

证券研究报告|行业深度报告

可选消费

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年04月24日



消费社会模型2.0： 从四次工业革命说起——以美国为例

证券分析师：

谢丽媛 执业证书编号：S0210524040004

请务必阅读报告末页的重要声明

更多免费行业报告

并购家

www.ipopo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

- **消费社会模型2.0搭建。**我们致力于搭建适用于各个国家、各个时间点的消费社会模型，在本篇报告中有重大进展。在对标中国和日本时，我们认为经济周期、人口周期、消费周期是平行且互相影响的关系，但该模型难以解释第四消费社会中国和日本的差异性，对于中国是否会进入类似日本低迷的第四消费社会难以判断。且对中国与美国的经济周期、人口周期、消费周期很难找到具有说服力的关联逻辑，我们基于此建立了以工业革命为底层逻辑的消费社会模型2.0，我们将在报告中详细为大家阐述该模型的依据、具体内容、适用性等。
- **美国消费社会变迁与消费投资机会复盘。**我们基于消费社会模型2.0对美国消费社会变迁进行了复盘，并将其划分为消费 I 阶段（1870-1920年），消费 II 阶段（1920-1970年），消费 III 阶段（1970年-今），三个阶段的消费主要内容均为前一阶段工业革命成果的普及，且各阶段消费品成果均遵循“普及→品牌化全球化”的过程，我们认为，美国消费品最具投资价值的阶段出现在1960年代之后。虽然消费 II 阶段是很多消费品从0到100普及的过程，为很多企业带来收入高增的红利，但是消费 III 阶段从卖方市场变成买方市场，竞争加剧，龙头 α 开始显现，品牌价值凸显，并涌现诸多全球龙头品牌。因此消费 III 阶段是最具消费品投资价值的阶段，建议积极关注中国消费品当下投资机会。
- **投资建议：**从全球产业趋势看，家电作为工业2.0的主要消费品产物，尚未形成难以撼动的稳定格局，且中国在家电制造已占据全球领先优势，部分品牌已开始冲击全球龙头地位，因此中国家电品牌冲击全球龙头将成为当下最重要的投资机会之一。从内需趋势来看，对标美国在消费 III 阶段的消费行业资本市场表现，我们认为以下几个方向值得重点关注：受益消费市场从卖方市场变成买方市场的渠道商；情绪价值消费；运动健康；住房维护方面的消费；出行；传统消费品龙头加速出海并受益全球化等等。
- **风险提示：**消费社会模型2.0的适用性风险；中美消费社会变迁可比性风险；出海贸易战风险；消费需求疲软风险。

目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

- ◆ 过去几年，我们一直致力于搭建一个适用于各个国家、各个时间点的消费社会模型，虽然听起来很难，但在本篇报告中也依然有着重大进展。
- ◆ 我们在2021年初进行研究分析探讨中国的消费社会阶段划分，将中国与日本的消费社会做了非常详尽的量化对标，惊人地发现中国与日本的经济周期、人口周期、消费周期均高度重合，而这也是市场上大家产生争议的主要方面：如果中国与日本在过去真的高度相似，是否意味着中国接下来会走向类似日本的低迷低欲望的“第四消费时代”？如果不是，我们的历史对标存在哪些问题？未来的差异化走向又取决于哪些因素？我们在当时的研究中对于这一问题给了开放式结局：我们认为日本陷入第四消费时代是因为没有找到新的经济增长点，而中国未必会陷入同样的问题。如今随着我们进一步对美国进行深入研究，我们的模型大幅优化，我们认为我们初步找到了这个问题的答案。
- ◆ 这一问题的根源在于：影响消费社会周期性波动的更底层逻辑是什么？在对标中国和日本时，我们认为经济周期、人口周期、消费周期是平行且互相影响的关系。但在对标中国与美国时，发现研究中日简直是幸运，而中国与美国的经济周期、人口周期、消费周期很难找到具有说服力的关联逻辑，这让我们不得不把视角放到更宏观、时间线更长的全球周期中，令人激动的是，我们找到了可行的关联逻辑：即消费周期的更底层逻辑是工业革命，但同时，工业革命并非单向影响因素，消费周期的进程反作用于工业革命的进程。这一逻辑是本篇报告中进化版消费社会模型的主要依据，而我们将在报告中详细为大家阐述该模型的依据、具体内容、适用性等。
- ◆ 本篇报告将为您关注的如下问题带来答案或些许启发：
 - ◆ 第一，为什么中国和日本的消费社会周期在过去几个阶段高度相似、甚至经济周期也高度重合？如果跟美国对标，我们处在什么阶段？为什么日本进入了第四消费时代、而美国却没有？消费社会周期更迭的更底层逻辑是什么？中国消费社会接下来可能往什么方向发展？
 - ◆ 第二，中国消费品品牌开始大量出海进军欧美，美国消费社会经历了哪些变迁？他们的消费观、价值观、人口结构如何变迁及如何划分？美国消费者当前的核心需求痛点是什么？美国消费品当前供需关系处于什么阶段？哪些赛道、具备哪些特征的消费品公司出海去美国更具潜力与投资价值？
 - ◆ 其次，我们在分析过程中也顺带解决了一些大家日常会比较关注的问题，比如：为什么美国在发展过程中拥有更低的人口密度？以及美国有更多的消费者拥有大房子？为什么美国人的生育意愿没有较早开始下降？为什么美国没有受到老龄化的困扰？等等。
- ◆ 关于参考资料，本篇报告最核心的文献是《美国增长的起落》（[美]罗伯特·戈登），作者是美国西北大学社会科学教授，是世界上主要的研究通货膨胀、失业和生产率增长专家之一。选择这本书最核心的原因在于，1960年之前的官网统计数据大体是缺失或不连贯的，对量化研究造成很大困扰，而在《美国增长的起落》中，作者查阅大量早年馆藏书籍，包括HSUS（剑桥大学出版社《美国历史统计》）等，并对不连贯的数据进行口径筛选及处理，为我们的数据研究提供了非常有力的支撑，且其严谨的数据处理思考过程也让我们的研究大获裨益。其次，本书不止着眼于对美国经济的增长研究，更注重对美国人民生活水平增长的研究，用大量宏观和微观数据与信息，分析了经济增长所体现的生活水平的提升，以及经济增长所没有体现出的生活水平变化，而我们的研究方向在于经济环境、人口环境变化下的消费社会变迁，本书的研究过程与结论均提供了较大帮助。
- ◆ 最后，中国的发展历程与未来都有着不可复制的独特性，不管是美国还是日本，我们都并不认为中国正在或即将复制其历史，我们的分析仅仅旨在帮助大家了解美国消费者、以及对一些因果关系的分析提供借鉴思路。

目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

1.1 回顾：消费社会模型1.0

我们在2021年的研究中探讨中国消费社会划分，并构建了消费社会模型的1.0版本，概述如下：

- ◆ **依据：**①《第四消费时代》书中将日本的消费社会划分为四个阶段；②我们按照其思路将中国和日本进行对比，并对多项指标进行量化对标，发现多个角度高度相似，据此搭建消费社会周期框架；
- ◆ **基本内容：**①**横向来看**，消费社会周期中的关键要素包括：**经济基础、人口环境、消费基本逻辑**（经济基础决定上层建筑，我们认为由技术进步、生产力与生产关系变化带来的经济发展是根本要素；人是消费的本源，人口的宏观环境决定了微观消费的基本逻辑，而人的结婚意愿、生育意愿、家庭结构又受到经济发展的高度影响；上述两个要素共同决定了微观消费的基本逻辑，而消费同时又反过来影响经济发展和人口环境。上述框架决定了不同经济体消费社会发展的共性，而文化环境、历史宗教环境、政治环境等则是导致各经济体消费社会发展特性的主要因素）；②**纵向来看**，消费社会的变迁具备周期性，**消费社会周期包括以下几个阶段：起步期、高速发展期、成熟期、衰退期**（按照《第四消费时代》的表述，分别对应第一、第二、第三、第四消费社会），消费者在高速发展期（第二消费社会）购买基础耐用用品（家电、汽车等），保有量实现从0到100，而在成熟期（第三消费社会）开始追求精神享受（符合马斯洛需求理论），供给成熟，卖方市场变为买方市场，需求主导，需求细分化；每个经济体所处阶段、各阶段的时长不尽相同，同一经济体也会出现各阶段循环出现，比如会在衰退期来临前，随着技术进步和经济发展等因素进入新一轮的起步期，从而螺旋向上发展，而在新一轮阶段中，由于技术进步，或将出现新的必需消费品。
- ◆ **结论：**①综合多项指标对标分析，我们将中国消费社会划分为以下几个阶段：第一消费社会（1949-1985年）、第二消费社会（1985-2015年）、第三消费社会（2015年-今），各阶段的经济、人口、消费等多项数据均与日本同期高度相近；②从中国和日本的划分来看，经济周期、人口周期、消费周期均高度重合，消费社会周期的起步、高速发展、成熟等与经济周期和人口周期的起步、高速发展、成熟时期基本重合；③中国当前处于第三消费社会中期，主要特点包括：需求导向、情绪需求为主导、重视个人、注重更高物质享受及审美、精神等、需求细分化等等；④中国尚未进入第四消费社会，且未必会进入。
- ◆ **模型缺陷：**①难以解释第四消费社会中国和日本的差异性，对于中国是否会进入类似日本低迷的第四消费社会缺乏说服力；②未检验对于其他国家的适用性。

图 消费社会模型1.0



1.2 进阶：消费社会模型2.0-痛点

美国的消费社会具有更长的历史和更多次的周期迭代，我们试图通过研究美国消费社会变迁，以及通过中国、美国、日本的对比，优化我们的模型从而提高其适用性，然而我们在研究过程中遇到了非常多的困难，我们将先阐释遇到的困难，从而更好地展开后续研究思路过程与结论（从差异性的逐一分析到共性的提炼）。我们遇到的困难主要包括：

- ◆ **周期重合性：**我们在中国和日本的研究中发现经济周期、人口周期、消费周期基本完全重合，解释也非常合理（物质基础决定上层建筑，经济水平的提升带来生活方式和消费观念的变迁），但是**在对美国的研究中，发现三者在历史数据上很难找到完全重合的规律**，这说明我们之前对于三者关联性的假设存在缺陷。
- ◆ **基础定义的合理性：**消费社会周期变迁的一个基本隐含逻辑是“马斯洛需求理论”，即人们在满足了基本的温饱生存需求后，会进一步追求精神层面的需求。从而在我们的模型1.0中，人们在第二消费时代采购满足基础需求的消费品（空调、冰箱、洗衣机、微波炉等），到了第三消费时代，基础消费品的保有量都已达到100%，人们开始追求情绪价值。这一假设放在中国和日本都适用，因为二者的消费社会历史都只经历了一个或者不到一个完整的周期，但放到美国就会面临如下问题：**我们站在当前时点往回看，认为空调、冰箱、洗衣机都是基础消费品，满足的是基本的温饱需求而非情绪需求，但放在家电渗透率提升的初期，或者站在1870年的美国，我们很难定义1870-1930年的消费增长属于什么逻辑，也很难说对于那个阶段的消费者来说，家电属于“基础消费品”；且电影、杂志等满足情绪价值的消费品在1930s同样开始普及，按照之前的逻辑难以解释。**
- ◆ **周期的可循环性：**之所以称之为周期，关键在于我们认为其遵循周而复始、螺旋上升的规律，如果只能贴合一次单向循环，则不能称之为周期模型，也不能据此对未来做出预判。所以如果比如家电在初期是满足更高层次精神需求的可选消费品，那当时相对而言的基础消费品又是什么？家电从可选品切换变成基础品的路径是什么？这种消费社会周期要如何定义与划分？另外，**当现有的“基础消费品”和“情绪消费品”都满足了之后，下一个阶段的消费是什么？是现有的“情绪消费品”（比如互联网）变成新的“基础消费品”吗？那下一阶段的“情绪消费品”又会是什么呢？供需关系如何变化？**
- ◆ **不同阶段的时间间隔甚至重合的矛盾：**当我们试图把不同国家的消费历史放在同一个框架中，按逻辑应当得出类似如下的结论：第一阶段（跨度通常为x年）满足基础设施需求（水电网络、城市建设、交通等）→第二阶段（跨度通常为y年）满足基础消费品需求（空调、冰箱、洗衣机、汽车等）→第三阶段（跨度通常为z年）满足情绪消费需求（手机、电脑、互联网等）。我们在研究中国和日本时，基本符合上述逻辑，**但在研究美国并试图代入时，发现美国的各个周期时间跨度更长，而中国和日本的基础设施建设和基础消费品需求满足几乎同时发生，并非分成两个阶段，为我们的模型合理性带来了巨大困难。**

在解决上述问题的过程中，我们得出了消费社会模型2.0版本。模型2.0相比模型1.0最大的区别在于**强化了对供给端的讨论**，在模型1.0中我们仅将供给端的技术进步作为一个外部客观变量，并未放入模型中，而在模型2.0中，我们认为供给端的变化是影响消费行为乃至群体价值观变迁的重要因素，并作为变量之一加入了模型中。

在模型2.0中，消费社会周期变迁的基础变量包括两个：

- ◆ 影响供给端的“技术进步”
- ◆ 影响需求端的“消费心理”
- ◆ 上述供给端和需求端的碰撞产生了工业革命和消费变迁的结果：
 - ◆ **工业革命是一个过程**，包括技术的诞生和技术的应用两阶段，在技术产生的初期，发明者并不能预判后续应用情况，**技术进步作用于ToB和ToC两方面**，ToC的部分由技术进步与消费心理碰撞，产生实际消费（ToB的部分通过降本增效等间接作用于消费环节，在此我们不做讨论）；
 - ◆ **消费变迁是滞后于工业革命的另一个过程**，包括消费品的诞生和消费品的推广两阶段，其中，消费品的诞生与工业革命的技术的应用阶段相重合，大量新的消费品在市场诞生，当下消费需求与供给碰撞，筛选出满足当下需求的消费品，渗透率开始提升，产品不断被优化，进入后续的铺渠道、营销推广、竞争加剧到出清到格局优化等推广阶段；
 - ◆ **工业革命同时带来了生产关系的变化**，从而造成人口环境、家庭结构、价值观、消费观等变化，从而间接影响消费变迁，但对其影响非常重要，这也是**在模型2.0所引入的重要增量观点**。

1.4 插曲-复盘工业革命：总述

在解决上述问题的过程中，我们得出了消费社会模型2.0版本。我们将先插叙几页工业革命的过程复盘，再继续进行模型搭建。

	工业革命1.0	工业革命2.0	工业革命3.0	工业革命4.0
简称	机械化时代	电气化和大规模生产	信息化时代	人工智能时代
起始时间	1765	1870	1940	2010
发起国	英国	德国、美国	美国	美国、中国？
相关国	英国、法国、美国等	美、德、英、法、日等	美国、苏联、中国等	德、美、中、俄、日、韩等
标志	蒸汽机作为动力机被广泛应用（以机器代替手工劳动）	电气化和装配线的发展	计算机出现	智能机器人
新技术	蒸汽机、纺纱机、铁路运输、冶金、采煤等	电力、电话、汽车、飞机、石油工业等	原子能、电子计算机、空间技术、生物工程等	人工智能、虚拟现实、IoT、光伏、碳中和等
关键推动者	聪明的工匠 (珍妮纺纱机、瓦特蒸汽机)	个人科学家 (德国先进教育产生：发现无线电波的亨利希·赫兹，发现X光的威廉·伦琴；集工程师/发明家/企业家于一身的维尔纳·西门子)	年轻的大学毕业生/肄业生	AI实验室（需要大量投资）
生产关系变化	工厂开始取代家庭手工作坊成为主要生产单位	生产方式变迁，同质批量的8小时工作制成为主要生产方式，对大企业依赖度高	互联方式变迁，创意和服务主导生产内容，个体重要性提升，对大企业的依赖度和粘性降低	意识形态变迁？
热门产品	食品饮料、服装、蒸汽机	电灯、电话、冰箱、空调、洗衣机、汽车	电脑、手机、线上服务	机器人、XR、量子计算机、基因产品
热门新行业	纺织业、金属冶炼、交通运输	能源（电力、天然气等）、家电、化工、汽车	互联网传媒、电商、消费电子	AI、新材料

1.4.1 插曲-复盘工业革命：英国-最早的发起与最早的衰退？

	工业革命1.0 (1765)	工业革命2.0 (1870)	工业革命3.0 (1940)	工业革命4.0 (2010)
角色	发起者			
参与时间	1764			
背景	家庭工厂化、尼德兰工匠流入			
代表作	珍妮纺纱机、瓦特蒸汽机、工业城市			
成果	- 纺织业崛起、机械化工厂； - 煤产量从1790年的260万吨增至1836年的3000万吨； 1765年开始使用铁轨，1844年，英国铁路已长达2235英里； - 排水系统建立：1666年伦敦开始修建地下下水道，1751年伦敦下水道总长度49英里，1828年连通泰晤士河的下水道达140条	失去引领地位，走向衰退，1880s，英国在工业生产方面被美国超过，20世纪初又被德国超过，沦为了世界第三工业国。这一时期，英国在世界工业生产中的比重从1820年的50%下降到1913年的14%，而同期美国则从10%上升到36%。德国从1840年的12%上升到1913年的16%。在世界贸易中的比重，英国也从1870年的22%下降到1913年的15%。1820年后，英国工业年增长率长期维持在3%以上，1880年下降为2%，1890年更下降为1%，原因： - 此前过于成功，进取心不足； 产业空心化：英国掌握金融霸权，过度的海外投资减少了英国本土制造业可用资源，且投资收益回流抬高英国房地产价格和人力成本； 正规教育落后		
关键推动者	爱动脑子的工匠			
关键节点	1623年，英国国王允许专利权设立，保护新发明； 1688年，圈地运动（政府获得土地从而后续建立工业化城市的前提） 1763年，英法七年战争结束	为什么英国依然保持全球头部经济体、人均GDP依然显著高于日本等？ - 早期先发优势，奠定消费品品牌地位； - 英国与其他欧洲国家位置相近，即使德法等其他国家在第二次工业革命的表现显著优于英国，其在英国设立分公司、或英国的上游企业为其供应，依然对英国经济产生重要支撑作用； - 英国的饮食习惯与欧美其他国家相仿，且其工业发展最早，因此食品饮料等品牌出口依然是其重要产业。 哪些依然在支撑英国经济？当前支柱产业及代表公司： 制造业： - 食品饮料：帝亚吉欧（1759年成立）、SABMiller（2002年合并成立）、Scottish&Newcastle（1749年成立） - 其他消费品：联合利华（1929年合并成立）、吉百利（1824年成立）、Tate&Lyle（1859年成立）、英美烟草（1902年成立）、皇家烟草、EMAP、HarperCollins、Reed Elsevier、巴宝莉、锐步等等 - 航空航天：劳斯莱斯（1906年成立）、BAE（1977年成立）、空中客车英国公司（1970年成立） - 生物制药：葛兰素史克（2000年合并成立）、阿斯利康（1999年合并成立） - 化工：帝国化工工业（1926年合并成立）、庄信万丰（1817年成立） - 电子工程及信息通讯：ARM（前身艾康电脑1978年成立）、CSR（1998年成立，2015年被高通收购） 服务业（英国经济最主要的部分）： - 金融：英国经济重要支柱产业 - 文化：世界第二大电视节目出口地 - 游戏：GTA等		
总结	1840年，英国大机器生产已基本取代手工业，英国成为世界上第一个工业国家，空前繁荣； 1851年，英国一半以上人口生活在城市，成为世界上第一个城市化国家； - 英国成为最早的“世界工厂”，英国工业品横扫世界			

1.4.2 插曲-复盘工业革命：德国-从“水货”到品质的保证

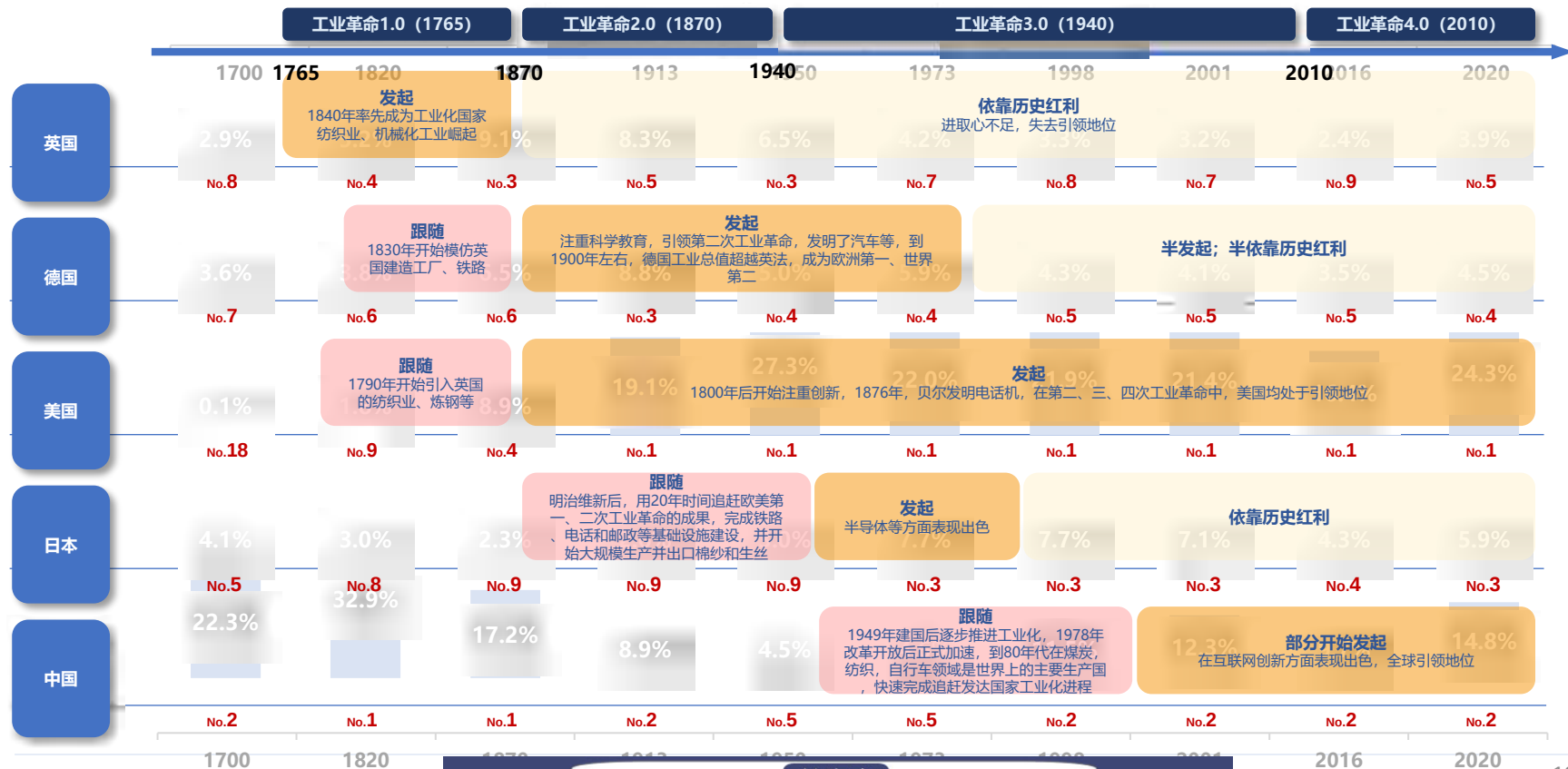
	工业革命1.0 (1765)	工业革命2.0 (1870)	工业革命3.0 (1940)	工业革命4.0 (2010)
角色	跟随者 (made in German 是水货代称)	发起者		
参与时间	1830s	1870		
背景与成果	1861年，在制造机器的工厂内的工人总数接近10万，规模不下于英国的同类工厂； 1850年至1870年，德国的蒸汽机的动力由26万匹马力增加至248万匹马力，煤产量由670万吨增加至3400万吨，钢产量由6000吨增加至17万吨，铁路线长度由5822公里增长至18876公里； 1870年，德国在世界工业总产量中的比重上升到13.2%，超越了法国，成为了一个工业发达国家	- 德国比英国投入更多在科研，特别是化学、电机和电力方面。随着1871年阿尔萨斯-洛林被德意志帝国吞并，其中法国一些工业基地也归德意志帝国所有； - 到第一次世界大战前，全球42名诺贝尔奖获得者中，14名来自德国； 1866年世界上第一台直流发电机，1886年世界上第一辆内燃机汽车（奔驰），以及1893年世界上第一台柴油发电机等等； - 到了1900年，德意志帝国的化工业靠染料主导全球市场。当时三个大公司：巴斯夫、拜耳和霍伊斯特公司五个较小的企业生产出了上百种染料。在1913年，这八间公司几乎拥有全球90%的染料供应，且其80%主要销往国外		德国吸取英国教训，坚持贯彻“产业强国”路线，抵制“产业空心化”，使其工业在全球化过程中一直保持强健。但是，在第三次工业革命的信息化浪潮中，德国在企业“互联网+”水平以及ICT产业方面落后于美中日韩，难以迎接5G、AI、大数据等前沿技术对于传统制造业的颠覆
关键推动者		科学家		
关键节点	19世纪初期，德国的封建制度慢慢解体，经过普鲁士农奴制改革，农奴从田地释放出来，为近代工业企业提供了货币资本和自由的劳动力； 1834年德意志关税同盟建立	1717年，开始实行普遍义务教育，19世纪上半叶教育改革使德国处于领先地位； 18世纪初，洪堡提出“教学与科学研究相统一”，充分利用英法美工业化最新成果的同时，表现突出的创造力 1807年，废除农奴制； 1873年，统一货币； 1879年，关税保护政策		为什么德国是第二次工业革命的领导者？ - 发达便捷的交通运输是重要条件； - 政府对经济强力干预（资产阶级改革-消除贫富差距；兴建铁路、发展矿业、金融；关税保护）； 重视教育和科学； - 注重科学技术与经济的结合以及新技术的使用
总结	在德国尚未统一前，各个地区的经济发展是极度不平衡。1871年， 德意志统一，以机器为主体的工厂遍及整个德国 ，并取得了领导地位。	1871年新的德国刚成立，各方面落后英国，随后德国工业完成从 “山寨”到“被山寨” 的转化，Made in Germany从“水货”代称变成品质的保证；到1900年左右，德国工业总值已经超越英法，成为欧洲第一、世界第二；到了1913年，德国工业产量是原来的6倍，英国只翻了一番，德国实现全面赶超		

