

## 需求视角看消费

食品饮料

——消费品投资进阶之道系列三

评级:

增持

上次评级:

增持

|  |                   |
|--|-------------------|
|  瞿猛(分析师)          | 邱苗(分析师)           |
|  021-38676442     | 021-38675861      |
|  zimeng@gtjas.com | qiumiao@gtjas.com |
| 登记编号 S0880513120002  | S0880521050001    |

## 本报告导读:

消费行业是一个看似简单、实则研究门槛极高的行业，本系列报告旨在搭建底层研究框架，帮助初学者快速掌握消费品行业分析方法，共同探讨消费品企业投资之道。

## 投资要点:

- 投资建议:** 基于《消费品投资进阶之道》研究框架，我们长期看好中国消费龙头的投资机会，尤其是具备一流的商业模式&生意特性、市场前景广阔、成长逻辑清晰、行业竞争格局持续改善的龙头企业，有望在中长期维度上展现其投资价值，具体推荐标的及盈利预测参见报告第3章节。
- 消费需求是拉动经济增长的核心力量，没有消费需求，就没有经济发展。** 在经济学中，消费被视为生产活动的最终目的和检验标准，只有当产品或服务被消费时，整个生产过程才算真正完成。消费作为第三产业的重要组成部分，其增长能够带动相关行业的发展，成为国民经济和吸纳就业的重要产业，对拉动经济增长的作用越来越强（2023年消费支出占GDP的比重达到54.7%，成为经济增长的主要贡献者，最终消费支出对GDP增长的贡献达到82%，消费是真正意义上经济增长的“稳定器”和“压舱石”）。
- 人口趋势、居民收入是影响消费需求的核心要素，直接决定消费市场的规模和结构。** 人口趋势对消费需求的影响主要体现在人口数量和结构的变化上，随着人口数量的增长，消费需求自然会增加（更多的人意味着更多的消费），并且不同年龄段的消费群体有着不同的消费偏好品类（例如60岁以上老年群体在医疗健康、旅游养老等方面的需求旺盛，而17岁以下青少年青睐个性化和娱乐消费（游戏、电影、个性服饰等）），因此，人口结构变化（老龄化、少子化、家庭小型化）会带来消费品类轮动。同时，居民收入是影响消费需求的另一个核心因素，收入水平和增速直接决定了消费者的购买力，提升居民收入，才能真正增强消费信心、活跃消费市场；
- 消费倾向、消费理念共同塑造消费者的购买行为和消费模式。** 消费倾向是指居民在收入中用于消费的比例，对消费市场有着重要影响，如果居民的消费倾向波动性下滑，将会制约消费市场的扩大。同时，随着社会的发展和居民生活水平的提高，居民消费理念也在不断发生变化，消费理念会通过影响消费者的价值观、偏好以及对产品或服务的认知，进而影响他们的购买决策，最终影响消费市场的需求结构。为了便于理解，我们将当前中国的新消费理念概括为六点：新国货崛起、健康化消费、便捷化消费、个性化消费、性价比消费、情绪价值消费。
- 风险提示:** 全球经济下行压力导致消费市场增长速度放缓；国内促消费政策效果不及预期，具体落地过程中面临挑战；需求弱复苏背景下，消费市场存在竞争进一步加剧的风险。

## 细分行业评级

## 相关报告

食品饮料《确定性享受溢价，把握饮料结构性机会》2024.08.04

食品饮料《分母端主导，确定性溢价》2024.08.01

食品饮料《消费行业研究框架》2024.07.30

食品饮料《消费行业的生意特性》2024.07.29

食品饮料《调整再出发：上一轮白酒低谷期复盘》2024.07.29

# 每日 免费 获取 报告



- ✓ 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告;
- ✓ 行研报告均为公开版, 权利归原作者所有, 起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码 关注公众号 回复：“**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

## 目录

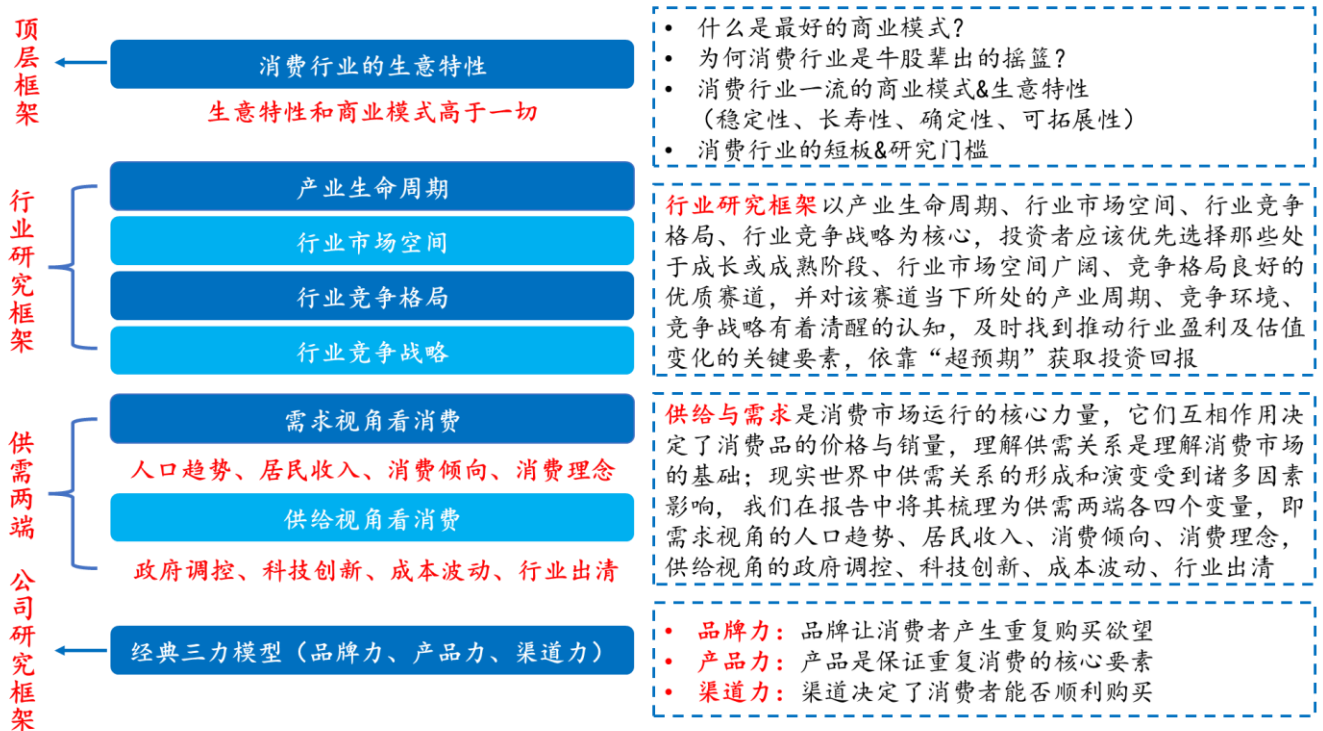
|  |    |
|--|----|
| 1. 序言 .....                            | 3  |
| 2. 需求视角看消费 .....                       | 3  |
| 2.1. 人口趋势 .....                        | 4  |
| 2.1.1. 老龄化：中国正在加速步入老龄化社会 .....         | 4  |
| 2.1.2. 少子化：中国新生儿数量持续下降 .....           | 6  |
| 2.1.3. 家庭小型化：一人户、空巢家庭不断增多 .....        | 7  |
| 2.1.4. 人口结构变化带来消费品类轮动（人口时钟） .....      | 8  |
| 2.2. 居民收入：收入水平和增速直接影响消费能力 .....        | 10 |
| 2.3. 消费倾向：反映居民整体消费意愿的强弱 .....          | 12 |
| 2.4. 消费理念 .....                        | 14 |
| 2.4.1. 新国货崛起：美妆个护、汉服等行业掀起“国潮热” .....   | 16 |
| 2.4.2. 健康化消费：食品、饮料行业健康消费需求持续增长 .....   | 18 |
| 2.4.3. 便捷化消费：速冻食品、外卖、一人食行业蓬勃发展 .....   | 20 |
| 2.4.4. 个性化消费：年轻人趋于个性化表达，强调彰显自我 .....   | 21 |
| 2.4.5. 性价比消费：理性消费觉醒，注重性价比和“付有所值” ..... | 22 |
| 2.4.6. 情绪价值消费：“情感链接”“自我认同”日益重要 .....   | 24 |
| 3. 推荐标的及盈利预测 .....                     | 25 |
| 4. 风险提示 .....                          | 26 |

## 1. 序言

《消费品投资进阶之道》是国泰君安消费大组携手七大行业领域首席分析师(食品饮料/美妆 訾猛、社服/零售 刘越男、家电 蔡雯娟、汽车 吴晓飞、轻纺 刘佳昆)重磅发布的深度报告,目前市场上系统性讲解和分析消费行业研究方法的报告还非常稀缺,我们旨在填补该领域的空白,通过搭建一个完善的基础研究框架,将零散碎片化的知识进行系统性整理,帮助初学者建立更为牢固的认知体系,快速掌握消费品行业分析方法,洞察消费行业的演变规律,共同探讨消费品企业投资之道。

本系列报告的核心内容包括消费行业的生意特性(什么是最好的商业模式?为何消费行业是牛股辈出的摇篮?与其它行业相比,消费行业具备哪些独特特性和竞争优势?消费行业的短板&研究门槛在哪里?),消费行业的研究框架(包括产业生命周期、行业市场空间、行业竞争格局、行业竞争战略)、供需两端看消费(包括需求视角的人口趋势、居民收入、消费倾向、消费理念,供给视角的政府调控、科技创新、成本波动、行业出清)、公司研究框架(即消费行业经典的三力模型,品牌力、产品力、渠道力),深入研究这些内容,相信初学者会加深对消费行业的理解和认知,发现新的研究视角和研究思路,对消费品企业投资大有裨益。

图1: 消费品行业研究框架



数据来源: 国泰君安证券研究

## 2. 需求视角看消费

消费需求是拉动经济增长的核心力量,没有消费需求,就没有经济发展。在经济学中,消费被视为生产活动的最终目的和检验标准,只有当产品或服务被消费时,整个生产过程才算真正完成。消费作为第三产业的重要组成部分,其增长能够带动相关行业的发展,成为国民经济和吸纳就业的重要产业,对拉动经济增长的作用越来越强(2023年中国消费支出占GDP的比重达到54.7%,成为经济增长的主要贡献者,最终消费支出对GDP增长的贡献达到82%,消费是真正意义上经济增长的“稳定器”和“压舱石”)。同时,消

费需求的个性化、多样化发展趋势，也会促进新兴服务消费的提质扩容，增强经济增长的效益和质量，满足人民群众日益增长的美好生活需要。政策通过施行长期有效的财政政策（例如减税、降费等），可以培育壮大新兴消费，持续提升消费市场容量，更好地促进经济增长。

**人口趋势、居民收入、消费倾向、消费理念是影响消费需求的四大核心因素，共同影响着消费市场的规模和结构。**通过理解和分析这四大因素，我们可以更深入地了解市场需求的演变逻辑，更准确地预测市场需求的变动方向。①人口趋势：人口数量和结构趋势（老龄化、少子化、家庭小型化）对消费市场有着直接影响，不同年龄段的消费者有着不同的消费偏好品类，因此，人口结构变化会带来消费品类轮动（人口时钟）；②居民收入：收入是消费的基础，居民收入水平和增速是影响消费能力的最核心变量，提升居民收入才能真正增强消费信心、活跃消费市场；③消费倾向：居民平均消费倾向是指居民在收入中用于消费的比例，对消费市场也有着重要影响，如果居民的消费倾向波动性下滑，将会制约消费市场的扩大；④消费理念：随着社会的发展和居民生活水平的提高，消费理念也在不断发生变化，消费理念会影响消费者的购买决策，进而影响市场的需求结构，我们提炼出最重要六大变化趋势：新国货崛起、健康化消费、便捷化消费、个性化消费、性价比消费、情绪价值消费。

## 2.1. 人口趋势

**人口结构变化会对消费行业产生深远影响。**①消费者群体结构变化：随着人口老龄化的加剧和生育率的下降，老年人群体逐渐增加，而年轻人群体相对减少，这种变化将直接影响到市场需求的结构，老年人群体在医疗健康、旅游养老等方面的需求逐渐增加，而年轻人群体的减少则可能导致对教育、婚姻、房屋等方面的需求相应减少；②消费市场的结构调整：人口变化将引发消费市场的结构调整，新兴消费需求的崛起可能导致传统行业市场份额减少，而新兴产业得到迅速发展（例如数字化、智能化消费品领域）；③对经济增长的影响：人口结构的变化直接影响消费需求的规模和构成，进而影响经济增长，例如老年人口增加可能导致医疗、养老和家庭消费品的需求增加，但老龄化带来的劳动年龄人口数量萎缩，也会降低劳动力市场的有效供给，直接影响经济增长的和创新活力。

### 中国人口结构的变化趋势：

- ①年龄：年轻人口减少，中老年群体扩容；
- ②性别：性别比例失衡，单身男性再扩张；
- ③城乡：城镇化至高位，市民为社会主体；
- ④区域：人口区域流动，集中于东部地区；
- ⑤家庭：小型化成趋势，一人户占比提升。

### 人口变迁下消费需求的变化规律：

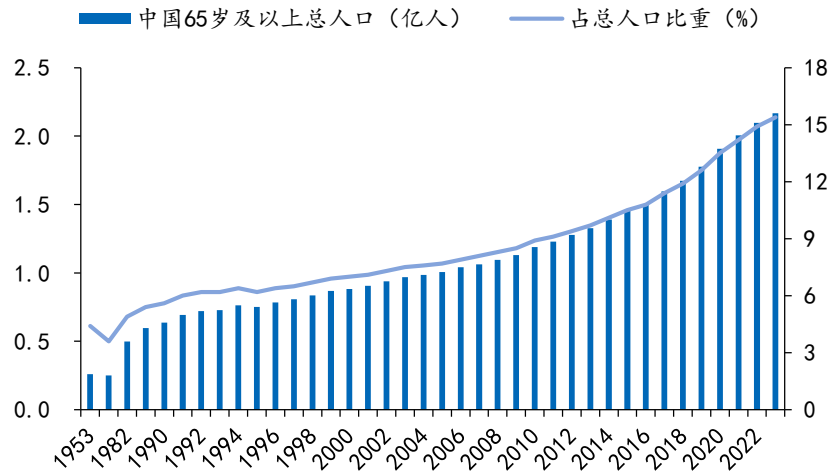
- ①从冲动消费到理性消费；
- ②从追求潮流到实用主义；
- ③从家庭消费到单身消费；
- ④从大额低频到小额高频；
- ⑤从物质享受到情绪价值。

