



大消费行业专题报告

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

国金大消费

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：叶思嘉（执业 S1130523080001）

yesijia@gjzq.com.cn

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchenqian@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：鲍秋宇（执业 S1130524010002）

baoqiuyu@gjzq.com.cn

分析师：陈泽敏（执业 S1130524020004）

chenzemin@gjzq.com.cn

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

联系人：王译

wangyi9@gjzq.com.cn

创新驱动消费质变，产品差异引领未来

研究说明

生产和消费是“新质生产力”的一体两翼，消费品产品力研究框架对推动和承接“新质生产力”具备重要意义。新质生产力最初提出时更多侧重点在供给端，随着供给端“新质生产力”发展推动，消费端将迎来长期的结构升级。因此选择在这个时点提出消费品的产品力研究框架，对于承接新质生产力，捕捉新质生产力在消费端创造的投资机会，具备重要意义。

研究内容

■ **新消费时代特征：消费品竞争度明显提高背景下，产品差异化重要性显著提升，产品力研究框架更显重要**

①产品力角度：高度发达制造业推动供给端壁垒大大下降，产品同质化程度提高；②渠道力角度：电商占比显著提高，渠道分散度和竞争度明显提高；③品牌力角度：信息渠道更加分散化和客观化，对品牌力建设提出更高要求。

■ **如何认识产品力：产品力包括显性和隐性两种类型，显性与隐性互为依托，报表与草根交叉印证**

①显性产品力：消费者直观感受到的，企业通过表观层面改进所实现的产品力，满足消费者的功能性需求。

②隐性产品力：隐藏在产品表观功能性诉求背后的，满足消费者更高层次情感性需求的产品力。

■ **日本经验：进入老龄化和经济减速时代，众多消费品牌依靠产品力提升实现长期价值增长，带给中国宝贵经验**

①食品饮料—日冷“预制菜行业的创新王者”：行业减速期发明第一大单品找到增长动力；面对模仿者发明“三步炒制法”筑牢领先优势；后期微创新不断保持产品竞争力。②家用电器—大金“依靠差异化走出低谷的家电领袖”：面对同质化竞争提升售后专业化，建立差异化优势；设计思路改变重视全球分工为出海建立基础；依靠自主创新避开价格竞争，坚守高端定位。③纺织服装—雪峰“专业化塑造的户外标杆”：专业度奠定高端化基础；终身保修+体验式营地增强品牌吸引力。④纺织服装—优衣库“极致产品力推动的快时尚先锋”：极致产品管理推动 SKU 精简和大卖；高质量研发专注体验保持产品力领先；创新 SPA 模式创造最低次品率和一流响应速度。⑤轻工制造—尤妮佳“后发者对先导品牌的颠覆专家”：精准应对功能性需求变化是成长根本；依靠微创新在卫生巾、纸尿裤领域实现对先导品牌的颠覆。⑥社会服务—星野酒店“设计引领体验独特的酒店新星”：通过极致体验建立专属定位；从细节之处提升产品力。⑦化妆品—资生堂“技术引领中西融合的美护专家”：产品力高端化强化护城河；创新研发保持领先产品力。⑧传媒—任天堂“游戏行业领导者和变革者”：初次繁荣建立在计算器技术上的改进式创新；扎实研发能力是爆品频出根本支撑；差异化创新是从纷争时代突出重围的取胜之道。

■ **产品力驱动投资范式——两大方向，两种战术**

①迭代式产品创新：相对更常见，起到稳定或驱动市占率缓慢提升的角色。投资角度重视渠道跟踪，目的是确保新产品是否可以筑牢已有竞争优势。如果迭代式产品创新表现较好，新进入者威胁较小，股价将随业绩持续增长。如果公司迭代式创新速度缓慢质量下降，对消费者反馈变得不灵敏，新进入者侵蚀份额的可能性大大增加，股价可能出现明显跌幅。

②突变式产品创新：相对更少见，往往可以创造新的市场并驱动公司在新市场中复制渗透率提升的成长逻辑。投资角度前期重视空间测算，包括测算新产品带来潜在业务增量，判断渗透率所处阶段，后期重视渠道跟踪和报表验证。

■ **大消费行业受益产品力提升的标的梳理**

食品饮料——千禾味业、安井食品、山西汾酒；家用电器——飞科电器、TCL 电子；纺织服装——海澜之家；轻工制造——瑞尔特、百亚股份；社会服务——亚朵酒店；美妆——珀莱雅、巨子生物、科思股份；传媒——腾讯控股、阅文集团。

风险提示

人口老龄化进度差异、经济发展水平差异、消费习惯差异。



内容目录

一、消费品竞争度提高，产品力研究框架更显重要	8
1.1、产品力角度：制造业高度发达，推动供给同质化程度提高	8
1.2、渠道力角度：电商渠道占比提高，加大渠道竞争难度	8
1.3、品牌力角度：信息渠道分散化和客观化，对品牌力提出更高要求	9
二、如何认识产品力：显性与隐性互为依托，报表与草根交叉印证	10
2.1、显性产品力	10
2.2、隐性产品力	11
三、穿越周期以日为鉴，看产品力提升硕果	13
3.1、各行业通过产品力提升走出的企业	13
3.1.1、食品饮料——日冷：预制菜行业的创新王者	13
3.1.2、家用电器——大金：依靠差异化走出低谷的家电领袖	15
3.1.3、纺织服装——雪峰：专业化精神塑造的高端户外标杆	18
3.1.4、纺织服装——优衣库：极致产品力推动的快时尚先锋	20
3.1.5、轻工制造——尤妮佳：后发者对先导品牌的颠覆专家	21
3.1.6、社会服务——星野酒店：设计引领体验独特的酒店新星	24
3.1.7、化妆品——资生堂：技术引领中西融合的高端美护专家	25
3.1.8、传媒——任天堂：全球游戏行业的领导者和变革者	28
3.2、对中国的借鉴意义	30
四、产品力驱动投资范式——两大方向，两种战术	30
4.1、产品力驱动分为迭代式和突变式	30
4.2、迭代式产品创新投资范式	31
4.3、突变式产品创新投资范式	32
4.4、各公司的业绩和股价历史	33
五、大消费行业受益产品力提升的标的梳理	41
5.1、食品饮料——千禾味业、安井食品、山西汾酒	41
5.2、家用电器——飞科电器、TCL 电子	48
5.3、纺织服装——海澜之家	52
5.4、轻工制造——瑞尔特、百亚股份	55
5.5、社会服务——亚朵酒店	59
5.6、美妆——珀莱雅、巨子生物、科思股份	62
5.7、传媒——腾讯控股、阅文集团	69
六、风险提示	74



图表目录

图表 1: 中国制造业总产出全球占比第一 (%)	8
图表 2: 全球主要制造业国家制造业规模及占比 (亿美元, 2015 年不变价)	8
图表 3: 依靠深度分销做出来的传统品牌	8
图表 4: 传统的消费品渠道	8
图表 5: 中国消费品线上化率逐步提升	9
图表 6: 部分行业的线上化率已超过线下占比	9
图表 7: 依靠大规模电视广告做出来的传统品牌	9
图表 8: 传统的消费品传播方式	9
图表 9: 消费品传播媒介的丰富度显著提高	10
图表 10: 短视频媒介近些年快速成长	10
图表 11: 上市公司有效专利数量 TOP100 中的消费品公司	10
图表 12: 各类型消费品所满足的功能性需求	11
图表 13: 马斯洛需求层次	12
图表 14: 各类型消费品所满足的情感性需求	12
图表 15: 日冷家庭用冷冻食品	13
图表 16: 日冷冰与其他预制食品	13
图表 17: 日冷发展历史	14
图表 18: 1997 年后日本预制菜行业增速下滑进入稳定期	14
图表 19: 大金家用空调与商用空调	15
图表 20: 大金冷媒与压缩机	15
图表 21: 大金发展历史	16
图表 22: 大金的经营理念	17
图表 23: 大金的售后服务团队	17
图表 24: 大金在 90 年代改革中做出的产品创新	17
图表 25: 雪峰露营用品	18
图表 26: 雪峰服装与背包	18
图表 27: 雪峰发展历史	19
图表 28: 雪峰标志性的“钛杯”设计	19
图表 29: 雪峰的钛杯为家庭成员设计不同的尺寸	19
图表 30: 优衣库服装	20
图表 31: 优衣库眼镜、鞋类等其他产品	20
图表 32: 优衣库发展历史	21
图表 33: 尤妮佳个人护理用品	22



图表 34:	尤妮佳宠物业务	22
图表 35:	尤妮佳发展历史	23
图表 36:	尤妮佳产品研发升级迭代历程	23
图表 37:	星野集团酒店	24
图表 38:	星野集团 OM07 城市观光酒店	24
图表 39:	星野酒店发展历史	25
图表 40:	资生堂中国旗下品牌	26
图表 41:	资生堂产品	26
图表 42:	资生堂发展历史	27
图表 43:	资生堂具有时代意义的研究成果	27
图表 44:	任天堂经典 IP	28
图表 45:	任天堂游戏机	28
图表 46:	任天堂发展历史	29
图表 47:	迭代式产品创新的代表——大金空调的技术演变	30
图表 48:	突变式产品创新的代表——苹果、任天堂	31
图表 49:	突变式产品创新的代表——日冷、尤妮佳	31
图表 50:	大金依靠持续的迭代式创新推动股价上涨	32
图表 51:	任天堂 2009-2017 迭代创新不力营收持续下降	32
图表 52:	2017 年任天堂推出突变式创新 Switch，驱动股价明显上涨	33
图表 53:	尤妮佳三次突变式创新推动股价不断上涨	33
图表 54:	1991-2023 年日冷营业收入	33
图表 55:	1991-2023 年日冷毛利率	33
图表 56:	1975-2023 年日冷历史股价	34
图表 57:	FY1994-2024 大金营业收入	34
图表 58:	FY1994-2024 大金净利润	34
图表 59:	1975-2023 年大金历史股价	35
图表 60:	2012-2023 年雪峰营收	35
图表 61:	2012-2023 年雪峰净利润	35
图表 62:	2014-2024 年雪峰历史股价	36
图表 63:	2006-2023 年优衣库营收	36
图表 64:	2006-2023 年优衣库净利润	36
图表 65:	1997-2023 年迅销历史股价	37
图表 66:	2007-2023 年尤妮佳营收	37
图表 67:	2007-2023 年尤妮佳净利润	37
图表 68:	1976-2024 年尤妮佳历史股价	38



图表 69:	2014-2023 年星野营收	38
图表 70:	2013-2023 年星野净利润	38
图表 71:	2013-2024 年星野历史股价	39
图表 72:	2007-2023 年资生堂营收	39
图表 73:	2007-2023 年资生堂净利润	39
图表 74:	1974-2024 年资生堂历史股价	40
图表 75:	2007-2024 年任天堂营收	40
图表 76:	2007-2024 年任天堂净利润	40
图表 77:	1983-2023 年任天堂历史股价	41
图表 78:	我国酱油市场逐步趋于饱和	42
图表 79:	零添加调味品数量逐渐增加	42
图表 80:	21-23 年千禾经销商数量快速上升	42
图表 81:	21-23 年千禾酱油品类营收加速增长	42
图表 82:	23 年千禾酱油销量大幅增长	43
图表 83:	23 年千禾酱油吨价逆势提升 (单位: 元/吨)	43
图表 84:	日式酱油工艺流程	43
图表 85:	千禾吨成本具备显著优势 (单位: 元/吨)	44
图表 86:	千禾单吨直接材料成本较低 (单位: 元/吨)	44
图表 87:	公司零添加产品覆盖高中低不同价格带	44
图表 88:	经销商模式是公司主要收入来源	45
图表 89:	公司经销商数量快速扩增	45
图表 90:	安井锁鲜装系列产品	46
图表 91:	锁鲜装收入占比持续提高	46
图表 92:	公司火锅料产品毛利率持续提升	46
图表 93:	公司收入与利润增速情况	47
图表 94:	公司净利率水平稳步提升	47
图表 95:	2017~2026E 分香型白酒行业规模预计 (亿元)	47
图表 96:	2023 年高速吹风机市场格局	48
图表 97:	23M5-24M4 高速吹风机/吹风机市场规模及销量	48
图表 98:	各品牌高速吹风机代表产品对比	49
图表 99:	剃须刀行业主流电商销额市占率	49
图表 100:	吹风机行业主流电商销额市占率	49
图表 101:	全球电视出货量及增速	50
图表 102:	中国电视出货量及增速	50
图表 103:	OLED 电视出货量及渗透率逐渐提升	50



图表 104:	彩电不同显示技术的对比	51
图表 105:	2023H1 中国 TV 零售市场均价 (元), 同等尺寸 MiniLED 电视低于 OLED.....	51
图表 106:	Mini LED 电视出货量快速增长 (万台)	51
图表 107:	全球 TV TOP10 品牌出货规模 (2017-2023)	52
图表 108:	TCL 全球电视出货量 (2017-2023)	52
图表 109:	D 电商各品牌均价 (元)	53
图表 110:	海澜之家品牌店面数量	53
图表 111:	公司的供应商和加盟商政策	53
图表 112:	公司研发费用 (亿元) 及增速 (%)	54
图表 113:	全新凉感系列和极光鹅绒系列产品	54
图表 114:	公司海外营收 (亿元) 及增速 (%)	54
图表 115:	全新凉感系列和极光鹅绒系列产品	54
图表 116:	优衣库和海澜之家发展轨迹对比	55
图表 117:	瑞尔特线上平台收入 (百万元, %)	55
图表 118:	瑞尔特智能马桶在各线上平台份额提升	55
图表 119:	各品牌热销智能坐便器价格及参数对比	56
图表 120:	各品牌天猫旗舰店综合排名第一的产品差评率对比	56
图表 121:	公司斩获沸腾杯“质量金奖”.....	56
图表 122:	公司研发费用率稳步提升	57
图表 123:	公司研发人员占比逐步提升	57
图表 124:	卫浴企业专利数	57
图表 125:	E-SHION 冲刷系统实现全方位性能突破.....	57
图表 126:	公司自产直销具备成本优势	57
图表 127:	各品牌冲水组件代工商一览	57
图表 128:	女性卫生巾品牌格局变化	58
图表 129:	百亚股份产品系列升级图谱	59
图表 130:	国产品牌积极完善并引领中高价格带产品升级	59
图表 131:	线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升	59
图表 132:	公司线上、外围省份加速开拓	59
图表 133:	中国酒店连锁化率持续提升 (按客房量计)	60
图表 134:	预计行业第一批中档酒店已进入翻牌期	60
图表 135:	亚朵四大核心产品力	60
图表 136:	亚朵通过 17 个触点高效提供个性服务 (2021)	61
图表 137:	亚朵 RevPAR 持续领先中高端同业	61
图表 138:	亚朵 RevPAR 恢复度处于行业偏上水平 (%2019)	61



图表 139: 亚朵 OCC 在中高端同业中处于偏高水平	62
图表 140: 亚朵 ADR 持续领先中高端同业	62
图表 141: 珀莱雅——高质量增长的美妆行业“三好生”	63
图表 142: 珀莱雅品牌产品进阶	63
图表 143: 珀莱雅与领先化妆品功效原料商/科研机构合作概览	64
图表 144: 巨子生物为“重组胶原蛋白专业护肤+人参皂苷功能食品”双龙头	65
图表 145: 可复美保持高增态势（单位：百万元）	65
图表 146: 可复美、可丽金贡献主要收入	65
图表 147: 可复美、可丽金定位区隔	66
图表 148: 可复美早期依托重组胶原蛋白敷料出圈	66
图表 149: 可复美产品矩阵逐步完善（妆品主推胶原修复系列、24 年重磅上新胶原焦点系列，补水安敏+净痘清 颜系列丰富品牌维度）	67
图表 150: 可丽金天猫旗舰店主要销售健肤、赋能、胶卷、安护系列，24 年来胶卷系列陆续亮相。	67
图表 151: 科思产品规划清晰、新品推出有条不紊	68
图表 152: 科思储备的研发项目	68
图表 153: 腾讯产品矩阵	69
图表 154: 微信 MAU	69
图表 155: 微信为流量最高的移动互联网 APP	69
图表 156: 腾讯游戏业务收入	70
图表 157: 《DNF》下载量及收入自上线后稳定保持高位	70
图表 158: 腾讯广告业务收入	70
图表 159: 视频号单用户日均使用时长	70
图表 160: 腾讯金融科技与企业服务业务收入	71
图表 161: 混元模型能力升级	71
图表 162: 阅文集团旗下阅读平台品牌	72
图表 163: 阅文集团 IP 生态链的三级开发系统	72
图表 164: 阅文集团平均月付费用户（MPU）及同比	72
图表 165: 阅文集团版权运营收入	73
图表 166: 阅文集团平均月活用户变动	73



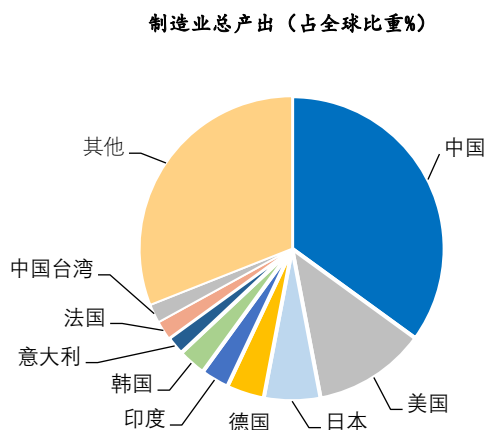
生产和消费是“新质生产力”的一体两翼，消费品产品力研究框架对推动和承接“新质生产力”具备重要意义。新质生产力最初提出，更多侧重点在供给端，随着供给端“新质生产力”的发展和推动，中国消费必将迎来一次长期的结构升级。因此选择在这个时点提出消费品的产品力研究框架，对于承接新质生产力，捕捉新质生产力在消费端创造的投资机会，具备重要意义。

一、消费品竞争度提高，产品力研究框架更显重要

1.1、产品力角度：制造业高度发达，推动供给同质化程度提高

制造是商品的基础，随着中国制造业进入高度发达和供给充分阶段，供给端的壁垒大大下降，商品同质化程度明显提高。中国拥有 41 个工业大类，207 个中类，666 个小类，成为全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家。消费品整体的技术壁垒较低，产品创新的可复制性较强，尤其在高度发达的制造业背景下，竞品通过复制供应商生产类似产品的难度大大降低，简单的产品创新所获得的竞争优势逐渐减少。

图表1：中国制造业总产出全球占比第一（%）



来源：OECD TiVA database，国金证券研究所

图表2：全球主要制造业国家制造业规模及占比（亿美元，2015 年不变价）

2000年				2021年			
序号	国家/地区	制造业增加值	占比	序号	国家/地区	制造业增加值	占比
1	美国	17,430	24.7%	1	中国	44,426	30.5%
2	日本	7,817	11.1%	2	美国	24,446	16.8%
3	德国	5,394	7.6%	3	日本	10,223	7.0%
4	中国	4,564	6.5%	4	德国	6,938	4.8%
5	意大利	2,879	4.1%	5	印度	4,612	3.2%
6	法国	2,286	3.2%	6	韩国	4,487	3.1%
7	英国	2,232	3.2%	7	英国	2,866	2.0%
8	韩国	1,834	2.6%	8	意大利	2,750	1.9%
9	墨西哥	1,736	2.5%	9	法国	2,648	1.8%
10	加拿大	1,734	2.5%	10	中国台湾省	2,331	1.6%

来源：世界银行，国金证券研究所

1.2、渠道力角度：电商渠道占比提高，加大渠道竞争难度

传统的消费品时代，线下业态占据绝对份额，品牌依靠深度分销可建立稳固的渠道力。中国国土面积广大，市场纵深较深，铺设全面的渠道网络难度很高，但一旦品牌铺设完毕，就可获得显著的先发优势。一方面通过高度的可触达性和曝光度，提高品牌的影响力，另外一方面，大大挤压后发新品牌的生存空间。众多传统的知名品牌均是依靠深度分销建立了行业的优势地位，比如娃哈哈、伊利、南孚电池、立白洗衣粉等等。

图表3：依靠深度分销做出来的传统品牌



来源：国金证券研究所整理

图表4：传统的消费品渠道



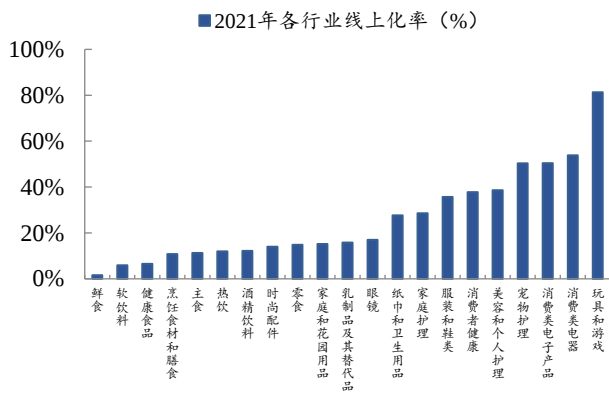
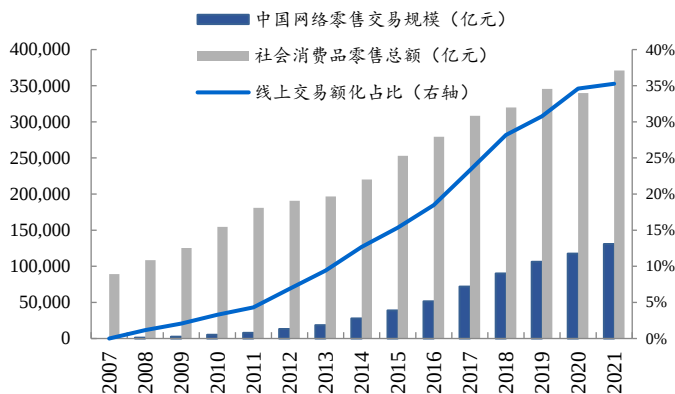
来源：国金证券研究所整理



近十年移动互联网推动电商渠道占比显著提升，品牌间的渠道竞争愈发激烈。中国消费品的线上化率从2008年的1%提升到了2021年35%的水平，其中尤其以玩具、消费电子、家电等行业为代表，线上销售占比达到了50%以上。电商渠道（包括天猫、拼多多等平台型电商，以及抖音、快手等直播电商）相比传统商超渠道，大品牌很难获得传统渠道的排他性优势，老品牌、新品牌可以共同存在于渠道中，这是显著不同于传统商超渠道的差异。尤其以直播电商为代表，给予了优质新品牌更高的曝光机会。整体来说，在目前的消费时代，品牌想要建设排他性较强的渠道力，难度大大提高。

图表5：中国消费品线上化率逐步提升

图表6：部分行业的线上化率已超过线下占比



来源：商务部，国家统计局，国金证券研究所

来源：欧睿，国金证券研究所

1.3、品牌力角度：信息渠道分散化和客观化，对品牌力提出更高要求

传统的消费品时代，电视报纸是主要的媒介，且这两种媒介具备极强的区域性统治力。在电视和报纸为主要媒介的时代，一个区域一般只有1-2家具备显著影响力的电视台和报纸，品牌集中费用在一个平台上营销，可以实现效率较高的品牌传播度。大型品牌在中央电视台这样的全国性核心平台做广告，可以实现全国消费者的全覆盖。以脑白金、金嗓子、海飞丝、南孚电池为代表的消费品牌，就是依靠集中力量长时间大范围铺设电视广告，从而占据了大多数中国人的心智。

图表7：依靠大规模电视广告做出来的传统品牌

图表8：传统的消费品传播方式



来源：国金证券研究所整理

来源：国金证券研究所整理

如今传播渠道呈现越来越分散化的趋势，不仅品牌影响力的打造难度大大提高，而且品牌负面消息的传播度大大增加。传统的电视报纸明显衰落，取而代之的是多个类型平台共存的格局，包括①社交媒体：微信、QQ、微博、小红书，②新闻资讯：今日头条、华尔街见闻、财联社，③长视频平台：电视台、爱奇艺、芒果、优酷，④短视频平台：抖音、快手，⑤电商平台：美团、大众点评、天猫、拼多多、京东。多个平台共存的格局，将消费者的注意力分流，品牌难以通过对单一平台的押注来获得品牌的大量传播。

传播渠道的分散化提高了信息的客观化程度，消费者对于品牌的辨别力变得更强。尤其以中青年消费者为代表，他们在媒体上的分享欲较强，对于品牌的喜好和评价会公开发表在多个平台上，消费者对于品牌的真实评价更多地被看到，对于缺乏坚实的产品力基础的品



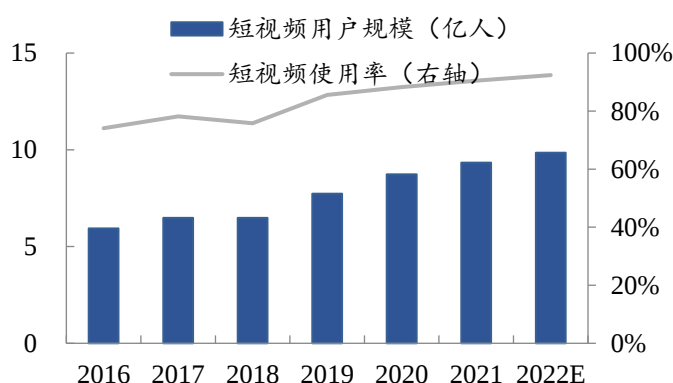
牌来说，其品牌力打造的难度大大提高。

图表9：消费品传播媒介的丰富度显著提高



来源：国金证券研究所整理

图表10：短视频媒介近些年快速成长



来源：观研报告网，国金证券研究所

产品力、渠道力、品牌力打造难度均显著提升的背景下：产品差异化的重要性越来越高。新消费时代对于产品力的要求越来越高，对于对经营者来说，产品差异化所带来的产品力优势日趋明显。对投资者来说，如何对产品力进行分析，并把握其带来的投资机会至关重要。

二、如何认识产品力：显性与隐性互为依托，报表与草根交叉印证

2.1、显性产品力

■ 定义

显性产品力是消费者可以直观地感受到的，企业可以通过表观层面的改进所实现的产品力。比如消费制造业产品专利创新所体现的差异度，从壁垒高低可分为：发明专利、实用新型专利、外观设计专利等等，也包括一些工艺秘方等。消费服务业在专利差异度的基础上还有供应效率、服务一致性、稳定性，交付能力等等，这些均是消费者可以切身感受到的产品力。

■ 表现方式

1) 公司报表端：

一部分显性产品力可以通过上市公司报表信息进行观察。最典型的如①发明专利：专利的详细内容、有效期、垄断性等等。②研发费用：研发费用的绝对额、占比，研发团队的规模以及关键人员等。

图表11：上市公司有效专利数量 TOP100 中的消费品公司

序号	公司名称	有效专利件数
1	美的集团	73,325
2	格力电器	55,451
3	海尔智家	38,897
4	TCL	22,025
5	苏泊尔	17,488
6	九阳股份	16,516
7	华帝股份	6,320
8	新宝电器	5,416
9	四川长虹	5,309
10	海信家电	5,229
11	老板电器	4,487



序号	公司名称	有效专利件数
12	海信视像	4,271
13	长虹美菱	3,882
14	顾家家居	3,429

来源：大为全球专利数据库，国金证券研究所（数据截止 2024 年 2 月）

2) 公司业务端：

更多的显性产品力并不直接体现在报表端，需要通过一线的草根调研发现。典型的如①产品配方改变。比如海底捞、可口可乐、瑞幸等产品的口味创新；比如苹果手机、大疆无人机、联想电脑、微信 app 的版本升级；比如迪士尼乐园、黄山景区的改造升级②交付效率改变。比如滴滴打车的派单精准度、快递企业的交付速度、抖音视频的推送精准度。显性产品力的提升通过直接影响消费者体验，来对公司业务产生正向影响。

■ 显性产品力满足的需求——功能性需求

图表12：各类型消费品所满足的功能性需求

一级行业	消费品	功能性需求
食品饮料	调味品	低盐化、健康化
	碳酸饮料	低糖化
	酒类	低度化
家用电器	冰箱空调	制冷效果更好、更节能
	洗衣机	清洗效果更好、更节能
	剃须刀	清洁更干净
轻工制造	冲水马桶	可加热、水流可调控
	削笔刀	从手动变自动
	插线板	接口类型多元化
纺织服装	羽绒服	更保暖、更轻薄
	运动鞋	动力更强、更轻便
	冲锋衣	更防水、更轻薄
社会服务	餐饮	供应速度更快、口味更标准
	酒店	更安静、更舒服
商贸零售	超市	POS 机应用提升购货效率
	社区团购	冷链扩大生鲜运输距离
互联网传媒	短视频	推送算法提升，内容匹配更精准
	手机	拍摄更清晰、运行速度更快
美容护理	护肤品	材料更健康、效果更持久

来源：国金证券研究所整理

2.2、隐性产品力

■ 定义

隐性产品力是隐藏在产品表现的功能性诉求背后的，满足消费者更高层次情感性需求的产品力。除了技术门槛较高的行业之外，大部分行业显性产品力的可复制性相对较强，竞争者容易通过模仿制造出类似产品力的商品。但隐性产品力相对难以模仿和复制，它占据的是消费者的心智。

■ 表现方式

隐性产品力没有确定的表现方式，往往通过多样化的形式表现出来。例如吉列成为剃须刀的代名词、喜诗糖果成为送礼糖果的首选、万豪希尔顿成为商务酒店首选、茅台成为宴请最受欢迎用酒。这些都是隐形产品力的表现，能够获得显著隐形产品力的品牌，往往会拥有更强的定价权与更具粘性的用户属性。



■ 隐性产品力满足的需求——情感性需求

情感性需求按照马斯洛需求层次，分为安全需求、爱与归属需求、尊重需求和自我实现需求。安全需求指保障安全稳定，免除恐惧威胁的需求，爱与归属需求指建立情感联系，归属于某一群体的需求，尊重需求指内在价值肯定，外在成就认可的需求，而自我实现需求指充分发挥潜能，实现理想抱负的需求。

图表13：马斯洛需求层次



来源：《心理学导论》，国金证券研究所

马斯洛需求层次中不同层级的需求，均可以从消费者对众多消费品的偏好上找到支撑。比如名牌房企、家用插座所体现出的居住安全需求，结婚钻戒所体现出的爱与归属的需求，以下为满足情感性需求的各类型典型消费品：

图表14：各类型消费品所满足的情感性需求

消费品	情感性需求
名牌房企、家用插座	居住安全
德系汽车	出行安全
国外奶粉品牌	饮食安全
大牌避孕套	生活安全
结婚钻戒	夫妻爱的象征
名校教育与配套学区房	中产焦虑
给父母买的保健品	道德绑架
偶像冠名、粉丝经济	偶像情结
海底捞、五星级酒店贴心式服务	心理按摩
潮玩、球鞋、名酒、名画收藏	自我爱好
IP 联名（任天堂、迪士尼）	童年情结
奢侈品、豪车、豪宅、名校学位、名牌服饰、高端酒店	身份象征
名烟名酒	社交通货
奖项（奥斯卡、世界杯、吉尼斯）、捐赠基金（盖茨基金会、壹基金）	自我实现

来源：国金证券研究所整理



三、穿越周期以日为鉴，看产品力提升硕果

3.1、各行业通过产品力提升走出的企业

3.1.1、食品饮料——日冷：预制菜行业的创新王者

日冷集团，日本速冻调理食品行业的领军企业，其历史源远流长，始创于 1942 年的帝国海产公司，最初专注于冷冻鱼销售和冰的生产。随着时间的推移，日冷集团不仅保持了其在冷冻食品领域的深厚基础，更通过不断的产品创新和市场拓展，满足了消费者对便捷健康饮食的日益增长的需求。作为行业内的佼佼者，日冷集团不断推动产品创新，引领市场潮流，确保了其产品和服务始终处于行业前沿。

图表15：日冷家庭用冷冻食品



来源：日冷官网，国金证券研究所

图表16：日冷冰与其他预制食品



来源：日冷官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

创立与战后复兴（1942 年-1960 年）

在这一时期，日冷集团的前身帝国海产公司成立，专注于冷冻鱼销售和冰的生产，响应政府在战后物资短缺时期对食品供应体系重建的引导。帝国海产公司响应政府号召，通过参与政府的中小学供膳计划，开始在速冻食品行业中布局。

市场开拓与技术革新（1960 年-1975 年）

随着日本经济的发展，速冻食品需求逐步市场化，特别是在 1964 年东京奥运会和随后的大阪世博会上，日本政府推广速冻食品，有效培育了市场需求，并颁布了“冷餐链劝告”等政策，以低息支持鼓励技术与设备的引进及研发。进入 70 年代，随着家用冰箱在日本的基本全面普及，日冷集团抓住了家庭市场需求的增长，推出了绿带牌家庭速冻晚餐套餐，并在超市的速冻食品专区进行销售。

产品多元化与品牌建设（1975 年-1997 年）

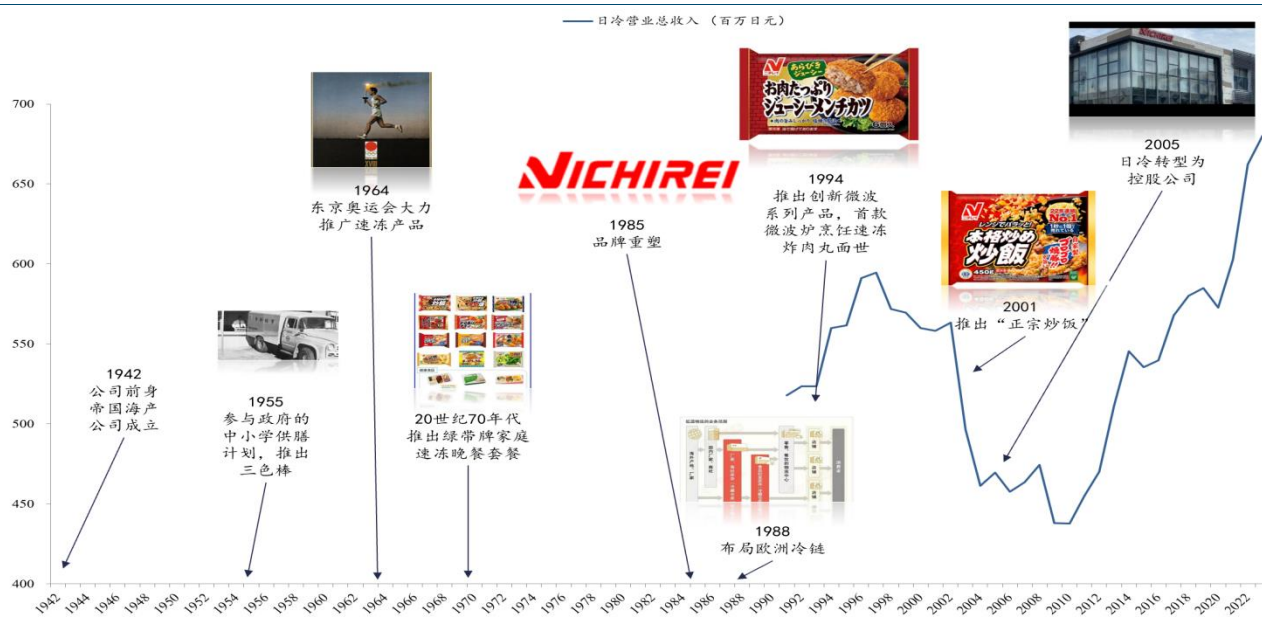
随着新企业的加入和工厂数量的激增，日冷通过不断推出新产品和优化现有产品，同时降低成本以应对价格竞争，保持了其市场份额。1988 年日冷开始在欧洲布局冷链物流网络，拓展国际市场。1990 年后，微波炉在日本的普及促使日冷在 1994 年推出了创新的微波系列产品，包括首款微波炉烹饪速冻炸肉丸，进一步强化了其在 B2B 和 B2C 市场的领先地位。

行业整合与战略转型（2000 年至今）

进入 2000 年以后，日本速冻食品行业进入成熟期，工厂数量从 1997 年的 972 家减少至 2021 年的 432 家，而日冷集团通过提升单厂产能和市场集中度，保持了其行业领导者的地位。2005 年，日冷转型为控股公司，重组业务以更灵活地应对市场变化。旗下的日冷食品公司专注于速冻调理食品的生产和创新，SKU 数量到 2020 年已超过 2500 个。



