



國證國際
S D I C S I

新时期消费投资趋势、定价规律与投资组合

国证国际证券(香港)有限公司 • 研究部

2025年4月1日

分析师：杨怡然(BOZ723)



新时期消费有哪些趋势？

- 新趋势一：注重高性价比，更看重实用性。
 - 国货崛起，国产品牌关注度提升。
- 新趋势二：精细化需求提高，愿意为情绪价值买单。
 - 悦己经济，圈层文化当道。
- 新趋势三：“花式”理财，偏好实物资产投资。
 - 黄金：兼具消费和投资属性。
- 新趋势四：相信玄学的力量。
 - 产品更多祈福、转运元素。



高性价比成为当下年轻人消费的关注点之一

- 电商购物平台发展快速，线上线下比价更容易；
- 社交平台崛起使得“购物攻略”触手可及，搜索+比对得到最优选择；
- 相较于品牌，消费者开始更注重产品的实际效用；
- 民族自信，物美价廉；国产品牌持续投入研发，产品力提升，在棉花事件后更受国内消费者认可；
- 除了奥莱店，品牌也推出了不同的店型，针对不同客群，主打高性价比的门店店型大获成功（如：超级安踏店、361超品店）。



高性价比赛道可关注的港股标的

- 安踏体育2020.HK-国产运动品牌龙头，布局多个细分赛道
- 361度1361.HK-国产运动品牌高性价比代表，全面布局下沉市场
- 波司登3998.HK-国产羽绒服巨头，中高端+性价比



安踏体育2020.HK

- 24年安踏主品牌实现收入335 亿元，同比增长13.5%，FILA 实现收入266 亿元，同比增长6.1%，其他品牌收入同比增长53.7%至107 亿元。
- 安踏主品牌持续打造多店型，安踏冠军吸引中高收入人群，ANTA SNEAKERVERSE 针对热爱球鞋文化的年轻潮流群体，超级安踏则聚焦重性价比人群。其中超级安踏店作为全新零售业态，产品零售价比常规门店低30%，主打高性价比。根据我们的调研数据，部分超级安踏店单店流水已达百万，且和原有大店客流重叠度不高，预计会带来更多新的增量。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
销售收入	62,356	70,826	78,363	86,271	94,608
- 增长率 (%)	16.2%	13.6%	10.6%	10.1%	9.7%
归母净利润 (扣非)	10,236	15,596	13,425	15,037	16,776
- 增长率 (%)	36.8%	50.7%	-13.9%	12.0%	11.4%
毛利率 (%)	62.6%	62.2%	62.0%	62.3%	62.6%
归母净利润率 (%)	16.4%	22.0%	17.1%	17.4%	17.7%
每股盈利 (元)	3.69	5.55	4.78	5.35	5.97
每股净资产 (元)	19.77	23.64	26.49	29.69	33.25
市盈率	21.76	14.46	16.79	14.99	13.44
市净率	4.06	3.40	3.03	2.70	2.41
股息收益率 (%)	2.28	2.94	2.37	2.65	2.96

数据来源：公司资料，国证国际预测



361度 1361.HK

- 24年收入同比增长19.6%至100.7亿元，归母净利润同比增长19.5%至11.5亿元，收入和利润均取得亮眼增长。
- 公司约7成门店在三线及以下城市，深耕下沉市场多年，在四大国产品牌中批发折扣保持在低水平（约38折，其他品牌4-42折）。
- 公司积极探索新兴渠道建设，2024年首家361度超品店成功落地，为消费者带来更多极致性价比的消费体验。目前已经有5家超品店开出，预计到年底超品店数量将达到100家，预计单店年店效能达到近千万。