#### 2.1.1. 老龄化：中国正在加速步入老龄化社会

近年来我国人口结构发生转折性重要变化，老龄化程度不断加深，目前已进入深度老龄化社会。我国人口增长已由“高、低、高”过渡为低生育率、低死亡率、低增长率的“三低”模式。在这种模式下，人口总量的增长速度放缓，老龄人口比重增加，少儿人口比重缩小。按照国际通行划分标准，当一个国家或地区65岁及以上人口占比超过7%时，就进入老龄化；达到14%，

为深度老龄化；超过 20%，则进入超级老龄化社会。根据国家统计局数据，2023 年底我国 60 岁及以上人口达到 2.97 亿人，占全国人口的 21.1%；65 岁及以上人口 2.17 亿人，占全国人口的 15.4%，这意味着中国已经全面进入深度老龄化社会。根据育娲人口《中国人口预测报告 2023》“中方案”，预计我国在 2030 年左右将进入占比超 20%的超级老龄化社会，之后将持续快速上升至 2060 年的 36.2%。

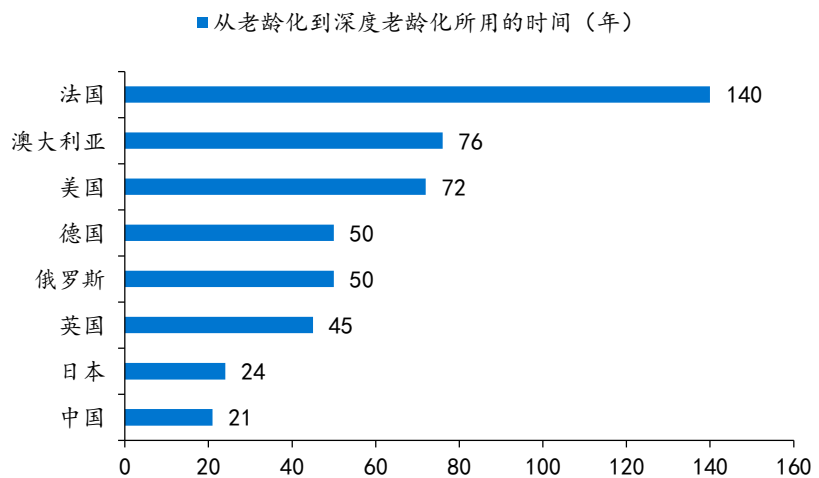
图2：2023 年我国 65 岁及以上总人口 2.17 亿人，已进入深度老龄化社会



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

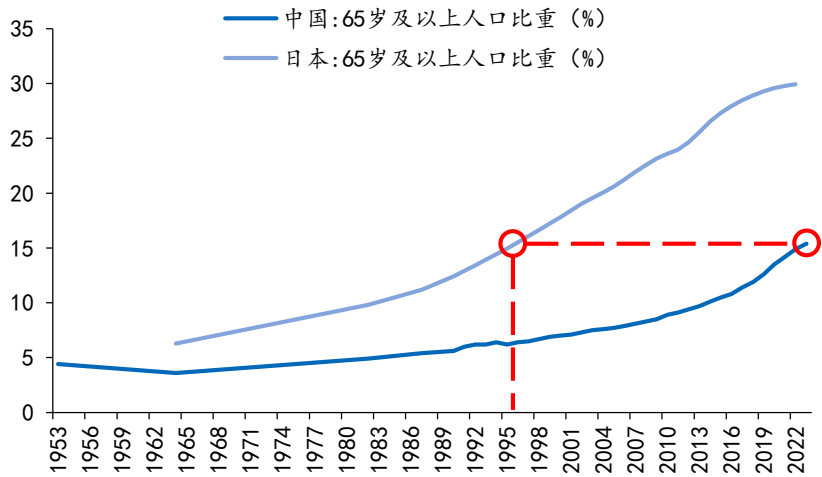
从老龄化速度来看，日本从老龄化社会到深度老龄化社会用了 24 年，而中国仅用了 21 年，老龄化速度和规模前所未有。以全世界老龄化程度最严重的国家日本为例，日本 65 岁及以上人口比重于 1971 年达到 7.05%，1995 年升至 14.3%，2006 年又升至 20.2%，说明日本由老龄化进入深度老龄化用了 24 年，由深度老龄化进入超级老龄化用了 11 年。而中国 65 岁及以上人口比重于 2000 年达到 7%，2021 年升至 14.2%，进入深度老龄化仅用了 21 年，老龄化速度和规模前所未有。2023 年中国 65 岁及以上人口规模 2.2 亿，约占全球老年人口的 26.8%，大致每 4 个老年人口中就有 1 个是中国人。

图3：从老龄化到深度老龄化，中国仅用了 21 年，远快于其它国家



数据来源：各国国家统计局，国泰君安证券研究

图4: 我国 65 岁及以上人口占比 15.4%，与日本 1996 年相仿

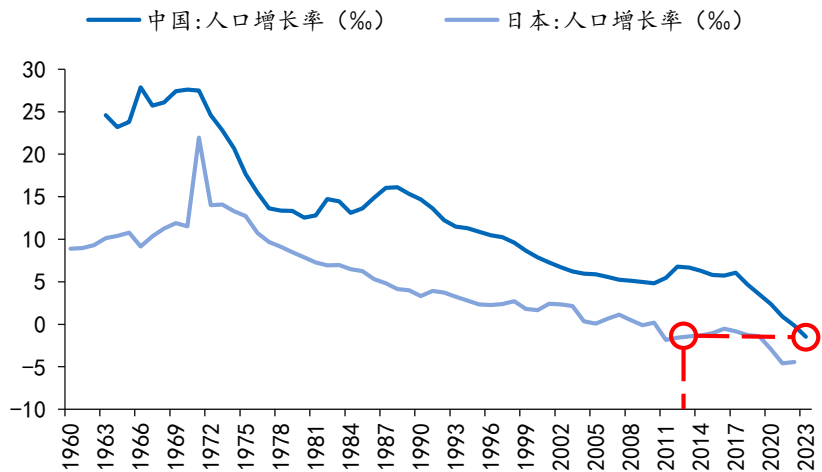


数据来源: 国家统计局, 日本统计局, 国泰君安证券研究

### 2.1.2. 少子化: 中国新生儿数量持续下降

与老龄化问题相对应, 中国少子化问题同样严峻, 人口自然增长率持续走低。根据国家统计局数据, 2023 年我国人口自然增长率为-1.48‰, 已经连续两年出现负增长。我国总和生育率由 1970 年代之前的 6 左右, 降至 1990 年的 2 左右, 再降至 2010 年后的 1.5 左右, 2022 年的 1.05, 2023 年的 1.0, 在全球主要经济体中倒数第二 (仅比韩国略高)。为了应对这一问题, 中国政府实施了一系列政策, 包括全面二孩政策、放开三孩政策, 以及各地出台的生育补贴措施, 但仍未能扭转我国出生人口下降趋势, 生育堆积效应已基本结束, 出生人口自 2017 年以来连续七年下降, 2023 年出生人口仅为 902 万人, 相比 2022 年减少 54 万人, 继续创新低。

图5: 2023 年中国人口增长率为-1.48‰, 与日本 2013 年相仿

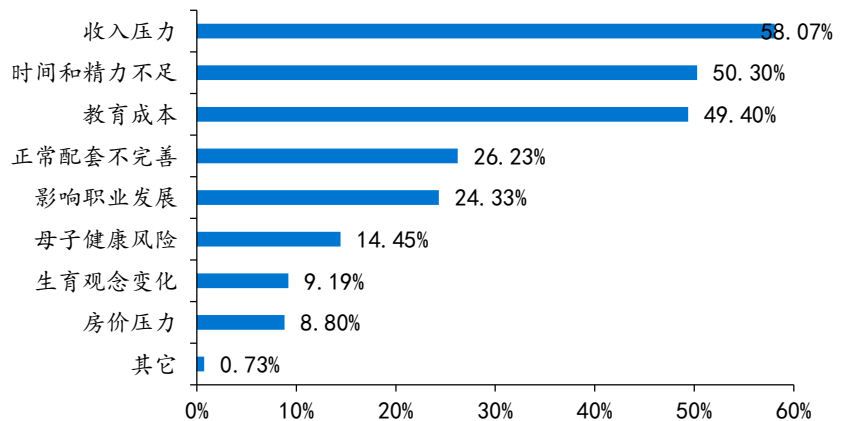


数据来源: 中国国家统计局, 日本统计局, 国泰君安证券研究

结婚成本过高和社会竞争压力大抑制了年轻人的结婚意愿, 不婚不育观念日趋普遍。在竞争日益激烈和工作压力不断加大的社会中, 高强度的工作不断挤压着年轻人的个人生活, 造成了工作与择偶之间的张力。部分年轻人因为工作压力大, 或没有稳定的经济收入来源, 导致他们没有足够的时间和精力去寻找合适的伴侣, 从而选择单身, 对组建家庭、养育儿女的意愿逐渐下降, 对婚姻的依赖不如以往强烈。在部分农村地区, 动辄数万元甚至数十万元的天价彩礼也让许多年轻人望而却步。根据《2023 中国公众生育观念调查报告》, 超八成的受访年轻人表示有生育压力, 收入压力大、时间精力不

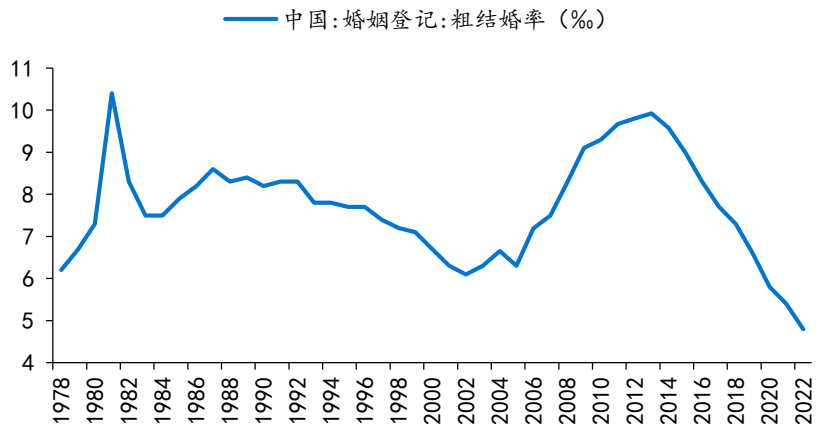
足、教育成本高、房价压力是“不愿生育”的主要原因。

图6: 当前年轻人“不愿生育”的主要原因



数据来源:《2023 中国公众生育观念调查报告》, 国泰君安证券研究

图7: 中国结婚率已经连续九年下降



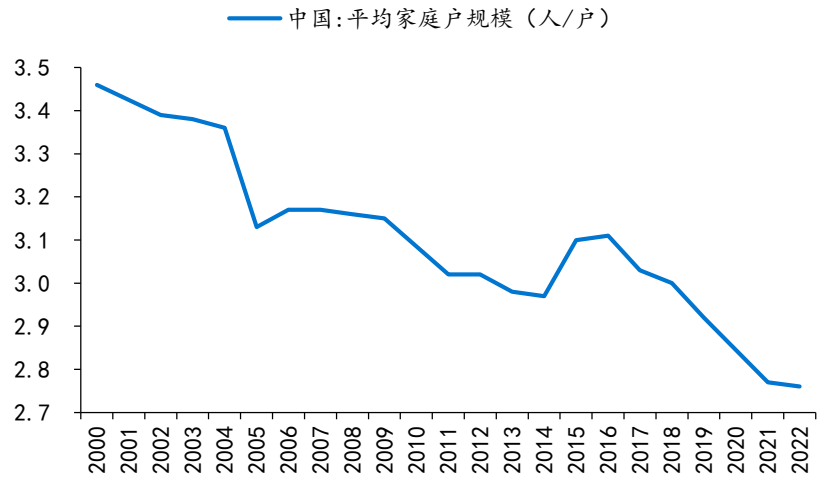
数据来源: 民政部, 国泰君安证券研究

### 2.1.3. 家庭小型化: 一人户、空巢家庭不断增多

受生育率下滑、年轻人不婚率和离婚率提升、人口流动等因素影响, 我国家庭小型化趋势明显, 一人户、空巢家庭不断增多。在现代社会, 人口流动日趋频繁、职业流动性增加、家庭成员间空间距离变大, 越来越多的人选择独立居住, 不再依赖于大家庭的居住模式。此外, 家庭观念的变化以及代际价值观的差异化, 使得子女和老年人共同居住的比例降低, 进一步增加了老年独居户的比例。根据国家统计局数据, 我国平均家庭户规模由 2000 年的 3.46 人/户持续下降至 2022 年的 2.76 人/户, 一人户、空巢家庭、独居家庭不断增多。截至 2022 年年底, 我国单身人口数量已经达到了 2.4 亿, 占总人口的 17.14%。单身人口和独居人口的增加, 催生了餐饮外卖、一人食、速冻食品、宠物经济等行业的蓬勃发展, 为相关企业带来商业机遇。