图表17：日冷发展历史



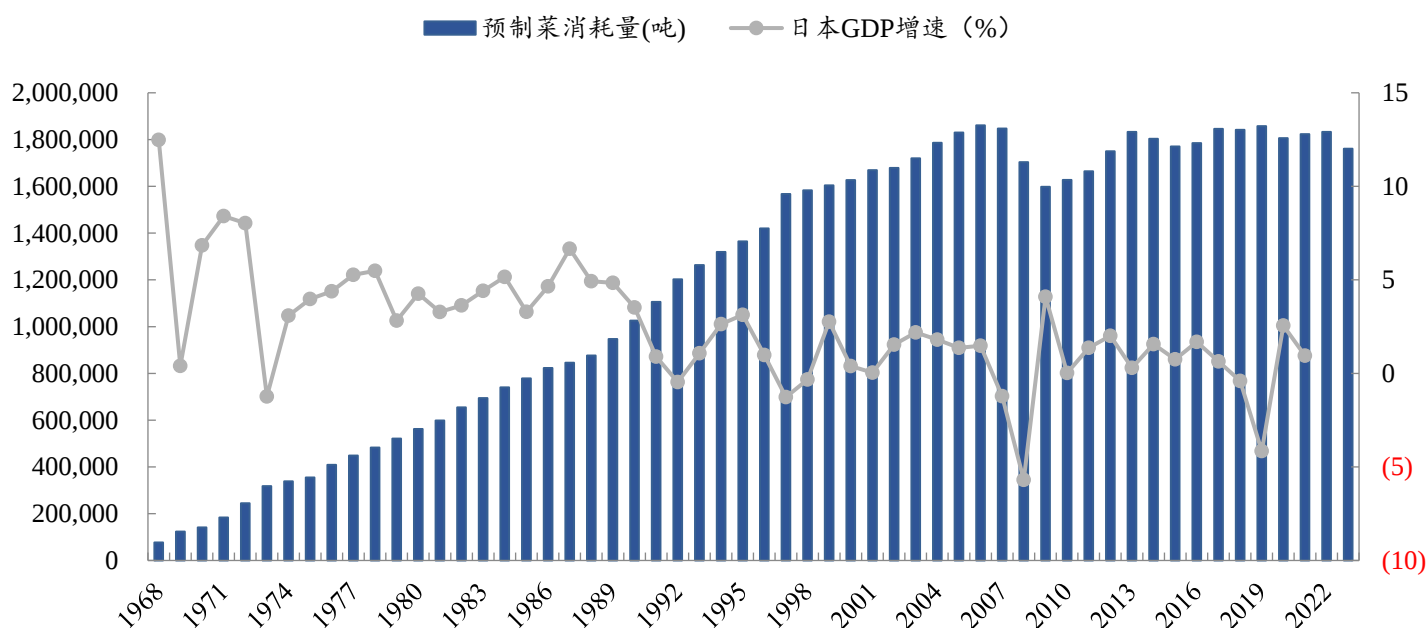
来源：日冷官网，彭博，国金证券研究所

■ 产品力提升在日冷发展中扮演的角色

1) 行业发展减速期，发明第一大单品，找到增长动力

日冷最重要的大单品“正宗炒饭”，发明于2001年行业瓶颈期阶段，极大地增强了公司产品竞争力。日本预制菜行业第一阶段1958-1967年为导入期，第二阶段1968-1996年为爆发期，第三阶段1997-2006年为稳定期。日冷“正宗炒饭”正是在2001年推出，处于日本预制菜市场的第三阶段。1997-2006期间，随着日本经济泡沫破裂，居民收入与消费支出都出现了下滑，餐饮和预制菜行业发展承压。

图表18：1997年后日本预制菜行业增速下滑进入稳定期



来源：日本冷冻食品协会，日本国家统计局，iFinD，国金证券研究所

大单品的诞生建立在长达4年研发，行业领先的设备创新之上。在日冷食品2001年推出“正宗炒饭”之前，市面上的冷冻米饭基本都是中式风味拌饭，口感上和真正的炒饭差了



一大截。日冷食品在获得大量的反馈后，耗时4年研发出了特殊的炒菜设备，能让冷冻炒饭真正经过“炒制”，让经过机器的每一粒大米都能被蛋液包裹，然后通过蛋液和油脂的润滑防止大米粘连在一起，这样即使是冷冻米饭也能有粒粒分明的效果，直接微波炉加热也不会影响口感。因此，正宗炒饭一经推出就大获欢迎，成为了明星畅销单品。

2) 面对蜂拥的模仿者，进一步发明“三步炒制法”，筑牢领先优势

在日冷正宗炒饭推出十多年后，其他食品公司也陆续进入冷冻炒饭的市场，纷纷推出了自家的产品，想要分一杯羹，品牌之间的竞争一触即发。在日冷正宗炒饭面临市场竞争加剧的背景下，为了巩固自身的竞争优势，日冷食品进行了一系列的创新举措。

首先，他们投资了30亿日元对整个“正宗炒饭”产品进行了重大改革，这是品牌历史上前所未有的规模。为了更好地理解餐馆炒饭的美味之处，他们还聘请了专业厨师进行技术指导。通过研究，他们发现了炒饭美味的秘诀——“火候”。于是，日冷食品创新了“三步炒制法”，利用250℃以上的热风吹到米饭上再进行炒制，以模拟传统锅灶炒饭的口感，即所谓的“锅气”炒饭。这一创新使得产品更接近传统炒饭的口感，提升了消费者的味觉体验。

3) 持续关注消费者反馈，产品微创新持续不断，保持产品竞争力

此后多年日冷针对正宗炒饭进行了多次迭代升级，或是增加食材，或是升级口味。如2007年把配料猪肉改为香气更足的烤猪肉；2012年增加了25%的蛋液；2018年把烤猪肉份量加多，肉的切割尺寸也增加了10%；2019年用香葱酱油增添焦香味等。

3.1.2、家用电器——大金：依靠差异化走出低谷的家电领袖

大金工业是全球空调行业的领军企业，自1924年成立以来，大金工业一直走在空调技术的前沿，致力于空调、冷媒和压缩机的研发、生产、销售及售后服务。公司以产品力作为其核心竞争力，专注于中央空调市场，其中90%以上的营收来自空调业务，而剩余的10%则来自于服务化学和冷媒。作为一家典型的单主业龙头企业，大金工业70%的营业额来自于海外空调销售，充分展示了公司在全球市场的广泛布局和深远影响力。全球化的市场布局不仅为公司带来了稳定的收入来源，也进一步巩固了其在全球空调市场的领导地位。

图表19：大金家用空调与商用空调

图表20：大金冷媒与压缩机



来源：大金官网，国金证券研究所

来源：大金官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

企业初创与发展（1924年-1950年）

公司初创期主营飞机用散热器加工，1933年接到日本海军军舰制热制冷设备订单，使得大金工业开始着力研发制冷技术。1934年公司自主研发并制造供日本海军使用的制冷设备，标志其在制冷技术领域领先地位。1935年大金工业首次在日本本土成功研发生产了碳氟化合物制冷剂R12，实现了制冷设备及制冷剂产业的协同发展，推动整个制冷行业的技术进步。

本土市场开拓（1951年-1970年）

1951年大金通过与美国杜邦公司签订独家协议，获得在日本市场生产和销售氟利昂的权利，这为公司在制冷技术领域发展提供巨大竞争优势。同年大金工业成功开发日本第一台一体化空调，随着战后日本经济快速复苏和居民收入增加，大金工业开始向民用领域转型，



将研发重点投入到商用空调领域。1955 年到 1964 年间,公司空调收入规模实现高速增长,商用空调需求也随之迅速增长。

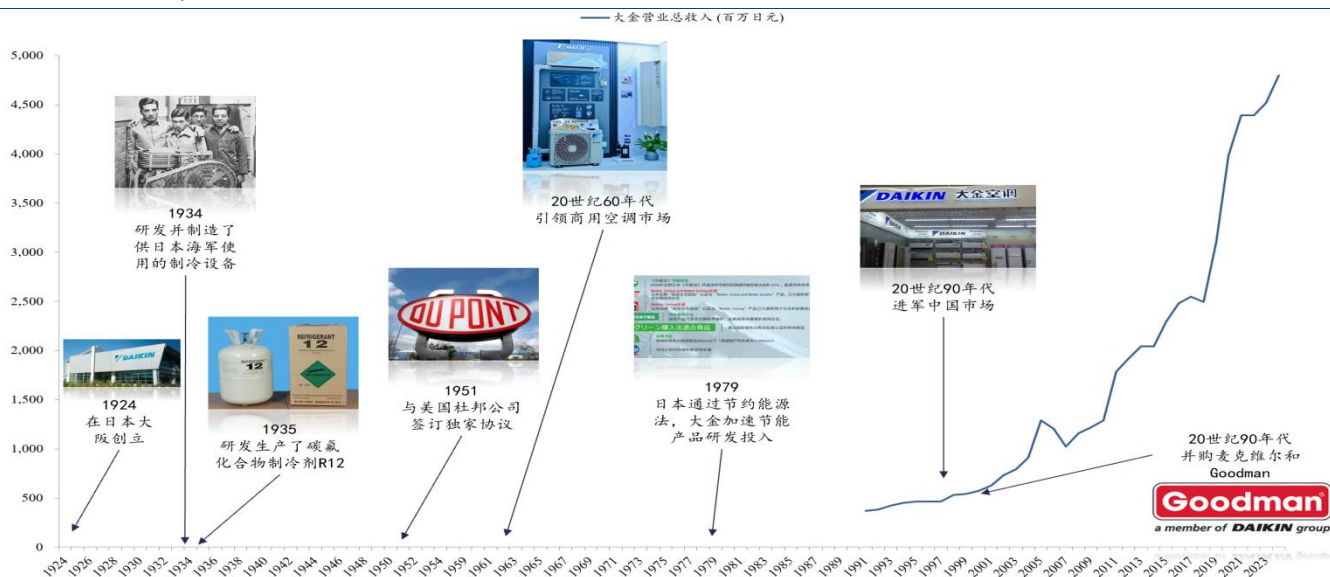
市场扩张与节能创新 (1971 年-1992 年)

受益于日本宏观经济增长,家用空调出货量快速增长。大金工业充分利用空调行业增长红利,公司整体收入迅速增加。1979 年,日本通过节约能源法,大金工业加速在节能产品上研发投入,家用和商用领域均重点研发节能产品,为公司未来节能技术奠定重要基础。

全球化扩张的征程 (1993 年-至今)

自 20 世纪 90 年代起,大金工业开启全球化扩张新篇章。大金工业将目光投向中国,凭借产品优势和技术创新,迅速确立高端品牌形象。大金在中国主销多联机,通过战略并购和本土化生产,实现了品牌全球覆盖和市场深入拓展。在欧洲市场大金通过收购经销商确保销售渠道稳健,并实施“现地化”生产策略以应对市场的极速扩张。在美国市场,大金通过并购麦克维尔和 Goodman 两大品牌,成功确立了其在北美市场的龙头地位。

图21: 大金发展历史



来源: 大金官网, 彭博, 国金证券研究所

产品力提升在大金发展中扮演的角色

1) 面对同质化竞争, 提升售后专业化程度, 建立产品差异化优势

泡沫经济破灭, 空调需求侧承压, 大金遭遇重大危机, 公司推进售后服务改革, 加强客户粘性同时, 增加盈利来源。改革前大金售前与售后分开运营, 改革后由空调部门直接辖管售后部门, 并开办学院提升员工技术服务水平。大金还开发了能够进行远程监测的装置“AIRNET”及时发现异常并建立 365 日 24h 的服务体系。大金每一两年就会根据客户反馈进行技术革新和产品提升, 保持消费者对公司的价值认可。大金的独特技术是可以靠一台室外机控制空调. 冷冻、冷藏, 且因其保养、维修、预测诊断故障等只能靠大金, 售后服务带来的附加值也能获取利润。



图表22: 大金的经营理念



来源：大金官网，国金证券研究所

图表23: 大金的售后服务团队

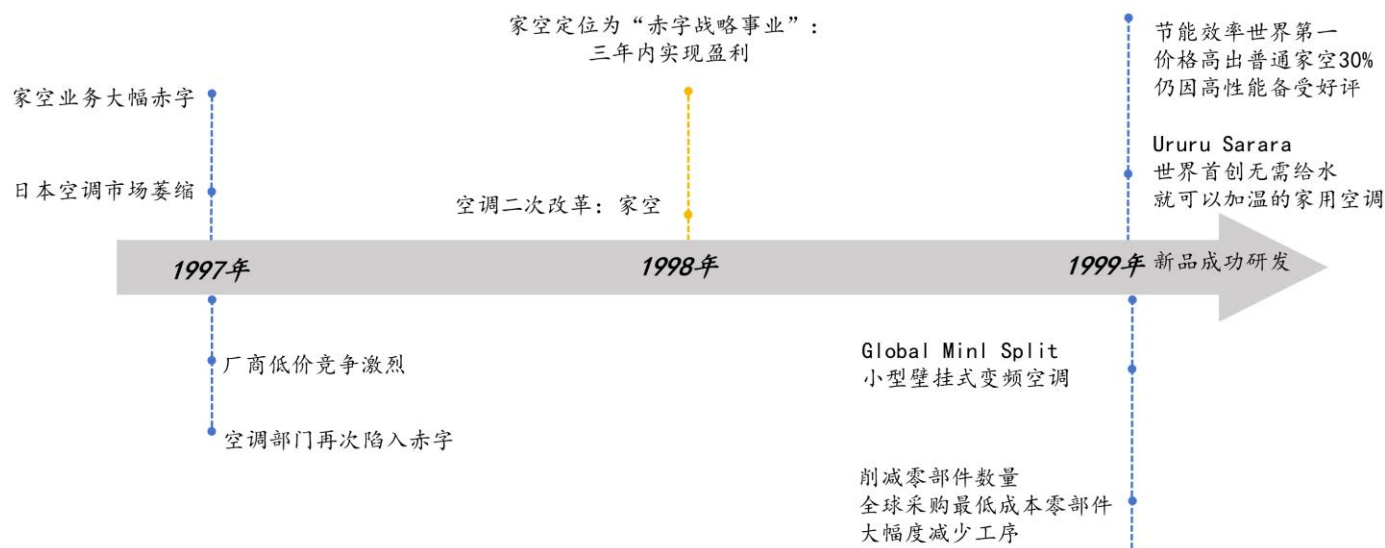


来源：大金官网，国金证券研究所整理

2) 设计思路改变，重视全球化分工，为产品出海奠定基础

大金摒弃了海外生产旧产品的习惯，推进全球产品生产一致化，奠定了领先的全球化分工水平。大金 1999 年成功研发出的普及产品 GMS (小型壁挂式变频空调 GlobalMiniSplit)，从设计阶段就定位全球市场，并通过削减零部件数量、全球采购最低成本的零部件、大幅度减少工序等方法大幅度削减成本。以往海外生产都是从日本带旧模具过去，生产比日本落后一代的产品。而 GMS 为了确保在日本和海外同时销售，采用了全球采购零部件的新方法。这些举措帮助大金建立起了领先于其他企业的全球化分工体系，为长期出海奠定基础。

图表24: 大金在 90 年代改革中做出的产品创新



来源：《大金工业 90 年历史》，国金证券研究所

3) 依靠自主创新技术，避开价格竞争，坚守高端定位

大金并未选择参与价格竞争，而是依靠核心技术，不断迭代创新，通过差异化附加值属性维持产品高端定位。大金依靠持续不断地领先业界的创新，赋予其产品定价更高的可能性，包括在 1984 年推出首款变频空调，加速变频技术的普及，并在 2004 年实现中国市场家用分体空调全变频。此外还推出世界首台使用更环保 R-32 制冷剂的家用空调，强化其在环保领域领导地位。作为少数集空调、冷媒、压缩机研发、生产、销售于一体的企业，大金经过多年积累，掌握了包括压缩机、变频、多联控制、冷媒控制等在内的多项核心技术，这也为大金产品的高端化奠定坚实的技术基础。



3.1.3、纺织服装——雪峰：专业化精神塑造的高端户外标杆

Snow Peak 雪峰自 1958 年在日本成立以来，已发展成为一个享誉盛名的高端露营用品品牌。起初以生产户外金属制品起家，凭借其精良的工艺和实用的功能迅速获得市场认可。Snow Peak 不仅在露营用品领域取得显著成就，更成为户外露营行业的领军品牌。公司的产品线涵盖露营家具、炊具、配件、服装、背包等 25 个品类，拥有 600 多种商品，全面覆盖露营所需的各种用品。

图表25：雪峰露营用品



来源：雪峰官网，国金证券研究所

图表26：雪峰服装与背包



来源：雪峰官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

从金属工艺到户外休闲（1958 年-1979 年）

Snow Peak 历史可以追溯到 1958 年，在户外运动于日本兴起的 50-60 年代背景下，公司创始人山井幸雄（Yukio Yamai）创立了 Snow Peak 的前身——山井商店。1963 年山井幸雄正式将品牌命名为“Snow Peak”，标志着品牌正式步入户外用品市场。在这一时期 Snow Peak 从设计的角度出发，不断推动产品创新，为户外运动爱好者提供了高质量的装备。

转型与全球扩张（1980 年-2013 年）

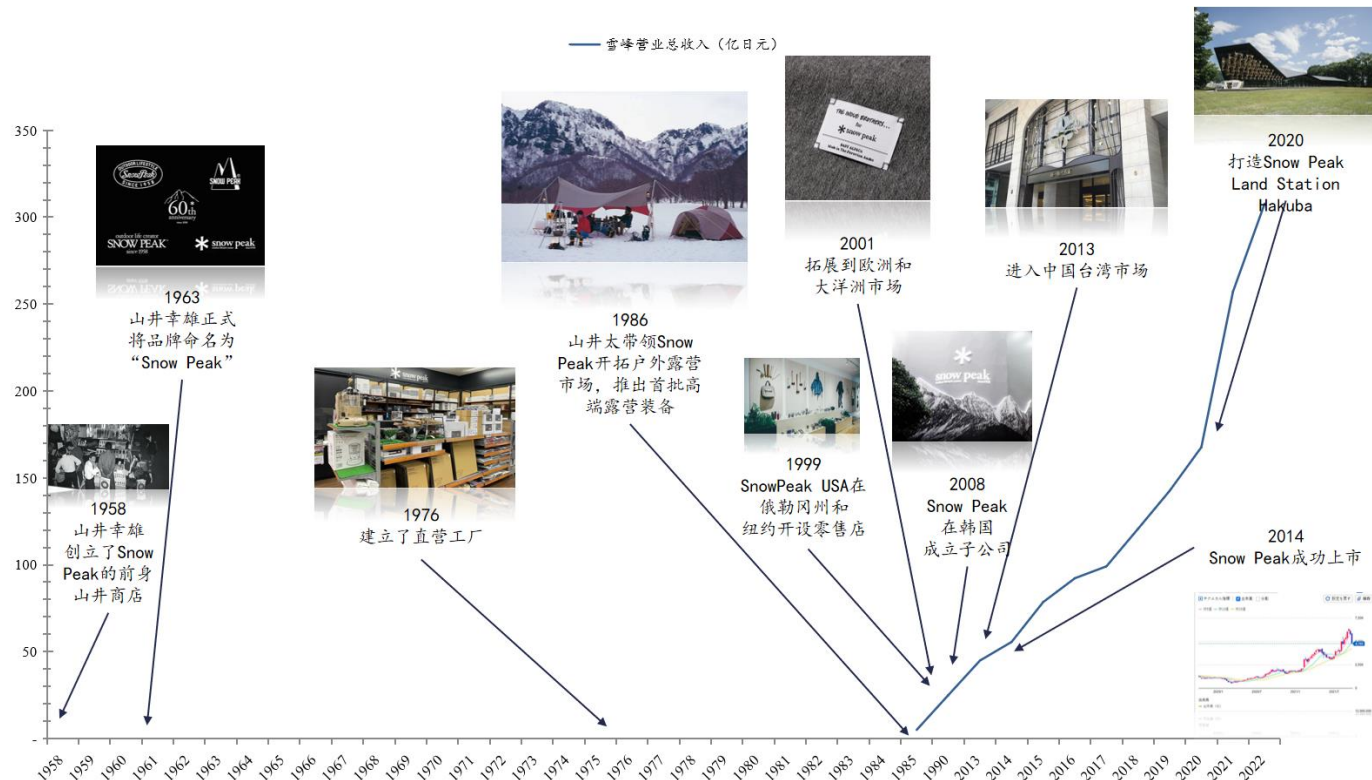
在这一期间 Snow Peak 实现从专注于户外登山用品到引领汽车露营的转型。1986 年随着创始人山井幸雄的退休和其子山井太的接班，山井太带领 Snow Peak 开拓户外露营市场，推出了首批高端露营装备，创新性地发展了汽车露营用品，包括模块化系统 SLS 和实心钉等突破性产品。Snow Peak 的国际化步伐始于 1999 年，在美国市场建立业务并逐步发展成为具有影响力的户外品牌。2001 年，公司进一步拓展到欧洲和大洋洲市场。2008 年 Snow Peak 在韩国成立了子公司，并在 2013 年进入中国台湾市场。

迈向多元化的户外生活方式品牌（2014 年-至今）

2014 年 Snow Peak 成功上市，年营收达到 55 亿日元。在此期间还扩展了服装产品线，将品牌推向了户外潮流的新高度。山井梨沙作为品牌的第三代领导者，利用日本服装文化学院的学术背景与对户外美学的深刻理解相结合，将实用性与日本传统工艺如蓝染法和传统纺织工艺相融合，为 Snow Peak 带来了兼具功能性与时尚感的 Urban outdoor 服装线。



图表27：雪峰发展历史



来源：雪峰官网，《营地会》，Wind，国金证券研究所

■ 产品力提升在雪峰发展中扮演的角色

1) 产品的专业度奠定了雪峰高端化的技术基础

由专业的登山者设计和制造，倾听消费者的实际反馈，保证了雪峰产品的专业度。创始人山井幸雄本人就是专业的登山者，雪峰产品就源于创始人为自己打造专业工具的初心，专业的产品力推动雪峰品牌首先在户外圈逐步传播。在只有铝制和塑料制地钉的年代，雪峰制造出了高温锻造的实心钉，即使在恶劣环境也可以使用，此外还有雪峰著名的“钛杯”、模块化系统SLS等多种业内首创的户外产品，均是来源于品牌对于消费者真实专业需求的研究。

图表28：雪峰标志性的“钛杯”设计



来源：雪峰官网，国金证券研究所

图表29：雪峰的钛杯为家庭成员设计不同的尺寸



来源：雪峰官网，国金证券研究所

2) 终身保修服务+体验式营地增强了品牌吸引力

雪峰在日本有7处自营的露营地，全都选择独一无二的风景优美地区，和知名的建筑师合作设计营地。此外雪峰在全世界范围内定期举行露营企划活动，邀请消费者共同露营，由



品牌方免费提供工具。这些细致并且生活化的推广方式，叠加优雅高级的设计风格，赋予了雪峰品牌独特的生命力和吸引力。

3.1.4、纺织服装——优衣库：极致产品力推动的快时尚先锋

优衣库（UNIQLO），作为全球知名的快时尚品牌，自 1984 年成立以来，已经从一家男士西装公司发展成为全球服装行业的领军企业。起初以郊区门店、直接订货和基础款式低价战略迅速占领市场，1998 年通过 ABC 改革，优衣库转向 SPA 模式，实现了精细化管理和高性价比，奠定了其作为全球快时尚巨头的地位。

图表30：优衣库服装



图表31：优衣库眼镜、鞋类等其他产品



来源：优衣库官网，国金证券研究所

来源：优衣库官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

企业初创与本土崛起（1984 年-2000 年）

优衣库（UNIQLO）自 1984 年成立以来，在日本第四次消费时代背景下，面对经济低迷与消费者转向平价、简洁产品的趋势，采取了郊区连锁街边店模式，以低价为核心竞争力，迅速赢得了中低收入阶层的青睐。1998 年，通过实施 ABC 改革，优衣库彻底转型为 SPA 模式，这一转变不仅巩固了其低价优势，还通过精细化管理提升了产品的品质和性价比，实现了“无论何时何地、任何人都可以穿的有时装性和高品质的基本款休闲服”的理念。

国际化与品质升级（2001 年-2015 年）

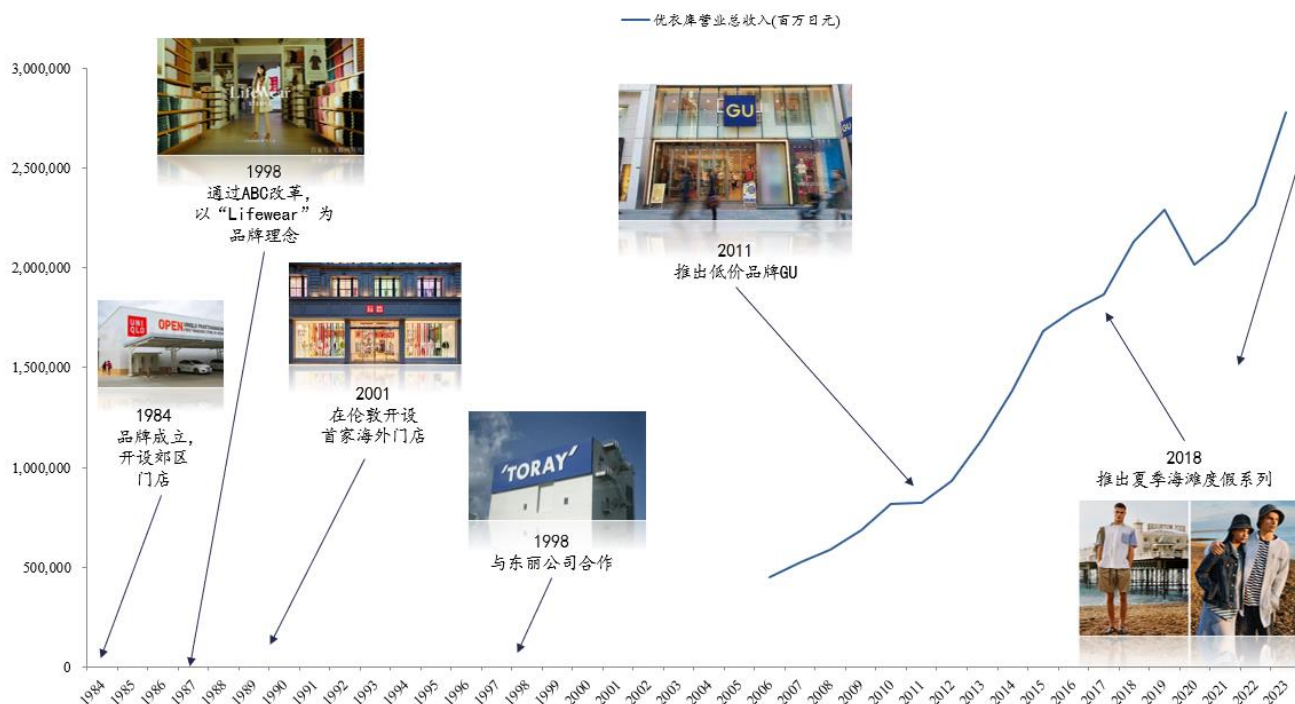
2001 年品牌在伦敦开设了首家海外门店，正式迈出全球化的第一步，并在随后几年内迅速进入中国、韩国、美国、俄罗斯、新加坡等市场。2004 年，优衣库战略性地放弃了单纯的低价策略，转而提升产品品质，同时确保性价比优势，并通过推出低价品牌 GU 来拓展市场覆盖面。

加速全球化布局（2016 年-至今）

自 2016 年起优衣库开启了加速全球化布局的新篇章，尤其聚焦于亚洲市场并实施了以多品牌战略为核心的全球化渠道扩张，优衣库海外市场的收入占比显著增长。在此过程中，公司对早期多品牌并购整合策略进行了调整，于 2011 年推出自创品牌 G.U.，主打本土平价快时尚市场，填补了市场空白并为公司带来了新的增长动力。



图表32：优衣库发展历史



来源：优衣库官网，彭博，国金证券研究所

■ 产品力提升在优衣库发展中扮演的角色

1) 极致的产品管理，推动 SKU 的精简和款式大卖

优衣库通过减少 SKU 并专注于基础款产品，实现了产品线的精简和效率的提升。与 ZARA、H&M 等快时尚品牌相比，优衣库每年推出的服装款式很少。通过大幅减少 SKU，优衣库成功以少量工厂满足全部生产需求，相比其他服装巨头的大量供应商，显著降低了库存压力和管理成本。品牌主要产品为基本款，如纯色 T 恤、商务衬衫、常规款牛仔裤和 polo 衫等，这些简约风格的服饰深受日本国民及第三消费阶段后期消费者的青睐。优衣库不仅提供多样化的基础款，还通过丰富的细节设计和全面的尺码选择来扩大客群。

2) 高质量的研发，专注于穿着体验，保持产品力的领先

公司专注于面料研发，不断推出行业领先的创新面料，保持产品力的领先。优衣库先后开发出摇粒绒衫、HEATTECH 系列、Ultra Light Down 羽绒产品、AIRism 系列。例如用于 HEATTECH 系列的超细纤维，这种面料不仅更薄、更干爽、更舒适，还通过不断的微创新增加了抗菌、防静电等功能。在设计理念上，公司亦频繁在增强场景互动性、拓宽产品适用性、一衣多穿等作出跨越性尝试，服务于品牌的百搭理念。2018 年夏季，品牌联手 BV 设计师推出海滩度假系列，面料均具有透气、快干功能，一件泳衣/裤可以同时满足游泳、参加派对等不同需求，在不同场景转换时免去更衣的繁琐，打破场景界限。

3) 创新的 SPA 模式，创造行业最低的次品率和一流的响应速度

优衣库全流程高度控制，推行行业领先的 SPA 模式，产品相应速度业界领先。作为涵盖商品策划、制造、零售的垂直整合型商业模式，SPA 可将顾客与供应商联系起来，尽可能减少中间商环节，有效实现成本控制、质量把控、高快反能力等一系列经营目标。优衣库通过在上海和广州成立生产管理事务所，并派遣日本管理人员及技术工人常驻，强化了对产品品质的控制，显著降低了服装行业平均次品率。

3.1.5、轻工制造——尤妮佳：后发者对先导品牌的颠覆专家

尤妮佳 (Unicharm) 是一家日本知名的日用品生产和销售企业，由高原庆一郎先生于 1961 年创立。起初公司从事建材销售业务，随后转型开发女性生理用品，并在 1974 年正式更名为尤妮佳。经过 60 余年的发展，公司通过业务创新和外延并购，不断丰富其产品和品

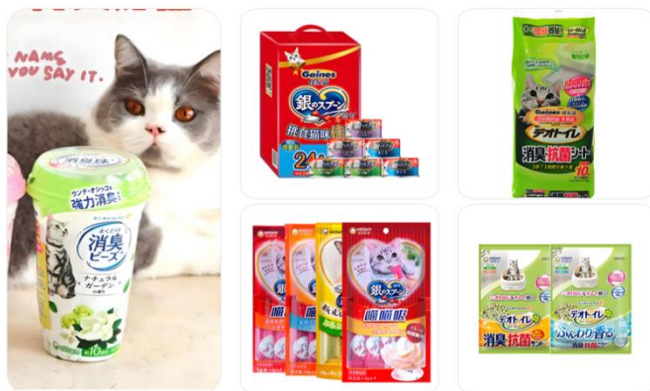


牌矩阵，逐步成长为一家营收近万亿日元的全球消费品领军企业，产品远销全球 80 多个国家和地区。尤妮佳的主要业务涵盖个人护理和宠物护理两大板块，个人护理产品包括婴儿护理、女性护理、成人护理及清洁美容产品，而宠物业务则提供宠物食品和用品。

图表33：尤妮佳个人护理用品



图表34：尤妮佳宠物业务



来源：尤妮佳官网，国金证券研究所

来源：尤妮佳官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

企业初创，深耕本土市场（1961 年-1979 年）

尤妮佳的起源可以追溯到 1961 年，当时以大成化工株式会社的名字成立，并专注于建材销售业务。1963 年，公司洞察到市场的需求变化，开始进入女性卫生护理用品领域，这一战略转型为公司奠定了在个人护理产品领域的基础。到了 1974 年，公司正式更名为尤妮佳，并且继续深耕日本市场，专注于满足本土消费者的需求，逐步建立起品牌声誉和市场地位。

海外拓展，产品多元化发展（1980 年-1999 年）

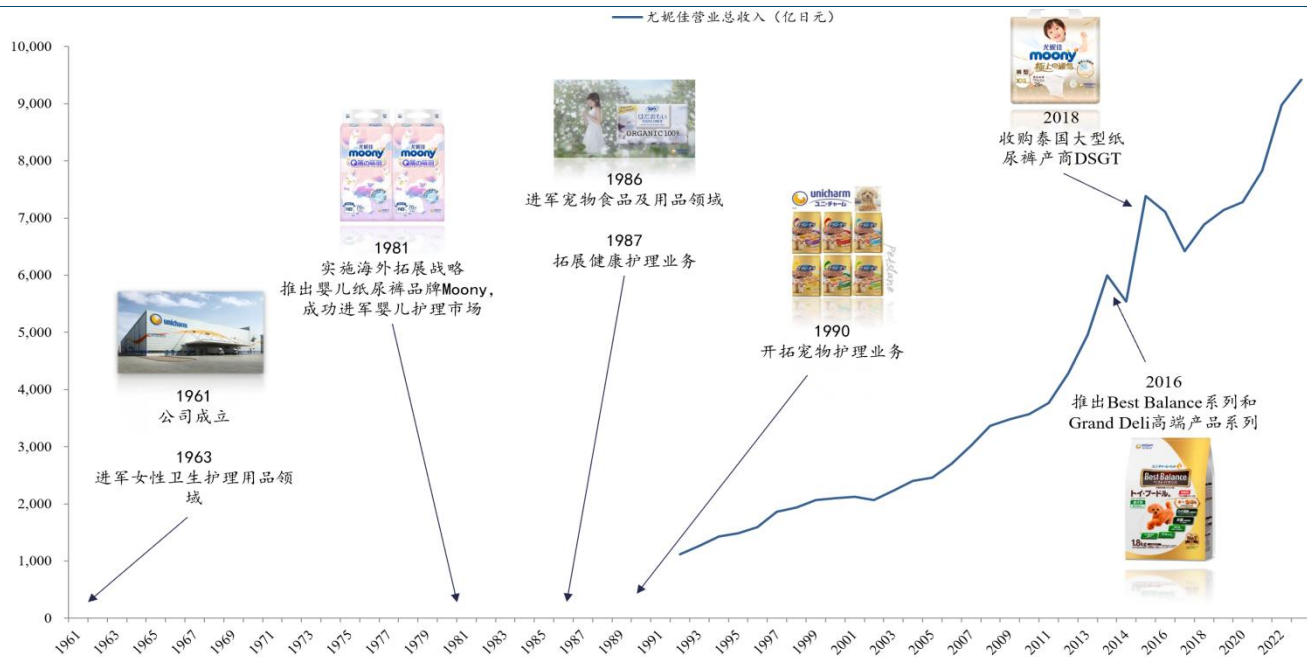
进入 20 世纪 80 年代，尤妮佳开始实施海外拓展战略，将业务拓展到东亚、东南亚等地区。1981 年，公司推出了婴儿纸尿裤品牌 Moony，成功进军婴儿护理市场。1986 年，公司迈出了多元化战略的重要一步，正式进入宠物食品及用品领域。随后，尤妮佳继续拓宽产品线，于 1987 年拓展健康护理业务，并在 1990 年代开拓了宠物护理业务，进一步多元化产品组合。这一时期，尤妮佳不仅在日本市场巩固了其领导地位，也在全球范围内建立了强大的品牌影响力。

巩固龙头，创新提高产品力（2000 年-至今）

从 2000 年开始，尤妮佳继续巩固其在全球个人护理和宠物护理市场的领导地位。公司通过不断的技术创新和产品升级，提高了产品力，满足了消费者对高品质生活用品的需求。尤妮佳加大了对研发的投入，推出了多款创新产品，引领了市场潮流。此外，尤妮佳的品牌国际化战略取得了显著成效，公司的营收来源实现了多元化。通过这一系列的战略举措，尤妮佳成功地将自己打造成了一个创新驱动、市场导向的全球性消费品领军企业。公司依托差异化和精细化的产品策略，成功抢占了宠物市场份额。



图表35：尤妮佳发展历史



来源：尤妮佳官网，彭博，Wind，国金证券研究所

■ 产品力提升在尤妮佳发展中扮演的角色

1) 精准应对功能性需求的变化，是尤妮佳长期成长的根本

从卫生巾到纸尿裤到宠物用品，每一次改变都踩在老龄化所带来的新需求之上。1963年进军卫生巾领域，1981年进军纸尿裤领域，1986年进军宠物行业，1987年进军成人护理业务。尤其纸尿裤和宠物行业，是显著的受益于老龄化的消费行业。在老龄化逐步加深的日本社会，随着尤妮佳产品路线的丰富，公司业务逐步地摆脱了老龄化所带来的负面影响，反而成为老龄化助力的少数消费品公司。

2) 依靠细节的微创新，后起之秀蚕食对手份额

尤妮佳并不是卫生巾和纸尿裤的发明者，但通过微创新，不断蚕食先发企业的市场份额。三美电机的“安妮”卫生巾是日本市场首款卫生巾，几年之后尤妮佳开始销售女性卫生巾，在“安妮”基础上对柔软性和吸收性进行大幅提升，包装设计精美，获得消费者更高评价。宝洁的帮宝适纸尿裤1979年进入日本市场，2年之后尤妮佳进入纸尿裤市场，尤妮佳与大王纸业合作，推出首款使用SAP作为吸液材料的纸尿裤，采用超强吸水性树脂。

