

# 消费洞察系列：掘金“她经济”

华泰研究

2024年5月14日 | 中国内地

深度研究

## “她经济”已经成为拉动中国消费持续增长的主力军

女性为悦己而乐，为家庭而悦，女性在社会生活中往往扮演着至关重要的角色，并因其自身行为特点和消费偏好等，成为拉动我国消费增长以及引领消费趋势的主力军。无论是“悦己”还是“家庭”，作为一个涉及4.68亿（15-65岁女性，2022年）消费群体，同时市场规模超10万亿美元的庞大市场，围绕女性日常消费、工作生活及自我提升等所形成的“她经济”，正在我国蓬勃发展。因此研究女性消费者的消费特点和发展趋势，对于我们分析我国消费市场的未来变化，以及寻找大消费领域的结构性投资机会，具有重要指导意义。

## 数说“她经济”：10万亿级消费市场全景扫描

我国女性消费群体规模大，涉及行业广，10万亿元市场已超法国成为全球第7大消费市场。“年轻+线上+高知”构成了我国女性消费群体的主要画像，15-45岁的中青年女性是“她经济”主力消费人群（2.63亿人，占比56.3%），该群体拥有更高的消费欲望与不断提升的消费能力，且愿意尝试新事物。从不同代际女性的消费特征看，00后/90后/80后/60后女性随人生阅历和消费重心不同，呈现不同的消费行为和产品偏好，总体表现出从悦己优先到聚焦家庭，消费主张日趋多样化等特点；从不同城际女性消费特征看，都市白领注重生活品质与悦己情绪满足，小城中产生活节奏慢，休闲娱乐需求旺盛。

## 洞察“她力量”：女性消费能顶的不止半边天

我国女性劳动参与率60.54%高于世界均值48.67%（2023年），且与男性职场收入差距持续缩小，女性积极投身经济社会活动不仅能有效提升个人和家庭收入，更有利于促进消费市场繁荣。女性边际消费倾向高且消费韧性强，因常需扮演家庭采买主理人角色，对很多家庭消费能施加重大影响，是消费市场趋势的引领者。不同代际、不同城际女性的行为特点和产品/服务偏好尽管各有不同，但共同展示着女性自我意识崛起的消费观，并将持续影响我国消费市场的未来发展，当前我国女性更偏好以下四类消费：内外兼备的审美消费、互动共情的体验消费、自由多元的发展消费、简约实用的理性消费。

## 掘金“她趋势”：五大女性消费趋势带来消费行业结构性机会

①悦己消费占比提升，对消费品追求情绪价值和品质满足；②服务型/体验型消费快速兴起，女性更愿意为之买单；③社群分享文化兴起，种草消费/社交电商占比提升；④理性消费风潮下，平价高质类产品日趋流行；⑤女性家庭话语权提升，产品消费更加多元。基于女性消费趋势和人口结构等分析，我们认为我国“她经济”有望蓬勃发展，并呈现结构性行业机会，受益行业主要有三类：女性必选，刚需消费；女性主导，悦己消费；女性参与，家庭消费。同时有些行业会因受女性消费观念变化及出生率下降等影响面临增长压力，如与育儿强相关的婴童用品及服务，需在量减背景下寻找价增机会。

## “她经济”相关行业及公司

那些具备品牌、产品、渠道、管理等优势，能深刻洞察并把握女性消费趋势的国产消费品龙头，有望持续成长。相关行业及30家公司有：美妆医美（巨子生物、珀莱雅、上美股份、爱美客、科思股份、贝泰妮、华熙生物、丸美股份、福瑞达）、黄金珠宝（老凤祥、周大福、周大生）、服装个护（安踏、申洲、李宁、百亚、稳健医疗）、旅游酒店（中国中免、宋城、华住）、茶饮火锅（海底捞、瑞幸咖啡、茶百道）、宠物（乖宝、中宠）、潮玩盲盒（泡泡玛特、名创优品）、家电家居（石头科技、海尔、海信）。

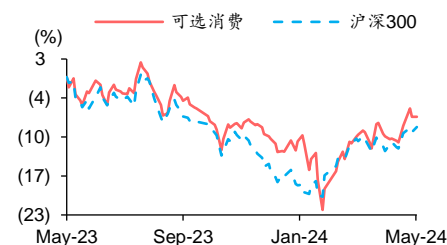
风险提示：下游消费需求不及预期、市场竞争加剧、行业政策监管变化。

可选消费

增持（首评）

研究员 SAC No. S0570524050001	樊俊豪 fanjunhao@htsc.com
研究员 SAC No. S0570523090004 SFC No. BSE590	刘思奇 liusiqi@htsc.com +(86) 21 2897 2228
研究员 SAC No. S0570523120004 SFC No. BTM417	曾璐 zengjun@htsc.com +(86) 21 2897 2228
研究员 SAC No. S0570519010001 SFC No. BQ696	孙丹阳 sundanyang@htsc.com +(86) 21 2897 2038
研究员 SAC No. S0570521100002	周衍峰 zhouyanfeng@htsc.com +(86) 21 2897 2228
研究员 SAC No. S0570524010001	李裕恬 liyutian@htsc.com +(86) 21 2897 2228
研究员 SAC No. S0570522080001 SFC No. BSF308	张诗宇 zhangshiyu@htsc.com +(86) 755 2399 3346
研究员 SAC No. S0570518120001 SFC No. BPX070	王森泉 wangsenquan@htsc.com +(86) 755 2398 7489
研究员 SAC No. S0570522120004 SFC No. BPK020	熊承慧, PhD xiongchenghui@htsc.com +(86) 10 6321 1166
研究员 SAC No. S0570516080001 SFC No. BQE385	梅昕 meixin@htsc.com +(86) 21 2897 2080

## 行业走势图



资料来源：Wind，华泰研究

## 正文目录

前言：女性消费知多少，4张图看懂“她经济”	6
<b>数说“她经济”：10万亿级消费市场全景扫描</b>	<b>9</b>
市场规模：4.68亿主力消费群体，掌控10万亿级消费市场	9
用户画像：中青年担当消费主力，“年轻+线上+高知”构成主要画像	9
不同代际女性消费特征：从悦己优先到聚焦家庭，消费主张多样化	11
不同城际女性消费特征：都市白领注重生活品质，小城中产娱乐需求旺盛	13
<b>洞察“她力量”：女性已成为拉动我国消费增长的主力军</b>	<b>16</b>
女性消费能顶的不止半边天	16
宏观视角：我国女性劳动参与率60.54%高于世界均值，有助于提振个人和家庭收入	16
中观视角：女性是消费决策的核心力量，具备更高的边际消费倾向	16
引领变化：女性是消费市场趋势的引领者，有助于预判消费未来趋势	17
“她力量”觉醒，三大力量共驱女性消费市场快速崛起	18
驱动力一：女性消费能力提升	18
驱动力二：女性消费意愿增强	19
驱动力三：女性消费的全产业链迭代创新	20
女性消费的行为特点：女性消费偏好全景图	20
<b>掘金“她趋势”：女性消费趋势及受益行业</b>	<b>23</b>
“她经济”的消费发展趋势分析	23
关注“她情绪”：悦己消费占比提升，对消费品追求情绪价值和品质满足	23
重视“她体验”：女性更愿意为体验买单，服务型/体验型消费快速兴起	23
构建“她文化”：社群分享文化兴起，“种草”消费/社交电商占比提升	24
觉醒“她思维”：理性消费风潮下，平价高质类产品日趋流行	25
挖掘“她家庭”：女性家庭消费话语权提升，产品消费更加多元	26
案例分析：从国货美妆崛起看女性消费趋势变化	27
“她经济”受益行业梳理	29
<b>“她经济”受益行业大盘点</b>	<b>31</b>
美妆：国货替代持续演绎，国潮出海恰逢其时	31
医美：监管趋严规范发展，产品创新供需向好	36
黄金珠宝：悦己消费与保值并重，龙头份额持续提升	40
女性服装：精选穿搭开启精致生活，中高端品牌及线上占比提升	43
个人护理：卫生巾市场价增量稳，外资占主导国货正崛起	46
旅游酒店：需求细分渠道下沉，业态融合场景创新	48
茶饮火锅：“舌尖社交”提升幸福感，加码下沉走向全球	51
宠物消费：“她经济”中的“它”消费，景气向上长坡厚雪	54
潮玩盲盒：兼具悦己需求和收藏属性的“社交货币”，马太效应显现	57
家居家电：精致生活悦己消费，智能升级品牌出海	60
<b>“她经济”相关公司</b>	<b>64</b>
<b>风险提示</b>	<b>65</b>



## 图表目录

图表 1: “她经济”涉及的行业类别与市场规模大盘点.....	6
图表 2: “她经济”的女性消费特征面面观.....	7
图表 3: “她经济”快速崛起的供需两端驱动因素.....	7
图表 4: “她经济”用户画像全景图.....	8
图表 5: “她经济”主要相关细分市场及规模（2023 年）.....	9
图表 6: 我国“她经济”足以构成全球第七大消费市场.....	9
图表 7: “她经济”消费人群按年龄分布（亿人，2022 年）.....	10
图表 8: “她经济”消费人群年龄结构（2022 年）.....	10
图表 9: 全网女性月活跃用户规模及占比.....	10
图表 10: 全网女性月活跃用户年龄分布（24M1）.....	10
图表 11: 2022 年京东女性用户年龄结构.....	11
图表 12: 2022 年京东女性用户学历结构.....	11
图表 13: 不同年龄段男女用于自身消费的比例（2024 年 2 月）.....	11
图表 14: 2020 年潮玩行业消费群体年龄分布.....	11
图表 15: 90 后在“她经济”相关行业内扮演重要消费角色.....	12
图表 16: 愿意支付较高成本进行消费升级的人群占比（2023.11）.....	12
图表 17: 她消费呈现明显的代际特征及产品偏好.....	13
图表 18: 部分“她经济”相关行业的消费者城市层级分布情况.....	14
图表 19: 女性人才分布城市 TOP20 及高薪段女性占比.....	14
图表 20: 都市白领女性互联网细分行业活跃渗透率 TGI TOP10.....	15
图表 21: 小城中产女性活跃渗透率 TGI TOP10 APP.....	15
图表 22: 小城中产女性典型新媒体平台月人均使用时长.....	15
图表 23: 小城中产女性本地娱乐消费活跃渗透率 TGI.....	15
图表 24: 我国劳动参与率的男女性别对比.....	16
图表 25: 全球主要经济体若实现性别平等对 25 年国家 GDP 拉动增量.....	16
图表 26: 移动购物 APP 月均使用时长分性别对比.....	17
图表 27: 购物中心女性消费品牌关联度数量占比.....	17
图表 28: 女性在家庭消费决策中具备较大影响力.....	17
图表 29: 女性与男性的线上消费能力对比（2023 年 10 月）.....	18
图表 30: 女性先锋人群占比高，常引领消费趋势（2023 年 3 月）.....	18
图表 31: 从需求端和供给端看女性消费市场的快速崛起.....	18
图表 32: 我国男性与女性人均月薪对比.....	19
图表 33: 全球中端市场企业女性高管数量占比.....	19
图表 34: 男女预期寿命及平均初婚年龄对比.....	19
图表 35: 2010-2022 全国研究生在校女生人数及所占比例.....	19
图表 36: 女性消费行为特征和对应消费产品/服务偏好概览.....	21
图表 37: 不同年龄段女性的消费行为特征和对应消费产品/服务偏好概览.....	22
图表 38: 2024 年以来，悦己消费中的情绪价值类消费受到资本市场持续关注.....	23
图表 39: 女性用户出行次数区间分布（2023.2.20-2024.2.20）.....	24
图表 40: 各年龄段女性的出行订单占比及同比增速.....	24
图表 41: 女性出行的目的大多以享受为主（2023.2.20-2024.2.20）.....	24
图表 42: 越来越多商场关注女性消费者的情绪体验.....	24
图表 43: 2024 年 1 月移动互联网女性用户兴趣偏好.....	25
图表 44: 2023 年小红书电商平台订单迎来亮眼增长.....	25
图表 45: 2023 年小红书上新中式笔记迅速增长.....	25
图表 46: 2023 年抖音电商新中式穿搭订单量迅速增长.....	25
图表 47: 我国消费者信心指数.....	26



图表 48: 2023 年美容护肤/美体/精油行业销售额 TOP20 品牌排名	26
图表 49: 2020 年女性主导装修的比例已达 45.1%	26
图表 50: 女性认为能提高生活品质的家具家电产品	26
图表 51: 小红书热门美妆趋势	27
图表 52: 珀莱雅在小红书: 从大单品到大单品矩阵的科学种草	27
图表 53: 抖音“彩妆+护肤”产品月度销售额及增速	27
图表 54: 韩束抖音销售额快速增长	27
图表 55: 国货、外资含修复类代表性产品对比	28
图表 56: 华东医药旗下“少女针”21 年获批以来营收快速增长	28
图表 57: 得益于薇旖美放量, 锦波生物 21 年以来营收加速增长	28
图表 58: 女性消费崛起下受益行业一览	29
图表 59: 中国美容与个护行业规模情况 (欧睿口径)	31
图表 60: 我国居民化妆品消费支出比例长期提升 (社零口径)	31
图表 61: 日本化妆品消费占居民支出比例长期提升	32
图表 62: 美国居民个人护理消费支出占比变化趋势	32
图表 63: 我国美妆个护细分领域占比情况	32
图表 64: 我国彩妆行业市场规模及增速	32
图表 65: 天猫护肤销售额 TOP10 细分产品占比变化 (2017vs2023)	33
图表 66: 天猫彩妆销售额 TOP10 细分产品占比变化 (2017vs2023)	33
图表 67: 2018-2023 年我国美妆个护市场品牌 CR5/CR10/CR30	33
图表 68: 2018-2023 年我国美妆个护市场集团 CR3/CR5/CR10	33
图表 69: 2023 年申报的新原料使用目的	34
图表 70: 2023 年申报次数较多的国内企业	34
图表 71: 我国美容个护行业的各国别品牌市场份额变化	34
图表 72: 我国美容个护行业的各国别品牌销售规模	34
图表 73: 我国化妆品出口金额维持较快增长	35
图表 74: 我国化妆品进口金额 2022 年以来持续下降	35
图表 75: 2023 年我国医美市场规模约 2720 亿元 (按消费金额计)	36
图表 76: 2022 年我国医美市场非手术类消费金额已超过手术类	36
图表 77: 相较发达国家我国医美千人诊疗次数偏低 (2020 年)	36
图表 78: 美国非手术类渗透率多年以来稳定提升	36
图表 79: 医美上游细分领域市场规模及批证概况	37
图表 80: 国产上游医美厂商在新材料、新剂型和新适应症的发力方向	38
图表 81: 机构数量 Top10 省份机构数仍在持续扩张	39
图表 82: 医美机构运营年限及分布	39
图表 83: 我国黄金珠宝行业市场规模	40
图表 84: 我国黄金珠宝行业产品结构百分比	40
图表 85: 我国黄金珠宝消费者的用户画像	40
图表 86: 沪金 AU9999 收盘价走势图	41
图表 87: 黄金消费 vs 非黄金消费规模及增速对比	41
图表 88: 我国珠宝市场份额 Top 10	42
图表 89: 潮宏基花丝糖果系列	42
图表 90: 2019 年后我国女装市场规模趋于稳定	43
图表 91: 2014-2023 年我国中高端女装占比及线上销售占比稳步上升	43
图表 92: 女装市场中通勤、简约和韩系风格位列销量前三	43
图表 93: “通勤风”女装消费群体以 34 岁以下女性为主	43
图表 94: 2016-2023 年女装 CR5 提升较缓且低于男装和童装	44
图表 95: 2023 年我国女装 CR5 较海外尚有较大提升空间	44
图表 96: 我国女装品牌竞争集中在中高端市场	44



图表 97: 2018-2023 年 Lululemon 营收及增速.....	45
图表 98: 户外运动人群分布 (2023 年) .....	45
图表 99: 国内卫生巾市场规模及增速.....	46
图表 100: 国内卫生巾平均片单价.....	46
图表 101: 2023 年国内卫生巾市场品牌市占率.....	46
图表 102: 2023 年中美日三国卫生巾市场 CR5.....	46
图表 103: 2023 年各类型卫生巾产品国内市占率.....	47
图表 104: 2023 年国内卫生巾营收渠道拆分.....	47
图表 105: 2023 出游态度指数对比.....	48
图表 106: 女性旅行用户的旅行目的 (2024.02, n=606) .....	48
图表 107: 女性旅游人群画像.....	49
图表 108: 国内出游人次/收入/人均支出, 2014-2023.....	49
图表 109: 中国连锁酒店规模及连锁化率, 2016-2022.....	49
图表 110: 景区龙头公司经营情况一览.....	50
图表 111: 现制茶饮用户人群分布.....	51
图表 112: 火锅用户人群分布.....	51
图表 113: 中国现制茶饮市场规模, 2017-2027E.....	51
图表 114: 中国现制茶饮头部品牌图谱.....	52
图表 115: 中国火锅行业市场规模及头部品牌情况一览.....	53
图表 116: 2022 年中国宠物行业消费者人群画像.....	54
图表 117: 2022 年京东女性消费偏好前十品类.....	54
图表 118: 我国 2023 年猫狗合计消费市场规模为 2793 亿元.....	54
图表 119: 猫数量于 2021 年起超过狗数量, 成为最受欢迎的宠物之一.....	54
图表 120: 我国养宠家庭渗透率相比于美日仍有差距.....	55
图表 121: 中国相对于其他发达国家单宠支出仍有提升空间.....	55
图表 122: 预计 2027 年宠物行业市场规模为 4855 亿元, 约为 2023 年的 1.74 倍.....	55
图表 123: 2023 年我国宠物行业中, 宠物食品、宠物医疗占大头, 商业模式较优.....	56
图表 124: 潮玩女性消费者大多为偶尔购买 (2022 年) .....	57
图表 125: 扭蛋、盲盒、BJD 娃娃等潮玩品类的产品特征 (2020 年) .....	57
图表 126: 中国潮玩市场规模增速高于全球水平.....	58
图表 127: 盲盒为最主要的潮玩品类.....	58
图表 128: 中国较日本潮玩市场尚有较大发展空间.....	58
图表 129: 泡泡玛特市占率持续上升, 龙头地位稳固.....	59
图表 130: 中小玩家逐步出清, 22 年以来我国潮玩门店数量出现下降.....	59
图表 131: 泡泡玛特在潮玩行业处于领先地位.....	59
图表 132: 2023H1 受到女性关注的热门家居家电类消费产品特性.....	60
图表 133: 中国美容仪市场快速扩容.....	61
图表 134: 家用美容仪分类.....	61
图表 135: 清洁电器国内市场整体稳步增长.....	61
图表 136: 扫地机及洗地机等智能产品推动行业规模提升与产品升级.....	61
图表 137: 中国母婴小家电市场规模稳步增长.....	62
图表 138: 常见母婴小家电分类.....	62
图表 139: 主流家纺品牌 2020 年后均价同比变化.....	62
图表 140: 消费者关注改善卧室环境、升级床垫和床品等卧室用品.....	62
图表 141: 2024Q1 国内扫地机市场规模及同比增速.....	63
图表 142: “她经济” 相关公司.....	64

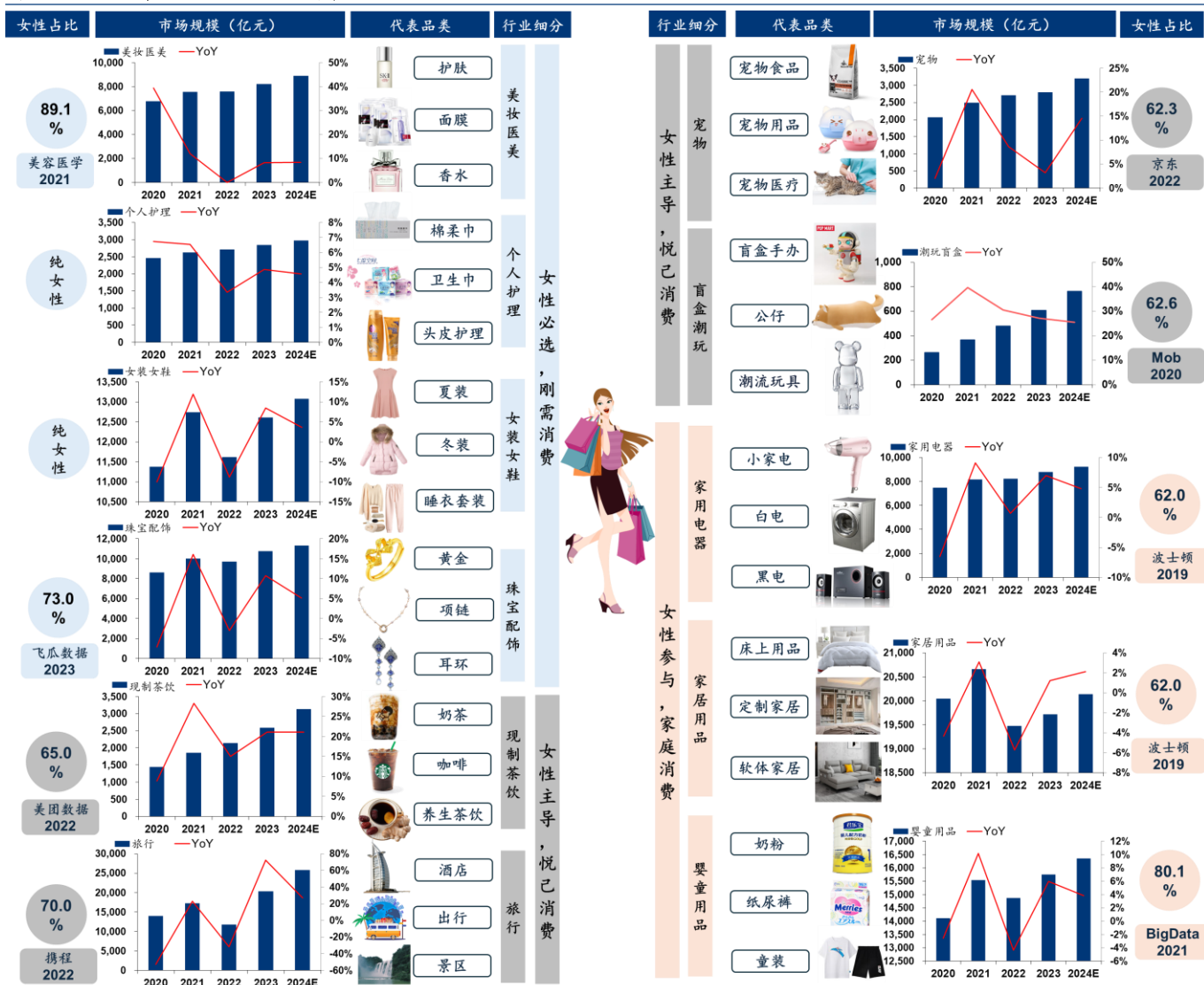
## 前言：女性消费知多少，4张图看懂“她经济”

从“她力量”到“她经济”，女性已成为拉动中国消费增长的主力军。“她经济”是指围绕着女性消费而形成的特有经济圈和经济现象。近年来伴随社会经济发展，高学历女性占比提升、职场收入性别差距缩小以及女性自我意识增强，我国女性消费快速崛起，同时越来越多的商家也开始顺应女性消费趋势，推出更多契合女性消费特点的相关产品与服务。时至今日，“她经济”已成为拉动我国消费持续增长并引领消费市场趋势变化的主力军。

我国“她经济”涉及4.68亿消费群体，市场规模超10万亿元，足以构成全球第七大消费市场。据统计局数据，2022年我国15-65岁女性主力消费人群达4.68亿，占到女性总人口的67.8%，占到总人口的33.1%。不同年龄段、不同城市层级的女性，其消费行为特点和商品偏好也各有不同，她们所共同构成的“她经济”，则涵盖三大类别（女性必选，刚需消费；女性主导，悦己消费；女性参与，家庭消费），十多个细分行业，涉及美妆、医美、女装个护、黄金珠宝、宠物、旅游餐饮、现制茶饮、潮玩盲盒、家居家电等诸多细分行业。

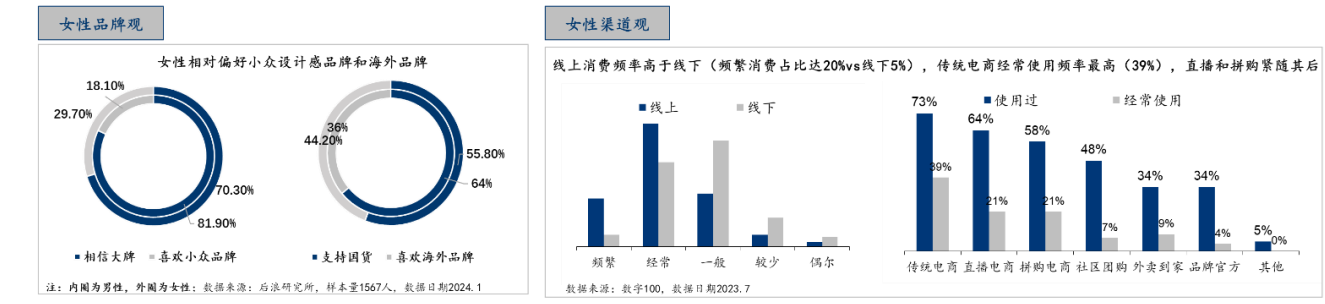
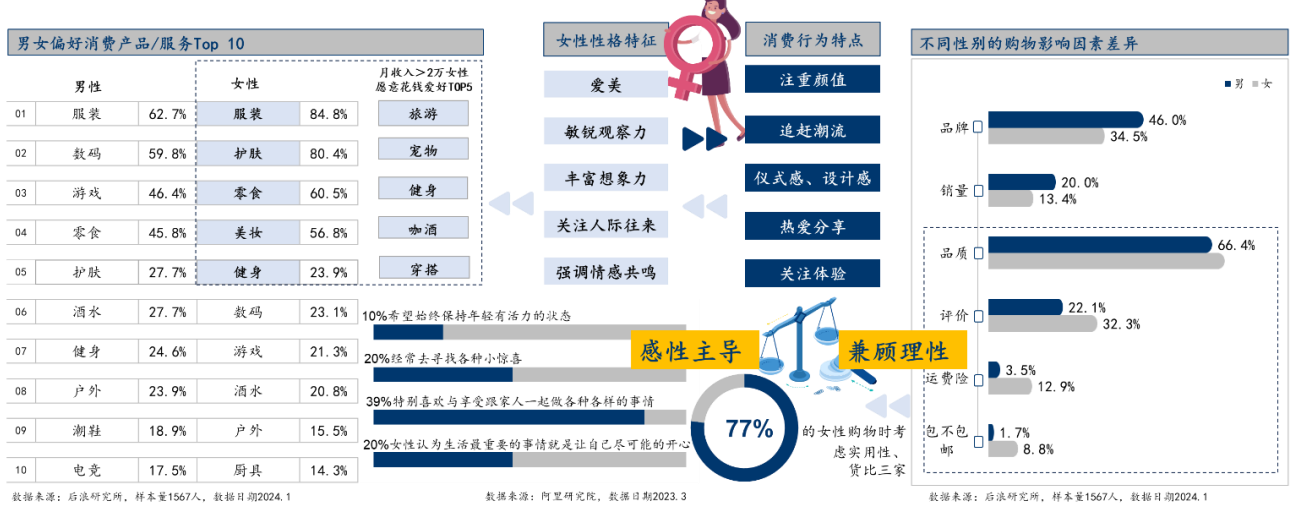
据Euromonitor、德勤、灼识咨询等数据，我们测算2023年“她经济”所涉及的行业消费总规模已超过10万亿元，高于法国全年最终消费支出，足以构成全球第七大消费市场。

图1：“她经济”涉及的行业类别与市场规模大盘点



资料来源：Euromonitor，德勤，灼识咨询，2023-2024 中国宠物行业白皮书，前瞻产业研究院，中国美容医学杂志，飞瓜，美团，携程，京东，Mob 研究院，波士顿咨询，BigData-Research，前瞻产业研究院，华泰研究

图表2：“她经济”的女性消费特征面面观



资料来源：后浪研究所，阿里研究院，数字100，华泰研究

图表3：“她经济”快速崛起的供需两端驱动因素



资料来源：智联招聘，Boss 招聘，国家统计局，南财智库《2023 女性消费力洞察报告》，企查查，华泰研究

图表4：“她经济”用户画像全景图



资料来源：国家统计局，QuestMobile，智联招聘，艾瑞咨询，途牛，京东大数据，Mob 研究院，中国宠物行业白皮书 2022，华泰研究

**报告亮点：**1) 本文以“她经济”为主题视角切入，首次对“她经济”的市场结构、用户画像、不同代际/城际女性消费者消费特征等进行全面系统梳理，全景描绘了“她经济”消费市场，并对女性消费崛起的底层逻辑、未来消费趋势的演绎路径等进行深入分析，首次提出“她经济”相关的 10 大行业，30 家公司，对寻找大消费领域的结构性机会具备参考意义；2) 市场普遍认为“她经济”局限于纯女性类消费，受众相对较窄，市场空间有限，但本文认为，“她经济”包括女性必选的刚需消费、女性主导的悦己消费、女性参与的家庭消费，涉及行业众多，2023 年市场规模超 10 万亿人民币，规模足以构成全球第七大消费市场。作为串联多维度消费视角、多产业链联动的综合大市场，“她经济”已成为拉动我国消费持续增长的主力军，未来有望持续蓬勃发展。

## 数说“她经济”：10万亿级消费市场全景扫描

女性为悦己而乐，为家庭而悦。女性在社会生活中往往扮演至关重要的角色，因为通常会作为 KOL (Key Opinion Leader, 即关键意见领袖)，成为影响子女、父母、丈夫/男朋友、闺蜜等消费的核心人群，也是引领消费品潮流和时尚的关键。无论是“悦己”还是“家庭”，围绕女性日常消费、工作生活及自我提升等所形成的“她经济”，正在我国蓬勃发展。

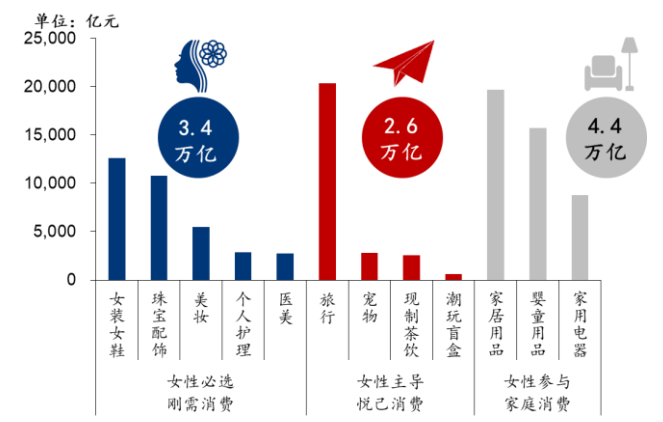
### 市场规模：4.68 亿主力消费群体，掌控 10 万亿级消费市场

**主力消费人群：**据统计局人口数据计算，2022 年我国女性人口总数达 6.90 亿人，我们以 15-65 岁作为女性主力消费人群，这部分女性群体的人数达 4.68 亿，占女性总人口的 67.8%，占到总人口的 33.1%。

**市场规模：**在庞大的消费群体支撑下，围绕女性日常消费、工作生活及自我提升所形成的“她经济”，涉及行业广，市场规模大。从商品属性及女性消费群体占比等来看，我们认为美妆、医美、女性服装、黄金珠宝、个人护理、旅游酒店、茶饮火锅、宠物、潮玩盲盒、家居家电、婴童用品等行业均属于“她经济”范畴。按照 Euromonitor、德勤、灼识咨询等第三方披露的相关行业市场规模，进行统计后得出 2023 年我国“她经济”所涉及的行业消费总规模已超过 10 万亿人民币，这个市场规模已超过法国全年最终消费支出，足以构成全球第 7 大消费市场。

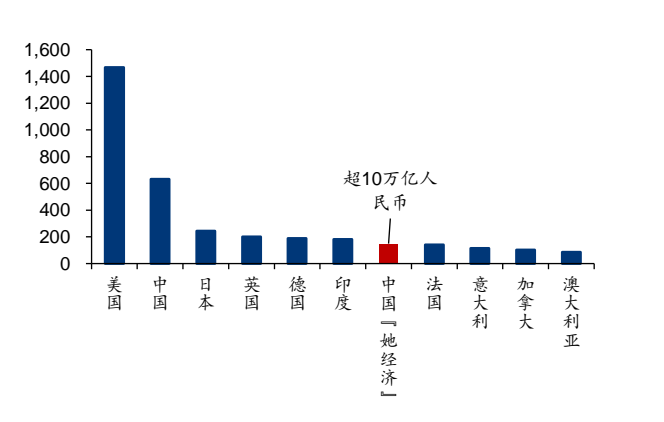
从相关行业看，美妆医美、黄金珠宝配饰、宠物、旅游餐饮、婴童用品、女装个护、家居家电等行业市场规模大，近年来也涌现出一批优秀的龙头上市公司，孕育广阔的投资机会。

图表5：“她经济”主要相关细分市场及规模（2023 年）



资料来源：Euromonitor, 德勤、灼识咨询、前瞻产业研究院、2023-2024 中国宠物行业白皮书, 华泰研究

图表6：我国“她经济”足以构成全球第七大消费市场



注：按照美元不变价计算的居民最终消费支出进行排序，她经济市场规模按照 2023 年人民币兑美元平均汇率 7.0467 进行换算并参与排序

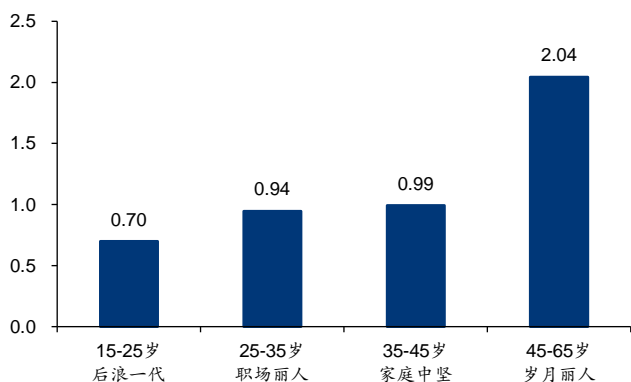
资料来源：世界银行，华泰研究

### 用户画像：中青年担当消费主力，“年轻+线上+高知”构成主要画像

**年龄结构：**年轻女性是“她经济”消费主力，45 岁以上女性对消费的影响力正逐渐提升。在 4.68 亿女性消费群体中（15-65 岁，统计局数据，2022 年），15-25 岁/25-35 岁/35-45 岁/45-65 岁人口数分别约 0.70/0.94/0.99/2.04 亿人（人口数按年龄区间统计，含年龄下限，不含年龄上限，下同），分别占到总群体的 14.9%/20.2%/21.2%/43.7%。若以 45 岁为分界，45 岁以下的中青年女性合计达 2.63 亿人，占比 56.3%，这部分群体以职场女性、年轻宝妈、校园女生为主，在主要女性消费群体中人数占比最大，同时消费能力及消费倾向较强，是“她经济”消费主力军。