图8: 我国家庭小型化趋势明显, 平均家庭户规模降至 2.76 人/户



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

### 2.1.4. 人口结构变化带来消费品类轮动 (人口时钟)

消费品类的轮动由人口年龄结构变化以及消费升级共同驱动, 不同年龄段的消费者有不同的消费偏好品类。消费品类的变迁一方面是消费升级的推动, 改革开放 40 多年来, 我国经济保持快速增长, 居民消费水平不断提升, 各种生活用品应有尽有, 从饮食、穿衣到各种生活用品都极大丰富。另一方面, 人口结构变化也在驱动消费品类轮动, 不同年龄段的消费群体经历了不同的社会变革和个人成长, 这些经历塑造了他们独特的价值观和生活态度, 消费理念和消费偏好存在明显差异。例如, 50 后和 60 后经历了新中国成立后的多重考验, 形成了吃苦耐劳和勤俭节约的消费理念; 70 后和 80 后在房地产市场化和 社会变革中积累了物质基础, 形成了较强的消费能力, 具备较强的消费意愿; 而 90 后和 00 后在改革开放和社会经济发展的背景下成长, 享受了经济增长的成果, 更加放松和开放的心态, 以及作为互联网原住民的身份, 使他们更容易接受新科技和新经济模式。因此, 我们需要将各年龄人群的消费特征, 与人口年龄结构预测进行结合, 叠加消费升级的影响, 才能更加准确地寻找未来中国消费市场的机会。

**1、老年人 (60 岁及以上): 食品、日用品是老年人消费支出主要部分, 医疗保健、养老服务、旅游、宠物经济增长强劲。**目前国内的老年人主要是 50 后、60 后 (不包括 65 后) 以及更早年代出生的老年人群, 他们出生于国家起步阶段, 艰苦的成长环境培养了他们勤俭节约的习惯。与其他人群相比, 老年人的消费行为更加理性, 购买商品时更加看重低价和商品性价比。老年人的消费支出集中在以下方面: ①食品、日用品: 老年人的消费支出主要是生活必需品, 食品、日用品占比接近七成; ②医疗保健: 很多老年人患有慢性病, 其中高血压、骨关节病、高血脂以及糖尿病是最常见的疾病种类, 其疾病诊疗及保健品支出显著高于健康人群; ③养老服务: 伴随中国老龄化程度持续加深, 空巢老人现象愈加普遍, 高龄和失能失智老人数量不断增多, 养老服务需求持续增长; ④旅游: 老年人闲暇时间较多、出游意愿强烈, 根据中国旅游研究院调研数据, 2021 年 45-64 岁人群出游 9.02 亿次, 占比 27.80%, 成为旅游市场第一大客源; ⑤宠物经济: 对于退休老人或独居老人而言, 养宠可以获得陪伴、缓解孤独, 认识更多宠物主朋友, 增加社交互动, 老年人口增多是宠物经济蓬勃发展的核心驱动力。

**2、中年人 (45 岁-59 岁): 享受时代发展红利, 财富多、消费能力强, 且以家庭消费为主 (子女教育、改善型汽车和家电), 白酒、护肤品增长潜力大。**目前国内的中年人以 65 后、70 后为主, 他们在步入社会时, 恰逢中国改革开放全面推进、社会生产力快速提升, 经济蓬勃增长带来众多发展机会, 完

成了较高的财富积累。同时，65后、70后恰逢中国房地产市场从计划经济向市场经济转型，在房价低谷、尚未开始大规模上涨时即购置了房产，充分享受到了房价上涨的福利，从而获得了更强的消费能力。中年人的消费支出集中在以下方面：①子女教育：全国家庭的平均教育支出每年达到8464元，占到家庭收入的17.1%，且教育支出随着孩子教育阶段的提高而增加，学前或小学阶段平均每年3594元，大学或更高教育阶段每年平均20192元；②改善型汽车：中年人是改善型汽车消费市场的主力人群，通常购买家庭第二辆汽车，以中大型汽车为主，随着问界、理想等新势力产品以更高的售价入市，45-59岁的中年用户贡献仍在继续攀升；③家电：作为家庭消费另一大件，中年人热衷于家电消费，尤其是具备智能化和品质化的家电，例如扫地机器人、多功能洗衣机等；④白酒：虽然白酒消费有逐步年轻化的趋势，但目前主流白酒消费群体仍然是中年人，45岁以上用户占比达到53%，社交及商务宴席中助兴、活跃气氛是该群体选择白酒的主要原因；⑤护肤品：在消费升级的大背景下，中年人的护肤品消费支出持续增长（尤其是年龄超过45岁之后，容易出现皮肤松弛、皱纹等问题），面霜、水乳、精华、眼霜等品类迎来爆发性增长机会，抗衰抗皱是该群体最核心的消费需求点。

**3、青年人（18岁-44岁）：面临工作、结婚等一系列人生节点，是房、车的主力消费人群，美妆、服饰、奢侈品购买需求强。** 目前国内的青年人以80后、90后、00后（不包括05后）为主，他们通常已经在职场上小有成就或者即将迈入社会，具备一定的积蓄和消费能力，其消费支出集中在以下方面：①房、车：根据贝壳研究院《居住客群消费趋势年报》，80后及90后为主体的青年人正迅速取代65后及70后成为住房消费市场的主力人群，一线城市刚需客群购房平均年龄约为33.5岁，而汽车的购买人群年龄分布与房产较为类似，约80%的汽车首次购买者在18-44岁之间；②美妆：美妆行业的消费者群体主要集中在18-35岁年龄段，随着越来越多青年人“爱美”意识的觉醒、对国产护肤品的认可度提高，美妆消费市场保持平稳增长；③服饰：在快时尚理念的催生下，44%的年轻人每个月都会在服饰上有一定的支出，其中又以85后-90后的消费力最强，近四成表示可接受单品售价过千的服装；④奢侈品：奢侈品行业年轻化趋势明显，90后、00后是所有人群中购买人数和购买金额增速最快的两群人，其购奢周期普遍在4-6个月，将收入的10%-30%用来购奢的人最为普遍；根据普华永道预测，预计至2030年中国将以1480亿美元市场规模，成为全球最大的个人奢侈品市场。

**4、青少年（0-17岁）：物质条件优越且追求个性化，娱乐消费（游戏、电影、个性服饰）受到青睐。** 目前国内的青少年以05后为主，他们的成长经历与互联网发展高度重合，对线上购物、移动支付等数字化消费方式有着天然的接受度和依赖度，更倾向于选择具有个性化元素的产品和服务，更注重情感体验和悦己型消费。青少年的消费支出集中在以下方面：①游戏：青少年偏好游戏的原因，主要集中于缓解学习压力、与同学朋友一起玩耍、结交新的朋友，在消费偏好方面，60.33%的青少年愿意为皮肤付费，31.92%愿意为角色付费，20.85%愿意为装备付费；②电影：电影作为主要娱乐消费之一，愈加呈现年轻化趋势，根据猫眼电影数据，20岁以下观影用户2016年仅占2%，2022年已提升至6.7%，05后观众逐渐走进电影院，成为市场增长新兴力量，青少年对动漫、游戏、科幻、玄幻等电影题材兴趣浓厚；③个性服饰：05后青少年对“三坑产品”（汉服、Lolita服饰、JK制服）情有独钟，这些服饰具备个性化强、制作工艺复杂、产量少、价格高等特点，目前已形成风格鲜明的服饰文化兴趣圈层，众多青少年入圈后表现出极高的忠诚度与消费意愿，根据《05后消费圈层研究报告》，一二线城市05后每月“三坑产品”消费金额在500元以上的比例超过60%。

我们将各年龄人群的消费特征与人口年龄结构预测进行结合，绘制出中国消费的“人口时钟”：

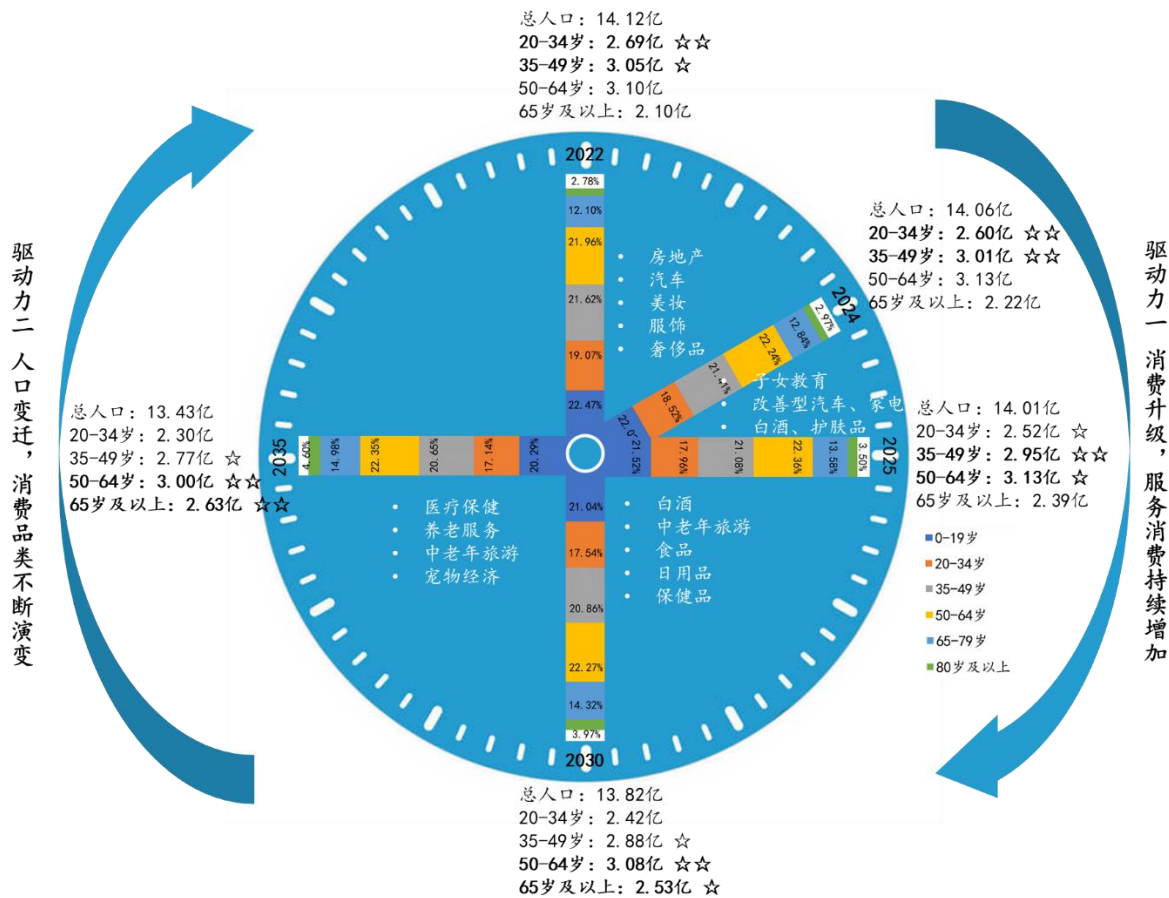
1、2022-2024年：消费主力仍然以20-49岁的青年人和部分中年人为主，青年人因为结婚和工作需求，是房地产、汽车的主力消费人群，并且热衷于美妆、服饰、奢侈品等品质消费。伴随消费升级趋势，青年人对更好生活品质的追求持续增长，其消费主张呈现个性化、多样化、品质化特征，这也催生着新消费品牌不断涌现，新商业模式和业态场景快速发展。

2、2024-2025年：消费主力逐渐向中老年转移，到2025年，预计35-49岁人口将达到2.95亿，50-64岁人口将达到3.13亿，这部分中老年人群主要由60后、70后、80后组成，他们恰逢中国经济高速增长，完成了较高的财富积累，其消费能力很强，并且家庭消费支出多（子女教育、改善型汽车和家电），白酒、护肤品增长潜力大。

3、2025-2030年：老龄化趋势明显，老年人成为消费主力，到2030年，预计青年人口将进一步减少，老年人口在总人口中的占比将继续提升，50-64岁人口将达到3.08亿，65岁及以上人口将达到2.53亿，老年人偏爱的白酒、中老年旅游、食品、日用品、保健品等品类将显著受益。

4、2030-2035年：消费主力仍然是老年人，预计65岁及以上老龄人口将从2030年的2.53亿增长到2035年的2.63亿，占总人口的比重达到约20%，届时中国将步入超级老龄化社会，老年人的护理需求、养老需求急剧增长，医疗保健、养老服务、宠物等行业有望显著受益。

图9：消费品类的轮动由人口年龄结构变化以及消费升级共同驱动（人口时钟）



数据来源：国泰君安证券研究，注：☆代表该群体是这个年代的消费主力军，☆越多消费能力越强

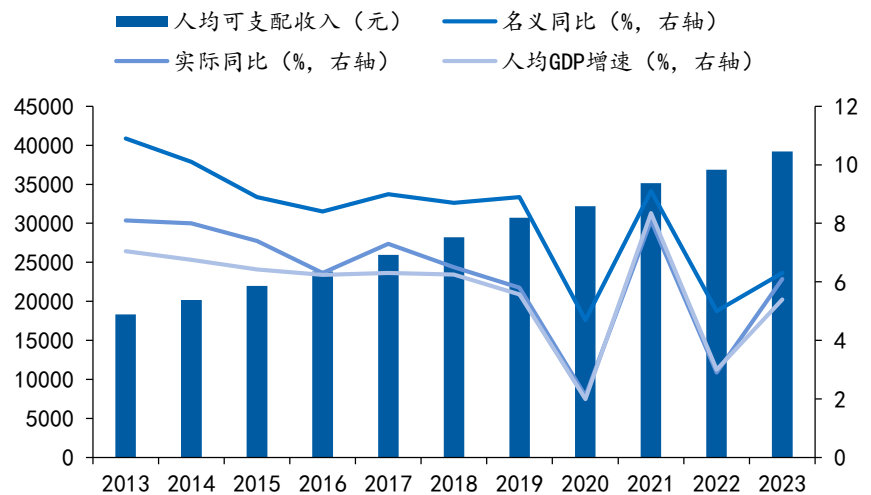
## 2.2. 居民收入：收入水平和增速直接影响消费能力

居民收入是居民消费的基础和前提，增强消费能力，最核心的是提升居民收入水平。现实生活中，影响居民消费的因素有很多，包括居民收入水平、

物价水平、利率水平、收入分配情况、消费者偏好、生活习惯等，而在众多因素中，最具决定意义的无疑是居民收入水平，保持经济稳定增长和多渠道增加居民收入是提高居民消费能力的关键。根据凯恩斯提出的消费函数理论，居民消费随居民收入增加而增加，用函数表达即为  $C=\alpha+\beta Y$ ，其中  $\alpha$  代表必不可少的自发消费部分，就是当居民收入为 0 时即使动用储蓄或借债也必须进行的基本消费， $\beta$  为边际消费倾向， $\beta$  和  $Y$  的乘积表示由收入引致的消费。由于其它因素短期内变化不大，因此我们可以将消费视作收入的函数，居民可支配收入越多，对商品和服务的需求量就越大；居民可支配收入增长越快，消费增长也越快。