(年结31/12; 人民币百万元)	FY 2021A	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
销售收入	5,933	8,423	10,074	11,293	12,544	13,812
- 增长率 (%)	15.7%	21.0%	19.6%	12.1%	11.1%	10.1%
归母净利润	602	961	1,149	1,249	1,419	1,579
- 增长率 (%)	45.0%	28.7%	19.5%	8.8%	13.6%	11.2%
毛利率 (%)	41.7%	41.1%	41.5%	41.5%	41.6%	41.7%
归母净利润率 (%)	10.1%	11.4%	11.4%	11.1%	11.3%	11.4%
每股盈利 (元)	0.29	0.47	0.56	0.60	0.69	0.76
每股净资产 (元)	3.44	4.51	5.51	5.09	5.46	5.88
市盈率	14.16	8.86	7.41	6.82	6.00	5.40
市净率	1.20	0.91	0.75	0.81	0.75	0.70
股息收益率 (%)	0.00	4.50	6.07	6.60	7.50	8.34

数据来源：公司资料，国证国际预测



波司登3998.HK

- 截至2024年9月30日止上半财年收入录得88.04 亿元，同比上升17.8%，归母净利润录得11.3 亿元，同比上升23%，收入和利润均取得亮眼增长。
- 公司聚焦主航道和主品牌，持续升级羽绒品质，重点布局户外场景。主品牌波司登对标高端国际品牌，打造高性价比的中高端羽绒服品牌，其他子品牌则专注大众市场，在多价位段均有布局。同时，公司也拓展单壳冲锋衣、防晒服等品类，综合布局功能性服饰赛道，有望将冬羽绒产品体系的成功经验复制到新品类上。



(年结31/3; 人民币百万元)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
销售收入	16,774	23,214	26,648	30,005	33,492
- 增长率 (%)	3.5%	38.4%	14.8%	12.6%	11.6%
归母净利润	2,139	3,074	3,601	4,050	4,524
- 增长率 (%)	3.7%	43.7%	17.1%	12.5%	11.7%
毛利率 (%)	59.5%	59.6%	59.2%	59.3%	59.6%
归母净利润率 (%)	12.7%	13.2%	13.5%	13.5%	13.5%
每股盈利 (元)	0.21	0.28	0.32	0.36	0.41
每股净资产 (元)	1.13	1.24	1.31	1.38	1.46
市盈率 (x)	17.67	13.09	11.47	10.20	9.13
市净率 (x)	3.28	2.99	2.84	2.69	2.54
股息收益率 (%)	4.32	6.04	6.97	7.84	8.76