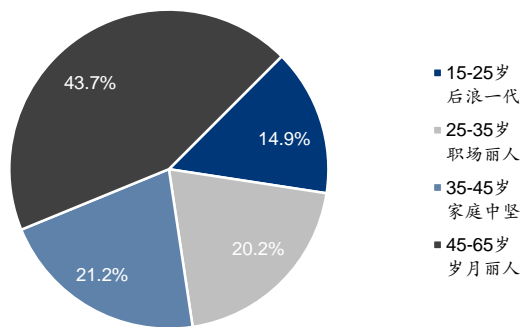
此外 45 岁及以上女性人口基数亦不容忽视，这部分群体以资深职场女性、全职太太、银发阿姨为主，在家庭消费中扮演重要角色的同时，又懂得与时俱进，消费需求逐渐多元化，未来随着我国人口结构变化，中年及银发女性群体对消费的影响力也将越来越大。

图表7：“地经济”消费人群按年龄分布（亿人，2022年）



注：统计区间内包含年龄下限，不包含年龄上限  
资料来源：国家统计局，华泰研究

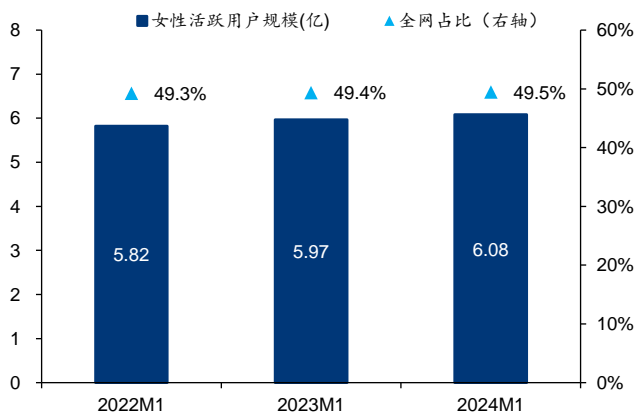
图表8：“地经济”消费人群年龄结构（2022年）



注：统计区间内包含年龄下限，不包含年龄上限  
资料来源：国家统计局，华泰研究

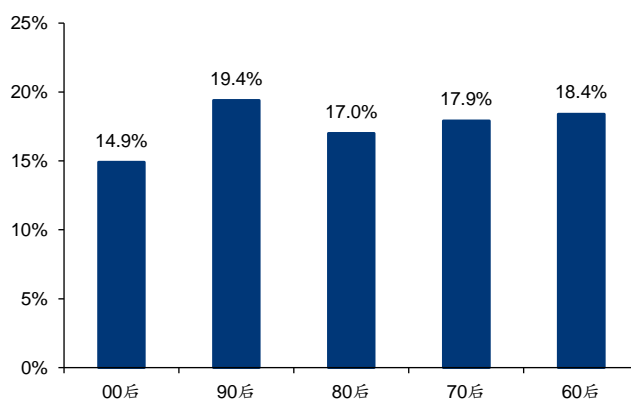
**线上为主：我国女性消费者线上活跃用户规模及占比逐年提升，45岁以下女性是线上购物主力。**据 QuestMobile 数据，截至 2024 年 1 月全网女性月活跃用户数达到 6.08 亿人 (yoy+1.8%)，占到总活跃用户的 49.5% (同比+0.15pct)，略高于女性人口总数占比 (2023 年为 48.9%)。我们以京东平台为例来观察女性线上消费市场，据京东大数据显示，2022 年京东女性用户中，青年一代 (26-35 岁) 占比最高，达到 38.8%，中年群体 (36-45 岁) 和后浪群体 (15-25 岁) 占比次之，分别达到 25.5%、17.1%，而 56 岁以上的群体占比仅 6.7%。女性消费者在信息交互端的优势，使她们不仅成为主力消费人群，更成为了数字化时代的信息传递窗口。

图表9：全网女性月活跃用户规模及占比



资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表10：全网女性月活跃用户年龄分布（24M1）



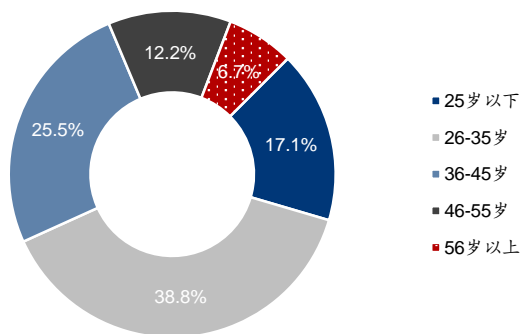
资料来源：QuestMobile，华泰研究

**高知：**据国家统计局数据，2022 我国高等教育在校生中女生为 2903.3 万人，比 2021 年增加 122.5 万人，女性在我国高等教育（研究生/普通本专科/成人本专科等）中的在校生比例均已高于男性，其中女研究生人数达 187.1 万人，占比 51.2%，普通本专科、成人本专科在校生中女生分别为 1831.2 万人和 531.4 万人，占比分别为 50.0%和 56.9%。

我们仍以京东平台为例来看女性线上消费市场，2022 年京东女性用户中，受过高等教育（专科、本科、硕士及以上学历）的女性用户占比达 47.0%，这一比例远高于中国女性（15 岁及以上）受过高等教育的人数比例（18%，2020 年）。受教育程度不仅能有效带领女性走向经济独立，亦潜移默化影响女性广谱消费观，促进女性自我意识觉醒，增强消费自信。

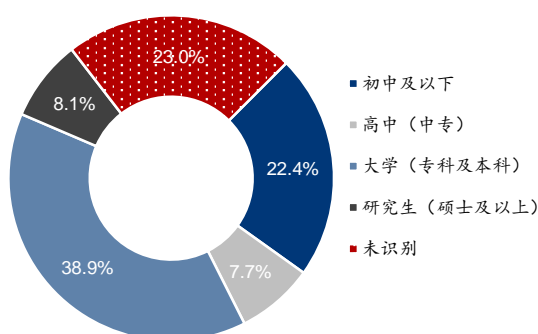
由此可见，“年轻+线上+高知”构成了我国女性消费群体的主要画像：这部分群体拥有更高的消费能力与消费欲望，具备触达新事物的敏锐触角，是拉动我国消费增长的主力人群。京东数据显示，2022 年京东女性用户成交额增速领先男性用户 5.5pct。

图表11：2022年京东女性用户年龄结构



资料来源：南财智库，京东大数据，华泰研究

图表12：2022年京东女性用户学历结构



资料来源：南财智库，京东大数据，华泰研究

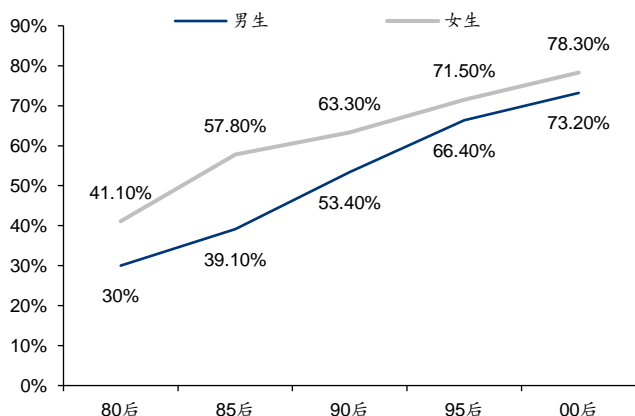
### 不同代际女性消费特征：从悦己优先到聚焦家庭，消费主张多样化

#### 后浪一代（00后/15-25岁，0.70亿人）：自信且个性，悦己消费优先

后浪一代成长于我国经济快速发展、移动互联网普及的时代，且一孩家庭居多，普遍享受了充足的物质保障与父母关爱；同时，社交网络媒体内容的大爆发也使她们能够触达更多元的文化环境，从而塑造了她们自信且个性的价值观。物质及精神生活的双富足塑造了后浪一代独特的消费观内核：悦己意识更强、追求个性化的情绪满足。

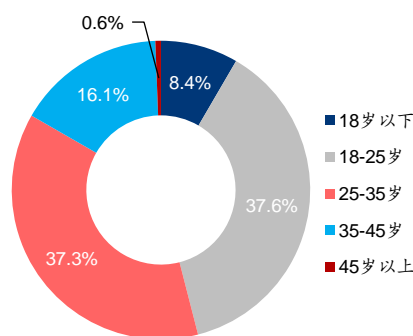
**从这一代际女性的消费产品看：**据后浪研究所调查（2024.1），00后女生花在自己身上的消费占比高达78.3%；据京东消费及产业发展研究院数据，25岁以下女性线上消费前三大品类分别为面部护肤、香水彩妆、影音娱乐；此外据Mob研究院数据，潮玩行业中25岁以下消费人群的占比高达46%（2020年），后浪一代的悦己消费特征明显。

图表13：不同年龄段男女用于自身消费的比例（2024年2月）



资料来源：后浪研究所，华泰研究

图表14：2020年潮玩行业消费群体年龄分布



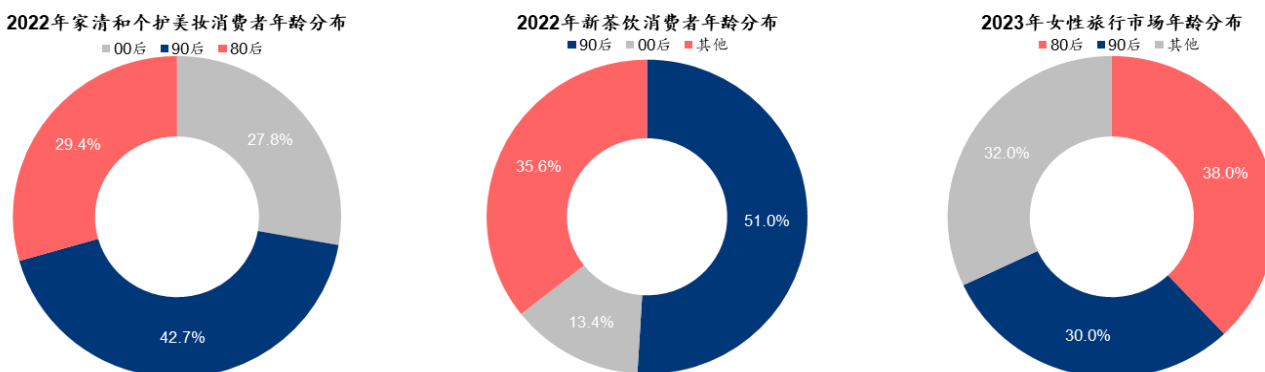
注：统计区间内包含年龄下限，不包含年龄上限  
资料来源：Mob研究院，华泰研究

#### 职场丽人（90后/25-35岁，0.94亿人）：悦己仍最重，消费开始悄然向母婴及家庭转移

这一阶段女性从学校步入职场，开启经济独立，并逐步成为“她经济”的消费生力军。90后职场丽人们作为互联网原住民，普遍学历较高，愿意尝试新事物。“颜值消费正当时，咖啡奶茶不离手，工作出游两不误”是职场丽人的消费特征。据美团数据观、艾瑞咨询及途牛数据，90后占到新式茶饮消费群体的51%（2022年），占到美妆和家清消费群体的42.7%（2022年），在旅游市场90后女性的出游次数也占到全部女性出游的30%（仅次于80后的38%，2023年）。

从这一代际女性的消费产品看：25—35 岁的女性消费者开始逐步步入家庭，年轻妈妈的角色也使得她们的消费重心悄然向母婴及家庭转移。据京东消费及产业发展研究院数据，25-35 岁女性线上消费前三大品类分别为面部护肤、奶粉、厨房小电。

图表15：90 后在“她经济”相关行业内扮演重要消费角色



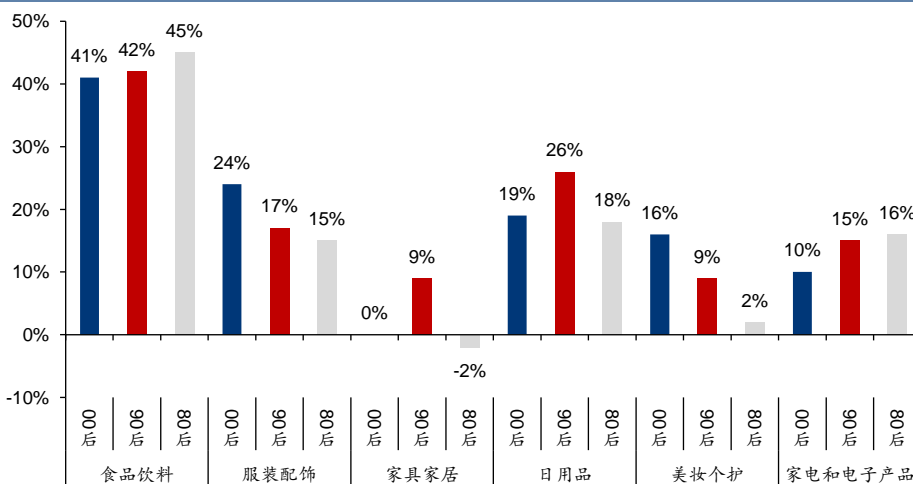
资料来源：iiMedia，艾瑞咨询，美团数据观，途牛《女性年度出游消费报告 2024》，华泰研究

**家庭中坚（80 后/35-45 岁，0.99 亿人）：承担多重角色，悦己与家庭消费兼顾**

80 后女性正值事业的黄金期，同时也面临“上有老下有小”的家庭压力，承担着职场女性、母亲、妻子、女儿等多重角色，不得不家庭工作两手抓，成为社会中坚力量，这一代际女性在亲历了上一辈妈妈们“牺牲式”的付出后，会更加注重自我发展，努力在家庭与个人发展之间寻求平衡，悦己消费与家庭消费兼顾。

从这一代际女性的消费产品看：据京东消费及产业发展研究院数据，35-45 岁女性线上消费前三大品类分别为面部护肤、饮料冲调和厨房小电，粮油调味品亦首次上榜位列第四，可见悦己消费与家庭消费并举。80 后财富和人生阅历都有一定的沉淀，具备较高的消费能力和消费意愿，消费行为成熟。据炼丹炉调研（2023.11），80 后女性对食品饮料、家电产品愿意支付较高成本进行消费升级的占比达 45%/16%，高于 90 后（42%/15%）及 00 后（41%/10%）。另据途牛数据，80 后是旅游市场主力，占到 2023 年女性总出游人次的 38%。

图表16：愿意支付较高成本进行消费升级的人群占比（2023.11）



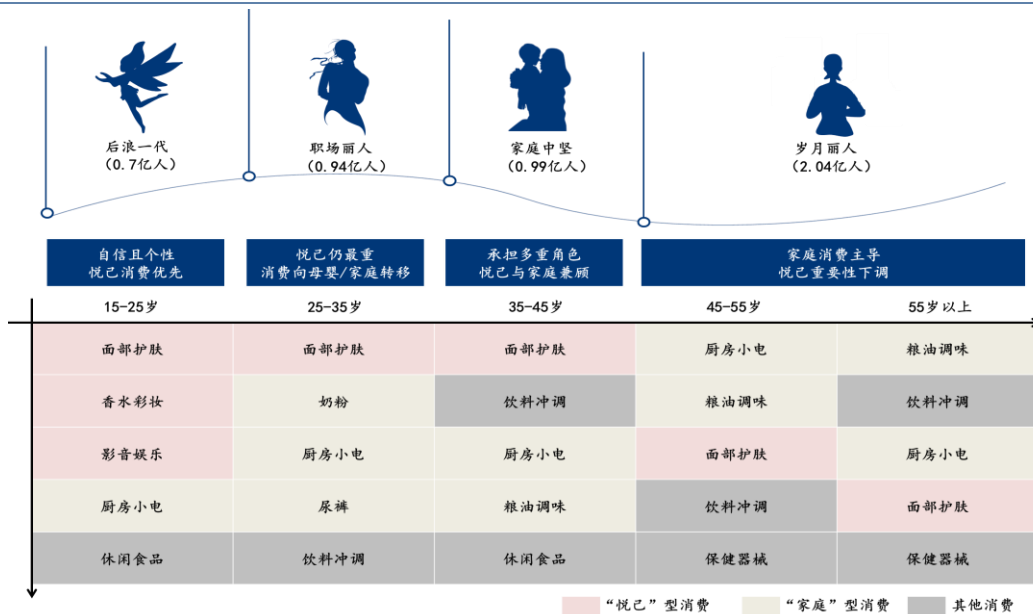
资料来源：炼丹炉，华泰研究

**岁月丽人 (60 后/45-65 岁, 2.04 亿人): 家庭消费主导, 悦己重要性下降**

基于成长经历、教育程度、职业履历等不同, 这一年龄段的女性消费差异度较大, 整体的消费重心是以家庭为重, 家庭消费已经超过悦己消费。此外, 新一代退休女性是“有钱有闲”的典型代表, 也是潜力较大的消费群体, 据 QuestMobile 数据, 23 年 10 月, 在网上花费 3000 元以上的人群中 50 岁以上群体增速为 14%, 增长领跑。未来随着我国人口结构变化, 岁月丽人对消费的影响力也将越来越大。

**从这一代际女性的消费产品看:** 据京东消费及产业发展研究院数据, 45-55 岁女性线上消费前五大品类分别为厨房小电/粮油调味/面部护肤/饮料冲调/保健器材, 55 岁以上女性线上消费前五大品类分别为粮油调味/饮料冲调/厨房小电/面部护肤/保健器材, 相较于 80/90/00 后们, 岁月丽人们的面部护肤消费排名下降, 粮油、厨房等家庭类消费贡献提升, 同时保健类消费则首次出现在了购买清单前列之中。

图表17: 地消费呈现明显的代际特征及产品偏好



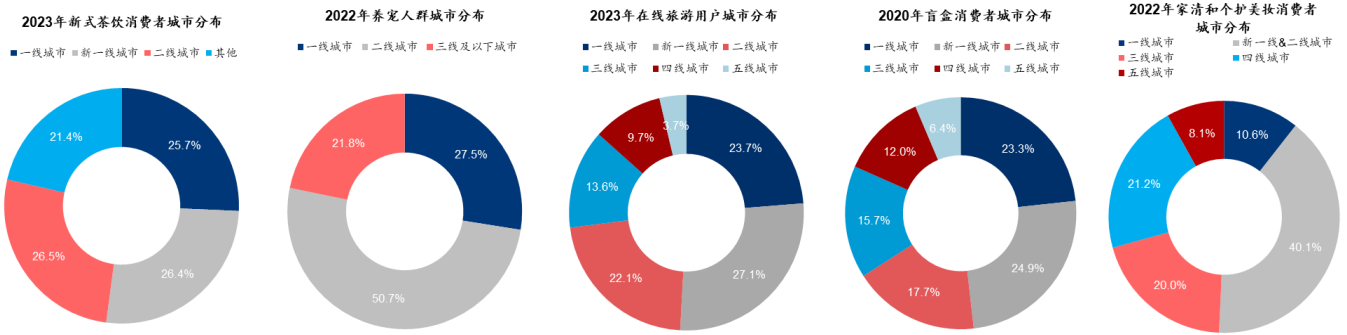
资料来源: 京东大数据, 国家统计局, 华泰研究

**不同城际女性消费特征: 都市白领注重生活品质, 小城中产娱乐需求旺盛**

**都市白领女性: 消费力强, 注重生活品质。** QuestMobile 数据显示, 截止 24 年 1 月, 在二线及以上城市工作的女性白领人群规模在 4290 万左右, 这部分群体收入水平整体较高, 但同时工作强度也普遍较大。猎聘 2024 年 1-2 月的调研数据也显示, 北京/上海/深圳/杭州/广州年薪 20 万以上的高薪女性占比分别为 52.52%/51.46%/41.88%/34.68%/30.79%。

**高学历+高收入水平加持下, 都市白领女性更注重生活品质与悦己情绪满足。** 据艾媒咨询/中国宠物行业白皮书 2022/艾瑞咨询/Mob 研究院等数据, 78.6%的新式茶饮消费者 (2023 年)、78.2%的养宠人群 (2022 年)、72.9%的在线旅游行业用户 (2023 年)、65.9%的盲盒消费人群 (2020 年) 集中于二线及以上城市, 而在家清和个护美妆等领域, 城市间消费差异则不明显, 2022 年二线及以上/三线及以下女性消费者占比分别为 50.7%/49.3%。

图表18：部分“她经济”相关行业的消费者城市层级分布情况



资料来源：艾媒咨询，中国宠物行业白皮书 2022，艾瑞咨询，Mob 研究院，华泰研究

图表19：女性人才分布城市 TOP20 及高薪段女性占比

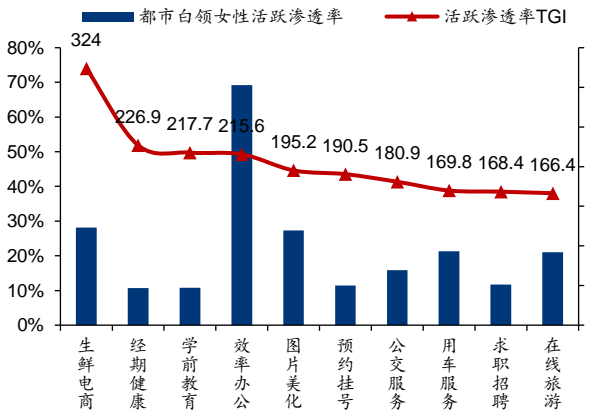
占比排名	城市	城市类型	女性人才占比	年薪				高薪女性占比
				20万-30万	30万-40万	40万-50万	50万以上	
----	整体	----	100%	13.91%	8.09%	3.55%	4.85%	30.4%
No.1	上海	一线	10.46%	21.31%	13.72%	6.67%	9.76%	51.46%
No.2	北京	一线	10.38%	20.41%	14.48%	7.06%	10.57%	52.52%
No.3	深圳	一线	6.44%	18.64%	11.42%	5.13%	6.69%	41.88%
No.4	广州	一线	5.99%	14.69%	8.24%	3.41%	4.45%	30.79%
No.5	成都	新一线	4.26%	10.78%	5.47%	1.97%	2.25%	20.47%
No.6	杭州	新一线	3.83%	16.27%	9.32%	4.00%	5.09%	34.68%
No.7	重庆	新一线	2.98%	8.14%	3.74%	1.25%	1.41%	14.54%
No.8	苏州	新一线	2.51%	14.06%	6.41%	2.30%	2.26%	25.03%
No.9	武汉	新一线	2.43%	11.25%	4.93%	1.62%	1.78%	19.58%
No.10	南京	新一线	2.33%	11.25%	4.93%	1.62%	1.78%	19.58%
No.11	西安	新一线	2.28%	9.67%	4.31%	1.35%	1.49%	16.82%
No.12	天津	新一线	2.15%	11.01%	5.06%	1.93%	2.11%	20.11%
No.13	郑州	新一线	1.76%	8.42%	3.79%	1.20%	1.41%	14.82%
No.14	长沙	新一线	1.71%	9.39%	4.31%	1.40%	1.45%	16.55%
No.15	东莞	新一线	1.34%	9.52%	4.48%	1.67%	1.70%	17.37%
No.16	合肥	新一线	1.28%	9.77%	3.98%	1.41%	1.41%	16.57%
No.17	青岛	新一线	1.27%	9.62%	4.38%	1.55%	1.88%	17.43%
No.18	佛山	二线	1.25%	10.44%	5.09%	1.77%	2.11%	19.41%
No.19	济南	二线	1.13%	8.62%	3.94%	1.29%	1.50%	15.35%
No.20	沈阳	二线	1.00%	9.30%	4.59%	1.58%	1.74%	17.21%

注：本图数据来自 2024 年 1-2 月猎聘的调研统计；  
资料来源：猎聘大数据，华泰研究

**小城中产女性：时间充裕，娱乐需求旺盛。**据 QuestMobile 数据，截至 24 年 1 月，身处四线及以下城市、线上消费能力在 2000 元/年以上的城市女性用户规模约 5335 万人，这些女性消费人群是消费下沉市场的重要目标客群。

**小城生活贴近家人朋友，生活节奏慢，使得小城女性拥有更多的时间聚焦于休闲娱乐。**QuestMobile 数据显示，小城中产女性是拍照修图的高频用户，对醒图/美图秀秀/美颜相机的活跃渗透率 TGI 分别高达 276.9/234.1/206.6(24 年 1 月)；又是新社交平台的忠实拥趸，24 年 1 月对抖音/小红书/快手的使用时长分别达 35.5/33.2/22.1 小时，尤其在抖音的活跃用户规模达到 3600.8 万人，占到总群体的 67.5%。考虑到下沉市场用户客群广泛、消费力有提升潜力，未来小城女性的“她消费”成长空间广阔。

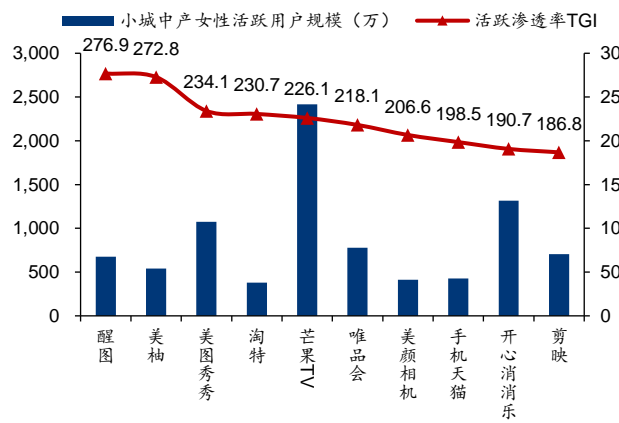
图表20: 都市白领女性互联网细分行业活跃渗透率 TGI TOP10



注: 1、选取 2024 年 1 月都市白领女性活跃渗透率≥10%的行业; 2、活跃渗透率 TGI: 某目标人群启动某个应用分类的月活跃渗透率除以全网该应用分类的月活跃渗透率\*100, 下同。

资料来源: QuestMobile, 华泰研究

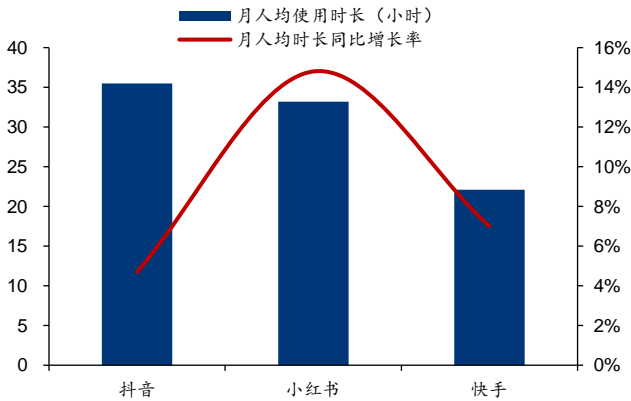
图表21: 小城中产女性活跃渗透率 TGI TOP10 APP



注: 选取 2024 年 1 月小镇中产女性活跃渗透率≥5%的 APP;

资料来源: QuestMobile, 华泰研究

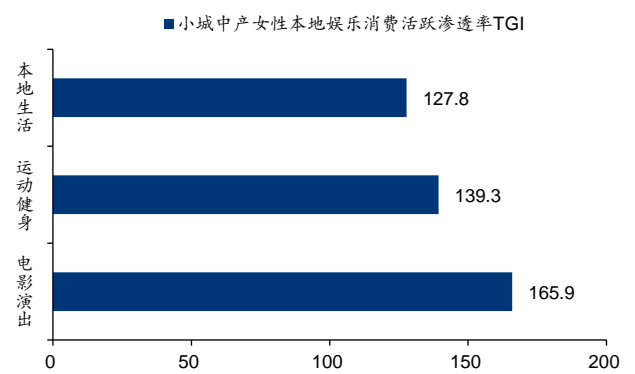
图表22: 小城中产女性典型新媒体平台月人均使用时长



注: 数据统计自 2024 年 1 月

资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表23: 小城中产女性本地娱乐消费活跃渗透率 TGI



注: 数据统计自 2024 年 1 月

资料来源: QuestMobile, 华泰研究

## 洞察“她力量”：女性已成为拉动我国消费增长的主力军

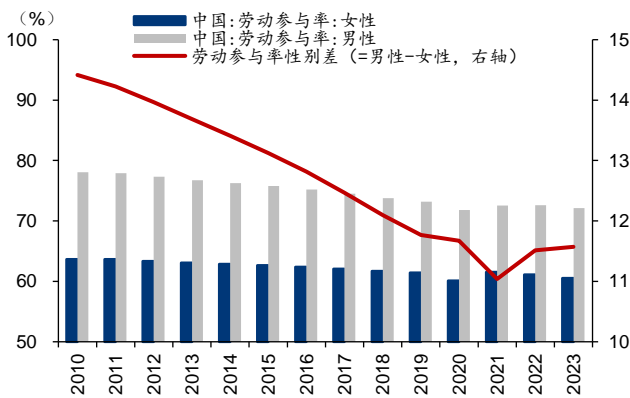
### 女性消费能顶的不止半边天

宏观视角：我国女性劳动参与率 60.54% 高于世界均值，有助于提振个人和家庭收入

我国女性数量庞大，劳动参与率高于世界均值，是推动经济高质量发展的重要力量。我国拥有全球最多的职业女性，就业女性人数占全球女性总就业人数的 24%（国际劳工组织，2023 年），对经济发展贡献度日益提升。据世界银行统计，2023 年我国女性劳动参与率为 60.54%，远超国际平均水平（48.67%），劳动参与率性别差从 2010 年的 14.4pct 缩小至 11.6pct。

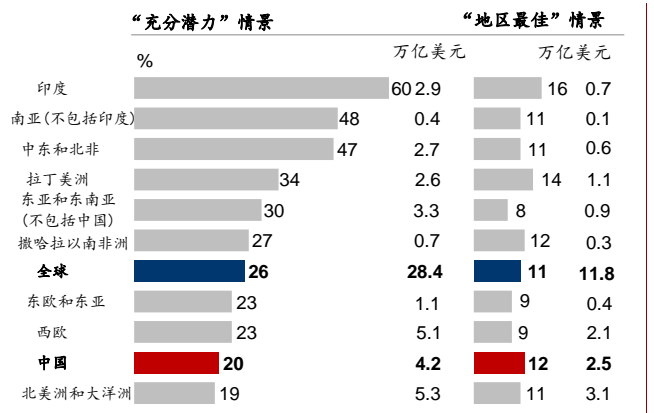
我们认为，女性积极投身经济社会活动不仅能有效提振个人和家庭收入，更有利于促进消费市场繁荣，为经济增长注入长足动力。据麦肯锡预测，我国若能在职场性别平等问题上实现完全平等/达到亚太地区最佳水平，则我国经济增长潜力将有望进一步提升。

图表 24：我国劳动参与率的男女性别对比



注：劳动参与率为 15 岁及以上劳动人口占总人口比重  
资料来源：世界银行，华泰研究

图表 25：全球主要经济体若实现性别平等对 25 年国家 GDP 拉动增量



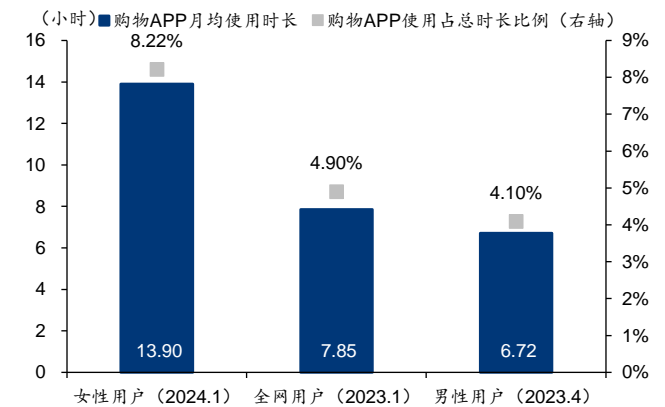
注：充分潜力情景指实现性别完全平等，左起第 2/4 列为测算情况下 GDP 增量  
资料来源：麦肯锡全球研究院预测（2015.9），华泰研究

### 中观视角：女性是消费决策的核心力量，具备更高的边际消费倾向

女性较男性具备更高的消费欲望，生活中的边际消费倾向更高。女性承担较多的收集生活资料角色，社会分工传统使得女性具备较高的边际消费倾向。一方面，女性群体向来是在线购物的活跃人群，据 QuestMobile，女性用户移动购物 APP 月人均使用时长达 13.9 小时 /yoy+38.5%（2024.1 数据），是男性使用时长的 2 倍（6.7 小时）。22 年京东女性用户成交额增速领先男性用户 5.5pct（南财智库《2023 女性消费力洞察报告》），成为引领线上消费增长的主力军。

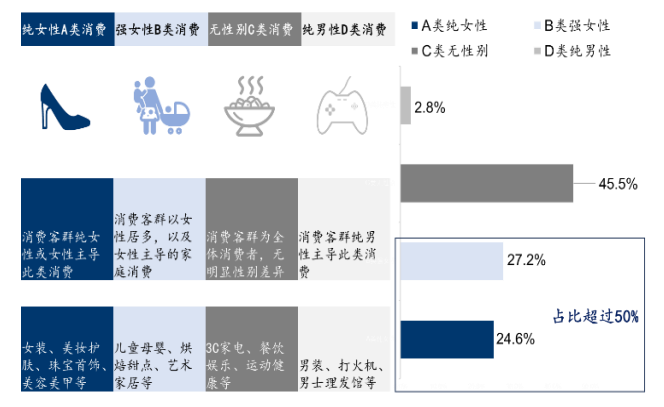
另一方面，线下丰富的女性业态亦从侧面反映出“她消费”对于线下零售商业的重要地位。中国线下实体商业中，纯女性消费/强女性消费占比分别为 24.6%/27.2%，两类总计占比为 51.8%，而纯男性消费占比仅为 2.8%（南财智库《女性消费力洞察报告》，2023.4）。

图表26：移动购物 APP 月均使用时长分性别对比



资料来源：QuestMobile, 华泰研究

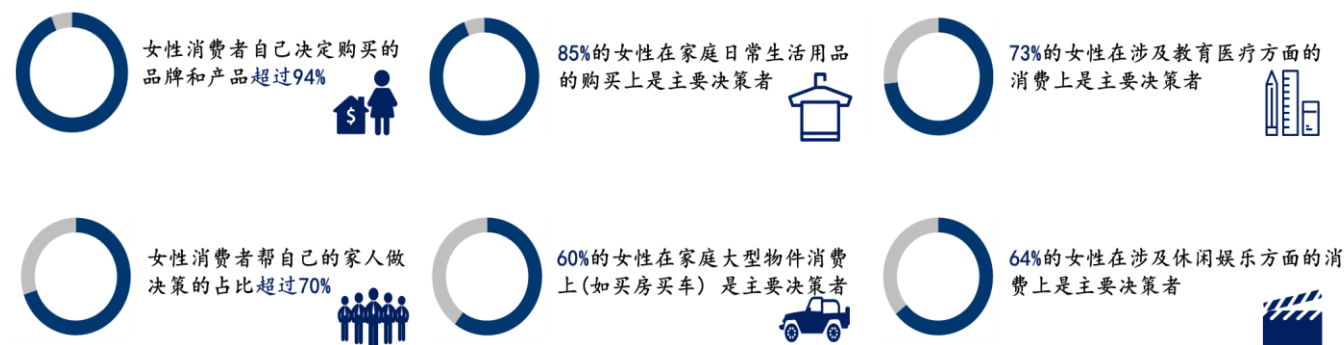
图表27：购物中心女性消费品牌关联度数量占比



注：数据截至 23 年 4 月，样本量 395 个，覆盖 21 个城市，16 个头部开发商  
资料来源：南财智库《女性消费力洞察报告 2023.4》，华泰研究

女性因常需扮演家庭采买主理人角色，对消费决策能施加重大影响。除了女性自身的消费以外，我们也不能忽视女性在家庭消费决策中扮演的重要角色，以及对相关产业强大的拉动效应。因此消费市场的稳步增长，离不开女性群体对于家庭、育儿类消费潜能的进一步释放。据天猫 23 年调研，94%的女性对自购产品和品牌具有自主决策权，逾 70%的女性消费者参与家庭决策。此外，85%/73%/64%/60%的女性是家庭日用品/教育医疗/休闲娱乐/大件消费的主要决策者（数字 100 调研，2023.07）。

