一些普适性规律，但他们对于需求均偏向于阶段划分，层次清晰，我们认为，在新科技、新渠道、新社会形态下，一个人的消费特点并不一定是金字塔型，甚至可以跳跃需求层次，也可以横跨几个“消费时代”，在不同的工作、生活状态和时间观下，对消费类型的青睐、价格敏感度也会有所不同，同一个消费活动也可能会兼容我们对“生存、生活、生命”的追求。但无论是马斯洛还是三浦展的研究结果，都显示“人与人的关系”从来都是需求的最高层级，是人类最大的愉悦来源，
- 在上述框架下，我们对各业态做一个新审视，进一步挖掘看待新消费的新视角、新评价，从而找到不同业态的供给创造、兼容需求的能力，争取找到少数资本有可能有回报的地方：如果一个消费业态能契合、兼容多个“人群部落”的兴趣，在新的效用函数里，性价比做到相对优越，那么该业态有望成为未来的消费趋势，这个业态可能会逐步长大，逐步孕育出一些健康的生态位，一些供给端的“企业物种”将有希望盈利、长大。
- 报告的第二部分试图在各细分领域内回答以下问题：
- **餐饮：**“买杯咖啡，哄自己上班”，为何资本大量涌入的咖啡赛道也创造出了同等强度的需求？零食量贩行业为何疫情期间爆火？“零食很忙们”做对了什么？价格战、要返点，行业未来前景如何？硬折扣兴起，供需再平衡下，渠道品牌化会是必然趋势吗？
- **商社：**“功能性护肤品”教育市场多年之后，“情绪性护肤”为何悄然蹿红？

## 推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：欧阳予

邮箱：ouyangyu@hcyjs.com

执业编号：S0360520070001

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

证券分析师：雷轶

邮箱：leiyi@hcyjs.com

执业编号：S0360522060001

证券分析师：秦一超

邮箱：qinyichao@hcyjs.com

执业编号：S0360520100002

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

联系人：刘一怡

邮箱：liuyiyi@hcyjs.com

“必选品，可选化”，洗护产品如何打开 10 倍价格空间？“囿于爱与厨房”之外，居家香氛接力，把“爱自己”贯彻到浴室与客厅。月薪 3k 为何能够掏光口袋飞往异地参加“圆梦”演唱会？单身社畜彻夜排队购买毛绒玩具，只为上班间隙“公园 20 分钟”带 chiikawa 拍照？

- ❑ **宠物：**多年“猫经济”盛行，为何“小狗经济”爆发式崛起，带动宠物数量第二增长曲线？“功能性”宠物食品概念走红，“防胜于治”理念快速渗透，背后体现了宠物经济内部什么样的预算分配顺序？边际被不断摊薄的费用与能级跃迁的效用体验让“单宠家庭”逐步向“多宠家庭”发展。线下宠物社交打开人类社交新世界大门，宠物\*户外成为情绪价值新的增长点。
- ❑ **家电：**伴随消费者追求品质生活，现在买家电看功能还是看颜值？洗碗机、扫地机是“神器”还是“智商税”？经济低迷时人们更愿意消费什么？家电终端市场需求正在从过去功能代表的生存/生活价值，向家庭、归属等生活/生命价值迭代。考虑日常使用频次和更新周期，哪怕在经济下行期家电仍具极强韧性。企业技术升级（清洁电器）和供给改革（无主灯），成为价值升级中重要环节。
- ❑ **轻工：**马面裙全网爆火、改良款旗袍销量遥遥领先，服饰的新中式潮流何以兴起？故宫文创渗透至各类生活用品，新中式装修风格受年轻消费群体青睐，新中式的品类扩散几何？家纺消费形象从“大红大紫土气风”到“艺术简约审美导向”，中国特色消费的头部品牌何以屹立不倒？从单品类到多品类到全屋定制到整装大家居，一站式消费习惯指引下家居行业格局如何演变？
- ❑ **医药：**严肃医疗跨界消费需求，GLP-1 成千亿美元蓝海市场。减重兼具医疗和消费双重属性，庞大市场需求尚未被满足。GLP-1 产品的出现引爆全球减重市场需求，凭借出色的表现成为减重领域明星单品。从时间维度看，GLP-1 产品的减重是高效的，完整且严谨的临场数据是其时间价值最好的背书；从融合需求维度看，处方药的身份本身就是对其生存需求的证明，同时，GLP-1 能够满足求美和追求健康的减重消费需求，也是对生活需求的诠释。因此，GLP-1 产品无疑是当前减重领域的性价比之选。
- ❑ **风险提示：**需求恢复不及预期、品牌和渠道竞争加剧、消费品库存周转风险、消费品估值下杀风险等。

## 投资主题

### 报告亮点

本篇报告提供的是一种新的视角和评价体系，而不是结论，讲述新消费跟旧事物本质上的联系，再列出各领域全球重要且有意思的变化，附加我们的新观察和评论，供投资者参考。

### 投资逻辑

报告首先阐述消费社会的起源和扩张，并总结前人的理论，在此基础上重构了一个效用函数以更符合逻辑地评估消费活动的“性价比”。在新“性价比”框架下，我们对各业态做一个新审视，进一步挖掘看待新消费的新视角、新评价，从而找到不同业态的供给创造、兼容需求的能力，争取找到少数资本有可能有回报的地方：如果一个消费业态能契合、兼容多个“人群部落”的兴趣，在融合时间和折叠需求后的新型性价比做到相对优越，那么该业态有望成为未来的消费趋势，这个业态可能会逐步长大，逐步孕育出一些健康的生态位，一些供给端的“企业物种”将有希望盈利、长大。

# 目 录

<b>一、需求侧：消费的评价标准可以更加多元-围绕人生消费的新型性价比展开.....</b>	<b>11</b>
(一) 消费社会的起源与扩张.....	11
1、消费社会的扩张只有快慢、形式不同，没有方向之争.....	11
2、生产力增长驱动消费供给端愈发丰富，未来竞争的是哪些场景更符合人生逻辑.....	12
3、情绪和体验消费是表层，底层是我们本就认可的人生逻辑.....	12
(二) 对前人需求理论的总结：层次划分清晰，“人与人”从来都是最大愉悦的来源.....	12
(三) 新框架：重构“性价比”指标-消费人生逻辑下的时间与需求折叠.....	15
<b>二、供给侧：顶级业态能做到折叠时间、容纳多种效用，从而创造更多需求.....</b>	<b>17</b>
(一) 食饮：供给革命引领，品质实用主义，性价比≠消费降级.....	17
1、2024年，当我们看消费趋势，我们在看什么？.....	17
2、性价比现象级机会1，从休闲到上瘾，咖啡乘风起.....	21
3、性价比现象级机会2，从零食量贩到全面硬折扣.....	25
4、硬折扣的方向与未来.....	29
5、消费的未来：品牌与渠道，线上与线下，再平衡与共生.....	32
(二) 商社：“性价比”再定义下的必选品“可选化”趋势.....	33
1、居家与洗护：增加情绪属性，打开10倍价格空间，从必选走向可选.....	33
2、演出/户外市场：掏光口袋也要参加的“圆梦”演唱会.....	39
3、买“谷”——“不必要，但很想要”的IP消费.....	41
(三) 宠物：从陪伴到“家人”，“必选”消费的新性价比思考.....	43
1、现象：始终强于社零的刚性需求，凭借新“性价比”持续扩容.....	44
2、融合时间：持续全生命的超高效用体验.....	46
3、折叠需求：养宠将人们对生存、生活、生命维度的需求高度折叠.....	47
4、时间和经济双重约束下的新“性价比”.....	49
5、解释和展望.....	52
(四) 家电：折叠效用极致性价比之选，以旧换新增加生活/生命价值.....	54
1、复盘家电2023：需求在波动中回暖，悦己生活价值隐含其间.....	56
2、清洁电器：内销悦己消费，出海国牌替代.....	59
3、无主灯：供给侧标品化整合行业，品质生活+释放时间价值.....	65
(五) 轻工服饰：新中式服饰、家纺与家居消费趋势探讨.....	68
1、新中式服饰：传统文化的现代化具象表达，或许是思想与文化的长牛.....	68
2、家纺行业：高需求能级的中国特色消费现金“牛”.....	72

3、家居行业：融合本质为将复杂的定制化流程折叠为产品输出至消费者.....	74
(六) 医药：严肃医疗跨界消费需求，GLP-1 近千亿美元蓝海市场.....	79
1、融合时间：GLP-1 减重具备高效的特点，且持续迭代.....	83
2、折叠需求：适应症广阔，GLP-1 产品临床价值正在持续挖掘.....	84
3、受益标的：华东医药、通化东宝 .....	85
<b>三、风险提示.....</b>	<b>85</b>

# 图表目录

图表 1 消费扩张趋势 .....	11
图表 2 马斯洛需求层次理论 .....	13
图表 3 三浦展对四个消费时代的划分 .....	14
图表 4 对未来消费具有启示作用的部分关键词 .....	14
图表 5 真实效用等于效用在时间轴上的积分面积 .....	15
图表 6 消费活动的效用评价体系 .....	16
图表 7 基础消费品的三个阶段 .....	17
图表 8 拼多多缩小与阿里收入差距，市值直追阿里 .....	18
图表 9 后疫情时代，白酒消费场景的切换 .....	18
图表 10 约七成 00 后为兴趣消费，自我取悦是消费根本 .....	19
图表 11 00 后兴趣消费的原因 TOP5 均为取悦自己 .....	19
图表 12 国民储蓄率自 2019 年持续上升（%） .....	19
图表 13 家具、汽车等大额支出消费减弱，但文娱保持 .....	19
图表 14 “买房&买车贷款”讨论度 20 年疫后大幅下降，22 年以来进一步下降 .....	20
图表 15 日本动画播出数及新增数在 90 年代保持高增 .....	20
图表 16 除 22 年高基数外，中国游戏市场保持高增 .....	20
图表 17 中国非职业教培行业仍保持刚需 .....	21
图表 18 中国药品零售额维持稳健增长（亿元） .....	21
图表 19 咖啡主力消费人群需求由商务&社交→日常&悦己 .....	21
图表 20 咖啡高频高价，是和酒精、烟草并列的消费级上瘾品 .....	22
图表 21 咖啡饮用年限越久，饮用量越多，具成瘾性 .....	22
图表 22 咖啡需求以提神醒脑、心理依赖等硬场景为主 .....	22
图表 23 我国门店咖啡近年来维持高增 .....	23
图表 24 人均咖啡饮用量对标国外有较大增长空间（杯） .....	23
图表 25 从需求、人群和格局看，门店咖啡生意属性优于茶饮 .....	23
图表 26 首次购买一年后，咖啡用户通常会增加购买频率，奶茶相反 .....	23
图表 27 瑞幸库迪蜜雪把性价比卷到极致，我国门店咖啡占比最高 .....	24
图表 28 我国连锁业态中，咖啡品牌的单店估值更高 .....	24
图表 29 以日本 UCC 罐装咖啡为例：经历十代目进化 .....	24
图表 30 中国量贩零食品牌地图 .....	25
图表 31 对比传统零食店，量贩零食是以价换量 .....	26
图表 32 传统&量贩零食的引流&白牌产品价值链对比 .....	26
图表 33 第二层竞争中头尾部量贩品牌开店分化加大 .....	26

图表 34 零食很忙每月开店翻倍增长，24M1 近 4k 家 .....	27
图表 35 万辰生物通过收并购快速拓店 .....	27
图表 36 测算零食量贩行业规模未来三年 CAGR 可看 50% .....	27
图表 37 良品铺子开展 17 年以来最大规模一次降价 .....	28
图表 38 三只松鼠高端性价比战略全品类全渠道布局 .....	28
图表 39 硬折扣不以牺牲品质为代价，实现高性价比 .....	28
图表 40 硬折扣对人货场各要素均有效率提升 .....	28
图表 41 对比欧美，中国社区型硬折扣渗透率整体仍较低 .....	29
图表 42 全球硬折扣发展时间线，是中低速时代的必然产物 .....	29
图表 43 本土硬折扣龙头乐尔乐门店快速扩张 .....	30
图表 44 家家悦、永辉自有品牌占比不断提升 .....	31
图表 45 欧美自有品牌发展：从基础型低成本到高品质、高附加值产品 .....	31
图表 46 海外各国自有品牌销售量占比，中国仍在初期 .....	31
图表 47 不同国家自有品牌定价普遍低于非自有品牌 .....	31
图表 48 硬折扣落地的代表玩家及其商业玩家 .....	32
图表 49 品牌与渠道走向共生 .....	33
图表 50 多快好省的再平衡 .....	33
图表 51 高端洗发产品品牌理念、功效和价格对比 .....	35
图表 52 off&Relax 产品系列 .....	35
图表 53 effortless 第一家线下门店 .....	35
图表 54 我国香氛市场规模 .....	36
图表 55 小红书 23 年 12 月香氛品牌互动榜 TOP10 .....	36
图表 56 主要香氛品牌产品及价格 .....	36
图表 57 野兽派“故事订花”模式 .....	37
图表 58 野兽派与苏州博物馆联名的春江地暖系列礼盒 .....	37
图表 59 Aesop 上海静安嘉里中心店 .....	38
图表 60 Aesop 北京王府店 .....	38
图表 61 我国精油市场规模及增速对比 .....	39
图表 62 节假日国内旅游人次和收入较 19 年恢复情况 .....	40
图表 63 节假日国内旅游客单价较 19 年恢复情况 .....	40
图表 64 演出市场规模及演出场次 .....	40
图表 65 五月天演唱会北京站黄牛票价分布 .....	40
图表 66 2022 年不同国家 IP 消费量 .....	41
图表 67 MINISO 无火香薰 .....	42
图表 68 MINISO 香水系列 .....	42

图表 69 公司部分供应商 .....	42
图表 70 名创优品芭比宣传图 .....	43
图表 71 名创优品门店布局（杭州旗舰店） .....	43
图表 72 CHIIKAWA 与 MINISO 联名产品（规格为 6.5cm*2cm*9cm） - 29.9 元/人民币	43
图表 73 CHIIKAWA 日本官网产品售价（规格为 9cm*3.5cm*11cm） - 86.64 元/人民币	43
图表 74 宠物行业看似量价红利均式微 .....	44
图表 75 小狗经济或为市场带来相当可观的增量 .....	44
图表 76 新增养宠理由中，增加生活乐趣，缓解工作压力显著上升（%） .....	44
图表 77 中小型犬风头正劲（图为养宠类型偏好%） .....	44
图表 78 宠物行业增速整体远超社零增速 .....	45
图表 79 宠物行业增速韧性优于其他可选消费品行业 .....	45
图表 80 宠物消费内部效用性价比一览 .....	45
图表 81 单千克价格对比：膨化粮向烘焙粮升级（元/kg） .....	46
图表 82 单千克价格对比：烘焙粮向风干粮升级（元/kg） .....	46
图表 83 宠物猫每日占用宠物主的时间远小于宠物狗 .....	47
图表 84 一只宠物到多只宠物，时间性价比纳入折叠维度 .....	47
图表 85 LICA&PET 丽卡宠物圣诞活动 .....	48
图表 86 星巴克推出宠物下午茶 .....	48
图表 87 品牌方积极组织携宠露营活动 .....	49
图表 88 养宠使得户外运动增加更多乐趣 .....	49
图表 89 2022-2023 年宠物（犬猫）消费结构变化（%） .....	50
图表 90 2022-2023 宠物细分品类消费渗透率（%） .....	50
图表 91 2020-2023 年宠主年均月收入分布 .....	50
图表 92 2018-2023 年单宠猫狗年度消费金额变化 .....	50
图表 93 猫狗主粮均呈现出明显的升级趋势 .....	51
图表 94 主粮消费决策中消费者更关注营养与口碑 .....	51
图表 95 大部分主人会在宠物 1 岁前就给予零食互动（%） .....	51
图表 96 宠物零食喂食频次也比较高（%） .....	51
图表 97 宠物经济中的消费升级在平滑的日度支出中实现的总支出放大效应显著 .....	51
图表 98 孤独经济催生日本宠物猫数量攀升 .....	52
图表 99 日本作为宠物成熟市场规模仍在持续扩大 .....	52
图表 100 美国宠物行业在疫情期间彰显强逆周期性 .....	53
图表 101 美国养宠渗透率仍在不断提高 .....	53
图表 102 低频高价的家电行业对应马斯洛生理和安全需求 .....	54
图表 103 1991 年后日本耐用品购买意愿显著高于整体消费者信心指数 .....	56

图表 104 日本居民耐用品支出占比稳定 .....	56
图表 105 2023 年大家电主要品类增长情况（亿元） .....	57
图表 106 2023 年厨卫电器主要品类增长情况（亿元） .....	57
图表 107 2023 年生活电器主要品类增长情况（亿元） .....	58
图表 108 70%已购买健康家电消费者的品类选择 .....	58
图表 109 30%准备购买健康家电消费者的品类选择 .....	58
图表 110 居民日均时间分配中家务劳动达 1.4h .....	59
图表 111 2018 年美国地面装饰材料市场份额分布 .....	60
图表 112 中国家庭地面材质占比 .....	60
图表 113 中国家庭每周擦地频率占比 .....	60
图表 114 单次擦地平均花费时间占比 .....	60
图表 115 自清洁扫地机工作原理 .....	61
图表 116 添可洗地机工作原理 .....	61
图表 117 自清洁机器人基本实现拖地人力替代 .....	61
图表 118 自清洁拖地机器人销额占比持续提升 .....	62
图表 119 洗地机销额占比持续提升 .....	62
图表 120 中国扫地机产品力明显领先（2023M1-M10） .....	62
图表 121 美亚销售仍以中低端机型为主（2023） .....	62
图表 122 早期中国扫地机仍以随机碰撞为主（2017） .....	63
图表 123 2017 年国内中低端价位扫地机占据绝对主导 .....	63
图表 124 全局规划清扫路径显著好于随机式 .....	63
图表 125 iRobot 扫地机分区域份额走势 .....	64
图表 126 国牌扫地机业务收入赶超 iRobot（亿元） .....	64
图表 127 视觉导航在建图清扫与路径规划方面略逊于激光导航 .....	64
图表 128 激光+视觉导航逐步成为国内扫地机主流技术 .....	65
图表 129 视觉导航产品用户评分显著低于激光导航 .....	65
图表 130 无主灯照明更加符合人们对光的需求 .....	66
图表 131 无主灯行业痛点 .....	67
图表 132 公牛品牌主打高性价比 .....	68
图表 133 沐光定位智能化，SKU 更精简 .....	68
图表 134 东方美穿搭 .....	69
图表 135 索菲亚：华鹤品牌主打高定新中式，风格质感更为厚重 .....	69
图表 136 2023 年新中式服饰市场规模达 10 亿级别、近 3 年相关商品交易总额增速超 100% .....	69
图表 137 2024 年新中式已成为最受关注的商业概念之一 .....	69

图表 138 国潮与新中式对比 .....	70
图表 139 24 年热卖店铺将名媛风与新中式相结合 .....	70
图表 140 故宫文创周边产品：口红、服饰、袜子、调味罐 .....	71
图表 141 美妆品牌新中式元素概览 .....	72
图表 142 2022 年中国民众每晚平均睡眠时长为 7.4 小时 .....	72
图表 143 家纺消费品下游需求占比 .....	72
图表 144 中国家纺品牌 CR5 市占率 .....	73
图表 145 中国家纺人均及户均消费金额整体呈稳步提升趋势 .....	73
图表 146 中日家纺消费渠道对比：中国以品牌专卖店为主，日本以零售商为主 .....	73
图表 147 家纺企业股息率一览 .....	74
图表 148 家具类零售额 2020-2022 年 CAGR 为 1.15% .....	74
图表 149 全国规模以上建材家居卖场销售额企稳 .....	74
图表 150 欧派家居销售模式演变梳理 .....	75
图表 151 整家定制为终极整装模式提供过渡样本 .....	75
图表 152 欧派家居整装大家居模式 .....	75
图表 153 中国消费者更加重视家居品质和服务 .....	76
图表 154 美国家居消费者画像 .....	76
图表 155 索菲亚品牌工厂端客单价持续上行 .....	77
图表 156 欧派整家定制发展路径 .....	77
图表 157 中国各级人口占比和家具行业消费者地区分布（2018 年） .....	78
图表 158 中国家居发展前瞻逻辑总结 .....	78
图表 159 在区域市场，本地家装公司及游击队占比仍较高 .....	78
图表 160 全球肥胖人口数量（亿） .....	80
图表 161 中国肥胖人口数量（亿） .....	80
图表 162 全球非 GLP-1 减重药物获批历史 .....	80
图表 163 GLP-1 受体激动剂能够实现多器官调控 .....	81
图表 164 各 GLP-1 药物减重数据 .....	81
图表 165 美国 GLP-1 市场测算 .....	82
图表 166 诺和诺德 Wegovy 销售额及增速 .....	82
图表 167 Wegovy 产品示意图 .....	82
图表 168 礼来替尔泊肽销售额及增速（亿美元） .....	83
图表 169 Zepbound 产品示意图 .....	83
图表 170 各 GLP-1 药物减重数据对比 .....	84
图表 171 诺和诺德研发里程碑 .....	85

## 一、需求侧：消费的评价标准可以更加多元-围绕人生消费的新型性价比展开

人生是每个人最大的消费对象，每时每刻都需要在现在和未来中分配有限的时间和金钱，以期获得最大的人生效用。考虑融合时间、折叠需求，我们重构了一个“性价比”指标：

**折叠时间：**消费者对“性价比”的考量会融合时间维度，一是我们每个人不仅受到价格的约束，也受到时间的约束和时间观的主导，性价比的衡量需要加上时间代价，例如很多人有养宠物的愿望，但受制于养宠物需要花费的时间代价太大，或者旅游带来的人生效用很高，但又受制于假期，或者家电省下来的体力和时间可以用来获得其他活动的平均效用；二是不同消费活动产生效用可持续性差距较大，一次美好的回忆可能在余生都会产生持续的积极效用，效用强度在时间轴的积分面积才接近真实效用，例如一次偶像的演唱会可能花掉整月的工资，但它留给人们的美好回忆是受用一生。

**折叠需求：**如果简单划分人生的三个阶段式的追求，我们可以分为“生存、生活、生命”，一个活动如果能够同时满足“生存、生活、生命”三种效用，那么它获得的效用可能会更大，能够帮助人们折叠多种效用的业态也将更具生命力。

好的业态能帮助人们更好地做到时间融合与需求折叠，即如果一次消费花费的时间、金钱固定的情况下，产生的效用层次越多、高层次的占比越大，且效用持续的时间越长，则总效用越大，也就意味着最后的新“性价比”越高，越容易成为人们的消费倾向。

### （一）消费社会的起源与扩张

#### 1、消费社会的扩张只有快慢、形式不同，没有方向之争

和平年代，发展是世界的主旋律，相当长的时间内，人们顺利地持续扩大生产，生产力和需求同步增长，消费主义诞生并逐渐强化。展望未来，随着消费社会的扩张，对“消费者身份”的认同和追求仍将是人们难以转移的生活重点，消费者对物质繁荣的持续需求仍将继续。

目前，虽然 12 亿高收入国家人口已经实现了个人消费的较高水平满足，人们的消费层次也相继迈过均质大众、个性化、精神层次、定义人生等阶段。但最近 70 年，全球人口增长 50 亿左右，但截至 2022 年，按照世界银行对世界经济体的分类，全球仅有 15.36% 的人口生活在高收入国家，剩下 84.64% 的人口仍处于中等收入国家和低收入国家，世界对物质消费、基础消费的需求仍然很大，即使是发达国家内部，也有较大基数的低收入人群，他们对美好生活的追求离不开物质和精神消费的增长。我们认为消费社会的扩张趋势只有快慢、形式不同，没有方向之争。

图表 1 消费扩张趋势

	消费特征	关键要素	消费目的
工业经济	均质大众	效率	达成目的
服务经济	个性化	服务	消耗时间
体验经济	精神层次	情景	幻想满足
消费人生	定义自己的人生	掌控未来	自我充实

资料来源：华创证券

## 2、生产力增长驱动消费供给端愈发丰富，未来竞争的是哪些场景更符合人生逻辑

生产力不断增长，有效需求的扩大速度有限，这个矛盾可能会一定程度继续存在下去，过剩的生产力必须要想尽办法刺激需求，才能找到自身的出路，这个过程使得消费活动不仅需要更好的产品，也愈发需要在精神层面有所升级，后文我们会阐述消费也愈发需要考虑折叠时间和折叠多层次效用，才能在众多消费场景中胜出。

- 生产力持续进步的源泉之一：每个国家都明确需要发展产业竞争力，社会精神、道德层面一直在大力鼓励工作、创造、创新，生产力的扩大虽受制于需求不足，但它的进步也部分独立于需求。随着人们工作和生活的融合度越来越高，我们的工作身份、个人身份愈发重叠，为社会提高生产力已经是“人生意义”之一，人的现代化一大特征是越来越重视劳动过程、自我价值的实现，而非仅仅为了结果。
- 生产力在努力满足和刺激需求端：可以通过广告刺激人们的消费欲望增加，也可以通过创造更新、更有趣、更多组合式的消费体验，还可以把对实现人生目标的多层次需求折叠进来。

生产力持续进步带来了人均劳动时间减少，闲暇时间增加（人们正享受史上最多且越来越多的闲暇，闲暇分为必要型、享受型、学习型），数字经济时代又带来了工作的收入、时间、地点都变得弹性化、碎片化（生活与工作的时间边界、物理边界，甚至创收边界，都越来越模糊，愈发融合）；人与人的连接形式跨越了时间、物理空间（线下活动的必要性有了新的且更高的“效用基准”，出门是因为自己想要出门做点什么事，而非生存需要才出门）等等。

消费社会的持续扩大，人们消费的东西已经不再是最基础的生存所需，而是在人们各自的人生逻辑下，做着必要且更高能级的消费选择，这些选择是在横跨产品、服务、体验、学习中做的，场景是最关键的，因为场景折叠了多种需求。所谓的高能级指的是：在时间和金钱的双重约束下，该消费活动对人们生存、生活、生命的总效用更大，效用持续时间更长。

## 3、情绪和体验消费是表层，底层是我们本就认可的人生逻辑

关于消费的未来，人们常常提到体验式消费、情绪消费，而我们理解的深层次是：人是复杂的、兼容多种不同想法的个体，消费实现效用的终点不是情绪本身，情绪是我们“大脑逻辑”的“调动器”，不同情绪是不同逻辑的“代言人”，这是由大脑结构决定的，情绪是一个“中转站”，例如：一些情绪可以调动我们大脑中认可“延迟满足”的逻辑，另一些情绪可以调动“享受当下”的逻辑，调动的更多且更强的那条逻辑会在我们大脑中形成明确的想法，进而促进该决策的诞生。（情绪不是我们决策和消费的终点，就好比多巴胺是根据“奖励超额”的准则调动去甲肾上腺素，由后者来完成快乐，原理是类似的。）

**总结：我们最终消费的不是情绪，而是被情绪调动起来的那条我们本就认可的人生逻辑，而人生是我们每个人最大的消费对象。**

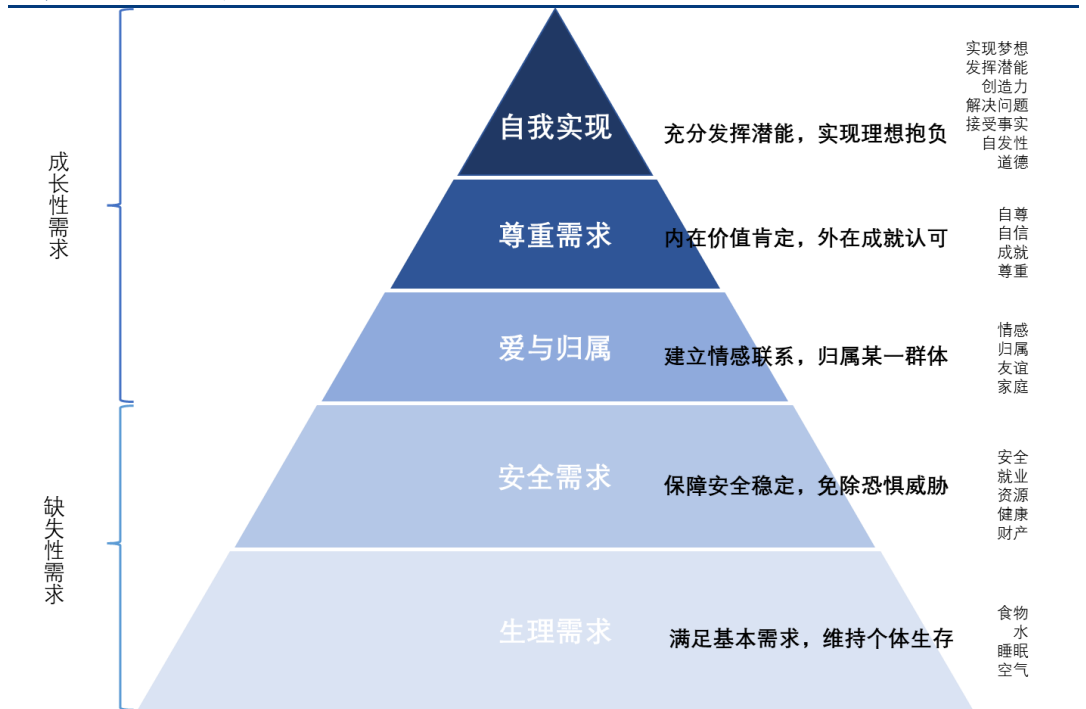
### （二）对前人需求理论的总结：层次划分清晰，“人与人”从来都是最大愉悦的来源

美国心理学家马斯洛从人类动机的角度提出需求层次理论，强调人的动机是由人的需求决定的。需求层次分为5个层级，由低级到高级逐步形成并得到满足，高级需要出现之前，得先满足低级需要。而且人在每一个时期，都会有一种需求占主导地位，而其他需

求处于从属地位。

马斯洛的需求层次理论在一定程度上反映了人类行为和心理活动的共同规律，但可能相对忽略了需求层次的可跳跃性、层次的同时需求性、以及需求层次可能受到场所、环境等外部因素的影响等。我们也可能会在生活窘迫、极寒交迫的时候，非常重视自我实现、被人尊重、与人建立情感连接；从基因层面，我们的需求可能是顺着基因包含的规律驱动，总体顺应这个需求层次理论，但在“模因”层面，在中国的儒家文化里，一些高层次的需求未必比基础需求更少，可能反而更受重视，换言之，下图的金字塔结构也许并非标准的结构。

图表 2 马斯洛需求层次理论



资料来源：华创证券

三浦展的《第四消费时代》将产业革命后至今的日本分为四个消费社会阶段，书中重点呈现在宏观经济的不同发展阶段下，消费行为和消费观念所发生的潜移默化但不可逆转的发展过程。在这个过程中，消费社会从崇尚时尚、奢侈品，经历注重质量和舒适度，进而过渡到回归内心的满足感、平和的心态、地方的传统特色、人与人之间的纽带上来。

我们认为实际情况中，这几个消费阶段不一定是泾渭分明的，而可能是人们在不同的消费时代里面相互交叉，各个消费时代之间仍保留着原有消费时代的特征，同一个人穿插在几个消费时代里也是非常常见的，甚至早上他处于未来时间观里，消费会延迟满足，处于第四消费时代，但晚上享受闲暇时光时，他会处于第二三消费时代；与不同人在一起，可能也会有不同的消费时代的切换。

从找“不同”的角度来说，各个时代之间确实有一些变化，但变化的比例有可能被放大来理解了，例如商超的发展遵循的原则是几十年如一日不变的，均是“多快好省”，但在存量经济期，由于表现相对突出，就被认为是新的消费趋势，其实在经济繁荣期，这样的发展逻辑就一直存在，只是不同的企业以不同的形态展示出来了，从沃尔玛到开市客，本质是相同的。总而言之，不同消费时代的特点在新时代里都将继续下去，潜移默化的小变化仍将持续，我们要更平淡地看待，过去与现在的不同是少数，相同还是大多

数。

**图表 3 三浦展对四个消费时代的划分**

	第一消费时代 (1912-1941)	第二消费时代 (1945-1974)	第三消费时代 (1975-2004)	第四消费时代 (2005 至今)
消费背景	经济繁盛，人口增加	经济高速增长，人口增加	低速经济增长，收入差距拉大，人口微增	经济长期不景气，人口减少
消费人群	大城市里先富起来的人	中产阶级化；小家庭、家庭主妇	单身者、啃老单身	所有年龄层的单一化个人
消费价值观	私有主义，整体重视国家	私有主义，整体重视家庭和社会	私有主义，重视个人	共享主义，重视社会
消费特点	西洋化、大城市倾向	大量消费、美式倾向、大城市化	个性化、多样化、差异化、品牌化、大城市倾向、	无品牌倾向、朴素、休闲、本土化倾向、

资料来源：三浦展《第四消费时代》，华创证券

总结：无论是马斯洛的需求层次理论，还是三浦展的《第四消费时代》，他们对于需求均偏向于阶段划分，层次清晰，但我们认为，**在新科技、新渠道、新社会形态下，一个人的消费特点并不一定是金字塔型，甚至可以跳跃需求层次，也可以横跨几个“消费时代”，在不同的工作、生活状态和时间观下，对消费类型的青睐、价格敏感度也会有所不同，同一个消费活动也可能会兼容我们对“生存、生活、生命”的追求。**

例如，我们完全可以在收入不高甚至工作不稳定的情况下，追求更高的社会认同感；也可以在省吃俭用强调性价比的同时，消费奢侈品和高价演唱会；可以在一天时间内，切换不同的时间观，早上延迟满足努力工作学习，对价格敏感，晚上享受当下追求体验，对价格不敏感；我们考虑一杯爆米花价格是否太贵的同时，可以考虑去图书馆坐着看书喝着杯免费的热水；在周末公园的草坪上喝咖啡吃简餐的同时，完成带娃、阅读、心流、锻炼、与人相聚等多重效用。消费品和消费活动之间可能产生跨越时间、空间、效用评价的竞争，甚至竞争对象可能是免费的、公益的，我们需要一个更高的视角来看待我们的行为，而不是简单的就消费论消费，人是观念驱动的动物，我们怀着今天一定要花多少钱的心态出门的比率并不是很高，而是今天我想做什么，想过怎样的人生，因此出门。

**但需要重点强调的是，无论是马斯洛还是三浦展的研究结果都显示，“人与人的关系”从来都是需求的最高层级，是人类最大的愉悦来源。**

我们总结未来消费具有启示作用的一些关键词，如下图所示：

**图表 4 对未来消费具有启示作用的部分关键词**

未来消费特点关键词	我们如何理解
人生是最大的消费对象	三浦展：“所谓的 Well-being，不是指眼下的快乐、愉悦，而是从人生整体的长度来看是否得到了幸福与满足”，“消费的终极意义在于度过更加充实的人生”。 消费者通过消费行为寻求的不仅仅是物质满足，更是生活方式的塑造、个人价值观的体现、深度体验的获得、社会关系的建立以及生活平衡的实现。
人与人是最强愉悦来源	马克思：“人的本质不是单个人所固有的抽象物，在其现实性上，它是一切社会关系的总和。” 三浦展：“在 AI 技术不断推进的快速且规模巨大的消费社会中，我认为人们正在努力实现慢速的(slow)、小规模的小的(small)、软性的(soft)、社交的(sociable)、可持续的(sustainable)生活。在宽松舒适的小型社区中，一边与他人交往，一边过着慢悠悠的日子。这就是一种可持续的生活方式。”

情绪消费	我们消费的不是情绪，而是被情绪调动起来的那条我们本就认可的人生逻辑，商品通过消费者的自我价值感带来额外的情绪获得。
体验式消费	商品本身已不是刚需，我们买的是其中的元素我喜欢或者有更长远的效用，或者可以折叠我们对生活、生命的追求。体验式消费追求的是人生价值的最大化。
悦己消费	Z世代已成为新时代的主力消费人群，追求自我表达是其普遍价值观，消费者更愿意最大限度地满足自己，让自己更美，更加自信。
性价比消费	消费者回归追求品质本源，技术消除信息不对称，情感溢价和信任成本分离

资料来源：三浦展《孤独社会》，三浦展《第四消费时代》，马克思《关于费尔巴哈的提纲》，华创证券

### （三）新框架：重构“性价比”指标-消费人生逻辑下的时间与需求折叠

#### 折叠时间：

我们既要考虑时间对消费活动的约束，也要考虑消费活动在时间上的积分面积才等于真实效用，既省时又持续的活动，有着更高的“性价比”。

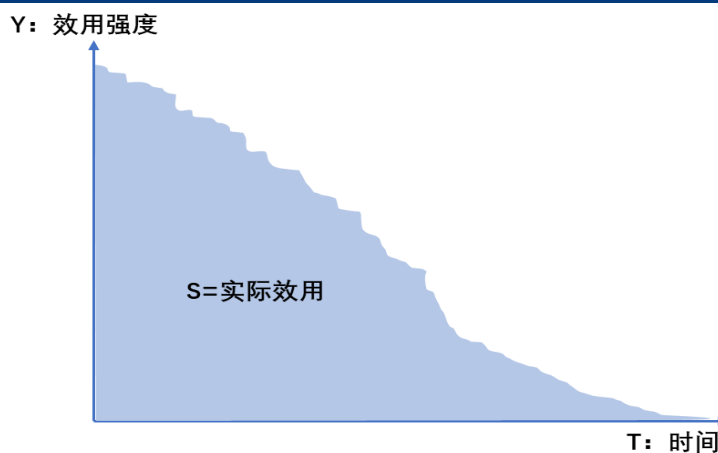
#### 1、人们受到时间的约束和时间观的主导：

人们采取行动前，首先会考虑他们将怎样花费时间，要去做什么事，再同时考虑如何花钱和性价比，并且在不同“时间观”状态下，人们对时间和金钱的代价的敏感度都是不一样的。少部分人可以完全掌控时间，做到娱乐、赚钱、进步或者生存、生活、生命三位一体，但一般情况下，人容易被时间掌控。并且，同一个人身上会有几种时间观存在，不同时间观状态下，他们对消费的选择会有不同的倾向。

