

供给视角看消费

食品饮料

——消费品投资进阶之道系列四

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。
- 消费品行业的供给情况直接关系到消费者的购买选择和市场繁荣程度。** 供给情况反映了市场上可供消费者选择的商品种类、数量和质量，这些因素会直接影响消费者的购买决策。当市场提供足够多样化的产品时，消费者会根据自己的需求和偏好积极购买，有助于市场繁荣；反之，如果市场供给不足或过于单一，可能会限制消费者的购买选择。因此，每当经济增长承受压力时，政府通常会提高市场供给的质量和数量（包括但不限于发放消费券、优化汽车购买限制、推动家电下乡和以旧换新、完善消费基础设施建设等），有效刺激消费者的购买意愿，推动经济和消费市场的健康发展。
- 政府调控、科技创新是影响消费供给的核心要素，直接决定和影响行业准入门槛、供给结构和产品质量。** 政府可以通过设定特定的标准或条件，限制或鼓励特定类型的企业进入市场，或者通过增减税率的方式（增值税、消费税），优化行业供给。科技创新可分为产品颠覆式创新和产品渐进式改良，两种方式相互补充、相互促进，共同推动技术进步和产业升级，创造新的市场需求。科技创新还能在生产端、供应链端、营销端全面赋能企业，大幅提升企业生产效率、降低生产成本，优化消费品市场的供给结构和产品质量。
- 成本波动、行业出清共同塑造消费品行业竞争格局，通过优胜劣汰机制提高消费品供给效率、供给质量。** 成本波动（原材料价格、劳动力成本、供应链风险等）会直接影响消费品企业的生产决策和产品定价策略，进而影响市场的供给情况。例如当原材料价格上涨时，生产成本增加会侵蚀企业经营利润；当原材料价格下跌时，企业盈利能力改善可能带来二级市场投资机会。行业出清也会对消费品供给产生重要影响，随着供给侧改革和结构升级的推进，一些不适应市场变化、竞争力较弱的企业被淘汰出局，一些具备优秀激励机制和战略前瞻的企业能够脱颖而出，获得更多的市场份额和盈利机会，竞争格局优化有助于提高整体行业的供给效率和供给质量。
- 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《饮品、啤酒优先，旺季期待成长修复》2024.08.18

食品饮料《消费品企业三力模型》2024.08.11

食品饮料《茅台超预期分红，饮料景气与竞争并存》2024.08.10

食品饮料《周期、市场审美和白酒价值形态演绎》2024.08.07

食品饮料《需求视角看消费》2024.08.05

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 关注公号 回复: “**研究报告**” 加入“起点财经”微信群

目录

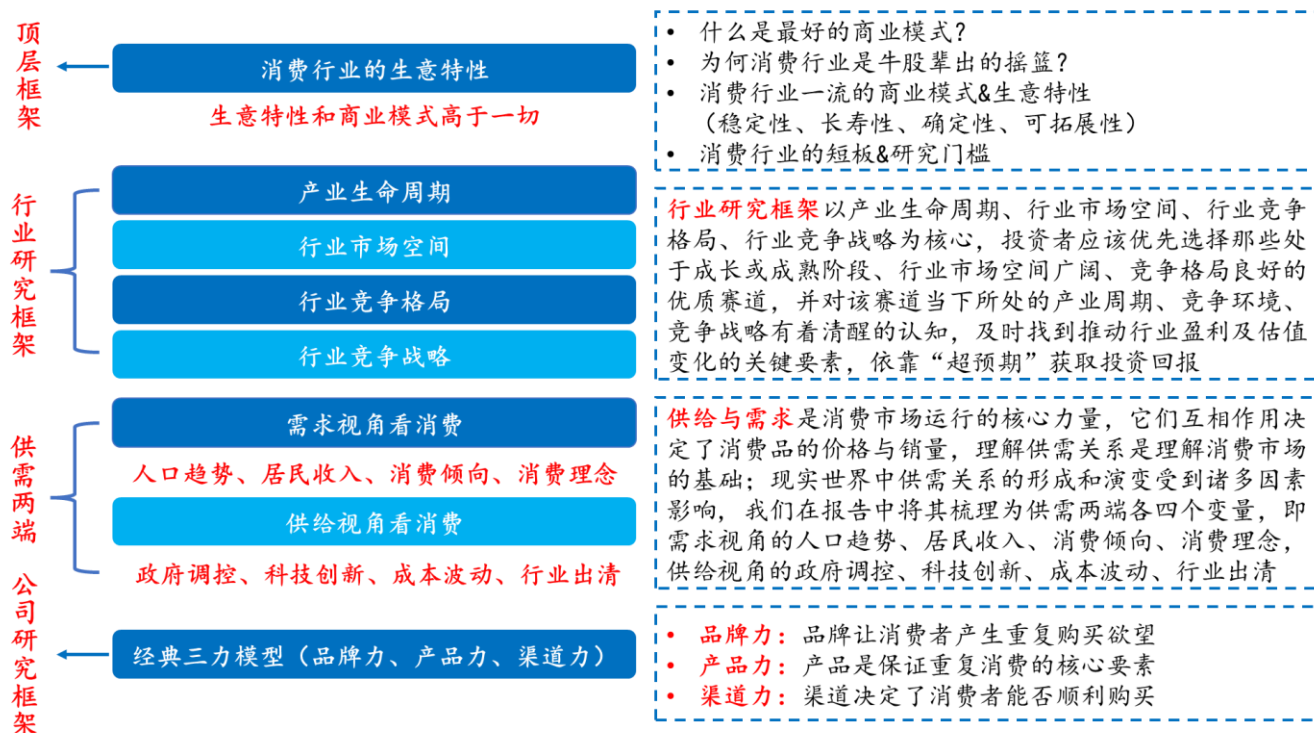
1. 序言	3
2. 供给视角看消费	3
2.1. 政府调控	4
2.1.1. 行业准入政策：通过特许经营权等提高行业进入壁垒	4
2.1.2. 税率调控政策：消费税和增值税直接影响供给端成本结构	5
2.1.3. 特殊补贴政策：定向补贴/消费券有助于激发消费活力	6
2.2. 科技创新	7
2.2.1. 产品颠覆式创新：科技新物种的诞生创造新的市场需求	7
2.2.2. 产品渐进式改良：通过不断微调和优化满足消费者的需求	8
2.2.3. 重塑企业业务链：全面赋能生产端、供应链端、营销端	9
2.3. 成本波动	10
2.3.1. 原材料价格：涨价推高企业生产成本，降价带来投资机会	10
2.3.2. 劳动力成本：人力密集型消费品企业格外重视劳动力成本	13
2.3.3. 供应链风险：特殊时期供应链短缺可能严重影响企业成本	14
2.4. 行业出清	15
2.4.1. 产能周期变化：供需关系是产能周期变化的核心原因	15
2.4.2. 市场集中度提升：经济转型、政策引导、消费升级共同驱动	16
2.4.3. 行业格局改善：完全竞争→垄断竞争→寡头垄断/完全垄断	17
3. 推荐标的及盈利预测	18
4. 风险提示	19

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. 供给视角看消费

消费品行业的供给情况直接关系到消费者的购买选择和市场的繁荣程度。消费品行业的供给情况反映了市场上可供消费者选择的商品种类、数量和质量,这些因素会直接影响消费者的购买决策。当市场提供足够多样化的产品时,消费者有了更多的选择,可以根据自己的需求和偏好进行购买,有助于促进市场的繁荣。反之,如果市场供给不足或过于单一,可能会限制消费者的选择,影响市场的活跃度。因此,消费品市场的供给情况不仅是消费者购买选择的基础,也是市场繁荣程度的关键要素。每当经济增长承受压力时,政府通常会通过提高市场供给的质量和数量(包括但不限于发放消费券、优

化汽车购买限制、推动家电下乡和以旧换新、完善消费基础设施建设等),有效刺激消费者的购买意愿,从而推动经济和消费市场的健康发展。

政府调控、科技创新、成本波动、行业出清是影响消费品行业供给的四大核心要素。通过理解和分析这四大要素,我们可以更深入地理解市场供应的运行机制,更准确地预测市场供应的变动。①政府调控在消费品行业供给端扮演着重要角色,政府可以通过设定特定的标准或条件,限制或鼓励特定类型的企业进入市场,或者通过增减税率的方式,优化行业供给;②科技创新对消费品行业的供给有着显著影响,科技创新可以催生众多科技新物种的诞生,或者推动产品渐进式改良,创造新的市场需求,而且在供应链端、场景端、营销端等方面大幅提升生产效率、降低生产成本,从而增加市场供给;③成本波动是影响消费品供给的另一个重要因素,原材料价格、劳动力成本、供应链风险会直接影响消费品企业的生产决策和产品定价策略,进而影响市场的供给情况,例如当生产成本上升时,企业可能会减少产量或提高产品价格以保持利润;④行业出清对消费品供给也有重要影响,随着供给侧改革和结构升级的推进,一些不适应市场变化、竞争力较弱的企业被淘汰出局,一些具备优秀激励机制和战略前瞻的企业能够脱颖而出,获得更多的市场份额和盈利机会,这种行业出清有助于优化行业结构,提高整体行业的供给效率和供给质量。