图表36：尤妮佳产品研发升级迭代历程

年份	产品特征	适用人群	创新突破
1976	薄型卫生巾	女性	比传统卫生巾小一半并且薄三分之一的卫生巾，让女性更便于行动
1981	立体型婴儿纸尿裤	婴儿	在日本首次推出一站式立体型婴儿纸尿裤
1992	裤型婴儿纸尿裤	婴儿	为了让妈妈更换尿布同时不吵醒宝宝，推出世界上第一款裤型纸尿裤
1993	加量型卫生巾	女性	在薄卫生巾风靡之后，研发可以吸收更多量的卫生巾
1995	自主式成人纸尿裤	老年人	为维护老年人的尊严，推出了老年人可以独立使用的“生活康复裤”
2011	公犬专用纸尿裤	公犬	为年长公犬专门设计的纸尿裤，
2013	立体成型纸尿裤	婴儿	拥有多项专利

来源：尤妮佳官网，国金证券研究所

3) 本土化特色的研发，推动业务走向全球

尤妮佳深入研究各地消费习惯的差异，在各国推出差异化的产品，推动产品在海外市场的流行。针对东南亚气候开发的驱蚊婴儿纸尿裤、针对中国女性痛经高发特征开发的加热功能卫生巾、针对印度大包装因为单价高不利销售特别推出小包装纸尿裤、针对印尼销售的成人纸尿裤产品获得清真认证。



3.1.6、社会服务——星野酒店：设计引领体验独特的酒店新星

星野集团作为日本历史悠久且享有盛誉的酒店连锁集团，自 1904 年成立以来，一直秉承着提供卓越服务的传统。公司坐落于风光旖旎的长野县轻井泽町，这里不仅是星野集团的发源地，也是其精神的传承之地。在家族第四代传人星野佳路的领导下，星野公司已经发展成为一个拥有多个高档酒店和度假村的行业巨头，其新愿景是成为“具有全球竞争力的酒店管理公司”。集团旗下的三大核心酒店品牌——温泉旅馆“界(KAI)”、高端酒店“Hoshinoya(虹夕诺雅)”、以及度假村酒店“Risonare”，各具特色，满足不同客户的需求。

图表37：星野集团酒店



来源：星野官网，国金证券研究所

图表38：星野集团 OM07 城市观光酒店



来源：星野官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

公司初创与早期发展（1904 年-1951 年）

星野集团自 1904 年在轻井泽地区初步开发开始了其百年的发展历程。1914 年，星野温泉旅馆的开业标志着集团正式踏入酒店业务。随后在 1921 年，集团开始拓展文化领域，开办了“艺术自由教育演讲会”。1929 年，星野集团进一步多元化其业务，开办了水利发电站。到了 1951 年，随着株式会社星野温泉的成立，集团的法律和组织架构得到了确立。

生态旅游初探与成长（1952 年-1995 年）

进入 1974 年，星野集团被指定为国设轻井泽野鸟森林。这不仅是对其自然保护工作的肯定，也标志着其在生态旅游领域的深入发展。1992 年，集团成立了野鸟研究室，即现在的 Picchio 生态旅游研究中心，进一步强化了其在生态旅游方面的承诺。1995 年，随着公司名称变更为株式会社星野集团，并开设了星野 Hotel Bleston Court，星野集团开始向国际化发展迈出了坚实的步伐。

品牌扩展与环保（1996 年-2009 年）

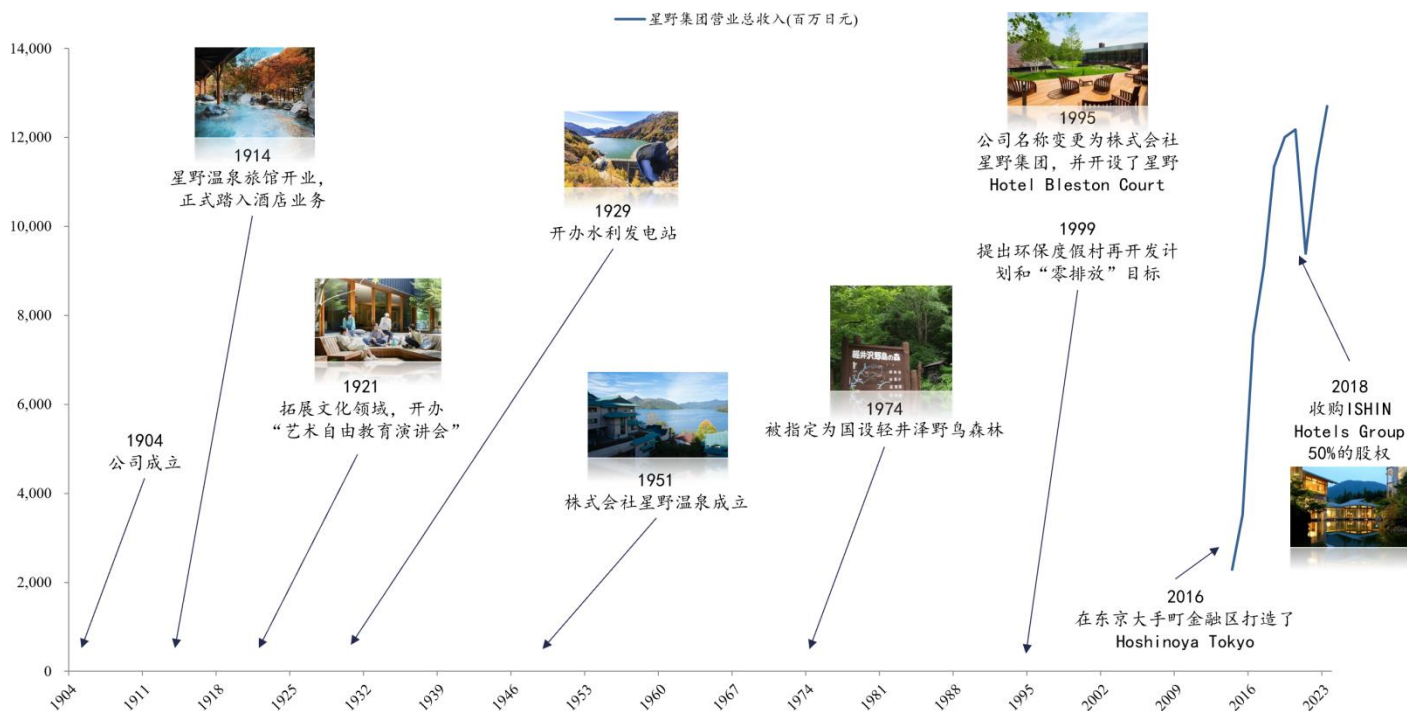
1999 年，星野集团提出了环保度假村再开发计划和“零排放”目标，彰显了其对可持续发展的承诺。2001 年，随着星野 Risonare 的运营，集团的度假村业务得到了进一步扩展。2003 年，星野磐梯度假村的运营不仅获得了 NPO 绿色 Network 大奖和“环境大臣奖”，也标志着星野集团在环保方面的努力得到了社会的认可。2004 年星野 TOMAMU 度假村的开业和 2009 年虹夕诺雅京都的开业进一步巩固了集团在高端度假村领域的地位。

国际化与战略合作（2010 年-至今）

2010 年，星野集团开始运营多个新的度假村和酒店，同时成立了日本株式会社星野集团北京代表处，这标志着集团正式进入中国市场，开启了国际化的新篇章。2016 年，星野集团在东京大手町金融区打造了 Hoshinoya Tokyo，将日本传统旅馆理念与现代建筑完美融合，为集团的品牌形象增添了新的维度。2018 年，星野集团通过收购 ISHIN Hotels Group 50% 的股权，进一步扩大了其在日本酒店业的影响力。这一系列举措不仅展现了星野集团在全球扩张的决心，也体现了其在提供优质服务 and 推动可持续发展方面的不懈努力。



图表39：星野酒店发展历史



来源：星野集团官网，彭博，国金证券研究所

■ 产品力提升在星野发展中扮演的角色

1) 通过极致体验感，在酒店业建立专属定位

星野集团注重为顾客提供独特的体验，如虹夕诺雅·京都酒店，改造自百年历史的贵族隐居之所，提供远离尘嚣的奢华体验。入住过程包括乘船而入，沿袭明治时代传统，营造一种缓缓前行的仪式感和代入感。星野集团还注重景观设计整体意境，如虹夕诺雅·京都的庭院入口、待合、中门、关守石，一步一景，通过空间环境的变化，陶冶客人的精神境界。客房前的路径铺设也尽显古典之美，极具艺术气息，使住客能更好地体会生活美学。

2) 细致入微的设计理念，从细节之处提升产品力

星野的酒店在保留传统建筑外观如木造结构、土涂壁和日本瓦的同时，在内部空间巧妙地融合现代设计元素，以满足现代住客的舒适需求。客房内部采用和洋式设计，配备了宽大的床铺、舒适的沙发和写字台，确保客人在享受传统韵味的同时，也能体验到现代生活的便利。如虹夕诺雅系列，它不仅在传统建筑中嵌入现代元素，还精心将京都的传统符号如京唐纸和障子门纳入客房设计，创造出一种和谐统一的居住环境。此外，为了适应现代人的生活习惯，日式客房中引入了与跪坐高度相同的“榻榻米沙发”。

3.1.7、化妆品——资生堂：技术引领中西融合的高端美护专家

自 1872 年在日本创立以来，资生堂已经发展成为一个在全球美容及个人护理行业中占据重要地位的企业。资生堂始终将东方美学意识与西方精尖技术相融合，创造出兼容并蓄的品牌形象。这一独特的品牌理念源自《易经》中的“至哉坤元，万物资生”，象征着大地的美德和孕育万物的生命。

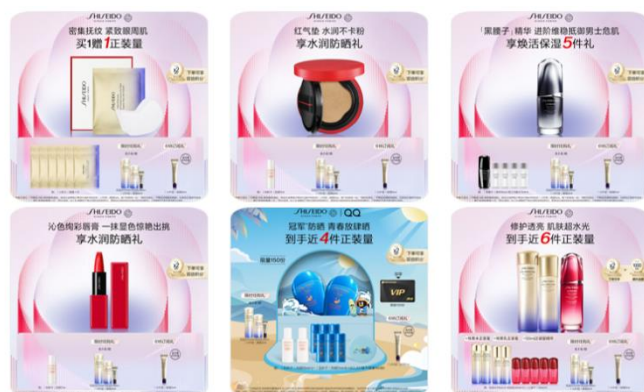


图表40：资生堂中国旗下品牌



来源：资生堂官网，国金证券研究所

图表41：资生堂产品



来源：资生堂官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

品牌初创期（1872年-1896年）

1872年福有源信在东京创立日本首家西洋药店。根据《易经》中的“至哉坤元，万物资生”，将品牌命名为“资生堂”。1888年当大多数人还在使用牙粉进行口腔清洁时，资生堂以其创新精神突破传统，在日本市场上率先推出首款牙膏产品——“福原卫生牙膏”。这一前瞻性举措不仅为消费者提供全新口腔护理选择，也标志资生堂在个人护理产品创新上迈出重要一步。

化妆品行业初步探索（1897年-1948年）

1897年资生堂开始迈向化妆品行业，推出了第一款化妆水——EUDERMINE（红色蜜露）。这款产品的诞生得益于东京大学教授长井长义的西方药剂学处方，是资生堂品牌历史上的一个标志性创新。1906年资生堂继续扩大化妆品系列，推出第一款为日本女性量身定制的粉饼，即生白粉。1930年资生堂化学研究所成立，将化妆品制造推向更为近代科学的领域。

全球化发展期（1949年-1999年）

1949年资生堂于东京证券交易所上市，公司也开始探索国际市场。从1957-1993年资生堂前后进入了中国台湾、意大利、中国香港、美国、法国、中国大陆、英国、加拿大市场。资生堂按照本土化策略，于1994年推出专为中国消费者量身定制的欧珀莱品牌，随后，2001年泊美品牌的推出进一步拓宽了资生堂在中国化妆品店渠道的市场份额。

发展瓶颈期（2000年-2013年）

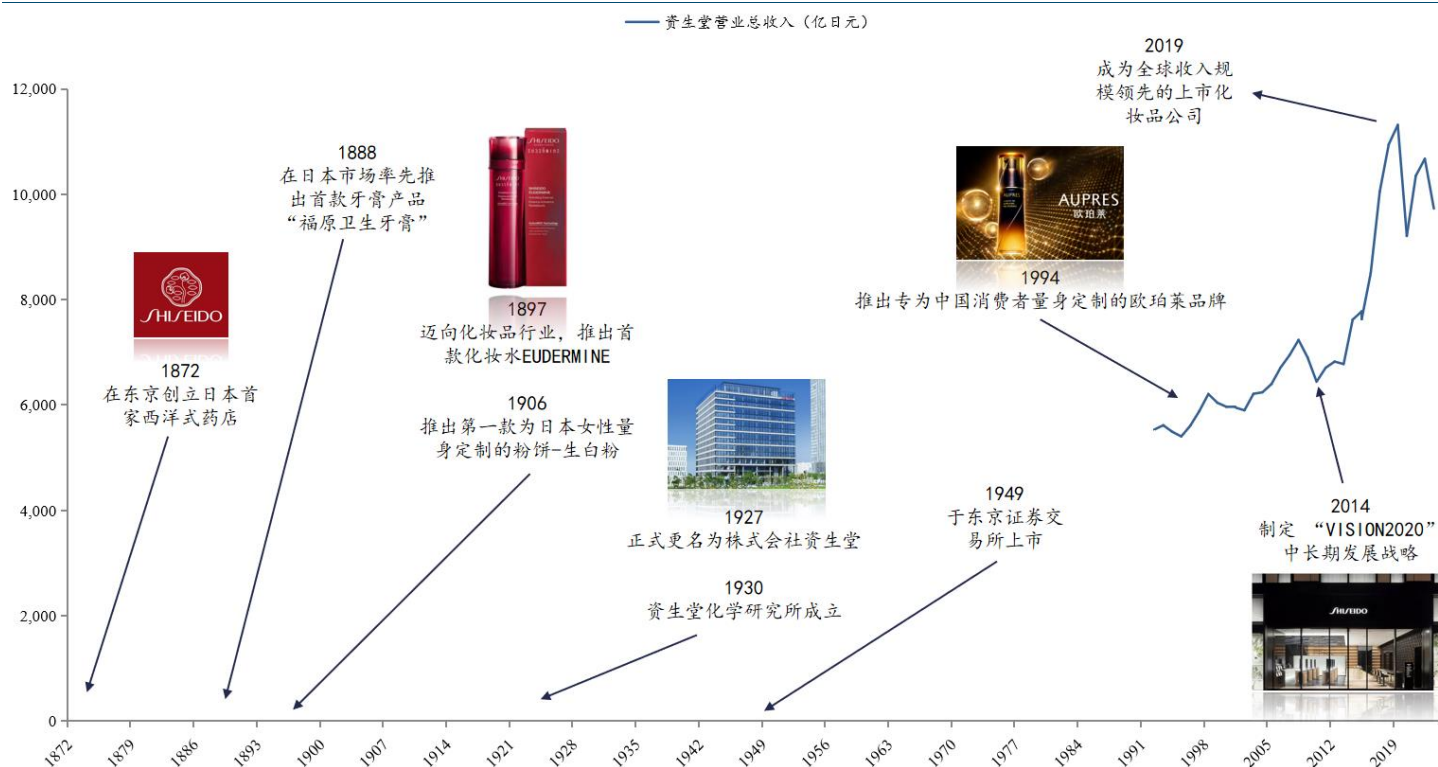
进入21世纪资生堂面临前所未有挑战，2000年至2013年间，总收入年复合增速仅为1%，品牌老化现象开始显现，部分原因是公司对营销缺乏热情，这与当时快速变化的市场需求和消费者偏好形成鲜明对比。同时资生堂组织架构庞大进一步影响了公司运营的效率。

新增长期（2014年-至今）

自2014年起资生堂在新任CEO鱼谷雅彦领导下，步入新的增长阶段。公司制定“VISION2020”中长期发展战略，旨在将资生堂打造成源于日本、在全球市场取得胜利的国际化化妆品集团。资生堂在产品战略、渠道管控和组织结构等方面进行改革，聚焦于中高端品牌，依托自有品牌和技术优势，加大研发投入，加强产品创新。同时，公司强调“日本制造”的供应链优势，以提升产品品质和市场竞争力。



图表42：资生堂发展历史



来源：资生堂官网，彭博，国金证券研究所

■ 产品力提升在资生堂发展中扮演的角色

1) 产品力高端化强化品牌护城河

在特殊的化妆品行业，资生堂付出了众多推动品牌高端化的努力。公司仅在中高端产品上印有资生堂品牌名称，在低端的产品投放上剔除品牌名称，保持品牌在消费者心目中的高端形象。对于各地最豪华的低端，最大力度地铺设高端产品的广告，“贵妇级”品牌 CPB 的销售地点都选在各国最高档的商业地区，通过高端导向的策略，使产品的高端定位深入人心。

2) 持续的创新和研发，保持产品力在行业的领先地位

资生堂依靠强大的研发团队，不断推出行业领先的新式美护产品，持续保持产品功能性的领先。资生堂在全球设有 9 个研究开发中心，1916 年成立 R&D 部门，1939 年成立美容科技实验室进一步提升研发实力，逐步形成了系统科学的科研体系。资生堂历史上推出了众多引领时代的研究成果，如“美白”、“防晒”、“抗皱”等。公司在皮肤基础研究、原料开发、药剂开发、个性化定制及产品迭代升级等方面持续投入，构建了产品功能壁垒。

图表43：资生堂具有时代意义的研究成果

时间	研究成果
1897	发售“EUDERMIN”（红色蜜露）正式进军化妆品行业
1906	发售日本首款肤色白粉“KAEDE”（黄色白粉）“HANA”（肤色白粉）
1917	开发日本首款美白化妆水“抗氧化青瓜水”
1923	开发日本首款防晒霜“Uviolin”
1957	为解决烧伤疤痕的困扰，发售“资生堂 SPOTSCOVER”
1971	领先于其他公司率先发售敏感肌肤专用化妆品“EVENESE”系列产品
1979	Natsuko beauty pact 干湿两用粉饼
1984	日本首款通过发酵培养法使得透明质酸的量产成功
1988	开发日本首款带护发素成分的洗发水“Rinpo”、将乳化粉底收入盒中 开发 Emulsion pact、全世界首次发现导致脚臭的化学物质



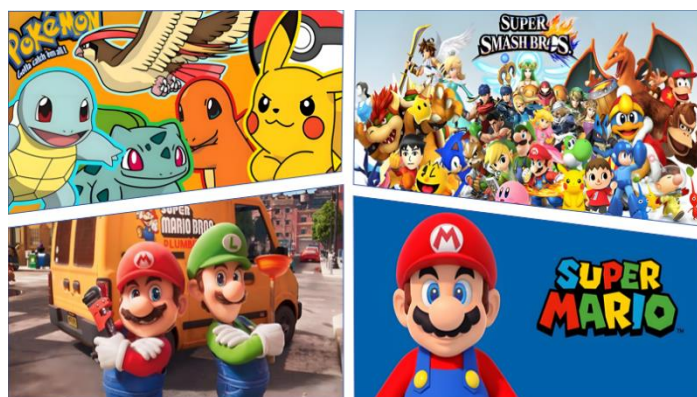
1990	发现美白精华熊果苷的效果
1993	开发抗皱·视黄醇配合制剂，国内推出首款含视黄醇的化妆品
1997	开拓“香氛舒缓”产品领域
1998	开发“舒缓身心的化妆品”QIORA 系列产品的发售
2001	“Ag+”首次将银用于止汗剂
2005	发售全新的转盘式液体口红 PN 口红
2007	日本首款涂抹用激素制剂“含 1'estroge1 0.06%”
2011	首次使用植物提取聚乙烯

来源：资生堂官网，国金证券研究所

3.1.8、传媒——任天堂：全球游戏行业的领导者和变革者

任天堂公司是一家具有丰富历史和全球影响力的游戏企业。最初作为一家扑克牌生产商，由山内房治郎在 1947 年 11 月创立，公司最初名为 Marufuku。随着时间推移，任天堂经历了商业模式的多次变革，并在 20 世纪 70 年代推出首款游戏机，标志着其正式进入电子游戏行业。任天堂公司以其创新的游戏产品、强大的 IP 阵容以及全球化的市场布局，成为了全球游戏行业的领军企业之一。

图表44：任天堂经典 IP



来源：任天堂官网，国金证券研究所

图表45：任天堂游戏机



来源：任天堂官网，国金证券研究所

■ 公司发展历程

任天堂的起步：开拓电子游戏领域的先驱之路（1889 年-1982 年）

任天堂的历史可以追溯到 1889 年，当时它还只是一个制作日本传统歌牌的小作坊。在经历了数十年的稳定发展后，任天堂在 1962 年成功上市，标志其商业版图的初步扩张。进入 20 世纪 70 年代，任天堂开始探索新的业务领域，推出日本首款电动玩具——光波枪。随着 1973 年石油危机导致塑料成本上升，任天堂开始逐步将业务重心从传统玩具和卡牌制造转向电子游戏行业。任天堂与三菱电气合作开发了“彩色电视游戏系统”（Color TV-Game），这是任天堂在电子游戏领域的首次重要尝试。

任天堂的黄金时代：80 年代的行业霸主之路（1983 年-1993 年）

1983 年至 1993 年，任天堂步入其发展历程中的关键十年。1983 年，任天堂在日本市场推出具有里程碑意义的第一台现代家用游戏主机 Famicom（FC 红白机）。同时任天堂巧妙利用 1983 年美国游戏业大萧条（雅达利震荡）所带来的机遇，在日本游戏厂商中率先占领了行业主导地位。任天堂在 1983 年通过推出 Game&Watch 掌上游戏机和 NES 家庭游戏主机，确立了电子游戏行业的领导地位，也为后续“掌机+主机”双产品线战略奠定了基础。

任天堂的挑战：市场博弈与创新探索（1994 年-2005 年）

这一时期，任天堂面临电子游戏市场日益激烈的竞争。1994 年索尼推出了第一代 PlayStation 游戏主机，这一事件不仅标志着电子游戏市场竞争进入白热化阶段，也预示硬件市场将逐渐形成三足鼎立的局面。尽管如此任天堂依靠其在第三世代游戏机 Game&Watch 和 NES 所奠定的坚实基础，继续在游戏行业中保持领先地位。同时期任天堂

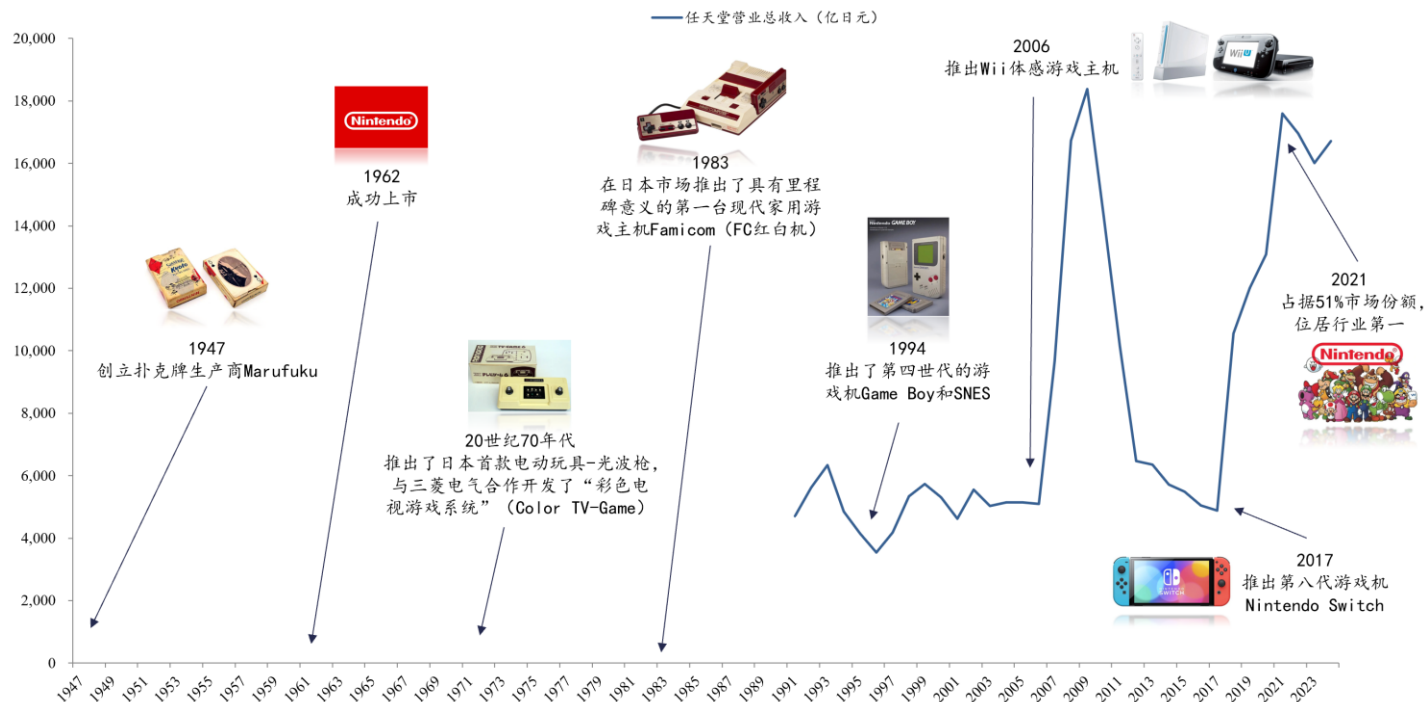


推出第四世代游戏机 Game Boy 和 SNES，这两款主机的成功进一步巩固了任天堂在市场上的领导地位。然而，尽管任天堂在硬件方面采取了“家用机+掌机”的双线策略，但在软件 IP 方面，马里奥系列的独大局面也暴露了其对于单一 IP 的过度依赖。

任天堂的创新纪元：从 Wii 体感到 Switch 的跨界融合（2006 年-至今）

这一时期以颠覆性的产品和创新理念为标志，推动了公司的转型与飞跃。2006 年，任天堂推出了 Wii，一款体感游戏主机，它搭配了《Wii Sports》和《Mario Kart Wii》等专属体感游戏，为玩家带来了前所未有的互动体验。Wii 的成功不仅拓宽了游戏市场，还确立了任天堂“合家欢”的品牌形象，吸引了更广泛的受众群体。2017 年任天堂再创辉煌，推出第八代游戏机 Nintendo Switch。这款革命性的产品融合了掌机和家用主机的特性，继承了 DS 和 Wii 时代的“游戏受众扩张战略”，再次证明了任天堂在硬件创新上的实力。Switch 的推出不仅丰富了玩家的游戏体验，还帮助任天堂实现了营收的大幅增长，达到了万亿日元的新高度。

图表46：任天堂发展历史



来源：任天堂官网，彭博，Wind，国金证券研究所

■ 产品力提升在任天堂发展中扮演的角色

1) 任天堂的初次繁荣，建立在计算器技术上的改进式创新

依靠集成电路和液晶显示屏技术的成熟，任天堂推出第一代掌上游戏机，开启了繁荣的序幕。20 世纪 70 年代卡西欧和夏普的“掌上电算器之战”推动了计算器从办公室走向家庭。1972 年卡西欧推出了尺寸相当于主流计算器的 1/4，价格低 1/3 的迷你计算器，计算器的繁荣带动了大规模集成电路和液晶显示屏技术的成熟。横井军平通过对计算器的改造，发明出了手掌大小的游戏机 Game & Watch，拉开了任天堂繁荣的序幕。

2) 扎实的游戏研发能力，是爆品频出的根本支撑

任天堂爆火的游戏，带来了一代代领先业界的创新。任天堂通过经典 IP 如马里奥和宝可梦系列，定义了动作和 RPG 收集玩法；《超级马里奥 64》为 3D 游戏交互设定了标准；宝可梦系列则奠定了卡牌类游戏的基础元素；Wii Remote 的指针功能和 Switch Joy-Con 的 HD 振动技术带来了体感游戏的新体验，都为玩家带来了前所未有的互动体验。这些创新都建立在扎实的游戏研发能力基础之上。

3) 重视差异化创新，是任天堂从纷争时代突出重围的取胜之道

90 年代末期开始游戏行业进入拼画质、拼性能、高研发的竞争阶段，任天堂坚持“乐趣导向”，走出了一条差异化竞争之路。1994 年索尼推出了 PlayStation 游戏主机，2001



年微软推出 Xbox 游戏主机，随着更多的竞争者进入，游戏产业开始流行高音质、高画质、大容量，一味追求画质性能的研发风气，越来越多的厂商抢夺“硬核玩家”市场。任天堂没有选择直接竞争，而是坚持“乐趣导向”，通过游戏趣味性导向的研发思路，成功开发出了多款老少皆宜的全民大热游戏如《宝可梦》、《动物森友会》等等，将游戏的用户群显著扩大，拥有了专属于任天堂的核心客户群体。

3.2、对中国的借鉴意义

本文复盘的众多日本优秀消费品牌，均是成长发展于日本的老龄化和经济减速时代。人口因素和收入因素的变化，使得日本当时的消费品整体承压，但是这些优秀品牌仍旧能够从市场中脱颖而出。究其根源，产品力的提升和领先是铸就品牌长期成长的根本动力，通过产品力提升，走差异化竞争路线，最终品牌获得了长期的价值增长。

中国目前消费行业的整体背景和日本相似，消费品牌逐渐走入了一个竞争激烈度明显提高的时代。依靠中国成熟的制造业，以及新一代具备更广国际视野、更精细化管理能力、更具产品精神的公司领导层，新的消费时代，将会有越来越多的消费牛股，产生于产品差异化创新所带来的产品力提升的源泉。

四、产品力驱动投资范式——两大方向，两种战术

4.1、产品力驱动分为迭代式和突变式

■ 迭代式的产品力创新

迭代式的产品力创新相对更常见，更多起到稳定已有市占率水平，或驱动市占率缓慢提升的角色。迭代式的产品力提升相比突变式更常见，尤其对于一些已占据份额优势的龙头企业来说。迭代式的速度会随着时间的流逝逐渐减慢，越到产品后期，迭代式的创新难度越大。如果迭代对象技术含量更高，对于技术的精益求精将进一步筑牢已有的护城河。如果迭代对象技术含量较低，迭代式创新到后期对产品力推动的作用将逐渐减少。

图表47：迭代式产品创新的代表——大金空调的技术演变



来源：大金官网，国金证券研究所

■ 突变式的产品力创新

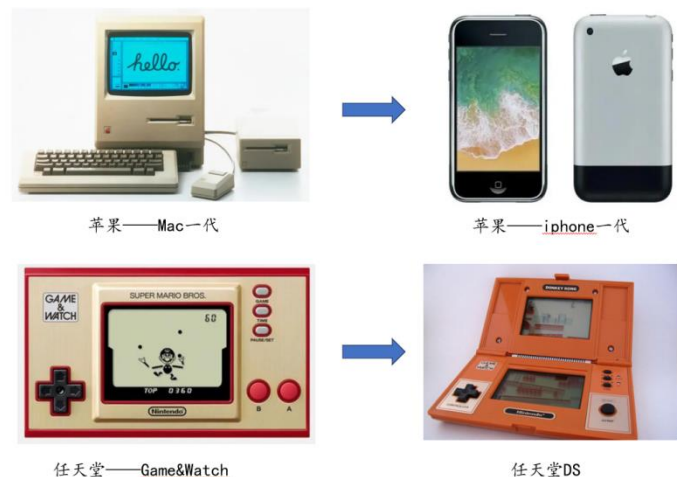
突变式的产品力创新相对少见，往往可以创造新的市场，并驱动公司在新市场中复制渗透



率提升的成长逻辑。优秀的公司往往起步于一个重大的突变式创新，并通过不断迭代实现持续领先的市占率，比如：苹果的 Apple 电脑一代、任天堂的 Game&Watch、尤妮佳的 Charm 卫生巾。而卓越的公司旧的产品生命力进入中后期后，有能力通过下一个重大突变式创新，为公司的增长打开新的引擎。比如：苹果推出 iPhone、任天堂推出 DS、尤妮佳进军纸尿裤市场推出“Moony”品牌、日冷推出“正宗炒饭”。

图48：突变式产品创新的代表——苹果、任天堂

图49：突变式产品创新的代表——日冷、尤妮佳



来源：苹果、任天堂官网，国金证券研究所

来源：日冷、尤妮佳官网，国金证券研究所

4.2、迭代式产品创新投资范式

迭代式产品创新未必会在短期内贡献明显业绩增量，但没有做好迭代式产品创新的公司，将会损害公司业绩的长期稳定增长。

■ 投资机会如何把握？——重视渠道跟踪，衡量公司的竞争优势

迭代式产品创新重视渠道跟踪，目的是确保公司新产品是否可以筑牢已有竞争优势。迭代式产品体现的是公司对于消费者需求演变的反应水平，通过一步步的微创新，修正产品原有的不足，使之更加匹配消费者的需求。通过渠道调研可以发现和验证迭代式产品创新的实际效果。

尤其需要注意市场新进入者的新产品，是否对领先者构成威胁。市场会有源源不断的新进入者参与竞争，这是迭代式创新所应对的主要竞争来源。新进入者所具备的竞争强度一方面取决于新进入者的经营水平，另外一方面取决于领先者所构筑的护城河水平。护城河越宽，所受到的新进入者竞争越小。

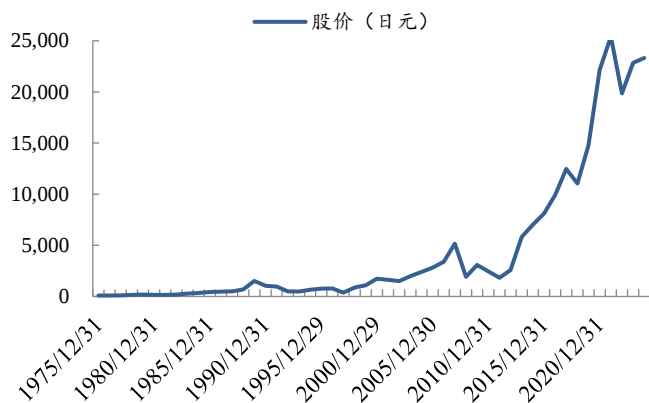
■ 市场行情如何演变？——向上行情演变缓慢，向下行情演变迅速，核心是竞争优势的稳固性

如果公司迭代式产品创新表现较好，新进入者威胁较小，股价将随公司业绩持续增长。这更多见于已筑牢业务护城河，并通过持续不断地迭代式创新推动公司业务增长的情形。不论是专注于预制菜领域的日冷、还是空调领域的大金、以及持续推出更新款式的优衣库，在业务进入中后期，增长的主要来源是依靠迭代式产品创新驱赶竞争者，加强已有的竞争优势，稳定甚至进一步提高市占率水平。

如果公司迭代式创新速度缓慢，质量下降，对消费者反馈变得不灵敏，新进入者侵蚀份额的可能性大大增加，股价可能出现明显跌幅。公司早期依靠突变式创新开拓市场，并拥有领先的市场地位，在后期如若没有做好持续的迭代式创新，核心竞争力将随时间逐步丧失，最终将体现在市占率的下降和业绩的下降，导致投资者对于公司内在价值的预期下降，最终导致股价下跌。

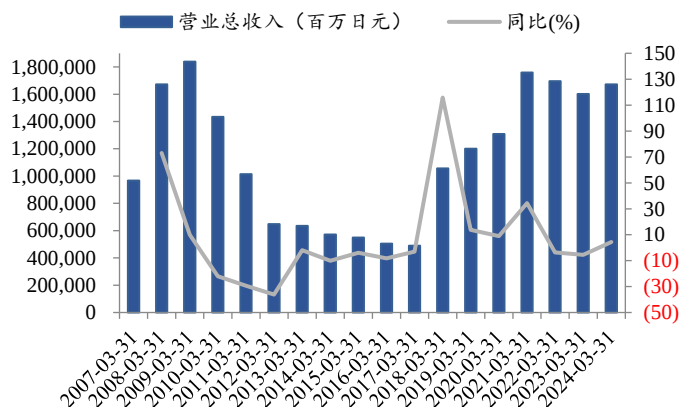


图表50：大金依靠持续的迭代式创新推动股价上涨



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表51：任天堂2009-2017迭代创新不力营收持续下降



来源：Wind，国金证券研究所

4.3、突变式产品创新投资范式

突变式产品创新需要给予充分重视和快速响应，公司可能会在短期内迎来明显的业绩和股价上涨。

■ 投资机会如何把握？——前期重视空间测算，后期重视渠道跟踪和报表验证

第一步：测算新产品带来的潜在业务增量，潜在业务增量=潜在市场空间*目标市占率。

第二步：判断渗透率所处阶段。渗透率在 30%以下阶段为行业高速增长期，股价将迎来快速上涨，渗透率达到 30%之后行业开始出现激烈竞争。

第三步：依靠渠道调研，考察公司新产品的竞争力，调整对于公司市占率的预期。渠道调研包括消费者、经销商、供应商等多种来源，主要目标是验证公司新产品的真实竞争力，影响到公司是否可以达到目标市占率水平，从而进一步影响到公司价值的判断。