#### 2、真实效用：效用强度在时间轴上的积分面积

不同消费活动所产生的效用可持续性差距较大，一次美好的回忆可能在余生都会产生持续的积极效用，效用强度在时间轴上的积分面积才接近真实效用。即一次购买，但后续可以每每使用、每每回忆都获得效用，且效用持续长，随时间衰减慢，那么总效用就大。

图表 5 真实效用等于效用在时间轴上的积分面积



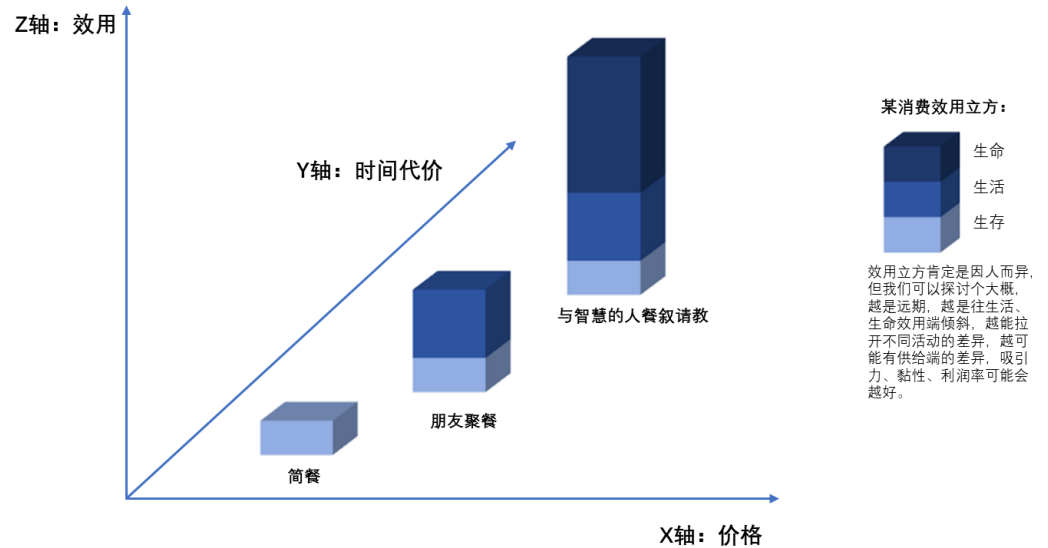
资料来源：华创证券

折叠需求：如果简单划分人生的三个阶段式的追求，我们可以分为“生存、生活、生命”，一个活动如果能够同时折叠三种效用（尤其是后两者），那么它获得的效用可能会更大，能够帮助人们折叠多种效用的业态也将更具生命力。

考虑折叠时间、需求，我们重构了一个“性价比”指标，按此标准将消费活动进行了主

观的排序，做出一个三维图形，以衡量消费活动的真实吸引力：我们认为，消费者在时间、金钱的双重约束下做选择（即消费活动受到 X 轴和 Y 轴的共同约束），如果一次消费花费的时间、金钱固定的情况下，产生的效用层次越多、高层次的占比越大，且效用持续的时间越长，则总效用越大，即最后的新“性价比”越高，越容易成为人们的消费倾向。

**图表 6 消费活动的效用评价体系**



资料来源：华创证券

## 二、供给侧：顶级业态能做到折叠时间、容纳多种效用，从而创造更多需求

在我们定义的新型“性价比”评价体系下，顶级的业态是可以让消费者更有机会折叠时间、容纳几种效用并产生可以期盼的未来（享乐、赚钱、进步等）。它满足了不同聚落的人、不同时间段、不同时间观、不同人群之间的共同的需求。

在后文，我们将用该框架对已经出现的一些火爆业态做一个重新审视，进一步挖掘看待新消费的新视角、新评价，从而找到不同业态的供给创造、兼容需求的能力，争取找到一些资本有可能有回报的地方：如果一个消费业态能契合、兼容多个“人群部落”的兴趣，在融合时间和折叠需求后的新型性价比做到相对优越，那么该业态有望成为未来的消费趋势，这个业态可能会逐步长大，逐步孕育出一些健康的生态位，一些供给端的“企业物种”将有希望盈利、长大。

### （一）餐饮：供给革命引领，品质实用主义，性价比≠消费降级

写在前面：性价比≠消费降级

从杂牌到品牌阶段，中低速阶段，性价比消费是必然趋势。基础消费品共经历三个阶段。

- 1) **发展早期低质低价**：核心矛盾在供给短缺，杂牌野蛮成长；
- 2) **高速发展阶段高价高质**：核心矛盾从量到价，供给扩张与需求升级同步，既是造就品牌消费的黄金十年，也是消费者被动支付信任和情感溢价的阶段；
- 3) **中低速增长时代中价高质**：消费者理性化为品质消费，性价比消费大行其道，零食量贩、瑞幸、好特卖等现象级消费接连涌现，本质是供给过剩背景下的供需再平衡。
  - **供给端**：品质是基础前提，技术带来效率提升，问供应链拿效率利润；
  - **需求端**：回归追求品质本源，技术消除信息不对称，情感溢价和信任成本分离；

图表 7 基础消费品的三个阶段

	杂牌阶段	品牌阶段	性价比阶段
基础特征	低价低质	高价高质	中价高质
经济环境	发展早期	高速发展	中低速阶段
供需关系	供给短缺	供给扩张，需求提升	供给过剩，供需再平衡
消费诉求	消费量	价为品质背书	品质与价格最优比

资料来源：华创证券整理

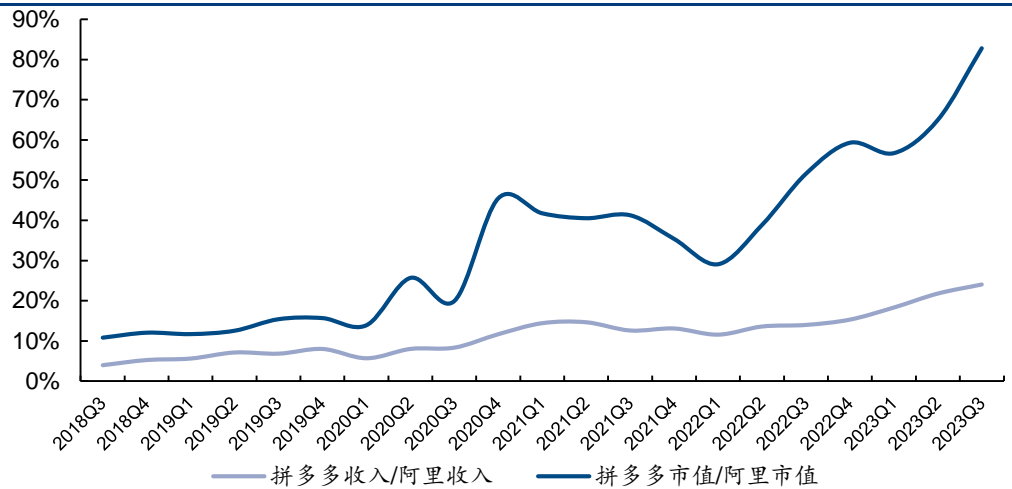
### 1、2024年，当我们看消费趋势，我们在看什么？

**趋势 1：品质升级→平替好物，理性化消费**

消费者更加理性，普遍追求更高性价比，平替好物受追捧，线上下渠道均有表现。

- **线上**：抖拼快等平台高性价比，承接传统电商流量下滑。
- **线下**：大部分消费品结构升级逻辑弱化后，品牌、产品在效率导向下重构。线下商超明显被分流，主打高性价比的品牌表现更优，如零食（万辰、盐津、劲仔、甘源），软饮料（瑞幸、东鹏等）。

图表 8 拼多多缩小与阿里收入差距，市值直追阿里



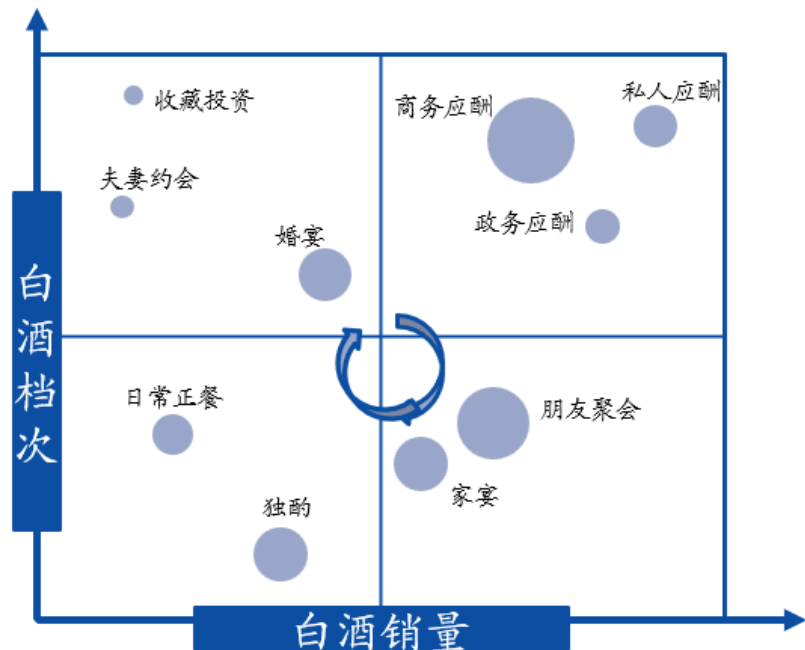
资料来源: Wind, 华创证券

趋势 2: 敬人消费→悦己消费，从商务社交到自我悦纳

敬人消费回报低，悦己消费受重视。经济高速发展期，敬人消费可具投资属性，而随着经济增速换挡，社交回报降低，消费向悦己切换。以白酒为例，主流消费场景由社交（商务宴请、礼赠）向私人享受（家宴、自饮、收藏）转变。

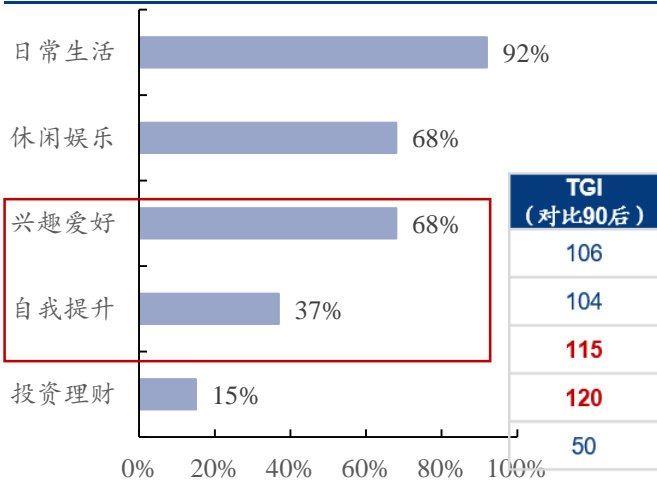
00后主导消费趋势：自我愉悦至上、兴趣驱动消费。身处物质丰富、多元发展的时代，兴趣与自我认同成为 00 后生活的重要部分。相比 90 后，00 后更愿意为兴趣、自我提升消费。艺恩数据显示，谷圈、娃圈等新兴小众圈层中，00 后为主力军，占比超 70%。

图表 9 后疫情时代，白酒消费场景的切换



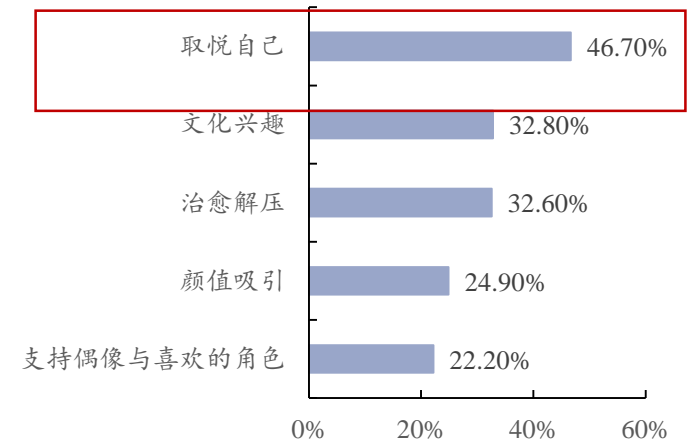
资料来源: 华创证券整理

图表 10 约七成 00 后为兴趣消费，自我取悦是消费根本



资料来源：智篆GI、清渠数据、天下网商《2023 中国新消费趋势白皮书》，华创证券(注：TGI 指目标群体中具有某一特征的群体所占比例/总体中具有相同特征的群体所占比例，TGI>100 表示该偏好更强势)

图表 11 00 后兴趣消费的原因 TOP5 均为取悦自己



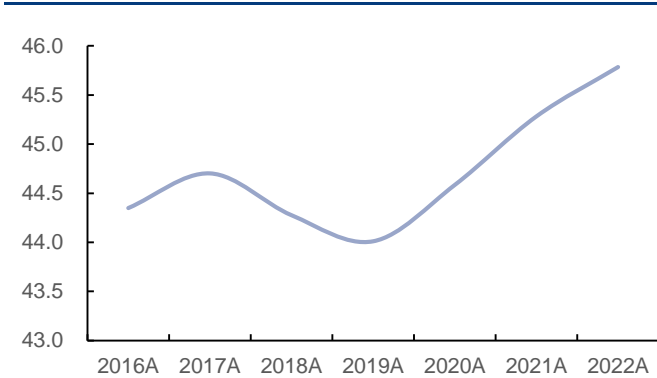
资料来源：智篆GI、清渠数据、天下网商《2023 中国新消费趋势白皮书》，华创证券

**趋势 3: 大额消费→小额碎片化，享受小确幸**

经济动能转换期，未来收入预期不确定性放大，储蓄率自 2019 年起持续提升。

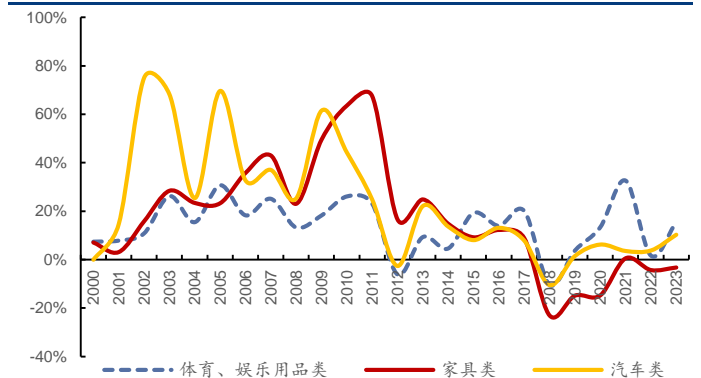
大额支出延迟满足，重在享受当下的小确幸。以家具类、汽车类为代表的大额消费在 2000-2012 年增长迅速，2013-2017 年增速降缓，2018 年后不增长甚至负增长；而体育娱乐为代表的小额消费持续维持稳定增长，23 年后仍表现突出。

图表 12 国民储蓄率自 2019 年持续上升 (%)



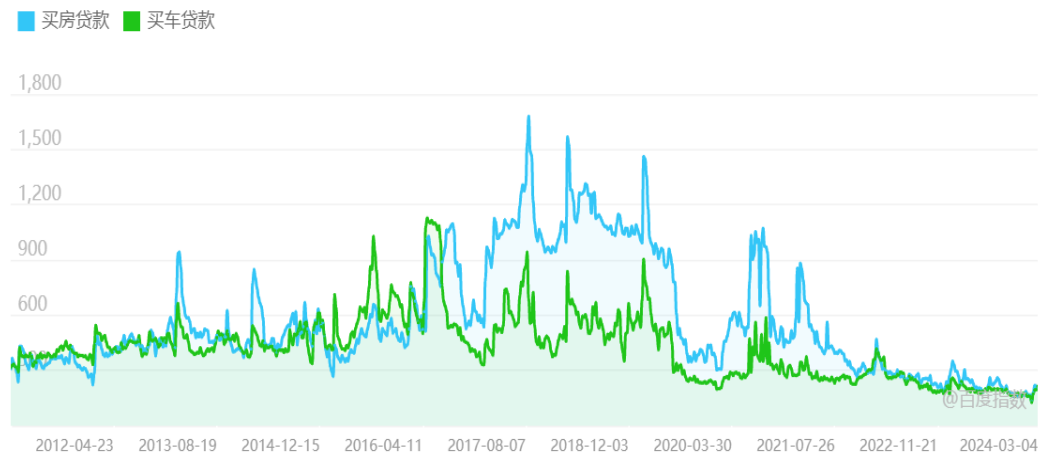
资料来源：Wind，华创证券

图表 13 家具、汽车等大额支出消费减弱，但文娱保持



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 “买房&买车贷款”讨论度 20 年疫后大幅下降，22 年以来进一步下降



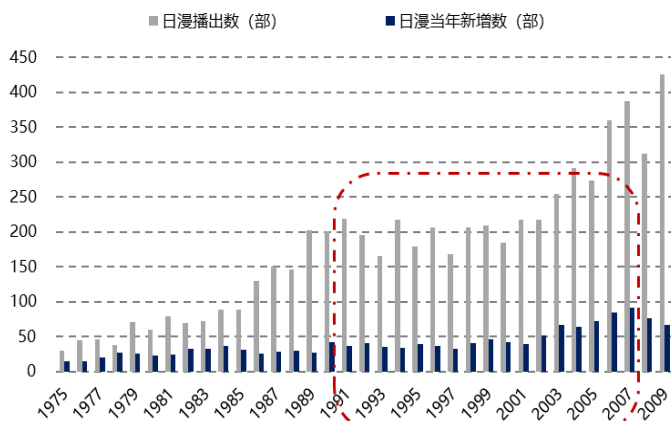
资料来源：百度指数，华创证券整理

趋势 4：实物→服务化，服务消费占比提升

实物消费整体渗透率较高，转而追求旅游/游戏等可选消费、教育/医疗等服务型必选消费占比有望提升。

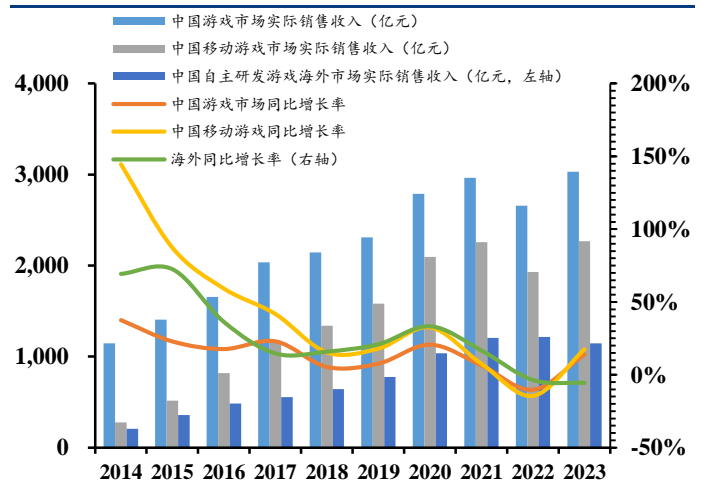
- **游戏：**物质需求偏弱下的精神载体，日本游戏玩家参与率从 1991 年 14.8% 提升到 2001 年 26%。
- **旅行：**疫后回暖，短途游、周边游受欢迎。2024 年春节出行人次/国内出游人次/国内出游总花费同比 19 年+34%/+19%/+7.7%。
- **教培：**双减后转型成功，刚需下具备抗周期性。义务教育受到较大冲击，但素质教育、备考课程、成人语言培训课程及教材等仍具刚性。
- **医疗健康：**老龄化下刚需特性，人口结构带动增长。功能性食品（保健）、减重、海尔默兹症等催化不断。

图表 15 日本动画播出数及新增数在 90 年代保持高增



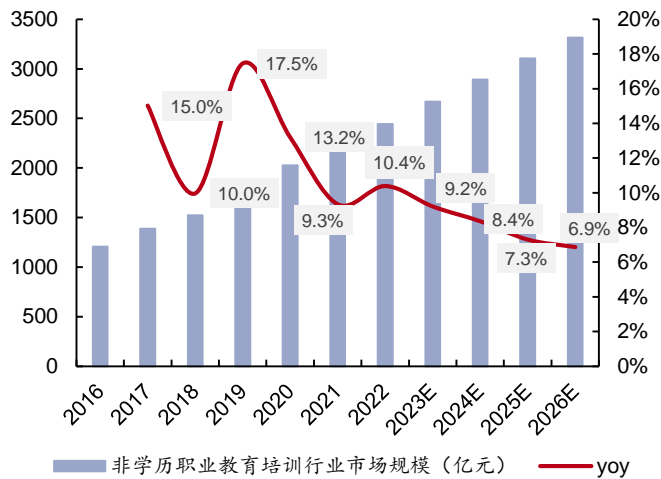
资料来源：日本动画协会，华创证券

图表 16 除 22 年高基数外，中国游戏市场保持高增



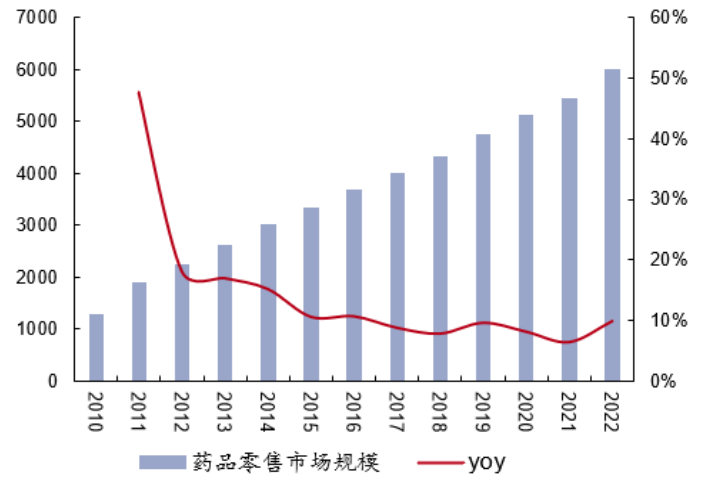
资料来源：伽马数据，华创证券

图表 17 中国非职业教培行业仍保持刚需



资料来源：粉笔招股书，华创证券

图表 18 中国药品零售额维持稳健增长 (亿元)



资料来源：商务部，华创证券

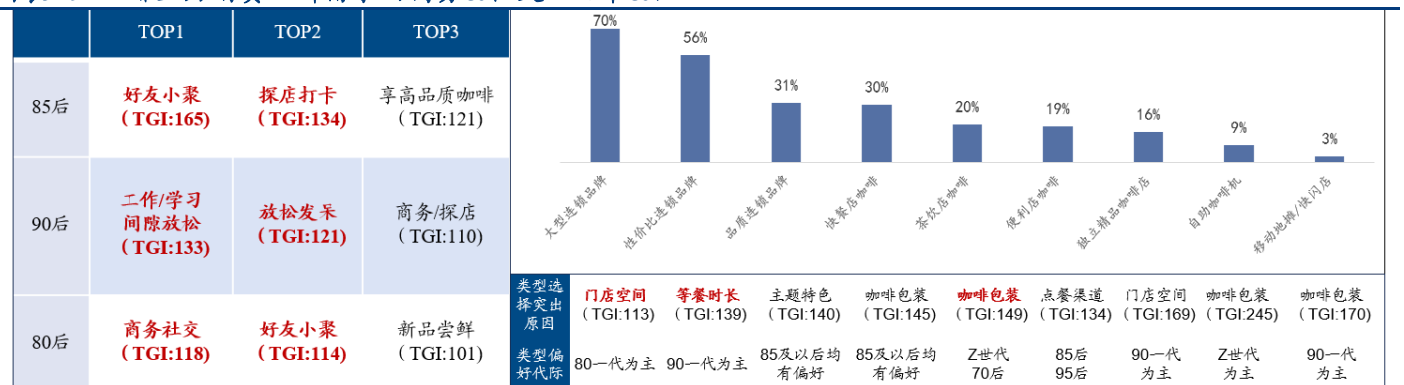
## 2、性价比现象级机会 1，从休闲到上瘾，咖啡乘风起

### (1) 供给革命，需求升级，近五年 CAGR25%+

是功能品，更是社交品，咖啡上瘾的本质驱动是悦己消费。咖啡既是打工人的续命水，又满足人与人的社交，能够融合进学习、工作、商务、休闲等多个场景，使之从可选属性转变为人生意义的“必选”。当你为专心致志的 3 个小时，无论是工作、读书、发呆，或是与想见的人聊天而付议价的时候，一杯咖啡即使是 50 块钱也不贵。

越喝越多，越喝越浓，从休闲到上瘾，千亿赛道维持高景气增长。咖啡饮用年限越久，饮用杯数越多，中度消费者一天 1 杯，重度消费者一天 2~3 杯甚至更多，日本 60 岁以上老年人一周平均饮用 12 杯，且单个上瘾者通过社交裂变带来潜在增量，每个重度消费者都是不自知的咖啡文化传播者。成瘾性和高复购带动过去五年我国咖啡行业规模 CAGR25%+，已成长为千亿赛道，其中瑞幸、星巴克、manner、库迪均步入千店阵营。

图表 19 咖啡主力消费人群需求由商务&社交→日常&悦己

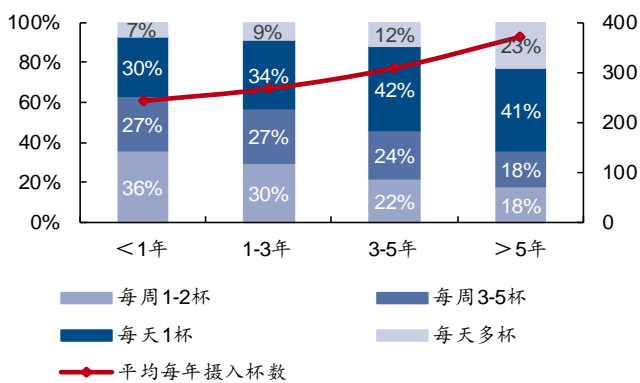


资料来源：CBNData《2023 中国城市咖啡发展报告》，华创证券（注：右图柱状图数值为整体饮咖人群的门店类型选择和偏好率，其中 TGI=该人群选择该项比例/整体比例，>100 代表偏好）

图表 20 咖啡高频高价，是和酒精、烟草并列的消费级上瘾品

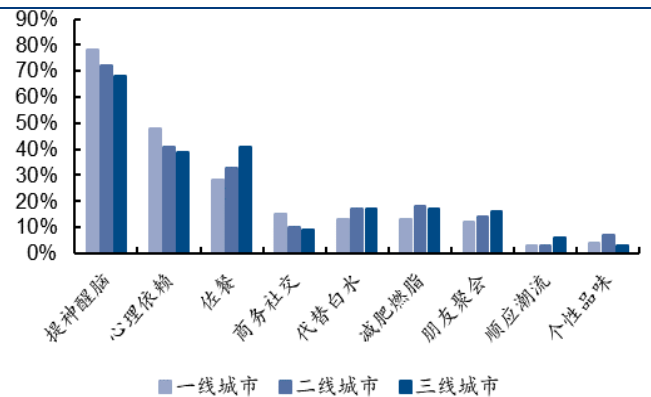


图表 21 咖啡饮用年限越久，饮用量越多，具成瘾性



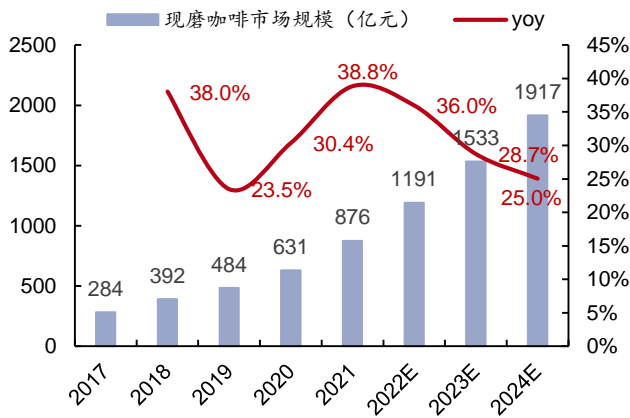
资料来源：德勤中国《中国现磨咖啡行业白皮书》，华创证券  
(注：右轴单位为“杯”)

图表 22 咖啡需求以提神醒脑、心理依赖等硬场景为主



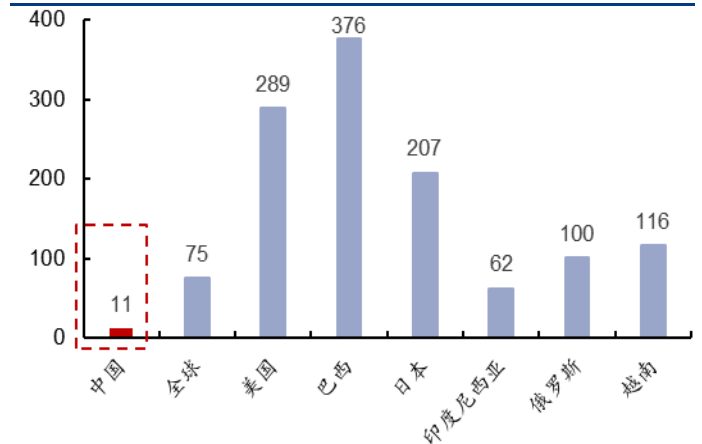
资料来源：德勤中国《中国现磨咖啡行业白皮书》，华创证券  
(注：佐餐指便利店、KFC等)

图表 23 我国门店咖啡近年来维持高增



资料来源: 艾瑞咨询, 华创证券

图表 24 人均咖啡饮用量对标国外有较大增长空间 (杯)



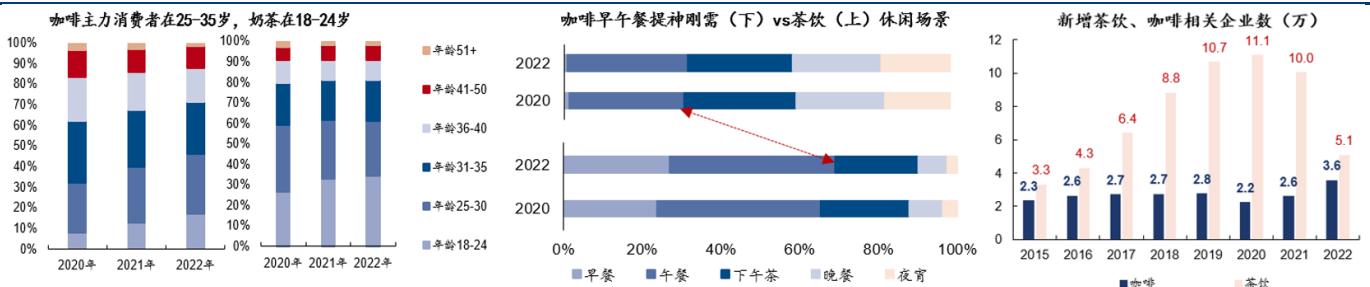
资料来源: 灼识咨询, 华创证券

(2) 长生命周期, 更高性价比, 孕育品牌参天大树

长生命周期, 意味着产品更标准化, 用户心智更易被垄断, 天花板越高, 龙头或商业模式创新者的规模效应不断强化, 越容易长成消费品牌的参天大树。星巴克的经久不衰、UCC 的持续迭代、瑞幸的毁灭式创新都可以作为典例, 这里我们以瑞幸为例。

瑞幸称王的逻辑: RTD 的价格+现磨咖啡的功能性+现制茶饮的好口感。瑞幸 R&D 团队不仅包括咖啡从业人员, 还包含茶饮、快餐等经验人员, 将各种原料和口味数字化, 量化追踪饮品的流行趋势; 而营销部门则借助海量的数据和高效的数字化系统, 提出需求并反哺研发。公司 2020-2022 全年分别推出 77/113/108 款新品, 同时凭 9.9 元的穿透性定价 (单杯成本原材料测算 6.5 元), 实现全民咖啡浪潮, 仅花 4 年就做到百亿体量。

图表 25 从需求、人群和格局看, 门店咖啡生意属性优于茶饮



资料来源: 饿了么《2023 中国现制茶饮、咖啡行业白皮书》, 华创证券

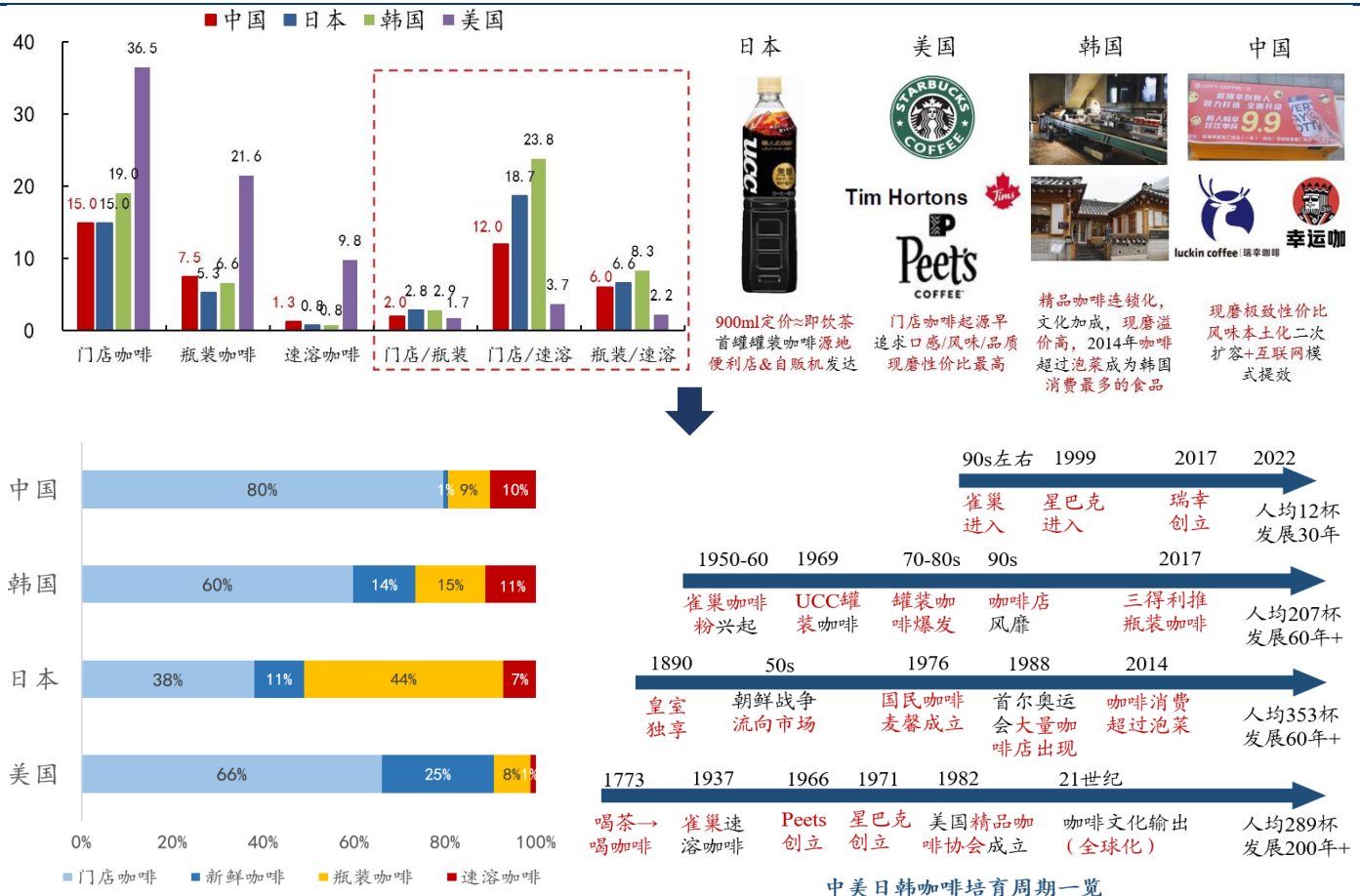
图表 26 首次购买一年后, 咖啡用户通常会增加购买频率, 奶茶相反

	Luckin Coffee					Starbucks					HeyTea					Nayuki Tea				
	M+13	M+14	M+15	M+16	M+17	M+13	M+14	M+15	M+16	M+17	M+13	M+14	M+15	M+16	M+17	M+13	M+14	M+15	M+16	M+17
202101	21%	19%	22%	15%	8%	7%	12%	2%	4%	9%	-8%	-3%	0%	-1%	-2%	-10%	-4%	-1%	-4%	-2%
202102	22%	27%	26%	18%		11%	9%	4%	5%		-4%	-1%	-1%	-5%		-7%	0%	-7%	-2%	
202103	14%	24%	16%			6%	3%	1%			-2%	-4%	-3%			-6%	-7%	0%		
202104	13%	10%				4%	2%				-3%	0%				-5%	-1%			
202105	8%					7%					-8%					-12%				

Source: Online customer purchase survey

资料来源: snowlake《Luckin Coffee Full Investment Memo》, 华创证券

图表 27 瑞幸库迪蜜雪把性价比卷到极致，我国门店咖啡占比最高



资料来源：日美 Amazon、韩 Gmarket、中国淘宝、各品牌官方 app 及官网，亚洲经济中文网，欧睿，华创证券（注：上方柱状图左边为不同国家主流的三类咖啡单价，统一用人民币表示，单位为“元/杯”，右边三列比值为三类咖啡在不同国家的价格比值，均是 23 年 8 月 28 日统计价格；下方条形图为各国门店、瓶装、速溶等形态销售额的占比，门店结构为欧睿 22E）

图表 28 我国连锁业态中，咖啡品牌的单店估值更高

品牌	融资轮	最新轮次	融资总额	店数	市值 (亿元)	单店估值 (万元)
星巴克 2.	-	-	-	34949	7896	2259
瑞幸 2.	-	-	-	10836	448	413
瑞幸 1.	7.	战略融资	超 18.95 亿美元	2251	205.9	915
Manner 1.	4.	B+轮	数亿美元	300	198.8	6627
Mstand 1.	3.	B+轮	超 5 亿元	42	40	9524
Tims 1.	5.	战略融资	116.44 亿美元	433	99.4	2296
喜茶 1.	5.	D 轮	超 40 亿元	838	600	7160
蜜雪 1.	1.	战略融资	20 亿元	13153	200	152
赵一鸣 1.	1.	A 轮	1.5 亿元	800+	15	188
零食很忙 1.	2.	股权融资	超 2.4 亿元	800	24	300