1.4.3 插曲-复盘工业革命：美国-从引进到持续创新引领者

	工业革命1.0 (1765)	工业革命2.0 (1870)	工业革命3.0 (1940)	工业革命4.0 (2010)
角色	跟随者	引领者	引领者	引领者
参与时间	1790	1870	1940	2010
关键节点	1783年，独立战争结束； 1790年，塞缪尔·斯莱特把英国的新式纺纱机引入美国-纺织业发展 1820年，美国迎来百年移民潮，带来大量熟练工人 1800年后，美国人越来越注重创新 1803年，英国议会通过法律进一步阻止工匠和产业工人移居美国 1836年，美国成立专利局 1850s，引入两种炼钢法、发展钢铁行业	1865年南北战争结束，解放生产力，消除南北对峙，巩固统一 1876年，贝尔发明电话 1870年，美国辛辛那提屠宰场自动化（起点） 1882年，爱迪生建立第一个中心发电厂 1894年，福特制造出美国第一辆汽车 1894年，美国工业产值居世界第一，成为第一大工业化强国 1903年，莱特兄弟发明飞机	1930s，量子力学理论体系创建；电子学研究同样进展迅速 1946年，美国出现第一台电子计算机 1959年，第一台大型通用晶体管计算机问世 1964年，IBM完成IBM360系统研制，展开集成电路计算机时代 1965年，英特尔创始人之一戈登·摩尔（时任仙童半导体公司工程师）提出“摩尔定律” 1993年，互联网浏览器Mosaic在美国UIUC大学诞生 1995年，微软推出IE浏览器；Amazon上线，开启电商时代	1956年，AI学科成立，许多英国和美国的大学建立了AI实验室；随后由于难度过大进入AI寒冬（投入减少） 1980s，AI研究因专家系统的商业成功而复兴，1987年进入第二次寒冬 1990年，Yann LeCun证明了卷积神经网络可以识别手写数字，AI恢复投入 2005年，波士顿动力公司推出动力平衡四足机器狗 2012年，深度学习开始主导行业基准 2015-2019年，机器学习研究数量增加了50% 2022年，OpenAI推出基于大型语言模型的ChatGPT
关键推动者	移民工厂主（塞缪尔·斯莱特）	个人科学家（亚历山大·贝尔）	大学生（比尔盖茨/乔布斯/拉里佩奇（谷歌创始人）/扎克伯格）	AI实验室（OpenAI等）
总结	美国的第一次工业革命是以“ 引进 ”为主的 拿来主义 ，英国极力防范技术外泄	从“ 引进 ”到“ 创新 ”，支撑美国在第二次工业革命引领全球并成为世界第一大工业化强国	鼓励创新的教育体系和快速灵活的变现机制 ，催生年轻大学生不断创造互联网时代新产物	前期的大量投入 是推动AI发展的重要条件，其难度过大带来的变现困难也多次导致AI寒冬，阶段性成果不断推动AI投资加大，如今非盈利实验室（企业/政府投资）是关键推动者

1.4.4 插曲-复盘工业革命：汇总-从跟随到发起，创新能力是关键变量

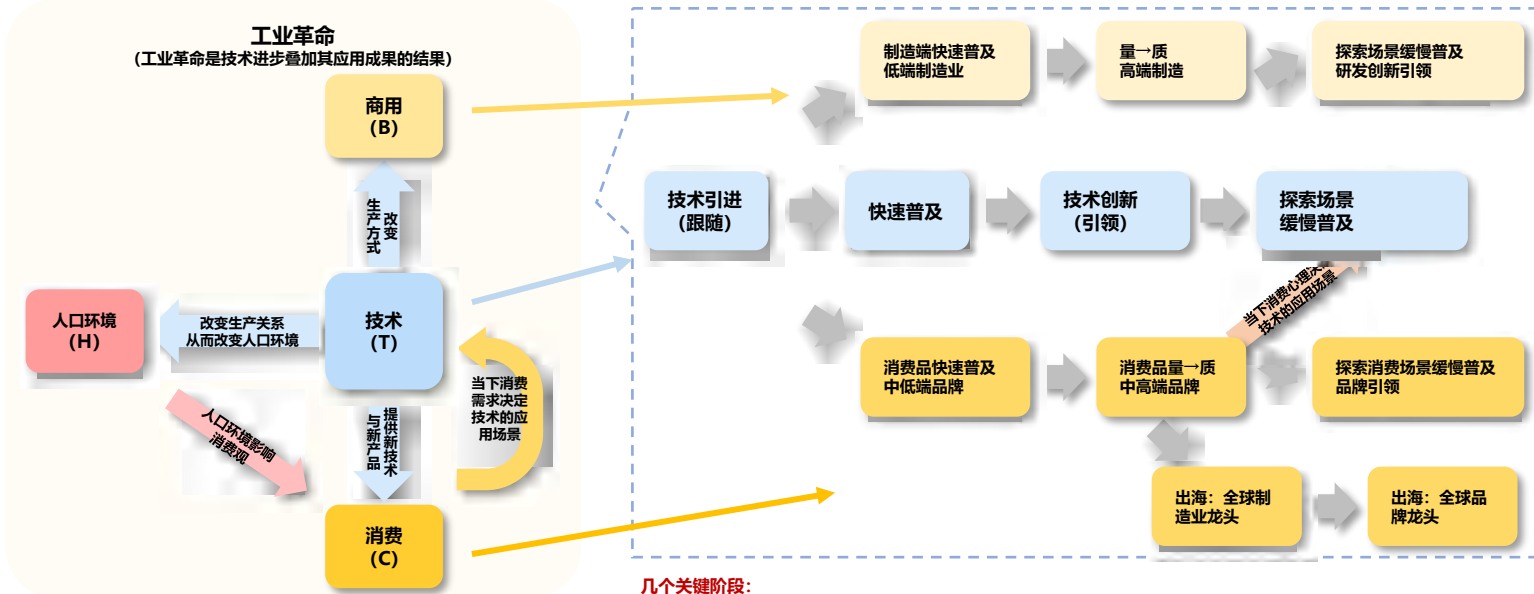
- ◆ 汇总来看，除了英国是第一个发起者，其他快速成为全球龙头的国家基本都经历了**跟随到发起的过程**，**跟随的时间基本均为30年左右**，在跟随中快速补足其他国家已实现的工业化进程，并从全球低端制造者（被称为“水货”并被跟随者排斥等）升级到技艺精湛的高端制造者，**但从跟随者转型发起者拥有更高的难度**，需要具备当时特定环境所需的特定创新能力；**保持几个不同阶段的发起者更具难度**，因为不同阶段所需的市场环境有较大差别。



1.5 进阶：消费社会模型2.0-模型搭建

对工业革命有了结构性复盘后，将更易于理解我们模型的基本逻辑，所以我们在本页展示模型2.0的内容，更多论证过程详见后文。模型内容：

- ◆ 消费社会变迁的**核心影响变量**包括**技术和人口环境**，**技术变迁**决定能够出现哪些新的消费品（what），**人口环境**决定消费观念（how）。其中，仅技术的迭代和普及具有周期性，而消费和人口环境的变迁的技术迭代的因变量（某种程度上也反作用于技术应用），但自身不具备周期属性，因此我们很难单纯地提炼出消费/人口环境的周期模型。
- ◆ 纵向来看，消费社会变迁的过程如下：作为跟随者引入已有技术，并实现相关消费品在国内快速普及、快速学习制造方式，并成为全球低端制造商→随着技艺精湛，成为全球认可的高端产品制造国；同时，国内需求从量到质，优秀的自主品牌开始出现→自主品牌实现全球出海，成为全球龙头。与之同时发生的是创新技术的挖掘，及发现新技术后探索场景在消费和制造进行普及，新技术在消费品应用方向则由当下消费需求和消费观决定。新技术的挖掘和新消费品的普及要远慢于跟随的过程。（本报告主要研究消费与人口，因此对于技术迭代带来的商用部分影响没有作展开详细研究。）
- ◆ 消费观念方面，技术变迁改变生产关系，从而对人们的家庭观、生活方式、婚育意愿、消费倾向等产生较大影响（详见前文对于工业革命与生产关系的分析），但这一过程是**单向而非周期性的**。



几个关键阶段：

- (1) 技术引进阶段，能否在短期快速追赶
- (2) 技术创新阶段，能否快速调整战略，从跟随到创新，能否顺利落地符合当下需求的产品
- (3) 不同阶段的切换，不同阶段的工业革命基本逻辑和关键推动者都有着非常大的变化（e.g., 第一次工业革命是由工匠推动的，第二次工业革命是由科学家推动的，对教育水平要求显著提高）

1.6 关键：从工业革命到生产关系的变迁-人口环境的底层逻辑

- 除了技术进步，我们认为工业革命所带来的生产关系变化对人类来说更加重要。生产关系变化是家庭结构、消费观、价值观变化的底层原因，理解了这一层变化，有助于我们对当下一些趋势（比如生育率下降、家庭小型化等）是暂时的还是长期的做出判断。**在工业革命之前**，家庭是主要生产单位，所以家庭关系因稳定的生产分工关系而稳固，家庭是抵御外部风险的重要单位；**随着工业革命1.0**，人们开始有“上班”的概念，开始向城市迁移；**随着工业革命2.0**，社会化的大生产机器提供了更多保障和便利设施，家庭承担抵御外部风险的功能趋于弱化，人们通过“上班”、参与到社会的大分工中，来获得社会化的保障并享受现代化便利设施，而这一过程主要体现在“消费”，而工业革命2.0中，“生产”是主旋律，人主要参与批量化重复劳动的工作，生活节奏与方式也趋于重复、同质化，消费需求也同质化；**到了工业革命3.0**，重复劳动的工作也逐步被机器取代，抵御外部风险的基础需求已被满足，但人们已经适应了所建立起来的工作制度和生活方式，因此“消费”成为主旋律，人们创造更多满足人性需求的产品和服务，目的是为了赚取收入并购买这些产品和服务，“消费主义”由此诞生；同时，由于这个阶段生产内容主要在差异化与创造力，生活节奏也变得多变，因此消费需求也趋于个性化与多样化；此外，“家庭”的功能进一步下降，家庭小型化、个人消费取代家庭消费的趋势出现。**因此，我们目前正处于工业革命3.0所带来的：注重创造力、持续变化、多样性、个人化的消费时代中，这些趋势将继续持续一段时间。**而工业革命4.0将会带来的变化，我们尚难以得出结论。
- 这一过程是单向而非周期性的，这也解释了为什么美国在过去的经济周期中没有发生生育率下降，而在当前时点，全球很多不同发达程度的国家不约而同出现了生育率下降的情况，这表明生育率相关的并不单纯是经济发展阶段，而是技术迭代带来的生产关系变化造成的。

	工业革命1.0 (1765)	工业革命2.0 (1870)	工业革命3.0 (1940)	工业革命4.0 (2010)
	纺织品，城市交通，水系统	电力系统，无线网络，家用电器，汽车	互联网，计算机，手机，电子游戏，	机器人，XR，.....?
背景	土地公有化，更高效的机械设备出现，实现批量化生产，交通等基础设施开始建立，工厂出现	工业化批量化为主导，8小时工作制完善，工人是巨大生产机器的一个环节，人们的工作重复而趋同	互联网数字化。原来的重复工作被更高级的机器取代。人类从事更具创造性、灵活、与人打交道的工作（服务业）	AI化。内容生产和服务业也被AI取代？下一步人类的工作方向是什么？
人口环境变化	- 迁移至城市 - 人口快速增长 - 开始有“工作”概念	- 城镇化率持续提升 - 人口快速增长 - 人口密度提升，大家庭变小家庭（过去手工作坊时代，家庭是生产单位）	- 城镇化率稳定在高位 - 人口增速趋缓 - 结婚率和生育率下降，家庭作为生产单位的作用逐步消失 - 独居比例提升（并非不追求社交，而是比起物理社交，更注重精神社交）	- 城镇化率是否会下降？（人们在哪儿工作已不重要，或许所有地方基础设施都已完善） - 人口或面临下降趋势？（家庭作为生产单位的功能完全消失？）
生产关系	- 手工作坊依然为主导，以家庭为生产单位，大家庭具备更强竞争力和抗风险能力 - 家庭成员为稳固的生产关系，有合理分工	- 从个体户到工厂，批量生产，大组织的规模效应显著 公司越大越好，注重稳定性 - 出现大工厂中多层级管理关系，阶层分化 工作内容重复，经验和对公司的忠诚度很重要 - 女性的家庭分工角色弱化，开始参与到社会整体的分工	- 从批量化到柔性生产，从第二产业到第三产业，互联网时代注重内容（创造力），规模效应下降 - 越来越多的扁平化组织、自由工作者出现，个体的重要性提升，灵活性取代稳定性（电商店主，博主，快递员等），不安全感增加 - 人与人的关系多样化 - 女性完全参与到社会分工，婚姻制度弱化	- 回归个体化？AI可以提供所有的生产资料，个体可以利用工具完成所有内容生产 - 生产单位的组织关系需要重新定义？
对消费的影响	工业消费品开始出现，以家庭为单位采购罐装食品、成衣等	- 工作内容重复，生活方式、价值观趋同，消费追求同质化 越多越好，越大越好	追求个性化，追求精致，品质化 不断地变化 - 消费不只是为了满足衣食住行，也为了开心，为了实现自我表达，为了体验 - 家庭消费为主变成个人消费为主 女性悦己消费	- 追求真实感？体验感？ - 追求不完美？

1.7 模型验证：美国消费社会模型vs中国（后文总览）

- 我们以美国为例详细分析论证了该模型，并将中国与美国情况进行对比参照，认为较大程度论证了模型2.0的合理性。具体分析过程在后面章节，我们将各章节内容摘要汇总在本页，以供直观对比参考。
- 基本结论：我们将美国划分为三个消费阶段：消费Ⅰ阶段（1870-1920年），消费Ⅱ阶段（1920-1970年），消费Ⅲ阶段（1970年-今），三个阶段的消费主要内容均为前一阶段工业革命成果的普及，且各阶段消费成果均遵循“普及→品牌化全球化”的过程，所处阶段工业革命导致的生产关系变化决定了该阶段的人口环境以及微观层面消费者价值观与消费心理。**
 （注：由于模型2.0与模型1.0的基本逻辑有较大差别，因此我们不再沿用此前“第n消费时代”的命名方式，改为“消费n阶段”，以此对两种模型下的划分进行区隔，但结论依然发现诸多相似性。）

表：基于消费社会模型2.0的美国消费社会划分，及与中国的对比

国家		美国			中国			简析（详细分析见后面章节）
阶段		消费Ⅰ阶段	消费Ⅱ阶段	消费Ⅲ阶段	第一消费时代	第二消费时代	第三消费时代	
时间范围		1870-1920年	1920-1970年	1970-今	1949-1985年	1985-2015年	2015-今	
工业革命	工业革命内容	发起2.0	发起2.0+3.0	发起3.0+4.0	追赶1.0+2.0	追赶1.0+2.0，半发起3.0	半发起3.0+4.0	从跟随引进到发起创新（美国跟随阶段更早，未显示）
	普及技术	电力	电力+电子	电子+AI	工业化+电力	电力+电子	电子+AI	与工业革命阶段对应
	普及消费品	便利设施、饮食、服装	电灯、电话、空冰洗、汽车	电脑、互联网、消费电子	便利设施、饮食、服装、电灯	电话、空冰洗、汽车	电脑、互联网、消费电子	滞后于技术普及
	消费品发展重心	引进+引领	新品类普及	品牌全球化	引进跟随	低端制造，内销品牌	高端制造，全球品牌	从普及到全球品牌
经济环境	生产关系	家庭→工厂，上班的概念出现，向城市迁移	工厂主导，批量化同质化	创造力主导，个体重要性提升，扁平化/灵活/个性	家庭→工厂，上班的概念出现，向城市迁移	工厂主导，批量化同质化	创造力主导，个体重要性提升，扁平化/灵活/个性	从同质化到个性化，生产关系变迁影响价值观消费观变迁
	实际GDP增速	3.7%	3.8%	2.8%	6.1%	9.6%	5.7%	第二阶段增速最快
	人均实际GDP增速	1.7%	2.4%	1.8%	2.4%	1.6%	1.5%	第三阶段下降
	人均名义GDP（美元）	200→850	850→5200	5200→77200	70→300	300→8000	8000→12720	第三阶段初期突破1w美元
人口环境	第一产业占比	>60%	>8%→3%	3%→1%	50%→28%	28%→8%	8%→7%	从第二阶段的工业到第三阶段的服务业
	第二产业占比		>33%→31%	31%→18%	21%→43%	43%→41%	41%→38%	
	第三产业占比		<60%→67%	67%→81%	29%→29%	29%→51%	51%→55%	
	人口增速	2~3%	1~2%	1%，趋于0	2%	1%	趋于0	人口规模降速
人口环境	城镇化率	26%→51%	51%→74%	74%→82%	11%→24%	24%→57%	57%→65%	中国两阶段叠加带来的差异点
	出生率	~42‰	>23‰→17‰	17‰→11‰	36‰→21‰	21‰→12‰	12‰→7‰	下降，但是美国更慢
	老年人口比率	3%	<6%→10%	10%→17%	3.5%~5%	5%→10%	10%→14%	相似的进程，但美国有更多年轻人
	平均家庭规模（人/户）	5.3	3.7	3.6→3.1	4.4	4→3.1	2.62	小型化但美国趋稳，非婚生育支撑
消费逻辑	独居户占比		<8%→18%	18%→28%		8%→13%	13→17%	独居比例提高，美国高达28%
	离婚率	0.3‰→1.6‰	1.6‰→3.5‰	3.5‰→5.3‰→3.5‰		0.44‰→2.79‰	2.79‰→3.4‰→2‰	婚姻必要性下降，中国降速更快
	价值观	家庭主义	集体主义	个人主义	家庭主义	集体主义	个人主义	家庭→集体主义→个人主义
	人均消费支出/人均GDP	76%→>65%	65%→60%	60%→68%	~50%	46%→31%	31%→30%	中国的人均消费占比远低于美国
消费逻辑	大家电普及率		0~100			0~100		二阶段标品、消费品普及
	竞争逻辑		渠道为王	营销为王、全球化		渠道为王	营销为王、全球化	三阶段传播为主旋律

目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

2.1 美国工业革命复盘：从引进到创新

- ◆ 美国从第一次工业革命开始追赶，随着创新能力提升，在第二、三、四次工业革命均处于主导地位。每一次工业革命不仅带来了新的消费品，也带来了生产力和生产关系的变化，从而导致人口环境和消费心理变化，推动消费社会变迁，我们将在接下来章节逐一分析。

	工业革命1.0 (1765)	工业革命2.0 (1870)	工业革命3.0 (1940)	工业革命4.0 (2010)
角色	跟随者	引领者	引领者	引领者
参与时间	1790	1870	1940	2010
关键节点	1783年，独立战争结束； 1790年，塞缪尔·斯莱特把英国的新式纺纱机引入美国-纺织业发展 1820年，美国迎来百年移民潮，带来大量熟练工人 1800年后，美国人越来越注重创新 1803年，英国议会通过法律进一步阻止工匠和产业工人移居美国 1836年，美国成立专利局 1850s，引入两种炼钢法、发展钢铁行业	1865年南北战争结束，解放生产力，消除南北对峙，巩固统一 1876年，贝尔发明电话 1870年，美国辛辛那提屠宰场自动化（起点） 1882年，爱迪生建立第一个中心发电厂 1894年，福特制造出美国第一辆汽车 1894年，美国工业产值居世界第一，成为第一大工业化强国 1903年，莱特兄弟发明飞机	1930s，量子力学理论体系创建；电子学研究同样进展迅速 1946年，美国出现第一台电子计算机 1959年，第一台大型通用晶体管计算机问世 1964年，IBM完成IMBM360系统研制，展开集成电路计算机时代 1965年，英特尔创始人之一戈登·摩尔（时任仙童半导体公司工程师）提出“摩尔定律” 1993年，互联网浏览器Mosaic在美国UIUC大学诞生 1995年，微软推出IE浏览器；Amazon上线，开启电商时代	1956年，AI学科成立，许多英国和美国的大学建立了AI实验室；随后由于难度过大进入AI寒冬（投入减少） 1980s，AI研究因专家系统的商业成功而复兴，1987年进入第二次寒冬 1990年，Yann LeCun证明了卷积神经网络可以识别手写数字，AI恢复投入 2005年，波士顿动力公司推出动力平衡四足机器狗 2012年，深度学习开始主导行业基准 2015-2019年，机器学习研究的数据量增加了50% 2022年，OpenAI推出基于大型语言模型的ChatGPT
关键推动者	移民工厂主（塞缪尔·斯莱特）	个人科学家（亚历山大·贝尔）	大学生（比尔盖茨/乔布斯/拉里佩奇（谷歌创始人）/扎克伯格）	AI实验室（OpenAI等）
总结	美国的第一次工业革命是以“引进”为主的拿来主义，英国极力防范技术外泄	从“引进”到“创新”，支撑美国在第二次工业革命引领全球并成为世界第一大工业化强国	鼓励创新的教育体系和快速灵活的变现机制，催生年轻大学生不断创造互联网时代新产物	前期的大量投入是推动AI发展的重要条件，其难度过大带来的变现困难也多次导致AI寒冬，阶段性成果不断推动AI投资加大，如今非盈利实验室（企业/政府投资）是关键推动者

美国在独立战争后开始工业革命，初期以引进英国已有技术为主，并遭到英国强烈抵制；随后开始加强自主创新能力和从第二次工业革命开始，持续成为引领者

美国的工业革命1.0由欧洲富有经验的工厂主移民和熟练工匠移民带入；2.0由个人科学家推动，灵活的专利机制使得专利所有者获得高收入，鼓励发明；3.0多由大学毕生/肄业生创立；4.0需要大量资金投入，多由实验室推动

创新环境和对新技术的落地变现不断推动美国在多次工业革命占据主导地位

2.2 美国消费社会划分：1870开始的三个阶段

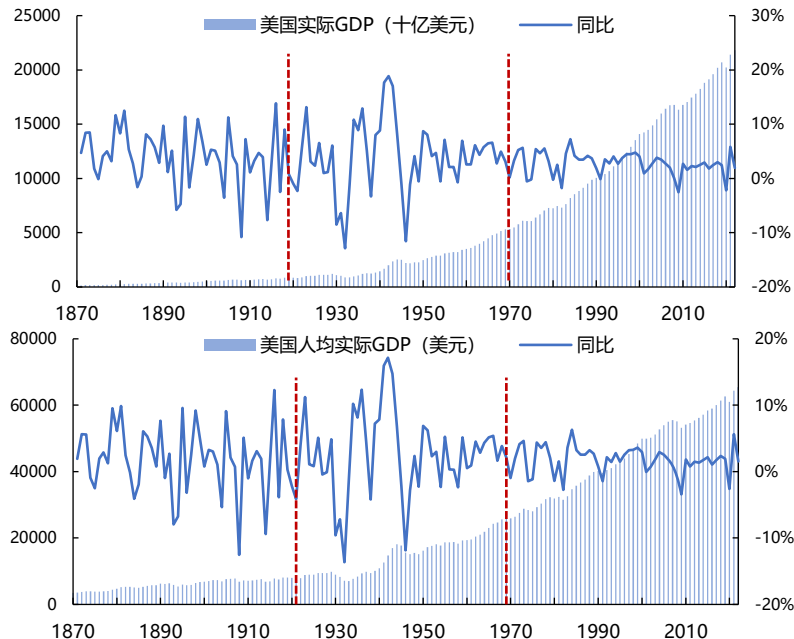
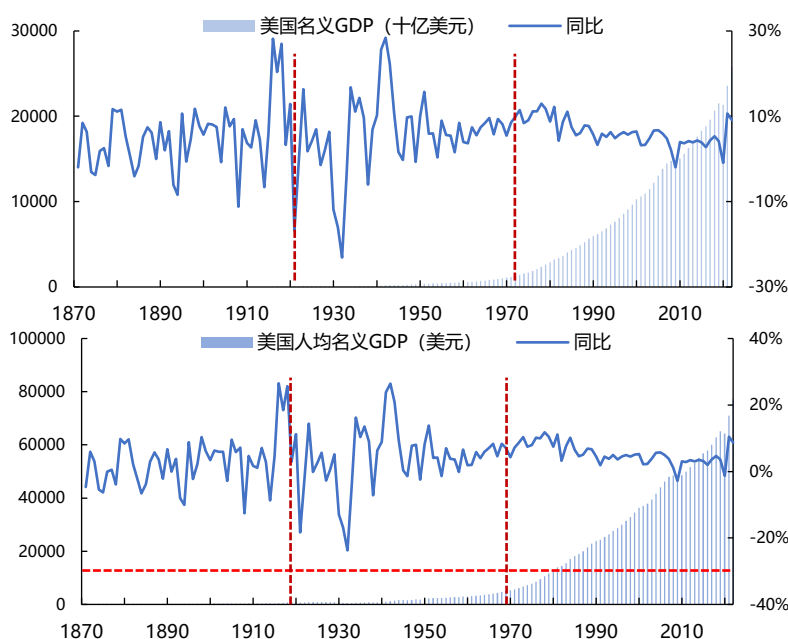
- ◆ 消费社会的产品变迁与工业革命密切相关，因为改善人们的生活是工业革命的首要目标之一，而工业化使得批量生产成为可能，从而强化了“消费”这一概念，而工业革命的产物要改善人们的生活也是通过“消费”这一环节实现；另一方面，工业革命改变了生产关系，从而改变了人口环境和消费心理。而从品类上看，工业革命创造了城市和现代生活，而无论是我们的直观感受还是根据《美国增长的起落》，食物和服装仅在第二次工业革命阶段发生巨大变化（冰箱的发明延长食物储存从而催生多样化食物；批量化生产使得时尚服装得以普及），除此之外的消费品类多数主要由工业革命的技术变化驱动（汽车、家电的发明，互联网的发明等等）。
- ◆ 我们将四次工业革命的历程与美国消费社会变迁的关联梳理如下表，将美国消费社会划分为以下几个阶段：
 - ◆ **消费Ⅰ阶段（1870-1920）**：受益于此前第一次工业革命的产物，开始城镇化，建设基础设施。美国第一次工业革命略落后于其他国家，英国随着第一次工业革命于18世纪上中叶开始城镇化，到了1851年就已经超过一半的人口变成城镇人。而美国在1870年左右南北战争之后才开始追赶欧洲国家的步伐，开启城镇化，到1920年，美国的城市人口超过农村。
 - ◆ **消费Ⅱ阶段（1920-1970）**：受益于此前第二次工业革命的产物，解放双手、提高效率的汽车、家用电器完成普及。并且美国快速赶超，在这个阶段已开始成为第二次工业革命的引领者之一。
 - ◆ **消费Ⅲ阶段（1970-今）**：受益于此前三次工业革命的产物，消费电子、互联网相关的文娱与通信快速发展。美国同样是第三次工业革命的引领者。