2.1. 政府调控

2.1.1. 行业准入政策: 通过特许经营权等提高行业进入壁垒

政府调控在消费品行业供给端扮演着重要角色,政府可以通过行业准入限制来影响行业的发展。政策限制是政府用来调控市场、保护消费者利益、避免市场失灵、维护行业健康发展的重要手段。在一些特定领域,例如烟草制造、酒类生产、烟酒零售、银行、证券交易行业等,政府通过授权或特许经营的方式严格控制市场准入。这些行业的进入门槛较高,企业必须遵守政府的决策和法规,否则无法获得经营许可。此外,政府通过行业准入限制还可以实现对供给端的间接调控,影响行业的供给结构和产品质量,例如政府可以通过审批流程管理来调节供给量,这种控制不仅可以帮助政府更好地管理市场,还可以根据市场需求和产业发展趋势,灵活调整现有政策,引导行业向更加规范、高质量的方向发展。

当行业出现产能过剩问题时,限制政策可以有效维护市场秩序,防止无序竞争和过度竞争,避免内卷和价格战导致的资源浪费和市场混乱。政府通过制定和评价长期可持续增长政策,特别是通过估算全要素生产率,来调整经济结构、促进技术进步,从而影响消费品行业的供给。当行业出现产能过剩问题时,政府会对企业的资质、规模、技术等方面进行全面评估,有效控制进入特定行业的企业数量和质量。通过设定较高的准入门槛,政府可以限制那些技术落后、规模较小或者不符合环保标准的企业进入市场,从而优化资源配置,避免资源被低效企业浪费,促进资源向高效企业集中,减少无效和低效的市场竞争,提高整个行业的生产和运营效率。

以光伏和新能源汽车行业为例,政府颁布多条行业准入政策及管理办法,通过“有形之手”有效管理行业供给。在行业发展初期,市场对光伏和新能源汽车产业的预期往往过于乐观,导致投资者和企业对未来市场需求的估计过高,一些企业为了抢占市场份额,存在过度投资现象。当市场增长未能跟上产能扩张的步伐时,就容易出现产能过剩的问题。为了有效管理行业供给,中国政府出台了一系列有力措施,包括调整补贴政策、推动产业升级、鼓励技术创新、扩大国内市场需求、加强国际合作等。同时,光伏和新能源汽车企业也在通过兼并重组、提高产品质量和竞争力、开发新兴市场等方式,积极应对行业产能的挑战。随着行业的逐步成熟和市场的稳定,预计光伏和

新能源汽车行业的产能问题将得到有效缓解。

图2：光伏与新能源汽车行业准入政策及管理办法

行业	法规政策	具体内容
光伏	《光伏制造行业规范条件（2024年本）》	该规范条件按照优化布局、调整结构、控制总量、鼓励创新、支持应用等原则制定，涵盖生产布局与项目设立、工艺技术、资源综合利用及能耗、智能制造和绿色制造、环境保护、质量管理和知识产权、安全生产和社会责任等方面。
	《光伏制造行业规范公告管理办法（2024年本）》	该办法规定了光伏制造企业公告申请的受理、审核、监督管理及动态管理等方面的具体要求和程序，确保企业符合相关规范条件并持续保持规范要求
	《国务院关于促进光伏产业健康发展的若干意见》	规定了光伏制造企业公告申请的受理、审核、监督管理及动态管理等方面的具体要求和程序。该办法明确了企业申请公告的条件、审核流程、监督检查及撤销公告资格的具体情形，确保企业符合相关规范条件并持续保持规范要求
	《太阳能光伏产业综合标准化技术体系》	该体系涵盖了光伏材料、光伏电池、光伏组件、光伏部件、光伏发电系统及光伏应用等多个方面，形成了科学合理、技术先进、协调配套的标准体系框架。
新能源车	《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》	该规定明确了新能源汽车生产企业及其产品准入的条件、程序和监督管理措施，确保新能源汽车产品符合国家相关法律、行政法规和安全技术标准。
	《新能源汽车生产企业准入审查要求》	规定了新能源汽车生产企业在设计开发能力、生产能力、产品生产一致性能力、售后服务及产品安全保障能力等方面的具体要求，确保企业能够生产出符合国家标准和安全要求的新能源汽车产品。
	《新能源汽车产品专项检验项目及依据标准》	详细列出了新能源汽车产品在设计、生产和使用过程中需要符合的各项检验项目和标准，包括电池安全、驱动电机系统、电动汽车安全要求、电磁兼容性、能耗测试等，确保新能源汽车产品的安全性和可靠性
	《企业集团下属企业的准入审查要求》	简化了大型汽车企业集团下属企业（包括下属子公司及分公司）的准入条件，允许在企业集团统一规划、统一管理、承担相应监管责任的前提下，适用简化的准入审查要求
	《企业集团下属企业的准入审查要求》	由工业和信息化部发布的，包含经过许可的道路机动车辆生产企业及其产品信息的公告，确保这些企业和产品符合国家相关法律法规和标准要求。

数据来源：国务院，国家发改委，国泰君安证券研究

2.1.2. 税率调控政策：消费税和增值税直接影响供给端成本结构

政府通过调整税率，尤其是消费税和增值税的调整，可以直接影响企业的成本结构和市场竞争力，进而影响行业供给。增值税从本质来讲是指对商品或服务在生产流通过程中的增值部分进行征税，属于“价外税”，通常由消费者负担。当政府降低增值税税率时，企业和消费者都将直接获益，减税措施允许企业将节省下来的资金用于投资研发、扩大生产规模、改善经营环境等方面，促进企业的长期发展和创新。增值税的降低，也会为消费者带来实实在在的价格实惠，许多企业还会将节省下来的税务成本直接返还给消费者，进一步降低商品价格，激发消费者的购买热情。例如 2019 年政府将制造业 16%的增值税税率降至 13%时，无论是进口车企还是国产车企纷纷选择降价促销，宝马、奔驰、路虎、江铃等品牌车型售价下调数千至数万元不等，消费者成为最终受益者，车市销量在税率政策带动下有所提振。

图3：我国主要税种的税收占比和分配方式

权属分类	税种	2023年税收占比	细分	中央占比	地方占比
中央税： 中央政府财政收由国税局和海关征收	消费税	8.9%		100%	
	关税	1.4%		100%	
	车辆购置税	1.5%		100%	
	船舶吨位费	<1%		100%	
地方税： 各级政府财政收入，与地方经济利益关系密切由国税局统一征收后划转给地方政府	土地增值税	3.8%	房地产专项税		100%
	契税	3.3%			100%
	房产税	2.1%			100%
	城镇土地使用税	1.3%			100%
	耕地占用税	0.8%			100%
	车船税、烟叶税、环境保护税	<1%			100%
中央地方共享税： 中央与地方按比例分享的财政收入，一直由国税局负责征收管理	增值税	38.3%	海关代征增值税	100%	
			非海关代征增值税	50%	50%
	企业所得税	22.7%	央企、地方银行和外资银行及非金融企业、各银行总行、铁道部门、各保险公司等缴纳部分	100%	
			其他企业缴纳部分	60%	40%
	个人所得税	8.2%		60%	40%
	城市维护建设税	3.1%	铁道、银行总行、保险总公司集中缴纳部分	100%	
			其他企业缴纳部分		100%
	印花税	2.1%	证券交易印花税收入	100%	
			非证券交易印花税		100%
	资源税	1.7%	海洋石油企业缴纳	100%	
			非海洋石油企业缴纳		100%

数据来源：国家税务总局，国泰君安证券研究

政府对特定商品（例如奢侈品、高端白酒、高端汽车、贵重首饰、香烟）征收消费税，也会显著影响行业供给。出于正确引导消费、限制过量消费、调节支付能力等方面的考虑，政府会对特定商品征收消费税。对消费者而言，征税后终端价格上涨可能会减少他们的购买意愿，抑制高水平或超前的消费行为，促进理性消费。对企业而言，消费税的增加虽然提高了商品价格，但转嫁给消费者的税收压力可能导致产品销量出现下降，影响其盈利能力。例如 2006 年我国曾进行过一次史上最大规模的消费税调整，将高尔夫球及球具、游艇和高档手表等奢侈品纳入消费税的征收范围，分别按照 10% 和 20% 的税率进行征收，并对乘用车按照排气量大小征收 3% 至 20% 的六档税率。此次消费税改革后，奢侈品行业短暂遇冷，消费者的购买热情明显降温，导致奢侈品市场容量有所减少，企业需要调整进货量和产量，通过精益管理自行消化分担奢侈品征税带来的利润下降。