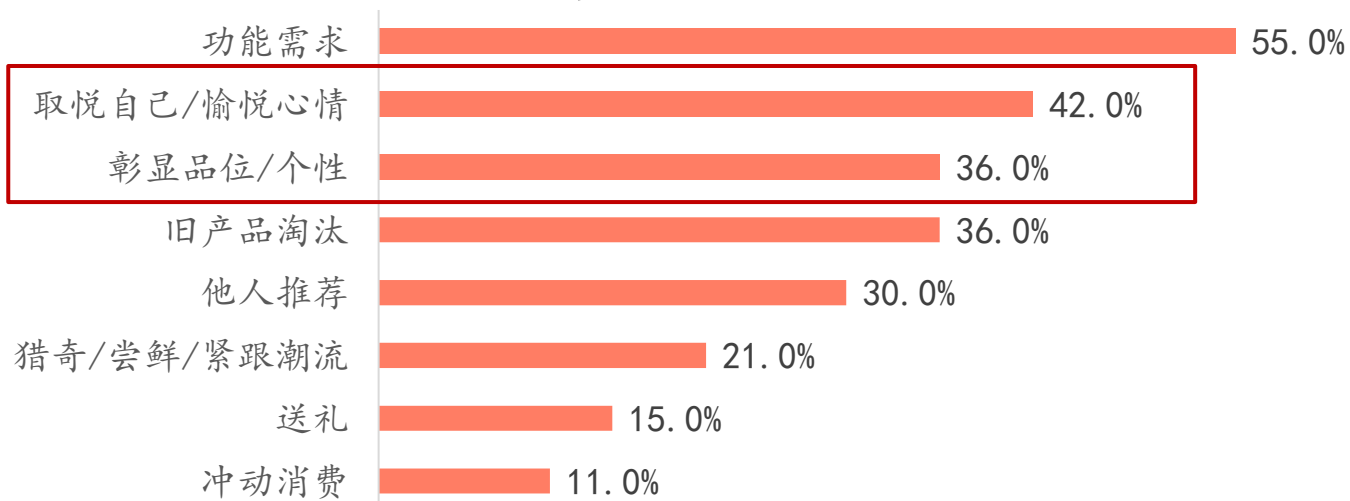
数据来源：公司资料，国证国际预测



为什么要关注情绪价值消费？

- 情绪价值消费包括哪些：不局限于实物商品消费，除了传统的服装、烟酒之外，看电影、自驾旅行、健身、养宠物、买奢侈品/黄金等，只要能够提供情绪价值，都可以是情绪价值消费。
- 为什么关注情绪价值及相关消费：“内卷”和“焦虑”等社会现象的普遍出现，导致情绪需要出口，消费也不再以“实用”为单一目的，消费者更加重视商品蕴含的情绪价值和情感链接。在此背景下，情绪价值在生活中的重要性日渐提升，相关消费也更值得关注。
- 悦己经济、谷子经济等，都可以认为是由情绪价值消费衍生出来的。

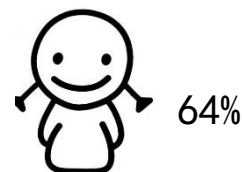
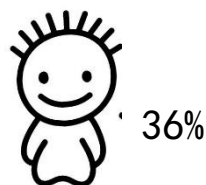
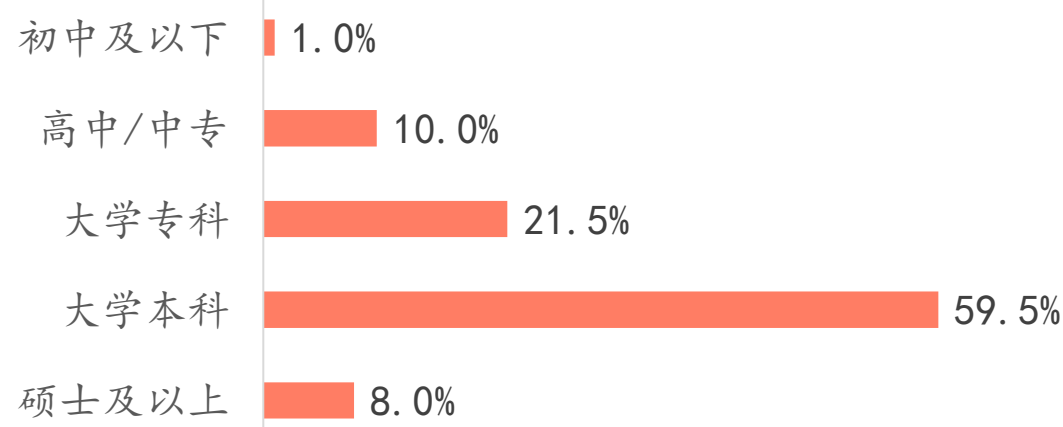
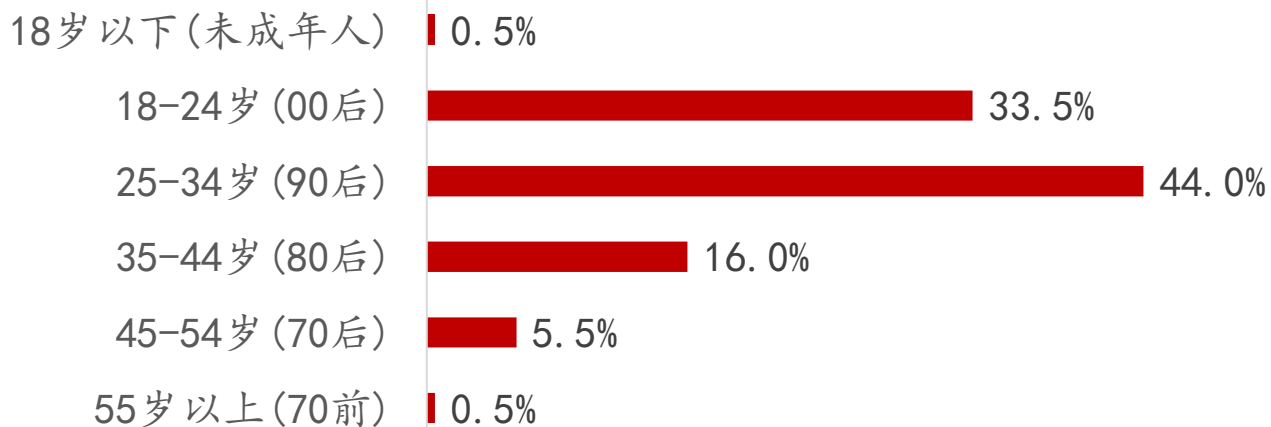
消费动机的转变