过去十年来，我国居民人均可支配收入的增长更多依赖于经济增长，与人均 GDP 增速基本保持一致，2023 年居民人均可支配收入达到 3.92 万元。改革开放以来，我国居民收入总体呈现持续性增长，但居民收入增长慢于 GDP 增速，不仅延滞了居民生活水平和生活质量的提升，还加剧了产需间的矛盾，影响产业结构转型升级。2013-2023 年，中国人均 GDP 年均增速为 5.76%，人均可支配收入的年均增速与之接近（名义值为 8.18%、实际值为 6.24%），表明二者增速基本实现同步，居民收入结构在持续改善和优化。但从城乡居民收入差距来看，2023 年城镇居民人均可支配收入达到 51821 元，而农村居民人均可支配收入为 21691 元，表明居民收入分配的不均衡和城乡发展差距依然存在。

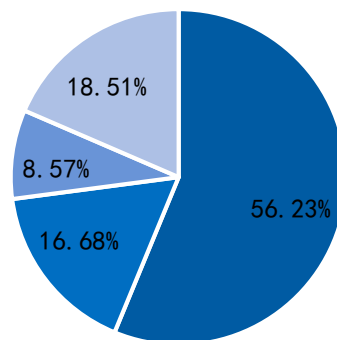
图10：中国人均可支配收入增速与人均 GDP 增速基本保持一致



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图11：2023 年中国人均可支配收入构成情况

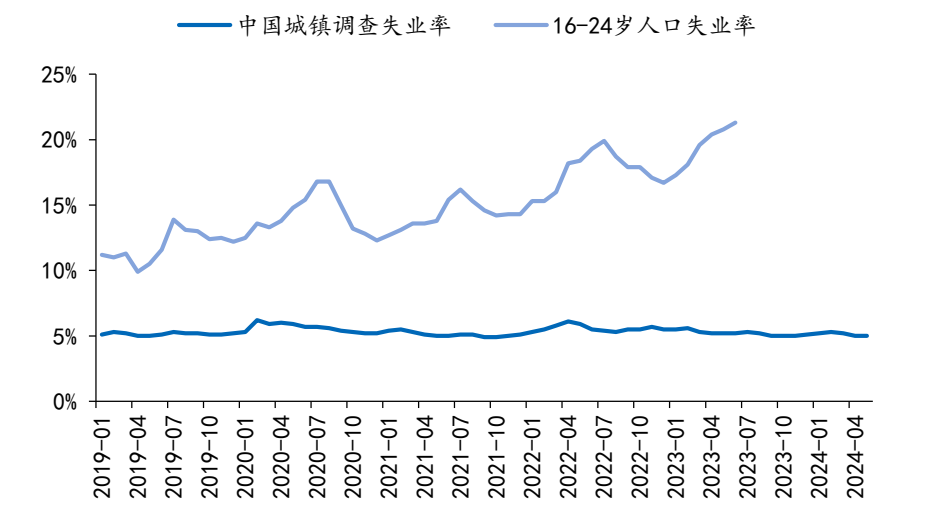
■ 工资性收入占比 ■ 经营净收入占比 ■ 财产净收入占比 ■ 转移净收入占比



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

从增长趋势来看，三年疫情期间，中国人均可支配收入增速相比此前出现明显下滑，主要系就业市场承压所致。2013-2019年，中国人均可支配收入年均增速（按实际值口径）达到7.1%，2020年则由2019年的5.8%下滑至2.1%，2021年虽然反弹到8.1%，2022年再次下降为2.9%，2023年恢复至6.1%。在经济发展过程中，“就业—收入—消费”之间存在紧密的联系，收入增速的下降、消费水平的缓慢恢复，很大概率由就业市场承压所致。三年疫情期间，生产停滞导致企业经营和收入规模收缩，盈利水平出现恶化，企业不可避免地通过裁员来缓解经营和生存压力，尤其是抗风险能力偏弱的中小微企业，低收入群体隐性失业现象突出。根据国家统计局数据，中国城镇调查失业率由疫情前（2019年）的5%左右，增长至2020年2月的6.2%；16-24岁年轻人口失业率由疫情前（2019年）的11%左右，增长至2023年6月的21.3%，中低收入群体和年轻人口的失业率明显高于城镇调查失业率，且收入水平越低的群体、区域、行业，失业率越高。

图12：中国城镇调查失业率和16-24岁年轻人口失业率情况

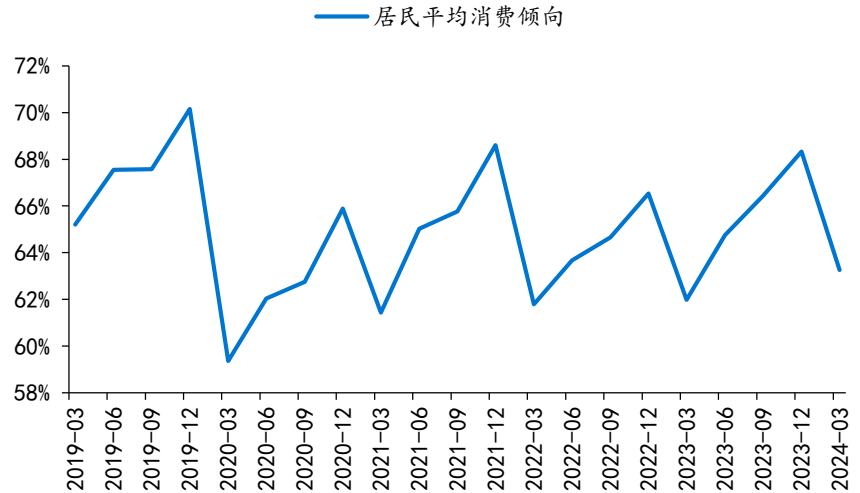


数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

### 2.3. 消费倾向：反映居民整体消费意愿的强弱

居民平均消费倾向（居民人均消费支出/居民人均可支配收入）是衡量居民消费需求的重要指标，能够反映居民整体消费意愿的强弱，如果居民的消费倾向波动性下滑，将会制约消费市场的扩大。居民平均消费倾向的影响因素众多，包括居民收入水平、物价水平、人口年龄结构、消费信贷、社会保障水平、消费观念等。在分子端，居民消费支出包括食品、衣着、居住、交通、通讯、教育、医疗、娱乐等；在分母端，居民可支配收入包括工资、奖金、津贴、福利、经营净收入、财产性收入、转移性收入等，以上各个因素的变化都会影响消费倾向。根据国家统计局数据，全国居民平均消费倾向由疫情前（2019年）的70%下降到2023年的68%，整体处于震荡下行趋势。最重要的原因在于，疫情传播和防控措施的实施，例如封锁和隔离，导致许多线下商业活动被迫暂停，对零售和餐饮业造成较大打击。这些措施减少了消费者的外出购物和聚餐聚会，非生活必需类商品销售和餐饮业受到冲击。同时，旅游企业经营活动的暂停和景区订票的取消，使得旅游和住宿等相关行业也受到波及。这些因素共同作用，导致居民对当期和未来消费信心不足，平均消费倾向受到抑制。

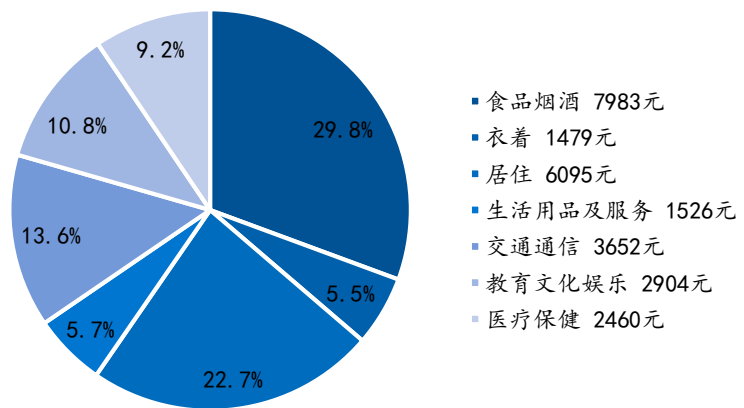
图13: 三年疫情期间, 居民平均消费倾向震荡下行



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

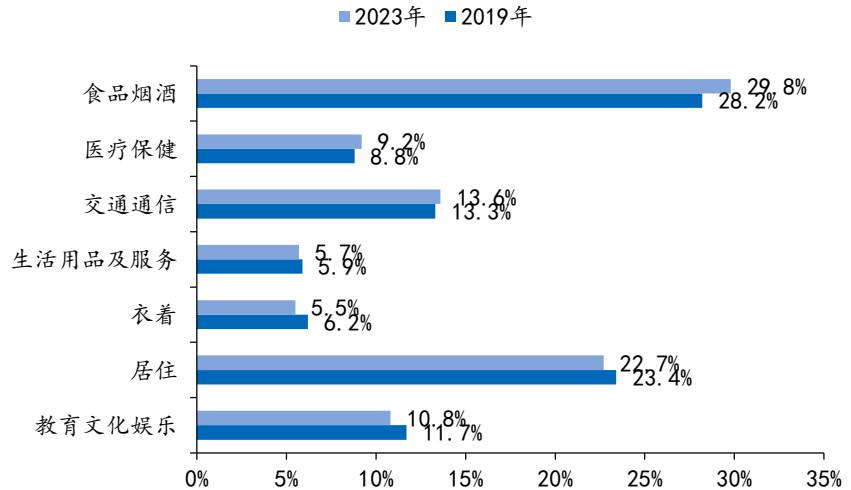
从消费结构来看, 新冠疫情前后, 居民消费倾向发生显著变化, 生活用品及服务、衣着、居住、教育文化娱乐等类型消费支出占人均消费支出的比重下降, 而食品烟酒、医疗保健、交通通信等类型消费支出占人均消费支出的比重均有所上升。从2023年居民消费结构来看, 食品烟酒消费支出在人均消费支出所占比重最高, 达到三成左右(29.8%), 其次是居住(22.7%)、交通通信(13.6%)、教育文化娱乐(10.8%)。对比2019年, 2023年生活用品及服务、衣着、居住、教育文化娱乐等类型消费支出占人均消费支出的比重下降, 而食品烟酒、医疗保健、交通通信等类型消费支出占人均消费支出的比重均有所上升, 分别增长1.6%、0.4%、0.3%。一升一降中可以看出, 新冠疫情前后, 居民消费倾向发生显著变化, 传统消费的比重在不断扩大, 医疗、健康等消费潜力有望进一步释放。

图14: 2023年居民人均消费支出及构成情况



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

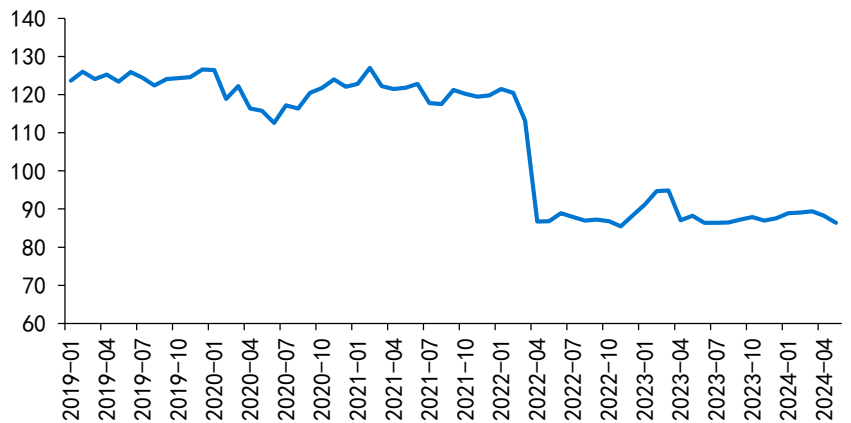
图15: 疫情前后居民消费结构变化情况



数据来源: 国家统计局, 注: 数据代表居民各类消费支出占人均消费支出的比重

同时, 消费者信心指数也是一项重要参考指标, 能够综合反映消费者对经济前景、收入水平、收入预期、消费心理状态的主观感受, 辅助预测经济走势和消费趋向。消费者信心指数取值介于 0 和 200 之间, 100 为指数强弱临界点, 指数大于 100 时, 表明消费者信心处于强信心区, 数值由 100 趋近 200, 表明消费者信心逐渐增强; 反之, 指数小于 100 时, 表明消费者信心处于弱信心区, 数值由 100 趋近 0, 表明消费者信心逐渐减弱。值得注意的是, 三年疫情期间, 消费者信心指数整体呈现震荡下行趋势, 由疫情前(2019年)的 124 下降至目前的 86.4。其主要原因在于, 面对复杂严峻的内外部环境, 居民因就业难度加大以及对未来失业的担忧上升, 导致收入增长预期放缓, “不敢消费、不愿消费” 现象较为突出, 需要政府多渠道增加城乡居民收入, 尤其是提升受疫情影响大的中低收入居民的消费能力。

图16: 消费者信心指数由 2019 年的 124 下降至目前的 86.4



数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

## 2.4. 消费理念

消费理念是人们对消费行为和消费方式的总体认识和价值判断, 理解和研究消费理念对于预判市场趋势、理解个人消费行为具有重要意义。消费理念是一个极为复杂的概念, 它是人们对待其可支配收入的指导思想和态度, 是消费者在进行或准备进行消费时对消费对象、消费行为方式、消费过程的总体价值判断。消费理念的形成和变革会受到多重因素影响, 包括社会经济状况、文化背景、科技发展、消费品企业的市场营销引导等。随着社会发展和文化变迁, 消费理念也在不断演变, 例如从传统的节俭观念到现代的理性消费、个性化消费, 再到对品质、健康、环保的重视, 这些都是消费理念变