2.1.3. 特殊补贴政策：定向补贴/消费券有助于激发消费活力

政府对特定行业进行补贴，为相关企业提供资金支持，可以有效降低企业的生产成本，提升企业的生产技术、创新能力和市场开拓能力。政府对特定行业的补贴实际上是对该行业表达的一种信心，认为其具备发展潜力。这种信心的表达能够吸引更多资本入场，带动相关产业链上下游的发展，形成良性循环。以新能源汽车行业为例，自 2009 年开始，我国政府先后出台了 60 余项新能源汽车产业政策，鼓励电池、电机、电控、自动驾驶等核心技术发展。这些政策力度大、范围广，有效吸引了民间资本的大量涌入，同时也吸引了高端人才投入到新能源汽车产业中，为市场发展打下了良好基础。目前中国已成为全球最大的新能源汽车市场，产销量连续多年位居全球第一，全球占比超过 60%，其庞大的消费市场和丰富多样的用车环境为新能源汽车技术研发、迭代升级提供了土壤。凭借在销量、技术、规则等方面的领先，中国已经成为当之无愧的“新能源汽车强国”。

除促进产业发展外，政府补贴政策（消费券）还能撬动消费需求、激发消费

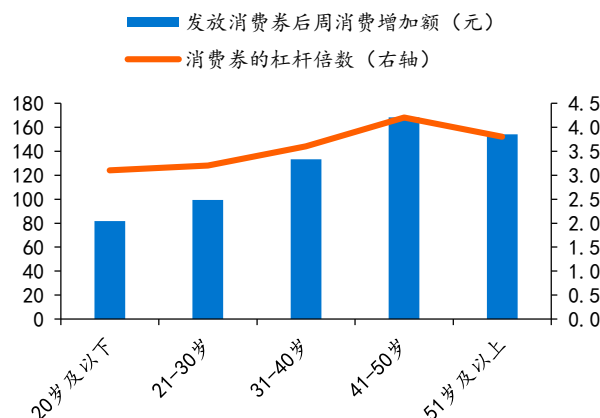
市场活力。在三年疫情期间，我国政府发放过多轮消费券，覆盖大型商超、餐饮、家电、百货、旅游、文化等多个领域。消费券作为政府财政支出，本质上是政府对该行业进行价格补贴，且大多数消费券需要满足一定金额后才可使用，此举旨在帮助政府仅动用少量资金即可撬动更多的消费需求，充分发挥消费券的杠杆作用。当消费者收到消费券后，商品的“相对价格”有所下降，潜在消费意愿被激发出来，边际消费倾向明显增加，达到“四两拨千斤”的效果。根据北京大学光华管理学院和蚂蚁金服的研究数据，消费券的刺激效果较为明显，政府1元钱的消费券补贴能够带来平均3.5元以上的新增消费，并且消费券对中老年群体的刺激效果更佳（发放消费券后，41岁以上消费者周消费增加额和杠杆倍数高于年轻人）。

图4：政府1元钱消费券带来3.5元以上的新增消费



数据来源：北京大学光华管理学，蚂蚁金服

图5：消费券对中老年群体的刺激效果更为明显



数据来源：北京大学光华管理学，蚂蚁金服，国泰君安证券研究

2.2. 科技创新

科技创新可划分为两种——**激进式科技创新（产品颠覆式创新）**和**渐进式科技创新（产品渐进式改良）**。激进式科技创新通常会带来技术的突破性改变，催生科技新物种的诞生，对整个行业产生颠覆性影响，但激进式创新通常需要克服许多技术和市场上的障碍，其成功往往伴随着较高的发展风险，一旦成功，其带来的商业价值也可能非常惊人。相比之下，渐进式创新通常是在现有技术的基础上进行微小的改进或优化，以提高产品或服务的性能、效率或降低成本。这种创新方式虽然不会像激进式创新那样引起行业的巨大变革，但它在持续改进产品和服务、提高市场竞争力方面发挥着重要作用。在现实世界中，两种创新方式并不是相互排斥的，而是相互补充、相互促进，共同推动技术进步和产业升级。

2.2.1. 产品颠覆式创新：科技新物种的诞生创造新的市场需求

产品颠覆式创新会催生科技新物种的诞生，通过引入新技术和创新模式，推动消费行业供给的创新和升级，创造新的市场需求。哈佛大学商学院教授克里斯滕森在《创新者的窘境》一书中最早提出颠覆性创新理论，颠覆式创新通常是指那些创造出完全不同的技术路线、产品或商业模式，新颖程度更大、影响程度更深的创新。产品颠覆式创新通过引入全新的技术或服务模式，打破了传统产品和服务的界限，创造了全新的市场空间和商业模式，开辟出全新的“蓝海市场”。尤其是在科技发展日新月异的当下，伴随5G、AI、云计算、VR/AR、物联网等技术的快速突破，我们见证了众多科技新物种的诞生，例如开辟智能手机新时代的iPhone、重新定义电动汽车行业的特斯拉、重新定义吹风机的技术领导者戴森、改变人类办公和生活方式的ChatGPT/Sora/Kimi等AI语言大模型。每一个科技新物种的出现，伴随的都可能是数百亿甚至数千亿的蓝海市场，不仅催生了新的产业方向，也为社

会和经济的发展带来了新的动力。

图6: 科技新物种能够催生新的行业、新的市场、新的商业模式



数据来源: 国泰君安证券研究

2.2.2. 产品渐进式改良: 通过不断微调和优化满足消费者的需求

对于创新属性较弱的消费品, 科技创新和产品渐进式改良可以在现有技术和市场基础上进行逐步优化和提升, 让原本已经成熟的品类重新焕发活力。相对于激进式科技创新, 渐进式科技创新主要通过逐步改进和优化现有技术或产品, 进行不断的、渐进的、连续的小创新, 最终实现产品性能提升或效率改善。这种创新方式更加注重在现有技术框架内的逐步提升和优化, 而不是进行颠覆性的技术革新, 其优势在于稳定性和可持续性, 创新的相对风险较低, 更容易被市场接受和推广。此外, 渐进式创新往往能够更好地适应市场需求的变化, 通过不断的微调和优化来满足消费者的需求, 从而保持产品的竞争力。在许多消费品类中, 我们都能看到渐进式创新的身影, 例如家电 (空调、冰箱、洗衣机)、汽车、消费电子 (手机、笔记本电脑、耳机) 等, 这些品类每年都会进行改款升级, 对现有产品的功能和性能进行优化, 以适应不断变化的市场需求, 为消费者提供更好的用户体验。

图7：产品渐进式改良通过不断的微调和优化来满足消费者的需求



空调

技术升级突破行业天花板



冰箱

智能冰箱实现智能控制和食材管理



洗衣机

智能洗衣机自动进行洗涤调配



手机

智能手机渐进式科技创新



笔记本电脑

笔记本电脑性能逐年提升



耳机

无线耳机提供更好的生活体验

数据来源：国泰君安证券研究

2.2.3. 重塑企业业务链：全面赋能生产端、供应链端、营销端

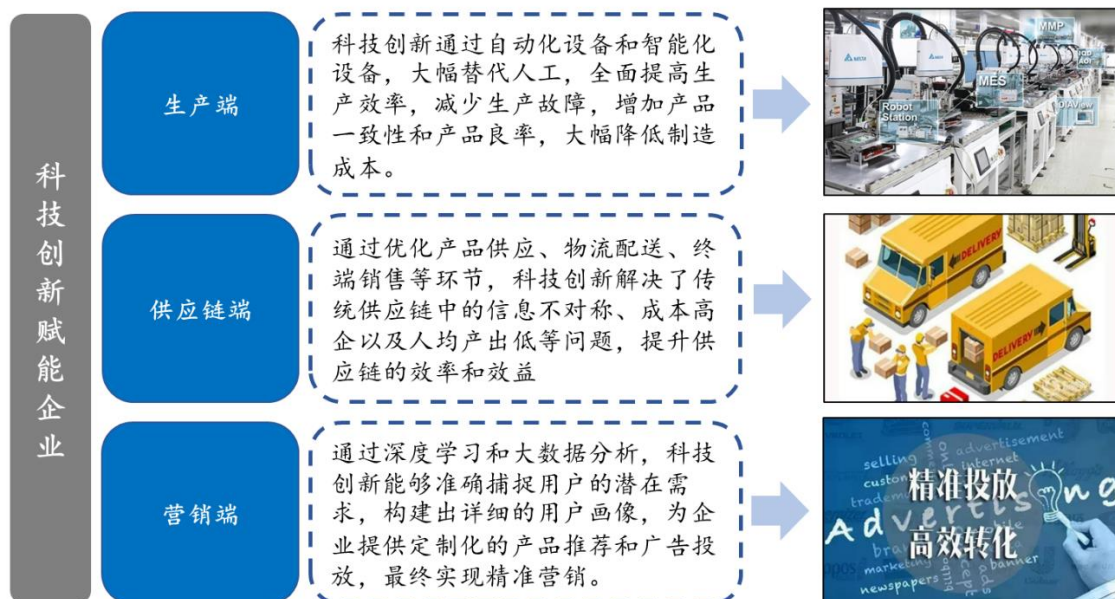
科技创新不仅实现产品颠覆式创新和产品渐进式改良，创造了新的市场需求，还会对消费品企业各个业务链条产生深远影响，通过生产创新、供应链优化、营销变革等方式，显著影响消费行业的供给。