图表28：女性在家庭消费决策中具备较大影响力



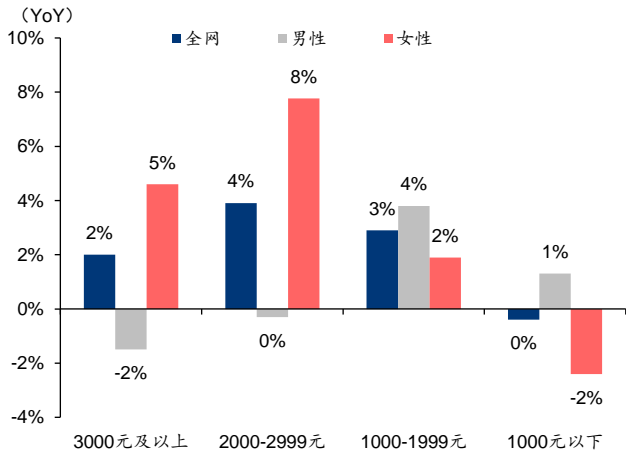
注：左起列 1 来自天猫 2023 消费者生活方式和消费状况调研，其余为数字 100 调研，调研时间为 2023 年 7 月  
资料来源：巨量算数《2023 年中国女性线上消费力趋势报告-洞见“她”力量》，华泰研究

引领变化：女性是消费市场趋势的引领者，有助于预判消费未来趋势

女性具备较高的消费韧性，是支撑全渠道消费复苏的基本盘。过往十多年受益于经济社会发展和消费升级趋势，我国各类新兴消费呈现高速发展，当下正值经济增长动能切换之际，在经济高质量发展的大背景下，培育和发展可持续且稳定的消费需求至关重要。女性群体边际消费倾向高，在理性消费时代下，女性对我国消费复苏的拉动力将更加凸显。2023 年 10 月线上消费能力达到千元以上的女性用户规模同比增长 5%，而男性用户规模同比仅增长 0.7%（QuestMobile）。

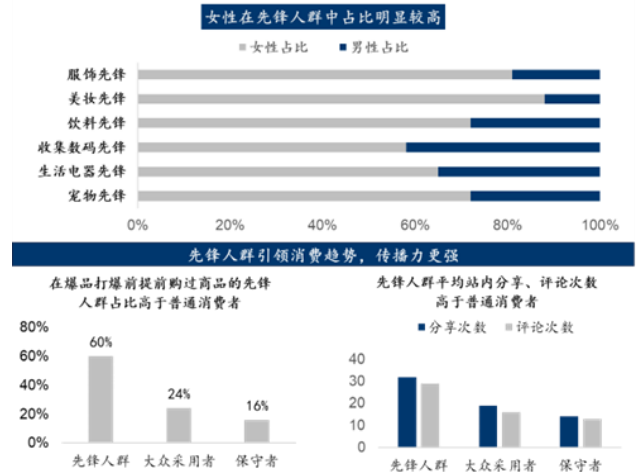
女性是消费市场趋势的引领者和塑造者，捕捉女性主流消费观变化有助于把握消费的结构机会。女性在先锋人群（意见领袖）中占比较高，尤其在美妆、服饰、宠物等女性化消费领域，女性愿意付出较多的时间和资源进行深入研究，并积极推广裂变自我观点，形成前沿趋势，成为潮流发言人。据阿里研究院 2023 年 3 月数据，宠物的先锋人群中女性占比高达 78%。因此我们认为了解女性消费动态和变化，有利于预判我国消费未来趋向，挖掘潜在需求新动能。

图表29：女性与男性的线上消费能力对比（2023年10月）



资料来源：QuestMobile, 华泰研究

图表30：女性先锋人群占比高，常引领消费趋势（2023年3月）

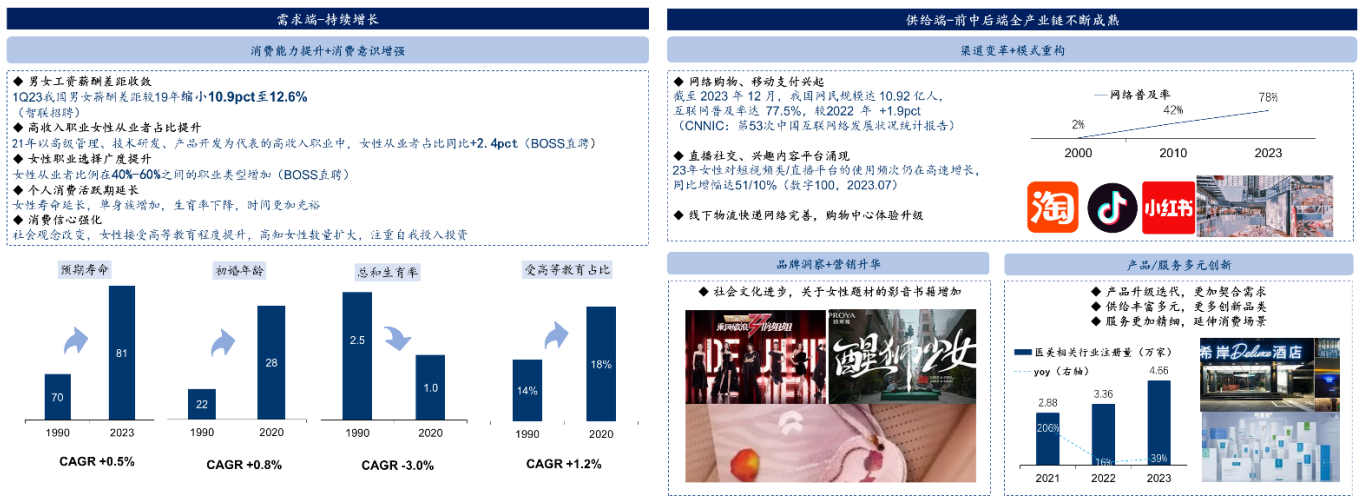


资料来源：阿里研究院《她数字：当代女性生活消费全景观察》，华泰研究

### “她力量”觉醒，三大力量共驱女性消费市场快速崛起

我们认为，女性消费快速崛起的源动力在于“她力量”的觉醒，背后是社会经济、文化发展和女性群体主观努力的共同结果，具体体现在消费能力提升、消费意愿增强、女性消费产业链迭代创新三个维度：

图表31：从需求端和供给端看女性消费市场的快速崛起

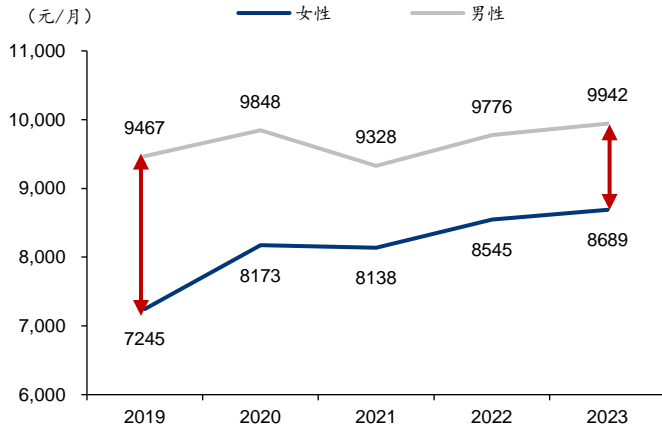


资料来源：智联招聘，Boss 招聘，国家统计局，南财智库《女性消费力洞察报告 2023.4》，企查查，华泰研究

#### 驱动力一：女性消费能力提升

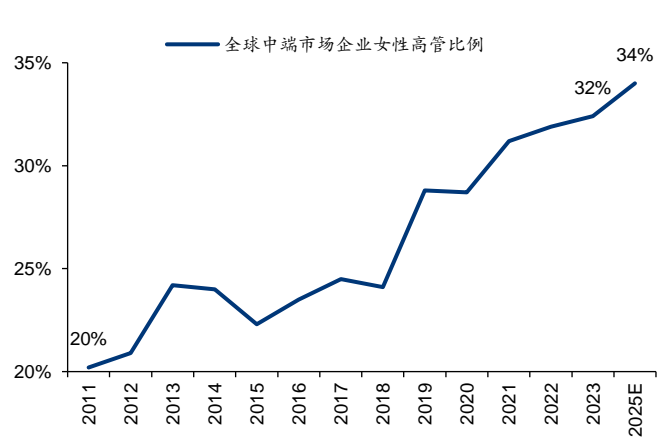
女性与男性的职场收入差距缩小，经济实力的提升为消费力释放奠定了底层基础。经济基础是消费支出决策的前提，当下女性对职业发展具备较高追求，叠加职场环境改善，高收入职业对女性认可度提升，女性工资涨幅较快，男女薪酬差距收敛。据智联招聘，2023年我国职场女性月均收入为8,689元，较2019年增长20% (vs 男性：5%)，男女薪酬差距较2019年缩小10.9pct至12.6%。由于女性消费群体较男性消费群体普遍拥有更高的边际消费倾向，因此男女收入差距缩小不仅利好女性消费的底层财富基础扩容，亦能使得增量的收入转化为消费的比例更高，从而促使整体消费支出边际增长。

图表32：我国男性与女性人均月薪对比



资料来源：智联招聘《2023中国女性职场现状调查报告》，华泰研究

图表33：全球中端市场企业女性高管数量占比



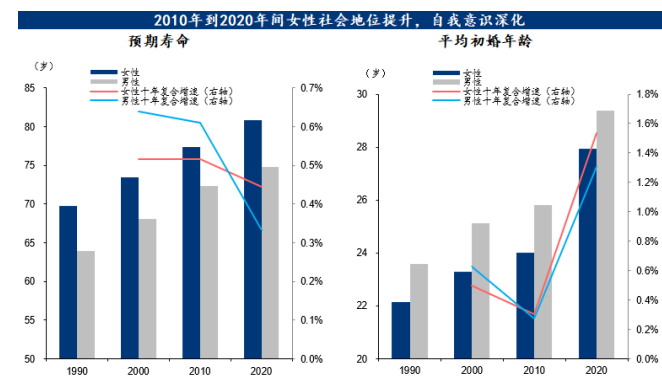
资料来源：致同《2023商业女性调查报告》，华泰研究

### 驱动力二：女性消费意愿增强

当下女性拥有更多消费自由，个人消费活跃周期延长。婚育状况是影响女性消费行为及资源配比的关键要素。据国家统计局，2023年女性预期寿命达81岁（vs 男性：76岁），较1990年延长约11岁；23年国家总和生育率1.02，较1990年下降1.5；2020年女性初婚年龄延后至28岁，较1990年延后近6岁。我国女性寿命延长，更长的单身周期和经济实力提升，推动女性拥有更充裕的时间和经济资源用于改善生活质量，也有助于女性提升消费意愿。

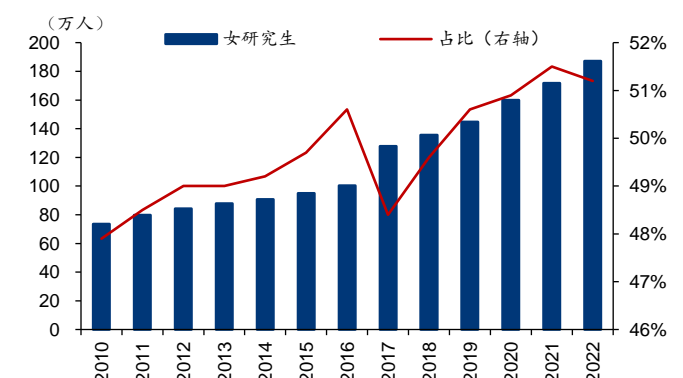
女性接受高等教育机会增加，自我投资型消费意愿提升。受教育程度不仅能有效带领女性走向经济独立，亦潜移默化的影响女性广谱消费观，促进女性自我意识觉醒，增强消费自信。此外，高知女性通常需要更丰富的精神体验，得益于高学历女性占比提升，自我投资型产品和服务亦有望贡献消费成长新增量，拉动女性消费快速崛起。据国家统计局，2019年我国女性各类高等教育（研究生/普通本专科/成人本专科等）在校生比例均反超男性，2022年我国高等教育在校生中女研究生数达187.1万人，占比51.2%。

图表34：男女预期寿命及平均初婚年龄对比



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表35：2010-2022全国研究生在校女生人数及所占比例



资料来源：国家统计局《中国妇女发展纲要（2021—2030年）》，华泰研究

### 驱动力三：女性消费的全产业链迭代创新

我们认为，我国成熟且发达的互联网体系，以及移动支付和物流等基础设施，很大程度上消除了不同城市层级的消费限制，直播和社交媒体的繁荣亦搭建了女性消费者全域打通的交流空间，创新的产品和服务方案与需求的持续增长相辅相成，共同推动我国女性经济产业链不断发展壮大。

**1) 渠道革命+商业模式重构，为新式女性消费增长提供了广阔的土壤。**第一阶段，网购和数字支付普及，快递物流网络的完善，丰富了渠道触点，大幅提高了购物便捷度，相应带动女性消费频次显著提升。早在2018年我国女性已形成高频网购习惯，据尼尔森咨询2018年调查数据显示，女性平均每月网购7.2次，75%的女性每周都会进行网购。第二阶段，直播种草、社交电商打破了传统电商的销售壁垒，重构“人、货、场”模式，以高互动性、渠道与营销融合、灵活定制化的运营方式更加精准满足当下女性消费心理，实现了女性从潜在购买力到实际消费的快速有效裂变。据艾媒咨询（2022.3），中国种草经济受众以女性为主，占比达67.6%，2023年女性对短视频类/直播平台的使用频次仍在高速增长，同比增幅达51/10%（数字100，2023.07）。

**2) 品类拓宽+产品升级+服务精细化，以高质量供给创造有效需求。**企业对女性消费日渐重视，依托国内强大的制造业能力，越来越多企业不断提升、创新产品的美学价值和实用功能，以供给侧的有效迭代带动女性消费金额提升。此外，中国女性高管比例由22年的32.3%增至23年的35.4%（致同《2023商业女性调查报告》）。伴随女性管理层占比提升，“她力量”参与企业治理，更多洞察真实需求的新服务和品类得到开发，有效激发了需求新增量。例如，首个针对女性市场开发的酒店品牌希岸创始人即为女性，截至23年期末，希岸品牌门店数已达616家，赋能锦江在特色化中高端酒店市场占据一席之地。珀莱雅《醒狮少女》《女帅男兵》等女性节日主题宣传片出圈，带动珀莱雅23年妇女节销售额同比实现40%增长。

### 女性消费的行为特点：女性消费偏好全景图

女性消费的行为特点观察：

**行为特点一：横向对比，女性消费的感性思维特色鲜明，同时擅长精打细算，兼具理性。**

因为性别属性以及约定俗成的社会分工、价值认同等方面差异，男女消费表现出各自鲜明的特色。例如，女性生来爱美，思维偏向感性直觉——具备敏锐的观察力、丰富的想象力、关注人际交往、强调情感共鸣。这些标签塑造了**女性注重颜值、追赶潮流、注重设计感和仪式感、热爱分享、关注体验等五大行为特色**，也相应映射在女性主要消费品类上。据后浪研究所（2024.1），23年女性消费支出TOP5品类分别为服装、护肤、零食、美妆、健身，月入2万以上女性最愿意花钱的爱好TOP5为旅游、宠物、健身、咖啡/酒和穿搭。

另外，女性长期扮演家庭采买主理人等角色，使得女性在采买上积累了丰富经验，展现出理性的一面。相比于男性，**女性消费决策周期更长，偏好做足攻略，甄别品质和细节后再行动**。就线上购物影响因素而言，女性对品质、评价、运费险的关切度明显高于男性，据后浪研究所调研（2024.1），分别有70.1%/32.3%/12.9%的女性受访者提及对上述三因素的关注。

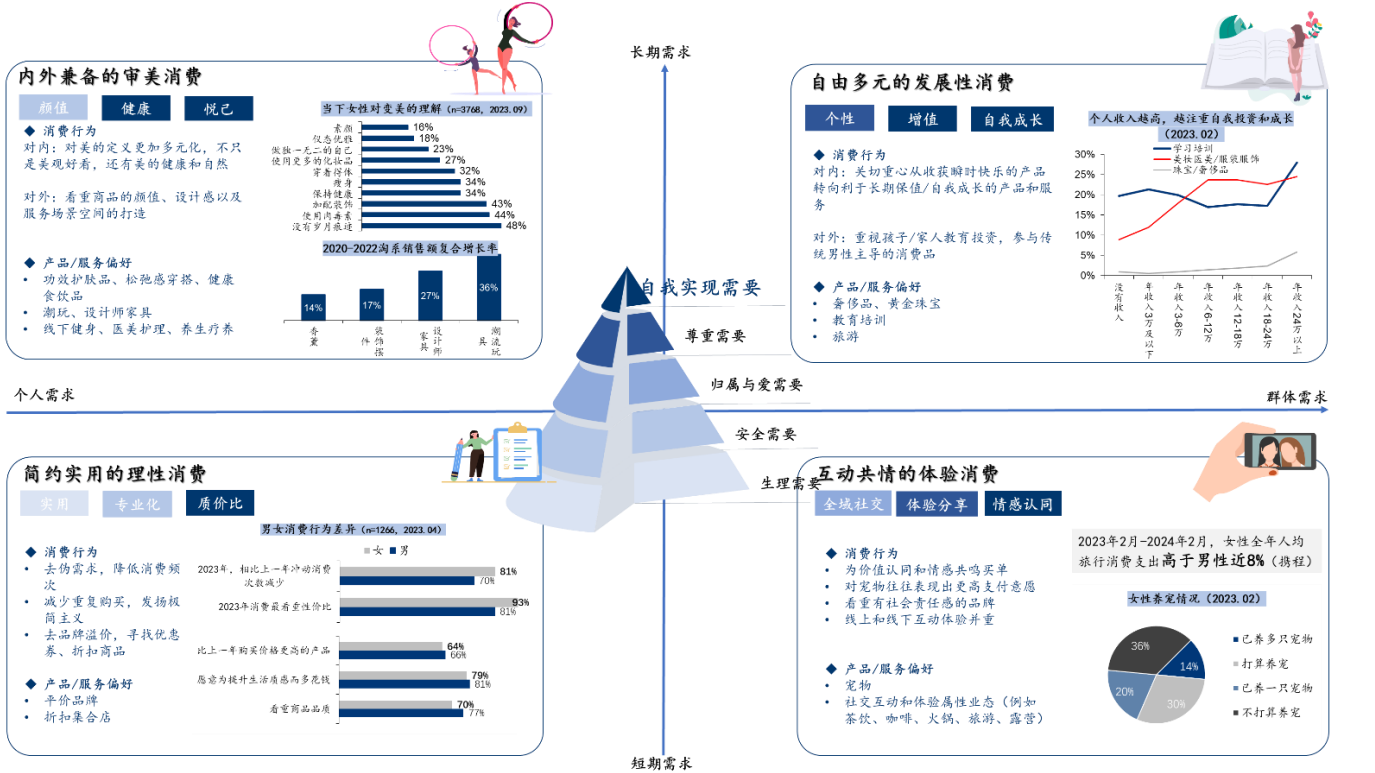
**线上渠道更受青睐，偏好设计感品牌。**渠道角度，女性线上消费频率更高。据数字100调研（2023.07），频繁线上消费的女性受访者占比20%，而频繁线下门店消费占比仅为5%，49%女性受访者表示与过去相比线上购物频次增加。品牌角度，因为女性更看重细节和设计感，对小众品牌接受度相对高于男性。

**行为特点二：纵向来看，从物质满足转向精神充实，女性消费内涵和外延不断丰富。**伴随女性社会地位和经济能力日益提升，当下女性对消费本身的定义不再局限于基本物质需求满足，而是随着马斯洛需求模型不断演进，我们认为当下女性消费正以商品为链接点，多方位彰显个性和审美偏好，来获得情绪满足和社群认同。

女性消费的产品与服务偏好分析：

不同代际、不同城际女性的行为特点和产品/服务偏好尽管各有不同，但共同展示着女性自我意识崛起的消费观，并将持续影响我国消费市场的未来发展趋势，我们将女性基于不同消费行为下的产品及服务选择偏好，划分为以下四大类：**内外兼备的审美消费、互动共情的体验消费、自由多元的发展消费、简约实用的理性消费。**

图表36：女性消费行为特征和对应消费产品/服务偏好概览



注：左上图1数据来自 AARP(2023.09)，图2来自阿里研究院（2023.3）；左下图1数据来自 Morketing 研究院（2023.8）；右上/下图数据来自中国妇女报（2023.2）  
资料来源：AARP，阿里研究院，Morketing 研究院，华泰研究

**产品及服务偏好一：内外兼备的审美消费：**颜值经济是女性消费市场的热点，我们认为，受益于审美进阶，现阶段女性对美的定义更加多元化，不止外表好看，同时兼顾品质和健康。一方面，就自身“美丽支出”而言，当下消费者呈现“内外并重、妆养合一”的特征，强调自我舒适和健康，相应对**功效护肤品、松弛感穿搭、健康食（饮）品、线下健身疗养**等产品和业态更加青睐。据 CBNDdata 调研（2024.2），58%的女性消费者偏向精细化护肤，58%消费者选择购买保健品强化健康，69.3%的女性消费者表示会通过运动健身方式来改善健康状况。女性消费者明显较男性更关注脂肪、热量、添加剂等饮食健康要素（Morketing 研究院，2023.8）。

另一方面，**审美消费不同于颜值经济**，当下女性丰富的知识储备和鉴赏力正催生出更多美学消费场景和产品，范围向大家居、潮玩和线下消费空间延伸。据阿里研究院（2023.3），20-22 年设计师家具/潮玩淘系消费金额复合增速达+27/+36%。据其官网，霸王茶姬凭借耳目一新的国风美学品牌形象，实现 17-22 年单店平均销售额 CAGR 逾 50%的高增长。

**产品及服务偏好二：互动共情的体验消费：**女性消费者分享欲更强，消费行为与其社交圈更紧密，并愿意成为 KOL，引领消费趋势，为价值认同和情感共鸣买单。86%的女性消费决策受家人/朋友推荐而推进（Morketing 研究院，2023.8），77%的女性消费者会主动推荐自己喜欢的产品（阿里研究院，2023.3），58.9%的女性拥有消费社交搭子，男性该比例仅 37%（DT 研究院，2023.4）。因此，我们认为，**强线下社交互动和体验属性的业态（例如茶饮、咖啡、火锅、旅游、露营等）**女性受众数量或高于男性。

人与人链接互动之外，女性的共情能力还体现在与动物、与自然环境之间。女性宠物主对宠物往往表现出更高的支付意愿。据亚宠研究院，女性宠物主人均消费额是均值的3倍。此外，66%的女性消费者认为“有社会责任感”会提升其对品牌的忠诚度，94%的女性认同支持环境保护企业（Marketing 研究院，2023.8）。

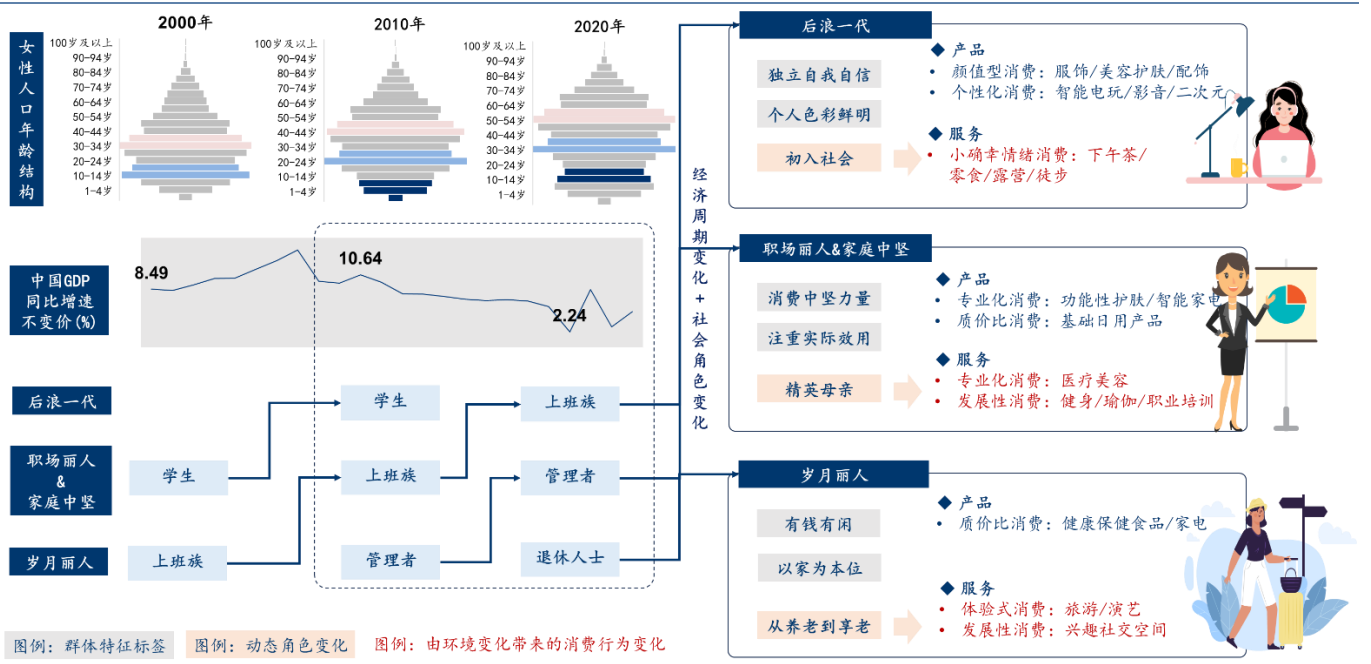
**产品及服务偏好三：自由多元的发展性消费：**女性消费边界持续拓宽，对消费品偏好亦不断迭代。悦己消费层面，消费者关切重心从收获瞬时快乐的产品转向利于长期保值/自我成长的产品和服务（奢侈品/学习培训）。据中国妇女杂志（2023.2），随着收入增长，女性学习培训类支出占比持续提升。家庭消费层面，涉及孩子教育投资的消费品仍占据女性发展性消费规划的半壁江山（53.5%），伴随女性在家庭和社会中地位提升，女性对车/房等传统男性主导消费产品的参与度也有所提高（中国妇女杂志，2023.2）。

**产品及服务偏好四：简约实用的性价比消费：**放眼长期，女性消费者对美好生活的追求和向往是大趋势，但特定短周期内，由于女性消费观等特点，叠加中国女性群体收入和就业稳定性与男性仍有差距，或阶段性呈现谨慎理性消费的特征。据 Marketing 研究院，女性消费者在 2023 年显然变得更加冷静，不再轻易为伪需求和冲动消费买单，更加注重性价比。CBNData 调研（2024.2）同样显示，44%的女性消费者更加理性，只选择适合自己的产品。基于以上影响，我们认为兼具性价比和体验的线下折扣集合店或成为女性消费群体的新阵地。

**静态与动态视角：女性消费偏好并非一成不变，呈现出明显的代际差异化特征**

女性消费行为随其社会角色变化而改变，同一类型需求，不同代际人群展现出来的消费偏好亦有所差异。如前文所述，在 4.68 亿女性消费群体中（15-65 岁，统计局数据，2022 年），后浪一代（15-25 岁）/职场丽人（25-35 岁）/家庭中坚（35-45 岁）/岁月丽人（45-65 岁）人口数分别约 0.70/0.94/0.99/2.04 亿人，分别占到总群体的 14.9%/20.2%/21.2%/43.7%，合计占到女性总人口的 67.8%，占到总人口的 33.1%，上述几大群体是引领女性消费的主力军。关于这几类不同代际女性群体的消费行为偏好及变化，可详见本文数说“她经济”章节的相关内容。

图表 37：不同年龄段女性的消费行为特征和对应消费产品/服务偏好概览



资料来源：国家统计局，仲量联行《女性消费力洞察报告 2024》，华泰研究

## 掘金“她趋势”：女性消费趋势及受益行业

### “她经济”的消费发展趋势分析

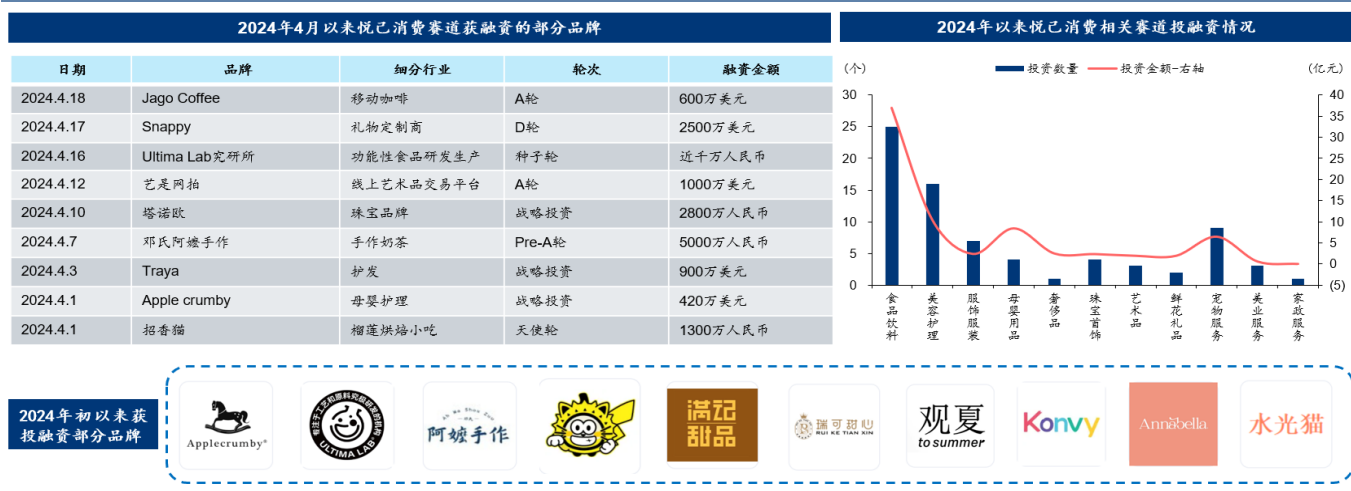
研究“她经济”的消费发展趋势，对我们分析我国消费市场的未来变化，以及寻找消费领域的结构性投资机会，具有重要的指导意义。展望未来，我们认为我国女性消费有望呈现以下五个方面的趋势：

#### 关注“她情绪”：悦己消费占比提升，对消费品追求情绪价值和品质满足

“我喜欢，我愿意，我需要”正成为女性消费者重要消费决策因素，情绪价值或主导女性消费。根据马斯洛需求层次理论，人类需求从底部到顶部分别为生理需求（食物、衣服等），安全需求（住所、工作保障等），归属需求（友谊、爱情等），尊重和自我实现。在生理和安全两个关乎生存的需求得到满足后，当代女性倾向追求更高层次的归属、尊重、自我实现等精神层面的满足，期待通过被满足精细需求获得更舒适、便捷的生活。近年来女性“宠爱自己”、“自我投资”等概念的流行，使得越来越多的女性转向追求消费过程中的情绪价值和品质满足。

女性消费已从单纯的“需要”，转向“想要”，未来女性悦己消费占比有望持续提升。近年来，能提供情绪价值和品质消费品的悦己型消费快速成长，并受到资本市场持续关注。根据it桔子，今年截至2024年4月20日，美容护理/服饰服装/母婴用品/珠宝首饰/宠物服务等女性相关细分赛道持续火热，接受投资数量分别有16/7/4/4/9个，投资金额分别为10.46/2.39/8.44/2.35/6.47亿元人民币。

图表38：2024年以来，悦己消费中的情绪价值类消费受到资本市场持续关注



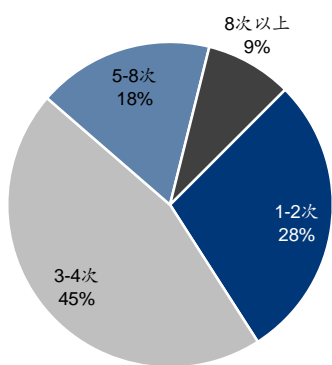
注：数据截至 2024/4/20  
资料来源：it 桔子，华泰研究

#### 重视“她体验”：女性更愿意为体验买单，服务型/体验型消费快速兴起

女性相较于男性更重视体验感，因此女性消费者对旅游、餐饮、美容 SPA 等服务型/体验型消费的支持意愿更高。据携程发布的《2024 女性旅行消费洞察报告》，2023 年 2 月 20 日-2024 年 2 月 20 日，女性全年人均旅行消费支出高于男性近 8%，且女性用户旅行次数在 3-4 次的人数占比达 45.4%。分年龄段看，20-35 岁/36-50 岁/50 岁以上女性人群订单数量分别同比+99.9%/+166.3%/+205.6%，中老年女性订单数量上涨速度超过年轻人，中老年女性消费者的旅游需求正在加速释放。

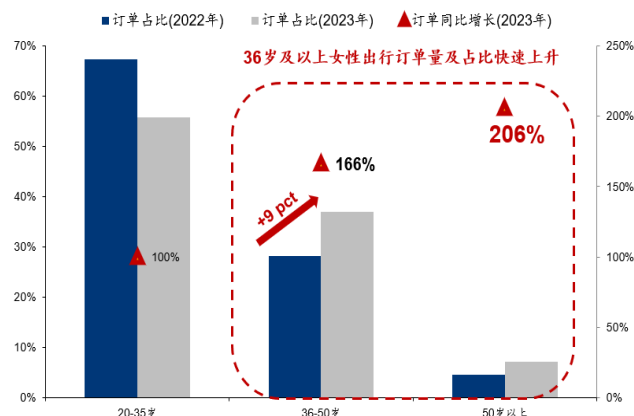
此外，近年来以美容 spa、美甲美睫和女性瑜伽健身等为代表的服务型消费产业，也随着“她体验”的流行而快速兴起。据全联美容化妆品业商会发布的《2023 中国美睫产业白皮书》，2022 年全国美甲美睫店铺大约达 120 万家，开店率达 33.7%，增长驱动力主要来自年轻女性消费群体。近年来我们还看到越来越多的商场，通过快闪店、集合店，以及多元化的消费场景、专为女性预留的硬件服务空间和设施等，提升消费体验进而拉动女性消费。