化的体现。准确把握未来消费理念的演变方向，对于企业经营者和投资者而言亦是寻找下一个投资热点的契机。

**从消费变迁的角度来看，中日两国均经历了“大众消费→品牌化消费→理性、简约消费”的变迁过程。**

**1、日本：**日本学者三浦展在《第四消费时代》中将日本的消费社会分为四个阶段：第一消费社会，消费目的主要是追求模仿西方的生活方式，以城市为中心，特定群体享受消费；第二消费社会，是以家庭为中心的大量消费，注重批量生产大众化产品（例如家电、汽车），消费理念是产品要大且贵；第三消费社会，呈现的是消费个人化趋势，消费倾向是个性化、品牌化、多元化和差别化；第四消费社会，消费理念是去品牌化、朴素化、本土化。在第四消费社会，消费理念已经从崇尚时尚奢侈品转变为注重质量和舒适度，进而过渡到回归内心的满足感和平和的心态，简约生活方式、地方传统特色以及人与人之间的纽带成为新的消费焦点。例如，无印良品这类简约风格商品大受欢迎，以及偏僻小酒馆因做酒公益吸引大批顾客，都体现了这一阶段居民消费理念的变化。

**2、中国：**中国庞大的消费市场中，收入差距、人口年龄、教育结构和城市等级因素，导致不同阶层在消费升级的能力、速度、对象和内容等方面存在差异，进而形成非常明显的“消费分层现象”，中国“第二、第三、第四消费社会”的特征兼而有之，而且随着消费升级的多元化，消费分层也呈现出扩散化的趋势，这种消费分层现象将会长期存在。

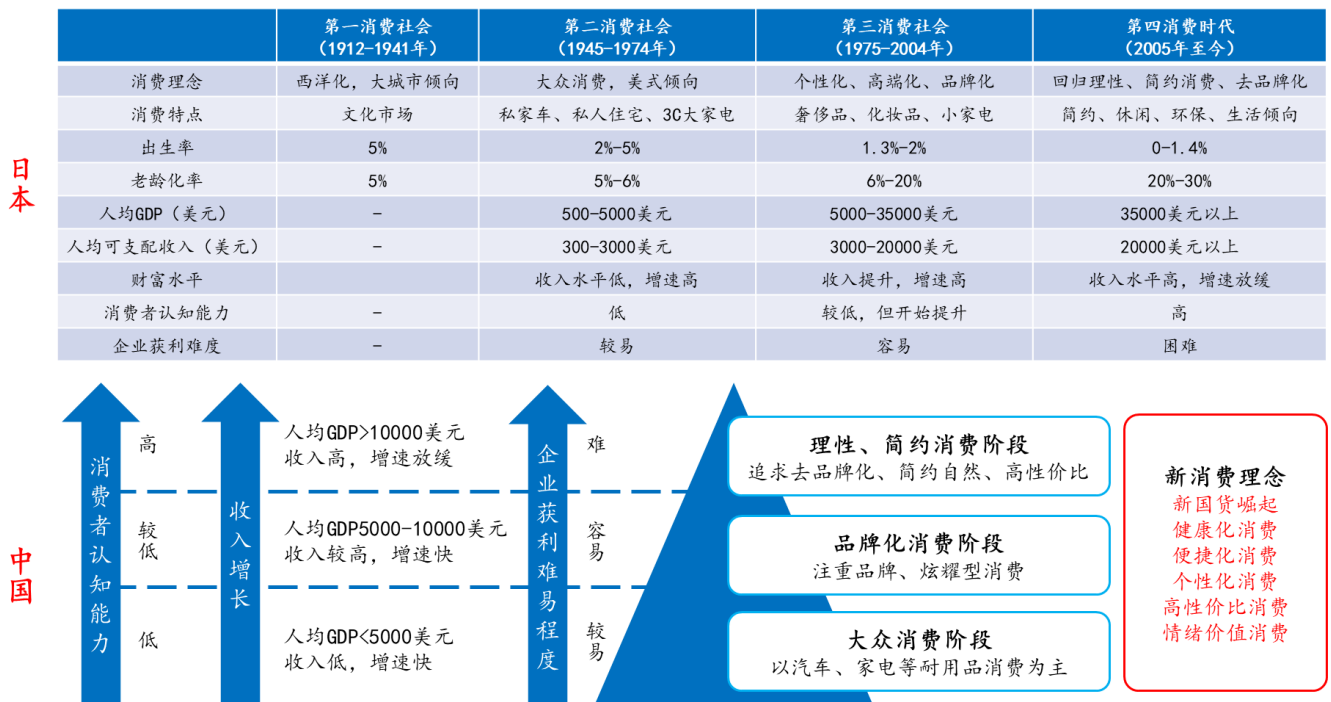
**①我国一二线城市正处于“第三消费社会”向“第四消费社会”过渡的阶段，消费理念向着理性化、简约化方向发展。**一二线城市居民因收入水平较高，消费行为相对超前，他们更倾向于将钱花在医疗保健、教育文化、休闲娱乐等满足精神需求的服务型消费中，对新兴事物的接受程度也更高，共享单车、共享充电宝、各类拼车 APP 等共享经济在一二线城市的兴起也比较符合日本“第四消费社会”的特征。同时，一二线城市的老齡化程度高于全国平均水平，随着年龄的增长，人们的消费习惯会逐渐稳定，消费行为也会向着理性化、简约化方向回归，对于个性化与品牌消费的热情会降温。

**②我国三四线城市仍处于“第三消费社会”，消费理念表现为品牌化、品质化。**对于三四线城市来说，随着经济发展与可支配收入水平提升，这些城市人均 GDP 普遍跨过 6000 美元大关（根据国家统计局的数据，目前我国三线城市人均 GDP 已经达到 9000 美元，四线城市人均 GDP 达到 6000 美元左右）。借鉴日本发展经验，人均 GDP 跨过 5000 美元大关后便步入“第三消费社会”，表现为温饱型与生存型消费得到满足，开始向着享受型消费转变，电商购物、休闲零食、化妆品、各类小家电的兴起均是“第三消费社会”的特征。

**③我国五六线及以下城市仍处于“第二消费社会”，大众消费特征明显，以汽车、家电等耐用品消费为主。**受制于收入水平的偏低与消费领域基础设施的不够完善，我国五六线城市居民仍处于大众消费阶段，个性化消费意识还没有完全觉醒。拼多多在低线城市的崛起，带有非常明显的“第二消费社会”的特征，拼多多以“高性价比、低价”为产品核心，采用针对性的价格策略、产品策略、营销策略；以拼团优惠、二次分销、帮忙砍价、邀请助力等方式，基于微信的流量体系和关系链获得迅猛发展。目前有接近 9 亿用户在拼多多平台上购买冰箱、彩电、空调、洗衣机等超高性价比产品，说明拼多多覆盖并牢固把守的下沉市场依然蕴藏巨大的成长潜力。



图17: 中日两国消费理念的变化过程 (大众消费→品牌化消费→理性、简约消费)



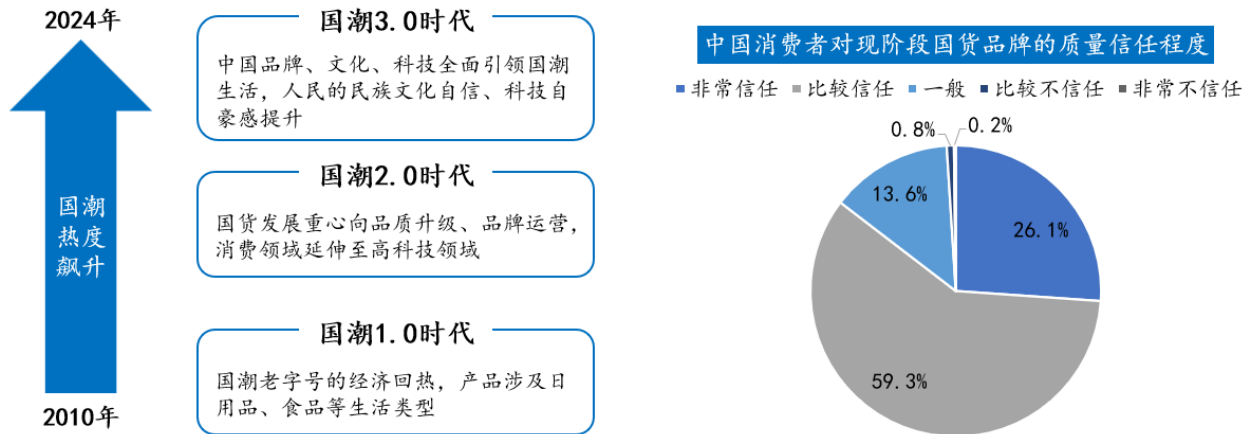
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

为了便于理解,我们将当前中国的新消费理念概括为六点: 新国货崛起、健康化消费、便捷化消费、个性化消费、性价比消费、情绪价值消费。

### 2.4.1. 新国货崛起: 美妆个护、汉服等行业掀起“国潮热”

随着国人的文化自信逐渐提升,“国潮”概念正逐步融入年轻人的消费行为与生活方式中,年轻人对国货品牌的接受度越来越高,重新定义着新时代的消费品牌。从需求端来看,随着中国经济实力的提升,国人的爱国热情和民族自豪感被点燃,中国元素成为流行时尚受到年轻消费者的追捧,他们对中国制造充满信心,不再盲目推崇国外名牌,而是自信大胆地选择国货产品。年轻消费者从盲目追求国际品牌,到对国货品牌的认可度持续提升,使得国货品牌市场份额逐渐扩大。从供给端来看,中国制造及供应链已经非常成熟和高效,赋予国货能创造出更加物美价廉商品的能力,甚至在售后服务等方面相比国际品牌更胜一筹。国货品牌火热的背后,是年轻消费者与国货品牌的双向奔赴,国货品牌在品质、科技、颜值、创意等方面的产品实力不断提升,不仅承载着商品本身的功能性价值,更成为传递文化自信、激发民族自豪感的桥梁。

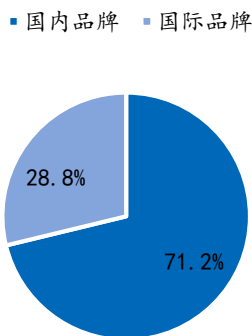
图18: 中国经济实力提升点燃国人爱国热情和民族自豪感, 助力国货品牌崛起



数据来源: 艾媒咨询, 国泰君安证券研究

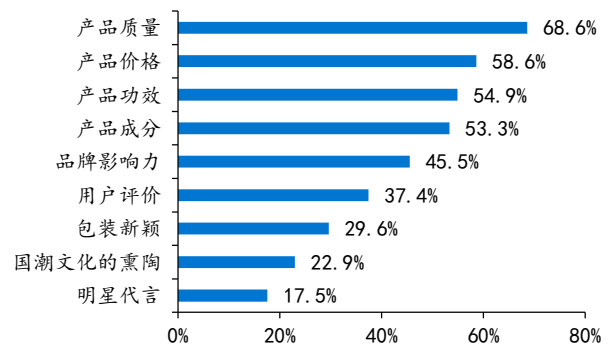
**美妆个护: 随着国潮经济进入蓬勃发展时期, 国货美妆品牌快速崛起, 超七成消费者支持国货品牌。**在颜值经济时代, 消费者对美的追求不断升级, 推动了美妆行业的持续高景气, 为国货美妆品牌提供了广阔的市场空间。国货美妆品牌在研发和技术上发展迅速, 从包装、品类、功效再到生产工艺、原料的创新, 实现了产品的快速迭代和高质量生产, 年轻消费群体对于国货美妆品牌的认可度越来越高, 特别在产品质量、性价比和口碑方面。抖音、小红书等新媒体平台的兴起为国货美妆品牌提供了新的销售渠道和营销方式, 加速了国货美妆品牌的市场扩张和品牌影响力的提升。据“青眼情报”数据, 2023年销量TOP20美妆品牌, 外资占13席, 国货占7席, 其中排名前5的国货品牌依次是珀莱雅、薇诺娜、韩束、欧诗漫和自然堂; 排名前5的外资品牌是欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、玉兰油和SK-II。2023年是国货美妆品牌全面崛起的一年, 国货以50.4%的市场份额首次超越外资品牌, 反映出消费者对于国货品牌的认同感不断提升。

图19: 71.2%的消费者选择使用国货美妆品牌



数据来源: 艾媒咨询, 国泰君安证券研究

图20: 消费者购买国潮美妆的驱动因素



数据来源: 艾媒咨询, 国泰君安证券研究

**汉服: 随着传统文化的复苏, 汉服在年轻群体中以其深厚的文化底蕴和独特审美而受到追捧, 服装行业掀起汉服“国潮风”。**汉服, 作为汉民族的传统文化服饰, 起源于黄帝时期, 一直流传至明末清初, 是汉族在主要居住区的传统服装。汉服以华夏礼仪文化为中心, 经过自然演变, 形成了具有独特汉民族风貌和性格的服装体系。随着中国传统文化的逐渐复兴, 汉服作为其重要的组成部分, 正逐渐受到越来越多的关注和追捧。艾媒咨询的调研数据显示, 50.8%的消费者因为喜欢汉服文化而购买, 50.5%的消费者因为弘扬中国传统文化而购买。随着越来越多的人开始关注和热爱汉服, 与之相关的下游产业呈现井喷, 大批“汉服体验馆”“国风旅拍店”迅速在各大景区开业, 带火了相关就业。山东曹县作为全国最知名的汉服生产销售基地, 自

