

消费增长新范式思考之三

70后至00后的新兴消费变迁史，是轮回还是演进？

行业研究 · 行业专题

商贸零售

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

- 此轮新消费的崛起，本质上在于这次消费主力在不同于以往的经济社会背景下造就的消费理念发生重大变迁，复盘这轮消费变迁的底层背景来看：1）居民具备较高经济基础，我国人均不变价GDP从1995年突破万元至2023年8.4万元，买方市场已然确立；2）近些年居民消费能力受到三大件刚性支出和财富效应挤压，消费预算受限；3）95/00后人口素质精英化，1998-2023年本科毕业人数CAGR达10.5%，同时结婚率与生育率持续走低；4）在城镇化持续高企，以及2015年后国内人口从低线到高线城市迁徙趋势开始转向，共同推动消费场景重构。因此不同于此前在人口和财富快速增长下，消费市场发展驱动主要来自于渠道和营销，近年来驱动力来自于产品的升级创新，同时需求端更加侧重于悦己消费、情绪消费，共同带动此轮新消费发生重大变革。
- 我们从产品、营销、渠道三方面复盘70-00年代年轻消费者消费品变迁来看：1）产品端，消费产品随时代迭代，目前正不断从“生存型”向“品质+情绪型”跃迁，头部品牌竞争呈现国货替代加速与功能性趋势化特征，衣食饰行细分市场普遍追求质价比与情绪价值共振；2）营销端，传播媒介从央视广告大众传播演进至如今内容电商新局，营销方式也相应呈“品牌广告→效果广告→品效协同”进阶，以此推动投放效率最大化；3）渠道端，随线上化演进各品类线上渗透率显著提升，同时传统加盟开店、电商投流模式受存量挑战，公私域结合成破局关键，且渠道从聚焦供应商价值转向消费者价值。
- 投资建议：我们认为新消费的投资逻辑并非聚焦于短期概念炒作的机会，但短期也需要鉴别企业爆发式增长的可持续性能力，我们认为真正建立在产品创新突围，并在此基础上建立强品牌心智的企业，才能具备更为坚实的商业壁垒，并实现穿越周期的经营成长。而在板块选择上，当前经济环境下，本轮新消费呈现出了“低成本获取情绪价值”特征，因此美妆个护、珠宝首饰、IP潮玩是承载相关需求的重点板块。具体推荐：1）美容护理：毛戈平、丸美生物、登康口腔、若羽臣、上海家化等；2）黄金珠宝：老铺黄金、潮宏基、周大福、菜百股份等；3）IP潮玩：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。
- 风险提示：消费复苏不及预期，品牌新品推出不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力等。

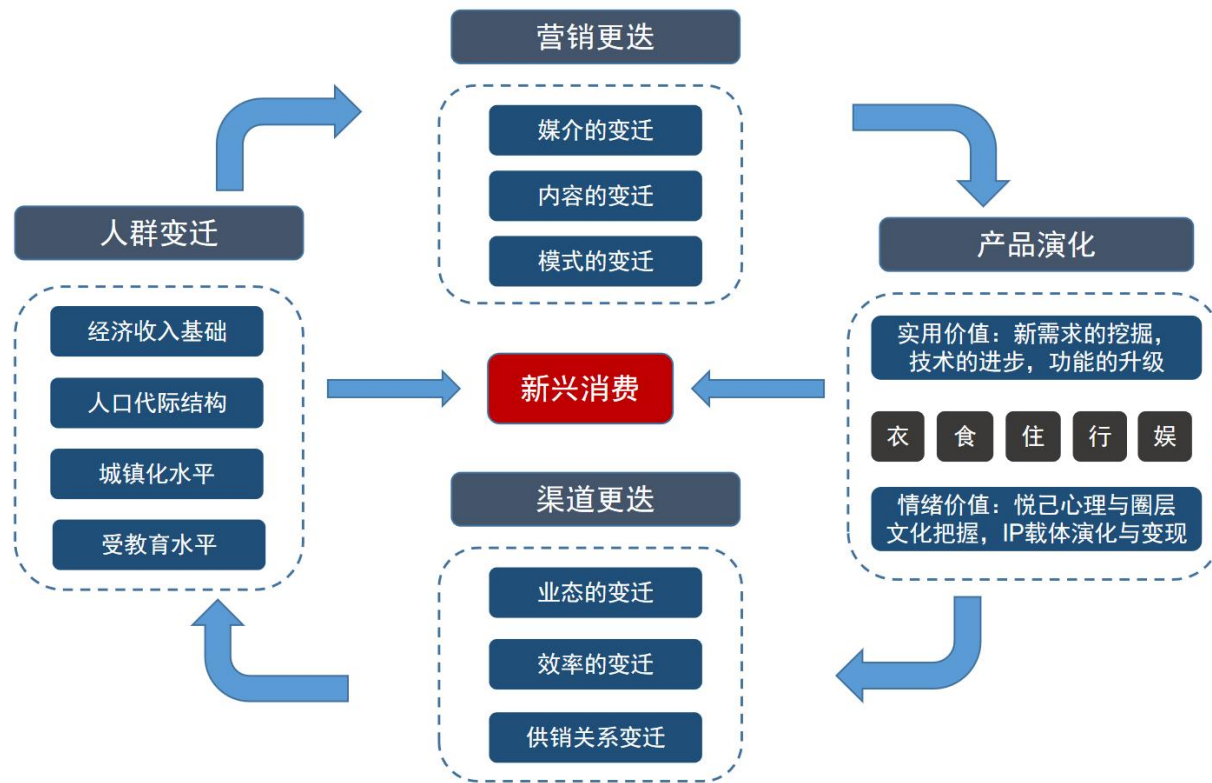
附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 06-24	总市值（亿元） 06-24	EPS				PE			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
1318. HK	毛戈平	优于大市	108.40	531	1.80	2.36	3.01	3.65	29.31	41.99	32.96	27.18
9992. HK	泡泡玛特	优于大市	252.20	3387	2.33	3.74	4.69	5.87	35.67	61.67	49.18	39.30
002345. SZ	潮宏基	优于大市	13.86	123	0.22	0.52	0.60	0.69	26.66	26.65	23.10	20.09
603983. SH	丸美生物	优于大市	41.05	165	0.85	1.19	1.59	2.05	37.87	34.56	25.84	20.04

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平、泡泡玛特收盘价为港元

■ 随着本一轮新兴消费行情的持续演进，市场对于行业的中长期逻辑的理解也在不断深化。纵览国内消费市场发展，每个时代都有独属于自己的新兴消费产业，有些仅仅是高速增长后的昙花一现，有些带动了一段时间内的新增市场需求，而有些则真正成为了穿越周期的品牌龙头。每一轮变迁的背后既有消费人群的底层需求变化，也有营销、渠道等商业模式和媒介的变迁带动，并最终在产品端呈现出品类和品牌的轮动。本文希望通过人群、营销、渠道、产品四个维度的解析，探寻每一个世代下新兴消费产业变迁背后的核心驱动因素，以判断本轮新消费行情的演绎方向，并最终为挖掘出能够匹配消费新世代产业背景下的新消费龙头作出参考。

图1：消费变迁的要素解析



资料来源：艾瑞咨询、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

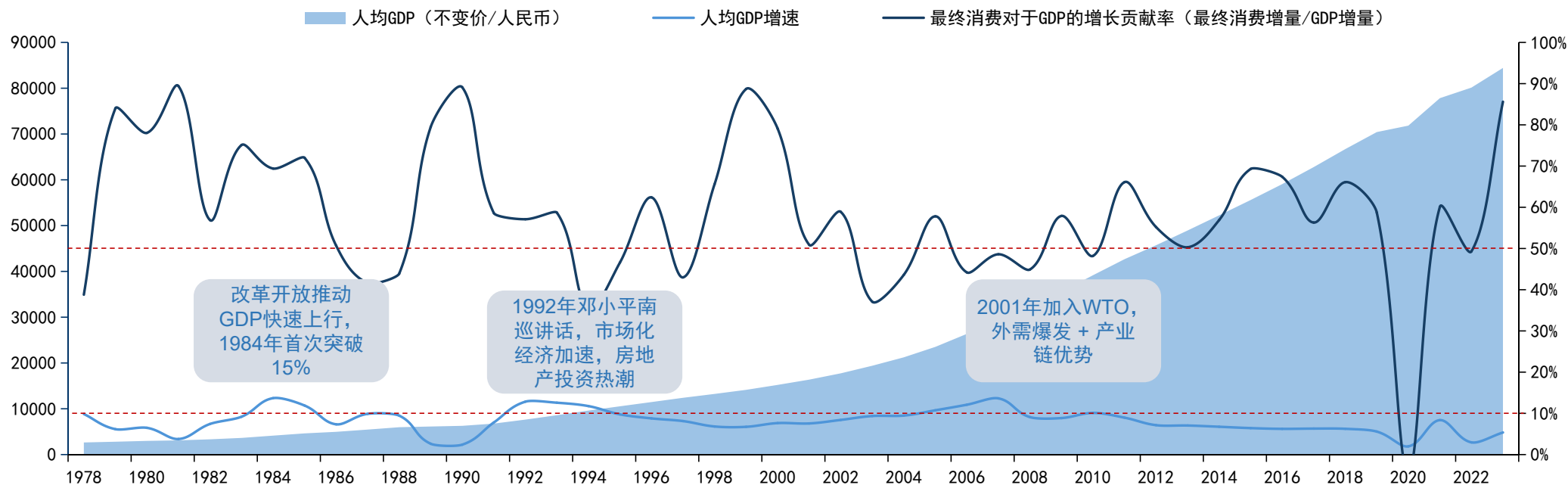
- 【 01 】 消费变迁的经济人口底层背景
- 【 02 】 产品变迁史：从“生存型”向“品质+情绪型”的跃迁
- 【 03 】 营销变迁史：从品牌广告到效果广告，再到品效协同的进阶
- 【 04 】 渠道变迁史：从对效率的单一追求到对品牌长期的平衡与维护
- 【 05 】 投资建议：新消费行情正热，相关板块标的兼具成长性与业绩稀缺性