第四步：报表数据验证。渠道验证在时间上具备领先性，但受制于渠道调研范围和数量有限，无法完全反馈公司的整体情况，因此还需等待公司报表真实业绩的验证。

■ 市场行情如何演变？——短期受益概念上涨，长期仍需业绩驱动

第一阶段：突变式产品创新刚推出——概念发酵迎来短时间股价上涨。

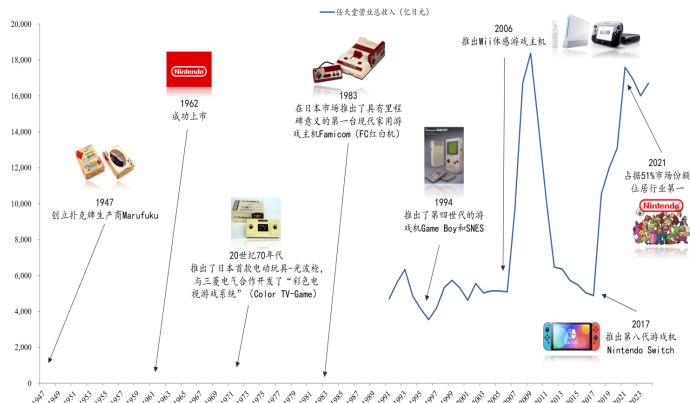
第二阶段：短期业绩验证——最初期的股价上涨告一段落，股价出现回落，市场分歧出现，等待业绩验证。

第三阶段：中期业绩分化——部分公司业绩持续不达预期，新产品带来的增量空间验证失败，股价持续回落。少数公司新产品取得持续成长，不断超过市场预期，股价迎来持续增长。

第四阶段：经过竞争，公司获得稳固市场地位，盈利持续增长——推动股价长期稳定上行。

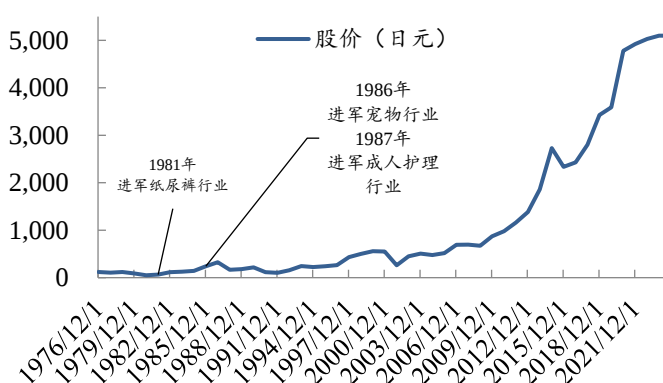


图表52：2017年任天堂推出突变式创新Switch，驱动股价明显上涨



来源：任天堂官网，彭博，国金证券研究所

图表53：尤妮佳三次突变式创新推动股价不断上涨



来源：Bloomberg，国金证券研究所

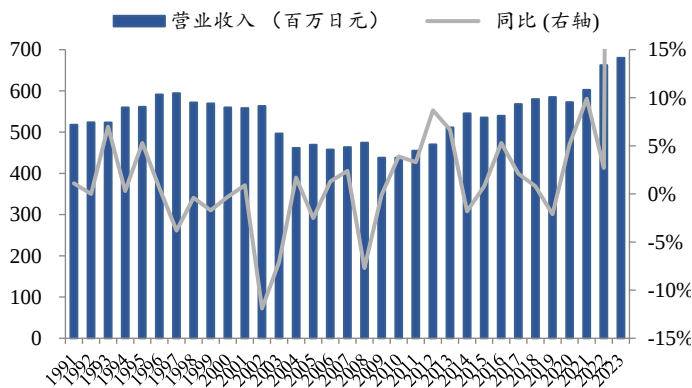
4.4、各公司的业绩和股价历史

■ 日冷

公司业绩

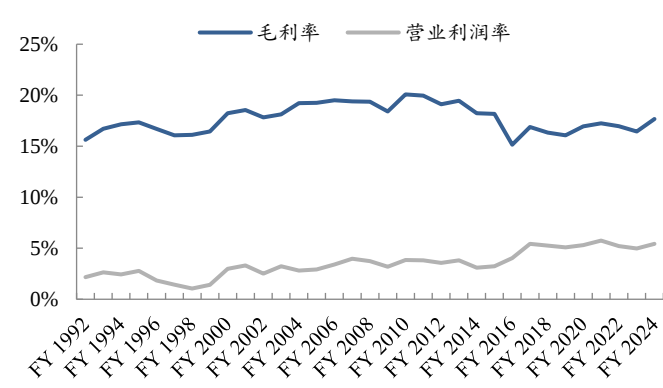
日冷集团在20世纪60年代得益于政府政策的支持和在冷链领域的先发优势，成功占据了行业大部分市场份额，1963年市占率大幅增长。随着行业的快速发展和新竞争者的加入，日冷通过不断的产品研发和市场渠道的扩张，维持了其市场领导地位。至1977年，市占率虽有所下降，但仍保持在较高水平。即使在后续的行业洗牌期，日冷依然凭借强大的产品研发能力和供应链管理，保持了稳定的市占率，证明了其在行业中的竞争力和品牌影响力。

图表54：1991-2023年日冷营业收入



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表55：1991-2023年日冷毛利率



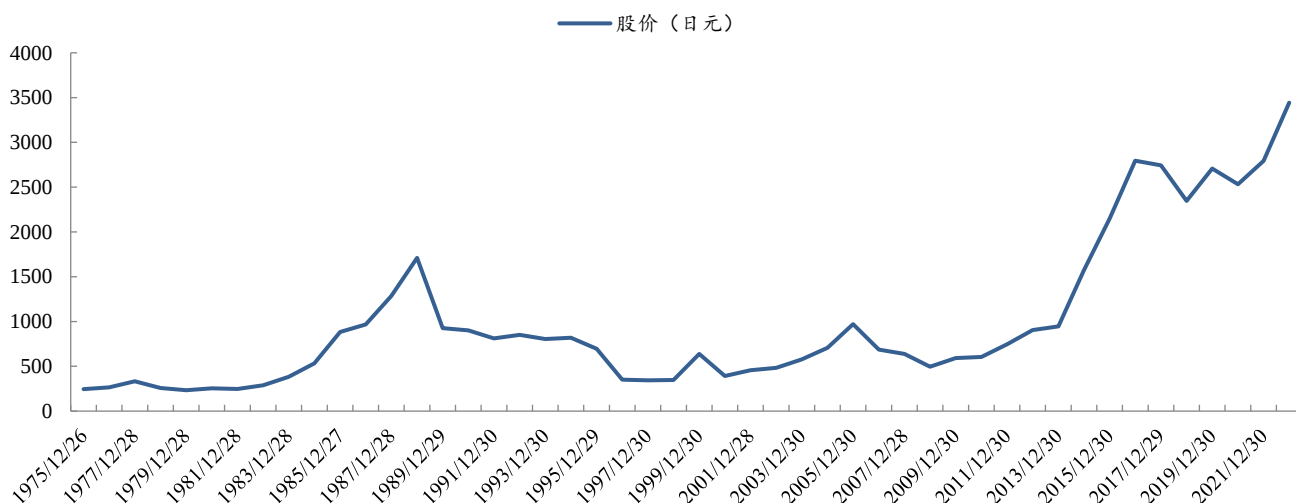
来源：Bloomberg，国金证券研究所

股价历史

1974年前后至1990年，随着速冻食品渗透率的提升和公司规模的快速扩张，股价得到支撑。2000年至2006年间，日冷面临B端市场下行和内部治理问题，股价受到负面影响。股价于2006年基本反弹至1990年水平。2008年起，由于食品安全事件和C端需求下降，公司增长停滞，股价再次下行。2010年至2019年前后，公司利润集中释放，供应链优势带来的利润持续改善，股价再次得到提振。2013年，日冷提出“RISING2015”计划，重点转向盈利优化，在宏观向好、行业景气回升的背景下，净利率显著提升，股价实现三年三倍的增长。



图表56：1975-2023 年日冷历史股价



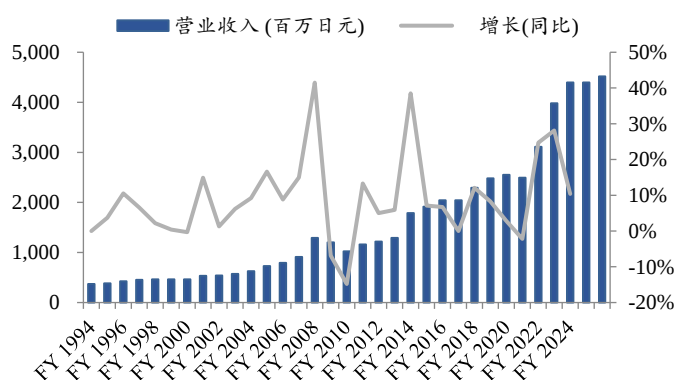
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

大金

公司业绩

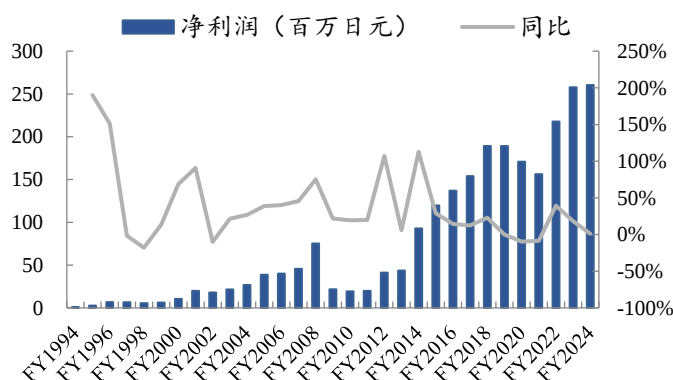
从 2002 至 2023 年，大金工业实现营收显著增长，整体呈现出 10% 复合增长率。日本本土市场增长相对较缓，而海外市场增长显著。随着海外业务迅猛扩张，其在大金工业总营收中占比已经显著提升。在 1990 至 2020 年这三十一年间，尽管日本家用空调销量复合年增长率较低，大金工业营收和利润却实现显著增长。特别是在 1993 年，大金工业的空调业务遭遇了自 1976 年以来的首次严重下滑，占总销售额七成的空调业务大幅下滑，公司面临了严重的经营危机。然而，大金工业通过有效的全球化布局 and 战略调整成功克服了这一挑战。

图表57：FY1994-2024 大金营业收入



来源：Bloomberg, 国金证券研究所

图表58：FY1994-2024 大金净利润



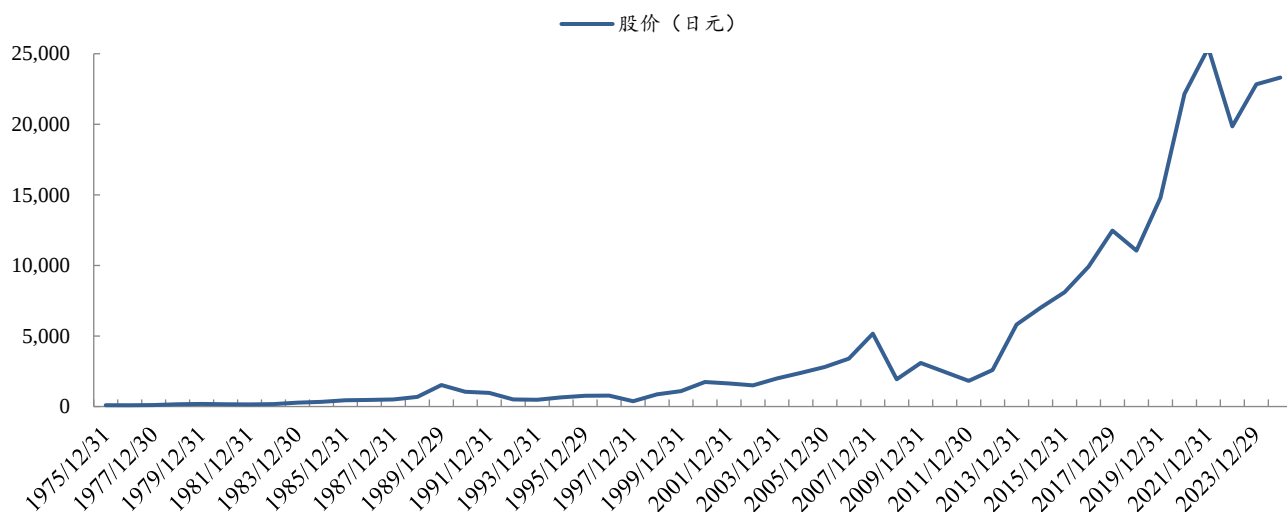
来源：Bloomberg, 国金证券研究所

股价历史

近几十年来大金工业的股价经历了多次波动，但总体呈现上升趋势。在 1970 至 1990 年，随着日本家用空调的普及，空调行业迎来快速发展期。这一时期，大金工业凭借其在空调行业的领先地位，股价表现强劲。特别是在 1975 至 1989 年间，大金股价的年化涨幅达到了 21%，反映出投资者对公司前景的高度认可。进入 1990 年代，日本泡沫经济的破裂以及随后的亚洲金融危机对大金工业的经营和股价造成了显著影响。1997 财年，公司的净利润从 1989 财年的 133.56 亿日元大幅下滑至 54.55 亿日元，下降了 59%。公司的股价从 1997 年到 2007 年实现了年化涨幅约 30% 的强劲表现。



图表59：1975-2023 年大金历史股价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

雪峰

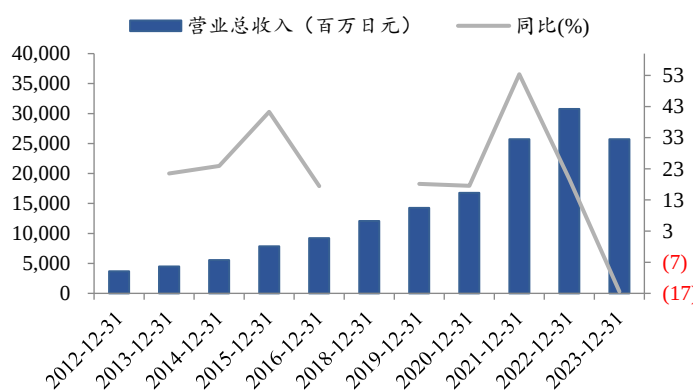
公司业绩

Snow Peak 自 2012 年以来展现了持续增长的业绩轨迹，其 2013 年收入和净利润的同比增长分别达到了 21%和 33%。2015 年，公司利用日本第二波露营热潮的机遇，通过加速开店、推出城市户外服装系列，并在大型体验店中设立露营区，成功吸引了更广泛的消费者，使收入增速高达 41%。

面对 2020 年公共卫生事件的挑战，Snow Peak 表现出了强劲的恢复力，收入达到 168 亿日元，净利润同比增长 146%，实现了自 2003 年以来的重要业绩拐点。进入 2021 年，公司营收增至 257 亿日元，净利润为 27 亿日元，其中日本市场贡献了主要的收入，而国际业务，尤其是中国市场，通过跨境电商业务实现了显著增长。

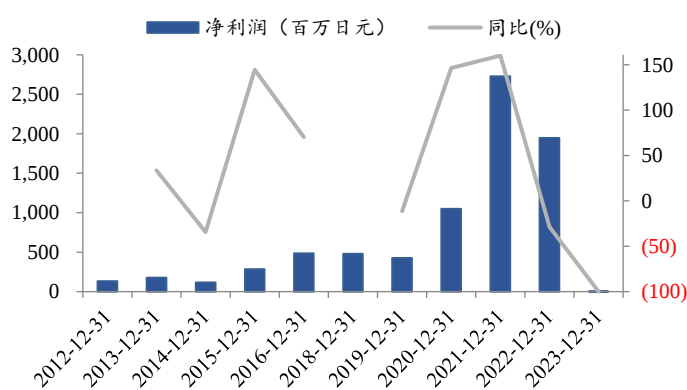
在 2021 年的前三季度，Snow Peak 的增长势头更为迅猛，收入和净利润都实现了较高的同比增长。这一时期的业绩增长不仅凸显了公司对市场趋势的敏锐洞察，还体现了其在产品创新、市场扩张和品牌建设方面的卓越执行力，确立了 Snow Peak 在全球户外用品市场中的领导地位。

图表60：2012-2023 年雪峰营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表61：2012-2023 年雪峰净利润



来源：Wind，国金证券研究所

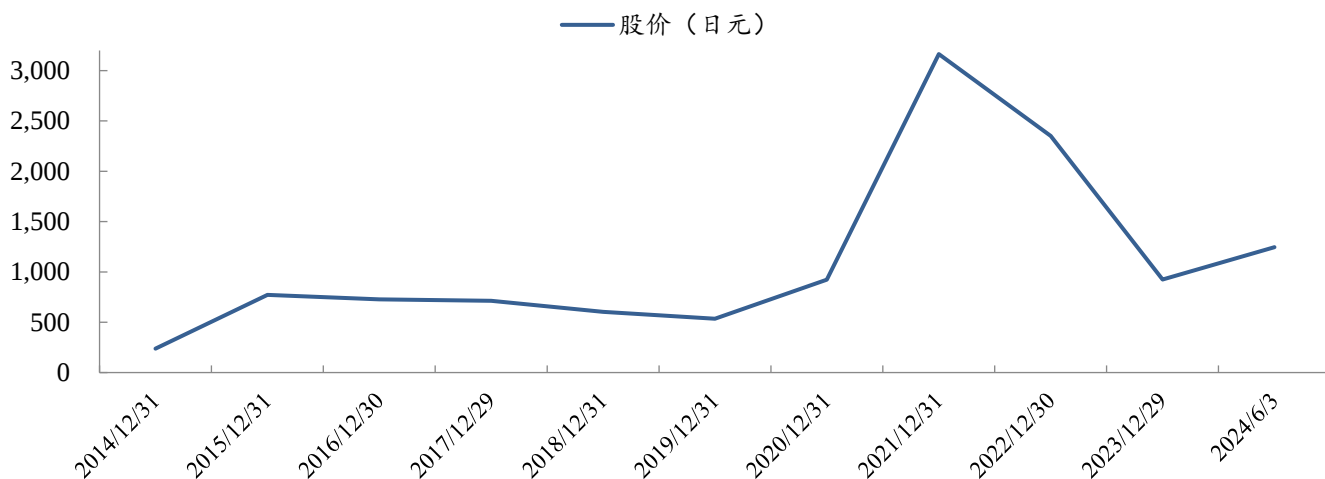
股价历史

Snow Peak 自 2014 年 12 月上市以来，其股价经历了几个显著的增长阶段。最初，在 2015 年，公司迎来了日本第二波露营热潮，这直接推动了公司收入和利润的大幅增长，分别达到了 41%和 144%，股价表现也尤为强劲。随后，进入 2016 年，尽管公司继续扩张，大量



开设新店，但收入增长开始放缓，降至 17%，导致投资者对公司的估值预期下降。到了 2017 年，由于前期的大规模扩张，公司遭遇了上市后的首次亏损，引发了市场对估值和业绩的双重担忧，即所谓的戴维斯双杀。2020 年公共卫生事件的爆发意外地为 Snow Peak 带来了新的增长机遇。由于公共卫生事件限制了其他类型的休闲活动，露营成为了人们青睐的户外活动之一，这促使公司在 2020 年实现了 17% 的收入增长和 146% 的利润增长。

图表62：2014-2024 年雪峰历史股价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 优衣库

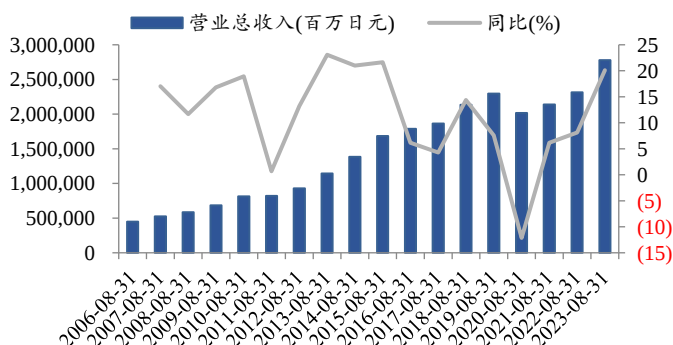
公司业绩

1999 年到 2003 年期间营收和净利润经历大幅波动，初期增长迅速，后期因库存积压等问题导致增速下降。随后五年内，营收和净利润回归正增长，在加速海外布局的同时，本土市场保持稳健。

2016 年，优衣库在日本市场的营收表现出稳健的增长，但增长率较低，经营利润有所下降。海外市场虽然收入增长，但经营利润也面临了下降的压力。特别是在美国市场，公司遭受了一定程度的亏损。在 2017 年，日本市场的营收继续以微弱的增幅前行，但经营利润的下降幅度有所扩大。海外业务的经营利润却实现了大幅增长。

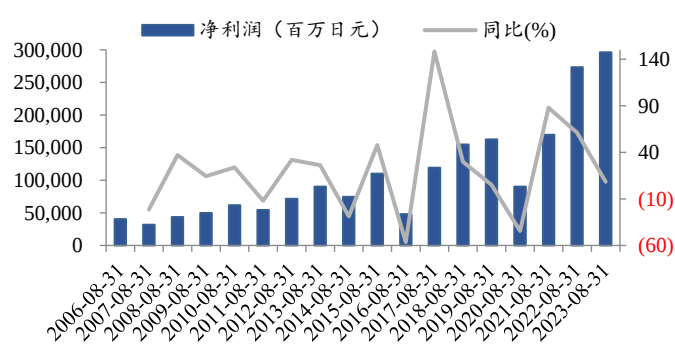
从 2018 至 2023 财年，日本市场的增长几乎停滞，而海外市场收入在 2018 财年首次超过日本本土。大中华区成为海外市场的主要收入和利润来源，尤其在 2020 年公共卫生事件期间，其在海外市场的收入与利润占据了相当大的比例，成为公司重要的收入和利润来源。

图表63：2006-2023 年优衣库营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表64：2006-2023 年优衣库净利润



来源：Wind，国金证券研究所

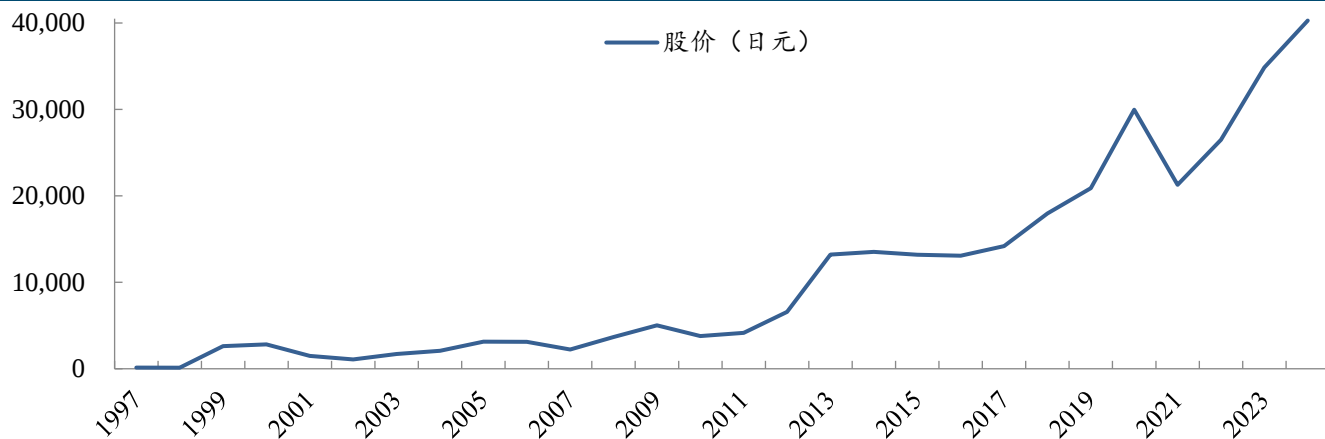
股价历史

自 1997 年上市至 2018 年，迅销集团的股价经历了显著增长，24 年间累计上升 138 倍。



在早期迅销集团股价从1994年8月的每股1036日元下降至1998年8月的每股276日元，市值和市盈率也相应降低。进入1999年后，随着爆款产品推出，公司营收和股价快速增长，股价一度在2000年末达到每股10704日元，市值极为可观。然而随着市场环境的变化迅销集团面临挑战，2001至2002年间市值大幅下跌。之后公司通过战略调整和内部改革，逐步恢复增长动力，股价开始回升。2004年，迅销集团开始全球化扩张，这一战略极大推动了业绩增长，股价从每股5371日元上涨至2018年10月底的每股57920日元。

图表65：1997-2023年迅销历史股价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 尤妮佳

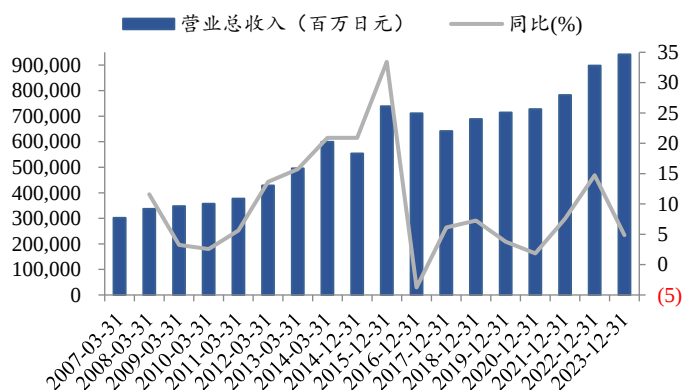
公司业绩

在过去的十年里，尤妮佳的宠物业务实现了持续增长，其在公司总收入中所占的比重始终保持较高。在日本宠物食品市场中，尤妮佳占据了显著的市场份额。自2015年起，公司通过创新推出Best Balance系列和Grand Deli高端产品系列，有效提升了其市场占有率，这两个品牌在市場中的份额实现小幅增长。同时，尤妮佳在宠物清洁用品领域也取得了显著成就，在日本和美国市场均占据了领先地位。

在市场竞争中，尤妮佳面对玛氏宠物食品的市场领先地位，通过不断的产品创新和市场策略调整，保持了其在日本市场的竞争力。2017财年，公司主营业务收入总额达57.2亿美元，净利润达到4.7亿美元，其中个人护理业务占比最高，而宠物护理业务也稳健发展。

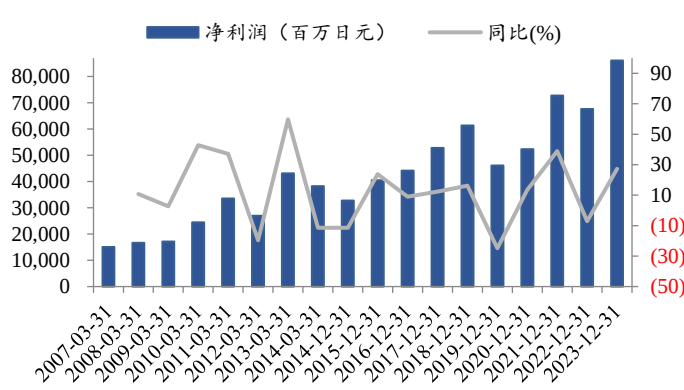
尤妮佳在海外市场的扩张尤为显著，2018年收购泰国大型纸尿裤产商DSGT，进一步扩大了亚洲业务的销售额比例。截至2019年，尤妮佳在中国以外亚洲地区的销售额所占比例已经显著增长。展望未来，公司计划继续将资源主要集中在亚洲的新兴市场，预计这些地区将带来巨大的增长潜力。2021年，公司营收达到7,827亿日元，显示了其在全球个人护理和宠物护理市场的强劲表现。2022年公共卫生事件影响下，尽管净销售额有所增加，但利润有所减少，这反映了2022年公共卫生事件对公司业绩的短期影响。

图表66：2007-2023年尤妮佳营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表67：2007-2023年尤妮佳净利润



来源：Wind，国金证券研究所

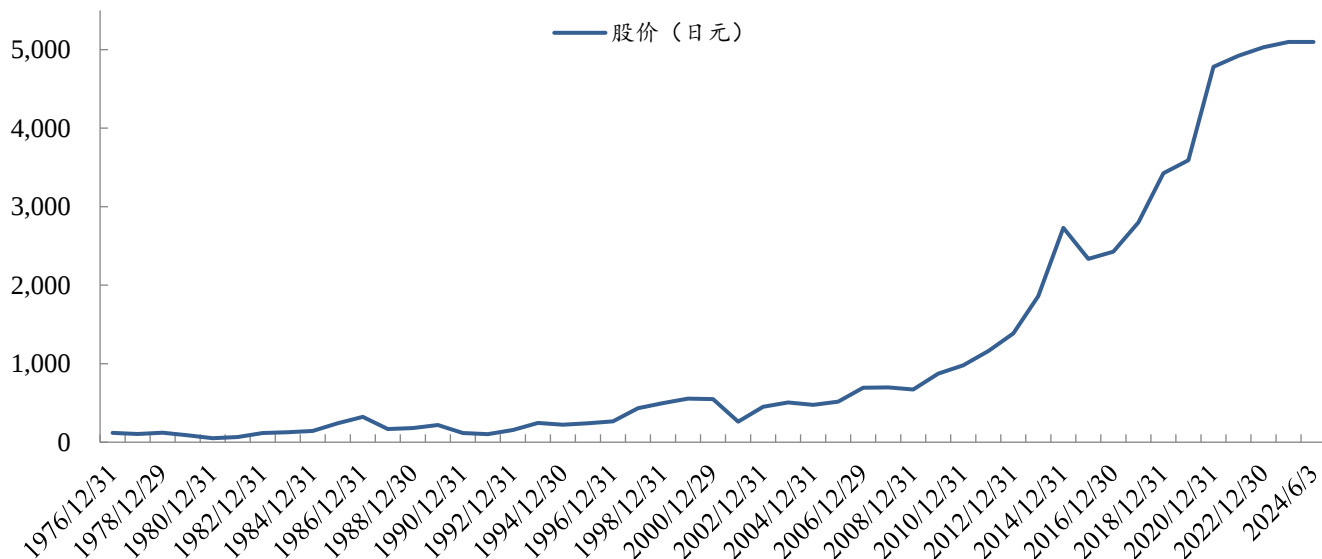


尽管 2019 年尤妮佳的净利润受到减值损失的影响，导致净利润锐减，但公司总体上保持了净利润的上升趋势。通过稳定经营带来的现金流，公司能够积极投资于成长性业务，并有足够的现金支付股利或回购股票。2020 年，公司计划进一步投资于个人护理业务与宠物护理业务，以实现正向循环和持续增长。

股价历史

纵观历史股价走势，尤妮佳经历了两波显著的股价上涨周期。第一波主要升浪出现在 1998 年至 2000 年期间，这段时间内，公司股价实现了 1.1 倍的增长。然而，更为显著的股价增长发生在 2009 年至 2023 年间，公司股价实现了超过 5.84 倍的大幅上涨，并持续保持了上涨趋势。

图表68：1976-2024 年尤妮佳历史股价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

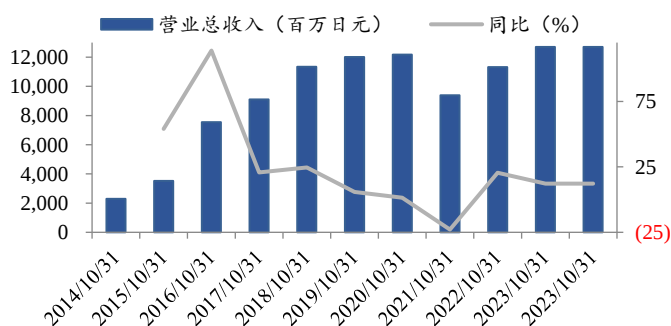
■ 星野酒店

公司业绩

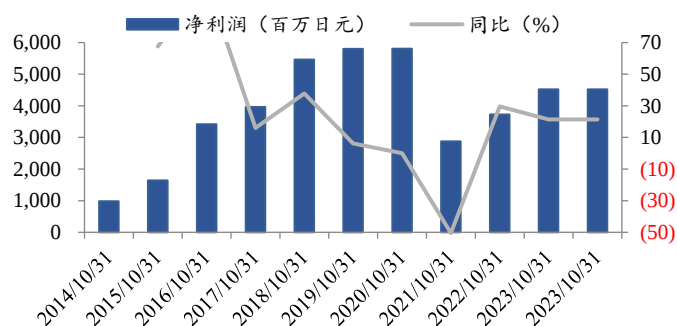
2015 年至 2018 年，星野集团营业总收入和净利润均实现了稳健的同比增长。尤其在 2016 年，营业总收入同比增长 113.87%，净利润同比增长 108.01%，显示出公司业务的迅猛扩张和盈利能力的提升。然而，进入 2019 年和 2020 年，增长速度有所放缓，营业总收入和净利润的同比增长率均降至个位数。2021 年，公司遭遇了显著的业绩下滑，营业总收入同比下降 22.88%，净利润更是下降了 50.44%。

但星野集团展现出了恢复和适应市场变化的能力，在 2022 年和 2023 年，公司不仅恢复了增长，而且营业总收入和净利润的同比增长率均回升至两位数，2023 年的数据显示，营业总收入达到了 12,702.31 百万日元，同比增长 12.20%，净利润为 4,522.81 百万日元，同比增长 21.37%，这表明公司成功逆转了之前的下滑趋势，并重新确立了增长动力。

图表69：2014-2023 年星野营收



图表70：2013-2023 年星野净利润





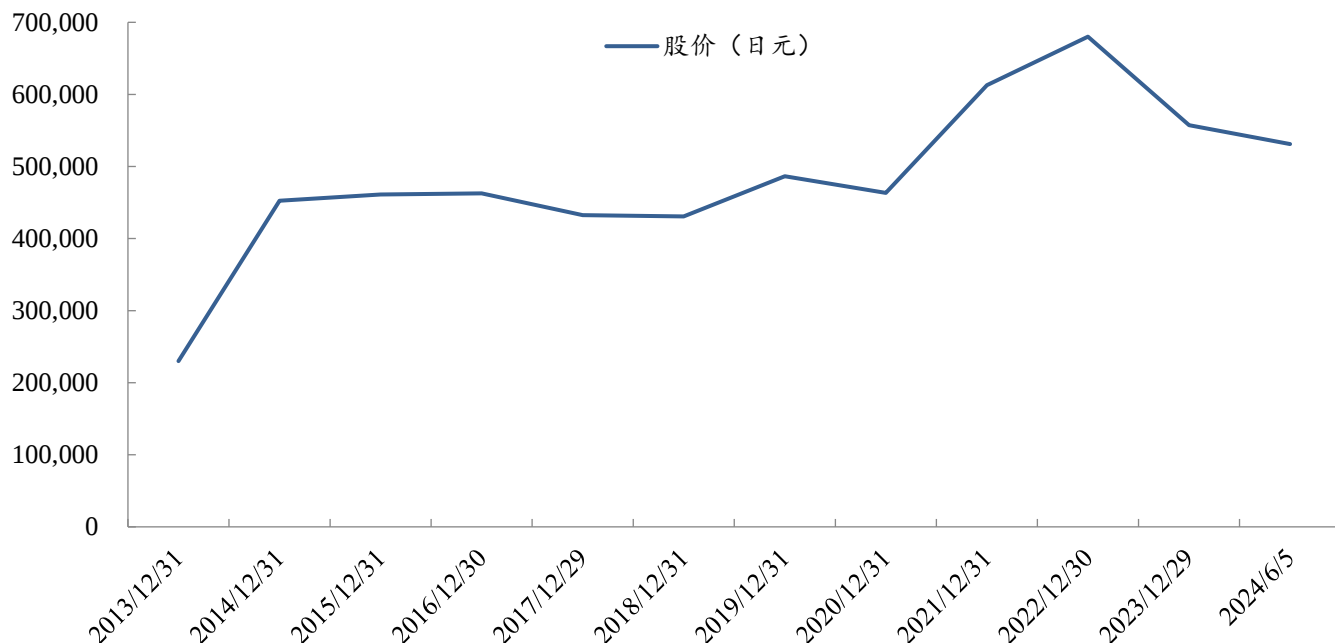
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

股价历史

纵观星野集团历史股价走势，自2013年星野集团上市以来至2022年，其股价在波动中稳步增长，从每股229,971日元起步，增长至2022年的每股680,078日元，最高实现了近3倍的增长。从2013年到2015年，星野集团的股价逐年攀升。进入2016年，其股价有所波动，但整体上仍保持增长态势。然而，从2022年之后星野集团面临挑战，其股价呈现下降趋势，至2024年6月股价下跌约20%。