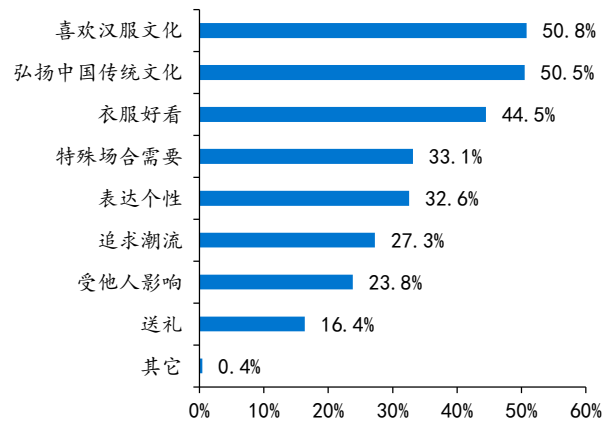
2018 年开始零星生产汉服，2019 年随着国潮国风的兴起和短视频的升温，带动汉服产业在当地的规模化发展。2023 年汉服产业在曹县迎来爆发，以高性价比、亲民的价格迅速走红网络，其 2023 年汉服网上销售额达到 72.15 亿元，线上线下销售总额突破百亿元，占全国的 40% 以上，这一数据充分展示了汉服市场的巨大潜力和广阔前景。

图21: 年轻一代文化自信带动下，汉服掀起国潮风



数据来源：国泰君安证券研究

图22: 消费者购买汉服的驱动因素

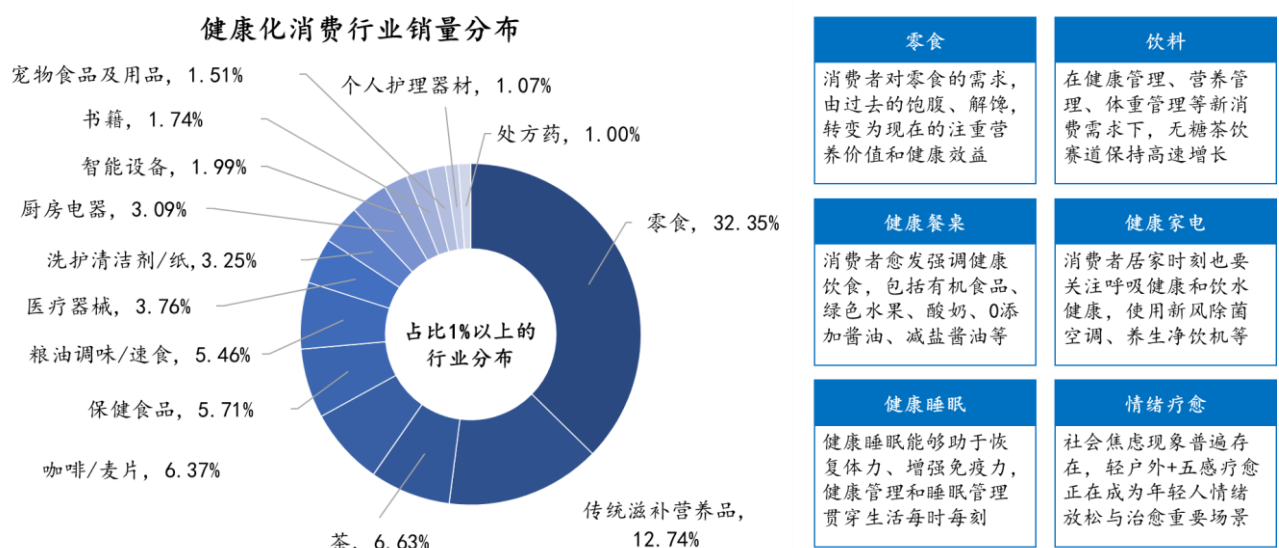


数据来源：中商情报网，国泰君安证券研究

#### 2.4.2. 健康化消费：食品、饮料行业健康消费需求持续增长

随着我国经济的稳步增长和居民生活水平的提升，消费者对于健康问题的关注日益增加，特别是在新冠疫情冲击下，消费者的健康化消费理念进一步觉醒。三年新冠疫情是一场史无前例的全民教育，消费者普遍对健康、安全、营养更为重视。中国居民不仅在日常生活中更加注重饮食平衡、积极锻炼，而且更加注重疾病预防和健康管理，通过多渠道获取健康信息。健康消费已经深入到日常生活的各个角落，从食品、饮料到个人护理、家居健康，再到智能设备和厨房电器等领域，健康理念的普及率都在不断提高，显示出消费者对提升生活质量的需求日益增长。

图23: 健康概念行业分布广泛，健康消费需求持续渗透生活场景

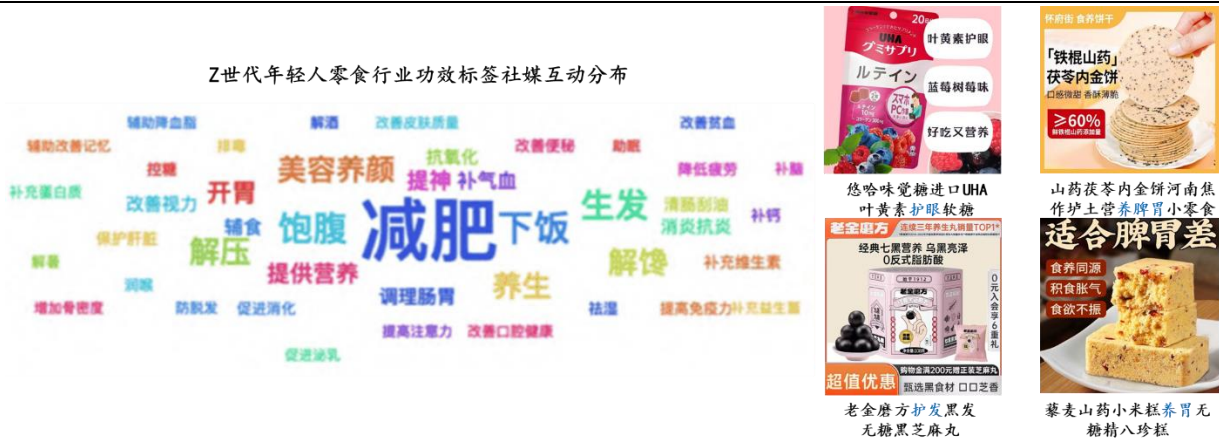


数据来源：炼丹炉大数据，国泰君安证券研究

**零食：**随着人们健康意识的不断增强，消费者越来越追求更健康、更营养的零食选择，例如减肥、促进消化、补脑、补充维生素、改善视力等。随着正餐零食化的流行，消费者对于既能提供充足营养，设计上又更便捷的零食的需求日益增长。

需求越来越大。消费者对零食的功效需求，由过去的饱腹、解馋，转变为现在的注重营养价值和健康效益，例如减肥、促进消化、补脑、补充维生素、改善视力等。亿滋零食的调研报告显示，全球每10位消费者中就有近9位（88%）表示每天都会吃零食，其中60%表示每天会吃两次零食。这些数字在年轻消费者中更为明显，94%的Z世代和千禧一代每天吃一次或多次零食，超过三分之二（68%）的人每天至少吃两次零食。消费者们表示经常食用零食是为了满足各类感知到的需求，例如补充能量（75%）、改善情绪（74%）和配合健身目标（70%），零食是维护身心健康必不可少的一部分。

图24：零食消费需求由饱腹、解馋，转变为营养、养生、减肥等



数据来源：炼丹炉大数据，国泰君安证券研究

饮料：在健康管理、营养管理、体重管理等新消费需求下，无糖茶饮赛道保持高速增长，增速远快于饮料行业整体水平。无糖茶饮的蓬勃发展，一方面是在健康焦虑和身材焦虑背景下的消费者自发选择；另一方面是茶饮企业有意识地将无糖茶饮与膳食趋势和“瘦娇美”的社会文化范式进行关联，激发消费者的购买欲。同时，茶饮独特的历史文化显著区别于咖啡、维生素、能量类饮料的产品特性，吸引到了属于自身产品的消费圈层，使得无糖茶饮在特定的市场背景下得以快速发展。根据《2023 中国无糖茶饮行业白皮书》，中国无糖茶饮增速远超其他茶饮赛道，2017 年-2022 年含糖茶饮已经进入低速增长，而无糖茶饮在 2022 年保持 7.9% 的增速，预计 2022-2027 年无糖茶饮行业 CAGR 达 10.2%。由于市场增速高、利润率丰厚、消费场景和覆盖面广、周转速度快，无糖茶饮已成为诸多饮料巨头竞相追逐的品类，包括农夫山泉、康师傅、统一、东鹏特饮、娃哈哈等诸多传统饮料企业以及奈雪的茶、喜茶等新茶饮企业纷纷入局。各家企业均希望抓住健康化趋势，优化自身销售渠道，构建多元消费场景，在高速成长的无糖茶饮赛道分得一杯羹。

图25: 无糖茶饮赛道保持高速增长, 饮料巨头纷纷入场布局



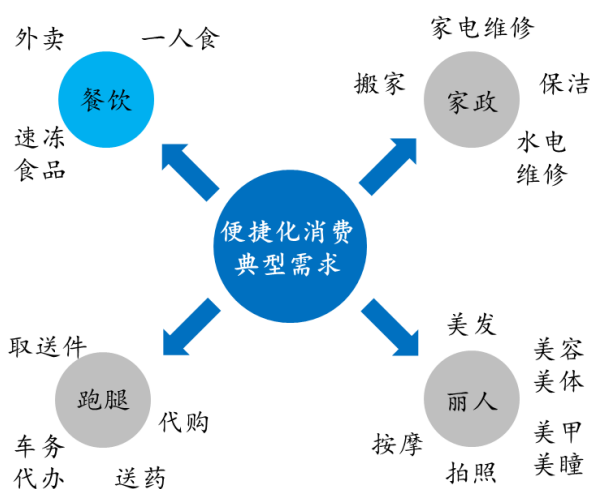
**农夫山泉:** 东方树叶茶饮料主打无糖、低热量, 自2019年成为中国无糖茶饮第一名后, 已占据50%以上的市场份额  
**三得利:** 乌龙茶在中国市场较早布局, 具备很高的知名度, 渠道优势明显, 市场份额稳居第二  
**伊刻股份:** 旗下品牌伊刻活泉推出现泡茶, 消费者只需一拧一摇, 就能轻松享受到现泡的新鲜好茶  
**元气森林:** 主打无糖、解腻, 未来会逐渐形成燃茶、金桂普洱、茉莉花茶、麦茶、栀子白茶等完善的产品矩阵

数据来源: 各公司官网, 国泰君安证券研究

### 2.4.3. 便捷化消费: 速冻食品、外卖、一人食行业蓬勃发展

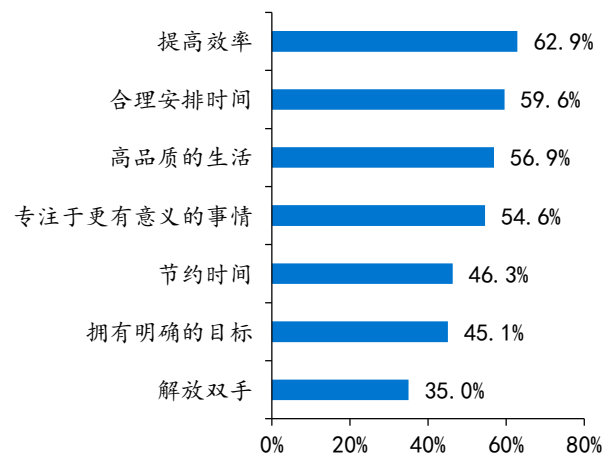
随着生活节奏的加快以及技术进步所带来的便捷性, 人们对于快捷体验和即刻享受的需求不断涌现, 越来越倾向于选择足不出户、方便快捷的消费方式。根据知萌《2024 中国消费趋势报告》, 便捷化已经成为影响消费者购买决策的重要因素, 73%的消费者认为“即刻享受”可以给自己带来愉悦的消费体验。在所有消费环节中, 不论是付款、购物、货物送达、售后服务, 商家都要保证便利性和时效性, 任何一个环节的“顿挫感”都可能让消费者“望而却步”。在消费者对于便捷生活和即刻体验的需求背后, 驱动力来自消费者对于效率的重视和时间价值的重构, 62.9%的消费者期待效率的提高, 59.6%的消费者认为带来更合理的时间安排; 同时, 高效便捷也是品质生活的标志, 还可以让消费者专注于做更有意义的事情。随着这种“即刻享受”消费观念的深入人心, 市场上也涌现了更多高效、便捷的产品和服务, 例如餐饮行业中的速冻食品、外卖、一人食, 跑腿行业中的取送件、代购、送药等, 来满足消费者对效率和时间价值的新期待。

图26: 便捷化消费典型需求



数据来源: 国泰君安证券研究

图27: 中国单人就餐饮食消费习惯调查

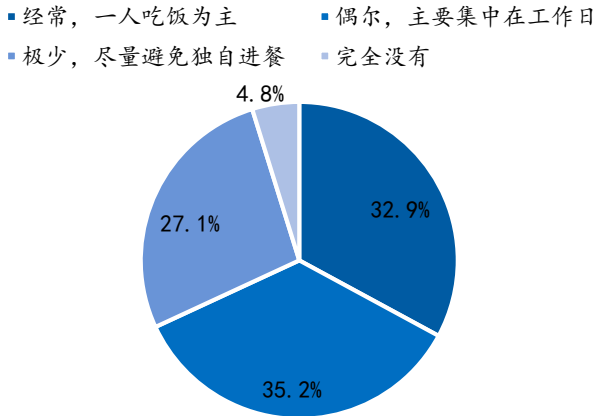


数据来源: 艾媒咨询, 国泰君安证券研究

同时, 家庭结构变化也催生了便捷化消费的崛起, 单身人群、独居家庭、空巢家庭不断增多, 带动速冻食品、外卖、一人食行业蓬勃发展。受生育率下滑、年轻人不婚率和离婚率提升、人口流动等因素影响, 我国家庭小型化趋势明显, 单身人群、独居家庭、空巢家庭不断增多。截至 2022 年年底, 我国单身人口数量已经达到了 2.4 亿, 占总人口的 17.14%。并且随着生活节