一、消费变迁的底层背景

1-1. 经济基础决定消费能力

- 人均不变价GDP自1995年突破万元大关，至2023年已经达到8.4万元，年复合增长率达到7.7%；1997年，政府文件指明，商品短缺时代一去不复返，市场格局由卖方市场过渡到买方市场，中国消费者正式登陆历史舞台。
- 而40年里，最终消费支出对GDP的贡献除2020年受到疫情影响负增长外，基本拉动比例均在50%以上，带动最终消费占GDP比重自1995年以来一直处于50%以上。

图2：人均GDP的增长，以及消费对GDP的贡献率

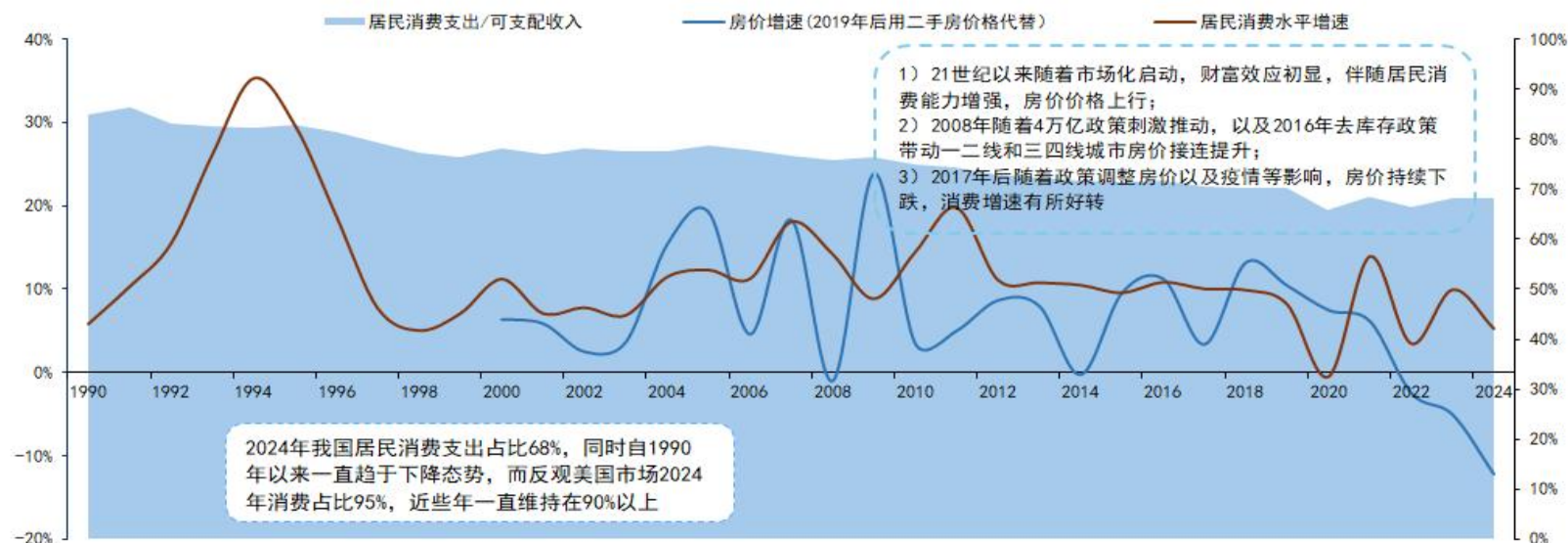


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

1-2. 居民消费能力也受财富效应、大件支出等多方面影响

- 居民可支配收入随着经济的持续增长而稳步提升，但居民消费支出在可支配收入中的比重呈一定下行趋势，这一方面有中国人根深蒂固的储蓄心理，另一方面也有三大件支出（住房、医疗、教育）占比提升的侵蚀。
- 此外影响消费的另一项因素在于财富效应，居民财产性收入的来源：1）房地产：1995年前房价并不是大众的困扰，但在1998年住房制度改革后，市场化、货币化等主题词登上舞台，随着房产价值的攀升，居民迎来了财产性收入的爆发，尤其在2016年开始的棚改货币化是三四线消费升级的主要驱动。2）股市虽然从来不是主力，但在部分阶段也有助力，2007年迎来第一次普涨的牛市，上证达到历史最高点6124。同年社零总额为89210亿元，名义同比增长16.8%，创下新高，消费对GDP增长的贡献7年来也首次超过投资。

图3：居民消费力受多方影响

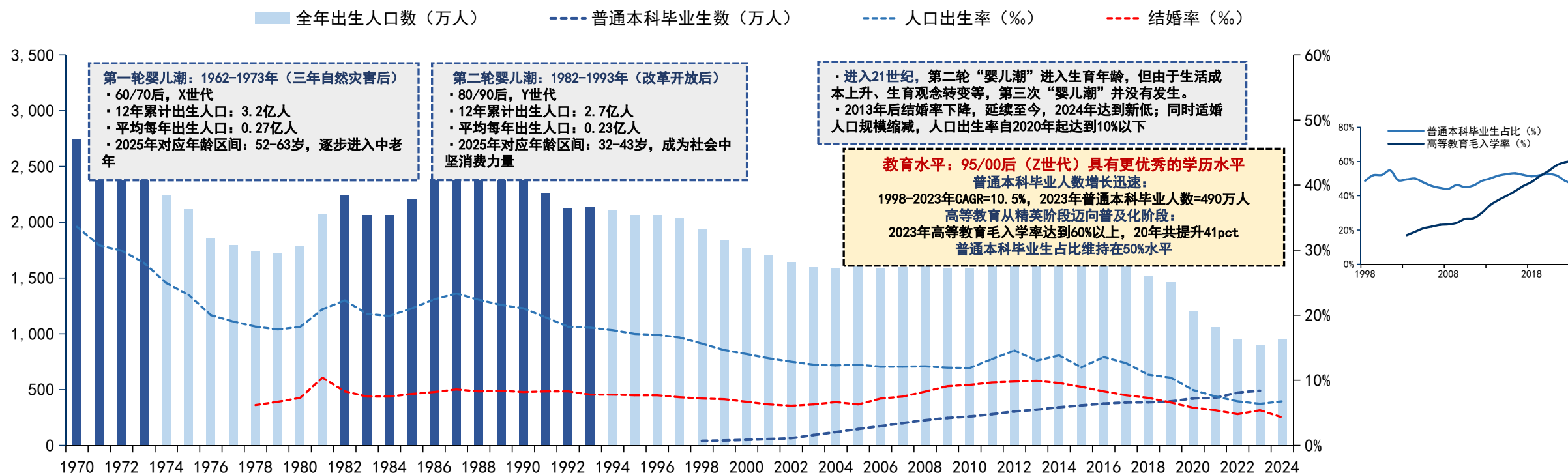


资料来源：国家统计局、wind、国信证券经济研究所整理

1-3. 人口素质特征：影响消费习惯与消费理念

- 95/00后相对于70/80后具有更高的义务教育覆盖度、更优秀的学历水平：1）义务教育覆盖度更广：1957-1980年中国初中毕业升学率均值为45%，而2013年以来国内初中教育升学率稳定超过90%；2）学历水平更加出色：1998-2023年普通本科毕业人数CAGR为10.5%，2023年普通本科毕业人数达490万人。95/00后留学人数显著增加：2009-2019年学成回国人数CAGR为18.3%，2019年达到58万人。
- 但相应的随着思想认知的开放和生活节奏加快，年轻人群的结婚率也有所下降，生育率更是逐年降低。

图4：人口素质愈发精英化



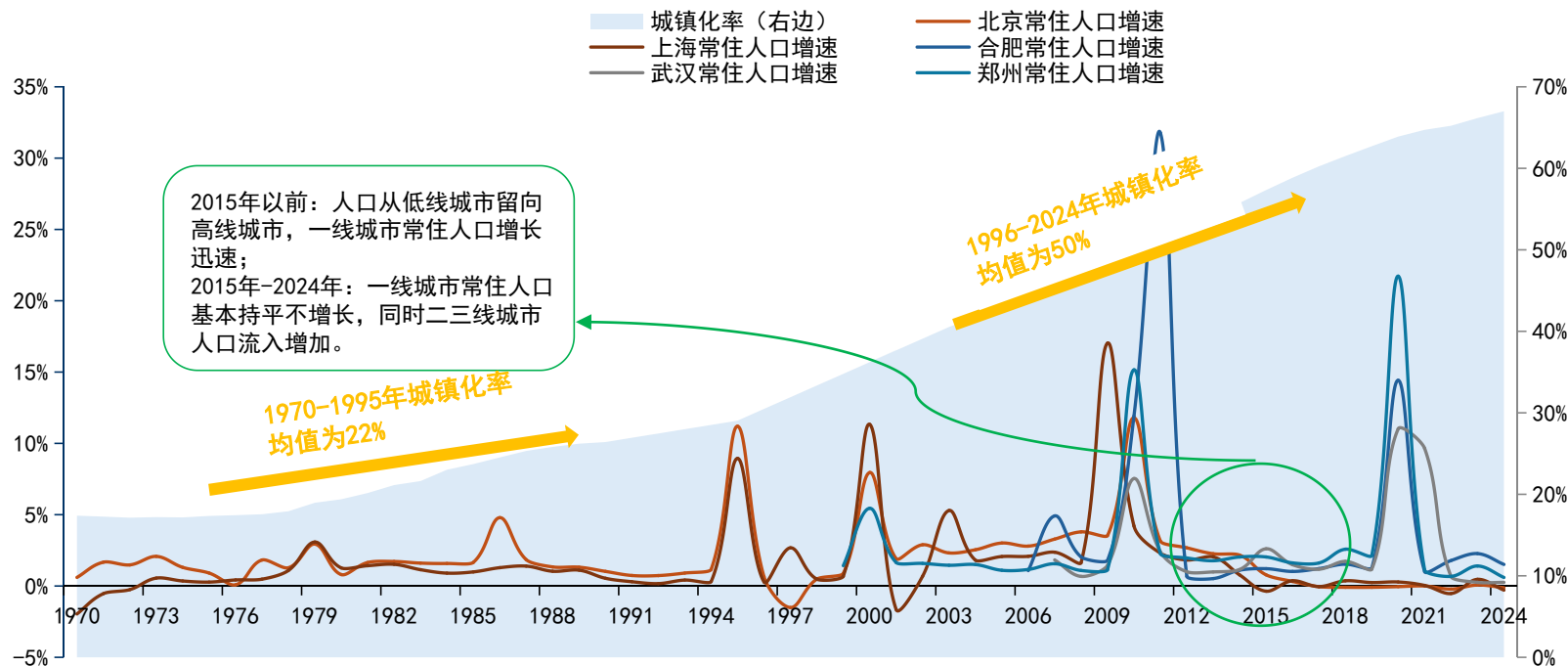
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