图表71：2013-2024年星野历史股价



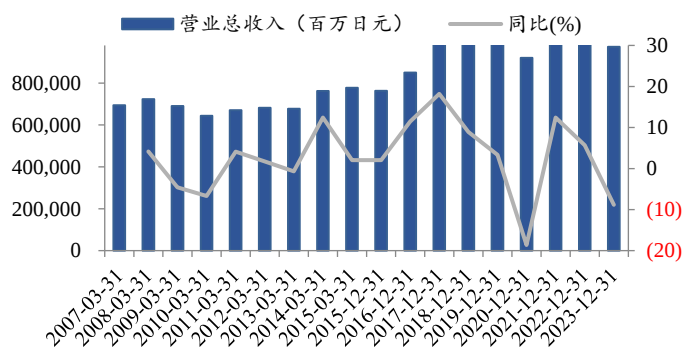
来源：Bloomberg，国金证券研究所

资生堂

公司业绩

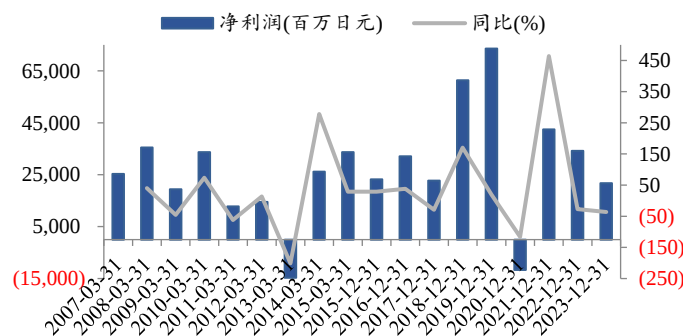
自2014年以来，在“VISION2020”的战略改革影响下，资生堂的业绩增速明显提升，在2014至2018年间取得了显著的财务增长。集团收入从2014年的7620亿日元显著增加到2018年的10948亿日元，实现了9.48%的年复合增长率。净利润也从2014年的261亿日元大幅增长到2018年的614亿日元，实现了23%的复合增长率。

图表72：2007-2023年资生堂营收



来源：Wind，国金证券研究所

图表73：2007-2023年资生堂净利润



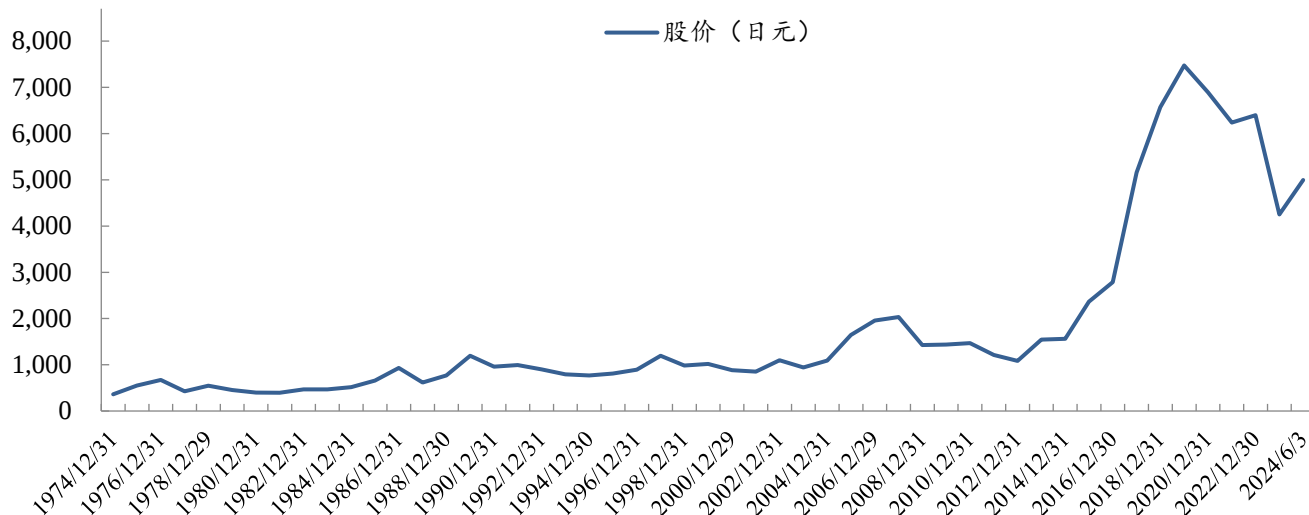
来源：Wind，国金证券研究所



股价历史

在 1986 至 2014 年这段时间里，资生堂的股价基本与大盘的累计收益相近，其走势与公司的经营利润紧密相关。2015 年后公司的收入和利润率双双提升，股价也呈现出强劲的增长势头，实现了超额收益，显著超越了市场平均水平。

图表74：1974-2024 年资生堂历史股价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

■ 任天堂

公司业绩

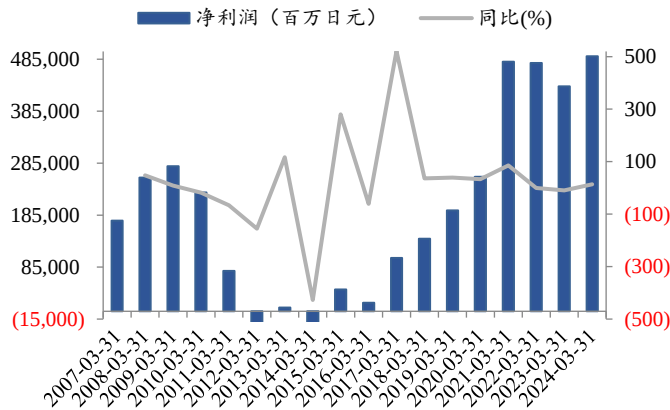
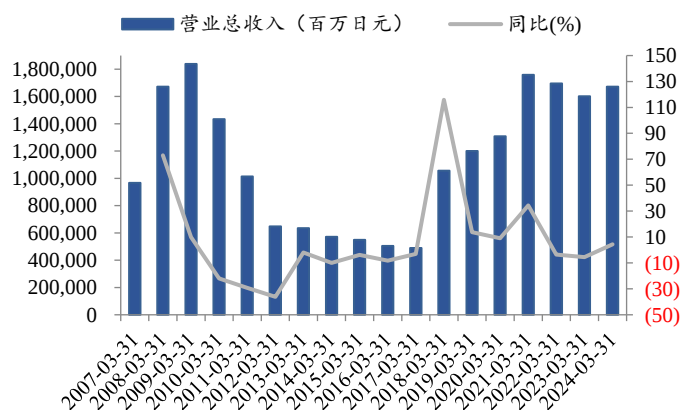
2021 年，任天堂在全球游戏主机市场取得了显著的领导地位，其销售业绩在行业中名列前茅。在游戏主机软件收入方面，任天堂以较大市场份额成为全球主要的游戏软件提供商之一，形成了与索尼和微软三足鼎立的市场格局。同时，第一方游戏贡献了绝大多数的主机游戏软件收入，超过了其他主要竞争对手。

任天堂在 2007-2011 财年期间，业绩的爆发始于 2007 财年，即 Wii 推出的财年。在第七代主机换代周期中，任天堂的营收和利润较上一个周期有显著提高，这表明任天堂在这一时期取得了显著的成功。2022 财年总收入为 16,953 亿日元，同比减少 3.6%，净利润为 4,777 亿日元，同比减少 0.6%。尽管有所减少，但任天堂的业绩仍然保持在较高水平。

在日本本土市场，任天堂的业务占据了公司整体市场的一小部分，而海外市场则占据了公司业务的主要份额，显示出其在全球范围内的广泛影响力和市场扩张。在海外市场中，美国市场是最大的单一市场，占据了海外业务的主导地位。紧随其后的是欧洲市场，亚洲和澳洲市场虽然占比较小，但也是公司全球布局的重要组成部分。

图表75：2007-2024 年任天堂营收

图表76：2007-2024 年任天堂净利润



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

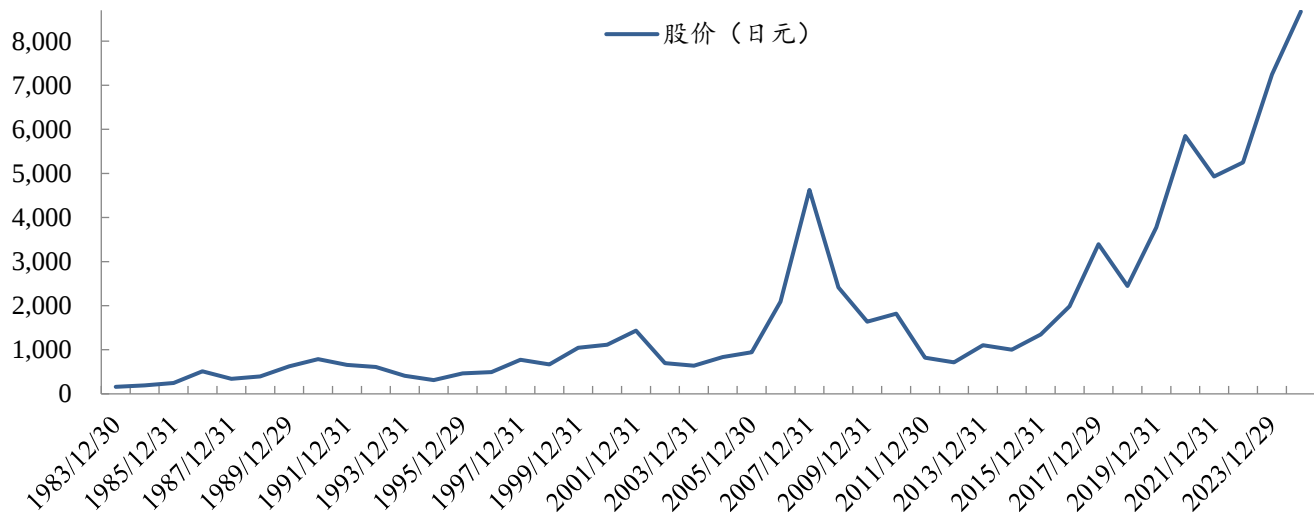


股价历史

从 1983 年到 1988 年，任天堂作为成长股，营收和利润高速增长，1983 至 1990 财年股价增长了近 5 倍。然而，进入 1990 至 1996 财年，任天堂遭遇了增长瓶颈，营收和利润增速急剧下滑，甚至出现负增长。1997 财年，任天堂开始恢复增长，1999 财年达到顶峰，这一时期宝可梦系列、N64 家庭主机游戏和 Game Boy Color 掌上游戏机的成功对业绩增长起到了关键作用。1996 至 2000 年间，任天堂股价经历了两轮上升，第一轮由 N64 主机换代和宝可梦游戏的成功驱动，第二轮则是由 1999 年上半年的马里奥和宝可梦游戏密集发布以及 2000 年宝可梦第二代游戏带动。

进入 2004 至 2007 年，任天堂股价创下历史最高点，达到 5.5 倍增长，尽管 2010 年末股价有所回撤，但依然是 2004 年初的 2.1 倍。2012 至 2015 年，尽管业绩不佳，股价仍稳步上升。2015 年 3 月，任天堂宣布进军移动游戏市场，股价强劲上涨，2016 年 7 月宝可梦 GO 的成功进一步推动股价快速上涨。自 2017 年至今，任天堂股价翻了 2 倍有余，远超同期日本股市大盘表现，显示出其在游戏市场的持续成功和增长潜力。整体来看，任天堂的股价波动与其财务表现、产品发布和市场战略紧密相连，特别是宝可梦系列的成功和移动游戏市场的拓展，对股价产生了显著的正面影响。

图表 77：1983-2023 年任天堂历史股价



来源：Bloomberg，国金证券研究所

五、大消费行业受益产品力提升的标的梳理

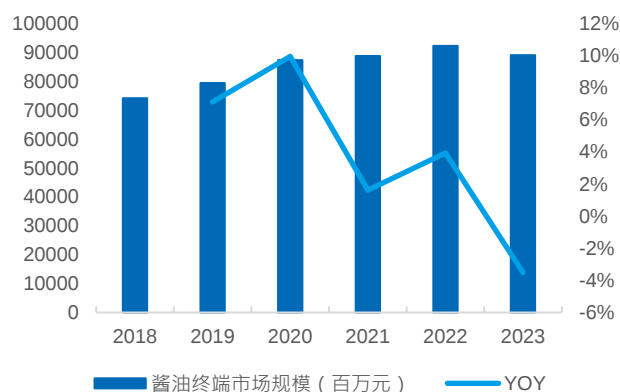
5.1、食品饮料——千禾味业、安井食品、山西汾酒

■ 千禾味业：零添加酱油龙头，乘升级之风而上

居民端占比提升，行业加速升级趋势。据欧睿，酱油行业规模近年来逐步趋于饱和，18-23 年复合增长放缓至个位数。拆分渠道来看，期间行业仍维持韧性增长主要系居民端消费需求增长有效弥补餐饮端下滑，一方面是渠道结构优化，居民产品单价较餐饮大包装产品高；另一方面是产品升级，受益于添加剂事件影响，居民端倾向于减盐、零添加的概念性消费，带动消费单价提升。据马上赢数据显示，自 23Q1-24Q1 线下零添加调味品 sku 逐步从 484 个增长至 867 个，零添加渗透率加速提升。

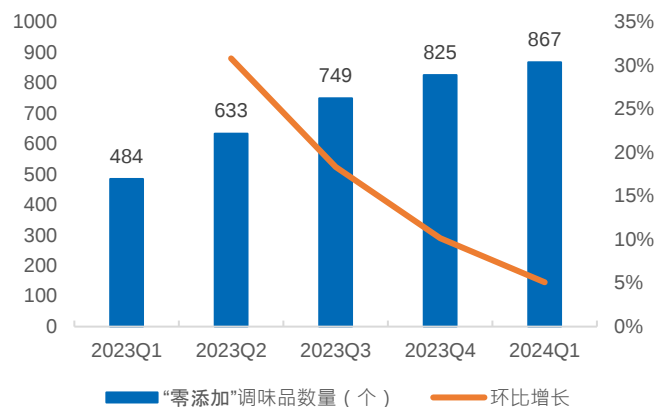


图表78：我国酱油市场逐步趋于饱和



来源：欧睿，国金证券研究所

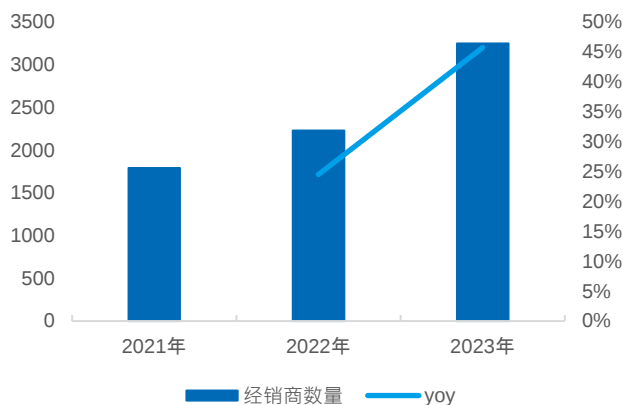
图表79：零添加调味品数量逐渐增加



来源：马上赢，国金证券研究所

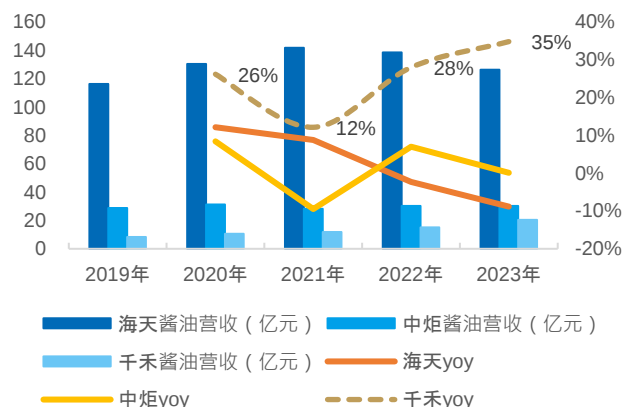
公司作为零添加细分龙头，最早以差异化入局，且具备从平价零添加-中高端的完善产品矩阵，22 年底积极把握零添加机遇，快速推进经销渠道下沉，不断完善销售网络，截至 2023 年期末公司经销商数量达 3250 家，同比增长+45.74%。21-23 年行业需求承压期间，龙头如海天、中炬酱油品类收入增长承压，而公司仍表现出强劲的增长态势，22 年/23 年实现酱油品类营收 15.1/20.4 亿元，同比增长 28%/35%，增速显著超过行业，市占率呈提升态势。

图表80：21-23 年千禾经销商数量快速上升



来源：千禾味业公司公告，国金证券研究所

图表81：21-23 年千禾酱油品类营收加速增长

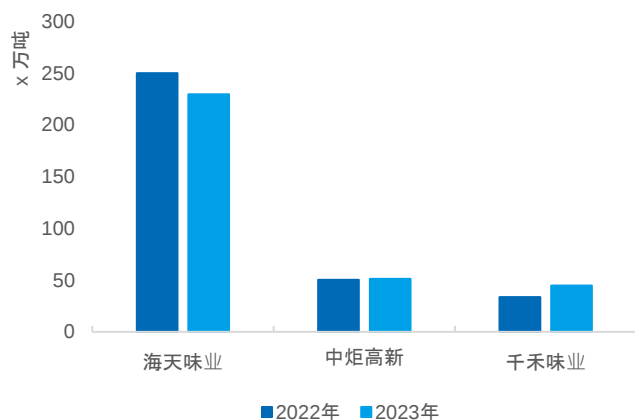


来源：各公司公告，国金证券研究所

从量价表现来看，伴随着零添加概念渗透率提升与公司积极进行渠道下沉扩张，仅公司产品顺利实现量价齐升。23 年公司酱油产品出厂单价为 4558 元/吨，因生产技术和原材料差异低于海天味业、中炬高新。从吨价表现来看，优于公司 C 端占比较高，且产品升级较为顺畅，23 年吨价逆势提升(海天、中炬分别同比-0.7%/-1.7%)，公司酱油吨价同比+1.86%。

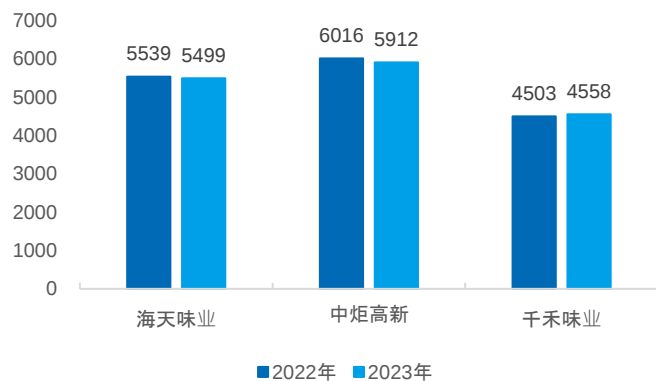


图表82：23年千禾酱油销量大幅增长



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表83：23年千禾酱油吨价逆势提升（单位：元/吨）



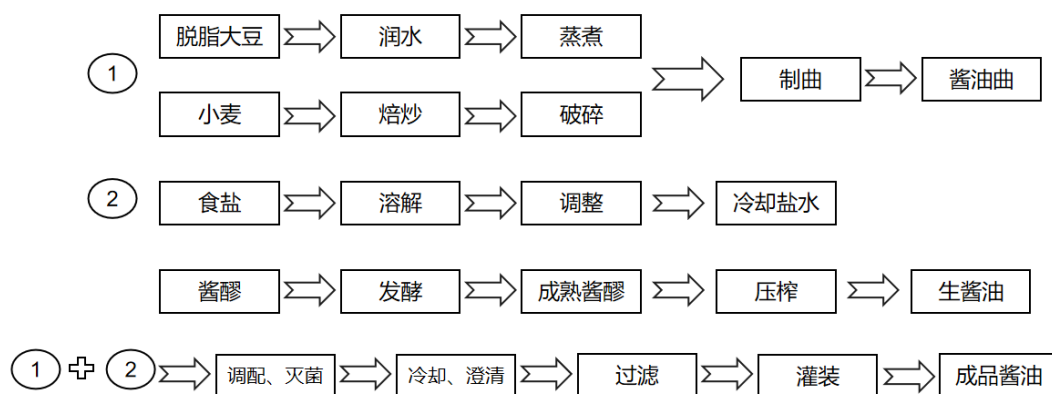
来源：各公司公告，国金证券研究所

零添加酱油指在生产加工过程中不添加任何非自然发酵生成的物质，包括食品添加剂、味精、焦糖色等物质，以水、非转基因黄豆、小麦、食用盐、白砂糖等原料酿造的高品质健康酱油。我们认为在行业需求承压期，公司彰显强α主要得益于以下几因素：

生产端：1) 公司采用日式高盐稀态工艺作为酱油发酵工艺，与传统的国内厂商常用的广式发酵工艺相比，具备显著成本和风味优势。原料选择上，日式高盐稀态工艺使用脱脂豆粕作为蛋白质的主要来源，同时辅以经过精心焙炒和破碎的小麦作为淀粉质原料。此外，公司采用日式恒温密闭发酵工艺，发酵罐里面通过蒸汽保持合适的温度，使微生物良好发酵。通过日式高盐稀态工艺生产出的酱油，在酒精度和还原糖含量上均超过了广式天然酱油，从而赋予了酱油更为浓郁的风味。

2) 公司近期处于新产能投放阶段，生产效率和产能利用率不断提升，2023年公司吨成本仅为海天/中炬的90%/77%。主要系直接材料、制造费用等成本得到优化，直接材料方面，公司采用豆粕及塑料瓶较多，且不含添加剂成本。制造费用方面，主要受益于规模效益不断释放。

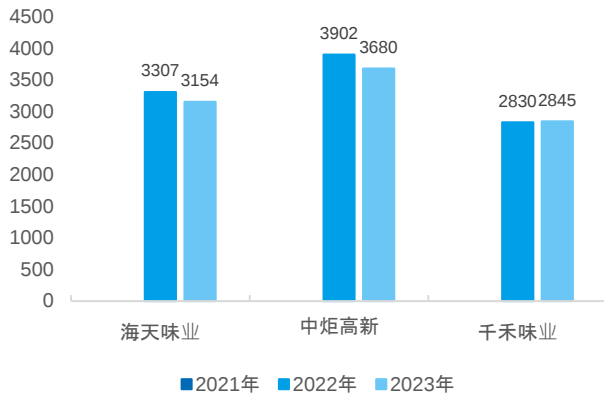
图表84：日式酱油工艺流程



来源：《日式风味酱油酿造工艺的开发及关键技术研究》，国金证券研究所

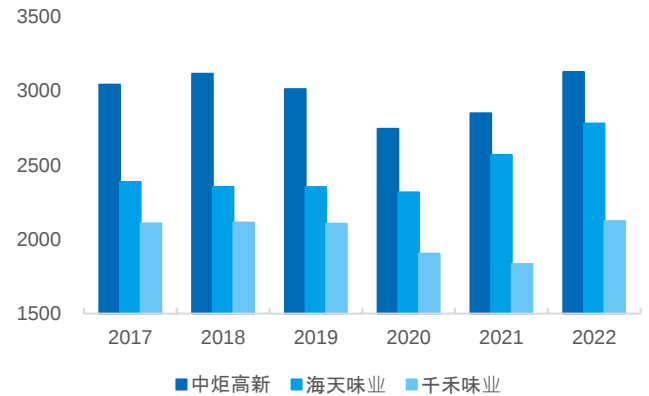


图表85：千禾吨成本具备显著优势（单位：元/吨）



来源：各公司公告，国金证券研究所

图表86：千禾单吨直接材料成本较低（单位：元/吨）



来源：各公司公告，国金证券研究所

产品端：公司早期以焦糖色起家，自 2016 年上市后聚焦零添加赛道，不断完善产品矩阵，为了应对市场竞争、快速进行渠道下沉，在保有公司特色酿造工艺的基础上于不同价格带进行布局，核心竞争产品以 180/280/380 的酿造时间进行分品，覆盖了 1.0/1.1/1.2g/100ml 的氨基酸态氮含量；同时几乎所有品类均实现零添加概念布局，如零添加醋、零添加料酒、零添加蚝油等，中低端价位带产品具备明显性价比优势，如千禾生抽酿造酱油换算单价仅为竞品一半。

图表87：公司零添加产品覆盖高中低不同价格带

产品	价格（元/500ml）	主要原材料	氨基酸含氮量
千禾生抽酿造酱油	9.9 (1L)	水、非转基因脱脂大豆、小麦、食用盐、白砂糖	≥0.8g/100ml
千禾零添加头道原香 180 天生抽	13.4	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐、白砂糖	≥1.0g/100ml
千禾零添加头道原香 280 天生抽	21.8	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐	≥1.1g/100m
千禾零添加头道原香 380 天生抽	26.8	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐	≥1.2g/100ml
千禾零添加酱油纯酿红烧	15.5	水、非转基因黄豆、小麦、食用盐、白砂糖、红糖	≥0.9g/100ml
海天零添加金标生抽	9.8	水、非转基因大豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物	≥1.0g/100ml
海天黑豆 0 金标生抽	9.9	水、非转基因黑豆、食用盐、小麦、白砂糖、酵母提取物	≥1.0g/100ml
海天有机系列 0 添加一级酱油	19.9	水，非转基因有机黄豆，有机白砂糖、小麦，食用盐，酵母抽提物	≥1.0g/100ml
厨邦零添加原汁特级生抽	10.45	水，非转基因黄豆，食用盐，小麦，白砂糖，酵母抽提物	≥1.0g/100ml
厨邦零添加原汁黑豆特级生抽	15.99	水、非转基因黑豆、小麦、食用盐、白砂糖、酵母抽提物。	≥0.9g/100ml
厨邦有机酱油	39.99	水、非转基因有机黄豆、食用盐、有机小麦、有机白砂糖、酵母抽提物。	≥0.9g/100ml
李锦记薄盐生抽 500ml	9	水、非转基因脱脂黄豆、白砂糖、食用盐(未加碘)非转基因黄豆、谷氨酸钠、小麦、小麦粉、酵母抽提物、乳酸、5'呈味核苷酸二钠	≥0.8g/100ml
李锦记 0 添加原酿生抽 500ml	11	水、食用盐、非转基因黄豆、白砂糖、非转基因脱脂黄豆、小麦、小麦粉。	≥0.8g/100ml
李锦记 0 添加醇味鲜 500ml	16.4	水、非转基因脱脂黄豆、小麦、食用盐、酵母抽提物	≥0.9g/100ml
李锦记 0 添加双酿特级头抽 500ml	19.9	水、非转基因黄豆、食用盐、白砂糖、小麦粉	≥0.8g/100ml

来源：各公司淘宝旗舰店，国金证券研究所

我们认为公司产品力具备明显优势，品牌影响力随着添加剂事件逐步扩大，但目前仍处于补齐渠道短板阶段，其中西南区域占比过重，全国市场有待打开。未来有望通过加强南部、

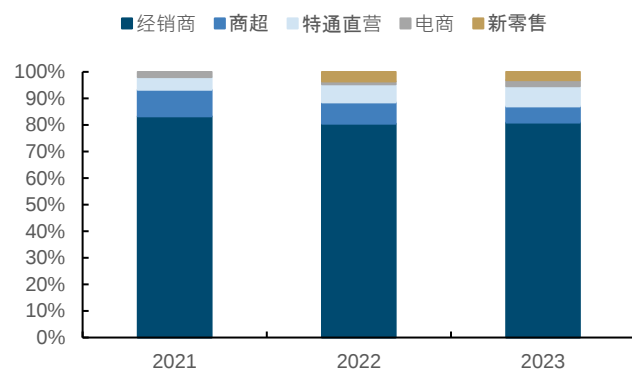


中部市场终端建设，扩招经销商梯队、强化单点产出实现高增长。产品端，公司不断研发创新，以差异化、高质量产品切 C 端市场份额，实现产品结构升级。另外，B 端亦为必争之地，公司目前正以性价比单品发展餐饮及特通渠道。结合 23 年高基数&24 年市场竞争加剧（海天、中炬改革调整逐步到位）我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 6.2/7.1/8.1 亿元，分别同增 17%/15%/15%，对应 PE 分别为 25x/22x/19x。

■ 安井食品：锁鲜装引领行业升级，引领 C 端走向产品升级

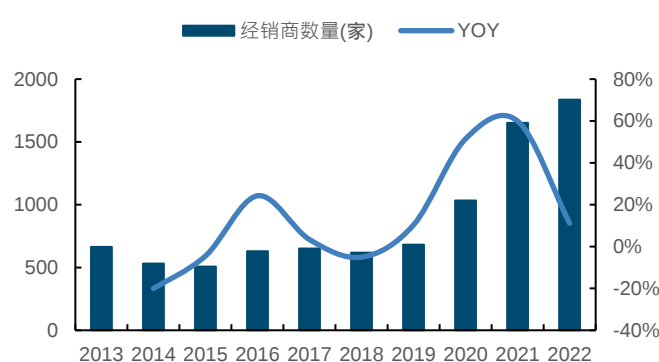
安井食品发展早期精准定位速冻火锅料行业，通过产品的差异化定位、对渠道的贴身服务以及深耕相对辛苦的农贸市场，公司构建了行业领先的 B 端销售渠道。公司商业模式跑通上市后，公司加大对外围薄弱市场的开发，积极强化原材料布局以及“销地产”的模式，基本实现了产能的全国化布局以及构建了原材料的资源优势，成为速冻火锅料行业龙头。公司发展助力 B 端渠道，2023 年收入中仍有 81%通过经销商实现，且公司经销商主要通过农贸批发为主，经销商分销模式下产品铺货主要依靠价格优势，公司成长为行业龙头之后品牌溢价不明显。

图表88：经销商模式是公司主要收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

图表89：公司经销商数量快速扩增



来源：安井食品公司公告，国金证券研究所

C 端占领消费者心智，锁鲜装引领行业升级。火锅料在往 C 端发展渗透的过程中，消费者受到 B 端火锅消费场景的培育，对高端火锅料产品提出了更多的需求。高端火锅料指的是含肉量更高、产品质量更好、口感更加优秀的产品；同时高端火锅料产品的毛利率更高，对经销商与生产厂家而言均有更丰厚的利润。而 2020 年公共卫生事件暴发后居家需求提升，消费者对速冻产品消费习惯逐步培育，C 端火锅料制品迎来快速成长期。

公司在 2019 年开始推出锁鲜装，首先从产品形态上使用功能性膜材 BOPA 等其它包装材料，既使包装呈现透明状态使消费者直观感受食品质量，同时其优异的抗形变功能也大幅提高食品的运输安全与锁鲜效果；小包装的形态不仅比大包装在美观度上大幅提升，也避免了吃不完二次冷冻造成口感下降，使得产品口感稳定。此外，公司产品价格定位性价比突出，并且通过丰富的产品矩阵占领消费者心智，在助推产品高端化的同时打造安井火锅料品牌。

渠道方面公司 B/C 兼顾，从 2018 年开始大力扩充经销商，新增经销商主要以 C 端为主，公司给予经销商较高的渠道利润以及“贴身服务”，在终端渠道以及弱势区域大量铺设锁鲜装。在产品大量铺设的同时，公司通过新媒体、电视、报纸等渠道全方位推广锁鲜装，安井锁鲜装快速占领消费者心智。

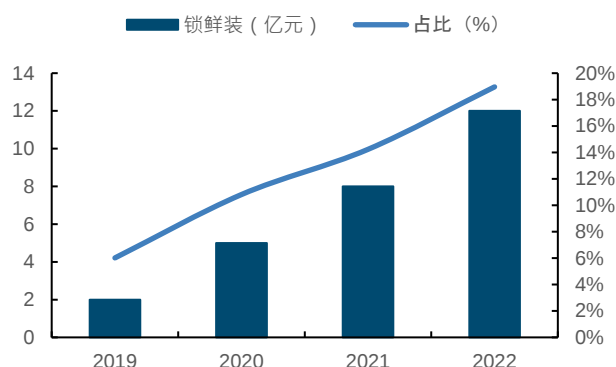


图表90：安井锁鲜装系列产品



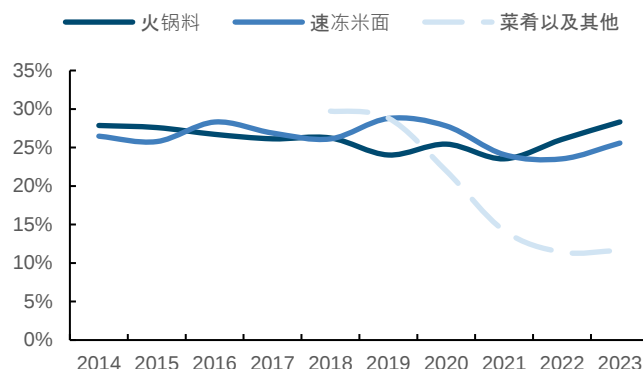
来源：安井食品天猫旗舰店，国金证券研究所

图表91：锁鲜装收入占比持续提高



来源：公司公告，国金证券研究所

图表92：公司火锅料产品毛利率持续提升

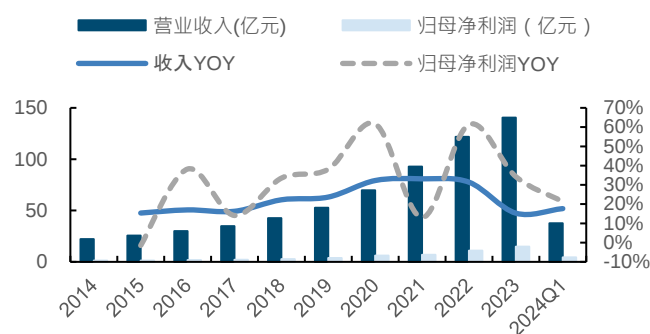


来源：Ifind，国金证券研究所

公司作为速冻板块龙头企业，打造大单品能力优秀。公司爆品跟随策略与自主创新相结合，大单品打造成功经验可复制，公司成功打造锁鲜装、酸菜鱼、虾滑系列等大单品。公司火锅料业务全国化布局逐步完成，随着产能利用率的提升，公司规模效应逐步体现，而公司“锁鲜装”与“丸之尊”为驱动的产品结构升级使得整体盈利能力维持较高水平，高端产品也助力公司从B端向C端渗透。品牌方面公司多品牌运作，冻品先生、安井小厨、新柳伍+新宏业分别发力预制菜、调理肉制品与水产预制菜，持续推进产品多元化，打造新成长极。我们看好公司中长期量利齐升逻辑，预计公司24-26年收入为163/186/212亿元，同比+16%/14%/14%；归母净利为16.9/19.5/21.8亿元，同比+15%/+15%/+12%。对应EPS为5.78/6.64/7.43元，对应PE为16/14/12X，维持“买入”评级。

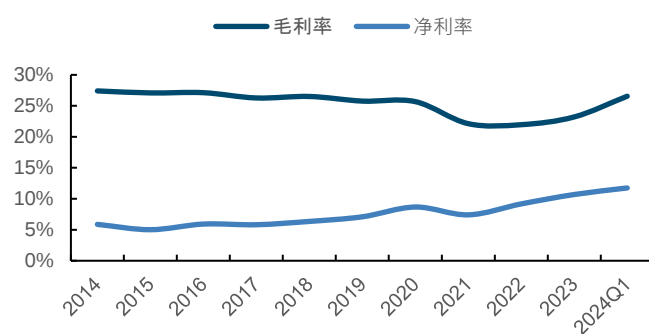


图表93：公司收入与利润增速情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表94：公司净利率水平稳步提升



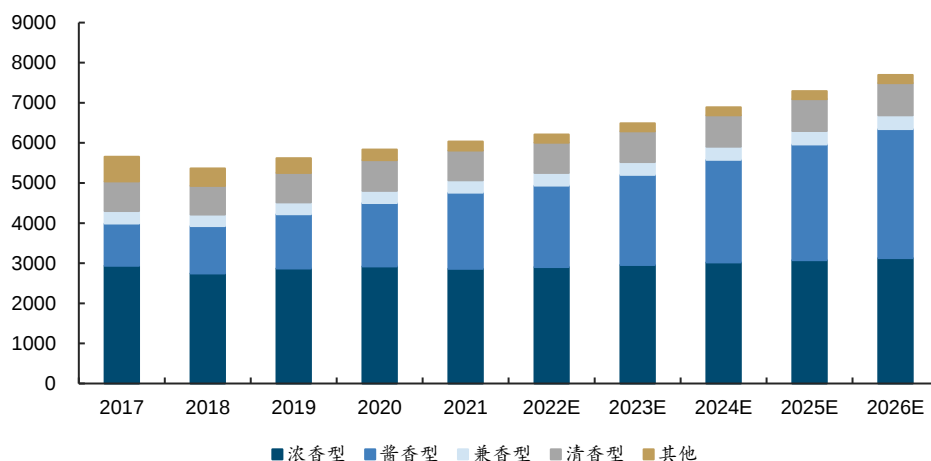
来源：Wind，国金证券研究所

■ 山西汾酒：清香差异化，推荐山西汾酒

白酒行业的大周期轮动经历了产量为先、渠道为先、品牌为先，到目前围绕产品、渠道、品牌、体系等酒企综合实力进行竞争。信息化赋能的当下，想通过营销实现差异化难上加难，学习成本低、更考验投入的持续性&执行精细化，在这方面上市名酒企业具备得天独厚的资金优势，因此差异化更多围绕产品，即当下香型多元化趋势，对应山西汾酒借清香之势外延扩张。

我们认为清香势能在汾酒的引领下正加速消费端渗透。清香的渗透与酱酒热不同，后者更多是茅台品牌引领、酱香产品在政商务等面子消费场景提高渗透率，而前者更倾向于走大众路线，背后是强产品力支撑的高性价比。清香产品的营销思路在于强调“净”、“纯”，以及引申的不上头、不头疼、醒酒快，在消费端正超预期加速渗透。