图表39：女性用户出行次数区间分布（2023.2.20-2024.2.20）



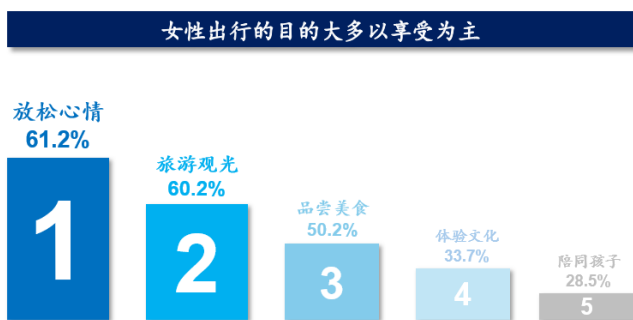
资料来源：携程《2024 女性旅行消费洞察报告》，华泰研究

图表40：各年龄段女性的出行订单占比及同比增速



资料来源：携程《2024 女性旅行消费洞察报告》，华泰研究

图表41：女性出行的目的大多以享受为主（2023.2.20-2024.2.20）



资料来源：携程《2024 女性旅行消费洞察报告》，华泰研究

图表42：越来越多商场关注女性消费者的情绪体验



资料来源：观澜新闻，新商网，华泰研究

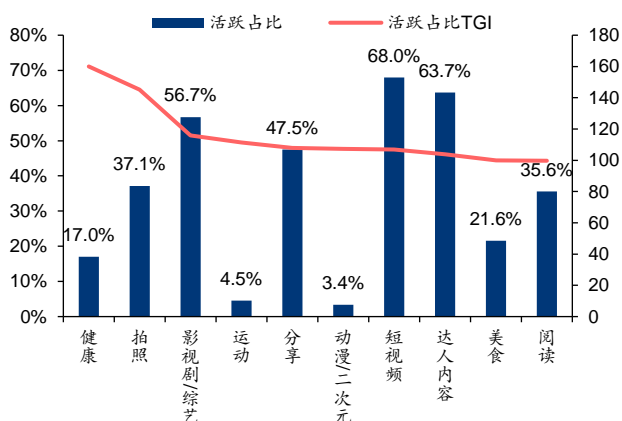
构建“她文化”：社群分享文化兴起，“种草”消费/社交电商占比提升

多元兴趣偏好衍生的不同消费需求，使得女性消费者群体更加圈层化，她们在线上消费时会更倾向于表达社群分享文化。在此背景下，越来越多的女性从传统电商平台转向抖音、小红书等新兴直播/内容平台，希望通过“种草”、“拔草”新产品，分享交流购物心得等，在社群中得到社交归属感。

据 QuestMobile 数据，女性用户活跃度在短视频/达人内容/分享等具有较强交互沟通属性的板块均居前列，活跃占比分别为 68.0%/63.7%/47.5%（2024.01）。根据《小红书电商年度榜单 2023》，文玩手工艺/时尚潮流/母婴文教/家居家具/美食健康/美妆个护类的 GMV 分别同比+870%/+380%/+360%/+300%/+210%/+120%。

社群分享文化对女性消费者在潮流产品、国货品牌、电商/直播等方面，会起到正向循环、促进消费等重要作用。我们以传统与现代结合的“新中式”风潮为例，女性消费者在内容社交平台上被“种草”，购买产品尝试后，会倾向于回到平台分享并反向“种草”其他消费者。据千瓜数据，2023 年小红书平台“新中式”相关笔记声量同比增长超 390%，互动总量增长超 188%。根据抖音发布的《2024 抖音电商女性消费趋势数据报告》，2023 年马面裙的订单量同比+841%，汉服/宋锦外套/香云纱服饰的订单量分别同比+336%/+225%/+112%。

图表43：2024年1月移动互联网女性用户兴趣偏好



注：活跃占比 TGI=目标人群某个标签属性的月活跃占比/全网具有该标签属性的月活跃占比\*100

资料来源：QuestMobile，华泰研究

图表44：2023年小红书电商平台订单迎来亮眼增长



资料来源：《小红书电商年度榜单2023》，华泰研究

图表45：2023年小红书上新中式笔记迅速增长



资料来源：千瓜数据，华泰研究

图表46：2023年抖音电商新中式穿搭订单量迅速增长



资料来源：抖音，华泰研究

觉醒“她思维”：理性消费风潮下，平价高质类产品日趋流行

近年来受经济社会大环境影响，消费者更偏向理性消费，注重产品的功能性和性价比。据国家统计局数据，2019年以来居民储蓄率呈现波动式抬升趋势，2023年虽同比略微回落但仍处过去十年间较高位置，居民储蓄意愿较高。此外，2022年以来消费者信心指数持续位于低位，消费者在做出消费决策时往往更偏理性。

更偏理性的消费趋势，也使得女性消费者寻求“货比三家”，选择平价高质的产品。如在护肤赛道，国货品牌凭借硬核的成分、较高的性价比正收获越来越多女性消费者的心，份额快速成长。据炼丹炉大数据，2023年美容护肤/美体/精油行业销售额TOP20中国货品牌已占据5席，其中珀莱雅/薇诺娜已分别位居第三/第十。另据拼多多财报，2023年拼多多营收为2476亿元，同比+90%，其中女性用户占比超过70%。

图表47：我国消费者信心指数



资料来源：Wind，国家统计局，华泰研究

图表48：2023年美容护肤/医美/精油行业销售额TOP20品牌排名

排名	品牌	是否国货	排名	品牌	是否国货
1	兰蔻	否	11	娇韵诗	否
2	欧莱雅	否	12	资生堂	否
3	珀莱雅	是	13	科颜氏	否
4	雅诗兰黛	否	14	娇兰	否
5	海蓝之谜	否	15	自然堂	是
6	玉兰油	否	16	理肤泉	否
7	赫莲娜	否	17	后	否
8	Skii	否	18	可复美	是
9	修丽可	否	19	至本	是
10	薇诺娜	是	20	cpb	否

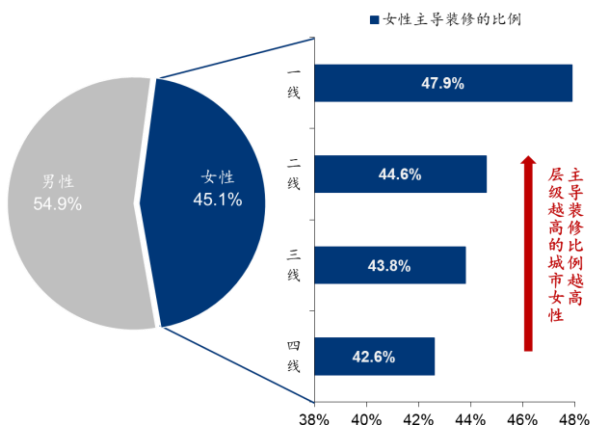
资料来源：炼丹炉大数据，华泰研究

**挖掘“她家庭”：女性家庭消费话语权提升，产品消费更加多元**

女性因常需扮演家庭采买主理人角色，因此对家庭消费品的购买决策也会施加重要影响。据国家统计局数据，2023年中国城镇居民家庭人均可支配收入达51821元，同比+5.15%，波士顿发布的调查数据显示，中国女性主导了约62%的家庭消费（2019），另据数字100调研数据（2023.07），85%/73%/64%/60%的女性是家庭日用品/教育医疗/休闲娱乐/大件消费的主要决策者。

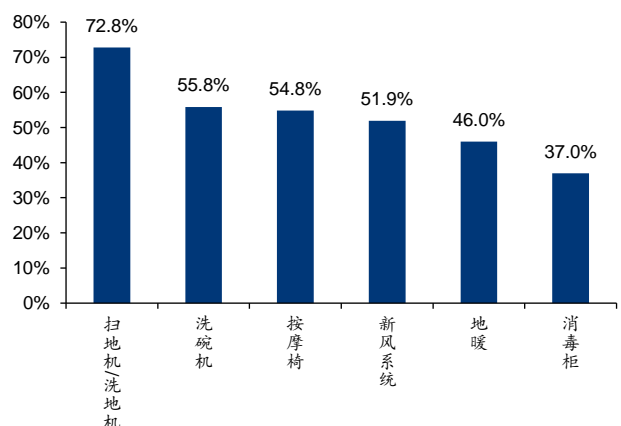
同时女性在家庭消费中参与决策的产品种类也日趋多元化，除了传统的日用百货、生活用品之外，像家装、家电、家具等通常男性消费决策占比高的领域，女性的决策主导比例也在提升。据土巴兔大数据研究院2020年发布的《后疫情时代家庭装修报告》，2020年女性主导装修的比例已达45.1%，且越发达的城市，女性操办装修的比例越高，其中一线城市装修做决策的男女比例接近1:1，四线城市相差幅度超过15%。另据58同城、安居客2023年发布《2023年女性置业调查报告》，扫地机/洗地机和洗碗机位列女性认为能提高居家舒适度的家具家电前两名，选择扫地机/洗地机的受访女性占比72.8%，选择了洗碗机的受访女性占比55.8%。

图表49：2020年女性主导装修的比例已达45.1%



资料来源：土巴兔大数据研究院《后疫情时代家庭装修报告》，华泰研究

图表50：女性认为能提高生活品质的家具家电产品



资料来源：58同城&安居客《2023年女性置业调查报告》，华泰研究

## 案例分析：从国货美妆崛起看女性消费趋势变化

### 一、消费决策：社媒平台的种草力量

小红书、抖音等社媒平台已成为消费者获取美妆内容的重要渠道，也是国货美妆品牌培养品牌心智的重要阵地。真实用户的分享助推国货美妆品牌洞察消费趋势、触达消费群体、沉淀品牌心智，据小红书统计，超过81%的用户在APP上浏览产品后产生购买欲望。2023年，以“国货”为关键词的长效热点内容在抖音平台的搜索量同比增长252%。美妆行业的珀莱雅和可复美品牌，均是积极利用社媒平台，实现了从大单品到大单品矩阵的科学种草。

图表51：小红书热门美妆趋势



资料来源：中国日报网（2023.7.6），小红书，华泰研究

图表52：珀莱雅在小红书：从大单品到大单品矩阵的科学种草



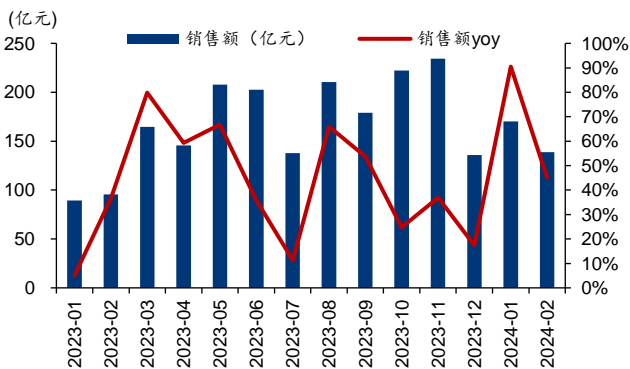
资料来源：中国日报网（2023.7.6），小红书，华泰研究

### 二、购买渠道：从货架电商到社交/内容电商

传统货架电商增长承压、社交/内容电商成为线上渗透率持续提升的主力驱动。当前我国美妆线上渗透率已达较高水平（2022年42.3%，欧睿）。2023年传统货架电商淘系平台护肤+彩妆品类产品GMV总额达2401.8亿元/yoy-10.39%；对比之下，内容电商为主的抖音2023年护肤+彩妆品类GMV为2025.2亿元/yoy+40.27%，GMV体量已达到淘系的84.32%。

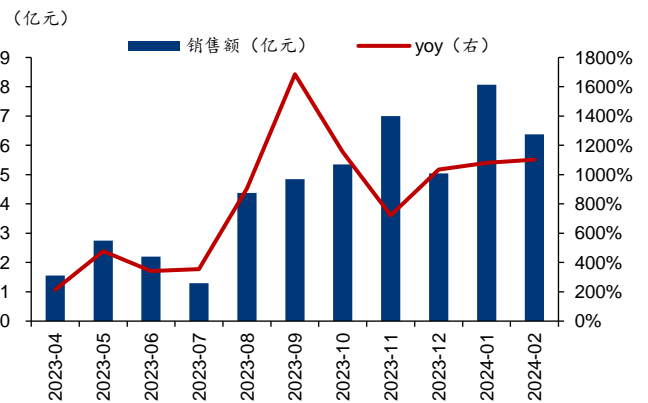
抖音庞大的用户基数带来更加细分化的市场机遇，一些国货美妆龙头如韩束等，正通过捕捉内容趋势、寻找产品与内容结合点、吸引目标人群、完成精准导流，实现生意高速增长。

图表53：抖音“彩妆+护肤”产品月度销售额及增速



资料来源：魔镜数据，华泰研究

图表54：韩束抖音销售额快速增长



资料来源：魔镜数据，华泰研究

### 三、品牌意识：从平价高质的大牌平替到国货认同

国货美妆产品力升级、质价比彰显，从me too到me better。资本红利、人才红利、渠道红利、供应链红利为国妆品牌带来全新理念和资源整合机遇，伴随着产业链实力全面进步，国货美妆在功效原料、应用配方、包装审美、文案设计等方面全面提升，向消费者提供更多可媲美外资大牌的“好用不贵”的高质量产品，国货美妆份额提升、消费者国货认同增强。

在抗衰、修复、防晒等领域，珀莱雅红宝石精华、薇诺娜保湿特护霜、可复美次抛精华、润百颜屏障修护系列等产品功效突出、质价比凸显，日益受消费者青睐。

图表55：国货、外资含修复类代表性产品对比

品牌	产品	外观	主要功效成分	其他成分	功效	价格	单价
薇诺娜	舒敏保湿特护霜		马齿苋提取物	青刺果油、β-葡聚糖等	修复 保湿	268 元/50g	5.36 元/g
国产品牌	韩束 蓝蛮腰		马齿苋提取物	乙酰基六肽-8, 蛇毒肽	舒缓 紧致 保湿	100 元/50ml	2.00 元/ml
可复美	次抛精华液		重组胶原蛋白 羟基积雪草甙	透明质酸钠等	紧致 抗氧 修复	419 元/45ml	9.31 元/ml
赫莲娜	黑绷带面霜		30%玻色因	羟丙基四氢吡喃三醇、丙二醇组等	抗皱 修复 紧致	3880 元/50ml	77.6 元/ml
兰蔻	菁纯面霜		玻色因	玫瑰凝萃、白池花籽油	抗氧 抗皱 修复	2680 元/60ml	44.67 元/ml
外资品牌	海蓝之谜 经典型精华面霜		藻提取物	甜扁桃、向日葵籽饼、乙酰基六肽-8	抗皱 修复 紧致	2850 元/60ml	47.5 元/ml
科颜氏	积雪草修复霜		羟基积雪草甙	泛醇(维生素原B5)	修复 舒缓 滋润	394 元/50ml	7.88 元/ml

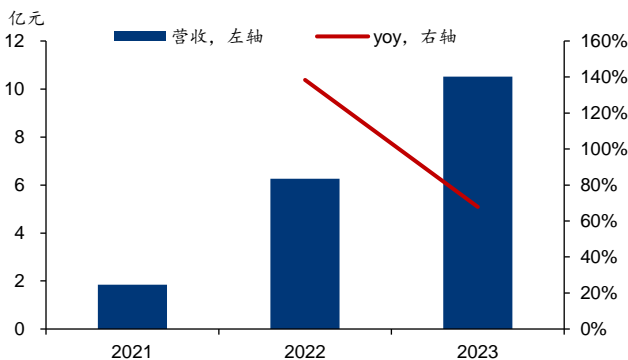
资料来源：公司官网，淘宝官方旗舰店，华泰研究

#### 四、护肤观念：功效进阶，拥抱科技

**轻医美：功效护肤的再进阶。**大部分轻医美项目（注射填充、能量源仪器等）是普通功效护肤手段难以解决皮肤问题的深层次应对方式，同属于皮肤管理范畴。消费者经过功效护肤市场的教育后，对于皮肤科学的认知更为成熟，对于轻医美的作用机制更易理解，接受度持续提升。

伴随着优质合规的国货产品扩容，医美产品在演绎进口替代。过往在注射填充、能量源仪器等领域，外资品牌乔雅登/瑞蓝/伊婉等欧美及韩国品牌占据主导。近年来爱美客旗下嗨体系列/濡白天使、锦波生物旗下薇旎美、华东医药旗下少女针接连获批，并伴随渠道渗透快速增长，消费者对国货的认可度持续增强。

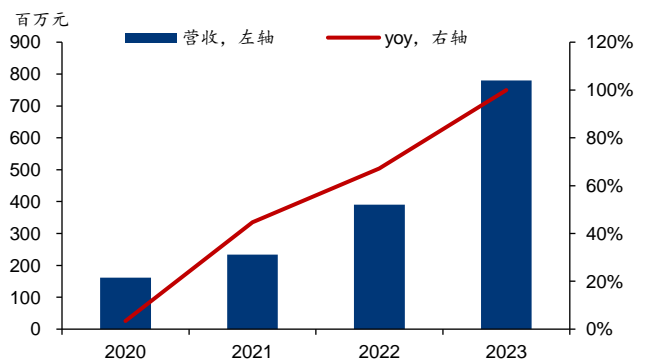
图表56：华东医药旗下“少女针”21年获批以来营收快速增长



注：营收口径为华东医药国内医美全资子公司、少女针销售主体欣可丽美学营收规模；

资料来源：公司公告，华泰研究

图表57：得益于薇旎美放量，锦波生物21年以来营收加速增长



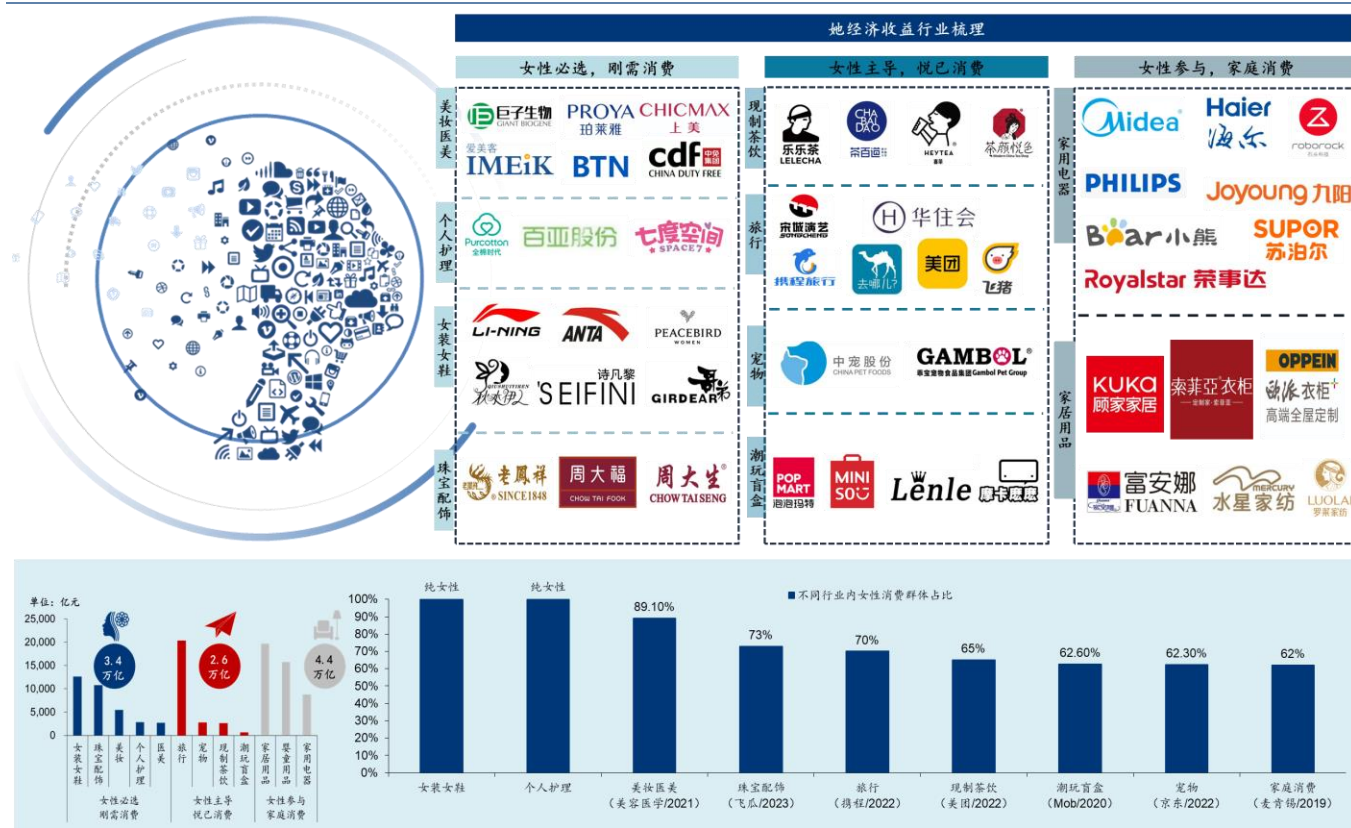
资料来源：公司公告，华泰研究

### “她经济”受益行业梳理

我国“她经济”作为一个涉及 4.68 亿（15-65 岁女性）消费群体，同时市场规模超过 10 万亿人民币的庞大消费市场，横跨美妆医美、女装个护、宠物、黄金珠宝、母婴用品、旅游餐饮、食品饮料、家居家电等众多细分行业。因此研究女性消费者的消费特点和发展趋势，对于我们把握在经济高质量发展背景下的消费行业结构性投资机会，具有重要的指导意义。

从人口结构和女性消费发展趋势等角度分析，未来“她经济”的有些行业将会蓬勃发展，但也有些行业/公司，会受女性消费观念变化以及人口出生率下降等因素影响，将面临增长压力。为了更清晰的分析“她经济”的受益行业及公司，我们根据产品属性和女性消费占比，将相关产业分成三大类别：**女性必选，刚需消费**；**女性主导，悦己消费**；**女性参与，家庭消费**。

图表58：女性消费崛起下受益行业一览



资料来源：南财智库，华泰研究

#### 受益行业：

##### 一、女性必选，刚需消费

“她经济”中具备较强刚需属性的女性必选消费品，有望持续受益我国女性消费市场的不断扩张，主要受益的行业有：

**1) 美妆医美：**在颜值经济持续高景气度下，美妆医美行业已然成为女性消费刚需，是“她经济”最重要的品类之一，如前文分析，美妆护肤产品是 45 岁以下女性的最大消费品类，同时近年来国货美妆公司也不断升级创新护肤产品，涌现出一批优秀的国货美妆龙头，市场份额持续提升；医美赛道更是女性消费占主导，据中国美容医学杂志官方公众号，2021 年女性消费群体占到医美人群的 89.1%；

**2) 女装个护：**女装及卫生巾等个护类产品是典型的纯女性消费，市场规模发展成熟，未来能够聚焦平价高质、提升舒适度、侧重功能性升级的国产品牌，有望持续崛起；

3) **黄金珠宝**：黄金珠宝具备悦己消费与保值双重属性，作为日常穿搭的一环逐步成为女性标配，据飞瓜数据，2023年我国珠宝消费中女性消费占比73%，若考虑男性礼赠，则女性消费者实际占比会更高。

## 二、女性主导，悦己消费

伴随女性悦己需求提升，对服务型及体验型消费意愿增强，女性已悄然成为诸多“新经济”消费赛道的主导力量，主要受益行业有：

1) **旅游餐饮**：据DAXUE咨询与携程数据，约70%的旅行决定由女性作出（2022年），女性在旅行上的总支出比男性多33%，是庞大旅游市场的消费主力军；

2) **现制茶饮**：现制茶饮兴起以来的品牌格局虽经历深刻变化，但女性消费者始终是茶饮市场的重度参与者，据美团数据显示，2022年女性消费者占到新茶饮消费者的65%，是茶饮经济的核心消费群体；

3) **宠物消费**：国内宠物渗透率持续提升，宠物经济规模持续扩大，据京东平台数据，中国宠物行业消费者人群画像中，女性消费群体占比高达62.3%（2022年）；而据天猫数据，女性宠物主支付意愿相较男性更高，客单价高出男性48%；

4) **潮玩盲盒**：近年来兴起的潮玩盲盒行业，因其潮流时尚、好玩有趣等特点，受到女性消费者广泛青睐，Mob研究院发布的《2020盲盒经济洞察报告》显示，女性在盲盒消费者中占比约62.6%。

## 三、女性参与，家庭消费

女性因常需扮演家庭采买主理人角色，在诸多家庭消费领域拥有较强的决策权，据波士顿2019年发布的调查数据显示，中国女性主导了约62%的家庭消费；此外，85%/73%/64%/60%的女性是家庭日用品/教育医疗/休闲娱乐/大件消费的主要决策者（数字100调研，2023.07）。家庭消费品中除了日用杂货外，近年来我们看到如智能小家电、家居家纺、扫地机等行业，推出了更多针对女性审美及功能需求的创新产品，未来女性消费者对**智能家电、家居家纺、家装**等家庭消费的影响和变革值得期待。

### 受影响行业：

除了以上诸多受益“她经济”崛起的行业外，考虑到家庭结构是影响女性消费行为的重要因素，基于当下女性初婚年龄延后与人口出生率下降等社会环境，我们认为传统意义上与**育儿强相关的婴童用品产品和服务**，或将面临一定增长压力，在相关行业布局的企业需要在“量减”背景下，更多寻找“价增”的结构性机会；

此外当前女性消费者悦己消费流行、理性消费与健康消费意识觉醒等发展趋势明确，**那些脱离女性消费者偏好及行业发展趋势，不注重品牌形象维护、新渠道建设与产品力创新的传统消费品企业**，也可能在激烈的市场竞争中面临淘汰压力。

## “她经济”受益行业大盘点

我国“她经济”的持续崛起，将有望给消费行业带来结构性投资机会，因此本章节，我们将聚焦受益“她经济”的3大类别，10大相关行业，分别从这些行业的女性消费受益逻辑、市场规模及结构、行业发展趋势、以及结构性机会等维度进行系统梳理。

这些行业分别涉及：**女性必选**，刚需消费里的美妆、医美、女装、个护、黄金珠宝；**女性主导**，悦己消费中的旅游酒店、茶饮火锅、宠物、潮玩盲盒；以及**女性参与**，家庭消费中的家电家居等行业。

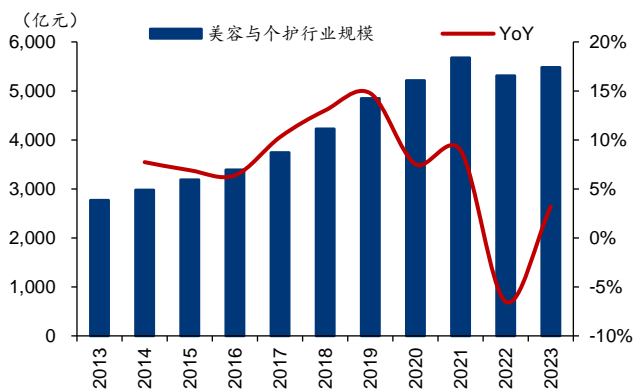
### 美妆：国货替代持续演绎，国潮出海恰逢其时

#### 中长期持续高景气度，短期结构有所分化

**市场规模：**我国化妆品行业中长期有望持续成长并保持高景气度，背后逻辑是居民爱美意识崛起下的化妆品消费支出比例持续提升。据 Euromonitor 数据，2023 年我国化妆品终端零售额 5480 亿元，其中 2013-2021CAGR+9.4%，2022-2023 年因疫情影响增长节奏出现波折。我们以中国限额以上化妆品零售总额/中国限额以上商品零售总额来衡量化妆品消费支出比例，该数据从 2010 年的 1.53% 提升至 2023 年的 2.51%。参考日本、美国消费情况，化妆品消费支出中长期均呈现持续提升趋势（注：考虑到不同国别的化妆品消费支出及居民消费支出的统计口径有所差异，我们认为比例本身大小难以形成有效参考，而长时间维度下的变化趋势更有参考意义）。尽管短期疫情、经济等因素扰动美妆行业增长节奏，但女性社会地位的不断增强，爱美意识的崛起，以及高性价比的国货美妆渗透率的持续提升等，是驱动化妆品消费增长的长期因素，我们看好我国美妆行业在中长期持续保持高景气度。

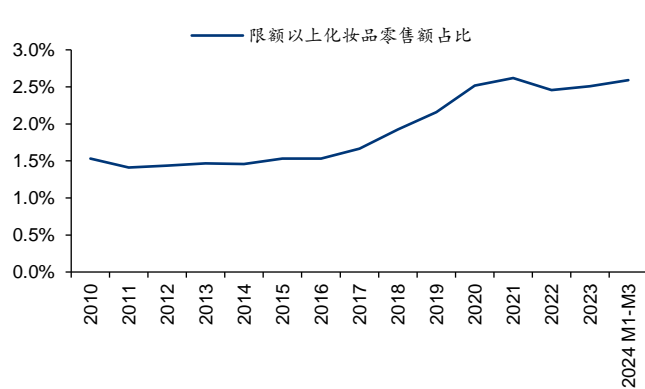
**参考海外市场：**1) 日本：1980 年代以来伴随着产业的崛起以及本土文化自信的提升，日本化妆品消费支出持续增加。2) 美国：居民化妆品消费支出占比明显提升的阶段分别是 1929-1932 大萧条时期（美国化妆品工业初崛起，口红效应显著）、1936-1945 二战时期（更多女性参与工作、提振士气）、1950-1968 战后时期（好莱坞明星盛行、电视普及、纸媒发展）、1990 以来的美国新经济时期（互联网发展加速市场教育）。

图表 59：中国美容与个护行业规模情况（欧睿口径）



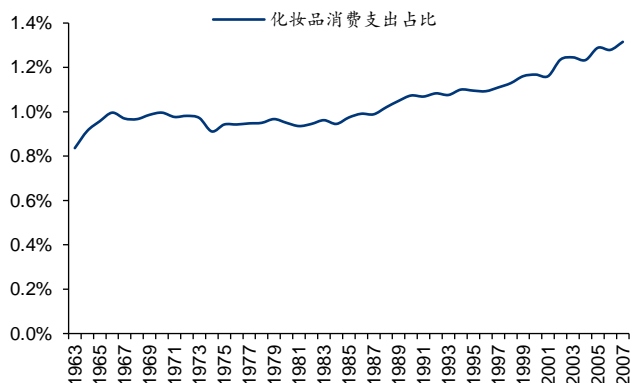
资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表 60：我国居民化妆品消费支出比例长期提升（社零口径）



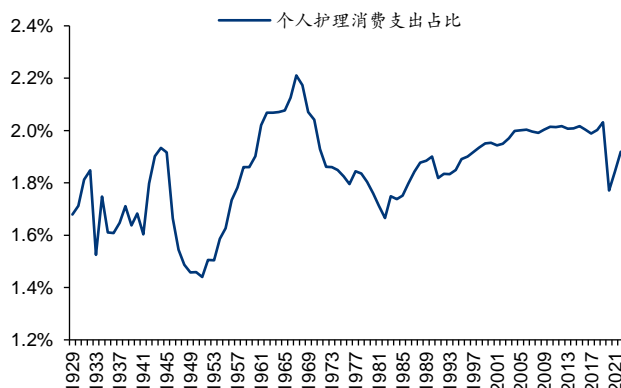
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表61：日本化妆品消费占居民支出比例长期提升



资料来源：日本统计局，华泰研究

图表62：美国居民个人护理消费支出占比变化趋势



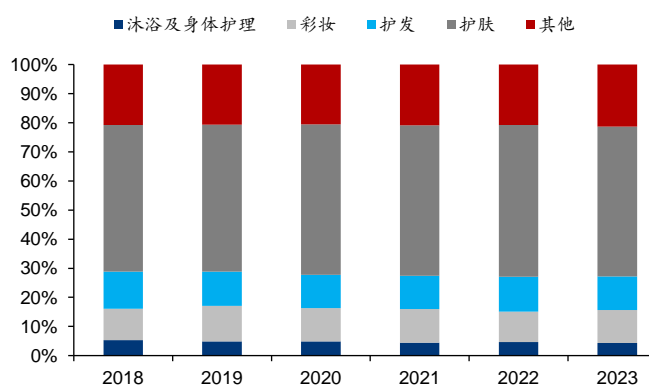
资料来源：美国统计局，华泰研究

**从品类结构看：护肤品依然是权重最大的市场，彩妆增速相对更快。**我国美妆市场可分为护肤、彩妆、护发、沐浴及身体护理等多个细分领域。欧睿数据显示，2023年我国护肤产品以51.42%的占比成为我国美妆行业第一大细分领域，护发和彩妆分别以11.60%和11.27%位列第二和第三大细分领域。2018-2023年我国彩妆行业市场规模从451亿元增长至618亿元，复合增速为6.50%，是近5年来主要细分领域中复合增速最快的品类。

基于2017-2023年天猫销售数据，我们发现护肤、彩妆两大主要品类有以下产品趋势：  
**护肤：护肤场景持续延伸，从基础品类向精华、乳液面霜等升级。**护肤套装、贴片面膜等基础品类份额下降，精华、乳液面霜、防晒品类份额有明显提升。近年来，消费者的进阶**护肤功效需求提升明显**，维稳修护、淡纹抗皱、提拉紧致和美白提亮已成为科技护肤市场主流销售功效，消费者对于这些功效的需求增长也较为明显。

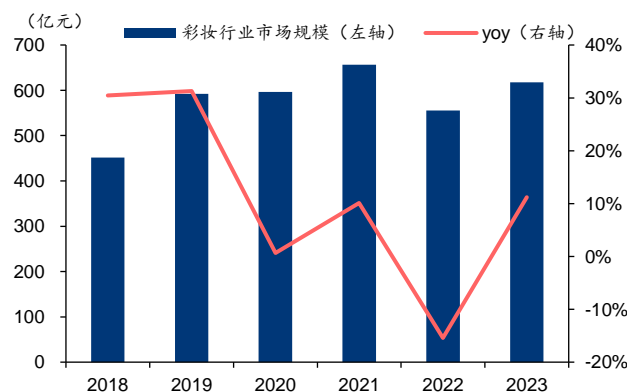
**彩妆：品类细分化、多元化。**2017年唇膏、BB/CC霜为两大核心类型，合计占据39%份额，TOP5份额占比59%，而在2023年这一比例下降至46%，粉底液、香水成为TOP2品类，唇釉、蜜粉散粉、粉饼等新品类亦开始出现在TOP10榜单。

图表63：我国美妆个护细分领域占比情况



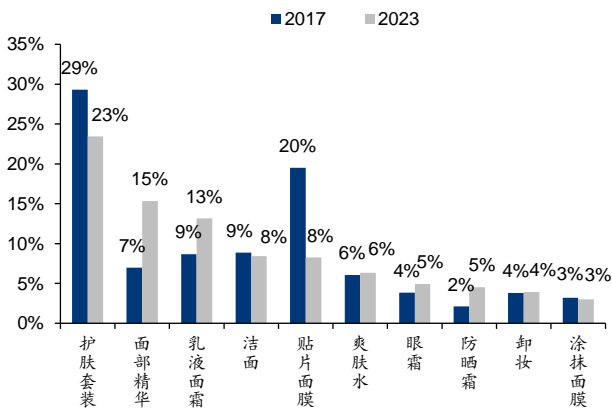
资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表64：我国彩妆行业市场规模及增速



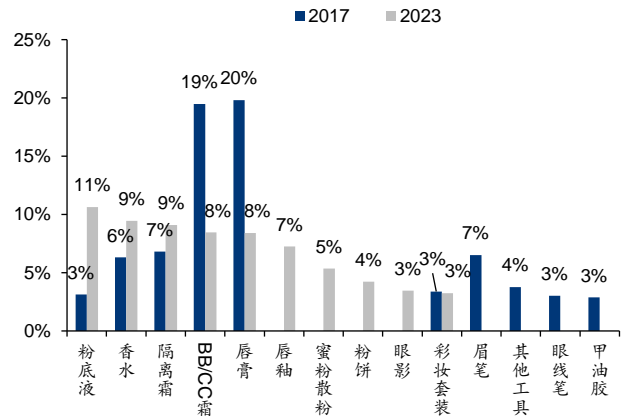
资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表65：天猫护肤销售额 TOP10 细分产品占比变化（2017vs2023）