1-4. 城乡结构特征：城镇化的红利以及人口回流影响消费场景

- 95/00后所处时期具有更高的城镇化率：1996-2024年中国城镇化率均值为50%，远高于1970-1995年城镇化率均值22%。
- 此外从人口迁徙来看，2015年之前：人口从低线城市流向高线城市，一线城市常住人口增长迅速。2000-2018年北京/上海常住人口CAGR为2.7%/2.4%。但在2015之后：随着一线城市机会的减少，成本的加大，以及三四线城市自身的发展，前期人口迁徙趋势大幅减弱，一线城市常住人口增长中枢降档至0%左右，2024年北京/上海常住人口数量负增（同比-0.1%/-0.3%）。

图5：城镇化人口结构

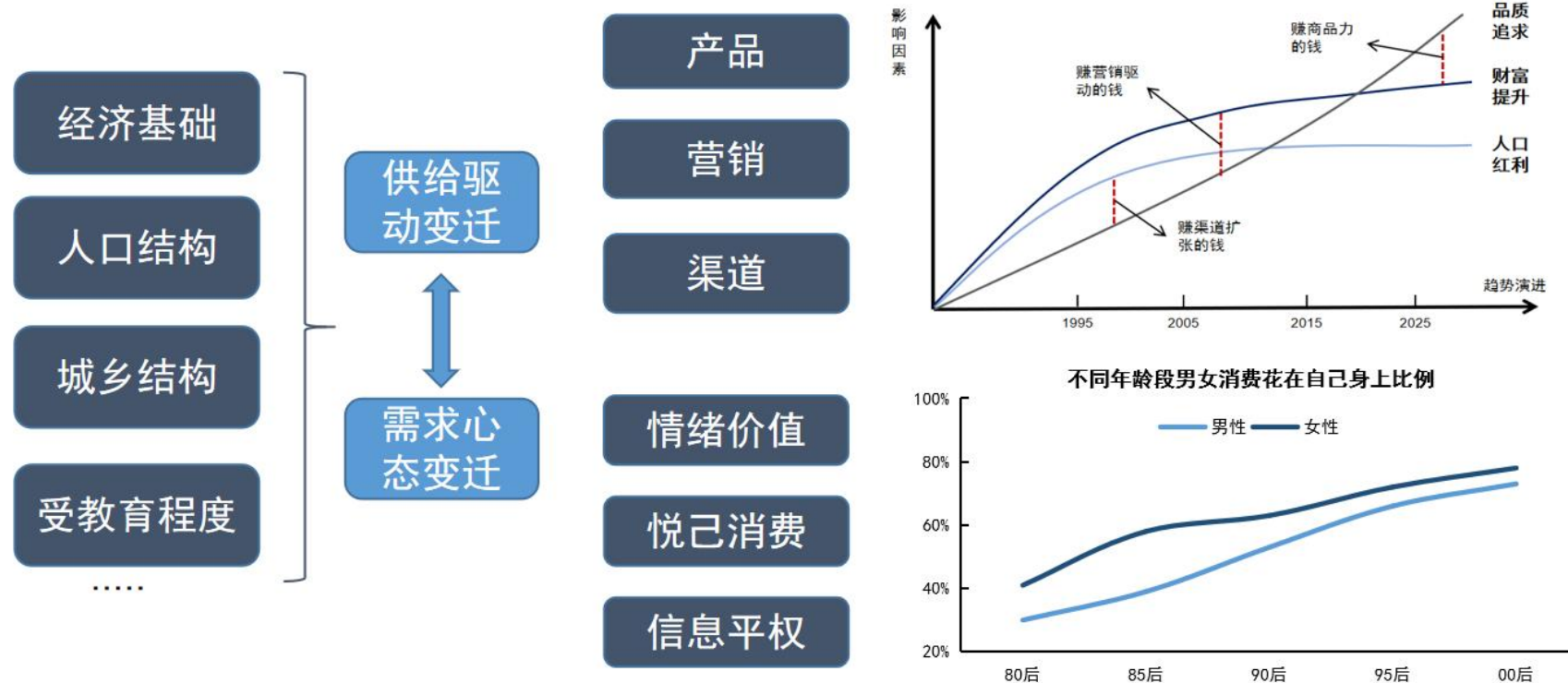


资料来源：国家统计局、wind、国信证券经济研究所整理

1-5. 总结：人群的变迁对消费供给侧和需求侧带来深度变革

- 供给侧驱动点：纵观中国消费品市场，此前的发展驱动主要来自于渠道和营销。1) 渠道驱动的底层在于国内人口和城镇化红利的快速释放；2) 营销驱动的底层来源于居民财富增长速度快于认知提升速度。3) 但近年开始，财富效应和人口红利阶段性放缓，同时商品供给不断充分乃至过剩，因此行业需要更优质的产品和服务来驱动，促使消费者作出新的消费决策。
- 需求侧拉动点：随着社会与经济的发展，改变着每一代消费者的日常消费内容；人口素质的提升以及信息的平权，也在深深的影响着消费理念的演进。更加追求个性化的悦己消费、情绪消费慢慢成为当下消费者的主要诉求点。

图6：消费行业底层驱动力的发展变化



二、产品变迁史

2-1. 消费品类的变迁

- 1996年社零总额为24,614亿元，+19.4% YOY。这一时期：微型电子计算机、大屏幕彩色电视机、组合音响、空调等一批产品兴起，而另一些传统商品如自行车、缝纫机、手表、电风扇等销售有所疲软。此外随着经济的大发展，商务餐饮、高端白酒等消费品也开始启动。
- 2005年社零总额为67,177亿元，+12.9% YOY。这一时期：技术普惠下，小家电里微波炉、消毒碗柜、电炊具等普及率快速提升，百户家庭微波炉拥有量达到74.3台，而后续智能手机的普及也将社会带入了移动互联时代。同时在2008年奥运和2010年世博等大事驱动下，体育用品以及国产技术优势品类表现突出。
- 2015年社零总额为300,931亿元，+10.6% YOY。这一时期：三四线消费升级的浪潮下，体验类消费崛起，休闲出境游、体育周边、影视娱乐等均有积极表现，同时电商的进化也带动了化妆品、小家电等适配品类的再度爆发。
- 2024年社零总额为487,895亿元，+3.5% YOY。这一时期：随着经济增速的逐步放缓，传统大类消费品逐步走弱。宠物、潮玩、零食等一批件单价相对较低但是情绪价值属性较高的产品开始受到追捧；同时疫情后对于健康的追求也带动户外运动服、中药饮品等产品的上升。

图7：各消费品类的历年增速汇总



世代	消费动机	消费重点	主要品目
00后	从高兴到发现/追随潮流/情绪体验	个人	潮玩、新娱乐、零食、舒适衣物、宠物
90后	从好到高兴/个性消费/身份认同	个人	智能电子产品、娱乐、化妆品、户外体育
80后	从有到好/与他人比较	个人（中心）+家庭	房产、汽车、家电、化妆品
70后	从无到有到满足/补偿性享受	家庭	房产、家电、教育、酒饮、观光

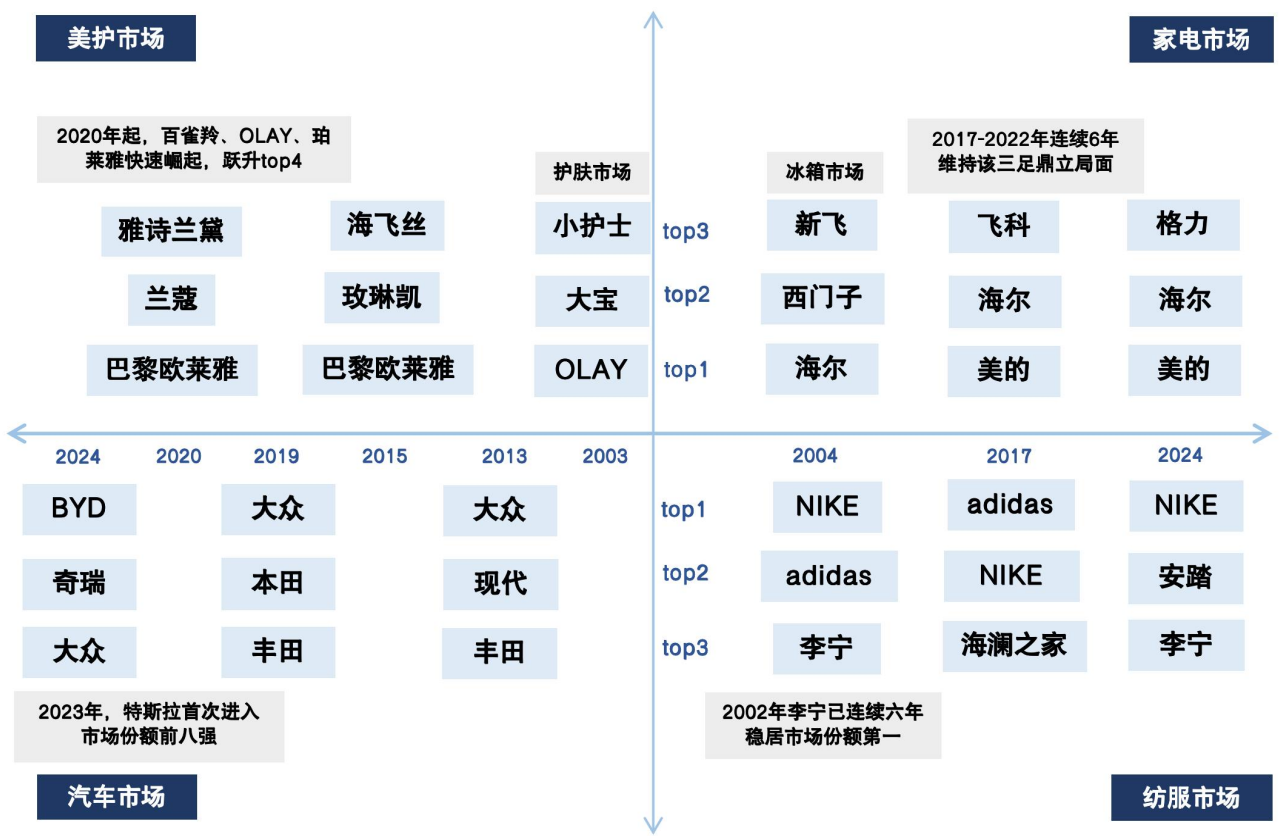
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2-2. 细分品类头部品牌的变迁