资料来源：德勤中国《中国现磨咖啡行业白皮书》，华创证券

图表 29 以日本 UCC 罐装咖啡为例：经历十代目进化



资料来源：德勤中国《中国现磨咖啡行业白皮书》，华创证券

### 3、性价比现象级机会 2，从零食量贩到全面硬折扣

#### (1) 多快好省，零食量贩店的崛起与突围

零食行业发展至今，经历商超、电商、量贩店三轮渠道变革，本质是流量变迁。

**零食量贩崛起的必然性：长尾高频、流通高毛利低门槛、供给过剩、加盟模式扩容。**我们在此前深度《多快好省，零食量贩店的崛起与突围》中提到，零食品类长尾高频，上游供给过剩，渠道利润厚，可以提效的空间充足。故零食量贩本质是以高性价比的品牌连锁形式，即通过上游压缩采购环节降低成本、下游提升消费体验，收获放大的社区流量。

图表 30 中国量贩零食品牌地图



资料来源：零食量贩产业大会调研，华创证券拍摄

#### 1) 模式再思考：低价+走量，问渠道溢价拿效率

**先发制人，效率制胜：低价走量式零售，好渠道={买手、广告、售后}。**在《多快好省，零食量贩的突围与崛起》中，我们提出零售的本质是效率，这里我们进一步落地为开店效率和运营效率，对应零食量贩第一层竞争是拼手速抢点位，第二层则是供应链效率。

- **第一层竞争：拿到入场券，拼手速，发生在 23H1 之前，主基调是红利共荣（区域化）。**零食量贩本身开店门槛和难度低，与其他连锁对比投资回报率可观，资本、产业、个体纷纷加入跑马圈地，享受行业初期扩容红利，区域市场龙头确立。
- **第二层竞争：分化与角逐，拼效率，发生在 23H1 至今，主基调是大吃小（全国化）。**产业趋势过热带来局部的供给过剩，中小玩家的主要矛盾从多开店到活下来，头部的先发优势和规模效应则越发凸显：①**买手**：零食很忙与中小型零食店在同一品类上，面向同一层级进货的溢价达 10-20%，同时每省去一个中间代理商，成本占比可降低约 20%；②**广告**：开店密度就是天然广告，头部还会做 IP、代言人等；③**售后**：大品牌基本建立了 24h 售后服务体系，不需要经销商做售后。综上，各环节都可以充分撬动渠道杠杆，很忙大商平均开店可达 60+，人均带店 2-3 家；而小店调整时有发生。

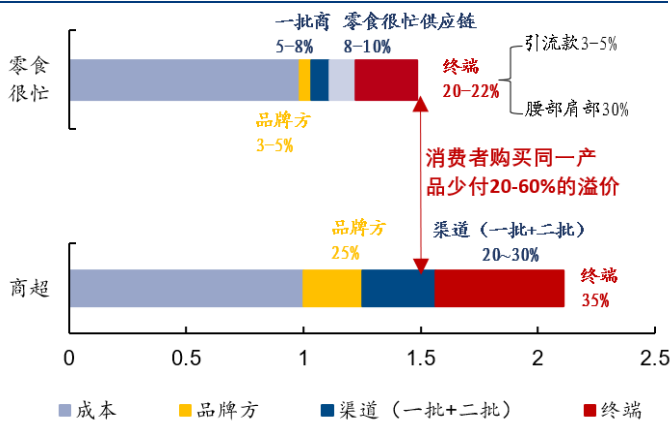
图表 31 对比传统零食店，量贩零食是以价换量

类型	零食量贩店	传统零食店	备注
单店面积-平米	100-120	60	大店模型，多开在街拐角
门店营业额-元/日	12500	3000	日营业额为传统零食店的3-4倍
客单价-元/人/天	20-30	50	白牌或大代工厂合作，客单价较低
客单数-人	500	60	高折扣吸引进店
毛利-万元/月	6.86	3.5	-
毛利率	18%	40%	毛利率较低
租金-万元/月	1.5	1.2	三四线城市为主，社区店占90%
人工-万元/月	2	1	4个店员，无导购
水电等杂费-万元/月	0.4	0.35	-
净利润-万元/月	2.96	0.95	无陈列费等，低费率，净利率更高
净利率	7.9%	10.6%	当前零食很忙湖南净利率11%，其他省份7%
前期投资-万元	50-60	27.5	10万装修费+5万加盟费+3万保证金+12万门店设备+首次备货18~20万
投资回收期-年	≈1.5	2.4	初期多为1.5年内，此后约为1.5-2年
坪效-万元/平米/年	4.1	1.8	坪效约为传统店型的2倍



资料来源：各公司官网，渠道调研，华创证券估算

图表 32 传统&量贩零食的引流&白牌产品价值链对比



资料来源：渠道调研，华创证券

图表 33 第二层竞争中头尾部量贩品牌开店分化加大

	品牌	2022.12	2023.06	2023.12	2022A-2023H		2023H-2023A	
					新增店数	同比	新增店数	同比
头部	零食很忙	1842	2592	3847	750	41%	1255	48%
	零食优选	136	390	622	254	187%	232	59%
	赵一鸣	700+	1800+	2800+	1100	157%	1000	56%
	零食有鸣	1000+	1500+	2000+	500	50%	500	33%
	爱零食		800+	1400+			600	75%
尾部	零食侠客	30+	60+	70+	30	100%	10	17%
	邻食魔法	32		50+			20+	

资料来源：各公司官网及官微，联商网，华创证券

2) 争议中前行：全渠道竞争后半程，不止于渠道

**整体判断：开店进度超预期，格局改善低预期，后者是压制零食企业估值的核心因素。** 23 年至今，零食量贩赛道两大担忧始终压制市场情绪，一是开店加速度变慢，二是格局恶化向上游要利润。而实际跟踪下来，行业整体开店进度超出 23 年初预期，且头部表现更优；但价格战、要返点、收并购不断，也使得市场恐慌情绪时有发酵。针对上述关注点，我们也进行了更新和思考，欢迎各位投资者多多讨论：

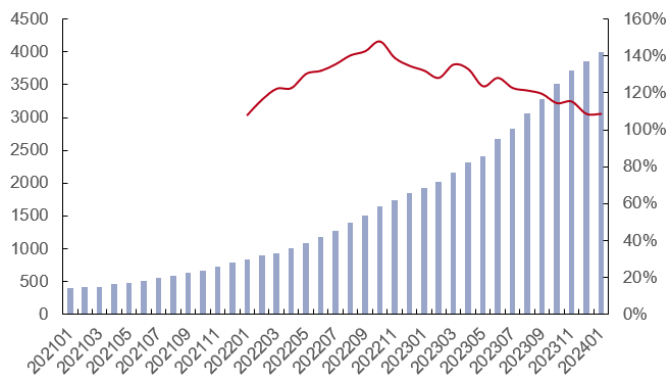
**空间预判：渠道外溢仍在下半场，预计终局约占零食销售渠道 10%，共 5-6w 家店。** 23 年行业开店翻倍，到年底已达 3w 家，预计 24 年部分空白市场仍在开店，我们测算最终零食量贩渠道收入或与线上渠道占比接近，行业规模约 1300 亿，共 5-6w 家店。

**格局嬗变：资本助力下，万店模型可期；但双寡头带来的全面价格战无需过虑。**

- 已形成两超三强格局，内生及外延并举，超头部万店模型可期。头部零食很忙与万辰收并购不断，预期目标万店体量；而第二梯队赵一鸣、零食有鸣、糖巢等千店玩家也基本在当地市场树立起优势。最终或形成两大全国性品牌，3-5 家区域性品牌。
- 全面价格战无需过虑，局部价格战是战术而非战略动作。零食量贩微利生意，整体处在发展下半场，当前全面价格战带来的边际损失远高于给消费者的边际效用。

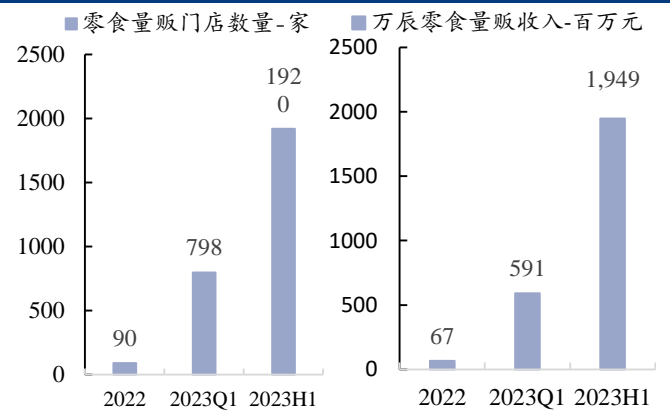
- ① **生意模式**：零食量贩低盈利高周转，一旦陷入大规模价格战，品牌方净利率或从 3% 转为亏损，而加盟商在回本周期已经拉长到一年半甚至更长后，也不排除转向其他连锁的可能性。
- ② **发展阶段**：当一种新模式沉淀为基础设施后，品牌方动机在于如何收割消费者而非互相收割，类比共享单车、充电宝，同样可类比零食很忙 23H1 起在部分优势地区加大散称陈列，单店盈利优化。当前成熟地区的消费习惯已经培育起来，从过去拼手速到拼效率，基本进入稳定的竞合阶段。而发展中市场的局部价格战更像是头部达成的战术性共识，通过价格战在新市场造势，此后或回归正常化。
- ③ **寡头诉求**：现阶段份额扩张和全国化虽然依然重要，但收并购扩大了可操作空间，同时考虑到潜在的上市等规划，寡头收入利润诉求应更均衡。

图表 34 零食很忙每月开店翻倍增长，24M1 近 4k 家



资料来源：零食很忙公众号，华创证券（注：红色曲线为增速）

图表 35 万辰生物通过收并购快速拓店



资料来源：Wind，华创证券

图表 36 测算零食量贩行业规模未来三年 CAGR 可看 50%

渠道	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	22-25 CAGR	
1) 零食量贩门店数(个)	5-6k	13000	30000	45000	接近5w	45.6%	
		YOY	160%	130%	50%	5%	
2) 假设行业平均单店是很忙的		0.90	0.86	0.85	0.88		
行业平均单店(万元/年)		290	277	274	284	-0.7%	
1、零食量贩对应收入(亿元)		374	825	1223	1329		
		YOY		120%	48%	9%	52.5%
2、零食行业收入(亿元)	8251	8664	9357	9993	10672	5.3%	
		零食行业yoy	5%	8%	7%	7%	天花板预估占零食10%出头
零食量贩业态占零食比		4.3%	8.8%	12.2%	12.5%		

资料来源：渠道调研，亿邦动力，华创证券整理（注：单店收入结合渠道交流与行业龙头数据，假设行业均值为龙头零食很忙的收入及门店数估算得到，22 年 64 亿，对应 2000 门店）

更进一步的，量贩革命带来的鲶鱼效应，不止于渠道，品牌方亦纷纷下场折扣化。零食量贩催生的新一轮供应链革命，从下游延伸至上游，过去零食电商时代积累品牌高度，当前从白牌到自建产能优化供应链，放大制造效率和性价比优势。以良品降价为标志，

松鼠布局高端性价比、百草味强化“品价比”，零食全渠道开始问供应链拿效率，当前也在积极的折扣化摸索中。

图表 37 良品铺子开展 17 年以来最大规模一次降价

降价不降质！17年来最大一次！刚刚宣布  
南方都市报 2023-11-29 17:20 发表于广东

11月29日，良品铺子掌舵人杨银芬发内部全员公开信：打响“降价不降质”的第一枪。

其明确提出：展开良品铺子成立17年以来规模最大的一次调价，300多款尖货和爆款产品平均降价22%，最高降幅45%，集中在成本优化但不影响品质以及复购率高的零食上。

良品铺子挥刀向内，与当前很多走品质路线的品牌遇到的问题一样：消费习惯正在发生着肉眼可见的变化：既要，又要。既要价格好，又要品质好。

当下，跟盒马、安踏一样，良品铺子也要打一场硬仗。11月27日，良品铺子召开2023年第二次临时股东大会，良品铺子创始人之一杨银芬当选公司董事长兼总经理。杨银芬上任后，第一刀砍下价格的同时，内部反复强调：价格要“下去”，质量“不下去”。良品铺子绝不降低品质，而是坚持高品质路线，回归“良心的品质，大家的铺子”初心。

“理性消费时代，让利消费者才是最优解。良品铺子调价，是针对外部环境和消费需求变化做出的一次调整，企业要活着去到对的地方，降价不降质，从供应链和运营管理成本里挤水分。”

“高品质路线往上走，选品标准最高，更好吃更健康更新鲜；中间层，把对原料、辅料里面消费者不关心的标准打下来，以适应消费者对价格的要求；最底部的极致性价比的产品，是给消费者有念想的产品，重点是覆盖年轻的、认同品牌的人群，给他们提供更多、更好的选择。”

资料来源：南方都市报，华创证券

图表 38 三只松鼠高端性价比战略全品类全渠道布局

松鼠老爹 章燎原

自良品降价后好多人问我们的战略，其实我们早在一年前就实施了“高端性价比”战略，因为现在比较忙我在此一并回答如下：

什么是零食的高端性价比？

于商业模式而言：是总成本领先的前提下实现高品质和差异化商品，而这一切实现的最佳路径则是自有品牌，因为只有自有品牌才能解决商品的定制与全链路优化，这不仅仅是中间环节的成本优化，更重要的是商品原料和配方的优化，这是自有品牌模式和零售零售模式的定制与全链路的优化，当然采购模式更灵活则是其优势核心之一；

于消费者而言：是低价前提下的“与众不同、丰富可选”的零食，低价是消费者的普遍基础需求，但人们对零食品类需求的第一特性则是好吃，而要解决好吃这特性从零售供给角度则需要做到“品质高、差异化和丰富性”，这是人们底层的需求，人们并不需要一种零食来解决好吃，而是需要各种不同载体、不同口味、不断替代的零食解决方案；

于战略角度而言：你也可以想象有些类似“山姆和好市多”，他们的本质就是高端性价比。

我们的经营策略是什么？

基于我们的使命就是让好零食普及大众，围绕使命我们开放一切内外合作，我们实施“全品类、全渠道”的经营策略，无论你在线上还是线下，无论是在商超，还是量贩零食渠道都会看到三只松鼠的产品，甚至在我们自有品牌社区零食店会看到国内外各种大牌零食。

我们认为这个世界所谓的竞争不是你死我活，而是在相互竞争中成就自我，譬如坚果类商品我们最具高端性价比，那么你需要我，我就可以和你合作，而大牌的亿滋、玛氏消费者有需求，我们就可以引入。

一切以消费者为导向，才是以不变应万变！

资料来源：子弹财经，华创证券

## (2) 硬折扣：重塑人货场，消费者主导的供应链革命

高频刚需，实用主义，硬折扣本质上是消费者主导的供应链革命。折扣化不是便宜化，不是简单的低价，折扣化是“差异化商品竞争、垂直供应链、极致营运成本”<sup>1</sup>。而硬折扣则是通过各个环节降本增效，实现低毛利（毛利率普遍在 10-15%）高周转（costco 存货周转率为其他商超的 2 倍，坪效领先），最终盈利（净利率约 3%）与普通商超相当。

- 人：弱服务，简化运营。无散称、袋装服务，员工人效更高。
- 货：精简 sku，自有品牌占比高。单一品类精选 1-3sku，Costco4k VS 沃尔玛 2-3w。
- 场：弱化选址，节约装修及陈列费。社区或郊区即可，而传统商超对人流要求极高。

图表 39 硬折扣不以牺牲品质为代价，实现高性价比

	硬折扣	软折扣
定义	通过大幅优化供给侧成本来实现低价，包含减少商品转运次数、提高白牌占比、优化零售成本等	以部分牺牲商品品质为代价，如临期商品、过季商品、缺货商品等，来实现低价
价格模式	无促销，每日低价	促销引流
选品	侧重食品饮料、粮油副食、日用杂货	侧重休闲食品、个护美妆，部分为临期食品
运营侧重点	集中规模采购、降低运营成本、整合供应链	消化尾货及压箱货产能
代表企业	ALDI	堂吉珂德
国内标的	乐尔乐、京小盒、小红鸟、零食很忙	嗨特购、好特卖、奥特乐

资料来源：各品牌官网&公众号，华创证券整理

图表 40 硬折扣对人货场各要素均有效率提升

人		整箱上货、超大条码、不提供袋装服务，员工只负责理货&收银
货		社区全品类硬折扣自有化率高 Costco4000 VS 沃尔玛 50000
场		硬折扣选址通常在社区或郊区，租金更低，商超更多在中央商场或高人流街道

资料来源：阿尔法工场研究院，华创证券

<sup>1</sup> 盒马侯毅，发表于“8.18 盒马日”，转引自电商报 Pro《从盒马山姆商战，看到零售商超未来方向》

#### 4、硬折扣的方向与未来

##### (1) 他山之石：供应链效率革命，中国市场大有可为

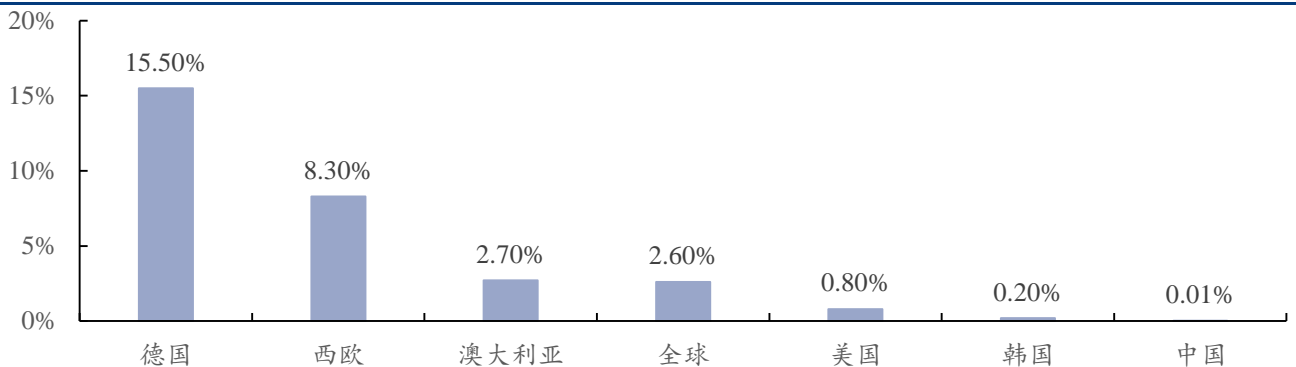
人均 GDP 一万美元，经济步入中低速增长，是硬折扣催化的共同规律。美国 1978 年人均 GDP 突破一万美元，Costco/山姆/Dollar tree 分别成立于 1976/1983/1986 年。日本在 1981 年人均 GDP 突破一万美元前后，先后出现了神户物产和唐吉珂德这两大折扣品牌。而我国正是在 2019 年人均 GDP 突破一万美元前后，出现社区团购、零食量贩等。

但资源禀赋、消费习惯带来全球硬折扣演变路径的分化。

- ① 西欧特色社区硬折扣：德国是高地，一方面二战后经济凋敝，另一方面人口密度高，且当时线上并不发达；Aldi 等硬折扣超市迅速切入高性价比需求，开启高速扩张之路。
- ② 美国特色仓储会员店：上世纪 70s 美国进入经济滞涨期，占美国总人口约 6 成的中产资产缩水严重，加上美国本身地广人稀，仓储店极好的匹配了理性化的囤货需求。
- ③ 日本特色垂类硬折扣：80 年代后日本步入失去的三十年，全民去品牌化、简约化消费趋势兴起，既有临期尾货引流的堂吉珂德、百元店大创，也有各种垂类平价零售，如神户物产（速冻）、宜得利（家居）、优衣库（服装）保持高增。

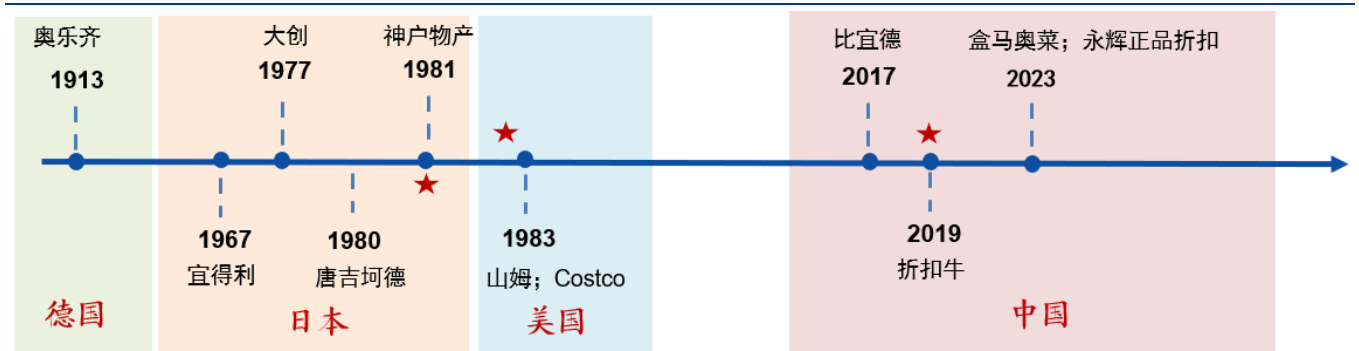
我国硬折扣仍在初期，线上拼多多领先，线下仍在发展初期。中国目前社区硬折扣渗透率为 0.01%，但线上由拼多多带领，综合类硬折扣发达。整体看当前国内硬折扣仍在发展初期。

图表 41 对比欧美，中国社区型硬折扣渗透率整体仍较低



资料来源：欧睿，华创证券（注：数据口径为 2022 年）

图表 42 全球硬折扣发展时间线，是中低速时代的必然产物



资料来源：各公司官网&年报，华创证券整理（注：☆表示各国人均 GDP 一万美元时间点）

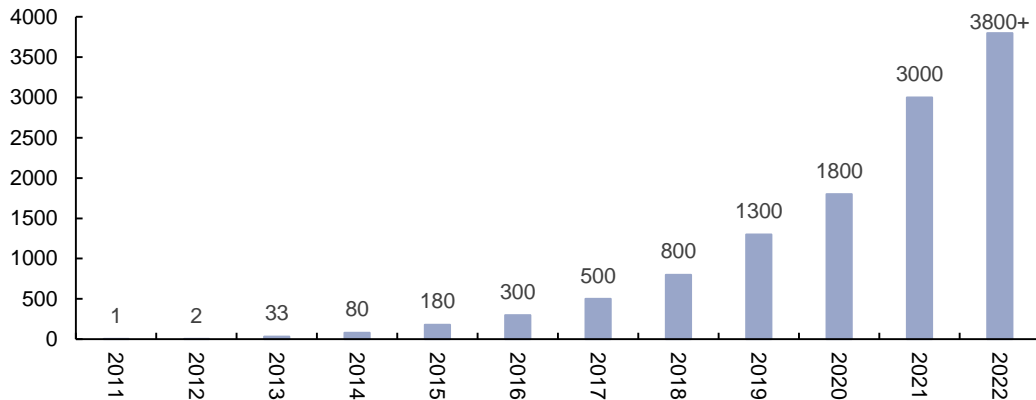
## (2) 找准细分：各路玩家掘金，仓储超市和社区硬折扣并进

国内硬折扣大势所趋，吸引各路玩家掘金。

- **海外硬折扣国内布局：**奥乐齐（Aldi）、山姆、Costco 多布局在北上广等一线城市，运营模式成熟且标准化，成本管理能力强，但海外布局面临本土化挑战。
- **本土传统硬折扣玩家：**乐尔乐、折扣牛、条马批发等本土硬折扣玩家，靠差异化突围，其中乐尔乐 2011 年开始创业，全国化初有成效，当前 3k+店，而折扣牛、条马等门店数约 200 家。优势在于生意理解、熟悉当地市场与供应链，且先发优势较强。
- **本土零售玩家改造转型：**23 年许多老牌零售商(商超)初步探索硬折扣业态，多基于现有门店改造。永辉超市店内设正品折扣区、盒马奥莱从临期折扣顺势转变为硬折扣、家家悦推出好惠星。优势在于品牌基础和供应链赋能。

**形态上，仓储超市和社区硬折扣并行发展：**1) 美式生活影响更重地区（如上海、深圳、苏州等市场），适合仓储超市(山姆、costco、盒马奥莱)；2) 广州及更多其他一二线地区，更像日本（堂吉河德、神户物产），适合社区硬折扣。

图表 43 本土硬折扣龙头乐尔乐门店快速扩张



资料来源：公司官网，华创证券

## (3) 产业趋势：从垂类到综合，从第三方品牌到自有品牌

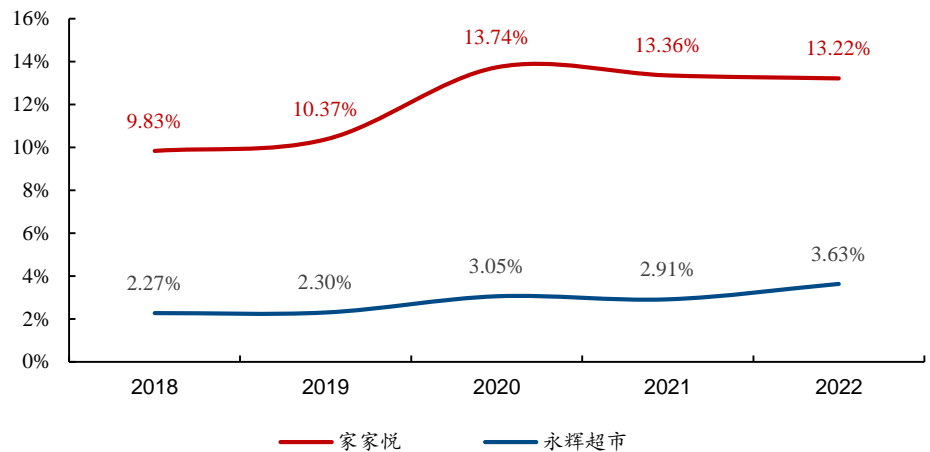
### 1) 渠道品牌化，从三方品牌到更多的自有品牌

**硬折扣聚焦刚需高频品类，商品自有化率提升是个大趋势。**过去是短缺经济，要为品牌溢价付费，现在是过剩经济，问供应链拿效率。当品牌过多溢价消失后，越接近消费者的环节代表更高效率。硬折扣本身集中在刚需的食品饮料、粮油生鲜等品类，进入门槛低，且社交属性弱，自有化可以压缩环节、提高性价比。

- **线下：**奥乐齐自有产品占比 90%、山姆 30%+，costco (30%+)、清美、零食量贩。
- **线上：**当前仅有社区电商跑通，如美团（小象优选）、兴盛优选。

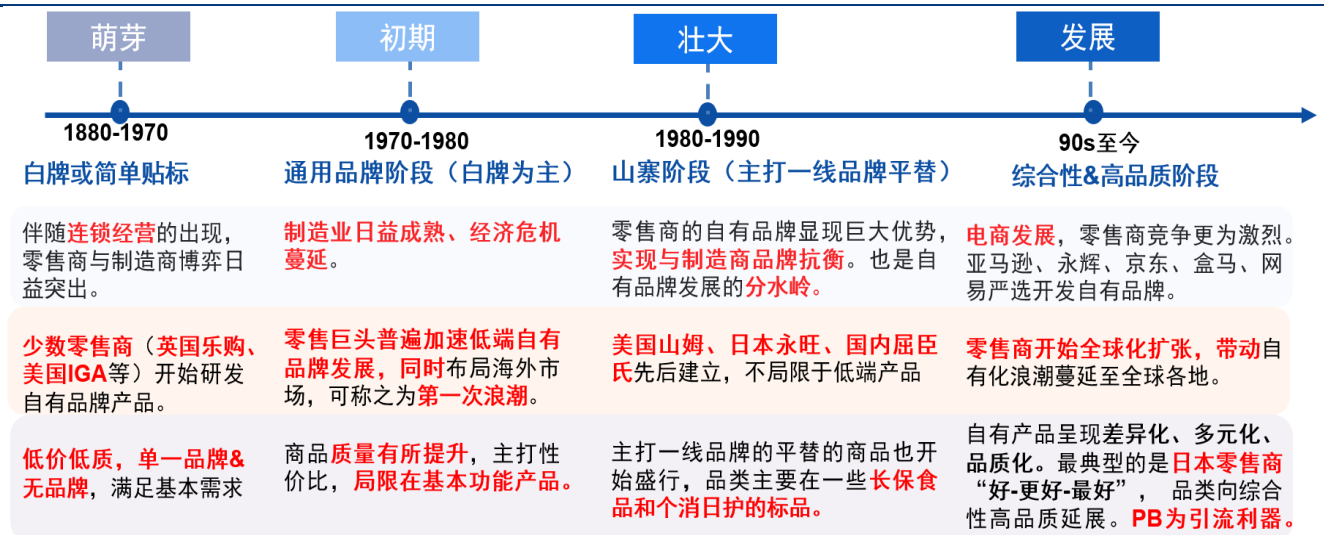
**从低价低质的基础、通用品到差异化、高附加值，海外自有品牌发展经历了成熟的阶段。**自有品牌（PB）最早起源于 1882 年的英国，早期以低质低价的牛奶和纸中为主。但直到 70s，制造业基本成熟，经济危机加速低端自有品牌开发，以山姆、costco 为代表，与一线制造商合作，欧美自有品牌大行其道，进一步替代一线大牌。90s 至今，随着全球化和线上化，PB 成为零售商进入新市场的引流利器，亚马逊等电商平台也纷纷布局自有化。整体来看，海外自有产品等从早期的基础型低成本产品，到后来不断发展的高品质、高附加值产品，消费者认知度和接受度逐渐提高，成为零售业不可或缺的一部分。

图表 44 家家悦、永辉自有品牌占比不断提升



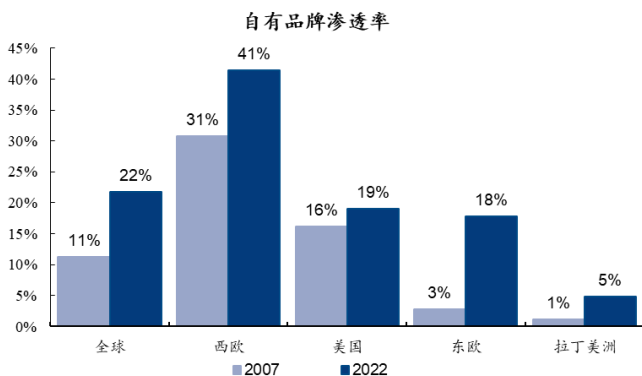
资料来源: wind, 华创证券

图表 45 欧美自有品牌发展: 从基础型低成本到高品质、高附加值产品



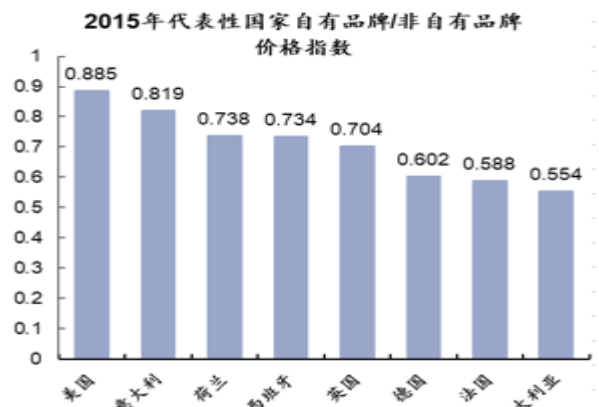
资料来源: 邱琪《自有品牌发展史》, 华创证券

图表 46 海外各国自有品牌销售量占比, 中国仍在初期



资料来源: 凯度, 华创证券

图表 47 不同国家自有品牌定价普遍低于非自有品牌



资料来源: IRI, 转引自 MARCABYBF, 华创证券

## 2) 线上拼多多是第一枪，线下垂类先行综合蓄势

不同于海外硬折扣先线下后线上，拼多多打响硬折扣第一枪。拼多多之外，线上流量成本高，缺少体验和尝试，完全单一的垂类折扣平台除服装尾货模式的唯品会外（服装因季节性源源不断存在尾货），其他都没能存活下来。此后硬折扣演更多围绕线下展开。

线下垂类零食量贩先行，其他垂类有复制可能，综合类仍在蓄势。综合性硬折扣侧重刚需的食品饮料、粮油副食、日用杂货，一个品类精选 1-2 个 sku，大包装化明显（家庭享）。在性价比消费趋势下，参考日本垂类的高度专业化分工，除零食量贩外，我国其他垂类如生鲜、化妆品也有硬折扣的可能。

图表 48 硬折扣落地的代表玩家及其商业玩家

品牌	国家	主营产品	收入 亿人民币	特色
神户物产	日本	冷冻食品进口产品	198	SPA 模式， <b>库存周转快（22 年为 16 天）</b> ，产品差异化；弱加盟制度，利润主要源于自有产品的批发
宜得利	日本	家具	448	产品迭代快；全球供应链降成本，超过 80% 为海外采购
大创	日本	日常杂货	269	<b>日本百元店</b> ，产品种类丰富
唐吉珂德	日本	电器、日用品、食品等	339	便利&折扣&娱乐的经营理念， <b>30% 低价尾货+70% 正价折扣</b> 的混合销售的模式，自有产品只占约 15%
优衣库	日本	服装	961	全球供应链采购，生产基本款服饰，数字化管理库存，仓储式销售
山姆	美国	日常生活用品	5702	产品分布广&品种少，以 <b>会员费为主要收入</b>
costco	美国	日常生活用品	15543	定位 <b>中高收入家庭</b> ，采用低 SKU 精选产品+大规模采购的模式；深耕美国本土，稳健扩张海外市场
奥乐齐	德国	食品&日用品	8767	主打“国际品质与社区价格”， <b>超 90% 为自营产品</b> ；在欧洲定位中低端人群，在中国定位新中产客群

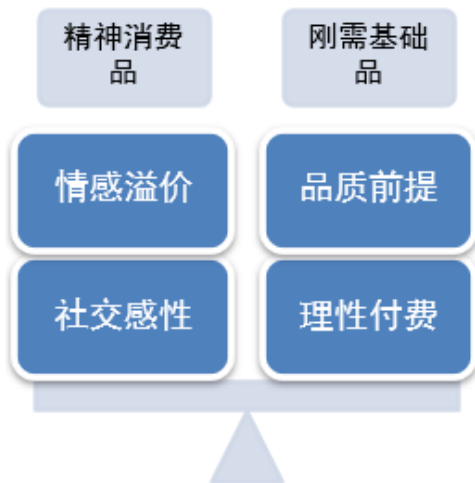
资料来源：wind，各公司公告&官网，华创证券（注：数据为 2022 财年收入）

## 5、消费的未来：品牌与渠道，线上与线下，再平衡与共生

感性付费更纯粹，刚需消费更理性，多快好省的再平衡下，品牌和渠道将走向共生。过去品牌黄金时代，大牌带来的一是体验和尊贵感，二是质量和安全背书。未来品牌天然属性不会改变，如奢侈品、高端社交；但是由于中国强大的供应链能力，品牌过多溢价会消失，可以实现不用再支付两倍价格去获得 1.5 倍的质量提升。这也是硬折扣的底层逻辑，多快好省再平衡下，渠道与品牌、线上与线下走向共生。

- 精神消费品更纯粹的品牌溢价，为情感付费（中高端烈酒、奢侈服饰箱包首饰、豪车、高端餐饮旅游）；
- 刚需基础品品质是前提，更加实用主义（基础食品日化、休闲餐饮、大众餐饮、大众服饰等）。

图表 49 品牌与渠道走向共生



资料来源：华创证券

图表 50 多快好省的再平衡



资料来源：华创证券

## （二）商社：“性价比”再定义下的必选品“可选化”趋势

从小康向中产转型的社会，消费对象也从纯粹的物质产品转向更多购买精神、服务、体验，这样的时期叠加支出意愿下行，会带来特殊的现象——“该省则省，该花则花”。

消费者始终认同“性价比”，但何为“性价比”需要重新被定义。

成熟的消费型社会甚少讨论“制造成本”和“毛利率”，对品牌和背后的故事、设计、文化、价值的认同与对品质的预期一样，是知名消费品品牌的壁垒。可选消费尤其如此，因为“可选”的“非必须”属性，使得每一次购买行为都是内心对商品和服务进行的一次单独估值。虽然有“距离制造端较远”“制造产业能力相对较弱”这一客观因素导致消费者更多选择认同品牌、品牌生命周期更为持续，但总体来说，成熟消费社会买可选品不太看“成本”，付出的价格是自己内心认同的价值。

产品和服务对人产生效用，而效用有时间概念。即时的服务产生当下难以替代的价值，饥肠辘辘时送到手的热气腾腾的一餐，酷暑里的冰饮，困累交加时的咖啡和功能性饮料，“时间”让产品的价值有所区别；而精神属性更强的体验性消费产生持续的效用——演唱会与偶像同处一个屋檐下的万人合唱，攒够钱去往梦想旅行地的一瞬抓拍，带孩子去到其心心念念的主题公园的心满意足，这些时刻非但具有即时满足的属性，更能滋养回忆，成为内心的长期粮食，参与构成我们的人生回忆。

皮克斯动画片《头脑特工队》把这些参与塑造回忆、构成性格、滋养人生的片段称之为“核心记忆”。“非必须”但“很想要”，往往是可选消费的特征；可选品没有绝对价格可比较，往往也不会采用成本加成方法进行定价。即时满足的效用强度和长期作用的效用持续性构成了效用整体，与购买这件产品/服务所付出的综合成本进行比价，一切购买行为都是内心预期效用超出成本，至少与成本平齐。这才是可选品的“性价比”。

### 1、居家与洗护：增加情绪属性，打开 10 倍价格空间，从必选走向可选

清洁洗护产品是典型的发展过程中渗透率急剧提升的快消品类，时至今日，人口增长趋缓，下沉市场竞争转为红海，渗透率逐步见顶；各家都需要着眼于 ASP 提升和产品升级。洗护产品原本是日化属性，中等附加值，品牌与线下分销渠道共生；近年来逐步护肤品