	主题	开始时间	美国开始时间	发起国	对消费产品的影响	美国消费社会所处阶段
第一次工业革命	蒸汽技术	1765	1790	英法等	纺织服装工业出现；城市出现、基础设施发明与普及	刚刚建国
第二次工业革命	电气技术	1870	1870	德美等	电灯/电话/电力网络、家用电器、汽车发明与普及	消费Ⅰ阶段（1870-1920）
第三次工业革命	信息技术	1940	1940	美国	计算机、互联网的发明与普及	消费Ⅱ阶段（1920-1970）
第四次工业革命	人工智能	2010	2010	美国	机器人、XR、AI	消费Ⅲ阶段（1970-今）

- ◆ 思考：
 - ◆ 美国是在第一次工业革命开始追赶、第二次工业革命开始引领的；
 - ◆ 而日本是在第二次工业革命开始追赶的，同时吸收第一次工业革命并直接利用第二次工业革命的新技术，从而快速发展，但日本在第三次工业革命并没有显著引领（仅在半导体等硬件科技方面发力，但在更为重要的互联网方面没有显著领先），某种程度上也是导致日本进入低欲望的“第四消费时代”的原因之一；
 - ◆ 对应来看，中国在1949年建国之后才开始进入工业化时代，在第三次工业革命开始追赶，同时吸收第一和第二次工业革命、并利用第三次工业革命的新技术，从而中国的发展速度更快，并且在第三次工业革命中取得领先成果（互联网、信息化的发展），因此，中国能否在第四次工业革命中走对方向并取得领先性的成果，或许将对中国是否会进入类似日本的“第四消费时代”具有关键意义，但同时，我们当下仍在第三消费社会中上期，尚无需过多担忧这一问题。

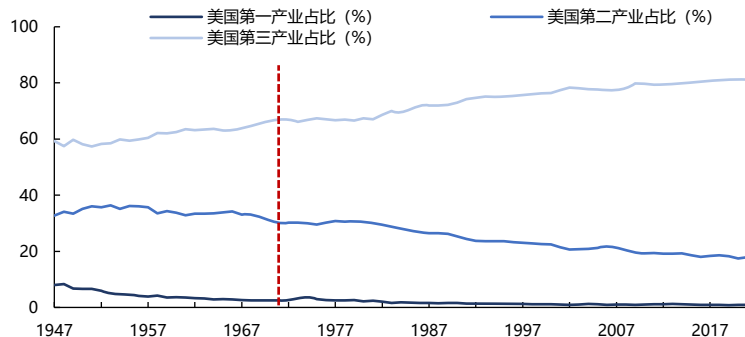
2.3 美国经济复盘：消费Ⅰ阶段增速最快，消费Ⅱ阶段突破人均1w美元

- ◆ 复盘每个阶段的经济增长情况，1870-1920、1920-1970、1970-2022年的**名义GDP增速**年复合分别为5.0%、5.1%、6.3%，**实际GDP增速**年复合分别为3.7%、3.8%、2.8%，**消费Ⅱ阶段的实际增速最快，到消费Ⅲ阶段逐步降速**。对照看**中国**的情况，1952-1985、1985-2015、2015-2022年的名义GDP增速年复合分别为8.2%、15.5%、8.3%；1960-1985、1985-2015、2015-2022年的实际GDP增速年复合分别为6.1%、9.6%、5.7%，**同样消费Ⅱ阶段增速最快，消费Ⅲ阶段降速**，但由于中国在短时间追赶西方国家前两次工业革命成果，所以各阶段增速绝对值均显著更高。
- ◆ 《美国增长的起落》认为**人均产值（人均实际GDP增速）**是衡量人民生活提升的最合适指标，美国1870-1920、1920-1970、1970-2022年的人均实际GDP复合增速分别为1.7%、2.4%、1.8%。同样消费Ⅱ阶段实际增速最快，消费Ⅲ阶段降速。对照看，中国1960-1985、1985-2015、2015-2022年的复合增速分别为2.4%、1.6%、1.5%。**我们认为产生差异的原因在于，中国在建国后叠加追赶欧美第一二次工业革命的成果，且早期工业革命成果对人民生活品质提升的边际效应更大，因此中国在前期体现出更高的增速。**
- ◆ 而从**人均名义GDP增速**的角度。美国1870-1920、1920-1970、1970-2022年的复合增速分别为3.0%、3.7%、5.3%，绝对值在**1978年突破人均10,000美元大关，即消费Ⅱ阶段初期**。对照看，中国1960-1985、1985-2015、2015-2022年的复合增速分别为4.9%、11.6%、6.8%，并且绝对值**同样在第三消费社会初期（2019年）突破人均10,000美元大关**。

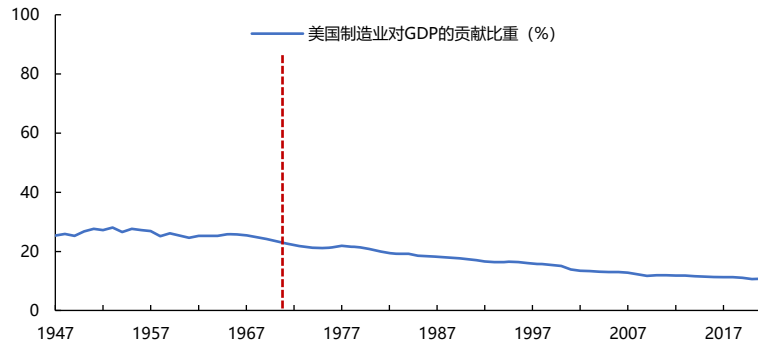


2.3 美国经济复盘：从消费Ⅰ阶段的工业到消费Ⅱ阶段的服务

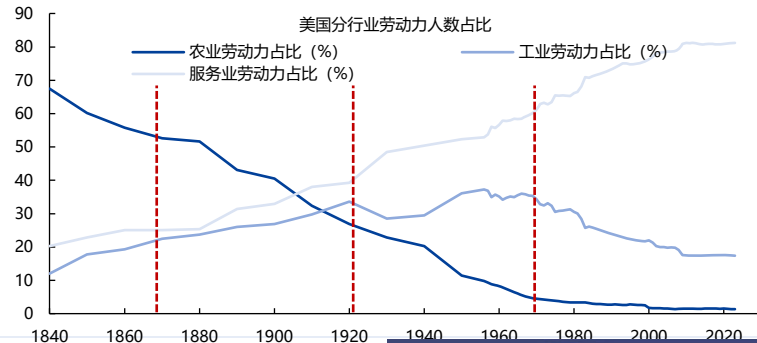
- ◆ 从产业结构来看，美国在第二次工业革命时（消费Ⅰ阶段）实现工业产值占比最高，并在第三次工业革命时（消费Ⅱ、Ⅲ阶段）以第三产业为主导。对照看，中国同样在第一消费社会实现工业化主导，在第二三消费社会服务业占比持续提升，但中国的第三产业占比直到2013年（第二消费社会末期）才超过第二产业占比，而美国的第三产业占比持续较高。
 - **消费Ⅰ阶段-工业化：**美国在19世纪60年代内战结束之后加快现代化进程，19世纪末成为世界第一经济强国与世界制造业巨头，在1900年工业产值终于超过农业产值占比，超过60%，从全球来看，美国的工业总产值在全球占比也从1860年的仅6%提升至1900年的30%。
 - **消费Ⅱ、Ⅲ阶段-第三产业推动：**到了2010年，美国的第二产业占比已下降至20%以下，其中制造业占比降至12%；第三产业中，金融、房地产、专业化服务、教育、医疗占比最高，其中专业化服务和教育医疗行业的增速最快。



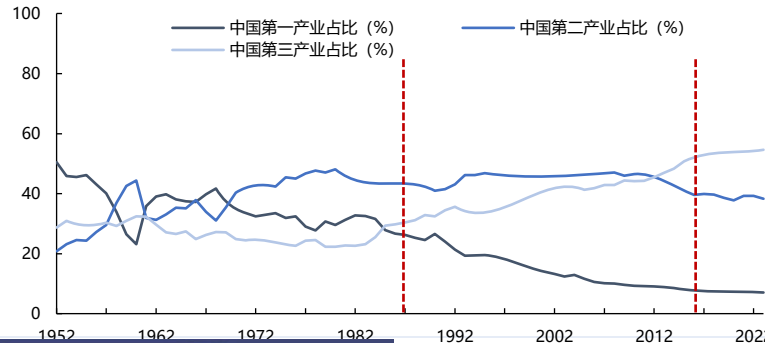
资料来源：BEA，世界银行，华福证券研究所



资料来源：BEA，世界银行，华福证券研究所

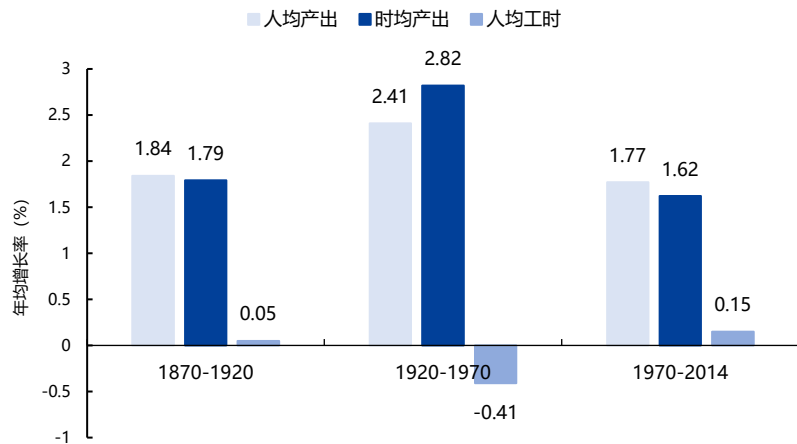


资料来源：OECD，华福证券研究所

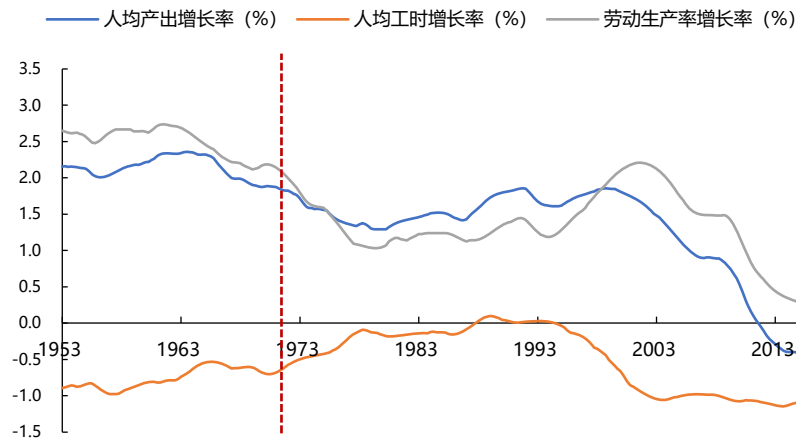


2.3 美国经济复盘：为什么信息时代技术进步没有带来劳动生产率增长？

- ◆ 美国人均产出的变化是《美国增长的起落》一书的核心议题，即美国的人均产出（人均实际GDP）经历了1870-1920年的增长、1920-1970年的加速增长、1970-2014年的缓慢增长。而人均产出可以进一步拆解为劳动生产率即时均产出（每小时实际GDP）和人均工时，美国在1920-1970加速增长阶段，劳动生产率显著提升，而人均工时显著下降。
- ◆ **劳动生产率在消费Ⅱ阶段的显著提升**，主要由全要素生产率的增长贡献，而全要素生产率是说明创新和技术进步对经济增长的潜在效应的最佳代理变量，即消费Ⅱ阶段的劳动生产率提升主要源于创新和技术进步。而对于在计算机时代的创新增长并没有体现在生产率的增长上这件事，书中解释称，**电气化时代的先例表明，在伟大发明与其生产率增长的回报之间需要有很长的孕育时期，从爱迪生在1882年建设电厂，到1920s制造业电气化带来生产率高涨，间隔了40年。而这一观点与本报告中关于消费社会变迁滞后于工业革命中的技术进步，有异曲同工之处。**
- ◆ **人均工时在消费Ⅱ阶段显著下降**，主要源于罗斯福新政的影响（减少工作时间、授权工会实现8小时工作制）以及1947-1964年的婴儿潮；而在消费Ⅲ阶段的提升则需要分成两个部分（右图），1970-1995年由于家电普及，家庭主妇摆脱家务劳动进入市场就业，人均工时增加，而在1996年后，壮年男性和青年人劳动参与率持续降低，以及2008年后婴儿潮一代老年人退休，从而人均工时下降。



资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所



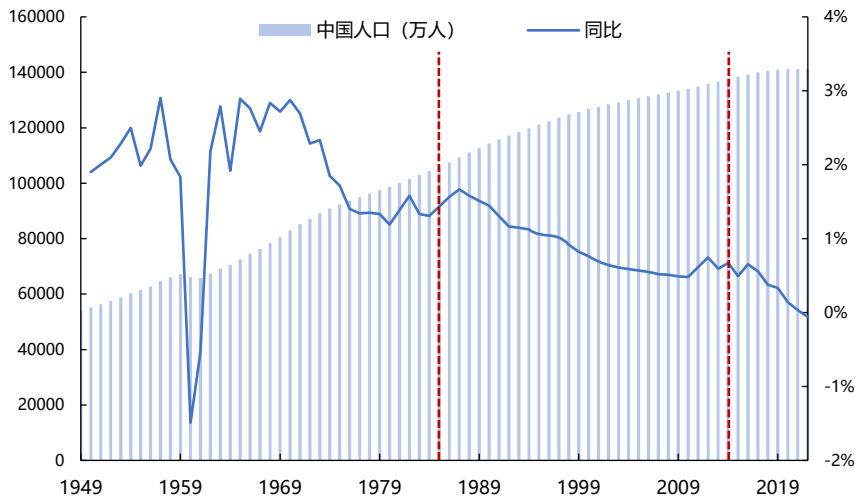
资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所

目 录

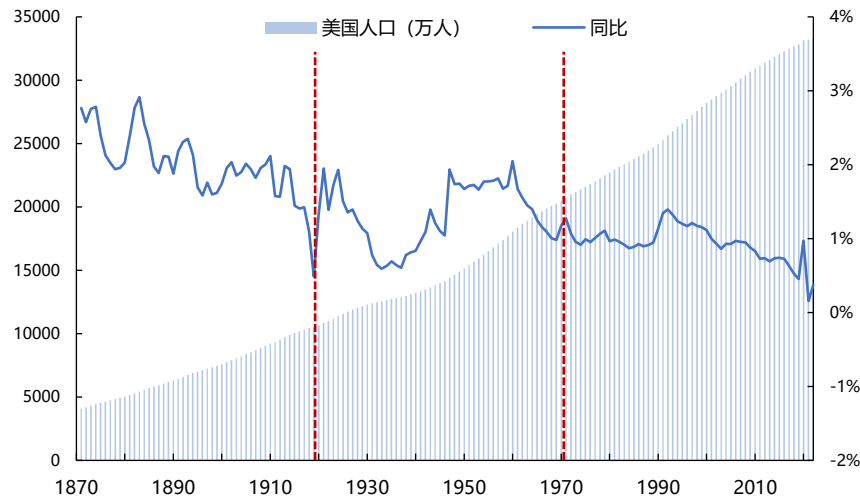
- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

3.1 从工业化角度看人口规模降速

- ◆ 我们在2021年分析中国消费社会划分的研究中系统分析了中国和日本的人口结构变迁过程，基本结论包括：在第一消费社会，人口高增；在第二消费社会，经济增速最快，城镇化进程也最快，大量人口从农村迁往城市、从三四线迁往一二线，家庭规模从原来近10人的大家庭变成夫妻俩+孩子的3-4人小家庭；到第三消费社会，经济增速放缓，城镇化已完成，城镇化率趋稳，个人意识逐步取代家庭意识，女性觉醒、老龄化比例提升、结婚率和生育率下降、独居家庭占比提升。
- ◆ 我们将在本章节对美国人口结构变迁进行详细分析，美国经历了更长的工业化周期，或将发现更多有价值的结论。
- ◆ 从整体人口规模和增速情况来看，美国同样在消费 I 阶段（1870-1920）经历人口高增，增速在2%-3%左右，在消费 II 阶段（1920-1970）增速放缓，在1%-2%左右，在消费 III 阶段（1970-）进一步放缓，逐步趋于0增长，各阶段均与中国相似。
- ◆ 如果用本报告中关于工业革命的观点来解释，我们初步认为，消费 I 阶段是手工作坊为主导，以家庭为主要生产单位，家庭越大生产力和竞争力越强，促进居民多生多育；消费 II 阶段开始工厂化批量生产，家庭的生产单位角色逐步被削弱；消费 III 阶段信息化水平空前提高，个人逐渐成为更重要的生产单位，女性就业比例和社会地位也日趋提升，家庭的概念日渐弱化。



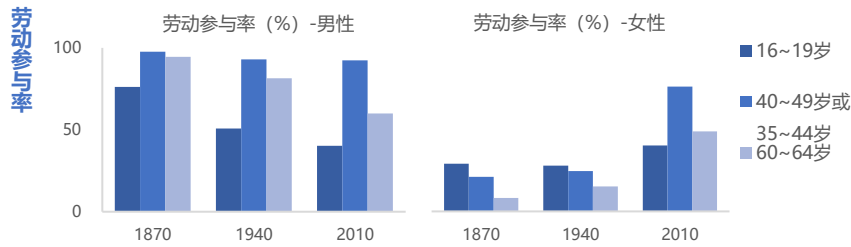
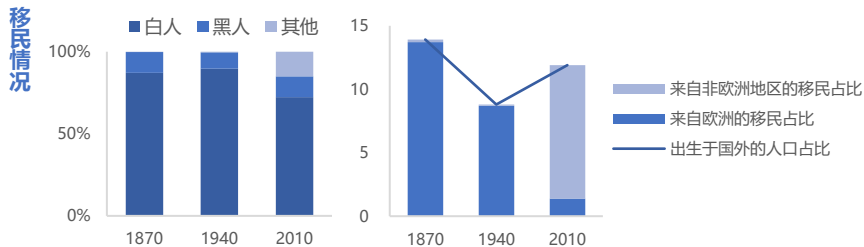
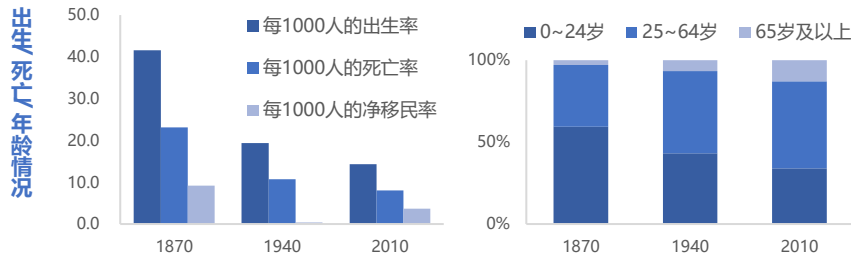
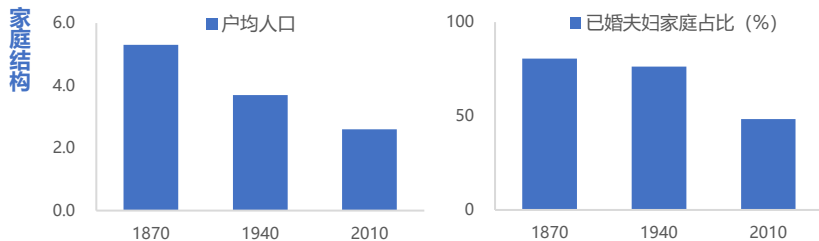
资料来源：国家统计局，华福证券研究所



资料来源：世界银行，华福证券研究所

3.2 人口结构总览：共性与特性

- ◆ 从美国人口结构的细分数据来看，同样符合我们之前判断的趋势，并且与此前分析的中国在各阶段的表现情况相似。大致趋势包括：**家庭小型化、结婚率降低、出生率降低、老龄化比例提升、女性劳动参与率提升**。
- ◆ 除此之外，**美国与中国不同的点在于：具有移民文化的特殊性、老龄化和出生率降低的速度比中国同阶段更慢等**。我们将在接下来逐一分析美国人口环境变化的过程及成因。

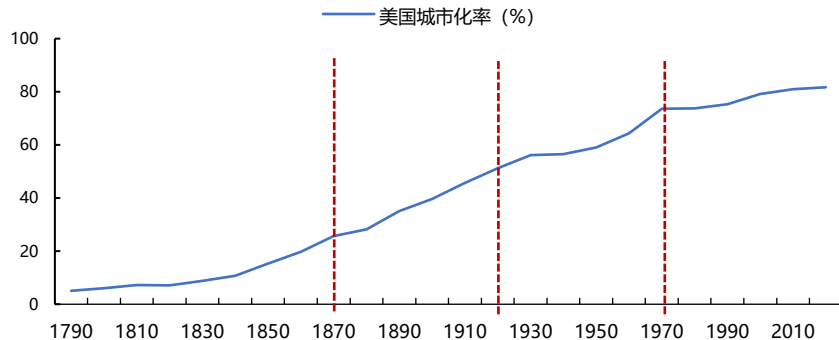


资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所

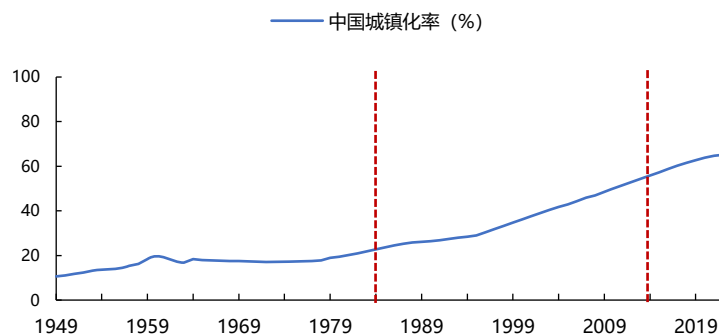
注：a.1870年和1940年的年龄组是40~49岁和60~69岁，2010年的年龄组则为35~44岁和60~64岁。更早年份的比例指的是相应年份之前10年的数据，例如第1列中“1870”对应的是1861-1870年。

3.3 城镇化进程：中国与欧美消费社会周期差异的关键点

- ◆ 城镇化进程是中国区别于欧美消费社会周期的关键差异点。因为城镇化是第一次工业革命的结果（土地革命、兴建铁路公路、运输与邮递、排水系统、兴建工厂等），而中国是同时推进第一次和第二次工业革命成果的，所以消费社会中这两个阶段成果重叠在了第二消费社会（日本类似），而美国的城镇化比中国提早一个阶段（美国消费 I 阶段从26%提升至51%，中国消费 II 阶段从24%提升至57%）。
- ◆ 内战后美国的工业开始快速发展，工业革命促进城镇兴起，并吸引大量美国人从农村迁移到城市；自来水、电力网络等便利设施也从1900年开始普及。美国的城镇化率从1870年消费 I 阶段开始随着工业化快速增长，并在消费 II 阶段持续高增，从1870年的26%，到1920年和1970年分别增长到51%和74%，消费 III 阶段增速开始放缓，到2015年达到约82%。
- ◆ 对比看中国的情况，中国在第一消费社会类似美国1870年前技术刚引进时的探索阶段，且多数时间以计划经济为主导，人民工作多为分配制，尚未形成大规模向城市自发迁移；而在第二消费时代即改革开放之后，大量居民从农村迁移至城市，城镇化率从1985年的24%提升至2015年的57%，进入第三消费社会后增速放缓，在2022年为65%。



资料来源：世界银行，《国际城市规划》，华福证券研究所



资料来源：国家统计局，华福证券研究所

- ◆ 在迁移方向方面，美国除了外来移民，国内的居民移居也持续在发生。1870年，美国50%的人生活在北部和西部农村，25%生活在南部农村，另外25%生活在城市（主要在北部和中西部），随着城镇化，大量居民从农村迁移到城市。人口迁移也带来了大量的新建住宅，在1940年的美国存量住宅，几乎都是在1880-1940年建成的（包括拆掉旧住宅并用新住宅代替）。
- ◆ 相应的，中国的城镇化迁移则主要体现为从北部、西部向南部、东部的迁移，以及从农村及三四线城市向更高线城市的迁移。

3.3 城镇化进程：为什么美国人都住在郊区的大房子？

◆ 但美国的城镇化与中国以及欧洲、日本等不同的一点在于，美国的城镇化并没有带来城市人口密度的过度提升，这得益于二战后美国的“郊区化运动”。

◆ 美国的“郊区化运动”：

◆ 起源：

(1) **二战后住房需求大幅增加**，主要来自：a) 大量退伍士兵回归并组建家庭；b) 美国工厂战时雇佣大量工人，战后继续留在城市生活；c) 美国城市本身存在住房短缺和房屋质量较差的问题。

(2) **收入增加**：从1945到1946年，美国城市就业人数增长超过260万，1940到1945年，可自由支配的非农业收入从680亿美元增长至1330亿美元，个人实际可支配收入上升了30%，具备改善居住条件的经济能力。

(3) **政策支持**：安置退伍军人、出台《军人重置法》，退伍军人购买住房等时，联邦政府提供一半贷款；改善普通民众住房条件，出台《全国住宅法》，延长贷款偿还期，下调首付比例和贷款利率等；1930s美国政府就已经开始考虑通过郊区化，来缓解城镇化之后空间拥挤带来的诸多问题，因此战后的住房补贴政策也有明显倾向性，适用于政府优惠贷款的房屋大多位于郊区，类型也多为新建独立住宅。