图表95：2017~2026E 分香型白酒行业规模预计（亿元）



来源：珍酒李渡招股说明书，国金证券研究所

山西汾酒的增长逻辑在于省内夯实底盘稳步升级+省外依赖品牌&香型优势持续渗透。

1) 23 年省内实现营收 120.8 亿元，同比+20%，占营收比重约 38%。汾酒在省内具备寡头垄断优势，逐步引导消费沿玻汾--老白汾--巴拿马 20--青花 25 的产品结构升级，底盘扎实。

2) 全国化是突破规模枷锁的必经之路，玻汾作为尖刀队获客&提升香型粘性，青花 20 切入商务场景，青花 30 拔高品牌认知。目前省外多数培育型市场正向 10 亿级规模冲击，享受区域内氛围量变到质变的红利。此外，省外持续“汾享礼遇”营销模式，其本质是信息化赋能下的传统控盘分利+后置模糊返利，旨在持续推进全国化外拓步伐中终端&消费者精细化建设工程。在全国化过程中，除香型的禀赋外，公司的优势在于经销商过往盈利水平不错、配合度高，Q1 实际终端兑付也不错，保持了不错的口碑，实现品牌+渠道共振。



我们预计山西汾酒 24-26 年营收分别+21%/+19%/+18%(对应营收分别 386/460/544 亿元), 归母净利分别+25%/+22%/+20% (对应归母净利分别 130/160/192 亿元), 当下股价对应 PE 分别 23X/19X/15X, 维持“买入”评级, 持续推荐。

5.2、家用电器——飞科电器、TCL 电子

■ 经验复盘一：

戴森凭借科技创新，开创吹风机产业升级之路

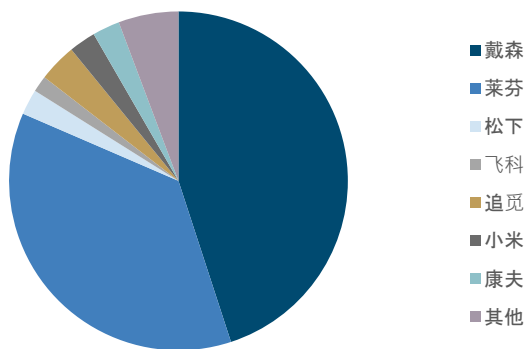
作为行业开创者，戴森凭借高性能、高价产品，持续领跑高速吹风机市场。2016 年，戴森首次推出高速吹风机产品，其产品搭载了高速电机与气流技术专利，相比于普通吹风机，具有更强大的风速和风量，可以更快地缩短吹干头发时间。同时采用更加先进的技术和设计，通过控温减少对头发的热损伤，并运用负离子等技术提供护发功能，使发质更加柔顺。该产品一经发售便深受消费者青睐，自此，高速吹风机产品出现在消费者们的视野中。戴森高速吹风机产品定位高端，价格普遍在 3000 人民币以上，因此能够凭借较少的销量占据大部分市场份额，据奥维云数据，2023 年度线上高速吹风机市场，戴森凭借 2.8% 的销量取得了 30.7% 的销售额占比。

国产品牌迎技术突破，低价打开高速吹风机普及之路

凭借生产工艺的优化和成熟，加以国内发达的制造业和成熟的供应链体系，国产品牌开发出极具性价比的吹风机产品，均价仅为戴森十分之一。高速马达是高速吹风机产品核心技术之一，随着国产高速马达技术达成突破，国产品牌陆续推出高性能高速吹风机产品。米家、追觅、飞科等品牌的产品马达转速达 11 万转/分钟，与戴森旗舰 HD5 的 11 万转/分钟持平，风速更是达 60-70m/s，超过戴森旗舰 HD5 的 46m/s。在产品性能上，国产产品与戴森的差距正在不断缩减，除去电机电控等技术上与戴森的差距，产品真实使用体验与戴森相差无几。而国产产品在生产成本、运输成本、税费等方面相对戴森等进口商品有着天然优势，使得产品成本及价格得到控制，零售均价实现下探。目前市面上不乏有 299、399 元主流产品推出，价格仅是戴森的十分之一。

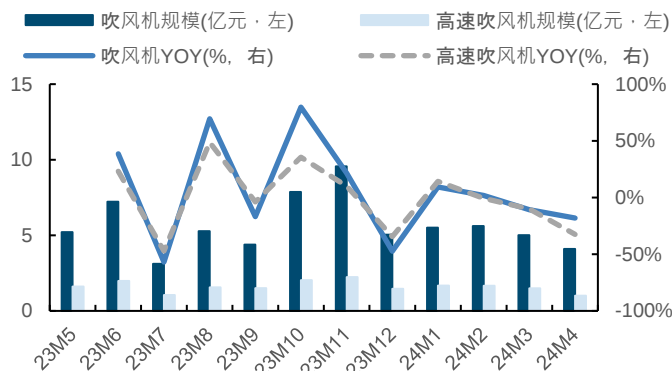
平价高速吹风机实现销量快速增长，推动行业结构升级。根据奥维云网数据，2023 年度我国电吹风整体/高速吹风机线上零售量分别同比 1%/+14%，高速吹风机销量增速明显优于行业平均；均价方面，高速吹风机均价普遍比普通吹风机约贵 100 元以上水平，因此高速吹风机渗透率提升的同时也能拉动电吹风市场的整体增长。除此之外，在产品出口方面，中国向来为吹风机生产大国，凭借高速吹风机相对低价，性能优良的特点，依靠高效完善的产业链，供应链、研发投入及产品创新，有望开始在全球范围内快速发展。

图表96：2023 年高速吹风机市场格局



来源：奥维睿沃，国金证券研究所

图表97：23M5-24M4 高速吹风机/吹风机市场规模及销量



来源：奥维睿沃，国金证券研究所

■ 相关标的——飞科电器：老牌焕新，供应链与渠道优势领先

公司于 23 年 7 月发行新品“银河星环”高速电吹风，正式入局高速吹风机市场。相较于市场上其他主流产品，银河星环性价比较高，截至 2024.06 电商售价仅为 229 元，低于竞品，但马达转速达 11 万转，与徕芬、戴森的旗舰产品几乎持平，在风速上更是达到了 65m/s，超过了徕芬、戴森。公司具有完备的产业链与供应链，在产品生产环节，高度重视降本管



理，深入研究、供应链、采购、品控、实验室每个环节，从而实现高性价比产品的生产。

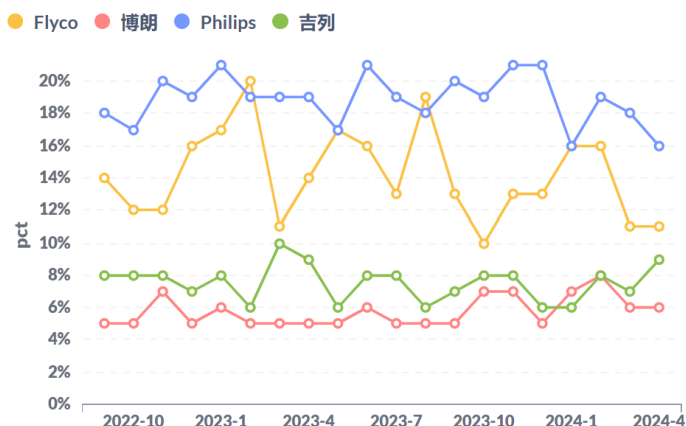
图98：各品牌高速吹风机代表产品对比

外观						
型号	飞科 FH6371	徕芬 SE	徕芬 LF03	戴森 HD16	追觅 G20pro	小米 H701
售价	229	369	569	3499	669	399
风速 (m/s)	65	21	22		70	65
马达转速 (万/分钟)	11	10.5	11	11	11	11
重量 (g)	360	407	407	594	345	390
噪音 (db)			59			
风速档位	两档风速	两档风速	两档风速	三档风速	二档风速	三档风速
风温档位	三档风温	四档风温	四档风温	四档风温	四档风温	四档风温
负离子 (亿)	2	-	2			2
配件	造型磁吸风嘴	-	顺滑风嘴	防飞翘风嘴 等五种	磁吸顺滑风嘴 等三种	

来源：各品牌官网，国金证券研究所；注：统计时间截至 2024.05.31

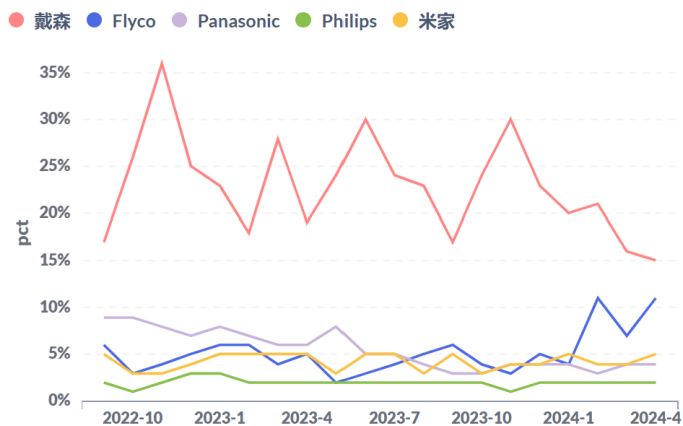
公司作为个护小家电龙头，在个护领域拥有领先的市场地位。公司电动剃须刀产品销量份额多年维持国内第一、销额市占率仅次于飞利浦，具有较高品牌知名度。作为传统电吹风龙头，拓展高速吹风机领域更是具备先天的品牌、客户资源积累。根据国金数字 lab 数据，2024 年 4 月公司线上吹风机销售额市占率达 11%，仅次于戴森。品牌知名度和用户基础有望助力公司快速开拓高速吹风机新品。

图99：剃须刀行业主流电商销额市占率



来源：国金数字 lab，国金证券研究所

图100：吹风机行业主流电商销额市占率



来源：国金数字 lab，国金证券研究所

公司实现全渠道覆盖，在线上、线下渠道均拥有强大优势。在线上，公司 2021 年通过抖音营销，成功打造爆款“小飞碟”剃须刀，其产品及品牌随后一直以更加时尚化、年轻化的形象出现在人们的视野，抖音账号积累近两百万粉丝。同时，公司积极布局快手，小红书，微博等多重具有社交属性的社交平台。在线下，公司实行卖场直供，区域分销等销售方式，经销商门店布局优势远超竞争对手，同时公司积极开展线下营销手段，通过写字楼，住宅区电梯等媒体进行产品营销，提高产品知名度。“银河星环”产品以充满科技感的外观出现在消费者视野之中，有望复刻“小飞碟”的成功案例。

■ 经验复盘二：

Mini LED 技术给予国产电视品牌高端产线突围机遇

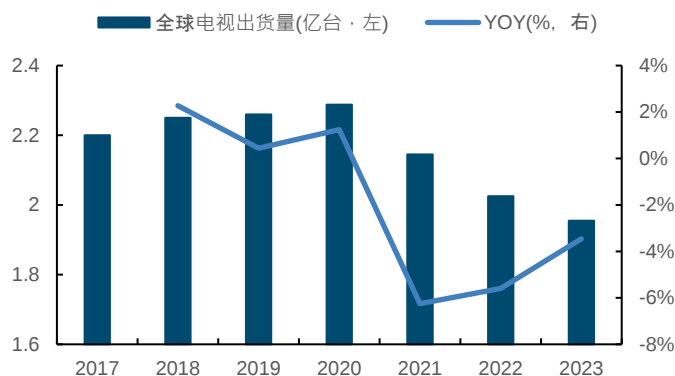


彩电市场量较平稳，大屏化、高端化等价增趋势明显

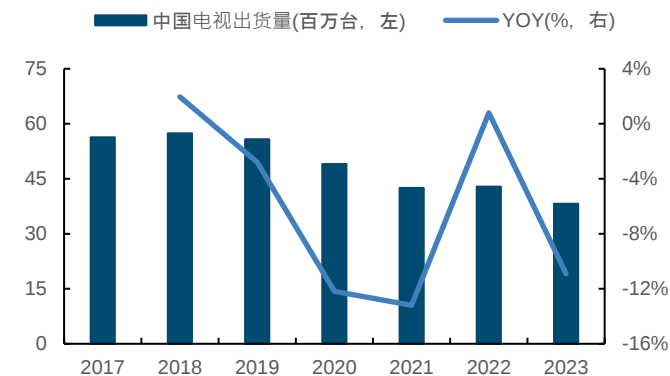
全球电视市场需求整体呈稳定态势，中国市场需求持续收缩。根据奥维睿沃数据，从2018年以来，全球电视出货量在2.0到2.3亿台之间小幅波动，市场需求整体保持稳定态势。2020年，公共卫生事件引发的居家措施使欧美电视需求大幅增长。然而，2021年全球销量受到房地产的低迷、短视频家庭娱乐需求的分流、及智能投影的挤压等多重因素的影响而整体有所下滑；国内市场方面，由于市场进入存量发展周期、消费者从刚性消费转向可选消费、加之房地产市场的低迷，2020至2023年间的零售量从4900万台降至3723万台，其中2023年同比下降了13.7%，显示出需求的持续萎缩。

图表101：全球电视出货量及增速

图表102：中国电视出货量及增速



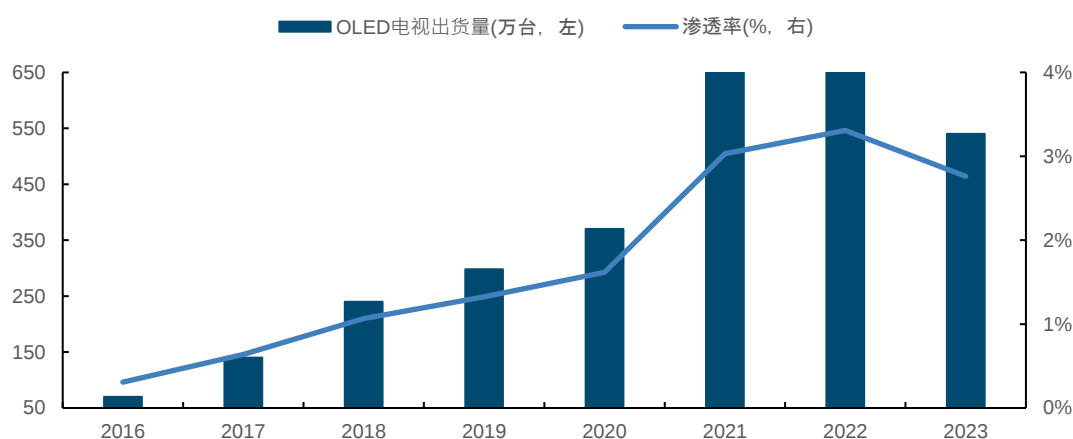
来源：奥维睿沃，国金证券研究所



来源：奥维睿沃，国金证券研究所

OLED 技术引领彩电市场高端化。目前彩电高端市场主要由 OLED 技术引领，其自发光特性允许每个像素独立控制亮度，消除了对背光的需求，实现了真正的黑色和无限对比度，这一特性不仅确保了从任何角度都能得到一致的色彩和明亮度，还大幅提升了色域和视觉深度。与传统 LCD 相比，OLED 在视角宽广、对比度高和响应速度快等方面表现更佳，更适合同态场景的显示。OLED 因其卓越的显示质量在追求高画质的消费者中备受青睐，稳固了其在高端市场的地位，出货量、渗透率持续增长，根据奥维睿沃，OLED 电视销量从2016年的约70万台增长到2022年的670万台，渗透率从2016年的不足0.5%增加到2023年的2.8%。

图表103：OLED 电视出货量及渗透率逐渐提升



来源：奥维睿沃，国金证券研究所

Mini LED 技术发展给予国产品牌高端产线突围机遇

当前彩电高端市场由日韩品牌主导。根据洛图科技数据，2023年LGE、Sony和Samsung在全球OLED电视市场的合并出货量达85.5%/+3.5pct，日韩企业在OLED技术领域形成垄断格局。



国牌与海外龙头差距更多来自于高端产品布局。尽管中国品牌海信和 TCL 在高端电视市场上与日韩国品牌销量差距逐渐缩小，2023 年 Samsung 出货量达 36.4 百万台，海信紧随其后，出货量达 25.9 百万台，TCL 出货量达 25.5 百万台，位列第三；但 2023 年海信/TCL 的电视收入为 76/101 亿美元，而 LG/三星的收入达 125/241 亿美元，反映国内品牌在高端大屏市场的占有率仍需增强。

Mini LED 技术发展给予国产品牌高端产线突围机遇。近年来国内 Mini LED 技术成熟度不断提升，Mini LED 作为小间距 LED 进一步精细化的产物，背光模组中光源分组数量远高于普通 LCD 电视，高分区数量带来高控光效果，因此具有更高的对比度，亮度表现也更好，在显示效果上可与 OLED 技术相匹敌，此外还可以通过分区数以及 OD 值的调节（本质是调节灯珠和控制 IC 数量），实现背光模组成本的调节，从而将成本下沉，以更低的价格取得高端电视观感体验，推动高端彩电市场发展与国牌高端市场占有率提升。2023 年，Mini LED 电视全球出货表现强劲，总量达 425 万台，同比+24.7%，渗透率达 2.1%。其中，三星以 198 万台领先，占比 46.6%，TCL 位居第二，出货量近百万台，占比 22.2%。预计到 2024 年，Mini LED 电视出货量将增至 659 万台，增速达 55.1%，出货量或首次超越 OLED。国内市场同样显示出快速增长，2023 年销量为 92 万台，同比+140%，预计 2024 年将达 185 万台，同比+101%，Mini LED 电视增长势头强劲。

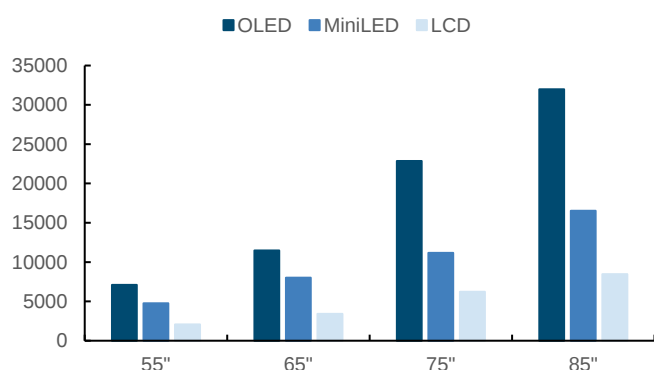
图表104：彩电不同显示技术的对比

特性 / 技术	LCD（液晶显示）	Mini LED	OLED（有机发光二极管）
背光源类型	LED	LED（使用微型 LED）	不需要背光源
色域覆盖	75% NTSC	>110% NTSC	>100% NTSC
对比度	较低	较高	最高
可视角度	较窄	宽	非常宽
响应时间	较慢（ms）	极快（ns）	极快（μm）
成本	低	中等至高	高
寿命	长	长	中等
行业成熟度	产业链完善	初步量产	产业链完善
应用领域	电视、监视器	电视、平板、显示器	电视、平板、手机

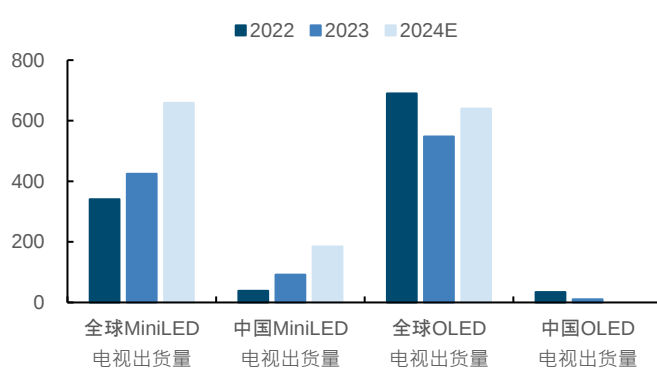
来源：艾邦网，微型显示，国金证券研究所

图表105：2023H1 中国 TV 零售市场均价（元），同等尺寸 MiniLED 电视低于 OLED

图表106：Mini LED 电视出货量快速增长（万台）



来源：奥维睿沃，国金证券研究所



来源：洛图科技，国金证券研究所

■ 相关标的——TCL 电子:全球份额提升+Mini Led 领先优势明显，光伏等创新业务有望成新增长引擎

积极推进“中高端+大屏”，垂直一体化优势赋能发展。公司作为全球领先的电视制造商，主要业务包括高端显示技术、光伏业务和互联网服务。此外，公司还布局光伏、互联网等创新业务，有望提供多重增长极。公司 2021-2023 年 65 英寸及以上产品占比由 11.1%提升至 24.6%，平均尺寸由 2021 年的 48.4 英寸增长至 2023 年的 51.5 英寸，公司在 Mini LED

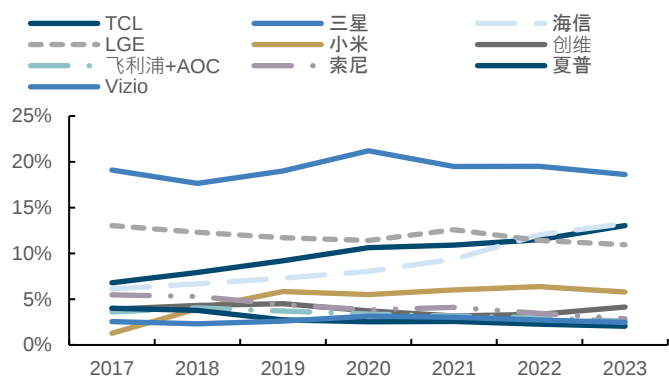


技术领域布局较早，成就突出，推出了多款创新产品如全球首款 8K Mini LED 电视，2021-2023 年公司 Mini Led 出货量由 300 万台提升至 1065.5 万台，根据奥维睿沃，公司 Mini Led 电视 2023 年市占率位列全球第二。公司“中高端+大屏”战略收效显著，黑电行业高端化、大屏化趋势明确。同时，公司与 TCL 华星高效协同，持续提升大尺寸面板成本竞争力，凭借产品、技术、垂直一体化等竞争优势提升全球市占率，根据奥维睿沃，2023 年公司全球出货量达 2525 万台，市占率达 13.0%，自 2017 年以来提升明显。

此外，公司还布局光伏等创新业务，收入增长亮眼。1) 光伏业务：公司专注国内市场辐射展业地区，订单量及收入亮眼增长，于欧洲市场已实现光储一体化“从 0 到 1”突破，有望借助渠道和品牌竞争优势及 TCL 中环和 TCL 金融协同保持亮眼增长。2) 全品类营销业务：通过持续强化品牌及渠道协同优势，叠加公司不断推出具备竞争力的新品，业务规模有望保持快速增长。

图表107：全球 TV TOP10 品牌出货规模(2017-2023)

图表108：TCL 全球电视出货量(2017-2023)



来源：奥维睿沃，国金证券研究所

来源：TCL 财报，国金证券研究所

5.3、纺织服装——海澜之家

■ 海澜之家：从“买得起”到“想要买”

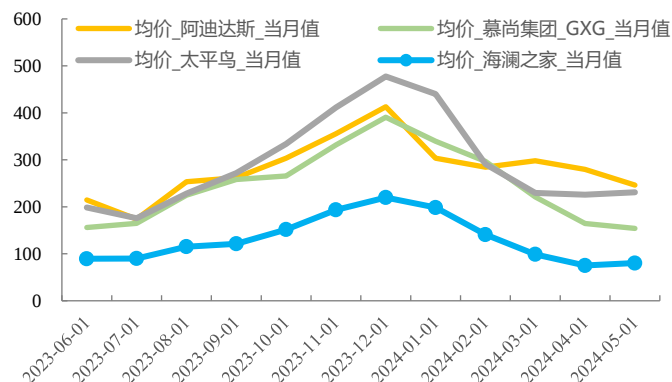
海澜之家集团创始于 1997 年，其主品牌海澜之家于 2002 年正式面市。品牌创立之初，海澜之家亦采用了优衣库的“量贩式自选购物”模式，并在南京中山北路开设了首店。凭借其高性价比的产品定位，海澜之家迅速获得市场认可。经过多年的稳健发展，海澜之家集团已成为一家多元化的服饰生活零售集团，旗下品牌涵盖男装、女装、童装及生活家居等，同时拓展了团购定制业务。门店数量方面，从 2014 年的 3348 家增长至 2023 年的 5976 家，CAGR+6.65%。此外，直营店铺的占比也从 0.06% 显著提升至 20.95%，反映了公司直营模式的深化与优化。

在审视海澜之家的品牌发展历史时，我们发现其迅速获得市场认可的原因主要包括：

- 1) 高性价比的产品定位：和优衣库一样，海澜之家自品牌诞生起便将低价策略作为其核心竞争力，并持续至今，被誉为性价比的标杆。在 2023 年 6 月至 2024 年 5 月的 D 电商平台价格监测中，海澜之家的产品均价在同行业中始终保持最低，大致在 80 至 220 元之间。
- 2) 前瞻性的供应链与加盟策略：海澜之家在采购策略上展现出创新，采用了赊购、联合开发、不可退货与可退货等多种模式。这些策略不仅减少了资金占用，确保了产品设计的主导权，还有效缓解了库存压力，降低了库存成本。
- 3) 深入人心的广告营销：海澜之家的广告语“男人的衣柜”和“一年逛两次海澜之家”已成为品牌标志性的口号，成功塑造了其国民性价比品牌的形象。

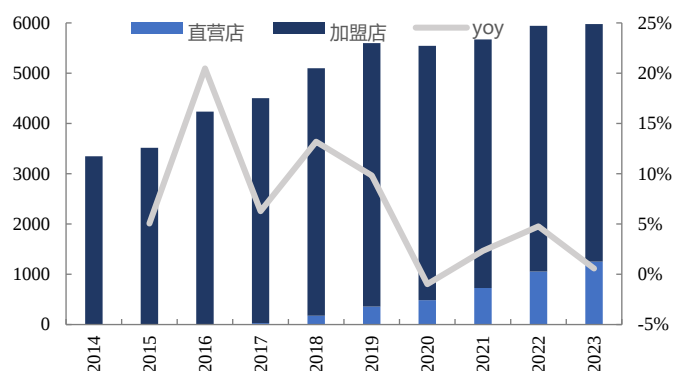


图表109: D 电商各品牌均价 (元)



来源: 萝卜投研, 国金证券研究所

图表110: 海澜之家品牌店面数量



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表111: 公司的供应商和加盟商政策



来源: 海澜之家公司公告, 国金证券研究所

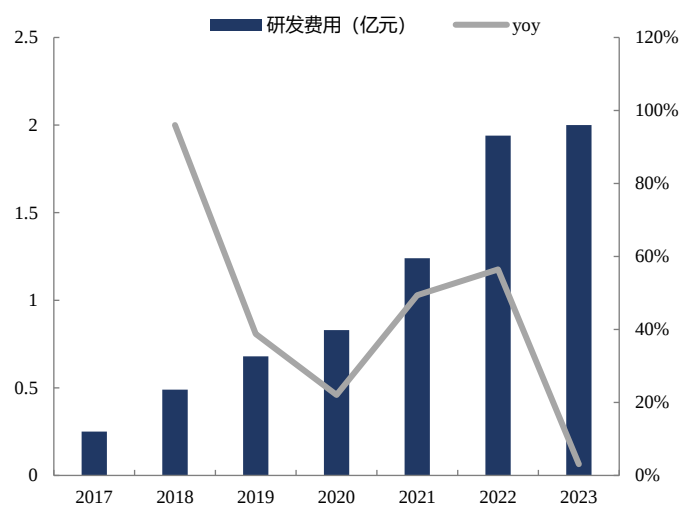
发力产品力, 打造科技感核心大单品。公司采用的供应商联合开发模式虽然在短期内减轻了对设计和研发的依赖, 但长期来看, 可能存在对供应商创新能力的依赖。面对这一挑战, 海澜之家在经历快速扩张后, 开始更加注重研发的投入。2017 至 2023 年间, 公司的研发费用实现了从 0.25 亿元到 2 亿元的飞跃, CAGR+41.42%, 这一增长凸显了公司对研发重要性的认识和对创新的坚定承诺。

2023 年公司以科技赋能, 打造拳头产品。夏季推出“全新凉感”系列, 在“全新冰爽棉”产品中, 添加凉感的科技因子, 同时具有速干、3A 级抗菌、2A 级防螨的功能, 大大提升穿衣舒适度, 成为夏日必备单品。冬季推出“极光鹅绒”系列, 拥有面料、绒朵、蓄热、



保温等重点功能科技，同时新升级可脱卸叠穿方式，引进绒芯贴合技术，打造多维度、多场景的功能性羽绒服，御寒更硬核，穿着更舒适，深获消费者喜爱。

图表112：公司研发费用（亿元）及增速（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

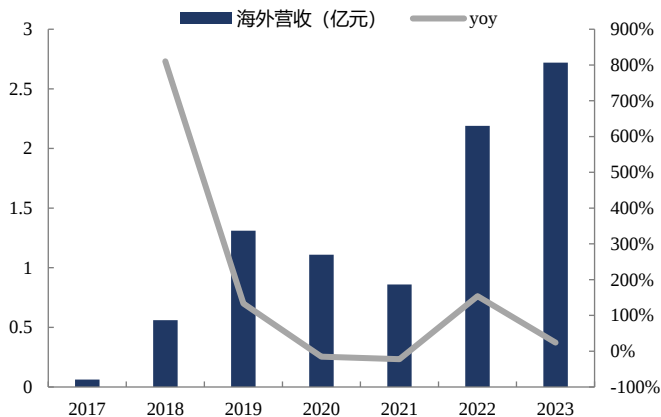
图表113：全新凉感系列和极光鹅绒系列产品



来源：公司官方商城，国金证券研究所

海澜之家品牌出海打开第二增长曲线。2017-2023年公司海外营收从0.06亿元增长至2.72亿元，CAGR+87.8%；海外营收占比由0.03%增长至1.26%。近两年公司出海节奏开始加快，2022年公司海外营收同比增长154.10%，2023年在高基数的前提下公司海外营收同比增长23.98%，成功开辟第二增长曲线。2023年公司不仅在马来西亚最大综合体TRX开设东南亚旗舰店；还进入了菲律宾，在马尼拉SM Fairview商场与Robinsons Manila商场开出门店。加上新加坡、泰国、越南、老挝，至今海澜之家已经进入6个东南亚国家。

图表114：公司海外营收（亿元）及增速（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表115：全新凉感系列和极光鹅绒系列产品

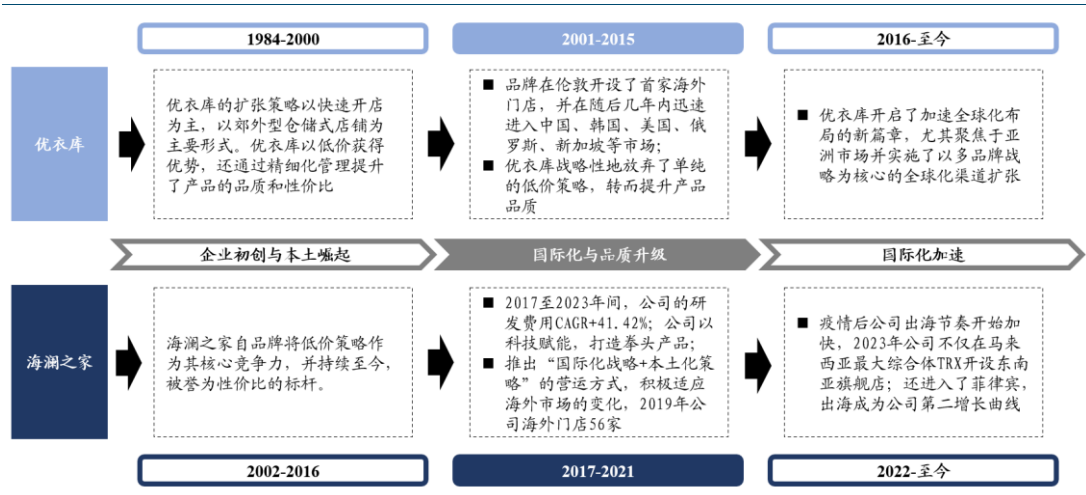


来源：国金证券研究所整理

在对比海澜之家与优衣库的发展历程时，可以发现两者的轨迹颇为相似，主要经历了三个阶段：企业初创与本土崛起、国际化与品质升级、国际化加速。从时间线上观察，海澜之家的周期与优衣库大约相差六年，这使得优衣库的发展历程对海澜之家具有显著的参考价值。



图表116：优衣库和海澜之家发展轨迹对比



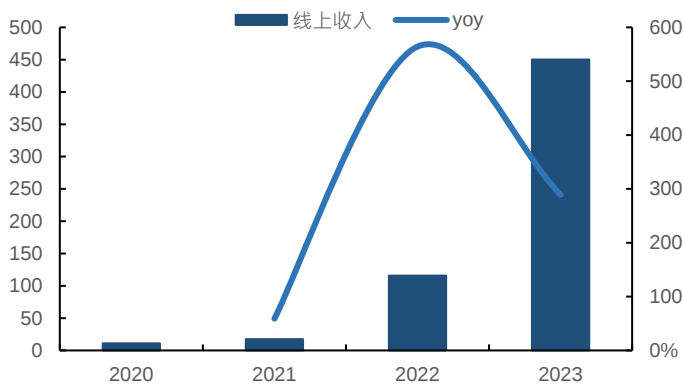
来源：优衣库官网，海澜之家官网，国金证券研究所整理

5.4、轻工制造——瑞尔特、百亚股份

■ 瑞尔特：优质产品力+强成本优势支撑公司自主品牌份额持续提升

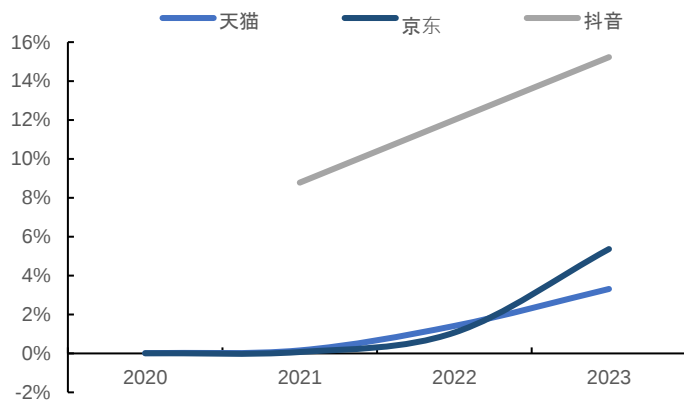
公司的优质产品力及强成本优势是支撑公司自主品牌在线上及线下渠道快速发展的基础，尤其电商平台方面，依托自产带来的成本优势及爆品运营策略，自主品牌保持快速增长，三大电商平台份额均提升明显，根据久谦平台数据测算，截至2023年公司自主品牌在天猫/京东/抖音份额分别已提升至3.3%/5.4%/15.2%。展望后续，在行业渗透率提升空间依然可观、线上线下渠道发展思路清晰的情况下，公司未来发展增长驱动力充足（渠道扩张+产品价格带拓宽），自主品牌智能坐便器持续成长可期。

图表117：瑞尔特线上平台收入（百万元，%）



来源：瑞尔特公司公告，国金证券研究所

图表118：瑞尔特智能马桶在各线上平台份额提升



来源：瑞尔特公司公告，国金证券研究所

公司爆品打造思路：优质产品力+强成本优势打造极致性价比单品

从各品牌热销智能坐便器产品横向对比来看，公司此前大热单品 A6、F3 在功能丰富度上已经显著领先海外品牌，并且在定价上具备较强优势。我们认为依托优质产品力+强成本优势实现极致性价比或是公司成功打造爆品的关键，具体来看，优异产品质量+持续研发投入保障优质产品力持续兑现，大规模自产能力保障公司成本端优势领先。



图119: 各品牌热销智能坐便器价格及参数对比

	品牌	瑞尔特	箭牌		TOTO		
基本情况	型号	旗舰款A6	F3	AKE1135	AKE1134	CW830+TCF3F260 ECN	CES9433CS
	价位	3899	2988	4159	2959	4099	9999
	机型	智能一体机	智能一体机	智能一体机	智能一体机	分体式	智能一体机
	加热方式	即热式	即热式	即热式	即热式	即热式	储热式
排水	排水方式	地排	地排	地排	地排	地排	地排
	坐便器冲水方式	E-shion静音	U-wave	虹吸式	虹吸式	直冲式	直冲式
	冲水量	4.8L	4.8L	5.0L	5.0L	4.8L	3.0L/4.5L
	水效等级	2级	2级	2级	2级	2级	3级
	安装水压	10秒3瓶水	无水压限制	10秒4瓶水	10秒4瓶水	10秒4瓶水	10秒4瓶水
	停电冲水	●	●	●	●	-	●
清洗	喷嘴材质	ABS弧形喷杆（可拆卸、SIAA抗菌认证）	ABS弧形喷杆（可拆卸、SIAA抗菌认证）	不锈钢	不锈钢	洁净树脂	洁净树脂
	臀洗	●	●	●	●	●	●
	妇洗	●	●	●	●	●	增加轻柔清洗
	清洗强度	3档	3档	3档	3档	5档	5档
	移动清洗	●	●	●	●	●	●
其他	IPX4防水	●	●	●	●	-	-
	除臭功能	硅藻除臭+等离子杀菌	无光触媒	活性炭	活性炭	●	●
	抗菌座圈	SIAA认证	SIAA认证	SIAA认证	SIAA认证	国内认证	国内认证
	智能节电	ECO节电	四季温感	ECO节电	ECO节电	定时+自动节电	定时+自动节电
	其他保护	防干烧等7项	防干烧等7项	漏电保护等5项	漏电保护等5项	-	-
	泡沫盾	-	●	-	-	-	-