化，提升价格区间，增加附加值（安全、成分透明、有功效等），扩充品类（入浴剂、预洗凝露、护发精油等），以线上种草、线上直销（DTC）形式进行销售。

过去飘柔、海飞丝、潘婷等大众品牌（单价在 0.1 元/ml 以下）占据了国内洗发水市场的半壁江山，以柔顺、光泽感、去屑、控油等为主要功效，价格偏低，不强调成分，无特殊功效，靠集中化的媒体进行“空中投放”形成全国性品牌，强渠道能力。近年来，洗发水市场向高端化、专业化发展，消费者对“护发如护肤”的认知进一步提升，同时也推动品牌在原料、配方等科研层面进行大力投入；洗护产品既“必选”，单次消耗量又小，浴室时光是个人独享的疗愈时间，通过升级洗护，以较低的次单价，获取更好的感官体验和功效感受，从而获得持续全天的“自我宠爱”积极暗示；这类升级使洗护产品的毫升单价出现十倍提升空间。

比如珀莱雅旗下的 Off&Relax，“Off”意指洗净、养护头皮，而“Relax”意指放松，放松的洗护发体验让治愈归于日常。其聘任前宝洁资深配方师，“无硅油之父”杨建中博士为品牌首席研发官，遵循“洗护养”的核心养护原则，采用三重碳酸温泉水等原料，实现“外去油，内控油”的平衡。同时，在产品设计和包装上，秉持了 less is more 的极简主义风格，新品瓶身用半透明的材质模拟出温泉水不规则的形态，留一处缺口，减少细菌滋生。

而全球快消龙头宝洁则通过旗下“发之食谱”提出“你能吃的食物，你的头发一样可以食用”，采用水果精华+抗氧化成分，起到养根健发、去油蓬松的效果；产品的价格也相较过去自身通过老品牌矩阵（飘柔、潘婷、海飞丝）定义的“头发洗护”产品有了明显跃升。

除了对功效提出了更高的要求，消费同样重视感官（尤其嗅觉、视觉）体验，从而达到心灵的净化和疗愈。2018 年创立的新锐定制化洗护品牌 effortless 以“身心皆愉”为理念，秉持“创作出能够同时愉悦发丝及愉悦心灵的产品”，在专业护发产品中，融入纯天然精油调香技术，让每一次护发的过程，不仅仅是头皮及发质问题的护理与解决，更能获得内心的疗愈感。23 年 8 月在上海嘉里中心开设第一家线下门店，门店设计上强调视觉的愉悦和自然性，比如，产品的陈列都会按色系去做秩序化的阵列。另外，比较特别的是有闻香杯的设计，因为 effortless 的产品有不同香味可以定制选择，所以闻香、选香也是很重要的体验环节。

花王旗下欧美高端洗护品牌 ORIBE 上市伊始主打卖点是产品功效，并无强调调香。但其香味广受好评，成为意外卖点，吸引了大批消费者，香调是由法国最古老的香氛工坊特别调配，叫 Côte d'Azur 蔚蓝海岸。

图表 51 高端洗发产品品牌理念、功效和价格对比

品牌	所属公司	创立时间	品牌理念	主打功效	拳头产品天猫价格 (元)	单价 (元/ml)
发之食谱	宝洁	-	你能吃的食物，你的头发一样可以食用	水果精华+抗氧化成分，养根健发，去油蓬松	59	0.21
Off&Relax	珀莱雅	2020年	“洗、护、养”综合护理是头皮的长期主义	温泉水，外去油+内控油功效；预防头皮炎症	139	0.30
effortless无忧哲理	-	2018年	身心皆愉	用原创的、可定制选择的精油香型与新中式美学，满足感官需求；另外，线下店设计闻香杯环节，产品有不同香味可以定制，闻香、选香是很重要的体验	156	0.65
Aesop	欧莱雅	1987年	在科学验证功效的基础上，选用优质的植物萃取和实验室成分	柔和配方，秀发洁净	375	0.75
卡诗	欧莱雅	1964年	像呵护肌肤一样呵护秀发	蕴含顶级黑钻鱼子酱以及高端护肤级别的玻尿酸复合精华，长效水润，深层呵护	300	1.20
ORIBE	花王	2008年	健康秀发才是性感造型之本	亮泽、修护，增强发丝韧性；另外，调香为一大亮点，由法国最古老的香氛工坊特别调配	330	1.32

资料来源：发之食谱天猫官方旗舰店，王牌增长营微信公众号，青眼微信公众号，effortless 天猫官方旗舰店，CEO 品牌观察微信公众号，聚美丽微信公众号，off&Relax 天猫官方旗舰店，化妆品财经在线 CBO，Aesop 天猫官方旗舰店，韩国护肤在线微信公众号，卡诗天猫官方旗舰店，一个有点贵的号微信公众号，ORIBE 海外旗舰店，华创证券

图表 52 off&Relax 产品系列



资料来源：off&Relax 天猫官方旗舰店

图表 53 effortless 第一家线下门店



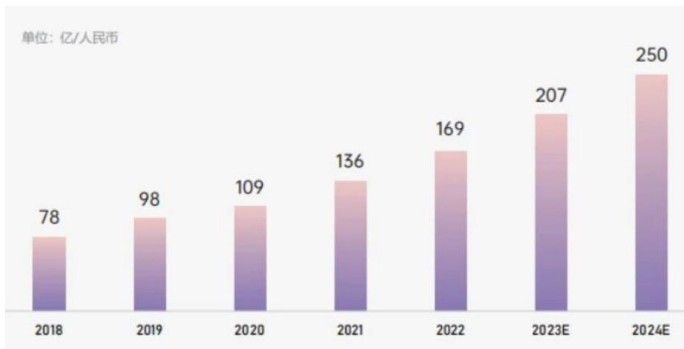
资料来源：复眼 SEEMENT

居家香氛则是另一种“创造需求”：蜡烛、精油、手部与身体护理、和无火香扩（扩香石和藤条）成为“精致居家生活”的代名词。

受疫情影响，人们居家时间的增加成为家居香氛迅速崛起的动力之一。一方面，由于家成为了工作和日常生活的主要场所，人们开始寻求通过家居香氛来营造一个更加舒适和具有仪式感的居住环境。另一方面，人们对情感治愈和心理慰藉的需求显著上升，家居香氛产品恰好满足了这一需求，提供了一种能够舒缓情绪和放松心情的方式。与香水主要用来展现个人魅力和气质不同，家居香氛更多地是用来塑造和装饰空间，它更私密、更贴近个人的内心世界。家是一个让人可以放下所有防备、完全放松的地方，而家居香氛恰恰强化了这种归属感和安全感。同时，家居香氛或独特或精美的产品设计往往可以作为装饰物修饰家庭环境，用于提升生活品质、增加生活仪式感。

我国香氛市场增长潜力巨大，高端市场尚被外资占据。据青眼情报统计和预测，我国香氛市场 2021-2024 年复合增长率高达 22.5%，远超全球香氛市场 7% 的增长水平，预计 23 年市场规模 207 亿元，其中高端市场规模 36 亿元，也是增长最快的子赛道。渗透率上，欧美地区的香氛市场渗透率有 42~50%，但中国目前仅有 5%。从品牌层面看，以外资为主导，祖玛珑、范思哲、蒂普迪克等均为小红书 23 年 12 月香氛品牌互动量 TOP10。

图表 54 我国香氛市场规模



资料来源：青眼情报，转引自芳香分子lab 微信公众号

图表 55 小红书 23 年 12 月香氛品牌互动榜 TOP10

小红书平台12月香氛品牌互动量TOP10				
品牌名称	国别	相关笔记数 (篇)	互动总量 (万)	香水产品定价
祖玛珑	英国	2483	51	640元/30ML
梅森·马吉拉	法国	3182	33	610元/30ML
范思哲	意大利	1315	26	450元/30ML
蒂普提克	法国	2167	22	930元/50ML
柏芮朵	瑞典	752	20	1460元/50ML
恺芮得	英国	250	18	1970元/50ML
芦丹氏	法国	366	16	1140元/50ML
梵诗柯香	法国	268	13	1200元/35ML
JO LOVES	英国	90	12	880元/50ML
ASSASSINA 莎辛那	中国	133	11	380元/50ML

资料来源：青眼情报，转引自芳香分子lab 微信公众号

图表 56 主要香氛品牌产品及价格

品牌	创立时间	产品	价格 (元)	单价 (元/g)	产品图
观夏	2019	植物精油陶瓷木芯香薰蜡烛130g-昆仑煮雪	229	1.76	
闻献	2020	米糠香薰香氛蜡烛-穹顶-初熟之物	750	3.95	
Aesop	1987	托勒密芳香蜡烛	800	2.67	
野兽派	2011	植物香氛陶瓷香薰蜡烛250g	425.6	1.70	
RE调香室	2013	月落桂子香薰蜡烛	50	1.43	
VOLUSPA	1999	香薰蜡烛mini玻璃盖浮雕杯-法师起泡酒	214	1.37	
节气盒子	2017	龙井问茶香氛蜡烛	99	1.24	

资料来源：观夏微信小程序，闻献微信小程序，Aesop 天猫官方旗舰店，野兽派天猫官方旗舰店，RE 调香室天猫官方旗舰店，VOLUSPA 天猫官方旗舰店，节气盒子天猫官方旗舰店，华创证券

香氛是近年化妆品集团最重要的并购方向之一，近期高端香水集团 PUIG 推动上市，23 年营收 43 亿欧元，其中香水业务占比 7 成以上，成为上市的大型化妆品集团中第一个以“时尚与香水”作为主业分类的公司，证明了“小众”品类的上限。香氛的高毛利属性

和天然的礼品属性又为能坚持调性的品牌主理人和熟谙市场的运营团队提供了空间。

**野兽派:**

野兽派 2011 年底诞生于微博，早期以卖花为主营，“故事订花”模式（根据网友私信所讲述的故事来定制不同的花束，并赋予浪漫命名，为订花者量身打造专属产品）售卖产品之余，提供更多情绪价值，让消费者心甘情愿为高溢价买单。这种独特的形式也成为社交平台扩大品牌影响力的绝佳内容载体，比如在其微博刚运营一个月后，井柏然就主动在微博上互动，并此后担任了品牌代言人。在以鲜花打开知名度、品牌格调逐渐清晰后，野兽派开始转型并拓展了其余品类，鲜花天然具有礼物属性，香氛亦然；目前，野兽派已经发展成为国内销售规模可观的香氛品牌之一。

从渠道上来看，野兽派采用“O2O”+多线上平台布局，2012 年上线自营网站，2013 年起便开始线下开店，2015 年入驻天猫商城，2016 年上线独立 APP，此后登录抖音直播。同时，通过小红书、微信公众号等平台直达消费者，积极搭建私域社群，扩散品牌声量和内容铺量。

我们认为，野兽派的成功与其极强的营销能力不无关系。创始人相海齐毕业于复旦大学新闻系，媒体人出身，深谙营销之道，且有丰富的明星人脉。通过早期故事营销+IP 联名（小王子、梵高美术馆等文艺 IP 联名，与 Burberry、Prada 等国际大牌合作联名等）+明星代言（承包 Angelababy 与黄晓明世纪大婚的花艺布置、胡歌代言等）+搭建平台矩阵+线上线下多渠道运营（贩卖生活理念，赋予强情感诉求），实现了品牌升级。

图表 57 野兽派“故事订花”模式



资料来源：野兽派微博，转引自零售商业财经微信公众号

图表 58 野兽派与苏州博物馆联名的春江地暖系列礼盒



资料来源：野兽派淘宝旗舰店

**AESOP:**

伊索 AESOP 则是另一个全球范围内成功的案例，1987 年成立，2023 年被欧莱雅收购（22 年销售额 5.37 亿美元）。2003 年在墨尔本开设第一家独立门店，并确立以门店零售体验为中心的业务模式。目前，Aesop 伊索在中国内地已经布局 6 家门店，其中 4 家门店在上海，1 家位于深圳，1 家位于北京。线下门店是 Aesop 最重要的销售场景，也被认为是最醒目的广告牌。

门店设计上，Aesop 会寻找当地的建筑师、设计师和作家共同参与，实现“千店千面”。

比如5月1日刚开业的北京门店，选址于王府中环西侧院贝子府19号府，是国内唯一一家四合院店，而上海静安寺店源自破碎瓷碗“圆融和谐，重聚新生”的设计理念，取材景德镇废弃陶瓷与巨型纱纸灯笼，在传统和现代间搭建巧妙平衡。与在商场内租赁一个商铺或展位相比，拥有自己的门店能够更深入地与顾客建立联系，形成更紧密的纽带。在这里，顾客不仅能购买产品，还能体验品牌文化，享受更全面的服务。

门店服务上，Aesop 希望当顾客走进任何一间 Aesop 门店，都将能获得一份回归自我的身心体验，这也恰恰契合了其产品理念：将大众不以为意的日常生活提升为感官上的享受。顾客走进门店，就如同到好友家做客，绝不会盲目、疯狂推销产品，牺牲客户舒适度，而是最大可能给予最好的体验和购物回忆。

图表 59 Aesop 上海静安嘉里中心店



资料来源：Aesop 官网

图表 60 Aesop 北京王府店



资料来源：Aesop 官网

近期被欧莱雅投资的观夏则是过去五年跑出来的重要新消费品牌之一；观夏 2019 年成立，作为东方文化香氛品牌，专注于香氛疗愈和健康生活方式，在最初以晶石香薰出圈，随后产品拓展至香薰蜡烛、无火香薰等多个领域，2021 年实现销售额 1.43 亿元（仅小程序渠道，22 年才接入天猫）。从香味、到设计、到包装，观夏均用东方哲学进行提炼和创造，用极简主义和留白含蓄地表达了独特的中国韵味，让消费者在使用过程中探寻自我，充实人生。

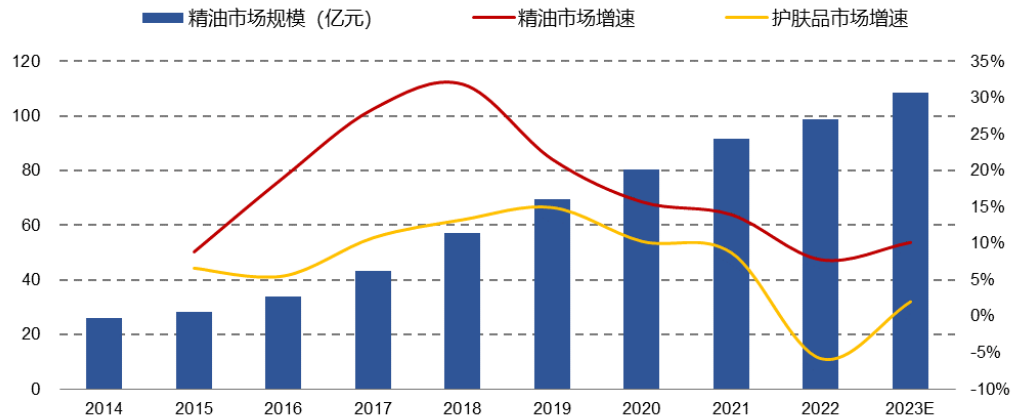
以明星香调昆仑煮雪的文案为例，“三百万年的地质变迁，昆仑用山脉形态忠实记录。屋外，冰天冷地、天地一白，察觉出雪后松柏散发的清香。屋内，暖意融融，围炉饮酒。松木燃化雪花，噼啪作响。”观夏通过将东方文化元素和故事融入香薰产品中，不仅为消费者提供了一种独特的感官体验，更通过文化和情感的共鸣，建立起了与消费者之间的深厚联系。

渠道搭建上，创立之初，观夏都只在小程序售卖，产品限量发售，价格管控严格，并辅以产品体验官来实现精准获客，通过小红书、微信公众号将流量引向小程序店铺，在私域里做转化。品牌深耕两年后，2022 年观夏才正式开启天猫官方旗舰店。

功效性护肤概念从 2016 年大火迄今，强成分、高功能、清晰的功效宣称一直是美妆突围的法门，但“情绪型”护肤声势悄然上涨。精油、香氛等疗愈概念全方面增加护肤仪式感，让睡前护肤成为与自己对话的小憩时刻。作为嗅觉疗愈方式，精油能够在生理上以及精神上帮助焦虑人群缓解紧张情绪，获得放松和愉悦。此外，随着消费者对产品成分的日益关注、“以油养肤”相关概念兴起使得精油作为天然、无添加的护肤佳品备受青睐，推动行业崛起。据观研天下数据，2022 年我国精油市场规模预估已经达到 98.6 亿元，预计 2023 年接近 110 亿元规模，行业增速显著快于护肤品，以 2014-2022 年为例，

精油市场复合增速为 18.1%，而通联数据显示的护肤品增速仅为 7.8%。

图表 61 我国精油市场规模及增速对比



资料来源：观研天下，通联数据，华创证券

阿芙作为国产老牌，2003 年就已创立并提出“以油养肤”概念，之后几经沉浮，2023 年在小红书再度翻红，一度荣登“美妆护肤品牌总销量榜第 1 名”、“全品类总销量品牌榜第 4 名”、大单品十一籽精华油直播期搜索热度达赛道 TOP1，获得 2.2 亿+展现量，这也体现了当前人们对疗愈护肤的热衷。

逐本成立于 2016 年，推出网红爆款卸妆油，随后进行品牌升级，围绕“芳疗”进行产品布局，将芳香疗愈因子做成富有身心调节功能的精油复方，融合到各个产品线中，打造东方芳疗护肤品牌。自 2020 年 GMV 破 2 亿元之后，逐本便一路披荆斩棘，到 2021 年已经突破 10 亿，截至 2023 年 8 月，已累计超过 15 亿元。

## 2、演出/户外市场：掏光口袋也要参加的“圆梦”演唱会

演出市场也是典型“该省省、该花花”的情绪体验。2023 年演出市场景气度高企（填一下数据佐证），除了弥补过去三年流动不便、娱乐活动较少，出现供需双向井喷之外，“需求效用函数”的调整也至关重要——演出带给人的效用强度大，且作用持续时间长，因此尽管单次价格不便宜，但仍然是典型的具有强“性价比”的服务消费。

2024 以来，演出、户外和旅游市场持续景气。

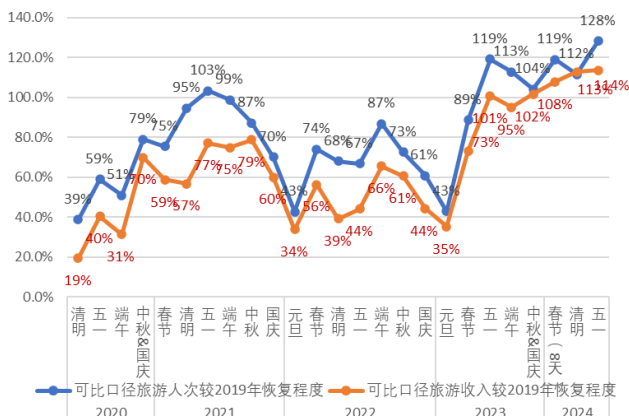
旅游：根据文旅部数据，2024 年春节假期，国内旅游出游 4.74 亿人次，国内游客出游总花费 6326.87 亿元，同比增长 34.3%、47.3%，按可比口径较 2019 年同期增长 19.0%、7.7%，客单价按可比口径恢复至 2019 年的 90.5%；五一假期，国内旅游出游合计 2.95 亿人次，同比增长 7.6%，按可比口径较 2019 年同期增长 28.2%；国内游客出游总花费 1668.9 亿元，同比增长 12.7%，按可比口径较 2019 年同期增长 13.5%。

演出：据中国演出行业协会，2023 年全国演出市场总体经济规模 739.94 亿元，较 19 年增长 29.30%；演出场次 44.06 万场（不含农村演出和娱乐场所演出），较 19 年增长 123.55%；票房收入 502.32 亿元，较 19 年增长 150.65%；观演人数 17113.64 万人次，较 19 年增长 83.01%。其中，演唱会和音乐节热度高涨，一票难求。23 年 2000 人以上大中型演唱会、音乐节演出场次较 19 年同比增长 100.36%；票房收入 201.71 亿元，较 19 年增长 373.60%；观演人数较 19 年增长 208.50%。正规购票渠道一票难求（热门歌手购票得票率甚至不足 1%），二手黄牛市场票价一飞冲天。据钛媒体数据，以 23 年五月天北

京演唱会为例，黄牛市场里的内场票溢价约 3-10 倍，看台票溢价在 2.5-4 倍。

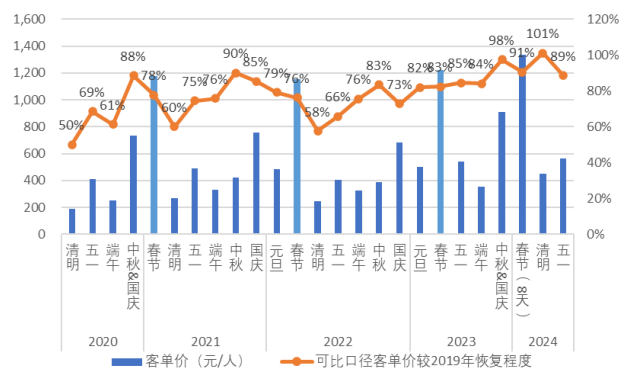
户外：疫情防控需求使得居民跨省流动受限，入住酒店花费不菲且可能增加风险暴露，周边游形式的户外活动热度增加，露营成为家庭聚会、朋友出行、接触户外的首选。从 21 年清明假期开始，根据马蜂窝数据显示，2021 年“周边游”的搜索热度同比增长 2.5 倍，其中 3-4 月春游旺季搜索热度增长 3-5 倍。2021 年十一假期天猫露营用品销售量同比增长 50%。2022 年春季综艺《一起露营吧》与小红书等社交平台内容教育下，露营需求再度爆发：小红书关于“露营”笔记数从 22 年初 100 万+笔记数，到 5 月底接近 350 万+笔记数。

图表 62 节假日国内旅游人次和收入较 19 年恢复情况



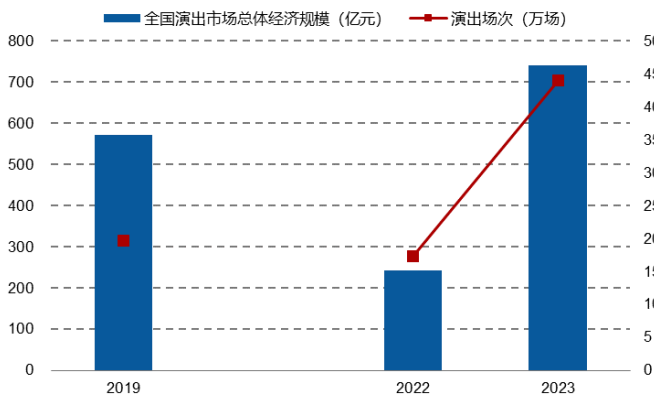
资料来源：文旅部，华创证券

图表 63 节假日国内旅游客单价较 19 年恢复情况



资料来源：文旅部，华创证券

图表 64 演出市场规模及演出场次



资料来源：中国演出行业协会，华创证券

图表 65 五月天演唱会北京站黄牛票价分布

	原价(元)	黄牛价(元)	涨幅(倍)
看台后排	555	1800	3.2
看台前15排	855	2200	2.6
看台前10排	855	2500	2.9
看台前3排	855	3200	3.7
看台前1排	855	3500	4.1
内场1655	1655	3600	2.2
内场1855	1855	4200	2.3
内场1855前30排	1855	4600	2.5
内场1855前20排	1855	5200	2.8
内场1855前10排	1855	8800	4.7
内场1855前3排	1855	13800	7.4
内场1855前1排	1855	18800	10.1

资料来源：钛媒体，华创证券

需要指出的是，尽管收入预期会促使人们主动调节效用函数，但并非一味地向情绪消费进行倾斜，“该省省、该花花”固然是大方针，但人们会选择真正具有效用的消费体验，长周期来看，支出的形式也会随经济前景产生改变。例如，日本 90 年代，娱乐行业呈现出典型的“唱片艺人萎缩，偶像经济成长”的局面，一方面唱片艺人 B2C 形式造星，长周期、高成本，产出不确定，另一方面，平成时代年轻人厌倦了高高在上的专业艺人，开始热衷于邻家女孩、素人出道，因此正式发行唱片出道的艺人经济萎缩，而通过握手券、地下演出等形式遴选的素人偶像却大行其道。“更强的参与感”“自我投射”是偶像经济的重要特点。

### 3、买“谷”——“不必要，但很想要”的 IP 消费

二次元领域把买周边称作买谷，来自于英文单词 goods，其日语发音接近日文“谷子”，故而得名。购买日谷往往排队长、价格贵、海淘程序复杂，国内各种定制工作室更是订金预付制度，不仅周期长、价格贵，而且出品质量存在不确定性，因而谷圈存在大量二手/中古交易平台，如 Mercari 煤炉，骏河屋，rakuma 等，在国内闲鱼上也有派生交易。同样的情况也发生在热门的欧美动漫影视作品周边，例如迪士尼在上海推出的动物 IP 玲娜贝儿，部分款式爆火至今仍然需要排队或者加价；欧美日韩有较强的版权意识，保护正版，IP 消费成熟，支出较高。相比海外国家，我国 IP 类消费金额仍有较大提升空间，根据世界银行统计数据，2022 年我国人均 IP 消费金额为 51 元，美国人均 IP 消费金额为中国的 60.7 倍，日本人均 IP 消费金额为中国的 11.5 倍。

**图表 66 2022 年不同国家 IP 消费量**

国家	人口数/亿	IP 零售规模（亿元）	人均 IP 消费金额/元
全球	79.5	18030	227
美国	3.33	10246	3077
英国	0.67	913	1363
德国	0.84	645	768
日本	1.25	726	581
中国	14.1	715	51

资料来源：Licensing International 《2023 Global Licensing Industry Study》、世界银行、转引自 MINISO 投资者日 CEO 演讲材料，华创证券（注：货币为人民币）

2016 年故宫文创破圈，大众注意到泛 IP 消费的潜力；从或多或少具备功能性的 IP “文创”，到公仔、毛绒玩具、手办、盲盒、积木，功能性降低，情绪附加值显著提高，乐高的一部分 IP 联名产品销售价格可以高达数千。IP 消费凸显可选品“不必要，但很想要”的属性，过去囿于价格较高、购买不便，需求受到压制，现在出现泡泡玛特、名创优品等国内零售商，以合理价格和强设计能力将 IP 产品变得触手可及。疫后多数消费品增速承压，这两家公司的高速增长说明单价不高的即时满足型 IP 消费更受偏爱，名创优品更从强功能性日杂店变为以 IP 产品为主、高性价比满足情绪诉求的年轻人零售集合店，并成功全球化，通过自身前期积累的供应链优势，将 IP 联名产品扩大至更多品类，除了传统的公仔，玩偶，还有彩妆，个护，甚至是餐具类，公司目前与全球 80+IP 授权方合作，联名的热门 IP 有 HELLO KITTY，LOOPY，三丽鸥，迪士尼，芭比等，大部分售价都在 100 元以内，性价比优势明显。




除 IP 类，公司目前的战略品类之一为香薰品类，2019 年至 2021 年，名创优品的香薰产品销售额复合增长 26.9%，近年来，名创优品香薰产品累计销量突破 7000 万瓶，位居全国之首，香水香薰品类与国际奢侈品牌香水在原料商共享相同供应商，但售价在 100 元以内，无论是 IP 类产品还是香薰香氛品类，都是以较有性价比的价格提供情绪价值。

图表 67 MINISO 无火香薰

	销量	价格
<b>大师系列</b>		
四重奏		<b>大师花艺系列-无火香薰</b> 小时达 ¥89.9
繁星系列		
环游系列		<b>大师经典系列-无火香薰</b> 小时达 ¥79.9
其他系列		
香膏香包		<b>五星级酒店系列-无火香薰</b> 小时达 ¥39.9
车载香薰		

资料来源: MINISO 微信官方小程序

图表 68 MINISO 香水系列

	<b>MINISO我香水 25ml</b> 小时达 ¥25
	<b>俏女孩香水 50ml</b> 小时达 ¥25
	<b>MINISO极净之水香水</b> 小时达 ¥29.9

资料来源: MINISO 微信官方小程序

图表 69 公司部分供应商

供应商	相关介绍
莹特丽	莹特丽公司成立于 1972 年, 总部设在意大利米兰, 是行业内唯一一家全球化的制造商, 在 9 个国家拥有 14 个销售办事处和 13 个生产基地。40 多年来, 莹特丽集团专注于彩妆、铅笔、指甲油和护肤品等品类的 OEM/ODM 生产, 是 Dior、YSL、Chanel、Estee Lauder、MAC 等品牌的供应商。为名创供应 MINI PONI 彩妆系列。
奇华顿	瑞士奇华顿公司是全球日用及食用香精领域的先导, 是一家历史悠久, 享有盛誉的跨国集团, 在世界香精香料行业中一直处于领先地位。在全球拥有 166 个分支机构、78 个工厂, 是 Hermes、Dior、Chanel 等品牌的香水供应商。为名创供应香氛香水系列。
嘉诚工业	嘉诚(厦门)工业有限公司, 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

资料来源: 名创优品、莹特丽、奇华顿、嘉诚工业官网, 华创证券

名创 23 年 7 月开始推芭比系列产品, 产品覆盖生活日用, 彩妆护肤, 文具等不同品类, 售价基本在 100 元以内, 配合“芭比”系列电影热度, 很快形成社媒自发传播。芭比系列产品上线仅五天, 接近一半的品类已经全网售罄。除了 IP 本身热度带来的加成, 还有门店布局, 门头设计, 产品 layout 等, 以及产品的设计是否贴合 IP 本身的理念, 都会影响消费者体验。而名创与芭比的联名几乎实现全场景覆盖, 将“芭比粉”融入日常用品, 宣传“万物皆可粉粉搭”, 与芭比“you can be anything”的内核契合。

图表 70 名创优品芭比宣传图



资料来源：商讯

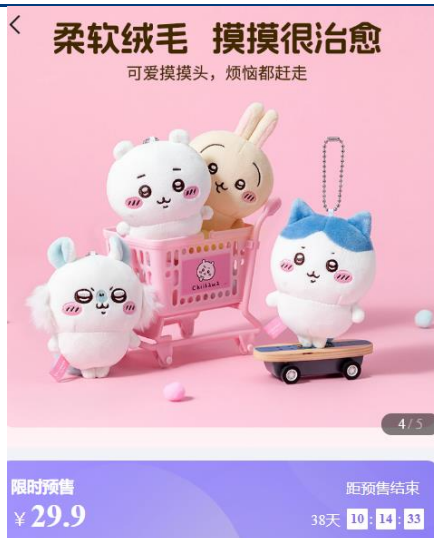
图表 71 名创优品门店布局（杭州旗舰店）



资料来源：杭州日报

24 年 2 季度公司开始推 chiikawa 联名产品，产品类型覆盖公仔，挂件，大头冰箱贴，笔袋，束发带等，以公仔为例，售价对比日本本土售卖版本较为便宜，毛绒挂件或者大型公仔售价介于 29.9-99 元不等，其他笔袋 / 束发带等售价也在 50 元以内，类似规格的公仔，日本官网产品售价是国内 miniso 售卖产品的 2-3 倍。3 月 29 日，名创优品 X Chiikawa 主题快闪全国首站登陆上海静安大悦城，单店 10 小时销售额达 268 万，再创历史新高。

图表 72 CHIIKAWA 与 MINISO 联名产品（规格为 6.5cm\*2cm\*9cm）- 29.9 元/人民币



资料来源：MINISO 微信官方小程序

图表 73 CHIIKAWA 日本官网产品售价（规格为 9cm\*3.5cm\*11cm）- 86.64 元/人民币



资料来源：日本 CHIIKAWA 官网

### （三）宠物：从陪伴到“家人”，“必选”消费的新性价比思考

宠物经济持续增长的背后不禁令人继续思考，在众多消费活动中，为何大家愿意挤出更多时间和经济给宠物，在时间和经济的双重约束下，养宠的消费者效用到底有多高？将来会有什么趋势？同时，在宠物经济的内部，养宠人士是怎么优化时间、金钱的分配，是更愿意花在省时省力的功能性主粮还是愿意去线下的宠物医疗？本节站在融合时间与折叠需求构建的新“性价比”来分析这些问题，找出未来可能持续的趋势。

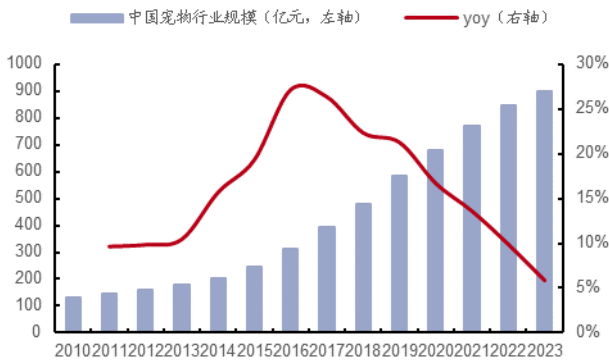
1、现象：始终强于社零的刚性需求，凭借新“性价比”持续扩容

(1) 始终强于社零的需求刚性：经历失速到回暖，宠物消费的新“性价比”优势持续

**宠物行业是否开始失速？**根据通联数据，2021年起行业增速逐步放缓，其中2022年受宠物狗数量下滑影响，行业增速降至个位数，与过往CAGR在20%以上的行业增速有较大差距，使得市场对行业是否还在成长期、未来宠物数量是否还有增长产生质疑。

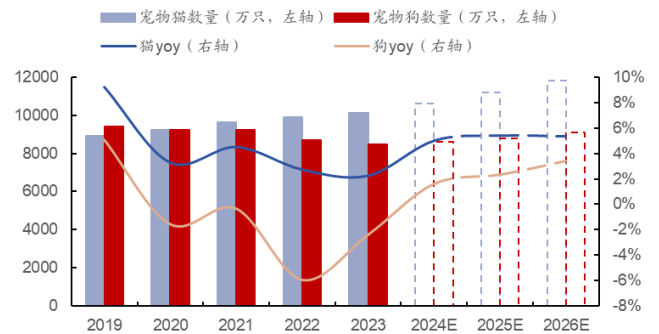
**整体回暖并且正在孕育第二增长曲线：小狗经济。**我们认为，失速是22年出现的线下活体交易困难、23年进口品牌代理乱价造成的，并非行业该阶段的正常增速。而23年线下交易基本恢复后，小体犬因方便照顾、可以穿衣打扮等强社交属性风潮再起。根据《宠物行业蓝皮书》，未来5年得益于小型犬数量的增长，宠物狗仍将增至近9千万只；猫经济将继续火热，未来5年宠物数量可超过1.1亿只。

图表 74 宠物行业看似量价红利均式微



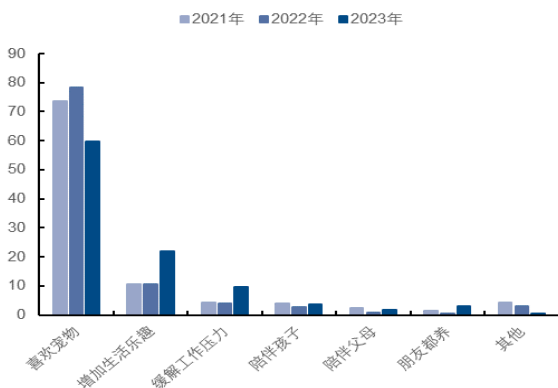
资料来源：通联数据，华创证券

图表 75 小狗经济或为市场带来相当可观的增量



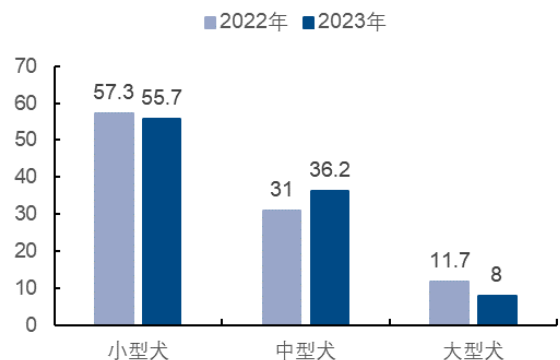
资料来源：通联数据，亚宠研究院、亚宠展、欧睿国际、淘宝、天猫、新略数智《宠物行业蓝皮书：2023 中国宠物行业发展报告》，华创证券预测（备注：2019-2023 根据通联数据，24-26 参考《蓝皮书》指引，猫按照疫情前合理增速预测，狗按照重回增长增速给予较为保守的预测）

图表 76 新增养宠理由中，增加生活乐趣，缓解工作压力显著上升 (%)



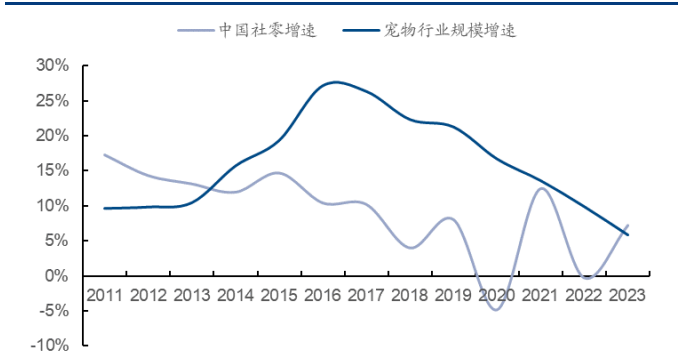
资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

图表 77 中小型犬风头正劲（图为养宠类型偏好%）



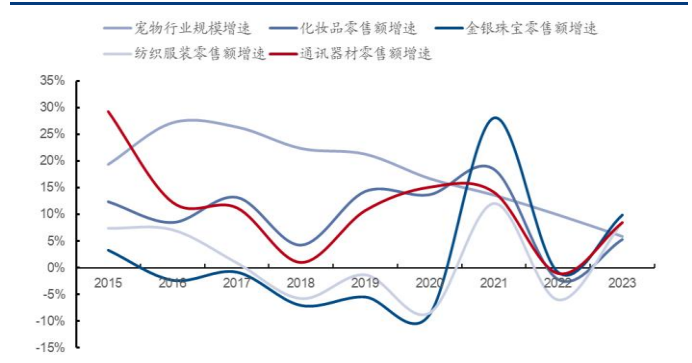
资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