(4) **供给端**：联邦政府的举措恢复了私人投资、建造和出售房屋的信心，1945至1950年，私人投资新建的住宅较战争前增长了10倍以上。

(5) **汽车普及率高**：家用汽车的普及也是美国郊区发展的基础之一，1930s，平均每5个美国人就拥有一辆汽车。

◆ 结果：

(1) **空间优化**：促进了城市的多中心化和大都市发展，进而形成大都市带，郊区成为新的经济增长点，城市环境得到改善。

(2) **更高的生产率**：美国郊区蔓延使得美国的生产率持续高于欧洲国家，美国的高效大卖场建在郊区洲际公路岔口，实现规模经济，而欧洲的卖场多在市中心，降低了规模经济和人均产出。

(3) **内城衰落**：迁往郊区的多为原来的工人阶层，他们正处于迈向中产阶层的过程中，相应服务中产阶级的购物中心等配套设施也在郊区逐步完善，而留在市区的则多为贫穷阶层，市区的购物中心逐渐关闭，造成了物理意义上的阶层分化。

(4) **“工业锈带”城市的衰落**：随着全球化趋势下美国制造业的衰退，大量人口从北方工业城市迁移到郊区和温润的南方。从1950年到2010年，芝加哥/费城/克利夫兰/底特律/圣路易斯的人口分别下降了26%/26%/56%/61%/63%。



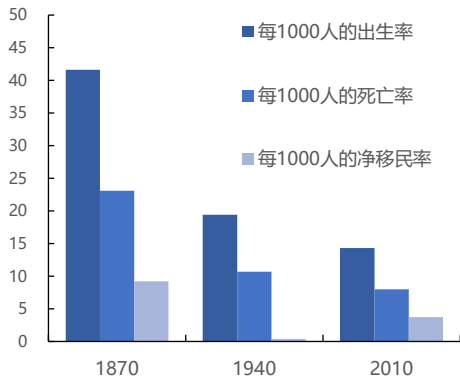
资料来源：Bing，华福证券研究所整理

参考文献：

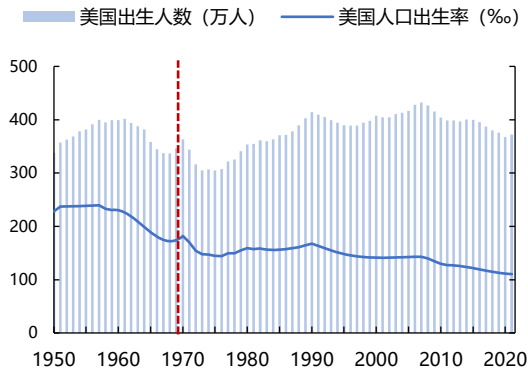
- 吴小凡，林广. 从市区到市郊：二战后联邦政府主导下的美国郊区
- 吴文钰. 中美城市郊区化发展比较研究. 云南地理环境研究，2010

3.4 出生率：下降，但是更慢

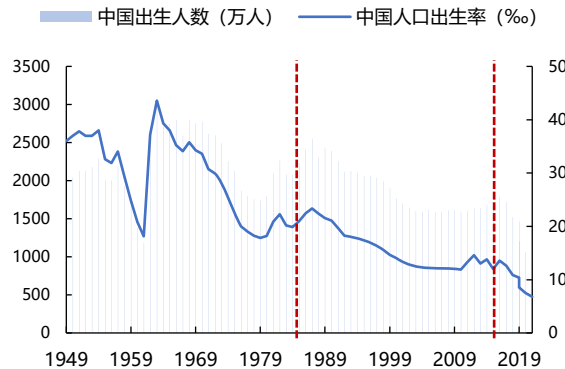
- ◆ 由于连续时间序列数据只能追溯到1950年，因此我们结合《美国增长的起落》书中节点数据和联合国的时间序列数据综合来看。可以看出，美国在消费 I 阶段初期的1870年出生率高达42‰，与中国的第一消费社会相似（1949-1985年间生育率在20‰-40‰波动），美国在消费 II 阶段中期的1940年出生率降至19‰，在1950-1970年从23‰逐步降至18‰，中国在第二消费社会从23‰逐步降至12‰；美国在消费 III 阶段从1970年的18‰逐步降至如今的11‰，而中国从2015年的12‰进一步降至2022年的7‰。可以认为，**美国和中国在各阶段的生育率变化趋势大体相似，但中国在第二三消费社会的生育率下降速度更快。**
- ◆ **美国的婴儿潮发生在消费 II 阶段（加速工业化的阶段）。美国的婴儿潮发生于1946年至1964年，二战后大量军人回国，促成了婴儿潮的开始，18年间美国共有7950万婴儿出生，占美国总人口约1/3，为美国经济增长作出重要贡献。1965年，美国最高法院裁定已婚夫妇有权控制生育，堕胎的合法化和避孕药的使用是结束婴儿潮的重要因素，而后也促进了女性参与劳动，随后出生率就开始下降。从2006年开始，婴儿潮一代开始步入退休期，对美国经济增长带来压力。**
- ◆ 而在中国，最重要的婴儿潮出生于1962年至1973年，三年自然灾害后国民经济好转，补偿性生育为主，是我国出生人口最多、影响最大的主力婴儿潮；这代人口达到生育年龄后形成了“回声”婴儿潮，指出生于1986至1990年，但1982年开始的计划生育政策使得生育率显著降低。
- ◆ **对于中国在第二三消费社会的生育率下降速度比美国更快，我们认为主要有以下几个原因：**（1）中国实行了**计划生育政策**，人为降低了生育率；（2）前文提到的城镇化进程中，**美国的中产多居住在郊区别墅**，居住空间富足，具备更强的生育欲望和条件，而中国与多数发达国家的路径相似，越发达的城市人口密度越高，居住空间狭小；（3）美国特有的**移民文化**，持续从全球吸纳富人移居并生育。



资料来源：《美国增长的起落》（表2.1），华福证券研究所



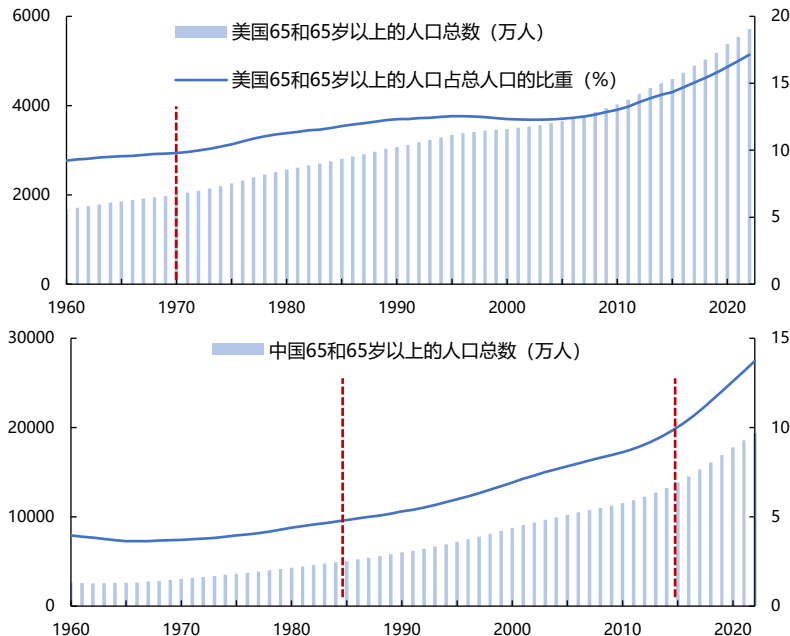
资料来源：联合国，华福证券研究所



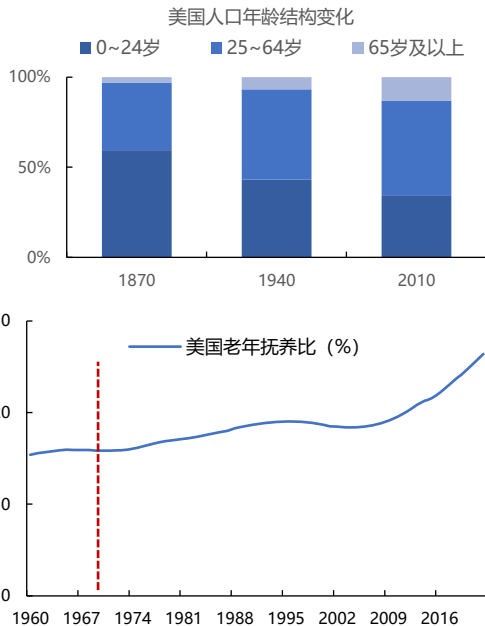
资料来源：国家统计局，华福证券研究所

3.5 老龄化：相似的进程，但更多的年轻人

- ◆ 美国在消费 I 阶段的1870年老龄化率为3%，中国第一消费社会在3.5%~5%；美国在消费 II 阶段的1940年老龄化率为6.8%，到1970年提升至10%；中国第二消费社会从5%提升至10%；美国在消费 III 阶段从1970年的10%提升至2022年的17%，中国在第三消费社会从2015年的10%提升至2022年的14%。可以看出，**美国和中国在各阶段的老龄化情况基本相似。预计美国老龄化率提升的原因主要为婴儿潮人群老去以及平均寿命延长。**
- ◆ 但从右图看，美国虽然当前的老龄化率略高于中国，**但由于其生育率下降速度更慢，且不断有新的移民进入，美国具有与全球相似的更健康的正三角形人口结构图，即青年人占比最高，随着年龄的增加占比逐步下降；而中国的青少年人口占比比较低，未来或面临更高的老龄化风险。**

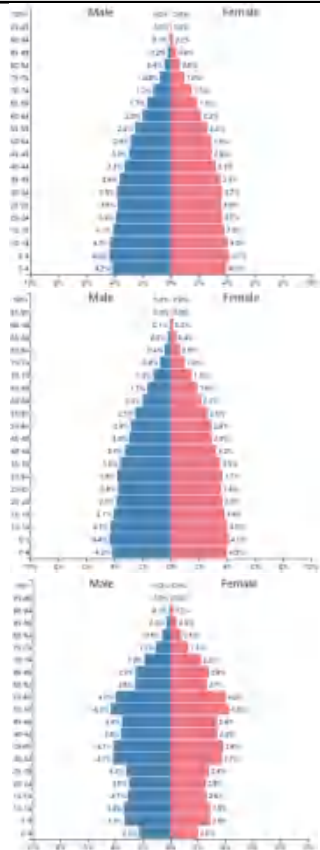


资料来源：世界银行，华福证券研究所



资料来源：《美国增长的起落》，世界银行，华福证券研究所

全球(上)/美国(中)/中国(下)2023年人口年龄分布

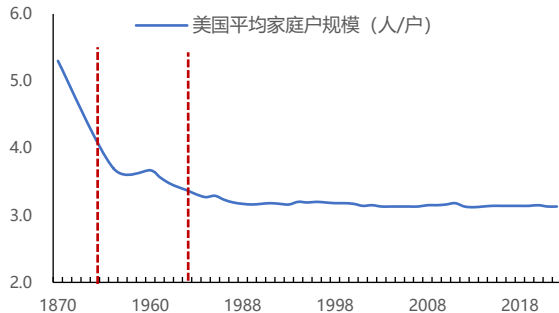
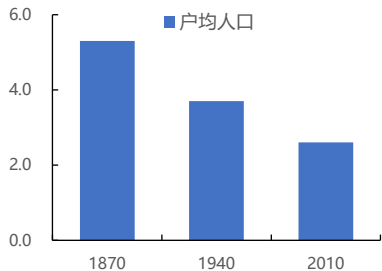


资料来源：Population Pyramid，华福证券研究所

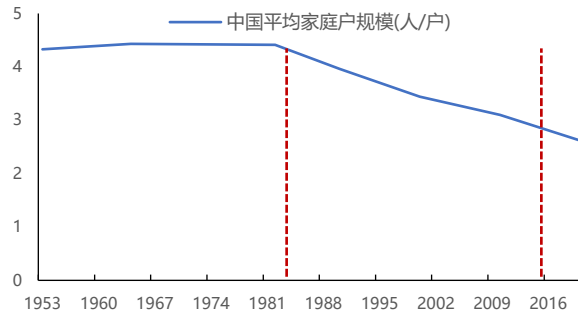
3.7 家庭规模：小型化但趋稳，非婚生育支撑

- ◆ **美国在发展过程中同样经历了家庭规模小型化的趋势。**在消费Ⅰ阶段初期的1870年，美国平均家庭规模为5.3人，其中已婚夫妇家庭占比81%；对应中国第一消费社会平均家庭规模4.4人左右，以5-6人以上规模家庭为主导。在消费Ⅱ阶段的1940年，美国平均家庭规模降至3.7人，其中已婚夫妇家庭占比76%（略微下降）；对应中国第二消费社会平均家庭规模从1990年的4.0人降至2010年的3.1人，其中2-4人规模家庭为主导。在消费Ⅲ阶段，美国平均家庭规模从1971年的3.57人降至2022年的3.13人，并在1990年后基本保持平稳，在2010年，已婚夫妇家庭占比仅48%，显著降低，独居比例从1970年的17%提升至2012年的28%，而“其他家庭住户”从11%提升至18%，预计主要为未婚已育家庭；对应中国第三消费社会平均家庭规模在2020年约为2.62人，独居比例从2015年的13%进一步提升至2021年的17%。
- ◆ 从上述数据可以看出，随着工业革命和消费社会的更迭，家庭不再是重要生产单位，从而无论是在美国还是在中国，家庭的观念都在弱化，家庭的规模趋于降低。但是在美国，不同的是，虽然已婚夫妇家庭占比在消费Ⅲ阶段大幅降低，但平均家庭户规模并没有进一步降到3以下，我们认为主要出于以下几个原因：（1）美国的社会观念和对于非婚生子没有限制，从而“其他家庭住户”（预计主要由未婚已育家庭构成）占比从1970年的11%提升至2012年的18%；（2）如前文所述，美国的中产阶级主要生活在郊区，居住空间充足。

美国家庭结构变化

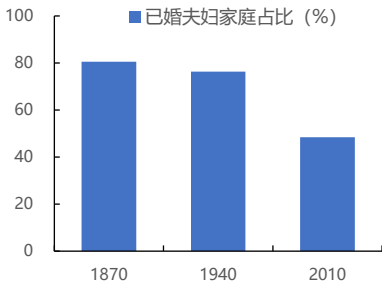


资料来源：US Census Bureau，华福证券研究所



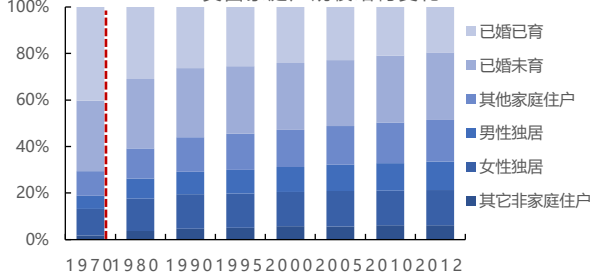
资料来源：国家统计局，华福证券研究所

已婚夫妇家庭占比 (%)



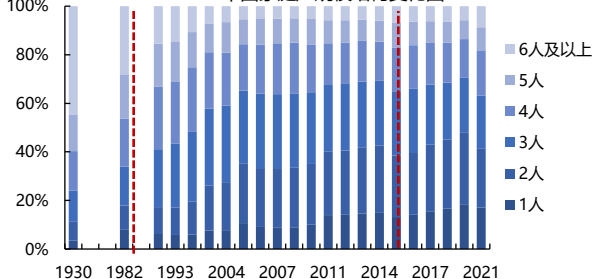
资料来源：《美国增长的起落》（表2.1），华福证券研究所

美国家庭户规模结构变化



资料来源：US Census Bureau，华福证券研究所

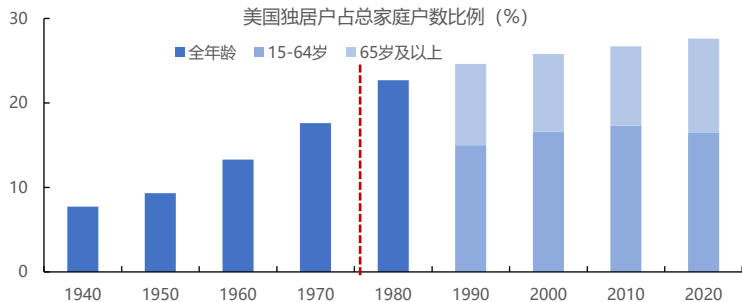
中国家庭户规模结构变化图



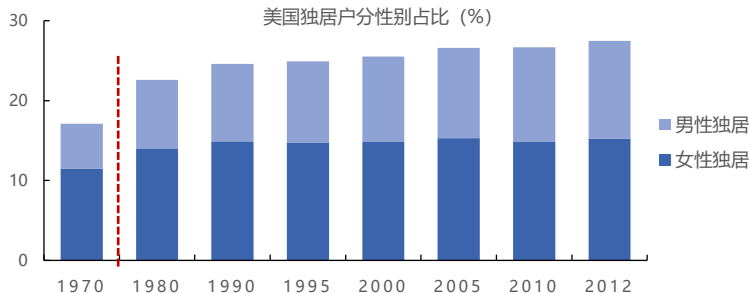
资料来源：《中国家庭户规模和家庭结构分析》，国家统计局，华福证券研究所

3.7 家庭规模：独居户占比高达28%

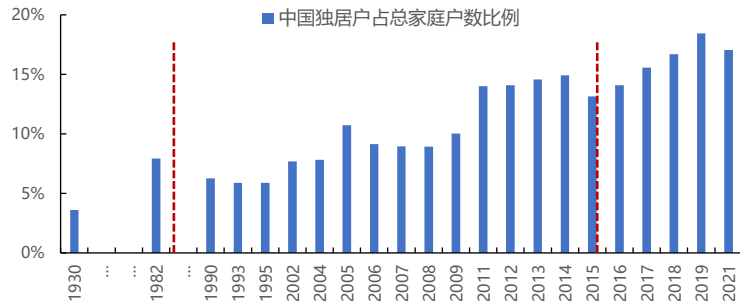
- ◆ **独居户在美国同样是愈发重要的群体。**美国的独居人群占比从消费Ⅱ阶段中期1940年的8%提升至末期1970年的18%，并进一步提升至消费Ⅲ阶段2020年的28%；对应中国第二消费社会初期（1982年）为8%，第二消费社会末期（2015年）为13%，2021年达到17%。
- ◆ **分年龄段看，15-64岁是独居人群主力，但65岁以上独居老人在2010年后占比提升，**预计主要由于婴儿潮一代老去。分地区看，15-64岁的独居人群多居住在最受欢迎且人口密集的地区，65岁以上的独居人群多居住在最不受欢迎且人口稀少的乡村地区。因此可以认为，独居比例的提升一方面来源于预期寿命提升、老龄化、伴侣去世，另一方面来源于经济发达城市的年轻人独居意愿提升。
- ◆ **分性别看，**女性独居比例从1970年的11.5%提升至1980年的14%，随后基本稳定在15%左右，而男性独居比例从1970年的5.6%持续提升至2012年的12.3%。根据Pew Research Center，这一分化主要是因为：随着预期寿命提升和女性寿命比男性更长，女性老年人独居比例在1930-1970年间大幅提升，且当时的环境下，家务、做饭主要由女性完成，女性更具备独居的能力；而随着预期寿命进一步提升和男性独居的能力提升，男性独居的比例也进一步提升，男性和女性独居比例的分化逐渐缩小。
- ◆ **但我们看到美国的独居人群比例在进入消费Ⅲ阶段、达到25%之后就开始增速放缓，而日本当时则继续快速提升，**2020年达到了37%，我们认为这或许与美国的郊区经济和低人口密度相关。



资料来源：US Census Bureau, 华福证券研究所



资料来源：U.S. Census Bureau, 华福证券研究所



资料来源：wind, 《中国家庭户规模和家庭结构分析》，国家统计局, 华福证券研究所

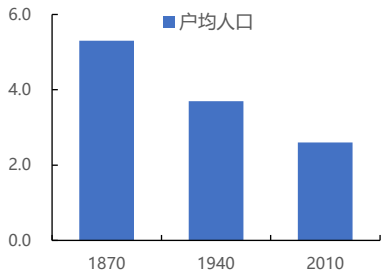
表：美国人口最多和人口最少的五个县独居情况，2020年（统计包括人口至少为 65,000 人以上各县）

县	住户数量 (户)	一人住户占比 (%)	15-64岁的一人住户占比 (%)	65岁及以上一人住户占比 (%)
人口最多的五个县				
洛杉矶县, 加利福尼亚州	3,420,628	24.8	16.1	8.7
库克县, 伊利诺斯州	2,086,940	32.5	21.6	10.9
哈里斯县, 德克萨斯州	1,692,730	25.6	18.4	7.2
马里科帕县, 亚利桑那州	1,643,579	25.6	15.7	9.9
圣地亚哥县, 加利福尼亚州	1,158,764	23.3	14.3	9.0
人口最少的五个县				
自由县, 佐治亚州	23,413	23.8	17.4	6.5
杰斐逊县, 俄亥俄州	27,464	32.3	17.0	15.3
林肯县, 南达科他州	24,877	23.9	15.7	8.2
查韦斯县, 新墨西哥州	23,521	26.7	14.9	11.8
普拉基斯县, 肯塔基州	26,045	28.3	14.8	13.5

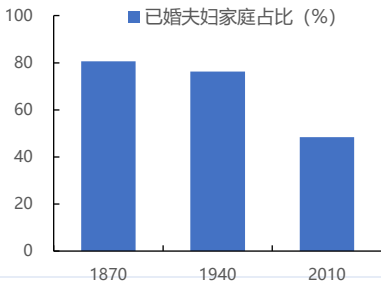
3.7 家庭规模：婚姻的必要性下降，中国降速更快

- ◆ **美国的结婚率和离婚率**均在1930年代大萧条时期显著下降，并在二战后大幅提升，到80年代后开始持续下降。按消费社会阶段划分来看，在1870-1920的**消费Ⅰ阶段**，结婚率从9‰缓慢提升至12‰，离婚率从0.3‰提升至1.6‰，基本保持平稳；在1920-1970的**消费Ⅱ阶段**，除了大萧条和二战前后的大幅波动，结婚率基本稳定在10‰左右（对应中国从1988年的16.6‰降至2015年的9‰），离婚率从1.6‰大幅提升至3.5‰（对应中国从1985年的0.44‰提升至2015年的2.79‰）；在1970年之后的**消费Ⅲ阶段**，结婚率从11‰快速降至2008年的7‰（对应中国从2015年的9‰快速降至2022年的4.8‰），离婚率从3.5‰提升至5.3‰后又回落至3.5‰（对应中国从2015年的2.79‰提升至3.4‰后又回落至2021年的2‰）。
- ◆ 整体来看，**中美的结婚率长期均处于下降趋势，离婚率均处于上升趋势**（近年随着结婚率的降低有所好转），我们认为，**底层原因在于工业革命改变生产关系，主要生产单元从家庭变成工厂、公司，家庭的功能趋于弱化；直接原因在于女性受教育程度提升、家用电器的出现降低维持家务所需时间、获得更多收入的期望驱动女性进入职场，从而结婚的动力下降。**
- ◆ 但中国的结婚率在第二消费社会下降速度比美国更快，预计主要由于：（1）中国的第一二次工业革命、城镇化、教育水平提升均集中在第二消费社会阶段，加速结婚率下降；（2）如前文所述，美国的郊区经济提供更好的结婚条件（更大更舒适的住宿环境、更低的家庭生活成本、住在郊区有更高的家庭社交需求等）。

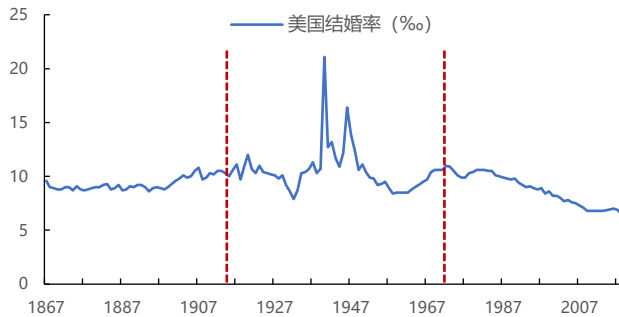
美国家庭结构变化



已婚夫妇家庭占比 (%)



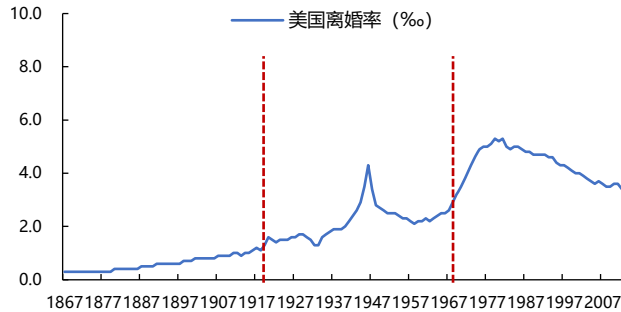
资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所