①生产端：通过引入自动化设备和智能化设备，科技创新能够全面提升企业生产效率，减少生产故障，增加产品一致性和产品良率，大幅降低制造成本。对于用工成本较高的劳动密集型企业，科技创新能够达到“机器换人”或者“部分替代”的效果，大幅缩减低技能劳动力的需求，形成更加综合的、体现在中高技术产品上的成本优势。同时，科技创新在产品设计和开发阶段的应用可以帮助企业快速推出符合市场需求的新产品，通过模拟和预测，辅助研发人员在早期阶段优化产品设计，减少开发周期和生产成本。

②供应链端：科技赋能消费品供应链，通过整合来自供应商、制造商、物流提供商、零售商等不同来源的数据，AI 可以帮助企业实现实时数据分析和预测，优化原材料采购、库存管理、物流配送等环节，系统能够实时分析供应链各环节的数据，提供决策支持，从而减低库存成本，增强供应链效率。此外，许多消费品企业还将AI 算法引入供应链，分析过往的销售记录、客户交易、订单模式、产品特征，优化生产计划和交付计划，快速应对市场需求变化，大幅增强需求可预测性，通过高效的配送系统，确保产品能够快速送达消费者手中。

③营销端：AI 技术能够自动处理和分析海量数据，准确捕捉用户的潜在需求，通过收集购买记录、网站浏览记录、社交媒体活动等数据，AI 技术可以更了解客户的兴趣、需求和行为模式，构建出详细的用户画像。基于这些数据，AI 算法可以判断用户属性和偏好，将广告投放定向至潜在目标群体，为用户提供更加个性化、精准的营销服务。这种定制化的体验能够增强用户的满意度和忠诚度，为企业带来长期稳定的客户群，帮助企业在有限预算下实现广告效果的最大化。在 ChatGPT/Sora/Kimi 等聊天机器人日渐成熟之后，许多企业还会使用聊天机器人与用户实现智能对话，了解用户的情感倾向和喜好，快速解答用户问题，提高客户满意度和服务效率。

图8：科技创新对企业生产端、供应链端、营销端产生深远影响



数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 成本波动

成本波动是影响消费品供给的另一个重要因素，原材料价格、劳动力成本、供应链风险等会直接影响消费品企业的生产决策和产品定价策略，进而影响市场的供给情况。当消费品企业生产成本降低时，企业利润相应提高，企业愿意供应的产品数量自然就会增加；反之，当消费品企业生产成本上升时，企业利润受到挤压，企业可能会减少产量或提高产品售价以保持利润。这些成本波动不仅影响了企业的盈利能力，还间接影响了消费者的购买力和信心，进而影响经济复苏和行业发展。对于行业巨头和大型企业而言，凭借强大的品牌实力和全球影响力，可以通过涨价缓解成本压力。然而，对于更多中小企业而言，成本上涨意味着更激烈的竞争，一些企业可能会陷入更艰难的境地，导致行业加速出清和竞争格局优化。

2.3.1. 原材料价格：涨价推高企业生产成本，降价带来投资机会

当原材料价格上涨时，企业生产成本增加，利润空间受到挤压，导致盈利能力下滑。此时就要看企业能否顺利将涨价压力传导至下游，从原材料价格传导机制来看，这种传导能力主要取决于市场供需情况（买方市场还是卖方市场）、企业的行业地位和议价能力、行业自身特性等因素。

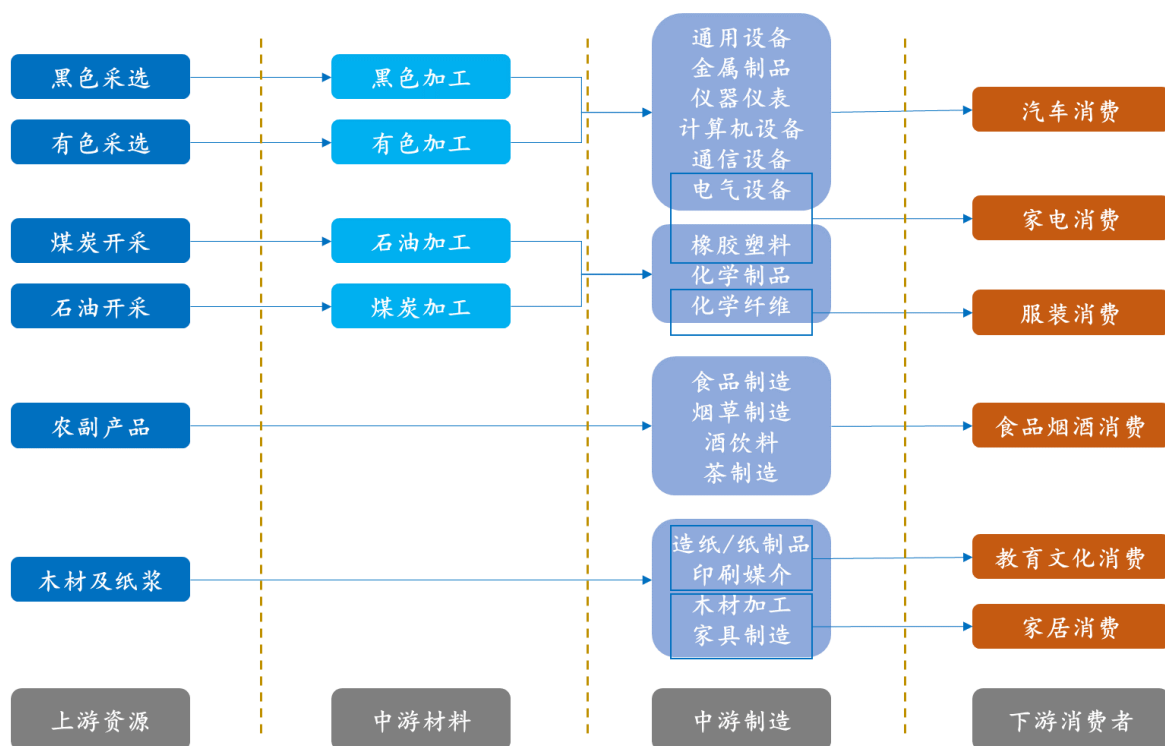
①**市场供需情况：**当市场需求旺盛时，企业更容易将成本压力转移到下游，消费者对价格上涨的接受度较高；反之，如果市场需求下滑，甚至出现供给远远大于需求的情况（产能过剩），企业很难完全将成本压力转移到下游，可能需要通过压缩自身利润来消化成本上涨的压力，导致企业的竞争力下降，订单减少，资金运转困难。

②**企业的行业地位和议价能力：**处于行业领先地位、具备规模优势的龙头企业，通常具有较强的议价能力，能够更好地将成本压力向下游传递；相反，中小企业在面对原材料成本上涨时，很难通过大规模采购降低高价原材料带来的风险，导致企业利润空间被大幅侵蚀。

③**行业自身特性：**不同行业的特性也会影响原材料成本压力的传导，例如对于动力电池行业，如果下游主机厂具备较强的议价能力，并且之前已经签订长期合同，那么动力电池企业在面对原材料价格上涨时，可能难以提高产品