- 每个阶段的头部品牌变迁背后：1) **国货与外资的变动**：国货品牌在90年代里遭遇了外资入华后的降维打击，但在近年开始凭借国内优秀制造业水平，和差异化的设计开发理念，又重新俘获了年轻人的心；2) **功能性趋势化**：告别早期的智商税时代，技术的演进和功能的泛化与多样化也给了品牌实现突破的机会；3) **时尚潮流变化**：不同世代消费者都有着强烈的辞旧纳新生活主张，潮流的更迭也带来新机会。

图8：各品类TOP3变迁



2-2-1. 衣—功能性与潮流的追求

- 进入90年代，随着生活向小康的过渡，思想观念愈发开放。服饰风格急速转变，追求个性多变，灰蓝绿白等单一色调逐渐被多样色彩所取代。强调独特性，这一时期不同的服装品类开始出现，T恤、文化衫、夹克衫、仔裤仔裙、牛仔短裤、羽绒服、冲锋衣陆续登上舞台。同时商品单价整体定位较高，无论是国产杉杉、还是梦特娇、佐丹奴等，但均出现供不应求现象。
- 2008北京奥运会成为了全民的期待，在奥运国人民族精神与爱国主义的感知下，2008年的李宁共开设6245家门店，实现收入66.9亿，+53.83%YOY，净利润7.21亿，+52.11%YOY。同时其李宁定价策略上已向Nike、adidas靠拢，也为后来库存危机埋下了伏笔。
- 2015年，在国家对于体育行业政策扶持下，叠加消费升级的驱动，新的体育消费场景代入生活，如城市马拉松赛事风行推升了跑鞋销售。同时在2018年纽约时装周亮相的国货品牌推动国潮崛起，经历了库存危机后的李宁和品牌战略调整后的波司登表现亮眼，背后代表的是产品力的扎实提升。
- 2023年，户外机能风，中产三件套，背后折射出的是疫情后人们对于健康和性价比的双重追求，2023年冲锋衣在京东实现翻倍增长，抖音1-7月增速超300%，远高于同年服装社零增速。

图9：服装消费市场的变迁



2-2-1. 食—健康性与口味的追求

- 1995年流行的小浣熊干脆面，由于其朗朗上口的品牌名以及内置水浒卡深受年轻消费者欢迎；2005年康师傅红烧牛肉面由于方便食用也风靡一时。方便面在2000-2004年间，年增长率一度高达20%-30%，一方面在于外出农民工数量仍然保持显著增长，另一方面也在于消费场景丰富多彩：大学寝室、网吧、火车、家中夜宵等。价格的低廉也是成就的关键因素。2015年方便面几乎快要从生活中消失，因为不健康也因为外卖变得比方便面更“方便”。
- 2010年后现制茶饮与咖啡遍地开花，零食店也蔚然成风。口味的成瘾性与低成本是爆火的根源，2018年现制茶饮门店数为2010年的5.5倍，同时，零食集合店2019-2023年CAGR达38%。2020年后健康性成为新一代关注焦点，营养代餐、口服美容，中药保健品成为热门赛道；零卡零脂产品异军突起，我国无糖饮料市场规模2020-2024年CAGR高达52%，远高于饮料社零复合增速8.7%，而如何解决健康与成瘾性口味的共存，将是这类食品企业追求的永恒目标。

图10：食品消费市场中细分品类市场发展轨迹



资料来源：艾媒咨询、CIC咨询、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2-2-3. 饰—身份认同与价值认可的更迭

- 70后：黄金虽缺乏美感但是传统思想下价值认可度较高的配饰，彼时主要用于婚庆礼赠等场景，1990-1992年黄金首饰需求增长2.7倍。
- 80后：2000年后，铂金、钻石等审美相对更高材质进入年轻消费者视野，钻石婚戒在外资品牌教育下更是深入人心，渗透率快速提升。
- 90后：设计感更加多元化的饰品进一步得到呈现，施华洛世奇、潘多拉等强设计感、故事感的饰品带动一波新的成长。
- 00后：黄金重新崛起背后既有工艺技术的提升，也是两股思想的变化：珠宝已经从爱情的象征到悦己的快乐，从智商税的收取到保值沉淀。
- 同时，随着年轻消费者登上舞台，新世代人群的饰品也不一定都只是上述传统的饰品，作为情绪价值属性极强的商品，很多独属于这个时代的个性化物品也被年轻消费者赋予了新的内涵，成为新的彰显个性的载体和圈层社交的货币。

图11：饰品消费市场的变迁

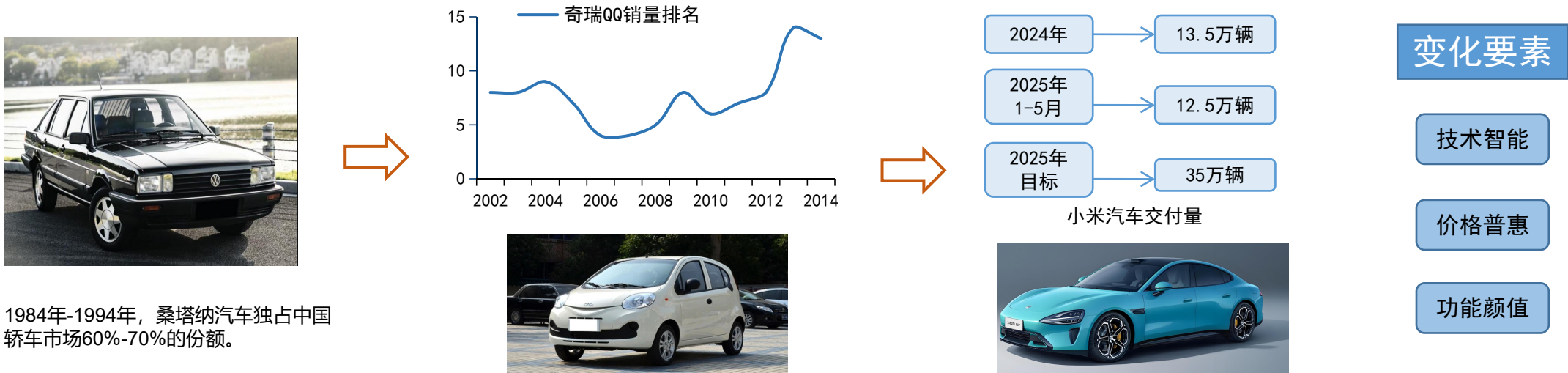


资料来源：公司官网、中国黄金协会、视觉中国、百度图片、国信证券经济研究所整理

2-2-4. 行一技术的迭代与成本的普惠

- 在上世纪90年代，私人汽车销量逐步上涨，1997年北京机动车保有量首次达到100万辆，2007年5月达到300万辆。1995年第一辆桑塔纳2000顺利下线，彼时一台桑塔纳基本型价格为13.8万。在时代需求和政策推动下，桑塔纳依托合资品牌在技术和品牌认知上的优势，以及相较于进口车较为低下的价格锚定当时中产阶级，成为当时热门车型，但随着市场供给的丰富和技术的透明化，也让该车型成为中国汽车市场上消费者教育中的过渡者。
- 2005-2008年，三线和四线汽车市场占全国总销量的份额由34.8%上升到41.5%。其中的明星车型之一是奇瑞QQ，作为入门级车型，面对的是年轻人特别是三四线年轻人快速提高的“第一次”购车需求。在奇瑞QQ推出之前，消费者没有想到2-5万的价格能够买到一辆4座轿车。2007、2008年奇瑞QQ连续两年在小车市场登顶销量榜首，市场份额超三成。但最终在进入到2010年后，也逐步成为了消费升级下的时代注脚。
- 随着新能源车渗透率不断提升，小米作为高颜值、高性价比优势的新能源车，自2024年3月发售以来一直深受年轻消费者喜爱，2024年全年实现交付量13.5万辆，预计2025年全年达35万辆。

图12：汽车消费市场的变迁



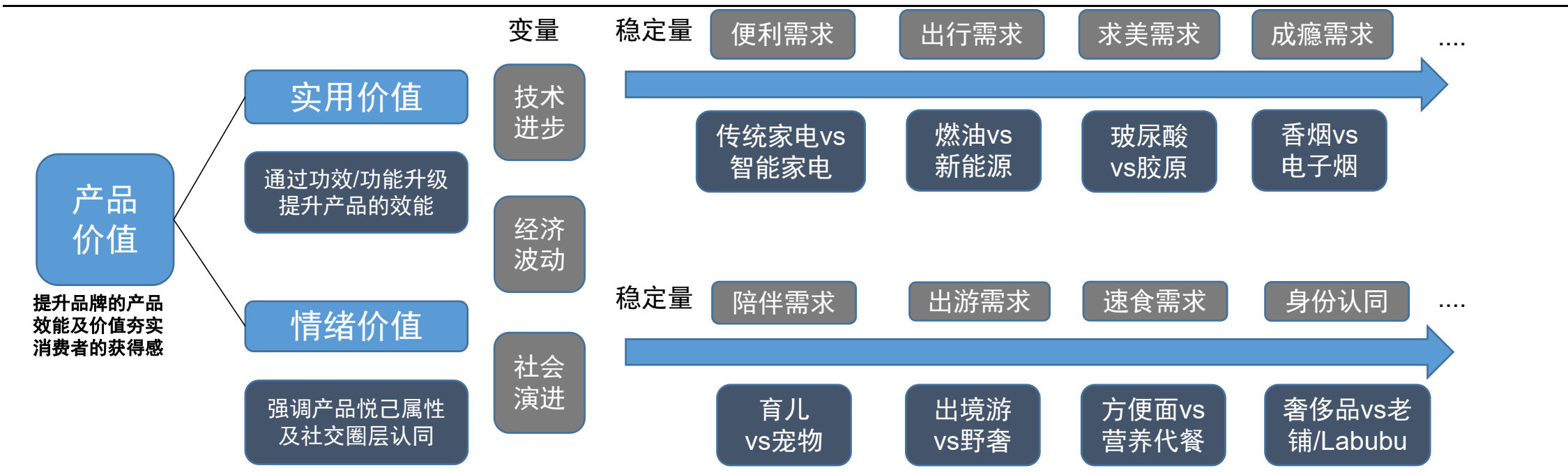
资料来源：中国汽车网、汽车之家、百度图片、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2.3：总结：未来需要从满足消费者“任务”的角度出发理解产品价值