图表 78 宠物行业增速整体远超社零增速



资料来源：通联数据，国家统计局，华创证券

图表 79 宠物行业增速韧性优于其他可选消费品行业



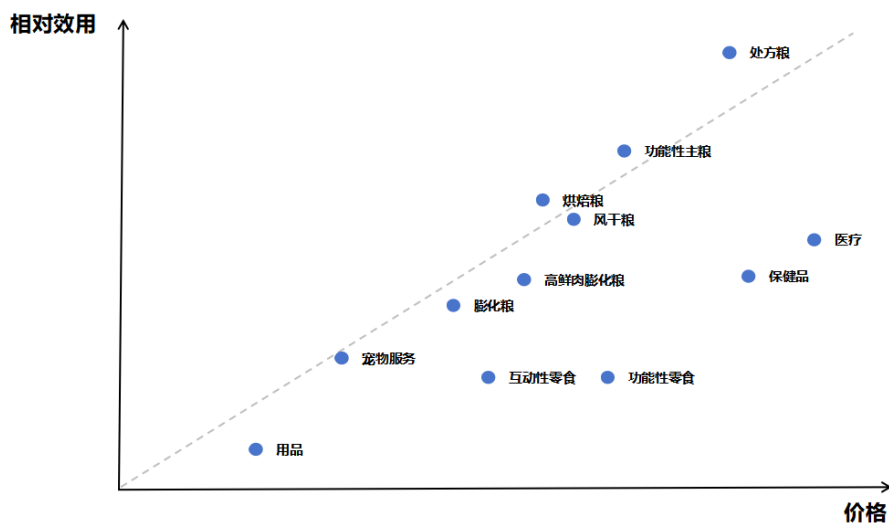
资料来源：通联数据，国家统计局，华创证券

## (2) 宠物预算的内部分配趋势：省时省钱但高质

消费者为“家人”身份的宠物决策时，生存必需的高质量放在第一位，再同时考虑是否过度花费、耗时，并不是不能买贵的，而是不愿意买贵的了。

- 宠物主更多关注主粮的“功能性”，体现“防胜于治”的理念。例如肠胃健康、美毛、去火、抗炎等，总结来说这些都是可以通过主粮在日常喂养中实现，并且在宠物健康体征上有较为明显的功能。此外，肠胃健康更加受到宠物主的关注，食物是宠物获取免疫力的最佳来源，因而肠胃吸收是其他功能得以实现的基底，能够从源头上解决宠物绝大部分的健康问题，所以虽有一定溢价，宠物主仍认为是值得的。
- 看病难看病贵多为宠物主痛点问题，宠物医疗性价比比较低。当前，我国宠物医院格局非常分散，多以夫妻老婆店为主，医生资质/学历、医院设备、治疗事故追责等方面均非常不完善。但是在收费方面，根据《宠物医疗白皮书》，国内大约有80.8%的宠物医院平均客单价在200~1000元，而治疗效果却方差极大，若是慢性疾病则需要宠物主投入更多的金钱和时间。根据《2023-2024年中国宠物行业白皮书》，宠物看病贵问题远超携宠出行困难（38.0%）、宠物商品质量参差不齐（35.3%）两大问题，占比56.4%。

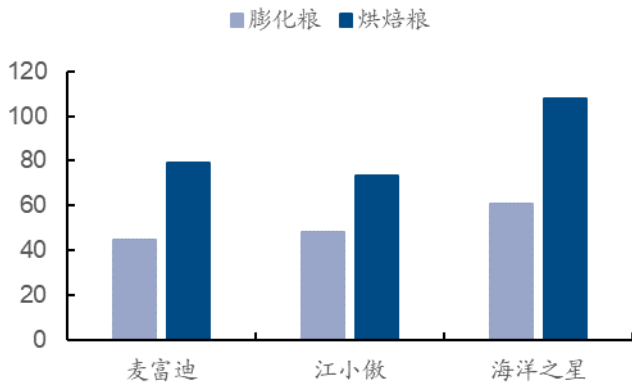
图表 80 宠物消费内部效用性价比一览



资料来源：华创证券

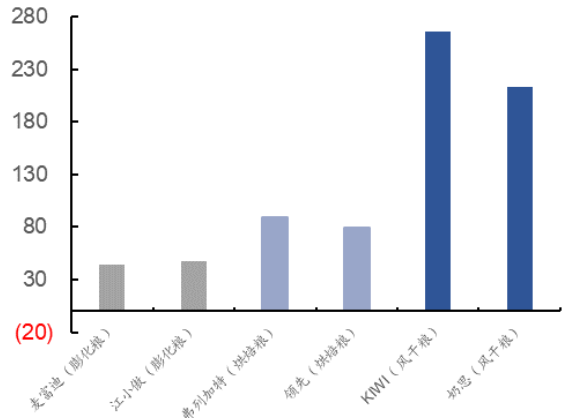
随着宠物主养宠认知度不断提升，在喂养方面逐步向健康、营养、均衡等更科学的维度持续升级。烘焙粮作为 2023 年的爆点品类，其核心特点是可以比膨化粮具有更高的鲜肉添加上限，从而满足宠物的高蛋白饮食需求；24 年它博会，zeal、爵宴等头部宠粮品牌已经展示了即将上市的风干粮样品，风干粮更接近于纯肉，有望在 24 年引领新一轮的主粮品类升级之风。此外，本土品牌的升级动作虽带动整体品类矩阵价格带上行，但同等质量下的价格仍远低于进口品牌，对消费者而言属于更具性价比的升级。

图表 81 单千克价格对比：膨化粮向烘焙粮升级（元/kg）



资料来源：各品牌淘宝旗舰店，华创证券

图表 82 单千克价格对比：烘焙粮向风干粮升级（元/kg）



资料来源：各品牌淘宝旗舰店，华创证券

## 2、融合时间：持续全生命的超高效用体验

宠物消费的金额大多集中在让他们的健康状态更好和与主人互动的过程中，但宠物带来的陪伴、温暖等效用可能是 24 小时不停，且在它的生命周期中一直持续，产生的效用和当下的花费并不一定在时间上同时发生，所以对于宠物带来的消费者效用的评价应该融合更长时间维度来计量，并不是简单的以单次消费为考虑，比如一次疫苗如果是一生一次，那么选择更贵更有品牌的可能性就越大，但日常消费的品种，如果消费者心中实际差距不大，那么考虑时间和金钱的性价比就更重要。

### (1) 长时间的相伴让宠物身份向家人切换，养宠效用在时间维度增长

与宠物相处的时间越长，宠物在我们的生活中的角色会向家人转移，养宠效用获得升级。人们不仅将宠物视为朋友与家庭成员，更将它们看做是情感寄托与伴侣。人们会逐渐将宠物嵌入自己的日常生活，通过分享喜悦等多种方式表达对宠物的爱和关心。家人能够给我们的不仅是陪伴，更是充分的信任和坚定的支持，宠物的陪伴价值升级为心灵支持，满足了人类更深层次的情感需求，创造出更高的精神效用。

### (2) 时间成本使得不同时间宽裕的人群做出不同选择

宠物猫时间占用比宠物狗更少，在时间维度的效用更高。宠物猫狗在清洁碗具/喂食、身体护理等方面花费时间相差无几，但宠物狗每日大约需要宠物主花费 1 小时以上的时间出门遛狗，综合时间花费需要将近 2 小时。根据《中国美好生活大调查》，中国人工作日平均休闲时间为 2.76 小时，宠物狗对于宠物主休闲时间的占用相对较大。而宠物猫每日仅占用宠物主 30 分钟以内休闲时间，从同等量级的情绪效用来看，宠物猫在节省时间维度具有更高的性价比。

图表 83 宠物猫每日占用宠物主的时间远小于宠物狗

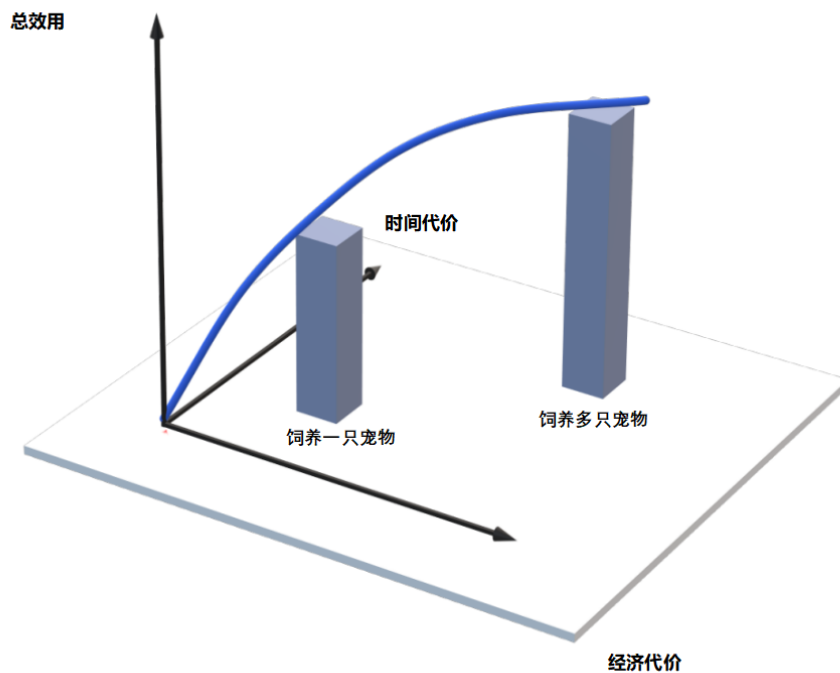
	宠物狗时间花费（分钟）	宠物猫时间花费（分钟）
清洁碗具/喂食	5-10	5-10
身体清理/梳毛	10-15	10
陪伴玩耍	20	15
出门散步	早中晚各 20 分钟左右	无
合计	1.5-2 小时	30 分钟以内

资料来源：华创证券

### （3）从 1 宠到 N 宠，被摊薄的代价使得多宠家庭的新“性价比”更高

固有代价得以摊薄，效用实现能级跃迁。宠物用品（自动猫砂盆、自动喂食器等）一般都可以多猫/狗共享，且由于单宠家庭普遍都有食品囤多了吃不完、品类少又怕不能很好满足猫狗生长发育需求的困扰，所以会有部分宠物主选择再养一只/多只。食物/用品的多宠共享可以使得多宠的边际增加花费递减，同时宠物主养宠增加的时间代价也呈现边际递减形态：1）宠物主陪伴宠物的时间部分可以由“二胎”完成，2）宠物主与宠物在一起的时间基本还维系在原有水平。而宠物主从多宠环境中得到的效用也因更多的交互、不同性格宠物带来的不同相处体验、用品食物等消耗品能够被更有效率地分摊等多个方面实现大幅度提升。

图表 84 一只宠物到多只宠物，时间性价比纳入折叠维度



资料来源：华创证券

### 3、折叠需求：养宠将人们对生存、生活、生命维度的需求高度折叠

养宠活动同时折叠了我们对生存、生活、生命维度的需求。一次与宠物外出的活动中，人们同时完成了与人交往、与自然亲近、锻炼身体等多层次的正面激励，甚至对于小朋友的爱心、责任感都产生一种“生命”层次的高度提升。类似我们前文提到，一次消费

花费的时间、钱固定的情况下，产生的效用层次越多，且高层次的占比越大，总效用越大，最后的新“性价比”越高，越容易成为人们的消费倾向。

(1) 生活层面：满足人宠重合需求，同步实现高级效用

宠物需要找伙伴玩耍、户外运动等需求，与人们社交、亲近自然的需求重合，当与宠物一起满足这些需求时，于宠物主可以在精神层面获得更高的满足，即实现了更高级的效用。

宠物社交实际上也是人和人的社交。宠物线下社交需要宠物主的陪同，这便诞生了宠物主基于宠物的线下社交的新场景。宠物主通过线下互相交流、分享养宠经验和后续线上进行日常联络与沟通等方式，建立起深厚的人际情感桥梁，从而达成“人与人”层面的效用实现。1) 原本满足宠物社交需求的特定节日线下宠物活动：丽卡宠物举办的“百基喜乐会”成功吸引了上百只柯基犬及其宠物主的参与；2) 为了满足更多宠物主社交需求而进一步产生了“造节”宠物活动：上海柯基年会中参会宠物数量更是达到了 800 只。从特定节日的供给吸引需求，到造节的需求拉动供给，宠物社交之风蔚然。此外，宠物社交还延伸出了“宠物+文娱”、“宠物+特色小镇”、“宠物+餐饮”等新型模式。从而使得宠物主也可以和宠物一起完成吃饭、度假、休闲等生活环节，形成了更高的时间融合。

图表 85 LICA&PET 丽卡宠物圣诞活动



资料来源：宠界微信公众号

图表 86 星巴克推出宠物下午茶



资料来源：狗狗巴士小分队微信公众号

宠物\*户外成为情绪价值新的增长点。近年来，露营等户外运动成为年轻人新的解压方式，同时这些人也刚好是养宠的主力军。宠物户外玩耍的需求与户外运动结合，不仅能够增进人宠感情，也为人更好地亲近自然创造了更多频次。小红书“带着狗狗去露营”话题浏览量高达 200 万次；2023 中国·邛崃 PangdaGo 首届宠物家庭运动嘉年华在成都邛崃邛崃国家考古遗址公园活力上演，吸引了近 200 组萌宠家庭、30 余家商户以及近 2000 名观众现场参与；南京交通广播、南京体育广播联合江宁汤山矿坑公园，举办的“矿野萌动营”集结了各个品种的名犬，吸引了诸多有宠人士携爱宠热情参与。

图表 87 品牌方积极组织携宠露营活动



资料来源：上海潮生活微信公众号

图表 88 养宠使得户外运动增加更多乐趣



资料来源：沪动娱乐微信公众号

## (2) 生命层面：宠物相伴的时光会更接近于“我们想要过的那种人生”

我们愿意与宠物建立长久的陪伴关系并从养宠中获得持续性满足，本质是与宠物相伴的时光会更接近于“我们想要过的那种人生”，这是正是我们在现实世界里的“稀缺品”。

- 1) 与宠物的相处过程，人可以完成呈现真实的自己：人类作为社会性动物，拥有着展现真我与获得认可的双重需求。但并非所有人都会对“真实的你”予以正向反馈，“真我”与“认可”难以并存。一旦评价不如人意，认同感便难以得到满足。但宠物与主人的关系不涉及任何复杂的社会关系与主观评价，这些不带任何批判的积极反馈为人们提供了无条件的爱，使人们拥有其所渴望的认同感。宠物给予的确定的安全感，象征着对宠物主自我价值的认同与确定的社会支持。

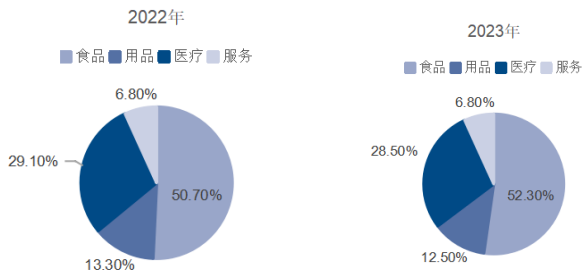
宠物能让宠物主做真实的自己的属性，在心理治疗中也有所应用。2018 年，Jorge Mota Pereira 与 Daniela Fonte 的一项研究发现：选择猫或狗的陪伴可以增强抵抗性重度抑郁症的抗抑郁药物治疗效果。在对照试验中，患者均维持常规药物治疗，领养宠物的参与者心理情况相比对照组（不领养宠物）表现更好，抑郁症有显著改善。

- 2) 爱与归属，养宠满足了人在精神层面的最高追求。在马斯洛的需求层次中，对爱与归属的渴望是人们在精神层面的最高追求，意味着安全稳定的联结关系和最高等级的幸福感。被压力和内卷裹挟着的今天，人们在人类社交中几乎无法获取到这一深层精神需求，但在养宠中却可以轻松获得，这是宠物带来的稀缺的最高能级效用。尤其是人们面临事业低估期或者是遇到人生较大的挫折，宠物可化身为低潮阶段的情感寄托，并舒缓主人的情绪，让他们正视自身的价值，更有动力去解决问题、克服苦难。

## 4、时间和经济双重约束下的新“性价比”

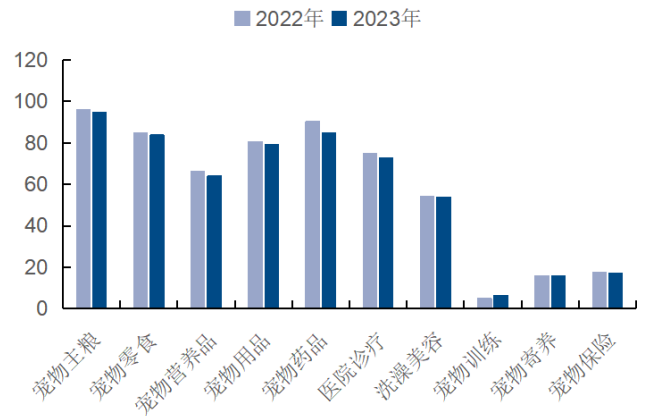
决定养宠的那一刻之后，可选消费便直接升级为必选消费。宠物经济在传统消费研究中被划入了“可选消费”，但本质上可选的是“是否养宠”这件事。因为一旦具有养宠意愿的消费者选择了养宠，那必然意味着要为宠物进行食物、医疗、用品与洗护等服务的支出，此时的可选消费变化直接变成必选消费，成为养宠人日常开支中较为刚性的部分。而食品类目则因其高频、刚需的属性，刚性度在宠物经济各个子类目排名第一。

图表 89 2022-2023 年宠物（犬猫）消费结构变化（%）



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

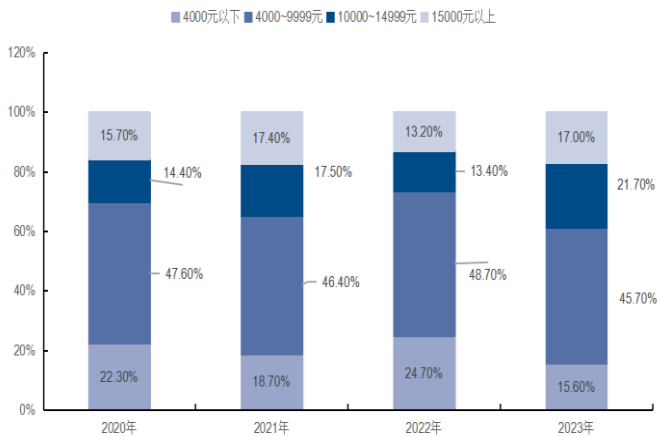
图表 90 2022-2023 宠物细分品类消费渗透率（%）



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

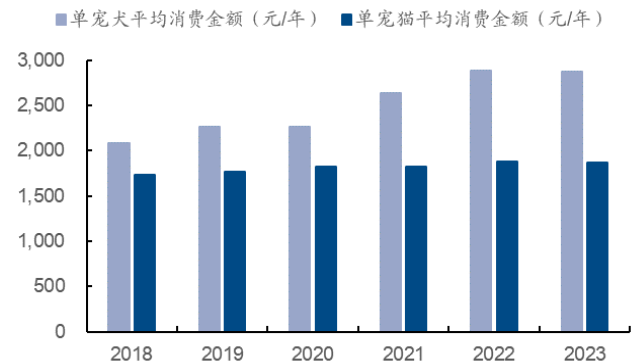
**初始购买锁定十年支出，人们仍然愿意为未来买单的赛道。**宠物经济与其他一次性投入的消费相比，特别之处在于第一次消费能够锁定未来十年左右的总支出。以饲养一只金渐层为例：初始购买价格大约为 4000 元左右，根据白皮书数据，单只猫咪年度支出约为 1800 元（暂时不考虑消费升级和通胀等因素），作为宠物饲养的猫咪平均寿命在 12-15 年左右，即总支出在 28000 元左右。4000 元的初始投入撬动了未来 6 倍的持续性消费。这便意味着在做出初始购买决策的当下，便认可了在未来持续投入能够带来的效用回报是值得的这件事情。

图表 91 2020-2023 年宠主年均月收入分布



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

图表 92 2018-2023 年单宠猫狗年度消费金额变化

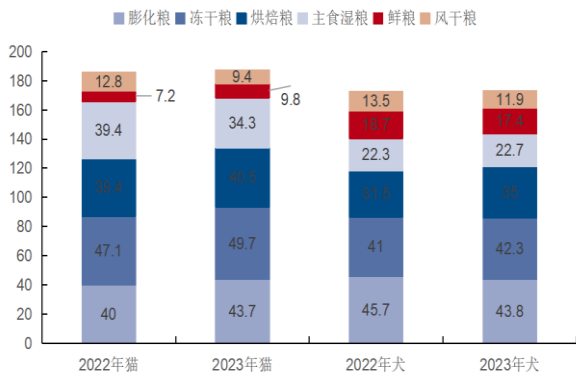


资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

**养宠后续支出在日度间得以平滑，而效用则在边际支出增加中得以更高倍数的放大。**宠物食品是养宠期间每日都需要的投入，其中：

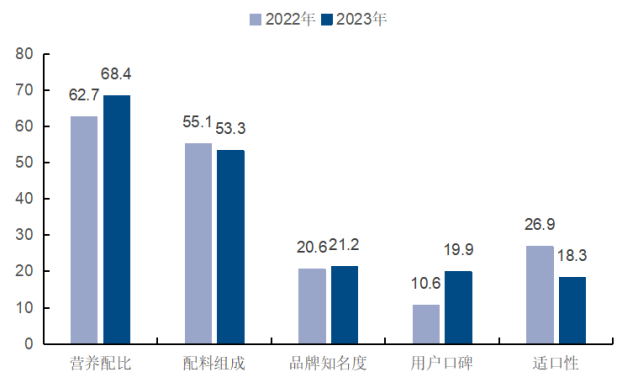
- 1) 主粮之于猫狗类同三餐之于人类，属于每日刚性支出，由于不能轻易更换且对宠物基本需求起到核心作用，其更换一般较为低频，且价格带普遍在升级后都有提高。

图表 93 猫狗主粮均呈现出明显的升级趋势



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

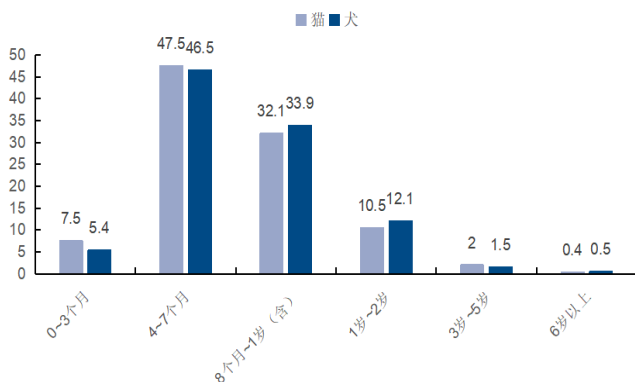
图表 94 主粮消费决策中消费者更关注营养与口碑



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

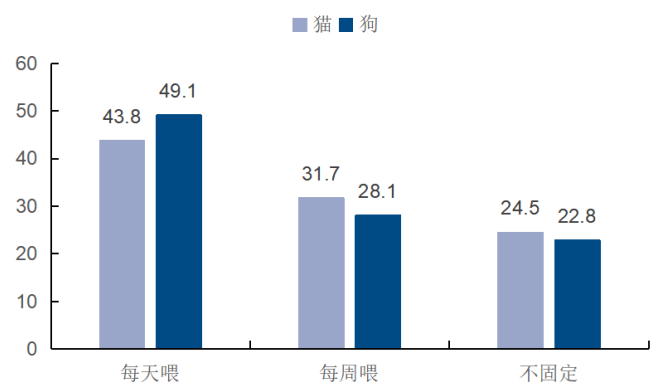
2) 零食、营养品则基于宠物不同的个性化需求选择性喂养，其互动属性、满足宠物主想让宠物过得更有趣、更健康的主观意愿，虽频次低于主粮，但单次喂养后带给宠物主的效用较高。

图表 95 大部分主人会在宠物 1 岁前就给予零食互动 (%)



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

图表 96 宠物零食喂食频次也比较高 (%)



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023 中国宠物行业白皮书》，华创证券

综上，无论是主粮的升级还是零食或保健品的升级/喂食频次的提高，都会增加养宠人的日度花费。平均到日度后，出于爱宠目的消费升级在占宠物主月收入比重极低的前提下被模糊与平滑，并使得宠物有更好健康表现与情绪正反馈，形成了宠物主每日正效用的连乘。效用的连乘放大与代价的模糊得以折叠，从而使升级与刚需在一种消费之上同时实现，令该消费呈现出较大的价格不敏感与弹性空间。

图表 97 宠物经济中的消费升级在平滑的日度支出中实现的总支出放大效应显著

	日度花费 (元)	yoy	月度花费 (元)	占宠物主月收入比	年度花费 (元)	12 年维度花费 (元)	实现倍数
初始	5		150	2.14%	1800	21600	
升级 1.0	6	20%	180	2.57%	2160	25920	1.20
升级 2.0	7	17%	210	3.00%	2520	30240	1.40
升级 3.0	8	14%	240	3.43%	2880	34560	1.60

资料来源：华创证券测算（备注：月收入占比按月收入 7000 元计算）

## 5、解释和展望

### (1) 在时间和金钱的双重约束下，宠物经济彰显优越性价比

参考美日两大成熟市场，宠物经济随经历了大几十年、甚至百年的岁月，仍然能够持续增长；且在新冠后人们对宠物的热情被再度放大，近年来呈现出亮眼的增速，终局市场的现状或解释了我国宠物市场可持续增长的原因。

**日本：孤独经济使日本宠物行业重现高速增长。**2021年的新冠疫情使得日本居家人数不断增多，导致人与社会之间的链接被大大削弱，养宠成为当时向内寻求紧密联结的流行趋势。这使得日本养宠规模逐年的高速增长——2023年行业规模超8000亿日元，并且在日本这样一个成熟的市场中出现了7.25%的同比高增。除新冠这一临时性原因外，日本家庭的小型化也使得居民的被陪伴需求增加，宠物缓解内心孤独、温暖平淡生活的效用得以体现。在养宠品种选择时，猫咪更加受到日本宠物主的欢迎。原因主要系日本人均居住面积较小，不太适合对空间要求比较大的宠物犬生活，另外猫咪也具有生活自理能力强，不用溜等可节省宠物主时间的优点，23年日本宠物猫数量以2.6%的增速突破了900万只。

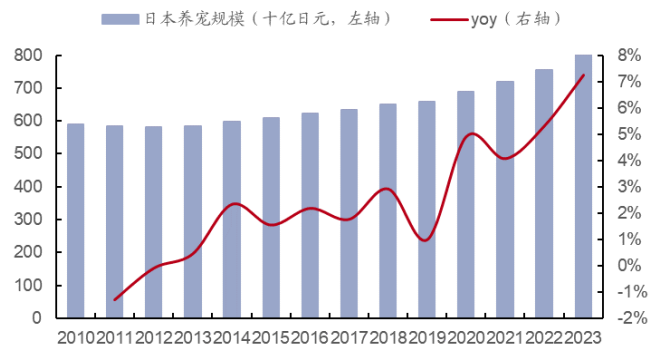
中国目前也经历着相似的情况，老年人口数量超过2亿，“一人户”家庭也已过亿，参考日本（40%+）养宠渗透率在我国（13%左右）仍有较大的提升空间。

图表 98 孤独经济催生日本宠物猫数量攀升



资料来源：通联数据，华创证券

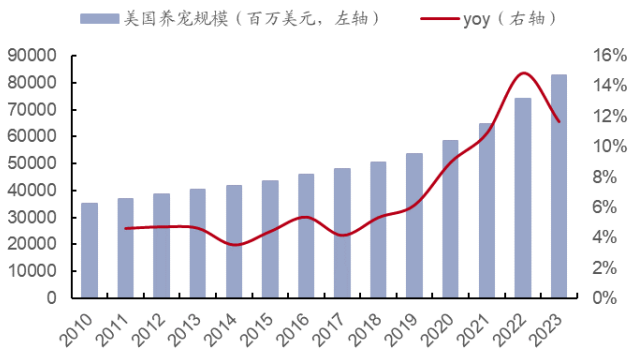
图表 99 日本作为宠物成熟市场规模仍在持续扩大



资料来源：通联数据，华创证券

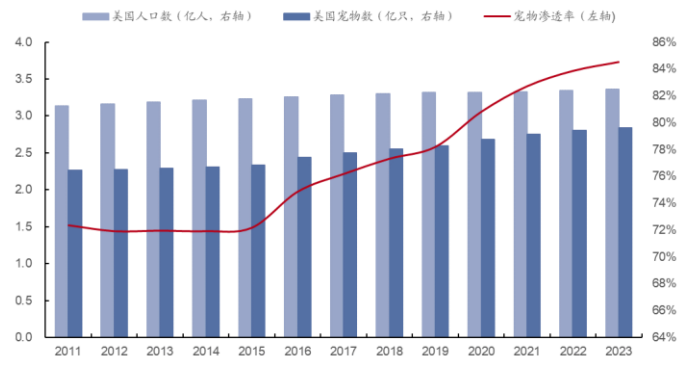
**美国：高效用转化为高渗透率，养宠已经从选择变成了习惯。**美国的宠物市场已有超百年的历史，在疫情期间市场表现依然出色——长时间居家使美国人的养宠意愿显著提升，根据 APPA 数据，2022 年有 14% 的美国人愿意获得新宠物。宠物渗透率持续提升，于 2023 年超过 85%。宠物已成为美国人家庭中常见的成员，养宠逐渐从人们的一种爱好演变为了一种生活习惯。行业目前的增速虽仅为个位数，却依然有源源不断的快速增长点出现在细分赛道，例如在蓝馐通过“天然健康”的差异化品牌定位，超越宝路成为市占率 5.6% 的美国第一宠物品牌；针对宠物的医疗、服务、寄养等产业链也日渐丰富成熟。

图表 100 美国宠物行业在疫情期间彰显强逆周期性



资料来源: 通联数据, 华创证券

图表 101 美国养宠渗透率仍在不断提高



资料来源: 通联数据, 华创证券

中国宠物行业虽仍处于比较初期的阶段, 但也已经经历 2-3 代宠物的生命, 随着养宠渗透率的不断提高与宠物经济的持续发展, 行业正在孕育一些新趋势, 值得我们去留意其中的机会所在。

- (1) **宠物老年化:** 当前的养宠主力群体 (90 后), 距离其刚刚开始养宠大约过去了 8-9 年, 也就是说他们的宠物都已经进入到了老龄化的初期。而在本土品牌的产品矩阵里, 这一直是缺失的一角, 因为老年粮具有一定的研发壁垒, 我国当前品牌多以抢占基础市场为任务, 研发老年粮普遍缺失。那这是否意味着, 已经有老年猫狗粮配方研发与配方储备的公司, 或可抢占下一城先机。
- (2) **狗的高端化:** 在高端、甚至是中高端狗粮市场上, 除了渴望、蓝馥等原本就来自国外的进口高端品牌, 我国本土品牌的身影多在猫市场中浮沉。而前文提到小狗或有数量爆发, 中小型犬的肠胃其实脆弱程度和猫咪相当, 因此也同样需要更高级的配方和食材进行喂养。现在是否有品牌已嗅到这一风口, 在大家猛卷猫经济时已下了先手棋。

除上述明显趋势外, 宠物的基础性健康问题的日常解决、可能由小狗经济引领的线下渠道新业态的诞生、本土品牌龙头的市占率正在迅速提升等趋势也都在一并形成, 预计在未来 2-3 年, 行业整体也将得到一个更为良性的重塑。

## (2) 受益标的

- 1) **乖宝: 本土宠物食品绝对龙头。**在中端价格带基本盘, 麦富迪品牌稳扎稳打, 品牌市占率不断提升, 至 2023 年已逼近第一名皇家 (5.8%) 达到 5.5%。在高端价格带, 弗列加特试盘即大爆, 23 全年淘系销售额达 1.28 亿元, 同比增长 177%, 高端猫主粮品牌深入人心。乖宝旗下还有 barf、羊奶肉等势能待激发的潜在大爆品类, 有望延续弗列加特增长奇迹, 有望同步带动公司市场份额提升与品牌矩阵向上迁移。此外, 公司在老年犬配方领域已有一定沉淀, 或可在已经到来的第一批宠物老龄化时代有出色表现。
- 2) **佩蒂: 海外恢复具有较高确定性, 本土拔尖高端狗粮品牌主粮已出, 国内业务势能可期。**海外业务方面, 公司当前海外订单已恢复正常; 品牌端来看, 爵宴风干粮已上市, 上市 5 日累计销售额破 100 万元。爵宴定位高端狗粮赛道, 当前来看, 该赛道并不“卷”且国产高端狗粮品牌爵宴处于龙头地位, 主粮的推出为公司开拓国内市场注入核心动能。
- 3) **中宠: 三大品牌各有抓手, 调整即将结束、有望厚积薄发。**Wanpy 线上线下区隔动

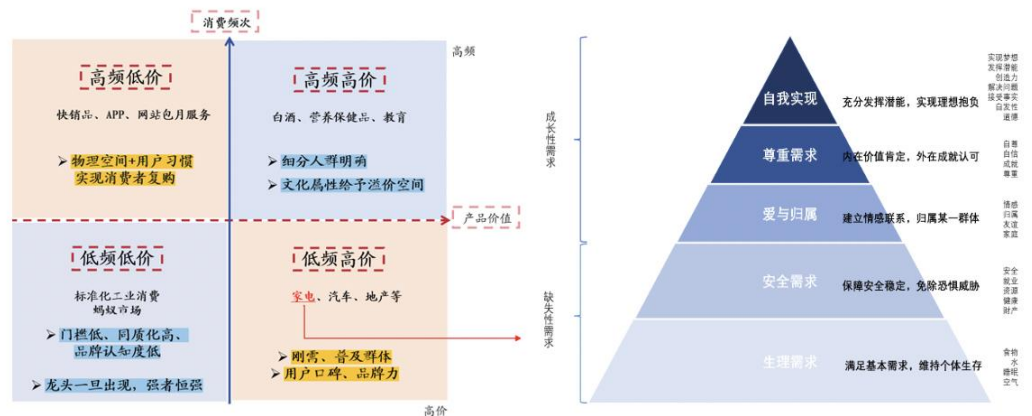
作笃定，全面调整后推新将彰显聚焦能力与品牌掌控力；ZEAL 调整基本结束，24 年放量+拓品类逻辑双强，其风干粮产品预计将于 618 全面上线；领先烘焙粮成为 2023 年大爆品，24 年有望延续其势能；24 年爆品测试、新品汤包、幼猫系列、主食冻干对行业趋势体现其前瞻性洞察趋势功底，有望保持收入高增。

风险提示：国内市场竞争加剧、自有品牌拓展不及预期、原材料价格波动、汇率波动、国际政治经济环境变化。

#### （四）家电：折叠效用极致性价比之选，以旧换新增加生活/生命价值

家电行业，定位低频高价，过去解决的是以功能性为主的马斯洛中低需求。从产品属性来看，家电产品是耐用消费品代表，尤以白电、黑电、厨电等产品刚需属性较强；小家电则表现出一定的可选消费属性。从价频象限来看，产业是低频高价的生意，覆盖人群相比高频高价的明确细分受众而言更具普及性，因其场景特征，解决刚需、功能性需求，对标马斯洛需求里中低层的生理、安全需求，例如空调解决气温湿度、冰箱解决食品存储安全、洗衣机解决生活洗护等需求。

图表 102 低频高价的家电行业对应马斯洛生理和安全需求



资料来源：华创证券整理

基于功能性需求，因此家电行业以往的竞争大多聚焦在材质、功能、价格上，现在伴随大家电保有量的见顶和行业红海的激烈竞争，在传统家电品类的功能创新和产品价格上较难拉开差距。行业已经完成早期产研实现供需匹配和中期规模效应实现性价比，目前长期来看，龙头的品牌树立和渠道资源成为绝对主导的关键因素。此外，伴随消费者追求有品质的生活，家电产品被寄予更多情感寄托，终端市场需求正在从过去功能代表的生存/生活价值，向家庭、归属等生活/生命价值迭代，进而提升产品的溢价和复购。从家电产品具体来看：

- **空调**：由传统调节温度（制冷/制热）需求向净味控风、新风健康需求升级。最显著即时改善居住、工作环境舒适度的家电，一次投入之后，效用/边际成本的性价比高。
- **彩电**：早期发展起到获取信息的功能，现在功能逐步到娱乐为主。弹性工作时间时代，居家时间占比提升，大屏、超高清、环绕声场的彩电升级和家庭影院也是品质人生的配置之一。

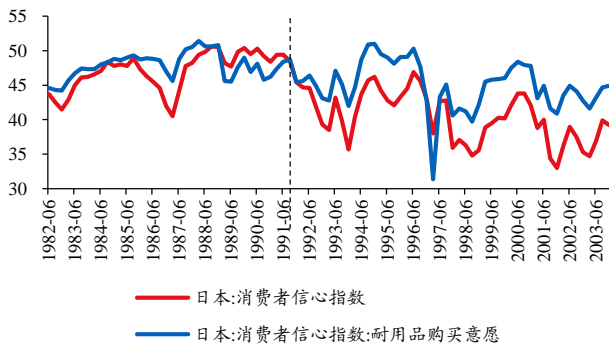
- **冰箱：**从食物保鲜基础需求迭代到杀菌抑菌、控氧保鲜、分子保鲜等创新技术。在“悦己消费”时代，大容量、高保鲜、与家居场景融合的高颜值冰箱，成为新时代消费者品质生活的必选之一。
- **洗衣机：**根本在于解放双手，从电机玻璃缸内筒再到单双缸、全自动和高端洗衣机，除了基础清洁功能，迭代了自动净槽、抑制霉菌的功能。洗衣机已经成为现代生活的电器标配，可以获得更多可支配时间和体力，进而提升其他活动的平均效用；此外专业羽绒洗、智能除污渍、防过敏等功能升级帮助消费者获得更好生活体验。

同时，一些新兴家电同样因提升居家生活幸福感、解放双手释放时间精力等生活价值被越来越多的家庭使用：

- **干衣机：**满足烘干衣物的需求，更适用于潮湿天气较多的南方城市。相比传统晾衣方式，干衣机省时省力省空间，不需要阳台、几十分钟变可让衣物变得干燥柔软，增加更多可支配时间和体力，同时节约空间提升居家幸福度。
- **洗碗机：**厨房里的革命性产品，解放双手，同时具备消毒烘干功能。老一辈更注重成本，年轻人更注重时间价值，解决大量时间和空间的洗碗机渗透率逐步提升；比手洗更强清洁效果和具备消毒功能，符合居民对健康生活品质的追求。
- **蒸烤一体机：**解决现在年轻人的吃饭问题，功能全面且解决空间，代替电饭煲、蒸笼、空气炸锅、微波炉。电气化更安全、省时，同时将多种功能折叠进一个小空间。
- **清洁电器：**从有线吸尘器-无线吸尘器-扫地机-拖地机-自清洁功能-洗地机，整体发展趋势更便携化、智能化，本质是解放双手，部分/完全替代手工的作用。清洁电器近年来“LDS+”为主的技术突破大幅提升清洁效率、减少人的参与程度，质的增加可支配时间和体力。