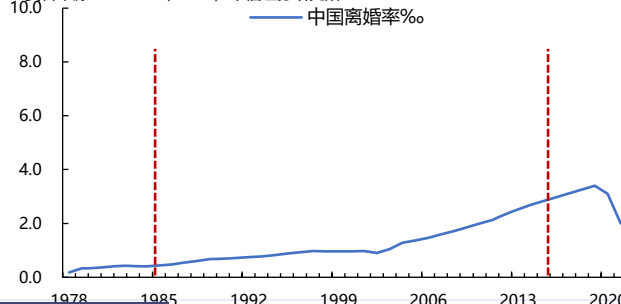
资料来源：robslink, CDC, 华福证券研究所



更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.cn



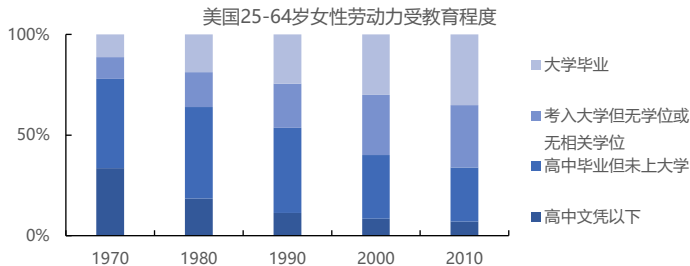
资料来源：robslink, CDC, 华福证券研究所



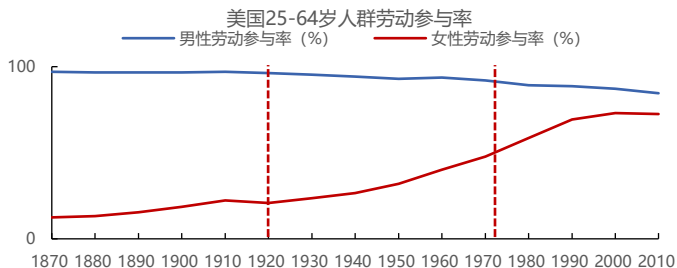
局，华福证券研究所

3.8 女性：消费三阶段对应三次女权主义浪潮

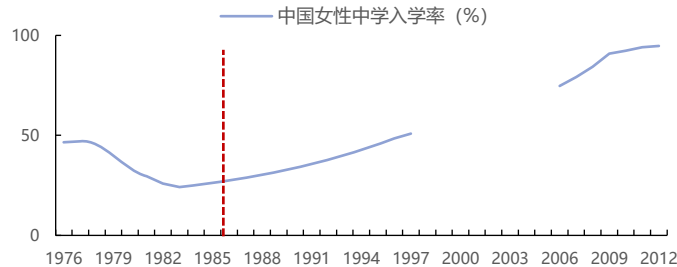
- ◆ 受教育程度提升和劳动参与率提升是女性价值观和社会分工变化的重要指标，也对消费社会产生重要影响。**从受教育程度来看**，美国的女性劳动力中，中学教育在消费Ⅱ阶段完成普及，大学学历在消费Ⅲ阶段快速提升，在消费Ⅲ阶段初期的1970年，高中及以上学历占比已接近70%，但大学以上仅占20%，到2010年，大学及以上学历占比超过60%；对应看中国，女性中学入学率从1985年的26%提升至2012年的95%，同样是在第二消费社会完成中学的普及（1986年开始实行九年义务教育，2001年国务院宣布基本普及）。**从劳动参与率看**，美国成年女性（25-64岁）劳动参与率在消费Ⅰ阶段从1870年的12%提高到1920年的21%，在消费Ⅱ阶段提升至1970年的48%，在消费Ⅲ阶段又进一步加速提高到2010年的73%，发生了历史性的变化，且这个过程是逐渐发生的；对应中国建国后及鼓励女性就业，第一二次工业革命、教育普及等几乎同一时间完成，因此在第二消费社会初期的1991年，中国成年女性劳动参与率就已经高达79%，但女性的工作范畴和社会观念依然与男性有较大差别，女性意识主要也是在近几年（第三消费社会）开始觉醒。
- ◆ **美国历史上出现过三次女权主义浪潮：1848-1920年**，以美国白人中产阶级女性为主体、以争取美国妇女选举权为目标；**1960-1980年**，以白人职业女性、中产阶级中年妇女、白人青年女性为主体，以女性参政、就业、晋升、教育平等权、女性健康、生育、堕胎等女性权利为目标；**1990-今**，关注重点在第二次女权主义浪潮所忽视的问题，强调女性问题涉及多种族、多宗教、多元价值等。三次女权主义也分别与我们划分的三个消费阶段相对应。
- ◆ 可以看出，**其中1960年代后的第二次女权主义浪潮对于女性就业影响最大**，1946-1964年婴儿潮时期，妇女忙于养育孩子，很少参加工作；且1960年代后，家用电器已经普及及10-20年，大大解放了女性的家务工作。在1960年，60%的女大学生会在毕业前辍学结婚，当时的流行文化认为家庭妇女是女人的事业。受教育程度提升同样对女性意识觉醒做出了重要贡献，大学毕业的女性比例从1970年的11%提升到2010年的34%，如果包括考入大学但无学位的女性，这一比例是从22%提升到65%。



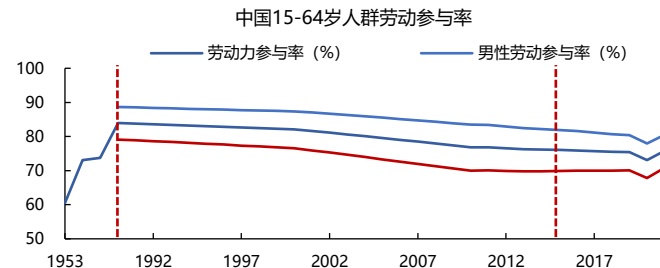
资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所



资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所



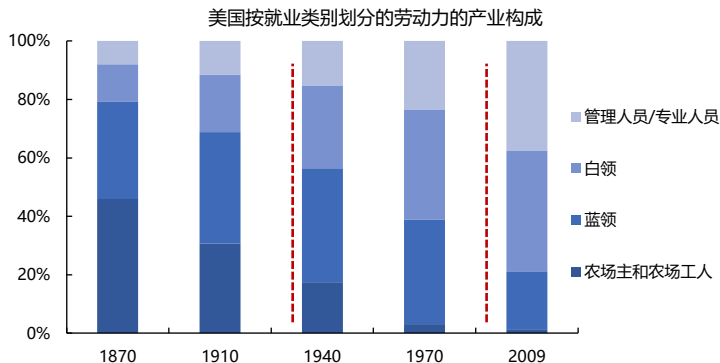
资料来源：世界银行，华福证券研究所



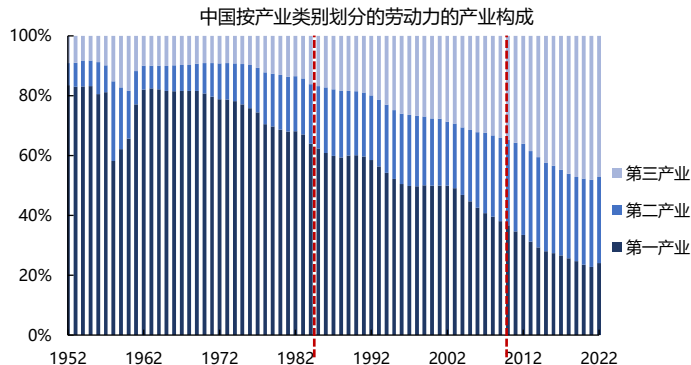
资料来源：国家统计局，世界银行，华福证券研究所

3.9 工作环境与职业：不愉快→重复性→非常规认知

- ◆ 随着工业革命的推进，生产关系持续发生变化，第一产业、第二产业、第三产业本身就有着非常大的生产关系差异，其内部的生产关系本身也在不断变化，而生产关系的变化对于人们的财富、生活方式、价值观、消费观都会产生较大影响。此外，1930年代大萧条之后，罗斯福新政对工作时长、工作环境等的干预对美国后续经济增长产生了较大影响，因此尤其值得重点分析。
- ◆ 从就业类别来划分，美国在1870年农业劳动力占比近半，随后随着工业革命持续下降；到了消费Ⅱ阶段，蓝领的占比在1940年达到39%，随后即开始被第三产业取代；在消费Ⅲ阶段初期的1970年，白领和管理/专业人员占比合计达到61%，并在2009年进一步提升至79%，而农业降至仅1%。对比看中国的情况，农业占比同样持续下降，但作为农业大国，中国的第一产业从业人员占比在1952年高达83%，经过持续大幅下降后，2022年占比依然有24%；第二产业人员占比从1952年的7%提升到了第二消费社会初期（1985年）的21%，并在第三消费社会继续小幅提升，2022年为29%；而第三产业在1985年和2015年占比分别为17%和47%。与同样在第三消费社会初期的1970年的美国相比，中国当今的第三产业从业人员占比接近50%，与美国的61%相近，但第一和第二产业人员占比显著更高，主要由于不同的经济结构和体制，也意味着不同的消费环境与需求。

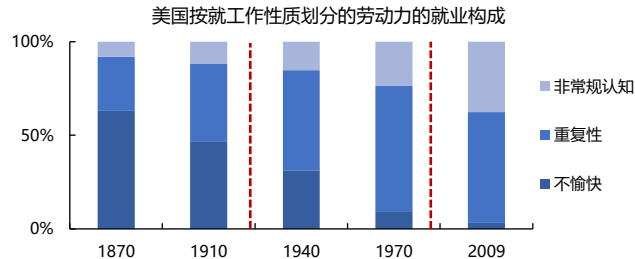


资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所



资料来源：国家统计局，华福证券研究所

- ◆ 《美国增长的起落》又进一步将各类细分职业划分为“不愉快”（身体劳累）、“重复性”（不挑战体力但重复和乏味）和“非常规认知”三类，其中，“不愉快”的工作包括农业劳动者、蓝领工人、家政服务人员，“重复性”工作包括蓝领工匠、技工、除家政服务人员以外的其他服务人员，“非常规认知”工作包括管理人员/专业人员。
- ◆ 可以看出，随着工业革命，原来作为主导的不愉快的工作占比下降；消费Ⅱ阶段，代表着工业化的重复性工作为主力；而到了更加追求情绪价值且信息技术发达的消费Ⅲ阶段，非常规认知工作占比持续提升。
- ◆ 而我们在模型1.0中所认为的，第二消费社会需求同质化，第三消费社会追求个性化、细分化、情绪价值，则正是由于这种工作属性变迁所导致的。



资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所

目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

4.1 价值观：迷茫→进取→平和

表：美国世代价值观变迁

	迷惘的一代 the Lost Generation	最伟大的一代 (美国大兵) the Greatest Generation	沉默的一代 the Silent Generation	婴儿潮一代 Baby Boomers	X世代 Generation X	千禧一代 Millennials	Z世代 Generation Z	阿尔法一代 Generation Alpha
价值观关键词	虚无主义、享乐	责任感、信心、忠诚	循规蹈矩、压抑	个性、挑战权威、野心勃勃	问题青年、多样性、乐趣	消费主义、乐趣、野心勃勃但不专注	务实、个人主义、意见领袖、务实、平权	包容、多样性、专注家庭
消费 I 阶段 1870-1920	年龄段	1883-1900出生						
	状态	家庭开始向城镇迁移						
	消费	开始有服装等工业品消费						
	年龄段	青少年	1901-1927出生					
消费 II 阶段 1920-1970	状态	一战爆发，理想破灭；城镇化基本完成	战时出生长大；出生在城市，有完善设施					
	消费	服装、饮料普及，化妆品流行	在工业消费品中长大					
	年龄段	中年	青年	1928-1945出生				
	状态	受益工业崛起，美国成为全球经济第一；享乐主义；经历大萧条；工人成为中产去郊区买别墅	在大萧条和二战磨炼；见证美国成为第一；战争胜利；受政府鼓励去郊区买别墅	大萧条和战后出生；中产小孩在郊区别墅出生				
消费 III 阶段 1970-1990	消费	房子、汽车	房子、汽车					
	年龄段	中老年	中年	青年	1946-1964出生			
	状态	安居乐业，技术快速进步	安居乐业，大量生育	见证大量新技术出现				
	消费	家电开始出现	家电开始出现	家里第一次买家电				
消费 IV 阶段 1970-2010	年龄段	老年	中老年	中年	青少年	1965-1980出生		
	状态			家电解放家务，女性大量外出工作，离婚率飙升	经历家庭瓦解；受教育程度高，乔布斯开始发明计算机	见证互联网的出现；留守儿童		
	消费		家电普及	家电普及	家电普及、个性消费	基础消费品充足		
	年龄段	老年	中老年	中年	青少年	1981-1996出生		
消费 V 阶段 2010-2030	状态				父母离婚，问题青年，毒品/少女堕胎等	重组家庭出生；被社会寄予更高关注和期望		
	消费			电脑、微波炉	电脑、微波炉	电脑，品牌消费		
	年龄段	老年	老年	中老年	中年	青少年	1997-2012出生	
	状态				扎克伯格等开始创立互联网社交平台	数字原住民、健康成长、科学养育		
消费 VI 阶段 2030-2050	消费				手机、消费电子、互联网、社交			
	年龄段		老年	老年	中老年	中年	青少年	2013后出生
	状态					在互联网中长大；关注平权、环保	在疫情中长大/出生，重视家庭；在互联网长大	
	消费					互联网普及		

我们将美国各世代的成长历程按消费社会阶段进行梳理，发现如下规律：**每个消费社会初期是社会技术和生产关系发生重大变化的时候，而这时候出生的代际也会表现出较为明显的迷茫**（迷惘的一代、沉默的一代、X世代），**紧随其后的一代则是积极进取、经历繁荣的一代**（最伟大的一代、婴儿潮一代、千禧一代），**接下来的一代会表现得更加平稳务实**（Z世代），而阿尔法一代或将成为消费Ⅳ阶段的初代，年龄太小尚无法分析。

对应看我们此前对**中国情况进行的相应梳理**，基本符合同样的规律：婴儿潮一代较为迷茫，婴儿潮二代是积极进、取贡献增长的主力；80后90后处于第二消费社会初期，开始经历价值观变迁，问题青年增加，引起社会争议与关注；Z世代作为数字原住民，面临互联网冲击，同样有较多问题青年广受关注，但同时Z世代也在引起新的价值观变化。

表：中国世代价值观变迁

时代	经济	指标	婴儿潮一代	婴儿潮二代	婴儿潮三代 (8590后)	Z世代 (95后)
第一消费社会 (1949-1985)	主流价值观		政治的，理论的 思想保守传统	理论的，经济的 注重理想，渴望成功，物质主义	经济的，审美的 崇尚个性，追求自我，物质主义	审美的，社会的 有想法有创意，敢于表达自我
	经济起步	年龄段	1950-1954出生			
	生活状态	消费	生于大家庭，条件艰苦			
	改革开放	年龄段	青少年	1962-1973出生		
第二消费社会 (1985-2015)	生活状态	消费	经历文革、改革开放等	生于大家庭，条件艰苦		
	经济高增	年龄段	中年	青少年	1986-1995出生	
	生活状态	消费	努力奋斗，见证繁荣	放开高考，改革开放，迁徙创业（农村—城市）	生于核心家庭	
	全球第二	生活状态	消费	基础耐用用品	基础耐用用品	家里第一次买家电
第三消费社会 (2015-今)	生活状态	消费	中老年	中年	青少年	1995-2005出生
	生活状态	消费	和子女同住	组建核心家庭；物质主义，消费欲望强	去大城市求学、迁移（城市—线城市），见证互联网兴起，消费欲望强	生于核心家庭，生于互联网时代
	生活状态	消费	高耐用用品	高耐用用品	追求大众化名牌消费	家里应有尽有
	增速趋稳	生活状态	和子女同住	夫妻同住，积蓄给子女买房，物质主义	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味房压力大（6个钱包），消费欲望强	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活
消费 VII 阶段 2050-2070	生活状态	消费	品质消费，健康消费	品质消费，细分消费，注重颜值	注重颜值、个性消费欲望强烈，追求小众化、精神需求	品质消费，细分消费，注重个性
	生活状态	消费	和子女同住	夫妻同住，积蓄给子女买房，物质主义	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味房压力大（6个钱包），消费欲望强	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活
	生活状态	消费	高耐用用品	高耐用用品	追求大众化名牌消费	家里应有尽有
	增速趋稳	生活状态	和子女同住	夫妻同住，积蓄给子女买房，物质主义	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味房压力大（6个钱包），消费欲望强	女性独立，未婚倾向，独居倾向，追求精神，不再一味渴望经济增长，回归二线城市，注重品质生活

4.1 价值观：家庭→集体主义→个人主义

我们对美国各代际的成长环境和价值观进行了更详细的梳理分析如图，便于我们进一步理解其消费观的形成。

承接上页结论，我们发现，虽然最伟大的一代、婴儿潮一代、千禧一代，以及中国的婴儿潮二代，都有相似的野心勃勃的特点，但随着生产关系的变化，他们的价值观也从团队导向变成个人导向，从忠于组织变成X世代开始的忠于管理者个人，以及从制造业时代的效率、标准化品质导向变成创新导向；此外，消费主义也是随着生产关系变迁，逐步形成并深化的。

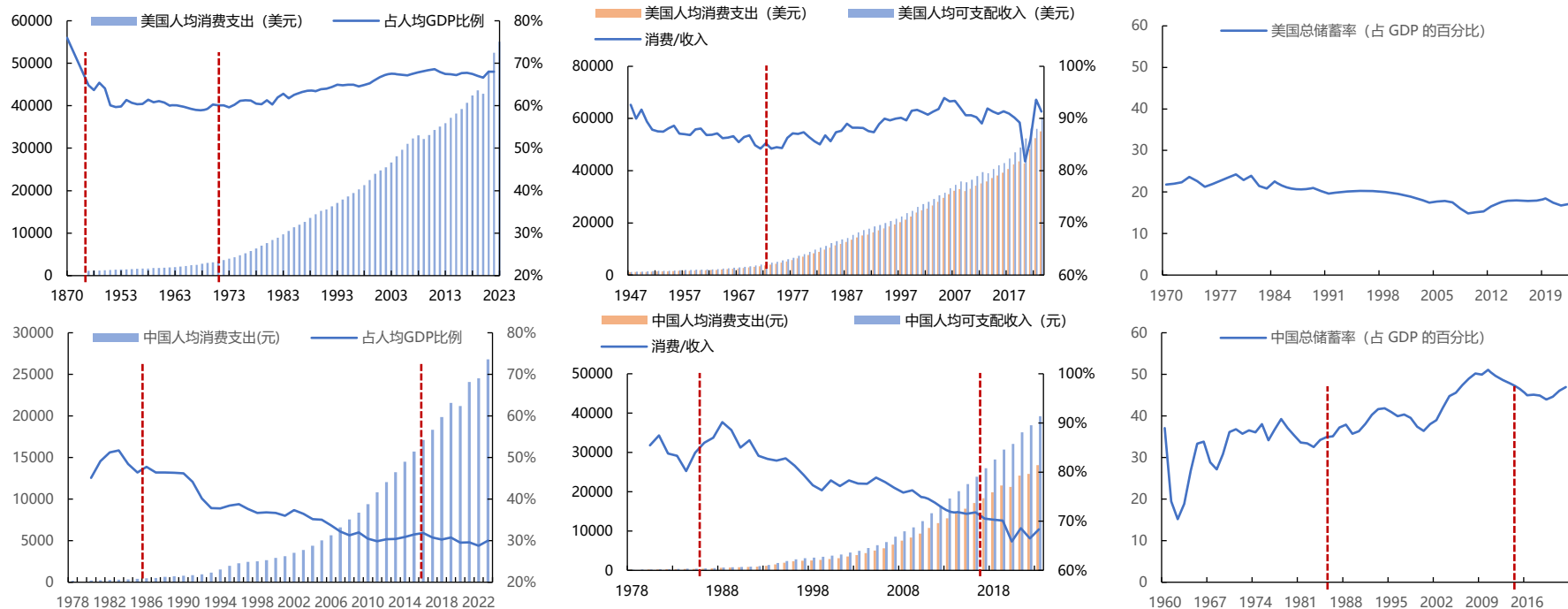
表：美国世代形成与价值观分析

	消费Ⅰ阶段1870-1920		消费Ⅱ阶段1920-1970		消费Ⅲ阶段1970-			消费Ⅳ阶段?	
	迷惘的一代 the Lost Generation	最伟大的一代 (美国大兵) the Greatest Generation	沉默的一代 the Silent Generation	婴儿潮一代 Baby Boomers	X世代 Generation X	千禧一代 Millennials	Z世代 Generation Z	阿尔法一代 Generation Alpha	
出生年份	1883-1900	1901-1927	1928-1945	1946-1964	1965-1980	1981-1996	1997-2012	2013后	
当前年龄	124-141	97-123	79-96	60-78	44-59	28-43	12-27	<11	
环境特点	道德观念交织碰撞的年代；一战爆发打破他们的理想		参加过二战的退伍军人；在大萧条和二战成年。一战锻炼了他们的意志，战争胜利使他们自豪，有较强责任感；受到大萧条影响，节俭	“幸运的少数人”，二战后成长起来，规模最少	二战后婴儿潮出生，规模较大的群体。见证许多技术进步，适应能力强；“以自我为中心的一代”，普遍蔑视父辈的社会、宗教、政治价值观；愤世嫉俗，注重自我，追求享受	出现在互联网、视频游戏、人工智能诞生之初；堕胎合法化，生育低谷；在毒品泛滥、离婚频频、经济紧缩中长大；更善理财，珍惜金钱	美国社会将焦点放在这代人身上，寄予更大期望，对电视暴力等控制十分严格	“数字原住民”，在社交媒体中长大；生活节奏变慢；青少年问题变少；	他们的父母在互联网中长大；倾向于成为种族最多样化的人
家庭经历	传统家庭	传统家庭；向城市迁移；经历经济高增，工人变成中产迁往郊区别墅	中产在郊区别墅出生	家庭瓦解重组；全职主妇	留守儿童；女性普遍外出工作	重组家庭；娇生惯养的孩子	父母花在陪伴孩子的时间越来越多；但青少年与朋友社交时间越来越少，感到孤独的青少年比例增加	受到疫情影响，非常注重家庭，重视家人的看法	
价值观	虚无主义、贪图享乐；爵士乐等流行	遵守规则、顺从、为集体利益做贡献很重要、奉献、延迟奖励、责任先于快乐、尊重权威、努力工作	被培养得循规蹈矩、惟命是从；大多不愿意从政；缺乏进取心、内心压抑	反战争、反政府、一切皆有可能、平权、关注个人满足和个人成长、活在当下、团队导向	平衡、多样性、创业乐趣、独立、非正式、缺乏组织忠诚度、实用主义、怀疑/愤世嫉俗	狂热的消费者、成就、信心、多样性、乐趣、极致的乐趣、社交能力、全球社区精神、高度宽容、激烈竞争	务实（兼顾理想与现实）、关注政治正确、更加个人主义、在政治上和社会上更活跃	包容性与多样性、专注家庭（疫情影响）、乐于助人	
属性	保守、忠于组织/雇主、节俭、信任等级制度和权威、道德、勤奋、有组织、爱国、牺牲		安分、保守、循规蹈矩	处理危机的能力、雄心勃勃、挑战权威、竞争、消费主义、忠于职业和雇主、为工作而活、理想主义、责任感、政治正确	适应性强、可以改变、渴望独立、自信、灵活、注重结果、品牌忠诚度、无视领导、忠于管理者、被父母宠爱、对制度持怀疑态度、强烈的权利感、对权威不以为然、愿意承担责任、愿意投入额外的时间来工作、工作生活平衡、工作是为了生活	野心勃勃但不完全专注、多元文化、渴望花钱、非常独立、将父母视为英雄、将个人兴趣融入工作、创新-跳出思维定式、个人主义但团队导向、善交际、尊重能力而非头衔	受教育程度更高、表现良好、压力更大、情绪更郁闷的一代；怀旧情绪上升	具有社会意识和发声能力、气候倡导者、年轻时游历广泛、关注心理健康、注重健康、成长更快	

资料来源：wmfc, Caregivers of America, GWI, Wikipedia, 华福证券研究所整理

4.2 消费数据：中国的人均消费占比远低于美国

- ◆ 从宏观消费数据来看，美国的人均消费支出占GDP比例维持在60%以上的较高水平，不过在消费Ⅱ阶段呈下降趋势，在消费Ⅲ阶段后持续提升，2022年约为68%；人均消费支出占人均可支配收入的比例也维持在90%左右的较高水平。对比看中国的情况，人均消费支出占GDP比例绝对值目前约为30%左右，主要由产业结构决定，以及中国当前人均收入仍相对较低，但趋势上看，同样在第二消费时代经历了下降的过程，如果按照美国的经验推导，**预计中国的消费占GDP比例在第三消费时代有望提升**；中国人均消费支出占人均可支配收入的比例从1988年的90%持续下降至2023年的68%，结合储蓄率的提升，预计占比下降主要由于收入的快速增长以及房价的快速增长，因此随着房地产泡沫消失、房价企稳，**预计长期有望看到中国人均消费支出占可支配收入比例的回升**。

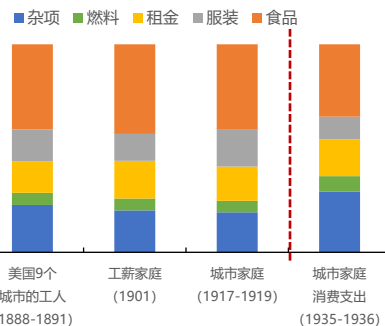


资料来源：国家统计局，世界银行，FRED，《美国增长的起落》，华福证券研究所

4.2 消费数据：关注可选消费占比提升

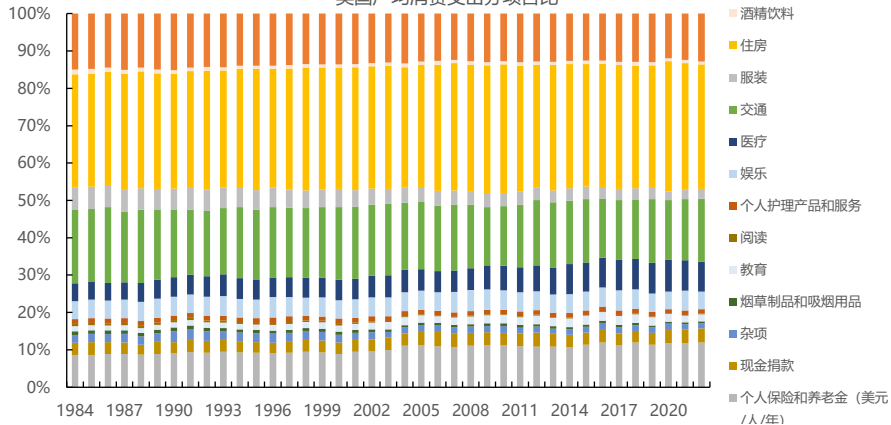
- ◆ 分项细看，美国在消费Ⅲ阶段从1984年以来各项消费支出占比基本保持稳定，从2022年数据来看，占比较高的支出包括食物（13%）、住房（33%）、交通（17%）、个人保险和养老金（12%）、医疗（8%），这五项合计占比83%，与1984年相比，各项占比变化幅度基本均不超过3pct，占比下降超过2pct的包括食物、服装、交通，占比提升超过2pct的包括住房、医疗、个人保险和养老金；其中，根据美国劳工总署报告，“住房”项的提升主要来自于房产税、住房维修等（“住房”也包括外出旅行住宿）。因此我们初步认为，在消费Ⅲ阶段的消费支出结构基本趋于稳定，其中成熟传统消费品占比趋于下降（衣食行），健康和养老、住房等占比趋于提升。（另外，《美国增长的起落》提供了更早的数据如右图，但口径不一且样本有限，仅供参考。）
- ◆ 对比看中国的情况，中国在第二消费社会的消费支出占比持续在发生较大变化，而到了2015年后的第三消费社会则基本趋于稳定。从2023年数据来看，占比较高的支出包括食品烟酒（30%）、居住（23%）、交通通信（14%）、教育文化娱乐（11%）、医疗保健（9%），这五项合计占比86%。2023年数据与2015年相比，各项占比变化幅度均不超过2pct，变化超过1pct的包括衣着（-1.9pct）、居住（+1pct）、医疗保健（+2pct）；2023年与1998年相比，占比则有明显变化，变化幅度超过3pct的包括：食品烟酒（-18pct）、衣着（-3pct）、居住（+11pct）、交通通信（+9pct）、教育文化娱乐（+3pct）。随着中国家庭收入提升，恩格尔系数持续下降。
- ◆ 中国与美国对比分析，我们认为：（1）中国的食品烟酒占比虽然已大幅下降，但依然高达30%，对应美国可比口径的食物+酒精饮料+烟草仅14%，预计主要由于中国人均收入依然较低，且收入层级较多，随着收入提升，该项占比依然有较大下降空间（但支出绝对值看，美国人均食品烟酒支出4290美元，中国仅为1104美元，仍有较大提升空间）；（2）住房方面，虽然新房销售增长空间较小，但中国家庭在住房方面消费占比（23%）依然远低于美国（33%），预计长期随着房产税提升、住房维护、家电家具添置、外出旅行住宿增加等，该比例仍有较大提升空间；（3）交通方面，中国的家用汽车普及晚于对应消费阶段的美国（美国汽车普及早于洗衣机普及），因此该占比仍有一定提升空间；（4）个人保险和养老金方面，中国与美国该项支出对应的是较高的储蓄率，预计随着老龄化提升，以及保险和养老金相关产品的成熟与完善，该项占比或有望提升。