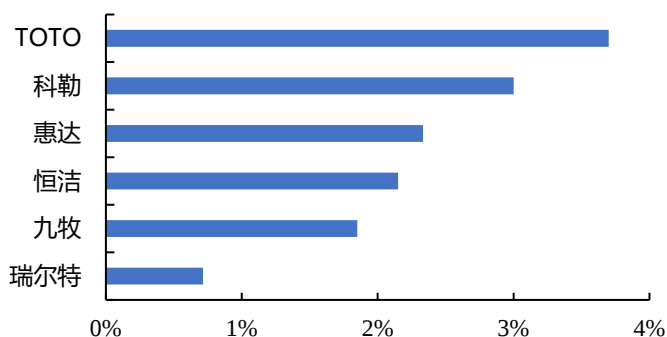
来源：各品牌天猫旗舰店，国金证券研究所

➤ 产品质量优异

公司早在 2004 年就通过了 ISO9001 质量管理体系认证，在生产过程中采用严谨的制造工艺与严格控制流程，从而保证产品质量的稳定性，从与可比公司的天猫旗舰店综合排名第一的产品差评率对比来看，公司差评率最低。同时，公司产品维修率低于同行业 2%-3%，正常情况下，其智能坐便器产品可以使用 10 年左右，而 G21026 静音 R&T 挂式水箱的使用寿命为 25 万次，正常可使用 15 年以上，同行领先。此外，公司于 2018 年上市的产品 V8800 智能坐便器及 V2500 智能盖凭借节能舒适、耐用安全等关键性能获得沸腾杯“质量金奖”荣誉，优异产品质量得到充分验证。

图120: 各品牌天猫旗舰店综合排名第一的产品差评率对比

图121: 公司新获沸腾杯“质量金奖”



来源：各品牌天猫旗舰店，国金证券研究所；注：时间截至 2023 年 6 月



来源：瑞尔特微信公众号，国金证券研究所

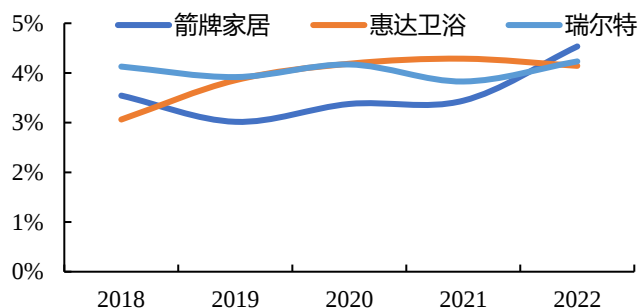
➤ 产品技术持续迭代，针对市场痛点开发 E-shion 技术

近年来公司为支持自主品牌发展，持续加码研发端，研发费用率及人员占比稳步提升且位于行业前列。横向对比卫浴企业专利数来看，截至 2022 年末，箭牌家居/惠达卫浴/瑞尔特发明专利数量分别为 70/45/102 项，公司发明专利数量同行领先，保证产品竞争力持续



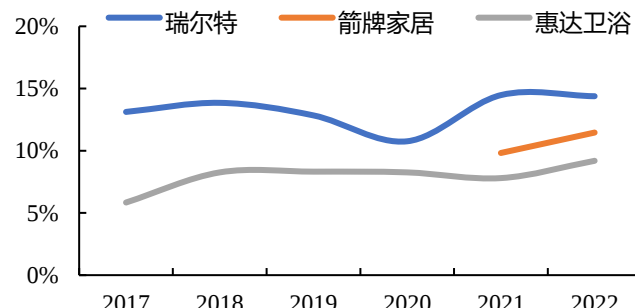
兑现。以E-shion冲刷技术为例，针对市面上智能坐便器普遍存在的冲刷力度不够、冲刷噪音大等问题，公司于2021年成功开发E-shion冲刷技术，双动力技术进行360°组合冲刷实现更佳冲刷效果的同时节约用水并有效缓解直冲噪音大的问题，内置“一体式冲洗阀”、下沉式水箱则能够实现纯机械式无电冲刷并且主冲不受水压影响。该技术凭借优越性能已经得到广泛推广及运用，切实提升消费者使用体验。

图表122：公司研发费用率稳步提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表123：公司研发人员占比逐步提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表124：卫浴企业专利数

	箭牌家居	瑞尔特	惠达卫浴
实用新型专利	1554	1593	934
外观设计专利	719		
发明专利	70	102	45
共计	2343	1695	979

来源：各公司公告，国金证券研究所；注：专利数量为2022年年报披露数据

图表125：E-SHION冲刷系统实现全方位性能突破

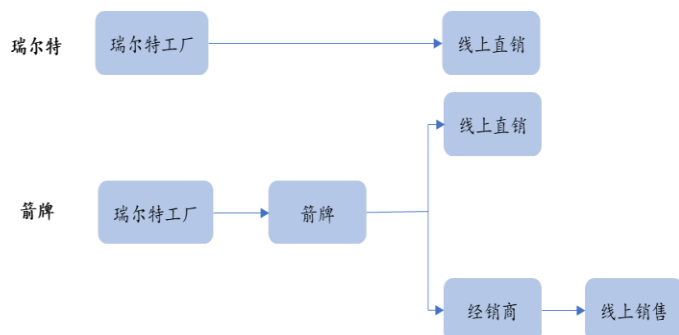
配套技术实测			
序号	测试项目		设计要求
1	MISO测试	静压0.35MPa	≥600g
2	PP球	100个PP球	全部通过
3	小颗粒	2500个PE小颗粒+100个尼龙球	残留小颗粒平均值≤5颗 残留尼龙球无残留
4	噪音	测试L10、L50	L10≤63dB L50≤50dB
5	最低使用压力		静压0.06MPa
6	18米管道输送能力		18米全部通过
7	智能盖板厚度		厚度可做到70mm以下
8	水效等级要求		满足一、二级水效

来源：瑞尔特微信公众号，国金证券研究所

自产保障产品高性价比

从生产端来看，公司具备大规模一体化生产能力，对比TOTO、惠达卫浴、箭牌卫浴等国内外知名品牌以OEM为主，一方面公司通过全产业链布局有效保障了产品质量的稳定性，在生产规模不断扩大的前提下规模效应也得以释放；另一方面，自主化生产能够使得企业具备更大利润空间，公司从工厂端到线上销售没有中间环节，而需要代工的品牌方从工厂出货到线上销售需要2-3个中间环节，精简中间环节使得公司在定价上更具优势。

图表126：公司自产直销具备成本优势



图表127：各品牌冲水组件代工商一览

品牌	代工商
ROCA	瑞尔特
INAX	瑞尔特
KOHLER	瑞尔特、福马
American Standard	瑞尔特、福马
箭牌	瑞尔特
惠达	瑞尔特
航标	瑞尔特
TOTO	威迪亚



来源：国金证券研究所

来源：各公司年报，国金证券研究所

盈利预测：我们看好公司把握智能座便器渗透率提升红利，依托品类+渠道扩张支撑自主品牌延续优异增长，预计公司 24-26 年归母净利分别为 2.7、3.3、4.1 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17、14、11X，维持“买入”评级

■ 百亚股份：产品差异化助力公司弯道超车，电商+线下外围加速成长

女性卫生用品：以消费者洞察为核心进行产品，助力优质国产品牌扬帆起航。从产品力演绎规律来看，女性卫生用品的产品力一方面围绕多场景进行产品外观形态迭代升级，例如近年来推出的苏菲经期裤、早安裤等产品；另一方面则围绕舒适度/健康功效进行面料材质及表面处理的改善型创新升级，例如护舒宝的液体卫生巾材质 FlexFoam、百亚股份旗下益生菌系列中 LA88+N13+益生元成分等。

女性卫生用品市场规模稳中有进，根据欧睿，23 年终端零售规模 1021 亿元，同比增长 3.06%，18-23 年复合增速 2.68%。品牌格局角度：以自由点（百亚）为代表的区域国产/线上品牌（洁婷、自由点、她研社、淘淘氧棉）产品力与外资品牌缩小差距，渠道层借助抖音精细化运营提升品牌力、快速发力。根据欧睿，百亚股份旗下自由点市场份额从 2018 年 1.0% 提升至 2023 年 2.1%。

百亚股份：产品端主动推出差异化&功能性创新品策略向上突破价格带，借助低成本的抖音渠道积极拓圈、线下外省“以点带面”策略高速开拓。

1) 产品升级：公司推出“自由点益生菌 pro+卫生巾”新品作为益生菌系列升级款，通过添加专利女性益生菌 LA88+N13+益生元成分，能够有效提升益生菌群的丰富度(平均提升 55%)和健康度(平均提升 82%)，表层添加天然蚕丝提升亲肤度。从定价来看，根据抖音官方自由点旗舰店，新品益生菌 PRO+单片 1.3~1.5 元，较之前益生菌系列单片 1.1~1.2 元，单位价格涨幅在 20%~30%。看好公司借助产品不断升级，实现国货二线品牌弯道超车，借助电商持续超预期高速成长。大健康矩阵不断完善，我们看好公司中期份额持续提升空间。

渠道端：外围市场招商加速，对组织架构进行优化调整，将广东、湖南、河北作为重点发展战区快速突围，中期看好外围理顺机制重启高成长。电商+线下外围区成长提速，核心区域高基数下稳健成长。24Q1 线下/电商营收 4.4/2.96 亿元，同比+16.7%/+150.5%，占比 47%/39%，线下核心区域外省份营收+52%。

盈利预测：我们看好公司作为本土头部区域品牌借助产品优化、渠道开拓持续成长动能，预计公司 24-26 年归母净利分别为 3.1、4、5.1 亿元，当前股价对应 PE 分别为 33、26、20X，维持“买入”评级。

图表128：女性卫生巾品牌格局变化

排名	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	七度空间(恒安) 11.1%	苏菲(尤妮佳) 11.6%	苏菲(尤妮佳) 12.4%	苏菲(尤妮佳) 12.0%	苏菲(尤妮佳) 10.5%	苏菲(尤妮佳) 9.8%
2	苏菲(尤妮佳) 10.5%	七度空间(恒安) 10.7%	七度空间(恒安) 10.2%	七度空间(恒安) 9.1%	七度空间(恒安) 9.0%	七度空间(恒安) 8.9%
3	护舒宝(宝洁) 5.2%	护舒宝(宝洁) 5.7%	护舒宝(宝洁) 5.7%	护舒宝(宝洁) 5.6%	护舒宝(宝洁) 5.2%	护舒宝(宝洁) 4.9%
4	ABC(景兴) 3.1%	高洁丝(金伯利) 3.4%	高洁丝(金伯利) 3.6%	高洁丝(金伯利) 3.7%	高洁丝(金伯利) 3.9%	高洁丝(金伯利) 4.0%
5	高洁丝(金伯利) 3.0%	ABC(景兴) 3.3%	ABC(景兴) 3.2%	ABC(景兴) 3.3%	ABC(景兴) 3.1%	ABC(景兴) 2.8%
6	乐而雅(花王) 2.1%	乐而雅(花王) 2.3%	乐而雅(花王) 2.3%	乐而雅(花王) 2.3%	乐而雅(花王) 2.1%	自由点(百亚) 2.1%
7	洁婷(丝宝) 1.2%	自由点(百亚) 1.2%	自由点(百亚) 1.3%	自由点(百亚) 1.5%	自由点(百亚) 1.7%	乐而雅(花王) 2.0%
8	自由点(百亚) 1.0%	洁婷(丝宝) 1.2%	洁婷(丝宝) 1.2%	洁婷(丝宝) 1.3%	洁婷(丝宝) 1.3%	洁婷(丝宝) 1.3%
9	洁伶(桂林洁伶) 0.8%	洁伶(桂林洁伶) 0.9%	洁伶(桂林洁伶) 0.9%	洁伶(桂林洁伶) 0.9%	洁伶(桂林洁伶) 0.8%	洁伶(桂林洁伶) 0.7%
10	好舒爽(恒利) 0.8%	好舒爽(恒利) 0.7%	好舒爽(恒利) 0.6%	好舒爽(恒利) 0.6%	奈丝公主(稳健医疗) 0.6%	薇尔(爱生雅) 0.7%

来源：欧睿，国金证券研究所



图表129：百亚股份产品系列升级图谱



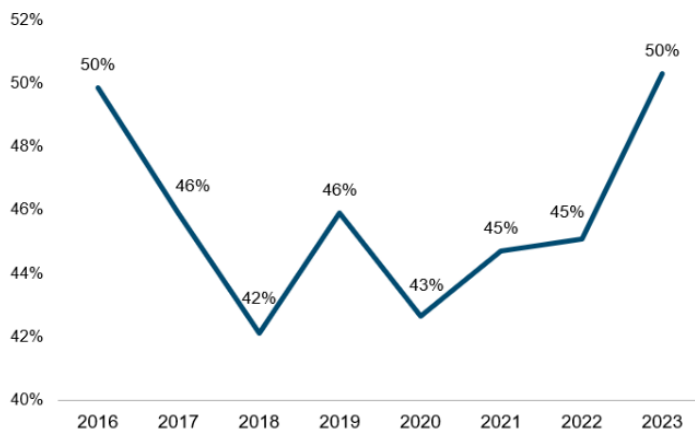
来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

图表130：国产品牌积极完善并引领中高价格带产品升级



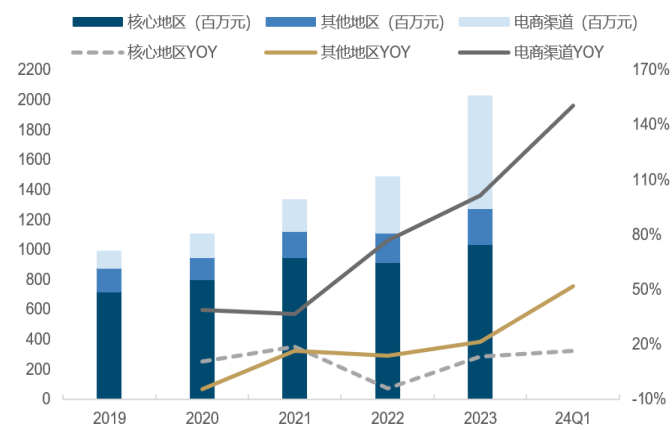
来源：天猫旗舰店，国金证券研究所

图表131：线上加速&中高端升级驱动毛利率稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表132：公司线上、外围省份加速开拓



来源：公司公告，国金证券研究所

5.5、社会服务——亚朵酒店

■ 亚朵：优质产品、体验为基，成长飞轮加速

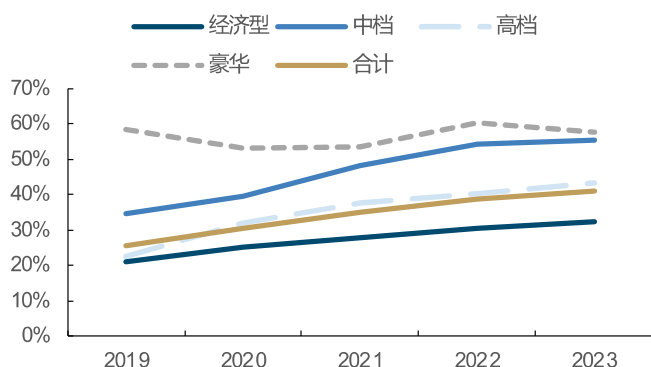
行业：连锁化率持续提升，新一轮翻牌周期到来，优质产品、运营能力品牌更受益

国内酒店连锁化率仍在提升过程中。按客房量计，2023 年国内酒店连锁化率为 41.0%/+2.2pct、较 19 年累计+15.3pct。连锁酒店品牌一方面能更好满足需求端消费者对外宿体验稳定、安全的要求，另一方面能满足供给端投资人对品牌背书、管理能力输出、品牌会员导流等需求，我们预计国内酒店连锁化进程仍将继续。

经济及中档连锁新一轮翻牌周期来临。一般有限服务连锁酒店的合约周期在 8~10 年，且一般进入到合约末期也同时面临装修老化问题，需要进行一定改造升级。预计 13~17 年开业的连锁酒店从 23 年开始合约逐步到期，成为潜在可翻牌对象，此期间酒店一般地理位置更优，平均房量相对更大（17 年经济型、中档酒店平均房量分别为 77 间、115 间），大多符合中档及以上 70 间房量的物业要求，物业条件相对优质。我们认为翻牌时加盟商考虑人力、租金成本长期上升情况及品牌溢价、抗风险能力，预计更倾向选择中档、中高档中产品力强、运营能力强、营建改造成本相对低的品牌。

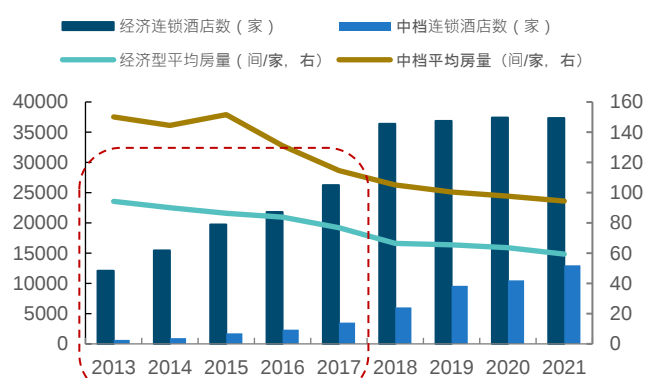


图表133：中国酒店连锁化率持续提升（按客房量计）



来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

图表134：预计行业第一批中档酒店已进入翻牌期



来源：盈蝶咨询，国金证券研究所

亚朵创立之初即聚焦中高端市场，根据盈蝶咨询数据亚朵于高端连锁酒店品牌中客房市占率持续第一，2022 年市占率 11.1%、领先第二名融旅饭店 6.6pct。我们认为亚朵的市占率优势得益于打通了“消费者优质产品体验-加盟商较高回报-酒管公司持续盈利”的飞轮效应，其中为消费者提供优质产品体验是飞轮运行的基础。

产品力：公共空间、硬件设施、贴身床品、卫生安全四大产品力扎实。

- 1) 公共空间，亚朵在传统有限服务酒店的 B&B 服务（床和早餐）外附加提供精选体验，如增加艺术元素，配备流动图书馆、健身房、多功能社交公区等；
- 2) 硬件设施，装修风格与传统酒店相比更简约、年轻，房间配备手机投屏、无线充电、送物机器人等智能家居，更符合年轻人生活偏好；
- 3) 贴身床品，重视客户睡眠体验，床品均采用自有品牌，具体产品包括非温感零压绵床垫、软硬两种枕头（记忆棉枕头+安睡羽绒枕）；
- 4) 卫生安全，2019 年开始启动“安心工程”，具体措施如使用一次性抹布清洁房间，房间配备摄像头探测仪，提供耐高温安心随行杯等。

图表135：亚朵四大核心产品力

个性化人文内容体验

- 传统B&B外提供附加精选体验，如增加艺术元素，配备了流动图书馆、健身区、多功能社交公区等
- 开发冥想大床房、健身大床房等特色客房产品。



优质贴身床品

- 重视顾客睡眠体验，床品均采用自有品牌。
- 具体产品如1) 非温感零压绵床垫，可紧密贴合身体轮廓；2) 每个房间配备软硬两种枕头，记忆棉枕头支撑力强、慢回弹，安睡羽绒枕采用白鸭绒的内层加入了鹅毛片，更好承载颈椎。



安心工程

- 2019年起启动安心工程，安全、卫生角度仍客人安心入住。
- 具体如1) 使用一次性抹布清洁房间；2) 每间酒店配有摄像头探测仪，可以一键开启智能检测，也可以找酒店员工现场确认；3) 耐高温的安心随行杯。



符合年轻人需求的硬件升级

- 装修风格与传统酒店比更简约、年轻。
- 配备手机投屏、无线充电和外卖专属机器人等更符合年轻人生活需求的硬件。

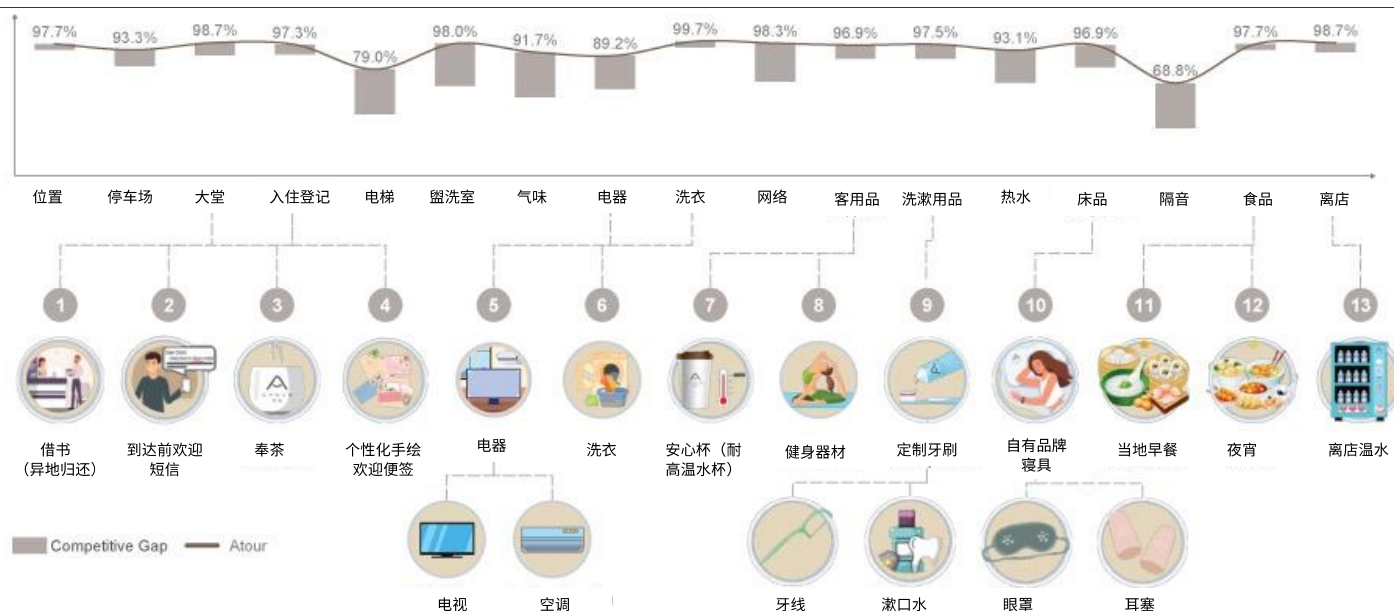


来源：公司招股说明书，国金证券研究所



服务能力：标准化方式提供个性服务，客户满意度高。亚朵于行业内较早提出平衡服务的效率与个性化，流程设计参考峰值定律，拆解“预定-住店-离店”过程为17个关键触点，在传统奢华酒店SOP外为客户提供有记忆点、强人文关怀的服务。例如1) 入住前发送欢迎短信、入住登记等待时奉茶打造舒心第一印象；2) 提供当地特色早餐，预留部分打包早餐专门提供早起赶路的客人，客房提供一客一换的安心杯，增强体验感；3) 离店时主动提供暖心瓶装水，定格良好印象。

图表136：亚朵通过17个触点高效提供个性服务（2021）

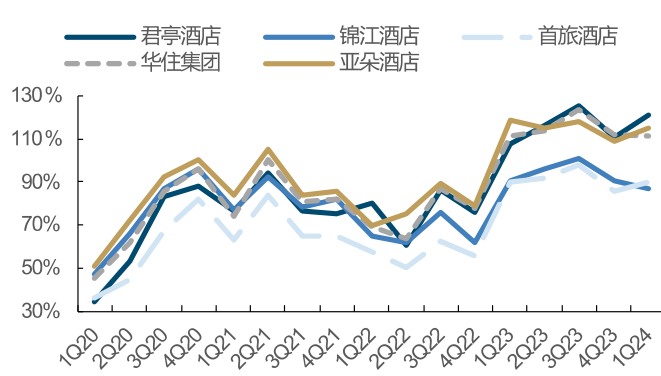
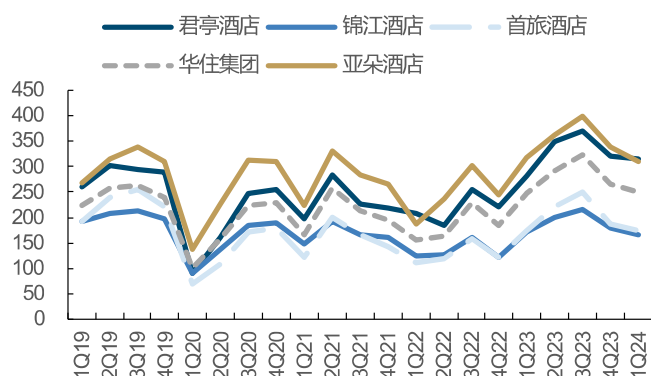


来源：公司招股说明书，国金证券研究所

从经营数据结果看，亚朵 OCC（入住率）中上、ADR（平均房价）明显高于同业，推动 RevPar（平均单房收入， $OCC \times ADR$ ）表现领先。强品牌溢价能力支撑高房价，从2019年以来逐季度数据看，亚朵 ADR（剔除6%增值税）基本维持在400元左右，明显高于锦江、首旅和华住国内中档及以上品牌数据，与聚焦中高端且主要布局于长三角的君亭酒店水平相当。高房价对入住率侵蚀影响小，公司 OCC 处于可比公司中上水平，最新1Q24为73.3%、仅次于华住。

图表137：亚朵 RevPAR 持续领先中高端同业

图表138：亚朵 RevPAR 恢复度处于行业偏上水平（%2019）

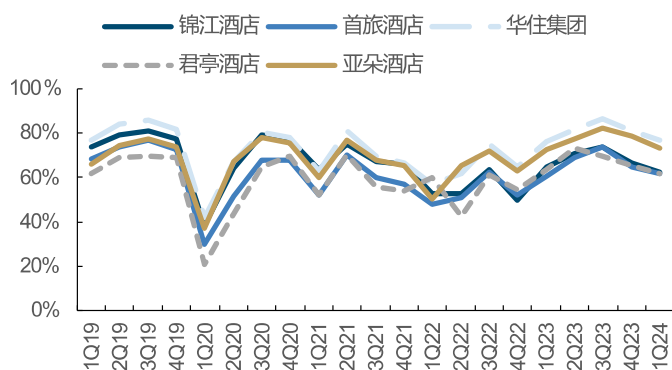


来源：公司财报，国金证券研究所；注：锦江、首旅、华住数据均采用国内中端及以上档次的经营数据；考虑数据口径，华住、亚朵较公告数据剔除6%增值税。

来源：公司财报，国金证券研究所；注：锦江、首旅、华住数据均采用国内中端及以上档次的经营数据

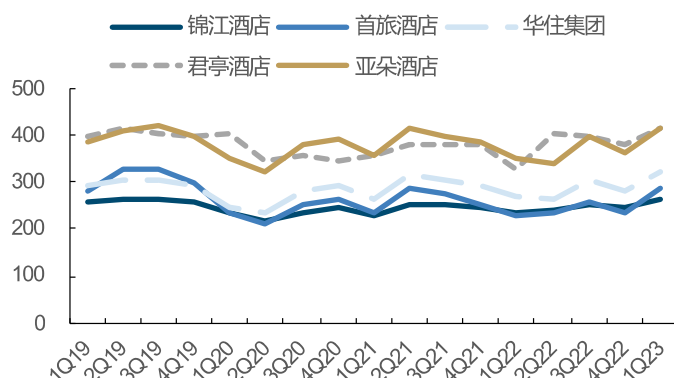


图表139：亚朵 OCC 在中高端同业中处于偏高水平



来源：公司公告，国金证券研究所；注：锦江、首旅、华住数据均采用国内中端及以上档次的经营数据。

图表140：亚朵 ADR 持续领先中高端同业



来源：公司公告，国金证券研究所；注：锦江、首旅、华住数据均采用国内中端及以上档次的经营数据；考虑数据口径，华住、亚朵较公告数据剔除 6% 增值税。

公司未来看点：

1) 亚朵主品牌开店，根据我们 2023 年 8 月 15 日外发的深度报告《亚朵：把握中高端机遇，成长飞轮加速》中的测算，中性情景下预计亚朵中高+高端品牌（即亚朵旗舰+亚朵 X+亚朵 S 品牌）开店空间 2028 家，截至 1Q24 末，亚朵旗舰+亚朵 X+亚朵 S 品牌门店数 1178 家、仍有 72% 增长空间。

2) 轻居成长为酒店业务第二增长曲线，公司于 2023 年 3 月发布轻居 3.0 产品，沿袭亚朵服务体验同时围绕年轻商务客群需求打磨产品，风格上采用静谧蓝为主色调，门店内设立无边界公区、咖啡区等多元空间，提供轻食为主的特色早餐等，通过控制选材、公区面积将单房造价控制在 10.55 万元（vs 全季 11.8 万），前期投资门槛相对低。截至 1Q24 末，轻居在营门店数 122 家/+62.7%，其中轻居 3.0 在营 36 家，根据公司财报，在营业满 3 个月的轻居 3.0 产品中的 RevPAR 由 1Q24 的 290+元提升至 4 月超过 300 元，爬坡势头良好。强产品力+较低的前期投入，叠加行业待翻牌物业集中释放，我们看好轻居成长为公司第二个千店品牌。

3) 零售业务伴生长成，与酒店形成深睡体验闭环。公司零售业务主要围绕深睡体验展开，线下门店为天然展示、体验橱窗，同时发力抖音、天猫、京东等线上平台进行销售，目前已有深睡枕、控温被、夏凉被等大单品，2023 年公司零售业务收入 9.7 亿元/+283%，占总收入 20.8%、较 2019 年提升 16.7pct，公司计划进一步打通酒店、零售会员体系，预计未来两大业务有望提升交叉销售、相互导流，形成深睡体验闭环。

我们预计公司 24E~26E 收入分别为 65.3/81.2/96.8 亿元、同比+40.0%/+24.3%/+19.2%，经调整归母净利 12.9/16.6/20.0 亿元、同比+42.9%/+28.9%/+20.3%，对应 PE 13.6/10.6/8.8X（按照 2024/5/31 收盘）。

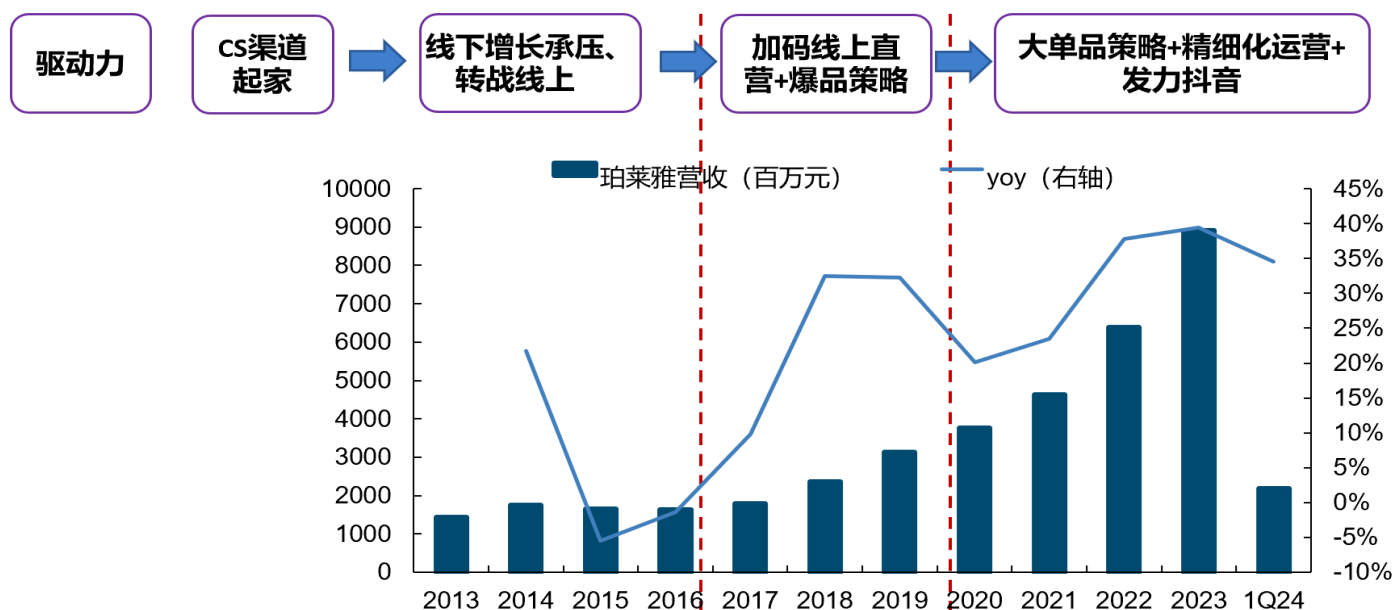
5.6、美妆——珀莱雅、巨子生物、科思股份

■ 珀莱雅：持续引领行业变革的本土美妆集团

公司是少数渠道转型/产品升级成功的本土美妆龙头之一。2017 前把握行业红利、渠道扩张（线下以 CS 渠道起家、2012 年起转战线上）成长为全国性品牌。公司率先认识到电商直营店作为直接接触消费者的窗口，一方面有利于实时获得反馈、宣传品牌形象/提高知名度，另一方面助力毛利率提升，上市后加码线上直营。2017-2018 年股权激励下电商直营驱动业绩高速增长；2019 年抓住社媒电商红利、泡泡面膜成功出圈；2020 年来大单品策略&多平台精细化运营，业绩更上一层楼。根据欧睿数据，公司主品牌珀莱雅在我国护肤行业的市场份额持续提升。



图表141：珀莱雅——高质量增长的美妆行业“三好生”



来源：珀莱雅公司公告，国金证券研究所

美妆消费升级+功效护肤高景气+国潮兴起背景下，公司借力大单品策略完成蜕变、提升产品力及品牌力，实现从渠道驱动快速升级为产品驱动。

图表142：珀莱雅品牌产品进阶

产品策略	基础套装		爆品	大单品——大单品矩阵		
时间	2016 年及以前	2017-2018	2019 年	2020 年	2021 年及以后	
驱动力	渠道驱动			产品驱动		
特点	基础护肤、产品附加值低		向年轻化发展、核心爆品依靠营销驱动、产品力一般	推出精华产品	同系列拓展+升级迭代，产品生命力增强、客单价提升	
核心品类	水乳		面膜	面部精华/面霜/眼霜等		
产品代表	水漾、水动力、肌密水乳套装		黑海盐泡泡面膜、insbaha 粉底液	双抗/红宝石/源力系列		23 年新上市能量系列
功效	基础补水+清洁			抗初老	抗初老+修护	抗皱
定位	大众			中高端		偏高端
价格带	100-200			100-300	200-400	400+
珀莱雅品牌定位	定位于海洋科技护肤			专注科技护肤，针对年轻白领女性群体		

来源：珀莱雅公司公告，国金证券研究所

➤ 成分及配方：前瞻布局早 C 晚 A 风口，化研发“内功”为创新力

独家核心成分增强模仿难度和进入壁垒、打造差异化，如 SK-II 神仙水的 Pitera，欧莱雅的王牌专利玻色因，雅诗兰黛的麦角硫因以及二裂酵母发酵产物溶胞物。相较于国际美妆集团，本土美妆公司在功效原料研发及创新方面存在明显的劣势。

公司研发内功修炼主要围绕三方面持续加大投入：1) 借力优质原料商：合作全球领先的化妆品功效原料商（巴斯夫中国、亚什兰中国等），例如西班牙 LIPOTRUE 六胜肽应用于红宝石精华中，巴斯夫抗糖专利 Collrepair 应用于双抗精华中，联合亚什兰共创成分 NOX-AGE（薰衣草活性精粹+多肽组合）应用于小夜灯眼霜 2.0；2) 配方创新：双抗精华抗氧 CP（麦角硫因+虾青素）/抗糖 CP（肌肽+Collrepair），红宝石精华抗老 CP（高浓度



六胜肽+超分子维A醇)；3) 独家成分崭露头角：超分子维A醇（更温和/更高效）21年7月专利申请成功，20年首次应用于红宝石精华1.0中；三重神经酰胺脂质体（具有舒缓抚红、修护角质层功效）成功应用于源力面霜和源力精华2.0中，并于21年8月递交专利申请材料；能量系列（23年9月上市）主打专研核心成分CELLERGY（融合槲皮素、亚精胺等7大能量精萃）；与药企共研出中国美妆首款合成环肽（环肽-161），并应用于红宝石面霜3.0（23年9月上市）。