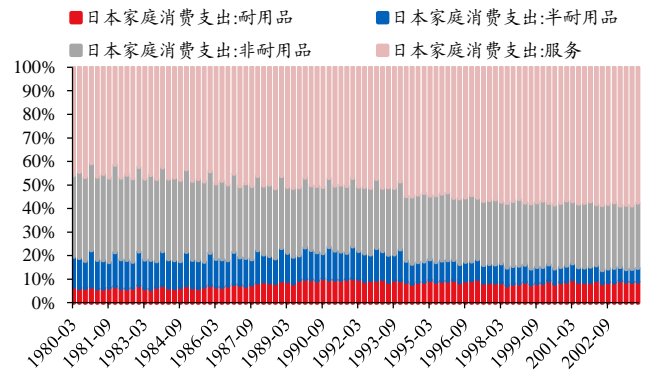
从“折叠需求”框架下看家电，因其基础功能属性+悦己品质生活升级，包含“生存、生活、生命”三种效用；同时考虑产品日常使用频次和更新周期，家电具备极致性价比，且在经济下行期仍具极强韧性。家电覆盖了食、住大部分需求，从过去基础功能代表的生存/生活效用，逐步过渡到目前如洗碗机/清洁电器省时省力代表的生活效用和如干衣机/保鲜冰箱/新风空调代表的品质生活效用。此外，家电的耐用耐用品属性代表极致性价比和购买意愿的稳定性，哪怕在日本经济下行的 90 年代期间，耐用品购买意愿仍显著高于整体消费者信心指数；在非耐用、半耐用品的消费支出占比收窄的背景下，耐用品的消费支出占比基本稳定。因为对于以劳务报酬为主要收入且不过度消费的百姓来说，工作时间越长，总财富越大，当对未来谨慎时，钱花在最具有人生意义性价比的耐用消费品上是容易决策的，尤其是日常高频使用的大件上。假设从个人资产负债表上看，类似“费用资本化”的概念，“早买早享受”。

图表 103 1991 年后日本耐用品购买意愿显著高于整体消费者信心指数



资料来源: Wind, 华创证券

图表 104 日本居民耐用品支出占比稳定



资料来源: Wind, 华创证券

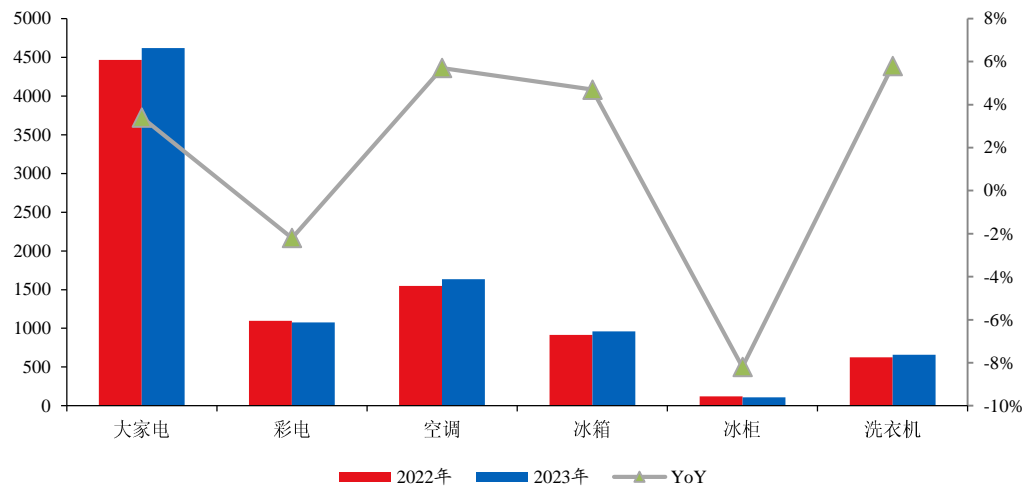
**考虑 24 年家电以旧换新，高品质生活/生命效用占比提升。**24 年初，国务院提出开展家电产品以旧换新，根据国家家用电器协会相关标准，家用洗衣机、吸油烟机的安全使用年限一般为 8 年，家用电冰箱、房间空调器安全使用年限为 10 年，而我国相当部分家庭正在使用的家电产品购置于 2009 年以旧换新政策实施时期，目前正接近或达到更新换代的节点。从供给端看，新消费场景和市场需求刺激家电行业实现产业转型和产品变革，智能化、数字化、健康化等产品能为消费者带来更加省时、智能的悦己生活体验。

### 1、复盘家电 2023：需求在波动中回暖，悦己生活价值隐含其间

**家电销额小幅回升，挖掘细分需求。**全国家用电器工业信息中心数据显示，2023 年国内市场家电零售额 7736 亿元，同比+1.7%；其中一季度疫情影响尚未完全消散，二季度迎来报复性消费潮，三季度增长呈一定颓势，四季度有所回弹。在此背景下，“大单品”时代已经远去，细分生活悦己的价值升级创新将冲淡“消费降级”这一悲观趋势。分品类来看，

- **大家电：整体小幅增长，空调热销。**23 年大家电内销额 4617 亿元，同比+3.4%。各品类性能和功能延续升级趋势：空调围绕加湿器、循环扇、净化器、新风系统等功能升级，厨房空调集中爆发；冰箱一方面产品外型和结构更加美观化现代化，另一方面在主流品牌都具有各自特色的保鲜技术并不断迭代；干衣机近年来迅速成长，2023 年洗烘套系化产品零售量同比增长 49%。

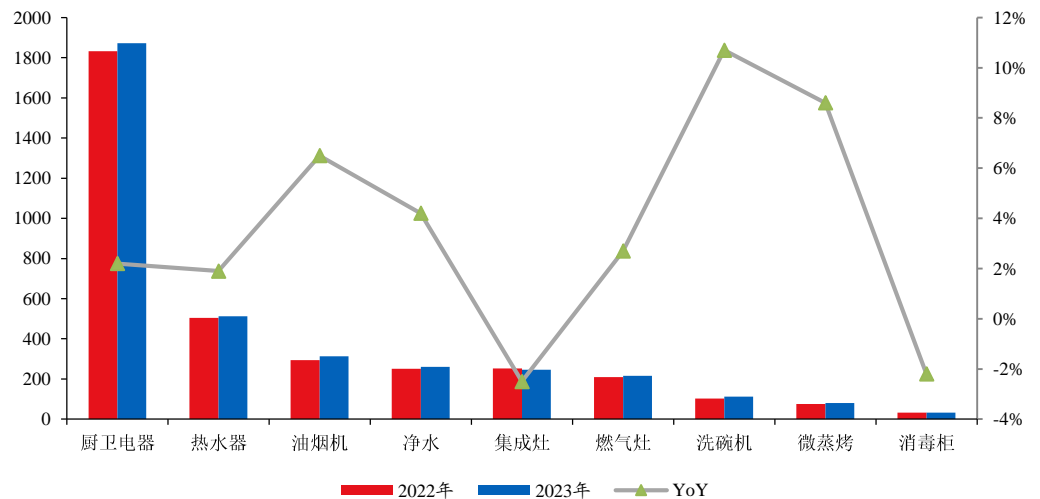
图表 105 2023 年大家电主要品类增长情况（亿元）



资料来源：全国家用电器工业信息中心《2023年中国家电行业全年度报告》，华创证券

- 厨卫电器：市场整体反弹，品类加强创新。**23年厨卫电器内销额 1872 亿元，同比 +2.2%。油烟机及燃气灶继续向大风量大风压升级，超薄低吸、平嵌式油烟机与家居家装的融合更加充分；洗碗机嵌入式、大套数、分区/分层洗以及一级水效产品销售明显增长；以“分体式设计”、“集成化联动”为思路的集成烹饪中心在 2023 年爆发。

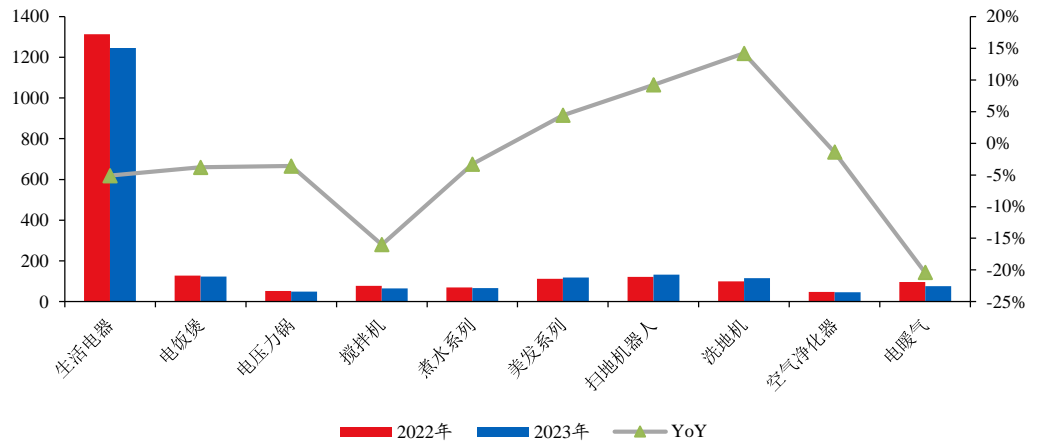
图表 106 2023 年厨卫电器主要品类增长情况（亿元）



资料来源：全国家用电器工业信息中心《2023年中国家电行业全年度报告》，华创证券

- 生活电器：高基数下需求乏力，清洁电器延续增长。**随着居民出行需求集中释放，叠加过去三年对生活电器需求的部分透支，23年生活电器整体销售出现下滑，内销额 1246 亿元，同比 -5.1%。厨房小家电烹饪类、水料类销售额几近全面下挫；个人形象类产品电吹风、剃须刀等有较好市场表现；清洁电器中扫地机器人销额增长主要得益于价格较高的全能基站产品迅速占领市场，洗地机价格下探下吸引更多消费者。此外，相对于大家电和安装型家电，消费者购买生活电器的随机性较强，以“种草”为主的新兴电商平台成为生活电器重要的销售渠道。

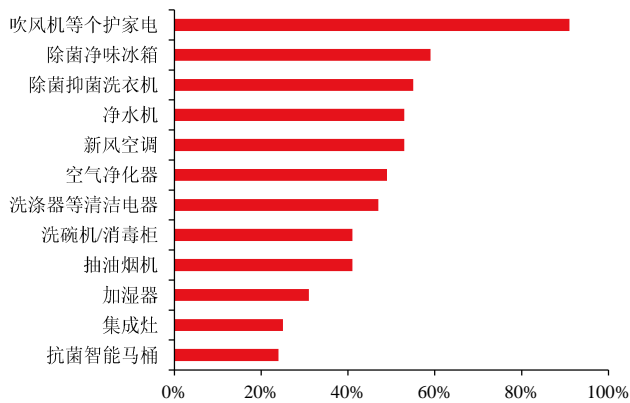
图表 107 2023 年生活电器主要品类增长情况（亿元）



资料来源：全国家用电器工业信息中心《2023年中国家电行业全年度报告》，华创证券

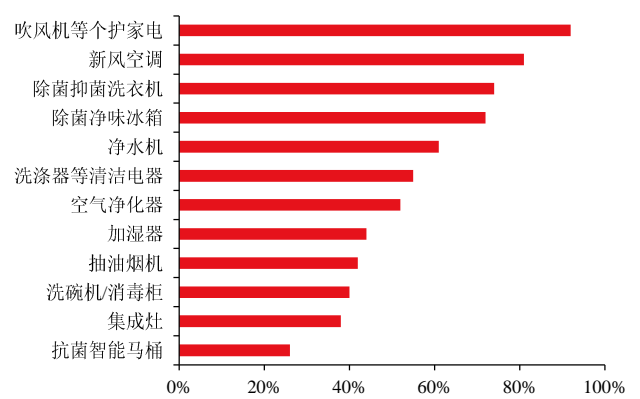
**重视生活价值升级，家电悦己属性突出。**随着行业渠道布局、营销方式、产品卖点同质化，悦己消费进而放大用户的生活价值显得愈发重要。奥维云网 2023 家电全品类年度总结显示，当消费者与品牌建立情感纽带时，他们的价值（以消费力、复购率衡量）比仅对商品功能感到满意的消费者高出 52%。对家电而言，从洗地机、扫地机器人、净水器、新风空调、保鲜冰箱、高速吹风机等细分家电高增品类来看，其具备的环境清洁、水净化、空气净化、食物保鲜、护发养发等功能的健康悦己属性突出。

图表 108 70%已购买健康家电消费者的品类选择



资料来源：36 氪《2024 年中国健康家电消费及趋势研究报告》，华创证券

图表 109 30%准备购买健康家电消费者的品类选择



资料来源：36 氪《2024 年中国健康家电消费及趋势研究报告》，华创证券

**家电的健康生活效用主要是围绕空气、水、饮食和个人护理，具体来看：**

- 空气健康：**1) 新风空调：与洗衣机类似，空调除菌效果同样有不及预期这一痛点，36 氪研究数据显示，59%用户更期待新风空调可以根据环境感知实现自调节；2) 空气净化器：36 氪研究院显示，39%的用户表示对空气净化器去除花粉、尘螨、宠物毛发等常见过敏原效果不佳，同时 54%消费者希望可以有效平衡室内湿度，使得室内空气环境更适宜。
- 饮食健康：**1) 冰箱：36 氪研究数据显示，53%的用户期待通过搭载可视化除菌抑菌模块，真正减少冰箱内部细菌滋生，同时 48%用户对冰箱分食材保鲜存在一定需求；2) 洗碗机：用户主要对全方位无死角清洁及机器自清洁有一定要求。

- **个护健康：**1) 吹风机：静电困扰、头发缺少光泽感和水润感是消费者认为当前吹风机产品相对缺失的健康功能；2) 洗衣机：有效除菌和精纯护理是消费者目前对洗衣机功能提升的最大期待。
- **水健康：**净水机：用户重点关注二次污染风险，包括机器内部细菌滋生水龙头和管道内壁除菌不彻底带来的用水污染。

而在价值升级的具体实现中，需求是导向，产品是结果，供应链则是硬核支撑。企业供应链迭代带来的技术升级和供给改革，成为价值升级中的重要环节；清洁电器 2016 年石头“LDS+类”导航避障技术的突破带动行业发展，“时间替代、解放双手”为特点的扫地机、洗地机普及度大幅提升；LED 照明中更具标品属性有望行业整合的无主灯细分领域近年得到广泛关注，公牛标品化设计方案有望降级设计师壁垒、加速行业渗透。

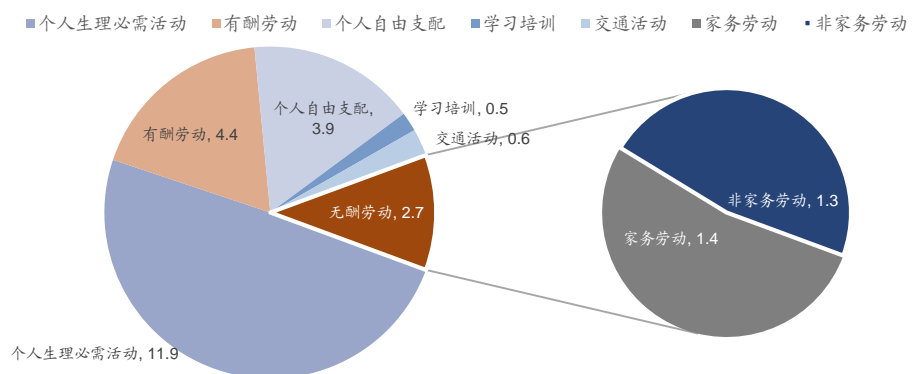
## 2、清洁电器：内销悦己消费，出海国牌替代

内销方面，现今在快节奏的生活下，面对繁重的清洁家务，没有时间做家务也成为了最大痛点，以“解放双手”为特点扫地机器人逐步进入到越来越多消费者的视线，而随着自清洁技术的出现，自清洁拖地机器人、洗地机等新品类直击中式家庭清洁痛点，成为家庭清洁的重要助力。外销方面，海外扫地机历史已久，但老牌龙头 iRobot 由过去的垄断地位至今份额持续下滑，其产品力正在被国牌产品逐步超越，国牌扫地机在海外市场对其的份额替代雏形已现。

### (1) 内销：省心省力的悦己消费

**拖地劳务占据日常劳务比例高，潜在需求旺盛。**根据国家统计局《2018 年全国时间利用调查公报》数据，在居民一天时间分配中，用于家务劳动的日均时间达 1.4 小时，而目前可用于个人自由支配的时间仅 3.9 小时。由此前拖地频次与拖地时长的估算，平均每天拖地次数约为 0.45 次，每次耗时约 26 分钟，即拖地代表着每天约 11.6 分钟（近 0.2 小时）的高体力劳动，拖地电器对其劳动替代、体验优化具备极强潜在需求。

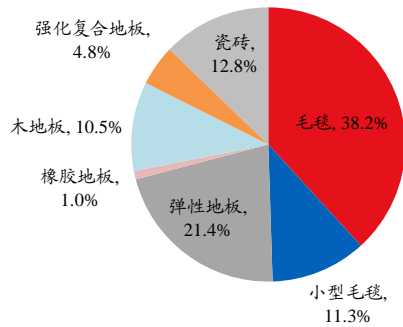
图表 110 居民日均时间分配中家务劳动达 1.4h



资料来源：国家统计局《2018 年全国时间利用调查公报》，华创证券

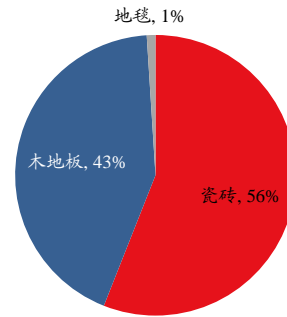
**中式家庭地面清洁痛点在于拖地。**国内地面材质以瓷砖，木地板为主，清洁过程中首先需要吸/扫、反复清洗拖把、拖地才能实现真正意义上的地面清洁，而只适用于干吸的吸尘器只能满足吸扫环节需求，显然远达不到我国家庭地面清洁的需求。故此，吸尘器在美日早已成为家庭清洁刚需产品时，在我国尚停留于可选消费范畴。

图表 111 2018 年美国地面装饰材料市场份额分布



资料来源：海象新材招股说明书，Floor Covering Weekly，华创证券

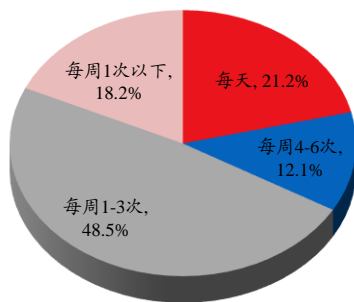
图表 112 中国家庭地面材质占比



资料来源：新浪家居、知电、中国家用电器研究院和 iRobot 联合发布《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书，华创证券

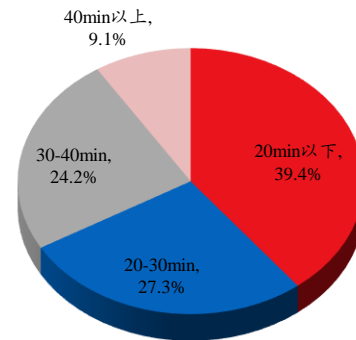
**拖地劳动频率高、耗时长：**在擦地白皮书中显示，家庭中每周擦地在 1 次以上的比例高达 81.8%，其中更是有 21.2% 的家庭为每天擦地。同时，拖地劳动单次耗时较长，白皮书显示单次擦地在 20 分钟以上的家庭达到 60.6%，其中半小时以上的也达到了 33.3%，可见擦地家务繁琐耗时。

图表 113 中国家庭每周擦地频率占比



资料来源：新浪家居、知电、中国家用电器研究院和 iRobot 联合发布《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书，华创证券

图表 114 单次擦地平均花费时间占比



资料来源：新浪家居、知电、中国家用电器研究院和 iRobot 联合发布《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》白皮书，华创证券

过去的拖地产品在地面清洁维度上并未实现真正的劳动替代。自 2015 年左右扫拖一体机开始出现，兼具扫拖功能的产品零售量 2019 年即达到机器人赛道的 85.2%，2020 年进一步实现了 91.9% 的份额。但其问题在于无法连续完成整个清洁过程，其本质是将人为对于地面清洁劳动转嫁至对于机器以及拖布的清洁，仍需要消耗同类的时间、精力、脏污容忍程度去解决电器内部的污垢，勉强达到一次性地面清洁，但大幅增加机器清洁难度，可以说是劳动转移而绝非劳动替代，故一直难以普及。

**自清洁技术出现得以实现完整的拖地循环达到真正意义的地面清洁。**自清洁拖地机器人基站配备净污水箱、拖布清洗槽，机器人可以自主返回基站补水或清洗拖布，得以实现完整全屋拖地过程的自循环，是可持续进行的，真正压缩了整个清洁过程中的劳动投入。

**自清洁技术催生两大单品：自清洁拖地机器人以及洗地机。**自清洁拖地机器人配备两个水箱（净水箱和污水箱）及清洗肋，在拖地过程中可自动识别抹布的脏污程度从而选择

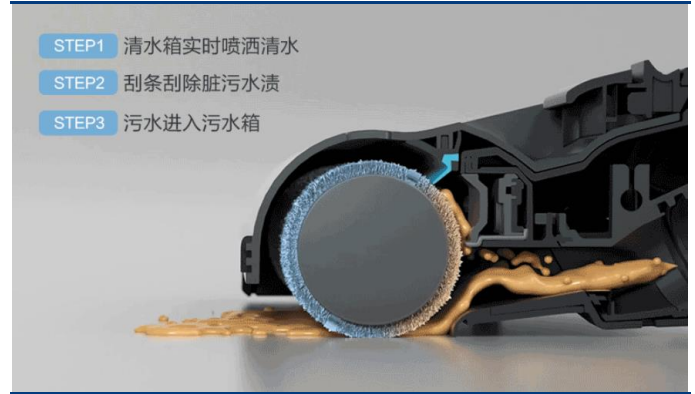
是否返回基站对抹布进行清洗，清洗过程中通过涡轮式旋转及清洗肋的配合以达到搓洗的效果，在清洗完后污水可实现自动回收，继续进行拖地工作。洗地机同样配备净、污水箱，清水箱实时对滚刷喷洒清水，随后由刮条刮出脏污水渍，污水吸入污水箱，实现了“拖-洗”的自循环。由此实现拖地的自清洁，使洗地机可持续清理，极大提升了便捷性，无需人力反复清洗脏污拖布，只需人工注入清水以及完成拖地后倾倒污水箱。

图表 115 自清洁扫地机工作原理



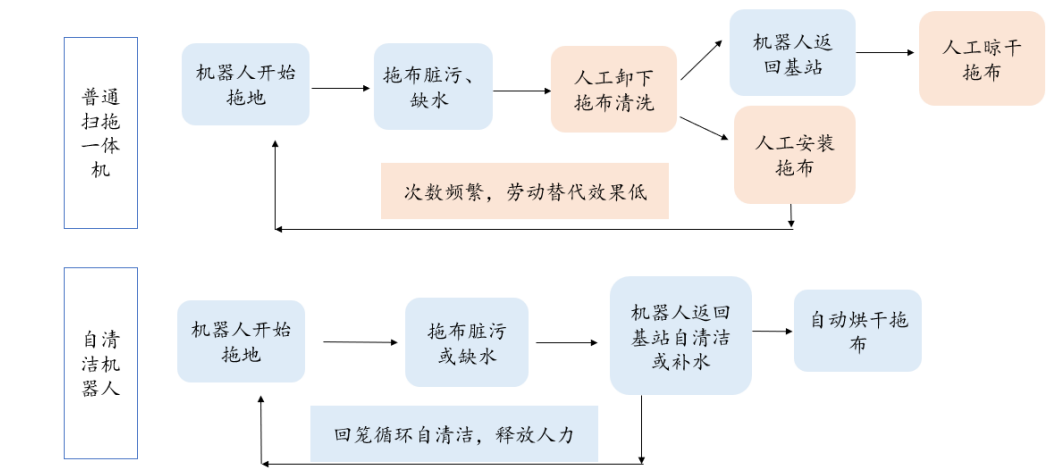
资料来源：天猫云鲸旗舰店，云鲸官方微博

图表 116 添可洗地机工作原理



资料来源：天猫添可官方旗舰店

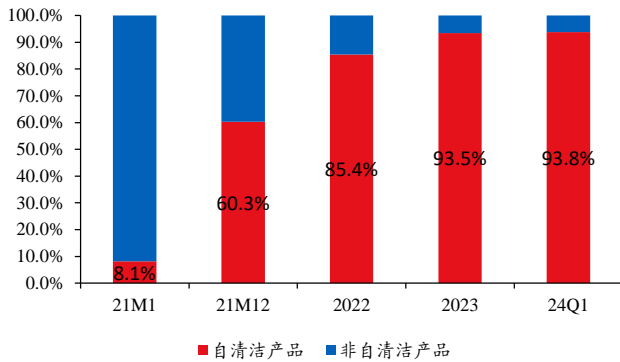
图表 117 自清洁机器人基本实现拖地人力替代



资料来源：华创证券

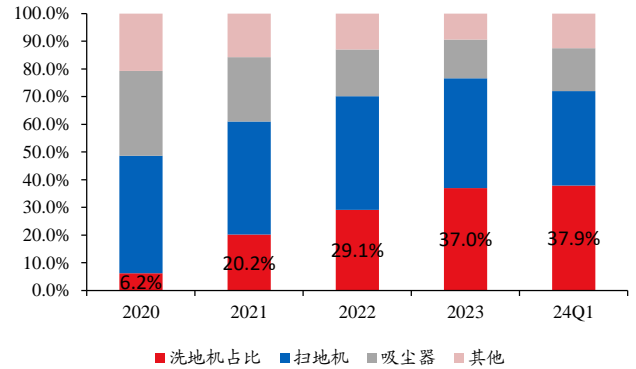
**自清洁产品各品类实现单向替代。**若将扫地机器人以自清洁功能区分为自清洁拖地、普通扫地机两个类型区分，仅一年时间（21年1月到21年12月）自清洁拖地类占比由21年1月8%提升至60.3%，边际上24Q1已提升至93.8%，对非自清洁类产品基本全面替代。洗地机则是单向替代传统吸尘器需求，一年时间（2020至2021年）在整个清洁电器品类中占比由6.2%提升至20.2%，边际至24Q1洗地机占比进一步提升至37.9%，3年时间超越扫地机，成为清洁电器第一大品类，可见自清洁技术出现击中中式家庭清洁痛点。

图表 118 自清洁拖地机器人销额占比持续提升



资料来源：奥维云网，华创证券

图表 119 洗地机销额占比持续提升

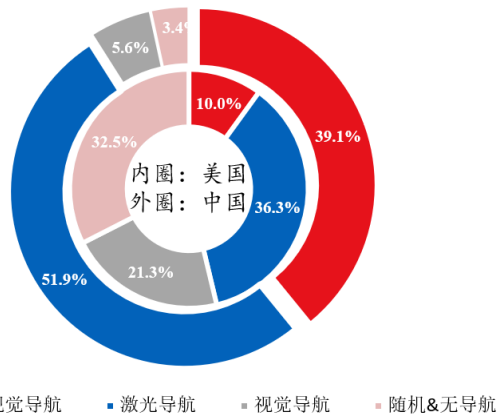


资料来源：奥维云网，华创证券

## (2) 扫地机外销：国牌替代，星辰大海

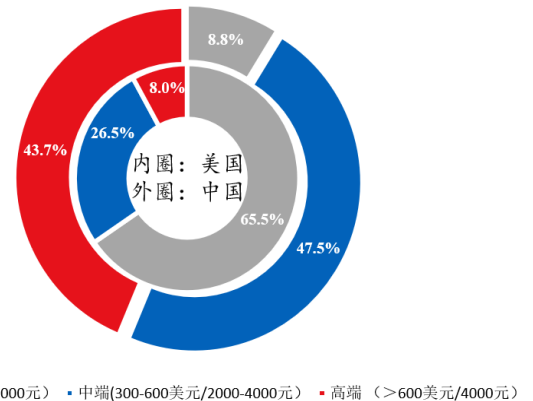
海外中低端机型仍然占据相当比例。从产品类型上看，当前海外扫地机仍然以中低端机型为主。以美国亚马逊为例，扫地机 best seller 中随机导航&无导航产品仍然占据相当比例 (32.5%)，且激光+视觉导航产品份额仅 10%，相较中国市场差距明显 (39.1%)。另一方面美亚 300 美金以下扫地机份额达到 65.5%，而大于 600 美金的产品比例仅为 8.0%，因此海外市场中存有较多待淘汰的低端型号，国牌产品力处于领先地位。

图表 120 中国扫地机产品力明显领先 (2023M1-M10)



资料来源：亚马逊，Gfk 全球零售监测数据，转引自 Gfk 《2023 年科技及耐用消费品市场报告》，华创证券 注：美国数据采用 24 年 1 月 7 日亚马逊扫地机品类 best seller 情况统计

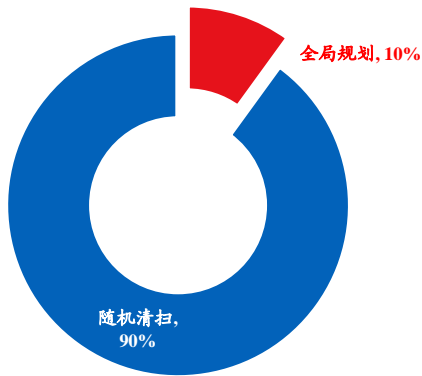
图表 121 美亚销售仍以中低端机型为主 (2023)



资料来源：久谦，奥维云网，华创证券

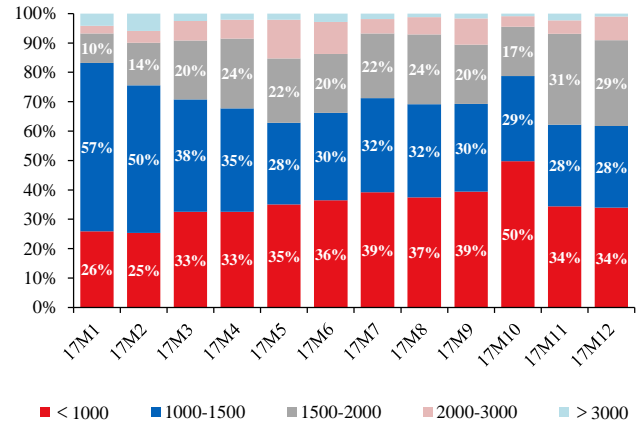
海外扫地机起步较早形成惯性，后续中国品牌有望享受行业发展红利。若从行业角度归因当前海外扫地机的产品结构，我们认为主要系海外起步较早，前期产品多以随机或视觉导航为主，因此以 iRobot 为代表的海外龙头通过先发优势已占据消费者心智，但伴随中国系品牌的技术优势逐步凸显，后续有望率先享受行业发展红利。伴随国内扫地机行业的迅速发展，我们认为当前中国系品牌在全球扫地机阵营中扮演了攻擂者角色，当下全球产品技术演变在国内发展历程中有迹可循。早年国内扫地机技术有限，产品多以 2000 元以下的中低端机型为主。早期国内扫地机与海外市场类似，由于技术发展并不成熟，导致中低端产品曾占据主导地位，90% 的产品在路径规划上仍是随机清扫型，2000 元以下价格带产品占比更是长期维持在 90%，导致整体产品认知有限且行业规模较小。

图表 122 早期中国扫地机仍以随机碰撞为主（2017）



资料来源：中国家电网，华创证券

图表 123 2017 年国内中低端价位扫地机占据绝对主导



资料来源：奥维云网，华创证券

**导航避障突破：2016 年石头“LDS+类”产品带动行业发展。**虽然国内首个全局规划产品在 2013 年即已出现，但限于导航技术及早期软件不足，并没有带来规模性变革。碰撞式避障的随机规划产品容易出现卡困以及大量清扫盲区，导致消费者体验较差、复购率低。直到 2016 年石头推出激光导航的全局规划产品完成了跨越式升级，行业规模逐步开始持续高增。

图表 124 全局规划清扫路径显著好于随机式



随机式清扫

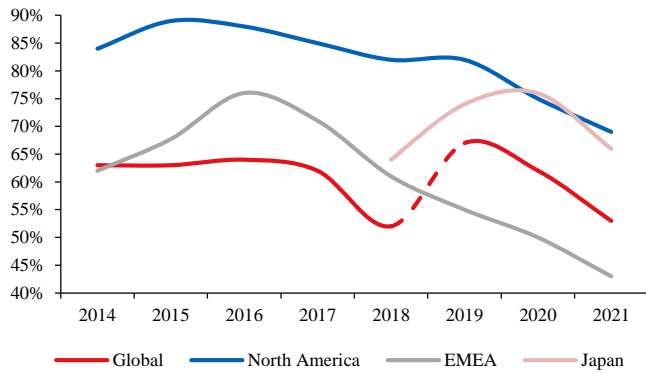
规划式清扫

资料来源：科沃斯官网

**老牌龙头 iRobot 全球市占率逐年递减，北美/EMEA 营收大幅缩减。**iRobot 自 2017 年后全球份额持续下行（62%→53%），尽管这一时期也曾推出如 Roomba i7+ 等自集尘新品，但在中国品牌的竞争压力下难掩颓势，北美市场份额由早期近乎垄断的 89% 持续下滑至 69%，EMEA 市占率亦从高点 76% 跌至 43%，导致 2022 年北美/EMEA 收入规模基本回到 2018 年水平，仅有中国品牌投放相对较少的日本市场尚有增长。

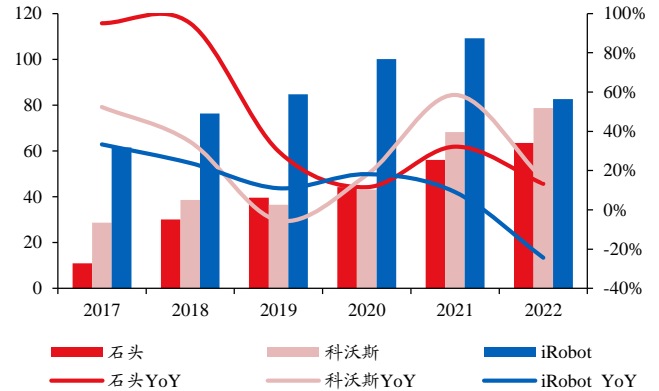
**国牌份额持续提升，收入规模赶超 iRobot。**同时段内石头、科沃斯等国牌出海蚕食 iRobot 份额。欧睿口径下，石头扫地机全球市占率由 2016 年的 2.1% 大幅提升至 2022 年的 14.4%，对应 iRobot 份额则由 40.9% 回落至 26.8%。即便近几年行业增速放缓，但中国品牌在技术革新推动下仍然保持快速增长，2020-2022 年石头/科沃斯 CAGR 达到 19.9%/35.2%，而 iRobot 仅为 -9.2%，按固定汇率换算国牌收入规模已逐渐赶超。

图表 125 iRobot 扫地机分区域份额走势



资料来源：公司官网，华创证券注：2019 年后 iRobot 全球份额不再包括中国，导致统计口径略有调整

图表 126 国牌扫地机业务收入赶超 iRobot (亿元)

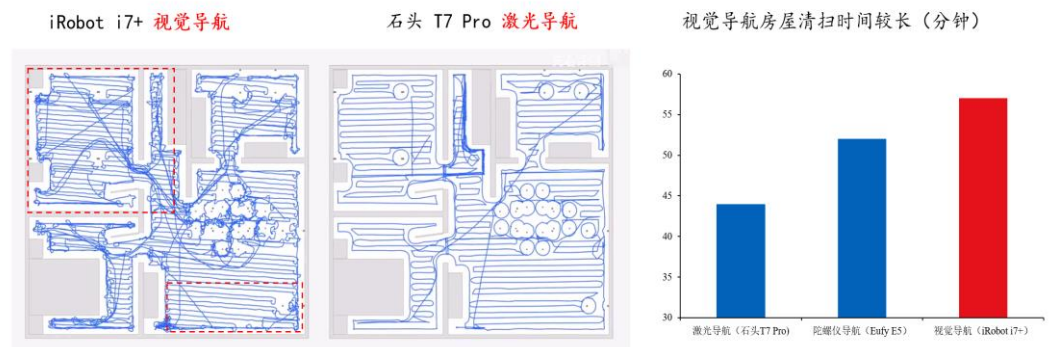


资料来源：公司公告，华创证券注：1) 为作图方便，增速超过 100% 均计为 100%；2) 美元-人民币按 1:7 固定汇率计算

究其根本，首先我们认为固守视觉导航的技术路线是其产品掉队的重要因素之一，其次中国强大的供应链体系使得国牌在同等甚至更低的价格下具备更快的产品更新迭代即为用户带来更优的使用体验。iRobot 始终坚持视觉导航产品，而国牌旗舰产品基本以升级至激光导航叠加视觉避障技术路径。若从中国厂商的视角看，不难看出产品维度的持续领先亦是赶超 iRobot 的重要原因。

- **导航方式是扫地机的核心技术**，目前应用于全局规划产品的技术路线分为激光与视觉导航两种。前者通过激光测距仪测量各个障碍物之间的距离并规划最优打扫路线，后者则是通过搭载不同类型的摄像头来获取场景信息。尽管两者并不存在明显的优劣或替代关系，但就当前的技术发展阶段而言，视觉导航产品容易受到光线扰动，在构图与清扫路径方面略逊于激光导航，且硬件成本也相对偏高。