- 消费品价值可以大致分为实用价值与情绪价值，两者会随着技术的进步和社会的演进而变化，但消费者的某些底层需求（人性的需求）相对固定，只是在当前越发丰富的商品供给下，一个产品的价值目前已经不能简单在同品类赛道下去比较，品牌价值在于找准自身客群和其需求场景，最终强化在这一定位下的消费者心智，并形成强有力的品牌忠诚度。
- 就当前而言：1) 实用价值难有质的突破，核心在于技术的瓶颈：实用价值提升更依赖于技术突破，当前各行业内激烈竞争本质上反映出技术创新的阶段性的瓶颈，以渐进式优化为主的创新模式无法带来有效和持续的产品溢价。2) 居民社会的进步使得消费行为的属性越发丰富，当前情绪价值成为能为品牌带来定价权的为数不多方式。3) 经济环境的波动又带来消费心理变化：当前整体从大件高价转向小件高频低价，对总价相对较高的消费品消费者会倾向于降低购买频次，转而寻找单件价格低、可试错的产品。所以低成本的获取情绪价值是本轮新消费一大特征。

图13：变量影响下消费需求的分层与影响逻辑



三、营销变迁史

3-1. 不同时期的传播媒介——从央视标王到李佳琪直播间C位

图14：央视历届标王变迁

年份	品牌	金额
1995	孔府宴酒	0.31亿
1996	秦池酒	0.67亿
1997	秦池酒	3.2亿
1998	爱多VCD	2.1亿
1999	步步高	1.59亿
2000	步步高	1.26亿
2001	娃哈哈	0.22亿
2002	娃哈哈	0.2亿
2003	熊猫手机	1.08亿
2004	蒙牛	3.1亿
2005	宝洁	3.8亿
2006	宝洁	3.94亿
2007	宝洁	4.2亿
2008	伊利	3.78亿
2009	纳爱斯	3.05亿
2010	蒙牛	2.04亿
2011	蒙牛	2.3亿
2012	茅台	4.43亿
2013	剑南春	6.03亿
2015	滴滴	5亿（红包）
2016	翼龙贷	3.7亿
2017	云南白药	5.08亿
2018	美团	6亿（红包）
2019	百度	9亿（红包）
2020	快手	10亿（红包）

酒企

消费电子

饮品

快消

奶制品

酒企

互联网

- 70后：1994年，CCTV开始黄金时段广告招标，“孔府宴酒”夺得首届标王，成为市场调整期突进者品牌代表。
- 80后：1999年，新浪、搜狐、网易等互联网兴起，全新的门户网媒开始影响生活。而在2005年湖南卫视“超级女声”运作成功，首开粉丝经济之先河，从网络投票到购买明星代言商品等逐步成为了品牌销售的重要抓手。
- 90后：2015年短视频直播的崛起将网红经济带上新高度，无数草根借着流量红利出圈，带货也成为后续重要变现手段。
- 00后：2018年开启直播电商元年，内容与电商平台融合加速，抖音电商的崛起将“种草”与“拔草”结合效率提到极致。
- 而在营销媒介的变化中，不变的是其对于效率提升的持续追求：一是品牌能够通过快速并精准的触达消费客群，二是高效的提升粉丝从了解到购买的转化率。在这不变的目标下，行业的带货方式、平台载体以及布局品类等方面在互联网技术创新支撑下快速更迭。

图15：营销媒介的变化



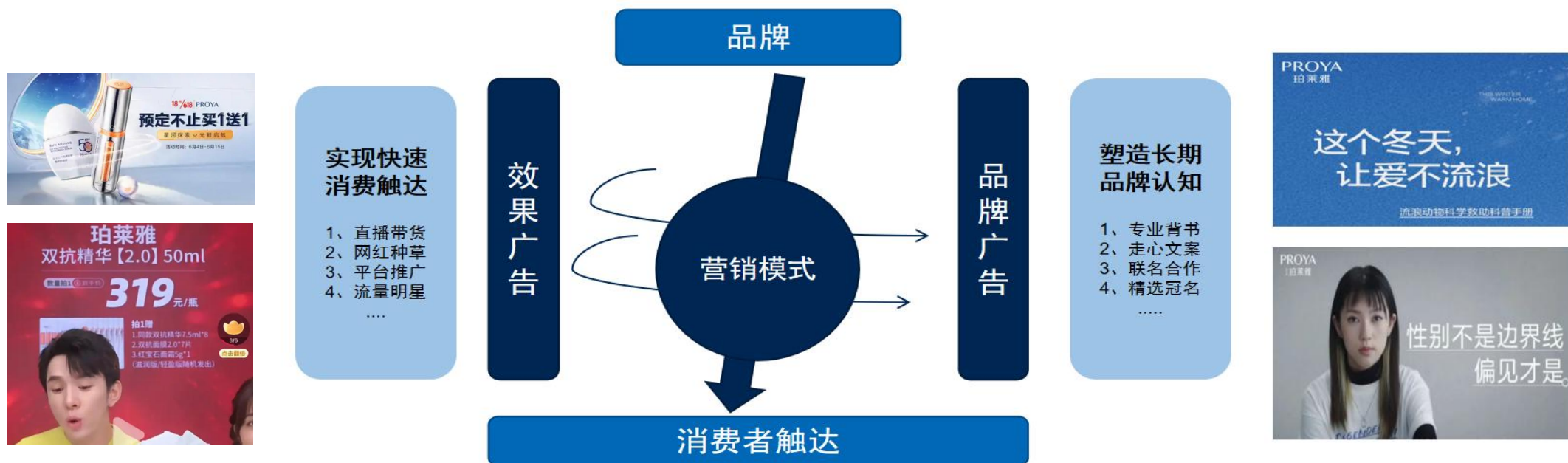
资料来源：央视网、国信证券经济研究所整理

资料来源：青眼、国信证券经济研究所整理

3-2. 不同时期的营销方式变迁—效果广告VS品牌广告

- 营销界有着本土营销（叶茂中、金枪大叔：粗暴洗脑，一句话喊三遍）和4A广告（外企为主：直击内心，娓娓道来）两大流派之争；品牌传播也有ROI投放（衡量投入能否直接产出效益）和LTV投放（衡量品牌资产的长期提升）之分。本质上是效果与品宣的区别：两者也在不同时期有着不一样的意义，核心是围绕品牌资产的累积与释放的节奏，并根据外部环境变化来进行调整，呈现一定的钟摆效应。
- 90年代，消费者对品牌认知不清晰时期，常需要依托品牌广告，以深层次教育消费者的消费习惯。而进入00/10年代，随着商品丰富度的提升，以及新媒体流量红利期，品牌需要的记得住和销售转化，通过效果广告直接触达取得积极的增长。20年代，特别是疫情后品牌竞争不断加剧，流量枯竭后“借势”所能带来的ROI水平持续压低，部分品牌也开始重新兼顾起品牌资产的维护 and 建设，已实现自身的“聚势”。