资料来源：久谦咨询，华泰研究

图表66：天猫彩妆销售额 TOP10 细分产品占比变化（2017vs2023）



资料来源：久谦咨询，华泰研究

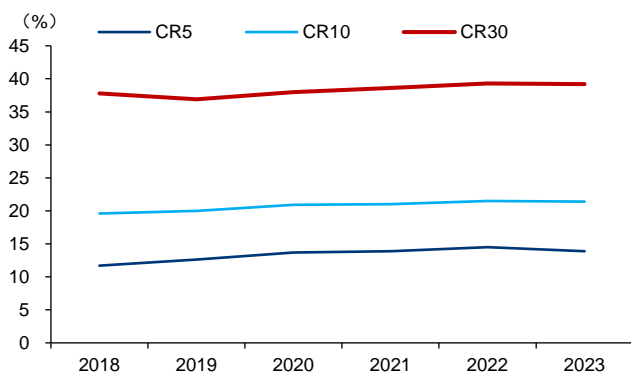
**我国美妆行业的发展趋势：**

**趋势一：美妆品牌竞争激烈，龙头发力多品牌。**单一美妆品牌往往难以满足消费者对不同定位、不同品类、不同功效的美妆需求，因此品牌维度市场格局天然分散，龙头美妆集团通过搭建多品牌矩阵来满足消费者的多维度美妆护肤需求，提升整体市场份额。

**品牌角度：品牌之间的竞争十分激烈，国内市场第一大品牌的市场份额不到 5%。**据欧睿数据，2023 年我国美妆个护市场品牌 CR5/CR10/CR30 分别为 13.9%/21.4%/39.2%。对比 2018 年 CR5/CR10/CR30 分别为 11.7%/19.6%/37.8%，龙头品牌的市场集中度有所提升。2018-2023 年，国内第一大品牌一直为欧莱雅，兰蔻、雅诗兰黛位列第二、第三；TOP5-10 品牌中，珀莱雅、百雀羚、自然堂、薇诺娜等国货领先。

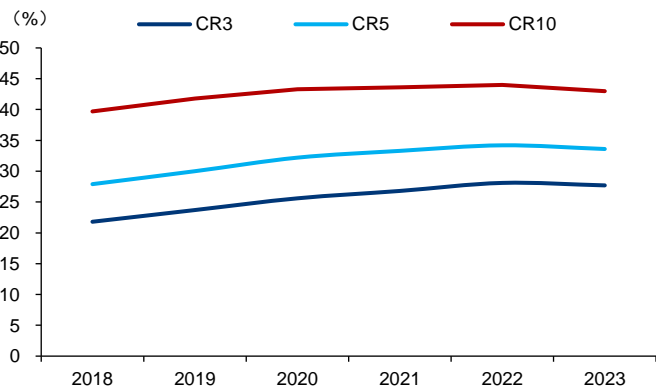
**集团角度：综合性美妆龙头集团依托多品牌矩阵，整体份额更突出，且呈持续提升趋势。**2023 年我国美妆个护市场公司 CR3/CR5/CR10 分别为 27.7%/33.6%/43.0%，欧莱雅以 14.1% 的市占率位居榜首。同时集中化趋势提升较明显，2018 年我国美妆个护市场公司 CR3/CR5/CR10 分别为 21.8%/27.9%/39.7%，至 2023 年分别提升 5.9pct/5.7pct/3.3pct。欧莱雅已连续五年占据行业第一，并且市占率与第二名的差距逐渐拉大。本土公司中自然堂和百雀羚稳扎稳打，珀莱雅发展迅速，在 2023 年成为第七名。

图表67：2018-2023 年我国美妆个护市场品牌 CR5/CR10/CR30



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

图表68：2018-2023 年我国美妆个护市场集团 CR3/CR5/CR10



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

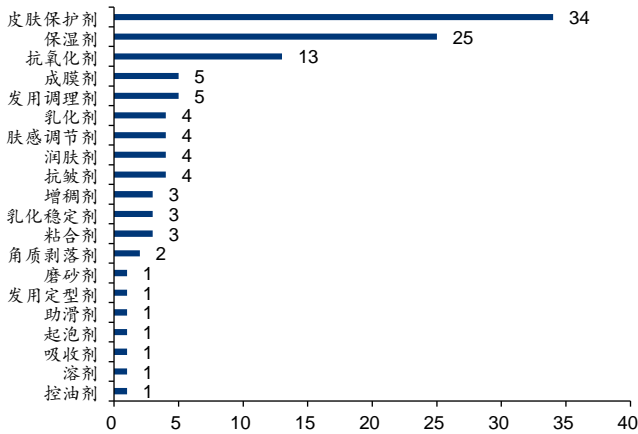
**趋势二：“站起来”到“走出去”，国货崛起正当时。**展望未来，新原料备案加速，夯实中国品牌崛起的底层基础；国货份额近年来已有明显提升，伴随产品力增强、品牌认同提升，有望继续演绎国产替代；依托深厚中华文化底蕴、快速反应的供应链能力及成熟的社媒营销/电商运营能力，国货美妆公司有望在世界舞台扮演重要角色。

### 1) 中国原料赋能中国品牌

原料是决定化妆品功效差异化的重要环节，新原料备案加速，成为夯实国货品牌崛起的底层基础。原料是决定产品功效差异化/讲述品牌故事的核心环节，功效时代美妆品牌商有望在 me too/me better 基础上向 first in class 进军，更高品牌溢价需要原料商有更强赋能/更深联动。据药监局，自 2021 年 5 月 1 日《化妆品新原料注册备案资料管理规定》正式实施到 2024 年 1 月 29 日，共有 81 家企业成功备案化妆品新原料 129 个，其中 21/22/23 年分别为 6/42/69 个，备案数量明显提速。2023 年备案原料中，国产原料数量超 70%。

从化学原料到合成生物技术进阶，重组胶原蛋白近年来快速兴起。在类型上看，我国化妆品的原料，从此前的化学原料占据绝对主导（使用类别则从最初保湿剂、清洁剂增加至增稠剂、成膜剂、抗氧化剂、抗皱剂等），到伴随着合成生物技术发展，生物技术原料备案数量快速增加，据药监局，2022 年共有 9 款生物技术原料完成备案，2023 年则同比提升 64%，如近年来以巨子生物、锦波生物等为代表的重组胶原蛋白类护肤产品，以及华熙生物、福瑞达为代表的玻尿酸类护肤产品等，都受到消费者的广泛欢迎。

图表 69：2023 年申报的新原料使用目的



资料来源：药监局，华泰研究

图表 70：2023 年申报次数较多的国内企业

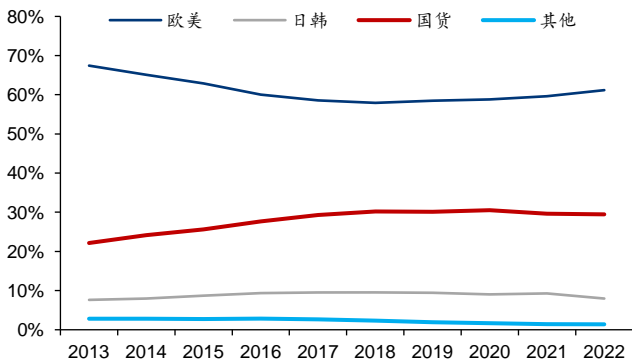
申报企业	申报数量
深圳市维琪科技股份有限公司	4
云南贝泰妮生物科技集团股份有限公司	3
湖南水羊生物科技有限公司	2
东阿阿胶股份有限公司	2
南京盛德百泰生物科技有限公司	2
广州环亚化妆品科技股份有限公司	2

资料来源：药监局，华泰研究

### 2) 国货份额有望持续提升

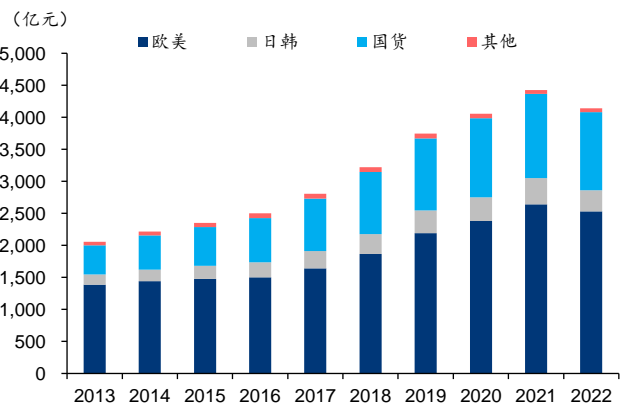
2013 年以来国货份额有明显提升，未来仍有广阔成长空间。据欧睿数据，2022 年我国欧美/日韩/国货份额分别为 61.2%/8.0%/29.4%，其中，欧美品牌从 2013 年的 67.4% 下降至 2022 年 61.2%，而本土国货品牌则从 22.2% 提升至 29.4%。

图表 71：我国美容个护行业的各国别品牌市场份额变化



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

图表 72：我国美容个护行业的各国别品牌销售规模



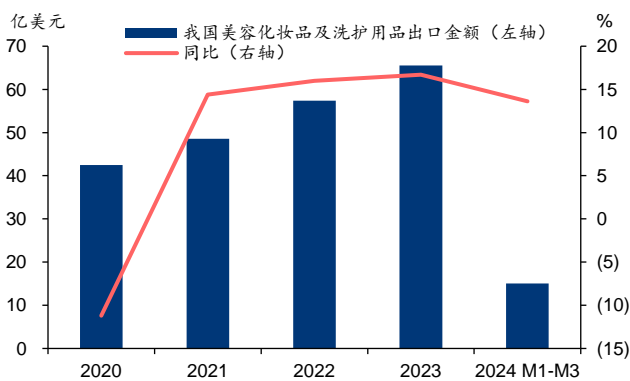
资料来源：欧睿咨询，华泰研究

### 3) 国货美妆逐渐走出国门，贸易逆差收窄

与国货份额的持续提升相互印证，我国化妆品进口额 2022 年以来持续下滑，而出口金额维持快速增长。据海关总署，2023 年中国化妆品出口额达 65.5 亿美元/yoy+16.7%；进口额为 179.4 亿美元/yoy-19.4%。从纵向看，中国化妆品贸易逆差持续收窄，从 2021 年的 200.4 亿美元快速收窄至 2023 年的 114.3 亿美元。美妆产业链=制造“硬实力”+文化“软实力”。中国供应链实力增强/中国式审美日益风靡/新基础设施持续完善/系列政策保驾护航，国货美妆不仅在国内份额持续提升，也正逐渐走出国门。

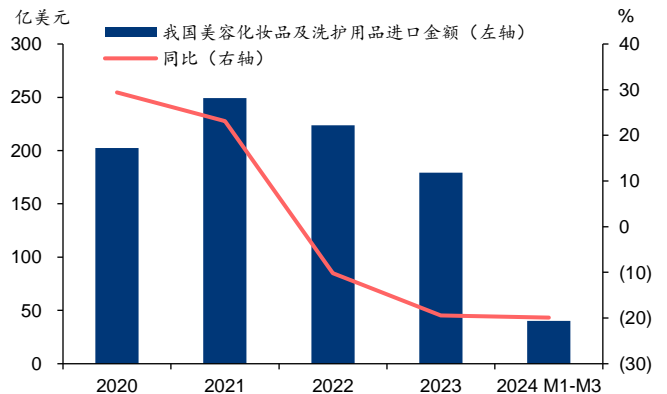
法国、日韩、美国等对中国化妆品出口额有所下降。据海关总署，2023 年我国化妆品进口来源地主要集中于欧美和日韩地区，排名前五位的国家分别是法国、日本、韩国、美国 and 英国，合计占据了我国化妆品进口总额的 81.4%。其中：1) 法国：近五年来法国对中国化妆品的出口增长持续减缓，由 2018 年 43.3% 的同比增速一路下跌，2022 年首次出现负增长，到 2023 年增幅深跌至-11.2%，进口额为 49.5 亿美元；2) 日本：2023 年日本对中国出口减少了 23.4%，连续第二年负增长，进口额为 43.3 亿美元；3) 美国：2022 年，美国对中国化妆品出口近五年来首次出现了负增长，同比下降 1.2%，而 2023 年，这一降幅扩大至 25%；4) 韩国及英国：2023 年，我国自韩国进口额为 23.7 亿美元，相较 2021 年的 45 亿美元已跌去近一半。我国自英国的进口从 2021 年的 20.8 亿美元下滑至 2023 年的 11.2 亿美元，2023 年的跌幅接近 40%。

图表 73：我国化妆品出口金额维持较快增长



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

图表 74：我国化妆品进口金额 2022 年以来持续下降



资料来源：欧睿咨询，华泰研究

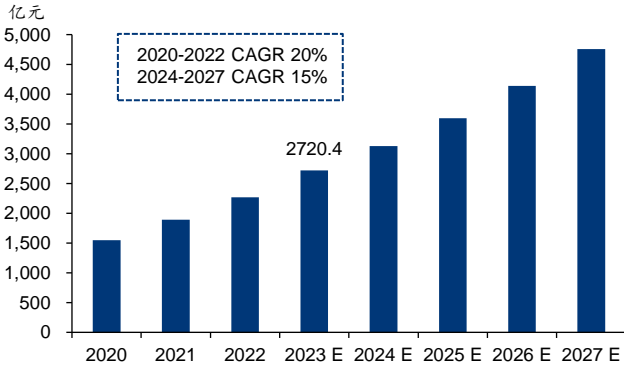
亚太市场或为国货美妆出海首站。我们认为亚太市场可能更适合作为国货美妆的出海首站。1) 更近的地理区位；2) 更高的需求匹配度：文化、人种、肤色等相近，我国美妆出口品类与当地需求匹配度更高；3) 更快的市场增速：2015-2019 年亚太地区美妆终端市场规模 CAGR 为 6.10% (欧睿咨询)，是增速较快的区域；4) 更多电商发展潜力：东南亚市场电商渗透率较低，但增速较快，为国货美妆带来发展机遇。国货品牌在本土线上渠道、社媒平台积累了丰富的运营经验，海外 Shopee、Lazada 等跨境电商平台则为国货进入亚太市场提供重要切入口；Instagram、Facebook、TikTok 等则助推国货品牌推广、销售、与消费者实时互动。

## 医美：监管趋严规范发展，产品创新供需向好

### 医美渗透率持续提升，轻医美为主引擎

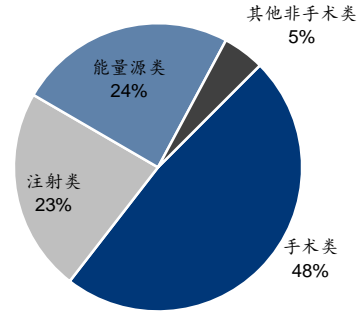
**市场规模：**据艾尔建美学与德勤管理咨询发布的《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，2023 年我国医美市场规模约 2720 亿元，同比增长 20%，非手术类轻医美份额已超过手术类，成为女性主流医美消费项目，其中光电类、注射类为主要轻医美产品。

图表75：2023 年我国医美市场规模约 2720 亿元（按消费金额计）



资料来源：德勤、艾尔建美学《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，华泰研究

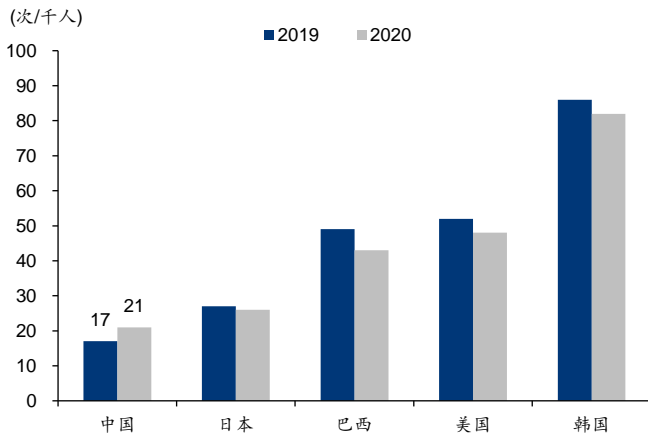
图表76：2022 年我国医美市场非手术类消费金额已超过手术类



资料来源：德勤、艾尔建美学《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，华泰研究

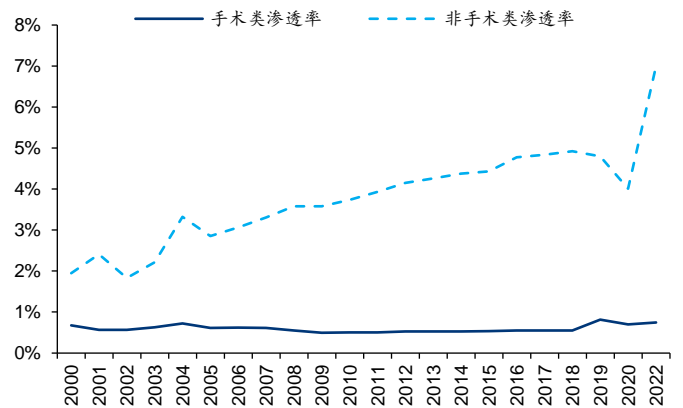
我国轻医美渗透率相较海外发达国家仍有较大差距。据艾尔建美学与德勤管理咨询，2020 年我国医美千人诊疗次数 21 次/yoy+24%，相较美国/日韩/巴西还有较大差距。参考美国等市场医美发展经验，随线下机构扩张/上游厂商教育与产品创新/消费观念升级等驱动，我国医美市场渗透率正处于快速提升期，消费门槛相对低/安全性相对高/复购率相对好的皮肤管理/复合微整类将是未来我国医美市场的增长主力。

图表77：相较发达国家我国医美千人诊疗次数偏低（2020 年）



资料来源：德勤、艾尔建美学《中国医美行业 2023 年度洞悉报告》，华泰研究

图表78：美国非手术类渗透率多年以来稳定提升



注：渗透率计算方式为诊疗次数/总人口

资料来源：美国整形外科医生协会 (ASPS)，华泰研究

**我国医美行业的发展趋势：**

**趋势一：医美优质产品不断扩容，供需两端互促发展。**过往我国医美行业由于合规产品供给不足，导致终端市场存在很多行业乱象，如医美产品不规范使用，价格不透明，容易出现医疗纠纷。近年来伴随着上游国产医美厂商科技的进步、产品的创新和消费者持续教育，越来越多优质产品推向市场来满足消费者的医美需求，如以爱美客“嗨体”为代表的优质产品，产品推出后实现了规模的高速增长。我们认为未来优质医美产品扩容，对细分市场需求的不断挖掘仍是行业增长主旋律。

**医美上游：优质产品扩容，材料体系多元化发展。**中短期看，合规产品依然稀缺、医美产品获批时间较长，拿证能力仍将奠定先发优势；长期看，管线储备、产品力和渠道力将成为医美企业能否成长壮大的胜负手。

**上游厂商正在从渠道思维向产品、品牌思维转变，主动开辟新市场。**过往国产上游厂商主要阵地在玻尿酸，润百颜/润月雅（华熙生物旗下）、海薇（昊海生科旗下）、爱美客（爱美客旗下）等多定位于医美机构的引流产品，且多为小分子水光类产品，注射皮肤层次较浅、维持时间相对短，以较低定价快速打开市场。爱美客的嗨体以去颈纹适应症抢占市场先机，并进一步拓展至去黑眼圈/打造医学隔离膜等新方向，产品商业化路径正在打开国产产品发展新思路。我们认为后续新剂型/新适应症/新材料等，将成为国产厂商开辟新细分市场的重要方向。

具体看：**注射填充领域**，过往玻尿酸、肉毒为主导材料，2021年以来，再生针剂、胶原蛋白类产品陆续获批，材料类型多元化，产品类型也在持续丰富；**光电仪器领域**，超声炮、热玛吉等新光电仪器类医美产品，也在不断推向市场。

图表79：医美上游细分领域市场规模及批证概况

医美类型	产品品类	主要成分	适应症	国内获批注册证数目	市场规模 (亿元)	代表公司	代表品牌
注射填充	玻尿酸填充剂	透明质酸	面部真皮中深层注射以纠正皱纹	65个	269	艾尔建、爱美客、华熙生物、昊海生物等	乔雅登、艾莉薇、润百颜、润致、海薇、嗨体、逸美等
	胶原蛋白注射剂	动物胶原蛋白、重组胶原蛋白	面部真皮组织填充以纠正皱纹	8个	51	锦波生物、双美生物、长春博泰、汉福生物等	薇旖美、肤柔美、弗缦、爱贝芙等
	肉毒产品	肉毒毒素	改善眉间纹、眼周皱纹	4个	173	兰州生物、艾尔建、高德美、四环医药	衡力、Botox、Dysport、乐提葆
光电美容	再生针剂	聚乳酸 (PLA)、聚己内酯 (PCL)	除皱、填充、轮廓塑形	4个	14.5	长春圣博玛、华东医药、爱美客、江苏吴中	艾维岚、伊妍仕、濡白天使、艾塑菲
	射频治疗仪	-	改善皮肤皱纹，治疗痤疮疤痕	25个	24.79	半岛医疗、盈美特、飞顿、赛诺龙等	热玛吉、热拉提等
	强脉冲光治疗仪	-	嫩肤、脱毛	159个	9.3	科医人、飞顿、半岛医疗、奇致激光等	CG光等

资料来源：药监局，各企业官网，华泰研究

**玻尿酸：国内已批 65 款，参与者较多，市场相对成熟，未来差异化产品依然有成长空间。**自 2008 年第一款 HA 注射填充类产品获批至今，NMPA 共批准了 65 款玻尿酸填充剂产品。玻尿酸作为性能优越、安全性较高的成熟产品，通常被作为机构的引流产品，在下沉市场仍有渗透空间；同时我们还看到，以瑞蓝“定彩”、昊海“海魅”等为代表的差异化玻尿酸产品，仍能带来市场新增量。

**肉毒：国内已批 5 款，两大头部品牌保妥适及衡力价格带差异较大。**肉毒毒素在中国按毒麻药审批，上市周期长且审核严格。此前国内 5 款产品获批，包括美国进口的保妥适、国产衡力、益普生的吉适和 Hugel 研发的乐提葆。其中保妥适具有高纯度、高精度等特点，定位高端。衡力可用于除皱瘦脸、瘦小腿、瘦肩、瘦咬肌等，定位偏大众。2024 年 3 月 1 日，Merz Aesthetics 麦施美学旗下肉毒正式获国家药监局批准，肉毒市场玩家再添一军。但整体而言目前国内合规肉毒素产品供给数量仍然较少，中端价格带仍有较大市场空白。

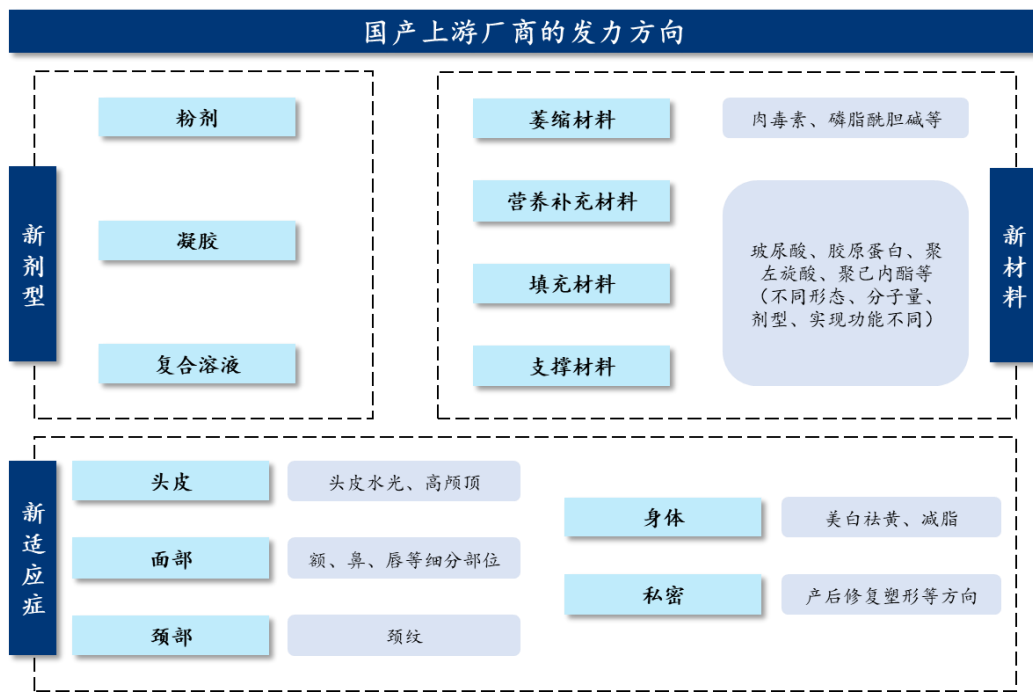


**再生针剂：国内已批 4 款，PLLA/PCL/PDLLA/羟基磷灰石等多点开花。**再生针剂通过微球的生物刺激引起人体产生自体胶原，从而起到重塑紧致、美容抗衰等作用。再生针剂微球粒子可分为 PLLA（聚左旋乳酸）、PDLLA（聚双旋乳酸）、PCL（聚己内酯）和羟基磷灰石。相较于玻尿酸的物理占位型填充/潜在交联剂残留风险/“馒化脸”风险，再生针剂理论上效果更自然/不易吸水肿胀/可完全代谢降解，相对优势突出。2021 年华东医药旗下“少女针”（PCL）、长春圣博玛旗下“艾薇岚”（PLLA）、爱美客旗下“濡白天使”（PLLA）获批，均有较快增长。2024 年 1 月江苏吴中旗下 AestheFill 亦获批（PDLLA）。再生针剂对医生注射手法要求较高，消费门槛亦较高，多玩家共同教育渠道、培训医生有助于打开市场空间。

**重组胶原蛋白：国内仅批 1 款，势能向上的朝阳赛道。**和玻尿酸相比，胶原蛋白具有更多生物学特性（再生/抗衰/美白/滋养等），且不易肿胀/无丁达尔现象。相较于动物源提取，重组胶原蛋白生物活性及生物兼容性更高/免疫原性更低/安全性更高/水溶性更佳。伴随规模量产、结构特性及纯度等工艺技术进一步突破，重组胶原市场渗透率有望提升。目前已获批的可注射三类械胶原蛋白产品依然较稀缺，重组胶原蛋白产品目前仅有锦波生物旗下薇诗美获批。

**光电仪器：国产替代进行时。**过往国内光电设备以科医人、赛诺秀、赛诺菲、索尔塔等海外玩家为主，伴随国产技术的进步，半岛医疗、奇致激光等国产设备商凭借明星大单品“超声炮”、“CC 光”等强势突围，不断抢占份额，也为消费者带来多元性价比选择。

图表80：国产上游医美厂商在新材料、新剂型和新适应症的方向



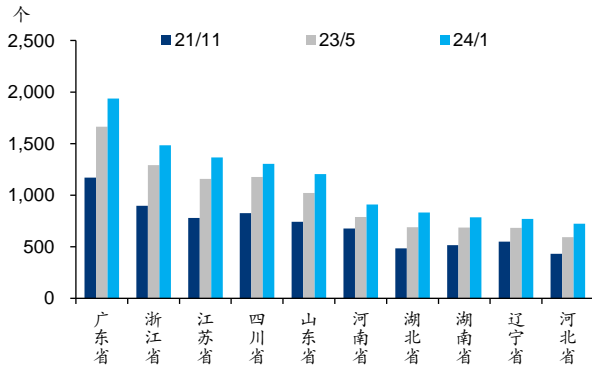
资料来源：华泰研究

**趋势二；下游医美机构数量仍在扩张，市场竞争激烈、更新迭代快。**根据国家卫健委 2024 年 1 月数据，我国合规专科医美机构数量为 18584 家（不含公立机构及民营综合）。截至 2023 年 1 月，在杭州/西安/北京/成都四大医美机构数量较多的城市，开业时间在 0-5 年以内的机构数量均在 50%及以上，反映医美下游机构更新迭代较快，市场竞争激烈。

集团化、连锁化、品牌化医美机构龙头份额有提升空间；依托规模效应、管理效率，连锁化医美机构在获客成本、医生成本、耗材成本等方面相较非连锁机构存在较大优势。

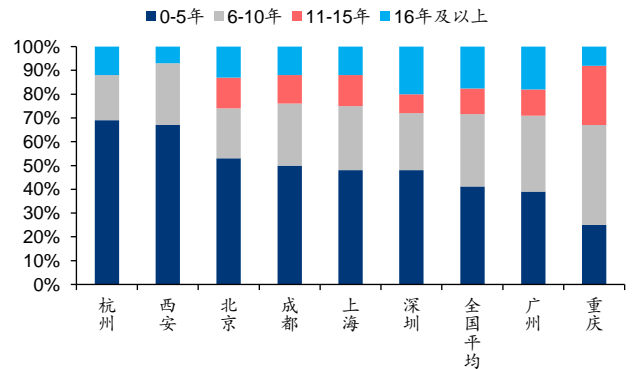
双美模式获客优势显著，发力自有产品成未来趋势。双美模式下，传统美容服务打造长停留时间情感连接/高消费频次的高价值稀缺线下场景，入口价值显著；医美带来高效客户价值转化，获客成本优势突出。为提高利润空间，通过贴牌模式发力自有产品成为新趋势，如朗姿股份旗下的米兰柏羽开发“芙妮薇”自有品牌玻尿酸产品，联合丽格集团与锦波生物达成战略合作，推出“新肤源胶原水光”产品等。

图表81：机构数量 Top10 省份机构数仍在持续扩张



资料来源：卫健委，华泰研究

图表82：医美机构营运年限及分布



资料来源：德勤，艾尔建美学，华泰研究

**趋势三：监管趋严，我国医美产业有望规范健康发展。**政府加强监管有助于医美行业高质量发展，近年来我国多个部门陆续发布规范医美行业发展的政策文件，有助于整治行业乱象、全面保障消费者权益，严厉打击假冒产品、不合规商家，有助于提升产业信息透明度、促进行业规范发展。

近期监管部门加大了医美直播整治，有助于规范市场行为、保护消费者合法权益、回归医疗本质，也阶段性缓和部分医美产品破价压力。近年来医美项目开始陆续驶入直播赛道，客观上有利于促进机构获客引流、提升医美用户渗透，但存在诸多隐患，如部分直播间缺乏对医美机构广告资质的审查、部分主播“夸夸族”式的宣传方式有虚假宣传之嫌，逐渐脱离医疗本质。2024年2月23日《焦点访谈》通过《医美直播，带货还是“带祸”》，曝光医美直播乱象，我们认为加强监管和规范，有助于保护消费者权益并促进医美行业的健康可持续发展。

## 黄金珠宝：悦己消费与保值并重，龙头份额持续提升

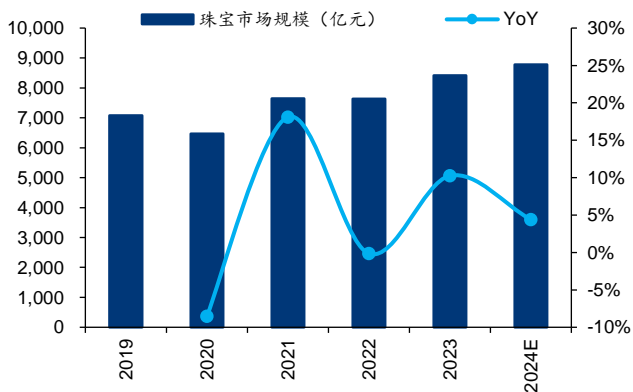
黄金珠宝消费以女性消费者为主，婚庆淡化、悦己流行

我国黄金珠宝行业稳健增长，2023年市场规模达8413亿元。我国黄金珠宝消费以黄金产品为主，其次为玉石、钻石、银和铂金等，作为可选消费品类，黄金珠宝市场伴随人均可支配收入的增长而增长，据Euromonitor数据，2023年我国珠宝行业规模达到8413亿元，CAGR达4.4%，预计2024年市场规模有望增至8782亿元(yoy+4.4%)。

我国黄金珠宝消费以24-40岁女性消费者为主：据飞瓜《2023年珠宝行业社媒发展洞察》，2023年我国珠宝消费女性消费者占73%、男性消费者占27%，若考虑男性礼赠，则女性消费者在我国黄金珠宝消费占明显的主导地位。分年龄看，31-40岁女性仍为珠宝消费的主力人群，占消费者的34%，其次为24-30岁客群，占25%。

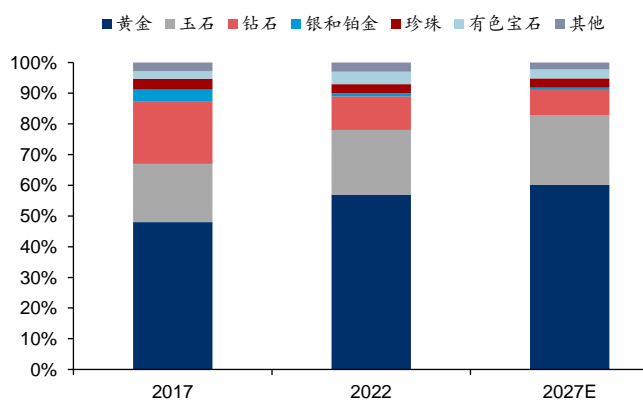
婚庆场景逐步淡化，以悦己为主的消费特征日趋流行。从场景看，传统以婚庆为主要场景的“三金、五金”消费伴随结婚人群的下滑而逐步减少，而以日常社交/悦己需求的消费场景逐步成为主流。

图表83：我国黄金珠宝行业市场规模



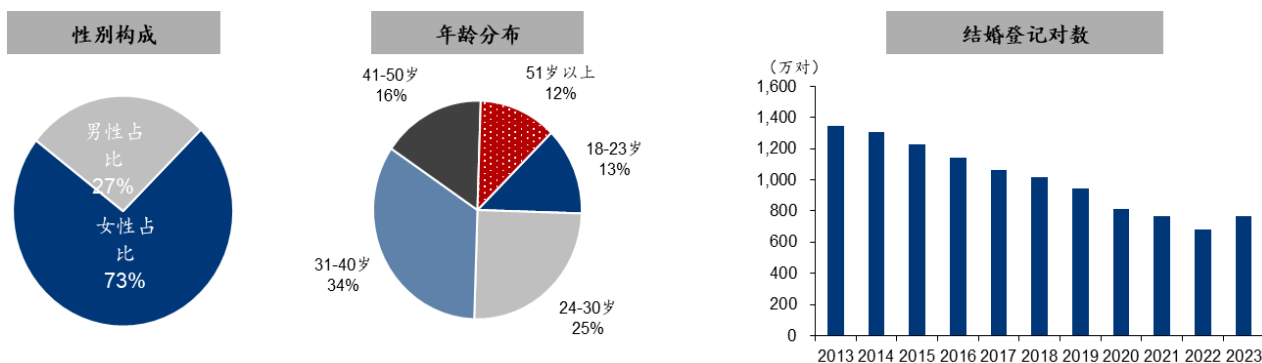
资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表84：我国黄金珠宝行业产品结构百分比