哪些人更愿意为情绪价值买单？

- “Z世代”：拒绝内卷、更关注个人体验及感受。年轻消费者愿意接受新鲜事物，对个性化、多元化和互动性的内容有极高需求，因此支付意愿更强。
- 90后00后、女性、高学历人群，更愿意为情绪买单。





情绪价值消费赛道可关注的港股标的

- 泡泡玛特9992.HK-IP持续破圈，情绪价值消费空间广阔
- 布鲁可325.HK-“中国版乐高”，性价比高，可深入低线市场
- 毛戈平1318.HK-国潮化妆品代表，追求美也可以提供情绪价值



泡泡玛特9992.HK

- 24年业绩表现超预期：24年公司收入同比增长107%至130.4亿元，经调整净利润同比增长186%至34亿元，均超市场预期。其中内地地区收入79.72亿元，同比增长52%，海外及港澳台地区收入同比增长375%至50.66亿元。目前海外门店已有130家。公司预计2025年收入有望实现同比50%以上增长，海外有望增长100%。
- 公司的自有IP持续破圈，创新能力获认可：THE MONSTERS（Labubu）、MOLLY、SKULLPANDA、CRYBABY等IP在海内外人气火爆，带动业绩持续攀升。公司的自有IP销售占比超9成，IP研发及创新能力得到持续验证。
- 公司的业绩表现持续亮眼，给予的业绩指引也非常乐观，说明无论在国内还是海外，情绪价值消费的增长空间仍然广阔。





布鲁可325.HK

- 被称为“中国版乐高”的布鲁可，主要产品是拼搭角色类玩具。目前有2个自有IP—儿童益智类的百变布鲁可和中国传统文化主题的英雄无限。同时还从IP版权方或授权方获得约50个知名IP的非独家授权，包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、小黄人、初音未来、圣斗士星矢、新世纪福音战士等。公司最畅销的四个IP系列是奥特曼、变形金刚、英雄无限、假面骑士。
- 2024年收入同比增长155.6%至22.4亿元，净亏损3.98亿元。目前公司有682个SKU，面向6岁以下儿童的有132个、面向6-16岁青少年的有519个，面向16岁以上消费者的有31个。公司面对的消费者群体年龄段偏小，但胜在公司定价较低，可以获得更多年轻消费者和低线城市消费群体的青睐。





毛戈平1318.HK

- 2024年收入同比增长34.6%至38.85亿元，归母净利润同比增长33%至8.81亿元。其中，彩妆品类同比增长42%至23亿元，护肤品类同比增长23%至14亿元。公司的产品结合国潮，持续丰富SKU，目前也推出了香水类产品布局香氛赛道。
- 化妆品和护肤品是悦己经济中最主流的消费品类，除了女性外，近年来越来越多男性也开始使用美妆和护肤类产品，追求美不再是女性的单一权力。毛戈平创始人毛戈平先生也是一位男士，无形中也是为产品站台。随着越来越多的男性和女性开始关注自身，追求更精致和美丽的生活，美妆和护肤的市场空间也将进一步提升。