1888-1936年美国四次消费者预算研究



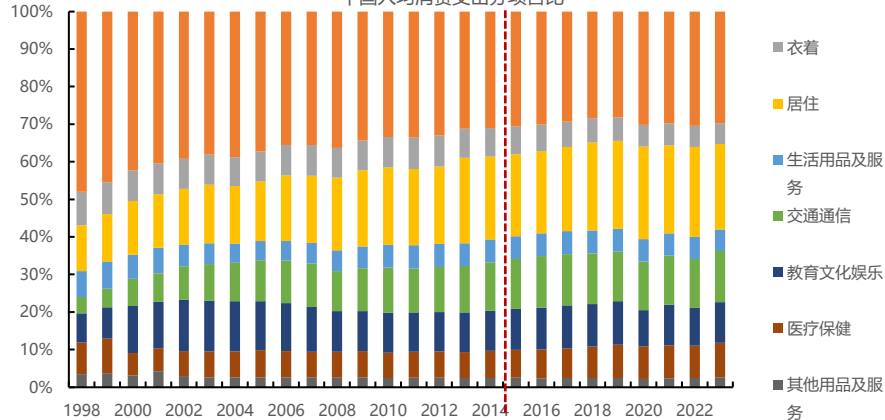
资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所

美国户均消费支出分项占比



资料来源：U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS，华福证券

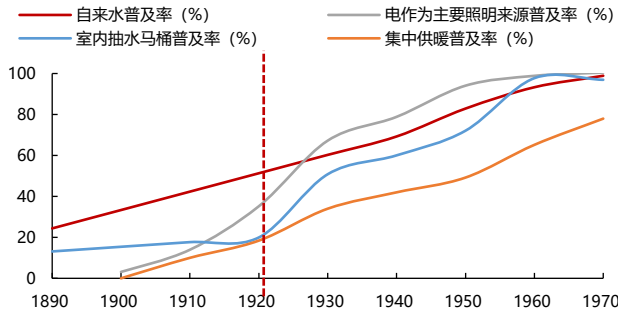
中国人均消费支出分项占比



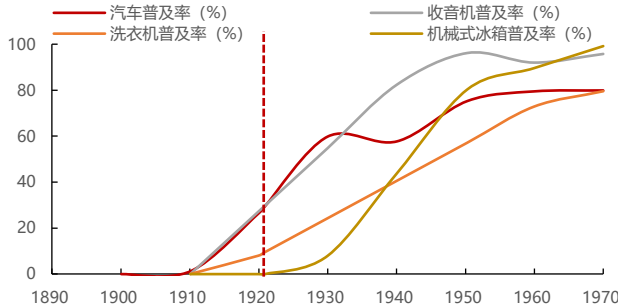
4.3 消费Ⅱ阶段：工业化，标品，消费品普及

- 从各类消费品普及情况来看，美国的居民水电等现代城市便利设施基本均从**消费Ⅰ阶段**开始普及，在消费Ⅱ阶段完成普及；汽车、冰箱、洗衣机等基础耐用消费品在**消费Ⅱ阶段**完成从0到接近100的普及。结合其工业革命和技术进步的历程，**消费品的普及基本略滞后于技术诞生/引进后几十年时间**：如前文所述，美国分别于1790年、1870年、1940年开始第一、二、三次工业革命，基本可以认为，消费Ⅰ阶段（1870-1920）对应第一次工业革命（1790-）的成果（城市化、城市交通、基础便利设施、工厂出现），消费Ⅱ阶段（1920-1970）对应第二次工业革命（1870-）的成果（电力出现、家用电器/汽车/收音机的发明，大规模工业化），消费Ⅲ阶段（1970-今）对应第三次工业革命（1940-）的成果（互联网、电脑、手机等）。
- 对应看中国的情况，基础设施方面，中国在1888年就已经第一次有电灯，1908年开始建自来水厂，至2002年，南方五省区乡通电率全部达到100%，因此水电基本也是在第二消费社会中后期完成普及，其他基础设施基本从第二消费社会中后期开始普及，到末期完成普及；洗衣机、冰箱、电视等基础耐用品从第二消费社会初期开始在城镇普及，如果考虑农村情况，整体基本也是中期开始普及，到末期实现接近100的普及；进阶耐用品（空调、微波炉等）+第三次工业革命的产物（电脑、手机等）从第二消费社会中后期开始在城镇普及，考虑农村的话，整体基本是第三消费社会初期开始普及。中国在建国后开始引进技术，并在改革开放后加速完成工业革命、城市化，由于中国的第一和第二次工业革命几乎同时进行，因此这两次工业革命的产物普及间距时间很短。

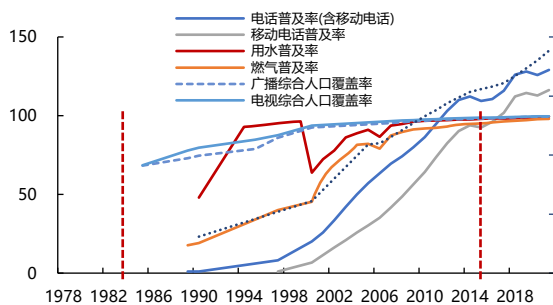
美国现代便利设施的普及率



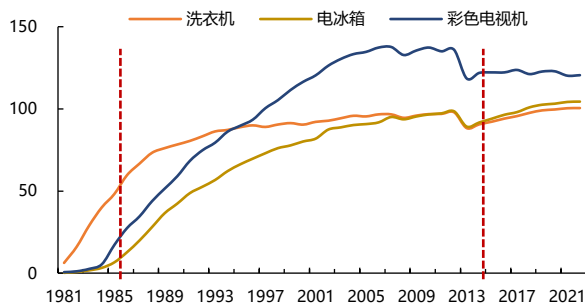
美国现代家用电器和汽车的普及率



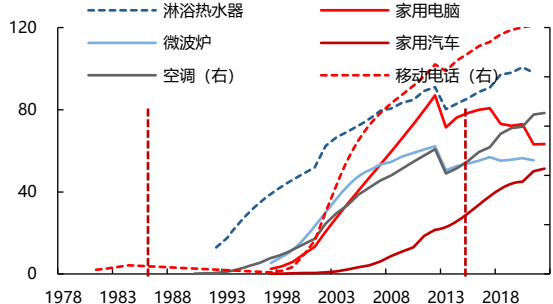
中国基础设施与消费品普及率 (%或部/百人)



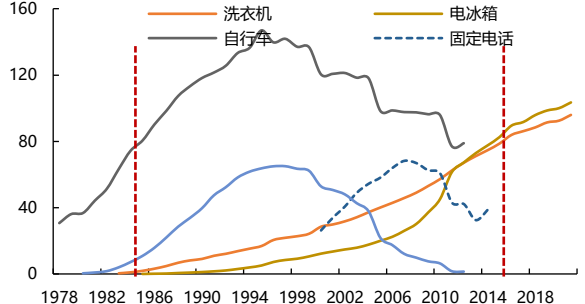
中国基础耐用品每百户保有量变迁 (城镇)



中国进阶基础耐用品每百户保有量变迁 (城镇)



中国基础耐用品每百户保有量变迁 (农村)



4.3 消费Ⅱ阶段：渠道为王

- 随着基础消费品在消费Ⅱ阶段完成普及，渠道也在这一阶段完成从0到1的建设。对于当时的消费品企业，能够跟随渠道变迁触达更多消费者，就意味着更高的市场份额，因此与我们此前对中国和日本分析的情况相似，美国的消费Ⅱ阶段同样是渠道为王的阶段，在这个阶段也诞生了很多连锁零售商龙头（沃尔玛等）。
- 具体看美国的消费渠道变迁，在消费Ⅰ阶段开始出现连锁店；在消费Ⅱ阶段实现标准化和批量化，完成连锁店的普及，自助、大型化、一站式采购、统一支付等基本商业模式趋于完善；在消费Ⅲ阶段开始应对不同需求分化出细分渠道：更便捷的小型便利店、更大的大型购物中心、更高端健康的高端食品连锁等。
- 参考美国的渠道变迁历程，有如下方面值得我们思考借鉴：（1）在1970s，沃尔玛来到市区时，其零售价格降低了25%，消费者受益，但同时击垮当地小型商店造成失业，与中国2010s的电商发展非常相似，所处阶段也同样是消费Ⅲ阶段初期；（2）1990s出现的高端食品连锁，与中国2015s兴起的盒马鲜生、永辉超市等新零售连锁超市有异曲同工之处；（3）《美国增长的起落》中提到一个观点非常有意思：对于沃尔玛新渠道低价格，其实意味着：低收入群体所经历的通胀率比高收入群体要低，因为后者购买的往往是稀缺产品和服务，它们的价格上升很快，如私立大学学费、纽约大都会歌剧院门票等。所以参考美国的经历，低收入群体在渠道变迁过程中持续受益价格降低，是在各消费社会都会发生的事情，尤其是第三消费社会，并不是经济衰退的特定产物，因此对于中国当前抖音、拼多多等更低价产品的兴起，我们无需对消费过度悲观。**

表：美国消费品渠道变迁

消费社会阶段	时间	变化	具体过程	关键词
消费Ⅰ阶段	1870-1900	连锁食品店出现	A&P最初成立于1859年，到1876年已有67家连锁店。该公司从1912年开始进入最快速扩张时期，并从提供送货和赊账的模式转为现购自运	连锁，现购自运
	1900-1920	完成向连锁商店转型	1920年，主要的全国连锁店有7500家销售点，到1930年增加到了30000家（其中15000家由A&P经营）。连锁店倾向于采购标准化的全国性品牌产品，而对本地生产的农产品、肉和奶酪选择有限，使得专业化的独立商店可以生存，包括绿色食品店、肉店和面包店	标准化
消费Ⅱ阶段	1920-1930	向自助超市和大商场转型	Clarence Saunders在1916年创立了“滚地小猪”连锁店（Piggly-Wiggly chain）：第一个自助服务超市。在1920s末，自助市场的内部面积已达1万平方英尺，而A&P等连锁店的面积才600平方英尺。超市在1930s迅速流行起来（原因：①20年代汽车的普及，②经济极度萧条的影响，大众更容易接受自助带来的低价位）。购物车于1937年首次引入超市，此后超市的崛起导致A&P的连锁店数量从1936年的14446家降至1941年的6042家	自助，大型，低价，更远
	1930-1960	转型现代化超市	超市食品的销售迅速上升，占食品总销售额的比重在1946、1954、1963年分别为28%、48%、69%。顾客满意度和零售生产率的明显提高主要归功于两大创新：（1）一个零售店里所有食品应有尽有，一次性即可购买齐全。（2）食品的挑选过程与支付过程分离，一次付清无需多次排队	一站式采购，统一支付
消费Ⅲ阶段	1970s	分化：更小的便利店，更大的大型购物中心	超市的统治地位在20世纪70年代开始遇到挑战。“二战”后食品零售业最终出现了两种分化：（1）便利店的出现，其规模比超市小、结账快、便捷；（2）大型购物中心的产生，如沃尔玛、塔吉特、好市多等，不仅销售食品，还有服装、家用电器、药品等	小型化（便利店），大型化（购物中心）
	1990s	高端食品连锁店出现	高端食品连锁店的出现（如乔氏超市和全食超市）进一步冲击了超级市场，这两家连锁店都避开了大品牌的包装食品，将自有品牌以相当特别的方式结合起来，如乔氏超市推出的预包装食品，全食超市提供的全方位柜台服务。传统超市受到双重挤压：（1）大卖场的低价位和乔氏超市简单的无附加服务模式，（2）全食超市的有机食品、高端服务柜台以及优质选择	高端，优质

资料来源：《美国增长的起落》，华福证券研究所整理

4.3 消费Ⅲ阶段：高阶温饱、娱乐、传播为主旋律

- ◆ 我们再从下图可以更清晰看出美国各阶段产品普及的过程。消费Ⅰ阶段除了开始普及**水电**等，工业化的服装、食品饮料也在这时候开始普及，但这类产品缺乏可量化的数据衡量；消费Ⅱ阶段在前半阶段普及了**满足基础温饱需求、基础通信需求**的产品，后半阶段开始普及**满足高阶温饱需求、解放双手**的产品；消费Ⅲ阶段继续普及**满足高阶温饱需求、解放双手**的产品，以及重点开始普及**满足娱乐、通信需求**的产品。
- ◆ 普及时间上看，随着交通和通信越来越发达，新产品普及率从10%到50%的速度越来越快，手机和互联网仅用了6-7年的时间完成半数普及。
- ◆ 从需求属性的角度，与同时期的产品相比，满足娱乐和获取信息需求的产品普及速度最快（收音机、彩电、录像机、手机），满足交通/通信需求的产品次之（汽车、收音机、手机、互联网）（电话例外，预计主要由于受到二战影响）；**我们认为上述两类产品普及速度更快，一方面因为本身具备传播属性，另一方面作为新事物出现，满足人们猎奇心理，且无需改变原有生活方式。**在这两类产品之后，是满足基础温饱需求的产品，以及满足解放双手需求的产品。
- ◆ **因此我们认为，在处于类似美国消费Ⅲ阶段的中国，需要重点关注具备潜力的娱乐/通信等满足高阶需求的赛道。**

表：美国各技术/产品普及历程时间点

品类	消费Ⅰ阶段		消费Ⅱ阶段					消费Ⅲ阶段				从10%到50% 花费时间（年）	需求属性
	1900s	1910s	1920s	1930s	1940s	1950s	1960s	1970s	1980s	1990s	2000s		
火炉	10%			50%		90%						37	基础温饱
电		10%	50%		90%							14	基础温饱
汽车		10%	50%						90%			9	交通
电话		10%			50%			90%				32	通信
收音机			10%	50%	90%							5	通信/娱乐
冰箱				10%	50%	90%						11	基础温饱
洗衣机			10%				50%					34	解放双手
烘干机						10%		50%				14	高阶温饱
空调						10%		50%				16	高阶温饱
彩电							10%	50%	90%			6	娱乐
洗碗机							10%			50%		33	解放双手
微波炉									50%			5	基础温饱
录像机									50%			2	娱乐
电脑									10%	50%		11	娱乐/工作
手机										10%	50%	6	娱乐/通信
互联网										10%	50%	7	通信

资料来源：The Pietist Schoolman，华福证券研究所

4.4 消费Ⅲ阶段：营销为王

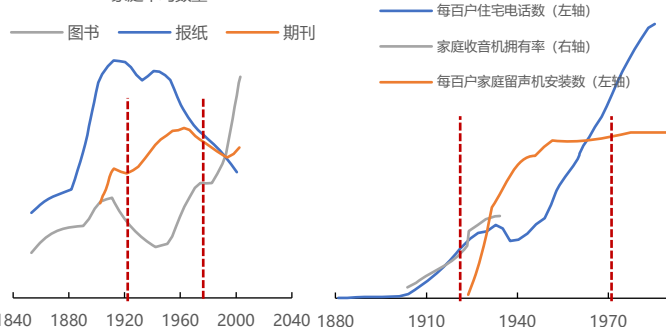
- ◆ 消费Ⅱ阶段的主旋律是各类新兴工业消费品的普及，而**消费Ⅲ阶段的主旋律则是传播**。一方面是前页提到的手机、互联网等传播相关的消费品普及，另一方面则是所有主流消费品得到普及之后，从卖方市场变成买方市场，**营销的重要性大幅提升**。从美国营销理论变迁历程可以看出，消费Ⅰ阶段报纸期刊等开始出现，美国的营销理论开始于1890年，几乎和美国消费社会同时开始；消费Ⅱ阶段收音机、电话等大众媒体开始出现，主要是单向的推销、广而告之策略；**消费Ⅲ阶段主流消费品从卖方市场变成买方市场，营销变得愈发重要，营销理论也走向成熟，这时候的营销强调整合、互动、以需求为导向。1990年劳特朋教授提出的4C理论取代4P理论，我们认为具有划时代意义，标志着从供给导向到需求导向市场的转变。**

表：美国营销理论变迁历程

	消费Ⅰ阶段	消费Ⅱ阶段			消费Ⅲ阶段		
时间	1890-1920	1950年前	1950s	1960s	1970s	1990s	2000s
阶段	初创阶段	应用阶段		形成发展阶段		成熟阶段	
营销观念	营销概念出现	产品观念	推销观念	市场营销观念	社会营销观念	关系营销观念	网络营销和绿色营销观念
分析	源于工业的发展，只研究广告和商业网点的设置。范围局限，商品到达消费者手中后则不属于市场营销学学的研究对象。	企业处在卖方市场上，以生产为中心，追求产品量增、质提、降本	企业由卖方市场到买方市场的转变过程中，意识到消费者有了一定选择余地，开始对外推销产品	市场完全进入买方市场后，营销观念不再是从既有产品出发去寻找顾客，而是 以消费者为中心，从市场需求出发去开发、生产和销售产品，主要目标不再是单纯追求销售增长，而是着眼于长久占领市场		关系营销的深化，进一步强调生态	
事件		1905年，克罗西在宾夕法尼亚大学讲授以“产品市场营销”为题的课程，市场营销首次进入大学课堂；1911年，第一个正式的市场研究部门在柯蒂斯出版公司内成立	“市场细分”概念浮出水面	1960年，麦卡锡教授提出4P理论	“品牌资产”概念流行；舒尔兹提出“整合营销”概念；1969年，特劳特提出“定位”概念	1990年，劳特朋教授提出 4C理论 取代4P理论	

美国每10年图书出版、报纸和期刊发行家庭平均数量

美国电话、收音机、留声机的家庭普及情况



4P理论：供给导向、从企业出发

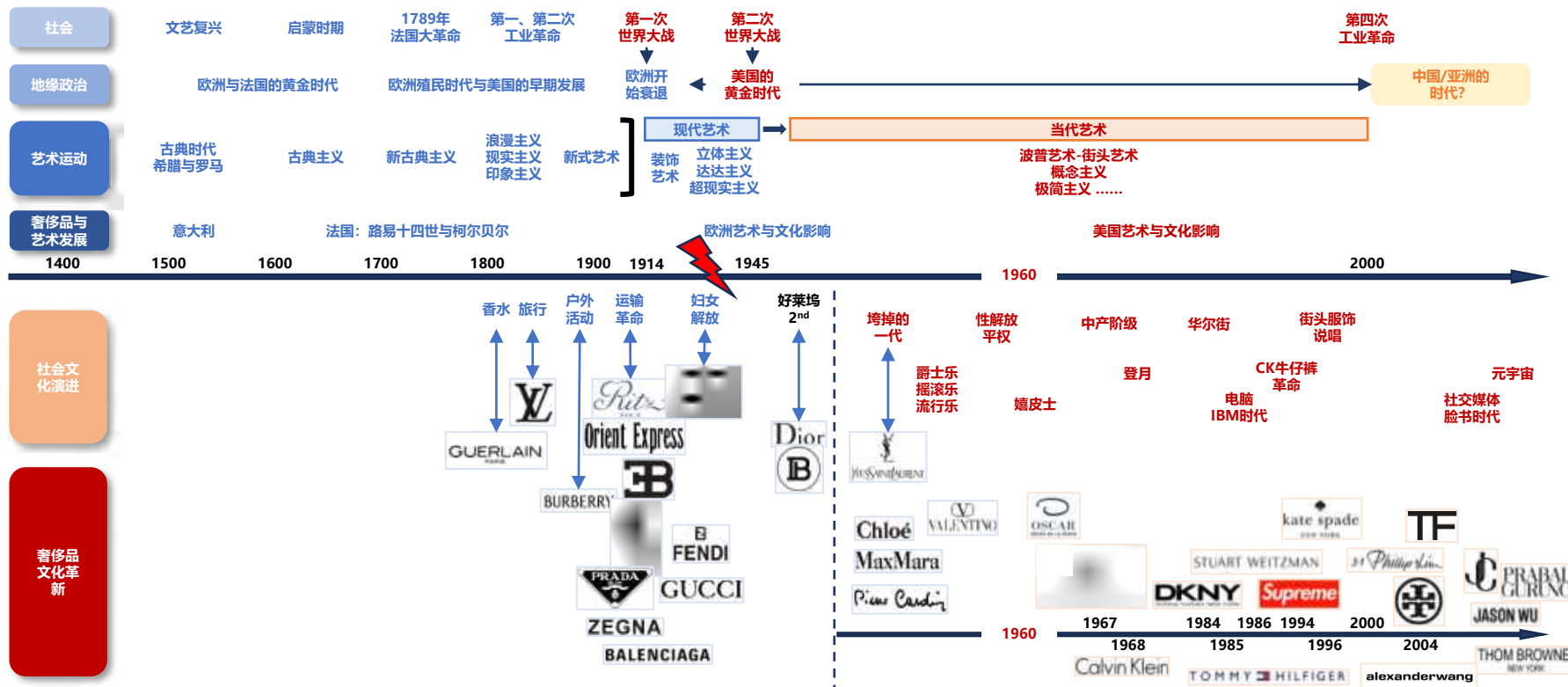
Product -产品	服务范围、项目，服务产品定位和服务品牌等。正序研发，先考虑企业可以生产的产品。
Price -价格	基本价格，支付方式，佣金折扣等。从企业角度，综合成本、竞争、利润空间等定价。
Place -渠道	商品从生产企业流转到消费者手上的全过程中所经历的各个环节和推动力量之和。
Promotion -促销	广告，人员推销，营业推广和公共关系等。单向信息传递为主。

4C理论：需求导向、以消费者为中心

Consumer -消费者需求	研究客户需求欲望，并提供相应产品或服务。逆序研发。且不只是提供产品和服务，更重要的是由此产生的客户价值。
Cost -消费者愿意支付的成本	考虑消费者愿意支付的成本、代价。包括货币、时间、精力、风险等。提供详尽的信息和良好的售后亦可降低顾客的总成本。
Convenience -消费者的便利性	考虑让客户享受第三方物流带来的便利。为顾客提供最大的购物和使用便利。
Communication -与消费者的沟通	与消费者进行双向沟通。

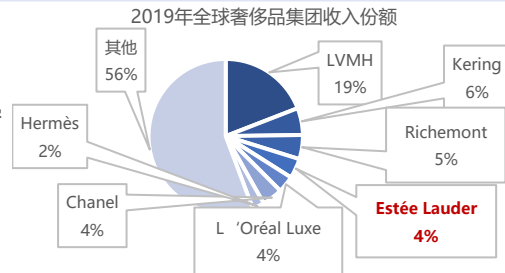
4.5 消费Ⅲ阶段：从文化变迁到奢侈品

- ◆ 在经济崛起之后，文化崛起紧随其后。二战前的艺术文化由欧洲主导，二战后则由美国主导。艺术文化与社会文化的变迁共同驱动奢侈品品牌的诞生，因此可以看到，二战前随着欧洲艺术运动与旅行、妇女解放等社会文化变迁，出现了LV、香奈儿等奢侈品品牌。随着二战后美国主导的当代艺术变迁，以及平权、嬉皮士、中产、社交媒体等社会文化演进，美国开始出现Ralph Lauren、alexanderwang、Tory Burch、TomFord等全球奢侈品品牌。但可以看出，奢侈品品牌力需要时间的沉淀等，因此美国的品牌力在全球奢侈品行业发展中依然远不如欧洲品牌。我们认为，到了第三消费时代，中国或许也到了艺术文化重回全球引领地位的时间，相关的奢侈品或大众消费品品牌也有望崛起或出现。



4.5 消费Ⅲ阶段：为什么美国的奢侈品没有全球领先？

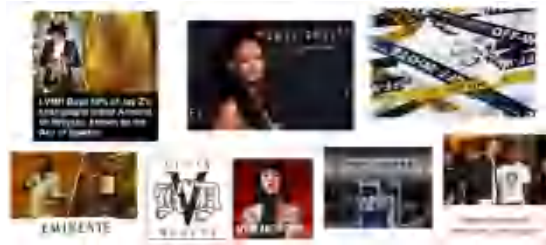
- ◆ 在二战后尤其是60年代后，美国的当代艺术兴起、社会解放、嬉皮士/摇滚/流行文化崛起、街头文化盛行，但为什么美国奢侈品、时尚、美容品牌没有发展成为全球领先？根据法国ESSEC商学院公开课，2019年全球前七个人奢侈品集团占据全球市场44%的份额（在2007年只有25%），而其中只有一个是美国公司（雅诗兰黛），**美国没有领先的原因或包括：**
 - （1）美国公司被收购：LVMH旗下共拥有78个品牌，其中18个来自美国；（2）LVMH收购了大量迎合Z世代和千禧一代消费者需求的品牌；（3）LVMH雇佣了很多迎合美国嘻哈文化的主管；（4）LVMH旗下欧洲品牌与美国潮牌做了很多联名款；（5）LVMH旗下欧洲品牌与美国当代艺术家有充分合作
- ◆ 因此我们认为，虽然中国当前阶段与美国1960s颇为相似，或有望迎来符合自身文化特色的消费潮流，近几年的国潮兴起也确实在印证这一点，**但需要警惕，这些成果有可能被欧美成熟品牌通过收购或合作等方式率先取得。**