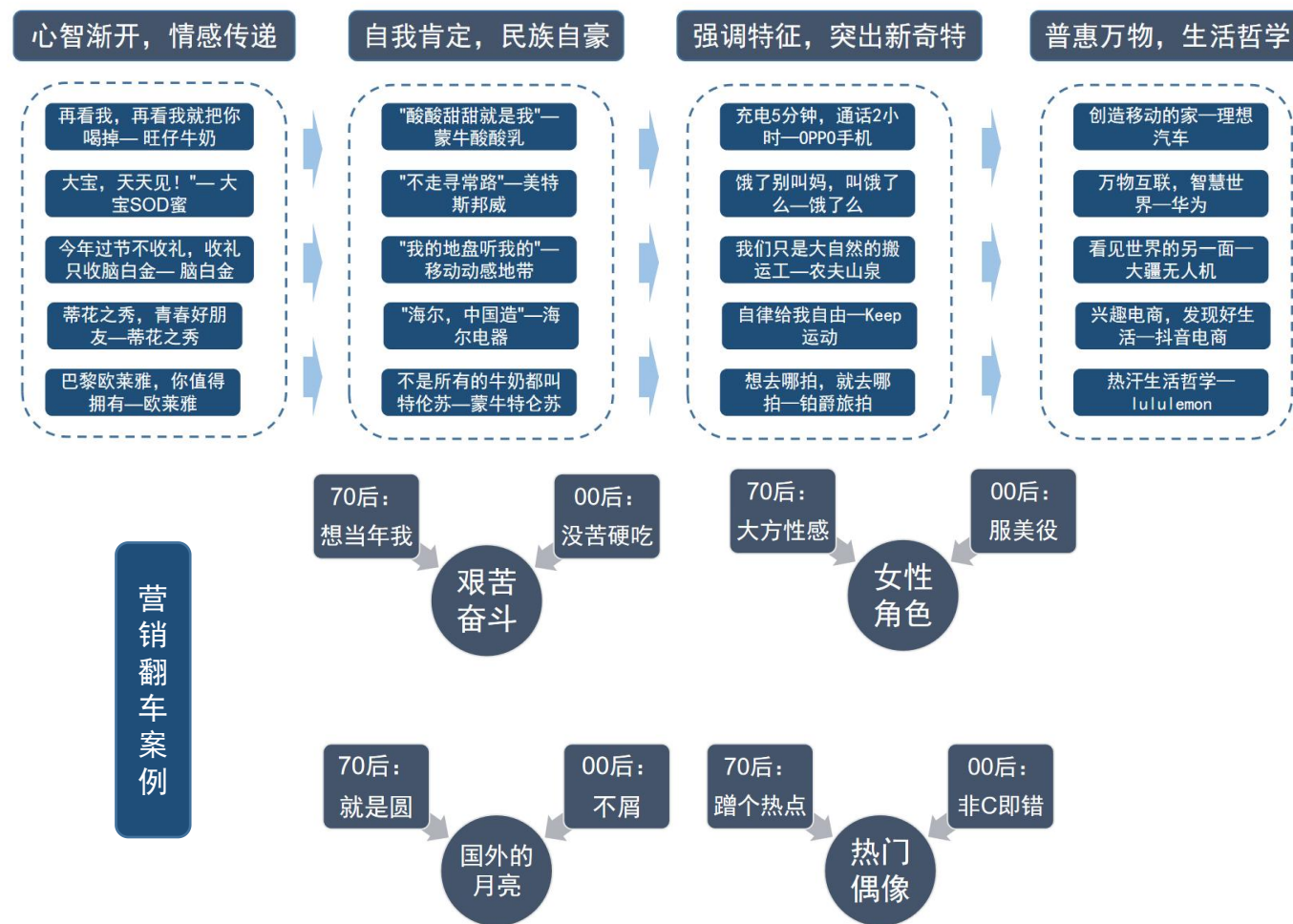
图16：营销方式钟摆形态



3-3. 从营销关键词看消费者心理的变迁

- 四十年间国内民众思想环境变化剧烈，不同时代的品牌广告选择也需要贴合当下民众心理，每个时代抓取年轻消费眼球，和实现品牌传递价值的锚点各不相同：
- 70后处于改革开放后的思想开放初期，懵懂之间的含蓄情感，需要外界帮助表达释放；80后自信心加强，自我意识和民族自豪感得到觉醒；90后处于物质丰富期，追逐新事物或是差异化特质的服务；00后追求生活方式的革新，以及结合新技术与生活哲学的融合。
- 不同时代消费者意识形态的迭代演进，使得老一代认知中习以为常的传播表述，在新生代群体中可能演变为触发争议的敏感点。品牌若未能同步更新营销话语体系，存在较高的舆情风险，进而可能对产品销售产生逆向影响。

图17：营销关键词变化

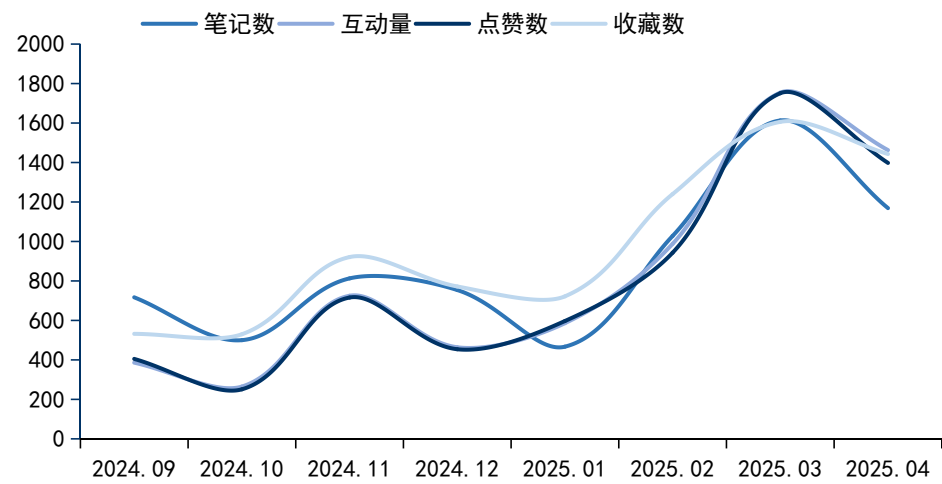


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

3-4. 小红书对于当前新消费崛起的判断价值

- 小红书平台是当前新兴人群的聚集地，平台的热度变化情况对于新消费破圈的判断更有一定前瞻性意义。
- 1) 热点消费主题的扩圈：如CityWalk、新旅游目的地等消费热点的扩散，主要均源于小红书平台的传播与扩展。
- 2) 新品类和新品牌的起势：企业的新产品新品牌在推出后的通过小红书平台可以实现快速破圈，以快速实现新品的起势与扩圈。
- 3) 争议品牌的舆情监控：品牌出现舆情事件后，也同样会在小红书等平台快速传播，如何有效压制负面影响也是品牌的重要能力。

图19：绽家品牌的曝光度变化



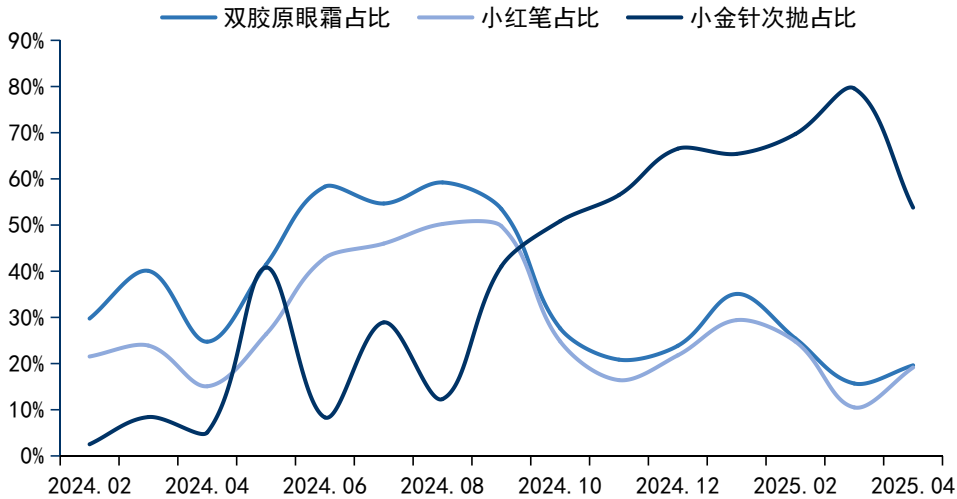
资料来源：千瓜数据、国信证券经济研究所整理
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图18：消费热点的追踪变化

排行	热词名称	热度值 ②	笔记增量 ②
1	❶ 冰雪大世界	5.3万	23309 +100%
2	❶ 小众旅行地	14.1万	23001 +40.33%
3	❶ 一个人旅行	5.16万	22292 +219.67%
4	❶ 博物馆	26.43万	18288 +13.35%
5	❶ 中央大街	5.08万	17580 +1052.06%
6	❶ 旅行攻略	19.9万	14336 +16.06%
7	❶ 尔滨旅游攻略	3.31万	14079 +100%

资料来源：千瓜数据、国信证券经济研究所整理

图20：丸美品牌下主要产品的互动量比例变化



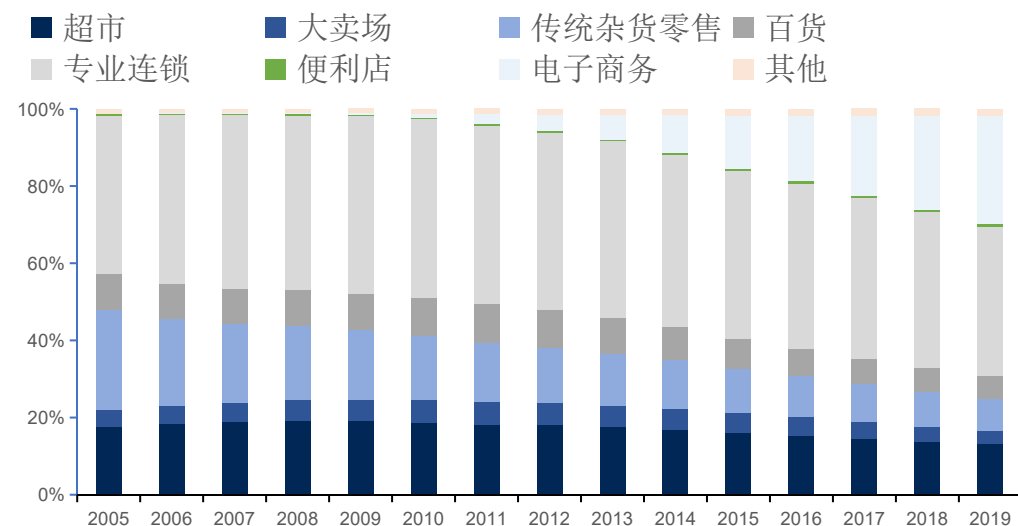
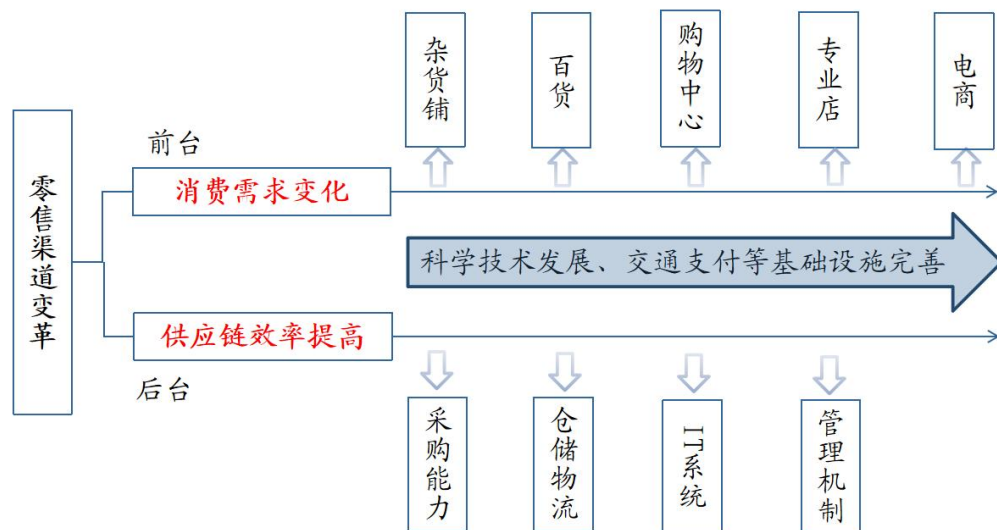
资料来源：千瓜数据、国信证券经济研究所整理