售价，只能通过压缩毛利率来承受成本压力。

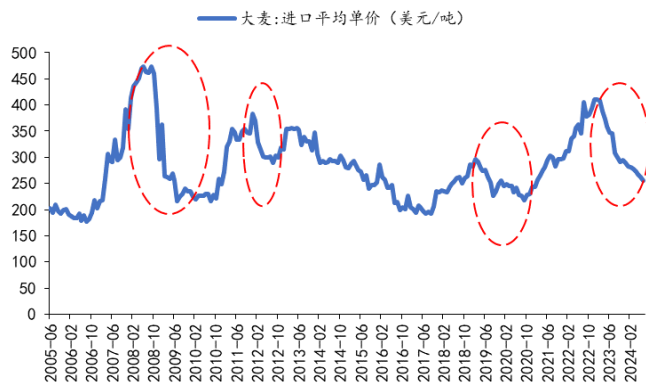
图9：消费品企业的原材料价格传导机制



数据来源：国泰君安证券研究

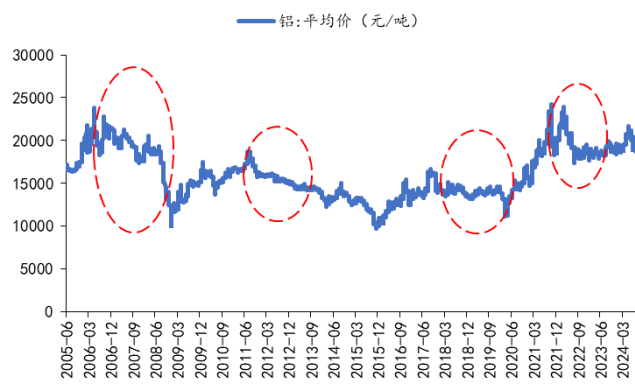
当原材料价格下降时，企业生产成本降低，利润空间增厚，可能带来绝佳的投资机会（典型案例：原材料价格下降，催生啤酒超级大年）。复盘啤酒行业发展历史后不难发现，2006 年以来，啤酒行业出现过四轮较为明显的原材料价格波动，2007-2008、2011-2012、2017-2018、2020-2021 年原材料价格上涨，此后出现明显回落，带动主要啤酒公司毛利率持续改善（从主要原材料单季度的市场均价同比由涨转跌，到啤酒公司报表端毛利率提升，大约滞后两个季度）。根据 A 股啤酒上市公司披露数据，结合前期成本走势及公司交流测算，我们估测直接材料成本占营业成本 65%左右，其中包材占比 45%左右（包材主要包括铝罐、玻璃瓶、纸箱等），酿酒材料占比 20%左右（酿酒原料包括大麦、大米/淀粉、啤酒花、酵母等）。在原材料价格下降过程中，厂家较少让利给消费者，渠道费用率控制在较低水平，因此在报表端企业将直接受益原材料成本改善带来的利润弹性。

图10：大麦进口平均单价波动情况



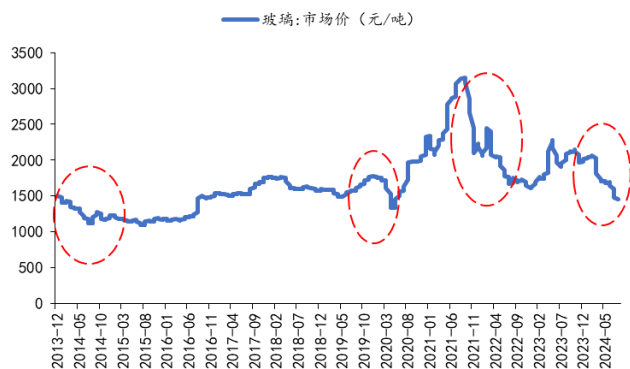
数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

图11：铝价波动情况



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图12: 玻璃市场价波动情况



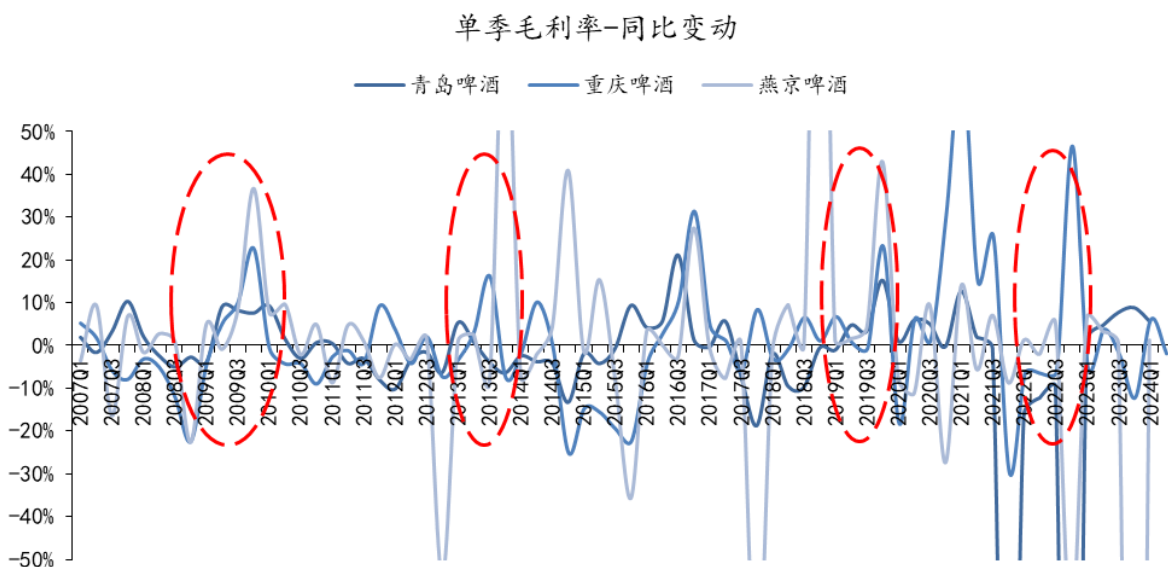
数据来源: 国家统计局, 国泰君安证券研究

图13: 瓦楞纸出厂价波动情况



数据来源: 中纸在线, 国泰君安证券研究

图14: 复盘历史, 啤酒原材料价格同比转跌约两个季度后, 09Q2、13Q1、19Q1、22Q1 毛利率出现改善



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

复盘历史股价来看, 在原材料成本改善期, 主要啤酒公司股价涨幅较明显:

①2009Q1-Q2 开始的这一轮成本改善由于适逢金融危机后经济和股市修复, 主要上市啤酒公司股价均出现了翻倍式上涨。2008/11/3 至 2009/11/13 期间, 青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒分别上涨 131%、69%、133%, 相对大盘指数(A 股对应上证、港股对应恒指)分别实现超额收益 45.2%、11.5%、47.9%。

②2012Q1 开始、2012Q3 加速的这轮成本改善, 2013Q1 主要啤酒公司报表端毛利率改善开始显现, 这一轮青岛啤酒涨幅相对明显, 华润啤酒、重庆啤酒受到非主业影响, 此轮股价表现相对平稳。2012/11/28 至 2013/10/21 期间, 青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒分别上涨 67%、0%、26%, 相对大盘指数分别实现超额收益 54%、-8%、13%。

③2018Q3 包材成本下跌、2019Q2 大麦价格下跌, 叠加结构升级红利, 这一轮青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒股价均实现显著超额收益, 股价上涨从 2019 年初开启, 也与 2019Q1 毛利率开始边际改善的时间相合。2019/1/14 至 2019/11/15 期间, 青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒分别上涨 66%、77%、76%, 相对大盘指数分别实现超额收益 52%、77%、62%。

④2021Q4 包材成本下跌, 2022Q1 主要啤酒公司报表端毛利率触底回升, 2022Q2 主要啤酒公司股价开启一波涨幅, 至 2023Q1 达到本轮股价涨幅高

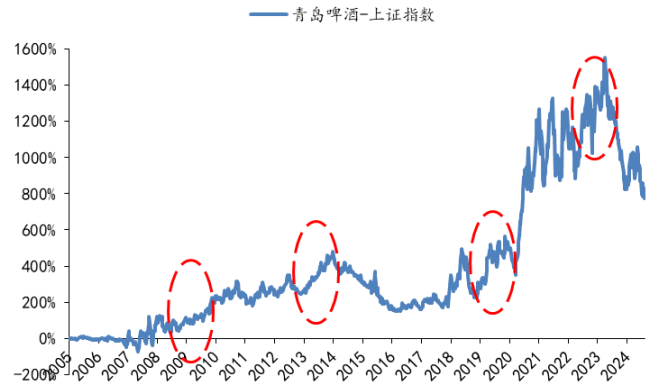
点。2022/5/10至2023/3/30期间，青岛啤酒、华润啤酒、重庆啤酒分别上涨52%、59%、17%。2023年啤酒行业产销量呈现“前高后低”的态势，2023Q2啤酒板块进入阶段性调整，终端动销偏弱影响啤酒市场复苏节奏。