LVMH旗下18个品牌来自美国

LVMH收购Z世代&千禧一代相关品牌

LVMH与美国潮牌联名



LVMH雇佣迎合美国嘻哈文化的主管

LVMH与当代艺术家合作



目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

5.1 总览：1960s之后的消费龙头涌现

- ◆ 根据前文分析，美国1970年后进入的消费Ⅲ阶段与中国当前所处阶段颇为相似，此外，中国投资者当前面临的主要问题也在于：基础消费品渗透率高增的简单粗暴红利期过去后，消费投资方向何去何从？长期β和α如何筛选？因此我们本章重点分析美国进入消费Ⅲ阶段后的消费品上市公司表现情况。
- ◆ 下表列出了美国消费品上市公司各细分赛道龙头在1970年后的表现情况，我们粗略分成1970-2000和2000-2023年两个阶段分析，可以看出，左图为上半阶段（1970-2000年）表现强势的赛道和公司，包括日常消费品零售商、食品饮料、家庭个护、传媒娱乐、休闲用品等赛道；右图为下半阶段（2000-2023年）表现强势的赛道和公司，包括纺织服装、社服、新能源汽车、房地产开发商、非必需品零售商等。
- ◆ 我们粗略认为，进入消费Ⅲ阶段后，（1）消费市场从卖方市场变成买方市场，初期经历竞争加剧和出清的过程，**大量全球消费品龙头公司涌现，是消费品投资最好的阶段，且渠道商受益**（沃尔玛等日常消费品零售商）；（2）消费者为**情绪价值**付费的意愿显著提升，上半阶段体现为迪士尼、孩之宝等传统娱乐龙头的崛起，后半阶段出现了更丰富的互联网，各类互联网娱乐平台受益，作为提供情绪价值的服务业（餐饮旅游）同样显著受益；（3）**运动健康**是Ⅲ阶段的重点赛道，上半阶段开始出现一些健身器材龙头公司，下半阶段竞争格局逐渐明朗，运动服饰龙头、健身平台、细分户外运动设备（POLARIS北极星等）表现优异；（4）**家庭耐用品**方面，大家电延续稳健增长，小家电则保持较高成长性，且消费者持续在住房维护方面消费，家得宝、劳氏等持续受益；（5）**出行**是自工业革命以来持续在迭代升级的赛道，上半阶段传统汽车龙头受益，后半阶段新能源车出现并受益；（6）传统消费品龙头在消费Ⅲ上半阶段加速**出海**并受益全球化（可口可乐、宝洁等）。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（总览）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		2012-2022CAGR %	
					1970-2000	2001-2023	营业收入	净利润
日常消费品经销与零售								
WMT.N	沃尔玛	1970-10-01	484,853	31	35,908	353	2.52	-1.37
COST.O	COSTCO	1985-12-05	324,924	48	1,484	2,374	8.64	13.08
CVS.N	西维斯健康	1952-10-01	100,536	12	2,116	277	10.11	0.71
KRN	克罗格	1928-01-26	41,230	19	4,542	367	4.33	10.64
SYN.N	SYSCO	1970-03-03	40,414	19	12,509	340	4.94	1.94
食品饮料与烟草								
KO.N	可口可乐	1919-09-15	263,836	25	6,980	270	-1.10	0.57
PEP.O	百事	1919-12-18	240,553	27	5,436	511	2.81	3.73
PM.N	菲利浦莫里斯国际	2008-03-17	142,428	18		306	0.12	0.28
MDLZ.O	亿滋国际	2001-06-13	94,159	19		305	-1.05	-1.20
MNST.O	怪物饮料	1992-07-20	61,689	38	72	142,624	11.84	13.36
KHC.O	卡夫亨氏	2015-07-06	44,857	16		-28		
KDP.O	KEURIG DR PEPPER	2008-04-28	42,557	20		983	8.90	8.61
家庭与个人用品								
PG.N	宝洁公司	1950-03-22	381,778	26	2,865	586	-0.22	3.20
CLN	高露洁	1930-03-13	74,020	32	6,810	308	0.50	-3.20
ELN	雅诗兰黛	1995-11-16	55,259	118	162	762	6.21	10.80
KMB.N	金佰利	1929-05-09	43,580	25	4,798	277	0.36	1.00
媒体与娱乐								
NFLX.O	奈飞	2002-05-23	262,828	49		40,595	24.24	74.51
DIS.N	迪士尼	1957-11-12	224,445	75	3,698	296	6.94	-5.74
CMCSA.C	康卡斯特	1972-06-01	172,180	11	4,449	334	6.86	-1.43
CHTR.O	特许通讯	2009-12-02	42,207	9		1,078	21.82	33.97
休闲设备与用品								
HAS.O	孩之宝	1968-10-10	7,867	-	10,131	757	3.66	-4.89
MAT.O	美泰	1980-07-28	6,815	32	566	132	-1.65	-6.56
BC.N	布朗斯威克	1925-01-15	6,555	16	1,717	712	7.14	29.77
PIL.N	POLARIS	1987-09-16	5,647	11	1,874	1,550	10.34	3.65
GOLF.N	高尔史密斯国际控股	2016-10-28	4,187	21		302		

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		2012-2022CAGR %	
纺织品、服装与奢侈品					1970-2000	2001-2023	营业收入	净利润
NKEN	耐克	1980-12-01	142,004	27	1,117	1,975	7.19	10.58
LULU.O	露露乐蒙	2007-07-27	47,227	30		3,552	20.12	18.15
社服								
MCD.N	麦当劳	1965-04-21	203,582	24	3,626	1,457	-1.72	1.23
BKNG.O	BOOKING	1999-03-29	123,968	29	-98	44,944	12.50	7.98
ABNB.O	爱彼迎	2020-12-10	106,740	22		-6		
SBUX.O	星巴克	1992-06-26	103,472	24	1,547	2,107	9.28	9.02
CMGN	墨式烧烤	2006-01-26	79,707	65		5,098	12.20	12.45
MAR.O	万豪国际	1998-03-23	72,910	24	20	1,237	5.81	15.24
HLT.N	希尔顿酒店	2013-12-12	53,617	47		334	-0.56	13.56
汽车								
TSLA.O	特斯拉	2010-06-29	559,854	37		15,502	69.62	42.15
GM.N	通用汽车	2010-11-18	62,106	6		38	0.29	4.85
F.N	福特汽车	1956-01-26	52,770	12	1,863	3	1.70	-90.11
家电&消费电子								
CARR.N	开利全球	2020-03-19	52,323	39		404		
MAS.N	马斯科	1969-05-05	17,399	19	932	395	1.43	25.12
SN.N	SHARKNINJA	2023-07-31	8,709	52		24		
WHR.N	惠而浦	1955-09-19	6,537	14	884	385	0.84	-214.25
非必需消费品经销与零售业								
AMZN.O	亚马逊	1997-05-14	1,873,676	62	695	19,426	23.74	252.45
HD.N	家得宝	1981-09-01	380,159	25	11,522	1,136	7.94	15.52
LOW.N	劳氏	1961-10-01	145,752	19	4,887	2,638	6.72	16.46
TJX.N	TJX公司	1965-11-17	114,906	26	8,101	3,491	7.67	8.18
ORLY.O	奥莱利汽车	1993-04-22	66,645	28	456	7,003	8.83	14.01
AZO.N	汽车地带	1991-04-02	54,533	21	288	8,972	6.57	10.07
ROST.O	罗斯百货	1985-08-01	49,190	26	101	8,021	8.19	10.12

5.2 日常消费品零售商：分化，再分化

- 我们在4.3章节对美国消费品渠道变迁历程进行了分析，结论表示，美国在消费Ⅱ阶段完成连锁店的普及，在消费Ⅲ阶段开始应对不同需求分化出细分渠道，沃尔玛、COSTCO等均是这个阶段开始出现并兴起的，从股价表现看，沃尔玛在1970-2000年间获得了高达359倍的股价涨幅，但在2000年后股价涨幅和收入利润增长均趋于放缓；而COSTCO则在2000年后依然取得较高的股价、收入、利润增长以及估值水平。我们认为，这表明到了消费Ⅲ阶段后期，沃尔玛“货全价优”的策略很难再满足所有消费者，针对不同消费者的细分化渠道商更受青睐，比如精品化的COSTCO。
- 对应中国来看，2010s电商崛起，主打低价便利策略的淘宝迎来高速增长，但到了2020s，更加细分化的平台出现，淘宝GMV增长面临压力，**京东**（自建物流）、**抖音**（兴趣电商）、**拼多多**（下沉市场）等满足细分需求的平台取得更好的增长；此外，2015s开始兴起的**盒马鲜生**、**永辉超市**、**山姆超市**等在线下精品化方面也取得优异表现。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（日常消费品经销与零售行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
WMT.N	沃尔玛	1970-10-01	484,853	31	35,908	353	572,754	13,673	2%	18%	2.52	-1.37	3.69	美国的世界性连锁企业，由美国零售业的传奇人物山姆·沃尔顿先生于1962年在阿肯色州成立
COST.O	COSTCO	1985-12-05	324,924	48	1,484	2,374	226,954	5,844	3%	27%	8.64	13.08	0.38	美国最大的连锁会员制仓储量贩店，会员制仓储批发俱乐部的创始者
CVS.N	西维斯健康	1952-10-01	100,536	12	2,116	277	322,467	4,149	1%		10.11	0.71	3.02	原美国最大的药品零售商，建立了多种创新的运营方法，包括网上药店CVS.com、药店收益管理方法和专用药品分支机构PharmaCare
KR.N	克罗格	1928-01-26	41,230	19	4,542	367	137,888	1,655	1%		4.33	10.64	1.47	继沃尔玛、家得宝之后的美国第三大零售集团。从以经营小型杂货店为主发展到经营超级市场，在美国拥有两千余家大型超级商场
SYN.N	SYSCO	1970-03-03	40,414	19	12,509	340	68,636	1,359	2%	18%	4.94	1.94	2.50	北美最大的食品销售企业，为餐厅、饭店、医院和学校提供包括生鲜、果蔬、零食以及餐具厨房用品等
WBA.O	沃尔格林联合博姿	1934-02-15	18,712	-	21,043	2	132,703	4,337	3%	16%	6.36	7.38	10.01	拥有沃尔格林（Walgreens）、Boots和多家制药制造、批发和分销公司
ACI.N	ALBERTSONS COMPANIES	2020-06-26	12,350	9		112	71,887	1,620	2%				2.19	美国最大的食品零售商之一，经营20家具有平均85年经营历史的标志性旗帜品牌，包括Albertsons等
CASY.O	CASEY'S GENERAL STORES	1983-10-20	11,788	25	1,285	2,168	12,953	340	3%		6.37	11.27	0.45	以Casey's的通用商店名义运营便利店，且都以自助方式提供汽油出售
PFGC.N	PERFORMANCE FOOD	2015-10-01	11,613	27		260	50,894	113	0%		16.03	18.26		在美国从事食品及相关产品分销业务。主要客户包括：餐厅、快餐小吃店、剧院、学校、医疗机构等
BJ.N	BJ'S WHOLESALE CLUB	2018-06-28	10,059	19		203	16,667	427	3%					领先的仓储俱乐部运营商，提供专门针对易腐产品的策划组合，不断更新一般商品、天然气和其他服务

5.3 食品饮料与烟草：全球化稳健增长

- 食品饮料行业属于最早开始工业化并实现品牌化的消费品行业，因此在消费Ⅱ阶段已取得较高增长，在消费Ⅲ阶段则重点发力出海，在全球化过程中实现品牌进一步强化和收入增长，到后半阶段增速趋于放缓，并取得稳健的股价和估值表现。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（食品饮料与烟草行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
KO.N	可口可乐	1919-09-15	263,836	25	6,980	270	43,004	9,542	22%	64%	-1.10	0.57	2.99	全球最大的饮料公司
PEP.O	百事	1919-12-18	240,553	27	5,436	511	86,392	8,910	10%	43%	2.81	3.73	2.72	美国最大的软性饮料公司之一
PM.N	菲利普莫里斯国际	2008-03-17	142,428	18		306	31,762	9,048	28%	94%	0.12	0.28	5.65	当今世界第一大烟草制造商和第二大食品制造商。经营烟草（万宝路等）、食品、啤酒、金融房地产等
MDLZ.O	亿滋国际	2001-06-13	94,159	19		305	31,496	2,717	9%	69%	-1.05	-1.20	2.21	世界知名的巧克力/饼干/糖果/咖啡食品商，旗下品牌包括吉百利、奥利奥、果珍等
MNST.O	怪物饮料	1992-07-20	61,689	38	72	142,624	6,311	1,192	19%	35%	11.84	13.36		功能饮料生产商
KHC.O	卡夫亨氏	2015-07-06	44,857	16		-28	26,485	2,363	9%	30%			4.32	北美第三大、全球第五大食品饮料公司，标志性品牌包括亨氏番茄酱、吉百利巧克力等
KDP.O	KEURIG DR PEPPER	2008-04-28	42,557	20		983	14,057	1,436	10%	11%	8.90	8.61	2.56	（原彭泉思蓝宝集团）在美国、加拿大、墨西哥从事装瓶和非酒精饮料销售的公司，产品有非可乐类的调味碳酸饮料和非碳酸饮料
GIS.N	通用磨坊	1928-11-30	39,501	15	2,540	485	18,993	2,707	14%	23%	1.32	5.62	2.97	全球领先的品牌零售食品制造商和销售商，世界第六大食品公司。主要品牌包括哈根达斯、湾仔码头等
ADM.N	阿彻丹尼尔斯米德兰	1924-12-24	32,024	9	644	734	101,556	4,340	4%	57%	1.32	13.50	2.60	全球最大的农业生产、加工、制造公司，以生产油籽、玉米及小麦加工闻名于世界

图 可口可乐发展复盘



5.4 家庭个护：全球化稳健增长

- 家庭个护行业与食品饮料行业相似，都是最早实现工业化和品牌化的行业，在消费Ⅱ阶段已取得较高增长和较高品牌认知，因此在消费Ⅲ阶段更多通过**全球化和份额提升获得增长**，在消费Ⅲ后半阶段，**更具情绪价值的化妆品、新兴细分个护品牌**取得更好表现；其中，当下知名的美妆品牌多发展于1960s之后，与中国目前所处阶段相对应。
- 对应中国来看，美国在1960-2000年左右诞生了一批全球龙头美妆品牌，与中国当前所处阶段相符，**预计中国当下同样有望诞生优秀的全球美妆个护龙头品牌**。此外，中国与美国不同的点在于，美国在1930s就开始出现自己的美妆个护龙头露得清、雅诗兰黛等，在消费Ⅱ阶段已形成较强的品牌力；而中国在第二消费时代占据市场的更多是外资品牌，因此在第三消费时代还有**国产替代红利**，**珀莱雅**等公司值得积极关注。



表：美国1970年后消费品上市公司表现（家庭与个人用品行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
PG.N	宝洁公司	1950-03-22	381,778	26	2,865	586	80,187	14,742	18%		-0.22	3.20	2.28	世界最大的日用消费品公司之一，品牌包括飘柔、舒肤佳、玉兰油、帮宝适、汰渍及吉列等
CL.N	高露洁	1930-03-13	74,020	32	6,810	308	17,967	1,785	10%	78%	0.50	-3.20	2.14	全球顶尖的消费品公司之一，品牌有：高露洁、棕榄、洁齿白、Ajax、Protex、Fab、Irish Spring、等
EL.N	雅诗兰黛	1995-11-16	55,259	118	162	762	17,737	2,390	13%	74%	6.21	10.80	1.66	生产和销售品牌护肤品、化妆品、香水和护发产品的公司。旗下品牌包括雅诗兰黛、倩碧、芭比波朗、海蓝之谜等
KMB.N	金佰利	1929-05-09	43,580	25	4,798	277	20,175	1,934	10%	47%	0.36	1.00	3.69	全球健康卫生护理领域的领导者，经营个人健康护理用品、家庭生活用纸和商用消费产品。品牌包括 Kleenex舒洁；Huggies好奇；Kotex高洁丝；Depend得伴等
CHD.N	丘奇&德怀特	1984-11-20	25,442	34	789	3,266	5,376	414	8%		6.29	1.70	1.04	开发、生产和销售家居、个人护理等产品。品牌包括ARM & HAMMER, TROJAN避孕套, XTRA洗衣粉, NAIR脱毛膏, ORAJEL口服止痛药和SPINBRUSH电动牙刷等
CLX.N	高乐氏	1968-08-01	19,002	238	5,440	647	7,107	462	7%	16%	2.66	-1.57	3.19	消费产品的制造商和营销商。销售Clorox漂白剂和洗衣产品，Armor All和STP汽车护理产品，Fresh Step和Scoop Away猫砂，Kingsford 木炭等
COTY.N	科蒂集团	2013-06-13	10,706	34		-15	5,304	260	5%		1.41	10.84		世界最大的香水公司，品牌包括Davidoff, Calvin Klein, Adidas, Pierre Cardin, Esprit, Miss Sixty等
REYN.O	REYNOLDS CONSUMER PRODUCTS	2020-01-31	6,001	20		5	3,817	258	7%	2%			3.27	市场领先的消费品公司，渗透美国95%的家庭。生产和销售烹饪产品、废物和储存产品以及餐具。品牌包括Reynolds和Hefty等
IPAR.O	依特香水	1988-01-01	4,499	29	258	4,927	1,087	121	11%	68%	5.21	-0.81	1.62	经营香水业务，生产、市场和销售香水和香料相关的一系列产品
OLPX.O	OLAPLEX	2021-09-30	1,269	21		-90	704	244	35%	44%				创新、科学、技术驱动的美容公司，使命是改善消费者的头发健康。产品含有一种受专利保护的活性成分，可在分子水平上起作用，以保护和修复头发免受损伤

5.5 休闲娱乐（用品）：情绪价值付费&户外运动

- ◆ 紧随电视普及后的周边**IP娱乐产品**（孩之宝、美泰等）在消费Ⅲ阶段上半阶段取得优异表现，但随着互联网诞生，更多形式娱乐产品出现，其增长放缓。
- ◆ 此外，各种形式的**户外休闲运动娱乐产品**成为消费Ⅲ阶段的重要赛道，诸多相关公司在这个阶段上市，1970-2000年表现更佳的是**更基础的运动方式**，比如游艇、健身器材等（布朗斯威克），2000年后则有更多**新型运动方式**相关公司上市，比如水上运动、户外射击等。其中，主营全地形车、摩托车的POLARIS（北极星）在全周期表现优异，与其对标的国内上市公司**春风动力**、**钱江摩托**等同样值得关注。**互联网健身平台**PELOTON开创新模式，并在疫情期间显著受益，但随着疫情结束，受到需求透支等影响，业绩有所承压，但放眼长期，我们依然认为类似PELOTON和中国**KEEP**等运动健身平台有望受益全民健身、AI助力等，值得重点关注。
- ◆ 受益**旅游热潮**的**房车**相关公司帕特里克工业也在2000年后取得优异股价表现和业绩增长。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（休闲设备与用品行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
HAS.O	孩之宝	1968-10-10	7,867	-	10,131	757	5,857	204	3%	39%	3.66	-4.89	4.96	美国著名玩具公司，产品从玩具和游戏，到电视节目、动画片、电子游戏等，拥有变形金刚、小马宝莉等品牌
MAT.O	美泰	1980-07-28	6,815	32	566	132	5,435	394	7%	41%	-1.65	-6.56		全球最大的玩具公司，产品有芭比娃娃、棋盘游戏、狮子王、火影忍者、UNO、辛普森一家等
BC.N	布朗斯威克	1925-01-15	6,555	16	1,717	712	6,812	677	10%	25%	7.14	29.77	1.60	全球设计及制作娱乐产品的公司，包括船用发动机，游艇，健身器材（心血管/力量训练设备），保龄球/台球设备
PII.N	POLARIS	1987-09-16	5,647	11	1,874	1,550	8,589	447	5%	21%	10.34	3.65	2.64	从事雪上汽车、全地形车、摩托车和私人船只的设计、管理、制造与销售
GOLF.N	高尔史密斯国际控股	2016-10-28	4,187	21		302	2,270	199	9%	46%			1.15	高尔夫产品分销商。经营和管理两大标志性高尔夫品牌：Titleist品牌和FootJoy品牌
YETI.N	YETI	2018-10-25	3,285	19		205	1,595	90	6%	13%				为户外娱乐设计优质商品的设计师、批发商。产品包括冷却器设备，饮料和其他类型产品等
MODG.N	TOPGOLF CALLAWAY BRANDS	1992-02-28	2,969	31	407	-5	3,996	158	4%	30%	16.96	12.63		运动器材生产商和销售商。设计、生产及销售高尔夫球杆和高尔夫球及配件等
PATK.O	帕特里克工业	1983-11-08	2,676	19	118	4,391	4,882	328	7%		27.28	27.86	1.35	房车与房屋建造产品、材料、组件的生产商与分销商。也是其它特定产业的产品供应商，诸如橱柜、家具、房屋固定装置、商务家具等
VSTO.N	VISTA OUTDOOR	2015-01-29	1,906	-		-14	3,045	478	16%	14%	11.31	46.13		主营航天军工级军火产品。从事设计、制造与销售户外运动与休闲产品，包括运动用弹药与枪械、户外配件、户外运动用光学产品、高尔夫测距仪与专业运动眼镜等系列产品
PTON.O	PELOTON INTERACTIVE	2019-09-26	1,572	-2		-76	3,582	-2,828	-79%	9%				世界上最大的互动健身平台，拥有超过140万会员的忠诚社区。随时随地向会员提供沉浸式的、由教练指导的精品课程
MBUU.O	MALIBU BOATS	2014-01-31	884	14		209	1,215	158	13%	6%	24.04			用于水上运动（水上滑雪、起床板和起床冲浪）的运动船只的设计者、制造商和营销者。旗下品牌包括Malibu和Axis Wake Research（Axis）

5.6 休闲娱乐（传媒）：娱乐至上

- 提供情绪价值的休闲娱乐赛道中，除了用品，传媒也是重要领域。其中，**迪士尼**以其独特的商业模式取得了优异表现，其从影视文化到度假村到P产品的模式形成了可长期持续发展的闭环，具备潜力的国内相关上市公司包括**泡泡玛特**等。此外，**互联网娱乐平台、演唱会相关、电子游戏相关**的优质公司在2000年之后的后半阶段广受关注，奈飞在2000-2023年间实现了高达406倍的股价涨幅，其2012-2022年的收入和利润复合增速分别达到24%和75%，对应中国的互联网娱乐平台**腾讯、字节跳动**等也有较高投资价值。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（媒体与娱乐行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
NFLX.O	奈飞	2002-05-23	262,828	49		40,595	31,616	4,492	14%	55%	24.24	74.51		在线影片租赁提供商，向顾客提供DVD电影的租赁服务，和影片或者电视剧的在线观看服务
DIS.N	迪士尼	1957-11-12	224,445	75	3,698	296	82,722	3,145	4%	18%	6.94	-5.74		全球娱乐公司。业务包括媒体网络、公园和度假村、工作室娱乐和消费品
CMCSA.O	康卡斯特	1972-06-01	172,180	11	4,449	334	121,427	5,370	4%	21%	6.86	-1.43	2.69	由美国AT&T宽带公司和Comcast公司合并而成，是美国最大的有线电视公司和第二大互联网服务供应商。主要业务有：康卡斯特有线电视和NBC环球
CHTR.O	特许通讯	2009-12-02	42,207	9		1,078	54,022	5,055	9%		21.82	33.97		全国最大的有线电视娱乐和宽带通信公司
FWONK.O	LIBERTY MEDIA FORMULA-C	2016-04-18	28,884	56		248	12,164	1,815	15%	22%	41.86	2.53		全球媒体和娱乐公司，在美国提供通过广播、互联网等进行订阅的音乐、体育、娱乐、新闻、交通和天气频道等服务。旗下包括Sirius XM, Pandora, Formula 1
LYV.N	LIVE NATION ENTERTAINMENT	2005-12-14	24,411	43		747	16,681	296	2%	34%	11.11	14.32		全球最大规模的演唱会推手，旗下包括：Ticketmaster、Live Nation Concerts、Artist Nation Management等，经营现场音乐活动、票务服务、广告销售和艺人管理等
RBLX.N	ROBLOX	2021-03-10	24,116	-		-34	2,225	-924	-42%	34%				视频游戏开发商。由Roblox客户端、Roblox工作室和Roblox云组成
WBD.O	WARNER BROS. DISCOVERY	2022-04-11	21,298	-		-54	33,817	-7,371	-22%	33%	22.38	-222.83		全球领先的纪实媒体和娱乐公司，主营广播电台、互联网和有线电视。Discovery是全球最大的纪录片生产公司
OMC.N	宏盟集团	1983-08-23	19,159	14	2,387	255	14,289	1,317	9%	45%	0.05	2.81	3.02	全球最大的广告和营销服务控股集团
WMG.O	华纳音乐	2020-06-03	17,100	37		27	5,919	551	9%	54%	7.85	21.34	1.86	世界领先的音乐娱乐公司之一
SIRI.O	天狼星XM	1994-09-13	14,909	12	547	-79	9,003	1,213	13%		10.22	-9.98	2.64	电台娱乐公司。在美国通过专属卫星广播系统播送音乐、体育、娱乐、喜剧、访谈、新闻、交通和天气频道

5.7 纺服：户外运动，细分，功能

- 美国虽然如前文所述，没有在奢侈品领域实现全球领先，但在大众服饰方面，美国在全球服装龙头集团中占据较多席位，且多数品牌成立或发展于1960s之后。此外，运动健身趋势的兴起和集中度提升依然带来了龙头优异的股价表现，耐克、Lululemon、DECKERS OUTDOOR等均验证了这一点。此外耐克还受益于全球化品牌力提升；Lululemon则很好地体现了运动细分领域的崛起和品质消费。
- 对应看中国，在第二消费时代发展起来的国内龙头品牌有望进一步冲击全球龙头地位；且预计同样随着全民运动的趋势，运动及户外服饰将有望迎来较好的增长机会，细分龙头和功能性服饰同样有望受益，并且在一些公司中已经有所体现，相关标的包括安踏、李宁、361度、特步、波司登等等。