图表143：珀莱雅与领先化妆品功效原料商/科研机构合作概览

时间	合作机构		合作事项	原料应用
2019年	西班牙 LIPOTRUE	国际胜肽世家	技术合作协议	LIPOTRUE 六胜肽 应用于红宝石精华 中
	法国 CODIF	海洋生物科技专家	战略合作协议，探索海洋生物科技领域	
	法国海藻研究机构 CEVA		委托研发化妆品功效成分	
	日本美研创新株式会社		委托开发洗护用品产品	
2021年1月	美国亚什兰	国际领先的特种材料 供应商	战略合作协议，1) 度身定做独家专供珀莱雅的成分设计；2) 与亚什兰在功效评价方面进行深度合作；3) 在亚什兰新原料上市前，双方进行深度沟通与研究	联合亚什兰共创成分 NOX-AGE 应用于小夜灯眼霜 2.0
2021年3月	德国巴斯夫	化妆品原料巨头	战略合作协议，共同研发具有“珀莱雅特色”及本土市场趋势的独家专供成分	巴斯夫抗糖专利 Collrepar 应用于双抗精华中
2021年7月	荷兰皇家帝斯曼	化妆品原料巨头	战略合作协议，帝斯曼将利用其在合成肽 SYN®-Peptide 的长足经验和整体护肤领域的专业优势，专供定制化的全面抗老功效活性成分	
22年	深圳中科欣扬	国内领先的技术驱动型生物工程企业，实现了麦角硫因的生物合成	将在化妆品功效原料领域展开合作	
2022年4月	浙江湃肽	小巨人多肽生产企业	战略合作协议，将在创新多肽研发、多肽绿色合成、原料生产供应等多领域展开合作	将率先应用于红宝石系列中
2023年9月	药企		共研出中国美妆首款合成环肽（环肽-161、化妆品行业首款通过获批备案的环肽成分）	应用于红宝石面霜 3.0

来源：珀莱雅股份微信公众号，国金证券研究所

■ 巨子生物：占领重组胶原蛋白护肤心智，产品矩阵逐步完善

以重组胶原蛋白、人参皂苷为主线，立足可复美/可丽金核心品牌、逐渐拓展至多品牌专业皮肤护理产品及功能性食品组合。据沙利文，2021年公司按零售额计在中国专业护肤领域（医用敷料+功效性护肤品）排名第二，可复美/可丽金分别是行业第三/第四畅销品牌。在人参皂苷领域，公司21年为国内第二大基于稀有人参皂苷技术的功能性食品公司、在功能性食品领域拥有24%的市场份额。



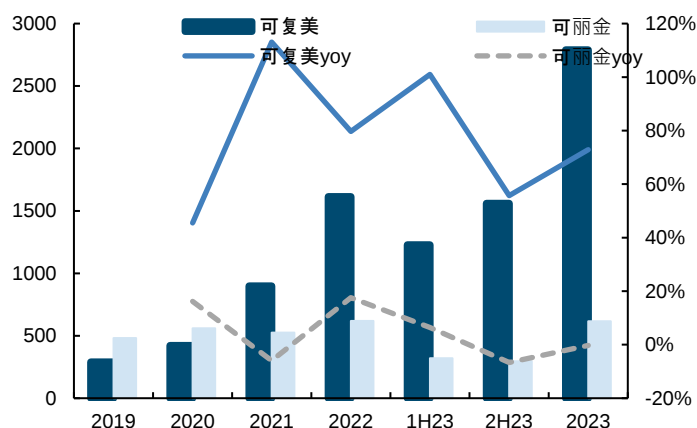
图表144：巨子生物为“重组胶原蛋白专业护肤+人参皂苷功能食品”双龙头

品牌	推出时间	类目	定位	2021 弗若斯特沙利文市场地位、排名
护肤				
可复美	2011	功效性护肤品/医用敷料	中高端+皮肤修护	中国医用敷料市场的第二畅销品牌、第四畅销的专业皮肤护理品牌（按零售额计）
可丽金	2009	功效性护肤品/医用敷料	中高端+抗衰老	中国专业皮肤护理产品行业最畅销品牌第三位（按零售额计）
可预	2015	功效性护肤品／医用敷料	聚焦缓解和抑制皮肤炎症反应	-
可痕	2016	疤痕修复敷料	专研疤痕修复	
可复平	2016	医用敷料	专研口腔溃疡	
利妍	2019	医用敷料	专研女性护理	
欣苷	2019	功效性护肤品	稀有人参皂苷高端皮肤护理品牌	
保健食品				
参苷	2016	保健食品	人参皂苷类保健食品品牌	中国第二大基于稀有人参皂苷技术的功能性食品公司（按零售额计），拥有 24%的市场份额

来源：巨子生物招股书，国金证券研究所

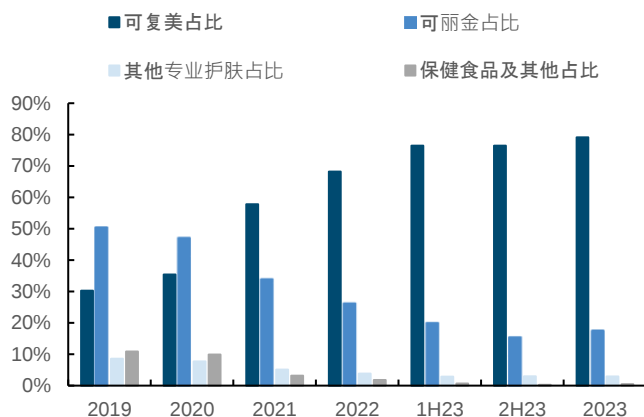
核心品牌可丽金和可复美贡献主要营收，其中可复美为增长主要驱动力。可复美保持高增态势、占比持续提升，19-22 年营收由 2.9 亿元增长至 16 亿元、21/22 年同比+113%/+80%，23 年可复美营收 27.88 亿元、同比+73%（H1/H2 同比+101%/+56%）、占比 79.1%，可丽金营收 6.17 亿元、同比-0.3%（H1/H2 同比+6.4%/-6.7%）、系创客村渠道拖累。

图表145：可复美保持高增态势（单位：百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表146：可复美、可丽金贡献主要收入



来源：公司公告，国金证券研究所

可丽金/可复美定位区隔。用户画像方面，可复美更偏年轻、18-25 岁用户占比最高，可丽金用户年龄层更年长、25-35 岁用户占比最高；功效方面，可复美主打修护，可丽金主打抗衰；价格带方面，可丽金价格带总体更高，可复美价格带 200-450 元、可丽金为 300-500 元。



图表147：可复美、可丽金定位区隔

品牌	可复美	可丽金
目标客群	更偏年轻	年龄层更年长
功效	修护	抗衰
价格带	200-450 元	300-500 元
明星产品	重组胶原蛋白敷料、胶原棒（次抛精华）	胶原大膜王、嘭嘭次抛

来源：巨子生物招股书，可复美天猫旗舰店，可丽金天猫旗舰店，国金证券研究所

➤ 从敷料向功效护肤拓展，大单品能力得验证，明星成分持续储备助力产品矩阵逐步完善

可复美早期依托重组胶原蛋白敷料出圈，近年来品类由面膜延展至精华/霜/乳等、产品结构逐步完善，19-21 年重组胶原蛋白敷料占可复美品牌收入的比例由 89%下降至 51%、1-5M22 占比下降至 37%，23 年预计占比进一步下降至 30%左右。

图表148：可复美早期依托重组胶原蛋白敷料出圈

时间	产品	收入（百万元）	占比	时间	产品	收入（百万元）	占比
2019	重组胶原蛋白敷料	258	89%	2020	重组胶原蛋白敷料	279	66%
	重组胶原蛋白喷雾	8	3%		透明质酸钠修护贴	30	7%
	液体敷料	5	2%		焕能肌底修护面膜	20	5%
	合计	270	93%		合计	329	78%
2021	重组胶原蛋白敷料	457	51%	1-5M22	重组胶原蛋白敷料	160	37%
	透明质酸钠修护贴	87	10%		透明质酸钠修护贴	40	9%
	液体敷料	86	10%		焕能舒润柔肤水	28	7%
	合计	631	70%		合计	228	53%

来源：巨子生物招股书，国金证券研究所

聚焦大单品策略，可复美 2 年多时间成功打造次抛精华，23 年密集上新&产品升级，完善胶原修护系列（上新舒舒贴+胶原乳），秩序系列上新次抛、水乳霜等，补水安敏系列升级明星单品（柔肤水、小水膜等）+上新吨吨次抛，24 年重磅推出聚焦皮肤亚健康人群的胶原焦点系列。



图表149：可复美产品矩阵逐步完善（妆品主推胶原修复系列、24年重磅上新胶原焦点系列，补水安敏+净痘清颜系列丰富品牌维度）

可复美产品系列	医用敷料系列	胶原焦点系列	胶原修护系列	补水安敏系列	净痘清颜（秩序）系列
产品图					
适用人群	辅助治疗伤口或皮肤炎症，可修复皮肤屏障并解决敏感、皮炎及痤疮等皮肤问题	聚焦皮肤亚健康状态人群，从根源处改善由熬夜早起、工作繁重、情绪波动、紫外线损伤等引起的肤色不均、气色不佳、暗淡无光、急性垮脸等皮肤亚健康状态	肌肤屏障脆弱、特殊美容项目后、换季敏感、红痒干燥、作息不规律等人群	肌肤干燥缺水、暗沉、粗糙等人群	皮肤油脂分泌旺盛、痘痘频发、肌肤屏障脆弱、皮肤微生态失衡和肌肤水油失衡等人群
核心成分	重组胶原蛋白	从多通路着手，以巨子生物专研成分——4种重组胶原蛋白仿生组合为核心，复配多种有效成分，构建全新3R光奕律时修护体系	添加巨子生物核心专研成分重组胶原蛋白仿生组合，与人体胶原蛋白氨基酸序列100%一致，四种重组胶原蛋白层层渗透，科学仿生皮肤关键胶原蛋白构型及比例，厚筑皮肤关键屏障，释放胶原修护力	添加巨子生物专研成分巨润因原料组，科学配比，可以强效保湿、提升肌肤储水力、补水润泽	添加巨子生物专研稀有人参皂苷CK，可以改善皮脂腺功能，使皮脂腺细胞内脂质积累下降，内源控油，净肤清爽，同时可以抑制致痘因子聚集，温和抑痘祛痘
产品上新节奏	22.05 重组胶原蛋白生物修复敷料P型 22.06 重组胶原蛋白修复敷料G型	24.03 焦点面霜 24.04 焦点精华 24.05 焦点涂抹面膜	21.10 胶原棒次抛 23.02 舒舒贴 23.02 胶原乳 24.02 胶原冻膜	22.10 吨吨水乳 23.04 柔肤水2.0升级 23.08 小水膜2.0升级 23.08 冰淇淋面膜2.0升级 23.09 吨吨次抛 23.11 吨吨洁面慕斯 24.03 柔肤水3.0升级	23.05 秩序乳 23.09 秩序水 23.10 秩序霜 23.12 秩序精华 23.12 秩序次抛 24.03 秩序清洁泥膜

来源：可复美微信公众号，可复美天猫旗舰店，国金证券研究所

可丽金 23 年聚焦“人货场”调整，天猫旗舰店主要销售健肤、赋能、胶卷、安护系列，24 年来胶卷系列陆续亮相。

图表150：可丽金天猫旗舰店主要销售健肤、赋能、胶卷、安护系列，24 年来胶卷系列陆续亮相。

可丽金	健肤系列	赋能抗皱系列	安护系列	胶卷系列
品类	喷雾、面膜、乳液及面霜	面霜、次抛、面膜等	喷雾、面膜、面霜及乳液	眼霜、面霜
产品图				
功效	重点针对亚健康肤质、保持肌肤弹润丰盈	熟龄肌日常养护，自我赋能、肌肤焕新	为敏感皮肤提供全面护理，并适用于专业皮肤护理前后的使用	抗衰

来源：巨子生物招股书，可丽金天猫旗舰店，国金证券研究所

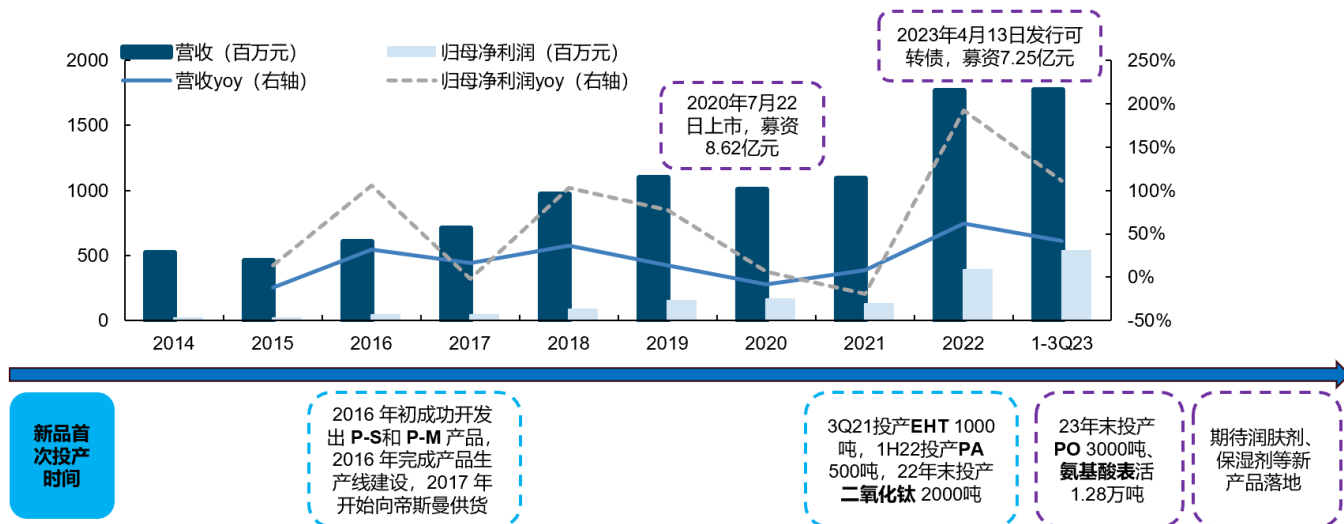


■ 科思股份：成长性释放，从全球防晒剂龙头向个护原料综合供应商进阶

➤ 从防晒剂到洗护/护肤，从原料到配方服务

公司 2015 年与帝斯曼开启 PS 和 PM 产品双向独家合作、联合研发，2016 年完成产线建设，2017 年开始向帝斯曼供货，随工艺和技术提升，公司独立开发新品陆续落地，节奏亦加快，21 年来间隔 1-1.5 年就有 1-2 款新品上市，3Q21、1H22 分别投产新型防晒剂 EHT、PA，22 年末投产二氧化钛，23 年末个护原料新品（去屑剂 PO、氨基酸表活）投产。

图表151：科思产品规划清晰、新品推出有条不紊



来源：公司公告，国金证券研究所

➤ 做全做细防晒剂领域、向个护原料拓展，加码配方服务

防晒剂领域做全、做细，拓展物理防晒剂产品；个人护理原料领域，围绕润肤剂、保湿剂、增稠剂等展开工艺开发；同时加强防晒、清洁、保湿等配方应用与复配开发，提升配方服务能力，赋能下游中小客户。

图表152：科思储备的研发项目

主要研发项目名称	项目目的	项目进展
物理防晒剂二氧化钛系列产品	拓展物理防晒剂市场	实验室研究阶段
物理防晒剂氧化锌系列产品	拓展物理防晒剂市场	实验室研究阶段
卡波姆系列产品	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段
高端润肤剂	增加个人护理品原料品类	主要工艺路线已打通，部分环节优化中
护发调理剂	增加个人护理品原料品类	实验室研究阶段
高效保湿剂	增加个人护理品原料品类	主要工艺路线已打通，部分环节优化中
高端合成香料产品	增加合成香料品类	实验室研究阶段
防晒、清洁、保湿等配方应用与复配开发	提升公司配方服务能力，并对相关原料开发进行品质验证	实验室研究阶段

来源：公司公告，国金证券研究所



5.7、传媒——腾讯控股、阅文集团

■ 腾讯控股

➤ 中长期逻辑：以社交为核心流量生态的逐步挖掘及较强的学习和自我迭代能力

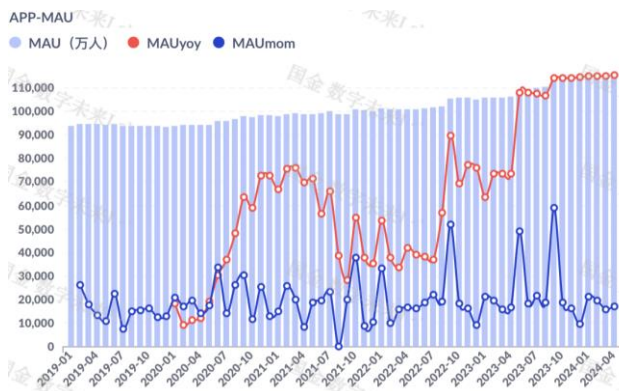
流量生态：社交产品具备单边网络效应，腾讯具备强核心壁垒。腾讯的产品主要分为 4 个方面：1) 社交产品：以 QQ 起家，到微信、企业微信以及基于社交产品所衍生出的增值服务产品；2) 数字内容产品：游戏、音乐、视频、阅读等；3) 金融科技产品：微信支付、理财通、微粒贷等；4) 企业产品：腾讯云等 TO B 端产品。腾讯产品矩阵的核心在于社交，早期的 QQ 及如今的微信作为其流量生态的核心，具备较强的单边网络效应，即用户所有的资源都连在一张网里，用户数量的增加会直接提升网络对每个用户的价值。单边网络效应的特点：1) 用户数量的增加会导致网络价值的指数级增长，即网络的价值和用户数量的平方成正比；2) 产品具备天然的排他性，一旦用户习惯了某个平台，很难转向其他平台。腾讯的社交产品 QQ、微信，在早期通过熟人关系链导入后，平台价值随用户规模的扩大呈指数级放大，且用户在行成稳定社交关系的情况下，较难迁移使用平台，由此构建出了腾讯社交产品的核心壁垒。其他产品在腾讯社交产品提供的丰富的低成本流量基础上，在早期的产品用户导入层面具备优势。

图表153：腾讯产品矩阵



来源：腾讯 IR 官网，国金证券研究所

图表154：微信 MAU



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表155：微信为流量最高的移动互联网 APP

APP名称	MAU (万人)	yoy	yoy
微信	100,880	1.95%	-0.48%
淘宝	87,213	13.16%	1.21%
支付宝	80,377	3.62%	0.69%
抖音	68,546	14.24%	1.99%
高德地图	66,163	13.97%	6.45%
QQ	65,638	-1.9%	1.48%
百度	61,065	5.72%	2.17%
拼多多	58,654	12.29%	4.38%
搜狗输入法	53,198	4.1%	-1.93%
爱奇艺	50,189	-16.65%	-3.99%

来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

产品力提升：较强的学习和自我迭代能力助力公司突破新的业务领域和维持优势地位。社交为腾讯的流量核心，而游戏是利润核心，其游戏经历了从代理到自研，从轻度休闲到重度竞技的发展过程。由于国内外游戏研发水品的差异，早期腾讯不具备较强的研发实力，通过代理日韩、欧美的头部游戏实现游戏业务突破，如《DNF》、《穿越火线》、《英雄联盟》。

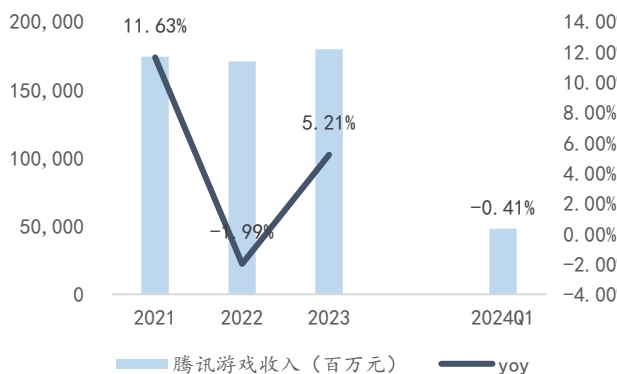


以代理方式切入重度游戏赛道的同时，公司也在同时期学习建设自研能力，参考热门产品推出如《QQ 堂》、《QQ 飞车》、《QQ 三国》等游戏，实现在游戏市场的快速立足。进入手游时代后，公司在组织架构上进行了升级，拆散原八大工作室，组建更适应快节奏手游研发的 20 个工作室，隶属于天美，光子，魔方，极光四大工作室群，之后推出的《王者荣耀》、《和平精英》至今仍霸榜手游畅销榜。我们认为：1) 公司学习能力较强，端游时代的代理经验和对市场优秀产品的学习帮助快速建立起市场地位；2) 长时间下来技术和研发人员的积累帮助其在中后期的竞争中维持优势地位；3) 自我迭代能力较强，不论是此前“吃鸡”游戏时的内部产品赛马还是对同一产品的迭代更新，均体现出公司在产品端的灵活性、创新性与强迭代能力。

➤ 短期逻辑：《DNF》手游上线驱动国内游戏业务回暖，视频号推动广告业务高增长，利润释放加速

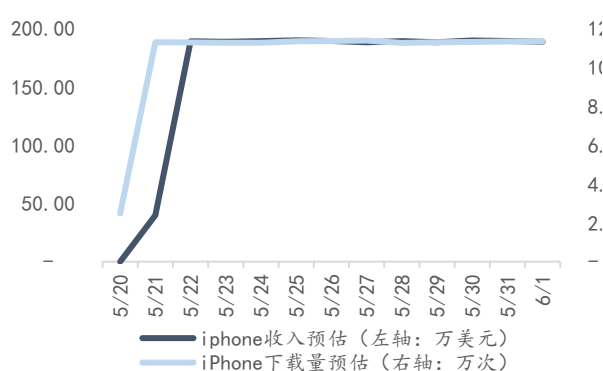
游戏：新游上线将带动收入增速提升。截至 6 月 2 日，《DNF》自 5 月 21 日上线后，在 IOS 游戏免费榜、畅销榜双榜连续霸榜第一，收入与下载量持续保持高位。5 月 28 日，SPARK2024 腾讯游戏发布会在线上举行，带来 34 款产品的最新动态，其中包括为上线的《极品飞车：集结》、《三角洲行动》等。随着新游戏的上线及递延收入的释放（2024Q1 公司流动负债中递延收入达到 1061 亿，环比增加 199 亿），我们认为公司的游戏业务于 2024Q2 将开启正增长。

图表 156：腾讯游戏业务收入



来源：腾讯财报，国金证券研究所

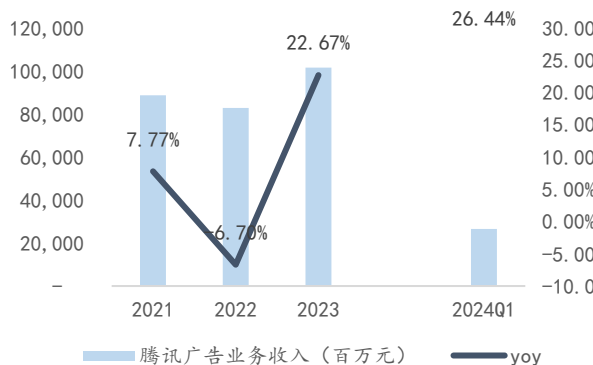
图表 157：《DNF》下载量及收入自上线后稳定保持高位



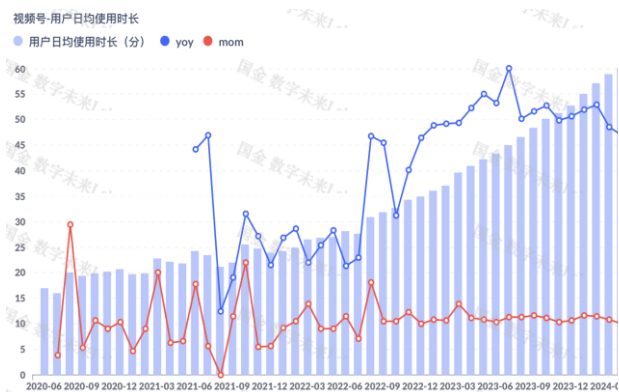
来源：七麦数据，国金证券研究所

广告：视频号将成为重要增长引擎。根据国金数字未来 Lab，视频号用户的日均使用时长已达到 60 分钟，增速保持在 40% 以上，从用户生态来看，视频号的用户使用时长仍有较大提升空间，从商业化来看，当前视频号的广告加载率仍处于较低水平，直播电商业务刚刚起步，后续变现潜力较大，且随着视频号的变现，腾讯广告业务毛利率有望得到持续优化。2024Q1 公司广告收入增速达到 26%，预计广告收入和利润在短期和中长期均能够受益于视频号用户数据的增长和商业化的不断加深。

图表 158：腾讯广告业务收入



图表 159：视频号单用户日均使用时长



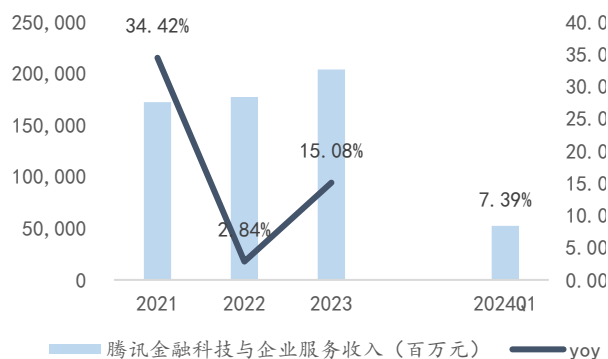


来源：腾讯财报，国金证券研究所

来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

金融科技与企业服务：AI 产品迭代进步中，金融业务有望随大盘回暖。由于整体宏观经济承压，Q1 公司金融业务增速较弱，但后续有望随消费修复回暖。从新技术与 AI 领域布局来看，腾讯的业务生态丰富，AI 结合后对业务的赋能已开始逐步体现。2024 年 5 月 30 日，腾讯正式上线元宝 APP，是公司基于自研混元大模型开发的 AI 助手应用，集成了 AI 搜索、AI 总结、AI 写作等核心功能，旨在提升用户的工作效率和日常生活体验。

图表160：腾讯金融科技与企业服务业务收入



来源：腾讯财报，国金证券研究所

图表161：混元模型能力升级

腾讯元宝APP底层混元模型能力升级		
模型升级对比	2023年9月版本	当前版本
	千亿参数	万亿参数
	稠密模型	混和专家MoE模型
	万亿Tokens	7万亿Tokens
生文	AI搜索增强：提升时新类和知识类问题效果，比传统搜索更有效 256K原生窗口上下文 数理能力提升50%	
生图	基础架构升级至DiT 评测结果国内领先 首个国内中文DiT开源模型	
生视频/3D	单图仅需30s生成3D模型 支持16秒视频生成 基于ST-DiT全面升级架构	

来源：腾讯官网，国金证券研究所

盈利预测与投资建议：腾讯具备较深厚的社交壁垒，长期来看基于社交所衍生的业务形态及基于社交所享受的流量红利具备强竞争力，短期来看游戏业务将步入回暖阶段，视频号用户数据仍处于高速增长阶段，在未来几年内仍能贡献较多收入和利润增量，预计2024/2025/2026 年公司收入分别为 6769/7471/8167 亿元，NON-IFRS 净利润分别为 2043/2289/2569 亿元。

■ 阅文集团

➤ 中长期逻辑：网文龙头，IP 奠定平台内容基石，平台价值随 IP 商业化开发持续释放

IP 生态：公司以网络文学为基石，以 IP 开发为驱动力，将旗下文学 IP 拓展到影视、动漫、游戏等领域，实现 IP 全生命周期价值。公司在 IP 生态矩阵上的布局主要有以下三方面：1) IP 创作：网文作品及创作者数量持续增长，为公司平台持续提供在线阅读内容增量；2) IP 可视化：打造多样化的网文 IP 改编影视、游戏、漫画、动画等产品系列，加速文字 IP 可视化进程；3) IP 商业化和变现：配合 IP 影视剧、动漫等上线节奏，同步推出相应 IP 潮玩、周边等衍生品变现。从偏居一隅的网络文学，到组建文化产业的生态圈，阅文集团坚持推行自有 IP 可视化开发战略，打造以网文为核心的 IP 生态链：1) 在影视领域，2018 年，公司收购新丽传媒，成功推出《庆余年》《赘婿》等优秀网文 IP 影视化作品；2) 在漫画领域，2020 年阅文集团与腾讯动漫达成合作，计划用 3 年时间将 300 部网络文学作品改编成漫画；3) 在游戏领域，公司与腾讯游戏等第三方开发团队合作，授权《斗罗大陆：武魂觉醒》等多款热门 IP 改编手游；4) 在动画领域，公司推出包括《大奉打更人》等热门网络文学作品，已有《斗破苍穹》《从前有座灵剑山》《全职高手》等上映动画成为现象级爆款。



图表162：阅文集团旗下阅读平台品牌



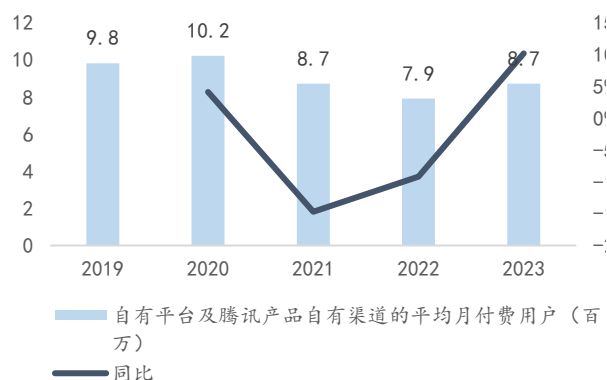
来源：阅文集团官网，国金证券研究所

图表163：阅文集团IP生态链的三级开发系统



来源：阅文集团官网，国金证券研究所

图表164：阅文集团平均月付费用户（MPU）及同比



来源：阅文集团财报，国金证券研究所

内容生态：阅文强化自有产品的生态建设，聚焦精品内容的孵化及新生作家的培养，积极有效打击盗版。庞大作家储备保证持续高量的作品产出，夯实内容底盘。据公司财报披露，2023年公司在在线阅读平台新增约38万名作家及67万本小说，新增创造内容超390亿字，新增均订过十万的作品数量同比增长125%。从2022年下半年起，阅文将公司战略转变为专注付费精品阅读的方向，减少免费阅读投入、扩大投资付费内容，并重点打击盗版和收缩分销渠道（减少腾讯体内自营渠道的免费阅读，同时暂停获客效率较低的第三方渠道），因此体现为用户总规模下降，付费率提升的变化趋势。2023全年，平台付费阅读用户数迎来反弹，从2022年的790万订阅用户同比提升10.1%至870万。反盗版措施也取得突破性进展，全年成功下链110万条盗版线索，有效保障优质内容创作者的利益，使得创作生态更加健康。2023年，达成百万评论的新书数量同比提升67%，全年获得十万月票的作品数量同比增长达66%。

AI驱动内容制作提质增效、助力解放IP改编生产力，加速布局“AI+IP”产业融合。AIGC的应用对IP内容制作至少有以下三方面的潜在影响：1）降本增效；2）个性化内容生成；3）增加内容生产的多样性。公司现有的AI产品包括：作家助手妙笔版、AI翻译、筑梦岛等，2023年7月19日，公司发布网络文学行业首个大语言模型“阅文妙笔”及应用产品“作家助手妙笔版”，并全面向签约作家开放，AI功能的周使用率已达30%。2023年8月11日，阅文旗下潇湘书院App开放测试基于AI技术的全新网文场景功能“筑梦岛”，现已开始商业化探索并向用户开放内测申请。此外，公司正部署AI技术赋能小说动漫化改编，加速文字IP的可视化进程，2023年12月，WebNovel（起点国际版）畅销榜排名前100的作品中，有21部来自于AI机翻。站在中长期视角来看，随着AIGC在动画、视频等领域应用日渐成熟，阅文有望提高优质IP内容改编的商业化效率。

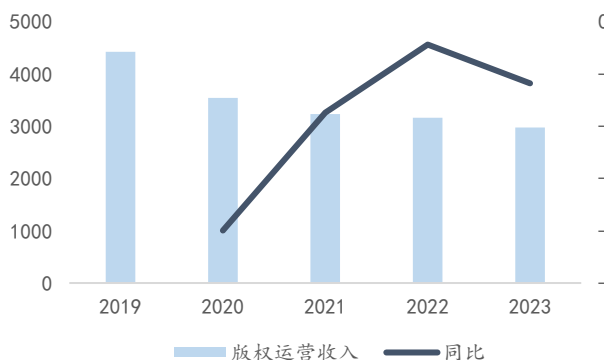


➤ 短期逻辑：2024 年迎来产品周期，多部热门剧集及电影上线有望推动业绩增长

IP 供给稳扎稳打，预计 24 年迎来大 IP 产品周期：1) 电视剧：已上线剧集包括《与凤行》、《庆余年 2》，待上线剧集包括《大奉打更人》、《玫瑰故事》、《哑舍》等；2) 电影：新丽传媒主投春节档热门影片《热辣滚烫》成为 24 年春节档冠军，《海关战线》定档 24 年暑期档，《异人之下》也预计于 24 年上线；3) 游戏：23 年下半年公司授权 IP 游戏共计 7 款拿到版号，有望在 24 年陆续上线，其中自营游戏《大奉打更人》已于 24 年 2 月取得版号，《斗破苍穹：三年之约》已于 24 年 4 月初上线；4) 动漫：《斗破苍穹年番 2》位列国漫榜第一名，《星辰变 5》播出期间位居付费畅销榜第一，《武动乾坤 4》更新日位居腾讯视频播放热度榜前列。

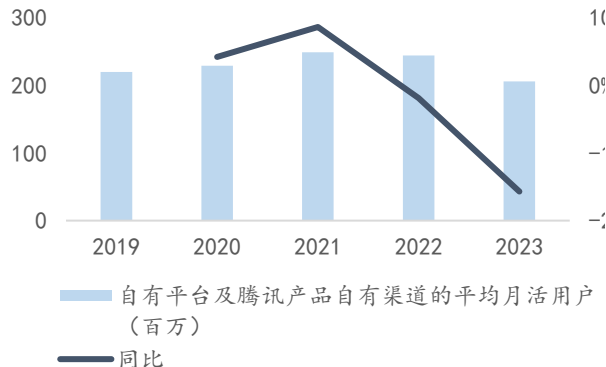
版权运营营收阶段性承压，期待 24 年迎来收入拐点。目前，阅文集团的业务板块主要分为在线业务和版权运营及其他。其中在线业务由在线付费阅读、网络广告及在其平台上分销第三方网络游戏构成，版权运营及其他收入主要反映制作及发行电视剧、网络剧、动画、电影、出售版权、运营自营网络游戏及销售纸质图书的收入。2023 年由于子公司新丽传媒上映作品数量低于去年同期，IP 收入有所下降，撇除新丽传媒的影响，IP 运营业务收入同比增长，24 年随着作品陆续上线版权运营业务收入有望回暖。

图表165：阅文集团版权运营收入



来源：阅文集团财报，国金证券研究所

图表166：阅文集团平均月活用户变动



来源：阅文集团财报，国金证券研究所

腾讯动漫有望注入将进一步丰富公司 IP 储备，长期价值增强。2023 年 12 月 11 日，阅文集团公告将收购腾讯动漫，预期于 24 年 Q2 完成交割。腾讯动漫拥有包括《一人之下》、《狐妖小红娘》等在内的众多大热 IP，具备强大的 IP 孵化能力，预期收购完成后，阅文集团有望进一步打通小说、动漫、游戏、影视、衍生品等 IP 全链条，丰富 IP 内容储备、做大 IP 衍生开发。

短剧红利，有望助力 IP 价值释放。阅文拥有从包含 IP 孵化、剧本编写的上游的内容生产，到中游的内容分发、短剧分销，再到包括媒体、流量投放等下游生态支持的成熟完整产业链优势，这也为阅文布局短剧业务提供了极深的护城河。2023 年 12 月，阅文发布了“短剧星河孵化计划”，包括百部 IP 培育计划、亿元创作基金扶持及探索互动短剧等多项举措，正式宣布进军短剧市场，阅文将在短剧项目发行、云服务等方面与腾讯集团进一步扩大合作，在短剧发行合作方面双方 23-25 年合作短剧项目数量预估分别约为 40/100/160 个。

盈利预测与投资建议：我们认为长期来看阅文集团的公司价值将随着 IP 和作品在其平台的累积而放大，短期来看影视项目的上线有望拉动公司业绩回暖，预计公司 2024/2025/2026 年营收分别为 75/80/84 亿元，NON-GAAP 归母净利润分别为 13.0/14.4/15.5 亿元，当前股价对应 2024/2025/2026 年 PE 为 19.6/17.7/16.4X，维持“买入”评级。



六、风险提示

- **人口老龄化进度差异：**国家间人口老龄化情况存在差异性，可能对具体公司业绩演变产生不同的影响。
- **经济发展水平差异：**国家间经济发展水平的差异，可能影响不同类型公司的业绩发展情况。
- **消费习惯差异：**不同国家间消费者习惯各异，可能对具体公司业绩演变产生不同的影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究