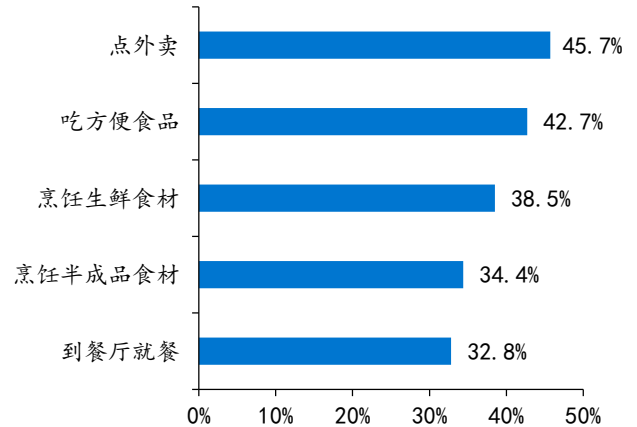
奏的加快和大都市圈的崛起，越来越多的年轻人离开故乡和父母选择城市“独居”，单身人群数量还在增长。根据艾媒咨询统计，单身与非单身人群在日常消费结构上存在显著差异，68.1%的单身人士表示一个人吃饭为常见现象。在一人食的情况下，选择点外卖的单身人士占比最高，达到45.7%，其次是吃方便食品，占比42.7%。家庭结构变化叠加便捷化消费趋势，共同撬动饮食行业“新风口”，包括速冻食品、预制菜、外卖，以及一人食的自助餐、中式快餐、自助火锅等。

图28: 中国单身群体饮食消费场景调查



数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究

图29: 中国单人就餐饮食消费习惯调查

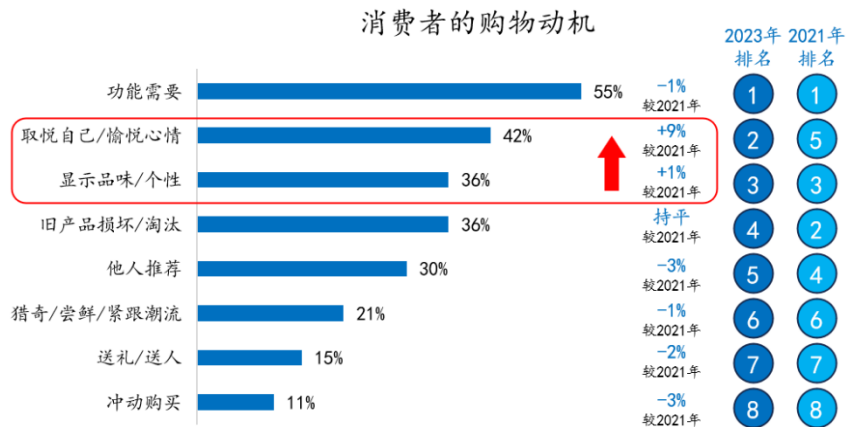


数据来源：艾媒咨询，国泰君安证券研究

#### 2.4.4. 个性化消费：年轻人趋于个性化表达，强调彰显自我

随着千禧一代和 Z 世代年轻消费者的崛起，消费理念从“从众消费”转向“个性化消费”，在消费中遵循自我意识和自我选择，不仅满足现实需求，更要获得自我愉悦、彰显品味。改革开放初期，物质至上的价值观念渗透到社会之中，中国经济的高速增长膨胀着年轻人的消费欲望，模仿西方消费成为部分年轻人追求的流行时尚，导致“虚假需求”和“从众消费”现象出现。年轻人的消费行为被从众心理驱使，被消费潮流左右，力图用物化的消费行为模仿目标人群，去迎合他人以获得身份认同。然而，随着千禧一代和 Z 世代年轻消费者的崛起，中国告别“从众消费”阶段，开始进入“个性化消费”时代。Z 世代成长于优渥的社会经济环境，受教育程度高，有较强的消费能力和消费潜力，能够主导自己的人生、选择自己的风格；他们更加崇尚独立有个性，喜欢个性化与定制化的产品与服务，注重自由表达，敢于标新立异，按照自己的方式消费，不再盲目跟风模仿，不再喜欢与他人相同的消费模式；他们由追逐时尚转变为创造时尚，由迎合他人的消费转变为愉悦自己的消费，出现了一个新的词汇“悦己消费”。与个性化消费共生的是多元化消费，个性化消费凸显了年轻人的张扬自我的特立独行，也造就了不同的消费行为和消费模式，形成了多元化的消费特征和消费结构。

图30: 从习惯跟风到彰显个性, 消费者更加遵循取悦自我、彰显品味



数据来源: 小红书《后疫情消费心理调研报告》, 国泰君安证券研究

年轻人通过个性化消费除了体现自我认同和自我定义之外, 还要通过兴趣标签找到志同道合的朋友, 获得社会认同和圈层归属感, 在圈层中产生情感共鸣、价值观共鸣、审美共鸣。过去的消费凸显的是个体的社会认同, 关注他人对自己的评价, 以获得他人的关注和认同, 而现在的消费关注的是自我认同和自我定义, 即我是一个什么样的人、如何让自己过得开心、如何促进自我发展和自我完善等。同时, 年轻人在消费过程中也形成了自己独具特色的圈层文化, 通过相同的兴趣爱好在社会中不断寻找志同道合的朋友, 创造属于自己圈层的特有话语体系, 最终获得相互的认同感、存在感和归属感。例如 Z 世代对“颜值”的偏好, 二次元人物大多都具有高颜值特点, 延伸到现实生活中, 当代年轻人对“颜值”尤为偏好, 不仅看重人的颜值, 而且对物的外观也十分关注, 愿意为“美”付费。再比如对社交的需求, Z 世代多是缺乏兄弟姐妹陪伴的独生子女, 所以他们需要圈层文化满足其对强烈的社交需求, 从而获得内心的愉悦和快乐。社交媒体成为 Z 世代年轻人最常用的获取商品信息的渠道之一, 通过圈层成员分享与交流购物体验, 影响着彼此的消费理念和消费行为, 用消费表达态度和主张。

图31: 年轻人通过兴趣标签和圈层文化获得社会认同和圈层归属感



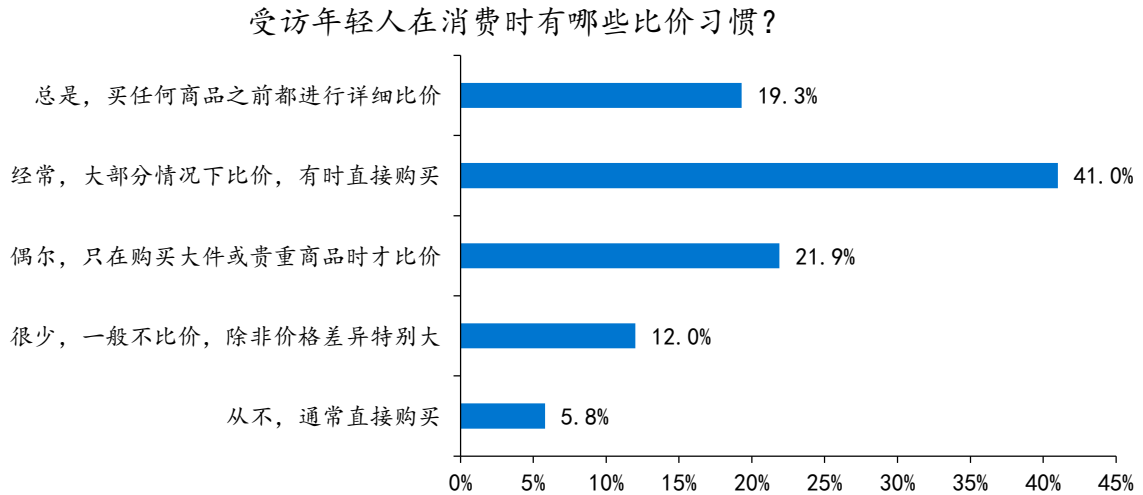
数据来源: 《Z世代消费态度洞察报告》, 国泰君安证券研究

#### 2.4.5. 性价比消费: 理性消费觉醒, 注重性价比和“付有所值”

年轻消费者变得更加审慎精明, 注重性价比和实际价值, 确保每一分钱都能获得更有价值的享受。20世纪90年代, 伴随着中国经济的发展与中西方价值观的交汇融合, 在虚荣、拜金、盲从、贪图享乐等不成熟的价值取向驱动下, 年轻人中出现了炫耀性消费的现象, 其表现为讲究名牌、攀比模仿、盲从消费、奢侈浪费、未富先奢等消费行为。而如今的年轻人(千禧一代和Z世代)是受过良好教育的一代, 他们不屑于狂热的奢侈消费文化, 拒绝消费焦虑, 拒绝被定义, 极简主义去物欲、追求生活本质的价值主张成为年轻

人的一种流行文化。这种趋势体现在日常生活中，例如9块9的咖啡和10块钱做一顿饭等话题热度显示着年轻人在掌握消费自主权，走向“人间清醒”，节俭生活。根据《2024年轻人消费趋势调查》，41.04%受访年轻人在购物时，经常有比价行为，19.29%受访年轻人买任何商品都会进行比价，他们频繁“穿梭”于各大电商平台与实体店之间，挑选性价比最优的商品，仅5.81%受访者从不比价，直接购买所需商品。

图32: 超四成年轻人购物时常常比价

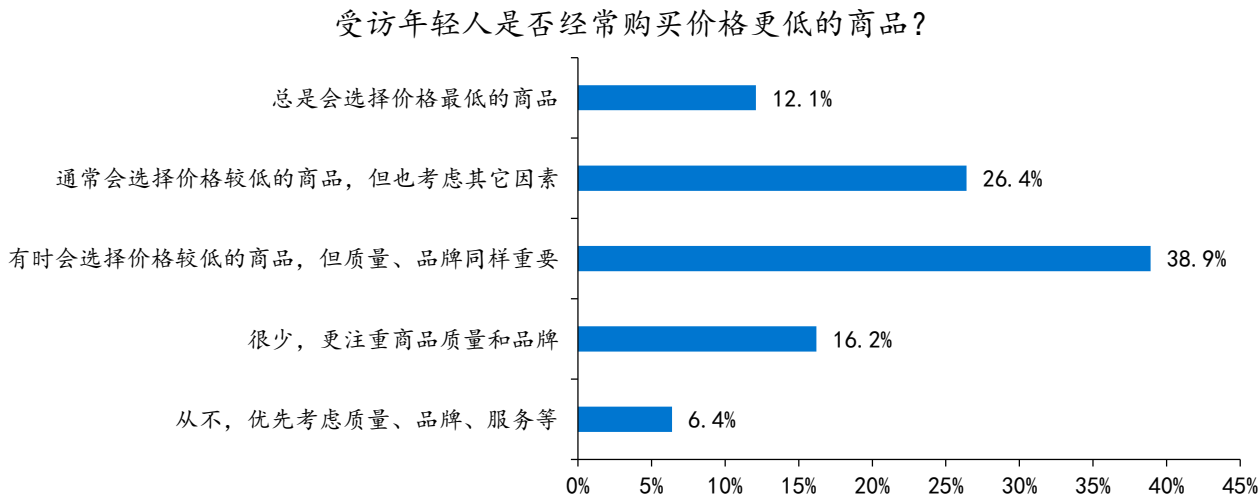


数据来源：《2024年轻人消费趋势调查》，国泰君安证券研究

值得注意的是，年轻消费者虽追求性价比，但并非“低价至上主义”，而是遵循“省钱而不降品位，省钱而不失时尚，省钱而不减体面”的消费原则。对年轻人来说，性价比一词并不意味着将就，而是在不降低品质、追求格调的前提下，寻找低价商品。在消费者看来，寻找二手和平替是一种理性下依旧保持精致生活的消费方式，不仅可以获得高性价比产品，还能获得额外的省钱乐趣。根据《2024年轻人消费趋势调查》，在购物时，年轻人并非总是选择某类商品的最低价，38.9%的受访者表示，有时会选择价格较低的商品，但质量、品牌等其它因素对消费决策同样重要。此外，16.2%的受访者表示，自己很少选择价格更低的商品，购物时对商品质量和品牌关注程度超过价格因素。这些数据表明，年轻人遵循“省钱而不降品位，省钱而不失时尚，省钱而不减体面”的消费原则，喜欢按照自己的眼光去寻找高质却低价的产品。他们不是不消费奢侈品，而是以最省钱的方式消费，追求简约生活，不该花的钱能省就省，从追逐奢侈到品味至上，追求品质生活。



图33: 38.9%的年轻人会选择价格较低的商品, 但质量、品牌等其它因素同样重要

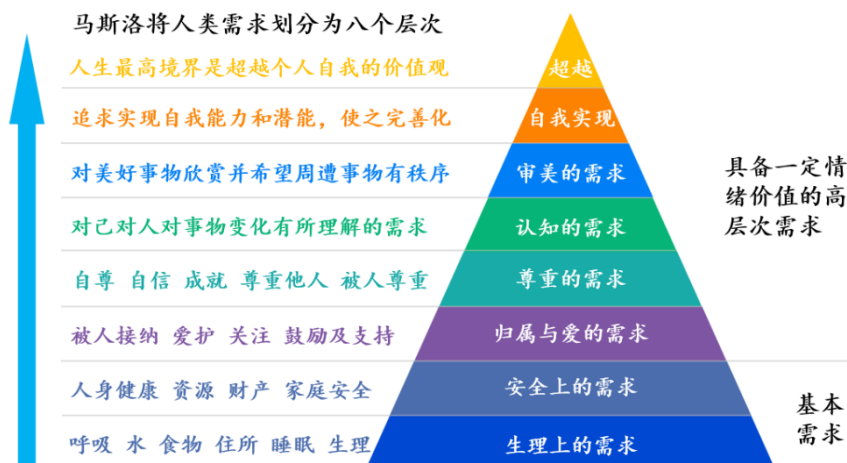


数据来源: 《2024 年轻人消费趋势调查》, 国泰君安证券研究

#### 2.4.6. 情绪价值消费: “情感链接” “自我认同” 日益重要

随着社会收入的提高, 消费不断升级, 人们越来越在意整个消费过程能够获得的情绪满足, 而不仅仅是产品或服务本身, 在消费选择上从对产品和服务的功能、品质、价格、数量等方面的重视升级为对情绪价值的重视。生活资料的富庶使人们的消费理念发生改变, 当人们可以消费越来越多的产品和服务时, 边际效用递减规律使得新增消费带来的效用增量越来越少, 于是收入的提高、物质满足对人的刺激越来越小, 而精神需求变得越来越重要, 人们对消费过程中产品的功能性需求逐渐让位于情绪价值需求。根据知萌《2024 年中国消费趋势报告》, 在更看重精神消费还是物质消费的问题中, 64%的受访者选择精神消费, 36%的受访者选择物质消费, 不同代际的消费者均更看重精神消费, 且越年轻的消费者对精神消费的重视程度越高。而在为快乐而付费的调查中, 有 95.6%的消费者不同程度地愿意为快乐而付费, 表明在从“物质富足”走向“精神富足”的过程中, 消费者更加看重情绪满足、感官愉悦, 付费意愿并不成问题。