资料来源：中国珠宝玉石协会、弗若斯特沙利文，华泰研究

图表85：我国黄金珠宝消费者的用户画像



资料来源：飞瓜《2023年珠宝行业社媒发展洞察》，民政局，华泰研究

**我国黄金珠宝行业的发展趋势：**

**趋势一：行业整体呈“非黄转黄金”消费趋势，金价的上涨强化了这一趋势**

**女性黄金珠宝消费的“新实用主义”：既注重品质，又注重价格。**消费者在进行黄金珠宝消费过程中，关注的首要因素为价格，其次为品质、颜色、流行元素。女性消费者在满足日常佩饰的过程中愿意为黄金珠宝的设计、品类、多样性买单，同时在宏观经济大背景下，消费亦愈发理性。这种消费趋势类似 1935-1950 年，欧洲经济在调整阶段呈现的珠宝趋势：在珠宝设计中减少钻石的应用、更多使用较大的彩色宝石（相同/更低预算下效果更闪亮），并大量应用黄金、K 金（相对保值）代替此前的铂金。

**保值心理促进黄金产品销售快于其他产品，使得行业呈“非黄转黄金”消费的趋势。**黄金具备家庭繁荣的吉祥含义，同时贵金属特质也使得黄金产品具有明显的投资与保值的价值。据中国珠宝玉石协会、弗若斯特沙利文，2022 年黄金产品销售达 4098 亿元，占珠宝行业销售的 57.0%，并预计以 5.9% CAGR 增长至 2027 年的 5465 亿元，占比提升至 60.1%；相比之下，非黄金销售占比则有所下滑，2022 年非黄金产品销售达 3092 亿元，占珠宝行业销售的 43%，预计至 2027 年增至 3629 亿元（23-27 年 CAGR 为 3.3%），占比则下降至 39.9%。

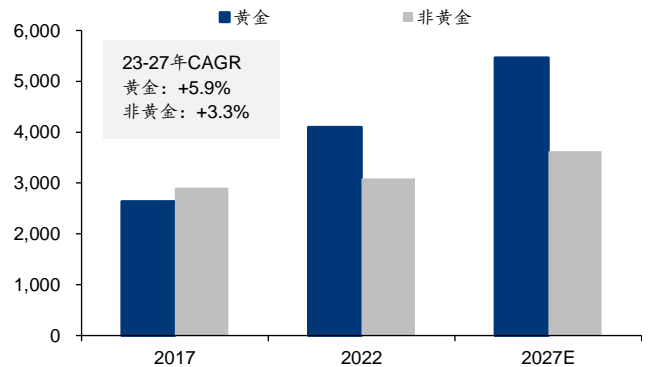
**金价的快速上涨强化了这一趋势，展望金价，“非黄转黄金”趋势或将进一步得到加强。**六成消费者购买黄金（足金）首饰均是考虑保值，保值的重要性在消费者信心下滑的背景下明显被强化。金价持续上涨激发消费者保值心理，据周大福发布的《2023 年珠宝消费趋势报告》，59%/61%的中国内地/香港消费者购买黄金首饰是因为其具有保值价值。

图表 86：沪金 AU9999 收盘价走势图



资料来源：上海黄金交易所，华泰研究

图表 87：黄金消费 vs 非黄金消费规模及增速对比



资料来源：弗若斯特沙利文，华泰研究

**趋势二：非黄金产品销售占比下滑使得盈利能力受影响**

**黄金产品销售提升利好以黄金销售为主的品**牌，但镶嵌产品下滑对品牌及加盟商的盈利能力会形成拖累。不考虑工费与促销，对终端门店而言，计重黄金产品毛利率通常在 20-30%，计件黄金产品毛利率通常在 40-50%，K 金及镶嵌产品毛利率通常在 60-70%。黄金产品销售的提升助力以黄金产品见长的品牌销售，包括周大福、老凤祥、老庙黄金等，但同时镶嵌产品的下滑也对品牌与加盟店的盈利能力造成压力。

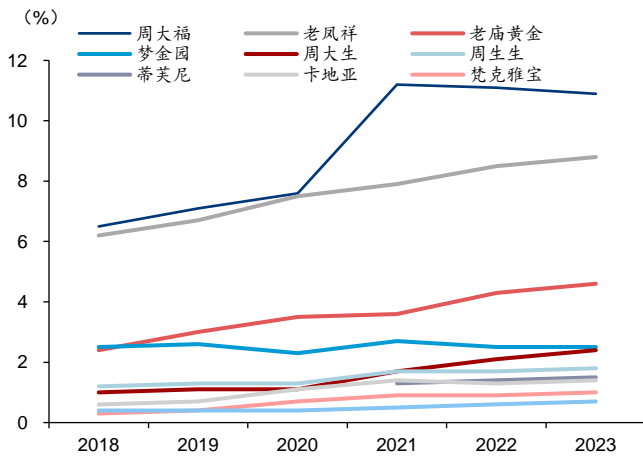
**同时，“水贝模式”也对连锁珠宝品牌形成冲击。**“水贝模式”即产业带直销模式，又可称为批发零售模式，即部分无品牌商家在我国珠宝产业带深圳罗湖水贝进行采购后，直接向消费者销售的商业模式。我们从三个维度对比水贝模式下的批发零售店与黄金珠宝品牌门店：产品方面，连锁黄金珠宝品牌门店大部分产品从水贝各批发展厅采购，与水贝模式下的批发零售店基本是一盘货，且批发零售店的 SKU 相对于连锁黄金珠宝品牌要相对更多；渠道方面，连锁黄金珠宝品牌整体运营要强于批发零售店，后者甚至并无实体门店；价格方面，由于加盟费、租金、人工等费用较高，连锁黄金珠宝品牌的价格要显著高于批发零售店。

**趋势三：行业出清推动集中度提升，马太效应凸显**

我国传统珠宝品牌以周大福、老凤祥、周大生、潮宏基等为代表，通过加盟模式持续较快拓店实现市场份额的提升；新锐珠宝品牌以老铺黄金等为代表，以直营模式扩张。整体看，我国珠宝行业集中度呈不断提升态势，据 Euromonitor 数据，2018-2023 年 CR5、CR10 分别由 18.6%、21.1% 提升至 29.2%、35.6%。

在行业出清集中度提升过程中，品牌影响力、数字化能力、产品研发设计以及供应链与渠道把控更强的龙头有望明显受益。我们将品牌能力进一步抽象为三部分“消费者洞察”、“产品设计生产”以及“渠道的管控”，我国珠宝门店以加盟为主，因此自营门店占比高/数字化能力强的品牌能够更好的把控终端的消费趋势，更好的满足消费者终端的需求。产品设计方面，黄金珠宝的产业带聚集于我国的深圳罗湖、广州番禺，上游供应商充分竞争，黄金产品同质化现象较为常见，因此各品牌间的差异化取决于其自产、自研产品的占比以及对供应链的管控力度。以潮宏基为例，其成立之初以 K 金切入时尚珠宝领域，产品设计美感强，后随黄金技术升级，3D、5G、古法使得潮宏基在 K 金积累的设计优势得以在黄金产品复用。

图表 88：我国珠宝市场份额 Top 10



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表 89：潮宏基花丝糖果系列



资料来源：潮宏基天猫旗舰店，华泰研究

## 女性服装：精选穿搭开启精致生活，中高端品牌及线上占比提升

### 我国女装市场规模超万亿，通勤风格为主，集中度分散

女装是典型的纯女性消费品，多年来随女性消费力提升而不断成长，市场规模大，据 Euromonitor 数据，2013-2023 年我国女装市场规模从 0.65 万亿增长至 1.07 万亿元。在产品端，2014-2023 年中高端女装占比从 28.1% 上升至 37.4%，呈稳步上行态势。

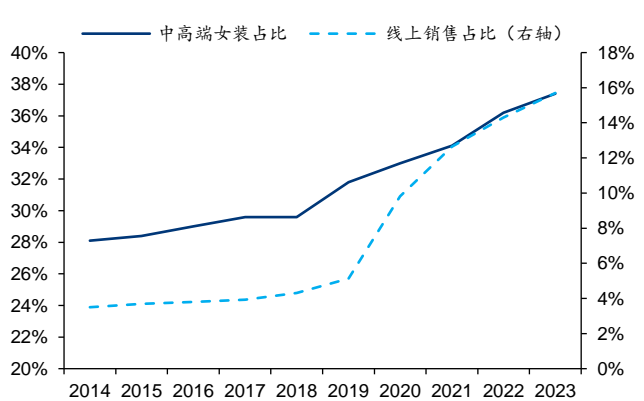
“通勤风”为当前最主要风格服饰，消费群体以 34 岁以下一线城市白领为主。据知衣科技数据，2022 年女装市场中通勤、简约和韩系风格位列销量前三，其中“通勤”为最主要的服饰风格，年销量超 5000 万件。“通勤”风格消费群体以 34 岁以下的白领女性占主导，用户画像多为追求时尚个性、独立自信、崇尚悦己，拥有较好的教育及职业背景，在通勤风的细分品类中，小香风外套与风衣成为最受欢迎的产品。

图表90：2019年后我国女装市场规模趋于稳定



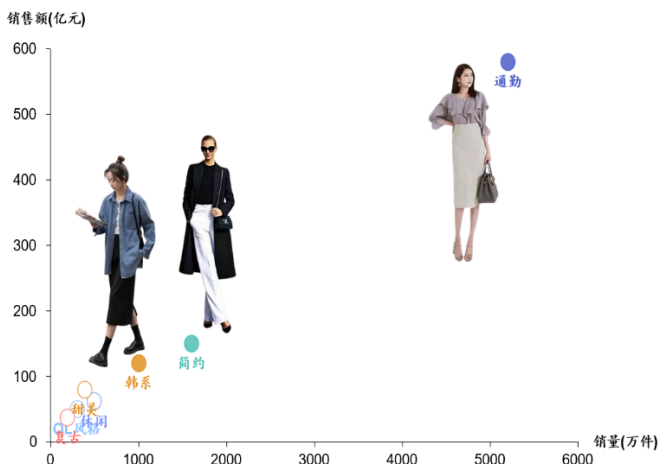
资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表91：2014-2023年我国中高端女装占比及线上销售占比稳步上升



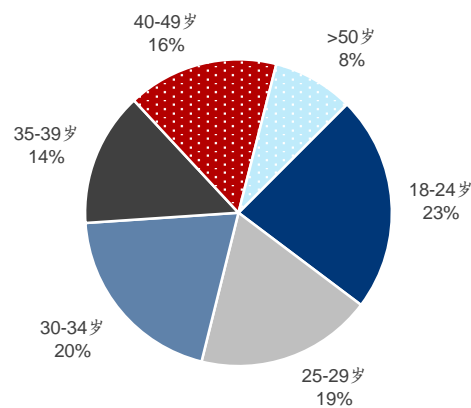
资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表92：女装市场中通勤、简约和韩系风格位列销量前三



资料来源：知衣科技&Mob 研究院《2023年中国中高端女装消费洞察报告》(2023.3.6)，华泰研究

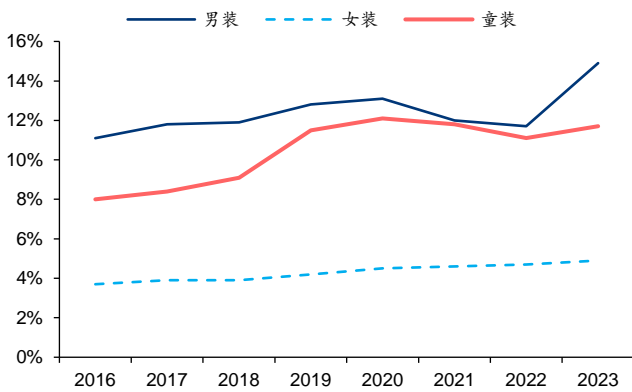
图表93：“通勤风”女装消费群体以34岁以下女性为主



资料来源：知衣科技&Mob 研究院《2023年中国中高端女装消费洞察报告》(2023.3.6)，华泰研究

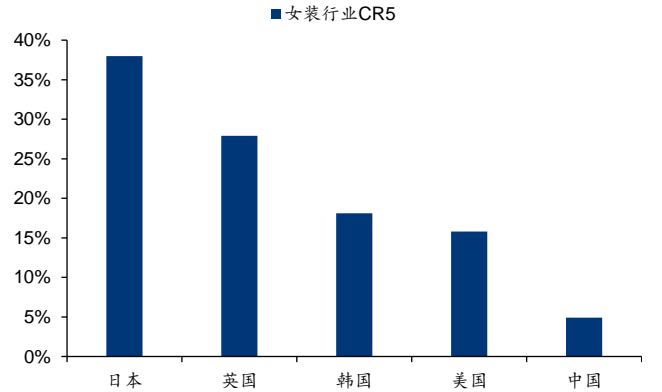
对标海外市场，我国女装竞争格局分散，中高端女装竞争激烈，CR5 有较大集中度提升空间。据 Euromonitor 数据，2016-2023 年我国女装行业 CR5 从 3.7% 增长至 4.9%，长期低于男装及童装行业集中度。对标海外市场，我国女装 CR5 较日本、英国等发达国家仍有较大提升空间。

图表94：2016-2023年女装CR5提升较缓且低于男装和童装



资料来源：Euromonitor, 华泰研究

图表95：2023年我国女装CR5较海外尚有较大提升空间



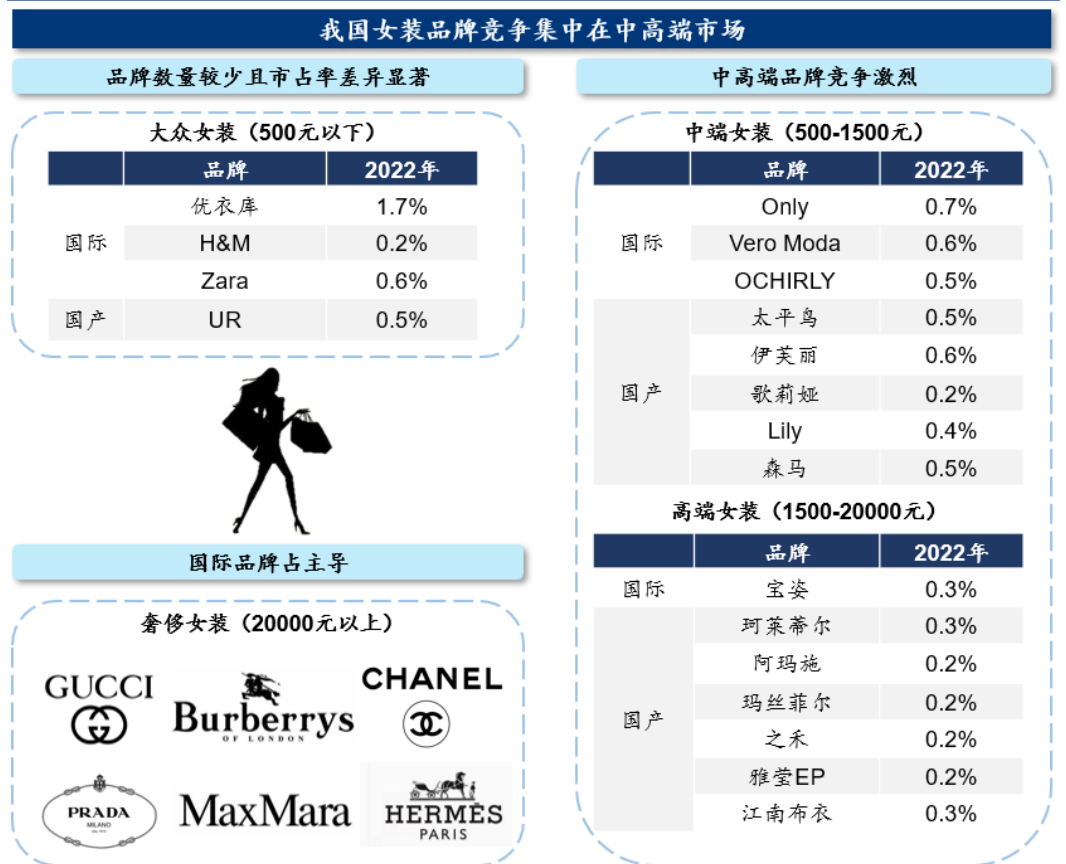
资料来源：Euromonitor, 华泰研究

我国女装行业的发展趋势：

**趋势一：女装品质需求持续上升，中高端占比稳步提高。**据 Euromonitor 数据，我国中高端女装(500元-20000元)在女装总销量中占比从2014年的28.1%上升至2023年37.4%，主因随着女性经济社会地位提升，薪资水平增长以及悦己需求等驱动，对服装也提出了更高的要求，带动中高端女装需求持续释放。

从品牌结构的角度看，我国中高端女装市场竞争激烈，整体呈现分散化竞争格局，该部分品牌的消费群体对于服装风格偏好差异明显且变化较快，单一品牌难以长期占据用户心智。

图表96：我国女装品牌竞争集中在中高端市场



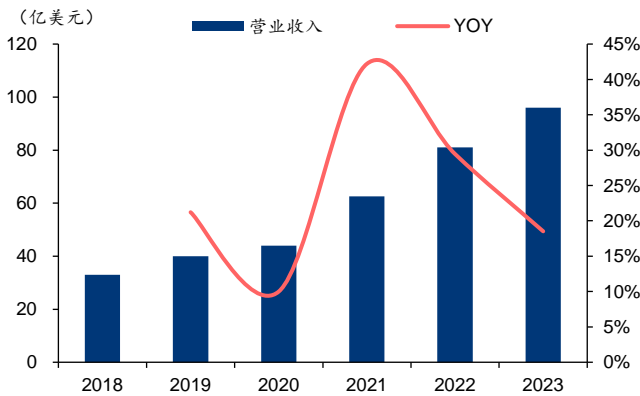
资料来源：知衣科技、Mob 研究院《2023年中国中高端女装消费洞察报告》(2023.3.6)，Euromonitor, 华泰研究

**趋势二：线上渠道占比持续上升。**在渠道端，当前中高端女装的线下百货商场及专卖店仍为主要消费渠道，但线上渠道占比已从 2019 年的 5.1% 上升至 2023 年 15.7%，线上增速快于线下。

**趋势三：服装需求转向功能性、多样性。**随着居民生活健康意识等增强，女性消费者对服装产品的功能性、多样化需求也进一步提升，2014-2023 年 Lululemon、耐克等国际品牌，以及安踏、李宁等国内品牌的运动女装市场份额上均有不同程度的上升。

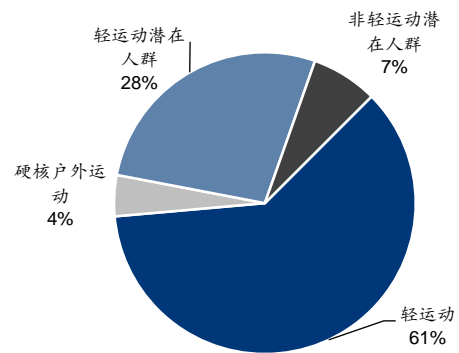
**如近年来兴起的轻运动，带动了功能性女装需求释放。**轻运动是指负荷小、简单易行的运动方式集合，包括跳舞、飞盘等中低强度的运动项目。相比传统健身，轻运动更适合女性，目前女性群体已成为轻运动受众最广人群，且我国轻运动服装品牌渗透率较低。**从品牌定位看：**相较于传统运动品牌的大众路线，轻运动品牌致力于占据中高端市场消费者心智，客群对品牌要求更高的同时具备较强用户粘性，目前轻运动品牌主要集中在一二线城市，低线城市渗透率尚有较大空间；**从产品看：**相较于传统运动品牌以运动鞋、运动套装为主的产品，轻运动品牌主打瑜伽裤、运动内衣等同时兼具功能、时尚与塑形的产品，具备差异化竞争市场。

图表97：2018-2023 年 Lululemon 营收及增速



资料来源：Wind, 华泰研究

图表98：户外运动人群分布 (2023 年)



资料来源：36 氪, 华泰研究

## 个人护理：卫生巾市场价增量稳，外资占主导国货正崛起

### 我国女性卫生巾市场规模超千亿，价增量稳

据中国造纸协会生活用纸专业委员会发布的中国生活用纸年鉴数据，2017年我国卫生巾渗透率已达100%趋于饱和，女性个护卫生巾行业进入稳健发展期，当前市场以价格增长为主要驱动因素。据Euromonitor数据，2023年国内卫生巾市场规模为1021亿元，同比+3.1%，2010-2023年CAGR为7%。

**销量趋于稳定：2017年卫生巾销量触顶后趋于稳定。**2023年我国女性人口数为6.9亿，同比-0.05%；国内卫生巾市场零售量在2017年触顶，达到1208.82亿片，之后持续稳定在1200亿片左右。

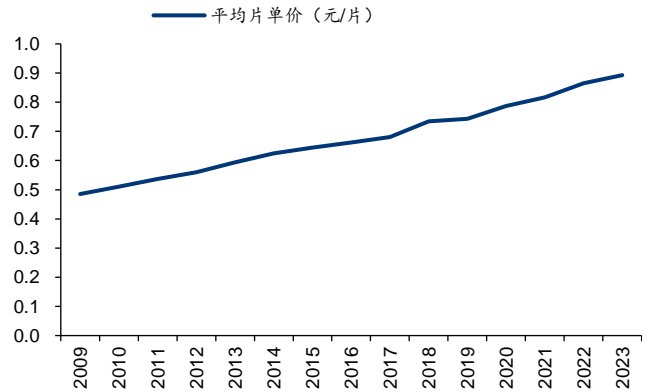
**单价稳步提升：2009-2023年卫生巾单价实现CAGR+4.4%的稳步增长。**据Euromonitor数据，2009-2023年卫生巾平均片单价由0.49元/片增长至0.90元/片，品类消费升级驱动市场扩容，未来中高端产品占比提升仍有望带动卫生巾平均片单价进一步上升。

图表99：国内卫生巾市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华泰研究

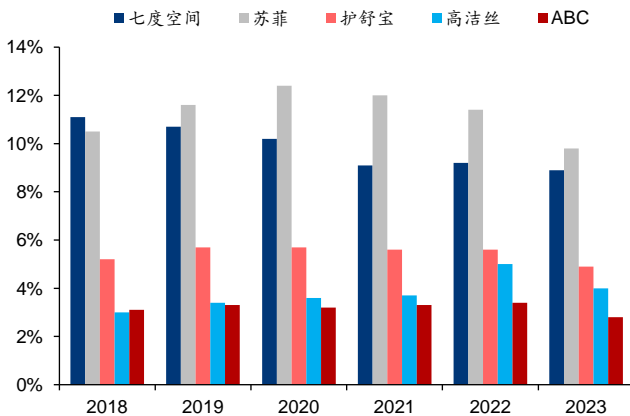
图表100：国内卫生巾平均片单价



资料来源：Euromonitor，华泰研究

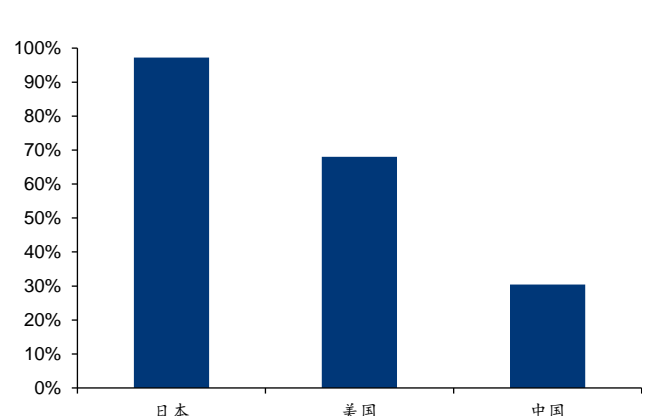
**竞争格局：外资品牌占据主导，国货品牌逐步发力，行业集中度有较大提升空间。**美日两国卫生巾市场起步早，因此外资品牌较早进入中国市场，并在品牌、产品、渠道等方面具备先发优势，拥有较稳固的消费客群。据Euromonitor数据，2018-2023年间我国前五大卫生巾品牌格局相对稳定，其中七度空间及ABC为国产，外资品牌仍占据主要市场，2023年我国卫生巾行业CR5为30.4%，同比下降4.2pct；对标海外成熟市场，2023年美国/日本卫生巾企业CR5分别为68.0%/97.2%，我国卫生巾行业市场集中度或有较大提升空间。

图表101：2023年国内卫生巾市场品牌市占率



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表102：2023年中美日三国卫生巾市场CR5



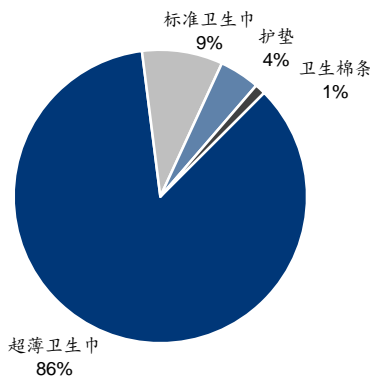
资料来源：Euromonitor，华泰研究

**我国个护卫生巾行业的发展趋势：**

**趋势一：必选消费属性突出+消费者粘性强，中长期提价升级逻辑顺畅。**卫生巾是个护用品领域内很好的消费品种，中长期提价升级逻辑顺畅：1) 一方面，卫生巾对于女性来说具备较强的必需消费属性，客单价不高因而消费者对价格并不敏感，即便在居民消费信心有待进一步复苏的大环境下，该品类需求受到的冲击也较为有限；2) 另一方面，卫生巾具备较强的消费粘性，事关女性卫生健康，体验大于价格，消费者在养成使用习惯后一般不愿更换品牌，且愿意接受产品在功能/材质/形态等方面的微创新，由此更易形成品牌溢价并推动消费升级。2022年恒安国际/稳健医疗/百亚股份公司整体毛利率分别为34.0%/47.38%/45.11%，而卫生巾销售毛利率分别为66.8%/63.3%/50.49%，盈利水平明显高于公司其他个护产品。

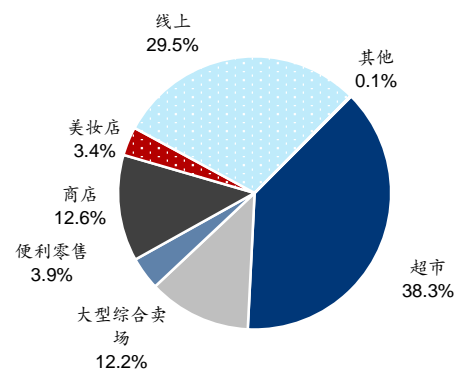
**趋势二：国货品牌崛起，推动产品向中高端升级，线上线下加速拓展。**目前我国卫生巾市场玩家众多，头部苏菲、高洁丝、护舒宝等外资品牌通过领先的品牌和渠道优势、丰富的产品矩阵等坐拥稳定客源。本土卫生巾品牌选择顺应国内消费趋势：一方面切入中高端卫生巾赛道，基于使用场景(例如睡眠/裤型等)或附加功能(例如抑菌/抑制异味/呵护敏感肌)等进行产品升级；另一方面，积极发力线上渠道，通过传统电商平台并结合抖音等直播电商平台进行引流，完成销售的同时并实现品宣，反向赋能线下渠道开拓，助力品牌走向全国。**建议关注受益于个护领域消费升级、渠道端线上线下积极拓展的女性个护用品龙头。**

图表103：2023年各类型卫生巾产品国内市占率



资料来源：Euromonitor，华泰研究

图表104：2023年国内卫生巾营收渠道拆分



资料来源：Euromonitor，华泰研究

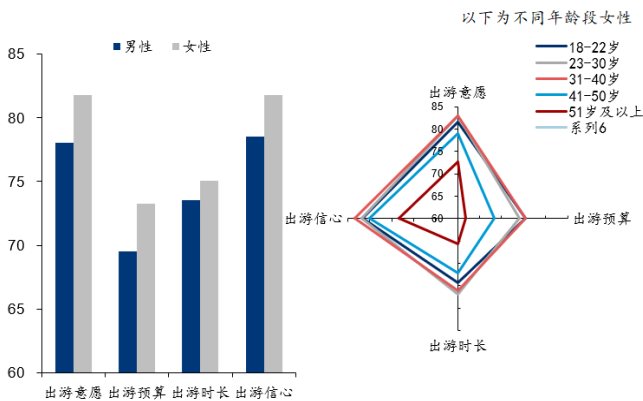
## 旅游酒店：需求细分渠道下沉，业态融合场景创新

女性是文旅消费的核心客群，出游意愿、时长、频次和消费支出均高于男性

2023年国内文旅消费近5万亿元，女性对体验型消费和情绪价值需求较高。据文旅部数据，2023年国内出游人次48.91亿/yoy+93.3%，国内游客出游总花费4.91万亿元/yoy+140.3%，为2019年同期的86%。2024年春节国内旅游人次yoy+34.3%，较2019年同期+19.0%；总花费yoy+47.3%，较2019年同期+7.7%，1Q24全国居民出游意愿指数环比+1.11pct，良好开局验证旅游需求韧性，文旅市场高景气度有望贯穿全年。文旅部预计24年国内旅游人数将超过60亿人次，国内旅游收入有望突破6万亿。（中国旅游研究院《2023年中国旅游经济运行分析与2024年发展预测》（2024.2.11））

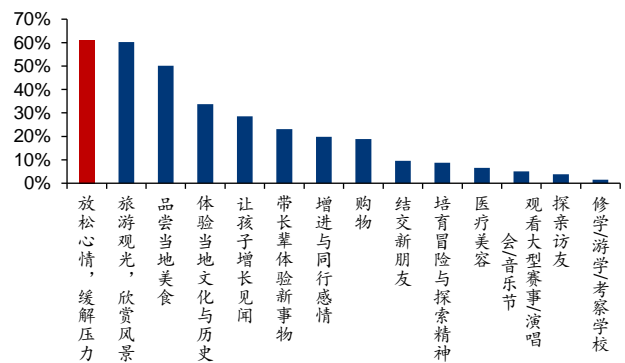
女性在家庭旅游决策上也具有较强的主导权，据同程旅行《2022年女性旅行报告》数据，女性决策下单的旅游订单占比超过70%，“她旅游”彰显充裕的发展潜力。2023年2月-2024年2月，携程平台女性整体旅游订单同比增长逾14倍，近一年旅行次数达2次以上的消费者占比为72%，人均旅游消费高于男性7.7%。

图表105：2023出游态度指数对比



资料来源：HCR 慧辰数据，华泰研究

图表106：女性旅行用户的旅行目的（2024.02，n=606）

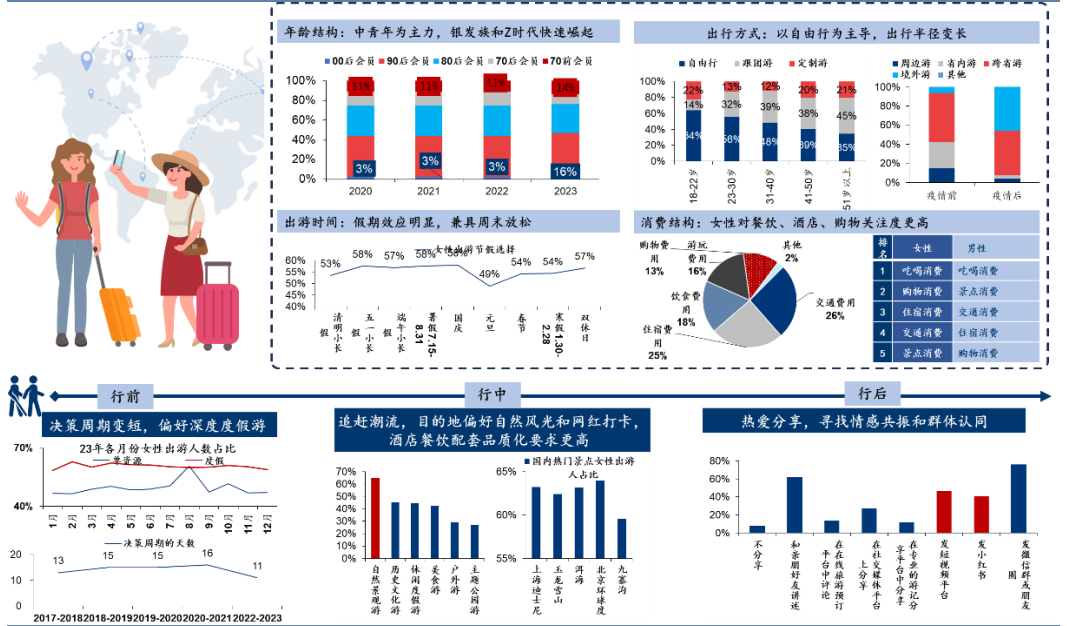


资料来源：携程《2024年携程女性旅行消费洞察报告》，华泰研究

消费人群画像：打破年龄边界，崇尚自由行。年龄层面，80-90后女性是消费主力，2023年会员量占途牛、美团、同程平台女性总会员的72%（中国旅游协会妇女旅游委员会，本段同），此外00后和70前女性人群会员量较2021年分别+13/2pct，Z世代和银发群体旅行消费潜能加速释放。出游方式和时间选择层面，女性更青睐自由行（占比达50%），旅游消费呈向假期集中趋势，存在假日经济效应。

女性愿意为场景和情绪价值付费，需求多元化，旅游目的地偏好自然风光和网红打卡，对住宿、餐饮品质要求更高。女性出游时更加钟情自然，2023年女性自然景观游订单占比64.7%，位居第一。网红目的地打卡也是女性出游的必要环节，国内热门景点TOP10女性出游人次占比均高于59%，高于男性。此外，相较男性，女性对餐饮和住宿配套的品质化和精细化服务更加注重。85.3%的女性表示当地特色食品是通常选择的对象，39.1%的消费者愿意为高品质住宿买单，较男性占比高3.4pct（携程，2024.2）。

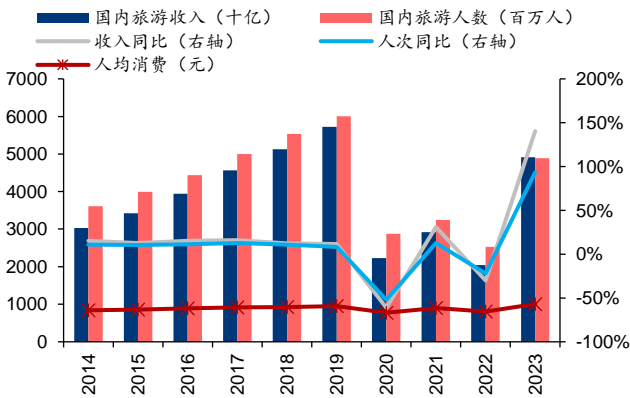
图表107：女性旅游人群画像



注：图中所有数据时间为 23.1-23.12，OTA 样本来自同程、途牛、美团  
资料来源：中国旅游协会妇女旅游委员会《“她旅游”：新时代女性旅游消费需求 and 行为特征研究报告》(2024.3.11)，华泰研究