图15：四轮成本改善期，青啤股价涨幅至少50%以上



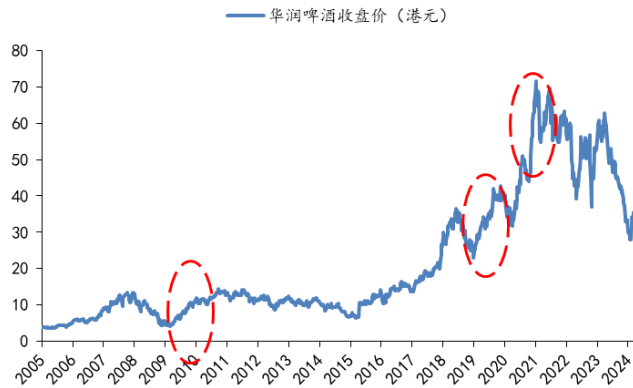
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图16：四轮青啤涨幅相对大盘超额收益均在50%以上



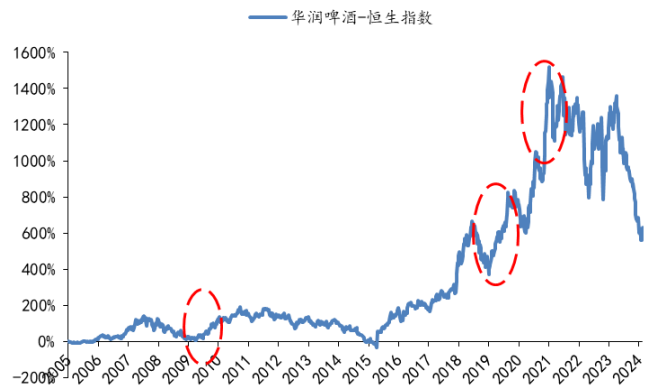
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图17：华润啤酒在成本改善期股价表现较好



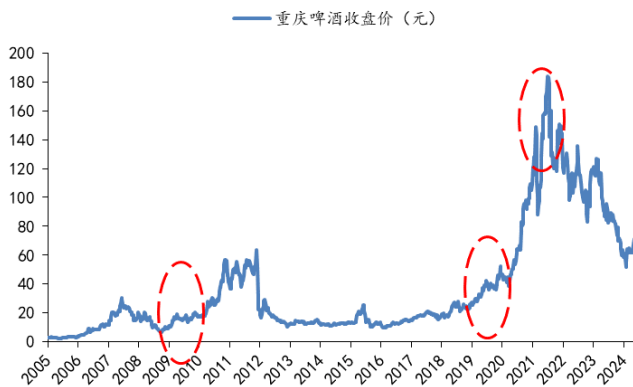
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图18：华润啤酒2009、2019年相对恒指超额收益明显



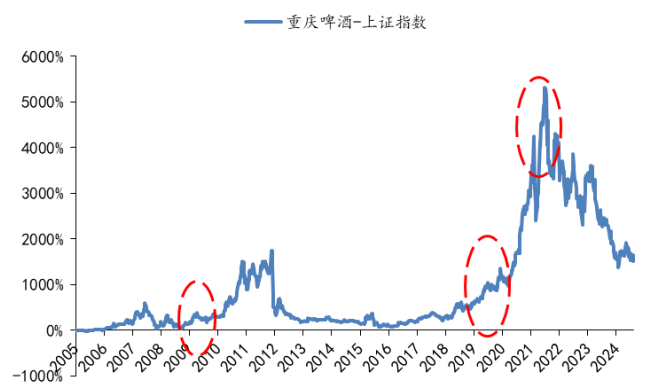
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图19：重庆啤酒股价在2009、2019年弹性较为明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图20：重庆啤酒在2009、2019年超额收益显著



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

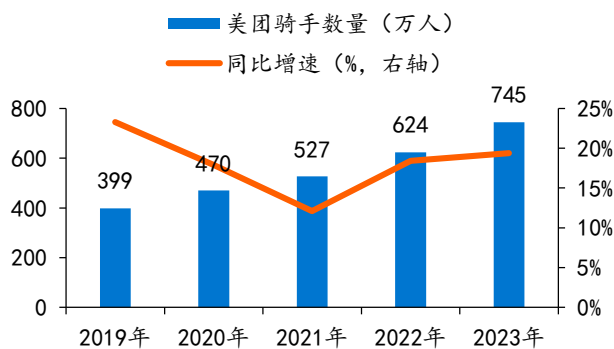
2.3.2. 劳动力成本：人力密集型消费品企业格外重视劳动力成本

人力密集型消费品企业在面对劳动力成本上升的挑战时，需要通过提高产品价格、提高劳动生产率、增加资本投入（机器换人）等方式来应对，以保持市场竞争力和盈利能力。人力密集型企业的生产成本中，劳动力成本占据重要位置，当劳动力成本上升时，企业在短期内可能无法对生产规模和成本结构进行调整，因此缓解劳动力成本上升最有效的方式就是提高产品价格，向下游企业和消费者转嫁部分成本。从长期视角看，企业需要通过增加价格

相对低廉的资本投入来替代对劳动力的使用（机器换人），通过引入自动化设备、机器人等来减少对人工的依赖，减轻工人的劳动强度，改善工作环境，降低劳动力成本在企业总成本的比重。

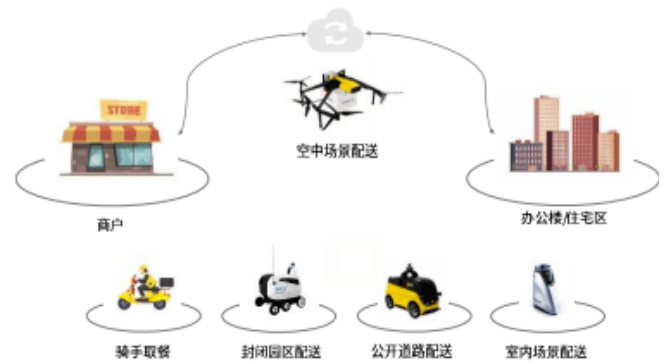
以美团为例，骑手人力成本占美团外卖营收比重超七成，美团大力发展无人配送技术（无人机、无人配送车）提升配送效率、降低劳动力成本。根据美团 2021 年财报，美团外卖骑手成本达到 682 亿元，同比增长 38%，占其餐饮外卖收入比重达到 71%（这意味着，美团外卖获得的营业收入中，有七成用于支付骑手成本，包括骑手的工资以及相关的培训成本等）。2023 年，在美团平台获得收入的骑手数量达到 745 万人，相较 2022 年增长 19.4%，美团的骑手数目仍在继续增长。为了解决高峰期运力不足的问题，美团自 2016 年 10 月起在内部成立 W 项目组，开始大力研发特定场景下的无人配送技术，希望通过无人机、无人配送车补充运力，以期在未来能够部分替代人工骑手，提高配送效率、降低配送成本。目前，美团无人机可常态化服务办公、社区、景区、市政公园、校园、医疗等众多场景，配送商品覆盖餐饮、便利店、医药达 9 万多种，自上线以来美团无人机已累计完成 30 多万订单，对外卖行业供给产生积极影响。

图21：美团骑手数量持续增长



数据来源：美团，国泰君安证券研究

图22：美团大力发展无人配送技术降低劳动力成本

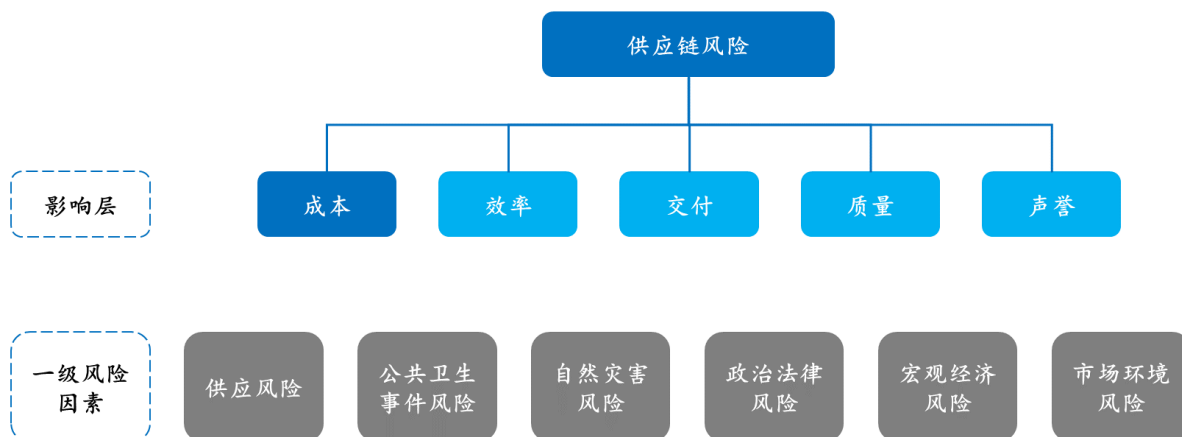


数据来源：美团官网

2.3.3. 供应链风险：特殊时期供应链短缺可能严重影响企业成本

供应链短缺会导致企业无法按时获取所需的原材料或零部件，从而使生产计划无法顺利进行，导致企业生产线停滞、生产效率下降，甚至影响到整个产品的交付周期。供应链短缺可能会导致原材料成本上升，企业必须支付更高的价格来获取所需的原材料或零部件，这直接增加了企业的生产成本，影响企业的利润空间。供应链短缺还会让企业库存管理变得更加复杂，企业需要增加库存量以应对各种不确定性，增加企业的库存成本和资金占用成本，额外的加班和产线调整也会影响企业利润。更重要的是，供应链短缺可能导致生产过程中的某些环节受阻，企业产品质量不稳定或交货延迟，影响企业的市场声誉和客户满意度，进而影响企业的市场竞争力。