图34: 马斯洛将人类需求划分为八个层次, 情绪价值属于较高层次的需求

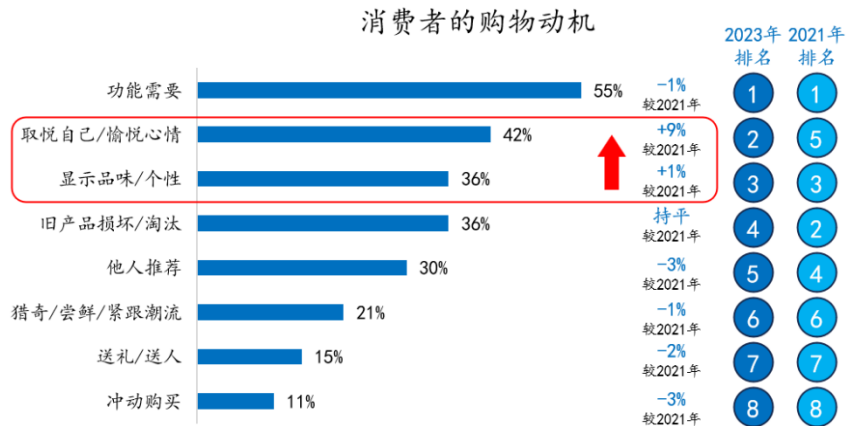


数据来源: 百度百科《马斯洛需求层次理论》, 国泰君安证券研究

面对内卷和焦虑, 越来越多人选择“审慎消费、松弛生活、取悦自我”, 更加注重商品品质以及额外的情绪价值、情感价值。当“焦虑不安”成为当下共同的感受, 如何“对抗”这种不安, 成为人们普遍关注的话题, “努力搞钱”“审慎消费”的趋势愈发明显。越来越多的消费者回归理性实用主义,

重新思考什么东西才是他们真正需要的，尽量减少非理性消费和非必需性支出。同时，消费者更加注重商品品质以及额外的情绪价值、情感价值，品牌不仅要提供功能性体验，更要能够抚慰心灵和情绪，使消费者在每一次消费中获得最大的惊喜感、意义感、价值感和满足感。根据小红书《后疫情消费心理调研报告》，消费者的购物动机中，除了基础的功能需要外，取悦自己/愉悦心情、显示品味/个性的重要性在不断提升，购买决策时更加考虑商品的情绪价值。

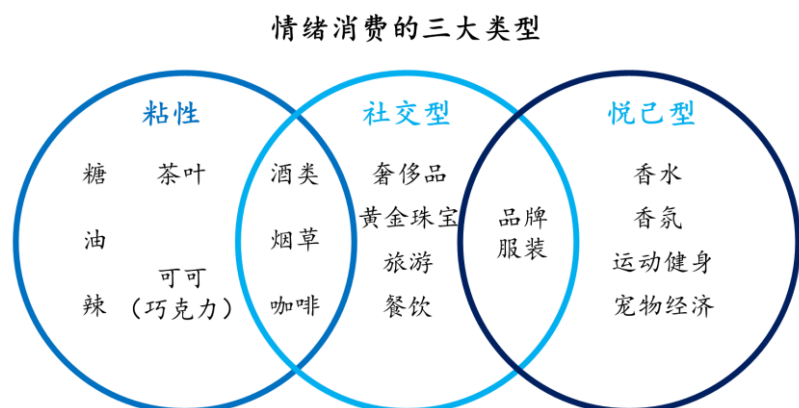
图35: 面对内卷和焦虑，消费者购买决策时更加考虑商品的情绪价值



数据来源：小红书《后疫情消费心理调研报告》，国泰君安证券研究

展望未来，看好三类情绪价值消费：粘性消费、社交型消费、悦己型消费。在情绪化消费的趋势下，品牌不再只是一个符号，它成了一种文化和情感的象征。对企业而言，建立情绪价值的重要性在于帮助企业在激烈的市场竞争中脱颖而出，有文化内涵的品牌，可以从精神的高度上建立更明确、更差异化的品牌定位，拉开和其它品牌的差距。对消费者而言，如果能够创造良好的产品体验、契合消费者自身的情绪状态为其带来满足感和认同感，他们就愿意为此来买单。展望未来，看好三类情绪价值消费：①粘性消费：简单而言就是需求刚性、能让人重复消费的产品，包括休闲品类（酒类、烟草、咖啡、茶、可可）和基础品类（糖、油、辣）；②社交型消费：通常是指消费者为排遣孤独压力、获得圈层归属感的各种消费行为，包括酒类、奢侈品、品牌服装、黄金珠宝等；③悦己型消费：主张忠于自我，注重内在悦己体验，包括品牌服装、香水/香氛、运动健身、宠物经济等。

图36: 情绪消费的三大类型：粘性消费、社交型消费、悦己型消费



数据来源：国泰君安证券研究

### 3. 推荐标的及盈利预测

基于《消费品投资进阶之道》研究框架，我们长期看好中国消费龙头的投资机会，尤其是具备一流商业模式&生意特性、市场前景广阔、成长逻辑清晰、行业竞争格局持续改善的龙头企业，有望在中长期维度上展现其投资价值。

站在当前时点，国内消费板块已经历长达三年的持续调整，估值处于历史最低分位数附近，悲观情绪一定程度上已经反映在股价之中。我们认为2024年下半年伴随宏观经济企稳、促消费政策发力，消费行业有望在供需两端双轮驱动下迎来复苏，相关龙头企业在中长期角度具备较强投资吸引力。

**表1: 推荐标的及盈利预测**

| 所属行业 | 证券代码      | 证券简称  | 当前股价   | EPS   |       |       | PE    |       |       | 评级 |
|------|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|      |           |       |        | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2024E |    |
| 食品饮料 | 000858.SZ | 五粮液   | 126.20 | 7.78  | 8.73  | 9.74  | 16.21 | 14.46 | 12.96 | 增持 |
| 食品饮料 | 600809.SH | 山西汾酒  | 182.35 | 8.56  | 11.04 | 13.70 | 21.30 | 16.52 | 13.31 | 增持 |
| 食品饮料 | 603198.SH | 迎驾贡酒  | 51.25  | 2.86  | 3.64  | 4.55  | 17.92 | 14.08 | 11.26 | 增持 |
| 食品饮料 | 600600.SH | 青岛啤酒  | 64.93  | 3.14  | 3.66  | 4.16  | 20.68 | 17.74 | 15.61 | 增持 |
| 食品饮料 | 000729.SZ | 燕京啤酒  | 9.31   | 0.23  | 0.33  | 0.43  | 40.66 | 28.21 | 21.65 | 增持 |
| 食品饮料 | 300783.SZ | 三只松鼠  | 17.10  | 0.55  | 0.99  | 1.34  | 31.09 | 17.27 | 12.76 | 增持 |
| 食品饮料 | 605499.SH | 东鹏饮料  | 235.40 | 5.10  | 6.55  | 8.12  | 46.16 | 35.94 | 28.99 | 增持 |
| 化妆品  | 603605.SH | 珀莱雅   | 89.82  | 3.01  | 3.79  | 4.68  | 29.84 | 23.70 | 19.19 | 增持 |
| 化妆品  | 2367.HK   | 巨子生物  | 39.35  | 1.49  | 1.76  | 2.22  | 26.41 | 22.36 | 17.73 | 增持 |
| 化妆品  | 603193.SH | 润本股份  | 16.92  | 0.64  | 0.72  | 0.89  | 26.44 | 23.50 | 19.01 | 增持 |
| 社服   | 300662.SZ | 科锐国际  | 14.18  | 1.02  | 1.34  | 1.69  | 13.91 | 10.58 | 8.39  | 增持 |
| 社服   | 605098.SH | 行动教育  | 32.01  | 1.86  | 2.48  | 3.09  | 17.21 | 12.91 | 10.36 | 增持 |
| 社服   | 300795.SZ | 米奥会展  | 15.59  | 1.24  | 1.76  | 2.34  | 12.57 | 8.86  | 6.66  | 增持 |
| 零售   | 9690.HK   | 途虎-W  | 16.90  | 0.30  | 0.85  | 1.36  | 56.33 | 19.88 | 12.43 | 增持 |
| 零售   | 9896.HK   | 名创优品  | 32.55  | 1.42  | 2.19  | 2.64  | 22.92 | 14.86 | 12.33 | 增持 |
| 零售   | 300866.SZ | 安克创新  | 52.10  | 3.97  | 3.60  | 4.17  | 13.11 | 14.47 | 12.49 | 增持 |
| 家电   | 000333.SZ | 美的集团  | 62.84  | 4.93  | 5.31  | 5.72  | 12.75 | 11.83 | 10.99 | 增持 |
| 家电   | 600690.SH | 海尔智家  | 27.39  | 1.79  | 2.02  | 2.27  | 15.30 | 13.56 | 12.07 | 增持 |
| 家电   | 000921.SZ | 海信家电  | 28.29  | 2.08  | 2.57  | 3.01  | 13.60 | 11.01 | 9.40  | 增持 |
| 家电   | 600060.SH | 海信视像  | 19.51  | 1.62  | 1.78  | 2.12  | 12.03 | 10.96 | 9.20  | 增持 |
| 家电   | 1070.HK   | TCL电子 | 5.18   | 0.31  | 0.46  | 0.58  | 16.90 | 11.26 | 8.93  | 增持 |
| 汽车   | 603129.SH | 春风动力  | 139.36 | 6.70  | 8.34  | 10.47 | 20.80 | 16.71 | 13.31 | 增持 |
| 汽车   | 605319.SH | 无锡振华  | 16.58  | 1.11  | 1.49  | 1.84  | 14.94 | 11.13 | 9.01  | 增持 |
| 轻工   | 603816.SH | 顾家家居  | 23.19  | 2.44  | 2.71  | 3.01  | 9.50  | 8.56  | 7.70  | 增持 |
| 轻工   | 603833.SH | 欧派家居  | 44.15  | 4.98  | 5.23  | 5.99  | 8.87  | 8.44  | 7.37  | 增持 |
| 轻工   | 1999.HK   | 敏华控股  | 4.42   | 0.49  | 0.59  | 0.66  | 9.06  | 7.49  | 6.70  | 增持 |
| 轻工   | 1585.HK   | 雅迪控股  | 9.87   | 0.89  | 1.04  | 1.20  | 11.15 | 9.49  | 8.23  | 增持 |
| 纺服   | 2313.HK   | 申洲国际  | 65.55  | 3.03  | 3.76  | 4.36  | 21.63 | 17.43 | 15.03 | 增持 |
| 纺服   | 2020.HK   | 安踏体育  | 69.70  | 3.69  | 4.53  | 4.87  | 18.89 | 15.39 | 14.31 | 增持 |
| 纺服   | 2331.HK   | 李宁    | 14.62  | 1.23  | 1.30  | 1.42  | 11.87 | 11.25 | 10.30 | 增持 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 注: 股价截至2024/7/27, 盈利预测来自各公司最新覆盖报告, 巨子生物、途虎-W、名创优品、TCL电子、敏华控股、雅迪控股、申洲国际、安踏体育、李宁当前股价为港元, 其余单位为人民币

## 4. 风险提示

### ①全球下行压力导致消费市场增长速度放缓

全球地缘政治风险增加、各国债务负担持续上升、国际金融市场的震荡和不稳定因素等，导致全球经济进入一个不确定性全面上升的“乌卡时代”，如果全球经济出现滑坡势，消费市场增长速度可能随之放缓，消费品企业的经营业绩也会随之受到影响。

### ②国内促消费政策效果不及预期，具体落地过程中面临挑战

目前中央各部委、各级地方政府均在大规模落地促消费政策、积极拉动内需，但促消费政策在具体落地过程中存在一定不确定性，是否能够强力带动经济及消费复苏仍有待持续观察和跟踪。

### ③需求弱复苏背景下，消费市场存在竞争进一步加剧的风险

随着社会进步和生产力的提升，国内消费市场涌现出大量的竞争者和供应

者，无论是传统消费品还是新兴消费品行业，产能过剩和需求不足的矛盾使得企业陷入激烈的竞争之中，为了争夺有限的市场份额，企业不得不通过内卷或压力利润率的方式保持竞争力，部分无法适应市场变化、缺乏竞争力的企业面临被淘汰出局的风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|  | 评级     | 说明                                 |
|--|--------|------------------------------------|
| <b>投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。<br><br>以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 股票投资评级 | 增持<br>相对沪深 300 指数涨幅 15%以上          |
|  |        | 谨慎增持<br>相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间 |
|  |        | 中性<br>相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%     |
| 行业投资评级   |        | 减持<br>相对沪深 300 指数下跌 5%以上           |
|  |        | 增持<br>明显强于沪深 300 指数                |
|  |        | 中性<br>基本与沪深 300 指数持平               |
|  |        | 减持<br>明显弱于沪深 300 指数                |

## 国泰君安证券研究所

|         | 上海                       | 深圳                              | 北京                           |
|---------|--------------------------|---------------------------------|------------------------------|
| 地址      | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层 | 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层 | 北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层 |
| 邮编      | 200041                   | 518026                          | 100032                       |
| 电话      | (021) 38676666           | (0755) 23976888                 | (010) 83939888               |
| E-mail: | gtjarsearch@gtjas.com    |                                 |                              |



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告