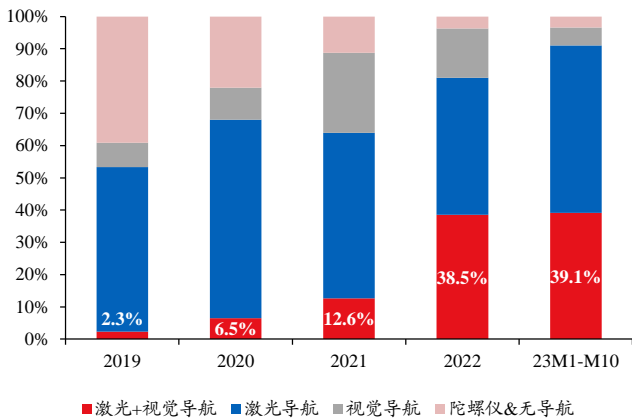
图表 127 视觉导航在建图清扫与路径规划方面略逊于激光导航



资料来源：先看评测《10 台扫地机器人测评》，华创证券

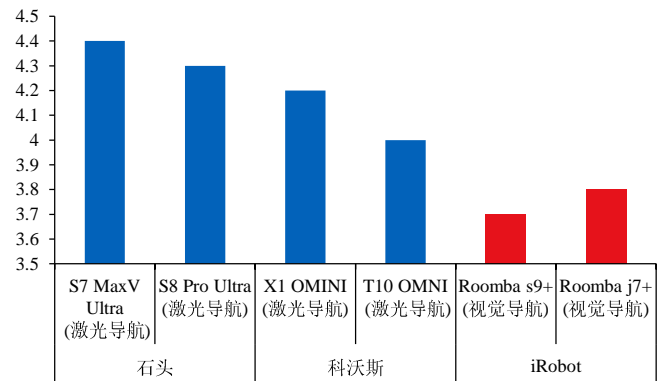
- **当前激光导航技术得到国内外用户的共同认可**。早期国内扫地机行业也曾出现激光与视觉导航两种技术并行，但 16 年石头推出 LDS 产品后逐步得到用户认可，多数厂商开始转向生产研发激光导航产品，目前已成为国内扫地机的主流导航技术。落地到具体产品上，石头、科沃斯等国牌的激光导航产品评分也明显优于 iRobot 的视觉导航产品，说明即便是海外用户也对激光导航路线更为认可。

图表 128 激光+视觉导航逐步成为国内扫地机主流技术



资料来源: Gfk 《2023 年科技及耐用消费品市场报告》, 华创证券

图表 129 视觉导航产品用户评分显著低于激光导航



资料来源: 亚马逊, 华创证券

- 国牌产品的创新迭代速度更快。**得益于国内工程师红利与高效率工作节奏, 中国品牌相较 iRobot 具有更短的研发周期以及更快速响应市场需求的能力。石头、科沃斯在高端旗舰机型的推新节奏基本维持在每年 3 款左右, 而 iRobot 则是 1-2 年方才推出新一代旗舰产品, 其他产品多是在先前的基础上做加减法迭代出平价系列款, 实际技术升级含量较为有限。

**iRobot 海外空缺份额对应规模约 6.6 亿美元, 或将国牌带来更大的市场空间。**随着亚马逊对于 iRobot 收购失败, 我们认为其份额或将进一步丢失, 以此我们假设 22 年 iRobot 全球份额 (不含中国) 为 45%, 在收购事件影响下中期维度进一步跌至 20%, 则对应空缺市场规模约 6.6 亿美元, 则为国牌扫地机出海品牌的星辰大海, 建议持续关注扫地机出海龙头石头科技、科沃斯等。

### 3、无主灯: 供给侧标品化整合行业, 品质生活+释放时间价值

**从消费者层面看,**无主灯是个性化需求、品质生活、泛场景应用的体现。无主灯相比传统主灯更具氛围感, 适合当代极简风、奶油风等家装设计风格, 同时在同一空间下针对不同场景使用需求可以切换不同照明灯光; 此外相比传统主灯繁多样式, 消费者自行筛选决断, 基于设计师专业方案的无主灯照明有效节约消费者筛选时间成本。

**从厂商层面看,**传统照明主要以家装照明为主, 品牌发展更趋于离散化, 个性化需求多, 产品难以标准化生产; 但现在非常好的一个趋势是, 家庭装修的极简风, 带来照明系统极简风, 而无主灯是极简风非常好的体现, 符合当代家装的审美趋势。

**从行业层面看,**无主灯趋势代表着市场需求在倒逼厂商要从卖产品转变为卖方案, 从追求短期销售收入最大化转变为提高用户忠诚度和复购率以实现长期价值最大化。

**从新性价比层面看,**无主灯相比地板、瓷砖其他建材对品质生活的提升更值得。“灯光够亮”只是过去灯光设计的“温饱问题”, 用更好的光来提升生活品质, 才是灯光的核心追求。无主灯在功能上亮度适当、可切换照明场景、营造氛围感, 在设计上灯光布局为空间气质加分, 在情感上沉浸式空间体验放松身心。

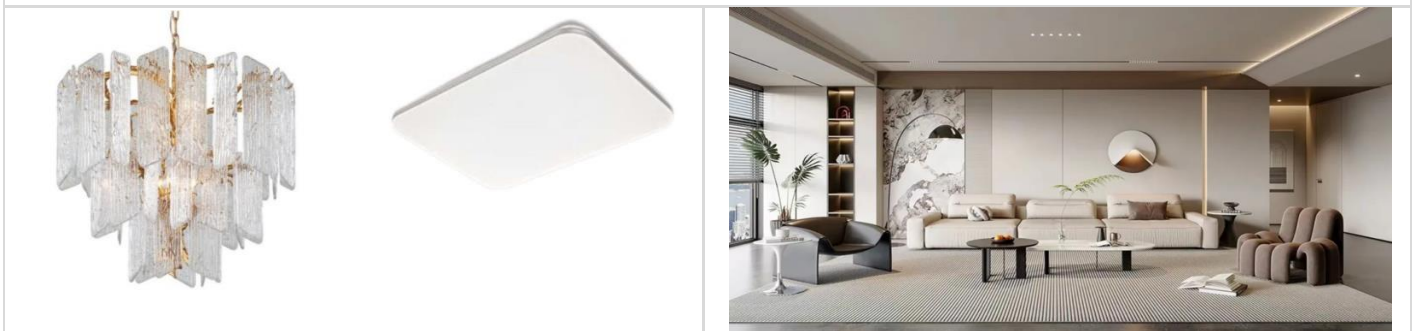
**相比传统主灯, 无主灯 SKU 更少更具标品化优势, 伴随套系化设计方案的落地, 更具美感更为消费者释放时间价值。**无主灯是灯带、筒灯、射灯等多灯组合的照明方式, 进一步满足人们对于光品质的各种需求, 相较于传统主灯照明具有以下优势:

- **无主灯更简洁易更换、SKU 少更为标品。**无主灯照明是在打好的网格中随意分配和变更同型号筒灯和射灯的位置，让顶部区域显得更加干净整洁。筒灯和射灯多为标品，产品结构简单，无主灯 SKU 远小于传统主灯。
- **无主灯整体方案更具氛围感，可根据需要切换不同照明场景。**传统主灯照明色调单一，光照角度固定，亮度调节也比较困难，往往呈现出中间亮四周暗不均匀照明；无主灯在光照上具备层次感，可以根据不同的使用场景切换不同的照明情景。
- **无主灯方案推行整体协调，在优质渠道设计推广下节约消费者时间成本。**不同于各类主灯及小型灯具的各自采买、对接，无主灯全套方案是基于设计师专业性基础的一体化装修落地，这显著减少了消费者逐个自行筛选决断、各产品单独沟通对接的时间成本。

图表 130 无主灯照明更加符合人们对光的需求

传统主灯照明	无主灯照明
1、吸顶灯设计简单，缺乏装饰性	1、灯光氛围感塑造一流，见光不见灯
2、吊灯中间亮，四周较暗，照明不均匀，且后期维修困难	2、多点位照明，使用起来更多变化，可配合全屋智能个性化使用
3、吊灯对层高有要求，且往往产品较大，显得房间空间小	3、无主灯有放大空间的作用，对小户型非常友好

图示

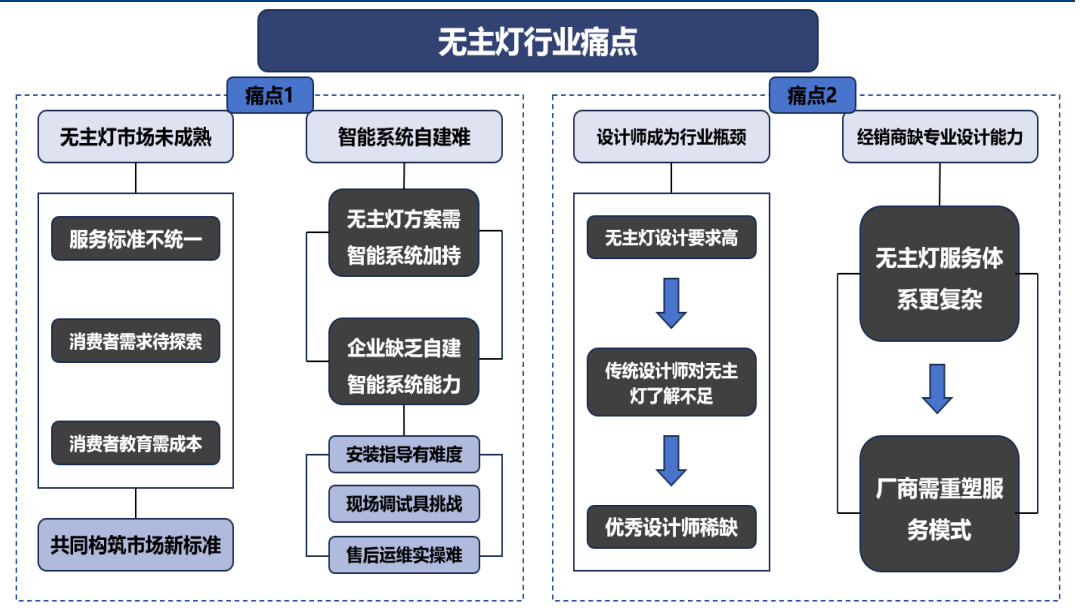


资料来源：名雕高端家装，瑛爵灯具天猫旗舰店，欧普照明官方天猫旗舰店，MIBANG 米邦照明公众号，华创证券

而作为新兴模式无主灯细分行业痛点主要有二，也正是主要矛盾和改善驱动所在：

- **缺乏统一服务标准，自建智能系统有难度。**当下无主灯产业仍未成熟，厂商需要花费时间摸索消费者需求和花费成本教育市场，逐步形成市场新标准。此外大多无主灯方案需要智能系统的加持，但目前大多数企业不具备自建智能系统的能力，因此安装指导、现场调试和售后运维服务实操阶段有一定难度。
- **设计师成为卡脖子环节，经销商缺乏专业设计方案能力。**传统家居设计师对无主灯方案的了解水平参差不齐，反过来无主灯对设计师的光束角、色温、眩光等设计概念要求更高，导致当下优秀灯装设计师具备稀缺性。同时无主灯服务体系较传统灯更为繁琐，这就要求厂商需重塑一套全新的售前、售中、售后服务模式。

图表 131 无主灯行业痛点



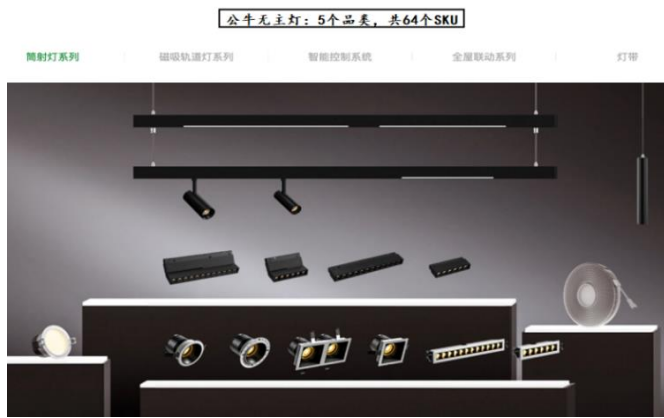
资料来源：古镇灯饰传媒，华创证券

无主灯尚处于导入期，玩家参与众多而分散。目前主要玩家包括①欧普/雷士/三雄极光代表的传统照明企业，②企一/想天/易来等专业无主灯品牌，③小米等智能家居企业以及④公牛为代表的电工企业。而无主灯的产业趋势分为两类：一是弱化服务、重视产品，通过标准化和批量化，来降低成本、做大规模，正是公牛代表模式；二是强化服务、注重模块化及个性化定制、实现高利润，是传统照明企业主导方向。

公牛集团无主灯业务思路：标准化方案降低门槛，加速行业覆盖推广。从产业问题看，产品标准混杂、设计师能力稀缺、经销执行困难、玩家分散，这正是蚂蚁市场常态，而公牛的应对也极具其既有特征：通过推出标准化方案套餐，满足大众主流需求，逐步减弱设计师壁垒所带来的成本压力；进而产品设计规范化、模块化，也将大幅降低执行层门槛，以此更快地覆盖推广。用普适方法论，降低执行覆盖门槛，短期让出部分因单体能力差异而难获得的需求组分，而精力扎根在一定水准之上的普及覆盖、规模扩大产业链优势，正是公牛一以贯之的经营哲学。

公牛+沐光双品牌分别定为大众和中高端市场，适应多重消费群体。与前期转换器先数量再质量节奏不同的是，当下公牛已足以支撑不同客群定位同步发展。无主灯业务里公牛品牌主打高性价比，通过整合杂牌市场，下沉并强化性价比优势，并发挥原有装饰渠道的协同效果。沐光为消费者提供智能化的套系方案，硬件产品性能质量都更高，价格定位中高端，也有外扩的价格下沉覆盖。相比传统照明业务，公牛无主灯产品 SKU 更为精简，标准方案系列下更能发挥规模效应。

图表 132 公牛品牌主打高性价比



资料来源：公牛官网

图表 133 沐光定位智能化，SKU 更精简



资料来源：沐光官网

### （五）轻工纺织：新中式服饰、家纺与家居消费趋势探讨

#### 1、新中式服饰：传统文化的现代化具象表达，或许是思想与文化的长牛

##### （1）性价比内涵探讨：文化赋能体验消费的体验式性价比需求

新中式爆火的底层逻辑来自消费者对传统文化及中式美的再审视，而服饰作为相对直接表达态度和审美的消费品、具备高频低价的快消品属性，新中式服饰则基于传统“价格和品质”，结合文化认同及场景体验赋予更丰富多维的体验。

##### （2）新中式：热议于服饰却不只是服饰

引子：新中式从来不止是服饰。从央视龙年春晚到风靡大街小巷的东方美穿搭，2024年“新中式”已然成为网络及纸媒讨论热词；如新中式服饰市场规模已达 10 亿级别、截至 2 月抖音新中式穿搭话题下已累计超百亿次播放、天猫服饰清冷新中式出现在 2024 年春夏核心趋势中等。<sup>2</sup>

当前网络概念普遍理解为“新中式=新中式服饰”，但在其他领域新中式风格其实已被广为探讨多年。如家居板块龙头企业索菲亚，其子品牌华鹤过去产品以木门为主、目前已拓展至全品类，风格主打高定新中式，相较主品牌索菲亚及性价比子品牌米兰纳风格质感更加厚重，高定风下价格带也更高。

<sup>2</sup>援引自文汇报《“新中式”成时尚流量密码，“东方美穿搭”为何越来越火》。

图表 134 东方美穿搭



资料来源：小红书博主@随时的设计师们，小红书博主@摇铃啊摇铃儿，转引自文汇报《“新中式”成时尚流量密码，“东方美穿搭”为何越来越火》

图表 136 2023 年新中式服饰市场规模达 10 亿级别、近三年相关商品交易总额增速超 100%



资料来源：光明网《市场规模达 10 亿元，“新中式”引领国潮赋能新消费》

图表 135 索菲亚：华鹤品牌主打高定新中式，风格质感更为厚重



资料来源：索菲亚 2023 年年报，SFY 集团设计中心《华鹤新品首发|衍界系列：承自千年敦煌，融合现代东方》，华创证券整理

图表 137 2024 年新中式已成为最受关注的商业概念之一

据天猫数据显示，新中式、汉服等关键词近2个月搜索量同比增长超过100%，而新中式服装市场规模已达10亿元级别。在京东平台，新中式服饰成交额同比增长215%，汉服品类成交额同比增长325%。

在社交网络上，讨论新中式的声量越来越大。在抖音上，“新中式穿搭”话题下累计有100多亿次播放；小红书平台“新中式”相关笔记声量增长390%+，互动总量增长188%+，“新中式穿搭”相关笔记达到210余万篇。

资料来源：寻空的营销启示录《一文看懂新中式：从起源到营销》

### (3) 新中式服饰为何火爆？文化内涵+实用舒适+体验式及场景化

**文化内涵：传统文化的现代化具象表达，国潮崛起是鼻祖。**早在 2017 年左右，美妆、家居、运动服饰甚至潮玩领域已大面积开启国潮探讨，文化认同与个性化追求下，代表案例品牌为中国李宁和花西子，其本质在于将传统文化元素融入产品设计，而新中式则更强调文化深度和艺术性，如服饰领域体现于织造工艺、细节高还原度及典故引用等，因此新中式是国潮文化的再深化且下游应用范围较少。

图表 138 国潮与新中式对比

维度	国潮	新中式
概念	一种流行趋势，强调中国传统文化元素与现代流行文化的结合体现在服饰、美妆、数码等领域。	一种设计风格，侧重于中国传统文化元素与现代设计的结合更注重文化的深度融合与创新。
产品特点	强调潮流与时尚，结合现代审美，产品设计中融入中国元素，追求个性化和差异化。	更加注重传统工艺与现代设计的结合，强调文化深度和艺术性，产品通常具有较高的审美价值和文化内涵。
诞生时间	2010年代中后期，2018年开始广泛流行。	2010年代后期开始逐渐受到关注，2024年开始广泛流行
典型事件	李宁2018年纽约时装周走秀，其设计融合了中国传统元素，引发广泛关注，标志着国潮文化的国际认可。	2022年Dior事件成为新中式受到广泛关注的标志性事件。
代表品牌	李宁、回力、波司登、故宫文创等。	顾村工坊、盖娅传说、密扇、故宫文创（特别是其更加深入的文化探索）等。
应用范围	较为广泛，包括服饰、美妆、数码产品、零食等几乎所有消费品类。	主要集中在服饰、家居装饰、文创产品等领域，重点在于展现中国传统美学和现代设计的结合。

寻空的营销启示录

资料来源：寻空的营销启示录《一文看懂新中式：从起源到营销》

**实用性与舒适性：美感与功能兼具的传统再创新。**新中式服饰并不只是将盘扣和立领等特征元素进行融合，目前线上头部服饰品牌已将现代穿搭理念和传统文化元素开展结合，如新中式盘后T恤+A字裙/廓形西装裤/醋酸半裙等；且面料层面涵盖纯棉、真丝、刺绣等多种工艺，场景上兼顾通勤、旅游和休闲等，如观赏古建筑或传统时节选择新中式穿搭适配感较强，更能营造身临其境的美感。

图表 139 24 年热卖店铺将名媛风与新中式相结合



资料来源：夏诗文淘宝官方旗舰店

**体验式及场景化：文化内涵与传统再创新的深化。**最成功的案例之一可能无外乎故宫文创（2016年《我在故宫修文物》火爆全网→2018年《国家宝藏》掀起文物文化讨论热潮→线上线下联动与联名创→数字化赋能下的体验式与场景化、如妙笔千山手游），基于故宫强大的建筑文化属性，文具、口红和香氛等日常用品客单价较低且利用率高，且精

美设计更能让消费者感受传统文化的冲击与魅力，目前故宫文创研发产品已达数万种，持续迭代的 IP 化产品有望持续创造增量。

图表 140 故宫文创周边产品：口红、服饰、袜子、调味罐



资料来源：故宫淘宝，转引自大学艺术与设计《文创：故宫文创——上新了文创》

#### (4) 新中式未来怎么看？或许是思想与文化的长牛

深挖文化内涵、高阶产品质量与 IP 营销策略。长期品牌调性的底层逻辑为文化元素的引用、链接与升级，如花西子以京剧净角和旦角为设计元素的彩妆盘、唐魅可以中式成分虫草推出精华粉底膏等；高阶产品质量为基础，持续产品创新注入活力，符合品牌气质与调性的 IP 合作联名有望进一步破圈，通过更广泛和高效的消费者教育突破增长天花板，如霸王茶姬与广东揭阳非烟花火龙合作、奈雪携手《故宫纹样》推出香火大花炮联名产品等。对需求侧而言，持续向上的文化认同是供给侧传播文化魅力和获取认知溢价的来源。

因此，在新中式服饰、甚至更大概念上的新中式领域，这或许是一场思想与文化的长牛；品牌方如何将传统文化形成现代化具象表达、与消费者如何不断学习迭代消费溢价模型，可能是一个长期博弈和互相付费的过程，因此在短期模型中判断竞争格局和产业链利润分配也许为时过早，萌芽期市场势必吸引老玩家自我迭代，而这本身也是一场产业链的博弈。

图表 141 美妆品牌新中式元素概览



资料来源：各品牌淘宝旗舰店，转引自美业颜究院《下一爆款预测：美妆品牌如何借势“新中式”潮流唤醒国人DNA？| 品牌颜究》

## 2、家纺行业：高需求能级的中国特色消费现金“牛”

### (1) 性价比内涵探讨：更具中国特色品牌的高质价比需求

从传统布艺家纺到艺术家纺、从棉花被到羽绒被/蚕丝被/纤维被、从供应链白牌到成熟家纺品牌，品质消费升级趋势持续演绎，消费者更注重品质、服务和健康属性，底层源于高需求能级下的品牌及价格带韧性。

### (2) 我们为何定义为高能级？掘金最基础、最必选的睡眠经济

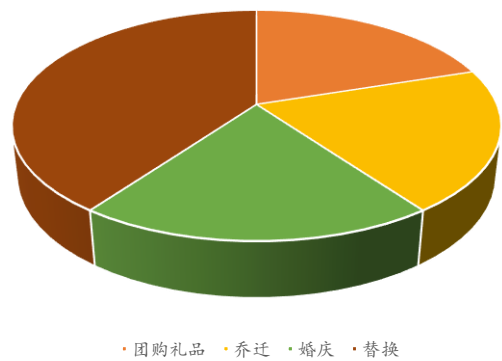
**原因一：睡眠时间较长，升级需求旺盛。**人类单日平均睡眠时长约 7 小时左右，考虑休闲时间、与床品贴身接触时间或更长；根据艾瑞咨询联合水星家纺发布的《2023 年中国被芯白皮书》，目前超过 20% 居民有入睡障碍，主要原因为床品质量差、精神压力、作息不规律、有环境噪音等，长期居家环境让人们逐步意识到家纺产品重要性，因此近年蚕丝被、羽绒被、记忆枕、真丝四件套等产品获得消费者青睐，且防螨、抗菌、控温等功能性为消费者决策核心要素。

图表 142 2022 年中国民众每晚平均睡眠时长为 7.4 小时

安阳疾控	睡眠时长		睡眠质量自评	
	均值	标准差	均值	标准差
工作群体	7.36	1.32	3.05	0.69
专业技术人员	7.41	0.98	3.12	0.57
蓝领工人	7.35	1.03	3.07	0.59
普通白领	7.43	0.91	3.13	0.56

资料来源：喜临门睡眠研究所、社科院社会学所等《中国睡眠研究报告 2023》，转引自河南省教育厅公众号

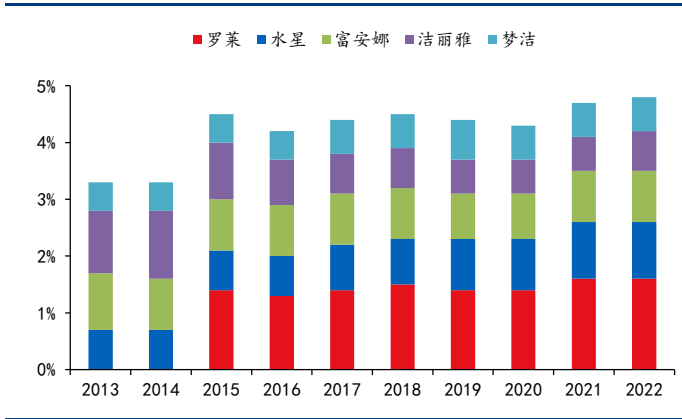
图表 143 家纺消费品下游需求占比



资料来源：中商产业研究院，华创证券

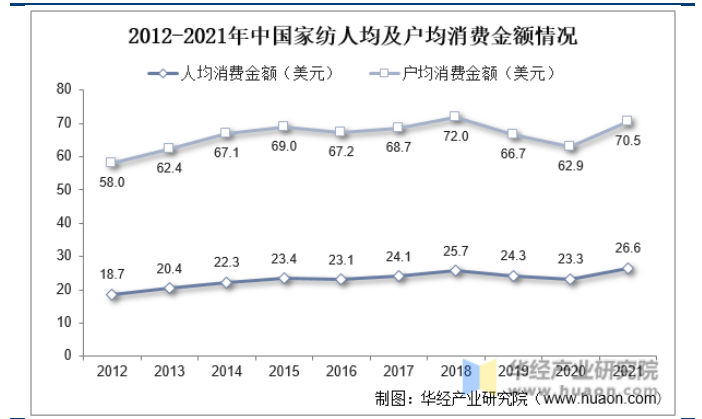
**原因二：升级后难降级，品牌客群稳定。**家纺行业升级需求趋势确立下竞争格局仍较分散，主要源于行业进入壁垒较低、大众品牌消费认知度较低、但品牌消费中客户忠诚度较高，比如富安娜与电商供应链品牌客群一般不重合。未来头部企业市占率提升核心逻辑主要在于线下渠道高质量拓店、线上渠道提升产品结构和供应链优化提效。

图表 144 中国家纺品牌 CR5 市占率



资料来源：Statista，华创证券

图表 145 中国家纺人均及户均消费金额整体呈稳步提升趋势



资料来源：华经产业研究院

**原因三：家纺品牌格局为中国特色。**美国及日本家纺消费渠道一般为零售商，如本地折扣商及宜得利、LoFt 等综合零售渠道，中国家纺品牌格局主要源于独特的本土文化（如婚嫁礼赠、传统文化元素融合等）。

图表 146 中日家纺消费渠道对比：中国以品牌专卖店为主，日本以零售商为主



资料来源：日本物语《到了日本涩谷都会走进的百货店LoFt是个怎样的存在？》，微博璐品汇，华创证券

**(3) 中国特色现金牛：经营强稳定性+优秀股东回报=稀缺防守板块**

- 1) 生意本质：**现金流靓丽，头部决胜终端折扣与库存管理，强购买目的性下线下渠道转化率显著高于服饰、家居零售等业态。
- 2) 高 ROE 的来源：**高净利率或高周转，取决于品牌定位，如富安娜主要依靠高净利率、水星主要依靠高周转率。
- 3) 经营强稳定性带来的优质股东回报：**龙头间差异化定位且客群稳定，市占率提升逻辑来自抢占腰部品牌份额，头部企业大幅扩产意愿较弱，资本开支主要源于赋能型需求（如配套物流等），分红率稳定且股息率较高，属稳定经营的稀缺防守板块。

图表 147 家纺企业股息率一览

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
富安娜	2.2	4.3	4.3	4.3	5.2	5.2	5.6
罗莱生活	3.9	4.4	5.5	6.6	13.2	6.6	4.4
水星家纺	2.6	2.6	5.3	2.1	2.6	3.7	4.7
梦洁股份	2.3	5.7	7.6	2.3	-	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

### 3、家居行业：融合本质为将复杂的定制化流程折叠为产品输出至消费者

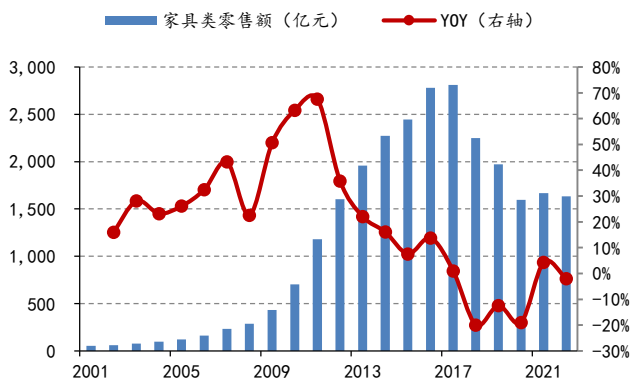
#### (1) 性价比消费内涵探讨：从单品类到多品类解决方案的折叠式性价比需求

地产降温叠加新消费主义崛起下，家居行业已逐步由房地产驱动的高增时代转为由用户需求驱动的新增量时代，代际消费演化下 90/00 后成为主力消费人群，带动家居消费路径向追求性价比、个性化、短周期、舒适实用转化；根据巨量引擎《2021 中国家居行业洞察白皮书》测算，在有装修计划或装修行为的消费者中，有 6 成消费者表示会选择全屋整装，“一体化设计+一站式购齐”需求导向下“多品类+集成化”解决方案成为供给端最优回应。因此，整装本质为将复杂的定制化流程折叠为产品输出至消费者，作为融合设计+定制、建材+产品的终极一站式家装解决方案，对家居企业柔性化生产能力要求很高且考验 SKU 管理能力，赢家需具备从后端生产到前端销售各环节高水平协同。

#### (2) 家具市场总量：驱动力来自客单价及品牌渗透率

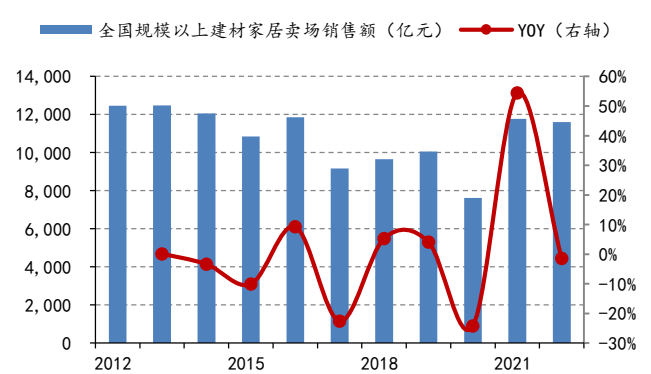
受地产降温及疫情影响，2018-2020 年家具类零售额持续下行，2021-2022 年基本保持稳定；在此需注意，国家统计局社零统计口径仅包含实物消费，对装修流程中定制及软体家居的服务流程统计和渠道价值分配可能存在统计遗漏。从规上建材家居卖场销售额看，整体趋势与家具类零售额相似，但受近年商业地产降温叠加卖场流量边际下滑等因素影响，卖场格局正处加速出清阶段，因此短期波动较大。预计未来总量企稳、客单价提升叠加品牌渗透率趋势性上行下，整体规模有望稳增。

图表 148 家具类零售额 2020-2022 年 CAGR 为 1.15%



资料来源: 国家统计局, Wind, 华创证券

图表 149 全国规模以上建材家居卖场销售额企稳



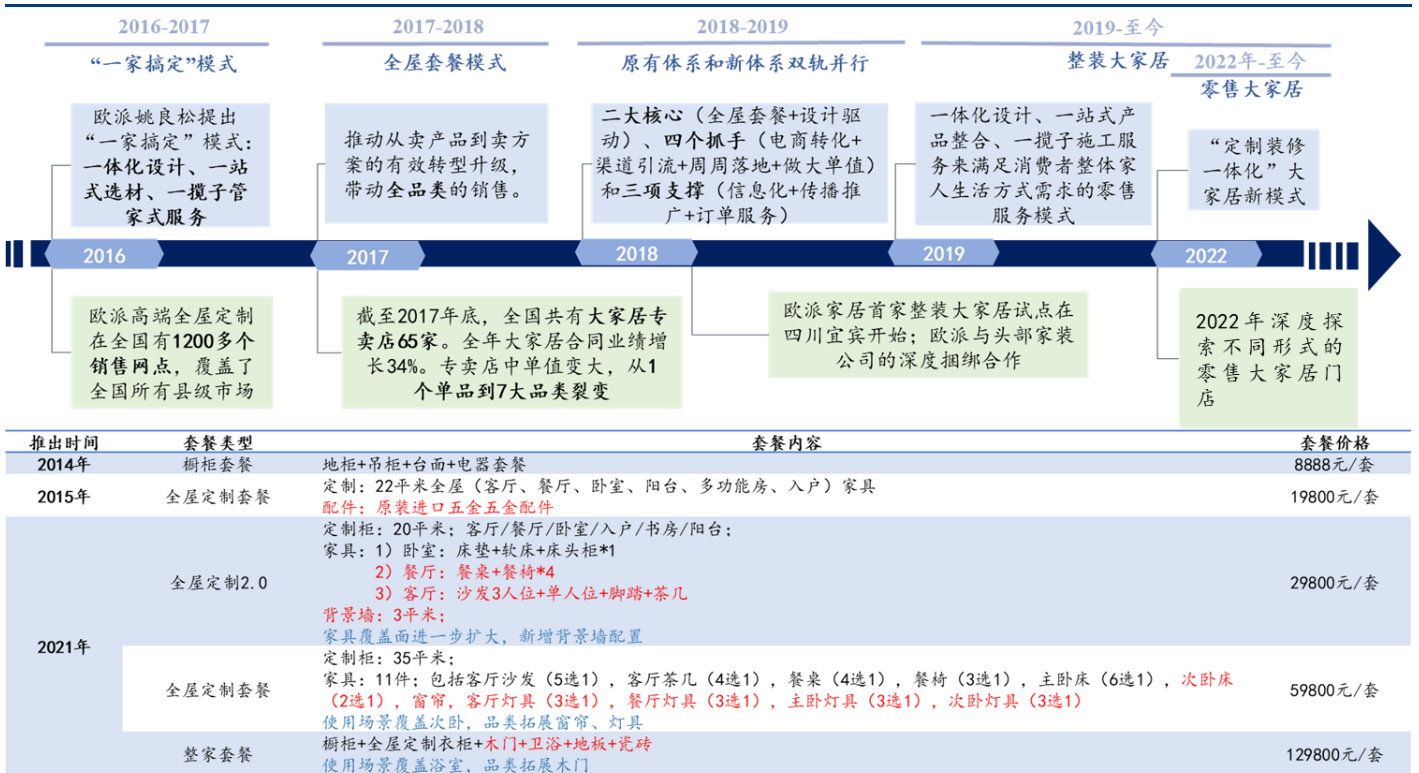
资料来源: 中国建筑材料流通协会, Wind, 华创证券

#### (3) 行业演绎本质：整家为轴、整装为锚，持续演绎的流量前置及品类扩张

用户需求驱动时代，品类扩张+流量前置。传统家居主流消费路径为“基装+主材+软装”

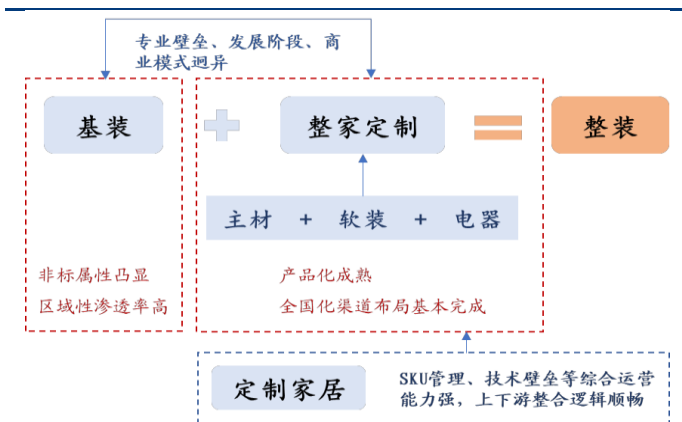
+电器”，前端非标属性突出、区域渗透率高，后端产品化成熟、更易实现全国化，行业间专业壁垒、发展阶段和细分程度双高下消费者被迫深度参与家装，因此难以实现一站式家居消费。存量房时代叠加新消费主义崛起下，家居消费路径已逐步转向追求一站式、个性化、短周期、实用性，亦驱动家居企业从初期单纯品类扩张逻辑转向流量前置后的套系化销售思路；以定制龙头欧派家居为例，终端销售模式经历单品类套餐→全屋定制套餐→整家套餐→整装模式，涉及品类逐步从定制橱柜衣柜延伸至上游主材辅材基装和下游家电软装等。

图表 150 欧派家居销售模式演变梳理



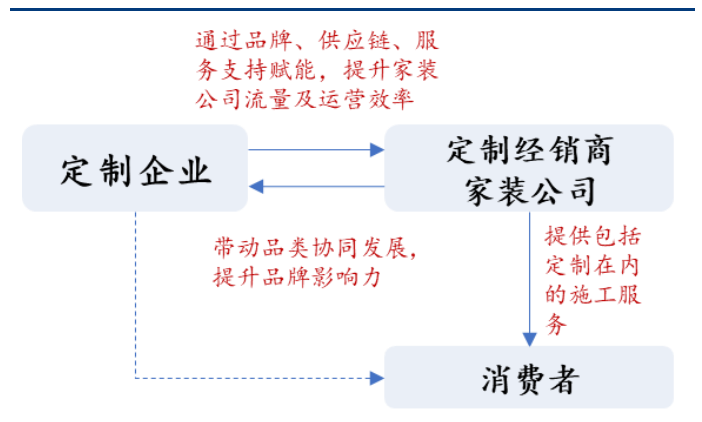
资料来源：泛家居圈《关于欧派“整装大家居模式”最全的探索历程，如何看待它的前世今生？》，欧派家居投资者关系，欧派官方微信公众号，官方商城，木菲美家，房天下，华创证券