四、渠道变迁史

4-1. 国内销售渠道的整体变迁

- 90年代以街边商铺为主流渠道。服装零售为裁缝店、街边服装店，满足基础穿着需求；食杂店售卖零食、饮料等，靠“就近便民”覆盖居民日常，缺乏大型连锁与集中卖场，商品流通和选择相对有限。
- 2000年以大卖场百货为主流销售渠道。沃尔玛、家乐福等外资连锁超市，及大润发、银泰等本土百货商厦，商品涵盖生鲜、家电等全品类，凭借一站式购物满足家庭集中采购需求。2009年，大润发营收404亿元，取代家乐福成为大陆市场零售业top1。
- 2010年后正式进入电商渠道时代，电商业态占比从2005年的不足0.2%，快速上升至2019年的28.24%。天猫、京东等平台成销售主力，2012年天猫“双十一”当日销售额达191亿元，到2019年已跃升至2684亿元，七年间规模增长超14倍。
- 2020年后电商持续进化，本地服务（即时零售、到家、社区团购）崛起，同时线下的品质零售业态崛起，像社区店以及山姆、Costco等会员折扣店成为新零售市场亮点。

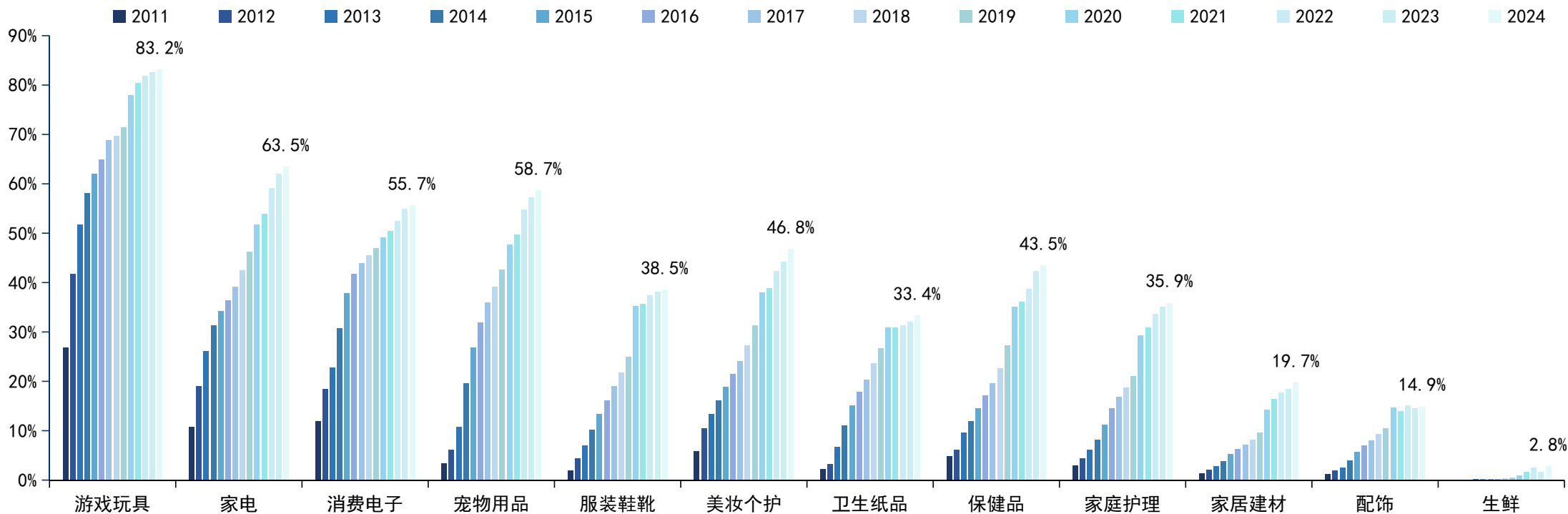
图21：我国零售渠道的演进



4-2. 各品类线上占比整体提升但存在分化

■ 从80后群体开始，电商就已经成为其最主要的消费渠道，随着线上消费习惯的养成，线下渠道没有完成的大一统格局很可能将由线上平台完成。从目前不同品类的电商渗透率来看：1) 传统电商品类比如游戏玩具、3C、家电等2024年线上渗透率都维持在50%以上水平，其中家电3C类（消费电子+家电）由于标准化程度较高，几乎是最早一批实现线上化销售的品类，线上销量从2011年的1.08亿单位提升至2024年的8.22亿单位，复合增速达到16.92%。2) 纺服、美护等品类达到40%左右，在2018年后借内容电商红利进一步提升；3) 而生鲜等非标品渗透率仍处在较低水平，这一领域也是新零售时期各大厂展开布局最多的一个品类。

图22：不同品类的电商占比不断提高

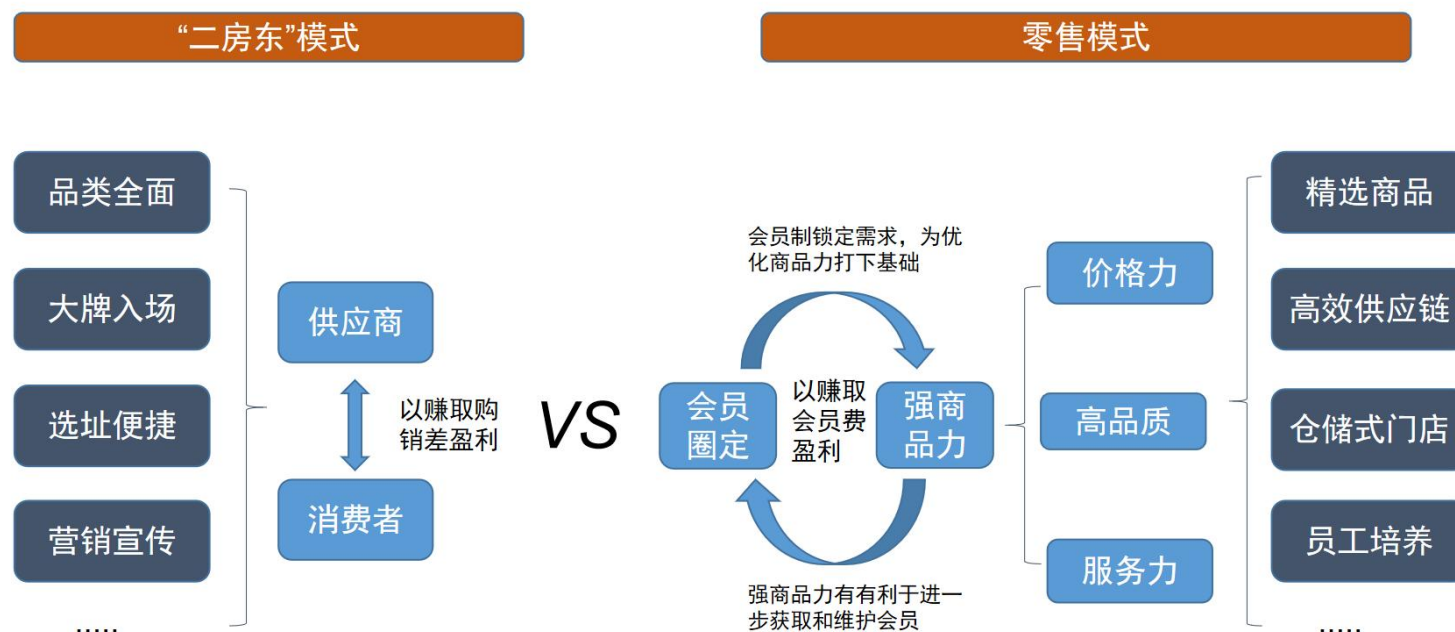


资料来源：欧睿咨询、国信证券经济研究所整理，其中家电、消费电子、生鲜品类使用的是销量占比数据，其余品类均为销售额占比数据。

4-4. 渠道出发—新的消费品牌未来需要怎样的新渠道？

- 70/80乃至90后所面对的渠道大多都是二房东模式理念经营：无论是线上还是线下，渠道只是占据了一个流量高点，然后向供应商收取“入场费”，在进入2020年后，流量枯竭和平台压力下，品牌供应商和渠道商之间的矛盾也越发突显。但反观海外消费市场中，宝洁与沃尔玛形成了持续数十年的合作关系，而山姆、Costco 等零售渠道的供应商群体中，针对渠道方资源整合行为的负面反馈亦较为有限。
- 核心是渠道也需要转变思路，Costco商业模式中的最核心的一点在于：其盈利主要来自以“消费者价值为本”的会员费收入，而非传统零售渠道商以“供应商价值为主”的差价盈利。对消费者而言，某种意义上是让其将对商品的选择权交给企业，在供给过剩的时代，由企业提供精选后的优质低价商品，和优质品牌方深度绑定，也同时将消费者从原本的对立面解放出来，形成三方共赢。