图23: 供应链风险可能严重影响企业成本, 导致生产线停滞、生产效率下降



数据来源: 国泰君安证券研究

以 2021 年芯片供应链危机为例, 芯片短缺对汽车、家电、手机等多个行业产生深远影响, 很多企业被迫减产甚至停产, 直接推高企业的生产成本。2020 年全球新冠疫情爆发导致多家芯片厂商停工, 供应链库存堆积, 整个东南亚和印度等地加工链条陷入混乱, MCU 的产能短缺严重, 芯片危机爆发。同时, 疫情期间许多人居家生活、减少外出, 企业也鼓励员工远程办公, 使得笔记本电脑、智能手机、电视的订单激增, 各个企业争先恐后备货, 进一步加剧了芯片紧缺局面。2020 年 12 月初, 汽车零部件巨头大陆集团、博世集团相继发出预警, 全球范围内的芯片短缺可能会影响汽车生产, 随即全球多家汽车制造企业因“缺芯”被迫停产或减产。根据咨询机构 AFS 测算, 全球汽车市场受芯片影响累计减产约 1050 万辆, 几乎相当于总销量的 1/8。同时, 个别不法商贩和集团恶意抢购芯片, 囤积居奇、哄抬价格, 造成汽车芯片价格持续上涨, 汽车主控芯片 MCU、功率类电源芯片、驱动芯片、CAN/LIN 等通信芯片纷纷掀起涨价潮, 意法半导体生产的车身电子稳定系统核心芯片 STL9369 直接由原来的 20 元暴涨至 2800 元, 涨价幅度超百倍, 直接推高了汽车企业的生产成本。

2.4. 行业出清

2.4.1. 产能周期变化: 供需关系是产能周期变化的核心原因

产能周期的产生源于当期需求与当期供给的结构性错配, 进而引发产能扩张和减少的波动, 这是产能周期波动的核心逻辑。

为了便于理解, 我们将产能周期划分为以下四个阶段:

①**产品供不应求**: 在行业导入期或成长期, 行业前景广阔, 随着生产技术的提高和生产成本的降低, 产品在消费市场大受欢迎, 行业需求上行带动产品售价“水涨船高”, 企业毛利率扩张, 盈利能力持续走强。在赚取丰厚利润后, 企业更有动力扩张产能, 外部资本在高盈利诱惑下也纷纷涌向该赛道, 行业供给迅速扩大。

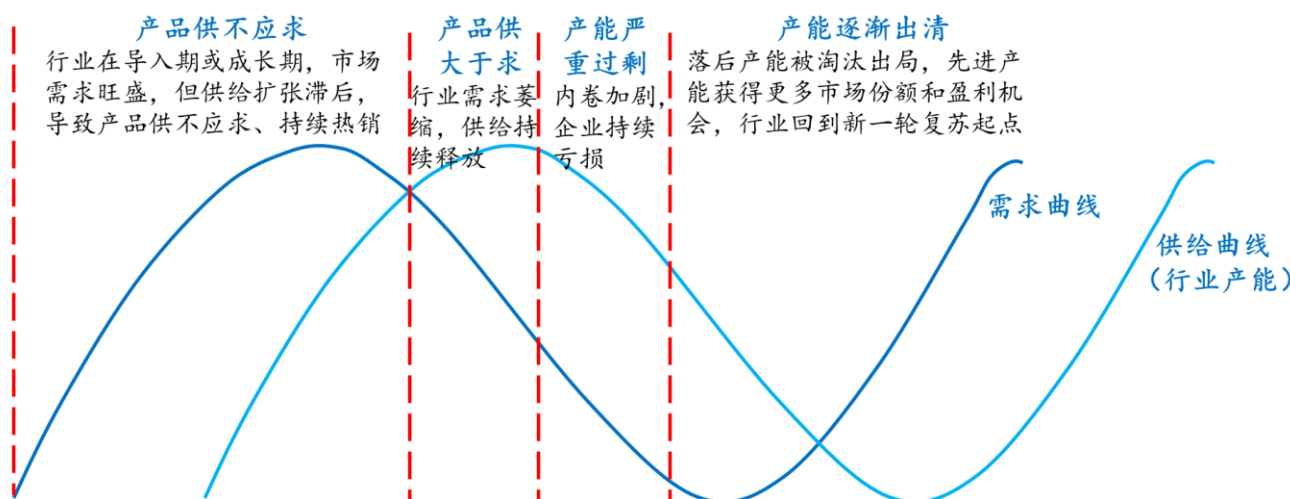
②**产品供大于求**: 在行业步入成熟期后, 随着行业新增产能集中释放, 以及行业需求触顶回落, 行业的供需关系发生恶化, 供给大于需求导致产品售价下跌, 产能过剩压力开始显现。企业必须调整生产和销售策略来应对供大于求的情况, 包括通过技术改造降低成本、提高生产效率, 以及通过促销和开拓渠道来寻找增量市场, 但难以抵挡行业盈利能力下行的趋势。

③**产能严重过剩**: 在这一时期行业供需矛盾彻底恶化, 行业产能远远超出市

场需求，产品售价不断下跌甚至跌至成本线以下，企业出现大面积严重亏损。为了争夺有限的市场份额，企业不得不采取激进的价格策略，甚至不惜爆发“价格战”来吸引客户，导致行业内部过度竞争和“内卷”，企业被迫主动缩减产能或受政府政策约束限产，行业内破产、重组的案例开始出现。

④产能逐渐出清：随着供给侧改革和行业集中度的提升，不适应市场变化、竞争力较弱的企业被淘汰出局，具备优秀激励机制和战略前瞻的企业脱颖而出，获得更多的市场份额和盈利机会。行业逐步度过最难熬的低谷阶段，伴随供给去化和供需关系改善，产品售价触底回升。这种变化预示着行业产能出清成效显著，市场格局逐步优化，行业回到新一轮复苏起点。