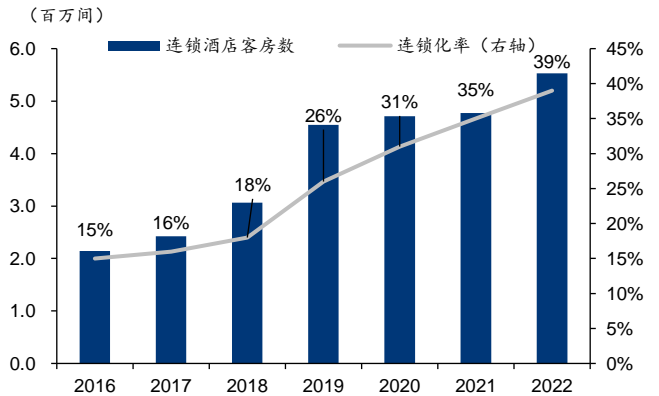
**文旅竞争格局：**景区有赖于自然资源禀赋和历史文化底蕴，壁垒相对较高，主要为区域间竞争，全国化演艺和主题公园龙头布局较早，综合运营能力较强，先发优势突出；酒店进入存量高质量发展时代，大连锁集团品牌/流量/管理能力突出，或持续受益集中度提升，抢占市场份额。2022 年酒店连锁化率（客房口径）达 39%/较 19 年+13pct，CR5 为 35%/较 19 年+4pct（CCFA）。

图表108：国内出游人次/收入/人均支出，2014-2023



资料来源：文旅部，华泰研究

图表109：中国连锁酒店规模及连锁化率，2016-2022



资料来源：中国饭店业协会&盈蝶咨询，华泰研究

**我国文旅行业的发展趋势：**

**趋势一：需求细分，渠道下沉，从“景点观光游”向“休闲度假、深度体验游”切换，构建旅游新生态。**需求方面，与走马观花式的传统观光游相比，新复苏阶段消费者更加偏爱互动、体验式、个性化的休闲度假游，以寻求情绪释放，为品质和体验买单。据中国旅游协会妇女旅游委员会《“她旅游”：新时代女性旅游消费需求 and 行为特征研究报告》(2024.3.11)数据，选择度假旅游方式的女性占比达 60.52%，明显高于单资源旅游 (48.6%)，78% 的受访者认为体验感是衡量休闲品质高低的重要标准 (中旅研究院，2024)。需求细化分层催生新场景、新产品、新业态。例如，年轻人追捧的“特种兵旅游”“Citywalk”、新家庭青睐的“研学游”、银发族偏好的“康养游”。



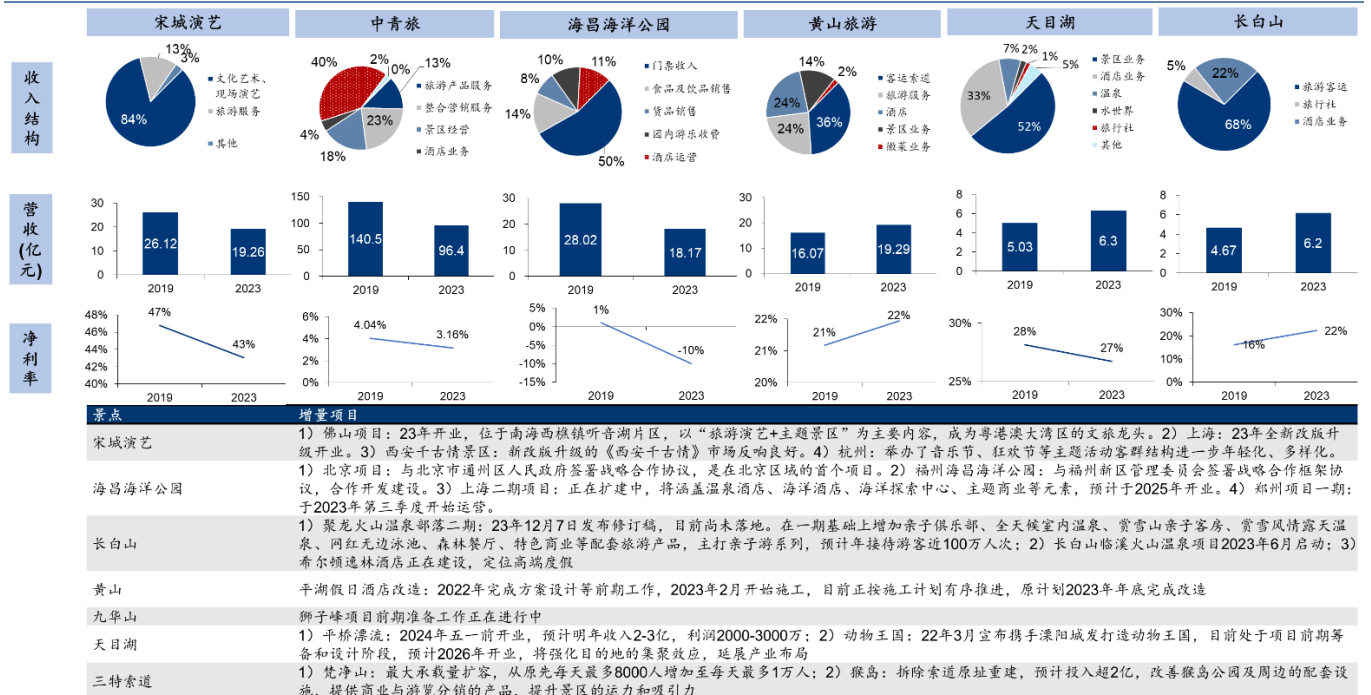
渠道方面，一方面顶层设计强化，目的地以区域城市为单位政府牵头积极引流，打造现象级热点，如“淄博烧烤”“天水麻辣烫”等，另一方面小红书等平台渗透率提升，重塑“全民种草”旅游新模式。据文旅部，五一假期（24.5.1-5.5）国内旅游出游人次/总支出/人均花费为19年同期的128/114/89%。出游率表现靓丽，人均花费理性回归，旅游下沉化趋势更加明显。据携程《2024五一假期旅行总结》（2024.5.5），安吉等热门县域市场旅游订单同比+36%，增速跑赢一二线城市。我们认为，低线城市“反向旅游”兴起是消费呈现个性化，居民需求更加关注悦己、体验感的具体映射。展望未来，自上而下与自下而上合力更加精准迎合了消费者多元化需求，有望共同推进旅游市场理性繁荣，“小而美”的低线市场和县域空间有望成为新兴增长点，相应区域的文旅上市公司有望获得主题性投资机会。

**趋势二：业态融合场景创新，从“门票经济”向“综合产业经济”转型。**旅游理性繁荣阶段，我们认为增长引擎将从“需求侧”转向“供给侧”，由旅游者来定义旅游景区，景点度假村、酒店餐饮、零售文创等配套融合发展，二次消费接棒门票成为目的地主要收入来源已是大势所趋。近年来艺术文化、AI科技与旅游的深度融合持续优化供给，大幅提振了旅游产品创新和场景营造能力。

业态融合场景创新的两大主流模式：1)“景区+酒店”，深耕复合型目的地。伴随体验型需求升级，酒店不仅是歇脚之所，更是度假空间的延伸，有利于改善游客体验，提振客单价。例如，长白山希尔顿逸林酒店、天目湖御水温泉系列酒店等全新酒店产品，打造多样体验活动和全链路精细化服务，适配亲子游、冰雪游等热点，有效提振了场景和服务的变现能力；2)“演艺+旅游”，衍生夜游经济等新场景。据中国演出行业协会，9M23全国各类演出场次累计达34.24万场，演出累积观演人次达1.11亿人次，全面超越2019年全年水平，越来越多消费者愿意为体验和情绪价值买单。部分龙头企业捕捉到演艺、沉浸式项目对游客的吸引力，积极通过升级原景区、创设新项目来夯实接待能力。例如宋城演艺推出夜游+电音节项目，九华山推出文宗古村田园综合体，海昌推出奥特曼体验馆，泡泡玛特进军城市乐园。

综上，我们认为存在新项目增量，内容升级迭代能力较强的景区、酒店龙头公司，将更具具备长期成长性。

图表110：景区龙头公司经营情况一览



注：宋城演艺采用的剔除花房减值的净利润

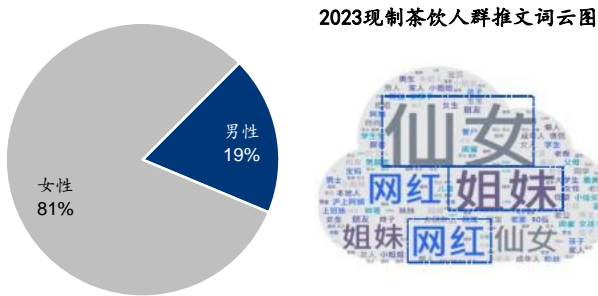
资料来源：各公司公告，华泰研究

### 茶饮火锅：“舌尖社交”提升幸福感，加码下沉走向全球

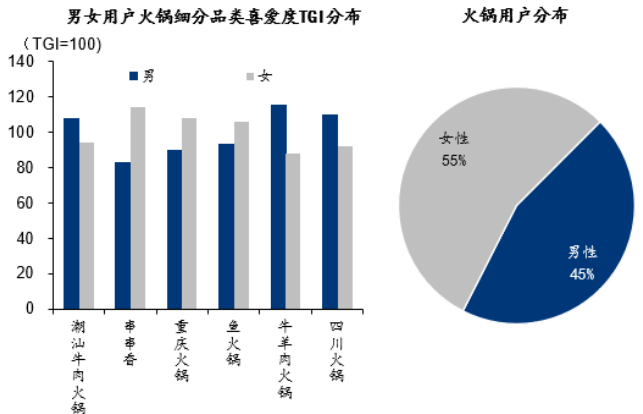
“她”之小确幸，提升幸福感，女性用户占比较高

现制茶饮和火锅通常为多人分享场景，附带社交属性，是女性偏爱的体验式消费。同时茶饮含糖量较高、含有茶多酚，火锅亦多为辣味，二者产品都具备一定程度的上瘾属性，容易刺激多巴胺分泌，提升消费者的幸福感和满足感，因此深受女性消费者青睐。据魔镜观察，2023年现制茶饮女性消费者显著高于男性（占比达81.2%），“姐妹下午茶”是年轻女性拉近情感距离的热点话题。另据美团和中国饭店协会《2023 火锅品类发展报告》，女性火锅用户占比达55%，高于男性，且更加偏爱串串香、重庆火锅和鱼火锅品类。

图表111：现制茶饮用户人群分布



图表112：火锅用户人群分布



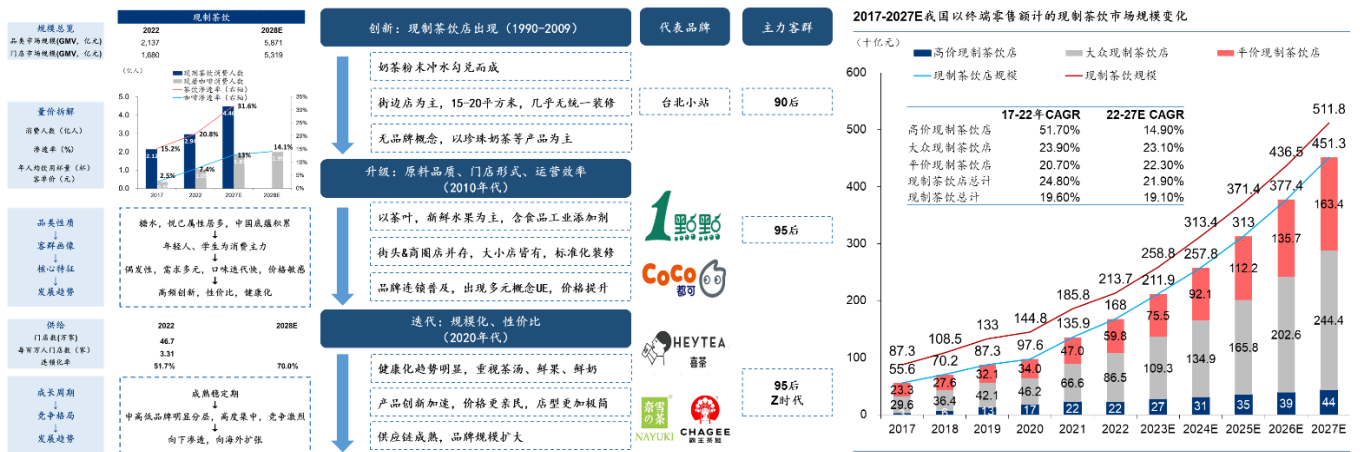
资料来源：魔镜观察《2023 现制茶饮行业市场机会点研究报告》，华泰研究

注：近1年到店餐饮支付过火锅的用户，2022.10-2023.10  
资料来源：美团&中国饭店协会《2023 火锅品类发展报告》，华泰研究

**茶饮市场规模：我国现制茶饮业态发展成熟，连锁化程度较高，供需协同驱动市场规模持续扩张。**我国现制茶饮90年代从港台传入，历经以粉末冲泡野蛮生长时代，由一点点等品牌完成规范化市场教育，喜茶、奈雪的茶等新茶饮升级产品和空间，当前规模已超千亿元。据灼识咨询，2022年我国现制茶饮市场规模（终端GMV）2137亿，现制茶饮店规模达1680亿，2017-22年CAGR为24.8%/19.6%，预计到2028年我国现制茶饮店市场规模将提升至5319亿，2022-27E年CAGR为21.2%。

**拆分量价看，2022年中国现制茶饮消费人数为2.95亿，人均饮用杯量为9.1杯，灼识咨询CIC预计2027年人均饮用杯量将提升至22.8杯，2022-27E年CAGR为20.2%，客单价则伴随性价比消费趋势延续，从2022年的16.6元/杯小幅下降至15.8元/杯。**

图表113：中国现制茶饮市场规模，2017-2027E

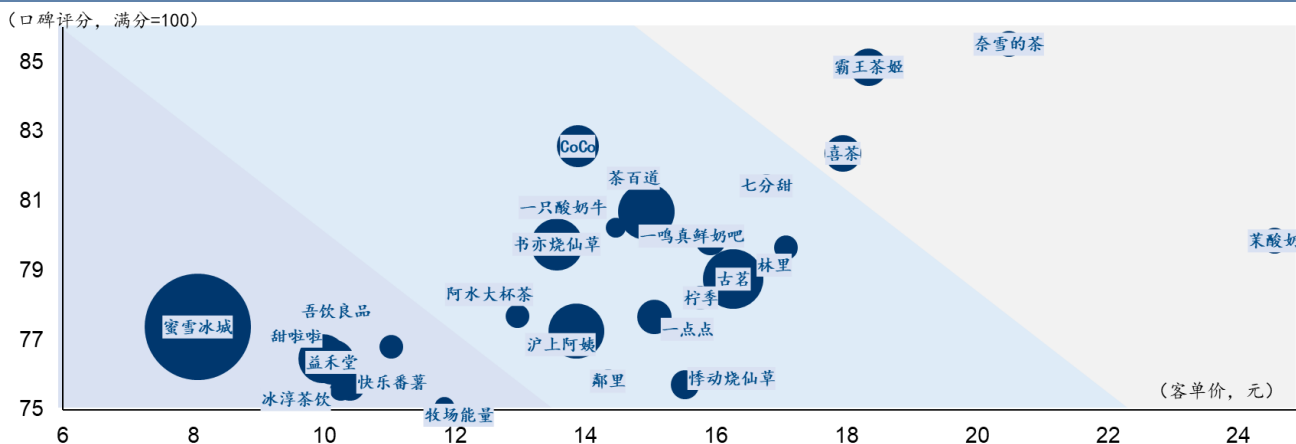


资料来源：蜜雪冰城招股书，古茗招股书，灼识咨询，华泰研究

**茶饮竞争格局：连锁化率持续提升，三大价格带市场格局初定，CR3 近 50%。**灼识咨询预计 2027 年现制茶饮连锁化率将从 2022 年的 52% 上升至 70%，格局上看，国内茶饮行业已形成相对稳定的高价/大众/平价三层金字塔格局，不同层次在产品、价格上形成明显区隔，以满足多元化需求。据灼识咨询，2022 年高价/大众/平价茶饮店市场规模为 217/865/598/ 亿，占比为 13/51/36%。

**集中度层面，现制茶饮市场已实现高度集中，头部效应突出。**据灼识咨询，9M23 零售额、出杯量口径茶饮 CR3 分别为 46.3%/64.8%，高于同口径现制饮品（现制饮品指区别于预包装饮料的饮品，包含现制茶饮、现磨咖啡、现制果饮、冰淇淋和酸奶等）CR3 的 24.8%/45.5%。不同品牌在价格定位、主打产品、区域扩张侧重等方面形成差异，但产品同质化仍较为普遍，同价格带品牌区分度不高。未来随着不同品牌、不同区域间的现制茶饮公司互相渗透，我们预计市场竞争将会加剧。

图表114：中国现制茶饮头部品牌图谱



品牌	创立时间	优势区域	门店数量	覆盖城市	品牌特色	一线及新一线城市市门店数占比	二线及以下城市市门店数占比	商业模式	门店面积	单店投资额 (万)	客单价 (元)
蜜雪冰城	1997	郑州、山东、江苏	29,000	364	全国品牌，下沉市场有优势	25%	75%	加盟	15-60m <sup>2</sup> , 20m <sup>2</sup> 为主	20-30	8
古茗	2010	浙江、福建、广东	8,578	198	华南市场渗透最深	21%	79%	加盟	标准店30-50m <sup>2</sup> 大店70-80m <sup>2</sup>	35-55	16
茶百道	2008	四川、江浙沪	7,500	343	以性价比差异化抢占江浙沪市场	39%	61%	加盟	30-50m <sup>2</sup>	39-62	15
沪上阿姨	2013	山东、广东、安徽	7,300	343	主攻华北、华南二线城市	30%	70%	加盟	20-80m <sup>2</sup>	17+	14
喜茶	2012	江浙沪、广东	3,300	303	江浙沪密度高，一二线城市品牌优势	39%	61%	直营+加盟 加盟占比72%	加盟店50/80m <sup>2</sup> 直营店100-150m <sup>2</sup>	50	18
奈雪的茶	2015	广东、江浙沪	1,700	168	广东密度高，一二线城市品牌优势	70%	30%	直营为主，加盟有望提速	90-170m <sup>2</sup>	100	20

9M23 头部现制饮品品牌竞争格局（以零售额出杯量为口径）

零售额口径	现制饮品		现制茶饮		出杯量口径	现制饮品		现制茶饮	
	整体	整体	平价茶饮	中端茶饮		整体	整体	整体	整体
蜜雪冰城/幸运咖	11.2%	20.0%	58%		蜜雪冰城/幸运咖	32.7%	49.5%		
古茗	4.5%	13.8%		16.40%	古茗	5.5%	8.6%		
茶百道	4.0%	12.5%		14.80%	茶百道	4.2%	6.7%		
CR3	24.8%	46.3%			CR3	45.5%	64.8%		
CR5	33.3%	54.6%			CR5	52.7%	74.4%		

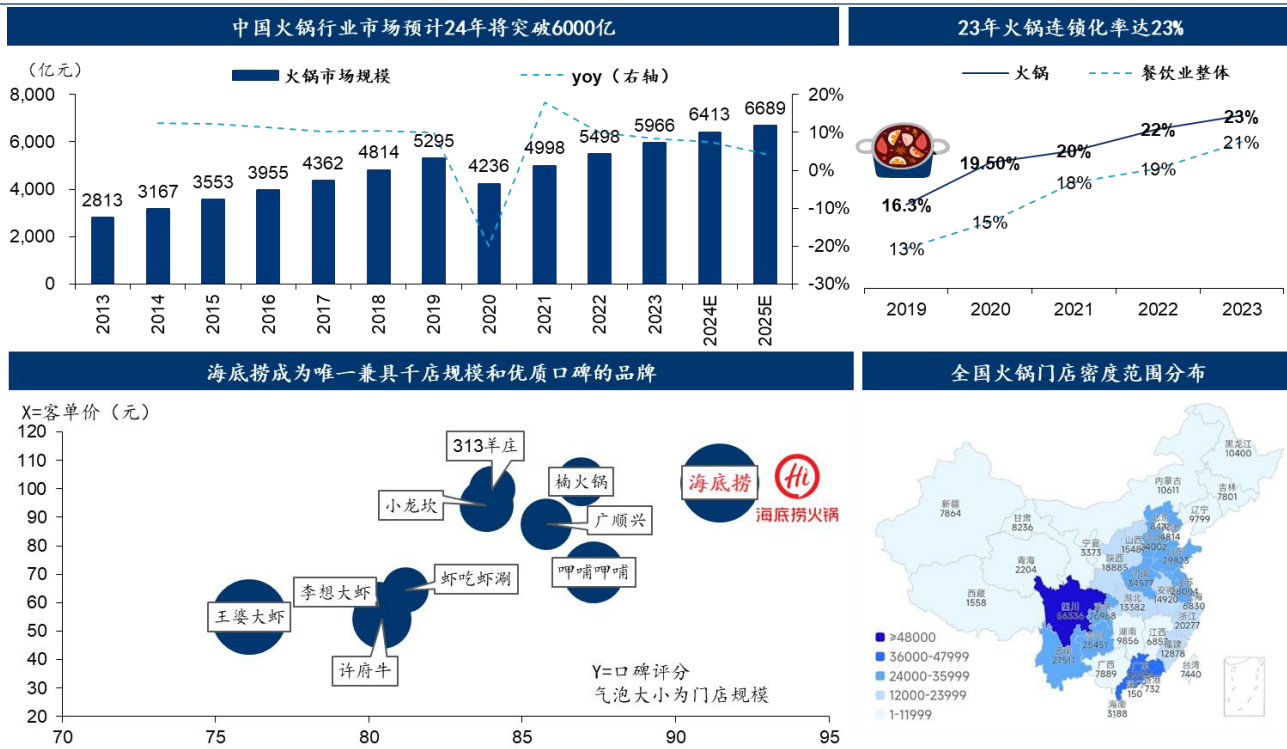
注：上方图表 Y 轴为口碑评分、X 轴为客单价，数据来自 2024.01 窄门餐眼。第二张表门店数量、覆盖城市来自窄门餐眼，单店 GMV 和客单价来自蜜雪冰城招股书，单店投资额来自公司官网，市占率来自蜜雪冰城招股书的灼识咨询数据  
资料来源：灼识咨询，窄门餐眼，蜜雪冰城招股书，华泰研究

**火锅市场规模：火锅市场空间大，增速稳，是餐饮业的常青赛道。**火锅口味多元，具备社交属性，属于低频刚需型消费，需求韧性驱动赛道保持稳健增长。据艾媒数据，2023 年中国火锅行业市场规模达 5,966 亿（销售额空间），预计 2024 年将突破 6000 亿，2013-23 年市场规模 CAGR 达 7.8%，略高于餐饮行业整体（7.6%）。分品类看，川渝火锅（包括四川/重庆/串串香火锅等）受众最广，门店数占全国行业总规模的 38.4%，粤式火锅、云贵火锅 2023 年崭露头角，占比分别提升至 12.4/3.6%（NCBD，2024）。

**火锅竞争格局：相比于其他餐食品类，火锅对厨师依赖性较小，更易实现规模化 and 标准化，是孕育大型连锁品牌的沃土，但品牌集中度仍存较大提升空间。**据美团数据，火锅连锁化率从 2019 年的 16% 提升至 2023 年的 23%（门店数口径），近 5 年增速略（7pct）低于餐饮业整体（8pct），行业入局者众多，竞争激烈，新进入品牌通过聚焦单品类，专注特色 SKU 等进行差异化竞争。

集中度层面，中国火锅公司 CR5 仅 7.9%（沙利文，2020 年收口径），1Q24 全国在营门店总量达 51.2 万家（窄门餐眼），千店规模以上品牌仅有海底捞（1361 家）、王婆大虾（1258 家）。价格竞争重塑头部格局，大浪淘沙之下老牌连锁彰显穿越周期的品牌韧性。

图表 115：中国火锅行业市场规模及头部品牌情况一览



资料来源：艾媒咨询，美团，中国饭店协会，窄门餐眼（2024.4.24 更新），华泰研究

我国茶饮火锅行业的发展趋势：

**趋势一：渠道下沉加密，低线城市尚有提升空间，有望贡献新增长点。**下沉市场生活成本相对更低，闲暇时间多，但连锁火锅和茶饮供给尚不充分，消费有挖掘潜力。据灼识咨询，2022 年三线及以下城市的现制茶饮店门店密度仅 247 家/百万人，较一线城市的 460 家/百万人仍有 1.86 倍提升空间。据窄门餐眼，2023 年三线及以下城市火锅店密度为 301 家/百万人，较一线城市的 374 家/百万人仍有 24% 提升空间。美团数据显示，2023 年下沉市场火锅团购订单量 TGI 最高，达 114，增长动能充裕。

**趋势二：餐饮出海外拓，连锁龙头脱颖于国内激烈竞争，在产品推新、供应链、管理效率等维度上竞争优势明显，在海外或实现降维打击快速开店。**海外中餐和茶饮仍处于萌芽期，市场空间广阔，但具备跨区域连锁经营能力的企业较为稀缺，2022 年东南亚现饮消费量在饮用水分摄入量总量中的占比仅为 1.1%，显著低于发达市场 (vs. 日本 13.1%)。2021 年仅 13% 的中餐品牌在海外拥有 10+ 家门店（沙利文），我国龙头餐饮品牌在国内已率先开启数字化、工业化变革，多年沉淀打磨的成熟运营模式，具备高标准、低成本、高回报的优势，有望对海外初代市场进行整合，持续抢占市场份额。

我们认为现制茶饮和火锅两大赛道中长期空间广阔，但阶段性仍面临需求细分、内卷加剧等困境。一方面，现阶段消费者对食材品质和性价比提出更高要求，更加考验品牌供应链功底和洞察消费者变化的产品迭代创新能力；另一方面，头部品牌集体开放加盟，引领餐饮行业走向轻量化扩张时代，渠道下沉和海外市场将是未来发展的战略要地，连锁品牌正凭借更优质的运营模型加码向下和向外拓展，对存量单体店形成降维打击，但品牌价值变现和存续能力仍取决于公司的综合精细化管理能力。我们建议关注切入大众普适性需求，底层供应链实力较强，运营效率高的头部火锅和茶饮公司。

## 宠物消费：“她经济”中的“它”消费，景气向上长坡厚雪

### “它”消费蓬勃发展，为萌宠买单已成女性消费热点

在“情感陪伴”等需求驱动下，为萌宠买单已成为目前女性群体的消费热点。据京东消费及产业发展研究院 2022 年数据，2022 年中国宠物行业消费者人群画像中，女性消费群体占比高达 62.3%，萌宠在女性生活中充当的角色是“家人”、“孩子”，是在快节奏生活中女性的情感陪伴。

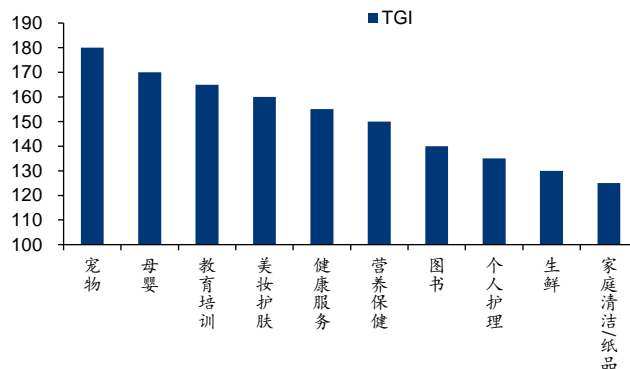
在 2022 年京东女性消费偏好前十品类中，宠物已成为女性消费关注度最高的品类。相较于男性而言，女性消费者更贴合精细化养宠新趋势，在“悦己型”消费等带动下，“它”消费有望持续高景气度。

图表 116：2022 年中国宠物行业消费者人群画像



资料来源：京东消费及产业发展研究院，华泰研究

图表 117：2022 年京东女性消费偏好前十品类



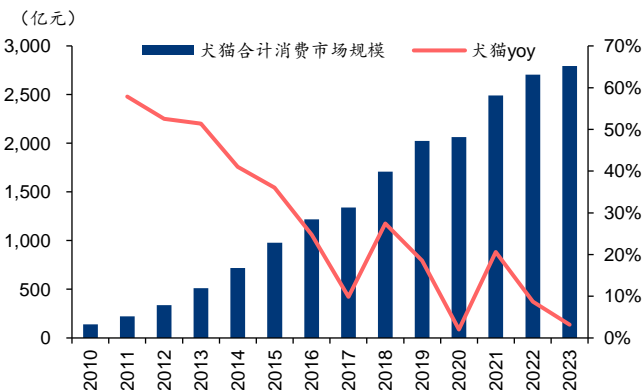
注：图中数字为 TGI 指数（目标群体指数），超过 100 则代表该类用户对某类问题的关注程度高于平均水平

资料来源：京东消费及产业发展研究院，华泰研究

我国宠物行业蓬勃发展，2023 年市场规模约 2793 亿元。人口结构变化（出生人口同比下滑、结婚率下跌、老龄化率提升等）及爱宠意识提升共同推动我国宠物行业规模持续成长。据派读宠物行业大数据平台 23 年 12 月发布的《2023-2024 中国宠物行业白皮书》数据，2010 年至 2023 年我国宠物行业市场规模 CAGR 高达 26%，高于社会零售额同期增速 16.9pct。

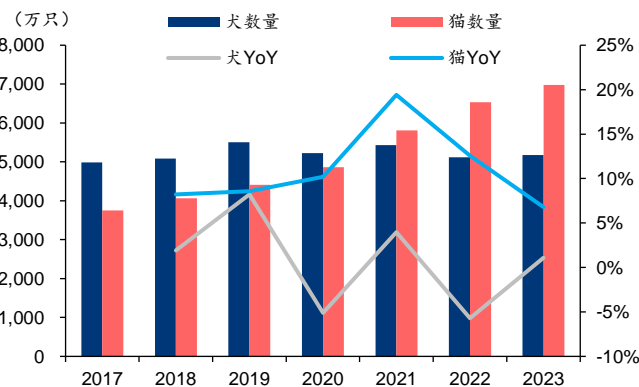
2023 年我国宠物行业市场规模为 2793 亿元，其中猫狗数量同比增长 4.3%（猫数量同比增长 6.8%，狗数量同比增长 1.1%），单宠消费支出约 2298 元，短期受消费大环境影响增速放缓。行业龙头如乖宝宠物 2023 年国内市场营业收入为 28.6 亿元，同比增长高达 39.4%，中宠股份 2023 年国内市场营收亦实现了 20% 的同比增长。

图表 118：我国 2023 年猫狗合计消费市场规模为 2793 亿元



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023-2024 中国宠物行业白皮书》(2023.12.28)，华泰研究

图表 119：猫数量于 2021 年起超过狗数量，成为最受欢迎的宠物之一



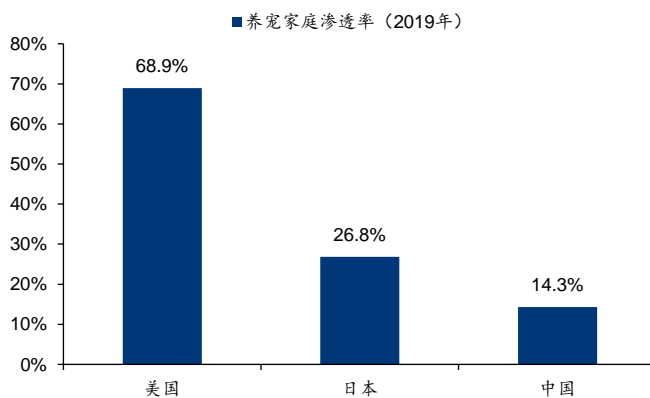
资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023-2024 中国宠物行业白皮书》(2023.12.28)，华泰研究

**我国宠物行业的发展趋势：**

**趋势一：萌宠消费长坡厚雪，消费升级趋势带来量价齐升。**相较于美、日等成熟宠物市场，我国宠物行业在家庭养宠渗透率及单宠支出方面仍有提升空间，未来量价齐升可期。家庭养宠渗透率：美国、日本是我国的 4.82 倍、1.87 倍。单宠支出：美国、日本是我国的 3.77、2.82 倍（2019 年）。

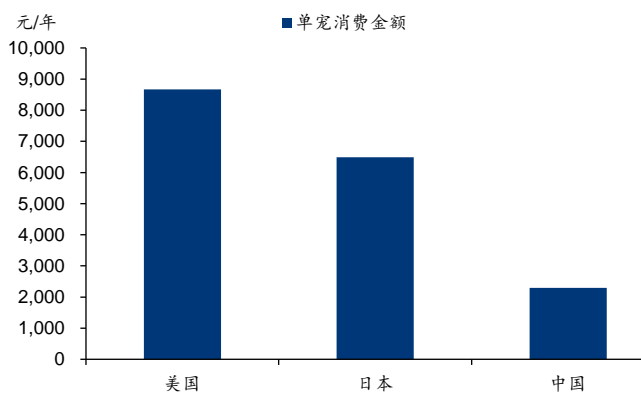
我们预计 2027 年我国宠物行业市场规模或达 4855 亿元，我们按照人口数\*人均养宠量\*单宠消费来对我国宠物行业市场规模进行测算，结合联合国对我国未来人口数的预测以及参考韩国人均养宠量及单宠支出水平，预计 2027 年宠物行业市场规模为 4855 亿元，约为 2023 年的 1.74 倍。

**图表 120：我国养宠家庭渗透率相比于美日仍有差距**



资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023-2024 中国宠物行业白皮书》(2023.12.28)，APPA，弗若斯特沙利文，华泰研究

**图表 121：中国相对于其他发达国家单宠支出仍有提升空间**



注：美国为 2021 年数据，日本为 2022 年、中国为 2023 年  
资料来源：派读宠物行业大数据平台《2023-2024 中国宠物行业白皮书》(2023.12.28)，日本宠物食品协会，APPA，华泰研究

**图表 122：预计 2027 年宠物行业市场规模为 4855 亿元，约为 2023 年的 1.74 倍**

天花板测算	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E	2027E
人口数 (万人)	140011	140541	141008	141212	141260	141175	140967	140817	140667	140517	140367
-人口数 YoY		0.4%	0.3%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
人均养宠量 (每百人)	6.25	6.51	7.03	7.14	7.95	8.26	8.62	9.02	9.42	9.82	10.22
养宠数量 (万只)	8746	9149	9915	10084	11235	11655	12154	12704	13254	13801	14348
-养宠数量 YoY		5%	8%	2%	11%	4%	4%	5%	4%	4%	4%
单只宠物消费水平 (元)	1532	1867	2041	2048	2216	2322	2298	2519	2770	3056	3384
-单宠消费水平 YoY		22%	9%	0%	8%	5%	-1%	10%	10%	10%	11%
人均 GDP (元)	59592	65534	70078	71828	80976	85698	89,358	94273	99929	106424	113874
-人均 GDP YoY		10.0%	6.9%	2.5%	12.7%	5.8%	4.3%	5.5%	6.0%	6.5%	7.0%
单宠消费水平占人均 GDP 比例	2.57%	2.85%	2.91%	2.85%	2.74%	2.71%	2.57%	2.67%	2.77%	2.87%	2.97%
市场规模 (亿元)	1340	1708	2024	2065	2490	2706	2793	3200	3671	4218	4855
-市场规模 YoY		27.5%	18.5%	2.0%	20.6%	8.7%	3.2%	14.6%	14.7%	14.9%	15.1%

注：蓝色为原始数据，红色为假设值，黑色为利用公式计算所得数据  
资料来源：Wind，派读宠物行业大数据平台《2023-2024 中国宠物行业白皮书》(2023.12.28)，华泰研究预测