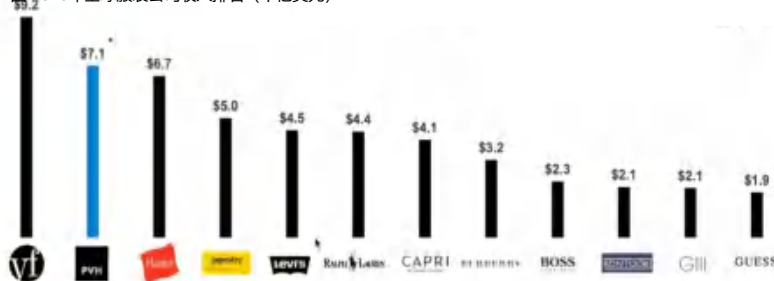
表：美国1970年后消费品上市公司表现（纺织品、服装与奢侈品行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
NKE.N	耐克	1980-12-01	142,004	27	1,117	1,975	46,710	6,046	13%	61%	7.19	10.58	1.37	销售运动鞋和运动服装，在全球范围内的170多个国家将产品出售给零售账户
LULU.O	露露乐蒙	2007-07-27	47,227	30		3,552	6,257	975	16%	31%	20.12	18.15		技术型运动服装的设计师和零售商。产品包括健美裤、短裤、上衣和外套等
DECK.N	DECKERS OUTDOOR	1993-10-15	24,160	33	-76	12,632	3,150	452	14%	31%	8.34	13.37		鞋子生产商和销售商。主要从事设计高性能的户外活动和日常休闲生活使用的鞋类。品牌包括UGG、Teva和Sanuk
RL.N	拉夫劳伦(RALPH LAUREN)	1997-06-12	12,003	20	-29	736	6,219	600	10%	52%	-0.98	-1.26	1.64	主要从事服装、家居、饰品、香水四大类高级时尚产品的设计、营销和配销，品牌包括Lauren Ralph Lauren (女装) 和Polo Ralph Lauren (男装)
TPR.N	TAPESTRY	2000-10-05	10,890	12	42	1,412	6,685	856	13%	33%	3.45	-1.91	2.45	Coach是美国和目标国际市场公认的精细配件品牌之一，现代化、时尚的手袋和配件使用各种优质皮料、面料和材料
SKX.N	斯凯奇	1999-06-09	9,390	17	46	1,107	7,445	373	5%	48%	16.91	44.33		全球休闲鞋业的领导者。产品种类包括休闲型，运动型，耐用型和生活方式
CROX.O	卡骆驰	2006-02-08	8,700	11		554	3,555	540	15%	54%	12.21	15.19		男女鞋、儿童鞋及相关配件产品的设计商、制造商和分销商，主要生产CROCS运动休闲凉鞋以及太阳镜、T恤、袜子等服饰及户外用品
PVH.N	PVH	1980-07-28	8,112	16	1,280	922	9,155	952	10%	68%	4.51	13.20	0.07	大型服装企业，致力于设计、提供、生产和销售男士、女士以及儿童服装和鞋类
LEVI.N	LEVI STRAUSS	2019-03-21	7,957	32		-20	6,169	569	9%	48%		2.24		世界领先的服装公司之一，发明了蓝色牛仔褲。Levi's品牌在全球牛仔品类中具有最高的品牌知名度
VFC.N	威富(VF)	1951-04-01	5,964	-	3,980	312	11,842	1,387	12%	48%	0.85	2.48	14.46	全世界最大的上市成衣公司之一，主要经营牛仔装，内衣，运动装、户外产品和工作装。旗下拥有Lee, Nautica, Vanity Fair, North Face等品牌

图 VF旗下多数服装品牌创立于1960年之后



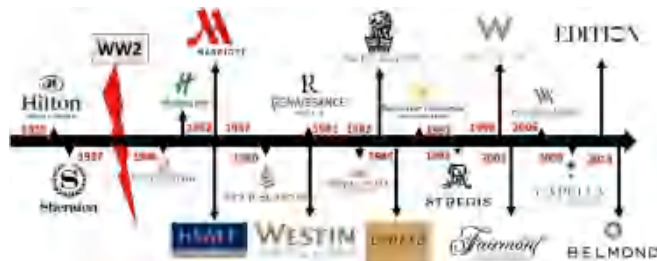
图 2020年全球服装公司收入排名（十亿美元）



5.8 社服：餐饮旅游是主旋律

- 到了2000年后的消费Ⅲ下半阶段，社服行业标的显著表现优异，主要就体现在**餐饮旅游**。麦当劳、星巴克等餐饮企业从2000年前的上半阶段就开始表现优异，到了下半阶段依然延续优势，尤其是星巴克在过去10年依然有10%左右的收入和利润复合增速。旅游相关企业则多在2000年前后上市，并在2000年后的下半阶段表现优异，涨幅最高的为1999年上市的BOOKING，在2001-2023年间股价增长449倍，在过去十年收入和利润分别复合增长12.5%和8%。**对于酒店行业，美国发明了品牌酒店的概念，因此虽然美国在其他奢侈品方面没有取得最出色的表现，但在酒店方面诞生了全球龙头，且多数也是在二战后开始发展（除了希尔顿和万豪，诞生于二战前但同样在二战后开始快速发展）。**
- 对应看，我们认为中国在第三消费社会同样是以服务业为主旋律，尤其是餐饮旅游，**餐饮方面**，从2015s开始购物中心逐渐取代传统百货商超成为新业态，而购物中心的布局中餐饮变得尤为重要，体现出餐饮的重要性和服务质量都在显著提升，随着品质化和差异化，竞争格局优化，**海底捞**等供应链标准化、注重服务品质的优质公司逐渐崭露头角；**旅游方面**，我们认为中国将体现出与美国相似的趋势，旅游将成为第三消费时代中国消费者的重要生活方式之一，且随着疫情后的催化，旅游产业加速发展，相关公司包括平台型的**携程**等、酒店龙头**华住集团、锦江酒店、首旅酒店**等。

图 美国豪华和高档酒店品牌发展时间线



表：美国1970年后消费品上市公司表现（社服行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
MCD.N	麦当劳	1965-04-21	203,582	24	3,626	1,457	23,183	6,177	27%	59%	-1.72	1.23	2.17	全球最大的连锁快餐企业，由麦当劳兄弟和Ray Kroc在50年代的美国开创
BKNG.O	BOOKING	1999-03-29	123,968	29	-98	44,944	17,090	3,058	18%	87%	12.50	7.98		在线旅游公司，提供网上订价系统，包括度假机票、酒店房间及出租汽车的旅游服务
ABNB.O	爱彼迎	2020-12-10	106,740	22		-6	8,399	1,893	23%	54%				全球民宿短租公寓预定平台，覆盖191个国家和地区短租民宿房源
SBUX.O	星巴克	1992-06-26	103,472	24	1,547	2,107	32,250	3,282	10%	28%	9.28	9.02	2.30	全美国最大的全球性咖啡专门连锁店
CMG.N	墨式烧烤	2006-01-26	79,707	65		5,098	8,635	899	10%		12.20	12.45		“快速休闲”连锁餐厅，主要产品有玉米饼，煎饼，沙拉和卷饼碗
MAR.O	万豪国际	1998-03-23	72,910	24	20	1,237	20,773	2,358	11%	24%	5.81	15.24	0.55	全球首屈一指的国际酒店管理公司
HLT.N	希尔顿酒店	2013-12-12	53,617	47		334	8,773	1,255	14%	21%	-0.56	13.56	0.28	跨国酒店管理公司
DKNG.O	DRAFTKINGS	2019-07-25	39,447	-		260	2,240	-1,378	-62%	2%				数字体育娱乐和游戏公司，提供在线体育博彩、在线赌场和日常幻想体育产品
YUM.N	百胜餐饮	1997-09-17	39,030	24	13	3,040	6,842	1,325	19%	43%	-6.66	-1.85	1.70	全球最大的餐饮集团，旗下拥有肯德基、必胜客、小肥羊、东方既白、塔可钟等世界著名餐饮品牌
LVS.N	金沙集团	2004-12-15	38,840	32		60	4,110	1,832	45%		-9.48	1.86		全球最大的赌场与饭店经营集团之一，旗下拥有以威尼斯人酒店为首的一系列高级赌场饭店

5.9 汽车：人类从未停止脚步

- ◆ 从工业革命1.0开始，对于出行方式的升级迭代就一直没有停止过，以更快更安全的方式去到更远的地方，是人类从未停止的追求（包括马斯克正在探索的火星旅行等），因此，出行相关的消费总是具备投资机会。在美国的上市公司中，传统汽车龙头福特在上半阶段表现优异，而新能源汽车的领导者特斯拉则在2001-2023年间取得高达155倍的股价涨幅，并拥有高达5600亿美元的市值，过去10年的收入和利润复合增速分别高达70%和42%。
- ◆ 对应中国情况，**新能源汽车**正成为中国最重要的产业之一，在过去40年大部分时间，中国均在追赶发达国家第一和第二次工业革命的产物，而从新能源汽车产业开始，中国逐步进入引领地位，相关公司也具备较高投资价值，包括**比亚迪、理想、小鹏、蔚来**及相关产业链公司等。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（汽车行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
TSLA.O	特斯拉	2010-06-29	559,854	37		15,502	81,462	12,556	15%	50%	69.62	42.15		主要从事纯电动汽车的设计、制造和销售，也向第三方提供电动汽车动力系统的研究开发和代工生产服务
GM.N	通用汽车	2010-11-18	62,106	6		38	156,735	9,934	6%	18%	0.29	4.45	0.61	全球最大的汽车公司之一，旗下品牌包括：雪佛兰、别克、GMC、凯迪拉克、宝骏以及五菱等
F.N	福特汽车	1956-01-26	52,770	12	1,863	3	158,057	1,981	-1%	33%	1.70	-190.11	4.14	世界最大的汽车企业之一，旗下拥有福特、林肯、马自达、水星和Volvo Car五大汽车品牌
RIVN.O	RIVIAN AUTOMOTIVE	2021-11-10	10,703	-2		-77	1,658	-6,752	-407%					设计、开发和制造定义电动汽车及其配件类别的产品。直接向消费者和商业市场的客户销售
THO.N	THOR	1984-12-18	6,257	23	696	3,718	16,313	1,138	7%	23%	19.98	25.04	1.55	美国和加拿大制造和销售一系列娱乐车辆和中小型公交车

5.10 住宅建筑：危机后格局改善，专业化细分化

- ◆ 房地产方面，虽然2000年之后新房实际需求没有出现明显的上涨，且出现了2008年的次贷危机，但次贷危机加速行业竞争格局优化，出清大量中小型开发商，从而龙头企业集中度提升，2021年，美国销售量 top5/top10/top20的房企市占率分别达到27%/34%/44%，较 2003 年分别提升12/14/18pct，并且从市值和股价涨幅靠前的公司主营业务可以看出，格局优化后的房地产开发商的产品线划分清晰，针对不同用户需求实现细分专业化，例如设立不同的产品线分别对应改善型住房、首次置业住房、老年住宅等。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（住宅建筑行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
DHI.N	霍顿房屋	1992-06-05	54,601	12	358	2,691	33,480	5,858	17%	0%	22.63	19.87	0.58	美国最大的房地产开发商之一。公司销售的住宅主要是独栋住宅，也有少量联排住宅，酒店式公寓，以及乡镇住宅等
LEN.N	莱纳房屋	1972-07-27	47,277	12	711	1,023	33,671	4,614	14%		23.42	21.12	0.90	美国四大房地产公司之一。以私人住宅开发和销售为主，也为购房者提供金融和房地产投资业务
NVR.N	NVR	1986-06-17	25,904	16	919	5,564	10,526	1,726	16%	46%	12.70	25.32		主要经营建筑和住宅买卖以及金融服务。建造和销售包括别墅、联排别墅、公寓等所有建立在预售销售基础之上的建筑
PHM.N	普尔特房屋	1980-07-28	25,449	10	3,589	1,081	16,229	2,617	16%	0%	12.91	28.93	0.53	全美最大的住宅建筑商，是美国四大房地产之一。主营私人住宅开发和销售，拥有“Pulte Homes”、“Centex Homes”和“Del Webb”三个住宅品牌产品线，分别对应改善性住房、首次置业市场和老年住宅市场
BLD.N	TOPBUILD	2015-06-17	14,005	23		1,545	5,009	556	11%		15.28	17.21		美国建筑行业内的全球领先的安装程序和绝缘产品经销商。通过承包商TruTeam在全国范围内提供保温安装服务。产品有雨水槽，壁炉，衣柜货架，和屋面材料等
TOL.N	托尔兄弟	1986-07-16	13,476	9	933	992	10,276	1,287	13%	24%	18.50	10.20	0.64	美国最大的豪华房屋建筑商。设计、建造、销售独立式房屋和高档住宅，也提供融资服务。还开发、拥有并经营高尔夫球场和乡村俱乐部
TPX.N	TEMPUR SEALY INTERNATIONAL	2003-12-18	9,865	27		1,302	4,921	456	9%	21%	13.37	15.61	0.76	全球领先的床上用品生产商，在全球将近100个国家销售产品。品牌包括泰普尔、丝蓓、奥普提姆、司登思&福斯特等
MHK.N	莫霍克工业	1992-04-01	8,359	-	301	278	11,737	25	0%	45%	7.33	-20.50		全球最大的国际化家居及商用地面材料供应商，主要产品包括瓷砖、复合强化木地板、石材、塑胶地板、地毯衬垫等
MTH.N	梅若堤居	1988-07-01	6,373	9	145	1,786	6,269	992	16%	0%	18.04	25.16	0.17	设计并建造单户独立房产，主要在美国西部和南部地区经营并提供多种面向不同购房者的房型

5.11 家庭耐用品：大家电稳健，小家电成长，智能家居兴起

- 家庭耐用品方面，美国的大家电龙头在1970-2000年延续渗透率提升后的较好增长，2000年后保持稳健增速，日韩、中国的全球家电份额提升也对其造成一定压力；小家电则拥有较高成长性，海伦特洛伊家电2000年后取得24倍股价涨幅，过去10年收入和利润复合增速也均为7%左右，美国小家电龙头SharkNinja也于2023年在美股上市；除此之外，智能家电相关公司也在2020年前后陆续上市。
- 对于中国市场，与美国不同，中国的家电制造占据全球70%以上的份额，参考德国、美国、日本等工业革命历程，初期跟随期以模仿跟进为主，从低端代工逐步提升至全球认可的高品质制造，再到自主品牌，而中国开始跟进工业化的阶段恰逢全球家电品类普及，目前中国已经历了从低端制造到高品质制造，且在全球的品牌份额正处于提升拐点，因此**中国家电品牌的全球化在当前阶段非常具有投资价值（类似美国完成工业化跟进后，可口可乐、宝洁等基础消费品品牌的全球化）**，建议关注**海尔智家、美的集团、格力电器、海信视像、海信家电、TCL电子**等中国大家电龙头品牌。此外，**小家电符合消费Ⅲ阶段的情绪需求属性**，我们认为依然有较高属性，建议关注**小熊电器、新宝股份、苏泊尔、九阳股份、飞科电器**等。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（家电&消费电子行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介	
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润			
CARR.N	开利全球	2020-03-19	5,323	39			404	20,421	3,534	17%	42%		1.15	全球暖通空调、制冷、消防和安全解决方案提供商	
MAS.N	马斯科	1969-05-05	17,399	19	932		395	8,680	844	10%	20%	1.48	25.12	1.47	全球最大的品牌家居消费品制造商之一，产品主要包括水龙头、厨卫橱柜、建筑涂料、卫浴产品、窗具等
SN.N	SHARKNINJA	2023-07-31	8,709	52			24	3,717	232	6%	21%				全球性产品设计和技术公司，为全球消费者提供创新的五星级生活方式解决方案
WHR.N	惠而浦	1955-09-19	6,537	14	884		385	19,724	-1,519	-8%	42%	0.84	-214.25	5.99	世界上最大的大型家用电器制造商之一，旗下拥有惠而浦、美泰克、阿曼纳等8大知名国际品牌
HELE.O	海伦特洛伊家电	1984-01-17	2,737	17	179		2,378	2,223	224	10%	22%	6.52	7.32		全球品牌消费品组合设计商、开发商、进口商、分销商，产品包括食品贮存容器、家居清洁工具、浴室配件、婴幼儿护理产品、体温计、加湿器、空气净化器、电风扇、多种维生素、头发造型用具、香水等等
PLTK.O	PLAYTIKA	2021-01-15	2,613	11			-72	2,616	275	11%	30%				全球领先的手机游戏开发商之一，创造有趣、创新的体验，娱乐和吸引他们的用户
SONO.O	索诺声	2018-08-02	2,360	-			-14	1,752	67	4%	40%				智能音箱制造商，专有软件平台和强大的合作伙伴生态系统
VZIO.N	VIZIO	2021-03-25	2,166	77			-60	1,863	-0	0%	100%				通过其尖端智能电视集成平台和强大的SmartCast操作系统驱动电视的未来

5.12 非必需品零售商：细分垂直化；房屋修缮维护

- 美国的非必需品零售商在消费Ⅲ阶段的上半阶段和下半阶段均取得了优异表现，一方面是由进一步**细分化的渠道变革**带来，另一方面源于**电商崛起**（亚马逊拥有高达1.87万亿美元的消费品最高市值）。此外，美国的特殊性在于，如前文所述，美国大量中产家庭居住在郊区别墅，加之美国人工成本较高，因此消费者有较多的**亲自动手修缮房屋、制作家具、打理花园的需求**，催生了**家得宝、劳氏**等零售商的崛起。
- 对应中国的情况，**电商**的投资价值无需赘述，除此之外，**细分专业化垂直渠道或产生新的投资机会**；且中国的新房销售阶段性见顶后，**随着房龄增加以及中国人工成本提高，预计中国也会产生房屋修缮、DIY等相关需求**，因此电动工具等公司在中国的机会同样值得关注，相关公司包括**巨星科技、泉峰控股、格力博**等。

表：美国1970年后消费品上市公司表现（非必需消费品经销与零售业行业）

证券代码	证券简称	上市日期	总市值 USD mn	市盈率 PE(TTM)	区间涨跌幅%		营业收入 USD mn	净利润 USD mn	净利率	外销 占比	2012-2022CAGR %		股息率 (%)	公司简介
					1970-2000	2001-2023					营业收入	净利润		
AMZN.O	亚马逊	1997-05-14	1,873,676	62	695	19,426	513,983	-2,722	-1%	31%	23.74	-252.45		全球商品品种最多的网上零售商和全球第3大互联网公司
HD.N	家得宝	1981-09-01	380,159	25	11,522	1,136	151,157	16,433	11%	8%	7.94	15.52	1.96	全球领先的家居建材用品零售商，美国第二大零售商，出售各式各样建材、家装、草坪及花园产品，并提供多项服务
LOW.N	劳氏	1961-10-01	145,752	19	4,887	2,638	96,250	8,442	9%	6%	6.72	16.46	1.34	美国第二大家居装饰用品零售商，专门提供家居改善的产品和服务、家庭装饰、家庭修理及商业大厦改造和维护等。主要顾客群是自己动手的零售顾客和商业客户
TJX.N	TJX公司	1965-11-17	114,906	26	8,101	3,491	48,550	3,283	7%	21%	7.67	8.18	1.07	美国 and 全世界的服装和家庭时尚低价零售商。公司经营 T.J.Maxx stores, Marshalls stores, and Winners Apparel Ltd. stores
ORLY.O	奥莱利汽车	1993-04-22	66,645	28	456	7,003	14,410	2,173	15%		8.83	14.01		汽车零部件售后供应商，主要销售汽车零部件、配件等，如发电机、起动机、脚垫、座套等，还提供专业测试
AZO.N	汽车地带	1991-04-02	54,533	21	288	8,972	16,252	2,430	15%		6.57	10.07		美国第二大汽车配件零售商，主要经营汽车配件、维修零件等，同时也提供汽车信贷服务、销售汽车诊断和修理软件
ROST.O	罗斯百货	1985-08-01	49,190	26	101	8,021	18,916	1,723	9%		8.19	10.12	0.83	罗斯百货公司是美国一家百货连锁公司，主要经营折扣服饰连锁店和家居饰品店。客户主要来自中等收入家庭。
TSCO.O	拖拉机供应	1994-02-17	28,248	26	-63	47,615	14,205	1,089	8%		11.78	14.69	1.50	美国最大的农场和牧场零售商店运营商，旗下拥有 Tyson, Jimmy Dean, Hillshire Farm, Sara Lee 等多个品牌
EBAY.O	EBAY	1998-09-23	27,340	10	318	1,264	9,795	-1,269	13%	51%	-3.56	-193.05	1.75	全球最大的网络交易平台之一，为个人用户和企业用户提供国际化的网络交易平台
ULTA.O	ULTA美妆	2007-10-25	25,239	20		1,562	8,631	986	11%		17.13	23.41		美国最大的化妆品折扣零售商，致力于销售化妆品、香水、护肤和护发产品、用具以及饰品。还提供美发、美甲、足部护理、按摩以及其他美容及水疗服务
GPC.N	通用配件	1968-08-20	21,601	16	935	996	22,096	1,183	5%	32%	5.44	6.20	2.42	经营汽车配件产品、工业用品、办公用品、电器及电子设备等多种产品的大型集团公司，旗下有NAPA, MI, S.P Richards, 和ELS四个子集团
BBY.N	百思买	1985-04-18	17,668	14	5,429	882	51,761	2,454	5%	8%	1.31	14.85	3.74	全球最大的家用电器和电子产品的零售和分销及服务集团，主营消费电子、家居办公用品、电器、娱乐软件等

目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

- ◆ 首先，我们对消费社会模型进行了优化修正，我们认为，**技术变迁是消费社会变迁的底层逻辑**，而非经济，经济波动只是影响消费的表层因素之一。消费社会变迁滞后于技术变迁，因此**接下来几十年的消费主旋律预计依然围绕第二三次工业革命的成果，无需过多担忧缺乏新产品刺激消费。**
- ◆ 其次，我们对美国消费社会变迁进行了复盘，并将其划分为消费Ⅰ阶段（1870-1920年），消费Ⅱ阶段（1920-1970年），消费Ⅲ阶段（1970年-今），三个阶段的消费主要内容均为前一阶段工业革命成果的普及，且各阶段消费品成果均遵循“普及→品牌化全球化”的过程，**美国消费品最具投资价值的阶段出现在1960年代之后。虽然消费Ⅱ阶段是很多消费品从0到100普及的过程，为很多企业带来收入高增的红利，但是消费Ⅲ阶段从卖方市场变成买方市场，竞争加剧，龙头α开始显现，品牌价值凸显，并涌现诸多全球龙头品牌。因此消费Ⅲ阶段是最具消费品投资价值的阶段，建议积极关注中国消费品当下投资机会。**
- ◆ 在赛道选择方面，从各国工业革命及美国消费变迁历史来看，美国在消费品全球化过程中，对于最早受益工业革命的服装产业，全球奢侈品牌格局非常稳固且持续强化，美国难以在奢侈品领域撼动欧洲地位，但随着美国在消费Ⅲ阶段主导全球当代艺术以及文化，VF等大众中高端消费品品牌成为全球龙头；此外，对于品牌酒店等未出现全球龙头的行业，美国率先创新并持续占据全球领先地位。因此我们认为，对于中国而言，**中国开始追赶欧美工业革命成果时，离第二次工业革命最近，家电作为工业2.0的主要消费品产物，尚未形成难以撼动的稳定格局，且中国在家电制造已占据全球领先优势，部分品牌已开始冲击全球龙头地位，因此中国家电品牌冲击全球龙头将成为当下最重要的投资机会之一。**建议关注渗透率仍有较大提升空间且中国品牌占据全球优势的扫地机龙头石头科技、科沃斯，已在全球化深度布局的大家电龙头海尔智家、美的集团、海信家电、海信视像、TCL电子等，以及积极发力出海的优质小家电企业小熊电器、飞科电器等。
- ◆ 从内需趋势来看，对标美国在消费Ⅲ阶段的消费行业资本市场表现，我们认为以下几个方向值得重点关注：（1）消费市场从卖方市场变成买方市场，初期经历竞争加剧和出清的过程，**渠道商受益（关注抖音、拼多多等）**；（2）消费者为**情绪价值**付费的意愿显著提升，上半阶段体现为迪士尼、孩之宝等传统娱乐龙头的崛起，后半阶段出现了更丰富的互联网，各类互联网娱乐平台受益，作为提供情绪价值的服务业（餐饮旅游）同样显著受益，**关注乖宝宠物、泡泡玛特等提供情绪价值的标的，以及海底捞、华住集团、锦江酒店、首旅酒店等餐饮旅游相关标的**；（3）**运动健康**是Ⅲ阶段的重点赛道，上半阶段开始出现一些健身器材龙头公司，下半阶段竞争格局逐渐明朗，运动服饰龙头、健身平台、细分户外运动设备（POLARIS北极星等）表现优异，**关注安踏、李宁、361度、Keep、春风动力、钱江摩托等相关标的**；（4）**家庭耐用品**方面，大家电延续稳健增长，小家电则保持较高成长性，且消费者持续在住房维护方面消费，家得宝、劳氏等持续受益，**关注小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔、飞科电器等小家电标的**；（5）出行是自工业革命以来持续在迭代升级的赛道，上半阶段传统汽车龙头受益，后半阶段新能源车出现并受益；（6）传统消费品龙头在消费Ⅲ上半阶段加速出海并受益全球化（可口可乐、宝洁等）。

目 录

- 引言
- 1 消费社会模型2.0
- 2 美国工业革命与经济环境复盘
- 3 美国城镇化与人口环境变迁
- 4 美国微观价值观与消费逻辑变迁
- 5 美国消费品上市公司复盘
- 6 投资建议
- 7 风险提示

- **消费社会模型2.0的适用性风险。**
- 本报告在建立消费社会模型2.0的过程中仅对部分国家进行验证，且未经过严密的量化计算，模型的广泛适用性仍有待优化考证。
- **中美消费社会变迁可比性风险。**
 - 中国的发展历程与未来都有着不可复制的独特性，不管是美国还是日本，我们都并不认为中国正在或即将复制其历史，我们的分析仅仅旨在帮助大家了解美国消费者、以及对一些因果关系的分析提供借鉴思路。
- **出海贸易战风险。**
 - 警惕中国品牌出海过程中可能发生贸易战抑制其出海的风险。
- **消费需求疲软风险。**
 - 关注经济增速放缓趋势下消费者需求不及预期风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