图表 151 整家定制为终极整装模式提供过渡样本



资料来源：华创证券

图表 152 欧派家居整装大家居模式



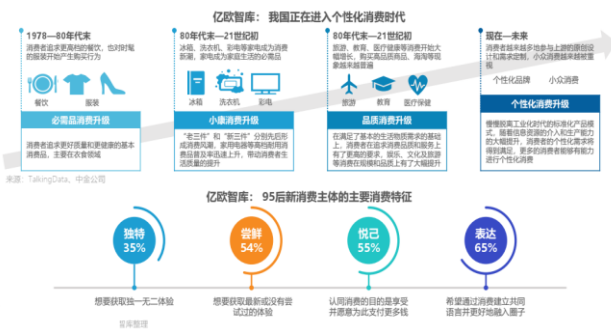
资料来源：华创证券

消费习惯演变：重视体验式和品牌化消费，与美国品牌化消费阶段类似。传统家居消费具有低频次、高客单和重体验特征，但年轻一代占据装修主动权叠加中等收入群体扩容

下，家居消费已逐步迈向高端化、多样化和服务化，厂商以高频产品盘活流量、以体验式消费场景激发购买欲望、以低频高价产品稳定品牌口碑并扩大利润，消费端呈现出“高频+低频消费相结合”特点。从消费习惯对比看，当前中国与美国品质消费阶段较为类似，但人口流动性较强下美国消费者家居更换频率更高，且追求装修设计风格适配下大件家具和户外用品需求较旺盛。以床垫行业为例，据腾讯家居《2021床垫新消费趋势报告》数据显示，美国70%家庭平均约3年会更换一次床垫，而中国49.8%受访者正在使用超过5年的床垫。

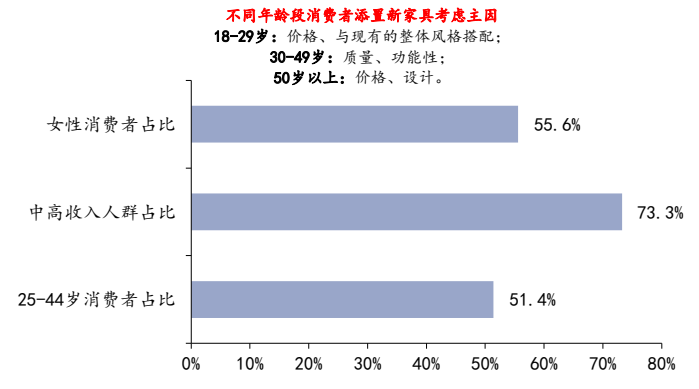
图表 153 中国消费者更加重视家居品质和服务

- ◆ 当前95后、00后已分别开始成家立业，正逐渐成为家居品牌的下一代消费主体，我国正进入个性化消费时代
- ◆ 95后群体具有四大主要消费特征：追求个性、热衷尝鲜、精致悦己、强势表达，其强大的消费能力正逐渐受到家居品牌的关注



资料来源：亿欧智库《2020-2021家居行业年度盘点与趋势洞察》

图表 154 美国家居消费者画像



#### (4) 整家定制和整装如何理解？

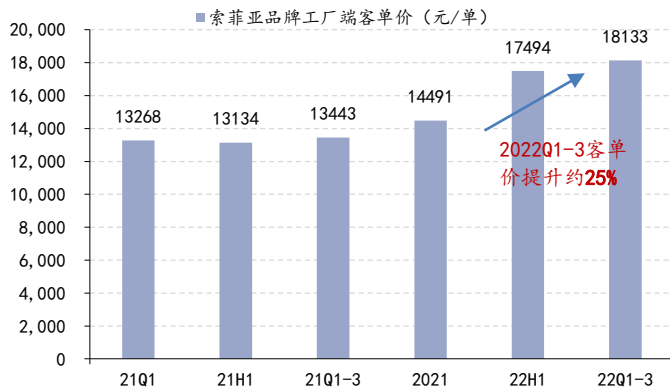
从套系化销售模式看，目前主要有整家定制和整装两种流量入口方式，且展现出产业链龙头之间的对话。

**整家定制**：主要包括“传统定制+配套品”，流量入口主要为经销商传统C端，品类套系化销售下性价比突出且客单价提升效果显著，兑现至报表端核心表现为衣柜（及配套品）收入高增，且已成为核心定制企业的主要业绩增量。

**整装**：主要分为直营整装和经销整装，直营整装即家居企业直接与装修公司合作，合作伙伴主要为全国性大型装企；经销整装则通过经销商与装企合作，装企渠道利润较直营整装略低。对家居企业，流量入口更前置且多元化，装修作为高区域渗透型商业模式，打开区域型碎片化市场有望扩大流量池且提升转化率；对装企而言，龙头家居企业高品牌溢价、优秀渠道管理和成本优势均为其难以快速积累的能力，呈现出家居企业与装企的互利共赢局面。在此，我们依然强调存量房时代叠加装修高区域渗透型商业模式下，需重视欧派家居等头部定制家居企业在渠道和流量布局方面的前瞻性和强落地性，并看好龙头在前后端供应链配合及终端消费者洞察方面的持续优势积累。

**产业链龙头间的对话**：从合作模式看，从欧派家居与喜临门合作发布 Omax “净”系列，以及头部定制家居供应链中均有软体龙头的身影，可以看出整家定制和整装均表现出产业链龙头间的对话，并有望在品牌建设、生态融合、产品研发和渠道协同方面相互赋能，共同驱动业绩增长。

图表 155 索菲亚品牌工厂端客单价持续上行



资料来源：公司公告，华创证券

图表 156 欧派整家定制发展路径



资料来源：汤飞《从欧派 29800 整家套餐，读懂定制家居行业的洗牌逻辑》，欧派家居官网，华创证券

**(5) 竞争格局怎么看？利好行业出清，看好强零售能力龙头的长期韧性。**

从家居企业角度，整家定制套餐主打高性价比，强吸引力下有助于实现终端引流，绑定式销售下扩大客单价的同时家配配套率亦将提升。从竞争格局角度，各家套餐主要起引流作用，实际门店客单价预计或将高于套餐值，价格战隐忧不必过虑，整家风潮崛起亦有利于出清行业落后产能和品牌，集中度提升下龙头发挥空间将更充足。此外，行业边界模糊化下整家模式有望扩大入口效应，衣橱融合趋势下流量前置竞争弱化，更考验经销商服务能力和品牌效应，因此定制龙头在整家定制板块将更有潜力，看好强零售能力龙头的长期韧性。

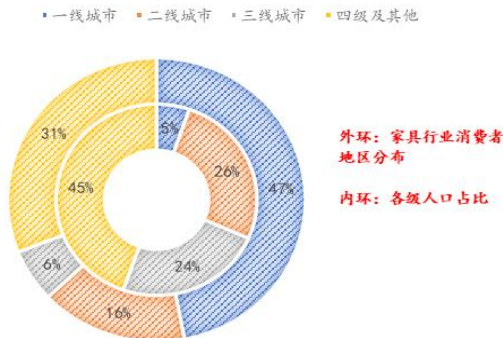
**(6) 城市能级维度：一二线有望延续高水平，三四线品牌渗透率提升**

**一二线城市：消费者以高线为主，消费土壤深厚预计家居消费有望延续高水平。**

1) 从人口分布和家具行业消费者分布看，一二线城市人口占比分别超 5%/26%，高线城市（1-3 线城市）家具受众数量或近 8 亿人，远超美国 3 亿人口，且高线城市房价高企下家居消费能力较强，核心家居产业群亦大都分布于沿海发达区域，预计高消费水平延续性较强。

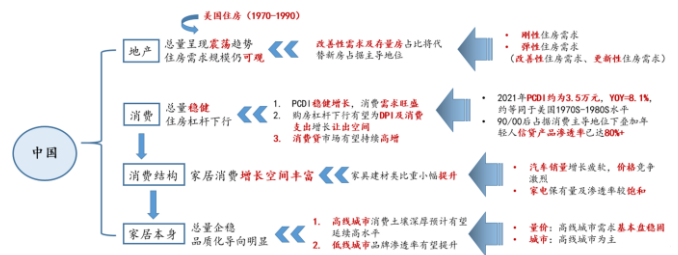
2) 从消费支出占比看，生活用品及服务消费主要包含家用器具、家用纺织品、家具及室内装饰品等，自 2014 年以来生活用品及服务消费占比相对稳定，居住占比则呈现震荡上行趋势。

图表 157 中国各级人口占比和家具行业消费者地区分布 (2018 年)



资料来源：前瞻产业研究院，观研报告网，华创证券

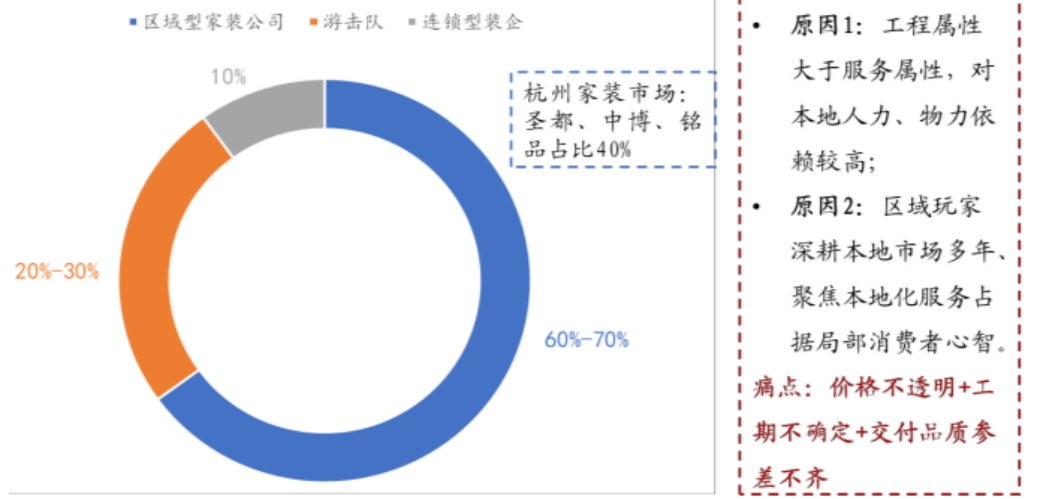
图表 158 中国家居发展前瞻逻辑总结



资料来源：华创证券整理

**三四线城市：品牌渗透率有望提升。**由于经济发展及消费水平的显著差异，三四线城市品牌家居渗透率仍偏低，大多数家庭会倾向选择本地家装公司；近年头部家居企业亦增加品牌系列和加速拓店以切入下沉潜力市场，如索菲亚米兰纳、欧派欧铂丽、顾家乐活系列等。从消费习惯层面，与美国品质消费时代较为类似，下沉市场体验式和品牌化消费观念逐步盛行，且软体板块床垫和功能沙发等以类舶来品定位打开增长局面、叠加年轻一代占据装修主动权及中等收入群体扩容下，消费端呈现出“高频+低频消费相结合”特点，更有利于头部品牌加速渗透下沉市场。

图表 159 在区域市场，本地家装公司及游击队占比仍较高



资料来源：艾瑞咨询《2021 年中国家装行业研究报告》，华创证券

(7) 受益标的

关注：1) 定制：欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜；2) 软体：顾家家居、喜临门、慕思股份；3) 大宗龙头：王力安防、江山欧派；4) 成长赛道：瑞尔特、好太太、箭牌家居、惠达卫浴。

风险提示：地产政策力度及复苏不及预期，原材料大幅上涨，行业竞争加剧等。

## （六）医药：严肃医疗跨界消费需求，GLP-1 近千亿美元蓝海市场

提及减重，人们最先想到的需求内涵是求美或追求健康，但减重同样也属于严肃医疗范畴。毋庸置疑，减重的市场需求是极为旺盛的。

复盘过去数十年，全球始终未诞生重磅的减重药品。按照我们所构筑的消费新趋势框架来看，第一，节食或健身等方式需要长期坚持，考验意志力且占用时间，减重效果短期无法立竿见影，时间的约束导致消费者效用大打折扣；第二，医院传统处方用的减重药物副作用过于明显，为获得消费效用付出的代价巨大。因此，减重赛道长期处于“大行业、小价值”的局面。

然而 GLP-1 产品的出现瞬间引爆全球减重市场需求。从目前 GLP-1 减重适应症获批情况看，FDA 批准用于超重/肥胖治疗（使用人群为至少合并一项与体重相关疾病的体重指数（BMI） $>27$  的患者，或 BMI $>30$  的患者，同时带有甲状腺癌的黑框警告），我国要求使用人群为至少合并一项与体重相关疾病的体重指数（BMI） $>27$  的患者，或 BMI $>30$  的患者。

从融合时间的维度来看，GLP-1 产品本质还是严肃医疗范畴的处方药，产品上市需要通过严格的临床试验，完整且严谨的临床试验数据（减重效果、减重用药时间）展示出的疗效将比普通消费品宣传的数据更加权威、可靠。例如诺和诺德的司美格鲁肽临床数据显示通过 68 周的给药，患者平均体重可下降 17.7%（每周注射一次）；CagriSema（卡瑞林肽/司美格鲁肽复方）I 期临床数据显示，20 周给药患者体重平均下降 17%（每周注射一次）。GLP-1 产品的时间效用更强。

从折叠需求的维度来看，处方药的身份本身就是对其生存需求的证明，同时，GLP-1 能够满足求美和追求健康的减重消费需求，也是对生活需求的诠释。

因此考虑融合时间以及折叠需求的角度，GLP-1 产品无疑是当前减重领域的性价比之选。

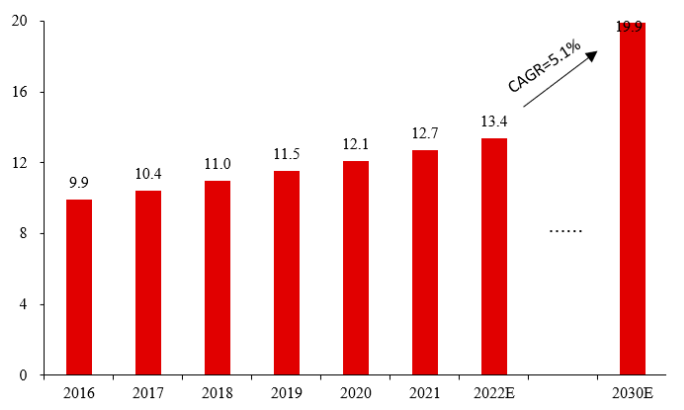
### （1）减重兼具医疗和消费双重属性，庞大市场需求尚未被满足

第一，肥胖属于严肃医疗范畴。肥胖症是一种慢性代谢性疾病，以体内脂肪细胞的体积和细胞数增加、体脂占体重的百分比异常增高、并在某些局部过多沉积脂肪为特点，按照我国 BMI（体重指数， $BMI = \text{体重}(\text{kg}) / \text{身高}(\text{m})^2$ ）诊断标准计算， $24 \leq BMI < 28$  为超重， $BMI \geq 28$  为肥胖。

第二，减重也是求美和追求健康的消费表现。肥胖容易引发高血糖、高血压、脂肪肝、冠心病等并发症，严重影响患者的健康和生活，因而控制体重也反应出消费群体追求健康的想法。

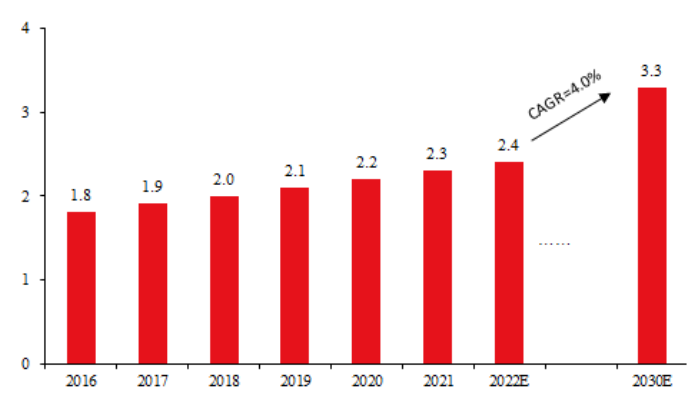
因此，减重的需求既包含严肃医疗范畴下患者的治疗需求，同时也体现出患者求美与追求健康的需求。丰富的需求内涵背后则是庞大的受众群体，根据弗若斯特沙利文数据显示，2022 年全球肥胖人数预计为 13.4 亿人，到 2030 年全球肥胖人群将达到 19.9 亿人，CAGR=5.1%。中国 2022 年预计肥胖患者数量为 2.4 亿人，2030 年肥胖群体将增加至 3.3 亿人，CAGR=4.0%。

图表 160 全球肥胖人口数量（亿）



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

图表 161 中国肥胖人口数量（亿）



资料来源：弗若斯特沙利文，华创证券

相比于庞大的市场需求，实现减重的方式则较为有限。健身或节食难以坚持，严肃医疗范畴也缺少兼具安全性和疗效的减重药物，在 GLP-1 产品获得批准用于减重治疗前，美国上市的芬特明、芬特明/托吡酯、纳曲酮/安非他酮等几款药品安全性不佳，FDA 曾批准 DNP（2,4-二硝基苯酚）、西布曲明、芬氟拉明、洛卡塞林等药物，但由于其存在各种严重的副作用（比如严重成瘾性、对心脑血管、中枢神经等产生不可逆的伤害），目前均已退市。中国 2023 年之前也仅奥利司他一款减重治疗药物，但其存在明显的腹泻、恶心、呕吐等不良反应。

图表 162 全球非 GLP-1 减重药物获批历史

药品	公司	美国批准时间	中国批准时间	减重效果
芬特明	Teva	1959-至今（仅短期使用）	-	-6.6%~-7.4%（≤12 周）
奥利司他	罗氏	1999-至今	2000	-10.2%（52 周）
芬特明/托吡酯组合缓释剂	Vivus	2012-至今	-	-7.8%~-9.3%（56 周）
纳曲酮/安非他酮缓释	Orexigen Therapeutics	2014-至今	-	-5.0%~-6.1%（56 周）
2,4-二硝基苯酚（DNP）	Stanford University	1933- 1938（已退市）	-	-
甲基苯丙胺	雅培	1947- 1979（已退市）	-	-
苯丙醇胺	Thompson Medical	1960- 2000（已退市）	-	-
西布曲明	雅培	1960- 2010（已退市）	-	-
苯妥英+安非他命+二甲安非他命	Clark&Clark and others	1961- 1968（已退市）	-	-
芬氟拉明	Wyeth Ayerst	1973- 1997（已退市）	-	-
洛卡塞林	Arena Pharmaceuticals/Eisai	2012- 2020（已退市）	-	-

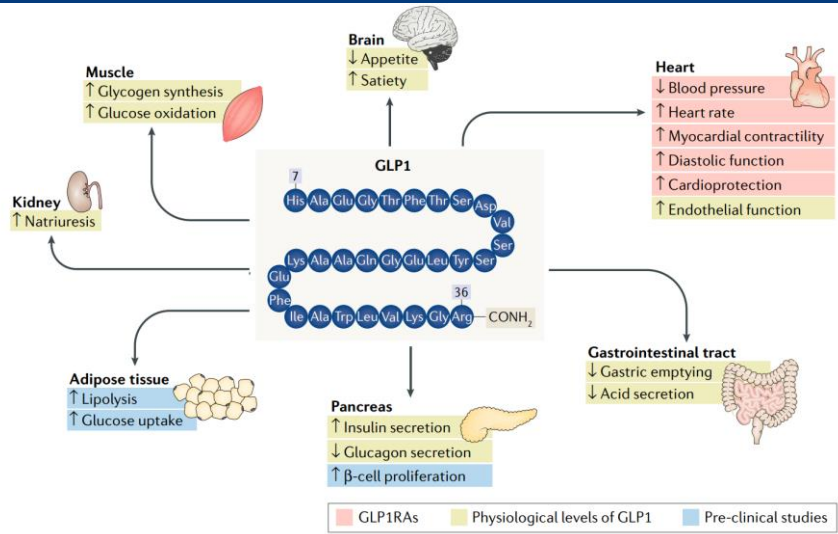
资料来源：Timo D. Müller et al. *Anti-obesity drug discovery: advances and challenges*, 医药魔方，华创证券（注：减重数据均来自各药品临床与安慰剂数据对比，非头对头数据）

## （2）GLP-1 凭借出色的表现成为减重领域明星单品

胰高血糖素样肽 1（GLP-1）是一种多肽类激素，主要由肠道 L 细胞分泌，其受体 GLP-1R 在胰腺中主要表达在胰岛β细胞，此外还广泛表达在胃、小肠、心脏、肾脏及大脑等组织，结合 GLP-1 被激活后能够刺激胰岛素的分泌，抑制胰高血糖素的分泌，从而促进葡萄糖的代谢，降低血糖，GLP-1 最开始的设计是用于 II 型糖尿病患者治疗。同时，

激活 GLP-1R 还能够延缓胃排空并抑制食欲从而达到减重的效果，因此 GLP-1 随后便开始向减重领域进行拓展。

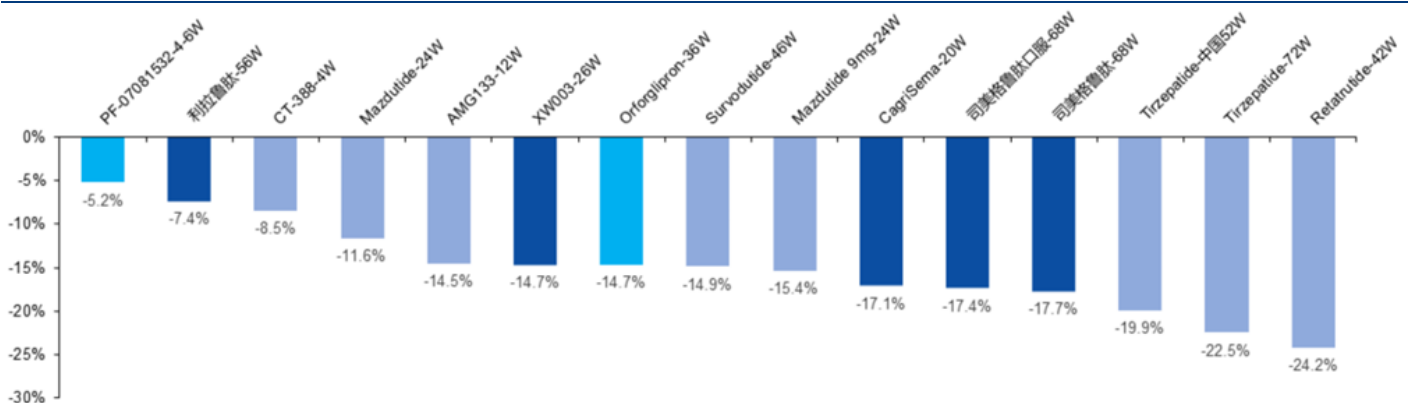
图表 163 GLP-1 受体激动剂能够实现多器官调控



资料来源: Andreas Andersen et al. *Glucagon-like peptide 1 in health and disease*, 华创证券

相较于其他治疗药物，GLP-1 产品减重效果出色，2014 年诺和诺德的利拉鲁肽注射液获得 FDA 批准用于超重/肥胖治疗（使用人群为至少合并一项与体重相关疾病的体重指数（BMI）≥27 的患者，或 BMI ≥30 的患者，同时带有甲状腺癌的黑框警告），成为全球首个用于减重的 GLP-1 产品，根据其临床数据，利拉鲁肽在连续 56 周给药后（每日注射一次），患者平均体重可下降 7.4%。诺和诺德第二代 GLP-1 司美格鲁肽注射液减重适应症于 2021 年获得 FDA 批准，司美格鲁肽给药 68 周后患者体重平均下降 17.7%（每周注射一次），通俗而言即一位体重 100 公斤的患者在 68 周给药后就可以瘦 17.7 公斤，且药品安全性和耐受性良好。

图表 164 各 GLP-1 药物减重数据



资料来源: 医药魔方, 华创证券

目前美国批准用于减重的 GLP-1 产品为诺和诺德的利拉鲁肽注射液（商品名：Saxenda）和司美格鲁肽注射液（商品名：Wegovy）以及礼来的替尔泊肽注射液（商品名：Zepbound）三款产品。目前国内获批用于减重的 GLP-1 产品（使用人群为至少合并一项与体重相关疾病的体重指数（BMI）≥27 的患者，或 BMI ≥30 的患者）分别为华东医药的利拉鲁肽以及仁会生物的贝那鲁肽，同时诺和诺德的司美格鲁肽、礼来的替尔泊肽也正在中国申请减重适应症的上市，预计后续中国也将会有丰富的 GLP-1 产品管线。

鉴于其在减重领域的出色表现，GLP-1 减重市场前景广阔。根据辉瑞预测，预计 2030 年美国 GLP-1 的潜在市场规模将突破 900 亿美元，其中，减重市场约 500-550 亿美元。根据测算，我们预计 2032 年中国 GLP-1 减重药品市场有望达到 486 亿元。同时，考虑到未来更多疗效优异、依从性高的 GLP-1 药品上市，减重有望成为大众消费需求。

图表 165 美国 GLP-1 市场测算

GLP-1RA Opportunity – Type 2 Diabetes (2030, Projected)										
25-30MM	×	100%	×	25-30%	×	65-70%	×	\$15-20	=	~\$35-40B
U.S. Patients Seeking Treatment		Reimbursement		GLP-1 Class Share		Adherence		Net Daily Price		Market Size

GLP-1RA Opportunity – Obesity (2030, Projected)										
40-45MM	×	50%	×	50-60%	×	45-55%	×	\$18-23	=	~\$50-55B
U.S. Patients Seeking Treatment		Reimbursement (80% Commercial Plans)		GLP-1 Class Share		Adherence		Net Daily Price		Market Size

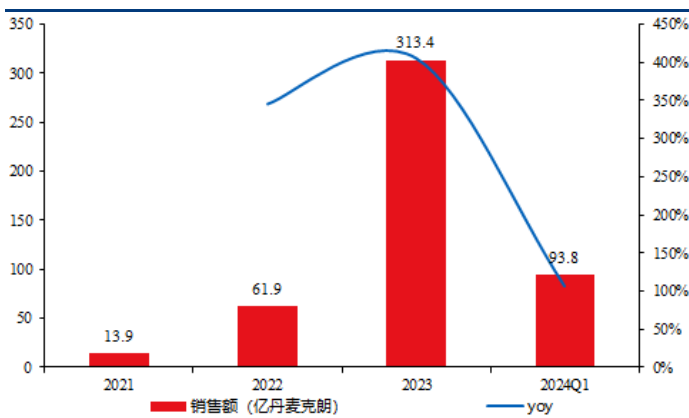
资料来源：辉瑞《Near-Term Launches+High-Value Pipeline Day》

### (3) 诺和诺德、礼来依靠 GLP-1 销售取得亮眼业绩

诺和诺德的 Wegovy 自 2021 年上市以来快速放量，2023 年 Wegovy 销售额共 313.4 亿丹麦克朗（约 45.2 亿美元），同比增长 406%。值得注意的是，第一，2023 年的销售额是在诺和诺德产能严重不足、限制供应情况下取得的收入；第二，中国司美格鲁肽注射液尚未获得减重适应症的批准，但实际中国已存在非常明显超适应症运用，因此司美格鲁肽在减重适应症的全年实际销售额将会更高。2023 年司美格鲁肽降糖、减重适应症合计销售规模达 211.9 亿美元，仅次于默沙东的帕博利珠单抗。

司美格鲁肽销售持续超预期，公司不断上调 2023 年业绩指引，23 年 5 月公司预期 2023 年全年营收增长 24-30%，经营利润（EBIT）增长 28-34%；中报时将 2023 年业绩指引调整为营收增长 27-33%，经营利润（EBIT）增长 31-37%；23 年 10 月再次上调指引，预计全年营收增长 32-38%，经营利润（EBIT）增长 40-46%。

图表 166 诺和诺德 Wegovy 销售额及增速



资料来源：诺和诺德财报，华创证券

图表 167 Wegovy 产品示意图

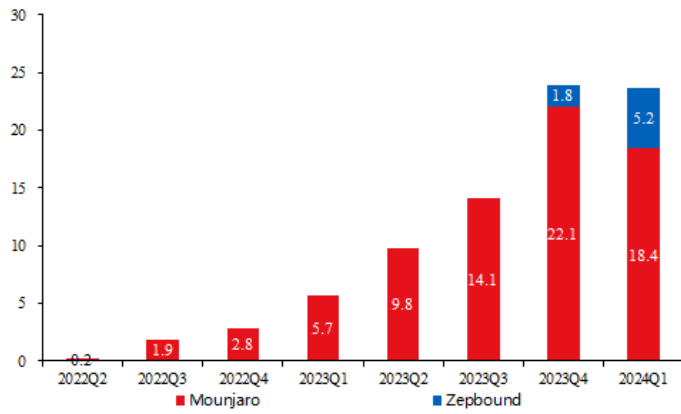


资料来源：medpagetoday，华创证券

礼来的替尔泊肽注射液 2022 年 5 月获得 FDA 批准用于治疗 II 型糖尿病（商品名：Mounjaro），减重适应症（商品名：Zepbound）于 2023 年 11 月 8 日获得 FDA 批准，

24Q1 首个完整销售季度实现收入 5.2 亿美元，放量潜力同样巨大。

图表 168 礼来替尔泊肽销售额及增速（亿美元）



资料来源：礼来财报，华创证券

图表 169 Zepbound 产品示意图



资料来源：goodrx，华创证券

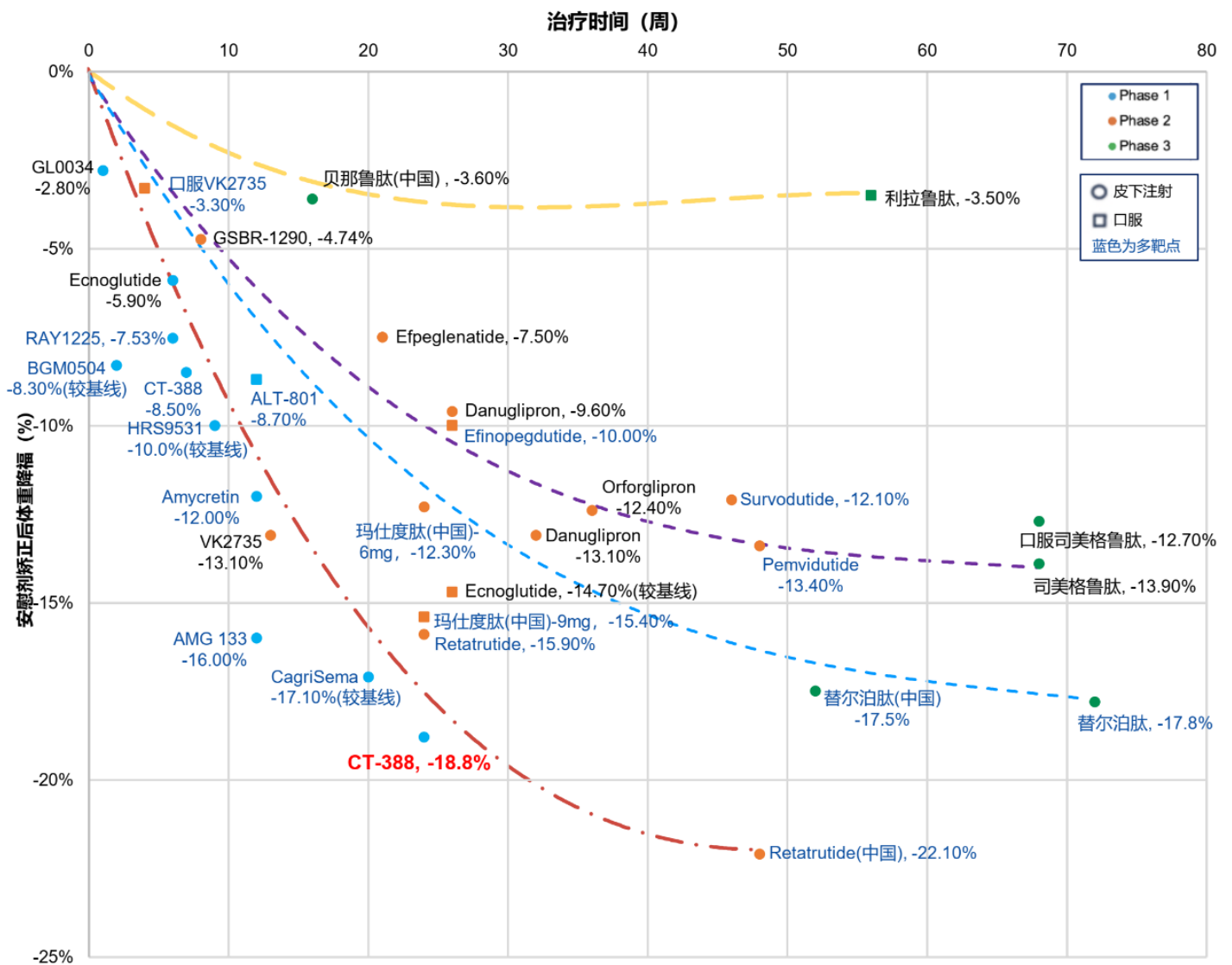
诺和诺德和礼来的 GLP-1 产品销售取得了极大的成功，我们认为，司美格鲁肽、替尔泊肽当下不仅仅是严肃医疗场景中糖尿病和肥胖症的处方药，而且还能够走出院内，满足更广阔的消费需求（但仍需医生处方）。考虑时间以及效用丰富度，GLP-1 产品无疑是当前减重领域的性价比之选。

### 1、融合时间：GLP-1 减重具备高效的特点，且持续迭代

处方药的上市需要完整且严谨的临床数据支撑，对于 GLP-1 产品疗效的评价指标之一即包括给药周期（治疗时间），临床数据便可较好评估其时间价值。

比如，司美格鲁肽 68 周减重 17.7%，减重效果立竿见影，且不会对患者造成额外负担。同时，全球各大药企 GLP-1 产品研发不断迭代，新一代的 GLP-1 受体激动剂拥有更好的减重疗效。例如礼来的 GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂—替尔泊肽注射剂，中国 III 期临床试验表明，治疗 52 周时，替尔泊肽的 15mg 治疗组体重自基线的平均变化百分比分别为 -19.9%，GLP-1/GIP/GCGR 三靶点受体激动剂 Retatrutide 能够在 48 周实现 24.2% 的减重疗效。GLP-1 产品目前已成为减重的最优选，且自身的迭代将不断强化其时间价值。

图表 170 各 GLP-1 药物减重数据对比



资料来源：医药魔方，华创证券

## 2、折叠需求：适应症广阔，GLP-1 产品临床价值正在持续挖掘

如果从生存、生活、生命维度的需求来考虑，GLP-1 产品本身是一款糖尿病和肥胖症的处方药，处方药身份本身就是对其生存需求的证明。同时，GLP-1 能够满足求美和追求健康的减重消费需求，也是对生活需求的诠释。

此外，GLP-1 的价值不单单停留在降糖和减重两方面，随着临床研究的不断发现，GLP-1 对于 NASH（非酒精性脂肪肝）、AD（阿尔兹海默症）、CVD（心血管疾病）等也具有临床价值，因此可更好满足生活、生命的需求。

图表 171 诺和诺德研发里程碑

Project	Q1 2024	Q2 2024	H2 2024	
Diabetes care	Insulin Icodec	✓ EU CHMP positive opinion	EU Decision/FDA Ad Comm	JP/CN/US decision
	IcoSema	✓ Phase 3 results	Phase 3 results	EU submission
	FLOW (CKD, sema 1.0 mg)	✓ US submission	EU submission	US decision
	STRIDE (PAD, sema 1.0 mg)			Phase 3 results
	SOUL (CVOT, oral sema 14 mg)			Phase 3 results
	Once-weekly GLP-1/GIP	✓ Phase 2 initiation		
	High dose sema (8 mg, 16 mg)	✓ Phase 2 results		
	Amycretin			Phase 2 initiation
	CagriSema (CKD)	✓ Phase 2 initiation		
	Monlunabant (DKD, INV-202)			Phase 2 results
Obesity care	SELECT (CVOT, sema 2.4 mg)	✓ US approval		EU decision
	STEP HFpEF (sema 2.4 mg)	✓ EU/US submission		FDA Ad Comm
	CagriSema			Phase 3 results
Rare Disease	Mim8		Phase 3 results	
CV & emerging therapy areas	ESSENCE (MASH, sema 2.4 mg)			Phase 3 results

资料来源：诺和诺德财报，华创证券

### 3、受益标的：华东医药、通化东宝

**华东医药：**公司在内分泌（特别是糖尿病）领域销售积淀深厚，拥有强大的糖尿病销售渠道，培育出了 30 亿的重磅品种阿卡波糖，2010 年上市的吡格列酮二甲双胍销售额也突破 10 亿大关。基于其渠道优势，公司在糖尿病领域战略聚焦 GLP-1，从单靶点到多靶点、从生物类似药到小分子、从注射剂到口服片剂、从短效日制剂到长效周制剂进行了全面布局，并且正在积极拓展 GLP-1 有关肥胖、NASH 等适应症。公司利拉鲁肽为国内首款获批的生物类似药，同时也是国内第一款 GLP-1 减重产品，依托公司强大的内分泌和医美销售渠道，利拉鲁肽年内有望贡献可观业绩增量。

**通化东宝：**公司为国内胰岛素龙头，同时战略布局一系列 GLP-1 产品，其中公司首款 GLP-1 产品利拉鲁肽注射液已于 2023 年成功获批上市；两款 GLP-1 一类创新药，口服小分子 GLP-1 受体激动剂（THDBH110 胶囊）与 GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂（注射用 THDBH120），均已完成糖尿病适应症 I 期临床试验首例受试者入组，其中 GLP-1/GIP 双靶点受体激动剂（注射用 THDBH120）减肥适应症申报临床试验也已获得批准。

**风险提示：**1、行业竞争格局加剧；2、医保控费力度增加；3、创新药研发进度不及预期；4、GLP-1 为处方药需在医生指导下使用。

### 三、风险提示

需求恢复不及预期、品牌和渠道竞争加剧、消费品库存周转风险、消费品估值下杀风险等。

## 作者介绍

### 食品饮料组长、首席分析师：欧阳予

浙江大学本科，荷兰伊拉斯姆斯大学研究型硕士，7年食品饮料研究经验。曾任职于招商证券，2020年加入华创证券。2021-2023年获新财富、新浪金麒麟、上证报等最佳分析师评选第一名。

### 商贸组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

### 农业组长、首席分析师：雷轶

中山大学金融硕士，曾任职于招商证券研发中心，2022年加入华创证券研究所。2019年、2020年新财富农林牧渔行业排名第六名；2019年卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业排名第五名。

### 家电组长、首席分析师：秦一超

浙江大学工学硕士，曾任职于东兴证券、申港证券，2020年加入华创证券研究所。

### 医药组长、首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师第四名。

### 轻工研究员：刘一怡

浙江大学硕士。2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjia Yin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522