图24：供需关系是产能周期变化的核心原因



数据来源：国泰君安证券研究

2.4.2. 市场集中度提升：经济转型、政策引导、消费升级共同驱动

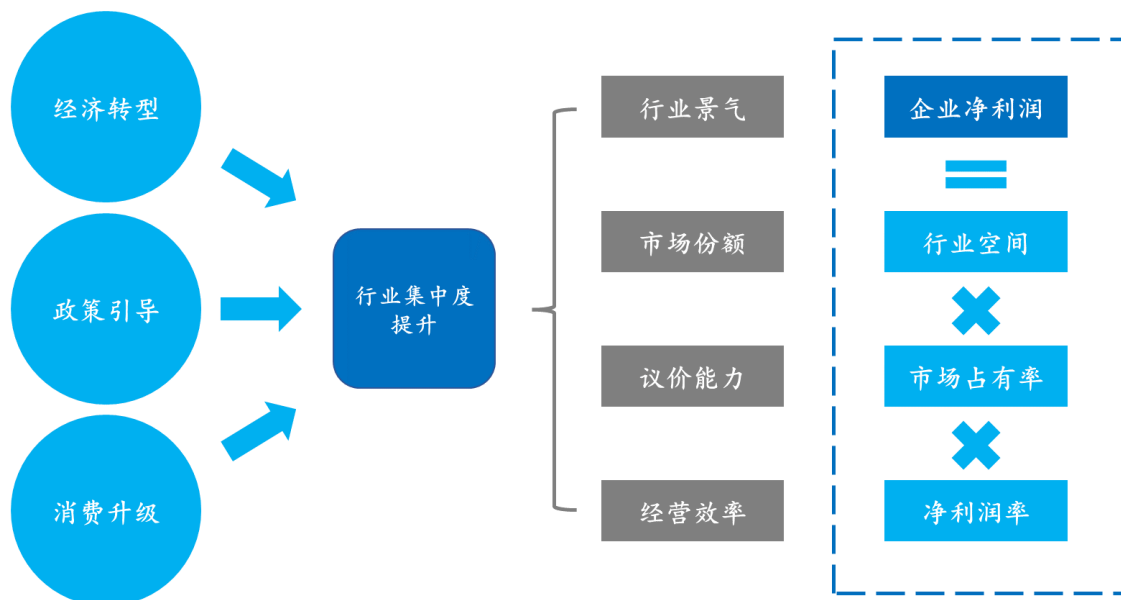
行业集中度的提升与经济结构转型有着密切联系，经济结构转型过程中，传统行业市场规模扩张速度下降，优胜劣汰促使行业集中度提升。2015年之后，我国经济进入一个新的发展阶段，主要经济指标之间的联动性出现背离，经济增速放缓与CPI持续低位运行，企业利润率出现下降，部分企业面临亏损压力。在此背景下，2016年政府出台供给侧结构性改革方案，淘汰一批低附加值、高消耗、高污染、高排放的企业，并大力扶持高附加值、绿色低碳、具有国际竞争力的产业。供给侧改革和日趋严厉的环保督察双管齐下，行业内部开始出清和整合，中小企业加速出局，行业集中度得到明显提升，龙头企业对行业的供需调节作用显著增强。

为了推动经济转型，国家也会出台引导政策，鼓励行业并购重组、促进优势企业做大做强，带动市场集中度提升。对于钢铁、煤炭、水泥等资源品行业，以及新能源汽车、光伏等特殊行业，政府通过产业结构调整，优化资源配置，推动产业升级，有助于提升产业链的整体效率和竞争力。以新能源汽车行业为例，政府明确提出支持优势企业兼并重组、提质降本、做强做大，同时健全落后企业退出机制，遏制盲目投资和重复建设，加快推动机动车生产准入管理条例出台，进一步提升产业的集中度。随着国内新能源车市场竞争进入淘汰赛，部分经营不善的新能源汽车品牌相继进入破产重整阶段，包括拜腾、恒驰、威马、游侠、雷丁、高合汽车等，市场玩家逐渐减少，市场集中度在政策引导下持续提升。

与此同时，消费升级也在主导行业集中度提升趋势，实力雄厚的头部企业市场占有率持续增长。随着经济的发展和居民收入水平的提高，消费者对商

品和服务的需求也在不断升级，从基本的生活必需品向更高品质、更个性化的产品和服务转变。消费升级大潮下，消费者对产品质量和更新升级速度要求更高，未能及时把握市场需求变化和营销能力弱的中小企业被迫出局，实力雄厚的头部企业市场占有率持续提升。同时，近年来消费行业需求增速放缓进一步加剧了这一趋势，存量市场的竞争对企业的经营能力提出更高的要求，龙头企业的规模优势更为突出，食品饮料、家电、汽车等市场化程度较高的消费行业已经出现明显的马太效应。

图25：经济转型、政策引导、消费升级共同驱动行业集中度提升



数据来源：国泰君安证券研究

行业集中度提升的过程中，市场份额上升和净利率提升双重驱动龙头企业净利润增长。企业净利润水平主要取决于三个变量：行业空间、市场占有率、净利润率（企业净利润=行业空间×市场占有率×净利润率），假设未来经济结构调整的过程中，行业空间变化不大，那么企业净利润的增长便主要来自市场占有率和净利润率的提升。一方面，市场优胜劣汰会导致行业份额向头部企业集中，即使行业增长空间有限，龙头企业依然可以通过“挤压式增长”抢占中小企业的市场份额；另一方面，行业集中度提升通常意味着市场竞争减少，因为少数几家龙头企业占据了大部分市场份额，这使得它们能够更好地控制市场价格、减少市场竞争，从而获得更高的净利润率水平。这种市场结构对龙头企业特别有利，因为它们能够通过规模经济、品牌优势、技术壁垒等方式提高市场进入门槛，减少潜在竞争者的进入，进一步巩固其市场地位和盈利能力。

2.4.3. 行业格局改善：完全竞争→垄断竞争→寡头垄断/完全垄断

行业格局的改善过程通常是从完全竞争开始，随着市场的成熟和竞争的加剧，逐渐演变为垄断竞争，最终发展为寡头垄断（特定行业在特定条件下可能达到完全垄断的状态）。

①**完全竞争**：完全竞争是市场竞争的初始阶段，在这种市场上，不存在任何垄断因素，竞争可以充分展开，市场机制在资源配置方面的作用不受任何阻碍和干扰。完全竞争的市场结构下，企业数量众多，产品同质化，每个参与者都试图通过提供低成本、高质量的产品或服务来吸引消费者，市场竞争非常激烈，资源完全自由流动，厂商可自由进退。

②**垄断竞争**：随着市场的成熟和消费者需求的多样化，一些企业开始通过创

新和差异化来区分自己，提供独特的产品或服务特点，从而在竞争中脱颖而出，这种差异化使得市场逐渐从完全竞争向垄断竞争转变。在垄断竞争阶段，市场上存在多个大型企业或品牌，它们通过品牌建设、技术创新等方式来巩固自己的市场地位，同时也有一些中小型企业参与竞争，但市场份额主要集中在几家大型企业手中。

③寡头垄断：随着市场竞争的演进，行业份额逐渐由少数寡头企业集中，此时行业集中度已经达到较高水平，寡头企业拥有很强的话语权。寡头企业会通过各种措施就价格和产量达成某种默契，或者采取种种排它性举措，共同抵御行业潜在进入者的威胁。由于这类市场被少数厂商所垄断，因此进入和退出市场都有严格的限制，行业进入壁垒较高。

④完全垄断：在特定条件下，行业格局可能进入完全垄断状态，此时的市场由唯一的企业垄断，没有其它厂商参与竞争，也无法提供其它替代产品。完全垄断市场通常出现在烟草、电力、铁路、公用事业等特殊行业。由于没有竞争对手，垄断企业不需要考虑价格竞争，因此在产品定价方面相对强势，但政府会通过行政制度进行相应约束。

图26：行业格局改善：完全竞争→垄断竞争→寡头垄断/完全垄断

完全竞争	垄断竞争	完全竞争	完全垄断
- 厂商数量：数量有无数个 - 产品差异：产品之间没有任何差别，属于完全同质化的商品 - 进退难易程度：进退没有任何限制，可以随意进出市场 - 竞争手段：厂商只能被动接受市场竞争导致的价格结果	- 厂商数量：数量有无数个 - 产品差异：产品之间没有任何差别，属于完全同质化的商品 - 进退难易程度：进退没有任何限制，可以随意进出市场 - 竞争手段：厂商只能被动接受市场竞争导致的价格结果	- 厂商数量：数量较少 - 产品差异：产品基本同质或差别较大 - 进退难易程度：由于这类市场被少数厂商所垄断，因此进入和退出市场都有严格的限制，行业进入壁垒较高 - 竞争手段：通过抬高或者降低价格实现竞争以争夺市场份额，头部企业拥有很强的话语权	- 厂商数量：市场上只有一个厂商，没有其它参与者 - 产品差异：市场上并不存在与其相竞争的产品 - 进退难易程度：行业门槛极高，其它企业甚至没有进入的可能 - 竞争手段：凭借垄断地位，在定价方面具有极大的优势和竞争力

数据来源：国泰君安证券研究

行业格局的演变过程会受到多种因素的影响，包括技术创新、消费者需求变化、政府政策调整等。技术创新能够推动产品或服务的升级换代，满足消费者日益增长的需求，新技术不断涌现和普及，持续推动产业结构变革；消费者需求变化则要求企业不断调整产品或服务以适应市场发展方向，某些传统产业的需求逐渐下降，而一些新兴产业的需求逐渐增加；政府政策调整则可能直接影响企业的竞争策略和市场进入门槛，成为推动竞争格局改善的重要力量。但我们也要意识到，并非所有的行业都会走向行业格局改善，有的行业先天如“一盘散沙”般分散，例如美发、快餐、洗衣、照相业等。这些行业的进入门槛极低，顾客需求极为零散，导致产品和服务难以标准化，不存在规模经济或难以达到规模经济，因此这些行业很难走向集中。

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 2024/8/16，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全球经济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降低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
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 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。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级 行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	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: gtjaresearch@gtjas.com		



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告