**趋势二：精细化养宠大势所趋，宠物食品和宠物医疗赛道商业模式优，孕育龙头公司成长机遇。**宠物行业通常细分为宠物食品、宠物用品、宠物医疗及宠物服务等 4 大赛道，涵盖了宠物“育食用行”及诊疗等多领域。参考美、日等成熟市场经验，我们发现宠物消费的精细化、拟人化特征明显，产品呈现智能化、单品价值更高，未来伴随我国精细化养宠趋势不断推进，我国宠物食品、宠物医疗市场具备较高的增长潜力。具体而言：

1) **宠物食品**贯穿宠物全生命周期，具有高频、刚需及高粘性等特点，《2023-2024 中国宠物行业白皮书》数据显示 2023 年我国宠物食品市场规模为 1461 亿元，占到宠物消费的一半以上；2) **宠物医疗**同样为刚需，同时具备高客单、强壁垒等属性，商业模式优，2023 年我国市场规模为 796 亿元，宠物消费占比为 28.5%；3) **宠物用品**的产品 SKU 多，商品同质化严重；**宠物服务**市场则更为分散，具有明显的区域化特征。

图表 123：2023 年我国宠物行业中，宠物食品、宠物医疗占大头，商业模式较优



资料来源：欧睿，派读宠物行业大数据平台《2023-2024 中国宠物行业白皮书》（2023.12.28），华泰研究

**趋势三：国产替代，品类创新，国货品牌快速成长。**经过 30 多年的发展，我国宠物产业链已较为全面和成熟，企业的数量和质量快速提升，相关企业也从早期的为国外品牌 OEM 代工，逐步进阶为用自有品牌、产品创新来抢占市场。国内企业依托较强的供应链能力，以及设计和研发水平提升，不断提高国货产品的性价比和产品品质，实现了对国外品牌的国货替代，此外针对宠物主养宠过程中的痛点进行的品类创新，也不断激发消费者消费需求。近年来国货宠物食品品牌麦富迪、顽皮等，凭借高性价比、出色的营销运营及研发实力快速崛起，涉及的宠物龙头公司乖宝宠物、中宠股份等，2023 年也实现了经营业绩的持续快速增长，据公司财报及行业数据计算，目前乖宝宠物以 4.8% 的市占率位列国内宠物食品行业 TOP2，仅次于玛氏（市占率 8.7%）。

## 潮玩盲盒：兼具悦己需求和收藏属性的“社交货币”，马太效应显现

### 悦己需求与社交属性激发潮玩盲盒消费

潮玩盲盒产品具有“惊喜感”、“可爱高颜值”、“互动性强”等特点，能满足消费者的悦己需求和社交分享等情感连接。与男性相比女性对可爱、时尚、创意类产品更易产生兴趣，是潮流玩具的主力消费者，据 Mob 研究院《2020 盲盒经济洞察报告》，中国潮玩盲盒消费者中女性占比约 62.6%。

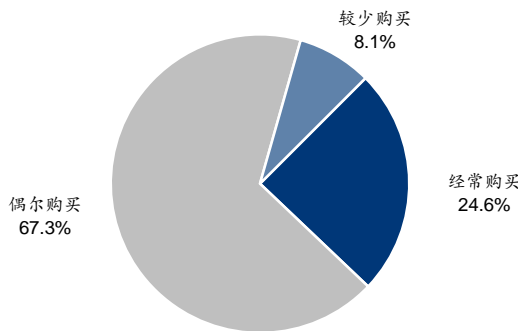
**女性潮玩消费的挖掘潜力大。**据艾媒数据，2022 年中国潮玩女性消费者中仅有 24.6% 经常购买，多为偶尔购买。扭蛋、盲盒、BJD 娃娃为女性最喜好产品，主因其探索惊喜感+收藏分享欲，能满足女性消费者的情绪价值。

1) **扭蛋**：“不确定性”和“收藏意义”带来惊喜和满足。消费者通过投币或插卡的方式随机抽取扭蛋，兼具“不确定性”和“收藏意义”，能够使女性消费者感到惊喜和满足，相较于其他潮玩而言扭蛋价格较低多位于 1~30 元间；

2) **盲盒**：在继承“扭蛋”随机性特点的基础上，进一步强化 IP 形象和社交分享属性，更易激发女性的好奇心和收藏欲；

3) **BJD 玩偶**：其“陪伴”属性有助于缓解压力，带来情感满足，BJD 玩偶能摆出许多接近于真人的姿势，还可以进行换装、换发等“DIY”创作，凭借精致可爱的外形、灵活有趣的肢体动作成功吸引了大批女性消费者。

图表124：潮玩女性消费者大多为偶尔购买（2022 年）



资料来源：艾媒数据，华泰研究

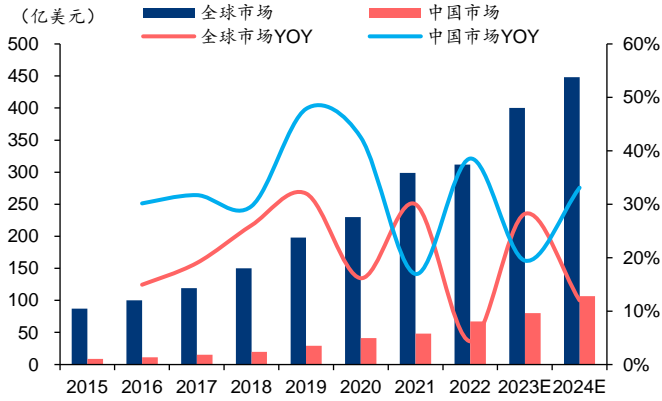
图表125：扭蛋、盲盒、BJD 娃娃等潮玩品类的产品特征（2020 年）

产品	扭蛋	盲盒	BJD 娃娃
			
价格	1~30 元 价格便宜、	30~100 元 价格适中	1000~10000 元 价格高昂
特点	随机和惊喜性 童年回忆	随机和惊喜性 潮流时尚	精美灵活性 陪伴属性
代表企业	泡泡玛特	泡泡玛特	VOLKS、龙魂

资料来源：未来智库，华泰研究

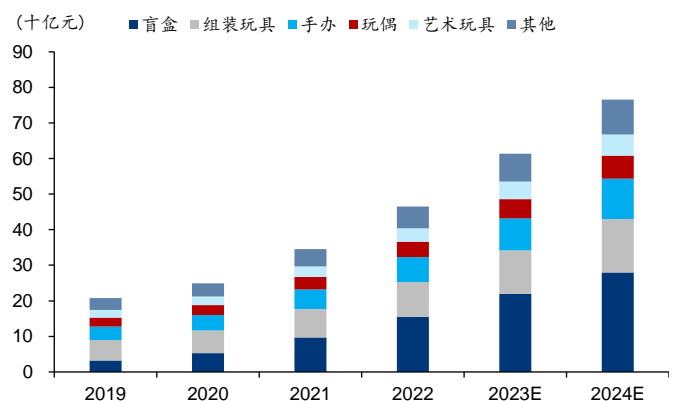
**市场规模：**据沙利文数据，全球潮玩市场规模由 2015 年的 87 亿美元增长至 2023 年的 400 亿美元，CAGR+21.0%，其中中国潮玩市场规模由 2015 年的 63 亿人民币增长至 2023 年的 608 亿人民币，CAGR+32.8%，增速显著高于全球潮玩市场，预计到 2024 年我国潮玩市场规模有望达 763 亿元，占全球市场比重达 23.9%。其中盲盒产品占比有望从 2019 年 15% 持续提升至 2024 年 37%，是主要的潮玩品类。

图表126: 中国潮玩市场规模增速高于全球水平



注: 为确保口径可比, 中国市场规模按人民币兑美元7.12进行折算, 单位统一为亿美元;  
资料来源: Frost & Sullivan, 前瞻产业研究院, 华泰研究

图表127: 盲盒为最主要的潮玩品类



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰研究

我国潮玩盲盒行业的发展趋势

**趋势一: 马太效应显现, 市场份额持续向头部企业集中。**据久谦咨询数据, 1Q24 我国潮玩门店数量约为 2200 家, 较 2022 年的门店数量高位已下降近 50%, 连续 7 个季度出现同比负增长, 显示行业竞争加剧下, 中小玩家开始逐步出清, 市场份额向头部企业集中。

我国 CR3 市场份额约为 24%, 低于成熟市场日本 CR3 的 48% 份额占比, 头部玩家未来提升空间广阔。据创梦天地《IP 衍生品业务介绍》数据, 2020 年日本潮玩市场的万代/海洋堂/乐高市占率分别为 26%/17%/5%, CR3 集中度为 48% 高于中国。此外受益于其成熟的动漫产业, 日本拥有高质量的世界级 IP, 优质的 IP 具有自身的故事背景与内容力, 潮玩龙头通过将潮玩与 IP 相结合, 利用 IP 的影响力与粉丝基础扩大潮玩产品的客户群与市场销售。

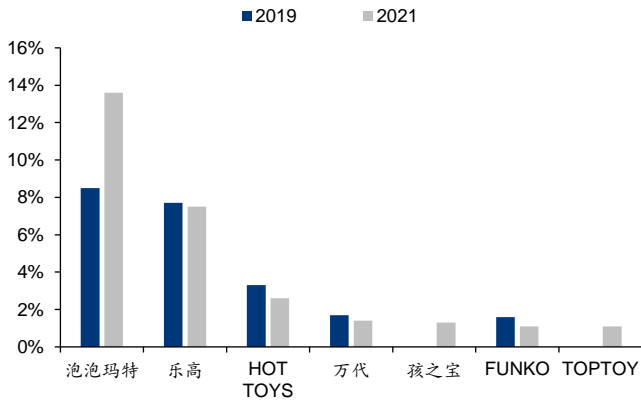
图表128: 中国较日本潮玩市场尚有较大发展空间



资料来源: 前瞻产业研究院《2022 年中日潮玩行业发展对比分析》(2022.09.04), 华泰研究

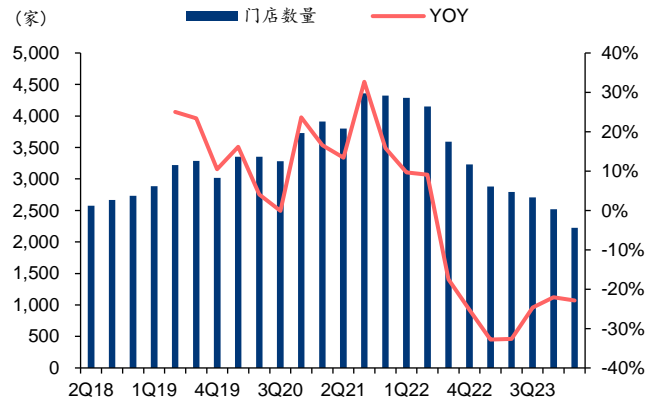
**趋势二: 能覆盖全产业链 (IP 运营、产品设计、品牌、渠道和供应链) 的头部平台型玩家有望强者愈强。**我们认为潮玩盲盒是兼具惊喜体验和收藏属性的“社交货币”, 从消费端看, 潮玩盲盒的购买者更注重 IP 和产品外观, 因此能打通 IP 上下游产业链, 并建立产业链一体化的平台型企业, 将拥有更稳固的竞争壁垒。如国内将潮流玩具和盲盒销售模式相结合的泡泡玛特与名创优品, 均通过自身努力和不断创新, 实现了 IP 运营、产品设计、品牌、渠道和供应链全产业链打通, 经营业绩亦实现持续快速成长, 2023 年泡泡玛特国内收入同比增长 25.7%, 名创优品也实现了国内线下 GMV 同比 39% 的快速增长。

图表129：泡泡玛特市占率持续上升，龙头地位稳固



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

图表130：中小玩家逐步出清，22年以来我国潮玩门店数量出现下降



资料来源：久谦咨询，华泰研究

图表131：泡泡玛特在潮玩行业处于领先地位



资料来源：公司公告，华泰研究

## 家居家电：精致生活悦己消费，智能升级品牌出海

### 女性消费者是家居家电行业的消费主力和成长新机遇

女性追求精致生活和悦己消费，对于能够提升生活品质和生活体验的家居电产品有着极高的兴趣，同时女性在家庭消费决策中也往往扮演着关键角色，因此推出契合女性消费者需求的家居电产品，也是行业的成长机遇所在。近年来，我们看到诸如美容仪、按摩仪、智能清洁电器、母婴小家电和智能家居家纺等产品，以其独特的功能和便利性迅速赢得了女性消费者的认可，这些产品不仅能节省女性消费者的时间和精力，还能够提供智能健康、更加舒适和智能的生活体验。

从品类看：1) 美容仪大单品高客单，国内市场用户结构丰富，各年龄段女性消费者均重视自身颜值需求，日本雅萌通过切入海外大市场收获高增长，也带动了我国美容仪产品的市场教育，渗透率提升空间依旧较大；2) 智能清洁电器助力女性消费者缩短家务时间，也使家居生活更舒适，产品的智能化也推动市场升级；3) 母婴小家电细分领域众多，市场竞争格局较分散，因能够为孩子提供更加安全和健康的照料，也在波动的小家电市场中找到了新的增长点，未来规模及提质均有空间；4) 家居家纺产品，睡眠经济出圈，关注健康的女性消费者推动产品升级。这些品类的产品属性虽有差异，但其中所孕育的投资机会有望随着“她经济”的不断成长而更为旺盛，均是未来掘金“她经济”的重要方向。

图表132：2023H1 受到女性关注的热门家居家电类消费产品特性



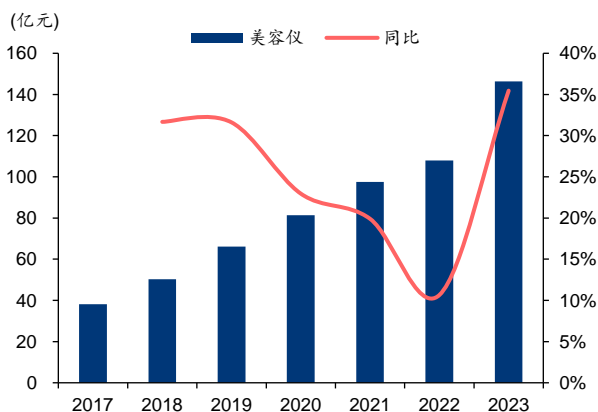
资料来源：魔镜洞察，华泰研究

**美容仪品类：**女性天性爱美，且对美的追求已经不限于传统的美妆护肤类产品，家用美容仪正逐渐成为小家电市场的重要参与者。青眼数据显示，2023 年中国美容仪的市场规模达到 146.3 亿元，且过去几年持续保持较高增长，未来或成为小家电行业中天花板较高的产品类别。

回顾中国家用美容仪器行业的发展历程，行业从受海外领导品牌带动到自主研发驱动，仅仅历经了不到 10 年的时间。2012 年左右，海外部分高端美容仪品牌进入中国市场，开始推动中国美容仪市场教育，2015 年日本雅萌正式进入中国，到 2017 年天猫平台把美容仪器纳入美妆类目，家用美容仪器行业正式步入发展元年，在此后的 2018-2023 年，家用美容仪行业也随着国产美容仪的强势崛起实现了蓬勃发展。

目前国内线上销售的美容仪器市场主要以美容仪、光谱仪产品为主，其中美容仪产品又以射频、声波、微电流、LED 等技术路线推动市场发展。

图表 133: 中国美容仪市场快速扩容



资料来源: 头豹, 青眼数据, 华泰研究

图表 134: 家用美容仪分类

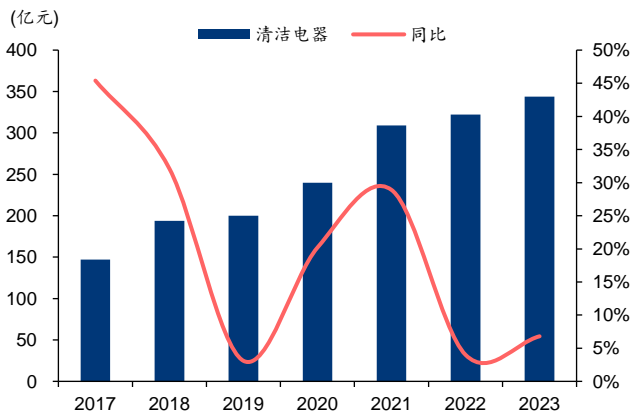
类别	技术原理	功效	产品
RF 射频	RF 射频可直接穿透皮肤, 利用皮肤形成的阻抗作用使细胞分子产生共振旋转从而促进胶原蛋白的再生。	去皱、紧致肌肤等	
声波技术	运用声波原理让美容仪仪器头部或美容仪刷头震动, 实现清洁和按摩的作用。	清洁毛孔、营养导入等	
LED 光照	采用光动力原理, 光线被皮肤吸收后, 光能被转化为细胞内能量, 与肌肤产生化学反应从而促进细胞新陈代谢。	针对性解决皮肤问题	
EMS 微电流	利用弱电流 (每一次脉冲仅需要 96 微库伦), 对肌肉和淋巴产生刺激从而促进血液循环、提高细胞活性从而达到收缩肌肉、去水肿作用。	去水肿、提拉线条等	
离子传导	采用正负离子相互作用, 产生相吸、相斥, 通过离子的等价交换达到护肤目的。	清洁肌肤、补水保湿等	
激光	利用光热作用理论, 适度损伤表皮层进入表皮深层, 使胶原纤维收缩或重组。	嫩肤、祛斑、毛等	

资料来源: 头豹, 弗若斯特沙利文, 华泰研究

**智能家庭清洁电器:** 智能清洁电器助力消费者缩短家务时间, 使得居家生活更舒适。一方面, 女性消费者更为重视家庭清洁卫生, 推动了清洁电器市场规模的提升; 另一方面, 科技创新推动清洁电器产品更为智能化、高效化, 大幅提升了消费体验, 也带动了产品消费结构的不断优化。奥维云网 (AVC) 数据显示, 2023 年中国清洁电器零售额 344 亿元, 同比增长 6.8%, 其中主要驱动力来自于智能化程度较高的扫地机器人及洗地机产品, 2023 年分别同比+9.6%/+24.1%, 除此之外, 洗碗机产品也受益于家庭智能清洁需求增长, 2023 年洗碗机零售额为 112 亿元, 同比+9.6%, 我国洗碗机渗透率仅为 3%, 未来成长空间广阔。

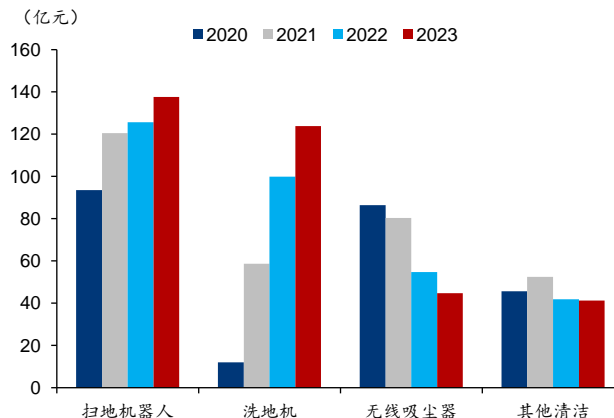
在智能清洁市场, 传统综合类家电企业与新兴专业化家电公司同台竞技, 不断打磨出更为智能、无线、高效、模块化产品, 智能清洁电器有望持续受益于“她力量”的增长。

图表 135: 清洁电器国内市场整体稳步增长



资料来源: 奥维云网, 华泰研究

图表 136: 扫地机及洗地机等智能产品推动行业规模提升与产品升级

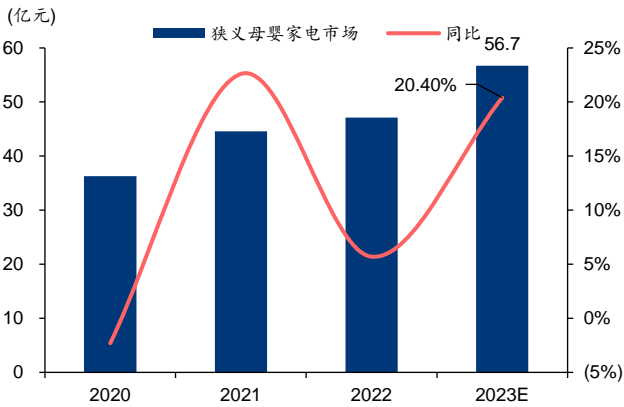


资料来源: 奥维云网, 华泰研究

**母婴小家电：**随着 80-90 后女性成为母婴小家电品类的主力消费人群，母婴高质量照料意识提升，她们对高品质生活的追求更为强烈，消费能力更强，因此母婴家电产品的消费需求并未减少，反而高品质消费需求更大。母婴相关小家电产品也呈现出专业化、智能化特点，消费升级与产品创新共同推动我国母婴小家电市场稳步成长。

母婴小家电品类受母婴群体的消费观念变化，在品质上和功能上有更高要求，如产品要有品质保障、功能贴合母婴场景、外形美观、安全健康、专物专用、专注提高母婴生活效率等。因此对比美容类小家电产品，母婴小家电产品分类更多，市场规模不大，据奥维云网数据，2023 年我国狭义母婴家电市场约为 56.7 亿元，同比增长 20.4%，其中单品市场规模超过 10 亿元的仅有调奶器产品，除此之外母婴电动牙刷及奶瓶消毒器品类规模较大，细分赛道亦有望诞生成长尾小家电公司。

图表 137：中国母婴小家电市场规模稳步增长



资料来源：奥维云网，华泰研究

图表 138：常见母婴小家电分类

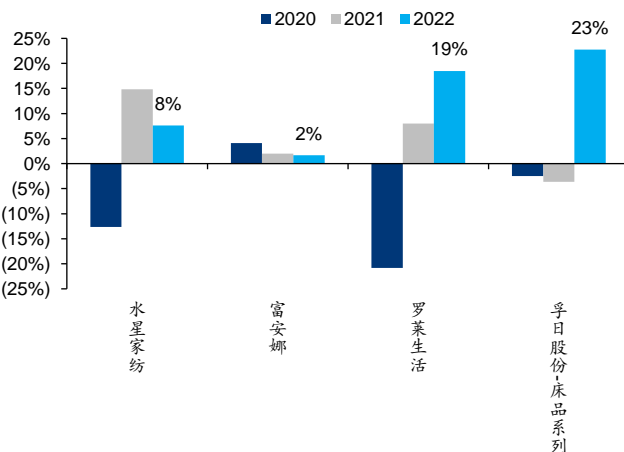


资料来源：京东，华泰研究

**居家家纺产品：**近年来女性对自身健康的关注带动了对居家家纺产品的要求提升，具备健康、舒适、美观、科技等功能的居家家纺产品受到女性消费者青睐，居家家纺产品的消费升级和功能细分特征突出，产品迭代创新的趋势将继续演进，不同家纺产品的价格会因为材料的升级而实现差异化定价。

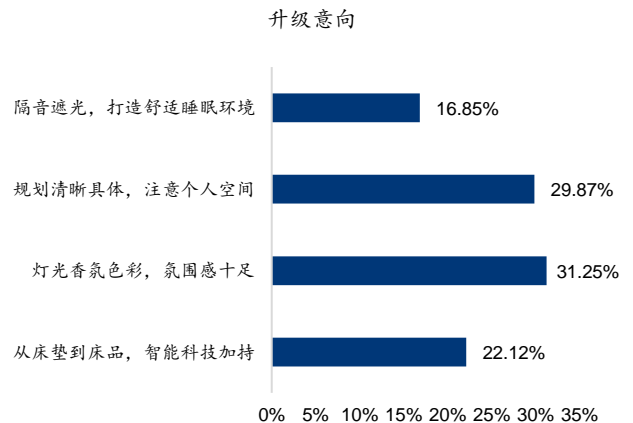
2022 年京东女性用户消费品成交排行榜上，家纺类前三分别为四件套、纤维被、床垫/床褥，在更为贴近消费趋势的家纺类直播间中，各种长绒棉、云锦缎、桑蚕丝的家纺产品代替了传统产品，成为新的热门家纺品类，此外具备抗菌和柔软、助眠特色的家纺产品也呈现出积极向好的趋势。

图表 139：主流家纺品牌 2020 年后均价同比变化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 140：消费者关注改善卧室环境、升级床垫和床品等卧室用品



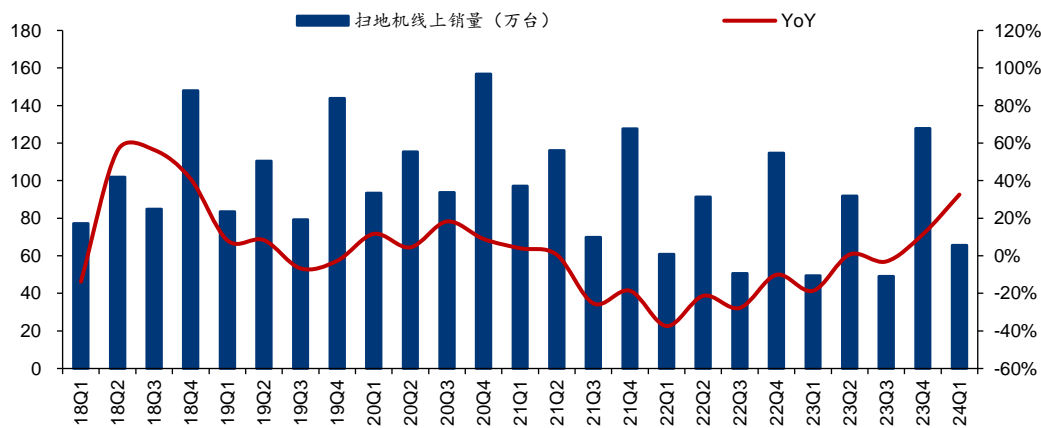
资料来源：优居研究院《2023 中国家庭新生活方式趋势报告》（2023.2.21），华泰研究

### 我国家居家电行业的发展趋势

**趋势一：科技赋能产品创新，家居家电智能化、场景化趋势明显。**随着国内老旧小区改造、以旧换新政策等推进，二手房翻新需求成为家居家电行业的新增量市场。产品智能化、场景化成为激活消费需求的重要抓手。在IoT、AI等技术快速发展的背景下，业内头部品牌不断进行技术升级迭代，积极探索更适合女性消费群体的家居家电产品。

从品类来说，扫地机、洗地机、智能门锁、智能晾衣架、智能照明等适合精致生活的产品越来越受女性消费者欢迎。奥维云网数据显示，24Q1智能门锁线上零售量、额同比分别为+24.5%、+24.8%。我们认为，在头部企业的研发加码与产品创新等推动下，女性消费市场潜力有望不断得以释放，越来越多的智能化新品类、新场景和新应用推出，也为家居家电消费的持续成长奠定了坚实基础。

图表141：2024Q1国内扫地机市场规模及同比增速



资料来源：奥维云网，华泰研究

**趋势二：企业加快出海步伐，从产品出海走向品牌出海。**出海寻找增量市场已成为家居家电行业的共识，国内家居家电产业链的规模化、成本、技术创新等是中国制造业的底色，且走在市场化前沿，中长期视角看，家居家电产业不断打造全球化品牌，已成为中国制造的一张“名片”，在本轮周期中家居家电出口已回升，重新进入景气周期。

海外耐用消费品库存已触底，有望对我国家居家电产品出口形成支撑，同时中国企业在成本管控、技术沉淀、产品性价比、产业链能力外溢上的突出优势，将有助于中国企业在出海浪潮下走得更远。

**趋势三：集中度持续提升趋势不变，以高质量供给引导品牌消费。**房地产发展红利褪去以及理性消费时代下，家居家电行业正上演新一轮马太效应，市场份额持续向头部企业集中。从国内白电发展历史看，头部企业凭借规模优势、品类创新、渠道效率提升不断强化品牌护城河，灵活应对市场需求变化，穿越周期能力强，有望强者愈强。

## “她经济”相关公司

“她经济”不仅是拉动我国消费持续增长的主力军，也有望给消费行业带来诸多结构性投资机会，近年来围绕女性消费涌现出了诸多新模式、新业态、新消费等高景气行业，也有一大批优秀的国产品牌公司脱颖而出。未来伴随我国“她经济”的持续发展壮大，我们认为那些具备品牌、产品、渠道、管理优势，能够深刻洞察并把握女性消费趋势的国产品牌龙头快速崛起。

“她经济”涉及范围广阔，涵盖三大类别（女性必选，刚需消费；女性主导，悦己消费；女性参与，家庭消费），十多个细分行业，在所述“她经济”分析行业框架内，我们通过对各公司竞争护城河、长期成长性、经营管理能力等多维度分析，梳理大消费板块内与“她经济”相关的30家公司如下：

图表142：“她经济”相关公司

分类	所属赛道	公司简介	股票代码	LOGO	总市值 (亿元/亿港元/亿美元)	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)					PE		PEG			
						2023A	YoY	2024E	YoY	2025E	YoY	2023A	YoY	2024E	YoY	2025E	YoY	2024E	2025E	2024E	2025E
女性必选，刚需消费	美妆医美	巨子生物	2367.HK		517	35	48%	47	33%	63	33%	15	45%	18	25%	23	25%	26	21	1.04	0.82
	珀莱雅	603605.CH		444	89	39%	114	29%	140	22%	12	46%	16	31%	19	21%	28	23	0.90	1.09	
	上美股份	2145.HK		211	42	55%	73	73%	92	26%	5	213%	9	96%	12	31%	21	16	0.22	0.51	
	爱美客	300896.CH		646	29	48%	40	39%	53	33%	19	47%	26	38%	34	31%	25	19	0.66	0.62	
	科思股份	300856.CH		144	24	36%	32	34%	42	32%	7	89%	10	30%	12	23%	15	12	0.50	0.53	
	贝泰妮	300957.CH		246	55	10%	71	29%	90	27%	8	-28%	13	65%	17	33%	20	15	0.30	0.44	
	华熙生物	688363.CH		300	61	-4%	65	8%	75	15%	6	-39%	9	52%	11	21%	33	28	0.64	1.32	
	丸美股份	603983.CH		124	22	29%	29	29%	35	22%	3	49%	5	74%	6	33%	27	21	0.37	0.63	
	福瑞达	600223.CH		87	46	-65%	48	5%	58	21%	3	567%	4	44%	6	28%	20	16	0.46	0.55	
	老凤祥	600612.CH		310	714	13%	815	14%	929	14%	22	30%	26	17%	31	18%	12	10	0.72	0.55	
珠宝首饰	周大福	1929.HK		1,063	950	-4%	1,088	14%	1,205	11%	54	-20%	73	36%	85	16%	13	11	0.37	0.70	
	周大生	002867.CH		186	163	47%	206	26%	244	19%	13	21%	14	9%	17	16%	13	11	1.36	0.67	
女性服饰	安踏体育	2020.HK		2,562	627	16%	700	12%	781	12%	102	35%	132	29%	132	0%	18	18	0.60	-93.31	
	中洲国际	2313.HK		1,293	250	-10%	295	18%	340	15%	46	0%	57	26%	67	17%	21	17	0.80	1.01	
	李宁	2331.HK		556	277	6%	292	5%	318	9%	32	-22%	33	5%	37	10%	15	14	3.13	1.34	
个人护理	*稳健医疗	300888.CH		180	82	-28%	89	8%	99	11%	6	-65%	10	70%	11	16%	18	16	0.26	0.99	
	*百亚股份	003006.CH		99	21	33%	28	28%	34	24%	2	27%	3	28%	4	26%	32	26	1.14	0.99	
旅行	中国中免	601888.CH		1,507	675	24%	778	15%	917	18%	67	33%	78	16%	91	18%	19	17	1.24	0.94	
	宋城演艺	300144.CH		275	19	321%	26	37%	31	17%	-1	-130%	12	1212%	15	21%	23	19	0.02	0.90	
	华住集团-S	1179.HK		1,010	219	58%	240	10%	260	8%	41	324%	42	3%	48	14%	22	19	6.58	1.35	
宠物	乖宝宠物	301498.CH		229	43	27%	54	25%	65	20%	4	61%	5	26%	7	24%	42	34	1.63	1.44	
	中宠股份	002891.CH		75	37	15%	45	20%	52	16%	2	120%	3	25%	4	20%	26	21	1.02	1.05	
餐饮	海底捞	6862.HK		1,118	416	34%	468	12%	499	7%	45	227%	52	15%	58	11%	20	18	1.31	1.58	
	*瑞幸咖啡	LKNCY.00		59	249	87%	369	48%	447	21%	28	483%	31	8%	43	41%	14	10	1.70	0.24	
	*茶百道	2555.HK		155	57	35%	-	-	-	-	11	19%	-	-	-	-	-	-	-	-	
潮玩盲盒	*泡泡玛特	9992.HK		488	63	36%	82	29%	102	25%	11	128%	14	32%	18	28%	31	24	0.97	0.86	
	名创优品	9896.HK		624	115	14%	154	34%	188	22%	18	177%	25	41%	32	30%	23	17	0.55	0.58	
女性参与，家庭消费	石头科技	688169.CH		612	87	31%	114	32%	138	21%	21	73%	25	21%	29	18%	25	21	1.17	1.18	
	家居家电	海尔智家	600690.CH		2,900	2,614	7%	2,824	8%	3,052	8%	166	13%	195	18%	226	16%	15	13	0.83	0.82
		海信家电	000921.CH		554	856	15%	952	11%	1,027	8%	28	98%	33	15%	37	14%	17	15	1.10	1.03

注：1) 标\*公司为华泰研究未覆盖标的，盈利预测来自Wind或Bloomberg一致预期，除特殊说明外，其余均参考华泰证券研究预测，日期截至2024年5月13日；2) 周大福盈利预测参考Wind一致预期，日期截至2024年5月13日；资料来源：Wind, Bloomberg, 各公司官网，华泰研究预测

## 风险提示

**下游消费需求不及预期：**“她经济”涵盖十多个行业，是拉动我国消费持续增长的主力军，但女性消费行为同样受到外部市场环境、收入预期、消费意愿等复杂因素影响，若未来居民消费意愿或居民消费能力表现低迷，进而导致需求不及预期，也将影响“她经济”细分赛道及重点公司经营表现。

**市场竞争加剧：**“她经济”蓬勃发展下，部分赛道内市场参与者增多，行业内卷加剧，市场竞争加剧也将对“她经济”细分赛道内重点公司经营表现产生影响，脱离女性消费者偏好及行业发展趋势，不注重品牌形象维护、新渠道建设与产品力创新的传统消费品行业及企业，或将面临一定增长压力。

**行业政策监管变化：**“她经济”涵盖行业较多，政策监管等因素对美妆医美等多个行业影响较大，行业政策变动将对“她经济”相关赛道及企业经营产生影响。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇、曾璐、孙丹阳、周衍峰、李裕恬、张诗宇、王森泉、熊承慧、梅昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 海信家电（000921 CH）、海尔智家（600690 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 石头科技（688169 CH）、名创优品（9896 HK）、安踏体育（2020 HK）、华熙生物（688363 CH）、李宁（2331 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇、曾璐、孙丹阳、周衍峰、李裕恬、张诗宇、王森泉、熊承慧、梅昕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 贝泰妮（300957 CH）、海尔智家（600690 CH）、海底捞（6862 HK）、巨子生物（2367 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 贝泰妮（300957 CH）、海尔智家（600690 CH）、海底捞（6862 HK）、巨子生物（2367 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 贝泰妮（300957 CH）、海尔智家（600690 CH）、海底捞（6862 HK）、巨子生物（2367 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 海信家电（000921 CH）、海尔智家（600690 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 石头科技（688169 CH）、名创优品（9896 HK）、安踏体育（2020 HK）、华熙生物（688363 CH）、李宁（2331 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(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 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183

©版权所有 2024 年华泰证券股份有限公司

## 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com