花式理财，无痛攒钱

- 随着时代的变迁，年轻群体的观念已经逐渐从单纯的存钱思维转向投资理财，投资的渠道也更加多元化，除了股票、债券，还有黄金、加密货币等更多的形式。
- 其中，黄金兼具消费和投资属性，让消费者在消费的同时又有投资储蓄的感觉，消费起来更“无痛”。
- 当下的黄金消费不再仅仅是传统的“三金”，年轻消费者赋予了黄金更多消费形态：
 - “实物定投”，囤金，购买金豆、小金条代替现金储蓄；
 - 送礼送黄金饰品，兼具保值属性，更有面子；
 - 黄金工艺和设计的创新使得“自戴”消费者逐渐增多，超过传统“三金”购买势头；
 - IP联名的风潮也蔓延到了黄金行业，吸引更多年轻消费群体。



玄学之风盛行

- 年轻人对于“心灵治愈”、“精神内观”等话题关注度提升，“玄学热”也成为当下的一种新潮生活方式。
- 各地“寺庙游”持续火热，即便不是在节假日，也是香火旺盛。23年以来，寺庙相关景区门票订票量暴涨310%，“寺庙”关键词搜索指数同比增长6倍以上。
- 除了寺庙祈福外，一些和玄学相关的物件也受到追捧。年轻人希望通过好运物件，获得心灵寄托。2024年京东上“好运莲莲”摆件、招财猫摆件成交额同比增长10倍和4.4倍，木鱼摆件成交额同比增长3.9倍。很多品牌也推出了好运物件，以契合当下的流行趋势。



“花式理财”和玄学赛道可关注的港股标的

- 老铺黄金6181.HK-古法黄金领先者，致力于做黄金中的奢侈品



老鋪黃金6181.HK

- 老鋪黃金創立於 2009 年，是中國第一家推廣「古法黃金」概念的品牌，古法黃金的特點在於利用複雜的工藝技術，用足金製作花樣繁復的黃金首飾。公司對標國際奢侈品大牌，門店位置都布局在高端商圈，重質量而非數量。通過不斷地推出高質量產品，使老鋪黃金在消費者中成為一個廣受高淨值人群認可和高度關注的品牌。
- 熱銷產品都蘊含了許多“好運”元素，如金剛杵（寓意清淨和智慧）、貔貅（寓意招財納福）、葫蘆（寓意諧音福祿）等。
- 此外作為黃金製品，兼具投資和消費兩種屬性，隨著金價的上漲，消費者對黃金製品的購入傾向也會提高。





老铺的发展空间如何

- **门店数量：**目前老铺已经入驻25个商场，门店数量36家，有部分商场有多个店面。从国际奢侈品店在中国的门店数量来看，未来的开店空间大约在50-70家门店，从门店数量上来说还有翻倍的空间。24年下半年新增了3家门店，包括郑州丹尼斯大卫城店、香港海港城店、东方新天地禅房主体门店。另有4家门店升级，例如深圳万象城和杭州万象城门店都新增了二楼电梯口柜台门店（原有门店都在地下一层）；武汉世贸广场店移位扩铺，成为老铺在华中区最大的门店；广州太古汇店同样扩大了面积。公司的门店数量拓展有限，门店的优化应成为关注重点。门店表现依然强劲，屡屡因为排队被媒体报道。
- **单店店效：**店效还有显著的提升空间。
 - 品牌发展初期，入驻的高端商场有限，且点位多在地下一层。商场的位置对门店店效有直接的引流作用。随着点位的优化，未来店效将持续增长。
 - 品牌影响力持续提升，公司的IPO上市、金刚杵等产品的出圈、排队新闻等对于品牌有着直接的传播作用，会进一步吸引客流。
 - 目标群体渗透率提升。公司的目标群体为中产及高净值人群，这部分人群高端消费以外资品牌为主，还有较大的渗透空间。
 - 23年平均单店店效为1亿人民币，24年上半年增长113%，半年实现23年全年的店效。我们认为未来店效仍将保持增长。
- **海外拓展：**以华人群体为主。
 - 目前老铺仅在大陆地区及香港、澳门开设门店，海外尚未涉足。在海外的华人区仍有较多拓展空间，比如新加坡、日韩、欧美等国。

多谢!

国证国际 研究部

免责声明

客户服务热线 香港：2213 1888

国内：40086 95517

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼 电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010