图23：两种不同渠道模式之间的区别

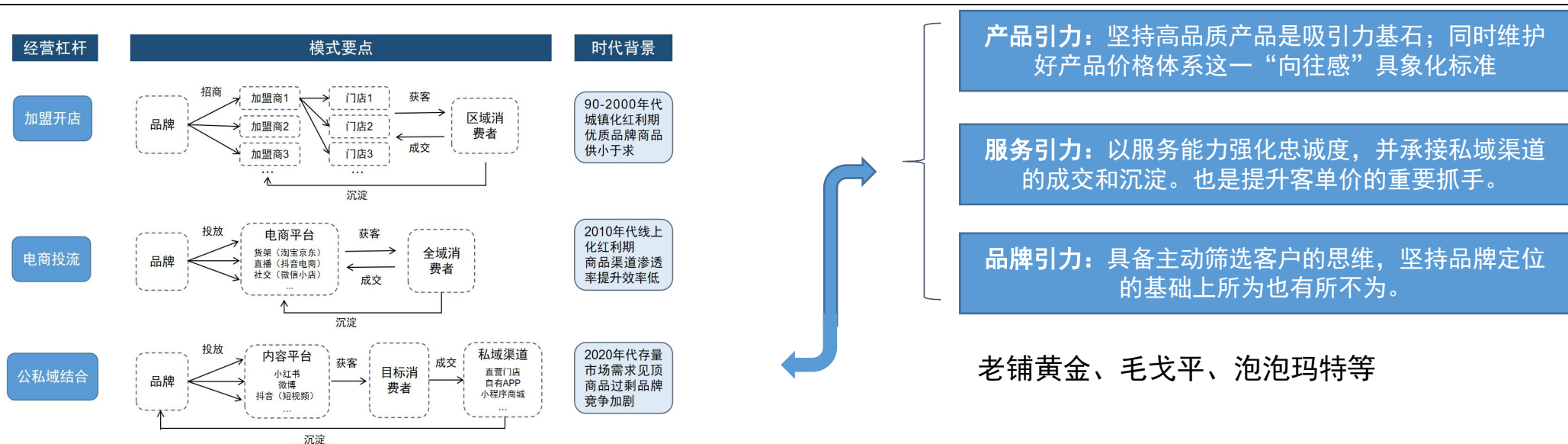


资料来源：联商网、国信证券经济研究所整理

4-3. 品牌出发—不同渠道模式的效率变迁

- 不同时期阶段渠道的意义不同，也均帮助品牌实现了一定时期的规模扩张：1) **加盟开店下沉模式**：主要出现在国内城镇化红利时期，帮助其下沉到各地进行开店扩张销售，帮助品牌实现了早期规模快速积累。2) **电商获客成交模式**：主要在电商模式崛起渗透率提升时期，由于线上没有地理覆盖的限制，实现规模进一步扩张。两者共同问题在于：其获客与成交均依赖于商业化的第三方环节。一旦市场进入存量时代，渠道集中度提升，品牌由于其核心消费者获客和成交数据均在相关第三方平台沉淀，其营销投放及客群获取行为将更易受到平台生态规则的制约。
- **公私域结合模式**：既解决了传播裂变放大的效率问题，同时也解决了盈利的稳定性问题。但并不是所有品牌都能无缝衔接上述模式：必须是在至少一个细分精准定位下具备强品牌力，对于消费者能够产生一定的品牌“向往感”，具备极强的自我引流能力，才能在上述经营杠杆下，达到品牌传播获客效果的最大化，以及能够引流至私域成交和沉淀从而达到盈利模式的最优化。

图24：品牌经营模式的变迁

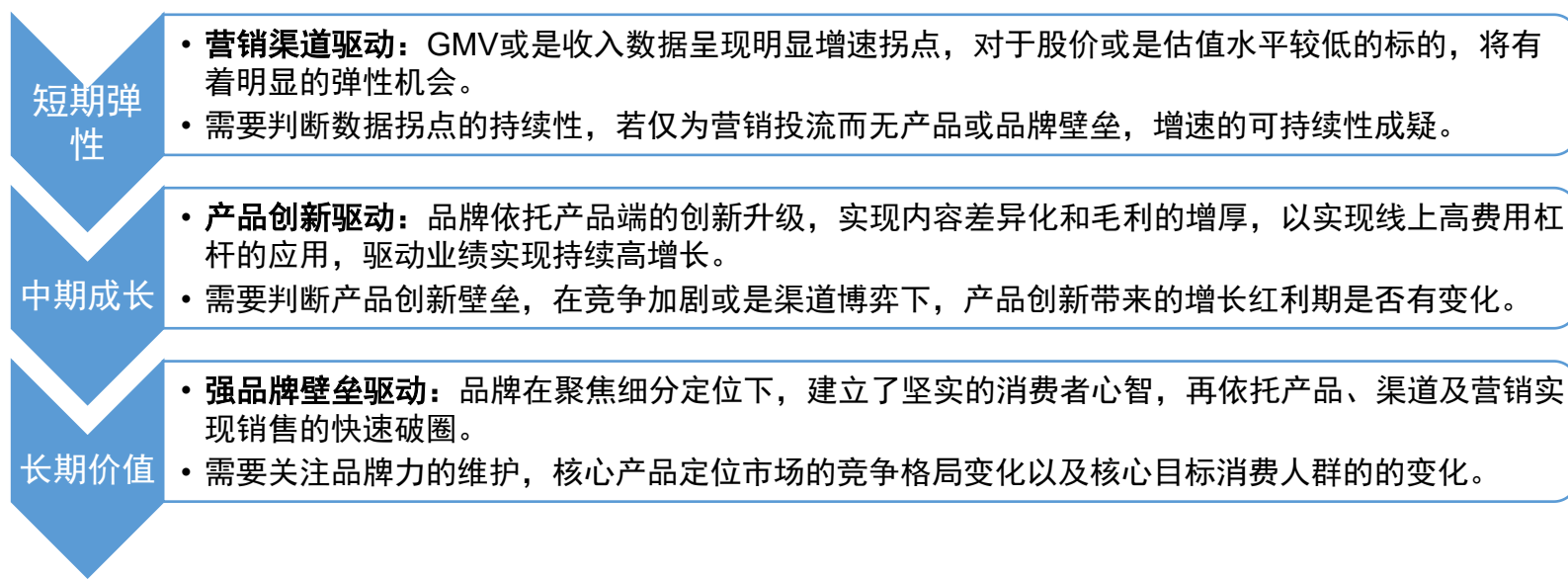


五、投资建议

5.1 投资建议

- 今年以来新消费板块的崛起有多方面因素驱动：1) 首先在当前外部环境趋于复杂，国内经济增长面临换挡的大背景下，短期能够产生确定性业绩兑现的同时兼具成长性的板块和标的有一定的稀缺性溢价；2) 其次国内消费市场在人口需求、社会演进和技术进步下，本身就将进入增长新动能的释放期，能够较早反应并在产品、品牌及经营思维上实现转型的公司，有望在当前存量市场下实现快速的份额提升。
- 因此整体上我们认为新消费的投资逻辑并非聚焦于短期概念炒作的机会，但需要捋清相关企业增长驱动，以更好的选择具备长期投资价值的标的。短期随着新消费行情的扩散，但凡出现较为明显的收入端或是GMV端的爆发式增长往往就能吸引灵活资金的配置，但中期我们也需要判断这类爆发式增长的可持续性，而判断的核心依据在于是否有强产品力作为核心驱动，这也是我们认为本轮新消费区别于前轮新消费的根本性特征，即本轮更因以新“质”消费理解而非新渠道或是新业态消费。而长期来看，若相关公司在产品突围基础上建立了较强的品牌心智，则具备更为坚实的商业壁垒，才能在渠道模式变迁、经济周期波动、营销热点迁移过程中实现穿越周期的经营成长。

图25：新消费行情的演绎



资料来源：36氪、国信证券经济研究所整理

5.2 投资建议

- 从细分板块选择来看，我们认为本轮新消费的受益板块，在技术瓶颈，经济压力等背景下，叠加年轻群体消费心态变化下，呈现出了“低成本获取情绪价值”的特征，因此美妆个护、黄金饰品、IP潮玩是能够承载上述需求的重点细分板块。
- **美妆个护**：美护板块作为此轮新消费的领头羊，业绩基本面在消费赛道中具备一定横向比较优势。未来在产品创新的持续涌现，以及新兴渠道运营的娴熟运用下，相关龙头有望持续受益。推荐：登康口腔、若羽臣、毛戈平、丸美生物、上海家化、润本股份、贝泰妮等。
- **黄金珠宝**：黄金在当前时期，由于工艺技术的进步和金价稳步上行，为品类赋予了悦己和保值两大新消费特质。而前期以差异化品牌/产品定位布局，并建立消费者心智的企业，有望在近年行业低基数下实现持续增长。推荐：老铺黄金、潮宏基、周大福、周大生、老凤祥等。
- **IP潮玩**：在年轻消费者情绪消费需求增强，以及企业IP商业化运营能力提升下，国内IP潮玩行业呈现蓬勃发展态势。同时在行业内头部企业陆续登陆资本市场下，也将进一步提振板块市场关注度。推荐：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。

图26：新消费投资标的梳理：

板块	投资逻辑	行业驱动	核心标的
个护	产品创新带动传统品类迭代升级，老牌国货实现二次焕新突破	国货替代、质价比、功能化	登康口腔、润本股份、若羽臣、百亚股份、豪悦护理、拉芳家化等
美妆	国货替代大趋势下，具备产品差异化竞争力的龙头品牌持续突破	国货替代、情绪价值、功能性	毛戈平、丸美生物、贝泰妮、上美股份、上海家化、水羊股份等
珠宝	依托古法金等新技术实现黄金产品设计感跃升，吸引新消费人群扩圈	悦己消费、保值消费、国潮文化	老铺黄金、潮宏基、周大福、菜百股份、曼卡龙等
潮玩	情绪价值需求持续提升，潮玩龙头依托IP矩阵化建设实现快速扩张	情绪价值、新潮文化、代际消费	泡泡玛特、布鲁可、名创优品等

资料来源：36氪、国信证券经济研究所整理

附表：相关公司估值表

表1：相关公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 06-24	总市值（亿元） 06-24	EPS				PE			
					2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
603605. SH	珀莱雅	优于大市	81. 49	323	1. 19	1. 62	1. 94	2. 14	21. 63	17. 30	15. 09	13. 54
600315. SH	上海家化	优于大市	20. 86	140	-1. 24	0. 64	0. 75	0. 86	-13. 64	32. 37	27. 81	24. 14
603983. SH	丸美生物	优于大市	41. 05	165	0. 85	1. 19	1. 59	2. 05	37. 87	34. 56	25. 84	20. 04
003006. SZ	百亚股份	优于大市	26. 85	115	0. 67	0. 86	1. 13	1. 46	35. 80	31. 32	23. 86	18. 37
001328. SZ	登康口腔	优于大市	48. 92	84	0. 94	1. 30	1. 66	2. 00	33. 93	37. 58	29. 49	24. 51
1318. HK	毛戈平	优于大市	108. 40	531	1. 80	2. 36	3. 01	3. 65	29. 31	41. 99	32. 96	27. 18
002867. SZ	周大生	优于大市	13. 17	143	0. 92	1. 03	1. 17	1. 27	15. 76	12. 79	11. 26	10. 37
002345. SZ	潮宏基	优于大市	13. 86	123	0. 22	0. 52	0. 60	0. 69	26. 66	26. 65	23. 10	20. 09
9896. HK	名创优品	优于大市	34. 45	431	2. 09	2. 44	2. 94	3. 61	20. 91	12. 91	10. 71	8. 74
9992. HK	泡泡玛特	优于大市	252. 20	3387	2. 33	3. 74	4. 69	5. 87	35. 67	61. 67	49. 18	39. 30

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平、名创优品、泡泡玛特收盘价为港元

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、渠道新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道低价竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032